

龙佰集团 (002601.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

周立
化工研究员

2026年5月7日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	16.51
总市值	393.64亿
PE-TTM	52.81
PB-MRQ	1.72

估值结果

价值	498.75亿
DDM估值 上行空间	27%
状态	偏低估
价值	527.14亿
动态估值 上行空间	34%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★★

核心评级结论

公司是全球钛白粉行业龙头，公司以钛矿资源为起点，构建“钛精矿—钛白粉—海绵钛”一体化产业链，产能规模居世界前列。

公司成长空间一般，主要系钛白粉行业增速缓慢，国内又被加征高额关税，公司只能出海扩张，公司虽具备低成本扩张能力，但是海外扩张的难度会制约公司的成长速度；盈利趋势较差，主要系钛白粉仍然过剩严重，短期盈利能力难以修复；产业格局尚可，主要系在波特五力视角下，本行业竞争较为激烈，但是公司成本优势显著，在竞争中处于有利地位，其余四项表现尚可；公司护城河较深，主要系公司有钛矿资源优势以及技术带来的工艺成本优势，相较国内中后部企业成本优势可达3000元/吨。

基于远期全球钛白粉市场需求880万吨，公司全球市场份额达到25%的假设，我们认为公司估值状态为偏低估。

风险提示

海外贸易摩擦风险。公司海外收入占比超四成，欧美市场频发反倾销调查与关税壁垒。地缘政治升温背景下，出口受限可能迫使产能转向内销，加剧国内价格竞争，削弱全球化布局带来的溢价空间与市场平衡能力。

氯化法技术扩散与竞争白热化。氯化法为高端钛白粉主流工艺，龙佰先发优势明显，但国内企业加速引进技术并扩产。技术扩散或将拉平成本曲线，削弱公司相对优势。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司是全球钛白粉龙头企业，产能规模居世界前列。公司以钛矿资源为起点，构建“钛精矿—钛白粉—海绵钛”一体化产业链，向上掌控四川等地矿产资源，抗原料波动能力强。产品以钛白粉为主（占收入八成以上），广泛应用于涂料、塑料、造纸等领域；同时布局海绵钛，切入航空航天等高端市场。工艺上兼具硫酸法与氯化法双路线，氯化法产能国内领先，适配高端客户需求。依托资源自给、规模效应与持续技改，公司单位成本显著低于行业均值，在周期底部仍保持盈利韧性。海外收入占比超四成，市场覆盖欧美、东南亚，全球化布局平衡区域需求波动。截至2025年，公司钛白粉产能151万吨/年；钛精矿扩产后自给率可达70%。

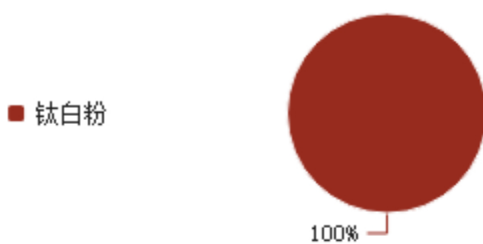
2. 业务介绍

对于龙佰集团公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

钛白粉：

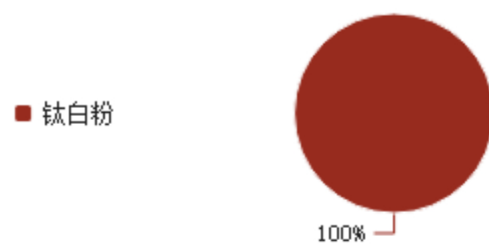
公司钛白粉业务以钛白粉产品为主，公司上游配套了钛矿资源，下游延伸到了海绵钛，一体化的产业结构增强了公司钛白粉业务的盈利能力。钛白粉是以钛精矿为原料，通过硫酸法与氯化法双工艺路线生产的产品，是全球用量最大的白色无机颜料。公司上游掌控四川攀枝花等自有矿山，钛精矿自给率高；下游广泛应用于建筑涂料（最大需求端）、汽车漆、塑料与造纸等领域，需求与地产、制造业周期紧密联动。公司生意核心是“资源+规模+工艺”一体化：硫酸法适配自有低品位矿，氯化法切入高端市场，双线布局平衡成本与品质；装置大型化与副产循环（如硫酸亚铁资源化）持续摊薄单耗。工艺优势在于氯化法技术自主突破，打破海外垄断，能耗与品质逼近国际龙头。公司产品在全球范围销售，因此我们将公司的竞争市场界定于全球市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司商业模式有“重资产、低营销、客户分散、研发务实”的特点，高度适配钛白粉大宗品行业特性：技术成熟、产品标准化、需求周期性波动。高资产强度构筑规模壁垒，低营销与客户分散反映生意本质，中等研发强度聚焦工程化降本。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

