

## 股票投资评级

买入 | 首次覆盖

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	17.25
总股本/流通股本(亿股)	23.84 / 19.88
总市值/流通市值(亿元)	411 / 343
52周内最高/最低价	23.35 / 15.98
资产负债率(%)	61.0%
市盈率	18.96
第一大股东	许冉

## 研究所

分析师: 刘海荣  
SAC 登记编号: S1340525120006  
Email: liuhairong@cnpsec.com  
分析师: 李家豪  
SAC 登记编号: S1340525120005  
Email: lijiahao@cnpsec.com

## 龙佰集团(002601)

### 内修“矿化一体”护城河，外拓“全球钛业”无尽疆

#### ● 报告要点

(1) 龙佰集团是一家致力于钛、锆、锂等新材料研发制造及产业深度整合的大型多元化企业集团，深耕化工行业 30 余年成为钛产业龙头。25 年拟收购 VenatorUK 英国 Greatham15 万吨/年氯化法资产，完善海外产能与渠道。截至 2025 年，公司合计拥有产能钛白粉 151 万吨/年（硫酸法 85、氯化法 66）、海绵钛 8 万吨/年、钛精矿 172 万吨/年（自有矿山 142）+铁精矿 460 万吨/年、磷酸铁 10 万吨/年、磷酸铁锂 5 万吨/年、石墨负极 2.5 万吨/年、石墨化 5 万吨/年。

(2) 海外产能逐步退出，国内厂商对外扩张趋势不改。截至 2024 年末，全球钛白粉名义产能/产量已经到达 1024/812 万吨，2020-2024 年年复合增长率分别为 4.5%/4.4%，行业已进入低增速时期。近年来受到钛白粉原料和能源成本上涨、需求疲软和产能过剩加剧的影响，国外钛白粉企业产能逐步收缩。从长期来看，在欧美等高溢价市场中国供应商难以被完全替代，欧美自身的制造业成本较高，中低端牌号的竞争中并无优势可言，而高端牌号市场中中国氯化法钛白粉也正随着品质提高带来自身性价比的上升，反倾销税逼退中国商品后当地供应链成本也必然会上升；再者，海外四大生产商近十多年来产能几乎没有增长，近年由于持续的亏损已导致其资本开支持续下降，投资扩建的意愿不足，面对全球长期持续增长的需求增量，实际给到中国企业参与市场竞争的机会会越来越多，中国可以持续在钛白粉自供能力相对不足且需求维持较高增速的发展中地区争取到更多的份额。

(3) 公司手握钛矿关键资源，落子英国/马来西亚有望进一步打开全球市场。在全球钛矿储量下行+钛矿长期价格中枢抬升的背景下，钛矿资源配置成为穿越景气周期的盈利底气，公司主动强化自身资源储备能力，待两矿合并项目投产公司钛精矿年产能将达到 248 万吨/年，贡献稳定现金流。与此同时，公司通过收购 Venator UK 产能及成立马来西亚子公司，打造英国（高端）+马来西亚（增量）+中国本部（资源/规模化）的布局，实现产地重构及壮大海外销售网络，未来有望扫去反倾销路障，进一步打开全球的市场空间。

#### ● 盈利预测与投资建议

中长期看，钛白粉景气度有望触底回暖，公司作为行业龙头受益最深，海外基地的建设将进一步打开公司成长的空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 20.27、28.24、35.87 亿元，EPS 为 0.85、1.18 与 1.50 元，3 月 24 日收盘价对应 PE 为 20、15 和 11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**钛矿景气回落的风险；海外反倾销的风险；钛白粉供过于求的风险。

**■ 盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27539	25542	29489	32985
增长率 (%)	2.78	-7.25	15.45	11.85
EBITDA (百万元)	7038.59	5899.65	7159.71	8374.37
归属母公司净利润 (百万元)	2168.59	2026.78	2823.62	3586.65
增长率 (%)	-32.79	-6.54	39.32	27.02
EPS (元/股)	0.91	0.85	1.18	1.50
市盈率 (P/E)	18.97	20.29	14.57	11.47
市净率 (P/B)	1.79	1.74	1.68	1.61
EV/EBITDA	7.97	9.31	7.32	5.92

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 公司简介：内生外延式发展，快速崛起的钛白粉龙头.....	6
2 钛白粉行业：海外产能逐步退出，国内厂商对外扩张趋势不改.....	11
2.1 钛白粉是使用最广泛、性能最优异的白色颜料.....	11
2.2 供给端：海外产能逐步推出，国内厂商对外扩张趋势不改.....	12
2.3 需求端：消费量与区域经济呈高相关性，待下游涂料，塑料和造纸业需求修复支撑增长.....	21
3 依托全产业链扩张氯化法，龙头迈向全球化之路.....	24
3.1 手握钛矿关键资源，贡献充裕现金流.....	24
3.2 国内氯化法工艺先行者，龙头出海实力突出.....	27
4 盈利预测与投资建议.....	30
4.1 业务拆分与预测假设.....	30
4.2 估值分析.....	31
4.3 盈利预测与投资建议.....	31
5 风险提示.....	32

## 图表目录

图表 1: 龙佰集团历史沿革 (1955-2017): 奠基与巨变.....	6
图表 2: 龙佰集团历史沿革 (2018-至今): 产业链整合与多元化扩张.....	7
图表 3: 龙佰集团产能情况 (单位: 万吨) .....	7
图表 4: 公司股权穿透图 .....	8
图表 5: 2019-2025Q1-3 公司营业收入 (亿元) 及同比.....	9
图表 6: 2019-2025 Q1-3 公司归母净利润 (亿元) 及同比.....	9
图表 7: 2019-2025H1 公司营业收入结构.....	9
图表 8: 2019-2025H1 公司毛利润结构 .....	9
图表 9: 2019-2025H1 公司板块毛利率走势.....	10
图表 10: 2019-2025Q1-3 公司毛利率及净利润.....	10
图表 11: 2019-2025Q1-3 公司期间费用率走势.....	10
图表 12: 2019-2025Q1-3 公司研发费用及同比走势.....	10
图表 13: 钛白粉的技术指标优于其他白色颜料 .....	11
图表 14: 钛白粉工艺流程对比.....	11
图表 15: 硫酸法和氯化法工艺特点对比 .....	12
图表 16: 2020 年以来全球/中国钛白粉产能走势.....	12
图表 17: 2020 年以来全球/中国钛白粉产量走势.....	12
图表 18: 2020 年以来全球各地区钛白粉产能占比变化 .....	13
图表 19: 2020 年以来全球各地区钛白粉产量占比变化 .....	13
图表 20: 2024 年全球钛白粉产能排名前 10 名的企业产能分布 (单位: 万吨) .....	13
图表 21: 2024 年海外巨头产能情况梳理 (万吨) .....	15
图表 22: 海外钛白粉集中度较高.....	15
图表 23: 2019-2025Q1-3 科慕总营收及净利润 (亿美元) .....	15
图表 24: 2019-2025Q1-3 科慕资本开支及经营性现金流 (亿美元) .....	15
图表 25: 2019-2025Q1-3 特诺总营收及净利润 (亿美元) .....	16
图表 26: 2019-2025Q1-3 特诺资本开支及经营性现金流 (亿美元) .....	16
图表 27: 2019-2025Q1-3 康诺斯总营收及净利润 (亿美元) .....	16
图表 28: 2019-2025Q1-3 康诺斯资本开支及经营性现金流 (亿美元) .....	16
图表 29: 2010-2025 年钛白粉进出口走势.....	17
图表 30: 2010-2025 年钛白粉进出口年均价走势.....	17
图表 31: 近期海外针对中国钛白粉的反倾销及特别关税案例.....	18
图表 32: 全球钛白粉需求量地区分布 .....	18
图表 33: 2024 年我国钛白粉出口量主要国家分布.....	18
图表 34: 2010-2025 年国内产能和产量走势 (万吨) .....	19
图表 35: 中国钛白粉产能工艺结构变化 (万吨) .....	19

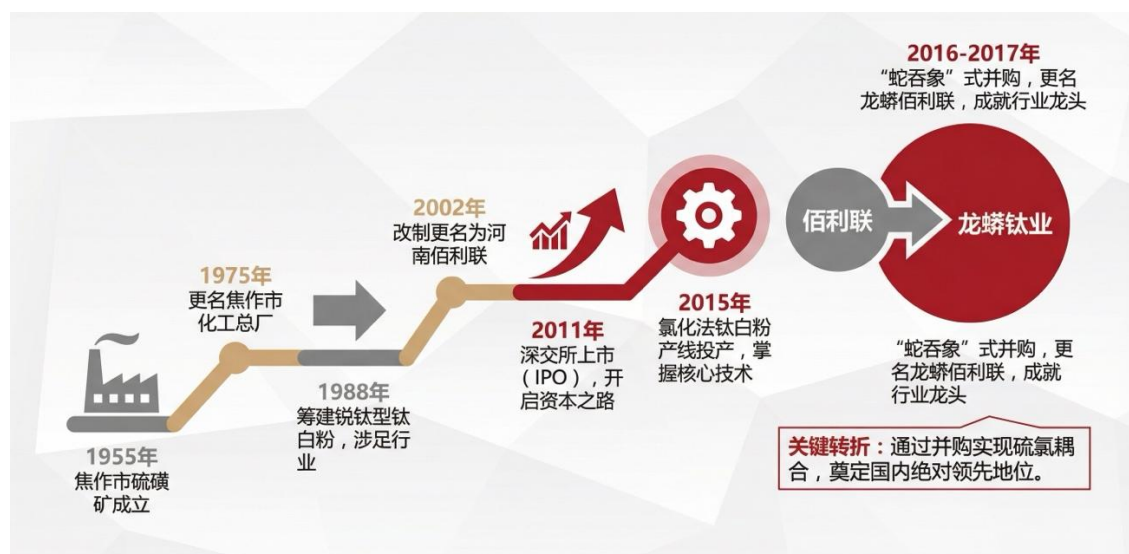
图表 36: 2026 年以后中国钛白粉新增产能规划梳理 (万吨)	19
图表 37: 2025 年国内钛白粉产能分布比例	20
图表 38: 2025 年国内钛白粉行业集中度	20
图表 39: 2025 年国内产能不完全统计 (万吨)	20
图表 40: 全球和中国钛白粉消费量及增速 (万吨)	21
图表 41: GDP 增速与钛白粉需求增速呈高相关性	21
图表 42: 2024 年钛白粉下游需求分布	21
图表 43: 近年中国涂料产量走势 (万吨)	22
图表 44: 中国建筑涂料及其他涂料产量走势 (万吨)	22
图表 45: 国内房屋竣工面积及累计同比情况 (万平方米)	22
图表 46: 国内汽车产量及累计同比情况 (万辆)	22
图表 47: 近年国内塑料制品产量情况 (万吨)	23
图表 48: 近年国内纸制品产量情况 (万吨)	23
图表 49: 龙佰集团钛白粉成本结构拆分 (2024 年)	24
图表 50: 钛精矿价格上涨对硫酸法钛白粉吨盈利影响 (元/吨)	24
图表 51: 我国钛精矿缺口量测算 (万吨)	25
图表 52: 近年钛矿砂及其精矿进口情况	25
图表 53: 钛铁矿全球已探明储量 (万吨)	26
图表 54: 钛铁矿全球主要出产国产量 (万吨)	26
图表 55: 截至 2024 年末公司钛矿情况 (万吨、%)	26
图表 56: 龙佰集团钛精矿自供率有望上升至 70% 以上 (万吨、%)	26
图表 57: 2024 年钛白粉企业单吨成本对比 (元/吨)	27
图表 58: 2018-2026E 龙佰集团氯化法钛白粉产能布局进展 (万吨/年)	28
图表 59: 2020 年以来钛白粉进口均价、出口均价及其价差走势 (美元/吨)	28
图表 60: 2021-2025H1 龙佰集团钛白粉销量及外销占比情况 (万吨、%)	29
图表 61: 公司业绩拆分表	30
图表 62: 可比公司盈利预测及估值对比	31

## 1 公司简介：内生外延式发展，快速崛起的钛白粉龙头

龙佰集团是一家致力于钛、锆、锂等新材料研发制造及产业深度整合的大型多元化企业集团，深耕化工行业 30 余年成为钛产业龙头。目前公司已具备钛白粉产能合计 151 万吨/年，海绵钛产能 8 万吨/年，双居全球第一。

公司前身为 1955 年成立的焦作市硫磺矿，历经体制改革和 2011 年上市资本化运作的过程。2015 年，公司成功掌握氯化法核心技术并投产氯化法钛白粉产线。2016-2017 年公司完成对行业巨头龙蟒钛业的“蛇吞象”式并购，此举不仅奠定了公司在国内钛白粉行业的领先地位，更实现了硫酸法与氯化法工艺的战略整合。

图1：龙佰集团历史沿革（1955-2017）：奠基与巨变



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

2018 年以来的公司持续战略扩张。一方面向上游整合丰源矿业以掌控核心资源；另一方面横向通过收购云南新立和金川项目，迅速跃居全球海绵钛产能第一；同时积极跨界布局锆制品及火热的新能源材料领域。经过一系列纵横捭阖的产业布局，成功构建了“矿-钛-锆-锂”及“硫-氯”耦合的深度全产业链，并于 2021 年正式更名为龙佰集团，体现了多元化集团的身份。

