

【事件】

公司发布 2026 年上半年业绩，2026H1 实现营业收入 3.62 亿元，同比增长 20.01%，净利润 1.79 亿元，同比增长 1.6%，净利润波动主要受上半年股份支付、上市费用影响，剔除两项非经常项目后，经调整利润为 2.09 亿元，同比增长 15.7%。若剔除汇兑损益影响，经调整利润约为 2.23 亿元，同比增长 24.6%。

【点评观点】

相关报告

➤ 鱼子酱产品持续增长，鲟鱼制品需求强劲

分产品：（1）鱼子酱产品：2026 年上半年实现营收 3.31 亿元，同比增长 19%，增长由销量贡献，对应销量 140 吨，同比增长 23%，人民币计价销售单价同比微降 3.5%，主要原因是汇率波动，外销鱼子酱以美元计价，上半年收汇汇率同比下降 4%，若以美元原币计价销售单价同比增长 1.5%。公司 2026 年初针对欧洲等市场的俄罗斯鲟鱼子酱提价 10%，调价自 4 月落地，部分对冲美元汇率波动影响。（2）鲟鱼制品：2026 年上半年实现营收 2856 万元，同比增长 41%，主要得益于俄罗斯、阿塞拜疆等消费市场需求增加，公司及时将雄鱼加工出口销售，同时国内市场销售单价有所提升。

分渠道：（1）海外第三方品牌渠道：2026 年上半年实现营收 2.5 亿元，同比增长 20%，欧洲、美国等主流成熟市场保持稳健增长。（2）海外自有品牌渠道：2026 年上半年实现营收 5200 万元，同比增长 43%，主要覆盖日韩、新加坡等亚太新兴市场，自有品牌卡露伽当地市占率持续提升。

（3）国内自有品牌渠道：2026 年上半年实现营收 6100 万元，同比增长 7%；细分来看，电商、B 端餐饮、C 端零售渠道分别同比增长 8%、3% 和 42%。

➤ 毛利率受汇兑损失、股份支付及外购鲟鱼等影响下滑，主业盈利稳健

2026 年上半年，公司毛利率同比-4 个百分点至 67%，当中外购低龄杂交鲟补充产能而拖累 1.6 个百分点，美元兑人民币汇率下行而拖累 1.5 个百分点，部分员工股权激励的股份支付而拖累 0.6 个百分点，原油价格上升拉高运输成本而拖累 0.3 个百分点。2026 年上半年，销售费用率为 8.8%，

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email: liff@gyzq.com.hk

同比提升 0.6 个百分点，剔除股份支付费用后为 8.1%，同比提升 0.2 个百分点，主要是国内 C 端门店开设、B 端及电商营销投入略有增加。管理费用率为 12.2%，同比提升 5.7 个百分点，剔除股份支付和上市费用影响后为 5.7%，同比提升 0.3 个百分点，主要是上市后相关专业服务费增加。2026 年上半年，剔除股份支付、上市费用影响后，经调归母净利率同比-2.1 个百分点至 57.8%。

展望下半年，成本端，公司短期内外购杂交鲟的情况仍会持续，但预计对成本的影响不会再继续扩大，叠加今年两次提价（4 月及 7 月分别提价 10%），预期全年毛利率会好于上半年。费用端，随着营收规模提升带动规模效应释放，叠加非经常性扰动消除，费用端预计稳中有降。

➤ 投资建议

公司为全球头部鱼子酱企业，海外成熟市场份额根基稳固；国内市场 B 端、C 端双线布局，随着一次性费用扰动消退，以及今年提价效应逐步显现，盈利释放空间可期，建议关注。

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>