

財務資料

閣下應將下列討論及分析連同附錄一會計師報告所載的歷史財務資料以及附錄一A所載之截至2025年9月30日止九個月未經審計財務資料連同相關隨附附註一併閱讀。本集團的歷史財務資料根據中國財政部（「財政部」）頒佈的所有適用的中國企業會計準則（「中國企業會計準則」，亦稱中國會計準則）的要求編製。申報會計師已根據香港會計師公會（「香港會計師公會」）頒佈的《香港投資通函呈報準則》第200號「投資通函內就歷史財務資料出具之會計師報告」對本集團的歷史財務資料執行審計工作。

以下討論及分析載有反映我們當前對未來事件及財務表現的看法的若干前瞻性陳述。該等陳述乃基於我們的經驗及對歷史趨勢、當前狀況及預期未來發展的認知以及我們在不同情況下認為適當的其他因素而作出的假設及分析。然而，實際結果及發展情況是否會符合我們的預期及預測，則取決於諸多風險及不明朗因素，而其中許多並非我們所能控制或預見。於評估我們的業務時，閣下應審慎考慮本文件「風險因素」及「業務」章節以及本文件其他部分所提供的資料。有關進一步詳情，請參閱「前瞻性陳述」。

概覽

我們是創新驅動、中國領先的綜合性乳製品公司。歷經30年深耕，我們已成長為產品品類多元化、全產業鏈一體化運營的全國性乳製品公司。根據弗若斯特沙利文報告，以2024年中國市場零售額計，我們的「君樂寶」品牌已成為中國最具知名度的乳製品品牌之一，且位列綜合性乳製品公司第三，市場份額為4.3%。根據同一資料來源，我們於2024年的收入較2023年增長13.0%，顯著高於行業平均增速。

依託深度的消費者洞察與強大的研發能力，我們成功把握低溫液奶領域增長機遇，推出緊密契合消費者偏好且具創新性的低溫酸奶與鮮奶產品。根據弗若斯特沙利文報告，以中國市場零售額計，「簡醇」與「悅鮮活」兩大品牌上市後僅五年，分別自2022年起成為低溫酸奶第一品牌及自2024年起成為高端鮮奶第一品牌。我們在快速增長的低溫液奶領域保持強勁勢頭的同時，還提供奶粉、常溫液奶製品以及其他乳製品等主要產品，為全年齡段消費者提供安全、優質、營養和健康的乳製品解決方案。

財務資料

於往績記錄期間，我們實現了持續的收入與盈利增長。公司營收從2023年的人民幣17,546.2百萬元增至2024年的人民幣19,832.5百萬元，同比增長13.0%。從截至2024年9月30日止九個月的人民幣14,908.5百萬元增加至2025年同期的人民幣15,133.8百萬元。其中低溫液奶業務板塊增長尤為強勁。該板塊收入從2023年的人民幣6,287.4百萬元增加至2024年的人民幣7,580.9百萬元，同比增長20.6%；從截至2024年9月30日止九個月的人民幣5,738.4百萬元增加至2025年同期的人民幣6,437.2百萬元，同比增長12.2%。其中：(i)鮮奶營收從2023年的人民幣1,573.6百萬元增加至2024年的人民幣2,274.5百萬元，同比增長44.5%；從截至2024年9月30日止九個月的人民幣1,598.1百萬元增加至2025年同期的人民幣2,247.7百萬元，同比增長40.6%；及(ii)低溫酸奶營收從2023年的人民幣4,713.8百萬元增加至2024年的人民幣5,306.4百萬元，同比增長12.6%；從截至2024年9月30日止九個月的人民幣4,140.3百萬元增加至2025年同期的人民幣4,189.5百萬元。

得益於一體化運營帶來的成本效益、精細化與數字化管理驅動的營銷效率提升，以及經營槓桿作用，我們於往績記錄期間實現淨利潤快速增長。我們將經調整淨利潤（非中國企業會計準則計量）定義為經加回以下各項的淨利潤：(i)因股東特殊權利確認的金融負債有關的利息支出；(ii)股份支付費用；以及(iii)[編纂]。調整後淨利潤從2023年的人民幣603.0百萬元增至2024年的人民幣1,160.6百萬元，同比增長92.5%；從截至2024年9月30日止九個月的人民幣756.1百萬元增至2025年同期的人民幣944.7百萬元，同比增長24.9%。調整後淨利潤率從2023年的3.4%提升至2024年的5.9%，並進一步增至截至2025年9月30日止九個月的6.2%。

編製基礎

歷史財務資料符合中華人民共和國財政部頒佈的所有適用的企業會計準則（「中國企業會計準則」）的要求。有關重大會計政策資料的進一步詳情載於本文件附錄一會計師報告附註（三）以及附錄一A所載之截至2025年9月30日止九個月未經審計財務資料附註（三）。

財政部已頒佈多項新制度及經修訂的中國企業會計準則。就編製歷史財務資料而言，除於2025年1月1日開始的會計期間尚未生效的任何新準則或詮釋外，我們已於往績記錄期間採納所有適用的新制定及經修訂中國企業會計準則。

該等歷史財務資料亦遵守香港聯合交易所有限公司證券上市規則的披露規定。

財務資料

除另有指明外，歷史財務資料以人民幣（「人民幣」）呈列。

影響我們經營業績的主要因素

我們的業務、經營業績及財務狀況受到中國整體乳製品行業多項一般因素的影響。該等因素包括宏觀經濟趨勢、消費者購買力、行業發展及競爭態勢。該等領域的任何不利發展均可能對我們的經營業績產生不利影響。

除上述一般因素外，我們的經營業績受以下公司特定因素影響：

產品組合與持續產品升級

我們的收入增長及盈利能力在很大程度上受到產品組合及創新能力的影響。得益於更強的產品差異化優勢，低溫液奶產品的收入貢獻持續增長，於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月，我們的低溫產品分別佔我們收入的35.9%、38.2%、38.5%及42.5%，而毛利率分別為32.7%、33.7%、34.5%及33.9%。同期，常溫液奶產品分別佔我們收入的19.2%、19.8%、19.8%及18.6%，毛利率分別為24.9%、22.5%、22.1%及19.3%。同期，奶粉分別佔我們收入的30.9%、27.1%、26.7%及22.1%，毛利率分別為52.6%、56.6%、55.9%及58.8%。

持續的產品升級對於維持我們的競爭優勢及收入增長至關重要。憑藉深入的消費者洞察和強大的研發能力，我們持續推出緊密契合消費者健康營養需求的產品。例如，我們成功把握低溫液奶細分品類的增長機遇，通過創新打造了包括簡醇和悅鮮活在內的差異化品牌。該等品牌的市場認可度印證了我們將消費者洞察轉化為市場領先產品的能力。我們全面的產品組合涵蓋多個品類和價格區間，服務於各年齡段、具有多樣化營養需求的消費者。得益於我們的產品組合和運營效率，我們乳製品的毛利率於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月分別穩定在37.5%、37.8%、37.7%及36.6%。我們相信，保持我們的產品升級能力，並在多元化的產品組合中維持強勁表現，對於收入增長和盈利能力提升至關重要。

財務資料

銷售網絡擴張與渠道執行

我們通過整合經銷商與直銷渠道的廣泛多渠道銷售網絡觸達消費者。透過對該等渠道的有效管理及持續拓展，我們得以更深入滲透多元化市場，覆蓋不同消費場景及地理區域，從而進一步支持收入增長並推動市場份額提升。

截至2025年9月30日，我們的銷售網絡擁有5,500餘家經銷商，其中包括線下經銷商（將我們的產品進一步分銷至連鎖超市、便利店、食雜店及母嬰連鎖店等各類零售終端）以及線上經銷商（主要通過電商平台進行銷售）。經銷商渠道收入於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月分別佔收入的74.4%、72.0%、72.6%及68.8%，同期金額分別為人民幣13,062.8百萬元、人民幣14,284.6百萬元、人民幣10,825.3百萬元及人民幣10,406.1百萬元。

我們的直銷渠道包括KA客戶、電商平台、線上自營店鋪以及企事業客戶。該等直接渠道使我們能夠與消費者保持更緊密的聯繫，獲取第一手市場洞察。直銷渠道產生的收入於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月分別佔收入的20.3%、24.1%、23.6%及23.9%，同期金額分別為人民幣3,561.2百萬元、人民幣4,772.2百萬元、人民幣3,522.8百萬元及人民幣3,616.1百萬元。

我們通過嚴格的「渠道鐵軍」戰略提升渠道滲透效能，該戰略特點為在各個城市推行強勢終端激活、精準網點佈局及渠道管控。該策略將資源集中用於戰略零售店，以獲取最優貨架陳列與推廣曝光度，並通過系統化門店巡訪與銷售點管理，實現與定向媒體投放緊密協同。該整合模式有助於在品牌展示與零售表現之間形成相互促進的循環效應。有關詳情，請參閱「業務－銷售與經銷－渠道建設與「渠道鐵軍」模式」。我們相信，繼續通過規範的渠道執行深化經銷網絡滲透，同時拓展多種形式的直銷渠道，對於維持收入增長和提升渠道效率至關重要。

品牌建設與營銷效率

我們的品牌資產與營銷效能對財務表現有顯著影響。我們採用「母品牌＋細分品牌」的架構來構建並鞏固我們的市場領先地位：通過母品牌君樂寶確立了公司作為全國領先乳製品公司的形象，而細分品牌（包括悅鮮活、簡醇、優萃、純享等）則針對特定的消費細分市場與品類定位。此架構有助於實現高效的資源配置與跨品牌協同，母品

財務資料

牌提供的信任背書提升了消費者對我們整個產品組合的關注。於2024年，我們成為中國十大國家運動隊的官方合作夥伴，從而強化我們的品牌定位，並加深了消費者對我們品質與信任的聯想。

我們的營銷策略優先選擇與經銷策略相匹配且成本效益高的渠道，這反映了我們從覆蓋面廣的媒體形式向高轉化率媒介的戰略轉移。我們進行全國電視廣告投放，並與有廣泛受眾的頭部綜藝節目合作，採用戶外媒體廣告形式，將廣告資源集中於目標零售點附近，以此加強銷售團隊的店內執行效果，同時將銷售推廣資源向更高銷售效率的頭部經銷商和終端零售門店傾斜。於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月，我們的廣告費和促銷費用及宣傳費分別為人民幣2,306.2百萬元、人民幣1,956.6百萬元、人民幣1,715.3百萬元及人民幣1,454.5百萬元，分別佔同期收入的13.1%、9.9%、11.5%及9.6%。該比例的整體下降乃由營銷精準度的提升以及我們向高轉化渠道的戰略轉移所驅動。收入增長與營銷相關費用率下降相結合，這體現了營銷投資回報率的改善。我們相信，在保持強大品牌認知度的同時，通過整合品牌銷售執行及數據驅動的資源分配來持續優化營銷效率，對於維持收入增長及擴大營業利潤率至關重要。

原奶自給率與一體化產業鏈

我們的成本結構與盈利能力在很大程度上受原奶自給率 and 一體化產業鏈的影響。2024年我們的牧場原奶產量達到113.3萬噸。根據弗若斯特沙利文的資料，2024年我們的生牛乳自給率為66%，在中國大型綜合性乳製品公司中排名第一。該垂直整合模式保障了優質原奶的穩定供應，並降低了市場價格波動的風險。於往績記錄期間，我們乳製品的毛利率保持穩定，於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月分別為37.5%、37.8%、37.7%及36.6%，這體現了我們一體化產業鏈帶來的效益。

我們的一體化牧場運營帶來了運營效率與成本優勢。憑藉在飼料採購上的規模效應，以及通過科學管理實現的牛群結構優化和精準飼料配方，我們在全業務鏈條構建了成本競爭力。嚴格的採購與牧場管理體系，有助於我們有效抵禦成本上漲壓力，穩固競爭優勢。我們認為，堅持高水平的原奶自給，並不斷深化全產業鏈協同優化，對於維持成本競爭力及驅動盈利能力的持續提升至關重要。

財務資料

成本結構與運營效率

我們的盈利能力在很大程度上取決於有效控制成本及提升運營效率的能力。於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月，我們的營業成本分別為人民幣11,542.6百萬元、人民幣12,958.7百萬元、人民幣9,727.8百萬元及人民幣10,298.4百萬元，分別佔收入的65.8%、65.3%、65.3%及68.0%。此外，我們的營運效率受到我們能否控制銷售費用、管理費用、研發費用以及財務費用總額的影響。隨着業務的持續增長，我們預計營業成本及開支總額的絕對數額將會增加，但長期而言，我們有望憑藉規模經濟效應提升運營效率。

我們的數字化舉措有助於成本控制與運營效率提升。我們已沿全產業鏈佈局集成數字系統。該等系統實現了採購流程的自動化、物流路線規劃的優化與移動化網點管理的升級，從而在整個運營過程中促進了更高效的資源配置與成本控制。我們的企業資源計劃系統有助於跨職能運營數據的整合，而財務共享服務平台則促進了流程自動化。有關詳情，請參閱「業務－數字化」。我們相信，持續強化供應鏈管控、依託數字化工具深挖運營效率、充分發揮規模經濟優勢，對於維持我們的毛利率水平及驅動盈利長期增長至關重要。

重大會計政策以及主要會計判斷及估計

我們已確定若干對編製綜合財務報表屬重大的會計政策。我們的部分會計政策涉及主觀假設及估計，以及有關會計項目的複雜判斷。估計及判斷乃基於過往經驗及其他因素（包括行業慣例及在有關情況下我們認為合理的未來事件預期）持續予以重新評估。我們過往並無更改假設或估計，亦無注意到假設或估計有任何重大錯誤。在當前情況下，預期我們的假設或估計日後不大可能有重大變動。審閱綜合財務報表時，閣下應考慮(i)我們的重大會計政策；(ii)影響該等政策應用的判斷及其他不明朗因素；及(iii)所呈報業績對狀況及假設變動的敏感度。

財務資料

下文載列我們認為對我們而言屬重大或涉及編製綜合財務報表所用的最重大估計及判斷的會計政策。重大會計政策及估計對於了解我們的財務狀況及經營業績十分重要，詳情載於本文件附錄一會計師報告附註(三)及(四)以及附錄一A所載之截至2025年9月30日止九個月未經審計財務資料附註(三)及(四)。

重大會計政策

收入

我們在履行了合同中的履約義務，即在客戶取得相關商品或服務控制權時，按照分攤至該項履約義務的交易價格確認收入。

我們在合同開始日對合同進行評估，識別該合同所包含的各單項履約義務，並確定各單項履約義務是在某一時段內履行，還是在某一時點履行。我們的商品銷售收入屬於在某一時點履行的履約義務，在客戶取得相關商品控制權的時點確認收入。我們各渠道的收入確認時點主要以商品送達並簽收後確認收入。

交易價格是我們因向客戶轉讓商品或服務而預期有權收取的對價金額，不包括代第三方收取的款項以及預期將退還給客戶款項。

合同中存在可變對價的，我們按照期望值或最可能發生金額確定可變對價的最佳估計數。包含可變對價的交易價格，不超過在相關不確定性消除時累計已確認收入極可能不會發生重大轉回的金額。

合同中存在應付客戶對價的，除非該對價是為了向客戶取得其他可明確區分商品或服務的，我們將該應付對價沖減交易價格，並在確認相關收入與支付(或承諾支付)客戶對價二者孰晚的時點沖減當期收入。

對於附有銷售退回條款的銷售，我們在客戶取得相關商品控制權時，按照因向客戶轉讓商品而預期有權收取的對價金額(即，不包含預期因銷售退回將退還的金額)確認收入，按照預期因銷售退回將退還的金額確認負債。

財務資料

我們根據在向客戶轉讓商品或服務前是否擁有對該商品或服務的控制權，來判斷從事交易時我們的身分是主要責任人還是代理人。我們在向客戶轉讓商品或服務前能夠控制該商品或服務的，我們為主要責任人，按照已收或應收對價總額確認收入。否則，我們為代理人，按照預期有權收取的佣金或手續費的金額確認收入。

生物資產

我們的生物資產分為消耗性生物資產、生產性生物資產。

消耗性生物資產

消耗性生物資產是指為出售而持有的、或在將來收穫為農產品的生物資產。消耗性生物資產按照成本進行初始計量。自行繁殖或養殖的消耗性生物資產成本，為該資產在出售前發生的可直接歸屬於該資產的必要支出，包括符合資本化條件的借款費用。

消耗性生物資產在出售時，採用加權平均法按賬面價值結轉成本。

資產負債表日，消耗性生物資產按照成本與可變現淨值孰低計量，並採用與確認存貨跌價準備一致的方法計算確認消耗性生物資產的跌價準備。如果減值的影響因素已經消失的，減記的金額將予以恢復，並在原已計提的跌價準備金額內轉回，轉回金額計入當期損益。

生產性生物資產

生產性生物資產指為產出農產品、提供勞務或出租等目的而持有的生物資產，包括未成熟生產性生物資產（犢牛、青年牛等）和成熟生產性生物資產（成母牛、種公牛等）。生產性生物資產按照成本進行初始計量。自行營造或繁殖的生產性生物資產成本，為該資產在達到預定生產經營目的前發生的可直接歸屬於該資產的必要支出，包括符合資本化條件的借款費用。

財務資料

生產性生物資產在達到預定生產經營目的後採用年限平均法在使用壽命內計提折舊。各類生產性生物資產的使用壽命、預計淨殘值率及年折舊率列示如下：

	預計使用壽命	預計淨殘值率	年折舊率
	(年)	(%)	(%)
成母牛	5	20	16.00
種公牛	3-5	5	19.00-31.67

上述生產性生物資產的使用壽命和預計淨殘值系根據歷史經驗確定。

我們至少於年度終了對生產性生物資產的使用壽命、預計淨殘值和折舊方法進行覆核，如發生改變則作為會計估計變更處理。

生產性生物資產出售、盤虧、死亡或毀損的處置收入扣除其賬面價值和相關稅費後的差額計入當期損益。

存貨

存貨類別

我們的存貨主要包括原材料、庫存商品、周轉材料、包裝物、消耗性生物資產、發出商品、低值易耗品、委託加工物資、在建物業及待售物業等。存貨按成本進行初始計量。存貨成本包括採購成本、加工成本和其他使存貨達到目前場所和狀態所發生的支出。在建物業成本包括土地出讓金、基礎配套設施支出、建築安裝工程支出、開發項目完工之前所發生的借款費用及開發過程中的其他相關費用。