图表2：龙佰集团历史沿革（2018-至今）：产业链整合与多元化扩张



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

内生强化技术优势，外延并购构建产业版图。目前，公司合共拥有八个生产基地，其中除了河南焦作总部的两个生产基地，其他生产基地均来源于近年来公司的收并购：（1）16年并购四川龙蟒钛业，硫酸法钛白粉产能跃居全球第一，并获取攀枝花钒钛磁铁矿资源，自给能力显著提升；（2）17年收购攀枝花瑞尔鑫，增强选矿能力，助力钛精矿/铁精矿扩产与资源综合利用；（3）19年收购云南冶金新立钛业，巩固氯化法地位并纳入海绵钛；（4）19-20年收购东方锆业股权并取得控制；（5）22年收购丰源矿业，扩充钒钛磁铁矿资源量，矿山服务年限延长，保障钛/钒原料长期稳定供给；（6）25年拟收购 VenatorUK 英国 Greatham 氯化法资产，其设计产能 15 万吨/年，并同步设立马来西亚/英国子公司，完善海外产能与渠道。截至 2025 年，公司合计拥有产能钛白粉 151 万吨/年（硫酸法 85、氯化法 66）、海绵钛 8 万吨/年、上游矿产钛精矿 172 万吨/年（自有矿山 142）+铁精矿 460 万吨/年、磷酸铁 10 万吨/年、磷酸铁锂 5 万吨/年、石墨负极 2.5 万吨/年、石墨化 5 万吨/年。

图表3：龙佰集团产能情况（单位：万吨）

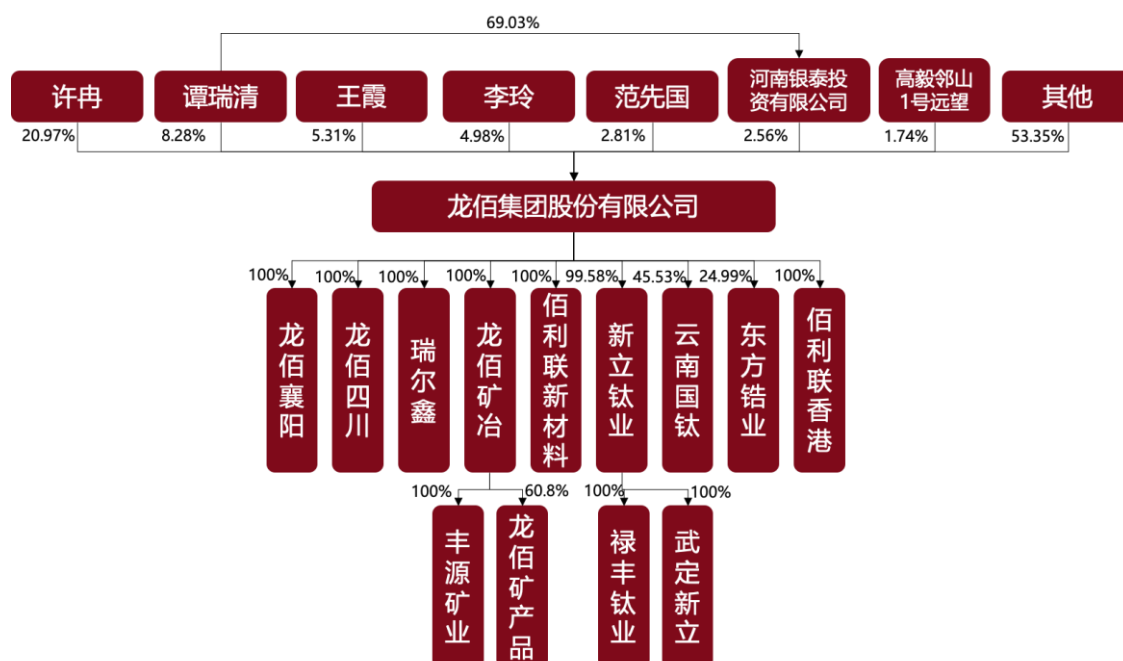
产品	生产基地	经营主体	产能		合计	在建产能
			硫酸法	氯化法		
钛白粉	河南焦作	总部	25	40	65	
	四川德阳	龙佰四川	25		25	
	湖北襄阳	龙佰襄阳	15		15	
	云南楚雄	新立钛业		26	26	
	甘肃金昌		20		20	
	合计		85	66	151	
海绵钛	云南楚雄	新立钛业	5		5	
	甘肃金昌		3		3	
	合计		8		8	
铁精矿	四川攀枝花	龙佰矿冶	460		460	预计 2026 年产能将提升至 760 万吨
钛精矿	四川攀枝花	龙佰矿冶	172		172	预计 2026 年产能将提升至 248 万吨
磷酸铁	河南焦作		10		10	

磷酸铁锂		5	5
石墨化	佰利联新	5	5
石墨负极	材料	2.5	2.5

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

公司股权结构稳定，顺利继承交接。据公司公告，公司前董事长及实控人许刚先生所持有的 26.25%公司股份将由其女儿许冉女士和其未成年儿子分别继承 20.95%、5.30%，其子年满十八周岁前，其子股份相对应的全部权利由许冉女士代为行使，许冉女士合计持有表决权比例 26.25%。相较继承前，公司表决权未发生重大变化，股权结构保持稳定。

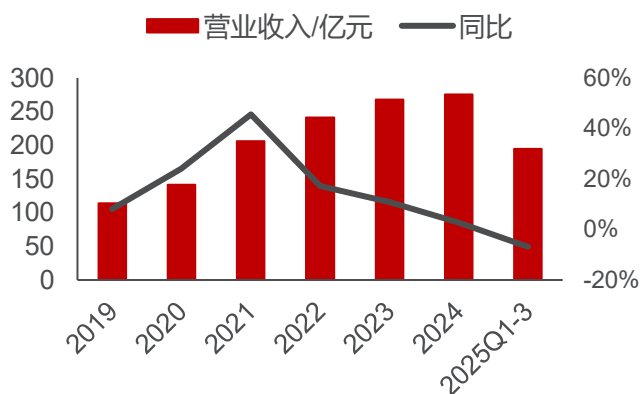
图表4：公司股权穿透图



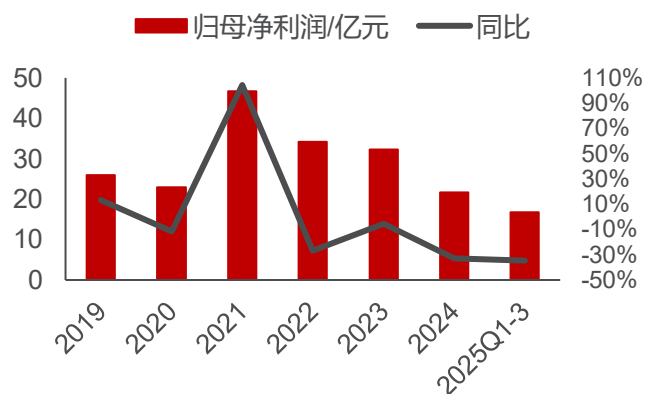
资料来源：wind，中邮证券研究所

公司营收稳步增长，归母净利润波动回落。2019-2024 营收由 114.2 亿元升至 275.4 亿元，5 年 CAGR 约 19.2%；归母净利润由 25.94 亿元降至 21.69 亿元，5 年 CAGR 约-3.5%，整体呈营收稳增、利润波动回落的趋势。其中，2021 年受钛白粉景气与公司氯化法产能释放驱动归母净利润达高点；2022-2024 年期间，受原料硫磺上涨、钛白粉需求放缓，钛白粉景气回落等影响，毛利受到一定程度的挤压；2025 年前三季度，公司实现营收 194.5 亿元，同比-6.9%，实现归母净利润 16.7 亿元，同比-34.7%，收入、利润的双重下滑，主要系钛白粉景气低迷、海外反倾销导致出口受阻及原材料成本上行等因素所致。

图表5：2019-2025Q1-3 公司营业收入（亿元）及同比



图表6：2019-2025 Q1-3 公司归母净利润（亿元）及同比

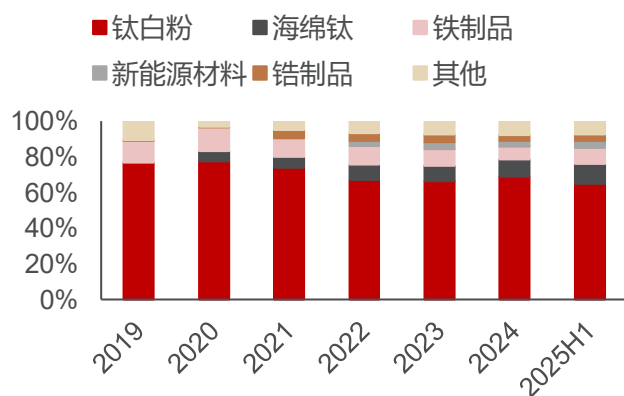


资料来源：wind、中邮证券研究所

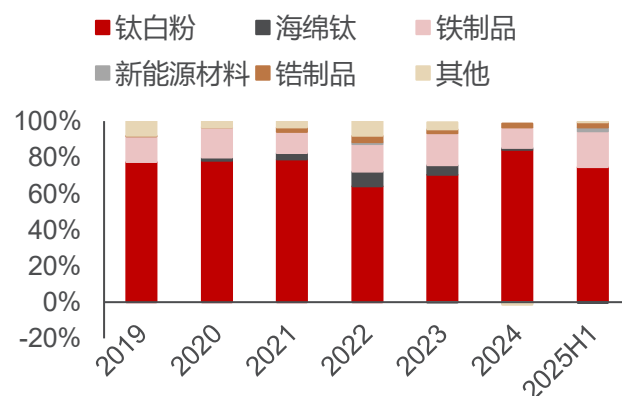
资料来源：wind、中邮证券研究所

产业链式布局逐渐明晰，主营业务从单一钛白粉迈向多元化。当前公司主营业务已经从最开始的钛白粉，逐步拓展涵盖上游资源的铁制品（由钒钛磁铁矿洗选铁精矿），海绵钛（全钛产业链延伸），锆制品（控股东方锆业实现锆钛产业链协作），新能源材料（“钛锂耦合”绿色循环经济）。截至 2025 年 H1，钛白粉的营收占比已经从过去的 80% 以上回落至 65% 左右，其毛利占比为约 74%，依旧是公司利润压舱石；海绵钛营收占比稳步提升至约 11%，但毛利率受海绵钛价格回落的压制，对公司整体的毛利贡献仍不显著；铁制品主要系公司钒钛磁铁矿洗选的铁精矿产品，整体收入占比维持在 5-10% 区间波动；新能源材料板块仍处于起步阶段，近年来受到行业过剩等影响，整体产能利用率仍处于爬升阶段，收入占比不足 5%。

图表7：2019-2025H1 公司营业收入结构



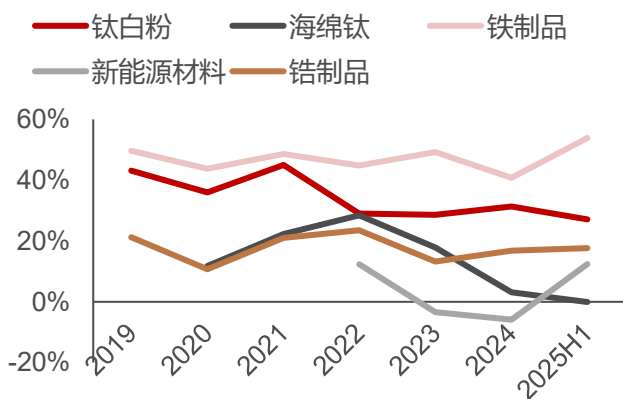
图表8：2019-2025H1 公司毛利润结构



资料来源：wind、中邮证券研究所

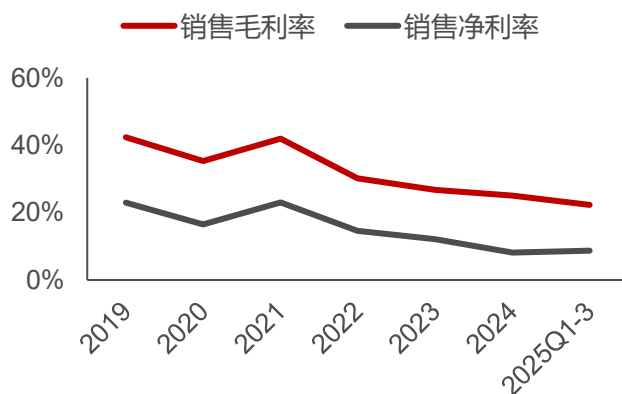
资料来源：wind、中邮证券研究所

图表9：2019-2025H1 公司板块毛利率走势



资料来源：wind、中邮证券研究所

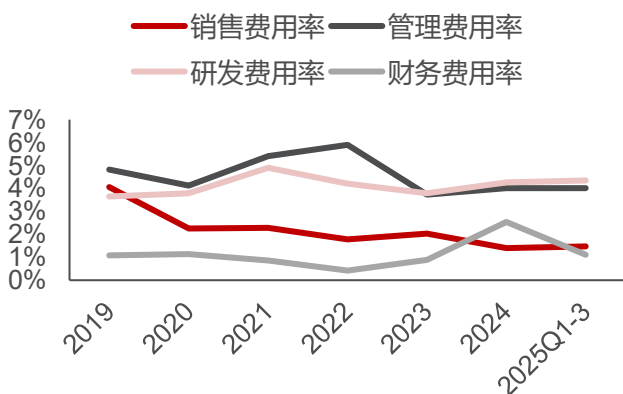
图表10：2019-2025Q1-3 公司毛利率及净利润



资料来源：wind、中邮证券研究所

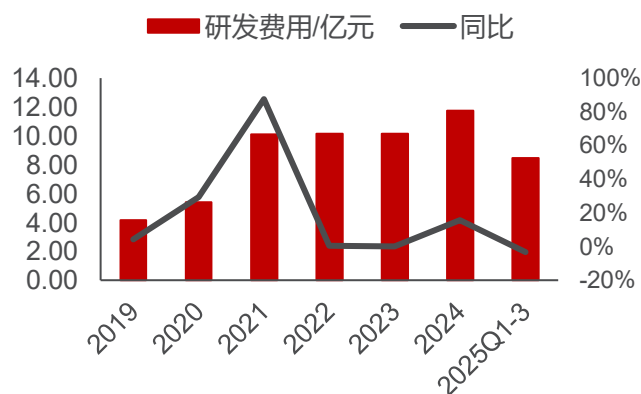
期间费用率维持稳定，研发投入不断加大。期间费用方面，近年来整体维持低位波动、稳中有降，2025 年前三季度公司“三费”占营收比重降至 6.6%，同比下降约 0.2pcts，延续下降趋势，体现了公司优异的成本控制能力。另一方面，公司近年保持较高的研发强度，研发费用率基本维持在 4%以上，截至 2024 年末公司在中国拥有 1270 余项专利，其中发明专利 410 余项，每年注册近百项新专利，推动生产技术进步和产品升级。