钛白粉属重资产制造业，氯化法、硫酸法核心装置投资大、建设周期长，且需配套环保与副产处理设施。行业特性决定必须规模化投产才能摊薄固定成本，形成天然准入门槛。高资产强度既是护城河，阻隔轻资产玩家；也是负担，扩张依赖持续资本开支，在价格下行期易承压，考验企业融资与周期判断能力。2025年公司固定资产236亿元，占总资产比例为37%。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

钛白粉工艺成熟，行业创新聚焦工程化降本与品质提升，非颠覆性技术突破。公司研发投入集中于氯化法国产化攻关与副产资源化，属“应用型研发”。行业技术迭代慢，无需持续高强度投入维持竞争力，研发强度低于新材料领域，但足以支撑工艺优化与成本控制，匹配成熟大宗品生意属性。2025年公司研发费用约11亿元，研发费用率4.4%。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

钛白粉为标准化大宗品，下游客户采购决策基于价格、品质与供应稳定性，品牌溢价有限。公司采取直销与渠道结合模式，无需大规模广告投放，销售团队侧重技术服务与大客户维护。低营销强度源于产品同质化属性，竞争核心在成本与交付，非品牌塑造。2025年公司销售费用约4亿元，销售费用率为1.5%。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游涵盖涂料、塑料、造纸等众多分散行业，单客户采购占比低。公司客户超千家，前五大客户收入占比不足10%，有效避免对单一需求方依赖。

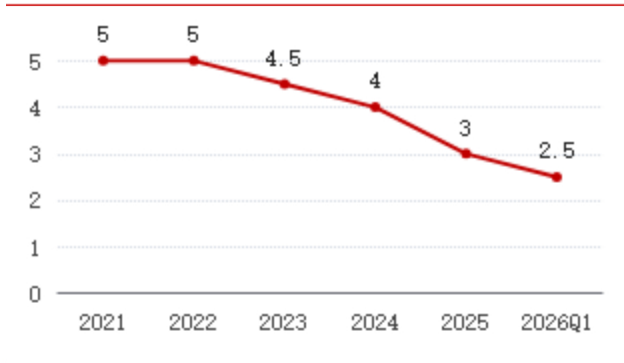
4. 历史经营绩效

过去五年公司呈现“盈利随周期波动、产能稳步扩张、现金流扎实、股东回报稳健”的特征：钛白粉价格下行压制利润绝对值，但高分红政策保障股东持续获益；实体产能与资源一体化持续推进，成长质量未失速；业务控制力优秀体现公司经营底色。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



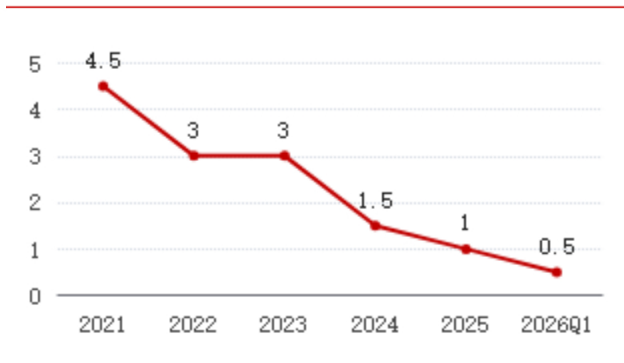
数据来源：公司财报，壹评级

过去五年钛白粉价格经历高位回落，主因地产周期下行拖累涂料需求，叠加行业产能持续投放，供需格局转弱。公司虽凭借资源自给与规模效应维持成本优势，但产品价格由全行业供需决定，公司无法独善其身。当价格跌幅超过成本降幅时，盈利空间自然收窄，体现大宗化工品“价格接受者”的生意本质。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



