

公司研究

钛白粉景气触底业绩承压，开启出海进程强化资源布局

——龙佰集团（002601.SZ）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：18.26 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：王礼沫

执业证书编号：S0930524040002

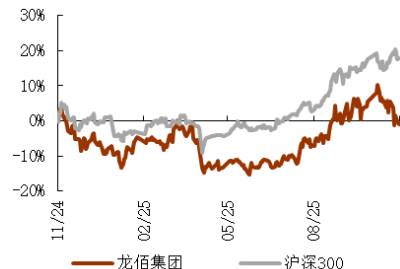
010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.86
总市值(亿元):	435.74
一年最低/最高(元):	15.82/20.58
近 3 月换手率:	1.70%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.4	-8.6	-20.4
绝对	-6.2	6.2	-0.8

资料来源：Wind

相关研报

钛白粉龙头守待春来，新能源布局含苞欲放——龙佰集团（002601.SZ）投资价值分析报告（2022-09-30）

要点

事件：

公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营业总收入 194.5 亿元，同比-6.9%，实现归母净利润 16.7 亿元，同比-34.7%。2025Q3 单季，公司实现营业总收入 61.1 亿元，同比-13.7%，环比-2.8%，实现归母净利润 2.89 亿元，同比-65.7%，环比-58.6%。

点评：

钛白粉景气度触底，前三季度公司业绩承压

2025 年前三季度，钛白粉行业供给宽松局面较为严峻，国内供给增速远大于需求增速，叠加欧盟反倾销和反补贴税率实施导致国内钛白粉产品出口受阻，行业竞争加剧，钛白粉景气度触底。根据同花顺 iFinD，2025 年前三季度，国内硫酸法钛白粉均价为 14100 元/吨，同比-10.5%，硫酸法钛白粉价差为 6708 元/吨，同比-15.2%；公司氯化法钛白粉出厂均价为 16994 元/吨，同比-10.0%，氯化法钛白粉价差为 11671 元/吨，同比-2.7%。2025Q3 单季，国内硫酸法钛白粉价差、公司氯化法钛白粉价差分别环比-12.1%、-2.1%。钛白粉景气度持续下行，公司业绩承压，2025 年前三季度，公司毛利率为 22.29%，同比下降 4.65pct，年化 ROE 为 9.60%，同比下降 5.14pct。公司现金流韧性凸显，前三季度实现经营活动现金流 25 亿元，同比下跌 2.1%。

收购海外钛白粉工厂开启出海布局，有望打造第二增长曲线

公司于 10 月 15 日与 Venator UK 达成资产购买协议，收购 Venator UK 持有的与钛白粉业务相关的资产，包括土地房屋、机器设备、备品备件、业务账簿、知识产权、存货等。交易对价为 6990 万美元，税费预计约 1419 万美元，截至 25 年 8 月收购标的资产净资产约为 1.95 亿美元。Venator 是欧美第四大钛白粉生产商，Venator UK 是 Venator 旗下唯一生产氯化法钛白粉的工厂，设计产能达 15 万吨/年，拥有良好的产品品质与客户关系。2025 年 9 月，Venator 集团进入破产程序，目前 Venator UK 工厂处于停产状态。本次交易完成后，公司将从生产、供应、销售各个环节对 Venator UK 工厂展开整合工作，旨在降低生产成本，提高产能利用率，同时优化销售结构。本次收购有助于公司推进全球化产业布局，丰富公司氯化法钛白粉产品矩阵，为全球客户提供更优质的服务，推动海外业务发展。

积极推动上游资源项目建设，维持高分红比例回馈股东

为加强上游原材料保障，公司积极推进“红格北矿区两矿联合开发”与“徐家沟铁矿开发”两大核心项目。通过将红格北矿区及庙子沟矿区联合开发，公司钛精矿产能将达到 248 万吨/年，铁精矿产能将达到 760 万吨/年。公司自上市以来累计分红超过 193 亿元，持续回馈广大股东。2022-2024 年期间，公司三年累计现金分红总额达 71.53 亿元，对应股利支付率高达 81.15%。2025 年，公司仍维持高比例分红，根据公司三季度利润分配方案，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 1.00 元（含税），派息总额为 2.37 亿元，占公司 25Q3 单季度归母净利润的 82%。公司将持续推动全产业链布局，在行业下行期积极分红回报股东，实现市值和公司盈利能力穿越周期的成长。

盈利预测、估值与评级

钛白粉景气度触底，公司业绩承压，我们下调公司 25-27 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.54（下调 31%）、28.03（下调 17%）、33.78（下调 10%）亿元，对应 EPS 分别为 0.86、1.17、1.42 元/股。公司自有钛资源核心优势稳固，随着公司钛白粉产能出海和钛矿资源布局逐渐落地，公司长期成长能力优秀，因此维持对公司的“买入”评级。