图表11：2019-2025Q1-3 公司期间费用率走势



资料来源：wind、中邮证券研究所

图表12：2019-2025Q1-3 公司研发费用及同比走势



资料来源：wind、中邮证券研究所

## 2 钛白粉行业：海外产能逐步退出，国内厂商对外扩张趋势不改

### 2.1 钛白粉是使用最广泛、性能最优异的白色颜料

钛白粉又名二氧化钛 (TiO<sub>2</sub>)，是一种十分稳定的白色无机颜料，具有无毒、最佳的不透明性、最佳白度和光亮度，被认为是目前世界上性能最好的一种白色颜料，约占全部白色颜料使用量的 80%。钛白粉主要分为颜料级和非颜料级钛白粉，其中颜料级钛白粉按结晶形态分为锐钛型钛白粉 (A 型) 和金红石型钛白粉 (R 型) 两类。

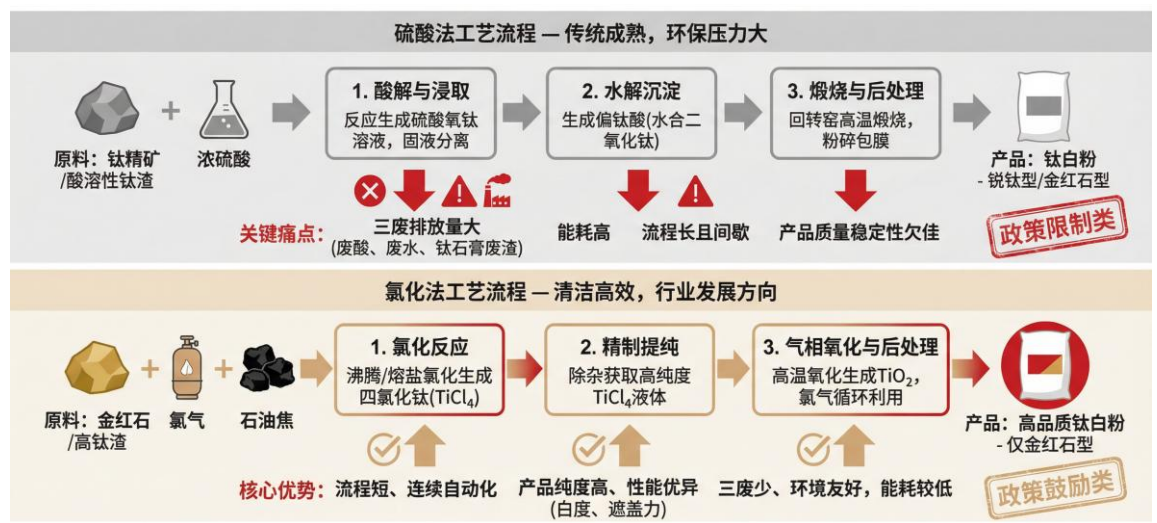
图表13：钛白粉的技术指标优于其他白色颜料

颜料名称	相对密度	折射率	消色力		遮盖力
			雷诺数	相对值	
钛白粉 (金红石型)	4.2	2.76	1650	100	100
钛白粉 (锐钛型)	3.91	2.55	1270	77	78
硫化锌	4	2.37	660	40	39
钡白 (BaSO <sub>4</sub> )	4.5	1.64	-	-	-
锑白 (Sb <sub>2</sub> O <sub>3</sub> )	5.67	2.09	280	17	15
锌白 (ZnO)	5.6	2.02	200	12	14
锌钡白 (立德粉)	4.2	1.84	260	16	-
铅白 (碱式碳酸铅)	6.1	2	150	9	12
碱式碳酸铅	6.2	1.93	120	7	10

资料来源：《国内钛白粉的特性与用途》林治华，中邮证券研究所

硫酸法是将钛铁矿与浓硫酸进行酸解反应生成硫酸亚钛，经水解生成偏钛酸，再经煅烧、粉碎即得钛白粉产品，优点是能以价低易得的钛铁矿与硫酸为原料，技术较成熟，但缺点是流程较长，只能以间歇操作为主，副产物污染处理成本较高。氯化法是将金红石或高钛熔渣粉料与焦炭混合后进行高温氯化生产精四氯化钛，除钒后进行高温氧化得到钛白粉产品，此法优点是流程短，自动化程度高，“三废”少，但缺点是投资相对更大，研究开发难度大。

图表14：钛白粉工艺流程对比



资料来源：《国内钛白粉的特性与用途》林治华，中邮证券研究所

图表15：硫酸法和氯化法工艺特点对比

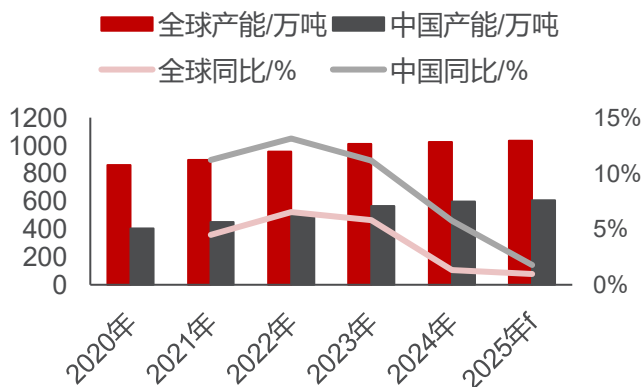
	硫酸法	氯化法
原料	钛精矿：价格低、稳定，可直接采掘获得；酸溶性钛渣：价格相对较高、品质较好，需对钛矿进行化学加工得到。	钛精矿/白钛石：价格低、稳定，工艺技术要求高；金红石：价格相对较高，工艺技术要求不高；氯化钛渣、人造金红石：价格更高，工艺技术要求不高。
主辅原料	硫酸	氯气
原料价格	低	高
产品类型	锐钛型、中端金红石型	高端金红石型
酸回收率	约 13%	约 75%
工艺流程	间歇式生产	连续式生产，易于实现自动化控制
控制精度	要求低	要求高
产品质量	相比于氯化法在遮盖力，耐黄性等 方面较弱，但价格较低，在特定领域（如造纸、化纤），使用量较大	纯度高，产品综合性能较好，产品价格较高，因此在某些领域应用受限
环保	三废多，环保压力大，但通过循环产业形势可提高废副产品资源化比例	三废较少，环保压力小，但固废中的氯化铁处理困难，目前采用深井埋放处理方式，对环境有危害
能耗	主要能源煤，天然气，蒸汽及水电的消耗很大	消耗相对较小，主要是蒸汽和水电
产业政策	限制	鼓励

资料来源：《国内钛白粉的特性与用途》林治华，中邮证券研究所

## 2.2 供给端：海外产能逐步推出，国内厂商对外扩张趋势不改

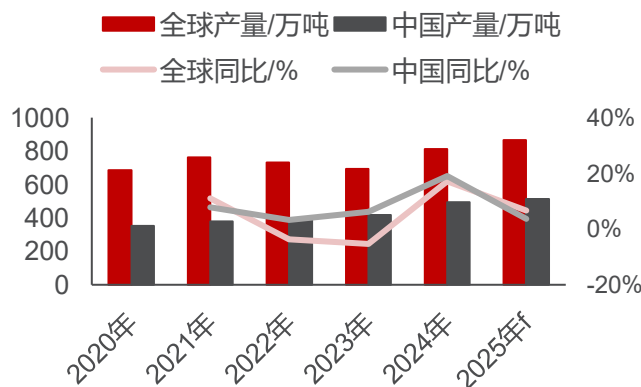
截至 2024 年末，全球钛白粉名义产能已经到达 1024 万吨/年，产量为 812 万吨，2020-2024 年年复合增长率分别为 4.5%、4.4%，行业已进入低增速时期。近几年新增产能大部分集中在亚太地区（增量主要来自中国、印度的产能扩张），西欧和北美等传统产区持续收缩，而日本、中南美洲、欧洲中部、中东和非洲等区域维持产能稳定。近年中国钛白粉行业产能快速扩张并积极融入全球竞争，中国企业的崛起倒逼国际巨头进一步整合，海外老旧产能退出加快。

图表16：2020 年以来全球/中国钛白粉产能走势

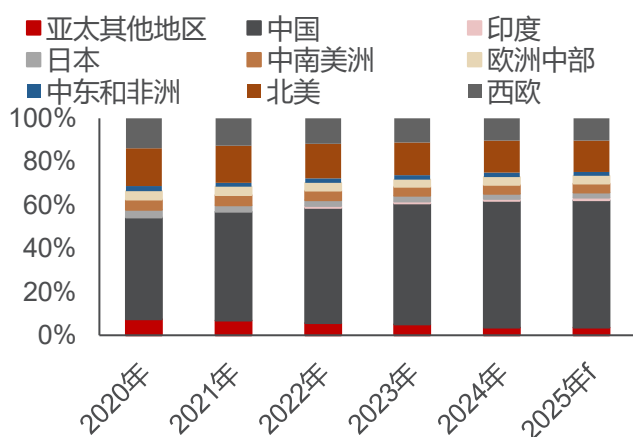
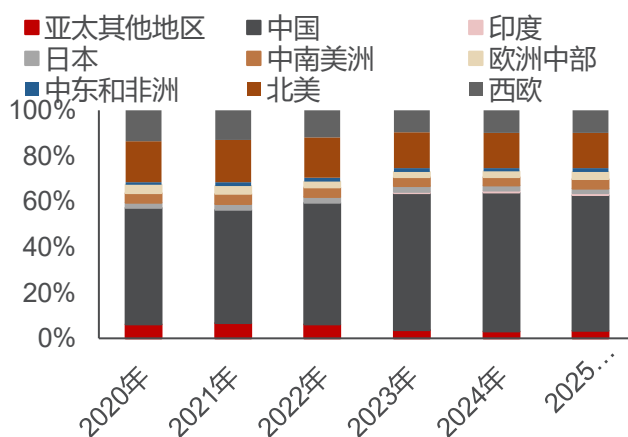


资料来源：TiO<sub>2</sub> Market Insight，中邮证券研究所

图表17：2020 年以来全球/中国钛白粉产量走势



资料来源：TiO<sub>2</sub> Market Insight，中邮证券研究所

**图表18：2020年以来全球各地区钛白粉产能占比变化**

**图表19：2020年以来全球各地区钛白粉产量占比变化**

 资料来源：TiO<sub>2</sub> Market Insight, 中邮证券研究所

 资料来源：TiO<sub>2</sub> Market Insight, 中邮证券研究所

海内外工艺产能分布存在结构性差异，中国氯化法规模正迎头赶上。全球范围内两种工艺同时并存，大部分硫酸法产能集中在中国，海外巨头的氯化法占比更高。根据《TiO<sub>2</sub> Market Insight》统计，2024年全球产能中硫酸法和氯化法分别为675万吨/年和349万吨/年（产能比例约6.5:3.5），其中硫酸法有近八成产能在中国，而氯化法比例却只有约23%。之所以形成中国与海外各持不同工艺的局面，一方面由于海外巨头们长期垄断氯化法的工艺技术专利，另一方面则因为中国企业多年更聚焦于硫酸法产能扩建和工艺成本优化。近年来随着龙佰集团等国内龙头企业逐渐突破氯化法技术关口，靠技术壁垒形成的中外分庭抗礼局正在逐步瓦解。

**图表20：2024年全球钛白粉产能排名前10名的企业产能分布（单位：万吨）**

企业名称	产能分布地区	产能	工艺
龙佰集团	河南焦作(总公司)	25	硫酸法
	四川德阳	25	硫酸法
	甘肃	20	硫酸法
	湖北襄阳	15	硫酸法
	河南焦作	40	氯化法
	云南基地	26	氯化法
	合计	151	氯化法 44%、硫酸法 56%
科慕(Chemours)	美国密西西比州 DeLisle 厂		氯化法 100%
	美国田纳西州新约翰逊维尔厂	110	氯化法 100%
	墨西哥阿尔塔米拉厂		氯化法 100%
特诺(Tronox)	美国密西西比州 Hamilton	22.5	氯化法
	澳大利亚 Kwinana	15	氯化法
	荷兰 Botlek	9	氯化法
	英国 Stallingborough	16.5	氯化法
	澳大利亚 Kemerton	11	氯化法
	沙特阿拉伯 Yanbu	20	氯化法
	巴西 Salvador	6	硫酸法
	中国江西添光	4.6	硫酸法
	法国 Thann	3.2	硫酸法
	合计	107.8	氯化法 87%、硫酸法 13%

康诺斯 (Kronos)	德国 Leverkusen		氯化法 31%、硫酸法 2%
	德国 Nordenham		硫酸法 11%
	比利时 Langerbrugge		氯化法 16%
	挪威 Fredrikstad	55.7	硫酸法 7%
	加拿大 Varennes		氯化法 16%、硫酸法 3%
	美国 Lake Charles, LA		氯化法 14%
	合计		氯化法 77%、硫酸法 23%
中核钛白	安徽金星	15	硫酸法
	甘肃白银	30	硫酸法
	甘肃和诚	8	硫酸法
	合计	53	硫酸法 100%
泛能拓 (Venator)	英国 Greatham	15	氯化法
	路易斯安那 Lake Charles	7.5	氯化法
	德国 Uerdingen	10.7	硫酸法
	西班牙 Huelva	8	硫酸法
	马来西亚 Teluk Kaluing	6	硫酸法
	合计	47.2	氯化法 48%、硫酸法 52%
攀钢钒钛	重庆钛业	10	硫酸法
	东方钛业	12	硫酸法
	攀枝花	7.5	氯化法
	合计	29.5	氯化法 25%、硫酸法 75%
鲁北化工	山东金海	20	硫酸法
	山东祥海	6	氯化法
	合计	26	氯化法 23%、硫酸法 77%
东佳集团	山东东佳	24	硫酸法 100%
内蒙古国城	内蒙古	20	硫酸法 100%

