鲟龙科技鲟龙科技 20260906

全球鱼子酱龙头鲟龙科技：供需缺口支撑提价，高壁垒驱动业绩稳增

摘要

- 全球鱼子酱市场 CR5 接近 60%，鲟龙科技以 36% 市占率稳居全球第一，与第二名润兆（8%）存在供应定价协同，未来若完成收购份额将近 50%。
- 中国供应量全球占比从 2020 年 34% 升至 2025 年 54%，出口量价齐升，2026 年 7 月起海外提价 10%，行业进入 2-3 年一次的常规提价周期。
- 鲟鱼养殖周期长达 10-20 年，2029 年前行业维持供不应求，鲟龙科技凭借 10 年前储备的鱼龄梯队，预计 2026-2028 年销量年增 15%。
- 公司净利率接近 50%，毛利率 70%，核心壁垒源于全产业链成本优势、雌雄鉴别领先技术及汉莎航空等海外 B 端客户长达 10-20 年的稳定合作。
- 未来三年收入利润 CAGR 预计 15%+，当前估值对应 2026 年约 15 倍 PE，对比全球高端消费品属性及行业上行周期，估值中枢有望上移至 20 倍以上。

Q&A

可否介绍一下鲟龙科技即将纳入港股通的背景，以及这对其构成的潜在影响？

鲟龙科技已被列入新一批港股通名单，并将于 2026 年 9 月 7 日（下周一）开始正式交易。此前，公司股票的日成交量长期偏低，多数时间仅为数百万级别，这可能导致了其估值存在一定的流动性折价。预计纳入港股通后，流动性的改善将成为一个明显的催化剂，有助于市场更充分地发掘公司价值。

全球鱼子酱行业的市场规模、历史演变、竞争格局以及中国企业在其中的地位是怎样的？

全球鱼子酱行业当前的市场规模约为 800 吨，相较于 1970 年代历史峰值的 2000 吨，仍有广阔的成长空间。从竞争格局来看，行业集中度较高，CR5 接近 60%。其中，鲟龙科技以 36%的市场份额稳居全球第一，行业第二名润兆的市场份额为 8%。以鲟龙科技为首的中国鱼子酱企业在全球市场中拥有较强的定价权。

鲟龙科技近年的业绩表现如何，其未来的发展战略主要聚焦于哪些方面？

在过去四年中，鲟龙科技的营收和净利润复合年均增长率均达到 16%，显示公司正处于快速成长期。公司未来的发展战略主要围绕三个方向展开：第一，通过产能扩张持续提升市场占有率；第二，重点开拓国内新兴市场，并加大消费者培育力度；第三，发展自有品牌，从 B 端向 C 端延伸，以更贴近消费者并提升销售单价。

鲟龙科技的核心竞争优势体现在哪些方面，这些优势如何构筑其高盈利能力的护城河？

鲟龙科技的竞争优势是多维度的，除了先发优势外，还包括资源优势、技术优势以及客户和渠道优势。这些综合优势共同构筑了公司高盈利的护城河，使其净利率水平接近 50%。

鱼子酱作为一种高端食材，其主要消费场景、品质评判标准以及产业链结构是怎样的？

鱼子酱被誉为世界三大珍馐之一，富含多种氨基酸、不饱和脂肪酸、维生素及矿物质。其主要消费场景包括高端餐饮（如米其林餐厅的前菜与点缀）、个人品鉴以及礼品赠送。鱼子酱的品质评判标准主要围绕颗粒大小、颜色深浅、弹性、含盐量高低以及香气风味等维度。决定其品质的关键因素是鲟鱼的品种，例如顶级的欧洲鳇成熟年限长达 20 年，而产量较大的俄罗斯鲟也需 10 年，这决定了该行业具有长周期的特点。产业链上游为饲料、鱼苗等原材料供应商；中游为养殖与加工生产商，如鲟龙科技；下游则覆盖零售、餐饮、电商、航司、邮轮等多元化销售渠道。从成本结构看，饲料占总成本的一半以上。

