

財務資料

以下討論及分析應連同載於本文件附錄一會計師報告內的本集團綜合財務報表及其附註一併閱讀。我們的綜合財務報表乃根據國際財務報告準則會計準則（「國際財務報告準則」）編製。

以下討論及分析載有涉及風險及不確定因素的前瞻性陳述。該等陳述乃基於我們根據過往經驗及對歷史趨勢、現況及預期未來發展的看法，以及我們認為在有關情況下屬適當的其他因素而作出的假設及分析。然而，實際結果及發展是否會符合我們的預期及預測，取決於多項風險及不確定因素。在評估我們的業務時，閣下應審慎考慮本文件所載的資料，包括「風險因素」、「業務」及「前瞻性陳述」各節。

以下討論及分析亦載有已作四捨五入調整的若干金額及百分比數字。因此，若干圖表內所示的總數未必為其之前數字的算術總和，且所有所示貨幣金額僅為約數。就本節而言，除文義另有所指或另有說明外，凡提述2023年、2024年及2025年，乃指該等年份截至12月31日止的財政年度。

概覽

我們是中國領先的水牛乳製品公司，戰略性地專注於水牛乳製品領域。根據弗若斯特沙利文的資料，按2025年中國液態水牛乳零售額計算，我們的核心品牌百菲酪在中國水牛乳製品行業排名第一，市場份額為30.1%。

於往績記錄期間，我們實現了持續的收益增長。我們的收益由2023年的人民幣1,072.4百萬元增加至2025年的人民幣1,613.6百萬元，2023年至2025年的複合年增長率為22.7%。截至2026年3月31日止三個月，我們錄得收益人民幣492.5百萬元，較2025年同期的人民幣337.6百萬元增加45.9%。於同期，我們的收益增長超過水牛乳製品市場的整體增長。我們的毛利由2023年的人民幣386.4百萬元增長至2025年的人民幣607.6百萬元，2023年至2025年的複合年增長率為25.8%。

編製基準

我們截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度及截至2026年3月31日止三個月的財務報表（「過往財務資料」）乃根據適用《國際財務報告準則》的規定編製，當中包括國際會計準則理事會批准的所有準則及詮釋。有關重要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二。就編製過往財務資料而言，倘合理預期資料會影響主要使用者的決策，則該資料被視為重大。此外，過往財務資料包括《上市規則》及《公司條例》規定的適用披露。除另有說明外，主要會計政策已於所有呈列年度及期間貫徹應用。本集團截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度以及截至2026年3月31日止三個月的綜合財務報表已經我們的申報會計師審核。我們的過往財務資料以人民幣呈列，除另有指明外，所有價值均四捨五入至最接近的千位數。

財務資料

影響我們經營業績的主要因素

我們的經營業績一直並將繼續直接及間接受到多項因素影響。以下因素並非詳盡無遺，且我們的業務、財務狀況及經營業績亦可能受到本文件「風險因素」一節所載風險因素的影響。

消費者需求及銷量增長

我們的經營業績受消費者對我們產品的需求影響。根據弗若斯特沙利文的資料，近年來，在健康意識提高、乳製品消費場景擴大以及對優質、功能性及多元化乳製品需求不斷增長的推動下，中國乳製品市場經歷了結構性轉變。根據同一資料來源，消費者日益重視食品安全及天然成分，並愈來愈願意為採用天然成分製成的高品質乳製品支付溢價。此趨勢擴大了高端乳製品的潛在市場，並整體上支持了我們的收益增長及毛利率表現。

在此需求增長、我們的經銷商網絡及線上直銷渠道持續擴張及消費者對我們百菲酪品牌日益認可的支持下，我們的總銷量由2023年的約76,283噸增長38.1%至2024年的約105,365噸，並進一步增長13.6%至2025年的約119,670噸。截至2026年3月31日止三個月，我們的總銷量約為35,675噸，較截至2025年3月31日止三個月的約25,324噸增加約40.9%。

然而，消費者偏好可能因多種因素而轉變，包括新興健康趨勢的出現、飲食習慣的改變及消費模式的多元化。任何未能及時預測或應對該等轉變的情況，均可能對我們的銷量、產品組合、平均售價造成不利影響，繼而影響我們的財務表現。我們未來的銷量亦將取決於我們維持及增長消費者對我們產品的需求、維持及擴大我們的經銷覆蓋範圍、成功推出新產品以及與水牛乳製品生產商及傳統乳製品公司進行有效競爭的能力。

我們對產品開發及市場研究的持續投入，使我們能夠開發及推出符合不斷變化的消費者偏好的產品。我們持續識別及應對消費者需求變化的能力，將仍然是我們收益及盈利能力的關鍵決定因素之一。

產品組合及持續產品多元化

我們的產品組合對我們的市場觸及、消費者滲透及創收有重大影響。我們提供多元化的產品組合，主要涵蓋滅菌乳、調製乳、巴氏殺菌乳、含乳飲料及發酵乳，迎合不同的消費場景及消費者群體。於整個往績記錄期間，我們不斷擴大我們的產品組合，以抓住新興的市場機遇，並服務具有不同需求的各年齡層消費者。我們的產品組合由清晰的品牌架構支持。我們的核心品牌百菲酪保持全面的市場佈局，並已在消費者中建立了強大的品牌認可度。我們的高端品牌醇菲針對高端市場，其旗艦產品為4.3克克拉夢幻蓋水牛純牛奶，而我們的高性價比品牌百小菲則實現對大眾市場的廣泛覆蓋。在此基礎上，我們進一步擴大我們的產品類別，包括營養強化產品(如我們的水牛高鈣奶系列)，以及憑藉廣西的亞熱帶水果資源推出的特色水果風味產品，包括芒果水牛奶、荔枝玫瑰水牛奶及楊枝甘露水牛奶，迎合更廣泛的消費者品味及消費場景。我們產品組合的持續擴大，使我們得以擴大消費者觸及範圍、提升產品於不同銷售渠道及消費場合的可及性，並

財務資料

鞏固我們品牌的市場地位。此外，更多元化的產品供應使我們能更好地應對不斷演變的消費者偏好及需求趨勢，從而支持獲取客戶及銷售增長。倘未能推出滿足不斷變化的消費者偏好的產品或有效抓住新興市場機遇，可能會限制我們擴大客戶群、提高市場滲透率及增加收益的能力。

原材料採購及經營效率

我們的盈利能力及可持續增長部分取決於我們有效管理採購成本及經營開支的能力。於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們的銷售成本分別為人民幣698.2百萬元、人民幣877.5百萬元、人民幣1,115.0百萬元、人民幣230.7百萬元及人民幣345.2百萬元，分別佔我們同期總收益的約65.1%、61.8%、69.1%、68.3%及70.1%。於往績記錄期間，直接材料(尤其是生鮮乳、乳品原料及包裝材料)構成我們銷售成本的最大組成部分。我們通過結合自營奶牛牧場生產和向第三方供應商採購的多元化模式採購生鮮乳。截至2026年3月31日，我們已與55家第三方生鮮乳供應商(包括外部奶牛牧場及養殖合作社)建立合作關係，為我們的全國化規模擴張提供穩定的生鮮乳供應。倘未能通過定價調整、產品組合優化或運營改善予以抵銷，直接材料價格(尤其是生鮮乳價格)的任何大幅上漲或供應中斷，均可能對我們的毛利率產生不利影響。

此外，我們的盈利能力受我們的經營開支影響，其主要包括銷售及經銷開支、行政開支及研發開支。我們的銷售及經銷開支由2023年的人民幣107.4百萬元增加80.2%至2024年的人民幣193.5百萬元，並進一步增加45.1%至2025年的人民幣280.7百萬元，主要受(i)我們的線上直銷渠道快速增長，導致電商渠道費用增加，主要由於我們擴充於電商及社交電商平台的自營旗艦店及增加對平台營銷活動的投資(包括聘請關鍵意見領袖(「KOL」)及主播以及投放定向廣告)；(ii)銷售人員人數擴大；及(iii)為支持業務增長而增加營銷開支所推動。我們的行政開支由2023年的人民幣45.7百萬元增加54.5%至2024年的人民幣70.6百萬元，並進一步增加25.4%至2025年的人民幣88.6百萬元，主要由於員工成本、折舊及攤銷以及專業服務費增長。由於我們繼續投資於未來增長，我們提高運營效率、實現規模經濟及維持有效成本控制的能力對我們的盈利能力而言將仍然重要。

產能擴張及利用率

我們及時滿足客戶需求以及管理成本效益的能力，取決於我們生產營運的規模、利用率及效率。

擴大產能需要大量資本投資，並可能在利用率達到最佳水平前暫時增加折舊及其他固定成本。較高的產能利用率通常可通過降低單位固定成本來提高生產效率並提升盈利能力。我們的製造費用於2024年增加，主要由於我們的浙江乳製品生產設施商業生產持續爬坡以及我們收購了寧夏塞上百菲60%的控制權。該等發展導致在初始爬坡期間的折舊費用增加。隨著產量增加及產能利用率提高，製造費用佔銷售成本的百分比其後下降，反映經營槓桿增強及固定成本的吸收更有效率。

任何未能使產能擴張與市場需求保持一致，或因設備故障、質量控制問題或其他因素導致我們的製造業務中斷，均可能影響我們履行客戶訂單的能力，並對我們的經營業績及聲譽造成不利影響。

財務資料

銷售渠道擴張及經銷覆蓋範圍

我們銷售渠道的結構及表現影響我們的市場覆蓋範圍、收益組合、渠道特定定價動態及成本結構。我們經營一個多元化的全渠道銷售網絡，包括線上及線下經銷商、零售商及DTC渠道，使我們能夠觸達不同地區及消費場景的廣泛消費群。我們相信，我們持續擴展及有效管理銷售渠道的能力可帶來更可持續的消費者需求，從而推動我們未來的收益增長及市場份額增長。

