

## 財務資料

閣下應將以下討論及分析與我們載於本文件附錄一會計師報告的綜合財務資料連同其附註一併細閱。我們的綜合財務資料乃根據國際財務報告準則會計準則編製，該等準則可能於各重大方面與其他司法管轄區的公認會計原則有所不同。

以下討論及分析載有反映我們現時對未來事件及財務表現的看法的前瞻性陳述。該等陳述乃基於我們根據經驗及對過往走勢、目前狀況及預期未來發展的見解以及我們相信於有關情況下屬適合的其他因素而作出的假設及分析。然而，實際結果及發展會否與我們的預期及預測一致乃取決於多項風險及不確定因素。於評估我們的業務時，閣下應審慎考慮本文件「風險因素」一節所提供的資料。

除文義另有規定外，本節所述財務資料乃按綜合基準描述。

### 概覽

我們是著眼於全球的中國營養集團，專注於羊奶粉及FSMP領域，為全年齡段消費者，特別是易過敏、乳糖不耐受及消化吸收不良人群提供高營養、易吸收、低致敏的膳食解決方案。產品矩陣涵蓋嬰幼兒配方羊奶粉、FSMP、嬰幼兒配方牛奶粉、兒童及成人配方奶粉等。

為了踐行「高乳清、低致敏、易吸收」的產品價值主張，我們整合全球產業鏈資源，成立宜品低敏營養研究院，持續優化工藝創新與產品矩陣。自2018年起，我們連續8年擔任中國航天基金會唯一配方羊奶粉合作夥伴，產品符合嚴苛的航天級品質並贏得市場信賴。

截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，我們的收入分別為人民幣1,614.3百萬元、人民幣1,762.2百萬元和人民幣1,863.6百萬元。同期毛利率分別為49.9%、49.9%和50.7%，顯示我們在業務拓展和運營效率方面的穩健表現。

### 編製基準

本公司宜品營養科技(青島)集團股份有限公司是一家根據中國法律註冊成立的股份有限公司。本集團於往績記錄期間的綜合財務資料乃根據國際財務報告準則會計準則編製，該準則包括國際會計準則理事會(「國際會計準則理事會」)批准的所有準則及詮釋。

### 影響我們經營業績的重大因素

我們於往績記錄期間及未來的財務表現受多項內外部因素影響，並預期將持續受到影響。主要考量因素載於下文。

## 財務資料

### 差異化產品組合

我們的財務業績受產品組合構成的影響，產品組合包括嬰幼兒配方羊奶粉、FSMP產品、嬰幼兒配方牛奶粉以及成人及兒童奶粉。我們的產品策略核心是為全年齡段人群提供差異化的營養解決方案，重點專注於具有較高敏感性或特殊膳食需求的消費群體。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，我們的嬰幼兒配方羊奶粉產品產生的收入分別為人民幣926.4百萬元、人民幣1,032.7百萬元和人民幣1,009.4百萬元，分別佔我們相應年度總收入的約57.4%、58.6%和54.2%。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，我們的FSMP產品產生的收入分別為人民幣130.4百萬元、人民幣218.6百萬元和人民幣339.4百萬元，分別佔我們相應年度總收入的約8.1%、12.4%和18.2%。

我們的核心差異化優勢在於我們致力於開發相對傳統牛乳配方奶粉更低敏的乳製品。羊奶的脂肪球徑更小且 $\alpha$ s1-酪蛋白含量更低，因此更易被消化吸收，適合過敏體質的消費者。娟姗A2奶粉則天然富含A2  $\beta$ -酪蛋白與微量營養素，同時我們的有機認證產品線符合市場對天然無添加營養品日益增長的需求。我們的FSMP組合秉承相同的精準營養理念，針對乳糖不耐受、代謝紊亂或消化吸收障礙等全年齡段消費群體的需求，提供定制化配方。

### 監管環境

我們的運營（尤其是嬰幼兒配方奶粉和FSMP板塊）受到中國嚴格且不斷演變的監管環境的顯著影響，該環境設有巨大的准入壁壘，並對我們的財務表現和運營策略產生重大影響。為使我們的產品上市，我們必須獲得各種產品特定的批文和生產許可。隨著2021年頒佈的新國標的實施，嬰幼兒配方奶粉行業經歷了重大變革，該標準要求所有在中國銷售的奶粉產品須於2023年2月22日前完成註冊並完全合規。這些變化包括更新的營養成分限量、配料使用要求以及更嚴格的標籤規則。新標準的一個關鍵方面是強制要求配方進行重新註冊，這直接影響了我們的庫存和產品規劃。為應對這些變化，我們在2023年之前進行了大量的庫存準備工作，包括提前採購原材料和包裝，以滿足過渡期需求並避免供應鏈中斷。然而，新標準的實施導致我們的生產和銷售計劃在短期內受到干擾，尤其是在截至2023年12月31日止年度及2024年上半年。例如，2023年我們的庫存水平激增，原因是我們為滿足預期的註冊要求而累積了原材料。這種戰略性囤積對我們的現金流量和營運資金產生了暫時性影響。此外，新標準一經實施，我們的產品線發生了轉變，導致收入確認、毛利率和庫存週轉率的變化。特別是，隨著市場適應新產品，2024年上半年的銷售表現強勁，且新標準的實施有助於簡化監管合規，這對我們的財務指標產生積極影響。在FSMP板塊，我們亦面臨各項監管規定，這些規定耗時且合規成本高昂，使我們的產品推出時間進一步複雜化。

## 財務資料

任何監管政策的收緊或合規要求的意外變化都可能對我們的運營產生重大影響。我們預計未來的監管變化將繼續在塑造我們的運營策略和財務表現方面發揮重要作用，尤其是在我們進入新產品線和國際市場時。

### 消費者偏好與教育

消費者對我們產品（尤其是嬰幼兒配方奶粉和FSMP類別）的需求，受食品敏感意識提升、個性化功能營養需求增長及對健康品質生活的關注度提高所驅動。然而，與更成熟的國際市場不同，中國消費者通常需要更多教育和認知引導，才能充分理解和認可低致敏性和臨床驗證的營養解決方案的優勢。

作為一家專注於羊奶和FSMP產品的公司，我們在推動消費者理解低滲透率且以醫療為導向的細分市場中面臨機遇與挑戰。FSMP產品不同於常規營養品，其被用於牛奶蛋白過敏、消化功能障礙和營養不良等特定健康狀況。同樣地，與傳統牛乳配方奶粉相比，嬰幼兒配方羊奶粉需要消費者重塑對其消化吸收性、致敏性和營養效能的認知。為應對這些挑戰，我們實施專業醫療外展與直面消費者營銷相結合的針對性教育策略。我們通過兒科醫師研討會、臨床營養學家參與和產品推廣活動，強化我們FSMP和嬰幼兒配方奶粉產品的公信力和科學定位。與此同時，我們在主要電商和內容平台部署資源，建立品牌認知度並以生活化語言展現我們產品的功能優勢。我們亦運作專屬會員管理，據此我們能夠定制營銷信息和挽留方案。此外，我們在母嬰專賣店的佈局，特別有助於在對FSMP和低致敏替代品的認知仍處於萌芽階段的下線城市，開展產品體驗教育和指導推薦。

隨著宏觀經濟趨勢和可支配收入水平影響家庭消費，尤其是對高端和專業營養產品的消費，我們在消費者教育方面的持續投入，對推動產品試用、建立長期品牌忠誠度和加速產品在結構欠成熟但快速發展的細分市場滲透至關重要。

### 成本管理和定價策略

我們的盈利能力得益於在原材料、採購和製造環節嚴格的成本控制，以及將定價與產品組合掛鈎的利潤約束。2023年、2024年和2025年的銷售成本分別為人民幣809.1百萬元、人民幣883.3百萬元和人民幣918.9百萬元。原材料是我們成本基礎中最大的組成部分，在2023年、2024年和2025年分別約佔銷售成本總額的67.0%、66.1%和67.3%。

為穩定原材料成本並確保質量，我們通過預先批准的國內外供應商網絡，以框架或批次定價方式採購乳品原料和包裝，並明確規定了規格、入庫檢測和文件標準。我們的上游整合，加上自主生產嬰兒級脫鹽乳清粉的能力，有助於確保質量穩定，減少對關鍵原料第三方供應商的依賴，並減輕短期價格波動的影響。我們對供應商的表現進行滾動評估，並在採購和生產全過程中保持追蹤，從而加強了產量管理，提高了產品良品率。

所有核心加工環節，從混合、噴霧乾燥到最終包裝，均在我們自有工廠內完成，並採用數字化控制和在線檢查點來優化產量。儘管新設備的安裝導致折舊增加，但生

## 財務資料

產線平衡和利用率持續改進，以及預防性維護和標準化操作程序，均有助於降低單位轉換成本。燃料和運輸費用隨產量和路線組合而變動，而人員配置和輪班計劃使直接人工成本在總成本中保持在一個適度且穩定的比例。

我們的定價通過渠道治理來管理，並與產品組合保持一致。嚴格的採購、有保障的供應、數字化管理的生產以及考慮到產品組合的定價策略，共同支撐了我們在整個往績記錄期間應對投入成本波動和維持盈利能力的的能力。

### 經銷網絡

我們採用經銷商主導模式作為我們銷售策略的核心基石，特別是用於實現線下市場滲透及推動我們的國際化拓展。該模式使我們能夠有效地擴展地域覆蓋範圍、降低運營費用，並借助經銷合作夥伴的市場渠道與本地化專長。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，經銷合作產生的收入分別為人民幣1,139.2百萬元、人民幣1,238.2百萬元和人民幣1,248.6百萬元，佔同期產品銷售總收入的70.6%、70.3%和67.0%。

我們的經銷商以批發形式採購產品，並向線下母嬰店、專業零售店和藥房銷售，且在若干情況下直接向醫院等機構渠道銷售。為確保如此龐大網絡的統一性與品牌一致性，我們已建立多層級經銷商管理體系，該體系支持基於表現的分級、庫存監控，以及統一的品牌定位與定價原則培訓。

我們的渠道策略強調精準細分與品牌保護。我們將不同產品系列分配至不同層級的經銷商或市場板塊，以避免渠道衝突和價格稀釋。我們亦通過產品級二維碼維持我們嬰幼兒配方及國內註冊FSMP的全鏈路追蹤，並實施會員制終端用戶互動體系，使經銷商能夠參與定向忠誠度計劃和數據驅動的營銷活動。這種分散執行和集中監督的組合模式，使我們既能實現深度市場滲透，亦可保持戰略管控力。

展望未來，我們計劃持續強化經銷商支持能力，尤其是在監管理解和專業銷售能力至關重要的醫療渠道與跨境市場。

### 季節性

我們的整體財務表現並未顯示出顯著的季節性特徵。

### 重大會計政策及估計

我們已確定若干會計政策對編製我們的綜合財務報表而言屬重大。我們的部分會計政策涉及主觀假設和估計，以及有關會計項目的複雜判斷。有關對於了解我們的財務狀況和經營業績而言屬重要的重大會計政策和估計的進一步詳情，請參閱本文件附錄一會計師報告附註2.3和3。

