

財務資料

以下討論及分析應連同附錄一會計師報告所載綜合財務報表及相關附註一併閱讀。綜合財務報表乃根據國際財務報告準則編製。

以下討論及分析包含前瞻性陳述，反映我們對未來事件及財務表現的當前觀點。該等陳述基於我們根據過往經驗、對歷史趨勢、現況及預期未來發展的解讀，以及我們認為在相關情況下屬適當的其他因素所作出的假設及分析。然而，實際結果及發展會否符合我們的預期及預測，取決於多項風險及不確定因素。在評估我們的業務時，閣下應仔細考慮本文件所提供的資料，包括但不限於「風險因素」及「業務」各節。

就本節而言，除文義另有所指外，對2023年、2024年及2025年的提述均指截至各年度12月31日止年度。

概述

我們是全球最大的魚子醬企業。根據灼識諮詢的資料，我們自2015年以來連續11年實現魚子醬銷量全球第一名。於2023年、2024年及2025年，我們的魚子醬的銷售量分別為219.9噸、258.3噸及291.5噸。自2021年至2025年，我們的魚子醬銷量持續佔據全球市場的30%以上，2025年市場份額超過全球第二大企業的四倍以上。歷經20餘年的行業經驗和發展，我們成功構建覆蓋鱈魚育種與養殖、魚子醬加工、銷售及營銷於一體的鱈魚和魚子醬價值鏈。我們創立了國際魚子醬品牌「KALUGA QUEEN(卡露伽)」。

於往績記錄期間，我們實現了收入的強勁增長、盈利水平的不斷提高和現金流的持續穩健，我們的收入增速和盈利能力處於行業領先水平。我們的收入由2023年的人民幣577.2百萬元增加至2025年的人民幣769.0百萬元，複合年增長率為15.4%。我們的盈利能力和運營效率亦得到持續改善。我們的淨利潤由2023年的人民幣272.9百萬元增加至2025年的人民幣365.0百萬元，複合年增長率為15.7%。同時，我們的淨利潤率保持相對穩定，於2023年、2024年及2025年分別為47.3%、48.4%及47.5%。我們的經營活動所得現金淨額由2023年的人民幣259.8百萬元增加至2025年的人民幣270.3百萬元。我們的EBITDA(非國際財務報告準則計量指標)由2023年的人民幣393.8百萬元增至2025年的人民幣515.2百萬元，複合年增長率為14.4%。我們重視股東的長期信任，並致力於持續為彼等創造價值。於往績記錄期間，我們累計派付分紅人民幣217.0百萬元，佔同期累計淨利潤22.6%。

財務資料

編製基準

本集團歷史財務資料乃根據國際財務報告準則編製。編製符合國際財務報告準則的歷史財務資料時，須運用若干重大會計政策資料。關於編製基準的詳情，請參閱本文件附錄一會計師報告附註2。另外還要求管理層在應用本集團會計政策的過程中作出判斷、估計及假設。管理層在應用國際財務報告準則時所作出的對歷史財務資料具有重大影響之判斷以及估計不確定性的主要來源，載於本文件附錄一會計師報告附註4。

影響我們經營業績的主要因素

我們的經營業績和財務狀況一直並將繼續受到一系列因素的重大影響，其中一些因素超出我們的控制範圍，包括：

消費者對魚子醬產品的需求

魚子醬(我們的核心產品)的市場需求對我們的經營業績有重大影響。供應保障、需求擴大、渠道多樣化、產品創新和政策支持一直並有望繼續推動全球魚子醬行業的發展。根據灼識諮詢的資料，2025年全球魚子醬市場銷量達到808.4噸，預期到2030年將以10.7%的複合年增長率增長至1,343.9噸。

作為連續11年產銷量全球第一的魚子醬公司，我們有能力抓住這一增長機遇。我們擁有大量鱘魚親魚和幼魚儲備，確保了穩定和可持續的長期供應，同時能夠迅速應對市場需求波動，從而保持生產的連續性和供應的靈活性。通過不斷提供優質產品和推廣魚子醬文化，我們力求進一步提高品牌聲譽，加深客戶忠誠度，鞏固我們在全球魚子醬市場的領導地位。

品牌推廣和營銷能力

我們已經建立了國際魚子醬品牌「*KALUGA QUEEN*(卡露伽)」，而我們一直堅持在品牌推廣和營銷方面進行投資，以進一步提高品牌知名度、促進產品銷售和提高客戶忠誠度，為我們的長期增長和盈利能力提供支持。我們採取全面的營銷策略，將產品創新、線上互動、線下體驗、海外拓展和品牌推廣融為一體，旨在擴大魚子醬的消費群體，推廣魚子醬文化，鞏固我們的市場地位。詳情請參閱「業務—銷售及營銷—銷售及營銷策略」。

於2023年、2024年及2025年，我們的銷售及營銷費用分別為人民幣34.6百萬元、人民幣48.8百萬元及人民幣53.9百萬元，佔我們於相應年度的收入的6.0%、7.3%及7.0%。隨著我們持續致力於品牌建設，我們預期，我們的銷售及營銷費用將隨著業務擴張而同步上升。

財務資料

銷售網絡擴張與管理

我們依賴廣泛而有效的銷售網絡將魚子醬產品銷往世界各地，這對擴大我們的地域覆蓋範圍、提高品牌知名度和促進銷售至關重要。海外銷售方面，我們與客戶建立了長期深入的合作關係，其中包括海外魚子醬公司和精緻食品公司，彼等或以第三方品牌銷售我們的產品，或以我們的旗艦品牌「KALUGA QUEEN(卡露伽)」銷售我們的產品。這些合作夥伴關係為我們提供了穩定和經常性的銷售渠道，同時使我們的產品能夠進入主要國際市場的高檔餐飲、頂級航空餐飲和精品零售領域。這些海外合作關係的廣泛性和穩定性是我們維持收入基礎和鞏固全球魚子醬行業領導地位的重要因素。國內銷售方面，我們開發了一個橫跨線上和線下渠道的綜合網絡。線上銷售方面，我們積極利用電商平台和社交媒體渠道，擴大我們的市場覆蓋面。線下銷售方面，我們與高檔餐廳、精品酒店和高端超市合作。線上參與和線下沉浸相結合，拓寬消費者接觸點，增強品牌粘度。

展望未來，我們銷售網絡的規模、穩定性和多元化仍將是影響我們經營業績的關鍵因素。我們將繼續拓展新興海外市場，並深度觸達國內消費群體，這將促進我們的收入增長，並增強我們抓住全球對精緻食品需求不斷增長所帶來機遇的能力。

我們適應國際貿易環境的能力

於往績記錄期間，海外市場銷售額在我們的收入中佔有較大比例，於2023年、2024年及2025年分別達人民幣442.6百萬元、人民幣536.0百萬元及人民幣644.5百萬元，分別佔我們相應年度總收入的76.7%、80.1%及83.8%。鑒於對海外市場的依賴，我們的業務和經營業績在一定程度上受到國際貿易政策、地緣政治發展、保護措施、出口管制以及我們與業務夥伴經營所在司法權區的宏觀經濟狀況的影響。

為此，我們通過提高品牌影響力，積極拓展東南亞等日益增長的市場，旨在建立強大的全球競爭優勢，並將我們的魚子醬定位為中國精緻食品在國際市場上的領先代表。我們希望通過多元化的市場佈局和品牌知名度的提升，增強對外部變化的應變能力，抓住全球增長機遇。因此，適應國際貿易環境的能力是影響我們經營業績和長期發展的重要因素。

魚子醬供應的可持續性

我們的經營業績在很大程度上取決於我們能否確保魚子醬產品的穩定、可持續供應。由於鱈魚生長週期長，魚卵成熟具有季節性，是否建立可持續的鱈魚後備梯隊會直接影響我們的產量和盈利能力。為降低此類風險，我們擁有業內最大的鱈魚親魚群儲備庫和鱈魚種質資源庫，為魚子醬生產的原料供應提供了保障。

財務資料

依託這一供應體系，我們通過多樣化的水產養殖模式（包括生態網箱養殖模式、陸地流水養殖模式和工廠化循環水養殖體系模式）執行全年生產計劃，從而能夠錯開時間安排，抵禦季節和環境波動的影響。在技術方面，我們專有的水產養殖技術支持高產率和穩定產量，而精確的加工窗口管理使我們能夠確定魚卵的最佳成熟期，確保穩定的質量和轉化率。詳情請參閱「業務—我們的生產—養殖體系」。這些運營和技術優勢共同支撐着我們魚子醬供應的可持續性，為穩定創收提供支持。

質量控制能力

魚子醬產品的質量和一致性直接影響到我們的定價能力、品牌知名度和毛利率。我們在整個生產鏈中實施了嚴格的質量管理措施，包括親魚選擇、水產養殖管理、加工、儲存和銷售。此舉最大限度地降低了產品缺陷、召回或聲譽受損的風險，否則可能會增加成本並降低盈利能力。我們的可追溯性和檢查機制使我們能夠監控飼料、水質和疾病預防等關鍵因素，從而減少浪費，提高產量。詳情請參閱「業務—我們的生產—質量控制體系」。通過始終如一地提供符合國際標準的優質產品，我們以可靠的質量和品牌信任度維持了強大的客戶忠誠度，進而支持了我們毛利率和經營業績的穩定性。

成本控制與管理

我們業務的盈利能力在很大程度上取決於我們有效控制成本的能力。我們未計生物資產公允價值調整的銷售成本主要包括(i)按成本計價的已耗用原材料和消耗品，主要代表水產養殖期間消耗的飼料和外部採購的鱈魚；(ii)員工福利開支，主要為我們負責水產養殖和加工的人員的薪金、獎金、以股份為基礎的支付和福利開支；(iii)運輸費用，主要指我們為交付產品及原材料而支付的物流費用；(iv)製成品存貨成本變動，主要為我們的魚子醬產品及鱈魚製品；(v)折舊和攤銷；及(vi)其他。於2023年、2024年及2025年，我們未計生物資產公允價值調整的銷售成本分別為人民幣172.6百萬元、人民幣225.8百萬元和人民幣248.1百萬元，分別佔我們同年總收入的29.9%、33.7%及32.3%。

我們密切關注原材料價格變動，並通過與合格供應商保持長期穩定的合作關係，積極管理採購成本，這有助於減輕原材料價格波動的影響。憑藉我們的品牌影響力和規模優勢，我們能夠以具有競爭力的價格獲得原材料，進一步增強了我們的議價能力。詳情請參閱「業務—我們的採購體系」。此外，我們的鱈魚成活率高，一直高於國際標準，這使我們能夠提高產量，並降低魚子醬生產的單位成本。我們還通過流程優化、數字化管理和技術升級，不斷提高生產效率，這有助於降低單位成本，穩定利潤率。

財務資料

生物資產公允價值變動

於往績記錄期間，我們錄得截至2023年、2024年及2025年12月31日生物資產分別為人民幣1,389.2百萬元、人民幣1,553.5百萬元及人民幣1,748.7百萬元。

我們的生物資產包括魚苗、雌性未成熟鱘魚、雌性成熟鱘魚及雄性鱘魚。生物資產按公允價值減銷售成本計量。由於市場參與者無法取得不同鱘魚品種的活躍市場或可觀察市場利率與價格，故生物資產公允價值依據公允價值第三層級，採用含重大不可觀察輸入值的貼現現金流量法進行計量。根據國際財務報告準則，價值變動於綜合全面收益表中確認並分類為「與生物資產相關的公允價值調整」。估值基於多項前提，其中多數屬不可觀察。例如，就鱘魚而言，不同鱘魚親魚的單位公允價值乃採用收益法計算，該方法基於收穫時產出的魚子醬或鱘魚製品預期售價所得的未來現金流量現值，扣除飼養及養育至收穫日期所需的預期成本以及隨後的銷售成本，並根據估計正常死亡率進行調整。我們的估值師及管理層定期檢討該等假設及估值參數，以識別生物資產公允價值的任何重大變動。詳情請參閱「一生物資產及評估」。我們的董事預期，我們的財務業績將繼續受我們生物資產公允價值變動的影響。