於往績記錄期間，就收益貢獻而言，經銷商仍為我們最大的銷售渠道，而來自零售商及DTC渠道產生的收益穩步增加，反映我們的銷售網絡持續擴張及多元化。來自我們經銷渠道的收益於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月分別為人民幣711.3百萬元、人民幣800.9百萬元、人民幣803.2百萬元、人民幣188.8百萬元及人民幣211.1百萬元，分別佔我們於相應期間總收益的66.3%、56.4%、49.8%、56.0%及42.9%。我們的經銷商網絡在經銷商數量方面持續擴張，此乃由於我們專注於優化及提升在中國的市場覆蓋範圍及渠道效率。截至最後實際可行日期，我們擁有超過1,100家線上及線下經銷商，覆蓋中國近30個省、直轄市及自治區。

我們的零售商渠道亦錄得強勁增長，這得益於我們與零食量販店、電商平台、超市、連鎖便利店及高級會員店的合作日益加強，進一步增強了我們產品的覆蓋面。按佔總收益的百分比計，我們來自零售商渠道的收益於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月分別佔約14.2%、22.8%、27.0%、23.3%及28.6%。

此外，我們的DTC渠道(尤其是線上直銷)迅速增長，佔我們收益的比重日益增加，從而加強了消費者互動並提供了寶貴的消費者洞察。一般而言，我們的線上DTC渠道涉及比傳統經銷商渠道更高的物流、平台及營銷成本。來自我們DTC渠道的收益於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月分別為人民幣208.5百萬元、人民幣295.4百萬元、人民幣374.7百萬元、人民幣70.1百萬元及人民幣140.6百萬元，分別佔我們於相應期間總收益的19.5%、20.8%、23.2%、20.7%及28.5%。

我們零售商及DTC渠道的持續增長，促進了我們銷售渠道的多元化，並擴大了我們的消費者覆蓋範圍。消費者購買行為、競爭態勢、平台政策、物流開支或我們任何主要銷售渠道表現的變動，可能會影響我們維持收益增長及盈利的能力。倘我們無法有效管理及優化我們的銷售渠道架構，或從我們的銷售渠道投資中實現預期回報，我們的業務、財務狀況、經營業績及前景可能會受到不利影響。

重大會計政策以及關鍵估計及判斷

我們已識別對編製我們的綜合財務報表而言屬重大的若干會計政策。我們的部分會計政策涉及主觀假設及估計，以及我們的管理層就會計項目作出的複雜判斷。該等估計及相關假設乃基於我們的過往經驗及我們認為在有關情況下屬合理的各種其他相關因素。實際結果可能有別於該等估計。我們的管理層根據過往經驗及管理層認為在有關情況下屬合理的其他假設，持續評估該等估計、假設及判斷。於往績記錄期間，我們的管理層估計或假設與實際結果之間並無任何重大偏差，且我們並無對該等估計或假設作出任何重大變動。對了解我們的財務

財務資料

狀況及經營業績而言屬關鍵的重要會計政策、關鍵會計判斷及估計不確定性的主要來源載於本文件附錄一的會計師報告，包括當中的附註3.2及4。我們亦於下文載列編製我們的綜合財務報表時所用的若干會計政策、估計及／或判斷。

客戶合約收益

我們於履約責任獲達成時(或就此)確認收益，即於特定履約責任相關的貨品或服務的「控制權」轉移至客戶時確認收益。

履約責任指一項可區分的貨品或服務(或一組貨品或服務)，或一系列大致相同的可區分貨品或服務。

倘符合以下其中一項標準，則控制權隨時間轉移，而收益乃參考完全達成相關履約責任的進度而隨時間確認：

- 客戶於本集團履約時同時取得並耗用我們履約所提供的利益；
- 我們的履約創建或提升一項客戶於本集團履約時控制的資產；或
- 我們的履約並無創建對本集團而言有替代用途的資產，且本集團對迄今已完成的履約擁有可強制執行的付款權利。

否則，收益於客戶獲得可區分貨品或服務的控制權時確認。

合約資產指我們就換取本集團已轉讓予客戶的貨品或服務而擁有的代價權利，而該權利尚未成為無條件。其根據國際財務報告準則第9號進行減值評估。相反，應收款項指我們收取代價的無條件權利，即僅須待時間推移，該代價的付款即會到期。

合約負債指本集團因已自客戶收取代價(或一筆代價已到期應收)而須向客戶轉讓貨品或服務的責任。

與合約有關的合約資產及合約負債按淨額基準入賬。

具有多項履約責任的合約(包括交易價格分配)

對於包含多於一項履約責任的合約，本集團按相對獨立售價基準將交易價分配至各項履約責任。

各項履約責任相關的可區分貨品或服務的獨立售價於合約初始時釐定。其指本集團將已承諾貨品或服務單獨出售予客戶的價格。倘獨立售價無法直接觀察，本集團會採用適當的技術對其進行估計，以使最終分配至任何履約責任的交易價能反映本集團預期有權就向客戶轉讓已承諾貨品或服務而收取的代價金額。

財務資料

主事人與代理人

當另一方參與向客戶提供貨品或服務時，本集團會釐定其承諾的性質是提供指定貨品或服務本身的履約責任(即我們為主事人)，還是安排由另一方提供該等貨品或服務(即我們為代理人)。

倘本集團在將指定貨品或服務轉讓予客戶前控制該等貨品或服務，則本集團為主事人。

倘本集團的履約責任為安排另一方提供指定貨品或服務，則本集團為代理人。在此情況下，我們在將另一方提供的指定貨品或服務轉讓予客戶前，並不控制該等貨品或服務。當我們作為代理人時，我們確認的收益金額為預期有權就安排另一方提供指定貨品或服務而收取的任何費用或佣金。

生物資產

我們的生物資產包括小母牛、犏牛、產奶牛及水牛、種公牛及年幼公牛。我們的生物資產於初步確認時及於往績記錄期間的各年度或期間末按其公允價值減銷售成本計量，任何因此產生的收益或虧損於其產生期間於損益中確認。銷售成本乃直接歸屬於出售資產的增量成本，主要為運輸成本，不包括財務成本及所得稅。奶牛的公允價值乃根據其現時所在地點及狀況釐定，並由專業估值師獨立釐定。

飼養小母牛及犏牛所產生的飼養成本及其他相關成本(包括員工成本、水電費及消耗品)均予以資本化，直至小母牛及犏牛開始產奶為止。

農產品

農產品指生鮮乳。生鮮乳於擠取時按其公允價值減銷售成本確認。於擠取時按公允價值減銷售成本計量的農產品所產生的收益或虧損計入其產生期間的損益。

生物資產的公允價值

生物資產於各報告期末按公允價值減銷售成本計量。釐定公允價值需要管理層在選擇適當的估值技術以及釐定主要輸入數據及假設時運用重大判斷及估計，包括(倘適用)牛群的年齡結構、預期生產力、產奶量、死亡率、淘汰率、預期市價、估計銷售成本，以及(倘使用貼現現金流量法)適用的貼現率。

鑑於估值的性質，所採納假設的變動可能導致生物資產的公允價值及於損益中確認的相關公允價值收益或虧損出現重大變動。生物資產的賬面值及相關估值披露載於本文件附錄一會計師報告附註20。

財務資料

綜合損益及其他全面收益表選定項目說明

下表載列於所示期間我們的綜合損益及其他全面收益表選定項目：

	截至12月31日止年度				截至3月31日止三個月			
	2023年		2024年		2025年		2026年	
	生物資產公允價值調整前業績	生物資產公允價值調整	生物資產公允價值調整前業績	生物資產公允價值調整	生物資產公允價值調整前業績	生物資產公允價值調整	生物資產公允價值調整	總計
收益	1,072,378	-	1,421,040	-	337,644	-	492,547	492,547
銷售成本	(687,185)	(10,981)	(851,744)	(25,787)	(219,882)	(10,819)	(311,095)	(345,188)
於聯取時被公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生收益	-	12,148	-	24,081	-	19,001	-	33,190
毛利	385,193	1,167	569,296	(1,706)	117,762	8,182	180,852	180,549
生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益/(虧損)	-	5,518	-	13,220	-	(4,834)	-	3,302
其他收入	5,296	-	8,649	-	4,202	-	1,623	1,623
其他收益或虧損淨額	(3,262)	(19)	(4,519)	(252)	(2,886)	(1,964)	(4,158)	(4,315)
銷售及經銷開支	(107,391)	-	(193,458)	-	(52,168)	-	(103,653)	(103,653)
行政開支	(45,720)	-	(70,595)	-	(14,129)	-	(19,307)	(19,307)
研發開支	(4,569)	-	(8,213)	-	(1,094)	-	(661)	(661)
財務成本	(228)	-	(120)	-	(71)	-	(247)	(247)
除稅前溢利	229,319	6,666	301,040	11,262	51,616	1,384	54,449	57,291
所得稅抵免/(開支)	(3,033)	-	(1,923)	-	(674)	-	(112)	(112)
年/期內溢利及全面收益總額	226,286	6,666	299,117	11,262	50,942	1,384	54,337	57,179
不計生物資產變動公允價值收益/虧損的年/期內溢利	226,286	226,267	298,865	234,793	50,942	239,334	54,337	54,180

(人民幣千元，百分比除外)