### 損益表選定組成部分的說明

下表載列我們於所示年度的綜合損益表，其中包含源自本文件附錄一會計師報告所載綜合損益表的項目，以絕對金額和佔收入百分比形式呈列。

## 財務資料

	截至12月31日止年度									
	2023年			2024年			2025年			
	生物資產 公允價值 調整前 之業績	生物資產 公允價值 調整 之業績	合計	估收入 百分比	生物資產 公允價值 調整前 之業績	生物資產 公允價值 調整 之業績	合計	估收入 百分比	生物資產 公允價值 調整 之業績	合計
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	百分比	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	百分比	人民幣千元	人民幣千元
收入.....	1,614,258	-	1,614,258	100.0	1,762,229	-	1,762,229	100.0	1,863,555	-
銷售成本.....	(829,341)	20,271	(809,070)	(50.1)	(945,347)	61,999	(883,348)	(50.1)	(962,750)	43,823
毛利.....	784,917	20,271	805,188	49.9	816,882	61,999	878,881	49.9	900,805	43,823
其他收入及收益.....	42,959	-	42,959	2.7	26,153	-	26,153	1.5	30,183	-
銷售及分銷費用.....	(371,415)	-	(371,415)	(23.0)	(432,407)	-	(432,407)	(24.5)	(507,467)	-
管理費用.....	(168,745)	-	(168,745)	(10.5)	(141,121)	-	(141,121)	(8.0)	(153,527)	-
金融資產(減值損失)/減值 損失轉回淨額.....	431	-	431	0.0	(7)	-	(7)	(0.0)	(1,738)	-
其他費用.....	(14,814)	-	(14,814)	(0.9)	(3,318)	-	(3,318)	(0.2)	(9,673)	-
生物資產公允價值減 出售成本變動.....	-	(33,549)	(33,549)	(2.1)	-	(62,522)	(62,522)	(3.5)	-	(28,567)
財務費用.....	(21,821)	-	(21,821)	(1.3)	(24,637)	-	(24,637)	(1.5)	(20,232)	-
除稅前利潤.....	251,512	(13,278)	238,234	14.8	241,545	(523)	241,022	13.7	238,351	15,256
所得稅費用.....	(70,519)	-	(70,519)	(4.4)	(68,930)	-	(68,930)	(3.9)	(70,970)	-
年度利潤.....	180,993	(13,278)	167,715	10.4	172,615	(523)	172,092	9.8	167,381	15,256

## 財務資料

### 收入

下表載列我們於所示年度按產品類別劃分的收入明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
嬰幼兒配方羊奶粉 .....	926,438	57.4	1,032,745	58.6	1,009,353	54.2
FSMP .....	130,365	8.1	218,617	12.4	339,393	18.2
嬰幼兒配方牛奶粉 .....	158,929	9.8	138,771	7.9	125,776	6.7
成人及兒童奶粉 .....	96,993	6.0	112,993	6.4	112,275	6.0
OEM及乳製品相關材料 .....	290,610	18.0	247,805	14.1	264,483	14.2
其他 .....	10,923	0.7	11,298	0.6	12,275	0.7
<b>合計 .....</b>	<b>1,614,258</b>	<b>100.0</b>	<b>1,762,229</b>	<b>100.0</b>	<b>1,863,555</b>	<b>100.0</b>

有關我們於往績記錄期間的收入波動詳情，請參閱下文「— 各期經營業績比較」。此外，就地理區域而言，中國內地仍然是我們的主要市場，分別佔我們於2023年、2024年和2025年總收入的約95.4%、95.6%和96.1%。

### 銷售成本

下表載列我們於所示年度按性質劃分的銷售成本明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
原材料 .....	543,192	67.0	583,947	66.1	618,110	67.3
折舊及攤銷 .....	47,421	5.9	57,326	6.5	60,170	6.5
人工 .....	49,160	6.1	54,796	6.2	56,936	6.2
公用事業 .....	49,913	6.2	60,339	6.8	60,719	6.6
運輸成本 .....	42,546	5.3	42,047	4.8	43,404	4.7
其他 .....	76,838	9.5	84,893	9.6	79,588	8.7
<b>合計 .....</b>	<b>809,070</b>	<b>100.0</b>	<b>883,348</b>	<b>100.0</b>	<b>918,927</b>	<b>100.0</b>

於往績記錄期間，原材料一直是我們銷售成本中最大的組成部分。原材料成本主要包括乳品原料，包括羊奶、乳清液／乳清粉及相關乳品原料以及包裝材料。

## 財務資料

下表載列我們於所示年度按產品類別劃分的銷售成本明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
嬰幼兒配方羊奶粉 .....	394,371	48.7	432,131	48.9	413,140	45.0
FSMP .....	32,164	4.0	52,265	5.9	85,926	9.4
嬰幼兒配方牛奶粉 .....	85,269	10.5	77,049	8.7	69,615	7.6
成人及兒童奶粉 .....	71,503	8.8	89,680	10.2	91,666	10.0
OEM及乳製品相關材料 .....	216,271	26.7	221,596	25.1	246,635	26.8
其他 .....	9,492	1.2	10,627	1.2	11,945	1.2
合計 .....	<b>809,070</b>	<b>100.0</b>	<b>883,348</b>	<b>100.0</b>	<b>918,927</b>	<b>100.0</b>

### 毛利和毛利率

下表載列我們於所示年度按產品類別劃分的毛利和毛利率明細。

	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
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
嬰幼兒配方羊奶粉 .....	532,067	57.4	600,614	58.2	596,213	59.1
FSMP .....	98,201	75.3	166,352	76.1	253,467	74.7
嬰幼兒配方牛奶粉 .....	73,660	46.3	61,722	44.5	56,161	44.7
成人及兒童奶粉 .....	25,490	26.3	23,313	20.6	20,609	18.4
OEM及乳製品相關材料 .....	74,339	25.6	26,209	10.6	17,848	6.7
其他 .....	1,431	13.1	671	5.9	330	2.7
合計 .....	<b>805,188</b>	<b>49.9</b>	<b>878,881</b>	<b>49.9</b>	<b>944,628</b>	<b>50.7</b>

有關我們於往績記錄期間的毛利及毛利率波動詳情，請參閱下文「各期經營業績比較」。

### 銷售及分銷費用

下表載列我們於所示年度按性質劃分的銷售及分銷費用明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
服務費 .....	115,917	31.3	166,299	38.4	208,588	41.0
營銷和宣傳費用 .....	126,698	34.1	126,082	29.2	137,856	27.2
員工成本 .....	91,258	24.6	96,109	22.2	116,631	23.0
差旅費用 .....	15,405	4.1	18,507	4.3	19,604	3.9
展覽費用 .....	10,101	2.7	9,399	2.2	7,558	1.5

## 財務資料

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
以股份為基礎的付款開支.....	1,511	0.4	5,106	1.2	5,096	1.0
其他 .....	10,525	2.8	10,905	2.5	12,134	2.4
合計 .....	<b>371,415</b>	<b>100.0</b>	<b>432,407</b>	<b>100.0</b>	<b>507,467</b>	<b>100.0</b>

### 管理費用

下表載列我們於所示年度按性質劃分的管理費用明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
員工成本.....	63,711	37.7	63,855	45.2	62,510	40.7
折舊 .....	10,580	6.3	10,144	7.2	13,305	8.7
辦公室、招待及差旅費用.....	22,710	13.5	19,837	14.1	19,249	12.5
以股份為基礎的付款開支.....	31,805	18.8	9,424	6.7	1,572	1.0
服務費 .....	12,260	7.3	11,630	8.2	13,125	8.5
[編纂].....	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]
研發費用.....	8,418	5.0	8,014	5.7	11,024	7.2
其他 .....	19,261	11.4	18,217	12.9	17,290	11.3
合計 .....	<b>168,745</b>	<b>100.0</b>	<b>141,121</b>	<b>100.0</b>	<b>153,527</b>	<b>100.0</b>

### 金融資產(減值損失)/減值損失轉回淨額

金融資產(減值損失)/減值損失轉回淨額主要指就貿易和其他應收款項確認的預期信用損失(「預期信用損失」)。我們採用前瞻性預期信用損失模型評估預期信用損失。在進行評估時，我們會考慮歷史還款數據以及當前和預測宏觀經濟狀況、監管政策及行業特定風險。確認的減值準備金額可能與實際信用損失不同，而實際損失也可能偏離過往估計。

### 其他收入及收益

下表載列我們於所示年度的其他收入及收益明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
<b>其他收入</b>						
政府補助.....	36,555	85.2	16,374	62.6	22,904	76.0
銀行利息收入.....	3,957	9.2	2,747	10.5	2,786	9.2
結構性存款的投資收入 .....	233	0.5	149	0.6	32	0.1
經銷商補償收入 .....	463	1.1	1,473	5.6	675	2.2
其他 .....	915	2.1	2,373	9.1	3,773	12.5

## 財務資料

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
收益 .....						
結構性存款的公允價值收益.....	105	0.2	-	-	13	0.0
租賃終止收益.....	217	0.5	111	0.4	-	-
匯兌收益淨額.....	514	1.2	2,926	11.2	-	-
合計 .....	<b>42,959</b>	<b>100.0</b>	<b>26,153</b>	<b>100.0</b>	<b>30,183</b>	<b>100.0</b>

我們的其他收入及收益主要包括政府補助，其中包括與農業、畜牧業扶持有關的補貼以及各種企業扶持資金。該等補助已按特定用途動用，包括資本支出（如購置奶牛群及升級牧場設施）以及運營支出（如採購青貯飼料和其他原材料以及研究及開發），從而為業務的穩定運營提供支持。於往績記錄期間，政府補助為我們其他收入的最大組成部分。政府補助由2023年的人民幣36.6百萬元減少至2024年的人民幣16.4百萬元，主要由於補貼政策收緊，包括削減政府對企業的激勵補助以及研發補貼等若干一次性補貼。政府補助於2025年增加至人民幣22.9百萬元，主要由於產業扶持激勵增加以及已收地方政府的新增畜禽牧場補貼。

### 其他費用

下表載列我們於所示年度的其他費用明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
出售／撤銷物業、廠房及設備項目的虧損 ...	345	2.3	1,139	34.3	2,330	24.1
物業、廠房及設備減值虧損.....	9,084	61.4	-	-	-	-
捐贈 .....	4,344	29.3	1,121	33.8	1,088	11.2
匯兌損失淨額.....	-	-	-	-	5,605	57.9
其他 .....	1,041	7.0	1,058	31.9	650	6.7
合計 .....	<b>14,814</b>	<b>100.0</b>	<b>3,318</b>	<b>100.0</b>	<b>9,673</b>	<b>100.0</b>