全球鱼子酱市场的供给端经历了怎样的变迁，中国在其中扮演了何种角色？

鱼子酱市场最初依赖野生捕捞，在 1970 年代达到 2000 吨的供应峰值。由于俄罗斯、伊朗等国对里海野生鲟鱼资源的过度捕捞，导致种群数量锐减。1998 年《濒危野生动植物种国际贸易公约》的颁布及 2000 年代欧美地区的全面禁捕，使得野生鱼子酱供应量断崖式下跌，到 1997 年全球销量仅剩 280 吨。这促使产业供应由野生捕捞转向人工繁育。中国企业，特别是鲟龙科技，抓住了这一供给转化的窗口期，凭借优质的冷水资源、成熟的养殖体系及全产业链的成本效率优势，迅速发展成为全球主要的生产国。到 2025 年，全球人工养殖鱼子酱市场容量恢复至 800 吨，但仍仅为历史峰值的 40%。由于养殖周期长，资本投入审慎，行业整体维持温和扩张态势。

人在草木间

近年来中国鱼子酱在全球供应体系中的地位和出口表现呈现何种趋势？

在过去五年中，中国在全球鱼子酱供应体系中的占比持续提升。2020 年，中国供应量为 133 吨，占全球的 34%；到 2025 年，供应量已增至 437 吨，占全球比重超过一半，达到 54%。中国的鱼子酱出口呈现量价齐升的态势，出口金额的复合年均增长率为 34%，其中出口均价增长 6.5%，出口量增长接近 30%。这一趋势背后，反映了以鲟龙科技为代表的中国企业在产品品质上持续提升，并获得了海外主流客户的广泛认可。自 2020 年起，海外市场的盲品测试结果显示，中国鱼子酱的品质已达到甚至超越许多海外产品。

全球鱼子酱的需求市场格局、新兴市场的增长潜力以及消费场景的演变趋势是怎样的？

全球鱼子酱的需求市场传统上以欧美为主。2025 年，欧洲和美国合计占全球需求的 60%以上。与此同时，以中国为代表的新兴市场正在快速扩容，中国市场的消费量从 2020 年的 10 吨增长至 2025 年的 75 吨，五年间增长近 6 倍，占全球消费比例达到 9.2%。尽管增长迅速，但中国人均鱼子酱消费量仅为 0.04 克，远低于欧盟国家接近 0.6 克的水平，未来渗透率提升空间显著。消费场景方面，鱼子酱正从过去代表身份地位的象征性消费，逐渐转变为面向新兴中产和年轻消费者的品质生活消费品。中国企业提供的物美价廉的产品推动了这一转变，使鱼子酱从神秘的高端消费品变为“可负担的奢华品”。例如，海外社交媒体上出现了鱼子酱搭配炸鸡等时尚消费潮流，法国部分汉堡王门店也推出了售价 19 欧元的鱼子酱炸鸡套餐，这些都表明消费群体正在不断拓宽。相关研究显示，鱼子酱的需求具有弹性，价格的相对下行能够有效支撑需求扩张。

当前全球鱼子酱市场的主要销售渠道分布以及行业竞争格局呈现何种特点？

从下游渠道来看，餐饮端是鱼子酱最主要的消费场景，占据全球六成以上的市场份额。此外，零售、电商以及高端出游（如航司头等舱、豪华邮轮）是重要的新兴渠道。在竞争格局方面，行业集中度较高，CR5 接近 60%。鲟龙科技以 36%的市场份额位居全球第一，润兆以 8%的份额位居第二。据悉，两家公司的创始人关系密切，在供应和定价体系上存在协同机制，未来不排除潜在的收购可能。若收购完成，鲟龙科技的全球市场份额将接近 50%，其行业地位和定价权将得到进一步强化。

全球鱼子酱市场的竞争格局是怎样的？中国企业在其中扮演何种角色，其定价权和出口市场表现如何？

全球鱼子酱市场由两家中国企业主导，合计占据近 50%的市场份额。除这两家头部企业外，其他主要生产商分布在波兰、意大利和法国等传统鱼子酱生产国。这些海外企业多为家族作坊式经营，产量规模通常在 20 至 50 吨之间，全球市占率约为 3%至 6%。他们倾向于维持现有体量，服务于精准的高端消费群体，扩张意