發出存貨的計價方法

存貨發出時，採用加權平均法或個別計價法確定發出存貨的實際成本。

財務資料

存貨的盤存制度

存貨盤存制度為永續盤存制。

低值易耗品和包裝物的攤銷方法

包裝物和低值易耗品採用一次轉銷法進行攤銷。

存貨跌價準備的確認標準和計提方法

資產負債表日，存貨按照成本與可變現淨值孰低計量。當其可變現淨值低於成本時，提取存貨跌價準備。可變現淨值是指在日常活動中，存貨的估計售價減去至完工時估計將要發生的成本、估計的銷售費用以及相關稅費後的金額。

按照組合計提存貨跌價準備的組合類別

對於數量繁多、單價較低的存貨，按存貨類別計提存貨跌價準備。故將存貨分為原材料、庫存商品、周轉材料、包裝物、消耗性生物資產、發出商品、低值易耗品、委託加工物資、在建物業及待售物業組合計提存貨跌價準備。直接用於出售的庫存商品、發出商品及消耗性生物資產在正常生產經營過程中以該存貨的估計售價減去估計的銷售費用和相關稅費後的金額確定其可變現淨值；需要經過加工的存貨在正常生產經營過程中以所生產的產成品的估計售價減去至完工時估計將要發生的成本、估計的銷售費用和相關稅費後的金額確定其可變現淨值；資產負債表日，同一項存貨中一部分有合同價格約定、其他部分不存在合同價格的，分別確定其可變現淨值，並與其對應的成本進行比較，分別確定存貨跌價準備的計提或轉回的金額。

非同一控制下的企業合併及商譽

合併成本大於合併中取得的被購買方可辨認淨資產公允價值份額的差額，作為一項資產確認為商譽並按成本進行初始計量。合併成本小於合併中取得的被購買方可辨認淨資產公允價值份額的，首先對取得的被購買方各項可辨認資產、負債及或有負債的公允價值以及合併成本的計量進行覆核。覆核後合併成本仍小於合併中取得的被購買方可辨認淨資產公允價值份額的，計入當期損益。

財務資料

因企業合併形成的商譽在歷史財務資料中單獨列報，並按照成本扣除累計減值虧損後的金額計量。

固定資產

固定資產的確認標準

固定資產指為生產商品、提供勞務、出租或經營管理而持有的，使用壽命超過一個會計年度的有形資產。固定資產僅在與其有關的經濟利益很可能流入我們，且其成本能夠可靠地計量時才予以確認。固定資產按成本進行初始計量。

折舊方法

固定資產從達到預定可使用狀態的次月起，採用直線法在使用壽命內計提折舊。各類固定資產的折舊方法、折舊年限、預計淨殘值率及年折舊率如下：

	折舊方法	折舊年限 (年)	預計淨殘值率 (%)	年折舊率 (%)
房屋及建築物...	直線法	10-30	3-5	3.17-9.70
機器設備.....	直線法	3-10	3-5	9.50-32.33
運輸設備.....	直線法	3-10	3-5	9.50-32.33
辦公設備.....	直線法	3-10	3-5	9.50-32.33

固定資產的預計淨殘值是指假定固定資產預計使用壽命已滿並處於使用壽命終了時的預期狀態，我們目前從該項資產處置中獲得的扣除預計處置費用後的金額。

當固定資產處置時或預期通過使用或處置不能產生經濟利益時，終止確認該固定資產。固定資產出售、轉讓、報廢或毀損的處置收入扣除其賬面價值和相關稅費後的差額計入當期損益。

我們至少於年度終了對固定資產的使用壽命、預計淨殘值和折舊方法進行覆核，如發生改變則作為會計估計變更處理。

財務資料

在建工程

在建工程按實際成本計量。實際成本包括在建期間發生的各項工程支出、工程達到預定可使用狀態前已資本化的借款費用及其他相關費用等。在建工程不計提折舊。在建工程在達到預定可使用狀態後結轉為固定資產。各類在建工程結轉為固定資產的標準和時點如下：

結轉為固定資產的標準和時點

房屋及建築物.....	實際開始使用／完工驗收孰早
機器設備.....	實際開始使用／完成安裝並驗收孰早

政府補助

政府補助是指我們從政府無償取得貨幣性資產和非貨幣性資產。政府補助在能夠滿足政府補助所附條件且能夠收到時予以確認。政府補助為貨幣性資產的，按照收到或應收的金額計量。

與資產相關的政府補助會計處理方法

與資產相關的政府補助，確認為遞延收益，在相關資產的使用壽命內平均計入當期損益。

與收益相關的政府補助會計處理方法

與收益相關的政府補助是指除與資產相關的政府補助之外的政府補助。與收益相關的政府補助，用於補償以後期間的相關成本費用或損失的，確認為遞延收益，並在確認相關成本費用或損失的期間，計入當期損益；用於補償已經發生的相關成本費用或損失的，直接計入當期損益。

與我們日常活動相關的政府補助，按照經濟業務實質，計入其他收益。與我們日常活動無關的政府補助，計入營業外收入。

財務資料

金融工具

金融資產的分類、確認及計量

我們在成為金融工具合同的一方時確認一項金融資產或金融負債。金融資產和金融負債在初始確認時以公允價值計量。對於以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產和金融負債，相關的交易費用直接計入當期損益；對於其他類別的金融資產和金融負債，相關交易費用計入初始確認金額。

初始確認後，我們對不同類別的金融資產，分別以攤餘成本、以公允價值計量且其變動計入其他綜合收益或以公允價值計量且其變動計入當期損益進行後續計量。金融資產的合同條款規定在特定日期產生的現金流量僅為對本金和以未償付本金金額為基礎的利息的支付，且本公司管理該金融資產的業務模式是以收取合同現金流量為目標，則我們將該金融資產分類為以攤餘成本計量的金融資產。此類金融資產包括貨幣資金、應收賬款、應收票據、其他應收款、其他流動資產－委託貸款和長期應收款等。

不符合分類為以攤餘成本計量的金融資產、以公允價值計量且其變動計入其他綜合收益的金融資產條件的金融資產均分類為以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產。

金融工具減值

我們對以攤餘成本計量的金融資產以預期信用損失為基礎進行減值會計處理並確認損失準備。

我們對由收入準則規範的交易形成的應收票據及應收賬款，以及由中國企業會計準則第21號－租賃規範的交易形成的租賃應收款按照相當於整個存續期內預期信用損失的金額計量損失準備。

對於其他金融工具，我們在每個資產負債表日評估相關金融工具的信用風險自初始確認後的變動情況。若該金融工具的信用風險自初始確認後已顯著增加，我們按照相當於該金融工具整個存續期內預期信用損失的金額計量其損失準備；若該金融工具的信用風險自初始確認後並未顯著增加，我們按照相當於該金融工具未來12個月內預期信用損失的金額計量其損失準備。信用損失準備的增加或轉回金額，作為減值損失或利得計入當期損益。

財務資料

信用風險顯著增加

我們利用可獲得的合理且有依據的前瞻性信息，通過比較金融工具在資產負債表日發生違約的風險與在初始確認日發生違約的風險，以確定金融工具的信用風險自初始確認後是否已顯著增加。無論經上述評估後信用風險是否顯著增加，當金融工具合同付款已發生逾期超過（含）30日，則表明該金融工具的信用風險已經顯著增加。

已發生信用減值的金融資產

當我們預期對金融資產未來現金流量具有不利影響的一項或多項事件發生時，該金融資產成為已發生信用減值的金融資產。金融資產已發生信用減值的證據包括下列可觀察信息：發行方或債務人發生重大財務困難；債務人違反合同，如償付利息或本金違約或逾期等。

預期信用損失的確定

我們採用單項或組合評估方式確定相關金融資產的預期信用損失。對於金融資產及租賃應收款，信用損失為我們應收取的合同現金流量與預期收取的現金流量之間差額的現值。

金融負債的分類、確認及計量

金融負債在初始確認時劃分為以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融負債和其他金融負債。

對於屬於金融負債的衍生工具，非同一控制下企業合併中我們作為購買方確認的或有對價所形成的金融負債，我們採用公允價值進行計量，且將其變動計入當期損益。其他金融負債按攤餘成本進行後續計量，終止確認或攤銷產生的利得或虧損計入當期損益。

金融負債的終止確認

金融負債的現時義務全部或部分已經解除的，終止確認該金融負債或其一部分。我們（借入方）與借出方之間簽訂協議，以承擔新金融負債方式替換原金融負債，且新金融負債與原金融負債的合同條款實質上不同的，我們終止確認原金融負債，並同時確認新金融負債。

財務資料

金融負債全部或部分終止確認的，將終止確認部分的賬面價值與支付的對價（包括轉出的非現金資產或承擔的新金融負債）之間的差額，計入當期損益。

關鍵會計判斷及估計

應收賬款的信用損失準備

除對信用風險特徵顯著不同的應收賬款以單項資產為基礎評估預期信用損失外，我們採用減值矩陣確定應收賬款的預期信用損失。我們對具有類似風險特徵的各類應收賬款確定相應的損失準備的比例。預期平均損失率基於我們的歷史信用損失經驗並考慮無須付出不必要的額外成本或努力即可獲得的合理且有依據的前瞻性信息確定。確認信用損失撥備需運用判斷與估計。如重新估計結果與現有估計存在差異，該差異將會影響估計改變期間的應收賬款賬面價值。

存貨跌價準備

我們根據存貨的可變現淨值估計為判斷基礎確認跌價準備。當可變現淨值低於成本時需要確認存貨跌價準備。可變現淨值的確認需要運用判斷和估計。如重新估計結果與現有估計存在差異，該差異將會影響估計改變期間的存貨賬面價值。

折舊及攤銷

我們對無形資產、固定資產及生產性生物資產在其使用壽命內按直線法計提折舊及攤銷。我們採用直線法對使用權資產計提折舊。我們能夠合理確定租賃期屆滿時取得租賃資產所有權的，在租賃資產剩餘使用壽命內計提折舊；無法合理確定租賃期屆滿時能夠取得租賃資產所有權的，在租賃期與租賃資產剩餘使用壽命兩者孰短的期間內計提折舊。

我們定期覆核資產的使用壽命，以決定將計入每個報告期的折舊和攤銷費用金額。使用壽命是我們根據對同類資產的以往經驗並結合預期的技術更新、市場需求的變化等因素而確定的。如果以前的估計發生重大變化，則會在未來期間對折舊和攤銷費用進行調整。

財務資料

長期資產減值(除商譽外)

當存在跡象表明長期資產可能發生了減值時，我們進行減值測試。當資產或資產組的賬面價值高於可收回金額，即公允價值減去處置費用後的淨額和預計從資產或資產組中產生的未來現金流量的現值中的較高者，表明發生了減值。公允價值減去處置費用後的淨額，參考公平交易中類似資產的銷售協議價格或可觀察到的市場價格，減去可直接歸屬於該資產處置的增量成本確定。預計資產未來現金流量的現值時，管理層估計該項資產或資產組的未來現金流量，並選擇恰當的折現率確定未來現金流量的現值。

商譽減值

我們至少每年測試商譽是否發生減值。進行測試時估算包含商譽相關資產組或者資產組組合的可收回金額。可收回金額之估算需要我們估算資產組或者資產組組合預期所產生的未來現金流量並選擇合適折現率以計算該等現金流量之現值。當市場狀況發生變化時，相關資產組或者資產組組合的可收回金額可能與現有估計存在差異，該差異將會影響當期損益。

遞延所得稅資產的確認

遞延所得稅資產的實現主要取決於未來的應納稅所得額及可抵扣暫時性差異在未來使用年度的實際稅率。如未來實際產生的盈利少於預期，或實際稅率低於預期，確認的遞延所得稅資產將被轉回，確認在轉回發生期間的利潤表中。如未來實際產生的應納稅所得額多於預期，或實際稅率高於預期，將調整相應的遞延所得稅資產，確認在該情況發生期間的利潤表中。

財務資料

綜合損益及其他全面收益表選定項目的說明

下表載列我們於所示期間綜合損益及其他全面收益表的選定項目。該資料應與本文件其他章節所載的綜合財務報表及相關附註一併閱讀。以下呈列的歷史業績並不一定預示未來任何期間的預期業績。

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
			(未經審計)	
			(人民幣千元)	
營業收入.....	17,546,175	19,832,490	14,908,471	15,133,827
營業成本.....	(11,542,582)	(12,958,710)	(9,727,835)	(10,298,439)
毛利.....	6,003,593	6,873,780	5,180,636	4,835,388
税金及附加.....	(140,102)	(151,933)	(121,167)	(113,941)
銷售費用.....	(3,600,984)	(3,377,111)	(2,744,655)	(2,531,183)
管理費用.....	(853,298)	(856,309)	(608,603)	(668,433)
研發費用.....	(106,003)	(98,747)	(73,701)	(66,544)
財務費用.....	(928,527)	(401,632)	(304,878)	(201,576)
投資收益.....	31,014	12,475	19,071	61,754
其他收益.....	235,352	222,386	149,934	152,177
公允價值變動損失.....	(318)	(15,146)	(15,146)	-
信用減值(損失)/利得.....	(41,584)	19,173	(42,425)	(1,292)
資產減值損失.....	(253,132)	(435,142)	(247,299)	(114,063)
資產處置損失.....	(205,364)	(397,170)	(306,263)	(372,459)
營業利潤.....	140,647	1,394,624	885,504	979,828
營業外收入.....	41,526	52,954	34,833	47,693
營業外支出.....	(36,142)	(22,005)	(12,380)	(11,036)
除所得稅前利潤.....	146,031	1,425,573	907,957	1,016,485
所得稅費用.....	(140,451)	(311,056)	(185,675)	(114,211)
淨利潤.....	5,580	1,114,517	722,282	902,274
歸屬於以下人士的淨 (虧損)/利潤：				
— 公司所有者.....	(21,442)	1,017,484	646,316	837,392
— 非控股權益.....	27,022	97,033	75,966	64,882

財務資料

非中國企業會計準則財務計量

為補充我們根據中國企業會計準則呈列的綜合財務報表，我們使用經調整淨利潤（非中國企業會計準則計量）作為額外財務計量，該指標並非由中國企業會計準則規定或根據中國企業會計準則呈列。我們認為，非中國企業會計準則計量為投資者及其他人士於了解和評估我們的綜合經營業績提供有用的信息，猶如幫助我們的管理層的方式一樣。然而，非中國企業會計準則計量的呈列可能與其他公司所呈列的類似標題計量不具可比性。使用該等非中國企業會計準則計量作為分析工具存有局限性，投資者不應將之視為獨立於或代替根據中國企業會計準則所呈報的經營業績或財務狀況的分析。

我們將經調整淨利潤（非中國企業會計準則計量）定義為經加回以下各項的淨利潤：(i)股東特殊權利相關金融負債的利息支出；(ii)股份支付費用；以及(iii)[編纂]。

下表載列我們的年／期內利潤與所示年／期內經調整淨利潤（非中國企業會計準則計量）的對賬：

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
	(未經審計)			
	(人民幣千元)			
淨利潤	5,580	1,114,517	722,282	902,274
調整：				
— 股東特殊權利相關 金融負債的				
利息支出	554,428	—	—	—
— 股份支付費用	41,828	40,172	31,389	30,178
— [編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]
經調整淨利潤 (非中國企業會計 準則計量)	<u>602,957</u>	<u>1,160,569</u>	<u>756,084</u>	<u>944,661</u>

財務資料

營業收入

按產品類別劃分

於往績記錄期間，我們的營業收入主要來自以下各項的銷售：(i)乳製品，包括低溫液奶產品、常溫液奶產品、奶粉及其他乳製品（如乳酸菌飲料、酸奶飲品、奶酪及稀奶油等產品）；(ii)牧業產品，主要包括生牛乳、飼料及肉牛。此外，我們亦自其他業務產生收入，主要包括(i)半加工乳製品原料的銷售；(ii)蛋類及副食品的銷售；(iii)包裝材料的銷售；(iv)合同製造服務；及(v)主要面向員工的住宅銷售。

下表載列我們於所示期間按產品類別劃分的營業收入明細，按絕對金額計及其佔總收入的百分比呈列：

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元，百分比除外)							
液奶產品.....	9,664,255	55.1%	11,503,060	58.0%	8,687,570	58.3%	9,245,130	61.1%
低溫液奶產品....	6,287,370	35.9%	7,580,948	38.2%	5,738,370	38.5%	6,437,199	42.5%
— 低溫酸奶....	4,713,784	26.9%	5,306,447	26.7%	4,140,257	27.8%	4,189,462	27.6%
— 鮮奶.....	1,573,586	9.0%	2,274,501	11.5%	1,598,113	10.7%	2,247,737	14.9%
常溫液奶產品....	3,376,885	19.2%	3,922,112	19.8%	2,949,200	19.8%	2,807,931	18.6%
— 常溫酸奶....	1,084,961	6.2%	1,065,961	5.4%	841,646	5.6%	819,064	5.4%
— 常溫牛奶....	2,291,924	13.0%	2,856,151	14.4%	2,107,554	14.2%	1,988,867	13.2%
奶粉.....	5,429,189	30.9%	5,370,792	27.1%	3,974,917	26.7%	3,345,216	22.1%
其他乳製品 ⁽¹⁾	689,496	4.0%	791,279	4.0%	629,551	4.2%	608,191	4.0%
小計－乳製品...	15,782,940	90.0%	17,665,131	89.1%	13,292,038	89.2%	13,198,537	87.2%
牧業.....	841,024	4.7%	1,391,763	7.0%	1,056,101	7.0%	823,729	5.5%
生牛乳.....	647,032	3.7%	928,855	4.7%	768,325	5.2%	313,833	2.1%
飼料及肉牛.....	193,992	1.0%	462,908	2.3%	287,776	1.8%	509,896	3.4%
其他業務 ⁽²⁾	922,211	5.3%	775,596	3.9%	560,332	3.8%	1,111,561	7.3%
總計.....	17,546,175	100.0%	19,832,490	100.0%	14,908,471	100.0%	15,133,827	100.0%