重大會計政策資料、估計及判斷

我們已確定對編製我們的財務報表屬重大的若干會計政策。對理解我們的財務狀況及經營業績屬重大的重大會計政策載於本文件附錄一會計師報告附註4。我們的部分會計政策涉及主觀假設及估計，以及與會計項目相關的複雜判斷。實際結果可能與該等估計有所不同。我們會根據最新可得資料、我們自身的過往經驗及我們認為在有關情況下屬相關的其他因素，持續評估該等估計及假設。我們的管理層已與董事會討論這些估計的制定、選擇和披露。由於我們的財務報告流程本質上依賴於估計和假設，在不同的假設或條件下，實際結果可能與這些估計有所不同。在審閱我們的財務報表時，閣下應考慮(i)我們選用的主要會計政策；(ii)影響該等政策應用的判斷及其他不確定性；及(iii)呈報結果對情況和假設變化的敏感度。我們認為，載於本文件附錄一會計師報告附註4的重大會計政策資料及估計，例如生物資產的公允價值估計及確認公允價值調整、物業、廠房及設備的估計可使用年期及剩餘價值，以及即期及遞延所得稅，均為關鍵且涉及我們在編製財務報表時所用的最重要估計及判斷。

財務資料

綜合損益及其他全面收益表

下表載列我們於所示年度的綜合損益及其他全面收益表的摘要。

	截至12月31日止年度								
	2023年			2024年			2025年		
	未計生物 資產公允 價值調整的 結果	生物資產 公允價值 調整	總計	未計生物 資產公允 價值調整的 結果	生物資產 公允價值 調整	總計	未計生物 資產公允 價值調整的 結果	生物資產 公允價值 調整	總計
人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	
收入	577,241	—	577,241	669,293	—	669,293	769,006	—	769,006
銷售成本	(172,620)	(396,867) ⁽¹⁾	(569,487)	(225,760)	(463,203) ⁽¹⁾	(688,963)	(248,064)	(512,373) ⁽¹⁾	(760,437)
毛利	404,621	(396,867)	7,754	443,533	(463,203)	(19,670)	520,942	(512,373)	8,569
銷售及營銷開支	(34,617)	—	(34,617)	(48,826)	—	(48,826)	(53,858)	—	(53,858)
一般及行政開支	(71,913)	—	(71,913)	(39,160)	—	(39,160)	(69,612)	—	(69,612)
研發開支	(22,710)	—	(22,710)	(24,231)	—	(24,231)	(28,200)	—	(28,200)
其他收入	6,561	—	6,561	11,993	—	11,993	25,838	—	25,838
其他(虧損)/收益淨額	(4,031)	—	(4,031)	7,239	—	7,239	(11,049)	—	(11,049)
金融資產減值(虧損)/收益 淨額	(569)	—	(569)	(1,878)	—	(1,878)	1,828	—	1,828
生物資產公允價值變動	—	455,372 ⁽²⁾	455,372	—	509,799 ⁽²⁾	509,799	—	554,119 ⁽²⁾	554,119
營運溢利	277,342	58,505	335,847	348,670	46,596	395,266	385,889	41,746	427,635
財務收入	1,466	—	1,466	6,288	—	6,288	11,897	—	11,897
財務成本	(5,479)	—	(5,479)	(3,955)	—	(3,955)	(5,102)	—	(5,102)
財務收入/(成本)淨額	(4,013)	—	(4,013)	2,333	—	2,333	6,795	—	6,795
除所得稅前溢利	273,329	58,505	331,834	351,003	46,596	397,599	392,684	41,746	434,430
所得稅開支	(58,935)	—	(58,935)	(73,475)	—	(73,475)	(69,401)	—	(69,401)
年內溢利	214,394	58,505	272,899	277,528	46,596	324,124	323,283	41,746	365,029
年內溢利歸屬於：									
—本公司擁有人			270,117			308,417			363,397
—非控股權益			2,782			15,707			1,632
			272,899			324,124			365,029
年內全面收益總額			272,899			324,124			365,029

財務資料

附註：

- (1) 銷售成本項下的生物資產公允價值調整指收穫時點之前生物資產的累計公允價值變動。根據《國際會計準則》第41號第12段，我們的生物資產在取卵或收穫點之前持續按公允價值減去銷售成本計量，公允價值變動在綜合全面收益表的經營開支項下確認為「生物資產公允價值變動」。根據《國際會計準則》第41號第13段，於取卵或收穫點，生物資產的公允價值變為所收穫魚子醬及鱒魚製品的存貨成本（為應用《國際會計準則》第2號之目的）。於隨後銷售存貨時，存貨的賬面價值（包括購買或育種鱒魚所產生的歷史支出，以及於收穫前的累計公允價值變動）確認為銷售成本。
- (2) 經營開支項下的生物資產公允價值收益指因當期生物資產數量及售價變動而產生的生物資產公允價值變動。

非國際財務報告準則計量指標

為補充我們根據國際財務報告準則呈列的綜合財務報表，我們亦使用若干非國際財務報告準則計量指標（即經調整淨利潤（非國際財務報告準則計量指標）及EBITDA（非國際財務報告準則計量指標））作為額外財務指標。該等計量指標並非國際財務報告準則所規定，亦非按照國際財務報告準則呈列。我們認為，非國際財務報告準則衡量指標通過消除某些項目的潛在影響，有助於比較我們的經營業績，亦提供了有用的信息，有助於以協助我們管理層의 相同方式理解和評估我們的綜合經營業績。然而，我們對此類非國際財務報告準則指標的列報可能無法與其他公司列報的類似指標進行比較。這些非國際財務報告準則指標作為一種分析工具具有局限性，閣下不應將其與根據國際財務報告準則報告的我們的經營業績或財務狀況分開考慮，也不應將其替代對經營業績或財務狀況的分析。下表列示了於所示年度我們的經調整淨利潤（非國際財務報告準則計量指標）及EBITDA（非國際財務報告準則計量指標）與根據國際財務報告準則呈報的年內利潤之間的對賬。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
年內利潤、經調整淨利潤(非國際財務報告準則計量指標)及EBITDA(非國際財務報告準則計量指標)對賬			
年內利潤	272,899	324,124	365,029
加：			
以股份為基礎的薪酬開支 ⁽¹⁾	40,285	10,071	17,943
[編纂] ⁽²⁾	—	—	[編纂]
經調整淨利潤(非國際財務報告準則計量指標)	313,184	334,195	401,292
加：			
折舊及攤銷 ⁽³⁾	25,682	31,328	37,736
所得稅開支	58,935	73,475	69,401
財務(成本)/收入淨額	(4,013)	2,333	6,795
EBITDA(非國際財務報告準則計量指標)	393,788	441,331	515,224

財務資料

附註：

- (1) 以股份為基礎的薪酬開支指授予股權工具作為交換而取得的僱員服務公允價值。詳情請參閱本文件附錄一所載會計師報告附註24。
- (2) 與[編纂]有關的[編纂]。
- (3) 折舊及攤銷相當於物業、廠房及設備折舊、無形資產攤銷及使用權資產攤銷的總和。

經營業績主要組成部分說明

收入

按產品類別劃分的收入

於往績記錄期間，我們的收入主要來自銷售魚子醬和鱈魚製品。詳情請參閱「業務—我們的品牌與產品」。下表載列所示年度按產品類別劃分的總收入明細，包括絕對金額及佔總收入的百分比。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%
	(除百分比外，單位為千)					
魚子醬	523,116	90.6	614,423	91.8	698,442	90.8
雜交鱈魚子醬	160,160	27.7	191,871	28.7	218,397	28.4
俄羅斯鱈魚子醬	272,619	47.2	338,715	50.6	413,331	53.7
達氏鱈魚子醬	51,384	8.9	49,108	7.3	32,976	4.3
歐洲鱈魚子醬	17,608	3.1	15,499	2.3	22,309	2.9
施氏鱈魚子醬	12,483	2.2	13,193	2.0	8,874	1.2
西伯利亞鱈魚子醬	5,184	0.9	3,811	0.6	2,194	0.3
其他魚子醬 ⁽¹⁾	3,678	0.6	2,226	0.3	361	0.0
鱈魚製品	47,351	8.2	51,549	7.7	65,623	8.5
鱈魚肉	34,135	5.9	38,368	5.7	51,543	6.7
鱈魚深加工製品	13,216	2.3	13,181	2.0	14,080	1.8
其他 ⁽²⁾	6,774	1.2	3,321	0.5	4,941	0.7
總計	577,241	100.0	669,293	100.0	769,006	100.0

附註：

- (1) 「其他魚子醬」指其他數種鱈魚品種魚子醬。
- (2) 「其他」主要指(i)向國內鱈魚養殖企業及個人買家的活鱈魚銷售，及(ii)其他魚子醬衍生品銷售。

財務資料

按銷售渠道劃分的收入

於往績記錄期間，我們以自有品牌「KALUGA QUEEN(卡露伽)」於國內市場銷售產品，而海外銷售方面，我們的產品售予以第三方品牌或以我們的「KALUGA QUEEN(卡露伽)」品牌推銷產品的客戶。下表載列我們於所示年度按銷售渠道劃分的總收入明細，包括絕對金額及佔收入的百分比。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%
	(除百分比外，單位為千)					
海外銷售 ⁽¹⁾ ：	442,596	76.7	535,964	80.1	644,497	83.8
第三方品牌 ⁽²⁾ ：	354,154	61.4	428,307	64.0	527,229	68.6
自有品牌 ⁽³⁾ ：	88,442	15.3	107,657	16.1	117,268	15.2
國內銷售—自有品牌	134,645	23.3	133,329	19.9	124,509	16.2
線下 ⁽⁴⁾ ：	124,412	21.5	123,456	18.4	113,409	14.8
線上 ⁽⁵⁾ ：	10,233	1.8	9,873	1.5	11,100	1.4
總計	577,241	100.0	669,293	100.0	769,006	100.0

註：

- (1) 於往績記錄期間，我們的海外銷售均為線下銷售。
- (2) 客戶主要包括海外魚子醬公司和精緻食品公司。
- (3) 客戶主要包括海外魚子醬公司和精緻食品公司，以及國際航空公司。
- (4) 客戶主要包括中國的餐廳、酒店和超市。
- (5) 客戶主要包括通過我們在中國主流電商平台開設的自營店鋪購買產品的消費者。

按銷售區域劃分的收入

下表載列我們於所示年度按銷售區域劃分的總收入明細，包括絕對金額及佔收入的百分比。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%
	(除百分比外，單位為千)					
海外銷售：	442,596	76.7	535,964	80.1	644,497	83.8
歐洲 ⁽¹⁾ ：	218,719	37.9	272,644	40.8	333,796	43.4
美洲 ⁽²⁾ ：	154,753	26.8	189,009	28.2	221,720	28.8
亞太地區 ⁽³⁾ ：	69,124	12.0	74,311	11.1	88,981	11.6
國內銷售	134,645	23.3	133,329	19.9	124,509	16.2
總計	577,241	100.0	669,293	100.0	769,006	100.0