风险提示：钛白粉景气度大幅波动，钛精矿价格大幅波动，海外市场风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26765	27513	29197	31085	33014
营业收入增长率	11.00%	2.80%	6.12%	6.47%	6.21%
归母净利润（百万元）	3226	2169	2054	2803	3378
归母净利润增长率	-5.64%	-32.79%	-5.30%	36.51%	20.48%
EPS（元）	1.35	0.91	0.86	1.17	1.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.35%	9.43%	8.97%	11.73%	13.60%
P/E	14	20	21	16	13
P/B	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-11-03

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26765	27513	29197	31085	33014
营业成本	19617	20631	22574	23219	24076
折旧和摊销	2483	3037	3212	3330	3451
税金及附加	362	346	363	386	410
销售费用	546	387	584	622	660
管理费用	999	1101	1169	1244	1322
研发费用	1014	1175	1247	1327	1410
财务费用	237	701	715	841	946
投资收益	-68	-64	-65	-65	-65
营业利润	3917	2924	2654	3592	4309
利润总额	3917	2912	2657	3594	4312
所得税	671	672	531	719	862
净利润	3246	2240	2125	2875	3449
少数股东损益	20	72	72	72	72
归属母公司净利润	3226	2169	2054	2803	3378
EPS(元)	1.35	0.91	0.86	1.17	1.42

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3404	3797	4087	5036	5799
净利润	3226	2169	2054	2803	3378
折旧摊销	2483	3037	3212	3330	3451
净营运资金增加	8150	-2170	2421	2641	2691
其他	-10455	761	-3600	-3738	-3719
投资活动产生现金流	-2977	-1559	-2091	-2085	-2085
净资本支出	-2914	-1581	-2020	-2020	-2020
长期投资变化	860	862	0	0	0
其他资产变化	-923	-841	-71	-65	-65
融资活动现金流	-1220	-1209	-1636	-2385	-3136
股本变化	-4	0	0	0	0
债务净变化	6021	406	1231	263	255
无息负债变化	-3147	1210	-1007	-1275	-1043
净现金流	-804	1098	360	566	579

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.7%	25.0%	22.7%	25.3%	27.1%
EBITDA 率	26.8%	27.5%	23.0%	25.3%	26.8%
EBIT 率	17.3%	16.1%	12.0%	14.6%	16.4%
税前净利润率	14.6%	10.6%	9.1%	11.6%	13.1%
归母净利润率	12.1%	7.9%	7.0%	9.0%	10.2%
ROA	5.1%	3.4%	3.2%	4.3%	5.2%
ROE (摊薄)	14.4%	9.4%	9.0%	11.7%	13.6%
经营性 ROIC	7.8%	7.3%	5.8%	7.3%	8.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	61%	61%	60%	58%
流动比率	0.76	0.76	0.80	0.88	0.96
速动比率	0.48	0.51	0.52	0.57	0.63
归母权益/有息债务	1.02	1.03	0.97	1.00	1.03
有形资产/有息债务	2.30	2.38	2.27	2.25	2.24

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	63817	66201	66399	66455	66671
货币资金	7007	8399	8759	9325	9904
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3013	3553	3742	3984	4647
应收票据	380	339	360	383	407
其他应收款 (合计)	158	162	172	183	194
存货	7328	7737	8493	8995	9338
其他流动资产	1666	1651	1651	1651	1651
流动资产合计	20119	22838	24235	25601	27248
其他权益工具	32	36	36	36	36
长期股权投资	860	862	863	863	863
固定资产	23501	25078	23621	22089	20467
在建工程	4632	3492	3669	3802	3901
无形资产	6734	6531	6420	6312	6205
商誉	6112	6023	6023	6023	6023
其他非流动资产	887	636	636	636	636
非流动资产合计	43698	43363	42164	40854	39423
总负债	38793	40409	40633	39620	38832
短期借款	8198	9368	10599	10862	11116
应付账款	5929	5836	5644	5108	4815
应付票据	4350	6375	5644	4876	4093
预收账款	3	3	3	3	4
其他流动负债	45	124	124	124	124
流动负债合计	26614	29895	30248	29236	28447
长期借款	10757	9213	9213	9213	9213
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	224	228	228	228	228
非流动负债合计	12179	10514	10385	10385	10385
股东权益	25025	25792	25766	26835	27840
股本	2386	2386	2386	2386	2386
公积金	15608	15608	15608	15608	15608
未分配利润	5046	5084	4990	5987	6920
归属母公司权益	22482	23004	22906	23903	24836
少数股东权益	2543	2788	2860	2932	3004

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.04%	1.41%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	3.73%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	0.89%	2.55%	2.45%	2.70%	2.87%
研发费用率	3.79%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%
所得税率	17%	23%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.90	0.90	0.76	1.02	1.23
每股经营现金流	1.43	1.59	1.71	2.11	2.43
每股净资产	9.42	9.64	9.60	10.02	10.41
每股销售收入	11.22	11.53	12.24	13.03	13.83

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	20	21	16	13
PB	1.94	1.89	1.90	1.82	1.75
EV/EBITDA	9.9	9.4	10.7	9.2	8.2
股息率	4.9%	4.9%	4.1%	5.6%	6.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP