

持有

2025 年 12 月 18 日

微堆 BOO 模式的工程化兑现标的，关注首堆进度、燃料链落地与规模化学习曲线验证

- **工程化兑现启动：**公司已于 2025/9/22 在 INL 为一座 Aurora-INL 举行开工仪式，并由 Kiewit 担任首选总承包/施工牵头方，项目从“概念验证”进入“施工组织+供应链落地”阶段。
- **燃料端既是护城河，也是交付约束：**A3F 燃料制造设施获 DOE 核安全设计协议 (NSDA) 快速批准，有助于首堆燃料制造与后续复制；但短期燃料来源、制造节奏与成本仍是影响兑现的关键变量。
- **仍在投入期，但现金充裕：**公司 Q3 (截至 9/30) 无收入，单季经营亏损约 3,631 万美元；期末现金及可交易证券合计约 11.84 亿美元（其中现金约 4.10 亿美元），可覆盖当前阶段的研发、许可与工程推进。
- **公司指引更清晰，2025 年现金消耗给出量化区间：**公司预计 2025 全年经营活动净现金流出为 6,500–8,000 万美元，反映其在“首堆推进年”对费用节奏与资金消耗的可控性（后续偏离主要取决于施工与许可节奏）。公司对首座 Aurora 的部署目标表述为 2027 年末 /2028 年初，落地兑现取决于许可审批、燃料制造与关键设备交付是否按计划推进。
- **规模效应有待体现：**当前仍是“首堆单点突破”阶段，模块化复制带来的单位造价下降、工期缩短与运维效率提升尚无财务数据验证，需等待后续项目从合同约束 (PPA) 到 FID、再到连续交付来证明。
- **事件驱动型“谨慎关注/等待更优入场点”，目标价 \$92.5，上调至持有评级：**我们认为 2026–2027 的核心观察点仍是（1）许可推进、（2）燃料链落地（含自建制造）、（3）MOU/LOI 向具约束力 PPA 的转化，在关键节点兑现前建议以二级配置思路进行仓位控制，目标价 92.5 美元，距离现有股价有 12% 空间，但需谨慎等待催化节点。
- **主要风险：**燃料来源/制造节奏/成本不确定性可能抬升首堆成本并拖慢复制；项目推进期拉长、现金消耗高于指引。

张铁言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

主要数据

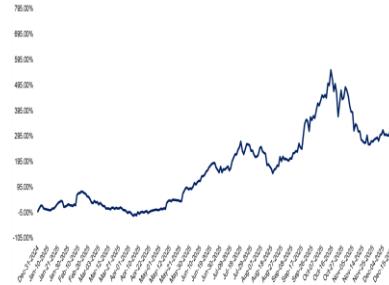
行业	能源
股价	82.3 美元
目标价	92.5 美元 (+12%)
股票代码	OKLO
总股数	1.56 亿股
市值	122 亿美元
52 周高/低	194/17 美元
每股账面值	7.7 美元
主要股东	Dewitte, Jacob 7.5% Vanguard 7.4% Cochrane, Caroline 7.4%

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

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



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
营业收入	(176)	(208)	(331)	(304)	(307)	(298)
研发投入	(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。