附註：

- (1) 主要包含德國及法國。
- (2) 主要包含美國。
- (3) 主要包含日本及新加坡。

財務資料

未計生物資產公允價值調整的銷售成本

於往績記錄期間，我們未計生物資產公允價值調整的銷售成本包括(i)按成本計價的已耗用原材料及消耗品，主要為水產養殖期間所消耗的飼料及外部採購的鱈魚；(ii)員工福利開支，主要為我們負責水產養殖和加工人員的薪金、獎金、以股份為基礎的支付和福利開支；(iii)運輸費用，主要為我們產品交付的物流費用；(iv)製成品存貨成本變動，主要為我們的魚子醬產品及鱈魚製品變動；(v)折舊和攤銷；及(vi)其他。

於往績記錄期間，我們的銷售成本上升，主要原因為按成本計價的已耗用原材料及消耗品增加，次要原因為運輸開支增長，二者的變動與銷量增長基本相符。下表載列我們於所示年度按性質劃分的未計生物資產公允價值調整的銷售成本明細，包括絕對金額及佔未計生物資產公允價值調整的總銷售成本的百分比。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%
	(除百分比外，單位為千)					
按成本計價的已耗用原材料及						
消耗品	83,386	48.3	117,467	52.0	150,576	60.7
員工福利開支	36,133	20.9	42,302	18.7	41,952	16.9
運輸費用	29,457	17.1	31,342	13.9	35,541	14.3
製成品存貨變動成本	3,720	2.2	7,356	3.3	(13,466)	(5.4)
折舊及攤銷	18,032	10.4	23,206	10.3	27,313	11.0
其他	1,892	1.1	4,087	1.8	6,148	2.5
總計	172,620	100.0	225,760	100.0	248,064	100.0

未計生物資產公允價值調整的毛利及毛利率

由於上述原因，我們於2023年、2024年及2025年分別錄得未計生物資產公允價值調整的毛利分別為人民幣404.6百萬元、人民幣443.5百萬元及人民幣520.9百萬元，同年未計生物資產公允價值調整的毛利率分別為70.1%、66.3%及67.7%。

財務資料

下表載列我們於所示年度按產品類別劃分的未計生物資產公允價值調整的毛利及未計生物資產公允價值調整的毛利率的明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%
	(除百分比外，單位為千)					
魚子醬	392,921	75.1	434,337	70.7	505,943	72.4
鱈魚製品	11,362	24.0	9,962	19.3	17,229	26.3
其他 ⁽¹⁾	338	5.0	(766)	(23.1)	(2,230)	(45.1)
總計／整體	404,621	70.1	443,533	66.3	520,942	67.7

註：

(1) 其他主要指(i)活鱈魚的銷售，及(ii)其他魚子醬產品的銷售。

於往績記錄期間，我們來自魚子醬產品的未計生物資產公允價值調整的毛利持續增加，主要由於魚子醬銷量增加，儘管未計生物資產公允價值調整的毛利有所波動。有關銷量增長的詳情，請參閱本節「各期間經營業績比較」。

未計生物資產公允價值調整的毛利率由2023年的70.1%下降至2024年的66.3%，並於2025年回升至67.7%，此乃反映(i)2024年未計公允價值調整的單位銷售成本增加，及(ii)旺盛的市場需求推高了2025年魚子醬的市價。詳情請參閱本節「各期間經營業績比較」。

於往績記錄期間，未計生物資產公允價值調整的總虧損及未計生物資產公允價值調整的其他製品總虧損率上升，主要是由於該等製品的特性。我們銷售的活鱈魚主要為經雌雄鑒別的雄性未成熟鱈魚，因其體重較輕，不符合加工製成出口級鱈魚肉製品的規格要求。由於雄性鱈魚無法產卵且後續養殖的商業價值有限，此類魚隻的銷售主要屬雌雄鑒別後的空間釋出措施，而非以盈利為導向的交易，因而產生低利潤率甚至虧損。此外，本公司多數以魚子醬為原料的創意製品屬新開發品項，產銷規模有限且尚未達成規模經濟效益。其中，諸如魚子醬冰淇淋、月餅及巧克力等特定製品，因依賴外部加工導致單位成本相對較高，成為往績記錄期間毛利虧損的主因。

財務資料

儘管目前處於虧損狀態，基於戰略商業考量，我們仍持續開發與推廣以魚子醬為原料的創意製品。鑒於魚子醬在國內市場仍屬小眾製品，消費者滲透率相對較低，我們致力透過該等製品突破傳統消費壁壘，以開發創新跨界製品吸引年輕客群、拓展多元消費場景，從而釋放市場潛能。此類製品透過更親民的包裝形式與多元化消費場景，幫助培養消費者認知與使用習慣。我們認為，在持續的產品創新與人口結構變遷驅動下，以魚子醬為原料的創意製品支持魚子醬市場的長期擴張，並為整體業務的未來增長作出貢獻。

生物資產公允價值調整

於往績記錄期間，我們的生物資產公允價值調整主要指計量活鱘魚所產生的公允價值變動影響，有關變動於銷售我們的產品後轉入銷售成本。我們於2023年、2024年及2025年分別錄得生物資產公允價值調整產生的淨虧損人民幣396.9百萬元、人民幣463.2百萬元及人民幣512.4百萬元。

毛利及毛利率

鑒於前述，我們於2023年及2025年分別錄得毛利人民幣7.8百萬元及人民幣8.6百萬元，同年毛利率分別為1.3%及1.1%。我們於2024年錄得毛損人民幣19.7百萬元，同年毛損率為2.9%。

計入生物資產公允價值調整後的毛利率偏低，主要歸因於《國際會計準則》第41號項下生物資產的會計處理以及我們的業務營運特點。於收穫時，生物資產的公允價值根據《國際會計準則》第2號變為所收穫魚子醬及鱘魚製品的存貨成本。生物資產於收穫時點之公允價值，其主要決定因素之一為屆時魚子醬或鱘魚製品之預計售價。該等產品之存貨週轉期通常為收穫後一個月以內，而在這麼短的時間內，魚子醬及鱘魚製品之售價歷來鮮少出現波動。因此，我們的魚子醬及鱘魚製品的存貨成本與其售價高度相若，致使往績記錄期間之毛利率相對偏低。據此，計入公允價值調整後的毛利率偏低，主要源於適用的會計處理規定，並不代表營運表現轉弱或面臨定價壓力，而未計公允價值調整的毛利率更能反映我們的相關經營狀況。

展望未來，由於上述原因，我們預計將繼續錄得相對較低的計入生物資產公允價值調整後的毛利率。

財務資料

銷售及營銷開支

於往績記錄期間，我們的銷售及營銷開支包括：(i)業務發展開支，主要指銷售網絡擴展相關成本；(ii)員工福利開支，主要指我們銷售及市場推廣人員的薪金、獎金、以股份為基礎的支付及福利開支；(iii)辦公、差旅及交通費用；(iv)營銷及廣告費用，主要涉及我們的品牌推廣及市場營銷活動；(v)折舊及攤銷；及(vi)其他。下表載列我們於所示年度的銷售及營銷開支明細，包括絕對金額及佔銷售及營銷開支百分比。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%
	(除百分比外，單位為千)					
業務發展開支	15,626	45.1	26,068	53.4	29,018	53.9
員工福利開支	12,156	35.1	15,234	31.2	15,900	29.5
辦公、差旅及交通 費用	3,709	10.7	3,338	6.8	3,676	6.8
營銷及廣告費用	655	1.9	1,092	2.2	2,108	3.9
折舊及攤銷	1,069	3.1	1,515	3.1	1,306	2.4
其他	1,402	4.1	1,579	3.3	1,850	3.5
總計	34,617	100.0	48,826	100.0	53,858	100.0

一般及行政開支

於往績記錄期間，我們的一般及行政開支包括(i)員工福利開支，主要為行政人員的薪金、獎金、以股份為基礎的支付及福利開支；(ii)[編纂]；(iii)專業服務費，主要為在日常業務過程中產生的審核、諮詢、法律、稅務、估值及其他顧問服務費用；(iv)折舊及攤銷；(v)辦公、差旅及交通費用；及(vi)其他。下表載列我們於所示年度的一般及行政開支明細，包括絕對金額及佔一般及行政開支百分比。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%
	(除百分比外，單位為千)					
員工福利開支	58,938	82.0	26,819	68.5	35,136	50.5
[編纂]	—	—	—	—	[編纂]	[編纂]
折舊及攤銷	2,928	4.1	3,398	8.7	4,761	6.8
專業服務費	3,901	5.4	2,707	6.9	4,702	6.8
辦公、差旅及交通費用 . .	3,064	4.3	2,613	6.7	3,876	5.6
其他	3,082	4.2	3,623	9.2	2,817	4.0
總計	71,913	100.0	39,160	100.0	69,612	100.0

財務資料

研發開支

於往績記錄期間，我們的研發開支包括(i)測試開支，主要為實驗測試、樣本分析、飼料配方試驗及產品質量評估所產生的費用；(ii)員工福利開支，主要為研發人員的薪金、獎金、以股份為基礎的支付及福利開支；(iii)折舊及攤銷；(iv)辦公、差旅及交通費用；及(v)其他。下表載列我們於所示年度的研發開支明細，包括絕對金額及佔研發開支百分比。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%
	(除百分比外，單位為千)					
測試開支	9,070	39.9	10,986	45.3	11,986	42.6
員工福利開支	7,418	32.7	8,273	34.1	9,456	33.5
折舊及攤銷	3,653	16.1	3,209	13.2	4,356	15.4
辦公、差旅及交通費用	424	1.9	410	1.7	462	1.6
與低價值租賃及短期租賃 有關的開支	627	2.8	389	1.6	395	1.4
其他	1,518	6.6	964	4.1	1,545	5.5
總計	22,710	100.0	24,231	100.0	28,200	100.0

其他收入

於往績記錄期間，我們的其他收入包括(i)政府補助(主要指從中國地方政府收到的補貼)；(ii)增值稅額外扣除；及(iii)其他。下表載列我們於所示年度的其他收入明細。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
政府補助	6,401	11,785	21,956
增值稅額外扣除	—	—	3,722
其他	160	208	160
總計	6,561	11,993	25,838

其他(虧損)/收益淨額

於往績記錄期間，我們的其他(虧損)/收益淨額包括：(i)衍生金融工具公允價值虧損，該等工具主要為對沖外匯風險而購入；(ii)外匯收益淨額；(iii)出售物業、廠房及設備和無形資產的虧損；及(iv)其他。於2023年及2025年，我們分別錄得其他虧損淨額人民幣4.0百萬元及人民幣11.0百萬元，並於2024年錄得其他收益淨額人民幣7.2百萬元。

財務資料

金融資產減值(虧損)／收益淨額

於往績記錄期間，我們的金融資產減值(虧損)／收益淨額包括(i)確認或撥回的貿易應收款項減值虧損，主要與我們就若干客戶的未償還款項作出的撥備有關；及(ii)確認減值虧損或撥回我們就其他應收款項(主要為按金)作出的撥備產生的收益。我們於2023年及2024年分別錄得金融資產減值虧損淨額人民幣0.6百萬元及人民幣1.9百萬元，並於2025年錄得金融資產減值收益淨額人民幣1.8百萬元。

生物資產公允價值變動

於往績記錄期間，我們的生物資產公允價值變動是指我們養殖的鱘魚公允價值的淨變動，這歸因於生物量和銷售價格的變動。這些調整包括：(i)各報告期期初持有並在本期處置的生物資產的已實現公允價值變動；及(ii)各報告期期末按公允價值計量的生物資產的未實現公允價值變動。我們於2023年、2024年及2025年分別錄得生物資產公允價值變動人民幣455.4百萬元、人民幣509.8百萬元及人民幣554.1百萬元。有關估值師採用的估值方法的詳情，請參閱「一生物資產及評估」。