於2023年，我們識別到若干樓宇、鍋爐及其他相關設施以及設備存在減值跡象。我們確認減值損失人民幣9.1百萬元，該減值損失已計入其他費用，原因為若干樓宇及機器須予重置或拆除。截至2025年12月31日止年度，我們錄得匯兌損失人民幣5.6百萬元，主要由於人民幣兌歐元等若干外幣貶值。歐元兌人民幣匯率在2025年呈上升趨勢，從2025年1月1日的7.5257上升到截至2025年12月31日的8.2355。

## 財務資料

### 生物資產公允價值減出售成本變動

我們按公允價值減出售成本計量生物資產。我們的生物資產包括奶牛及奶羊。視乎動物的階段及用途，公允價值乃參考可觀察市價釐定，或（特別是就生產性奶牛而言）採用收入法釐定，該方法根據市場估值慣例對原料奶及銷售淘汰牲口的未來現金流量作出預測並貼現至現值。主要輸入數據包括假設原料奶價格、產奶量、牛羊群繁殖率及淘汰率、飼料及畜牧成本以及市場貼現率。估值方法及主要假設乃根據我們的營運數據及現行市況評估其一致性。

截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，我們的生物資產公允價值減出售成本變動分別為人民幣(33.5)百萬元、人民幣(62.5)百萬元及人民幣(28.6)百萬元。2023年及2024年確認的虧損主要反映了奶牛及奶羊群因原料奶價格持續下跌及活畜市價疲弱而導致的公允價值下降。2025年，由於市況變動，虧損較2024年同期收窄，但定價壓力持續。

為說明對市場定價的敏感度，我們在保持其他變量（產奶量、牛群狀況、飼料成本及貼現率）不變的情況下，對奶牛估值中的原料奶價格變動進行了模型分析。假設當前娟姍奶牛的原料奶價格為人民幣5.92元／公斤，基礎估值為人民幣33.65百萬元，若原料奶價格上漲10%（至人民幣6.51元／公斤），估值將增至約人民幣48.36百萬元，增加人民幣14.71百萬元或43.71%。反之，若價格下跌10%（至人民幣5.33元／公斤），估值將減至約人民幣18.94百萬元，減少人民幣14.71百萬元或43.71%。本分析僅為說明性質，並非預測，且顯示在所有其他輸入數據維持不變的假設下的方向性敏感度。

### 財務費用

下表載列我們於所示年度按性質劃分的財務費用明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
銀行貸款利息.....	14,902	68.3	18,939	76.9	15,454	76.4
其他借款利息.....	6,057	27.7	5,067	20.5	3,785	18.7
租賃負債利息.....	862	4.0	631	2.6	993	4.9
合計.....	<u>21,821</u>	<u>100.0</u>	<u>24,637</u>	<u>100.0</u>	<u>20,232</u>	<u>100.0</u>

### 所得稅費用

我們的所得稅費用主要包括於中國內地及我們經營所在其他司法管轄區的即期稅項支出及遞延稅項支出。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
即期所得稅			
中國內地.....	58,557	56,934	67,019

## 財務資料

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
韓國 .....	502	7,139	2,306
西班牙 .....	6,905	10,487	4,672
遞延稅項 .....	4,555	(5,630)	(3,027)
年度稅項支出總額 .....	<b>70,519</b>	<b>68,930</b>	<b>70,970</b>

從2023年到2025年，我們的稅項支出保持相對穩定。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，我們的實際稅率分別為約30%、29%及28%。

### 各期經營業績比較

#### 截至2024年12月31日止年度與截至2025年12月31日止年度比較

#### 收入及毛利

截至2025年12月31日止年度，我們的收入由截至2024年12月31日止年度的人民幣1,762.2百萬元增加5.7%至人民幣1,863.6百萬元，主要是受我們的FSMP收入大幅增長所推動。

- 嬰幼兒配方羊奶粉收入由人民幣1,032.7百萬元減少2.3%至人民幣1,009.4百萬元，分別佔截至2025年及2024年12月31日止年度總收入的54.2%及58.6%。該減少主要歸因於我們於2025年上半年針對核心嬰幼兒配方羊奶粉產品線（包括蓓康禧及啟鉑系列）進行包裝升級。在過渡期間，分銷商調整採購節奏，避免新舊包裝同時銷售，從而暫時影響出貨計劃的執行，導致該年整體銷量下降。
- FSMP收入由人民幣218.6百萬元增加55.2%至人民幣339.4百萬元，分別佔各期間總收入的18.2%及12.4%。該增長主要得益於我們的跨境電商FSMP業務在品牌知名度提高及持續推廣工作的支持下持續增長，加上我們擴大市場覆蓋及加強渠道滲透，國內FSMP業務實現快速增長。
- 嬰幼兒配方牛奶粉收入由人民幣138.8百萬元減少9.4%至人民幣125.8百萬元，分別佔各期間總收入的6.7%及7.9%，主要由於嬰幼兒配方牛奶粉市場競爭激烈，以及我們策略性地將更多銷售及市場推廣資源投放於嬰幼兒配方羊奶粉產品。
- 成人及兒童奶粉收入保持穩定，期內無重大變動。
- OEM及乳製品相關材料收入由人民幣247.8百萬元增加6.7%至人民幣264.5百萬元。由於該類別屬於我們核心業務的配套業務，其收入會隨OEM訂單的交付時間以及乳品原料與材料的銷售安排而波動。2025年收入增長主要得益於羊基粉及羊乳清粉銷量提升。

我們的毛利由截至2024年12月31日的人民幣878.9百萬元增加7.5%至截至2025年12月31日的人民幣944.6百萬元，與收入增長基本一致。我們的毛利率由2024年的49.9%輕微改善至2025年的50.7%，主要反映來自FSMP（其仍是我們利潤率最高的主要

## 財務資料

產品類別)的貢獻增加，以及嬰幼兒配方羊奶粉的毛利率輕微改善。該等正面因素部分被若干其他產品類別(尤其是OEM及乳製品相關材料(其為我們核心業務的配套業務，主要反映各類乳製品相關材料的銷售組合和配方品牌客戶的OEM加工訂單)以及成人及兒童奶粉(反映單位固定成本增加，原因是其銷量因市場競爭加劇而設備折舊和生產線維護並未相應地減少以及原材料相關成本變動而下降))的毛利率下降所抵銷。

### 銷售成本

截至2025年12月31日止年度，銷售成本由截至2024年12月31日止年度的人民幣883.3百萬元增加4.0%至人民幣918.9百萬元，與收入增長基本一致。增加主要反映原材料成本增加，以及折舊及攤銷、人工及公用事業的適度增加，與產品組合及整體業務規模的變動一致。

### 銷售及分銷費用

截至2025年12月31日止年度，銷售及分銷費用由2024年同期的人民幣432.4百萬元增加17.4%至人民幣507.5百萬元。增加主要受電商平台服務費增加所帶動，尤其是我們的跨境FSMP業務。

### 管理費用

截至2025年12月31日止年度，管理費用由2024年同期的人民幣141.1百萬元增加8.8%至人民幣153.5百萬元。增加主要由於2025年確認的[編纂]，以及程度較輕的折舊及攤銷增加。

### 金融資產減值損失淨額

截至2025年12月31日止年度，金融資產減值損失淨額由截至2024年12月31日止年度的人民幣7千元增至人民幣1.7百萬元，主要由於年內若干應收款項賬齡增長，導致預期信用損失撥備增加。

### 其他收入及收益

截至2025年12月31日止年度，其他收入及收益由截至2024年12月31日止年度的人民幣26.2百萬元增加15.4%至人民幣30.2百萬元，主要由於政府補助增加。

### 其他費用

截至2025年12月31日止年度，其他費用由截至2024年12月31日止年度的人民幣3.3百萬元增至人民幣9.7百萬元，主要由於2025年錄得匯兌損失及出售／撇銷物業、廠房及設備的虧損增加。

### 生物資產公允價值減出售成本變動

截至2025年12月31日止年度，生物資產的公允價值虧損由截至2024年12月31日止年度的人民幣62.5百萬元收窄至人民幣28.6百萬元，主要由於儘管價格壓力持續存在，原料奶、奶牛及奶羊市場條件發生變動。

### 財務費用

截至2025年12月31日止年度，財務費用由2024年同期的人民幣24.6百萬元減少17.9%至人民幣20.2百萬元，主要由於銀行貸款及其他借款的利息減少。

## 財務資料

### 所得稅費用

截至2025年12月31日止年度，所得稅費用由截至2024年12月31日止年度的人民幣68.9百萬元增加3.0%至人民幣71.0百萬元，主要由於除稅前利潤增加，部分被2025年實際稅率28%較2024年的29%減少所抵銷。

### 年度利潤

綜上所述，截至2025年12月31日止年度的年度利潤由截至2024年12月31日止年度的人民幣172.1百萬元增加6.1%至人民幣182.6百萬元。

### 截至2023年12月31日止年度與截至2024年12月31日止年度比較

#### 收入及毛利

截至2024年12月31日止年度，我們的收入由截至2023年12月31日止年度的人民幣1,614.3百萬元增加9.2%至人民幣1,762.2百萬元，主要由嬰幼兒配方羊奶粉和FSMP的增長所驅動。

- 嬰幼兒配方羊奶粉收入由2023年的人民幣926.4百萬元增加11.5%至2024年的人民幣1,032.7百萬元，分別佔總收入的57.4%和58.6%。該增長得益於對低致敏配方奶粉的持續需求、產品組合升級及消費者對產品益處（如低致敏性及易吸收性）的認知提高所帶動的市場需求擴張。
- FSMP收入由2023年的人民幣130.4百萬元增加67.7%至2024年的人民幣218.6百萬元，分別佔總收入的8.1%及12.4%。這主要由於2023年底的額外註冊批准促成了新產品組合，同時通過跨境電商渠道及滿足多元營養需求的多產品策略提升了銷量。
- 嬰幼兒配方牛奶粉收入由2023年的人民幣158.9百萬元減少12.7%至2024年的人民幣138.8百萬元，分別佔總收入的9.8%及7.9%。該減少反映了我們在激烈的市場競爭中審慎地為嬰幼兒配方牛奶粉分配資源及戰略性專注於羊奶產品。
- 成人及兒童奶粉收入由2023年的人民幣97.0百萬元增加16.5%至2024年的人民幣113.0百萬元，分別佔總收入的6.0%及6.4%。該增長主要歸因於新產品上市及產品組合升級，加之消費者健康意識提高及對專業營養產品的需求增加。
- OEM及乳製品相關材料收入由2023年的人民幣290.6百萬元減少14.7%至2024年的人民幣247.8百萬元，主要歸因於基粉銷量下降。

我們的總收入於2023年及2024年的增長率超過我們生產設施實際產出噸數的增長。收入增長受銷量、產品組合及定價綜合推動，而將產品組合升級為更高價值的產品（如我們的嬰幼兒配方羊奶粉和FSMP）帶來的重大貢獻為主要因素。同時，生產產出噸數指生產基粉及成品，而作為我們正常經營週期的一環，我們保留基粉的戰略庫