附註：

(1) 其他乳製品主要包括乳酸菌飲料、酸奶、奶酪和稀奶油等產品。

財務資料

- (2) 其他業務主要包括(i)半加工乳製品原料的銷售；(ii)蛋類及副食品的銷售；(iii)包裝材料的銷售；(iv)合同製造服務；及(v)主要面向員工的住宅銷售。

銷量及平均售價

下表載列我們於所示期間按產品類別劃分的銷量及平均售價明細。

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	銷量	平均售價	銷量	平均售價	銷量	平均售價	銷量	平均售價
	(人民幣元/ 噸)	(人民幣元/ 千克)	(噸)	(人民幣元/ 千克)	(噸)	(人民幣元/ 千克)	(噸)	(人民幣元/ 千克)
液奶產品								
低溫液奶產品								
— 低溫酸奶...	534,887	8.8	602,737	8.8	466,333	8.9	484,852	8.6
— 鮮奶	145,881	10.8	227,397	10.0	157,139	10.2	238,602	9.4
常溫液奶產品								
— 常溫酸奶...	91,322	11.9	93,977	11.3	74,587	11.3	75,302	10.9
— 常溫牛奶...	309,320	7.4	425,504	6.7	310,402	6.8	319,191	6.2
奶粉	55,221	98.3	54,803	98.0	40,631	97.8	33,048	101.2
其他乳製品	117,594	5.9	136,377	5.8	108,047	5.8	100,856	6.0
牧業								
生牛乳	154,888	4.2	230,584	4.0	191,085	4.0	80,194	3.9
飼料及肉牛	NA*	NA*	NA*	NA*	NA*	NA*	NA*	NA*
其他業務	NA*	NA*	NA*	NA*	NA*	NA*	NA*	NA*

附註：

NA*：不適用。

按銷售渠道劃分

我們已建立廣泛的銷售網絡，幾乎涵蓋中國所有主要零售業態。我們的銷售渠道主要包括：(i)面向經銷商的銷售；及(ii)直銷(包括面向KA客戶、電商平台及企事業客戶的銷售以及通過我們線上自營店鋪的銷售)。

財務資料

下表載列我們於所示期間按銷售渠道劃分的收入明細，按絕對金額計及其佔總收入的百分比呈列：

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元，百分比除外)							
經銷商	13,062,775	74.4%	14,284,645	72.0%	10,825,339	72.6%	10,406,133	68.8%
– 線下經銷商.....	11,634,437	66.3%	12,751,505	64.3%	9,685,518	65.0%	9,449,813	62.5%
– 線上經銷商.....	1,428,338	8.1%	1,533,140	7.7%	1,139,821	7.6%	956,320	6.3%
直銷	3,561,189	20.3%	4,772,249	24.1%	3,522,800	23.6%	3,616,133	23.9%
– KA客戶	880,093	5.0%	1,155,195	5.9%	884,674	5.9%	1,036,513	6.9%
– 電商平台.....	577,196	3.3%	734,708	3.7%	534,615	3.6%	623,643	4.1%
– 線上自營店舖...	527,124	3.0%	660,015	3.3%	490,169	3.3%	485,667	3.2%
– 企事業客戶及 其他.....	1,576,776	9.0%	2,222,331	11.2%	1,613,342	10.8%	1,470,310	9.7%
其他業務 ⁽¹⁾	922,211	5.3%	775,596	3.9%	560,332	3.8%	1,111,561	7.3%
總計	17,546,175	100.0%	19,832,490	100.0%	14,908,471	100.0%	15,133,827	100.0%

附註：

- (1) 其他業務主要包括(i)半加工乳製品原料的銷售；(ii)蛋類及副食品的銷售；(iii)包裝材料的銷售；(iv)合同製造服務；及(v)主要面向員工的住宅銷售。

按市場區域劃分

於往績記錄期間，我們幾乎全部收入來自中國內地。

財務資料

下表載列我們於所示期間按收貨地點劃分的市場區域收入明細，按絕對金額計及其佔總收入的百分比呈列：

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元，百分比除外)							
華北	5,276,106	30.0%	5,771,035	29.1%	4,320,554	28.9%	4,365,352	28.9%
華東	4,424,099	25.2%	4,874,123	24.6%	3,734,678	25.0%	3,506,801	23.2%
華中	1,916,938	10.9%	2,127,251	10.7%	1,605,144	10.8%	1,557,653	10.3%
西北	1,239,839	7.1%	1,598,519	8.1%	1,222,964	8.2%	1,142,491	7.5%
西南	1,077,945	6.1%	1,448,896	7.3%	1,105,204	7.4%	1,045,352	6.9%
華南	958,477	5.5%	1,201,329	6.1%	857,404	5.8%	951,191	6.3%
東北	801,424	4.6%	935,852	4.7%	698,778	4.7%	648,416	4.3%
線上 ⁽¹⁾	927,368	5.3%	1,099,646	5.5%	803,184	5.4%	804,061	5.3%
境外 ⁽²⁾	1,768	0.0%	243	0.0%	229	0.0%	949	0.0%
其他業務 ⁽³⁾	908,808	5.3%	775,596	3.9%	560,332	3.8%	1,111,561	7.3%
總計	17,546,175	100.0%	19,832,490	100.0%	14,908,471	100.0%	15,133,827	100.0%

附註：

- (1) 指通過無法明確識別終端客戶地理位置的線上渠道產生的收入。
- (2) 指來自境外市場的收入，主要包括香港及澳門。
- (3) 其他業務主要包括(i)半加工乳製品原料的銷售；(ii)蛋類及副食品的銷售；(iii)包裝材料的銷售；(iv)合同製造服務；及(v)主要面向員工的住宅銷售。

營業成本

按性質劃分

我們的營業成本主要包括：(i)直接原材料，主要包括生牛乳及原料；(ii)包裝材料，主要包括無菌包裝材料、奶粉罐、紙盒、瓶蓋及標籤；(iii)製造費用，主要指用於生產的物業、廠房及設備的公用事業費用及折舊；(iv)運輸開支，用於將產品交付客戶；(v)直接人工，主要指生產人員的僱員薪酬，包括以股份為基礎的付款開支；(vi)乳製品及牧業項下的其他，主要包括生牛乳產品成本以及OEM收費及乳製品採購成本及(vii)其他業務經營成本。

財務資料

下表載列我們於所示期間按性質劃分的營業成本明細，按絕對金額計及其佔營業成本總額的百分比呈列：

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元，百分比除外)							
直接原材料.....	5,864,729	50.7%	6,200,826	47.8%	4,669,064	47.9%	4,600,550	44.7%
包裝材料.....	1,796,754	15.6%	2,010,011	15.5%	1,519,049	15.6%	1,537,259	14.9%
製造費用.....	1,113,950	9.7%	1,398,388	10.8%	1,061,411	10.9%	1,039,465	10.1%
運輸開支.....	803,948	7.0%	966,055	7.5%	721,590	7.4%	762,049	7.4%
直接人工.....	339,481	2.9%	413,938	3.2%	316,223	3.3%	309,851	3.0%
乳製品及牧業								
項下的其他....	714,912	6.2%	1,193,204	9.2%	881,126	9.1%	842,189	8.2%
其他業務 ⁽¹⁾	908,808	7.9%	776,288	6.0%	559,372	5.8%	1,207,076	11.7%
總計.....	11,542,582	100.0%	12,958,710	100.0%	9,727,835	100.0%	10,298,439	100.0%

附註：

- (1) 其他業務主要包括(i)半加工乳製品原料的銷售；(ii)蛋類及副食品的銷售；(iii)包裝材料的銷售；(iv)合同製造服務；及(v)主要面向員工的住宅銷售的營業成本。

按產品類別劃分

下表載列我們於所示期間按產品類別劃分的營業成本明細，按絕對金額計及其佔營業成本總額的百分比呈列。

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元，百分比除外)							
液奶產品.....	6,765,466	58.6%	8,065,841	62.2%	6,054,514	62.2%	6,519,722	63.3%
低溫液奶產品....	4,230,459	36.6%	5,028,034	38.8%	3,758,432	38.6%	4,253,740	41.3%
— 低溫酸奶....	3,279,285	28.4%	3,617,474	27.9%	2,780,384	28.6%	2,821,915	27.4%
— 鮮奶.....	951,174	8.2%	1,410,560	10.9%	978,048	10.0%	1,431,825	13.9%
常溫液奶產品....	2,535,007	22.0%	3,037,807	23.4%	2,296,082	23.6%	2,265,982	22.0%
— 常溫酸奶....	753,535	6.5%	738,660	5.7%	584,596	6.0%	558,841	5.4%
— 常溫牛奶....	1,781,472	15.5%	2,299,147	17.7%	1,711,486	17.6%	1,707,141	16.6%
奶粉.....	2,571,143	22.3%	2,329,902	18.0%	1,754,243	18.1%	1,377,515	13.4%
其他乳製品.....	526,463	4.5%	591,397	4.6%	468,406	4.8%	466,908	4.5%

財務資料

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元；百分比除外)							
小計－乳製品 ...	9,863,072	85.4%	10,987,140	84.8%	8,277,163	85.1%	8,364,145	81.2%
牧業	770,702	6.7%	1,195,282	9.2%	891,300	9.1%	727,218	7.1%
其他業務 ⁽¹⁾	908,808	7.9%	776,288	6.0%	559,372	5.8%	1,207,076	11.7%
總計	<u>11,542,582</u>	<u>100.0%</u>	<u>12,958,710</u>	<u>100.0%</u>	<u>9,727,835</u>	<u>100.0%</u>	<u>10,298,439</u>	<u>100.0%</u>

附註：

- (1) 其他業務主要包括(i)半加工乳製品原料的銷售；(ii)蛋類及副食品的銷售；(iii)包裝材料的銷售；(iv)合同製造服務；及(v)主要面向員工的住宅銷售的營業成本。

毛利及毛利率

於往績記錄期間，我們的毛利為營業收入減營業成本，毛利率則為毛利佔營業收入的百分比。下表載列我們於所示期間按產品類別劃分的毛利及毛利率明細。

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
	(未經審計)							
	(人民幣千元；百分比除外)							
液奶產品	2,898,789	30.0%	3,437,219	29.9%	2,633,056	30.3%	2,725,408	29.5%
低溫液奶產品	2,056,911	32.7%	2,552,914	33.7%	1,979,938	34.5%	2,183,459	33.9%
－ 低溫酸奶	1,434,499	30.4%	1,688,973	31.8%	1,359,873	32.8%	1,367,547	32.6%
－ 鮮奶	622,412	39.6%	863,941	38.0%	620,065	38.8%	815,912	36.3%
常溫液奶產品	841,878	24.9%	884,305	22.5%	653,118	22.1%	541,949	19.3%
－ 常溫酸奶	331,426	30.5%	327,301	30.7%	257,050	30.5%	260,223	31.8%
－ 常溫牛奶	510,452	22.3%	557,004	19.5%	396,068	18.8%	281,726	14.2%
奶粉	<u>2,858,046</u>	<u>52.6%</u>	<u>3,040,890</u>	<u>56.6%</u>	<u>2,220,674</u>	<u>55.9%</u>	<u>1,967,701</u>	<u>58.8%</u>
其他乳製品	<u>163,033</u>	<u>23.6%</u>	<u>199,882</u>	<u>25.3%</u>	<u>161,145</u>	<u>25.6%</u>	<u>141,283</u>	<u>23.2%</u>
小計－乳製品 ...	5,919,868	37.5%	6,677,991	37.8%	5,014,875	37.7%	4,834,392	36.6%
牧業	70,322	8.4%	196,481	14.1%	164,801	15.6%	96,511	11.7%
其他業務 ⁽¹⁾	13,403	1.5%	(692)	(0.1)%	960	0.2%	(95,515)	(8.6)%
總計	<u>6,003,593</u>	<u>34.2%</u>	<u>6,873,780</u>	<u>34.7%</u>	<u>5,180,636</u>	<u>34.7%</u>	<u>4,835,388</u>	<u>32.0%</u>

附註：

- (1) 其他業務主要包括(i)半加工乳製品原料的銷售；(ii)蛋類及副食品的銷售；(iii)包裝材料的銷售；(iv)合同製造服務；及(v)主要面向員工的住宅銷售。於往績記錄期間，我們將若干剩餘生牛乳加工為半加工乳製品原料作外部銷售。由於該等半加工乳製品原料的市場售價低於相關生產成本，故其他業務錄得毛損。

財務資料

税金及附加

於往績記錄期間，我們的税金及附加主要包括(i)城市維護建設稅；(ii)房產稅；(iii)教育費附加；(iv)印花稅；(v)地方教育費附加；(vi)土地使用稅；及(vii)其他稅費。

下表載列我們於所示期間的税金及附加明細，按絕對金額計及其佔税金及附加總額的百分比呈列。

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元，百分比除外)							
城市維護建設稅..	44,846	32.0%	47,940	31.6%	40,491	33.4%	35,195	30.9%
房產稅	24,429	17.4%	27,573	18.1%	20,606	17.0%	21,245	18.6%
教育費附加.....	20,343	14.5%	21,494	14.1%	18,101	14.9%	15,701	13.8%
印花稅	20,518	14.6%	20,761	13.7%	14,917	12.3%	15,795	13.9%
地方教育費附加..	13,605	9.7%	14,331	9.4%	12,069	10.0%	10,467	9.2%
土地使用稅.....	12,895	9.2%	14,028	9.2%	10,502	8.7%	11,029	9.7%
其他稅費.....	3,466	2.6%	5,806	3.9%	4,481	3.7%	4,509	3.9%
合計	<u>140,102</u>	<u>100.0%</u>	<u>151,933</u>	<u>100.0%</u>	<u>121,167</u>	<u>100.0%</u>	<u>113,941</u>	<u>100.0%</u>

銷售費用

於往績記錄期間，我們的銷售費用主要包括(i)廣告費；(ii)人工成本，指銷售及營銷人員的工資、獎金、社保繳費、以股份為基礎的付款開支及其他福利；(iii)促銷費用及宣傳費，主要指店內促銷員及通過線上及線下渠道進行的促銷活動的開支；(iv)差旅及業務招待費；(v)諮詢服務費，指支付予專業機構的戰略諮詢及市場調研費；及(vi)其他。

財務資料

下表載列我們於所示期間的銷售費用明細，按絕對金額計及其佔銷售開支總額的百分比呈列。

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元，百分比除外)							
廣告費	1,552,361	43.1%	1,108,143	32.8%	1,041,744	38%	743,822	29.4%
人工成本	873,952	24.3%	988,189	29.3%	705,438	25.7%	764,300	30.2%
促銷費用及								
宣傳費	753,822	20.9%	848,496	25.1%	673,566	24.5%	710,705	28.1%
差旅及業務								
招待費	134,955	3.7%	159,618	4.7%	118,667	4.3%	110,899	4.4%
諮詢服務費	137,165	3.8%	122,328	3.6%	96,532	3.5%	90,212	3.6%
其他 ⁽¹⁾	148,729	4.2%	150,337	4.5%	108,708	4.0%	111,245	4.3%
合計	<u>3,600,984</u>	<u>100.0%</u>	<u>3,377,111</u>	<u>100.0%</u>	<u>2,744,655</u>	<u>100.0%</u>	<u>2,531,183</u>	<u>100.0%</u>

附註：

(1) 其他主要包括(i)倉儲及裝卸費；(ii)折舊及攤銷；(iii)會務費；及(iv)其他。

管理費用

於往績記錄期間，我們的管理費用包括(i)人工成本，主要包括管理層及行政人員的工資、獎金、社保繳費、以股份為基礎的付款開支及其他福利；(ii)折舊及攤銷，與用於行政用途的物業、房屋及辦公設備、使用權資產及無形資產相關；(iii)一般營運開支，主要指我們總部及行政職能的日常營運所產生的開支，包括能源開支、辦公開支以及檢驗維修費；(iv)差旅及業務招待費；(v)[編纂]；(vi)殘疾人保障金；(vii)諮詢服務費，指支付予專業機構的法律及其他諮詢服務費；及(viii)其他。

財務資料

下表載列我們於所示期間的管理費用明細，按絕對金額計及其佔管理費用總額的百分比呈列。

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元，百分比除外)							
人工成本.....	510,152	59.8%	529,925	61.8%	377,096	62.0%	416,382	62.3%
折舊及攤銷.....	122,975	14.4%	129,576	15.2%	95,885	15.8%	99,801	14.9%
一般營運開支....	65,073	7.7%	44,798	5.2%	30,483	5.0%	31,663	4.7%
差旅及								
業務招待費....	35,766	4.2%	35,088	4.1%	25,652	4.2%	25,004	3.7%
[編纂].....	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]
殘疾人保障金....	14,620	1.7%	17,090	2.0%	12,790	2.1%	11,051	1.7%
諮詢服務費.....	44,606	5.2%	16,086	1.9%	13,692	2.2%	9,122	1.4%
其他 ⁽¹⁾	58,985	6.9%	77,866	9.1%	50,592	8.3%	63,201	9.5%
合計.....	853,298	100.0%	856,309	100.0%	608,603	100.0%	668,433	100.0%