愿相对审慎。这种策略为中国企业的产能扩张和市场领导地位的建立创造了条件。海外品牌主要依靠品牌溢价实现高售价，例如，法国某品牌在纽约高档餐厅的鱼子酱售价折合每千克 4.6 万至 5 万元人民币，远高于其他品牌。 中国鱼子酱企业凭借全产业链的竞争优势和规模化养殖带来的成本效益，成功占据了中档及中高档产品市场。从出口市场来看，美国是中国鱼子酱最大的单一出口目的地，占出口总量的 46%，其次是德国、法国等欧洲主流市场。出口品类仍以海外市场接受度较高的俄罗斯鲟为主，但近年来，如“鲟龙一号”等自主选育的杂交鲟品种也开始受到海外消费者的欢迎。 在定价权方面，由于两家中国头部企业（鲟龙与润兆）占据主导地位，其价格体系已成为国内外其他生产商定价时的重要参照。行业龙头企业具备较强的定价权，通常在每年波士顿展会期间，行业头部企业会共同商议价格体系。自 2026 年 7 月起，鲟龙已对其大部分海外客户提价 10%，此举一方面是为了对冲上半年人民币升值带来的汇兑损失，另一方面也属于公司每两至三年进行一次 5%至 10%的常规性提价。

鱼子酱行业的核心壁垒体现在哪些方面？中国企业在出口海外市场时面临哪些非价格因素的挑战？

鱼子酱行业的核心壁垒主要集中在技术和资金两个层面。首先，鲟鱼养殖技术壁垒高，从鱼苗繁育到最终加工涉及十几个环节，养殖周期长达 10 至 20 年。鲟鱼本身对水温等养殖环境要求苛刻，存活率不高，这对企业的养殖技术提出了严峻考验。其次，资金壁垒显著，长达十年的持续投入而无现金回流，对企业的资金占用构成了巨大压力。 除了技术和资金，中国企业出口海外市场还面临认证壁垒。获得海外分销商、高端餐厅或航空公司的认可是关键，这并非仅靠低价就能实现。早期中国鱼子酱之所以售价不高，主要原因在于海外市场对其产品品质缺乏充分认可。随着品质的提升，头部企业才逐渐获得海外客户的信赖。对于新进入的中小企业而言，即便能提供更低的价格，海外客户由于存在转换和迁移成本，也不会轻易更换供应商。客户在选择供应商时，除了进货价格，更看重品质的稳定性以及产品风味是否符合其特定要求。

鲟龙公司的发展历程、股权结构和管理团队有何特点？

鲟龙公司的创始人王斌于 1998 年在中国水产科学研究院开始进行鲟鱼人工繁育研究，初衷是解决中华鲟的濒危问题。2003 年，公司在浙江杭州成立，正式进入商业化养殖领域，恰逢国际上禁止野生鲟鱼捕捞贸易、转向人工养殖的窗口期。公司创始人抓住了供给转化的机遇，并采取了激进的产能扩张策略，使得公司规模现已达到行业第二名润兆的三倍以上。公司的发展历程印证了其对鱼子酱下游需求持续扩张以及中国产品获得国际认可的准确判断。自 2006 年首批产品出口以来，公司于 2011 年通过汉莎航空全球盲测，成为其头等舱独家供应商，并自 2015 年起连续 11 年位居全球销量第一。公司已于 2026 年 4 月递交招股书，并于同年 6 月成功上市。根据 2026 年上半年年报，公司收入保持较快增长，利润增速略低于收入主要受汇兑因素影响，预计下半年提价后业绩将加速增长。 公司的股权结构相对分散，创始人王斌直接持股比例为 6.36%。公司成立初期由中

国水产科学研究院和千发集团等国资主导，后续陆续引入了外资、其他国资及市场化投资机构，形成了多元化的股东背景。早期的国资背景为公司在风险最高的初创阶段（前十年只有投入没有产出）提供了关键的资金和信用背书，支撑了其快速扩张。 公司的核心管理团队由王斌、夏永涛和韩磊三位水产科研体系出身的专业人士组成。王斌负责整体战略和长期产能布局，夏永涛负责技术产业化，韩磊负责市场渠道与销售，分工明确。三人长期合作，价值观高度一致，确保了高管团队的稳定性。