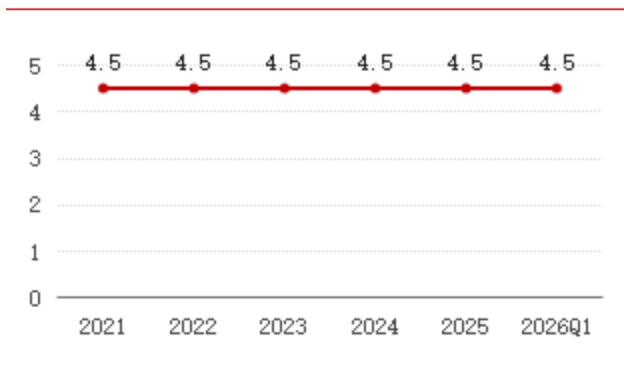
数据来源：公司财报，壹评级

公司收入增速放缓主要受钛白粉价格周期性下行拖累，非产能停滞。公司氯化法产能稳步扩张，海绵钛等新业务亦有布局，实体产能与市场份额实际提升。但钛白粉属成熟大宗品，价格波动剧烈，导致“量增价跌”拉低收入表现。剔除价格扰动，成长能力良好。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



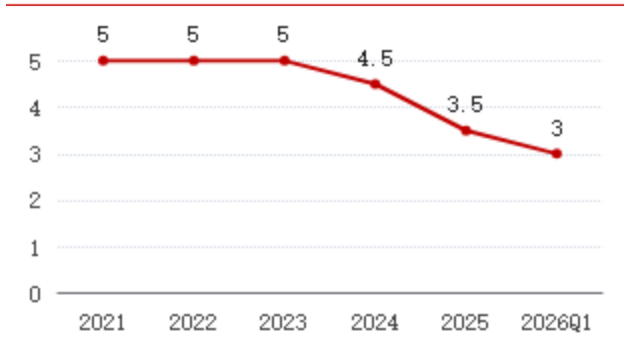
数据来源：公司财报，壹评级

钛白粉下游客户分散且账期短，销售回款及时；同时公司掌控部分上游矿山，原料自给率较高，营运资金占用压力小。公司这种“现金收得快、占款少”的特质，源于大宗品标准化交易惯例与资源自给能力，使经营不受制于个别客户或供应商，现金流与利润匹配度高。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司常年维持60%以上的股利支付率，体现对股东现金回报的重视。尽管钛白粉价格周期波动导致公司盈利与分红绝对额有所起伏，但公司高比例分红政策在行业中较为突出，公司股息率常年大于5%。资本利得方面，2021年后公司股价下行且长期低迷，表现较差。

5. 四维评级

公司成长空间一般，主要系钛白粉行业增速缓慢，国内又被加征高额关税，公司只能出海扩张，公司虽具备低成本扩张能力，但是海外扩张的难度会制约公司的成长速度；盈利趋势较差，主要系钛白粉仍然过剩严重，短期盈利能力难以修复；产业格局尚可，主要系行业竞争较为激烈，但是公司成本优势显著，在竞争中处于有利地位；公司护城河较深，主要系公司有钛矿资源优势以及技术带来的工艺成本优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

受海外贸易摩擦影响，公司未来或采取“国内稳产+海外建厂”双轨策略，依托氯化法技术与成本优势，推进海外基地布局以规避贸易壁垒。但海外建厂面临审批、文化融合与地缘政治风险，扩张节奏受制于外部环境，成长路径稳健却难现爆发式增长。

钛白粉(3星):

钛白粉全球需求增速已降至2%~3%，与地产、制造业周期深度绑定，增量空间有限。国内产能过剩背景下，欧美频发反倾销调查并加征高额关税，出口受阻倒逼企业“走出去”。但海外建厂投资大、周期长，且面临当地环保与社区压力，行业整体扩张意愿趋谨慎。龙佰虽具成本优势，仍难突破行业低速增长与贸易壁垒的双重约束。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司虽具技术与资源双重优势，但钛白粉属同质化大宗品，公司无法主导定价。面对行业持续过剩，公司仅可凭借成本优势延缓利润下降，无法规避利润下降的影响。公司海外建厂可规避关税，但短期难改全球供需失衡格局。在行业供需改善前，公司盈利被动承压特征明显。

钛白粉(2.5星):

钛白粉全球产能近年持续投放，而地产、汽车等核心下游需求疲软，供需过剩短期内难以缓解。国内产能过剩叠加海外反倾销壁垒，出口转内销加剧价格竞争。即便公司成本领先，亦难在全行业价差收窄环境中独善其身，盈利修复需等待供需改善。

5.3 产业格局



公司以“成本领先”应对行业竞争，通过资源与技术优势，在同质化竞争中守住利润底线。面对上下游，公司凭借规模与一体化布局平衡议价能力。公司不求颠覆格局，而是在激烈竞争中凭借成本曲线最左端的有利位置，实现“行业亏损我微利、行业微利我高盈利”。