## 財務資料

存作進一步加工。因此，基粉生產與最終收入之間並非線性關係。於往績記錄期間，我們主要奶粉產品（包括嬰幼兒配方奶粉、FSMP、成人及兒童奶粉）的產銷率維持在95%以上的健康水平，表明進行了有效的產銷調整。

我們的毛利由2023年的人民幣805.2百萬元增加至2024年的人民幣878.9百萬元，而毛利率大致穩定在49.9%。按產品類別劃分，嬰幼兒配方羊奶粉的毛利由人民幣532.1百萬元增至人民幣600.6百萬元，毛利率由57.4%改善至58.2%，與收入增長一致。FSMP的毛利由人民幣98.2百萬元增加至人民幣166.4百萬元，毛利率由75.3%微升至76.1%，與收入增長一致，因新註冊產品於2024年推出。嬰幼兒配方牛奶奶粉的毛利由人民幣73.7百萬元減少至人民幣61.7百萬元，其毛利率由46.3%下降至44.5%，與收入大致相符，因我們在競爭激烈的環境下審慎地為嬰幼兒配方牛奶奶粉分配資源。就成人及兒童奶粉而言，毛利由人民幣25.5百萬元減少至人民幣23.3百萬元，毛利率由26.3%收縮至20.6%，主要是由於成人奶粉子類別的競爭加劇，促使我們加強促銷力度吸引客戶，從而拖累毛利率。OEM及乳製品相關材料的毛利由人民幣74.3百萬元減少至人民幣26.2百萬元，毛利率由25.6%下降至10.6%，與收入下降一致。此乃由於高毛利率OEM及乳製品相關材料的銷售比例下降，原因是該類別為我們核心業務的配套業務，而其毛利率的變動主要反映各類乳製品相關材料的銷售調整和配方品牌客戶的OEM加工訂單。

### 銷售成本

截至2024年12月31日止年度，我們的銷售成本由截至2023年12月31日止年度的人民幣809.1百萬元增加9.2%至人民幣883.3百萬元。增加主要由我們的產品銷量擴大所驅動，導致相關生產成本上升。

### 其他收入及收益

截至2024年12月31日止年度，其他收入及收益減少39.1%至人民幣26.2百萬元，而截至2023年12月31日止年度為人民幣43.0百萬元。該減少主要是由於政府補助減少所致。

### 銷售及分銷費用

截至2024年12月31日止年度，銷售及分銷費用增加16.4%至人民幣432.4百萬元，而截至2023年12月31日止年度為人民幣371.4百萬元。增加主要由於服務費增加，此乃主要由於FSMP跨境電商業務持續增長所致。

### 管理費用

截至2024年12月31日止年度，管理費用減少16.4%至人民幣141.1百萬元，而截至2023年12月31日止年度為人民幣168.7百萬元。該減少的主要驅動因素是以股份為基礎的付款開支減少人民幣22.4百萬元，原因為2023年的大額一次性授予屬非經常性質。造成該減少的另一個原因為辦公、招待及差旅開支減少人民幣2.9百萬元，主要原因為2023年的若干一次性活動屬非經常性質。

### 金融資產減值損失淨額

截至2024年12月31日止年度，我們錄得金融資產減值損失淨額人民幣7千元，而截至2023年12月31日止年度則錄得減值損失轉回人民幣0.4百萬元。

---

## 財務資料

---

### 其他費用

截至2024年12月31日止年度，其他費用減少77.6%至人民幣3.3百萬元，而截至2023年12月31日止年度為人民幣14.8百萬元。減少主要由於2023年物業、廠房及設備的減值人民幣9.1百萬元，其中包括北安工廠的燃煤鍋爐閒置及我們其中一個羊場的舊設備退役。減少亦由於慈善捐款由截至2023年12月31日止年度的人民幣4.3百萬元減少至截至2024年12月31日止年度的人民幣1.1百萬元。

### 生物資產公允價值減出售成本變動

截至2024年12月31日止年度，我們錄得損失人民幣62.5百萬元，而截至2023年12月31日止年度為損失人民幣33.5百萬元，損失增加86.4%。

### 財務費用

截至2024年12月31日止年度，我們的財務費用增加12.9%至人民幣24.6百萬元，而截至2023年12月31日止年度為人民幣21.8百萬元。該增加主要由於銀行及其他借款增加所致的利息開支增加，主要為信用證融資利息和收購新辦公大樓相關借款的利息增加。

### 所得稅費用

截至2024年12月31日止年度，我們的所得稅費用減少2.3%至人民幣68.9百萬元，而截至2023年12月31日止年度為人民幣70.5百萬元。

### 年度利潤

由於上述原因，截至2024年12月31日止年度，我們的年度利潤增加2.6%至人民幣172.1百萬元，而截至2023年12月31日止年度為人民幣167.7百萬元。

### 流動資金及資本資源

我們主要通過經營活動所得現金撥付營運。於往績記錄期間，我們資金來源以經營所得現金淨額為主，必要時輔以銀行借款。我們維持審慎的資金管理方式，並定期監控流動資金狀況，以確保營運靈活性及財務穩定性。

### 營運資金聲明

董事確認，經考慮本集團目前可動用的財務資源，包括內部資源及[編纂]的估計[編纂]，本集團擁有充足的營運資金應付當前自本文件日期起計至少未來12個月的需求。董事確認，於往績記錄期間及直至本文件日期，概無嚴重拖欠貿易及非貿易應付款項及借款及／或違反財務契約的情況。

## 財務資料

### 現金流量

下表載列我們於所示年度的現金流量：

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
經營活動所得現金流量淨額.....	243,290	201,496	360,625
投資活動所用現金流量淨額.....	(223,802)	(114,872)	(167,458)
融資活動所用現金流量淨額.....	(71,872)	(97,831)	(58,840)
年初現金及現金等價物 .....	387,613	346,790	337,100
年末現金及現金等價物 .....	346,790	337,100	471,829

### 經營活動產生的現金流量淨額

截至2025年12月31日止年度，經營活動所得現金淨額為人民幣360.6百萬元。自人民幣253.6百萬元之除稅前利潤起，該等經營現金流入主要由於以下各項的正面調整：(i)物業、廠房及設備折舊人民幣72.8百萬元；(ii)生物資產公允價值減出售成本變動人民幣28.6百萬元；(iii)存貨撇減至可變現淨值人民幣23.5百萬元；(iv)財務費用人民幣20.2百萬元；及(v)其他應付款項及應計費用增加人民幣21.4百萬元。有關正面影響部分被下列主要負面項目所抵銷：(i)已付所得稅人民幣69.8百萬元；(ii)存貨增加人民幣14.3百萬元；及(iii)受限制現金增加人民幣9.1百萬元。

截至2024年12月31日止年度，經營活動所得現金流量淨額為人民幣201.5百萬元。此乃主要由於(i)除稅前利潤人民幣241.0百萬元；(ii)非現金及其他對賬項目，包括物業、廠房及設備折舊人民幣65.5百萬元、生物資產公允價值減出售成本變動人民幣62.5百萬元、財務費用人民幣24.6百萬元、存貨撇減至可變現淨值人民幣19.6百萬元、以權益結算以股份為基礎的付款開支人民幣14.7百萬元、使用權資產折舊人民幣8.9百萬元及出售／撤銷物業、廠房及設備項目虧損人民幣1.1百萬元，並由減少經營現金的項目（例如匯率變動影響人民幣5.0百萬元、已撥回與資產相關的政府補助人民幣3.7百萬元及利息收入人民幣2.7百萬元）所抵銷；(iii)營運資金變動，主要包括存貨增加人民幣88.6百萬元及合同負債減少人民幣69.4百萬元，部分由其他應付款項及應計費用增加人民幣14.6百萬元及貿易應收款項及應收票據減少人民幣3.2百萬元所抵銷；(iv)已收利息人民幣2.0百萬元；及(v)已付所得稅人民幣70.9百萬元，導致上述經營現金流入。

截至2023年12月31日止年度，經營活動所得現金流量淨額為人民幣243.3百萬元。此乃主要由於(i)除稅前利潤人民幣238.2百萬元；(ii)非現金及其他對賬項目，包括物業、廠房及設備折舊人民幣53.0百萬元、以權益結算以股份為基礎的付款開支人民幣33.5百萬元、生物資產公允價值減出售成本變動人民幣33.5百萬元、財務費用人民幣21.8百萬元、使用權資產折舊人民幣8.6百萬元、存貨撇減至可變現淨值人民幣9.7百萬元及物業、廠房及設備減值虧損人民幣9.1百萬元，並由減少經營現金的項目（例如利息收入人民幣4.0百萬元及匯率變動影響淨額人民幣5.2百萬元）所抵銷；(iii)營運資金變動，包括存貨增加人民幣118.4百萬元、預付款項、其他應收款項及其他資產減

## 財務資料

少(提供現金人民幣24.7百萬元)、貿易應付款項及應付票據增加(提供現金人民幣18.1百萬元)及合同負債減少人民幣12.6百萬元；(iv)已收利息人民幣3.7百萬元；及(v)已付所得稅人民幣85.7百萬元，導致上述經營現金流入。

### 投資活動所用現金流量淨額

截至2025年12月31日止年度，投資活動所用現金淨額為人民幣167.5百萬元。此乃主要由於以下各項的現金流出：(i)購買物業、廠房及設備項目人民幣126.9百萬元；(ii)購買結構性存款人民幣73.0百萬元；(iii)添置生物資產人民幣42.0百萬元；及(iv)存放原到期日超過三個月的定期存款人民幣30.0百萬元，部分被下列各項的現金流入所抵銷：(i)贖回結構性存款所得款項人民幣68.0百萬元；及(ii)原到期日超過三個月的定期存款到期所得款項人民幣25.6百萬元。

截至2024年12月31日止年度，投資活動所用現金淨額為人民幣114.9百萬元。此乃主要由於(i)購買物業、廠房及設備項目人民幣92.8百萬元；(ii)添置生物資產人民幣58.2百萬元；(iii)購買結構性存款人民幣38.0百萬元；及(iv)存放原到期日超過三個月的定期存款人民幣25.0百萬元及購買債務投資人民幣1.0百萬元；部分由(v)贖回結構性存款所得款項人民幣53.1百萬元；(vi)收取有關物業、廠房及設備項目的政府補助人民幣22.7百萬元；(vii)出售生物資產所得款項人民幣9.8百萬元；(viii)定期存款到期所得款項人民幣8.2百萬元及出售物業、廠房及設備項目所得款項人民幣1.9百萬元；及(ix)已收利息人民幣172千元及結構性存款收入人民幣149千元所抵銷。