资料来源：《2024 年全球钛白粉行业供需现状与未来发展趋势分析》侯腾飞，中邮证券研究所

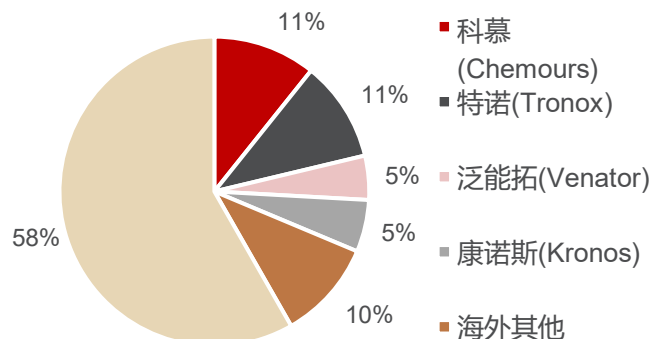
海外产能退出潮持续演绎中。钛白粉生产工厂规模趋于大型化，无论是国内还是海外，钛白粉都是一个高集中度的行业，随着时间的推移产能日益向少数厂商集中。当前海外钛白粉产能主要集中在科慕 (Chemours)，特诺 (Tronox)，泛能拓 (Venator)，康诺斯 (Kronos) 这 4 家公司。四巨头产能合计约 321 万吨/年，占海外产能八成以上，行业集中度高。近年来受到钛白粉原料和能源成本上涨、需求疲软和产能过剩加剧的影响，国外钛白粉企业产能逐步收缩：2024 年 2 月，泛能拓公布了商业转型计划，并宣布将关停位于德国杜伊斯堡 5 万 t/a 的硫酸法钛白粉工厂，以进一步优化生产布局，将特种钛白粉业务从德国杜伊斯堡转移到德国乌丁根，同时，公司还将通过持续创新和投资，加强剩余钛白粉业务的竞争力，致力于提升产品质量和确保稳定供应，以满足市场需求；2024 年 5 月，日本石原产业宣布将于 2027 年 3 月底永久关闭位于日本四日市的硫酸法生产基地；2025 年 3 月 17 日，特诺宣布打算闲置位于荷兰 Botlek 的 9 万 t/a 生产基地，该基地的氯气供应商已于 2025 年 3 月 6 日停产；2025 年 10 月，龙佰集团公告现金收购泛能拓 Venator UK 持有的钛白粉相关资产，标的包括英国本土的土地房屋、生产及研发设备、备品备件、业务账簿、多区域注册的知识产权，以及存放于英瑞两国的存货等。不同于国内常见的产业周期现象，在产品景气低迷时期频发产能出清和企业并购，在景气

修复后会重新迎来新一轮的产能扩张，近年海外产能出清更深层的原因是国内企业长期竞争力上升，产能退出是海外巨头们竞争力优势日渐缩窄且不堪长期亏损重负下的无奈之举，国内企业有希望凭此机遇在未来持续提高海外市场的份额。

图表21：2024年海外巨头产能情况梳理（万吨）

公司	产能	工艺	氯化法占比
科慕 (Chemours)	110	氯化法	100%
特诺 (Tronox)	107.8	氯化法、硫酸法	87%
泛能拓 (Venator)	47.2	氯化法、硫酸法	48%
康诺斯 (Kronos)	55.7	氯化法、硫酸法	77%
合计	320.7		

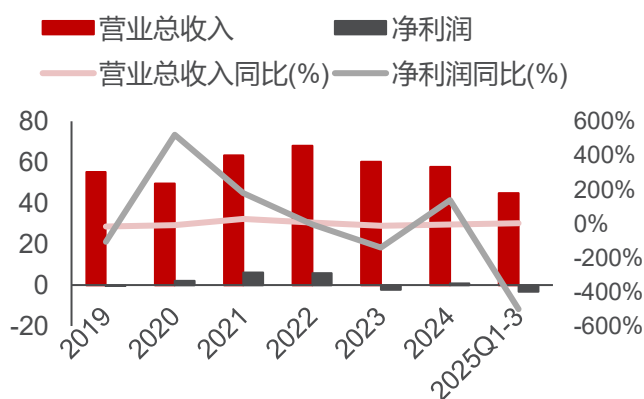
图表22：海外钛白粉集中度较高



资料来源：《2024年全球钛白粉行业供需现状与未来发展趋势分析》侯腾飞等，中邮证券研究所

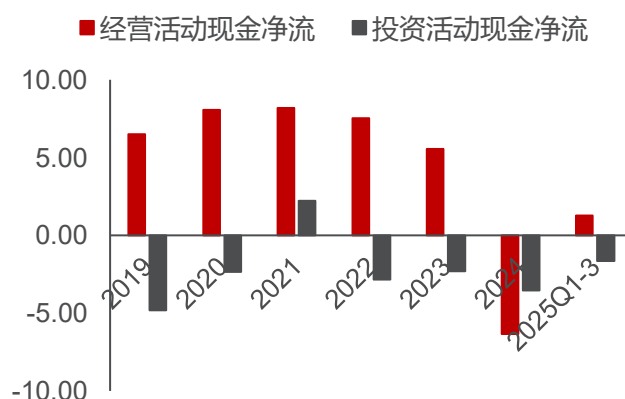
资料来源：《2024年全球钛白粉行业供需现状与未来发展趋势分析》侯腾飞等，中邮证券研究所

图表23：2019-2025Q1-3 科慕总营收及净利润（亿美元）



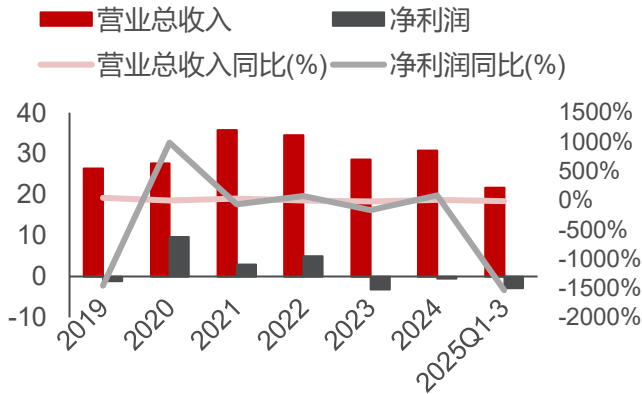
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表24：2019-2025Q1-3 科慕资本开支及经营性现金流（亿美元）



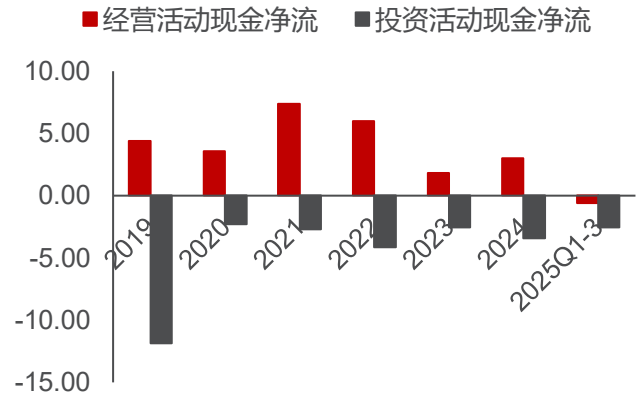
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表25：2019-2025Q1-3 特诺总营收及净利润（亿美元）



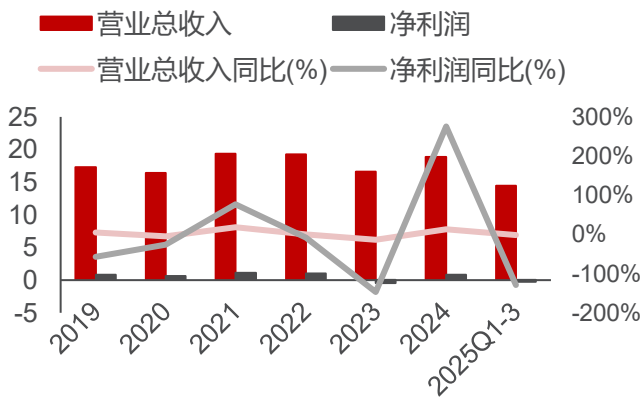
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表26：2019-2025Q1-3 特诺资本开支及经营性现金流（亿美元）



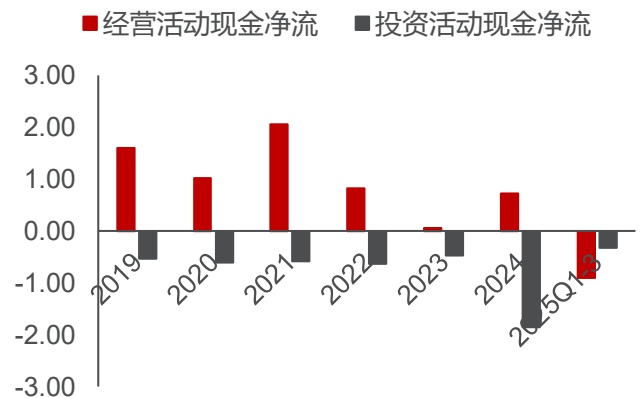
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表27：2019-2025Q1-3 康诺斯总营收及净利润（亿美元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

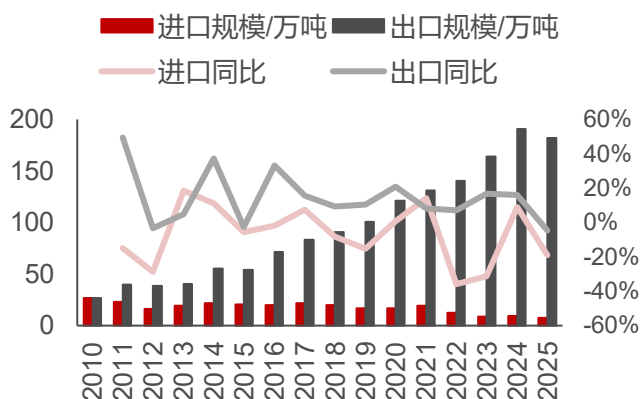
图表28：2019-2025Q1-3 康诺斯资本开支及经营性现金流（亿美元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

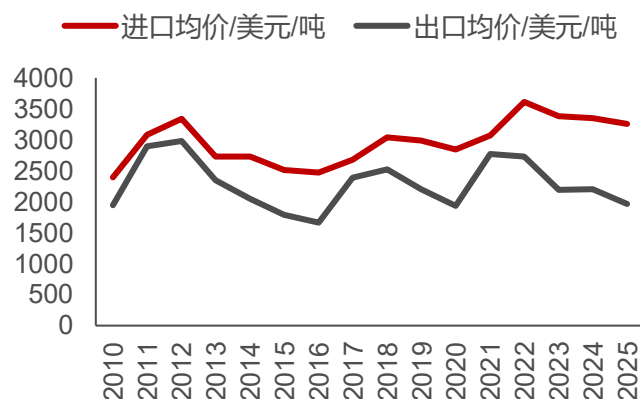
从过往的出口数据可以看出，得益于国内企业生产技术改进和产品质量提升，自2010年以来，我国已从钛白粉的净进口国变为净出口国。出口量从2010年的27万吨发展到2024年高点的191万吨，实现跨越式增长，进口量下降到10万吨以下的水平，进出口贸易顺差持续扩大。

图表29：2010-2025年钛白粉进出口走势



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表30：2010-2025年钛白粉进出口均价走势



资料来源：wind，中邮证券研究所

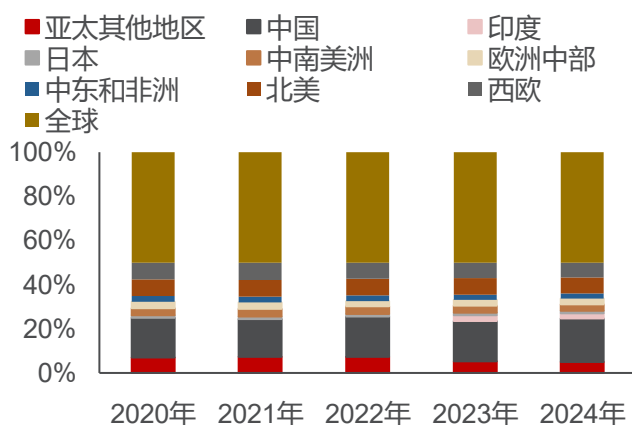
钛白粉出海遭遇贸易保护主义，短期或对出口形成一定阻力，但长期趋势无法阻挡。中国近二十年钛白粉出口规模高歌猛进，已然成为全球最大生产与出口来源国，但由于国内钛白粉出口价格相对较低且在海外市占率持续提升，对海外市场形成了一定的冲击，海外监管机构依据“倾销与产业损害”路径启用关税工具，意在保护本土企业利润空间与产能利用率。继 2023 年年底欧亚经济联盟和欧盟对中国钛白粉发起反倾销调查后，2024 年 3 月 28 日、4 月 30 日、10 月 9 日，印度、巴西、沙特先后又对中国钛白粉发起反倾销调查，截至 2025 年底，已有 5 个国家/地区对中国钛白粉发起反倾销调查，这些地区的钛白粉出口量占比大概在 35-40%，引发市场对出口增长持续性的忧虑。我们认为，短期来看，一方面中国企业应对的工具箱中转口贸易仍然是比较有效的应对措施，通过马来西亚等中转国（具有成熟的港口设施、自由贸易政策以及与全球多国的密切经济关系）避免直接出口带来的反倾销税，另一方面替换中国供应商需要付出沉重时间和资源代价，如同芬兰涂料制造商泰克诺斯认为，钛白粉是涂料生产中重要的原材料，为保证产品质量、性能和供应链稳定性，时间上更换供应商至少需要 18 个月，中国钛白粉厂商仍可继续维持在当地市场的份额。从长期来看，在欧美等高溢价市场中国供应商难以被完全替代，欧美自身的制造业成本较高，中低端牌号的竞争中并无优势可言，而高端牌号市场中中国氯化法钛白粉也正随着品质提高带来自身性价比的上升，反倾销税逼退中国商品后当地供应链成本也必然会上升；再者，海外四大生产商近十多年来产能几乎没有增长，近年由于持续的亏损已导致其资本开支持续下降，投资扩建的意愿不足，面对全球长期持续增长的需求增量，实际给到中国企业参与市场竞争的机会会越来越多，中国可以持续在钛白粉自供能力相对不足且需求维持较高增速的发展中地区争取到更多的份额。

