

持有

2025 年 12 月 18 日

核燃料“稀缺牌照”与去俄化主线的 SWU 枢纽，关注 DOE 订单与 Piketon 扩产兑现

- “稀缺牌照”与长周期合同共同构成护城河，订单能见度已显著抬升：全球少数非国有、公开上市的富集服务提供方，并具备美国 HALEU 商业化合规资质；在“去俄化+扩核”长周期下，资质与合同框架共同抬高其“入场券价值”。
- “稀缺牌照+长协订单”构成护城河：总 Backlog 约 39 亿美元（延伸至 2040 年），其中 LEU 板块约 30 亿美元，并包含与 Piketon 扩产相关的或有销售承诺。
- 去俄化带来结构性替代空间，SWU 定价中期仍有支撑：EIA 显示 2024 年美国仅接收约 28% 的富集前“铀料交付”，其余 72% 交付至海外富集商；同时 2024 年美国采购的富集服务中，俄罗斯来源约 3.043M SWU（约占当年总采购~20%），对政策与贸易扰动仍敏感。
- Q3 净利转正，但季度毛利受交付结构扰动：2025Q3 收入 7,490 万美元（同比+30%）、净利润 390 万美元；LEU 分部收入 4,480 万美元，但因合同组合/交付节奏，LEU 分部当季毛利为负，季度波动不宜线性外推。
- 为“扩产落地”做前置准备以降低交付不确定性：公司在 Q3 明确“为富集产能 build-out 做准备”，包括提前招聘、与 KHNP/浦项国际签署潜在投资支持协议，并取得 2026–2027 年俄源既有交付豁免以降低短期交付不确定性。
- 资金面显著增强，为扩产与政策窗口留足弹药：公司通过 8.05 亿美元可转债将“非受限现金”提升至约 16 亿美元，并披露净募集资金约 7.824 亿美元。
- 事件驱动为主，上调至“持有”评级，目标价 231 美元：当前阶段股价弹性更取决于（1）DOE 对国内 LEU/HALEU 资金的竞标结果与授予节奏，（2）Piketon 扩产的最终规模与开工路径。
- 主要风险：DOE 资金/合同落地不及预期导致扩产推迟；进口豁免与贸易政策反复；LEU 业务季度交付结构导致利润波动放大。

张铁言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

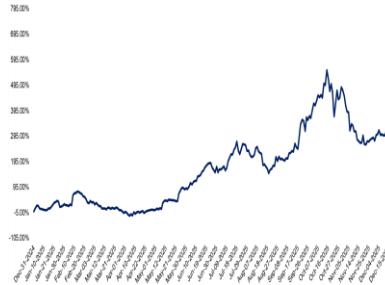
主要数据

行业	能源
股价	228.7 美元
目标价	231 美元 (+1%)
股票代码	LEU
总股数	0.18 亿股
市值	41 亿美元
52 周高/低	464/49 美元
每股账面值	19.9 美元
主要股东	Nova Scotia 8.6% BlackRock 7.1% Vanguard 5.8%

盈利摘要

盈利摘要		22年实际	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
截至12月31日止财政年度		294	320	442	463	441	428
总营业收入（美元百万元）	变动		9.0%	38.0%	4.7%	-4.8%	-2.9%
归母净利润	变动	51	84	73	90	64	60
经调整后每股盈利（美元）	变动	3.48	5.44	4.47	5.00	3.46	3.28
股息	变动	0	0	0	0	0	0
市盈率 377.01 美元（估）	/	/	/	46.4	62.4	65.9	
经调整后 EBITDA（美元）		76	93	87	146	109	103

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

主要财务报表

损益表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	294	320	442	463	441	428
营业成本	(176)	(208)	(331)	(304)	(307)	(298)
研发开支	(15)	(14)	(17)	(18)	(18)	(19)
行政成本	(34)	(36)	(36)	(37)	(38)	(40)
其他成本	(11)	(3)	5	(33)	(3)	6
营业收入	(60)	(52)	(48)	(87)	(59)	(53)
财务开支	(1)	(1)	(3)	(12)	(8)	(6)
税前盈利	68	85	73	115	80	76
所得税	(16)	(0)	0	(25)	(17)	(16)
净利润	52	84	73	90	64	60
本公司股东应占利润	51	84	73	90	64	60
折旧及摊销	10	7	11	11	12	13
经调整净利润	52	84	73	90	64	60
EBITDA adj.	76	93	87	146	109	103
增长						
总收入 (%)	9.0%	38.0%	4.7%	-4.8%	-2.9%	
EBITDA (%)	61.7%	-13.3%	22.8%	-29.3%	-5.0%	

财务分析

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力						
毛利率 (%)	40%	35%	25%	34%	30%	30%
EBITDA 利率 (%)	18%	26%	17%	19%	14%	14%
净利率(%)	17%	26%	17%	19%	14%	14%
营运表现						
研发/收入(%)	-5.0%	-4.4%	-3.9%	-3.8%	-4.1%	-4.4%
实际税率 (%)	-23.0%	-0.1%	0.3%	-22.1%	-21.0%	-21.0%
应收账款天数	47.3	49.9	53.4	44.7	29.2	29.2
应付账款天数	47.6	35.0	19.1	53.4	58.7	58.0
财务状况						
总负债/总资产	111%	96%	85%	67%	61%	56%
收入/净资产	-3.96	9.91	2.74	1.17	0.94	0.80
经营性现金流/收入	0.07	0.03	0.08	0.36	0.27	0.19

资产负债表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	180	201	671	736	736	736
应收账款	38	49	80	33	37	31
存货	209	306	162	301	261	266
其他流动资产	160	128	102	66	66	66
总流动资产	587	685	1,015	1,136	1,100	1,098
固定资产	6	7	9	29	47	64
无形资产	46	39	30	25	25	25
长期投资	0	0	0	0	0	0
其他	654	750	1,054	1,160	1,124	1,123
总资产	705	796	1,093	1,213	1,195	1,211
应付账款	66	56	39	50	49	46
其他短期负债	384	415	308	449	449	449
总短期负债	449	471	347	499	498	495
长期借款	96	90	473	235	147	97
其他负债	235	203	113	84	84	84
总负债	780	764	932	818	728	676
少数股东权益						
股东权益	.74	32	161	396	467	536
每股账面值	-5	2	10	22	25	29
营运资产	138	214	668	636	602	603

数据来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。