鲟龙公司近五年的经营业绩、产品结构和客户构成情况如何？

在过去五年中，鲟龙公司的收入和利润均维持了 16%的复合年均增长率，呈现出稳定且强劲的双位数增长。这种增长稳定性源于其“以产定销”的商业模式，作为行业龙头，其供给能力直接决定了下游销量和业绩。 从产品结构来看，鱼子酱是公司的绝对核心产品，其收入占比始终维持在 90%以上，其余收入来自鱼子酱生产后的副产品鱼肉销售。在增长驱动方面，2022 年至 2025 年期间，销量是主要驱动力，CAGR 达到 14%，而同期均价的 CAGR 为 3.9%。这符合公司每两到三年提价 5%至 10%的策略，年化提价幅度约 3%。公司当前阶段的策略是以量驱动为主，在扩大市场份额的同时维持其认为合理的利润水平（毛利率 70%，净利率近 50%），避免因过快提价吸引过多外部竞争者进入。 从品牌和渠道来看，第三方品牌（贴牌）销售占比接近 70%，自有品牌占 30%。公司正致力于通过扩张自有品牌来提升品牌认知度和销售单价。从区域分布看，海外市场是主导，收入占比超过八成，主要得益于欧盟深厚的消费文化和公司稳定的供应能力。尽管公司持续培育国内市场，但受近年来国内高端餐饮需求偏弱影响，国内销售占比有所下降，不过 2026 年已出现企稳迹象。 从客户构成来看，公司业务以 B 端为主，主要客户包括海外专业分销商、航空公司头等舱以及米其林餐厅。客户集中度方面，前五大客户销售额占比接近 40%，且客户关系非常稳定。例如，与法国某客户的合作始于 2009 年，已持续近 20 年；与德国、俄罗斯、美国客户的合作也分别自 2011 年、2013 年和 2016 年开始，合作时间均超过 10 年。这表明一旦建立合作关系，海外客户倾向于长期稳定合作，不会轻易更换供应商。

鲟龙公司的财务报表中，生物资产的公允价值计量方式是怎样的？这是否会因价格波动带来显著的资产减值风险？

鲟龙公司的生物资产采用公允价值进行评估。具体而言，对于即将售出的鲟鱼，其资产价值是通过预测其未来的售出时间和价格，再运用贴现现金流模型进行折算来确定的。因此，市场价格的变动确实可能会导致生物资产价值的重估。市场担忧的主要风险在于，如果鱼子酱价格大幅下跌，是否会引发公司生物资产出现大幅减值的风险。

考虑到鲟鱼子酱行业的格局和供需状况，未来价格大幅下行的风险有多大？行业周期和供给情况如何影响未来几年的价格走势？

评估认为，由于行业格局高度集中且目前仍处于供不应求的状态，价格大幅下行的风险相对较小。从行业周期来看，10 到 20 年是价格相对疲软的一个周期，而自 2021 年起，行业无论在价格还是需求上都刚开始呈现触底回升的态势。考虑到鲟鱼养殖需要长达 10 年的周期，即便 2021 年行业存在一些扩产行为，预计在 2029 年之前，即从 2026 年至 2028、2029 年这段时间内，行业仍将维持供不应求的局面，价格会处于持续上行的周期。10 年前行业景气度不高，愿意扩产养鱼的参与者有限，这一点也反映在鲟龙科技自身的扩张节奏上：其 2026、2027、2028 年的产量增长预计每年仅为 15%，而 2028 年之后，公司计划加快扩张节奏，产量增长可能达到 20%。因此，预计未来几年行业仍将处于价格快速上涨的阶段，尽管具体涨价幅度取决于公司的提价策略，但供不应求的趋势是明确的。综合来看，至少在未来 3 年维度内，无论是从价格还是生物资产减值风险来看，风险都比较低。

鲟龙科技上市融资后，公司未来的发展方向和战略规划是怎样的？

公司上市融资后，将支撑其进一步发展，主要有以下几个方向： 首先，在海外市场，公司计划通过与客户建立更长期的合作与沟通，继续稳固其 B 端业务的基本盘。 其次，在国内市场，作为鱼子酱消费的新兴市场，消费者对产品的认知度尚待提升。为此，公司正在协同推进品类培育和品牌培育，以加强消费者教育。具体举措包括在北京、衢州、杭州开设了数家自营线下门店，销售鱼子酱冰淇淋、鱼子酱甜品等产品，旨在让消费者对产品的口味和特点建立认知，打开消费者教育的空间。 最后，公司也在考虑潜在的收购机会。一方面，可能收购生产端的第二名企业，以期将全球市场占有率提升至 50%；另一方面，也可能收购海外的 C 端品牌，从而拓展产业链，从 B 端生产延伸至 C 端品牌运营，以提升产品的平均售价和消费者的品牌认知与粘性。整体来看，公司的发展路径清晰，并有望凭借其在全球生产端的市场占有率第一的优势来实现这些战略目标。