图表31：近期海外针对中国钛白粉的反倾销及特别关税案例

地区	2023 年出口量/ 出口占比	2024 年出口量/ 出口占比	立案时间	初裁时间	终裁时间	附加及价格（部 份待定）
沙特	2.37/1%	2.06/1%	2024-10-09			
巴西	11.33/7%	13.73/7%	2024-04-30	2024-10-10		577.73-1772.69 美元/t
印度	24.8/15%	30.75/16%	2024-03-28		2025-02-12	25 年 12 月撤裁
欧盟	24.46/15%	24.38/13%	2023-11-13	2024-07-11		11.4%-32.3%
欧亚经 济联盟	7.63/5%	8.42/4%	2023-08-17		2024-08-16	14.27%-16.25%

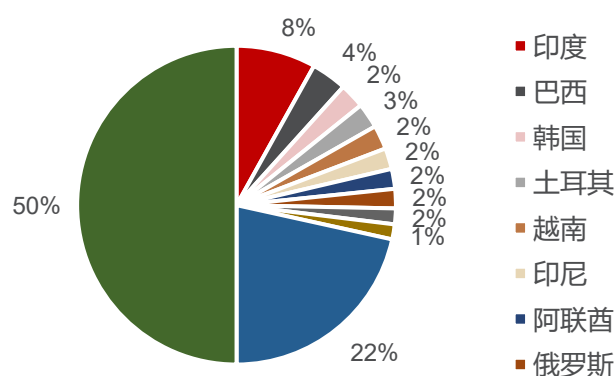
资料来源：海关总署，中邮证券研究所

图表32：全球钛白粉需求量地区分布



资料来源：TiO<sub>2</sub> Market Insight，中邮证券研究所

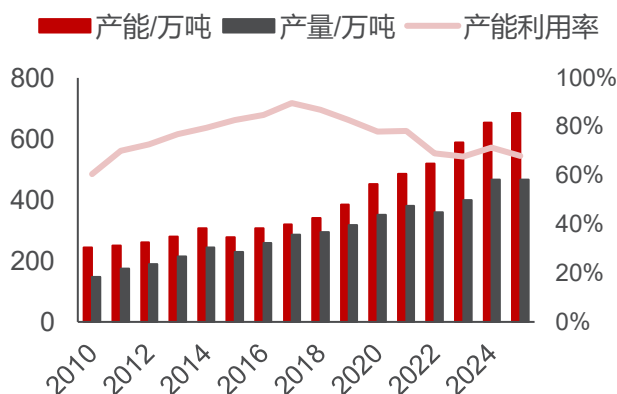
图表33：2024 年我国钛白粉出口量主要国家分布



资料来源：wind，中邮证券研究所

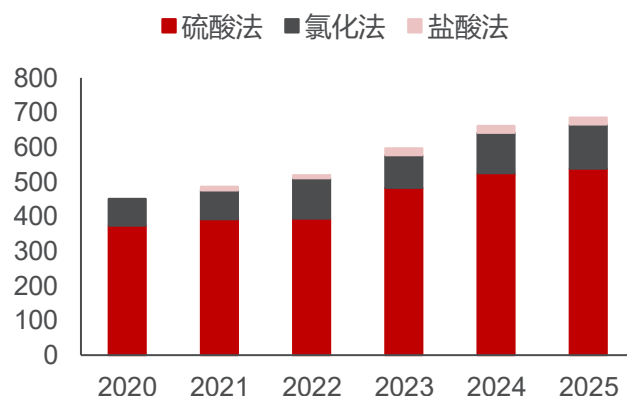
国内方面，硫酸法工艺扩张受限，行业新产能释放节奏有望放缓。2021-2024 年为钛白粉新产能的密集投放期，国内名义产能从 486 万吨/年提升至 654 万吨/年，CAGR 为 10%。根据百川盈孚统计，截至 2025 年 11 月，2026/2027 年规划新增的钛白粉项目产能合计有 156 万吨/年，其中硫酸法/氯化法分别为 68/88 万吨/年，我们认为，考虑到《产业结构调整指导目录（2024 年本）》明确限制新建传统硫酸法工艺现存规划中的硫酸法项目实际落地时间仍有待观察，加之目前钛白粉景气度处于低位、行业利润承压等因素，行业新产能释放节奏有望放缓。

图表34：2010-2025年国内产能和产量走势（万吨）



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表35：中国钛白粉产能工艺结构变化（万吨）



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

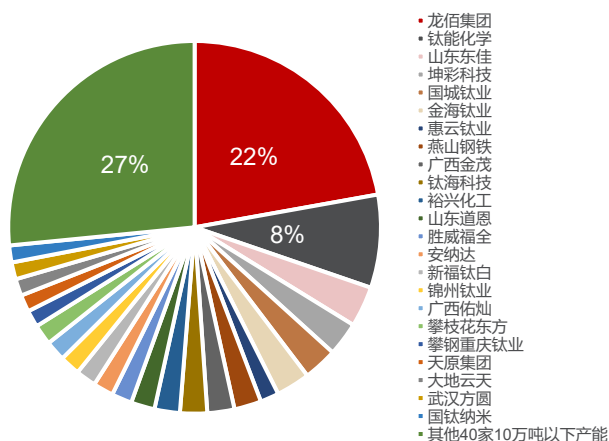
图表36：2026年以后中国钛白粉新增产能规划梳理（万吨）

企业	项目	工艺	新增产能	预期投产
山东源海新材料科技有限公司	10万吨硫酸法钛白粉新项目（二期）	硫酸法	10	2029-02
山东祥海钛资源科技有限公司	30万吨氯化法钛白粉新增产能项目	氯化法	30	2027-12
山东源海新材料科技有限公司	10万吨硫酸法钛白粉新项目（一期）	硫酸法	10	2027-07
内蒙古国城钛业有限公司	年产10万吨硫酸法钛白粉项目（二期）	硫酸法	10	2027-03
山东金海钛业资源科技有限公司	年产20万吨硫酸法钛白粉项目	硫酸法	20	2027-01
宜宾天原集团股份有限公司	10万吨氯化法钛白粉项目	氯化法	10	2026-12
唐山燕山钢铁有限公司	年产32万吨氯化法钛白粉项目（二期）	氯化法	32	2026-12
山东东佳集团股份有限公司	年产30万吨硫酸法钛白粉项目（一期）	硫酸法	10	2026-12
山东金海钛业资源科技有限公司	10万吨硫酸法钛白粉新项目	硫酸法	10	2026-10
唐山燕山钢铁有限公司	年产16万吨氯化法钛白粉项目（一期）	氯化法	16	2026-06
贵州胜威福全化工有限公司	年产8万吨硫酸法钛白粉项目	硫酸法	8	2026-04

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

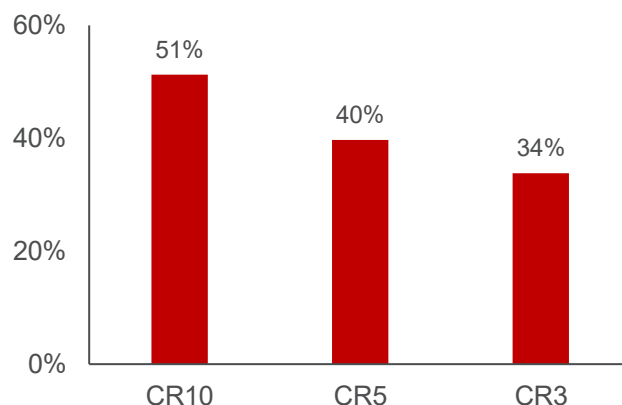
国内钛白粉行业的集中化程度与海外相比较低，2025年前十大和前五大生产商产能分别合计349和270万吨/年，CR10和CR5为51%和40%。全国中小型企业仍较多，产能不足5万吨/年的企业共22家，产能合计60.8万吨/年，占比9%。

图表37：2025年国内钛白粉产能分布比例



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表38：2025年国内钛白粉行业集中度



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表39：2025年国内产能不完全统计（万吨）

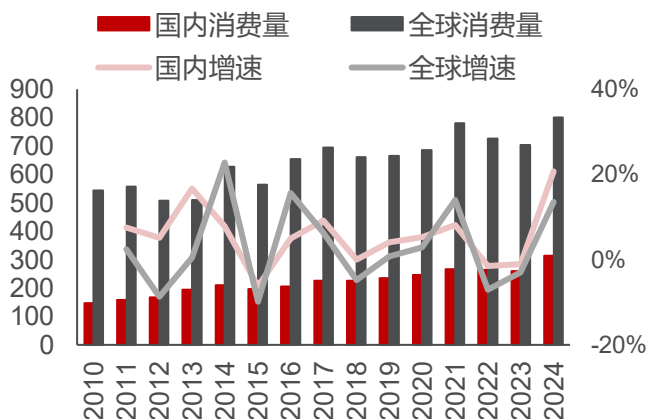
序号	企业	产能，万吨
1	龙佰集团	151
2	钛能化学	55
3	山东东佳	24
4	坤彩科技	20
5	国城钛业	20
6	金海钛业	20
7	惠云钛业	11
8	燕山钢铁	16
9	广西金茂	16
10	钛海科技	16
11	裕兴化工	15
12	山东道恩	14
13	胜威福全	12
14	安纳达	12
15	新福钛白	12
16	锦州钛业	12
17	广西佑灿	12
18	攀枝花东方	12
19	攀钢重庆钛业	10
20	天原集团	10
21	大地云天	10
22	武汉方圆	10
23	国钛纳米	10
24	其他40家10万吨以下产能	180.8

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

### 2.3 需求端：消费量与区域经济呈高相关性，待下游涂料，塑料和造纸业需求修复支撑增长

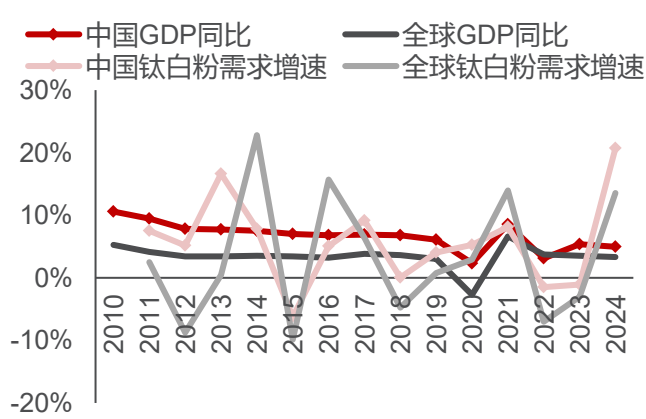
钛白粉行业的被称为经济发展的“晴雨表”，钛白粉的消费量可反映一个国家的经济水平和生活水平。总体来看，中国钛白粉消费量从2015年196.7万吨增长到2024年234.2万吨，年复合增长率5%，同期世界钛白粉行业的消费量从564.5万吨增长到666.3万吨，年复合增长率4%，中国贡献了需求的主要增量，未来面临需求增长放缓和供应继续释放的压力。