財務資料

收益

於往績記錄期間，我們的收益主要來自生產及銷售乳製品，主要包括滅菌乳、調製乳、巴氏殺菌乳、含乳飲料及發酵乳。

按產品類別劃分的收益

下表載列於所示期間按產品類別劃分的收益明細：

	截至12月31日止年度						截至3月31日止三個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
(未經審核)										
(人民幣千元，百分比除外)										
滅菌乳	831,747	77.5	1,087,477	76.4	1,207,617	74.7	258,865	76.7	357,131	72.5
調製乳	221,449	20.7	302,298	21.3	333,332	20.7	66,060	19.6	101,441	20.6
巴氏殺菌乳	3,427	0.3	15,659	1.1	40,858	2.5	7,495	2.2	12,924	2.6
含乳飲料	12,715	1.2	13,607	1.0	15,342	1.0	3,139	0.9	2,444	0.5
發酵乳製品	1,779	0.2	1,005	0.1	5,655	0.4	1,029	0.3	1,339	0.3
其他產品 ⁽¹⁾	1,261	0.1	994	0.1	10,802	0.7	1,056	0.3	17,268	3.5
總計	<u>1,072,378</u>	<u>100.0</u>	<u>1,421,040</u>	<u>100.0</u>	<u>1,613,606</u>	<u>100.0</u>	<u>337,644</u>	<u>100.0</u>	<u>492,547</u>	<u>100.0</u>

附註：

(1) 主要包括我們的燕窩水牛奶及水牛乳冰淇淋系列。

我們的總收益由2023年的人民幣1,072.4百萬元增加32.5%至2024年的人民幣1,421.0百萬元，並進一步增加13.6%至2025年的人民幣1,613.6百萬元。我們的總收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣337.6百萬元增加45.9%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣492.5百萬元。於整個往績記錄期間，我們總收益的增長主要由我們兩個主要產品類別包括滅菌乳及調製乳的收益增長所推動，該等產品合共分別佔我們於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月總收益的約98.3%、97.8%、95.5%、96.3%及93.1%。

我們來自其他產品(主要包括我們的燕窩水牛奶及水牛乳冰淇淋系列)的收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣1.1百萬元大幅增加至截至2026年3月31日止三個月的人民幣17.3百萬元。該增加主要受我們的燕窩水牛奶產品自其於2025年下半年推出以來銷量迅速擴大所推動，反映市場對該等產品的需求日增。

財務資料

銷量及平均售價

下表載列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3月31日止三個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026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	銷量	平均售價
(銷量以噸計，平均售價以人民幣元／噸計)										
滅菌乳	52,692	15,785	73,371	14,822	82,393	14,657	17,488	14,802	24,547	14,549
調製乳	21,442	10,328	29,073	10,398	31,752	10,498	6,731	9,814	9,652	10,510
巴氏殺菌乳	260	13,183	1,144	13,686	2,787	14,659	562	13,341	814	15,878
含乳飲料	1,544	8,235	1,656	8,215	1,985	7,730	398	7,889	320	7,646
發酵乳	132	13,523	77	13,048	465	12,160	86	11,928	112	11,908
其他產品 ⁽¹⁾	214	5,892	43	22,992	288	37,451	58	18,117	230	75,236
總計	76,283	14,058	105,365	13,487	119,670	13,484	25,324	13,333	35,675	13,807

附註：

(1) 主要包括我們的燕窩水牛奶及水牛乳冰淇淋系列。

我們產品的整體平均售價由2023年的每噸人民幣14,058元輕微下降至2024年的每噸人民幣13,487元，主要由於我們滅菌乳的平均售價由2023年的每噸約人民幣15,785元下降至2024年的每噸人民幣14,822元。滅菌乳平均售價下降，主要由於我們為應對該類別日益激烈的市場競爭而採取更具競爭力的定價。

我們其他產品的平均售價由2023年的每噸人民幣5,892元大幅增加至2024年的每噸人民幣22,992元，並進一步增加62.9%至2025年的每噸人民幣37,451元。2023年至2024年的增長主要受推出我們的水牛乳冰淇淋系列所推動，其售價一般較我們的其他產品為高。2024年至2025年的進一步增長主要歸因於推出我們的燕窩水牛奶，其針對高端乳製品市場且售價通常相對較高。

財務資料

按銷售渠道劃分的收益

下表載列於所示期間按銷售渠道劃分的收益明細：

	截至12月31日止年度						截至3月31日止三個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
	(未經審核)									
	(人民幣千元，百分比除外)									
經銷商										
—線下經銷商	711,277	66.3	792,680	55.8	777,582	48.2	182,205	54.0	205,967	41.9
—線上經銷商	—	—	8,177	0.6	25,605	1.6	6,644	2.0	5,114	1.0
直銷										
—零售商	152,615	14.2	324,821	22.8	435,774	27.0	78,733	23.3	140,883	28.6
—DTC	208,486	19.5	295,362	20.8	374,645	23.2	70,062	20.7	140,583	28.5
總計	<u>1,072,378</u>	<u>100.0</u>	<u>1,421,040</u>	<u>100.0</u>	<u>1,613,606</u>	<u>100.0</u>	<u>337,644</u>	<u>100.0</u>	<u>492,547</u>	<u>100.0</u>

銷售成本

於往績記錄期間，我們的銷售成本包括(i)直接材料，主要包括(a)原材料，如生水牛乳、生牛乳及乳品原料；及(b)包裝材料；(ii)運費，主要指將我們的產品交付予經銷商及其他客戶所產生的物流及運輸成本；(iii)製造費用，主要包括輔助材料消耗、生產設施設備的折舊及攤銷以及水電及能源成本；(iv)直接人工，主要指參與生產過程的人員的員工薪酬；及(v)根據國際財務報告準則作出的生物資產公允價值調整，其產生自我們自營牧場所產的生鮮乳的生產成本與我們自營牧場於擠取時所產的生鮮乳的公允價值減銷售成本之間的差額。

下表載列於所示期間我們的銷售成本明細：

	截至12月31日止年度						截至3月31日止三個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
	(未經審核)									
	(人民幣千元，百分比除外)									
直接材料	555,092	79.5	663,976	75.7	777,543	69.7	171,852	74.5	244,656	70.9
運費	54,846	7.9	81,005	9.2	106,129	9.5	18,535	8.0	31,476	9.1
製造費用	42,313	6.1	68,996	7.9	76,445	6.9	18,621	8.1	23,525	6.8
直接人工	34,934	5.0	37,767	4.3	43,588	3.9	10,874	4.7	12,038	3.5
生物資產公允價值 調整前銷售成本 ..	<u>687,185</u>	<u>98.5</u>	<u>851,744</u>	<u>97.1</u>	<u>1,003,705</u>	<u>90.0</u>	<u>219,882</u>	<u>95.3</u>	<u>311,695</u>	<u>90.3</u>
生物資產公允價值 調整	<u>10,981</u>	<u>1.5</u>	<u>25,787</u>	<u>2.9</u>	<u>111,272</u>	<u>10.0</u>	<u>10,819</u>	<u>4.7</u>	<u>33,493</u>	<u>9.7</u>
總計	<u>698,166</u>	<u>100.0</u>	<u>877,531</u>	<u>100.0</u>	<u>1,114,977</u>	<u>100.0</u>	<u>230,701</u>	<u>100.0</u>	<u>345,188</u>	<u>100.0</u>

財務資料

於擠取時按公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生收益

於往績記錄期間，我們的農產品包括由我們自營奶牛群於我們自營牧場生產的生鮮乳，其後於我們的生產過程中內部消耗以製造我們的乳製品。根據國際財務報告準則，農產品於擠取時按公允價值減銷售成本確認。公允價值乃根據擠取時生鮮乳的現行當地市價釐定。所得收益，即(i)於擠取時的公允價值減銷售成本與(ii)飼養及擠取我們奶牛群所產生的生產成本之間的差額，於其產生期間在損益中確認。如此確認的收益其後在生鮮乳作為所生產存貨成本的一部分於生產過程中消耗時，作為銷售成本的組成部分計入。

於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們錄得於擠取時按公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生收益分別為人民幣12.1百萬元、人民幣24.1百萬元、人民幣108.9百萬元、人民幣19.0百萬元及人民幣33.2百萬元，分別佔我們同期總收益的約1.1%、1.7%、6.8%、5.6%及6.7%。於2025年及截至2026年3月31日止三個月該等收益的顯著增加，主要反映該等期間我們自營奶牛群的大幅增長，尤其是我們的荷斯坦奶牛群的大幅擴張，以及內部生產並於生產過程中消耗的生鮮乳量相應增加。由於計入銷售成本的生物資產公允價值調整與於擠取時按公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生收益於整個往績記錄期間在性質上大致抵銷，故該等收益對我們的毛利或毛利率並無重大淨影響。展望未來，由於我們計劃於生產生鮮乳的期間內消耗我們自營牧場生產的絕大部分生鮮乳，我們預期如此確認的淨收益不會對我們的經營業績產生重大影響。

毛利及毛利率

於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們的毛利分別為人民幣386.4百萬元、人民幣567.6百萬元、人民幣607.6百萬元、人民幣125.9百萬元及人民幣180.5百萬元，而同期我們的毛利率分別為36.0%、39.9%、37.7%、37.3%及36.7%。於整個往績記錄期間，毛利率的該等變動主要由於我們產品組合的變動及我們主要產品類別毛利率的波動。

財務資料

下表載列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3月31日止三個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	金額	毛利率	金額	毛利率	金額	毛利率	金額	毛利率	金額	毛利率
(未經審核)										
(人民幣千元，毛利率為百分比)										
滅菌乳	335,360	40.3	477,393	43.9	494,816	41.0	111,434	43.0	140,356	39.3
調製乳	46,492	21.0	83,997	27.8	92,510	27.8	11,464	17.4	28,019	27.6
巴氏殺菌乳	602	17.6	4,608	29.4	12,800	31.3	2,430	32.4	3,257	25.2
含乳飲料	3,203	25.2	1,832	13.5	2,809	18.3	623	19.9	295	12.0
發酵乳	516	29.0	315	31.4	877	15.5	187	18.2	236	17.6
其他產品 ⁽¹⁾	187	14.9	(555)	(55.8)	3,748	34.7	(194)	(18.4)	8,386	48.6
總計	<u>386,360</u>	<u>36.0</u>	<u>567,590</u>	<u>39.9</u>	<u>607,560</u>	<u>37.7</u>	<u>125,944</u>	<u>37.3</u>	<u>180,549</u>	<u>36.7</u>