鲟龙科技的核心竞争壁垒体现在哪些方面？

公司的核心竞争优势主要体现在以下四个方面： 第一，先发优势。行业的转折点发生在 90 年代末至 2000 年初，当时野生鲟鱼种群数量大幅衰减，导致野生捕捞被禁止，行业转向人工养殖。鲟龙科技抓住了这个时间窗口，实现了快速扩产和扩张。时至今日，行业格局已相对稳固，新进入者面临巨大挑战。若现在投产，需要等到 10 年后的 2036 年才能产出，届时头部企业的市场份额、产量及客户关系将更加稳固，新进入者撬动市场份额的难度极大。 第二，资源优势。这不仅指资金，更关键的是鲟鱼资源。公司已建立起从 0-1 岁到 10 岁及以上、覆盖各个年龄段的完善鲟鱼梯队，确保能对下游客户进行稳定供应。其自主培育的“鲟龙 1 号”品种也获得了国外消费者的认可。此外，鲟鱼养殖对水温、水质、溶氧量和流速有严苛要求，全球适宜的水域有限。公司已在浙江衢州、辽宁青山湖以

及四川、江西、湖北等地布局了八大养殖基地，不仅抢占了上游核心养殖资源，也分散了养殖风险。 第三，技术优势。公司在养殖和加工全链条拥有丰富的经验积累。创始人王斌自 90 年代起便研究鲟鱼养殖，在养殖技术上具备优势，例如通过控制水温、饲料投喂等方式优化养殖过程。公司在雌雄鉴别技术上比行业平均水平领先数月，能更早淘汰雄鱼，从而显著降低养殖成本。同时，公司的鲟鱼怀卵率（鱼卵占体重的比例）也高于行业一般水平，这些技术优势共同构成了公司的成本优势。 第四，下游客户渠道优势。公司与下游客户建立了长达数十年的长期合作关系。这些客户对价格的敏感度相对较低，因为他们将采购的鱼子酱以翻两三倍甚至更高的价格销售给其下游客户，因此鲟龙科技的提价对他们的商业模式冲击不明显。更重要的是，这些客户服务于高端消费人群，对鱼子酱的品质和供应稳定性有极高要求。只有像鲟龙科技这样资源充足、品质经过长期验证的头部企业才能满足其标准。因此，客户渠道壁垒坚固，即使有小型厂商试图通过价格战抢占份额，也很难让这些客户轻易更换供应商。

基于当前的行业状况和公司基本面，对鲟龙科技未来三年的业绩增长和估值水平有何预期？

公司的盈利预测相对容易测算，因为行业处于供不应求的状态，基本以产定销。根据公司约 10 年前的养殖规模推算，预计 2026、2027、2028 年，公司销量每年将有 15%左右的增长。价格方面，预计每两三年提价 10%，折合年均复合增长率约为 3%。综合来看，未来三年公司收入增长预计在 15%以上，且可见度很高。 在利润端，鉴于鱼子酱供不应求的局面以及提价的带动，预计利润增长将与收入同步，甚至略好于收入。若不考虑汇率波动（如上半年人民币升值导致的汇兑损失），利润率有望稳步略升。由于公司净利率已接近 50%，净利润的一些小幅变动对整体利润增速影响不大。因此，可以大致认为未来三年利润与收入同步，CAGR 均在 15%以上。 从估值来看，当前公司估值对应 2027 年利润不到 15 倍，对应 2026 年净利润也仅为 15 倍多。对于这样一家面向全球高端消费群体、行业格局优异、且处于供不应求上行周期的企业，其估值水平理应可以达到 20 倍以上。因此，当前估值存在比较明确的上行空间。此外，考虑到 7 月份的提价因素，下半年业绩表现预计不错，而 2027 年也存在潜在的并购催化剂。综合来看，公司生意模式好、业绩增长稳定性高，且持续有催化剂出现，当前是较好的投资时点。