附註：

(1) 其他主要包括環境治理費、勞務費、信息技術服務費及租賃開支。

研發費用

於往績記錄期間，我們的研發費用包括(i)人工成本，指從事研發活動人員的工資、獎金、社保繳費、以股份為基礎的付款開支及其他福利；(ii)技術研發與檢驗，指研發過程中產生的耗材、材料及檢測費；(iii)折舊及攤銷，與用於研發用途的物業、實驗室及設備相關；(iv)諮詢服務費，指支付予外部機構的技術合作及諮詢費；及(v)其他。

財務資料

下表載列我們於所示期間的研發費用明細，按絕對金額計及其佔研發費用總額的百分比呈列。

	截至12月31日止年度				截至9月30日止九個月			
	2023年		2024年		2024年		2025年	
	(未經審計)							
	(人民幣千元，百分比除外)							
人工成本.....	39,983	37.7%	44,653	45.2%	37,024	50.3%	32,317	48.5%
技術研發與檢驗..	28,242	26.6%	23,970	24.3%	16,835	22.8%	15,626	23.5%
折舊及攤銷.....	14,464	13.6%	14,457	14.6%	10,794	14.6%	9,816	14.8%
諮詢服務費.....	13,864	13.1%	8,258	8.4%	5,469	7.4%	4,263	6.4%
其他 ⁽¹⁾	9,450	9.0%	7,409	7.5%	3,579	4.9%	4,522	6.8%
合計.....	<u>106,003</u>	<u>100.0%</u>	<u>98,747</u>	<u>100.0%</u>	<u>73,701</u>	<u>100.0%</u>	<u>66,544</u>	<u>100.0%</u>

附註：

- (1) 其他主要包括與研發相關的辦公室開支、維修及保養成本、公用事業開支及保險開支。

財務費用

於往績記錄期間，我們的財務費用主要包括(i)利息支出，主要來自銀行借款及租賃負債，以及股東特殊權利相關金融負債的利息支出，該負債源於往績記錄期間前授予部分[編纂]前投資者若干特殊權利(隨後於2023年終止)；(ii)銀行手續費；(iii)匯兌損失／(收益)；及(iv)利息收入，來源於銀行存款。下表載列我們於所示期間的財務費用明細。

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
	(未經審計)			
	(人民幣千元)			
利息支出.....	940,419	404,835	311,366	209,285
銀行手續費.....	2,126	1,480	1,200	1,062
匯兌損失／(收益)...	15,486	7,537	1,214	(1,114)
減：				
利息收入.....	(29,504)	(12,220)	(8,902)	(7,657)
合計.....	<u>928,527</u>	<u>401,632</u>	<u>304,878</u>	<u>201,576</u>

財務資料

投資收益

我們的投資收益主要包括(i)以公允價值重新計量原股權／剩餘股權投資產生的利得(損失)；(ii)權益法核算的長期股權投資(損失)收益；(iii)處置長期股權投資產生的投資收益(損失)；(iv)委託貸款利息收入；(v)衍生金融工具產生的投資收益和處置收益；(vi)其他權益工具的股利收入；及(vii)其他。

下表載列我們於所示期間的投資收益明細。

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
			(未經審計)	
			(人民幣千元)	
以公允價值重新計量 原股權／剩餘股權 投資產生的 利得／(損失).....	19,404	(1,229)	—	—
權益法核算的長期股權 投資(損失)／收益..	(8,042)	(3,613)	(5,262)	60,564
處置長期股權投資 產生的投資 收益／(損失).....	7,039	(164)	—	578
委託貸款利息收入....	5,895	—	—	—
衍生金融工具產生的 投資收益和 處置收益.....	4,532	8,352	15,205	—
其他權益工具的 股利收入.....	2,152	994	994	308
其他 ⁽¹⁾	34	8,135	8,134	304
合計	31,014	12,475	19,071	61,754

附註：

(1) 其他主要指已收購附屬公司信用損失轉回。

財務資料

其他收益

我們的其他收益包括(i)直接計入的政府補助；及(ii)從遞延收益轉入的政府補助。下表載列我們於所示期間的其他收益明細。

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
	(未經審計)			
	(人民幣千元)			
直接計入的				
政府補助.....	70,855	55,011	22,438	27,913
從遞延收益轉入的				
政府補助.....	164,497	167,375	127,496	124,264
合計	235,352	222,386	149,934	152,177

公允價值變動損失

我們的公允價值變動損失指衍生金融工具的公允價值變動產生的虧損，主要來自與我們的外幣借款有關的利率互換和外匯遠期合約。於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月，我們分別錄得公允價值變動損失人民幣0.3百萬元、人民幣15.1百萬元、人民幣15.1百萬元及零。

信用減值(損失)/利得

我們錄得(i)應收賬款；(ii)其他應收款；及(iii)長期應收款的預期信用減值(損失)/利得。於2023年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月，我們的信用減值損失分別為人民幣41.6百萬元、人民幣42.4百萬元及人民幣1.3百萬元。於2024年，我們錄得信用減值利得人民幣19.2百萬元，主要是由於應收賬款的減值利得，反映在實施信用增級措施後，該等客戶的信用風險減少。

財務資料

資產減值損失

我們錄得資產減值損失，主要涉及以下各項：(i)存貨跌價損失，即當存貨的可變現淨值低於成本時確認的存貨跌價準備；(ii)生產性生物資產減值損失；(iii)固定資產減值損失；(iv)長期股權投資減值損失；(v)商譽減值損失；及(vi)無形資產減值損失。下表載列我們於所示期間的資產減值損失明細。

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
			(未經審計)	
			(人民幣千元)	
存貨跌價損失.....	136,291	66,938	61,156	110,393
生產性生物資產				
減值損失.....	98,447	35,070	7,910	3,670
固定資產減值損失...	14,336	27,468	13,087	—
長期股權投資				
減值損失.....	4,058	64,000	60,000	—
商譽減值損失.....	—	229,666	105,146	—
無形資產減值損失...	—	12,000	—	—
合計.....	253,132	435,142	247,299	114,063

資產處置損失

我們的資產處置損失主要涉及以下各項：(i)生物資產處置；(ii)固定資產處置；及(iii)使用權資產處置。下表載列我們於所示期間的資產處置損失明細。

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
			(未經審計)	
			(人民幣千元)	
生物資產處置損失...	(213,706)	(394,095)	(303,022)	(372,286)
固定資產處置				
收益／(損失).....	7,946	(4,682)	(4,330)	(576)
使用權資產處置				
收益.....	396	1,607	1,089	403
總計.....	(205,364)	(397,170)	(306,263)	(372,459)

財務資料

營業外收入

我們的營業外收入主要包括(i)廢品收入；及(ii)其他，主要包括非流動資產報廢收益及保險理賠所得款項。於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月，我們的營業外收入分別為人民幣41.5百萬元、人民幣53.0百萬元、人民幣34.8百萬元及人民幣47.7百萬元。

營業外支出

我們的營業外支出主要包括(i)捐贈支出；及(ii)其他，主要包括非流動資產報廢損失。於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月，我們的營業外支出分別為人民幣36.1百萬元、人民幣22.0百萬元、人民幣12.4百萬元及人民幣11.0百萬元。

所得稅費用

我們的所得稅費用包括當期所得稅費用及遞延所得稅費用。於2023年、2024年以及截至2024年及2025年9月30日止九個月，我們的所得稅費用分別為人民幣140.5百萬元、人民幣311.1百萬元、人民幣185.7百萬元及人民幣114.2百萬元。

下表載列我們於所示期間的所得稅費用明細：

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
			(未經審計)	
			(人民幣千元)	
當期所得稅費用	89,872	126,985	105,878	113,114
遞延所得稅費用	50,579	184,071	79,797	1,097
總計	140,451	311,056	185,675	114,211

中國

根據企業所得稅法及其實施條例，除非享有免稅或優惠待遇，本公司及其中國附屬公司的企業所得稅稅率均為25%。於往績記錄期間，根據《企業所得稅法》及相關法規，我們若干附屬公司從事畜禽養殖以及乳製品初加工所取得的收入免徵企業所得稅。此外，我們位於中國西部地區的若干附屬公司符合中國西部大開發稅收優惠政

財務資料

策所訂明的規定，按15%的企業所得稅減免稅率繳稅。此外，根據財政部及國家稅務總局發佈的相關稅務通函，我們若干附屬公司符合小型微利企業條件，於往績記錄期間，並可就其應課稅收入享有20%的優惠企業所得稅稅率。

經營業績

截至2025年9月30日止九個月與截至2024年9月30日止九個月比較

收入

我們的收入保持相對穩定，截至2024年及2025年9月30日止九個月分別為人民幣14,908.5百萬元及人民幣15,133.8百萬元。

低溫液奶產品

我們低溫液奶產品的收入由截至2024年9月30日止九個月的人民幣5,738.4百萬元增長12.2%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣6,437.2百萬元，主要由於銷量由截至2024年9月30日止九個月的623.5千噸增加至截至2025年9月30日止九個月的723.5千噸。銷量的增長主要歸因於：(i)鮮奶產品的強勁表現，其銷量由157.1千噸大幅增長至238.6千噸，受消費者對鮮奶產品偏好度提升、我們冷鏈配送能力的擴充，以及現製咖啡及茶飲連鎖店銷售增長驅動；及(ii)低溫酸奶的穩健增長，其銷量由466.3千噸增加至484.9千噸，這反映了我們強大的品牌認可度以及強化的營銷投入。前述增長部分被鮮奶平均售價由截至2024年9月30日止九個月的每千克人民幣10.2元下降至截至2025年9月30日止九個月的每千克人民幣9.4元所抵銷，這主要是由於我們推出平均售價較低的大規格產品，且供應給現製咖啡及茶飲連鎖店的原料產品佔比有所提升，而該類產品通常具有較低的平均售價。

常溫液奶產品

我們常溫液奶產品的收入由截至2024年9月30日止九個月的人民幣2,949.2百萬元減少4.8%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣2,807.9百萬元，主要由於常溫牛奶平均售價由截至2024年9月30日止九個月的每千克人民幣6.8元下降至截至2025年9月30日止九個月的每千克人民幣6.2元，這主要反映了我們為提升市場滲透率而採取的主動定價策略，以及產品組合向更實惠產品的傾斜。前述減少部分被銷量由截至2024年9月30日止九個月的385.0千噸增加至截至2025年9月30日止九個月的394.5千噸所抵銷，主要歸因於部分常溫牛奶產品線實現的內生增長。

財務資料

奶粉

我們奶粉的收入由截至2024年9月30日止九個月的人民幣3,974.9百萬元減少15.8%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣3,345.2百萬元，主要由於銷量由截至2024年9月30日止九個月的40.6千噸下降至截至2025年9月30日止九個月的33.0千噸。銷量減少主要由於我們策略調整銷售渠道，聚焦核心母嬰連鎖店並精簡長尾渠道。前述減少部分被平均售價由截至2024年9月30日止九個月的每千克人民幣97.8元增至截至2025年9月30日止九個月的每千克人民幣101.2元所抵銷，這主要反映了產品結構持續向高端配方奶粉傾斜所帶來的良性改善。

其他乳製品

我們的其他乳製品的收入於截至2024年及2025年9月30日止九個月保持相對穩定，分別為人民幣629.6百萬元及人民幣608.2百萬元。

牧業

我們牧業的收入由截至2024年9月30日止九個月的人民幣1,056.1百萬元減少22.0%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣823.7百萬元，主要由於我們生牛乳銷售收入顯著減少，這主要歸因於銷量由191.1千噸大幅下降至80.2千噸，由於我們將自供生牛乳用於乳製品生產的比重提升。前述減少部分被飼料及肉牛業務收入由截至2024年9月30日止九個月的人民幣287.8百萬元增長至截至2025年9月30日止九個月的人民幣509.9百萬元所抵銷，主要由於我們飼料加工業務的拓展。

其他業務

我們其他業務板塊的收入由截至2024年9月30日止九個月的人民幣560.3百萬元大幅增長98.4%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣1,111.6百萬元，主要由於來自主要面向員工的住宅銷售產生的收入有所增加。

營業成本

我們的營業成本由截至2024年9月30日止九個月的人民幣9,727.8百萬元增加5.9%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣10,298.4百萬元。此增加主要由於(i)其他業務營業成本增加人民幣647.7百萬元，主要歸因於主要面向員工的住宅銷售產生的額外成

財務資料

本；及(ii)運輸開支增加人民幣40.5百萬元，受銷量增長所驅動。前述增加部分被直接原材料成本減少人民幣68.5百萬元所抵銷，這主要反映了奶粉銷售下降導致的直接原材料成本下降。

毛利及毛利率

鑒於上文所述，我們的毛利由截至2024年9月30日止九個月的人民幣5,180.6百萬元下降到截至2025年9月30日止九個月的人民幣4,835.4百萬元，同期，我們的毛利率由34.7%下降至32.0%。我們乳製品的毛利由人民幣5,014.9百萬元降低到人民幣4,834.4百萬元，同期，我們乳製品的毛利率由37.7%下降到36.6%。

低溫液奶產品

我們低溫液奶產品的毛利率由截至2024年9月30日止九個月的34.5%下降至截至2025年9月30日止九個月的33.9%，主要由於鮮奶毛利率下降及其佔銷售額的佔比上升。鮮奶毛利率下降的主要歸因於我們推出平均售價較低的大規格產品。

常溫液奶產品

我們常溫液奶產品的毛利率由截至2024年9月30日止九個月的22.1%下降至截至2025年9月30日止九個月的19.3%，主要由於我們為提升市場滲透率而採取的主動定價策略，以及產品組合向價格實惠的產品傾斜。

奶粉

我們奶粉的毛利率由截至2024年9月30日止九個月的55.9%提升至截至2025年9月30日止九個月的58.8%，主要歸因於(i)產品結構向高端奶粉產品佔比提升的良性調整；及(ii)原材料成本下降，這主要反映從自有牧場採購的生牛乳成本降低。

其他乳製品

我們其他乳製品的毛利率由截至2024年9月30日止九個月的25.6%減少至截至2025年9月30日止九個月的23.2%，主要由於產品組合改變，其中毛利率較高的若干產品佔比降低。

財務資料

牧業

我們牧業的毛利率由截至2024年9月30日止九個月的15.6%減少至截至2025年9月30日止九個月的11.7%，主要由於飼料銷售收入佔比提升，而該類業務的利潤率通常低於生牛乳業務。

其他業務

我們其他業務板塊的毛利率於截至2024年9月30日止九個月為0.2%，於截至2025年9月30日止九個月轉為毛損率8.6%，主要由於產生毛損率的若干半加工乳製品原料收入提升，以消耗自供生牛乳。

稅金及附加

我們的稅金及附加於截至2024年及2025年9月30日止九個月保持相對穩定，分別為人民幣121.2百萬元及人民幣113.9百萬元。

銷售費用

我們的銷售費用由截至2024年9月30日止九個月的人民幣2,744.7百萬元減少7.8%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣2,531.2百萬元，主要由於廣告費減少人民幣297.9百萬元，這主要歸因於2024年前三季度我們對於大型綜藝節目贊助和重大體育賽事營銷廣告投放產生了大額廣告費。前述減少部分被以下兩項因素所抵銷：(i)人工成本增加人民幣58.9百萬元，主要歸因於我們執行「渠道鐵軍」策略而進行的銷售團隊的擴充；及(ii)促銷費用及宣傳費增加人民幣37.1百萬元，這主要與奶粉產品的促銷活動相關。

管理費用

我們的管理費用由截至2024年9月30日止九個月的人民幣608.6百萬元增加9.8%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣668.4百萬元，主要由於(i)人工成本增加人民幣39.3百萬元，這主要歸因於為支持業務增長而進行之人員增加及薪資調整；(ii)其他開支增加人民幣12.6百萬元，主要反映了行政雜項支出的增加；及(iii)[編纂]增加人民幣[編纂]元。

財務資料

研發費用

我們的研發費用於截至2024年及2025年9月30日止九個月保持相對穩定，分別為人民幣73.7百萬元及人民幣66.5百萬元，開支有所下降主要由於我們整合研發團隊，提升了研發運營效率。

財務費用

我們的財務費用由截至2024年9月30日止九個月的人民幣304.9百萬元減少33.9%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣201.6百萬元，主要由於利息支出減少人民幣102.1百萬元，而這主要歸因於我們償還部分高息借款，同時在利率下調的環境下優化債務結構。

投資收益

我們的投資收益由截至2024年9月30日止九個月的人民幣19.1百萬元大幅增長223.8%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣61.8百萬元，主要由於出售兩家附屬公司（其後成為我們的聯營公司）部分股權導致使用權益法核算的長期股權投資收益增加人民幣65.8百萬元。

其他收益

我們的其他收益保持相對穩定，截至2024年及2025年9月30日止九個月分別為人民幣149.9百萬元及人民幣152.2百萬元。

公允價值變動損失

我們於截至2024年9月30日止九個月錄得公允價值變動損失人民幣15.1百萬元，主要由於衍生金融工具的公允價值變動所致。截至2025年9月30日止九個月，我們並未錄得此類虧損。

信用減值損失

我們的信用減值損失由截至2024年9月30日止九個月的人民幣42.4百萬元大幅減少至截至2025年9月30日止九個月的人民幣1.3百萬元，主要由於應收款項信用減值損失減少人民幣40.4百萬元，這主要由於2024年第四季度我們對若干客戶實施信用增級措施後，該等客戶的信用風險有所降低，導致我們於2025年前9個月計提的信用減值損失降低。

財務資料

資產減值損失

我們的資產減值損失由截至2024年9月30日止九個月的人民幣247.3百萬元減少53.9%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣114.1百萬元，主要由於截至2024年9月30日止九個月(i)一家歷史收購公司確認的商譽資產減值損失人民幣105.1百萬元；及(ii)對於一家被投企業確認的長期股權投資減值損失人民幣60.0百萬元，這兩項於2025年同期均未再發生。前述減少部分被存貨跌價損失增加人民幣49.2百萬元所抵銷，這主要反映了我們針對部分預計銷售虧損的項目的存貨計提跌價準備。