截至2023年12月31日止年度，投資活動所用現金流量淨額為人民幣223.8百萬元。此乃主要由於(i)購買物業、廠房及設備項目人民幣187.0百萬元；(ii)添置生物資產人民幣65.6百萬元；(iii)購買結構性存款人民幣106.2百萬元；及(iv)存放原到期日超過三個月的定期存款人民幣8.1百萬元；部分由(v)贖回結構性存款所得款項人民幣106.2百萬元；(vi)收取有關物業、廠房及設備的政府補助人民幣23.9百萬元；(vii)定期存款到期所得款項人民幣10.6百萬元；(viii)出售生物資產所得款項人民幣1.5百萬元及出售物業、廠房及設備項目所得款項人民幣873千元；及(ix)已收利息人民幣147千元及結構性存款收入人民幣233千元所抵銷。

### 融資活動所用現金流量淨額

截至2025年12月31日止年度，融資活動所用現金淨額為人民幣58.8百萬元。此乃主要源於下列各項的現金流出：(i)償還銀行借款人民幣608.4百萬元；(ii)償還其他借款人民幣181.2百萬元；(iii)已付股息人民幣44.9百萬元；及(iv)受限制現金淨增加人民幣25.1百萬元，部分被下列各項的現金流入所抵銷：(i)新增銀行借款人民幣594.2百萬元；(ii)新增其他借款人民幣185.0百萬元；及(iii)與股份獎勵計劃相關的資本出資人民幣56.8百萬元。

截至2024年12月31日止年度，融資活動所用現金流量淨額為人民幣97.8百萬元。此乃來自(i)資金流入包括新增銀行借款人民幣536.6百萬元、新增其他借款人民幣180.4百萬元、與股份獎勵計劃相關的資本出資人民幣19.1百萬元；與(ii)資金流出包括償還銀行借款人民幣545.0百萬元、償還其他借款人民幣128.8百萬元、已付股息人民幣67.7百萬元、收購非控股權益人民幣37.4百萬元及已付非控股股東股息人民幣30.0百萬元，導致上述淨流出。

## 財務資料

截至2023年12月31日止年度，融資活動所用現金流量淨額為人民幣71.9百萬元。此乃主要源於(i)資金流入包括新增銀行借款人民幣532.0百萬元、新增其他借款人民幣145.4百萬元、與股份獎勵計劃相關的資本出資人民幣83.0百萬元及股東資本出資人民幣25.0百萬元；及(ii)資金流出包括償還銀行借款人民幣386.5百萬元、已付股息人民幣172.7百萬元、償還其他借款人民幣162.0百萬元及已付非控股股東股息人民幣64.8百萬元，導致上述淨流出。

### 綜合財務狀況表若干節選項目的討論

下表載列我們於所示日期的流動資產及流動負債：

	截至12月31日			截至2月28日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元 (未經審計)
<b>流動資產</b>				
庫存 .....	718,854	787,912	778,689	791,189
貿易應收款項及應收票據....	59,529	56,269	57,244	55,132
預付款項、其他應收款項 及其他資產 .....	93,542	108,876	115,113	134,113
金融投資.....	20,164	995	5,013	5,013
定期存款.....	8,160	5,595	11,120	11,120
受限制現金.....	67,204	57,772	91,984	134,370
現金及現金等價物 .....	346,790	337,100	471,829	192,734
<b>流動資產總值 .....</b>	<b>1,314,243</b>	<b>1,354,519</b>	<b>1,530,992</b>	<b>1,323,671</b>
<b>流動負債</b>				
貿易應付款項及應付票據....	263,836	263,552	268,539	195,448
其他應付款項及應計費用....	396,703	258,634	271,818	232,537
合同負債.....	264,106	194,725	212,122	208,465
計息銀行及其他借款 .....	412,272	508,774	502,004	486,910
租賃負債.....	4,462	2,895	5,672	5,685
應付稅項.....	28,007	29,629	36,664	4,242
<b>流動負債總額 .....</b>	<b>1,369,386</b>	<b>1,258,209</b>	<b>1,296,819</b>	<b>1,133,287</b>
<b>流動資產／(負債)淨值 .....</b>	<b>(55,143)</b>	<b>96,310</b>	<b>234,173</b>	<b>190,384</b>

截至2023年12月31日，暫時性的流動負債淨額狀況乃由流動負債超過流動資產所致，主要是由於：(i)其他應付款項及應計費用增加至人民幣396.7百萬元，主要反映應付股息激增(主要於2024年結算)，同時工資和福利應付款項以及與資本開支和已收按金相關的金額增加；(ii)為支持營運資金，計息流動銀行及其他借款增加至人民幣412.3百萬元；及(iii)儘管庫存增加至人民幣718.9百萬元，但流動資產增長不大。

## 財務資料

截至2024年12月31日，流動資產淨值回升，乃由於(i)結算應付股息及若干分項結餘減少後，其他應付款項及應計費用減少至人民幣258.6百萬元；及(ii)履行相關義務後確認客戶預付款項，合同負債降至人民幣194.7百萬元。該等改善被流動借款增至人民幣508.8百萬元部分抵銷。資產方面，總流動資產增加至人民幣1,354.5百萬元，主要受庫存人民幣787.9百萬元以及穩定的現金和存款所帶動。

截至2025年12月31日，我們的流動資產淨值增加至人民幣234.2百萬元，主要是因為我們流動資產的增加超過流動負債的增加。我們的流動資產總值增加至人民幣1,531.0百萬元，主要由於現金及現金等價物、受限制現金及定期存款增加所致，與我們的業務增長一致。

### 物業、廠房及設備

我們的物業、廠房及設備（「物業、廠房及設備」）主要包括樓宇、機器、辦公設備及電子裝置、汽車、永久業權土地和在建工程。下表載列截至所示日期我們的物業、廠房及設備的明細。

	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
<b>賬面淨值</b>			
樓宇	386,328	403,835	423,394
機器	349,115	341,229	347,249
辦公設備及電子裝置	15,018	14,452	16,948
汽車	8,168	15,689	13,968
永久業權土地	8,639	8,272	9,051
在建工程	28,820	72,096	96,718
<b>合計</b>	<b>796,088</b>	<b>855,573</b>	<b>907,328</b>

物業、廠房及設備的賬面淨值從截至2023年12月31日的人民幣796.1百萬元增至截至2024年12月31日的人民幣855.6百萬元。截至2025年12月31日，賬面淨值達人民幣907.3百萬元，主要由於以下原因所致：

- 樓宇由2023年的人民幣386.3百萬元增加至2024年的人民幣403.8百萬元，主要是由於收購中國新辦公物業。截至2025年12月31日，樓宇的淨值達人民幣423.4百萬元，反映我們持續進行資本化和添置。
- 機器之價值由2023年的人民幣349.1百萬元下降至2024年的人民幣341.2百萬元，主要由於新購入設備的折舊及出售過時機器。截至2025年12月31日，機器已增加至人民幣347.2百萬元，乃由於新購入及安裝所致。
- 在建工程由2023年的人民幣28.8百萬元上升至2024年的人民幣72.1百萬元，主要是由於在西班牙開展新收購廠房的改建工程及生產線擴建。截至2025年12月31日，在建工程的結餘已達人民幣96.7百萬元，反映新生產線和我們其中一個現有農場的擴張。

### 使用權資產

我們的使用權資產主要包括租賃土地、租賃廠房和辦公物業。下表載列截至所示日期我們的使用權資產明細：

## 財務資料

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
<b>賬面淨值</b>			
租賃土地.....	75,498	73,959	70,731
廠房和物業.....	8,207	4,675	14,203
<b>合計</b> .....	<b>83,705</b>	<b>78,634</b>	<b>84,934</b>

使用權資產的賬面值由截至2023年12月31日的人民幣83.7百萬元降至截至2024年12月31日的人民幣78.6百萬元，主要是由於現有租賃折舊及提前終止若干租賃合同的綜合影響。截至2025年12月31日，該賬面值達人民幣84.9百萬元，主要由於租賃額外廠房和物業所致。

### 無形資產

無形資產主要包括軟件、商標和許可。下表載列截至所示日期的無形資產明細。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
軟件 .....	804	1,179	1,475
商標 .....	197	174	154
<b>合計</b> .....	<b>1,001</b>	<b>1,353</b>	<b>1,629</b>

### 金融投資

我們的金融投資主要包括股權投資、結構性存款、銀行承兌票據及債務投資，根據其預期到期日分類為非流動或流動。截至2023年、2024年及2025年12月31日，我們的非流動金融投資總額分別為人民幣7.1百萬元、人民幣9.4百萬元及人民幣8.9百萬元；我們的流動金融投資總額分別為人民幣20.2百萬元、人民幣1.0百萬元及人民幣5.0百萬元。

我們的投資主要集中於低風險工具，包括保本型結構性存款、短期可贖回理財產品及銀行承兌匯票。此類投資嚴格遵循本集團的內部《閒置資金管理政策》，該政策規管我們的內部控制程序。該框架圍繞三大核心階段建構：(i)投資前審批，涵蓋嚴格的合規性審查、明確的投資範圍、基於交易金額的多層級授權機制及產品說明書審閱；(ii)投資執行管理，包含即時監控、交易執行雙重核驗機制及保留詳細的投資明細賬；及(iii)投資後檢討，涵蓋定期投資收益對賬、季度內部自查及年度審核。於我們[編纂]後，所有涉及金融資產之未來交易均將遵照上市規則第14章之規定進行。

### 生物資產

我們的生物資產包括(i)奶牛(產奶牛以及小母牛和小牛)；及(ii)奶羊(羔羊和小羊、種羊以及產奶羊)。生物資產按公允價值減出售成本計量。因初始確認按公允價值減出售成本計量的生物資產及因生物資產公允價值減出售成本變動而產生的收益或虧

## 財務資料

損乃於其產生期間計入損益。因飼養小母牛和小牛以及羔羊和小羊產生的飼養成本及其他相關成本（包括員工成本、折舊和攤銷費用、水電成本和消耗品）予以資本化，直至小母牛、小牛、羔羊和小羊開始產奶為止。

截至2023年、2024年及2025年12月31日，我們擁有的生物資產主要與奶牛和奶羊有關。

下表提供截至所示日期我們的生物資產的數量明細。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
<b>奶牛</b>			
產奶牛 .....	1,729	1,854	2,302
小母牛和小牛 .....	2,318	1,949	2,348
<b>奶牛總數</b> .....	<b>4,047</b>	<b>3,803</b>	<b>4,650</b>
<b>奶羊</b>			
羔羊和小羊 .....	7,000	2,230	2,329
種羊 .....	130	112	100
產奶羊 .....	1,865	5,428	6,867
<b>奶羊總數</b> .....	<b>8,995</b>	<b>7,770</b>	<b>9,296</b>

這些年來，奶牛數量穩步增加，隨著產奶牛達到成熟期，其數量持續上升。產奶牛的泌乳週期通常為305至325天，隨後是70天的干奶期。我們密切監控奶牛數量，因為其直接影響我們的原料奶產量。過去幾年，產奶牛的公允價值根據市場狀況和生產趨勢有所波動。