附註：

- (1) 主要包括我們的燕窩水牛奶及水牛乳冰淇淋系列。

我們整體毛利率由2023年的36.0%增加至2024年的39.9%，主要由於我們滅菌乳及調製乳類別的毛利率增加。我們滅菌乳類別的毛利率由2023年的40.3%增加至2024年的43.9%，主要由於在過往數年中國大型奶牛牧場持續擴張及生鮮乳供應增加的情況下我們的生鮮乳採購價格下降。我們調製乳類別的毛利率由2023年的21.0%增加至2024年的27.8%，主要由於我們浙江乳製品生產設施的生產產能擴大帶來單位生產成本降低，以及我們於2024年的生鮮乳採購價格下降。該等增加被我們其他產品的毛利率由2023年的14.9%下降至2024年的毛虧損率55.8%所部分抵銷，主要反映我們的水牛乳冰淇淋系列的生產爬坡，其於開發早期階段產生相對較高的單位成本。

我們整體毛利率由2024年的39.9%下降至2025年的37.7%，主要由於我們滅菌乳類別的毛利率由2024年的43.9%下降至2025年的41.0%，主要由於(i)因該類別市場競爭加劇，平均售價由每噸人民幣14,822元下降至每噸人民幣14,657元；及(ii)原材料成本增加，主要由於期內我們的生牛乳採購成本較高。該下降被我們其他產品的毛利率由2024年的毛虧損率55.8%大幅改善至2025年的毛利率34.7%所部分抵銷，主要歸因於我們的燕窩水牛奶產品(於2025年下半年推出，通常售價及毛利率相對較高)的貢獻增加。

我們整體毛利率由截至2025年3月31日止三個月的37.3%下降至截至2026年3月31日止三個月的36.7%，主要由於同期我們滅菌乳類別的毛利率由43.0%下降至39.3%，主要歸因於(i)因該類別競爭加劇導致平均售價下降；及(ii)原材料成本增加，主要受期內我們的生牛乳的採購成本較高所推動。該下降被我們調製乳及其他產品毛利率的增加所部分抵銷。

財務資料

生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益／(虧損)

生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益或虧損指我們生物資產公允價值減銷售成本的期間變動，主要包括(i)為乳製品生產目的於自營奶牛牧場持有的奶水牛及荷斯坦奶牛；及(ii)種公牛及年幼公牛。我們成年奶牛及水牛的公允價值乃由我們的獨立估值師採用收入法(具體而言為多期超額收益法(「**MEEM**」)，一種貼現現金流量(「**DCF**」)法的衍生方法)釐定，而犏牛、小母牛、種公牛及年幼公牛乃參考現行當地市價採用市場法進行估值。

於往績記錄期間，我們有關奶牛群的公允價值變動包括以下兩類：(i)截至相關報告期末持有的奶水牛及奶牛的公允價值期間變動所產生的未變現收益或虧損。未變現收益的主要驅動因素包括：(a)隨著我們自營牧群的增長，我們的生物資產規模擴大；及(b)生水牛乳及生牛乳的現行市價上漲；以及(ii)隨著犏牛及小母牛成長並轉變為生產性產奶動物，我們的牛群結構改善。

我們於2023年、2024年及截至2026年3月31日止三個月分別錄得生物資產公允價值減銷售成本變動產生的淨收益人民幣5.5百萬元、人民幣13.2百萬元及人民幣2.2百萬元。

於2025年及截至2025年3月31日止三個月，我們分別錄得生物資產公允價值減銷售成本變動產生的虧損人民幣4.8百萬元及人民幣4.8百萬元。

其他收入

於往績記錄期間，我們的其他收入主要包括(i)政府補助；及(ii)銀行結餘及定期存款的利息收入。於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們分別錄得其他收入人民幣5.3百萬元、人民幣8.6百萬元、人民幣18.5百萬元、人民幣4.2百萬元及人民幣1.6百萬元。請參閱本文件附錄一會計師報告附註7。

財務資料

其他收益或虧損淨額

於往績記錄期間，我們的其他收益或虧損淨額主要包括(i)出售生物資產的虧損；(ii)貿易應收款項及其他應收款項根據預期信貸虧損模式作出的減值虧損(扣除撥回)；(iii)按公允價值計入損益(「按公允價值計入損益」)的金融資產的公允價值變動；(iv)出售物業、廠房及設備的虧損；(v)租賃重新計量的收益；及(vi)廢料開支。於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們分別錄得其他虧損淨額人民幣3.3百萬元、人民幣4.8百萬元、人民幣13.1百萬元、人民幣4.9百萬元及人民幣4.3百萬元。請參閱本文件附錄一會計師報告附註8。

銷售及經銷開支

於往績記錄期間，我們的銷售及經銷開支主要包括(i)電商渠道費用，主要指(a)應付予我們經營自營旗艦店及進行銷售的電商及社交電商平台的平台服務費及其他費用及(b)直播及網紅合作的開支；(ii)員工成本；(iii)消耗品；(iv)運費，主要指我們原材料及產品的內部運輸；及(v)廣告開支，主要指有關戶外媒體投放、高鐵電視屏幕投放及名人合作的開支。下表載列於所示期間我們的銷售及經銷開支明細：

	截至12月31日止年度						截至3月31日止三個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
(未經審核)										
(人民幣千元，百分比除外)										
電商渠道費用.....	37,363	34.8	84,923	43.9	122,155	43.5	22,694	43.5	48,088	46.4
員工成本.....	34,558	32.2	46,875	24.2	63,707	22.7	14,261	27.3	20,709	20.0
消耗品.....	10,142	9.4	24,783	12.8	29,668	10.6	4,231	8.1	12,978	12.5
運費.....	11,607	10.8	13,330	6.9	29,253	10.4	5,062	9.7	8,931	8.6
廣告開支.....	6,164	5.7	10,567	5.5	17,448	6.2	2,190	4.2	6,785	6.5
其他 ⁽¹⁾	7,558	7.0	12,980	6.7	18,456	6.6	3,730	7.1	6,162	5.9
總計.....	<u>107,391</u>	<u>100.0</u>	<u>193,458</u>	<u>100.0</u>	<u>280,687</u>	<u>100.0</u>	<u>52,168</u>	<u>100.0</u>	<u>103,653</u>	<u>100.0</u>

附註：

- (1) 主要包括差旅費及辦公開支。

財務資料

行政開支

於往績記錄期間，我們的行政開支主要包括(i)員工成本；(ii)折舊及攤銷；(iii)税金及附加費；(iv)辦公開支；(v)捐贈；(vi)專業服務費；及(vii)股份支付薪酬開支。下表載列於所示期間我們的行政開支明細：

	截至12月31日止年度						截至3月31日止三個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
(未經審核)										
(人民幣千元，百分比除外)										
員工成本	12,423	27.2	16,637	23.6	21,003	23.7	4,328	30.6	6,251	32.4
折舊及攤銷	9,059	19.8	11,949	16.9	19,624	22.2	4,489	31.8	5,885	30.5
税金及附加費	6,859	15.0	8,008	11.3	15,158	17.1	2,436	17.2	2,529	13.1
辦公開支	8,852	19.4	13,916	19.7	10,285	11.6	1,444	10.2	1,765	9.1
捐贈	216	0.5	180	0.3	332	0.4	42	0.3	1,018	5.3
專業服務費	2,240	4.9	12,402	17.6	17,254	19.5	21	0.1	92	0.5
股份支付薪酬開支 ..	3,353	7.3	3,367	4.8	—	—	—	—	—	—
其他 ⁽¹⁾	2,755	5.9	4,136	5.8	4,911	5.5	1,369	9.8	1,767	9.1
總計	<u>45,720</u>	<u>100.0</u>	<u>70,595</u>	<u>100.0</u>	<u>88,567</u>	<u>100.0</u>	<u>14,129</u>	<u>100.0</u>	<u>19,307</u>	<u>100.0</u>

附註：

(1) 主要包括業務發展及差旅開支。

研發開支

於往績記錄期間，我們的研發開支包括(i)我們研發人員的員工成本；(ii)直接材料，主要指研發過程中產生的原材料及輔助材料開支；(iii)折舊及攤銷；及(iv)合作研發開支。下表載列於所示期間我們的研發開支明細：

	截至12月31日止年度						截至3月31日止三個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
(未經審核)										
(人民幣千元，百分比除外)										
員工成本	1,144	25.0	1,538	18.7	1,890	20.8	409	37.4	306	46.3
直接材料	1,146	25.1	2,698	32.9	1,524	16.7	404	36.9	236	35.7
折舊及攤銷	337	7.4	1,161	14.1	877	9.6	281	25.7	119	18.0
合作研發開支	1,942	42.5	2,816	34.3	4,816	52.9	—	—	—	—
總計	<u>4,569</u>	<u>100.0</u>	<u>8,213</u>	<u>100.0</u>	<u>9,107</u>	<u>100.0</u>	<u>1,094</u>	<u>100.0</u>	<u>661</u>	<u>100.0</u>

財務成本

於往績記錄期間，我們的財務成本包括(i)租賃負債利息；及(ii)銀行借款利息。於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們分別錄得財務成本人民幣0.2百萬元、人民幣0.1百萬元、人民幣0.5百萬元、人民幣0.1百萬元及人民幣0.2百萬元。

財務資料

所得稅開支／(抵免)

中國

於往績記錄期間，我們的所得稅開支主要包括中國企業所得稅（「企業所得稅」）。於2023年、2024年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們分別錄得所得稅開支人民幣3.0百萬元、人民幣1.9百萬元、人民幣0.7百萬元及人民幣0.1百萬元，而於2025年，我們錄得所得稅抵免人民幣3.0百萬元，主要由於該年度錄得遞延稅項。請參閱本文件附錄一會計師報告附註12及21。

根據中國企業所得稅法及相關法規，本公司及於中國的附屬公司的適用稅率乃根據現行法例、詮釋及慣例，按於年內或期內的合資格應納稅所得額以法定稅率25%及／或（倘適用）優惠稅率15%或20%計算。