資產處置損失

我們的資產處置損失由截至2024年9月30日止九個月的人民幣306.3百萬元增加21.6%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣372.5百萬元，主要由於生物資產處置損失增加人民幣69.3百萬元，這主要反映了隨着我們牛群規模擴大及市場價格波動，被淘汰奶牛的數量有所增加。

營業外收入

我們的營業外收入由截至2024年9月30日止九個月的人民幣34.8百萬元增長36.9%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣47.7百萬元，主要由於(i)廢品銷售所得收入增加人民幣9.0百萬元；及(ii)其他雜項收入增加人民幣3.8百萬元。

營業外支出

我們的營業外支出截至2024年及2025年9月30日止九個月保持相對穩定，分別為人民幣12.4百萬元及人民幣11.0百萬元。

所得稅費用

我們的所得稅費用由截至2024年9月30日止九個月的人民幣185.7百萬元減少38.5%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣114.2百萬元，主要由於(i)截至2024年9月30日止九個月確認的商譽減值損失及長期股權投資的減值損失不可在稅前抵扣，而該事項於2025年同期未再發生；及(ii)我們農產品免稅的收入有所增加。

財務資料

淨利潤

鑒於上文所述，我們的經調整淨利潤（非中國企業會計準則計量）由截至2024年9月30日止九個月的人民幣756.1百萬元增長25.0%至截至2025年9月30日止九個月的人民幣944.7百萬元；同期，我們的經調整淨利率由5.1%提升至6.2%，淨利潤則由截至2024年9月30日止九個月的人民幣722.3百萬元增長至截至2025年9月30日止九個月的人民幣902.3百萬元。

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17,546.2百萬元增長13.0%至2024年的人民幣19,832.5百萬元，主要得益於我們液奶產品及其他乳製品與牧業業務的銷量提升，這主要歸因於低溫和常溫液奶產品線的有機增長；銀橋與來思爾的業務合併；及我們推行的「渠道鐵軍」策略及對新興市場的開拓。前述增長部分被奶粉業務因銷量下降導致的收入輕微下滑所抵銷。

低溫液奶產品

我們的低溫液奶產品收入由2023年的人民幣6,287.4百萬元增長20.6%至2024年的人民幣7,580.9百萬元，主要由於銷量由2023年的680.8千噸增加至2024年的830.1千噸，這主要受以下因素驅動：(i)鮮奶銷售量的強勁增長，歸因於消費者的偏好提升、我們對新興市場和現製咖啡及茶飲連鎖店的拓展；及(ii)低溫酸奶銷售量的穩定增長，體現了我們強大的品牌認知度以及加強營銷投入。前述增長部分被鮮奶平均售價由2023年的每千克人民幣10.8元下降至2024年的每千克人民幣10.0元所抵銷，這主要是由於我們推出平均售價較低的大規格產品，且供應給現製咖啡及茶飲連鎖店的材料產品佔比有所提升，而該類產品通常具有較低的平均售價。

常溫液奶產品

我們的常溫液奶產品收入由2023年的人民幣3,376.9百萬元增長16.1%至2024年的人民幣3,922.1百萬元，主要由於銷量由2023年的400.6千噸大幅增加至2024年的519.5千噸，這主要受以下因素驅動：(i)銀橋與來思爾的業務合併，顯著提升了我們在西北和西南地區的常溫牛奶銷售；及(ii)對新興市場和特定渠道的拓展。前述增長部分被常溫牛奶的平均售價由2023年的每千克人民幣7.4元下降至2024年的每千克人民幣6.7

財務資料

元，及常溫酸奶的平均售價由2023年的每千克人民幣11.9元下降至2024年的每千克人民幣11.3元所抵銷，這主要反映了產品結構因銀橋與來思爾整合而發生變化，該等公司的產品平均售價通常低於我們原有的產品組合。

奶粉

我們的奶粉收入保持相對穩定，2023年及2024年分別為人民幣5,429.2百萬元及人民幣5,370.8百萬元。

其他乳製品

我們的其他乳製品收入由2023年的人民幣689.5百萬元增長14.8%至2024年的人民幣791.3百萬元，主要由於銀橋的併購帶來的業務增量。

牧業

我們的牧業收入由2023年的人民幣841.0百萬元大幅增長65.5%至2024年的人民幣1,391.8百萬元，主要由於：(i)生牛乳銷售收入增加，主要歸因於銷量由2023年的154.9千噸大幅增至2024年的230.6千噸，而銷量增長得益於自有牧場生牛乳產量提升；但此項增長部分被生牛乳平均售價下降所抵銷，反映該期間生牛乳的市場價格波動；及(ii)飼料收入增加，主要歸因於飼料加工業務的規模擴張。

其他業務

我們的其他業務收入由2023年的人民幣922.2百萬元下降15.9%至2024年的人民幣775.6百萬元，主要由於我們優先將產能用於自有產品生產導致合同製造服務收入減少所致。

營業成本

我們的營業成本由2023年的人民幣11,542.6百萬元增長12.3%至2024年的人民幣12,958.7百萬元，主要由於隨着我們銷售規模增長帶來的(i)乳製品及牧業項下的其他成本增加人民幣478.3百萬元；(ii)直接原材料增加人民幣336.1百萬元；(iii)製造費用增加人民幣284.4百萬元；(iv)包裝材料增加人民幣213.3百萬元；及(v)運輸開支增加人民幣162.1百萬元。

財務資料

毛利及毛利率

鑒於上文所述，我們的毛利由2023年的人民幣6,003.6百萬元增長14.5%至2024年的人民幣6,873.8百萬元，同期我們的毛利率由34.2%提升至34.7%。我們乳製品的毛利由人民幣5,919.9百萬元增加到人民幣6,678.0百萬元，同期，我們乳製品的毛利率由37.5%增加到37.8%。

低溫液奶產品

我們的低溫液奶產品毛利率由2023年的32.7%提升至2024年的33.7%。主要歸因於(i)產品組合中高利潤率鮮奶的佔比有所提升；及(ii)低溫酸奶的毛利率上升。

常溫液奶產品

我們的常溫液奶產品毛利率由2023年的24.9%下降至2024年的22.5%，主要原因是銀橋與來思爾的常溫液奶產品毛利率低於我們原有的常溫液奶產品組合毛利率。

奶粉

我們的奶粉毛利率由2023年的52.6%提升至2024年的56.6%。主要歸因於：(i)自有牧場自供生牛乳飼喂成本下降；及(ii)產品組合結構優化，高利潤率奶粉產品佔比有所提升。

其他乳製品

我們的其他乳製品毛利率由2023年的23.6%增長到2024年的25.3%，主要由於我們併購銀橋後引入的乳酸菌飲料產品具有較高的毛利率。

牧業

我們的牧業毛利率由2023年的8.4%提升至2024年的14.1%，主要歸因於自有牧場生牛乳飼喂成本下降導致生牛乳銷售的毛利率提升，以及我們於2023年的肉牛業務的毛利率較低，該業務已於2024年終止。

財務資料

其他業務

我們其他業務的毛利率於2023年為1.5%，於2024年轉為毛損率0.1%，主要由於產生毛損率的若干半加工乳製品原料收入佔比提升，以消耗自供生牛乳。

稅金及附加

我們的稅金及附加由2023年的人民幣140.1百萬元增長8.4%至2024年的人民幣151.9百萬元，主要由於我們的業務擴張及收入增長趨勢所導致。

銷售費用

我們的銷售費用由2023年的人民幣3,601.0百萬元下降6.2%至2024年的人民幣3,377.1百萬元，主要由於廣告費減少人民幣444.2百萬元，這主要反映了廣告投放效率提升以及向觸及率更高的媒介轉型。前述減少部分被以下項目所抵銷：(i)人工成本增加人民幣114.2百萬元，主要歸因於執行「渠道鐵軍」策略及拓展新興市場導致的銷售團隊的擴充；(ii)促銷費用及宣傳費增加人民幣94.7百萬元，主要由於有關店內銷售推廣員及於零售網點進行多項促銷活動的開支增加。

管理費用

我們的管理費用保持相對穩定，2023年及2024年分別為人民幣853.3百萬元及人民幣856.3百萬元。

研發費用

我們的研發費用於2023年及2024年保持相對穩定，金額分別為人民幣106.0百萬元及人民幣98.7百萬元，小幅下降的主要原因是部分產品研發項目順利完成。

財務費用

我們的財務費用由2023年的人民幣928.5百萬元大幅下降56.7%至2024年的人民幣401.6百萬元，主要由於利息支出減少人民幣535.6百萬元，這主要由於在2023年與股東特殊權利相關的金融負債利息支出達人民幣554.4百萬元，該負債源於往績記錄期間前授予部分[編纂]前投資者若干特殊權利。此類特殊權利已於2023年終止，導致相關負債終止確認，且後續不再產生利息支出。請參閱本文件附錄一會計師報告附註(六)37。

財務資料

投資收益

我們的投資收益由2023年的人民幣31.0百萬元減少59.8%至2024年的人民幣12.5百萬元，主要由於(i)2023年確認了一次性收益人民幣19.4百萬元，該收益源於進一步收購一家附屬公司的股權時，對我們先前持有的該附屬公司股權進行的重新計量；及(ii)以權益法入賬的長期股權投資虧損減少人民幣4.4百萬元，主要由於出售兩家附屬公司(其後成為我們的聯營公司)部分股權導致投資收益增加，部分被(i)衍生金融工具投資收益增加人民幣3.8百萬元所抵銷。

其他收益

我們的其他收益維持相對穩定，於2023年及2024年分別為人民幣235.4百萬元及人民幣222.4百萬元。

公允價值變動損失

我們的公允價值變動損失由人民幣0.3百萬元增加至人民幣15.1百萬元，主要由於利率互換和外匯遠期合約公允價值變動導致。

信用減值利得/(損失)

我們於2024年錄得信用減值利得淨額人民幣19.2百萬元，而2023年為信用減值損失人民幣41.6百萬元。這一轉變主要由於應收賬款的減值利得，這主要反映了實施信用增級措施後，該等客戶的信用風險有所降低。

資產減值損失

我們的資產減值損失由2023年的人民幣253.1百萬元增長71.9%至2024年的人民幣435.1百萬元，主要由於：(i)商譽減值損失增加人民幣229.7百萬元，主要歸因於若干所收購附屬公司的業績波動；及(ii)長期股權投資減值損失增加人民幣59.9百萬元，主要反映了因部分聯營公司經營業績而計提的準備。前述增加部分被以下項目所抵銷：(i)生產性生物資產減值損失減少人民幣63.4百萬元，主要反映了隨着部分牧場經營表現改善，我們就奶牛群計提的減值準備相應減少；及(ii)存貨跌價損失減少人民幣69.4百萬元，主要由於存貨水平下降導致就全脂乳粉計提的減值準備有所減少。

財務資料

資產處置損失

我們的資產處置損失由2023年的人民幣205.4百萬元增長93.4%至2024年的人民幣397.2百萬元，主要由於生物資產處置損失增加人民幣180.4百萬元，這主要反映了隨着牛群規模擴大，被淘汰的奶牛數量相應增加及市場價格波動。

營業外收入

我們的營業外收入由2023年的人民幣41.5百萬元增長至2024年的人民幣53.0百萬元，部分由於我們的廢品收入增加。

營業外支出

我們的營業外支出由2023年的人民幣36.1百萬元下降至2024年的人民幣22.0百萬元，主要由於2023年產生了金額較高的多項捐贈開支。

所得稅費用

我們的所得稅費用由2023年的人民幣140.5百萬元大幅增加至2024年的人民幣311.1百萬元。此增加主要由於：(i)遞延所得稅費用增加人民幣133.5百萬元，主要反映了與我們的資產和負債相關的暫時性差異變動；及(ii)當期所得稅費用增加人民幣37.1百萬元，主要反映了我們的應納稅收入隨着業務增長而有所增加。

淨利潤

鑒於上文所述，我們的經調整淨利潤（非中國企業會計準則計量）由2023年的人民幣603.0百萬元增長92.5%至2024年的人民幣1,160.6百萬元；同期，我們的經調整淨利率由3.4%提升至5.9%，淨利潤則由2023年的人民幣5.6百萬元大幅增長至2024年的人民幣1,114.5百萬元。

財務資料

綜合財務狀況表選定項目的討論

下表載列截至所示日期綜合財務狀況表的選定項目。

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
流動資產			
貨幣資金.....	1,488,990	1,584,606	1,421,054
衍生金融資產.....	24,827	—	—
應收票據.....	2,582	2,400	6,538
應收賬款.....	978,794	868,967	908,225
應收款項融資.....	419	—	284
預付款項.....	186,330	193,087	160,425
其他應收款.....	125,219	189,791	258,362
存貨.....	3,325,366	3,270,289	2,595,992
一年內到期的非流動資產.....	3,378	44,287	14,731
其他流動資產.....	221,950	251,226	283,181
流動資產總額.....	6,357,855	6,404,653	5,648,792
非流動資產			
長期應收款.....	108,101	80,846	112,517
長期股權投資.....	339,654	647,026	707,618
其他權益工具投資.....	87,250	94,650	94,650
固定資產.....	8,127,525	7,993,463	7,828,969
在建工程.....	530,339	363,436	252,000
生產性生物資產.....	4,758,410	4,796,338	4,905,562
使用權資產.....	558,822	500,557	482,760
無形資產.....	1,313,992	1,301,983	1,354,363
商譽.....	730,060	500,393	500,393
長期待攤費用.....	42,726	48,415	36,018
遞延所得稅資產.....	788,231	595,180	589,950
其他非流動資產.....	154,769	122,666	259,303
非流動資產總額.....	17,539,879	17,044,953	17,124,103

財務資料

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
流動負債			
短期借款.....	1,939,949	2,241,125	1,907,680
應付票據.....	277,266	359,125	228,862
應付賬款.....	2,561,563	2,644,091	2,287,998
合同負債.....	1,963,202	1,928,398	1,316,716
應付職工薪酬.....	254,042	272,574	230,991
應交稅費.....	76,628	101,747	127,094
其他應付款.....	2,167,673	1,543,445	1,598,855
一年內到期的非流動負債.....	1,430,564	2,397,695	1,653,383
其他流動負債.....	248,432	192,673	175,871
流動負債總額	10,919,319	11,680,873	9,527,450
流動負債淨額	4,561,464	5,276,220	3,878,658
非流動負債			
長期借款.....	6,525,487	5,116,351	6,493,295
租賃負債.....	387,572	336,821	328,984
長期應付款.....	167,951	109,949	104,724
預計負債.....	19,652	22,145	22,690
遞延收益.....	1,064,730	1,020,868	954,638
遞延所得稅負債.....	145,748	138,618	134,486
非流動負債總額	8,311,140	6,744,752	8,038,817
負債總額	19,230,459	18,425,625	17,566,267
資產淨額	4,667,275	5,023,981	5,206,628

財務資料

應收賬款

我們的應收賬款主要包括在正常業務過程中應向客戶收取的款項。下表載列我們截至所示日期的應收款項明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
			(人民幣千元)
應收賬款.....	1,034,788	904,607	941,368
減：			
信用損失準備.....	(55,994)	(35,640)	(33,143)
總計	978,794	868,967	908,225

我們的應收賬款由截至2023年12月31日的人民幣978.8百萬元下降11.2%至截至2024年12月31日的人民幣869.0百萬元，主要由於(i)來自若干客戶的應收款項減少，這主要得益於我們加強了收款力度。我們的應收款項截至2024年12月31日及2025年9月30日分別為人民幣869.0百萬元及人民幣908.2百萬元，保持相對穩定。

下表載列截至所示日期，基於收入確認時點並扣除信用損失準備後的應收賬款賬齡分析：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
			(人民幣千元)
1年以內(含1年).....	978,794	842,213	883,277
1至2年(含2年).....	—	15,518	1,821
2至3年(含3年).....	—	11,236	18,706
3年以上.....	—	—	4,421
總計	978,794	868,967	908,225

財務資料

下表載列我們於所示期間的應收賬款平均周轉天數：

	截至12月31日止年度		截至9月30日 止九個月
	2023年	2024年	2025年
	(天)		
應收賬款平均周轉天數 ⁽¹⁾	18	18	16

附註：

- (1) 應收賬款平均周轉天數等於所示期間應收賬款賬面淨值期初與期末餘額的平均值，除以同期收入，再乘以天數（全年期間乘以360天，九個月期間乘以270天）。

我們的應收賬款平均周轉天數於2023年、2024年及截至2025年9月30日止九個月分別為18天、18天及16天，整體保持相對穩定。

截至2025年11月30日，我們截至2025年9月30日尚未結清的應收賬款中，人民幣556.0百萬元或59.1%已在期後結清。

存貨

我們的存貨主要包括(i)原材料；(ii)庫存商品；(iii)周轉材料；(iv)包裝物；及(v)在建及待售物業。下表載列我們截至所示日期的存貨明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年 (未經審計)
	(人民幣千元)		
原材料	1,756,284	1,547,431	1,247,563
在建物業	927,262	1,066,609	59,111
待售物業	—	—	737,343
庫存商品	287,700	335,726	246,033
周轉材料	132,731	120,259	129,383
包裝物	100,909	117,990	126,747
消耗性生物資產	49,996	—	—
其他 ⁽¹⁾	70,484	82,274	49,812
總計	3,325,366	3,270,289	2,595,992

附註：

- (1) 其他主要包括發出商品、低值易耗品、委託加工材料及合同履約成本。

財務資料

我們的存貨保持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日分別為人民幣3,325.4百萬元及人民幣3,270.3百萬元。我們的存貨由截至2024年12月31日的人民幣3,270.3百萬元減少20.6%至截至2025年9月30日的人民幣2,596.0百萬元，主要由於(i)由於我們飼料採購面對季節性，於第四季度通常會加大採購量，導致原料減少人民幣299.9百萬元，及(ii)在建及待售物業減少人民幣270.2百萬元，主要歸因於主要面向員工的住宅銷售。