同樣，我們也監控我們的奶羊。羔羊和小羊是尚未開始產奶的羊。隨著時間的推移，我們羊群的構成發生了變化，產奶羊增加而其他羊減少，反映了運營變化和市場需求。我們的奶羊公允價值由類似年齡和品種動物的市場價格決定，價格在整個往績記錄期間略有波動。

下表列出截至所示日期我們生物資產的價值。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
<b>奶牛</b>			
產奶牛 .....	42,840	34,790	47,261
小母牛和小牛 .....	50,339	34,249	40,619
<b>奶牛總數</b> .....	<b>93,179</b>	<b>69,039</b>	<b>87,880</b>

## 財務資料

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
<b>奶羊</b>			
羔羊和小羊.....	13,582	4,235	2,981
種羊.....	637	1,040	840
產奶羊.....	5,968	18,193	21,522
<b>奶羊總數.....</b>	<b>20,187</b>	<b>23,468</b>	<b>25,343</b>
奶牛總數.....	93,179	69,039	87,880
奶羊總數.....	20,187	23,468	25,343
<b>生物資產總值.....</b>	<b>113,366</b>	<b>92,507</b>	<b>113,223</b>

生物資產公允價值由截至2023年12月31日的人民幣113.4百萬元下降18.4%至截至2024年12月31日的人民幣92.5百萬元，主要是由於奶牛市價下跌及奶牛存欄量減少。生物資產公允價值由截至2024年12月31日的人民幣92.5百萬元增加22.4%至截至2025年12月31日的人民幣113.2百萬元，主要由於奶牛及奶羊存欄量增加所致。我們面臨因乳製品價格變動而產生的公允價值風險。我們並未訂立衍生工具合約以管理該等價格波動的風險。

為管理與我們生物資產相關的風險，我們已實施全面的系統，以監控和控制氣候、疾病及其他自然風險等因素。我們進行定期檢查、採取疾病預防措施，並為關鍵生物資產投保。此外，我們生物資產的公允價值乃採用層級中第三級內的公允價值釐定。就產奶牛而言，我們採用多期間超額收益法，此方法乃基於將由該等產奶牛產生的貼現未來現金流量。就小母牛、小牛和奶羊而言，公允價值乃參照類似動物的市場價格釐定，並根據年齡、品種和遺傳價值等因素進行調整。

### 估值

我們的生物資產由仲量聯行（一家與我們無關聯的獨立合資格專業估值公司）進行獨立估值，該估值師在生物資產估值方面擁有適當的資格和經驗。經考慮仲量聯行的市場聲譽和相關背景研究，我們的董事及聯席保薦人信納，仲量聯行獨立於本公司，且有能力對生物資產進行估值。有關我們生物資產的估值（包括估值技術、重大輸入數據及假設），請參閱本文件附錄一會計師報告附註2.3及18。

### 有關我們生物資產獨立估值師的資料

我們已委聘獨立估值師仲量聯行分別釐定我們於2023年12月31日、2024年12月31日及2025年12月31日的生物資產公允價值。仲量聯行團隊的主要估值師包括陳銘傑先生及高騰雲教授。陳銘傑先生，仲量聯行執行董事，為香港會計師公會資深會員及澳洲會計師公會資深會員。彼亦為特許估值分析師、國際顧問、估值師及分析師協會會員以及澳洲採礦及冶金學會會員。陳先生管理仲量聯行的業務估值服務，於會計、審計、企業諮詢及估值方面擁有逾20年經驗。彼為中國、香港、新加坡及美國不同行業的眾多上市及掛牌公司提供廣泛的估值服務。陳先生曾管理中國現代牧業控股有限公司（股份代號：1117.HK）、澳亞集團有限公司（股份代號：2425.HK）、原生態牧業

## 財務資料

有限公司(股份代號：1431.HK)、山東鳳祥股份有限公司(股份代號：9977.HK)、萬洲國際有限公司(股份代號：288.HK)及四川德康農牧食品集團股份有限公司(股份代號：2419.HK)首次公開發售時及後續財務報告的生物資產估值業務。彼亦曾領導對香港上市公司(包括晨鳴紙業集團(股份代號：1812.HK)、中國蒙牛乳業有限公司(股份代號：2319.HK)及中國康大食品有限公司(股份代號：834.HK))及多家私營公司的其他生物資產(如商品肉豬、樹木、兔及雞)進行以作財務呈報之用的估值。

### 委任專家

估值師委任專家顧問高騰雲教授協助估值。高騰雲教授為河南農業大學博士生導師、中國畜牧獸醫學會家畜生態學分會理事長、國家現代農業(奶牛)產業技術體系專家及河南省奶牛單產提升計劃專家組組長和專家服務團團長。彼主要研究領域為奶牛和肉牛的營養與環境。在研究高溫季節奶牛的集約化生產體系、營養調控和環境管理等方面具有較高的學術水平。他曾榮獲國家級教學成果二等獎1項、國家科學技術進步獎二等獎2項，獲省級科技進步一等獎2項、二等獎2項及多項其他科技獎項。高教授已發表300多篇學術論文及彙編超過20本書籍。其中，彼擔任不同國家級規劃教材(包括《家畜生態學》和《動物保護與福利》)的副主編。鑒於高教授的專業及過往經驗，仲量聯行確認彼具備合適資格。仲量聯行信納高騰雲教授所提供的意見基礎，並認為其屬合理。

### 估值方法

於釐定估值的過程中，已考慮兩種公認的方法，即市場法及收入法。市場法計及近期就類似資產支付的價格，並就售價作出調整以反映所評估資產相對於市場同類資產的狀況及效用。有成熟二手市場的資產可採用此方法估值。收入法乃將擁有權的預期定期利益轉換為價值指標。其所依據的原則為，知情買方就項目支付的金額不會超過附帶類似風險的相同或大致相似項目的估計未來利益(收入)的現值。所採用的估值方法如下：

#### 小牛和小母牛

採用市場法對小牛和小母牛進行估值。於估值日期，約14個月齡小母牛的最新議定售價已存在，因此通過應用市場法並進行合理調整以反映年齡差異，從而釐定小牛和小母牛的公允價值。

#### 產奶牛

採用收入法對產奶牛進行估值。現階段產奶牛並無可靠的市場價格，因此，產奶牛的公允價值乃通過應用被稱為多期超額收益法的收入法釐定。多期超額收益法是貼現現金流量(「貼現現金流量」)法的衍生。使用此方法，估值師估計產奶牛應佔直接經濟利益。該經濟利益繼而按反映所有業務風險(包括有關目標資產的內部及外部不確定性)的比率資本化。為估計經濟利益，產奶牛的收入乃根據其剩餘可使用年期預測。

---

## 財務資料

---

根據預測收入，與飼養產奶牛有關的成本乃予以抵銷。收入淨額預測繼而經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。該等資產的例子包括固定資產、集合勞動力及營運資金。

### 奶羊

由於奶羊已有購買價格，奶羊的公允價值乃通過應用市場法釐定，並作出合理調整以反映年齡差異。

### 主要假設及輸入數據

主要輸入數據及假設包括以下各項：

#### 數量

有關估值已依據本公司於估值日期所提供的生物資產數據及資料作出。

#### 市價

估值有賴於平均14個月大的小母牛及小羊於估值日期的市價數據及資料。

#### 產奶牛假設

淘汰率；產奶牛、淘汰牛及可售小牛的種群大小；原料奶或生乳產量；原料奶或生乳、小牛及淘汰牛的價格；成本資料，包括泌乳牛、小牛及小母牛的飼養成本、運營開支及管理費用。

#### 其他假設

估值師假設所有擬興建的設施及系統將有效運營且有充足產能以作未來擴張。估值師亦假設歷史趨勢及數據將維持，且現有政策、法律、技術、財政或經濟條件將不會出現對本公司業務產生不利影響的重大變動。估值師確認，彼等的估值乃根據國際會計準則理事會發佈的國際財務報告準則第13號（「國際財務報告準則第13號」）及國際會計準則第41號（「國際會計準則第41號」），並經參考國際估值準則委員會發佈的《國際估值準則》進行。

申報會計師已根據香港投資通函呈報委聘準則第200號「投資通函內歷史財務資料的會計師報告」，對本集團截至2023年、2024年及2025年12月31日止各年度的歷史財務資料（「歷史財務資料」）進行工作。作為其歷史財務資料工作的一部分，申報會計師已考慮就生物資產估值所用估值技術及主要輸入數據而執行的審計程序結果。彼等信納就對歷史財務資料整體形成意見而言，所選估值技術及估值所用主要輸入數據。詳情請參閱本文件附錄一。

聯席保薦人與仲量聯行就編製生物資產估值報告所需的估值程序、估值基準及假設、估值技術及資料進行了多次討論，以更好地了解估值流程，並審閱仲量聯行及其專業估值師的資格及相關估值經驗。此外，聯席保薦人與管理層及申報會計師討論估值所選用的技術及所用的輸入數據。聯席保薦人進一步將所選估值技術、估值基準及

## 財務資料

假設與其他類似交易及市場慣例所用者進行比較。此外，聯席保薦人已與申報會計師討論仲量聯行編製的生物資產估值，並注意到申報會計師已考慮根據相關審計準則執行的審計程序。鑒於上文所述，聯席保薦人信納所選估值技術及估值技術所用輸入數據屬適當及合理。

### 敏感度分析

估計售價及重置成本單獨出現大幅上升／下跌將導致生物資產的公允價值大幅上升／下跌。於估值日期，我們為娟珊牛及荷斯坦奶牛進行下列敏感度測試。

#### 娟珊牛的敏感度

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
牛奶價格假設增幅／(減幅) .....		估值變動	
10% .....	45.30%	57.24%	43.71%
(10%) .....	-45.25%	-57.20%	-43.71%
飼養成本假設增幅／(減幅) .....		估值變動	
10% .....	-25.29%	-34.75%	-24.96%
(10%) .....	25.33%	34.78%	24.93%
平均年齡為14個月的小母牛 價格假設增幅／(減幅) .....		估值變動	
10% .....	6.22%	8.48%	6.21%
(10%) .....	-6.17%	-8.44%	-6.89%

#### 荷斯坦奶牛的敏感度

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
牛奶價格假設增幅／(減幅) .....		估值變動	
10% .....	45.12%	42.91%	47.02%
(10%) .....	-45.12%	-42.91%	-47.10%
飼養成本假設增幅／(減幅) .....		估值變動	
10% .....	-25.74%	-23.95%	-26.75%
(10%) .....	25.74%	23.84%	26.75%
平均年齡為14個月的小母牛價格 假設增幅／(減幅) .....		估值變動	
10% .....	5.79%	5.70%	5.88%
(10%) .....	-5.84%	-5.70%	-8.08%