图表40：全球和中国钛白粉消费量及增速（万吨）



资料来源：TiO2 Market Insight，中邮证券研究所

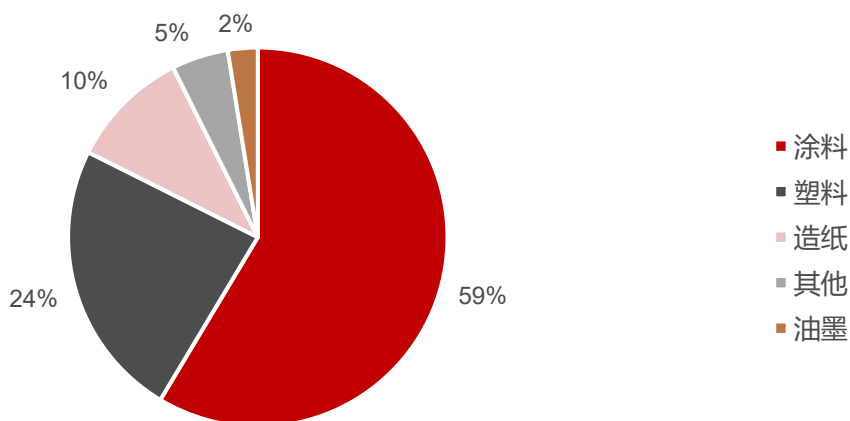
图表41：GDP增速与钛白粉需求增速呈高相关性



资料来源：wind，中邮证券研究所

钛白粉作为一种性能稳定的白色颜料，在涂料、塑料、造纸上等领域的需求相对稳定，行业景气度与这三个行业高度相关：

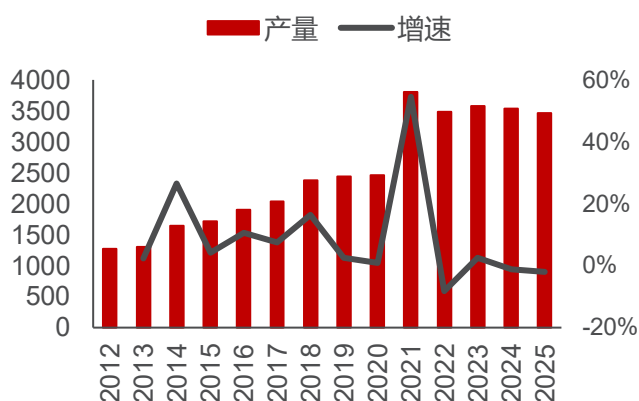
图表42：2024年钛白粉下游需求分布



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

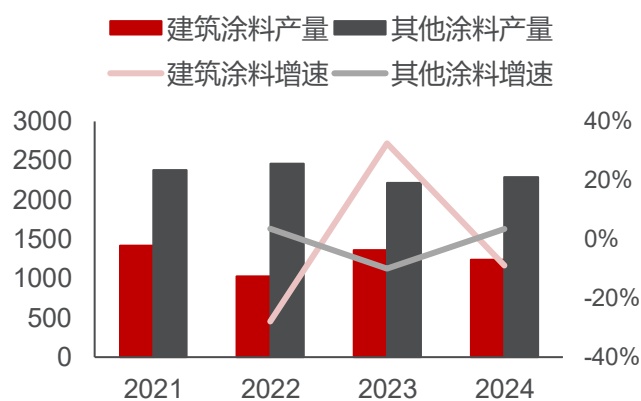
(1) 我国钛白粉最大的消费市场是涂料行业，占比约六成。根据中国涂料工业协会公布的数据，我国涂料行业总产量从2012年的1272万吨提高到2024年的3468万吨，年复合增长率为8.7%，其中25年实现了3460万吨产量，同比约-2.1%。钛白粉是涂料用量最大的颜料，在涂料原料成本中占10-25%。涂料作为一种产业链中游商品，其景气度与下游汽车工业，房地产，基础建设和家居业等终端消费市场密切相关。

图表43: 近年中国涂料产量走势 (万吨)



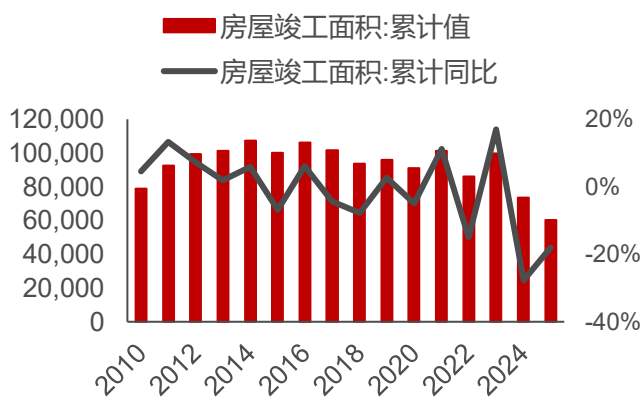
资料来源: 中国涂料工业协会, 中邮证券研究所

图表44: 中国建筑涂料及其他涂料产量走势 (万吨)



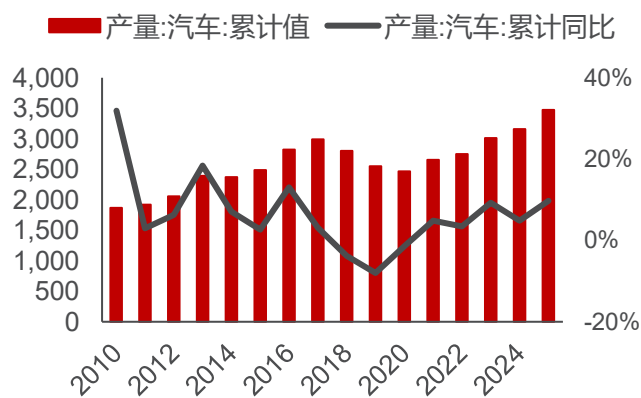
资料来源: 中国涂料工业协会, 中邮证券研究所

图表45: 国内房屋竣工面积及累计同比情况 (万平方米)



资料来源: wind, 中邮证券研究所

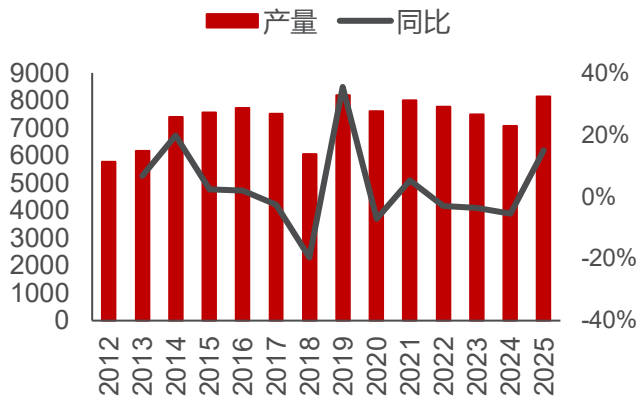
图表46: 国内汽车产量及累计同比情况 (万辆)



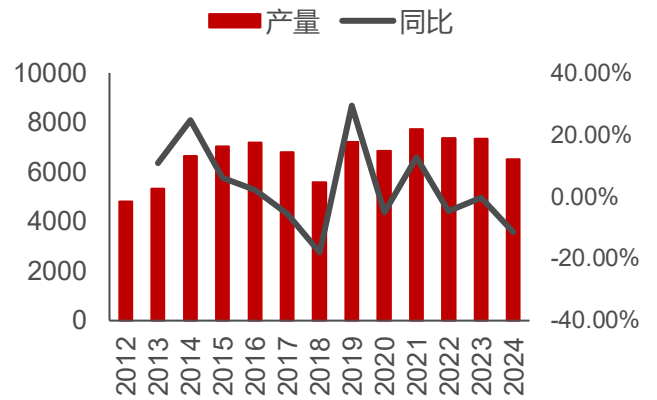
资料来源: wind, 中邮证券研究所

(2) 塑料目前是钛白粉颜料的第二大用户, 占钛白粉总需求量 24%左右。钛白粉在塑料制品中的使用量会随使用要求而变化, 一般在 0.5%到 5%之间。根据国家统计局数据, 国内塑料制品的产量从 2012 年的 5781 万吨上升到 2025 年的 8140 万吨, 年复合增长率 2.7%。2016-2018 年由于中国的环保和限塑政策, 塑料制品产量有所下滑, 2019 年产量增速恢复正常。2021-2024 年期间, 受到宏观经济波动影响, 传统家电、建筑等下游行业对塑料的需求趋于平稳。

(3) 造纸及纸制品行业是钛白粉的第三大应用行业, 使用钛白粉的纸张白度好、强度高、有光泽、薄而光滑、印刷时不易穿透。在相同条件下不透明度比使用碳酸钙和滑石粉的纸张高 10 倍, 重量也能减轻 15%-30%。装饰纸中钛白粉用量约占其原料的 20%-40%, 其它纸中钛白粉用量约为 1%-5%。由于供给侧改革和废纸进口政策的调整, 2016-2018 年纸制品行业不断调整产业结构。2021 年随着国内生产恢复和全球供应链对中国制造的依赖增加, 电商包装需求激增, 带动产量回升。2022-2024, 宏观经济波动导致终端消费增长放缓, 对包装类纸制品的支撑力减弱, 加之行业监管趋严, 部分低效能的小型纸制品厂关停, 行业集中度提升的过程伴随着总产量的阶段性收缩。

**图表47：近年国内塑料制品产量情况（万吨）**


资料来源：wind，中邮证券研究所

**图表48：近年国内纸制品产量情况（万吨）**


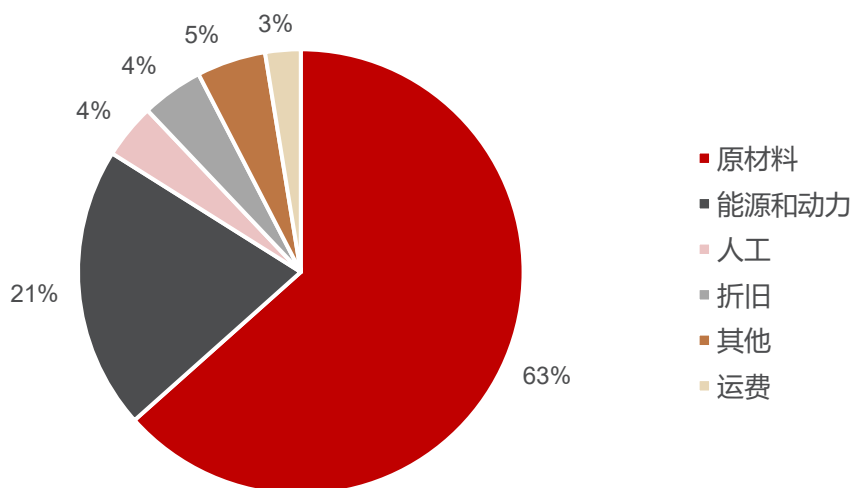
资料来源：wind，中邮证券研究所

### 3 依托全产业链扩张氯化法，龙头迈向全球化之路

#### 3.1 手握钛矿关键资源，贡献充裕现金流

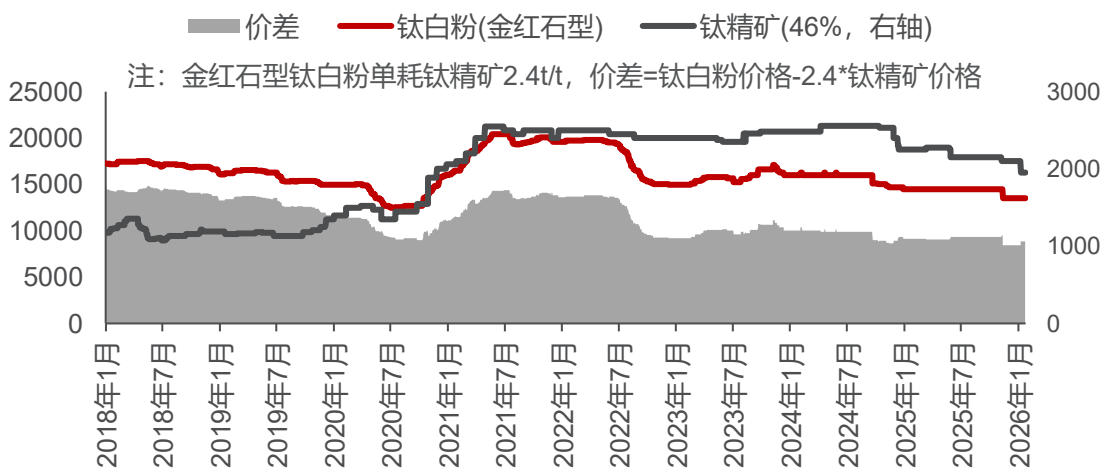
从本质上看，钛白粉行业盈利主要来自加工价差，上游原材料采购价格对钛白粉价格有较强的支撑作用。根据龙佰集团 2024 年年报数据，原材料成本占比约 63%，其中钛精矿在原材料成本中占比较大。钛精矿价格上涨对成本影响较大，而钛白粉价格易受供需关系压制，影响钛白粉加工环节的盈利空间。

图表49：龙佰集团钛白粉成本结构拆分（2024年）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

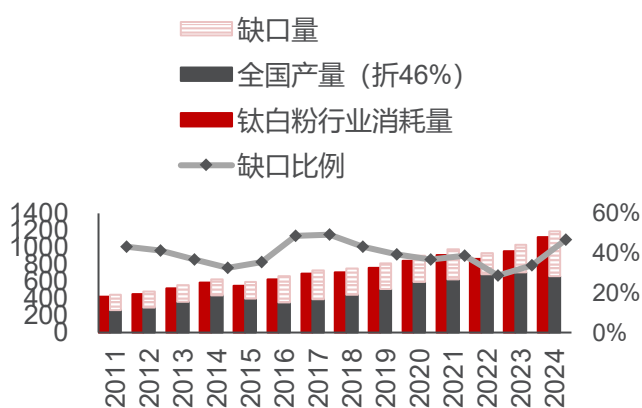
图表50：钛精矿价格上涨对硫酸法钛白粉吨盈利影响（元/吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

需求端阶段性疲软+海外供给低价矿源供给增加，进口钛矿均价周期性回落，但国内钛矿进口依赖局面预计长期维持。用于生产钛白粉的高品位钛矿砂和钛精矿对外依存度较高，主要进口来源国为莫桑比克、肯尼亚、澳大利亚、塞内加尔和越南。我们对国内钛精矿的缺口进行

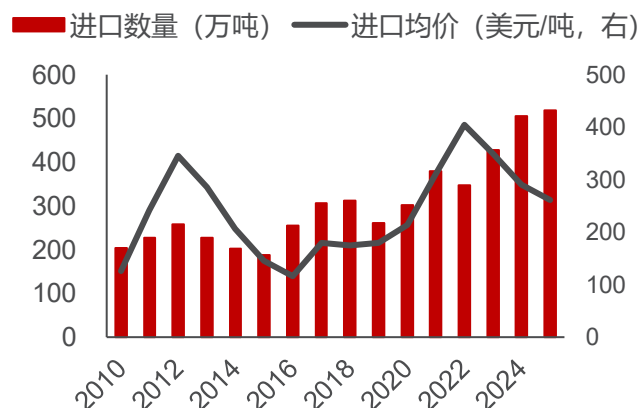
简单的估算：通过钛白粉年产量乘 2.4 的钛精矿单吨消耗量，算得钛白粉行业钛精矿消耗量，假设钛白粉行业消耗量占全国钛精矿消耗量的 90%，再以全国消耗量减去全国钛精矿产量得到缺口。以 2024 年为例，我国钛白粉产量 467 万吨，对应钛精矿的需求量约 1122 万吨，据我们估算国内钛精矿产量（折 46%）约 662 万吨，假设国内钛矿的 90% 被钛白粉行业消耗，则国内钛矿的供给缺口接近 47%。事实上，近年随着国内钛白粉行业持续扩张，我国始终维持对高品位钛精矿进口的高依赖状态。从进口数据上看，近几年在表观上存在着进口依赖提高和进口均价回落的矛盾，地产段需求阶段性疲软是核心原因，钛白粉厂家不得不压低矿价或减少高价进口矿的使用以降低成本；同时莫桑比克钛精矿产能集中释放，这部分低价矿源也替代了部分昂贵的进口高端矿，从而拉低了整体进口均价；加之国内攀西地区供应量的提升在一定程度上对进口矿形成了制约。