下表載列我們截至所示日期與乳製品及牧業相關的存貨的賬齡分析：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		(未經審計)
1年以內(含1年)	2,398,300	2,087,381	1,760,703
1至2年(含2年)	79,499	123,572	51,646
2至3年(含3年)	49,312	16,741	5,359
3年以上	15,762	49,555	45,361
減：			
存貨跌價準備	(144,769)	(73,570)	(63,531)
總計	2,398,104	2,203,679	1,799,538

下表載列我們於所示期間的存貨平均周轉天數及與乳製品及牧業相關的存貨平均周轉天數：

	截至12月31日止年度		截至9月30日
	2023年	2024年	止九個月
	(天)		(未經審計)
存貨平均周轉天數 ⁽¹⁾	104	92	77
與乳製品及牧業相關的存貨			
平均周轉天數 ⁽²⁾	79	64	55

附註：

- (1) 存貨平均周轉天數等於所示期間的存貨期初與期末餘額的平均值，除以同期營業成本，再乘以天數(全年期間乘以360天，九個月期間乘以270天)。
- (2) 與乳製品及牧業相關的存貨平均周轉天數等於所示期間的與乳製品及牧業相關的存貨期初與期末餘額的平均值，除以同期與乳製品及牧業相關的營業成本，再乘以天數(全年期間乘以360天，九個月期間乘以270天)。

財務資料

我們的存貨平均周轉天數由2023年的104天減少至2024年的92天，主要由於保質期較短的液奶產品銷售比重增加。我們的存貨平均周轉天數由2024年的92天減少至截至2025年9月30日止九個月的77天，主要由於(i)保質期較短的液奶產品銷售比重增加；及(ii)主要面向員工的住宅銷售導致在建及待售物業的結餘減少。

截至2025年11月30日，我們截至2025年9月30日的存貨中，人民幣1,110.1百萬元或41.4%已售出或投入使用。

其他流動資產

我們的其他流動資產主要包括(i)待認證進項稅額；(ii)待攤費用；(iii)留抵進項稅；及(iv)預繳企業所得稅。下表載列我們截至所示日期的其他流動資產明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
	(人民幣千元)		
待認證進項稅額	59,384	136,139	132,793
待攤費用	64,596	47,607	61,255
留抵進項稅	46,327	18,897	22,564
預繳企業所得稅	31,072	18,583	37,212
預繳增值稅	8,781	14,708	6,712
預繳其他稅費	7,272	11,363	13,489
退貨資產權利	4,122	1,459	2,378
其他	396	2,470	6,778
總計	221,950	251,226	283,181

我們的其他流動資產由截至2023年12月31日的人民幣222.0百萬元增加13.2%至截至2024年12月31日的人民幣251.2百萬元，主要由於待認證進項稅額增加人民幣76.8百萬元所致，這主要歸因於相關稅務機構的稅務認證時間差異所致。前述增加部分被以下各項所抵銷：(i)留抵進項稅減少人民幣27.4百萬元，主要反映了可抵扣進項稅的動用情況；及(ii)待攤費用減少人民幣17.0百萬元。

我們的其他流動資產由截至2024年12月31日的人民幣251.2百萬元增加12.7%至截至2025年9月30日的人民幣283.2百萬元，主要由於(i)預繳企業所得稅增加人民幣18.6百萬元，主要由於預繳稅款的時間安排；及(ii)待攤費用增加人民幣13.6百萬元。

財務資料

固定資產

我們的固定資產主要包括(i)房屋及建築物；(ii)機器設備；(iii)辦公設備；及(iv)運輸設備。下表載列我們截至所示日期的固定資產明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
房屋及建築物	4,858,110	4,743,075	4,658,178
機器設備	3,160,538	3,173,049	3,109,813
辦公設備	69,145	49,467	40,498
運輸設備	39,732	27,872	20,480
總計	8,127,525	7,993,463	7,828,969

我們的固定資產保持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日分別為人民幣8,127.5百萬元、人民幣7,993.5百萬元及人民幣7,829.0百萬元。

生產性生物資產

我們的生產性生物資產主要包括(i)未成熟生產性生物資產（主要包括犢牛及青年牛）；及(ii)成熟生產性生物資產（主要包括成母牛等）。下表載列我們截至所示日期的生產性生物資產明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
未成熟生產性生物資產	2,815,853	2,034,999	2,176,586
成熟生產性生物資產	1,942,557	2,761,339	2,728,976
總計	4,758,410	4,796,338	4,905,562

我們的生產性生物資產保持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日分別為人民幣4,758.4百萬元、人民幣4,796.3百萬元及人民幣4,905.6百萬元。

財務資料

無形資產

我們的無形資產主要包括(i)土地使用權；(ii)商標；(iii)專利與非專利技術；(iv)計算機軟件；及(v)其他。下表載列我們截至所示日期的無形資產明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
土地使用權.....	548,489	534,044	581,791
商標.....	510,794	498,419	498,403
專利與非專利技術.....	202,773	180,858	164,318
計算機軟件.....	51,895	88,662	109,851
其他.....	41	—	—
總計.....	1,313,992	1,301,983	1,354,363

我們的無形資產保持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日分別為人民幣1,314.0百萬元、人民幣1,302.0百萬元及人民幣1,354.4百萬元。

應付賬款

我們的應付賬款主要包括(i)應付購貨款；(ii)應付運費；及(iii)應付工程款。下表載列我們截至所示日期的應付賬款明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
應付購貨款.....	2,291,851	2,279,740	1,996,123
應付運費.....	145,151	232,724	154,500
應付工程款.....	124,561	131,627	137,375
總計.....	2,561,563	2,644,091	2,287,998

財務資料

我們的應付賬款保持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日分別為人民幣2,561.6百萬元及人民幣2,644.1百萬元。我們的應付賬款由截至2024年12月31日的人民幣2,644.1百萬元下降13.5%至截至2025年9月30日的人民幣2,288.0百萬元，主要由於：(i)應付購貨款減少人民幣283.6百萬元，這與我們飼料採購的季節性特徵相關，四季度通常會加大採購量；及(ii)應付運費減少人民幣78.2百萬元，主要歸因於2024年年末累積的應付運費完成結算。

下表載列我們截至所示日期應付賬款的賬齡分析：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
1年以內(含1年)	2,548,253	2,616,514	2,272,980
1至2年(含2年)	10,681	22,327	12,910
2至3年(含3年)	1,247	2,784	1,988
3年以上	1,382	2,466	120
總計	2,561,563	2,644,091	2,287,998

下表載列我們於所示期間的應付賬款平均周轉天數：

	截至12月31日止年度		截至9月30日
	2023年	2024年	止九個月
		(天)	
應付賬款平均周轉天數 ⁽¹⁾	80	72	65

附註：

- (2) 應付賬款平均周轉天數等於所示期間的應付賬款期初與期末餘額的平均值，除以同期營業成本，再乘以天數(全年期間乘以360天，九個月期間乘以270天)。

財務資料

我們的應付賬款平均周轉天數由2023年的80天減少至2024年的72天，主要由於我們的付款效率有所提升。我們的應付賬款平均周轉天數由2024年的72天減少至截至2025年9月30日止九個月的65天。該減少主要歸因於飼料採購的季節性波動，以及2024年年末累積應付運費的結算。

截至2025年11月30日，我們截至2025年9月30日的應付賬款中，人民幣1,492.8百萬元或65.2%已在期後結清。

合同負債

我們的合同負債主要包括(i)商品銷售預收款；及(ii)其他預收款。下表載列我們截至所示日期的合同負債明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
商品銷售預收款	1,440,969	1,388,263	1,186,253
其他預收款	522,233	540,135	130,463
總計	1,963,202	1,928,398	1,316,716

我們的合同負債保持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日分別為人民幣1,963.2百萬元及人民幣1,928.4百萬元。我們的合同負債由截至2024年12月31日的人民幣1,928.4百萬元減少31.7%至截至2025年9月30日的人民幣1,316.7百萬元，主要由於(i)其他預收款減少人民幣409.7百萬元，主要歸因於主要面向員工的已竣工住宅銷售於交付時確認收入；(ii)商品銷售預收款減少人民幣202.0百萬元，主要反映客戶為應對新年銷售旺季而於年末產生的訂單波動。

截至2025年11月30日，我們截至2025年9月30日的合同負債中，約人民幣873.4百萬元或66.3%確認為收入。

其他應付款

我們的其他應付款主要包括(i)長期資產採購款；(ii)應付及預提廣告費；(iii)押金及保證金；(iv)應付配送商代墊款；(v)應付股利；(vi)預提促銷費及其他費用；及(vii)其他。

財務資料

下表載列我們截至所示日期的其他應付款明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		(未經審計)
長期資產採購款	529,463	587,999	438,124
應付及預提廣告費	496,124	122,088	227,169
押金及保證金	366,834	278,609	273,137
應付配送商代墊款	269,846	253,422	166,284
應付股利	205,463	–	67,822
預提促銷費及其他費用	178,849	190,177	296,103
其他	121,094	111,150	130,216
總計	2,167,673	1,543,445	1,598,855

我們的其他應付款由截至2023年12月31日的人民幣2,167.7百萬元減少28.8%至截至2024年12月31日的人民幣1,543.4百萬元，主要由於：(i)應付及預提廣告費減少人民幣374.0百萬元，主要原因在於若干重大營銷活動結束後相關應付款項的結算；(ii)應付股利減少人民幣205.5百萬元，主要由於結算上年度宣派的股息所致；及(iii)押金及保證金減少人民幣88.2百萬元，主要由於終止與部分經銷商的合作退還保證金所致。前述減少部分被長期資產採購款增加人民幣58.5百萬元所抵銷，主要由於我們對生產設施的持續投資。我們的其他應付款保持相對穩定，截至2024年12月31日及2025年9月30日分別為人民幣1,543.4百萬元及人民幣1,598.9百萬元。

截至2025年11月30日，我們截至2025年9月30日尚未結清的其他應付款中，人民幣535.0百萬元或33.5%已在期後結清。

遞延收益

我們的遞延收益主要包括(i)與資產相關的政府補助；及(ii)與收益相關的政府補助。下表載列我們截至所示日期的遞延收益明細：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		(未經審計)
與資產相關的政府補助	1,035,636	1,000,909	939,350
與收益相關的政府補助	29,094	19,959	15,288
總計	1,064,730	1,020,868	954,638

財務資料

我們的遞延收益保持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日分別為人民幣1,064.7百萬元及人民幣1,020.9百萬元。我們的遞延收益由截至2024年12月31日的人民幣1,020.9百萬元下降6.5%至截至2025年9月30日的人民幣954.6百萬元，主要由於與資產相關的政府補助減少人民幣61.6百萬元，由於若干與資產相關的政府補助到期所致。

流動負債淨額

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9月30日	截至11月30日
	2023年	2024年	2025年	2025年
	(未經審計)			
	(人民幣千元)			
流動資產				
貨幣資金.....	1,488,990	1,584,606	1,421,054	1,607,529
衍生金融資產.....	24,827	—	—	—
應收票據.....	2,582	2,400	6,538	1,819
應收賬款.....	978,794	868,967	908,225	1,033,349
應收款項融資.....	419	—	284	3,582
預付款項.....	186,330	193,087	160,425	152,351
其他應收款.....	125,219	189,791	258,362	276,790
存貨.....	3,325,366	3,270,289	2,595,992	2,757,353
一年內到期的				
非流動資產.....	3,378	44,287	14,731	14,766
其他流動資產.....	221,950	251,226	283,181	265,797
流動資產總額.....	6,357,855	6,404,653	5,648,792	6,113,336
流動負債				
短期借款.....	1,939,949	2,241,125	1,907,680	1,682,500
應付票據.....	277,266	359,125	228,862	241,549
應付賬款.....	2,561,563	2,644,091	2,287,998	2,628,179
合同負債.....	1,963,202	1,928,398	1,316,716	1,175,188
應付職工薪酬.....	254,042	272,574	230,991	233,589
應交稅費.....	76,628	101,747	127,094	132,048
其他應付款.....	2,167,673	1,543,445	1,598,855	2,571,004
一年內到期的				
非流動負債.....	1,430,564	2,397,695	1,653,383	1,280,703
其他流動負債.....	248,432	192,673	175,871	173,193
流動負債總額.....	10,919,319	11,680,873	9,527,450	10,117,953
流動負債淨額.....	4,561,464	5,276,220	3,878,658	4,004,617

財務資料

截至2025年11月30日，我們的流動負債淨額為人民幣4,004.6百萬元，較截至2025年9月30日人民幣3,878.7百萬元的流動負債淨額增加人民幣125.9百萬元。該增加主要由於：(i)其他應付款項增加人民幣972.1百萬元，主要由於宣派股息人民幣1,000.0百萬元（於2025年10月舉行的臨時股東會上獲批）；及(ii)應付賬款增加人民幣340.2百萬元。該增加部分被(i)一年內到期的非流動負債減少人民幣372.7百萬元；(ii)短期借款減少人民幣225.2百萬元；及(iii)貨幣資金增加人民幣186.5百萬元所抵銷。

截至2025年9月30日，我們的流動負債淨額為人民幣3,878.7百萬元，較截至2024年12月31日人民幣5,276.2百萬元的流動負債淨額減少人民幣1,397.5百萬元。該減少主要由於：(i)一年內到期的非流動負債減少人民幣744.3百萬元；(ii)合同負債減少人民幣611.7百萬元；(iii)應付賬款減少人民幣356.1百萬元；及(iv)短期借款減少人民幣333.4百萬元。該減少部分被以下項目所抵銷：(i)存貨減少人民幣674.3百萬元；(ii)貨幣資金減少人民幣163.6百萬元；及(iii)應付票據減少人民幣130.3百萬元。

截至2024年12月31日，我們的流動負債淨額為人民幣5,276.2百萬元，較截至2023年12月31日人民幣4,561.5百萬元的流動負債淨額增加人民幣714.7百萬元。該增加主要由於：(i)一年內到期的非流動負債增加人民幣967.1百萬元；(ii)短期借款增加人民幣301.2百萬元；及(iii)應收賬款減少人民幣109.8百萬元。該增加部分被(i)其他應付款減少人民幣624.2百萬元；及(ii)貨幣資金增加人民幣95.6百萬元所抵銷。

流動資金及資本資源

於往績記錄期間，我們的現金需求主要來自經營活動所得現金及銀行借款。我們監察及維持現金及現金等價物水平，認為足以撥付我們的營運及減輕現金流量波動的影響。截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，我們的現金及現金等價物分別為人民幣1,354.5百萬元、人民幣1,477.4百萬元及人民幣1,366.0百萬元。

財務資料

現金流量

下表列示我們於所示期間的選定綜合現金流量數據。

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
	(未經審計)			
	(人民幣千元)			
經營活動產生的				
現金流量淨額	2,023,010	3,530,528	2,623,352	1,962,141
投資活動產生的				
現金流量淨額	(3,760,155)	(2,333,336)	(1,562,339)	(1,474,820)
籌資活動產生的				
現金流入／(流出)				
淨額	1,541,021	(1,074,238)	(1,049,859)	(598,630)
外匯匯率變動對現金及				
現金等價物的				
影響額	20	(30)	(1)	(116)
現金及現金等價物淨				
(減少)／增加額 . . .	(196,104)	122,924	11,153	(111,425)
年／期初現金及				
現金等價物餘額 . . .	1,550,567	1,354,463	1,354,463	1,477,387
年／期末現金及				
現金等價物餘額 . . .	1,354,463	1,477,387	1,365,616	1,365,962

經營活動

截至2025年9月30日止九個月，我們的經營活動產生的現金流入淨額為人民幣1,962.1百萬元，即來自經營活動的現金流入人民幣18,159.6百萬元，經以下項目調整後得出：(i)購買商品、接受勞務支付的現金人民幣11,273.2百萬元；(ii)其他經營活動付款人民幣2,346.6百萬元，主要包括廣告費、促銷費用及宣傳費、支付保證金、擔保及經銷商支付代墊款；及(iii)支付給職工以及為職工支付的現金人民幣1,832.9百萬元。

2024年，我們的經營活動產生的現金流入淨額為人民幣3,530.5百萬元，即來自經營活動的現金流入人民幣24,808.7百萬元，經以下項目調整後得出：(i)購買商品、接受勞務支付的現金人民幣14,156.2百萬元；(ii)其他經營活動付款人民幣3,857.9百萬元，主要包括廣告費、促銷費用及宣傳費、支付保證金、擔保及經銷商支付代墊款；及(iii)支付給職工以及為職工支付的現金人民幣2,308.0百萬元。

財務資料

2023年，我們的經營活動產生的現金流入淨額為人民幣2,023.0百萬元，即來自經營活動的現金流入人民幣21,729.9百萬元，經以下項目調整後得出：(i)購買商品、接受勞務支付的現金人民幣13,266.2百萬元；(ii)其他經營活動付款人民幣3,552.2百萬元，主要包括廣告費、促銷費用及宣傳費、支付保證金、擔保及經銷商支付代墊款；及(iii)支付給職工以及為職工支付的現金人民幣1,972.1百萬元。

投資活動

截至2025年9月30日止九個月，我們的投資活動產生的現金流出淨額為人民幣1,474.8百萬元，主要歸因於購置固定資產、無形資產及其他長期資產付款人民幣1,726.5百萬元，部分被處置固定資產、無形資產及其他長期資產所得款項淨額人民幣262.5百萬元所抵銷。

2024年，我們的投資活動產生的現金流出淨額為人民幣2,333.3百萬元，主要歸因於購置固定資產、無形資產及其他長期資產付款人民幣2,556.6百萬元，部分被處置固定資產、無形資產及其他長期資產所得款項淨額人民幣331.8百萬元所抵銷。