本集團內符合小型微利企業資格的合資格實體於2023年1月1日至2027年12月31日，就不超過人民幣3.0百萬元的應納稅所得額的25%享有20%的優惠所得稅率。

根據為進一步實施中國西部大開發戰略的相關稅收政策，本公司及我們位於西部地區的若干附屬公司於2021年1月1日至2030年12月31日享有15%的優惠企業所得稅率。此外，根據促進廣西北部灣經濟區發展的政策，自產生首筆應徵收企業所得稅的主營業務收入的年度起，本公司可享首五年豁免企業所得稅地方留成部分，以及第六及第七年減半徵收。於往績記錄期間，本公司享有截至2023年12月31日止年度的地方留成部分豁免，以及截至2024年及2025年12月31日止年度的地方留成部分減半徵收。

若干附屬公司從事畜牧養殖及農產品初加工所得收入獲豁免企業所得稅。此外，根據相關中國稅務法規，生產及銷售巴氏殺菌乳及滅菌乳所得的收入被歸類為農產品初加工所得，亦免徵企業所得稅。

香港

由於本集團於往績記錄期間並無須繳納香港利得稅的應課稅溢利，故過往財務資料並無作出香港利得稅撥備。

於往績記錄期間及截至最後實際可行日期，我們與相關稅務機關並無任何重大爭議或未解決問題。

年／期內溢利及全面收益總額

於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們分別錄得純利人民幣233.0百萬元、人民幣310.4百萬元、人民幣234.8百萬元、人民幣52.3百萬元及人民幣57.2百萬元，純利率分別為21.7%、21.8%、14.6%、15.5%及11.6%。

經營業績的期間比較

截至2026年3月31日止三個月與截至2025年3月31日止三個月的比較

收益

財務資料

按產品類別劃分的收益

我們的收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣337.6百萬元增加45.9%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣492.5百萬元，主要受我們的滅菌乳及調製乳產品收益增加所推動。於截至2025年及2026年3月31日止三個月，滅菌乳及調製乳為我們的主要收益貢獻者，合共分別佔我們於相應期間總收益的約96.3%及93.1%。

滅菌乳

我們的滅菌乳收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣258.9百萬元增加38.0%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣357.1百萬元，主要由於銷量由約17,488噸增加至24,547噸，此乃主要受我們零售及線下經銷網絡的持續擴張所推動。

調製乳

我們的調製乳收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣66.1百萬元增加53.6%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣101.4百萬元，主要受(i)銷量由約6,731噸增長至9,652噸及(ii)平均售價由每噸約人民幣9,814元增加至每噸人民幣10,510元所共同推動。截至2026年3月31日止三個月的平均售價較高，主要受推出及擴大新產品山予系列的直銷所推動，其售價相對較高。

巴氏殺菌乳

我們的巴氏殺菌乳收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣7.5百萬元增加72.4%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣12.9百萬元，主要由於(i)銷量由約562噸增加至約814噸及(ii)平均售價由每噸約人民幣13,341元增加至每噸人民幣15,878元。該等增加主要受我們的百菲酪品牌市場認可度日增，以及透過零售及DTC渠道推出及擴大新款巴氏殺菌乳產品的直銷所推動，該等產品通常售價相對較高。

含乳飲料

我們的含乳飲料收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣3.1百萬元減少22.1%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣2.4百萬元，主要由於(i)銷量由約398噸減少至320噸及(ii)因該產品類別的市場競爭加劇，平均售價由每噸約人民幣7,889元減少至每噸人民幣7,646元，此導致我們向經銷商提供更具競爭力的定價。

發酵乳

於截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們來自發酵乳的收益分別為人民幣1.0百萬元及人民幣1.3百萬元，維持相對穩定。

其他產品

我們來自其他產品的收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣1.1百萬元大幅增加至截至2026年3月31日止三個月的人民幣17.3百萬元，主要由於我們的燕窩水牛奶及水牛乳冰淇淋系列因消費者接受度日增而銷量增加。

財務資料

按銷售渠道劃分的收益

我們的收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣337.6百萬元增加45.9%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣492.5百萬元，主要受我們的直銷渠道(尤其是DTC銷售及對零售商的銷售)持續擴張所推動。我們的DTC銷售收益由人民幣70.1百萬元大幅增加至人民幣140.6百萬元，主要受(i)我們於電商及社交電商平台的自營旗艦店擴張；及(ii)我們增加平台營銷活動的投入，包括聘用關鍵意見領袖及主播以及投放定向廣告。於該等期間，我們來自零售商的收益由人民幣78.7百萬元增加78.9%至人民幣140.9百萬元，主要受我們持續努力擴大在零售渠道(尤其是零食量販店)的佈局所推動。

銷售成本

我們的銷售成本由截至2025年3月31日止三個月的人民幣230.7百萬元增加49.6%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣345.2百萬元，主要由於銷量增加及業務增長導致直接材料成本增加，以及生物資產公允價值調整增加。

於擠取時按公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生收益

我們於擠取時按公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生的收益由截至2025年3月31日止三個月的人民幣19.0百萬元增加74.7%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣33.2百萬元。該變動主要反映我們自有奶牛群的大幅增長，尤其是我們的荷斯坦牛群的大幅擴張，以及期內內部生產並於生產過程中消耗的生鮮乳量相應增加。

毛利及毛利率

因此，我們的毛利由截至2025年3月31日止三個月的人民幣125.9百萬元增加43.4%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣180.5百萬元，而我們於該等相同期間的毛利率分別為37.3%及36.7%。

滅菌乳

滅菌乳的毛利率由截至2025年3月31日止三個月的43.0%輕微下降至截至2026年3月31日止三個月的39.3%，主要由於(i)同期平均售價由每噸人民幣14,802元下降至每噸人民幣14,549元，主要由於我們為應對該類別日益激烈的市場競爭而採取更具競爭力的定價；及(ii)原材料成本增加，主要受期內我們較高的生牛乳採購成本所推動。

調製乳

調製乳的毛利率由截至2025年3月31日止三個月的17.4%增至截至2026年3月31日止三個月的27.6%，主要由於同期平均售價由每噸約人民幣9,814元增至每噸人民幣10,510元，主要受推出及擴大新產品山予系列的直銷所推動，其售價相對較高。

巴氏殺菌乳

巴氏殺菌乳的毛利率由截至2025年3月31日止三個月的32.4%下降至截至2026年3月31日止三個月的25.2%，主要歸因於生水牛乳成本增加。

財務資料

含乳飲料

含乳飲料的毛利率由截至2025年3月31日止三個月的19.9%下降至截至2026年3月31日止三個月的12.0%，主要由於在該產品類別市場競爭加劇的情況下，同期平均售價由每噸約人民幣7,889元下降至每噸人民幣7,646元，此導致我們向經銷商提供更具競爭力的定價。

發酵乳

發酵乳的毛利率由截至2025年3月31日止三個月的18.2%下降至截至2026年3月31日止三個月的17.6%，主要由於期內該產品類別的市場競爭加劇導致平均售價輕微下降，此導致我們向經銷商提供更具競爭力的定價。

其他產品

我們於截至2025年3月31日止三個月錄得其他產品的毛虧損率18.4%，並於截至2026年3月31日止三個月錄得毛利率48.6%。該改善主要由於我們於2025年下半年新推出的燕窩水牛奶產品的銷量增加，而該產品的售價及毛利率相對較高。

生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益／(虧損)

我們於截至2025年3月31日止三個月錄得生物資產公允價值減銷售成本變動產生的虧損人民幣4.8百萬元，主要由於水牛及荷斯坦奶牛的畜群結構變動所致。我們於截至2026年3月31日止三個月錄得生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益人民幣3.3百萬元，主要由於我們的荷斯坦奶牛畜群規模擴大所致。

其他收入

我們的其他收入由截至2025年3月31日止三個月的人民幣4.2百萬元減少61.4%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣1.6百萬元，主要由於我們於截至2025年3月31日止三個月已收取來自中央農業產業發展資金的一次性政府補助。

其他虧損淨額

於截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們分別錄得其他虧損淨額人民幣4.9百萬元及人民幣4.3百萬元。

銷售及經銷開支

我們的銷售及經銷開支由截至2025年3月31日止三個月的人民幣52.2百萬元增加98.7%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣103.7百萬元，主要歸因於(i)電商渠道費用，主要受我們在電商及社交電商平台的自營旗艦店擴張及我們增加平台營銷活動(包括聘用關鍵意見領袖及主播以及投放定向廣告)的投入所推動；(ii)低價值耗材消耗增加，主要由於為保護運輸過程中的產品而更多地使用周轉箱；及(iii)員工成本，主要由於為支持我們不斷增長的銷售規模而擴大銷售團隊。

行政開支

我們的行政開支由截至2025年3月31日止三個月的人民幣14.1百萬元增加36.6%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣19.3百萬元，主要由於(i)與業務擴

財務資料

張及籌備湖南乳製品生產設施投產相關的員工成本增加；及(ii)廣西智能倉儲設施開始營運後折舊及攤銷增加。

研發開支

於截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們分別錄得研發開支人民幣1.1百萬元及人民幣0.7百萬元。

財務成本

於截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們的財務成本分別為人民幣0.1百萬元及人民幣0.2百萬元。

所得稅開支

我們的所得稅開支由截至2025年3月31日止三個月的人民幣0.7百萬元減少83.4%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣0.1百萬元，主要由於就先前未確認的稅項虧損確認遞延稅項資產。

期內溢利及全面收益總額

綜上所述，我們的溢利由截至2025年3月31日止三個月的人民幣52.3百萬元增加9.3%至截至2026年3月31日止三個月的人民幣57.2百萬元。

截至2025年12月31日止年度與截至2024年12月31日止年度的比較

收益

按產品類別劃分的收益

我們的收益由2024年的人民幣1,421.0百萬元增加13.6%至2025年的人民幣1,613.6百萬元，主要由於我們的滅菌乳及調製乳產品收益增加。滅菌乳及調製乳仍為我們的主要收益貢獻者，合共分別佔我們於2024年及2025年總收益的約97.7%及95.4%。