## 財務資料

### 庫存

我們的庫存主要包括原材料、在製品、成品、包裝材料和消耗件。當可變現淨值低於賬面成本時則會確認庫存撇減。下表載列截至所示日期的庫存明細。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
原材料 .....	405,698	460,801	479,459
在製品 .....	183,292	160,857	155,516
成品 .....	106,856	136,874	108,125
其他原材料 .....	23,008	29,380	35,589
<b>合計 .....</b>	<b>718,854</b>	<b>787,912</b>	<b>778,689</b>

我們的庫存由截至2023年12月31日的人民幣718.9百萬元增至截至2024年12月31日的人民幣787.9百萬元，並進一步增加至人民幣778.7百萬元，主要由於原材料增加所致，而原材料大幅增加主要受為確保生產持續性和在市場波動的情況下維持競爭優勢而採取的積極戰略性採購推動。2023年底至2024年底，萊西工廠擴大生產規模連同預期市場增長而進行奶粉和乳清粉戰略性儲備均推動原材料庫存增長。截至2025年12月31日，由於持續擴大生產規模和市場預測，原材料庫存繼續儲備在較高水平。於往績記錄期間，我們已按一致基準計提適當的存貨準備，仍足以彌補潛在的損失。

截至2026年2月28日，我們截至2025年12月31日的存貨的人民幣100.1百萬元或12.9%已於其後動用。

### 週轉天數

下表載列我們於往績記錄期間的庫存週轉天數：

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	天數		
庫存週轉天數 .....	296	307	304

附註：

- (1) 庫存週轉天數是根據庫存期初和期末結餘的平均數除以該年度的銷售成本，再乘以360而計算得出。

截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，我們的庫存週轉天數分別約為296天、307天和304天。於往績記錄期間的庫存週轉天數出現波動，主要是由於我們於2023年作出戰略性決策，為應對2021年頒佈的新國標的實施而儲備原材料，該標準要求所有在中國銷售的奶粉產品須於2023年2月22日前完成註冊並完全合規。具體而言，新國標提高了奶粉產品的關鍵指標（如乳清蛋白）的含量要求。這促使我們暫時儲備符合最新規格的原材料（包括通過我們的西班牙工廠獲得的羊乳清粉及羊奶粉），以確保我們的產品能夠快速符合新要求，並有效降低政策合規風險。此外，新國標對產品標籤提出了更嚴格的要求。因此，在實施新國標之前購買的包裝材料無法用於生

## 財務資料

產，導致庫存暫時增加。該等舊版本的包裝材料隨後被撇銷，導致2023年產生包裝材料撇銷損失約人民幣1.9百萬元，佔該年度收入的約0.12%。由於我們的核心產品使用的大多數原材料由我們自有養殖及生產設施生產或來自我們西班牙工廠，新國標的引入雖影響了我們的採購時間及庫存積累速度，但對我們的原材料成本影響甚微。原材料價格的波動主要由於正常的市場價格變化。

我們的在製品及製成品的週轉天數較短，一般約為一至兩個月。這表明較長的庫存週期主要反映持有原材料，而非製成品庫存滯銷。我們的原材料和成品的保質期通常介乎12至36個月，而我們的庫存管理措施確保所有存貨均能在有效期限內得到充分利用。

### 賬齡分析

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
<b>庫存</b>			
12個月內 .....	658,189	663,117	282,767
第13至第24個月 .....	57,940	124,095	338,822
第25至第36個月 .....	2,510	409	139,793
36個月以上 .....	215	291	17,307
<b>合計 .....</b>	<b>718,854</b>	<b>787,912</b>	<b>778,689</b>

我們在各報告日評估庫存減值，並在賬面值超過可變現淨值時確認撇減。對於原材料、在製品和成品，減值乃根據到期狀況、保質期、週轉率和可變現市值釐定。過期或無法出售的項目會全數撇減，而滯銷或接近到期日的項目則通過比較成本和可變現淨值進行部分撇減。如果基本情況有所改善，則會撥回撇減，惟撇減金額以原減值金額為限。

### 貿易應收款項及應收票據

我們的貿易應收款項及應收票據主要指產品銷售的未償還款項。我們一般要求嬰幼兒配方奶粉產品進行預付款，而信用期在180天內。

下表載列截至所示日期我們的貿易應收款項及應收票據。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
貿易應收款項 .....	53,864	47,480	53,474
應收票據 .....	5,665	8,789	3,770
<b>合計 .....</b>	<b>59,529</b>	<b>56,269</b>	<b>57,244</b>

我們的貿易應收款項及應收票據總額由截至2023年12月31日的人民幣59.5百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣56.3百萬元。截至2025年12月31日，應收款項總額為人民幣57.2百萬元。截至2026年2月28日，我們截至2025年12月31日的貿易應收款項及應收票據總額的人民幣33.0百萬元或57.6%已於其後清償。

## 財務資料

### 週轉天數

下表載列我們在往績記錄期間的貿易應收款項及應收票據週轉天數。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
		天數	
貿易應收款項及應收票據週轉天數 . . . . .	12	12	11

附註：

- (2) 貿易應收款項及應收票據週轉天數是根據期初和期末貿易應收款項及應收票據餘額的平均數除以該年度的銷售成本，再乘以360計算所得。

截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，我們的貿易應收款項及應收票據週轉天數分別約為12天、12天和11天。

### 賬齡分析

下表載列截至所示日期的貿易應收款項賬齡分析。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
<b>貿易應收款項</b>			
12個月以內 . . . . .	53,040	45,915	48,528
第13至第24個月 . . . . .	764	1,563	4,437
第25至第36個月 . . . . .	60	2	509
<b>合計 . . . . .</b>	<b>53,864</b>	<b>47,480</b>	<b>53,474</b>

就減值而言，我們採用準備矩陣估計預期信用損失，考慮的因素包括逾期情況、客戶類別、歷史違約率和經濟預測。我們的逾期餘額監控系統仍然有效，而我們已實施有針對性的催收措施，包括提醒、上門溝通跟進和必要時通過法律途徑。

### 預付款項、其他應收款項及其他資產

我們的預付款項、其他應收款項及其他資產主要包括預付給供應商的款項、可收回的增值稅、按金、支付平台餘額以及來自第三方的各種應收款項。下表載列截至所示日期的預付款項、其他應收款項及其他資產：

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
預付款項 . . . . .	28,903	27,089	27,363
應收增值稅和預付其他稅款 . . . . .	24,917	38,627	38,391
按金 . . . . .	22,212	21,815	20,587
預付[編纂] . . . . .	[編纂]	[編纂]	[編纂]

## 財務資料

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
其他應收款項	20,766	24,560	28,537
減值準備	96,798	112,091	118,325
合計	(3,256)	(3,215)	(3,212)
	<b>93,542</b>	<b>108,876</b>	<b>115,113</b>

預付款項由2023年的人民幣28.9百萬元輕微減少至2024年的人民幣27.1百萬元。該等變動主要是由於採購戰略穩定，供應商合同或採購策略並無重大轉變。我們的其他應收款項由2024年的人民幣24.6百萬元大幅增加至截至2025年12月31日的人民幣28.5百萬元。此項增加主要歸因於我們FSMP產品銷量上升導致的來自電子商務平台的付款波動，導致其他應收款項增加人民幣5.4百萬元。預付款項、按金及其他應收款項的減值準備仍然極低。該準備由2023年的人民幣3.3百萬元減少至2024年的人民幣3.2百萬元，並於2025年保持人民幣3.2百萬元，反映了根據對交易對手風險的持續評估作出的輕微調整。截至2026年2月28日，我們截至2025年12月31日的預付款項、其他應收款項及其他資產的人民幣42.7百萬元或37.1%已於其後清償。

### 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主要包括乳清粉、基粉、食品添加劑、青貯飼料和包裝材料等原材料的應付款項。這些應付款一般通過銀行轉賬或銀行承兌匯票結算，信用期限一般為180天內，視乎供應商協議而定。

下表載列截至所示日期的貿易應付款項及應付票據。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
貿易應付款項	257,716	262,277	254,569
應付票據	6,120	1,275	13,970
合計	<b>263,836</b>	<b>263,552</b>	<b>268,539</b>

### 週轉天數

下表載列我們於往績記錄期間內的貿易應付款項及應付票據週轉天數。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	天數		
貿易應付款項及應付票據週轉天數	113	107	104

附註：

- (3) 貿易應付款項及應付票據週轉天數是根據貿易應付款項及應付票據期初和期末餘額的平均值除以該年度的銷售成本，再乘以360計算所得。

截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，我們的貿易應付款項及應付票據週轉天數分別約為113天、107天和104天。週轉天數相對較長乃主要由於應付供應商D（由我們的控股股東控制之供應商）的貿易應付款項歷來數額龐大。該特定應付款

## 財務資料

項延緩結算乃因供應商未積極追討款項，導致我們決定延後付款。此乃基於各方的長期合作關係及互相理解而作出的商業決定。該應付款項計劃於[編纂]前悉數結清。有關我們與供應商D交易的更多詳情，請參閱本文件「業務－供應商和採購－主要供應商－與供應商D的交易」。

### 賬齡分析

下表載列截至所示日期貿易應付款項的賬齡分析。

	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
12個月以內.....	189,284	182,830	175,784
第13至第24個月.....	2,966	12,511	2,525
第25至第36個月.....	1,166	2,315	10,622
超過36個月.....	64,300	64,621	65,638
合計.....	<b>257,716</b>	<b>262,277</b>	<b>254,569</b>

我們通過實時跟蹤機制、與供應商的定期對賬以及與現金流管理和合同義務配合的戰略計劃付款時間表，密切監控和管理貿易應付款項，確保及時結算並與供應商保持良好穩固的關係。截至2026年2月28日，我們截至2025年12月31日的貿易應付款項的人民幣153.2百萬元或57.0%已於其後清償。

### 其他應付款項及應計費用

我們的其他應付款項及應計費用主要包括應付工資和福利費、應付稅款、已收按金、應計費用、應付物業、廠房及設備款項、收購股權應付款、關聯方貸款、應付股息及其他雜項。下表載列截至所示日期的其他應付款項及應計費用。

	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
遞延收入.....	1,963	5,264	8,067
應付工資和福利.....	36,469	44,959	44,224
其他應付稅款.....	30,061	29,947	46,501
收取的按金.....	18,491	27,707	29,935
應計支出.....	25,317	37,988	39,958
購買長期資產的應付款項.....	84,636	71,291	80,742
來自關連方的貸款.....	22,376	14,165	9,165
收購非控股權益的應付款項.....	42,878	5,480	4,980
應付股息.....	113,934	16,261	1,332
其他應付款項.....	20,578	5,572	6,914
合計.....	<b>396,703</b>	<b>258,634</b>	<b>271,818</b>

## 財務資料

其他應付款項及應計費用的總餘額由截至2023年12月31日的人民幣396.7百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣258.6百萬元。截至2025年12月31日，該結餘為人民幣271.8百萬元，主要由於下列因素所致：