2023年，我們的投資活動產生的現金流出淨額為人民幣3,760.2百萬元，主要歸因於：(i)購置固定資產、無形資產及其他長期資產付款人民幣3,285.2百萬元；(ii)投資付款人民幣956.8百萬元，主要來自於購買理財產品及投資一家聯營公司相關的付款；及(iii)取得子公司支付的現金淨額人民幣654.9百萬元，主要由於我們收購若干附屬公司支付的款項，部分被(i)出售投資所得款項人民幣653.4百萬元，主要由於贖回理財產品及(ii)處置固定資產、無形資產及其他長期資產所得款項淨額人民幣435.0百萬元所抵銷。

籌資活動

截至2025年9月30日止九個月，我們的籌資活動產生的現金流出淨額為人民幣598.6百萬元，主要歸因於：(i)償還借款人民幣4,485.3百萬元；及(ii)支付股息、利潤分配或利息人民幣937.1百萬元，部分被借款所得款項人民幣4,852.5百萬元所抵銷。

2024年，我們的籌資活動產生的現金流出淨額為人民幣1,074.2百萬元，主要歸因於：(i)償還借款人民幣5,625.2百萬元；及(ii)支付股息、利潤分配或利息人民幣951.6百萬元，部分被借款所得款項人民幣5,671.0百萬元所抵銷。

財務資料

2023年，我們的籌資活動產生的現金流入淨額為人民幣1,541.0百萬元，主要歸因於借款所得款項人民幣6,975.3百萬元，部分被(i)償還借款人民幣4,480.0百萬元；及(ii)支付股息、利潤分配或利息人民幣674.8百萬元所抵銷。

營運資金確認

董事認為，考慮到本集團的可用財務資源（包括[編纂]的估計[編纂]淨額及經營活動產生的預期現金），我們有足夠的營運資金應付我們目前及自本文件刊發日期起計未來十二個月的需求。

債務

下表載列我們截至所示日期的債務。

	截至12月31日		截至9月30日	截至11月30日
	2023年	2024年	2025年	2025年
			(未經審計)	
	(人民幣百萬元)			
流動				
短期借款.....	1,939.9	2,241.1	1,907.7	1,682.5
其他流動負債－少數 股東股權				
回購義務.....	135.0	125.0	125.0	125.0
一年內到期的 非流動負債.....	1,430.6	2,397.7	1,653.4	1,280.7
非流動				
長期借款.....	6,525.5	5,116.4	6,493.3	7,224.6
租賃負債.....	387.6	336.8	329.0	336.4
長期應付款.....	168.0	109.9	104.7	84.6
預計負債.....	19.7	22.1	22.7	22.9
總計	10,606.3	10,349.0	10,635.8	10,756.7

我們的董事確認，自2025年11月30日至本文件日期，我們的債務情況未發生任何重大變化。截至最後實際可行日期，我們的債務不存在任何可能嚴重限制我們未來融資能力的重大限制性契約，於往績記錄期間及直至最後實際可行日期，我們的債務亦無發生任何重大違約或違反契約的情況。截至最後實際可行日期，除銀行貸款外，我們並無其他重大外部債務融資計劃。

財務資料

短期借款及長期借款

截至2023年及2024年12月31日、2025年9月30日以及2025年11月30日，我們的短期借款分別為人民幣1,939.9百萬元、人民幣2,241.1百萬元、人民幣1,907.7百萬元及人民幣1,682.5百萬元，而截至同日，該等借款主要以人民幣計價，實際利率介乎2.11%至5.40%。於往績記錄期間，我們的短期借款主要用作建設產業鏈一體化的資本開支，包括乳製品生產工廠及牧場。下表載列截至所示日期按類別劃分的短期借款明細：

	截至12月31日		截至9月30日	截至11月30日
	2023年	2024年	2025年	2025年
	(未經審計)			
	(人民幣百萬元)			
信用借款.....	674.1	727.5	568.3	446.1
保證借款.....	1,207.8	1,493.6	1,339.4	1,236.4
抵押借款.....	50.0	20.0	—	—
保證及抵押借款.....	8.0	—	—	—
總計	1,939.9	2,241.1	1,907.7	1,682.5

截至2023年及2024年12月31日、2025年9月30日以及2025年11月30日，我們的長期借款分別為人民幣6,525.5百萬元、人民幣5,116.4百萬元、人民幣6,493.3百萬元及人民幣7,224.6百萬元，而截至同日，該等借款主要以人民幣及美元計價，實際利率介乎2.30%至5.40%。於往績記錄期間，我們的長期借款主要用作建設產業鏈一體化的資本開支，包括乳製品生產工廠及牧場。下表載列截至所示日期按類別劃分的長期借款明細：

	截至12月31日		截至9月30日	截至11月30日
	2023年	2024年	2025年	2025年
	(未經審計)			
	(人民幣百萬元)			
信用借款.....	1,946.7	1,854.8	2,242.3	2,254.1
保證借款.....	5,178.1	4,875.8	5,264.2	5,552.2
保證及抵押借款.....	737.5	631.3	581.1	571.5
抵押借款.....	—	30.0	—	80.0
小計	7,862.3	7,391.9	8,087.6	8,457.8
減：				
一年內到期的				
長期借款.....	1,336.8	2,275.5	1,594.3	1,233.2
總計	6,525.5	5,116.4	6,493.3	7,224.6

截至2025年11月30日，我們尚未使用的銀行授信額度為人民幣9,165.5百萬元。

財務資料

我們的董事確認，截至最後實際可行日期，我們任何未償還債務均無重大契約，且往績記錄期間及直至最後實際可行日期，未違反任何契約。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，我們在獲取銀行貸款及其他借款、短期及長期借款的付款違約或契約違反方面均未遇到任何困難。

其他流動負債－少數股東股權回購義務

我們與少數股東股權回購義務相關的其他流動負債主要為我們對若干附屬公司的少數股東承擔的權益回購義務。我們與少數股東股權回購義務相關的其他流動負債從截至2023年12月31日的人民幣135.0百萬元減少7.4%至截至2024年12月31日的人民幣125.0百萬元，主要是由於我們已對一家附屬公司的少數股東完成部分股權回購。我們與少數股東股權回購義務相關的其他流動負債於2024年12月31日、2025年9月30日及2025年11月30日保持相對穩定，分別為人民幣125.0百萬元、人民幣125.0百萬元及人民幣125.0百萬元。

一年內到期的非流動負債

我們一年內到期的非流動負債主要包括(i)一年內到期的長期借款；(ii)一年內到期的租賃負債；及(iii)一年內到期的長期應付款。我們一年內到期的非流動負債從截至2023年12月31日的人民幣1,430.6百萬元增加67.6%到截至2024年12月31日的人民幣2,397.7百萬元，主要是基於我們與相關銀行的借款合同約定，一年內到期的長期借款增加。我們一年內到期的非流動負債從截至2024年12月31日的人民幣2,397.7百萬元減少31.0%到截至2025年9月30日的人民幣1,653.4百萬元，並進一步減少22.5%到截至2025年11月30日的人民幣1,280.7百萬元，主要是由於我們根據相關銀行的借款合同約定償還到期借款，一年內到期的長期借款減少。

租賃負債

我們的租賃負債主要包括土地使用權、房屋建築物及設備的租賃合同。我們的租賃負債從截至2023年12月31日的人民幣387.6百萬元減少13.1%至截至2024年12月31日的人民幣336.8百萬元，主要是由於我們出售兩家附屬公司部分股權（其後該兩家附屬公司重新分類為聯營公司）導致與牧業相關設備的租賃負債餘額減少。截至2024年12月31日、2025年9月30日及2025年11月30日，我們的租賃負債保持相對穩定，分別為人民幣336.8百萬元、人民幣329.0百萬元及人民幣336.4百萬元。

財務資料

長期應付款

我們的長期應付款主要包括我們須就所獲得的工廠及牧場建設相關的政策性資金支持及扶貧資金支持定期償付的固定收益。我們的長期應付款從截至2023年12月31日的人民幣168.0百萬元減少34.6%至截至2024年12月31日的人民幣109.9百萬元，主要是由於(i)我們償還了部分長期應付款項，及(ii)部分長期應付款轉為一年內到期的應付款項。截至2024年12月31日及2025年9月30日，我們的長期應付款保持相對穩定，分別為人民幣109.9百萬元及人民幣104.7百萬元。我們的長期應付款從截至2025年9月30日的人民幣104.7百萬元減少19.2%至截至2025年11月30日的人民幣84.6百萬元，主要是由於償還了有關應付款項。

預計負債

我們的預計負債主要包括與牧業土地租賃相關的復墾費。我們的預計負債於截至2023年及2024年12月31日、2025年9月30日及2025年11月30日保持相對穩定，分別為人民幣19.7百萬元、人民幣22.1百萬元、人民幣22.7百萬元及人民幣22.9百萬元。

債務聲明

除上文及本文件其他章節所披露者外，截至2025年11月30日，即我們的債務聲明日期，我們未持有任何未償還的按揭、押記、債券、其他已發行債務資本、銀行透支、借款、承兌負債或其他類似債務、租購承擔、擔保或其他重大或然負債。我們的董事已確認，自2025年11月30日至最後實際可行日期，我們的債務未發生重大變化。

資本開支

我們的資本開支主要包括(i)固定資產、無形資產及在建工程的建設，(ii)購買及培育生物資產，及(iii)使用權資產付款的開支。下表載列我們於所示期間的資本開支：

	截至12月31日止年度		截至9月30日止九個月	
	2023年	2024年	2024年	2025年
			(未經審計)	
			(人民幣千元)	
固定資產、無形資產及 在建工程的建設 . . .	1,540,196	1,095,558	714,151	608,138
購買及培育生物資產 .	2,333,274	1,861,091	1,419,395	1,242,354
使用權資產付款	1,414	6,741	4,874	—
總計	3,874,884	2,963,390	2,138,420	1,850,492

財務資料

於往績記錄期間，我們用於固定資產、無形資產及在建工程的支出由2023年的人民幣1,540.2百萬元降至截至2025年9月30日止九個月的人民幣608.1百萬元，主要因乳製品生產工廠及牧場建設逐步竣工所致。我們用於購買及培育生物資產的支出由2023年的人民幣2,333.3百萬元逐步減少至截至2025年9月30日止九個月的人民幣1,242.4百萬元，主要是由於(i)隨着牧場建設逐步竣工，外部採購生物資產相關的資本支出逐漸減少；及(ii)飼料成本下降。

我們預計將通過目前可供我們使用的財務資源、經營所得現金以及自[編纂]獲得的[編纂]淨額，為我們的資本開支提供資金。我們在任何未來期間的當前資本開支計劃均可能發生變動，且我們可能會根據未來的現金流量、經營業績及財務狀況、業務計劃、市場狀況及各種其他因素調整資本開支。有關詳情亦請參閱「未來計劃及[編纂]用途—[編纂]用途」。

資本承諾

下表載列我們截至所示日期的資本承諾：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
購建長期資產承諾	727,186	379,493	493,710
總計	727,186	379,493	493,710

我們預期將利用現有的財務資源、經營所得現金及將自[編纂]收取的[編纂]滿足我們的資本承諾。

財務資料

或有事項

我們其中一家附屬公司按行業慣例為購房員工的按揭貸款提供擔保，主要為階段性擔保，擔保期限自保證合同生效之日起，至員工所購房產的房地產證辦出及抵押登記手續辦妥並交付銀行執管之日止。截至2025年9月30日，我們為購房員工的按揭貸款提供擔保總額約人民幣177百萬元。於往績記錄期間及截至最後實際可行日期，據我們所知悉，購房員工的按揭貸款未發生違約。我們認為與提供該等擔保相關的風險較小，無須就該等擔保作出撥備。

除此以外，截至2025年9月30日及直至最後實際可行日期，我們並無任何或有負債。

資產負債表外安排

截至最後實際可行日期，我們並無訂立任何資產負債表外協議。

關聯方交易

我們不時與關聯方進行交易。董事認為，本文件附錄一所載會計師報告附註(十一)5以及附錄一A所載之截至2025年9月30日止九個月未經審計財務資料附註(十一)5所列的各項關聯方交易，均由相關方按公平基準並基於正常商業條款進行。董事亦認為，我們於往績記錄期間的關聯方交易不會令我們的過往業績失真，亦不會使我們的過往業績無法反映我們的未來表現。

財務資料

主要財務比率

	截至12月31日年度		截至9月30日 止九個月
	2023年	2024年	2025年 (未經審計)
毛利率(%) ⁽¹⁾	34.2	34.7	32.0
乳製品毛利率(%) ⁽²⁾	37.5	37.8	36.6
淨利潤率(%) ⁽³⁾	0.03	5.6	6.0
經調整淨利潤率(非中國企業會計 準則計量)(%) ⁽⁴⁾	3.4	5.9	6.2

附註：

- (1) 毛利率等於毛利除以收入再乘以100%。
- (2) 乳製品毛利率等於乳製品毛利除以乳製品收入再乘以100%。
- (3) 淨利潤率等於淨利潤除以收入再乘以100%。我們於2023年的淨利潤率為0.03%，主要由於與股東特殊權利相關的金融負債利息支出達人民幣554.4百萬元，該負債源於往績記錄期間前授予若干[編纂]前投資者若干特殊權利。此類特殊權利已於2023年終止，導致相關負債終止確認，且後續不再產生利息支出。請參閱本文件附錄一會計師報告附註(六)37。
- (4) 經調整淨利潤率(非中國企業會計準則計量)等於經調整淨利潤(非中國企業會計準則計量)除以收入再乘以100%。請參閱「非中國企業會計準則財務計量」。

生物資產及估值

根據中國企業會計準則，我們的生物資產包括(i)消耗性生物資產及(ii)生產性生物資產，並按成本計量。

- (i) 消耗性生物資產是指為出售而持有的或在將來收穫作農產品的生物資產，主要包括肉牛。它們於資產負債表日按成本及可變現淨值的較低者確認及計量。關於消耗性生物資產的計量方法、可變現淨值的釐定依據以及消耗性生物資產的撥備計提方法，請參閱本文件附錄一的會計師報告附註(三)17.1。
- (ii) 生產性生物資產是指為產出農產品、提供服務或出租等目的而持有的生物資產，包括未成熟生產性生物資產及成熟生產性生物資產。未成熟生產性生物資產主要包括犏牛、青年牛。成熟生產性生物資產主要包括成母牛。此類生產性生物資產以成本減去累計折舊及減值撥備列示。關於成本的釐定依據、折舊方法及減值撥備，請參閱本文件附錄一的會計師報告附註(三)17.2。

財務資料

根據聯交所發佈的新上市申請人指南第4.10章，我們已聘請亞太評估諮詢有限公司（「亞太評估諮詢」）（「估值師」）。亞太評估諮詢為一家由獨立合資格專業估值師組成的公司，以釐定我們生物資產的公允價值。估值以公允價值為基礎進行，公允價值定義為在計量日市場參與者之間有序交易中，出售資產會收到的價格或轉移負債會支付的價格。為得出生物資產的公允價值，估值師採用了兩種估值方法，即市場法及收益法。

根據新上市申請人指南第4.10章，下表載列估值師截至所示日期所計量的生物資產的公允價值：

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
生產性生物資產			
— 未成熟生產性生物資產	2,159,104	1,653,787	1,906,467
— 成熟生產性生物資產	2,452,626	2,990,982	2,821,687
小計	4,611,730	4,644,769	4,728,154
消耗性生物資產			
— 肉牛	49,891	不適用	不適用
總計	4,661,621	4,644,769	4,728,154

於往績記錄期間，生物資產的公允價值保持相對穩定。生產性生物資產的公允價值由截至2023年12月31日的人民幣4,611.7百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣4,644.8百萬元，並進一步增加至截至2025年9月30日的人民幣4,728.2百萬元，主要由於奶牛數量增加、飼養成本降低以及牛群結構和牛群質量的改善。截至2023年12月31日，消耗性生物資產的公允價值為人民幣49.9百萬元，而我們於2024年不再銷售肉牛。

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		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
	(頭)		
生產性生物資產			
— 未成熟生產性生物資產	104,959	91,454	95,667
— 成熟生產性生物資產	81,146	95,960	96,390
小計	186,105	187,414	192,057
消耗性生物資產			
— 肉牛	4,101	不適用	不適用
總計	190,206	187,414	192,057

財務資料

我們的生物資產由估值師進行獨立估值。估值師為一名與我們無關的獨立專業估值師，在生物資產估值方面擁有適當且豐富的經驗。

關於我們生物資產獨立估值師的資料

我們已聘請獨立估值師亞太評估諮詢有限公司（「亞太評估諮詢」）釐定我們分別截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日（「估值日期」）的生物資產的公允價值。亞太評估諮詢團隊的主要估值師包括李文傑先生。

亞太評估諮詢執行董事李文傑先生為特許金融分析師協會會員及英國皇家特許測量師學會會員。彼負責監督亞太評估諮詢的業務估值服務，擁有超過15年的估值經驗。彼為中國、香港、新加坡及美國各行業的眾多上市公司及擬上市公司提供廣泛的估值服務。李文傑先生還參與中國國有企業及私營企業的一些大規模首次公開發售項目。他曾負責監督百奧賽圖（股份代號：2315.HK）、中邦環境（股份代號：1855.HK）及大健康（股份代號：2211.HK）首次公開發售的生物資產估值以及後續的財務報告。

根據市場聲譽及相關背景調查，我們的董事及聯席保薦人確信，亞太評估諮詢與我們相互獨立，並且有能力對我們的生物資產進行估值。

估值方法

在確定評估價值時，我們考慮了兩種普遍接受的方法，即市場法及收益法。

犏牛、青年牛及肉牛的估值採用了市場法。市場法考慮近期為類似資產支付的價格，並對市場價格進行調整，以反映被評估資產相對於市場可比資產的狀況及效用。對於存在成熟二手市場的資產，可以採用此方法進行估值。