財務收入

於往績記錄期間，我們的財務收入指現金及現金等價物和受限制現金的利息收入。我們於2023年、2024年及2025年分別錄得財務收入人民幣1.5百萬元、人民幣6.3百萬元及人民幣11.9百萬元。

財務成本

於往績記錄期間，我們的財務成本包括(i)銀行及其他借款的利息開支；及(ii)租賃負債的利息開支。我們於2023年、2024年及2025年分別錄得財務成本人民幣5.5百萬元、人民幣4.0百萬元及人民幣5.1百萬元。

所得稅開支

我們於2023年、2024年及2025年分別錄得所得稅開支人民幣58.9百萬元、人民幣73.5百萬元及人民幣69.4百萬元。於往績記錄期間及截至最後實際可行日期，我們已履行所有稅務義務，且沒有任何未解決的稅務爭議。下文載列我們主要適用的所得稅及所得稅稅率。

中國

根據《企業所得稅法》及其《實施條例》，本公司及我們的中國附屬公司於往績記錄期間普遍須按25%的法定企業所得稅率繳納企業所得稅，除非彼等符合本文件附錄一所載會計師報告附註11(b)載列的特定免稅或優惠待遇資格。

財務資料

各期間經營業績比較

截至2025年12月31日止年度與截至2024年12月31日止年度的比較

收入

我們的收入由2024年的人民幣669.3百萬元增加14.9%至2025年的人民幣769.0百萬元，主要由於魚子醬產品產生的收入增加。

- 來自魚子醬產品的收入由2024年的人民幣614.4百萬元增加13.7%至2025年的人民幣698.4百萬元，主要由於銷量因下列原因而上漲：(i)海外市場主要客戶採購量增加，這得益於我們憑藉敏銳的市場洞察力和出色的產品質量，不斷強化與海外客戶的關係，增強客戶黏性；(ii)海外銷售網絡持續擴展，海外客戶數目由2024年的108家增至2025年的129家；及(iii)加大力度推廣我們自有品牌「KALUGA QUEEN(卡露伽)」；有關詳情，請參見「業務—銷售及營銷」。此外，2025年魚子醬的平均售價因旺盛的市場需求而升高。尤其是，我們將雜交鱈魚子醬及俄羅斯鱈魚子醬優先作為核心產品，兩者均定位於中高端市場，且質量穩定並獲得市場高度認可。雜交鱈魚子醬目前僅由中國生產商生產及供應，並無海外供應，導致供需平衡相對偏緊。在此背景下，我們近年來對雜交鱈魚子醬進行了數次價格調整，促使其平均售價穩步上升。最後同樣重要的是，我們的主要銷售市場包括美國、德國、法國及其他主要國際市場；儘管2025年對中國的銷售額輕微減少，但同期我們在主要國際市場的整體銷售額錄得穩定增長。
- 來自鱈魚製品產生的收入由2024年的人民幣51.5百萬元增加27.3%至2025年的人民幣65.6百萬元，主要由於市場需求上升驅動鱈魚肉銷售量增加。
- 我們的其他收入由2024年的人民幣3.3百萬元顯著增加48.8%至2025年的人民幣4.9百萬元，主要由於需求上揚帶來國內活鱈魚銷量走高。

未計生物資產公允價值調整的銷售成本

我們未計生物資產公允價值調整的銷售成本由2024年的人民幣225.8百萬元增加9.9%至2025年的人民幣248.1百萬元，主要由於按成本計價的已耗用原材料及消耗品增加人民幣33.1百萬元，主要歸因於銷售需求增加帶動產量上升；被按成本計價的製成品存貨變動減少人民幣20.8百萬元所部分抵銷，主要歸因於2025年魚子醬存貨增加。未計生物資產公允價值調整的銷售成本(以佔我們收入的百分比呈列)由2024年的33.7%下降至2025年的32.3%，主要由於多種因素導致2024年的比較基數相對較高。詳情請參閱「一截至2024年12月31日止年度與截至2023年12月31日止年度的比較—未計生物資產公允價值調整的毛利及毛利率」。

財務資料

未計生物資產公允價值調整的毛利及毛利率

由於上述原因，我們未計生物資產公允價值調整的毛利由2024年的人民幣443.5百萬元增加17.5%至2025年的人民幣520.9百萬元。我們未計生物資產公允價值調整的毛利率由2024年的66.3%增長至2025年的67.7%，主要由於未計生物資產公允價值調整的魚子醬單位銷售成本下降，以及旺盛的市場需求推高了魚子醬的平均售價。

生物資產公允價值調整

生物資產公允價值調整由2024年的人民幣463.2百萬元增加10.6%至2025年的人民幣512.4百萬元，主要由於當年的銷量增加。有關我們生物資產的估值詳情，請參閱「一生物資產及評估」和本文件附錄一所載會計師報告附註20。

毛利及毛利率

由於上述原因，我們於2025年錄得毛利人民幣8.6百萬元，而於2024年則錄得毛損人民幣19.7百萬元。我們於2024年錄得毛損率2.9%，而於2025年則錄得毛利率1.1%。

銷售及營銷開支

我們的銷售及營銷開支由2024年的人民幣48.8百萬元增加10.3%至2025年的人民幣53.9百萬元，主要由於(i)我們於2025年加強海外品牌推廣工作及電商促銷策略，導致業務開發費用較往年增加；及(ii)根據我們股權激勵計劃確認的以股份為基礎的支付，從而推高了員工福利開支。於2024年及2025年，我們的銷售及營銷開支保持相對穩定，分別占總收入的7.3%及7.0%。

一般及行政開支

我們的一般及行政開支由2024年的人民幣39.2百萬元增加77.8%至2025年的人民幣69.6百萬元，主要歸因於[編纂]增加[編纂]；以及員工福利開支增加人民幣8.3百萬元(增幅較小)，主要與根據我們股權激勵計劃確認的以股份為基礎的支付相關。我們的一般及行政開支佔我們收入的百分比由2024年的5.9%增長至2025年的9.1%，主要由於[編纂]相關的專業服務費增加所致。

研發開支

我們的研發開支由2024年的人民幣24.2百萬元增加16.4%至2025年的人民幣28.2百萬元，主要由於加強了大規模育種技術、品種選育、疾病防治、生態與環境保護以及產品開發等重點關注領域的研發活動。我們的研發開支佔收入的百分比保持相對穩定，2024年和2025年分別為3.6%及3.7%。

財務資料

其他收入

我們的其他收入由2024年的人民幣12.0百萬元大幅增加至2025年的人民幣25.8百萬元，主要由於政府補助增加人民幣10.2百萬元，這主要歸因於當地基礎設施建設項目導致我們的衢州養殖基地部分搬遷以及國家數字漁業發展計劃提供的政府補助攤銷。

金融資產減值(虧損)/收益淨額

於2025年，我們錄得金融資產減值收益淨額人民幣1.8百萬元，而2024年錄得金融資產減值虧損淨額人民幣1.9百萬元，主要歸因於我們截至2025年12月31日的貿易應收款項賬面值同比減少而撥回虧損撥備。

生物資產公允價值變動

我們的生物資產公允價值變動由2024年的人民幣509.8百萬元增加8.7%至2025年的人民幣554.1百萬元，我們的業務規模進一步擴大使得活鱘魚數量增加。

財務收入

我們的財務收入(即現金及現金等價物與受限制現金的利息收入)由2024年的人民幣6.3百萬元增加89.2%至2025年的人民幣11.9百萬元，主要由於以美元計值的活期存款利息收入增加。

財務成本

我們的財務成本由2024年的人民幣4.0百萬元增加29.0%至2025年的人民幣5.1百萬元，主要由於銀行及其他借款的利息支出增加人民幣0.5百萬元，這主要歸因於於我們於2025年全年維持相對較高的銀行借款水平，此決策考量了該年度的匯率與利率環境。

所得稅開支

我們的所得稅開支由2024年的人民幣73.5百萬元減少5.5%至2025年的人民幣69.4百萬元，導致實際稅率由2024年的18%下降至2025年的16%。實際稅率輕微下調，乃主要受惠於優惠稅務政策所帶來的影響。

年內利潤

由於上述原因，我們的年內利潤由2024年的人民幣324.1百萬元增加12.6%至2025年的人民幣365.0百萬元。

財務資料

截至2024年12月31日止年度與截至2023年12月31日止年度比較

收入

我們的收入由2023年的人民幣577.2百萬元增加15.9%至2024年的人民幣669.3百萬元，主要由於我們的魚子醬產品收入增加。

- 來自魚子醬產品的收入由2023年的人民幣523.1百萬元增加17.5%至2024年的人民幣614.4百萬元，主要由於：(i)我們加強了營銷推廣力度，因此海外市場主要客戶採購量增加；(ii)海外客戶數目由2023年的104家增至2024年的108家；及(iii)加大力度推廣我們自有品牌「KALUGA QUEEN(卡露伽)」。此外，魚子醬的平均售價於2024年保持穩定。雖然雜交鱈魚子醬因數次價格調整導致平均售價穩步上升，但魚子醬的平均售價被俄羅斯鱈魚子醬平均售價的下降所部分抵銷，這主要是由於客戶組合的變化所致，因為較大的海外客戶通常採購量較高，並享有更優惠的定價。最後同樣重要的是，我們的主要銷售市場包括美國、德國、法國及其他主要國際市場；儘管2024年對中國的銷售額輕微減少，但我們在美國、德國及法國等主要國際市場的整體銷售額呈上升趨勢。
- 鱈魚製品的收入從2023年的人民幣47.4百萬元增加8.9%至2024年的人民幣51.5百萬元，主要原因是海外需求增長帶動出口銷售增加。
- 我們的其他收入從2023年的人民幣6.8百萬元減少至2024年的人民幣3.3百萬元，主要是由於活鱈魚銷量的減少。

未計生物資產公允價值調整的銷售成本

我們未計生物資產公允價值調整的銷售成本從2023年的人民幣172.6百萬元增加30.8%至2024年的人民幣225.8百萬元，主要原因是以成本計價的已耗用原材料及消耗品增加人民幣34.1百萬元，主要歸因於銷售需求上升驅動的產量增長。我們未計生物資產公允價值調整的銷售成本分別佔2023年和2024年總收入的29.9%和33.7%。

未計生物資產公允價值調整的毛利及毛利率

由於上述原因，我們未計生物資產公允價值調整的毛利由2023年的人民幣404.6百萬元增加9.6%至2024年的人民幣443.5百萬元。我們未計生物資產公允價值調整的毛利率由2023年的70.1%下降至2024年的66.3%，主要由於以下原因：

- 未計生物資產公允價值調整的俄羅斯鱈魚子醬毛利率於2024年有所下降。由於俄羅斯鱈魚獨特的生物特性，於2024年，較高齡鱈魚比例在加工中的佔比增加時，我們錄得較高的養殖成本，導致未計生物資產公允價值調整的俄羅斯鱈魚子醬單位銷售成本偶發性增加。此外，主要養殖俄羅斯鱈魚的青山湖養殖基地，因2024年7月的夏季洪災（「2024年洪災」）導致俄羅斯鱈