**图表51：我国钛精矿缺口量测算（万吨）**


资料来源：《2024 年中国钛工业发展报告》安仲生

等，百川盈孚，中邮证券研究所测算

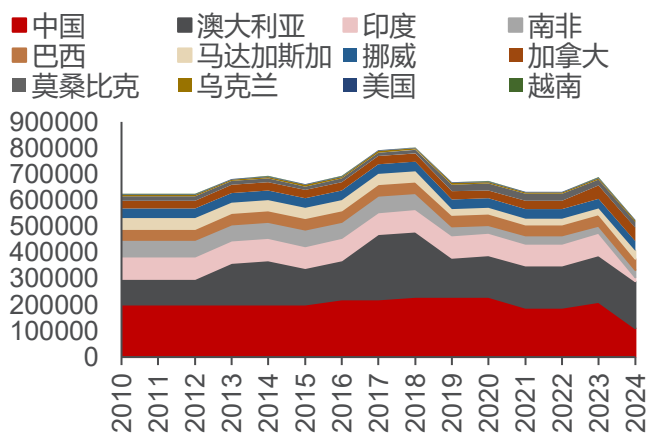
注：钛精矿全国产量（46%）为实物量，根据中国有色金属工业协会钛锆钪分会统计的钛矿（折 TiO<sub>2</sub>）产量倒算而得。

**图表52：近年钛矿砂及其精矿进口情况**


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

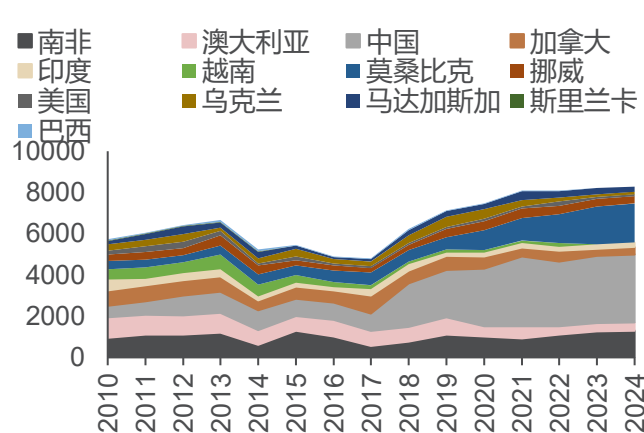
全球钛矿储量大幅下滑。海外钛铁矿已探明储藏量在 2019 年以来大幅收缩，主要因为是老矿山经过长期高强度开发，已经进入开采后期，矿石品位大幅下降，因不具备开采经济价值而被从统计数据中剔除。全球钛铁矿的总体产量近几年稳中有升，增量大部分来自中国、莫桑比克和南非，传统出产国澳大利亚、越南、乌克兰等国产量逐年下滑。根据 USGS 数据，2024 年全球主要国家总产量达到 8900 万吨，同比增长低于 1%，产量依旧集中于南非，澳大利亚，中国和加拿大等几个国家。长期去看，澳大利亚、南非、印度等国的海岸线砂矿优质资源面临自然枯竭的问题，近些年新增的矿储更多以岩矿为主（如中国的攀西地区或挪威），虽然总量巨大，但开采和处理成本远高于砂矿，且伴生杂质多，未来全球钛矿资源有望延续供需紧平衡，对钛矿价格形成较强的支撑。

图表53: 钛铁矿全球已探明储量 (万吨)



资料来源: USGS, 中邮证券研究所

图表54: 钛铁矿全球主要出产国产量 (万吨)



资料来源: USGS, 中邮证券研究所

原料端钛精矿的配套是公司钛白粉业务获得稳定收益的重要优势。公司深耕钛产业垂直一体化布局,业务横跨上游钛矿开采与精深加工、中游钛白粉及副产品生产、以及下游产品开发。通过全产业链整合,有效实现了降本增效,多元化收益结构。公司坚持“并购扩张”与“内生增长”双轮驱动,通过对四川龙蟒钛业、云南冶金新立钛业、振兴矿业等多家优质企业的收购,成功掌控国内核心钛矿资源及采矿权,显著提升了钛精矿产能。截至2024年末,公司在国内外拥有多处钛矿资源,其中红格铁矿年产能年产量最大,原矿产能为1500万吨/年,2022-2024年公司钛精矿产量分别为116.89万吨、147.45万吨和149.30万吨,逐年增长。截至2024年末,公司钛矿资源保有量约为1.87亿吨,钛矿资源储备丰富。目前公司已经完成了对丰源矿业的收购,到2026年公司完成两矿整合后预计钛精矿年产能为248万吨。目前公司将自采钛精矿全部用于下游钛白粉、海绵钛等生产,原材料自供率随钛精矿产量增长稳步提升,持续摊薄生产成本。按照24年安宁股份年报的数据,钛精矿吨售价2469元/吨和销售净利率45.84%,钛精矿的吨净利在1130元左右。即使按最差的情景去假设,钛白粉景气下行至谷底,加工环节利润归零,公司的248万吨钛精矿也可稳定贡献28亿以上利润,是支撑公司穿越周期的底气。

图表55: 截至2024年末公司钛矿情况 (万吨、%)

钛矿项目名称	储藏量	年产能	年产量	采矿权期限
红格铁矿	5,948.80	1,500.00	936.07	2012.06.06-2026.12.31
庙子沟铁矿	9,713.57	500.00	0.00	2014.06.16-2034.06.16
徐家沟矿	3,041.90	500.00	0.00	2013.11.22-2035.11.22

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

按公司目前硫酸法钛白粉85万吨+氯化法钛白粉66万吨的产能,对应所需约314万吨钛精矿(46%),待两矿整合后公司的钛精矿自供率有望接近八成。未来在钛精矿供需偏紧的预期下,公司钛白粉的成本优势更为突出。

图表56: 龙佰集团钛精矿自供率有望上升至70%以上 (万吨, %)

年份	硫酸法钛白粉产量	氯化法钛白粉产量	钛精矿需求合计	钛精矿产量	自给率
2019	56	7	148	85	58%
2020	60	21	190	90	48%
2021	65	26	209	100	48%

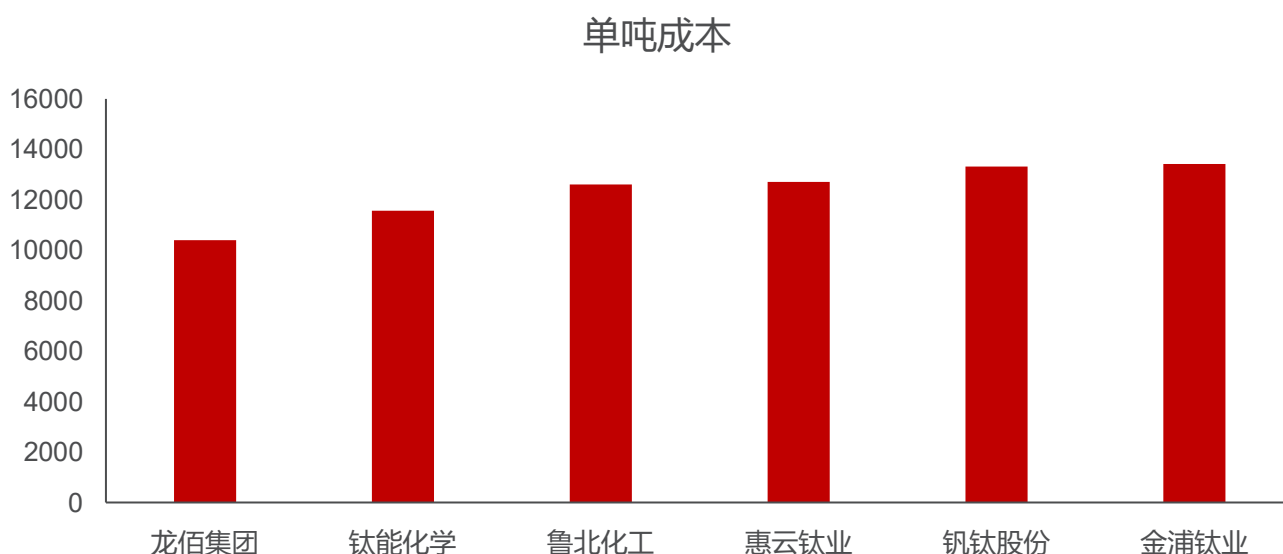
2022	68	31	228	117	51%
2023	80	39	275	147	54%
2024	89	40	299	149	50%
2025E	93	44	314	140	45%
2026E	93	44	314	248	79%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

注：（1）根据公司项目环评限制，硫酸法钛白粉的钛精矿单耗为 2.38t/t，氯化法钛白粉的富钛料单耗为 1.18t/t，而生产富钛料的钛精矿单耗为 1.82t/t。

（2）2025 全年钛白粉产量预测值=25 上半年公司公告产量\*2，2026 年预计产量保持平稳

图表57：2024 年钛白粉企业单吨成本对比（元/吨）

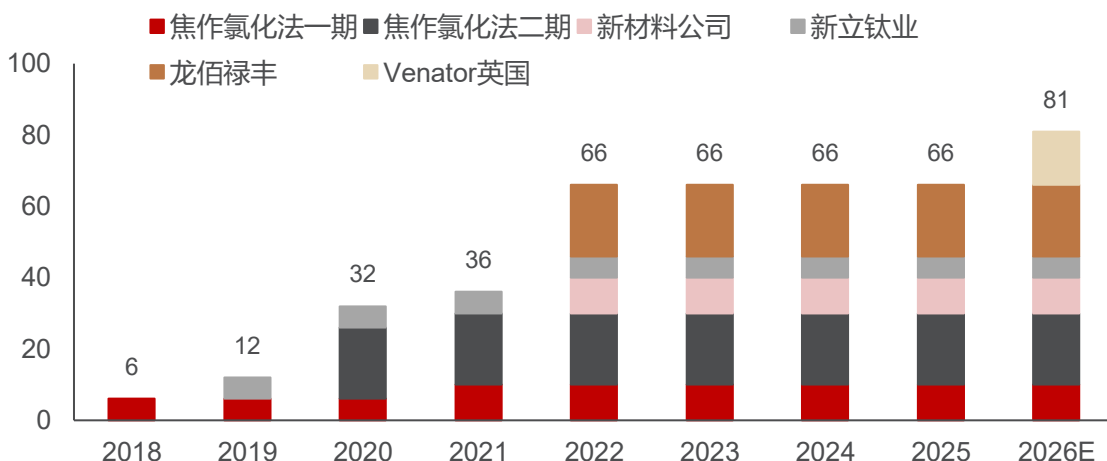


资料来源：ifind，中邮证券研究所

### 3.2 国内氯化法工艺先行者，龙头出海实力突出

公司氯化法钛白粉在国内具有较大先发优势。截至 2025 年底，龙佰集团是中国乃至全球最大的钛白粉生产商之一，氯化法钛白粉产能为 66 万吨/年。公司在 2017 年以来快速扩产氯化法产能：2017 年焦作基地 20 万吨/年氯化法一期项目建设启动；2019 年焦作一期实现投产，同年收购云南新立钛业 6 万吨/年老产线并盘活；2020 年公司与德国钛康合作，提升募投项目产能至 10 万吨/年，并投资 18 亿元建设云南楚雄 20 万吨/年氯化法新线；2025 年公司公告收购 Venator UK15 万吨/年氯化法产能，若交易顺利落地，龙佰集团全球氯化法总产能将提升至 81 万吨/年。

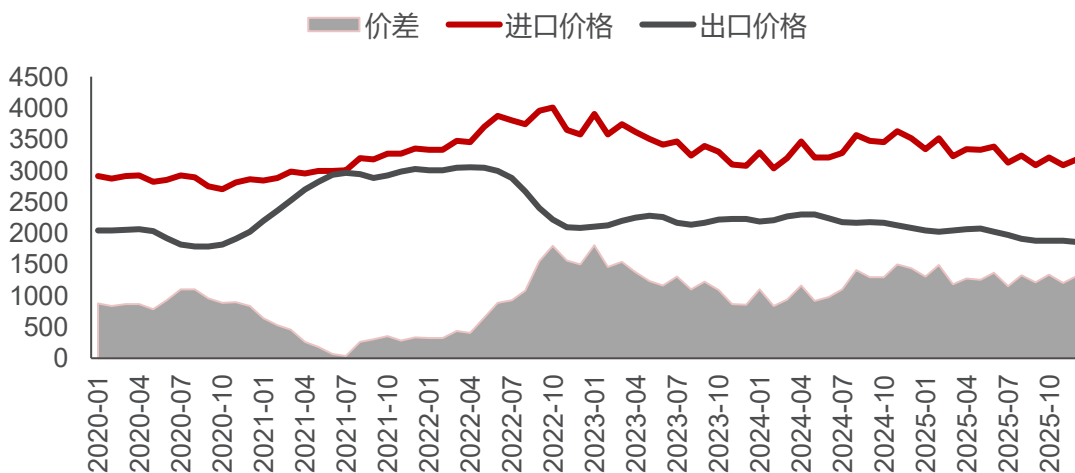
图表58：2018-2026E 龙佰集团氯化法钛白粉产能布局进展（万吨/年）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