- 已收存款由2023年的人民幣18.5百萬元增加至2024年的人民幣27.7百萬元。該增加乃由於未來訂單新增客戶按金所致，尤其是於新合同及擴大業務活動的增加。截至2025年12月31日，該結餘進一步增加至人民幣29.9百萬元，反映業務持續增長。
- 購買長期資產的應付款由2023年的人民幣84.6百萬元下跌至2024年的人民幣71.3百萬元，主要由於完成主要資本開支所致。截至2025年12月31日，該結餘為人民幣80.7百萬元，反映進行中的資本項目。
- 關聯方貸款由2023年的人民幣22.4百萬元減少至2024年的人民幣14.2百萬元，乃由於2023年額外融資及隨後於2024年償還。截至2025年12月31日，該結餘為人民幣9.2百萬元，反映進行中的融資安排。
- 收購非控股權益的費用於2023年達人民幣42.9百萬元，乃由於年內作出的收購事項所致。該結餘大幅減少至2024年的人民幣5.5百萬元，原因是就該等收購事項作出付款。截至2025年12月31日，該結餘進一步減少至人民幣5.0百萬元。
- 應付股息於2023年達人民幣113.9百萬元，乃由於基於2022年強勁表現宣派股息。該結餘於2024年大幅減少至人民幣16.3百萬元，原因是派付股息。截至2025年12月31日，該結餘減少至人民幣1.3百萬元。我們的應付股息將於[編纂]前結清。

截至2026年2月28日，我們截至2025年12月31日的其他應付款項及應計費用的人民幣99.8百萬元或36.7%已於其後清償。

### 合同負債

我們的合同負債主要包括就乳製品銷售和遞延銷售激勵向客戶收取的預付款項。有關結餘在轉讓商品或履行相關義務前從客戶收取對價時確認，並在一年內於正常業務過程中結清。收入在履約義務獲履行時確認。下表載列截至所示日期我們合同負債的明細。

	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
乳製品銷售.....	176,565	148,389	162,105
遞延銷售激勵.....	87,541	46,336	50,017
合計.....	<b>264,106</b>	<b>194,725</b>	<b>212,122</b>

遞延銷售激勵主要包括根據我們的銷售激勵計劃授出的未兌換經銷商及客戶獎勵積分以及未履行的批量返利或折扣。分配至該等激勵的對價部分被記錄為合同負債，並於供應產品的責任履行時確認為收入。該結餘由截至2023年12月31日的人民幣87.5百萬元減少至截至2025年12月31日的人民幣50.0百萬元，主要反映我們對銷售激勵政策及促銷結構的策略性調整。

截至2026年2月28日，我們截至2025年12月31日的合同負債人民幣73.0百萬元或34.4%已於其後確認為收入。

## 財務資料

### 債務

截至2026年2月28日，除本節「債務」一段所披露者外，我們並無任何未償還或未使用銀行借款、已發行或同意發行的貸款資本、銀行透支、承兌負債（一般貿易應付款項除外）、承兌信貸、債務證券、定期貸款，或借貸性質的債務、按揭、押記、租購承擔、或有負債、債券或擔保。於往績記錄期間及截至最後實際可行日期，我們並未受到與債務義務相關的任何重大契約約束，亦未違反任何財務或運營契約。在獲取或償還任何銀行融資或借款方面不存在困難，亦無發生任何預定還款的違約或延遲情況。董事進一步確認，自2025年12月31日起至本文件日期止，我們的債務或或有負債並無發生重大變化。

	截至12月31日			截至2月28日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元 (未經審計)
計息銀行及				
其他借款－短期.....	412,272	508,774	502,004	486,910
租賃負債－流動.....	4,462	2,895	5,672	5,691
<b>流動負債總額.....</b>	<b>416,734</b>	<b>511,669</b>	<b>507,676</b>	<b>492,601</b>
計息銀行貸款.....	247,688	200,018	198,349	176,981
租賃負債.....	7,903	8,475	12,977	12,863
<b>非流動負債總額.....</b>	<b>255,591</b>	<b>208,493</b>	<b>211,326</b>	<b>189,844</b>
<b>債務總額.....</b>	<b>672,325</b>	<b>720,162</b>	<b>719,002</b>	<b>682,445</b>

截至2023年、2024年及2025年12月以及2026年2月28日，我們亦分別錄得非貿易關聯方應付款項人民幣62.9百萬元、人民幣36.9百萬元、人民幣16.0百萬元及人民幣6.2百萬元。有關往績記錄期間非貿易關聯方應付款項的詳情，請參閱本文件附錄一所載會計師報告附註36。

### 計息銀行及其他借款

下表載列於所示日期我們的計息銀行及其他借款。請參閱本文件附錄一所載會計師報告附註27。

	截至12月31日			截至2月28日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元 (未經審計)
<b>流動</b>				
銀行貸款－有擔保.....	169,004	202,479	195,611	192,118
銀行貸款－無擔保.....	—	30,000	30,000	30,000
其他借款－有擔保.....	138,617	166,193	191,204	176,430
其他借款－無擔保.....	21,300	36,606	21,079	20,679
長期銀行貸款的				
即期部分－有擔保.....	73,341	66,909	62,099	57,963
長期其他借款的即期部分－				
有擔保.....	10,010	6,587	2,011	—
<b>非流動</b>				
銀行貸款－有擔保.....	239,090	198,007	198,349	176,981
其他借款－有擔保.....	8,598	2,011	—	—

## 財務資料

	截至12月31日			截至2月28日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元 (未經審計)
合計 .....	<b>659,960</b>	<b>708,792</b>	<b>700,353</b>	<b>654,171</b>

附註：

- (1) 指我們應付康旺投資的計息借款。

### 資本支出

截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，本集團的資本支出分別約為人民幣253.1百萬元、人民幣151.8百萬元及人民幣169.8百萬元。我們的資本支出主要涉及添置物業、廠房及設備以及生物資產。

### 關聯方交易

於往績記錄期間，我們的主要關連方交易包括：(i)銷售貨品；(ii)採購生物資產；(iii)採購貨品；(iv)支付租金；及(v)利息開支。該等交易乃根據參與各方彼此同意的條款和條件進行。截至2025年12月31日，我們應付康旺投資的計息借款為人民幣21.1百萬元。該等貸款為無抵押，分別按年利率約3.45%和3.35%計息。我們的董事確認，應付康旺的未償還結餘及與關聯方的其他非貿易結餘將於[編纂]前清償。此外，我們的若干歷史銀行貸款由牟先生或由彼和我們共同作抵押。於2025年9月，牟先生向我們提供的擔保已悉數解除。

更多詳細信息，請參閱本文件附錄一會計師報告附註36及「與控股股東的關係」一節。

### 資本承擔

下表載列截至所示日期我們的資本承擔。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
<i>已訂約但尚未準備：</i>			
物業、廠房及設備 .....	75,445	22,562	14,363
指定為通過其他全面收益按 公允價值計量的股權投資 .....	600	600	600
合計 .....	<b>76,045</b>	<b>23,162</b>	<b>14,963</b>

### 或有負債

於往績記錄期間及截至最後實際可行日期，我們並無任何或有負債。

## 財務資料

### 資產負債表外承擔和安排

截至最後實際可行日期，我們並無訂立任何資產負債表外交易。

### 主要財務比率

	截至12月31日／截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
權益回報率 <sup>(1)</sup> .....	20%	19%	17%
資產總值回報率 <sup>(2)</sup> .....	7%	7%	7%
流動比率 <sup>(3)</sup> .....	1.0	1.1	1.2
資產負債比率 <sup>(4)</sup> .....	54%	46%	36%

附註：

- (1) 權益回報率等於年度利潤除以該年度期初及期末權益總額的平均結餘，再乘以100%。
- (2) 總資產回報率等於年度利潤除以該年度期初及期末總資產的平均結餘，再乘以100%。
- (3) 流動比率等於截至相關日期的流動資產除以流動負債。
- (4) 資產負債比率等於債務淨額除以（債務淨額加母公司擁有人應佔權益），再乘以100%。

### 財務風險管理

在我們的日常業務過程中，我們面臨各種財務風險，包括利率風險、外匯風險、信用風險及流動資金風險。我們已採納財務風險管理政策，以識別、評估及減輕該等風險。我們不從事金融工具的投機買賣。有關進一步詳情，請參閱本文件附錄一所載會計師報告附註39。

### 股息

於2023年2月20日，我們向股東宣派股息人民幣211.0百萬元。該股息分三期支付：2023年支付人民幣141.2百萬元，2024年支付人民幣60.7百萬元，2025年支付人民幣9.1百萬元。於2023年3月29日，我們額外宣派股息人民幣38.1百萬元，亦分三期支付：2023年支付人民幣23.9百萬元，2024年支付人民幣6.9百萬元，2025年支付人民幣7.2百萬元。此外，於2025年1月20日，我們向股東宣派股息人民幣30.0百萬元，其中人民幣28.7百萬元已於截至2025年12月31日止年度內支付。我們目前並無正式的股息政策。股息的宣派和派付由我們的董事會酌情決定，並須獲股東批准。在決定是否建議分派股息時，董事會將考慮我們的財務業績、現金流狀況、未來資金需求、資本支出計劃以及總體業務和經濟狀況等因素。經考慮上述因素，我們擬主要以現金方式分派股息，並將根據我們的實際經營情況動態審查股息分配比例。

截至最後實際可行日期，我們並無計劃在[編纂]前宣派和派付任何股息。我們預計，我們的股息考慮因素在可見將來不會有任何重大變化。

### 可分派儲備

截至2025年12月31日，我們並無可分派儲備。

---

## 財務資料

---

### 未經審計[編纂]經調整有形資產淨值

詳情請參閱「附錄二－未經審計[編纂]財務資料」。

### [編纂]開支

與[編纂]相關的估計[編纂]開支總額約為人民幣[編纂]元（相當於約[編纂]港元），佔[編纂]約[編纂]、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）及[編纂]未獲行使，其中約人民幣[編纂]元乃直接因[編纂][編纂]而產生，預期將於[編纂]後根據相關會計準則入賬列作自權益扣除。其餘估計[編纂]開支約為人民幣[編纂]元，其中(i)[編纂]、[編纂]及約人民幣[編纂]元已分別於截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度確認；及(ii)預期約人民幣[編纂]元將自2025年12月31日起至[編纂]確認為開支。該估計[編纂]開支總額包括(i)[編纂]開支人民幣[編纂]元；(ii)法律顧問及申報會計師的費用及開支人民幣[編纂]元；及(iii)其他費用及開支人民幣[編纂]元。上述[編纂]開支為目前的估計數字，僅供參考，將於綜合收益表確認的最終金額須視乎審計及屆時變數和假設的變動而定。

### 無重大不利變動

董事確認，截至本文件日期，除本文件所披露者外，自2025年12月31日（即本文件附錄一會計師報告所載報告期末）起，我們的財務、營運或貿易狀況或前景概無重大不利變動。

### 根據上市規則第13.13至13.19條作出的披露

董事確認，截至最後實際可行日期，概無出現任何狀況而可能導致須根據上市規則第13.13至13.19條的規定作出披露。