財務資料

魚出現異常死亡，進一步推高未計生物資產公允價值調整的俄羅斯鱈魚單位銷售成本。2024年洪災乃由颱風「格美」相關的極端降雨及鴨綠江流域上游洩洪所致，並超過了我們青山湖水產養殖基地的設計防洪標準。儘管已提前轉移大部分鱈魚，仍有約2,000隻鱈魚損失，約佔當時我們鱈魚總存量的0.18%。受影響的鱈魚為尚未進入產卵發育階段的生長期鱈魚。2024年洪災並未對我們的產能、訂單履行或財務表現產生重大不利影響，亦無客戶訂單因此被取消或推遲。2024年洪災後，我們實施了補救及風險緩解措施，包括對受影響魚類進行無害化處理、消毒及防疫、加固及升級養殖設施、強化預警及應急響應機制，以及優化受影響基地的品種組合及養殖密度。有關我們防洪措施的詳情，請參閱「業務—我們的生產—水產養殖系統—科學的基地選址及自然災害應對機制」。我們主動實施該等措施，旨在增強防災韌性。

儘管我們在2024年洪災前未曾遭遇與洪災相關的損失，但從歷史上看，極端天氣事件（包括颱風引發的降雨及超標準洪災）偶爾會導致鱈魚水產養殖行業遭受損失。

- 未計生物資產公允價值調整的雜交鱈魚子醬毛利率於2024年亦有所下降。鑒於當時市場狀況供應受限，我們增加了外部採購用於加工的雜交鱈魚比例。由於外購鱈魚的成本高於自養鱈魚，單位生產成本相應上升，對利潤率造成下行壓力。

生物資產公允價值調整

我們的生物資產公允價值調整產生的淨虧損由2023年人民幣396.9百萬元增加16.7%至2024年的人民幣463.2百萬元，主要是由於我們的銷量增加。有關我們生物資產的估值詳情，請參閱「一生物資產及評估」和本文件附錄一所載會計師報告附註20。

毛利及毛利率

由於上述原因，我們於2023年錄得毛利人民幣7.8百萬元，而於2024年則錄得毛損人民幣19.7百萬元。我們於2023年錄得毛利率1.3%，而於2024年則錄得毛損率2.9%。我們於2024年的毛損主要由於生物資產公允價值變動前的銷售成本增加及生物資產公允價值調整產生的淨虧損所致，主要歸因於我們其中一間附屬公司遼寧鱈龍科技發展有限公司遇到2024年洪災。詳情請參閱本文件附錄一所載會計師報告附註20(b)。

銷售及營銷開支

我們的銷售及營銷開支由2023年的人民幣34.6百萬元增加41.0%至2024年的人民幣48.8百萬元，主要原因是業務發展開支增加人民幣10.4百萬元，這主要歸因於我們在銷售網絡擴張方面的持續努力。2023年和2024年，我們的銷售及營銷開支分別佔總收入的6.0%和7.3%。

財務資料

一般及行政開支

我們的一般及行政開支從2023年的人民幣71.9百萬元減少45.5%至2024年的人民幣39.2百萬元，主要原因是員工福利開支減少人民幣32.1百萬元，此乃由於2023年根據2023年受限制股份激勵計劃實施以股份為基礎的支付所致。詳情參見本文件附錄一所載會計師報告附註24。2023年和2024年，我們的一般及行政開支分別佔總收入的12.5%和5.9%。

研發開支

我們的研發開支從2023年的人民幣22.7百萬元增加6.7%至2024年的人民幣24.2百萬元，主要原因是測試開支增加人民幣1.9百萬元，這主要歸因於我們為持續創新而增加了對研發項目的投資。2023年和2024年，我們的研發開支分別佔總收入的3.9%和3.6%。

其他收入

我們的其他收入從2023年的人民幣6.6百萬元增加82.8%至2024年的人民幣12.0百萬元，主要原因是政府補助增加了人民幣5.4百萬元，包括貿易發展政策支持和鱒魚養殖研發項目資金。

其他(虧損)/收益淨額

2024年我們錄得其他收益淨額人民幣7.2百萬元，而2023年錄得其他虧損淨額人民幣4.0百萬元，主要原因是外匯收益淨額增加人民幣7.0百萬元，主要歸因於匯率波動。

金融資產減值虧損淨額

我們的金融資產減值虧損淨額從2023年的人民幣0.6百萬元大幅增加230.1%至2024年的人民幣1.9百萬元，主要原因是貿易應收款項在預期信用損失模型下的減值虧損淨額增加人民幣0.9百萬元，這主要歸因於貿易應收款項結餘隨業務增長而增加。

生物資產公允價值變動

我們的生物資產公允價值變動從2023年的人民幣455.4百萬元增加12.0%至2024年的人民幣509.8百萬元，主要歸因於我們擴大鱒魚養殖規模。

財務收入

我們的財務收入由2023年的人民幣1.5百萬元大幅增加328.9%至2024年的人民幣6.3百萬元，主要由於活期存款利率提高。

財務資料

財務成本

我們的財務成本從2023年的人民幣5.5百萬元減少27.8%至2024年的人民幣4.0百萬元，主要原因是銀行及其他借款的利息開支減少人民幣1.6百萬元，這主要歸因於部分銀行借款提前還款導致平均貸款餘額減少，以及借款利率下降。

所得稅開支

我們的所得稅開支從2023年的人民幣58.9百萬元增加24.7%至2024年的人民幣73.5百萬元，這主要是由於我們的應納稅收入隨業務增長而增加。我們的實際稅率於2023年及2024年維持穩定於18%。

年內利潤

由於上述原因，我們的年內利潤從2023年的人民幣272.9百萬元增加18.8%至2024年的人民幣324.1百萬元。

綜合財務狀況表若干關鍵項目討論

下表載列截至所示日期綜合財務狀況表的選定資料，摘錄自本文件附錄一所載經審計綜合財務報表。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
非流動資產總額	290,932	343,050	382,634
流動資產總額	1,739,615	2,001,444	2,655,807
資產總額	2,030,547	2,344,494	3,038,441
非流動負債總額	250,502	242,427	469,434
流動負債總額	277,493	265,320	465,399
負債總額	527,995	507,747	934,833
流動資產淨額	1,462,122	1,736,124	2,190,408
資產淨額	1,502,552	1,836,747	2,103,608
股本	90,243	90,243	92,553
儲備	320,908	330,979	373,863
受限制股份計劃所持股份	—	—	(2,310)
留存收益	1,031,009	1,339,426	1,558,341
本公司擁有人應佔權益	1,442,160	1,760,648	2,022,447
非控股權益	60,392	76,099	81,161
總權益	1,502,552	1,836,747	2,103,608

財務資料

下表載列我們截至所示日期的流動資產及流動負債。

	截至12月31日			截至3月31日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			(未經審計)
流動資產：				
存貨	50,759	43,872	58,891	55,147
生物資產	1,389,247	1,553,493	1,748,746	1,861,022
預付款項、其他應收款項及其他流動資產	23,995	26,563	24,605	44,831
貿易應收款項	48,970	57,414	33,903	39,992
受限制現金	18,654	16,469	6,049	5,908
現金及現金等價物	207,990	303,633	783,613	649,341
流動資產總額	1,739,615	2,001,444	2,655,807	2,656,241
流動負債：				
貿易應付款項及應付票據	89,512	107,779	133,333	117,885
應計費用及其他應付款項	99,115	78,826	109,223	76,635
應付股息	7,241	—	—	—
合約負債	10,273	18,686	18,091	20,415
借款	39,137	10,340	151,157	136,623
租賃負債	1,816	1,462	5,568	4,898
應付所得稅	30,399	48,227	48,027	49,922
流動負債總額	277,493	265,320	465,399	406,378
流動資產淨值	1,462,122	1,736,124	2,190,408	2,249,863

我們的流動資產淨值保持相對穩定，截至2025年12月31日及2026年3月31日，分別為人民幣2,190.4百萬元及人民幣2,249.9百萬元。

我們的流動資產淨值由截至2024年12月31日的人民幣1,736.1百萬元增加至截至2025年12月31日的人民幣2,190.4百萬元，主要由於(i)現金及現金等價物增加人民幣480.0百萬元，主要歸因於業務增長帶動現金狀況改善；及(ii)生物資產增加人民幣195.3百萬元，主要歸因於鱒魚養殖規模擴大。我們流動資產淨值的增加部分被借款增加人民幣140.8百萬元所抵銷，主要歸因於我們為優化整體資本效率而作出的融資安排，並已考慮年內現行匯率及利率狀況。

我們流動資產淨值從截至2023年12月31日的人民幣1,462.1百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣1,736.1百萬元，主要原因為(i)生物資產增加人民幣164.2百萬元，主要歸因於我們擴大鱒魚養殖規模；(ii)現金及現金等價物增加人民幣95.6百萬元，主要歸因於我們的業務增長帶動的現金狀況改善；及(iii)借款減少人民幣28.8百萬元，主要歸因於在到期時償還銀行借款，並因我們穩健的現金流而提前部分償還若干銀行借款。我們流動資產淨值的增加部分被下列項目抵銷：(i)應付所得稅增加人民幣17.8百萬元，主要歸因於隨著業務增長，我們的應課稅收入有所增加；及(ii)貿易應付款項及應付票據增加人民幣18.3百萬元，主要歸因於採購鱒魚產生的應付款項增加。

財務資料

貿易應收款項

我們的貿易應收款項包括：(i)與客戶簽訂的合同產生的應收款項，主要是應收我們某些客戶的欠款；(ii)應收關聯方款項，主要是應收少數關聯方客戶的欠款，這些關聯方客戶按公平交易原則和正常信用條件購買我們的產品；詳情請參閱本文件附錄一會計師報告附註34(c)(i)。下表詳列我們截至所示日期的貿易應收款項。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
與客戶合約產生的貿易			
應收款項	55,327	65,173	38,506
應收關聯方款項	—	107	—
減：虧損撥備	(6,357)	(7,866)	(4,603)
總計	48,970	57,414	33,903

我們的貿易應收款項由截至2023年12月31日的人民幣49.0百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣57.4百萬元，主要由於2024年客戶合約相關貿易應收款項增長約人民幣9.8百萬元，此增長主要由業務擴張帶動銷售額提升導致。截至2025年12月31日，我們的貿易應收款項減少至人民幣33.9百萬元，主要由於2025年強化了的催收措施促使客戶合約相關貿易應收款項減少人民幣26.7百萬元。

下表載列截至所示日期，貿易應收款項根據確認日期的賬齡分析。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
六個月內	46,809	54,708	29,983
六個月至一年	2,834	2,587	2,274
一年以上	5,684	7,985	6,249
總計	55,327	65,280	38,506

下表載列我們於所示年度的貿易應收款項周轉天數。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(天)		
貿易應收款項周轉天數 ⁽¹⁾	26.7	29.0	21.7

附註：

- (1) 貿易應收款項周轉天數乃根據貿易應收款項平均結餘除以相關年度的總收入再乘以相關年度的天數計算。平均結餘乃根據特定年度的年初結餘及年末結餘的平均值計算。截至12月31日止年度的天數為365天。

財務資料

我們的貿易應收款項周轉天數由2023年的26.7天增至2024年的29.0天，主要由於作為我們國內市場滲透戰略的一部分，向享有信貸期的國內客戶的銷售增加所致。於2025年，我們的貿易應收款項周轉天數隨後因2025年強化了的催收措施而減少至21.7天。我們已評估貿易應收款項的可收回性，並認為不存在重大可收回性問題。有關我們貿易應收款項的信貸風險，請參閱本文件附錄一會計師報告附註3.1(b)。

