

业绩阶段性承压，2026 年起有望加速释放

2025 年 08 月 27 日

➤ **事件：**2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报。25H1，公司实现营业收入 17.09 亿港元，同比下降 58.4%；投资净收益 3.06 亿港元，同比下降 31.5%；录得亏损 0.68 亿港元，同比盈转亏。

➤ **国贸业务采销倒挂、投资收益下滑拖累业绩。**公司收入及盈利下滑主因：1) 天然铀国际贸易业务合约价格大幅波动，存货按加权平均成本法核算，采销倒挂致毛利下降；2) 铀价回落导致应占谢公司、奥公司业绩即投资收益同比下滑，其中谢公司投资收益 1.28 亿港元，同比-38.5%，奥公司投资收益 1.78 亿港元，同比-23.9%。

➤ **经营表现符合预期，扎矿成本同比下降。**25H1，公司参股矿山天然铀产量 1354.7tU，同比+1.5%，生产计划完成率 110.5%。其中，谢公司谢矿/伊矿实际产量 190.4/237.1tU，同比+5.2%/-19.7%，完成率 110.0%/101.2%，平均生产成本 32.49/27.69 美元/磅 U₃O₈，同比+1.8%/+16.2%；奥公司中矿/扎矿实际产量 848.7/78.5tU，同比+7.2%/+19.5%，完成率 111.0%/145.9%，平均生产成本 25.21/25.47 美元/磅 U₃O₈，同比+12.3%/-21.9%。

➤ **哈原工拟下调 2026 年产量指引，利好铀价上涨。**作为全球最大铀矿开采商及公司参股矿山合资方，哈原工近日更新其 2026 年产量指引。哈原工重申将确保铀供应与需求相匹配，以长期市场价值而非产量增长为经营目标，当前市场不足以使公司产量恢复至 100% 水平。公司修订旗下多个矿山地下资源使用协议，预计 2026 年名义产量将从 32777tU 下降约 9.4% 至 29697tU，最终产量指引较修订后名义产量降幅最大可达 20%。2022 年，哈原工天然铀产量全球占比高达 43%，其计划降低 2026 年产量并再次强调“value-over-volume”战略，对铀市场长期供需具有积极意义，利好铀价上涨。

➤ **自产贸易新协议已通过股东大会批准，2026 年起公司业绩加速释放。**伴随近年铀价上涨，公司自产贸易因 2023-2025 年厘定的基准价格较低呈亏损状态，2026-2028 年新销售框架协议目前股东大会已投票通过，基准价格从 61.78 上调至 94.22 美元/磅 U₃O₈，年度递增系数由 3.5% 上调至 4.1%，现货价占比由 60% 上调至 70%，公司业绩弹性进一步增强。此外，新协议中预计谢、奥公司在产铀矿 2026-2028 年包销量为 1438/1617/1598tU，较 2024 年实际包销量 1294 tU 明显提升，同时充分考虑潜在资源量提升，于销售上限预留每年 600tU 额外缓冲。2026 年起，公司有望受益新定价机制实现业绩的加速上行。

➤ **投资建议：**公司 2026 年起受益铀价上行及销售定价机制调整，业绩估值有望共振，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 3.87/9.96/12.27 亿港元，对应 EPS 分别为 0.05/0.13/0.16 港元/股，对应 2025 年 8 月 26 日 PE 为 53/21/17 倍，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

单位 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,624	7,775	8,745	10,111
增长率(%)	17.1	-9.8	12.5	15.6
归母净利润	342	387	996	1,227
增长率(%)	-31.2	13.1	157.6	23.1
EPS	0.04	0.05	0.13	0.16
P/E	60	53	21	17
P/B	5.2	4.8	4.0	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

2.70 港元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiayi@mszq.com

相关研究

1. 中广核矿业 (1164.HK) 首次覆盖报告：稀缺铀业龙头，双击时刻即将到来-2025/06/24

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	3,440	3,473	4,447	5,579
现金及现金等价物	1,154	1,444	2,239	3,014
应收账款及票据	53	48	54	62
存货	2,158	1,914	2,079	2,416
其他	75	67	76	87
非流动资产合计	4,402	4,403	4,404	4,405
固定资产	1	1	1	1
商誉及无形资产	5	6	7	8
其他	4,397	4,396	4,396	4,396
资产总计	7,842	7,876	8,851	9,984
流动负债合计	3,732	3,644	3,708	3,836
短期借款	2,916	2,916	2,916	2,916
应付账款及票据	767	683	742	862
其他	50	45	50	58
非流动负债合计	188	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0
其他	188	0	0	0
负债合计	3,921	3,644	3,708	3,836
普通股股本	76	76	76	76
储备	3,846	4,156	5,067	6,072
归属母公司股东权益	3,922	4,232	5,143	6,148
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,922	4,232	5,143	6,148
负债和股东权益合计	7,842	7,876	8,851	9,984

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-903	27	-77	-244
净利润	342	387	996	1,227
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	2	2	2	2
营运资金变动及其他	-1,247	-362	-1,075	-1,473
投资活动现金流	577	471	1,089	1,372
资本支出	-0	-3	-3	-3
其他投资	577	474	1,092	1,375
筹资活动现金流	471	-207	-217	-353
借款增加	618	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-23	-76	-86	-222
其他	-123	-131	-131	-131
现金净增加额	137	290	795	775

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,624	7,775	8,745	10,111
其他收入	0	0	0	0
营业成本	8,690	7,743	8,409	9,771
销售费用	15	14	15	18
管理费用	57	51	57	66
研发费用	0	0	0	0
财务费用	122	114	110	98
权益性投资损益	1,016	610	1,034	1,307
其他损益	57	52	58	67
除税前利润	814	516	1,246	1,533
所得税	287	129	249	307
净利润	527	387	996	1,227
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	342	387	996	1,227
EBIT	936	630	1,355	1,631
EBITDA	938	632	1,357	1,633
EPS (元)	0.04	0.05	0.13	0.16

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	17.13	-9.84	12.47	15.62
归属母公司净利润	-31.20	13.10	157.62	23.10
盈利能力(%)				
毛利率	-0.77	0.42	3.84	3.36
销售净利率	3.97	4.97	11.39	12.13
ROE	8.72	9.14	19.37	19.95
ROIC	8.86	6.61	13.45	14.39
偿债能力				
资产负债率(%)	49.99	46.26	41.89	38.42
净负债比率(%)	44.93	34.78	13.17	-1.59
流动比率	0.92	0.95	1.20	1.45
速动比率	0.34	0.43	0.64	0.82
营运能力				
总资产周转率	1.18	0.99	1.05	1.07
应收账款周转率	34.22	153.59	171.48	173.70
应付账款周转率	14.48	10.68	11.80	12.18
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.05	0.13	0.16
每股经营现金流	-0.12	0.00	-0.01	-0.03
每股净资产	0.52	0.56	0.68	0.81
估值比率				
P/E	60	53	21	17
P/B	5.2	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	21.88	32.49	15.12	12.57

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048