滅菌乳

我們的滅菌乳收益由2024年的人民幣1,087.5百萬元增加11.0%至2025年的人民幣1,207.6百萬元，主要由於銷量由約73,371噸增加至約82,393噸，此乃主要受我們的銷售網絡持續擴張及市場滲透率擴大所推動。此乃部分被平均售價由每噸約人民幣14,822元輕微下降至每噸約人民幣14,657元所抵銷，主要由於我們為應對該類別日益激烈的市場競爭而採取更具競爭力的定價。

調製乳

我們的調製乳收益由2024年的人民幣302.3百萬元增加10.3%至2025年的人民幣333.3百萬元，主要由於(i)銷量由約29,073噸增加至31,752噸及(ii)同期平均售價由每噸約人民幣10,398元增加至每噸人民幣10,498元，主要受我們的線上銷售持續擴張及市場滲透率擴大所推動。

財務資料

巴氏殺菌乳

我們的巴氏殺菌乳收益由2024年的人民幣15.7百萬元大幅增加至2025年的人民幣40.9百萬元，主要由於(i)銷量由約1,144噸增加至2,787噸及(ii)同期平均售價由每噸約人民幣13,686元增加至每噸人民幣14,659元，主要受我們的百菲酪品牌市場認可度日增，以及透過零售及DTC渠道推出新款巴氏殺菌乳產品並擴大其直銷所推動，該等產品通常售價相對較高。

含乳飲料

我們的含乳飲料收益由2024年的人民幣13.6百萬元增加37.6%至2025年的人民幣15.3百萬元，主要由於同期銷量由1,656噸增加至1,985噸，主要受我們持續擴張銷售網絡及擴大市場滲透率所推動。

發酵乳

我們的發酵乳收益由2024年的人民幣1.0百萬元大幅增加至2025年的人民幣5.7百萬元，主要受我們持續擴張銷售網絡及擴大市場滲透率所推動。

其他產品

我們其他產品的收益由2024年的人民幣1.0百萬元大幅增加至2025年的人民幣10.8百萬元。該增加主要由於我們的燕窩水牛奶銷量增加，其售價相對較高，此乃受該等產品及我們的百菲酪品牌的消費者認可度日增所推動。

按銷售渠道劃分的收益

我們的收益由2024年的人民幣1,421.0百萬元增加13.6%至2025年的人民幣1,613.6百萬元，主要由於我們的直銷渠道持續增長，尤其是對零售商及DTC渠道的銷售。我們來自零售商的收益增加34.2%，主要由於我們持續努力擴大在零售渠道(尤其是零食量販店)的佈局。我們來自DTC銷售的收益增加26.8%，主要由於(i)我們在電商及社交電商平台的自營旗艦店擴張；及(ii)我們增加平台營銷活動的投入，包括聘用關鍵意見領袖及主播以及投放定向廣告。

銷售成本

我們的銷售成本由2024年的人民幣877.5百萬元增加27.1%至2025年的人民幣1,115.0百萬元，主要由於與我們業務擴張及銷量增加相關的直接材料成本、運費及製造費用增加，以及生物資產公允價值調整增加。

於擠取時按公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生收益

我們於擠取時按公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生的收益由2024年的人民幣24.1百萬元大幅增加至2025年的人民幣108.9百萬元。該增加主要由於我們自有奶牛群的大幅增長，尤其是我們的荷斯坦奶牛群的大幅擴張，以及內部生產並於生產過程中消耗的生鮮乳量相應增加。

毛利及毛利率

綜上所述，我們的毛利由2024年的人民幣567.6百萬元增加7.0%至2025年的人民幣607.6百萬元，而我們的毛利率於同期由39.9%下降至37.7%。

財務資料

滅菌乳

滅菌乳的毛利率由2024年的43.9%下降至2025年的41.0%，主要由於(i)因該類別市場競爭加劇，同期平均售價由每噸人民幣14,822元下降至每噸人民幣14,657元；及(ii)原材料成本增加，主要受期內我們較高的生牛乳採購成本所推動。

調製乳

調製乳的毛利率於2024年及2025年均穩定在27.8%。

巴氏殺菌乳

巴氏殺菌乳的毛利率由2024年的29.4%增加至2025年的31.3%，主要由於平均售價上漲，反映我們的百菲酪品牌市場認可度日增，以及透過零售及DTC渠道推出及擴大新款巴氏殺菌乳產品的直銷，該等產品通常售價相對較高。

含乳飲料

含乳飲料的毛利率由2024年的13.5%增加至2025年的18.3%，主要由於我們廣西含乳飲料生產線的產能利用率提高，帶來單位生產成本下降。

發酵乳

發酵乳的毛利率由2024年的31.4%下降至2025年的15.5%，主要由於生鮮乳成本增加。

其他產品

我們於2024年錄得其他產品的毛虧損率55.8%，並於2025年錄得毛利率34.7%。該改善主要歸因於我們於2025年下半年推出的燕窩水牛奶產品的貢獻增加，該等產品通常售價及毛利率較高。

生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益／(虧損)

我們於2025年錄得生物資產公允價值減銷售成本變動產生的虧損人民幣2.2百萬元，主要由於水牛及荷斯坦奶牛的飼料成本增加所致。我們於2024年錄得生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益人民幣13.2百萬元，主要由於我們的荷斯坦奶牛畜群規模擴大，以及因小母牛及犏牛成長並轉為具生產力的產奶牛及產奶水牛而令我們的畜群結構改善所致。

其他收入

我們的其他收入由2024年的人民幣8.6百萬元大幅增加至2025年的人民幣18.5百萬元，主要由於(i)政府補助由人民幣3.7百萬元大幅增加至人民幣12.9百萬元，反映廣西百菲及塞上百菲於年內就我們的奶牛養殖擴張及生產設施發展而獲得的新補助；及(ii)銀行結餘及定期存款的利息收入由人民幣3.8百萬元增加至人民幣5.0百萬元。

財務資料

其他虧損淨額

我們於2024年及2025年錄得其他虧損淨額人民幣4.3百萬元及人民幣13.1百萬元。該增加主要由於出售生物資產虧損增加。

銷售及經銷開支

我們的銷售及經銷開支由2024年的人民幣193.5百萬元增加45.1%至2025年的人民幣280.7百萬元。該增加主要歸因於(i)電商渠道費用增加，主要受我們在電商及社交電商平台的自營旗艦店擴張及我們增加的平台營銷活動(包括聘用關鍵意見領袖及主播以及投放定向廣告)的投入所推動；(ii)運費開支增加，主要反映我們的線上直銷渠道增長，據此，產品直接交付給消費者，通常產生較高的單位運費；及(iii)員工成本，主要由於為配合我們不斷增長的銷售規模而擴大銷售團隊。

行政開支

我們的行政開支由2024年的人民幣70.6百萬元增加25.5%至2025年的人民幣88.6百萬元，主要由於折舊及攤銷、税金及附加費、為籌備我們[編纂]而產生的專業服務費以及員工成本增加，主要歸因於我們的業務增長。

研發開支

於2024年及2025年，我們分別錄得研發開支人民幣8.2百萬元及人民幣9.1百萬元。

財務成本

我們的財務成本由2024年的人民幣0.1百萬元增加至2025年的人民幣0.5百萬元，主要由於租賃負債利息增加。

所得稅(開支)/抵免

我們的所得稅狀況由2024年的開支人民幣1.9百萬元變為2025年的抵免人民幣3.0百萬元。該變動主要歸因於就先前未確認的稅項虧損確認遞延稅項資產。

年內溢利及全面收益總額

由於上文所述，我們的年內溢利由2024年的人民幣310.4百萬元減少24.4%至2025年的人民幣234.8百萬元。

截至2024年12月31日止年度與截至2023年12月31日止年度的比較

收益

財務資料

按產品類別劃分的收益

我們的收益由2023年的人民幣1,072.4百萬元增加32.5%至2024年的人民幣1,421.0百萬元，主要由於我們的滅菌乳及調製乳產品收益增加。於2023年及2024年，滅菌乳及調製乳仍為我們的主要收益貢獻者，合共分別佔我們於該等期間總收益的約98.2%及97.7%。

滅菌乳

我們的滅菌乳收益由2023年的人民幣831.7百萬元增加30.7%至2024年的人民幣1,087.5百萬元，主要受銷量由約52,692噸增加至73,371噸所推動，此乃主要受我們的零售銷售網絡持續擴張及市場滲透率擴大所推動。此乃部分被平均售價由每噸約人民幣15,785元下降至每噸人民幣14,822元所抵銷，主要由於我們為應對該類別日益激烈的市場競爭而採取更具競爭力的定價。

調製乳

我們的調製乳收益由2023年的人民幣221.4百萬元增加36.5%至2024年的人民幣302.3百萬元，主要由於銷量由約21,442噸增加至29,073噸，此乃主要受我們整體業務擴張所推動。

巴氏殺菌乳

我們的巴氏殺菌乳收益由2023年的人民幣3.4百萬元大幅增加至2024年的人民幣15.7百萬元，主要受(i)銷量由約260噸快速增長至1,144噸及(ii)平均售價由約每噸人民幣13,183元增加至每噸人民幣13,686元所推動，主要歸因於我們自2023年中期以來升級製造工藝及包裝設計。

含乳飲料

我們的含乳飲料收益由2023年的人民幣12.7百萬元增加7.0%至2024年的人民幣13.6百萬元，主要由於同期銷量由約1,544噸增加至1,656噸，此乃主要歸因於推出新產品，包括我們的咖啡牛奶味飲料及水牛乳酸奶昔。