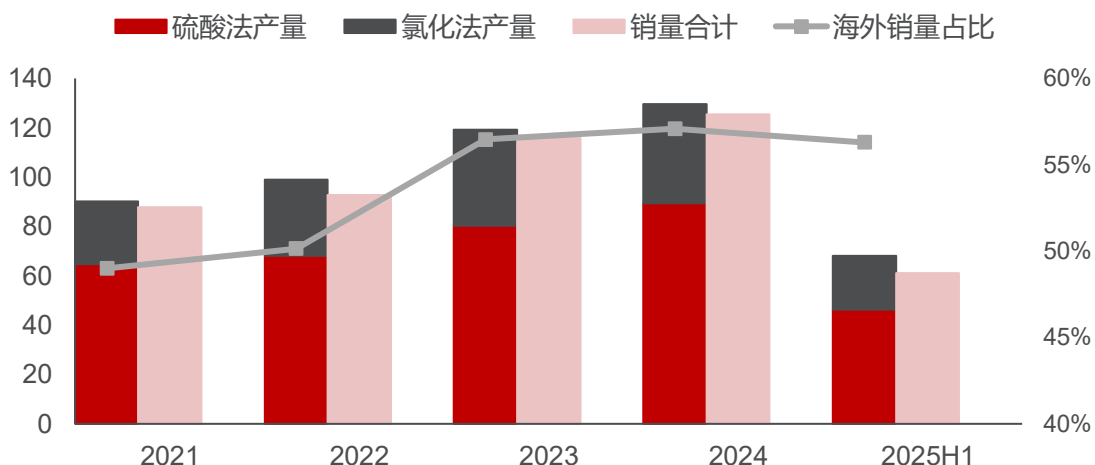
公司前瞻性发展氯化法钛白粉，不仅是替代进口，更要角逐全球高端钛白市场。尽管氯化法和硫酸法均可制得金红石型钛白粉，但在表面性能、流动性、耐黄变性、调色稳定性方面，氯化法金红石钛白粉都要优于硫酸法金红石钛白粉。过去绝大部分国内厂商以硫酸法技术为主，国内高端钛白粉市场需要大量从海外厂商进口，同时也导致了中国企业长期缺席全球高端市场。从海关总署数据可得，近五年我国进口钛白粉持续减量，已经从十年前的二十多万吨大幅下降至 25 年的 7 万吨左右，常见牌号的国产替代已经进入到尾声；另一方面看，进口均价和出口均价的价差也更真实地反映出进口高端牌号的溢价，近两年来两者的价差已经上升到 1100 美元以上，可见突破氯化法钛白粉的企业有望进入到一个利润更丰厚的市场。

图表59：2020年以来钛白粉进口均价、出口均价及其价差走势（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表60：2021-2025H1 龙佰集团钛白粉销量及外销占比情况（万吨，%）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

在高海外依存+反倾销的格局下，龙头积极出海率先布局英国+马来西亚。随着中国制造业在全球份额不断提高，遭遇反倾销事件其实难以避免，重构原产地是一种根本性的解决手段，正如 Venator、Tronox 等海外龙头都对产能进行了全球化的布局，中国企业出海也是跃升为真正的国际化龙头的必经之路。25 年 10 月，公司公告收购 Venator UK 钛白粉业务，助公司在英国形成本地化产能，缓解欧盟对华反倾销影响。本次收购，公司不仅获得其 15 万吨/年优质氯化法产能，还收购资产包括“土地房屋、设备、备件、账簿、知识产权、存货”，换言之，Venator UK 在地的高端客户网络以及各类牌号都可以一举并入公司版图，不仅可助公司修复受损的欧洲市占，长期看还能丰富高端领域的矩阵来抬高毛利中枢。25 年 10 月，公司公告在马来西亚设立“龙佰亚洲新材料有限公司”，主营进出口贸易、化学品生产销售及技术服务等业务，未来公司有望借助马来西亚作为东南亚的一个支点，一方面贴近南亚/东南亚高增速市场，另一方面也可利用马来西亚建立区域后处理+分销的在地化模式，避免关税冲突。总而言之，从公司落子英国、马来西亚的组合拳可以看出公司继续进军全球市场的雄心，英国（高端）+马来西亚（增量）+中国本部（资源/规模化）的布局雏形已成，既是中短期应对反倾销的战术，更像是公司摸索全球化模式的初步战略，公司全球份额有望在未来实现更高的突破。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 业务拆分与预测假设

**钛白粉：**公司产能利用率继续提高，带动钛白粉产销量持续提升。公司氯化法钛白粉的销量占比及海外销售占比的稳步提高，带动公司单吨销售均价的上升。预计钛白粉板块 25-27 年的营收分别为 164、187、209 亿元，毛利率分别为 26%、28%、28%。

**海绵钛：**2022 年以来，海绵钛行业产能过剩，供大于求，市场竞争加剧，产品价格持续下降，公司海绵钛业务毛利率、毛利润持续下降。随着公司对外并购和自建产能投产目前已形成 8 万吨/年产能，未来随着公司进一步打开终端市场提高产能利用率，以规模效应持续降本，实现板块扭亏为赢。预计海绵钛板块 25-27 年的营收分别为 29、31、34 亿元，毛利率分别为 0%、3%、9%。

**铁精矿：**随着两矿合并项目投产，公司铁精矿产能有望从 400 万吨/年提高到 760 万吨/年，带动铁精矿产销量逐年提高。预计铁精矿板块 25-27 年的营收分别为 19、28、39 亿元，毛利率保持平稳，维持在 54%左右。

**新能源材料：**公司新能源材料产能保持稳定，公司目前具备磷酸铁锂产能为 5 万吨/年，磷酸铁产能 10 万吨/年，石墨负极材料产能 2.5 万吨/年，石墨化产能 5 万吨/年。由于行业竞争激烈，目前仅有磷酸铁量产，随着下游客户验证及行业需求增长，公司现有产能实现稳步爬产，预计新能源材料板块 25-27 年的营收分别为 12、17、17 亿元，毛利率分别为 12%、13%、13%。

**图表61：公司业绩拆分表**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>钛白粉</b>					
营业收入（百万元）	17768	18980	16413	18745	20886
毛利（百万元）	5066	5950	4314	5194	5803
毛利率	29%	31%	26%	28%	28%
<b>海绵钛</b>					
营业收入（百万元）	2268	2647	2925	3120	3440
毛利（百万元）	405	82	0	78	320
毛利率	18%	3%	0%	3%	9%
<b>铁精矿</b>					
营业收入（百万元）	2573	1942	1940	2846	3880
毛利（百万元）	1265	792	1040	1526	2080
毛利率	49%	41%	54%	54%	54%
<b>锆制品</b>					
营业收入（百万元）	1102	935	935	935	935
毛利（百万元）	147	157	157	157	157
毛利率	13%	17%	17%	17%	17%
<b>新能源材料</b>					
营业收入（百万元）	1047	918	1212	1726	1726
毛利（百万元）	-35	-54	149	216	227
毛利率	-3%	-6%	12%	13%	13%

<b>其他</b>					
营业收入 (百万元)	2036	2118	2118	2118	2118
毛利 (百万元)	328	-18	-18	-18	-18
毛利率	16%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>合计</b>					
营业收入 (百万元)	26794	27539	25542	29489	32985
毛利 (百万元)	7177	6908	5641	7153	8569
毛利率	27%	25%	22%	24%	26%

资料来源: ifind, 中邮证券研究所测算

## 4.2 估值分析

我们采用相对估值法, 可比公司我们选取了 A 股中以钛产业链作为主营业务的上市公司钒钛股份、安宁股份、宝钛股份、坤彩科技作为可比公司。根据 2026 年 2 月 6 日的收盘价, 2025、2026、2027 年, 预计可比公司 PE 均值分别为 396 倍、67 倍、38 倍, 而公司的 PE 为 20 倍、15 倍、11 倍, 低于可比公司均值。未来随着公司两矿合并项目落地公司盈利中枢有望在上一个台阶, 英国基地及马来西亚基地的落地将进一步打开海外市场空间, 加之目前钛白粉景气度处于周期底部位置, 我们认为公司具备良好的成长性和周期修复的弹性, 估值较为合理。

图表62: 可比公司盈利预测及估值对比

代码	公司	市值 (亿)	股价 (元/股)	EPS (元)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000629.SZ	钒钛股份	312	3.36	0.0024	0.02	0.04	1400	168	84
002978.SZ	安宁股份	152	32.16	1.84	2.19	2.35	17	15	14
600456.SH	宝钛股份	155	32.35	1.48	1.65	1.76	22	20	18
603826.SH	坤彩科技	160	24.35	0.17	0.37	0.66	143	66	37
	平均值						396	67	38
002601.SZ	龙佰集团	411	17.25	0.85	1.18	1.50	20	15	11

资料来源: ifind, 中邮证券研究所测算

注: 以上市值及估值数据以 2026 年 3 月 24 日为基础; 除龙佰集团外, 其余公司盈利预测均来自 ifind 一致预期。

## 4.3 盈利预测与投资建议

中长期看, 钛白粉景气度有望触底回暖, 公司作为行业龙头受益最深, 海外基地的建设将进一步打开公司成长的空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 20.27、28.24、35.87 亿元, EPS 为 0.85、1.18 与 1.50 元, 3 月 24 日收盘价对应 PE 为 20、15 和 11 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 5 风险提示

**钛矿景气回落的风险。**钛矿价格是钛白粉定价的锚，若钛矿短期供给新增较多，导致钛矿价格下滑，或会造成钛白粉景气回落的风险。

**海外反倾销的风险。**随着中国钛白粉企业在全球市占率提升，近年来多个国家和地区对国产钛白粉发起反倾销调查，对出口端形成一定阻碍，未来需要持续关注各地区对中国钛白粉的反倾销进展。

**钛白粉供过于求的风险。**当前国内硫酸法钛白粉在建产能较多，若后续钛白粉需求增长不及预期，或将导致国内钛白粉供需平衡表的修复，影响钛白粉盈利水平。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	27539	25542	29489	32985	营业收入	2.8%	-7.2%	15.5%	11.9%
营业成本	20631	19901	22336	24416	营业利润	-25.4%	-6.9%	39.3%	27.0%
税金及附加	346	334	385	431	归属于母公司净利润	-32.8%	-6.5%	39.3%	27.0%
销售费用	387	460	531	594	<b>获利能力</b>				
管理费用	1101	1023	1181	1321	毛利率	25.0%	22.1%	24.3%	26.0%
研发费用	1175	1149	1327	1484	净利率	7.9%	7.9%	9.6%	10.9%
财务费用	701	0	0	0	ROE	9.4%	8.6%	11.5%	14.0%
资产减值损失	-342	-40	-40	-40	ROIC	6.2%	4.3%	5.8%	7.2%
<b>营业利润</b>	<b>2924</b>	<b>2722</b>	<b>3792</b>	<b>4816</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	39	0	0	0	资产负债率	61.0%	59.3%	59.6%	59.5%
营业外支出	50	0	0	0	流动比率	0.76	0.78	0.87	0.97
<b>利润总额</b>	<b>2912</b>	<b>2722</b>	<b>3792</b>	<b>4816</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	672	628	875	1111	应收账款周转率	8.38	7.70	8.91	8.80
<b>净利润</b>	<b>2240</b>	<b>2094</b>	<b>2917</b>	<b>3705</b>	存货周转率	2.74	2.63	2.84	2.82
归母净利润	2169	2027	2824	3587	总资产周转率	0.42	0.39	0.44	0.48
每股收益(元)	0.91	0.85	1.18	1.50	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.91	0.85	1.18	1.50
货币资金	8399	8849	11327	14211	每股净资产	9.65	9.92	10.28	10.73
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	3893	3406	3915	4364	PE	18.97	20.29	14.57	11.47
预付款项	674	482	541	591	PB	1.79	1.74	1.68	1.61
存货	7737	7417	8298	9046	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>22838</b>	<b>22042</b>	<b>26160</b>	<b>30461</b>	净利润	2240	2094	2917	3705
固定资产	25086	24908	23540	21982	折旧和摊销	3129	3178	3368	3558
在建工程	3594	3594	3594	3594	营运资本变动	-2899	-987	116	79
无形资产	6531	6531	6531	6531	其他	1327	119	182	197
<b>非流动资产合计</b>	<b>43363</b>	<b>43115</b>	<b>41747</b>	<b>40189</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3797</b>	<b>4404</b>	<b>6583</b>	<b>7539</b>
<b>资产总计</b>	<b>66201</b>	<b>65157</b>	<b>67907</b>	<b>70650</b>	资本开支	-1581	-3044	-2050	-2056
短期借款	9368	9368	9368	9368	其他	22	135	-72	-80
应付票据及应付账款	12211	11101	12459	13619	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1559</b>	<b>-2908</b>	<b>-2122</b>	<b>-2137</b>
其他流动负债	8315	7641	8089	8475	股权融资	8	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>29895</b>	<b>28110</b>	<b>29916</b>	<b>31462</b>	债务融资	857	273	0	0
其他	10514	10544	10544	10544	其他	-2074	-1390	-1983	-2519
<b>非流动负债合计</b>	<b>10514</b>	<b>10544</b>	<b>10544</b>	<b>10544</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1209</b>	<b>-1117</b>	<b>-1983</b>	<b>-2519</b>
<b>负债合计</b>	<b>40409</b>	<b>38654</b>	<b>40460</b>	<b>42006</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1098</b>	<b>450</b>	<b>2478</b>	<b>2884</b>
股本	2384	2384	2384	2384					
资本公积金	14413	14413	14413	14413					
未分配利润	5088	5469	5897	6437					
少数股东权益	2788	2855	2949	3068					
其他	1119	1381	1805	2343					
<b>所有者权益合计</b>	<b>25792</b>	<b>26503</b>	<b>27447</b>	<b>28644</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>66201</b>	<b>65157</b>	<b>67907</b>	<b>70650</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号  
邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼  
邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼  
邮编: 518048