截至2026年3月31日，我們截至2025年12月31日尚未收取的貿易應收款項中人民幣26.3百萬元或68.4%已隨後收回。

存貨

我們的存貨包括(i)製成品，主要包括我們的魚子醬產品和鱈魚製品；及(ii)原材料，主要包括飼料和包材。

下表載列我們截至所示日期的存貨結餘摘要。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
製成品	38,782	31,426	44,892
原材料	14,296	14,766	16,479
減：減值撥備	(2,319)	(2,320)	(2,480)
總計	50,759	43,872	58,891

我們的存貨由2023年的人人民幣50.8百萬元減少至2024年的人人民幣43.9百萬元，主要由於製成品減少人民幣7.4百萬元，這主要歸因於產品銷售量隨業務增長而有所增加。隨後，我們為應對預期的年底需求增長及相應的銷量提升而優化庫存水平，致使存貨於2025年回升至人民幣58.9百萬元。於往績記錄期間，並無發現重大存貨減值，且已就存貨減值作出充足撥備。

我們認為，靈活維持適當存貨水平有助我們充分滿足消費者的需求，達到消費者滿意的效果，而不會對我們的流動資金造成不利影響。我們已建立一套嚴格有效的存貨管理體系以管理存貨。詳情請參閱「業務—我們的供應鏈」。

於往績記錄期間，我們的存貨賬齡均在一年以內。

下表載列於所示年度的存貨周轉天數。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(天)		
存貨周轉天數 ⁽¹⁾	32.3	25.1	24.7

財務資料

附註：

- (1) 存貨周轉天數乃根據存貨平均結餘除以相關年度按成本計的未計生物資產公允價值調整的銷售成本加上生物資產公允價值調整再乘以相關年度的天數計算。平均結餘乃根據特定年度的年初結餘及年末結餘的平均值計算。截至12月31日止年度的天數為365天。

我們的存貨周轉天數由2023年的32.3天減少到2024年的25.1天，主要原因是我們的銷量增加。於2025年，我們的存貨周轉天數維持相對穩定，為24.7天。

截至2026年3月31日，我們截至2025年12月31日的未結存貨中人民幣58.9百萬元或100.0%隨後已被出售或使用。

生物資產

我們的生物資產包括魚苗、未成熟的雌性鱘魚、成熟的雌性鱘魚和雄性鱘魚。生物資產按公允價值減銷售成本計量。由於市場參與者無法取得不同鱘魚品種的活躍市場或可觀察市場利率與價格，故生物資產公允價值依據公允價值第三層級，採用含重大不可觀察輸入值的貼現現金流量法進行計量。價值變動於綜合全面收益表中確認並分類為「生物資產公允價值變動」。

本集團的生物資產為養殖鱘魚，主要屬僅可收成一次的消耗性生物資產。該等鱘魚需經歷漫長成熟週期方可收穫，通常依不同親魚品種而定，週期介於7至15年。鑒於該等生物資產通常構成營運週期的組成部分，本集團於綜合資產負債表中將生物資產分類為流動資產。

下表列出了截至所示日期我們生物資產的賬面值：

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
		(人民幣千元)	
魚苗	142	621	778
未成熟雌性鱘魚	850,755	868,732	1,111,948
成熟雌性鱘魚	535,561	676,421	626,308
雄性鱘魚	2,789	7,719	9,712
總計	<u>1,389,247</u>	<u>1,553,493</u>	<u>1,748,746</u>

我們的生物資產賬面值由截至2023年12月31日的人民幣1,389.2百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣1,553.5百萬元，並進一步增加至截至2025年12月31日的人民幣1,748.7百萬元，主要由於鱘魚總數量逐年增加。

有關生物資產的估值，請參閱「一生物資產及評估」和本文件附錄一會計師報告附註20。

財務資料

現金及現金等價物

截至2023年、2024年及2025年12月31日，我們的現金及現金等價物分別為人民幣208.0百萬元、人民幣303.6百萬元及人民幣783.6百萬元。有關往績記錄期間現金流量的詳細分析，請參閱「流動資金及資本資源—現金流量分析」。

物業、廠房及設備

我們的物業、廠房及設備包括：(i)樓宇及建築物；(ii)機器及設備；(iii)運輸工具；(iv)租賃物業裝修；及(v)在建工程。

下表載列我們截至所示日期的物業、廠房及設備明細。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
樓宇及建築物	154,674	203,813	189,998
機器及設備	49,917	77,923	81,142
運輸工具	1,339	2,048	1,979
租賃物業裝修	523	419	742
在建工程	40,683	8,973	38,316
總計	247,136	293,176	312,177

我們的物業、廠房及設備由截至2023年12月31日的人民幣247.1百萬元增至截至2024年12月31日的人民幣293.2百萬元，並進一步增至截至2025年12月31日的人民幣312.2百萬元，主要由於樓宇及建築物增加，這主要歸因於我們的水產養殖基地及加工設施在建資產的資本化以及設施升級。

貿易應付款項及應付票據

我們的貿易應付款項及應付票據包括(i)貿易應付款項，主要指應付生物原材料和物流服務供應商的款項；及(ii)應付票據。

下表列示於所示日期的貿易應付款項及應付票據明細。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
貿易應付款項：			
應付生物資產款	5,576	20,067	26,600
應付物流費用	9,998	12,722	11,698
應付存貨款	4,602	3,369	3,773
其他	1,332	1,421	954
應付票據	68,004	70,200	90,308
總計	89,512	107,779	133,333

財務資料

我們的貿易應付款項及應付票據由截至2023年12月31日的人民幣89.5百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣107.8百萬元，主要歸因於鱘魚採購量上升導致生物資產應付款項增加。截至2025年12月31日，我們的貿易應付款項及應付票據進一步增加至人民幣133.3百萬元，主要由於魚飼料採購導致應付票據增加。

下表載列截至所示日期，我們按貿易應付款項及應付票據確認時的日期呈列的貿易應付款項及應付票據賬齡分析。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
一年內	88,225	107,259	125,172
一年以上	1,287	520	8,161
總計	89,512	107,779	133,333

下表載列於所示年度的貿易應付款項及應付票據周轉天數。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(天)		
貿易應付款項及應付票據 周轉天數 ⁽¹⁾	169.9	159.5	177.4

附註：

- (1) 貿易應付款項及應付票據周轉天數是根據貿易應付款項及應付票據的平均結餘除以相關年度的未計生物資產公允價值調整的銷售成本，再乘以相關年度的天數計算得出。平均結餘乃根據特定年度的年初結餘及年末結餘的平均值計算。截至12月31日的止年度的天數為365天。

我們的貿易應付款項及應付票據周轉天數於2023年及2024年保持相對穩定，分別為169.9天和159.5天。我們的貿易應付款項及應付票據周轉天數隨後於2025年上升至177.4天，主要由於鱘魚採購活動擴大驅使生物資產相關應付款項增加。

截至2026年3月31日，我們截至2025年12月31日的未結貿易應付款項及應付票據中人民幣63.3百萬元或47.5%已隨後結清。

合約負債

我們的合約負債指因產品銷售而向客戶收取的預付款項。我們的合約負債由截至2023年12月31日的人民幣10.3百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣18.7百萬元，主要由於我們的業務增長帶來訂單量增加所致。截至2025年12月31日，我們的合約負債維持相對穩定，為人民幣18.1百萬元。

截至2026年3月31日，我們截至2025年12月31日的合約負債中，49.6%已隨後確認為收入。

財務資料

借款

我們的借款包括即期部分和非即期部分，即有抵押或擔保的長期和短期銀行借款。於往績記錄期間，這些借款主要用於鱈魚採購和其他運營開支。

下表載列我們截至所示日期的借款明細。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
計入非流動負債的借款：			
有抵押			
長期銀行借款	10,000	5,000	—
有擔保			
長期銀行借款	45,250	20,000	87,515
減：即期部分	(1,001)	(10,340)	(6,055)
小計	<u>44,249</u>	<u>9,660</u>	<u>81,460</u>
非即期部分	<u>54,249</u>	<u>14,660</u>	<u>81,460</u>
計入流動負債的借款：			
有抵押			
短期銀行借款	—	—	120,084
小計	<u>—</u>	<u>—</u>	<u>120,084</u>
有擔保			
短期借款	38,136	—	25,018
長期銀行借款即期部分	<u>1,001</u>	<u>10,340</u>	<u>6,055</u>
小計	<u>39,137</u>	<u>10,340</u>	<u>31,073</u>
即期部分	<u>39,137</u>	<u>10,340</u>	<u>151,157</u>
總計	<u>93,386</u>	<u>25,000</u>	<u>232,617</u>

我們的借款由截至2023年12月31日的人民幣93.4百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣25.0百萬元，主要由於銀行借款到期時的還款以及因我們現金流充裕而提前償還部分銀行借款所致。我們的借款隨後增加至截至2025年12月31日的人民幣232.6百萬元，這反映了為優化整體資本效率而作出的融資安排，並已綜合考慮年內現行匯率及利率狀況。

租賃負債

我們的租賃負債指我們就租賃物業（主要用作我們的水產養殖基地及辦公場所）所承擔的租賃付款義務。我們的租賃負債賬面值由截至2023年12月31日的人民幣27.5百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣29.0百萬元，並進一步增加至截至2025年12月31日的人民幣32.4百萬元，主要是由於我們的使用權資產增加。

財務資料

流動資金及資本資源

我們歷來主要以經營活動、投資活動及融資活動所產生的現金均衡地為現金需求提供資金。於[編纂]後，我們擬透過業務營運產生的現金、[編纂]及其他未來股本或債務融資滿足未來資金需求。目前，我們預計在不久的將來，為我們的運營提供資金的可用性不會發生任何變化。截至2023年、2024年及2025年12月31日，我們的現金及現金等價物分別為人民幣208.0百萬元、人民幣303.6百萬元及人民幣783.6百萬元。

現金流量分析

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
營運資金變動前之經營現金流量	347,540	385,482	433,303
營運資金變動	(48,852)	(90,072)	(101,439)
已繳所得稅	(38,884)	(42,016)	(61,523)
經營活動所得現金淨額	259,804	253,394	270,341
投資活動所用現金淨額	(75,932)	(55,345)	(25,601)
融資活動(所用)/所得現金淨額	(98,323)	(108,796)	230,082
現金及現金等價物增加淨額	85,549	89,253	474,822
年初現金及現金等價物	122,067	207,990	303,633
匯率變動對現金及現金等價物的影響	374	6,390	5,158
年末現金及現金等價物	207,990	303,633	783,613

經營活動所得現金淨額

於2025年，經營活動所得現金淨額為人民幣270.3百萬元，主要包括除稅前利潤人民幣434.4百萬元，並已就若干非現金及非經營項目作出調整。該等非現金及非經營項目的調整主要包括：(i)生物資產公允價值變動人民幣554.1百萬元；及(ii)公允價值變動影響轉入銷售成本人民幣512.4百萬元，主要是由於我們的銷量較高。該金額已根據營運資金變動進一步調整，主要包括：(i)生物資產增加人民幣153.5百萬元，主要是由於鱒魚總數增加；及(ii)存貨增加人民幣15.2百萬元，此乃由於我們優化了庫存水平，以應對年底預期的季節性需求增長。

2024年經營活動所得現金淨額為人民幣253.4百萬元，主要包括除稅前利潤人民幣397.6百萬元，並已就若干非現金及非經營項目作出調整。該等非現金及非經營項目調整主要包括：(i)生物資產公允價值變動人民幣509.8百萬元；及(ii)公允價值變動影響轉入銷售成本人民幣463.2百萬元，主要是由於我們的銷量較高。該金額已根

財務資料

據營運資金變動進一步調整，主要包括：(i)生物資產增加人民幣117.7百萬元，主要是由於鱒魚總數增加；及(ii)貿易應收款項增加人民幣10.4百萬元，主要是由於銷售額隨業務增長而增加。