發酵乳

我們於2023年及2024年的發酵乳收益分別為人民幣1.8百萬元及人民幣1.0百萬元。

其他產品

我們於2023年及2024年的其他產品收益分別為人民幣1.3百萬元及人民幣1.0百萬元。

按銷售渠道劃分的收益

我們的收益由2023年的人民幣1,072.4百萬元增加32.5%至2024年的人民幣1,421.0百萬元，乃受所有渠道的強勁增長所推動。我們來自零售商的收益增加超過一倍，主要受我們迅速擴展至零食量販店及其他新零售渠道所推動。我們來自DTC銷售的收益增加41.7%，主要受(i)我們通過在電商及社交電商平台擴展自營旗艦店；及(ii)我們增加對線上營銷及品牌建設活動的投資所推動。我們來自線下經銷商的收益增加11.4%，主要反映我們傳統經銷網絡的穩定增長。

銷售成本

我們的銷售成本由2023年的人民幣698.2百萬元增加25.7%至2024年的人民幣877.5百萬元，主要由於與我們業務擴張及銷量增加相關的直接材料成本及製造費用增加。

財務資料

於擠取時按公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生收益

我們於擠取時按公允價值減銷售成本初步確認農產品所產生的收益由2023年的人民幣12.1百萬元大幅增加至2024年的人民幣24.1百萬元，主要反映我們自有奶牛群的增長及內部生產的生鮮乳相應增加。

毛利及毛利率

綜上所述，我們的毛利由2023年的人民幣386.4百萬元增加46.9%至2024年的人民幣567.6百萬元，而我們的毛利率於同期由36.0%改善至39.9%。

滅菌乳

滅菌乳的毛利率由2023年的40.3%改善至2024年的43.9%，主要由於在過往數年中中國大型奶牛牧場持續擴張及生鮮乳供應增加的情況下我們的生鮮乳採購價格下降。

調製乳

調製乳的毛利率由2023年的21.0%增加至2024年的27.8%，主要由於我們浙江乳製品生產設施的生產產能擴大帶來單位生產成本降低，以及我們於2024年的生鮮乳採購價格下降。

巴氏殺菌乳

巴氏殺菌乳的毛利率由2023年的17.6%增加至2024年的29.4%，主要歸因於(i)自2023年中期以來我們升級製造工藝及包裝設計後平均售價增加；及(ii)我們於2024年的生鮮乳採購價格下降。

含乳飲料

含乳飲料的毛利率由2023年的25.2%下降至2024年的13.5%，主要歸因於處於其早期產能爬坡階段的升級乳製品生產線，導致單位生產成本相對較高。

發酵乳

發酵乳的毛利率由2023年的29.0%增加至2024年的31.4%，主要由於我們於2024年的生鮮乳採購價格下降。

其他產品

我們於2023年錄得其他產品的毛利率14.9%，並於2024年錄得毛虧損率55.8%，主要反映我們的水牛乳冰淇淋系列的生產爬坡，其於開發早期階段產生相對較高的單位成本。

生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益／(虧損)

我們於2024年錄得生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益人民幣13.2百萬元，主要由於我們的荷斯坦奶牛畜群規模擴大，以及因小母牛及犏牛成長並轉為具生產力的產奶牛及產奶水牛而令我們的畜群結構改善所致。我們於2023年錄得生物資產公允價值減銷售成本變動產生的收益人民幣5.5百萬元，主要由於我們的水牛畜群規模擴大所致。

財務資料

其他收入

我們的其他收入由2023年的人民幣5.3百萬元增加63.3%至2024年的人民幣8.6百萬元，主要由於政府補助由人民幣1.2百萬元增加至人民幣3.7百萬元，以及銀行結餘及定期存款的利息收入由人民幣3.5百萬元增加至人民幣3.8百萬元。

其他虧損淨額

我們於2023年及2024年錄得其他虧損淨額人民幣3.3百萬元及人民幣4.8百萬元。

銷售及經銷開支

我們的銷售及經銷開支由2023年的人民幣107.4百萬元增加80.1%至2024年的人民幣193.5百萬元。該增加主要歸因於(i)電商渠道費用，主要受我們在電商及社交電商平台的自營旗艦店擴張及大幅增加平台營銷活動(包括聘用關鍵意見領袖及主播以及投放定向廣告以加速品牌知名度)的投入所推動；(ii)低價值耗材消耗增加，主要由於為保護運輸過程中的產品而更多地使用周轉箱；及(iii)員工成本增加，與我們為支持業務增長而擴大銷售團隊一致。

行政開支

我們的行政開支由2023年的人民幣45.7百萬元增加54.4%至2024年的人民幣70.6百萬元，主要由於(i)為籌備我們上市而產生的專業服務費大幅增加；及(ii)辦公及一般開支隨業務擴張而增加；及(iii)員工成本增加，乃因業務擴張致使我們的行政人員數目增加。

研發開支

我們的研發開支由2023年的人民幣4.6百萬元增加79.8%至2024年的人民幣8.2百萬元，主要由於(i)直接材料開支增加，乃受我們擴大研發管線所推動；及(ii)合作研發開支增加，主要歸因於我們積極與外部研究機構及大學(包括國科溫州研究院及中國農業大學)合作，以增強我們的產品及技術開發能力。

財務成本

我們的財務成本於2023年為人民幣0.2百萬元，於2024年為人民幣0.1百萬元。

所得稅開支

我們的所得稅開支由2023年的人民幣3.0百萬元減少36.6%至2024年的人民幣1.9百萬元，主要由於就先前未確認的稅項虧損確認遞延稅項資產。

年內溢利及全面收益總額

綜上所述，我們的淨利潤由2023年的人民幣233.0百萬元增加33.2%至2024年的人民幣310.4百萬元。

財務資料

綜合財務狀況表若干選定項目的討論

非流動資產及非流動負債

下表載列於所示日期我們的非流動資產及非流動負債概要：

	截至12月31日			截至 3月31日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
非流動資產				
物業、廠房及設備	521,217	635,978	724,216	722,721
使用權資產	152,326	156,676	177,036	174,017
無形資產	233	75	19	5
生物資產	19,106	76,578	98,896	110,077
遞延所得稅資產	1,945	3,362	8,630	9,966
定期存款	—	30,000	—	—
預付款項、按金及 其他應收款項	10,209	12,010	2,829	7,843
非流動資產總值	705,036	914,679	1,011,626	1,024,629
非流動負債				
租賃負債	652	7,368	27,188	24,799
遞延所得稅負債	—	307	177	144
遞延收入	4,097	3,775	6,507	6,620
非流動負債總額	4,749	11,450	33,872	31,563

物業、廠房及設備

於往績記錄期間，我們的物業、廠房及設備包括(i)樓宇；(ii)機器及設備；(iii)在建工程；(iv)汽車；(v)辦公及電子設備；及(vi)租賃物業裝修。

我們的物業、廠房及設備由截至2023年12月31日的人民幣521.2百萬元增加22.0%至截至2024年12月31日的人民幣636.0百萬元，主要由於(i)在浙江建設二期乳製品生產設施；(ii)我們於2024年9月收購塞上百菲的控股權益後增加奶牛牧場；及(iii)我們位於浙江杭州的辦公樓增加一層。

我們的物業、廠房及設備由截至2024年12月31日的人民幣636.0百萬元增加13.9%至截至2025年12月31日的人民幣724.2百萬元，主要由於(i)我們於湖南的乳製品生產設施建設額外生產線；(ii)擴充生鮮乳及低溫乳製品儲存設施；(iii)我們於廣西的乳製品生產設施建設及升級智能倉庫管理及物流系統；及(iv)我們於寧夏的奶牛牧場建設及升級農業機械及設備。

截至2026年3月31日，我們的物業、廠房及設備的賬面值維持相對穩定於人民幣722.7百萬元。

財務資料

使用權資產

於往績記錄期間，我們的使用權資產包括(i)租賃土地及(ii)租賃物業。

截至2023年12月31日及2024年12月31日，我們的使用權資產分別為人民幣152.3百萬元及人民幣156.7百萬元，維持相對穩定。

我們的使用權資產由截至2024年12月31日的人民幣156.7百萬元增加至截至2025年12月31日的人民幣177.0百萬元，主要歸因於新增土地物業租賃，主要反映我們於廣西及寧夏擴張奶水牛及奶牛牧場業務。

截至2026年3月31日，我們的使用權資產維持相對穩定於人民幣174.0百萬元。

生物資產

於往績記錄期間，我們的生物資產包括產奶牛及水牛、犏牛、小母牛、種公牛及年幼公牛，主要為生產生鮮乳以供生產我們的乳製品而持有。於往績記錄期間各年度或期間結束時持有的小母牛及犏牛為尚未首次產犏的牛及水牛。下表載列於所示日期我們生物資產的數目：

	截至12月31日			截至 3月31日 2026年
	2023年	2024年	2025年	
	(頭數)			
生物資產				
產奶牛／水牛 ⁽¹⁾	701	3,309	3,623	3,833
小母牛及犏牛 ⁽²⁾⁽³⁾	277	919	3,187	3,888
種公牛及年幼公牛	80	221	336	244
總計	1,058	4,449	7,146	7,965

附註：

- (1) 產奶牛或水牛的泌乳週期通常為水牛約300天及奶牛305天，其後為60天的乾奶期，以便在下次產犏前修復乳腺組織及讓胎兒發育，此對維持其健康及之後的產奶量至關重要。
- (2) 一般而言，小母牛在達到(i)水牛小母牛約18至24月齡及(ii)奶牛小母牛約13至15月齡時，倘其體重已達標，則會進行授精。經過(i)水牛小母牛約10.5個月(約310天)或(ii)奶牛小母牛約九個月(約280天)的懷孕期後，會產下犏牛。產犏後，小母牛轉為產奶牛或水牛，並開始生產生鮮乳。
- (3) 當小母牛成功產犏並開始生產生鮮乳時，其在生物及財務上會被重新分類。該資產從「小母牛及犏牛」類別轉撥至「產奶牛／水牛」。此項轉撥乃根據於轉撥日期的估計公允價值減銷售成本記錄。