成母牛的估值採用了收益法。亞太評估諮詢從本公司獲悉，現階段成母牛一般並無可靠的市場價格，因此，成母牛的公允價值乃通過應用被稱為多期超額收益法（MEEM）的收入法釐定。

多期超額收益法是貼現現金流量法（DCF）的衍生。使用此方法，亞太評估諮詢估計與成母牛相關的未來直接經濟收益。該經濟收益繼而按反映所有業務風險（包括與標的資產相關的內在及外在不確定性）的利率資本化。為估計經濟收益，成母牛的收入乃根據其剩餘生命週期預測。根據預測收入，與飼養成母牛有關的成本乃予以扣減。收

財務資料

入淨額預測繼而根據經濟資本開支作出調整。資本開支包括在產生目標生物資產收入預測時已使用或耗盡的資產回報。董事及聯席保薦人確認，公允價值計量所用重大現金流量的組成部分乃與有關計量所用的市場因素及假設一致。

針對各類生物資產，採用了以下估值方法：

奶牛

犏牛和青年牛

亞太評估諮詢採用市場法對我們的犏牛及青年牛進行估值，因為接近各報告日期存在一定年齡階段的青年牛的最近市場價格，故犏牛及青年牛的公允價值乃通過採用市場法釐定，並作出合理調整以反映月齡的差別。

成母牛

亞太評估諮詢採用收益法來評估我們的成母牛的價值，主要是因為現階段成母牛沒有可靠的市場價格。一般而言，奶牛飼養者不會出售能產奶的成母牛，因為從長遠而言，擠奶產生的利潤要高於出售成母牛的利潤。因此，成母牛的公允價值為通過應用一種稱為MEEM的收益法技術得出。MEEM是折現現金流量法的衍生方法。使用該方法，亞太評估諮詢估算歸屬於成母牛的直接經濟收益。然後，以反映所有業務風險（包括與標的資產相關的內在及外在不確定性）的利率對這些經濟收益進行資本化。為估算經濟收益，需要對成母牛在其剩餘使用壽命期間的收入進行預測。根據預測收入，扣減與飼喂成母牛相關的成本。然後，根據某些經濟資本費用對淨收入預測進行調整。資本費用包括在生成標的生物資產收入預測過程中使用或耗盡的資產的回報。此類資產的示例包括固定資產及人力資本投入。

肉牛

亞太評估諮詢採用市場法對肉牛進行估值。因為新生肉牛及成年肉牛的市場價格可以於估值日期獲得。鑒於肉牛的育肥周期相對較短，我們通過應用市場法並進行合理調整以反映月齡差異，從而得出肉牛的公允價值。

主要假設及輸入數據

奶牛

評估奶牛價值的主要輸入數據為奶牛的數量及分類。根據成熟階段，我們的奶牛被分為犏牛、青年牛及成母牛。對於犏牛、青年牛及成母牛，我們採用了不同的評估方法。

財務資料

犢牛和青年牛

評估我們的犢牛和青年牛的主要輸入數據及假設是14月齡的青年牛的每頭市場價格，截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，該價格分別為人民幣22,800元／頭、人民幣22,000元／頭及人民幣22,000元／頭。

成母牛

主要假設及輸入數據包括成母牛產奶的收入以及與成母牛相關的成本。亞太評估諮詢還假設，現有的政治、法律、技術、財政或經濟條件不會發生可能對業務產生不利影響的重大變化。在推算成母牛的剩餘現金流量時，亞太評估諮詢已扣除貢獻資產回報，即用於支持成母牛並幫助產生收入的貢獻資產的使用費用。

計算擠奶收入的主要假設及輸入數據包括以下內容：

- 不同胎次階段的成母牛數量及其各自的估計淘汰率及犢牛出生率。
- 根據不同胎次階段的估計損耗率調整後的產奶率。
- 不同胎次階段成母牛所產原奶以及所產犢牛及小公牛的價格。

計算飼養成母牛相關成本的主要假設及輸入數據包括以下各項：

- 飼料成本；
- 薪金、福利及社會保險；及
- 其他。

肉牛

用於肉牛估值的主要輸入數據及假設為估值日期的歷史平均售價人民幣20.84元／公斤。牛肉的公允價值經合理調整以反映月齡差異後釐定。

財務資料

下表載列截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日的生物資產估值的主要假設及輸入數據的概要。

類型	估值技術	重大不可觀察輸入數據	重大不可觀察輸入數據與公允價值計量之間的相互關係
青年牛和犏牛	14月齡青年牛及犏牛的公允價值為參照當地市場售價確定。	截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，14月齡青年牛的當地市場售價估計分別為每頭人民幣22,800元、人民幣22,000元及人民幣22,000元。	採用的估計當地市售價上漲將導致青年牛和犏牛的公允價值計量增加，反之亦然。
	對於14月齡以下年齡組的青年牛和犏牛，扣除了將其從各相關期間結束時的相應月齡飼養至14月齡所需的增量成本	截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，14月齡以下個體的增量成本分別為每頭人民幣10,860元至人民幣20,403元、人民幣9,076元至人民幣20,645元及人民幣8,304元至人民幣17,526元不等。	採用的增量成本上漲將導致14月齡以下青年牛和犏牛的公允價值計量減少，反之亦然。
	對於14至24月齡的青年牛，增加了將其從14月齡飼養至各相關期間末對應月齡所需的增量成本。	截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，14至24月齡青年牛的增量成本分別為每頭人民幣14,510元、人民幣14,215元及人民幣12,835元。	採用的增量成本上漲將導致14至24月青年牛的公允價值計量增加，反之亦然。

財務資料

類型	估值技術	重大不可觀察輸入數據	重大不可觀察輸入數據與公允價值計量之間的相互關係
成母牛	成母牛的公允價值採用多期超額收益法確定，該方法基於此類成母牛未來產生的折現現金流。	截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，估值過程中使用的每千克原奶估計飼料成本範圍分別為人民幣2.51元至人民幣2.83元、人民幣2.17元至人民幣2.56元及人民幣2.10元至人民幣2.22元。	每千克原奶估計飼料成本上升將導致成母牛的公允價值計量減少，反之亦然。
		截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，每千克原奶的估計平均價格範圍分別為人民幣4.24元至人民幣4.94元、人民幣3.85元至人民幣4.66元及人民幣3.76元至人民幣4.44元。	原奶估計平均價格的上漲將導致成母牛的公允價值計量增加，反之亦然。
		一頭成母牛最多可經歷六個泌乳周期。截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，每個胎次周期每頭成母牛的估計日均產奶量分別為29.69公斤至35.90公斤、30.28公斤至36.64公斤及30.53公斤至37.62公斤。	每頭牛的估計日均產奶量的增加將導致成母牛的公允價值計量增加，反之亦然。
		截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，所採用的估計未來現金流折現率分別為13%、13%及13%。	所用估計折現率的上升將導致成母牛公允價值計量的下降，反之亦然。

財務資料

其他假設

在本次估值工作中，估值師假設所有擬議的設施及系統將高效運營，並具備足夠的未來擴張能力。估值師亦假設歷史趨勢及數據將保持不變，且現有的政治、法律、技術、財政或經濟狀況不會發生可能對業務產生不利影響的重大變化。

估值師計劃並執行了估值工作，以獲取其認為必要的所有資料及解釋，從而為就標的資產發表意見提供充分證據。估值師認為，其採用的估值程序為其意見提供了合理基準。

聯席保薦人已對亞太評估諮詢及其專業估值師的資質及相關估值經驗進行了審查及考量，並就其估值程序、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的資料與亞太評估諮詢進行了多次討論，以更好地理解估值過程。此外，聯席保薦人亦就估值中所採用的技術及輸入數據與我們的管理層進行了討論。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中所使用者進行了比較。鑒於上述情況，聯席保薦人確信，我們生物資產估值中所使用的估值技術方法及主要輸入數據屬適當且合理。

敏感性分析

若單獨估算的原奶售價、飼料成本、14月齡的青年牛市場售價及折現率發生顯著增加／減少，則生物資產的公允價值將顯著增加／減少。截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，若原奶售價增加10%，則生物資產的估計公允價值將分別增加14.2%或人民幣655百萬元、17.7%或人民幣823百萬元及16.6%或人民幣787百萬元；若原奶售價減少10%，則生物資產的估計公允價值將分別減少14.2%或人民幣655百萬元、17.7%或人民幣823百萬元及16.6%或人民幣787百萬元。

若飼料成本增加10%，則生物資產的估計公允價值將分別減少8.2%或人民幣380百萬元、10.2%或人民幣474百萬元及9.7%或人民幣460百萬元；若飼料成本減少10%，則生物資產的估計公允價值將分別增加8.2%或人民幣380百萬元、10.2%或人民幣474百萬元及9.7%或人民幣460百萬元。

財務資料

若14月齡的青年牛市場售價增加10%，則生物資產的估計公允價值將分別增加7.8%或人民幣357百萬元、7.4%或人民幣342百萬元及7.3%或人民幣344百萬元；若14月齡的青年牛市場售價減少10%，則生物資產的估計公允價值將分別減少7.6%或人民幣349百萬元、7.4%或人民幣342百萬元及7.3%或人民幣344百萬元。

若折現率上升500個基點，則生物資產的估計公允價值將分別減少3.8%或人民幣174百萬元、4.7%或人民幣219百萬元及4.2%或人民幣200百萬元；若折現率下降500個基點，則生物資產的估計公允價值將分別增加4.4%或人民幣205百萬元、5.6%或人民幣259百萬元及5.0%或人民幣236百萬元。

盤點與內部控制

我們已就所有奶牛場制定標準的內部盤點規程，包括定期及臨時盤點，以確保生物資產數據及信息的實際存在及準確性。我們每月對每個奶牛場進行一次全面盤點，以收集如頭數、性別及年齡分組、健康及繁殖狀態、擠奶流程及牛奶質量監控等信息，這些信息會準確反映在我們的牧場管理系統中。我們亦會向的財務部門提交每月盤點報告。生產人員負責盤點過程，財務人員則負責監督及審查數據。

我們已制定一項全面的生物資產管理政策，涵蓋相關的會計政策、生物資產在不同年齡組之間的轉撥、生物資產的購買及處置、養殖、記錄保存以及盤點。對於我們的奶牛場，生產人員會在我們的牧場管理系統中以電子方式記錄進入及離開牧場的牲畜數量，並由我們總部的財務部門進行審查。

財務風險披露

我們面臨多種市場風險與其他財務風險，包括市場風險、信用風險及流動性風險。我們管理與監控該等風險，以確保及時有效地實施相應措施。有關更多詳情，請參閱本文件附錄一所載會計師報告附註(九)1以及附錄一A所載之截至2025年9月30日止九個月未經審計財務資料附註(九)1。下文概述我們面臨的市場風險及其他財務風險。

財務資料

市場風險

外匯風險

外匯風險指因匯率變動產生損失的風險。我們的主要業務活動以人民幣計價結算。截至2023年、2024年12月31日及2025年9月30日，除下文所述資產及負債以美元及港元計價外，我們的資產及負債餘額均以人民幣計價。該等以外幣計價的資產及負債產生的外匯風險可能對我們的表現產生影響。

	截至12月31日		截至9月30日
	2023年	2024年	2025年
			(未經審計)
		(人民幣千元)	
貨幣資金－美元.....	1,177	44	—
貨幣資金－港元.....	—	1,357	8,129
長期借款－美元.....	754,972	—	—
總計	756,149	1,401	8,129

利率風險

現金流量變動風險

我們因利率變動引起金融工具現金流量變動的風險主要與浮動利率短期借款、長期借款有關。截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，我們按浮動利率計息的長期借款及循環貸款額度範圍內的短期借款金額分別為人民幣6,234.9百萬元、人民幣7,097.1百萬元及人民幣7,700.2百萬元。我們將持續密切監控利率變動對我們利率風險的影響。

公允價值變動風險

我們因利率變動引起金融工具公允價值變動的風險主要與固定利率的金融資產和金融負債相關，包括其他應收款－第三方借款、長期應收款、固定利率的短期借款和長期借款、一年內到期的非流動負債、租賃負債和長期應付款。我們的目標是維持適當的固定和浮動利率工具組合以管理利率風險，並適當運用利率互換合約等衍生工具對利率風險進行管理。

財務資料

其他價格風險

我們的價格風險主要產生於衍生金融工具和其他權益工具投資。我們採取持有多種權益證券組合的方式降低權益工具投資的價格風險。

信用風險

可能引起我們信用損失的最大信用風險敞口主要來自於合同另一方未能履行義務而導致我們金融資產產生的損失，具體包括我們資產負債表中確認的金融資產的賬面價值。

為降低信用風險，我們由專門人員負責確定信用額度、進行信用審批，並執行其他監控程序以確保採取必要的措施回收逾期債務。此外，我們於每個資產負債表日審核金融資產的回收情況，以確保對相關金融資產計提了充分的減值準備。

我們貨幣資金僅存放於信用等級較高的銀行，故貨幣資金信用風險較低。

截至2023年及2024年12月31日以及2025年9月30日，我們來自前五大客戶的應收賬款及來自前五大欠款方的其他應收款的詳情，分別載於本文件附錄一會計師報告附註(六)4及附註(六)6及附錄一A所載截至2025年9月30日止九個月未經審計財務資料附註(六)3及附註(六)5；除此之外，我們並無其他重大的信用風險集中情況。

流動性風險

管理流動性風險時，我們保持管理層認為充分的現金及現金等價物並對其進行監控，以滿足我們的經營需要，並降低現金流量波動的影響。管理層對銀行借款的使用情況進行監控並確保遵守借款協議。

股息

於2023年、2024年以及截至2025年9月30日止九個月，我們向股東分別支付人民幣337.0百萬元、人民幣555.5百萬元及人民幣732.2百萬元的股息。根據於2025年10月16日舉行的臨時股東會的決議，我們已向股東宣派股息人民幣1,000.0百萬元，該股息已於2025年12月全數派付。

財務資料

未來宣派或派付股息及股息金額將由董事會酌情決定，並將取決於多項因素，包括我們的經營業績、現金流量、財務狀況、附屬公司向我們派付現金股息、業務前景、我們宣派及派付股息的法定及監管限制，以及董事會可能認為重要的其他因素。宣派及派付任何股息及其金額須符合我們的公司章程及相關中國法律法規，並須經董事會及股東會批准後方可作實。

根據適用的中國法律及公司章程，我們僅會在作出下列分配後，方會自除稅後溢利中派付股息：彌補任何歷史累計虧損，並向法定公積金撥付相當於稅後溢利10%的款項。

可供分派儲備

截至2025年9月30日，我們有人民幣2,095.6百萬元的可供分派儲備可供分派予股東。根據2025年10月16日臨時股東會的批准，我們向股東宣派股息人民幣1,000.0百萬元，股息已於2025年12月悉數支付。

物業權益及物業估值

截至2024年12月31日，我們一處用於物業相關業務的物業權益，其賬面金額佔總資產的比例超過1%。就該項經物業估值師估值的物業（以下簡稱「估價物業」），請參閱本文件附錄三所載且依據上市規則第5.01A條的規定出具的物業估值報告。下表載列截至2024年12月31日估價物業的賬面金額與截至2025年12月31日估價物業的重估金額之間的調節情況。

人民幣千元

截至2024年12月31日估價物業的	
賬面金額.....	1,032,135
開發產生的賬面金額增加.....	118,394
銷售產生的賬面金額減少.....	(487,452)
截至2025年12月31日估價物業的賬面金額.....	663,077
截至2025年12月31日的淨估值變動.....	31,116
截至2025年12月31日的估值金額.....	694,193

財務資料

董事認為，截至最後實際可行日期，上述估價物業的估值並無出現重大變動的跡象。除估價物業外，董事確認，截至2024年12月31日，我們用於物業相關業務的任何單項物業權益，其賬面金額佔總資產的比例均未超過1%，且未經估價物業權益的賬面總金額亦未超過總資產的10%。董事確認，截至2024年12月31日，並非用於物業相關業務的任何單項物業權益的賬面金額佔總資產的比例不超過15%或以上。

[編纂]

[編纂]指就[編纂]及[編纂]產生的專業費用、[編纂]及其他費用。假設[編纂]為每股[編纂][編纂]港元(即指示性[編纂]範圍的中位數)，我們估計[編纂]及[編纂]約為人民幣[編纂]元(約佔[編纂]總額的[編纂]%)，包括(i)[編纂]約人民幣[編纂]元；及(ii)非[編纂]約人民幣[編纂]元，包括(a)保薦人費用約人民幣[編纂]元；(b)法律顧問及申報會計師費用及開支約人民幣[編纂]元；及(c)其他費用及開支約人民幣[編纂]元。截至2025年9月30日，我們就[編纂]產生人民幣[編纂]元的[編纂]及[編纂]，包括[編纂]人民幣[編纂]元及[編纂]人民幣[編纂]元。我們預計於[編纂]完成後將進一步產生[編纂]及[編纂]約人民幣[編纂]元，其中約人民幣[編纂]元預計將計入我們的綜合損益表，約人民幣[編纂]元預計將從權益中扣除。上述[編纂]為截至最後實際可行日期的最佳估計，僅供參考，實際金額可能與此估計有別。

未經審計[編纂]經調整有形負債淨值報表

請參閱本文件「附錄二－未經審計[編纂]財務資料」。

無重大不利變動

董事確認，自2025年9月30日(即本文件附錄一A所載截至2025年9月30日止九個月未經審計財務資料所列綜合財務報表之最近期結算日)至本文件刊發日期，我們的業務、財務狀況及經營業績並無發生任何重大不利變動。

上市規則規定的披露

董事確認，除本文件另有披露者外，截至最後實際可行日期，概無任何情況須根據上市規則第13.13至13.19條的規定予以披露。