钛白粉(3星):

钛白粉行业现有竞争者众多，产能过剩致价格战频发；但重资产属性与环保门槛抑制新进入者，潜在威胁有限。下游客户分散削弱其议价力，上游钛矿虽集中但龙佰自给率提升对冲风险。替代品威胁极小，因钛白粉光学性能难以替代。虽然行业竞争激烈，但公司成本控制强，相较国内中后部企业成本优势可达3000元/吨，可在周期波动中持续赚取超额利润。

5.4 护城河



公司护城河在于配套钛矿带来的资源护城河和技术护城河。由于技术存在扩散风险，因此护城河会出现一定衰退，但即便衰退后公司仍能维持一定超额收益。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
钛白粉	(4.5星) 公司是全球钛白粉行业龙头，公司全球市场占有率约20%。公司稳态期经壹评级调整后的ROIC为10%，具备一定超额收益。公司业务控制力强。	(4星) 公司该业务的护城河主要在于技术优势、资源优势，该优势持续性较强。资源护城河方面，公司掌控攀枝花等优质钒钛磁铁矿，有效平抑原料波动的同时，可为公司提供超额利润。技术护城河方面，公司以氯化法自主突破为核心，打破海外垄断并实现规模化降本；硫酸法适配自有低品位矿，双工艺路线下生产柔性增强。目前氯化法正被国内同行跟进，扩散风险渐显，预计随着技术扩散，公司超额收益将会收窄，但即便如此，公司仍能维持一定超额收益。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业周期性较强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司估值状态为偏低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为钛白粉，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：受行业过剩影响，我们预计公司产品价格短期内维持低位，2026年公司收入约280亿元。未来随着公司低成本扩张，我们预计公司在钛白粉行业全球市占率可以达到25%，远期的收入规模可达600亿元。

盈利能力假设：受行业过剩影响，我们预计短期内公司盈利能力持续承压，但是在国内反内卷的影响下，我们认为行业盈利有望在2027-2028年修复回升，因此我们预计公司2029年毛利率可以回升至28%。由于公司掌握的技术存在技术扩散的风险，长期而言公司的技术护城河会有所衰退，因此我们预计公司远期的毛利率将下降至26%-27%的水平。

表2：公司整体业绩预测

龙佰集团	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	267.9	275.4	259.9	280.4	287.3	307.3	335.3	353.9
归母净利润(亿)	32.3	21.7	12.5	14.0	26.3	35.6	42.3	48.1
归母净利润增速(%)	-5.6	-32.8	-42.5	12.6	87.0	35.6	18.9	13.7
经营性净利润(亿)	32.5	23.6	13.1	14.1	26.6	36.1	42.9	48.8
经营性净利润增速(%)	-9.8	-27.4	-44.5	7.8	88.2	35.8	19.0	13.8
经营性归母净利润(亿)	32.3	22.8	13.8	13.8	26.0	35.4	42.1	47.9
经营性归母净利润增速(%)	-7.2	-29.3	-39.6	0.3	88.2	35.8	19.0	13.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

钛白粉	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	267.9	275.4	259.9	280.4	287.3	307.3	335.3	353.9
收入增速(%)	10.9	2.8	-5.6	7.9	2.5	7.0	9.1	5.5
经营性净利润(亿)	32.5	23.6	13.1	14.1	26.6	36.1	42.9	48.8
经营性净利率(%)	12.1	8.6	5.0	5.0	9.2	11.7	12.8	13.8
经营性净利润增速(%)	-9.8	-27.4	-44.5	7.8	88.2	35.8	19.0	13.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
钛白粉	5.0%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	48.8
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
钛白粉(亿)	43.6	493.5	537.1	-	10.0	-	527.1
公司整体测算(亿)	43.6	493.5	537.1	-	10.0	-	527.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
钛白粉(亿)	187.5	321.2	508.7	-	10.0	-	498.7
公司整体测算(亿)	187.5	321.2	508.7	-	10.0	-	498.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处行业信息透明度一般，关键数据获取难度一般，跟踪难度一般；公司业务信息披露详细程度一般，公司与市场交流频率较高，交流充分度较高。业绩预测层面：公司业务周期性较强，并且公司海外扩张存在一定不确定性，因此预测准确度较低。总体而言，公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。