2023年經營活動所得現金淨額為人民幣259.8百萬元，主要包括除稅前利潤人民幣331.8百萬元，並已就若干非現金及非經營項目作出調整。對該等非現金及非經營項目的調整主要包括(i)生物資產公允價值變動人民幣455.4百萬元；及(ii)公允價值變動影響轉入銷售成本人民幣396.9百萬元，主要是由於我們的銷量較高。該金額根據營運資金變動進一步調整，主要包括(i)生物資產增加人民幣47.4百萬元，主要是由於鱒魚總數增加；(ii)貿易應付款項及應付票據增加人民幣18.3百萬元，主要涉及我們增加向透過票據與我們結算交易的飼料供應商的採購；及(iii)貿易應收款項增加人民幣14.5百萬元，主要是由於銷售額隨業務增長而增加。

投資活動所用現金淨額

2025年投資活動所用現金淨額為人民幣25.6百萬元，主要包括(i)為提升資本效率而購買理財產品人民幣114.5百萬元；及(ii)購買物業、廠房及設備及其他長期資產以及其預付款項人民幣58.2百萬元，主要是由於我們增加對養殖及加工基地的投資；部分被出售理財產品所得款項人民幣116.0百萬元所抵銷。

2024年投資活動所用現金淨額為人民幣55.3百萬元，主要包括(i)購買物業、廠房及設備及其他長期資產以及其預付款項人民幣81.6百萬元，主要是由於我們增加對養殖及加工基地的投資；及(ii)為提升資本效率而購買理財產品人民幣23.5百萬元，部分被出售理財產品所得款項人民幣23.8百萬元所抵銷。

2023年投資活動所用現金淨額為人民幣75.9百萬元，主要包括：(i)購入衍生金融工具人民幣157.3百萬元；及(ii)購買物業、廠房及設備及其他長期資產以及其預付款項人民幣72.1百萬元，主要是由於我們增加對養殖及加工基地的投資；部分被出售衍生金融工具所得款項人民幣146.6百萬元所抵銷。

融資活動(所用)／產生的現金淨額

2025年融資活動所得現金淨額為人民幣230.1百萬元，主要包括(i)借款所得款項人民幣384.5百萬元；及(ii)向第三方借款人民幣150.0百萬元，部分被(i)我們於到期時憑藉穩健的現金流償還借款人民幣177.0百萬元；及(ii)已付股息人民幣137.8百萬元所抵銷。

2024年融資活動所用現金淨額為人民幣108.8百萬元，主要包括：(i)我們於到期時憑藉穩健的現金流償還借款人民幣147.4百萬元；及(ii)收購非控股權益人民幣28.0百萬元；其中部分被借款所得款項人民幣79.0百萬元所抵銷。

財務資料

2023年融資活動所用現金淨額為人民幣98.3百萬元，主要包括：(i)我們於到期時憑藉穩健的現金流償還借款人民幣154.9百萬元；(ii)支付股息人民幣97.9百萬元；及(iii)收購非控股權益人民幣33.0百萬元；部分被(i)借款所得款項人民幣114.5百萬元；及(ii)贖回借款質押存款人民幣41.8百萬元所抵銷。

債項

下表載列我們截至所示日期的債項：

	截至12月31日			截至3月31日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			(未經審計)
流動負債				
借款	39,137	10,340	151,157	136,623
租賃負債	1,816	1,462	5,568	4,898
非流動負債				
借款	54,249	14,660	81,460	78,837
其他應付款項	—	—	150,617	150,990
租賃負債	25,636	27,538	26,851	24,928
總計	120,838	54,000	415,653	396,276

借款

有關我們於往績記錄期間的借款詳情，請參閱「一綜合財務狀況表若干關鍵項目討論—借款」。截至2026年3月31日，借款賬面值為人民幣215.5百萬元。

其他應付款項

我們的其他應付款項指購置物業、廠房及設備的應付款項、僱員福利開支，以及須於各報告日期償還的第三方借款。截至2026年3月31日，我們其他應付款項的賬面值為人民幣151.0百萬元。

租賃負債

有關我們於往績記錄期間的租賃負債詳情，請參閱「一綜合財務狀況表若干關鍵項目討論—租賃負債」。截至2026年3月31日，我們租賃負債賬面值為人民幣29.8百萬元。

董事確認，截至最後實際可行日期，我們的借款協議並不包含任何會對我們未來籌措額外借款或發行債務或股本證券的能力產生重大不利影響的契約條款。董事進一步確認，於往績記錄期間及直至最後實際可行日期，我們並無發生任何銀行借款違約情況，亦未違反任何未獲豁免的契約條款。截至2026年3月31日，我們尚未

財務資料

動用的銀行融資額度為人民幣573.3百萬元。董事進一步確認，於往績記錄期間及直至最後實際可行日期，我們在獲取信貸融資方面從未遭遇任何重大困難，亦無融資被撤回或接獲任何提前還款要求。董事確認，自2026年3月31日起至本文件日期止，我們的債務狀況並無任何重大變動。

除「一債項」及「一合約義務」各節另行披露者外，截至2026年3月31日（即釐定債務的最後實際可行日期），我們並無任何其他已發行但未償還或已同意發行的貸款、銀行透支、貸款及其他類似債務、承兌負債或承兌信貸或租購承擔、債券、按揭、押記、擔保或其他重大或然負債。

或有負債

於往績記錄期間及直至最後實際可行日期，我們並無任何重大或然負債。

資本開支

我們過往的資本開支主要包括購買物業、廠房及設備及其他長期資產以及其預付款項。下表載列我們於所示年度的資本開支。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
購買物業、廠房及設備及其他長期資產 以及其預付款項	72,087	81,586	58,189

我們將持續產生資本開支，以配合業務預期增長及擴張計劃。請參閱「未來計劃及[編纂]—[編纂]」。我們擬以備用財務資源（包括現有現金結餘、經營活動所得現金以及[編纂]）為未來資本開支提供資金。

合約義務

資本承擔

我們的資本承擔主要是指收購物業、廠房及設備以及已簽約但在歷史財務資料中未確認為負債的無形資產方面的資本開支。下表載列所示年度的資本承擔。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
物業、廠房及設備	24,548	4,985	37,855
無形資產	370	—	507
總計	<u>24,918</u>	<u>4,985</u>	<u>38,362</u>

財務資料

不可撤銷經營租賃

我們的不可撤銷經營租賃主要涉及辦公場所。下表載列所示年度我們的不可撤銷經營租賃。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
一年內	500	—	162

關鍵財務比率

下表載列我們於所示年度的若干關鍵財務比率。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
流動比率 ⁽¹⁾	6.3	7.5	5.7
速動比率 ⁽²⁾	6.1	7.4	5.6
淨利潤率	47.3%	48.4%	47.5%
總資產回報率 ⁽³⁾	14.3%	14.8%	13.6%
股本回報率 ⁽⁴⁾	19.5%	19.4%	18.5%

附註：

- (1) 以年末流動資產除以同年末流動負債計算。我們的生物資產為人工養殖鱒魚，在達致生物最佳成熟期供採收之前，性腺成熟週期較長，通常根據不同親魚品種，為期七至十五年。此類鱒魚屬於消耗性生物資產，在其生命週期中僅能採收一次。考慮到該等生物資產的可消耗性質，其通常為正常營運週期不可或缺的一部分，故分類為流動資產。
- (2) 以年末流動資產減去同年末存貨，再除以同年末流動負債計算。
- (3) 以各年內淨利潤除以期初和期末總資產餘額的算數平均值再乘以100%計算。
- (4) 以年內淨利潤除以同年初和年末總權益餘額平均值再乘以100%計算。

關聯方交易

我們不時與關聯方進行交易。於往績記錄期間，我們的若干借款、應付票據及履約保證金由關聯方提供的擔保作抵押，該等擔保已於[編纂]前解除或預計將於上市前解除。有關重大關聯方交易的詳情，請參閱本文件附錄一會計師報告附註34。

董事認為，載於本文件附錄一會計師報告附註34的各項重大關聯方交易乃由相關各方於日常業務過程中按公平基準及一般商業條款進行。董事亦認為，我們於往

財務資料

續記錄期間進行的關聯方交易不會扭曲往績記錄或導致過往業績未能反映未來表現。

生物資產及評估

我們的生物資產賬面值由截至2023年12月31日的人民幣1,389.2百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣1,553.5百萬元，並進一步增加至2025年12月31日的人民幣1,748.7百萬元，主要由於各期間鱘魚總數量逐年增加。有關我們生物資產賬面值的詳情，請參閱本節「—綜合財務狀況表若干關鍵項目討論—生物資產」。

下表載列我們截至所示日期的生物資產數量：

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
		(單位：尾)	
魚苗	78,137	92,628	52,957 ⁽¹⁾
未成熟雌性鱘魚	721,776	810,527	815,919
成熟雌性鱘魚	157,656	187,216	201,644
雄性鱘魚	16,345	92,364	152,409
總計	973,914	1,182,735	1,222,929

附註：

(1) 僅包含雌魚，此乃因我們於2025年完成了性別鑒定。

有關我們生物資產獨立評估師的資料

我們已委聘獨立評估師艾華迪資產評估(北京)有限公司(「艾華迪」)分別釐定我們生物資產(不包括魚苗)於截至2023年、2024年及2025年12月31日(「評估日期」)的公允價值。艾華迪團隊的主要評估師為仲潔女士。仲潔女士為艾華迪合夥人，持有特許公認評估師資格，並為皇家特許測量師學會會員。彼擁有逾二十年評估及企業交易諮詢經驗，為中國內地、香港及國際多個行業的企業提供廣泛評估服務。彼亦曾為多家香港上市公司及私營企業進行評估工作，服務涵蓋交易評估及財務報告需求。艾華迪已委聘獨立行業專家楊慧贊教授協助評估。楊教授主要評估養殖環境及評估所採用關鍵參數的合理性；並依據相關行業文獻及其豐富的水產養殖業經驗，驗證我們所提供參數(包括死亡率、性腺成熟期及體重等)的適用性。

楊教授為水產養殖行業的資深專家，擁有逾15年專業經驗。彼曾獲頒多項重要的漁業科學技術獎項，並擁有多項與水產育苗、選育及養殖相關的發明專利，亦就魚類選育及生長性能分析發表多部代表性著作。楊教授擁有博士學位，是廣西高層次人才(D類)、廣西「十百千人才工程」第二層次人選、廣西青年科技獎獲得者以及

財務資料

中組部「西部之光」訪問學者。彼亦擔任湖南師範大學、海南大學及廣西民族大學校外導師。彼的主要研究重點是水產動物的繁殖。

鑒於楊教授的專業知識及過往經驗，艾華迪確認並接納楊慧贊教授所提供的意見，並認為其屬合理。

綜上所述，尤其是彼等各自的市場聲譽及我們的相關背景資料調研，我們的董事及聯席保薦人信納艾華迪及楊慧贊教授各自獨立於我們，並有能力對我們的生物資產進行估值。

評估方法

採用以下評估方法：

魚苗

魚苗（通常為一歲以下）按累計成本確認；鑒於其單位價值相對較低，且養殖過程中的生物轉化及不穩定性較小，此成本被視為公允價值的最佳估計。

鱘魚

對於鱘魚（通常為一歲以上（含一歲）），公允價值就雄性鱘魚而言採用市場法計算，就雌性鱘魚而言則採用收益法（多期超額收益法）計算。

雄性鱘魚

雄性鱘魚的公允價值係透過收穫鱘魚並取得鱘魚肉來實現。由於可取得評估日的鱘魚肉售賣價格，且雄性鱘魚的價值實現週期極短，因此雄性鱘魚的公允價值乃參照鱘魚肉預估售價扣除銷售相關成本與費用後得出。

雌性鱘魚

由於不同品種在年齡、性別、體重及宰殺數量等方面存在差異，目前雌性鱘魚並無活躍的第三方交易市場。此外，鑒於雌性鱘魚需經過較長生長週期才具備產卵能力，因此雌性鱘魚的公允價值採用收益法進行評估。對於雌性鱘魚的評估，係按品種及年齡群組進行資產組別分級，直至生物學的成熟階段。根據灼識諮詢的資料，生物成熟度以性腺發育達到IV期或以上，且魚卵達到特定物種成熟尺寸閾值（通常為2.8至3.0毫米或以上）作為判定標準。不同品種鱘魚達到性腺發育第IV期的平均成熟年齡以及成熟魚卵粒徑閾值均有所差異。詳情請參閱「業務—我們的品牌與產品—核心產品：魚子醬」。達到成熟階段後，鑒於成熟個體的特征較為穩定，因此停止按年齡分級，且將特定品種的所有成熟個體歸併為單一類別。每個不同分類構成單獨的資產組別。

財務資料

資產組別的現金流預測如下所示：

成長階段：鑒於本階段並未產生魚子醬銷售收入，現金流量主要為現金流出，包括飼養成本，以及貢獻資產費用（包含營運資金淨額、物業、廠房及設備、使用權資產、無形資產及人力資源等（統稱「貢獻資產費用」）），有關金額乃根據預期收穫成本及貢獻資產之市場要求回報率計算。

成熟階段：現金流入包括已捕撈鱈魚之預測銷售收入，有關金額主要基於擬捕撈鱈魚之估計數量、時間及預期售價。現金流出包括飼養成本、加工成本及運輸成本，以及貢獻資產費用等。

關鍵假設及輸入數據

主要輸入數據及假設包括以下各項：

貼現率

就與分配予生物質的現金流量現值份額相關的佔用資本的時間價值，必須作出貼現。貼現率乃根據加權平均資本成本(WACC)並加生物轉化風險溢價釐定。該溢價反映剩餘加工時間的不確定性，以及產量、成本和價格的波動。風險調整反映假設市場參與者為補償投資活魚而非其他對象所承擔的風險而要求的價格折讓。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
未成熟鱈魚	12.23%	12.30%	11.18%
成熟鱈魚	11.23%	11.30%	10.18%

鱈魚預計加工數量和時機

鱈魚的加工數量和時機乃根據生物學上適合加工的最佳成熟期及加工需求而估計。本集團根據最近年內的銷售量歷史增長率，以及對未來市場需求的預測，估算銷售量的增長率。本集團進一步根據過往數年，每尾鱈魚歷史產出的魚子醬或鱈魚製品平均產量及集團最佳預期，計算出預計加工的鱈魚數量。鑒於鱈魚生理特性穩定且本集團具備長期營運經驗，歷史產量可作為預測之適當參考。

財務資料

估計銷售量增長率

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
雜交鱈	3%~15%	10%~15%	10%~15%
俄羅斯鱈	10%~18%	10%~15%	10%
達氏鯉	-13%~5%	-5%~0%	0%~50%
歐洲鯉	-19%~10%	5%~10%	5%
其他鱈魚	-12%~242%	10%~258%	10%~309%

預期售價

售價乃根據每批魚子醬或鱈魚製品於採收時的預計售價估計，該價格乃基於使用過往幾年歷史數據及本集團基於目前市場組成和市場佔有率對未來市場發展的最佳估計。

魚子醬的預期售價

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣/千克)		
雜交鱈魚子醬	2,193	2,177	2,328
俄羅斯鱈魚子醬	2,152	2,147	2,174
達氏鯉魚子醬	3,752	3,768	3,703
歐洲鯉魚子醬	7,161	7,157	7,281
其他鱈魚子醬	2,000~2,866	2,000~2,866	2,000~2,866

預期加工成本

自評估日期起至加工完成期間飼養鱈魚的預期成本已納入考量，該等成本根據歷史平均成本估算。預期成本包括飼養成本、加工成本及運輸成本等。

預期死亡率

由於鱈魚在飼養週期內可能會因疾病、流行病、意外或自然因素而死亡，故已考慮自評估日期起至加工完成期間的死亡率。鱈魚的死亡率乃參考歷史實際死亡率。

其他假設

為進行評估，艾華迪假設所有擬建設施與系統將高效運作，並具備充足容量以供未來擴張。艾華迪同時假設歷史趨勢與數據將維持穩定，且現行政治、法律、技術、財政或經濟環境不會出現可能對本集團業務造成不利影響的重大變動。

財務資料

艾華迪確認，其評估乃依據國際會計準則理事會頒佈的《國際財務報告準則第13號》及《國際會計準則第41號》，並參照中國財政部頒佈的《資產評估基本準則》執行。艾華迪已規劃並執行評估，以取得其認為必要的所有資料與說明，從而為彼等提供就目標資產發表意見提供充分證據。艾華迪認為，我們所採用的評估程序為其意見提供合理依據。有關生物資產公允價值計量的進一步詳情，特別是公允價值估計、估值法及關鍵輸入參數，均披露於本文件附錄一會計師報告附註20。申報會計師就本集團於往績記錄期間整體歷史財務資料發表的意見，載於本文件附錄一第I-2頁。基於上述各項，董事認為，我們生物資產估值所採用的估值法及主要輸入參數乃屬恰當且合理，且公允價值計量中所使用的重大現金流量組成部分，與計量中所使用的市場因素及假設一致。

敏感度分析

管理層根據上述主要假設的變動進行敏感度分析。倘主要假設的估計值按下列方式變動，則生物資產公允價值的變動將如下所示：

	截至12月31日		
	2023年 (人民幣千元)	2024年 (人民幣千元)	2025年 (人民幣千元)
貼現率下跌／(上升)1%	60,481/(56,279)	70,084/(65,167)	81,288/(75,353)
估計銷量增長率			
上升／(下跌)5%	22,495/(25,542)	31,200/(33,443)	43,621/(45,080)
魚子醬的預期售價			
上升／(下跌)5%	117,743/(117,782)	134,249/(134,254)	151,969/(151,971)

盤點及內部控制

盤點

我們已為所有水產養殖基地制定標準化的盤點規程，涵蓋定期及週期性盤點，以確保我們生物資產的實物存在及相關數據的準確性。每個水產養殖基地每年均會對生物資產進行全面盤點，以核實品種、數量、性別和健康狀況等關鍵信息，這些信息會準確記錄在我們的資訊管理系統中，並向管理層提交相應的盤點報告。

內部控制和管理系統

我們已制定全面的生物資產管理政策，當中涵蓋相關會計政策、不同年齡組別間轉移、生物資產購入與處置、養殖、記錄保存及盤點等事項。為促成落實生物資產管理政策，我們採用由第三方開發商開發的AI驅動追蹤系統、生物資產系統及庫存系統，通過與會計系統協作，詳細記錄生物資產的狀況。

財務資料

聯席保薦人已審閱及考慮艾華迪及其專業估值師的資歷及相關估值經驗，並與艾華迪就其估值程序、估值基準及假設、估值技術以及編製生物資產估值報告所需資料進行多輪討論，以更深入了解估值過程。此外，聯席保薦人亦與我們的管理層就估值所選技術及所使用的輸入數據進行討論。聯席保薦人進一步將所選估值技術、估值基準及假設與其他類似交易及市場慣例所採用者進行比較。鑒於上述情況，聯席保薦人信納生物資產估值所使用的估值技術方法及主要輸入數據均屬合適及合理，且公允價值計量所採用的重大現金流量組成部分與該計量所採用的市場因素及假設相一致。

資產負債表外承諾及安排

截至最後實際可行日期，我們並未訂立任何財務擔保或其他承諾以保證任何第三方的付款責任。

財務風險披露

我們的活動使我們面臨各種財務風險，即市場風險（包括外匯風險、價格風險以及現金流和公允價值利率風險）、信貸風險、流動性風險以及環境和氣候相關風險。我們的整體風險管理側重於金融市場的不可預測性，力求將對我們財務業績的潛在不利影響降至最低。我們的管理層對這些風險進行管理和監控，以確保及時有效地採取適當措施。有關我們的財務風險以及我們緩釋該等風險的政策，請參閱本文件附錄一所載會計師報告附註3。

股息

本公司於2023年、2024年及2025年分別宣派股息人民幣81.6百萬元、零元及人民幣135.4百萬元。截至最後實際可行日期，所有於往績記錄期間宣派的股息已悉數償付。於2026年4月，我們在2026年4月7日舉行的股東大會上批准向現有股東派發股息人民幣138.8百萬元。截至最後實際可行日期，我們尚未支付本次股息。詳情請參閱本文件附錄一會計師報告附註25。

根據公司章程，董事會可於考慮我們的經營業績、財務狀況、現金需求與可動用資金以及其他其時認為相關的因素後宣派未來股息。截至最後實際可行日期，我們並未制定正式的股息政策或固定的股息分派比率。任何股息的宣派、派付及金額均須受組織章程文件、中國適用法律及股東批准所規限。

我們或可在董事會認為合適之時向股東分派中期或年度股息，惟須由董事根據公司章程以及中國與香港適用法律法規酌情釐定。

我們未來宣派的股息未必與過往股息宣派情況一致，且須經股東批准。

財務資料

營運資金充足性

經計及我們可動用的財務資源(包括庫存現金及現金等價物、經營現金流、可用融資額度以及[編纂]估計[編纂])後，董事認為我們擁有充裕營運資金以滿足當前需求，且至少可滿足自本文件日期起計未來12個月所需。

可供分派儲備

截至2025年12月31日，我們的留存收益達人民幣1,558.3百萬元。根據我們的組織章程及中國適用法律法規，此金額構成截至相同日期我們的可供分配儲備。

[編纂]開支

我們的[編纂]開支主要包括(i)[編纂]相關開支，例如[編纂]費及[編纂]；及(ii)非[編纂]相關開支，包括就[編纂]及[編纂]相關服務支付予法律顧問及申報會計師的專業費用，以及其他費用與開支。假設全數支付[編纂]，[編纂]的估計[編纂]總額(以[編纂]範圍中位數計算，並假設[編纂]未獲行使)約為[編纂]百萬港元，佔[編纂]總額約[編纂]%。在該等估計[編纂]總額中，我們預計將支付[編纂]相關開支[編纂]百萬港元、法律顧問及申報會計師的專業費用[編纂]百萬港元以及其他費用與開支[編纂]百萬港元。我們估計[編纂]其中[編纂]百萬港元(佔[編纂]約[編纂]%)預期將通過損益表支銷，餘額[編纂]百萬港元則預計於[編纂]時直接確認為權益扣減。

無重大不利變動

董事確認，自2025年12月31日(即我們最近期經審計財務報表的截止日期)起至本文件日期止，我們的財務、經營或貿易狀況、債務、或然負債或前景並無任何重大不利變動，且自2025年12月31日以來並未發生任何足以對附錄一所載會計師報告內資料產生重大影響的事件。

根據上市規則第13.13至13.19條作出披露

我們的董事確認，除本節所披露應收關聯方款項外，截至最後實際可行日期，並不存在任何須根據上市規則第13.13至13.19條作出披露的情況。

未經審計[編纂]經調整有形資產淨值

詳情請參閱本文件附錄二「未經審計[編纂]財務資料」。