財務資料

根據聯交所頒佈的《新上市申請人指南》第4.10章，下表載列於所示日期由估值師計量的我們的生物資產的公允價值：

	截至12月31日			截至3月31日 2026年
	2023年	2024年	2025年	
	(人民幣千元)			
生物資產				
產奶牛／水牛	16,458	72,329	66,671	70,061
小母牛及犏牛	2,065	3,597	31,714	39,439
種公牛及年幼公牛	709	1,060	2,181	1,236
總計	<u>19,232</u>	<u>76,986</u>	<u>100,566</u>	<u>110,736</u>
減：分類為流動資產的流動部分 ..	<u>(126)</u>	<u>(408)</u>	<u>(1,670)</u>	<u>(659)</u>
分類為非流動資產的 非流動部分	<u>19,106</u>	<u>76,578</u>	<u>98,896</u>	<u>110,077</u>

於往績記錄期間各年度或期間末的生物資產價值如下：

	產奶牛／ 水牛	小母牛及 犏牛	種公牛及 年幼公牛	總計
	(人民幣千元)			
截至2023年1月1日	—	—	—	—
因購買而增加	10,072	1,864	538	12,474
因飼養(飼料成本及其他)而增加 ..	—	1,247	229	1,476
轉撥	417	(417)	—	—
因銷售而減少	—	—	(5)	(5)
因死亡而減少	(195)	(11)	(25)	(231)
生物資產公允價值減銷售成本 變動	<u>6,164</u>	<u>(618)</u>	<u>(28)</u>	<u>5,518</u>
截至2023年12月31日及 2024年1月1日	<u>16,458</u>	<u>2,065</u>	<u>709</u>	<u>19,232</u>
因購買而增加	1,143	105	152	1,400
因收購資產而增加	—	42,747	—	42,747
因飼養(飼料成本及其他)而 增加	—	2,334	688	3,022
轉撥	54,742	(54,742)	—	—
因銷售而減少	(286)	(4)	(314)	(604)
因死亡而減少	(1,425)	(423)	(183)	(2,031)
生物資產公允價值減銷售成本 變動	<u>1,697</u>	<u>11,515</u>	<u>8</u>	<u>13,220</u>

財 務 資 料

	產奶牛／ 水牛	小母牛及 犏牛	種公牛及 年幼公牛	總計
	(人民幣千元)			
截至2024年12月31日及				
2025年1月1日	72,329	3,597	1,060	76,986
因購買而增加	3,172	11,296	145	14,613
因飼養(飼料成本及其他)而增加 ..	–	18,659	6,036	24,695
轉撥	4,407	(4,407)	–	–
因銷售而減少	(2,521)	(798)	(5,172)	(8,491)
因死亡而減少	(2,112)	(2,464)	(419)	(4,995)
其他	–	(42)	–	(42)
生物資產公允價值減銷售成本 變動	(8,604)	5,873	531	(2,200)
截至2025年12月31日及				
2026年1月1日	66,671	31,714	2,181	100,566
因購買而增加	–	5,551	105	5,656
因飼養(飼料成本及其他)而增加 ..	–	8,795	1,888	10,682
轉撥	4,686	(4,686)	–	–
因銷售而減少	(3,952)	(953)	(2,067)	(6,972)
因死亡而減少	(629)	(1,717)	(153)	(2,499)
生物資產公允價值減銷售成本 變動	3,285	736	(718)	3,302
截至2026年3月31日	70,061	39,439	1,236	110,736

我們已委聘亞太評估諮詢有限公司(「亞太評估」或「估值師」)，一家與我們概無關連且於生物資產估值方面經驗豐富的獨立合資格專業估值師行，協助我們釐定奶牛及水牛的公允價值。我們的管理層及估值師定期舉行會議，討論估值方法及相關市場信息，以確保估值妥為進行。在應用該等估值方法時，估值師依賴多項假設，當中包括生物資產的分類、頭數、重量及市價，以及現行政治、法律、技術、財政或經濟狀況不會出現重大變動的假設。截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年3月31日，我們的生物資產公允價值分別佔我們資產淨值總額約2.0%、5.9%、6.4%及6.8%，以及分別佔我們資產總值約1.8%、4.9%、5.2%及5.9%。有關釐定我們生物資產公允價值所採用的估值技術、估值模型所用的主要輸入數據，以及於往績記錄期間各年度或期間末生物資產估值的重大不可觀察輸入數據概要的進一步詳情，請參閱本節「一生物資產估值」及本文件附錄一所載會計師報告附註20及38(d)。

我們的生物資產由截至2023年12月31日的人民幣19.2百萬元大幅增加至截至2024年12月31日的人民幣77.0百萬元，主要由於(i)我們於2024年9月收購塞上百菲的控股權益後引入荷斯坦牛群，增加了2,500頭荷斯坦牛，總公允價值為人民幣42.7百萬元；及(ii)我們的水牛群持續增長，以及當地現行生水牛乳市價上漲。

財務資料

我們的生物資產由截至2024年12月31日的人民幣77.0百萬元增加約30.6%至截至2025年12月31日的人民幣100.6百萬元，主要由於新牛隻採購及自然牛群增長帶動我們的荷斯坦奶牛群由3,161頭大幅擴張至5,487頭，連同我們的水牛群由1,288頭持續增長至1,659頭，以及當地現行生水牛乳市價進一步上漲。

我們的生物資產由截至2025年12月31日的人民幣100.6百萬元增加約10.1%至截至2026年3月31日的人民幣110.7百萬元，主要由於我們的荷斯坦牛群由5,487頭持續擴張至6,418頭，惟部分被我們水牛生物資產的公允價值輕微下降所抵銷，此乃反映於截至2026年3月31日止三個月水牛群規模由1,659頭減少至1,547頭。

流動資產及流動負債

下表載列於所示日期我們的流動資產及流動負債概要：

	截至12月31日			截至 3月31日	截至 5月31日
	2023年	2024年	2025年	2026年	2026年
	(人民幣千元)				
流動資產					
存貨	64,821	110,817	169,899	148,440	162,059
生物資產	126	408	1,670	659	1,437
貿易應收款項	16,519	20,483	43,290	71,485	62,271
預付款項、按金及 其他應收款項	30,745	51,946	110,564	104,259	115,295
可收回稅項	192	86	–	320	1,100
按公允價值計入損益 的金融資產	–	82,000	171,483	231,640	232,420
定期存款	40,000	88,000	132,394	160,652	150,211
受限制銀行存款	–	511	–	–	50,000
現金及現金等價物	222,723	286,474	291,006	126,322	175,494
流動資產總值	375,126	640,725	920,306	843,777	950,287
流動負債					
貿易應付款項	75,617	119,345	131,869	113,384	136,933
其他應付款項及應計費用	19,954	33,292	44,858	31,313	33,734
合約負債	26,808	83,920	145,058	58,074	55,525
應付稅項	564	103	2,065	1,554	16
租賃負債	115	440	902	2,133	2,209
遞延收入	502	502	502	502	502
流動負債總額	123,560	237,602	325,254	206,960	228,918
流動資產淨值	251,566	403,123	595,052	636,817	721,368

我們的流動資產淨值由截至2023年12月31日的人民幣251.6百萬元增加60.2%至截至2024年12月31日的人民幣403.1百萬元。該增加主要由於(i)按公允價值計入損益的金融資產增加人民幣82.0百萬元；(ii)現金及現金等價物增加人民幣63.8百萬元；(iii)定期存款增加人民幣48.0百萬元；及(iv)存貨增加人民幣46.0百萬元。該等增加被合約負債增加人民幣57.1百萬元及貿易應付款項增加人民幣43.7百萬元所部分抵銷。

財務資料

我們的流動資產淨值由截至2024年12月31日的人民幣403.1百萬元增加47.6%至截至2025年12月31日的人民幣595.1百萬元。該增加主要由於(i)按公允價值計入損益的金融資產增加人民幣89.5百萬元；(ii)存貨增加人民幣59.1百萬元；(iii)預付款項、按金及其他應收款項增加人民幣58.6百萬元；及(iv)定期存款增加人民幣44.4百萬元。該等增加為合約負債增加人民幣61.1百萬元所部分抵銷。

我們的流動資產淨值由截至2025年12月31日的人民幣595.1百萬元增加7.0%至截至2026年3月31日的人民幣721.4百萬元。該增加主要由於(i)合約負債減少人民幣87.0百萬元；(ii)按公允價值計入損益的金融資產增加人民幣60.2百萬元；(iii)定期存款增加人民幣28.3百萬元；及(iv)貿易應收款項增加人民幣28.2百萬元。該等增加為現金及現金等價物減少人民幣164.7百萬元所部分抵銷。

我們的流動資產淨值由2025年3月31日的人民幣633.4百萬元增加13.9%至2026年5月31日的人民幣721.4百萬元。此增加主要由於(i)定期存款增加人民幣50.0百萬元；及(ii)存貨增加人民幣13.6百萬元。該等增加部分被貿易應付款項增加人民幣23.5百萬元所抵銷。

請參閱「一綜合財務狀況表若干選定項目的討論」。

存貨

下表載列於所示日期我們的存貨明細：

	截至12月31日			截至 3月31日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
原材料	35,287	52,307	111,621	89,751
製成品	19,812	39,600	37,383	41,743
在途貨品	6,780	17,486	19,417	14,616
低價值消耗品	2,942	1,424	1,478	2,330
總計	64,821	110,817	169,899	148,440

我們的存貨由截至2023年12月31日的人民幣64.8百萬元增加71.0%至截至2024年12月31日的人民幣110.8百萬元，主要受以下因素推動：(i)為支持我們的業務擴張而增加原材料；(ii)製成品增加，主要歸因於與農曆新年假期有關的年終節前備貨；及(iii)在途貨品增加，主要受我們的線上零售及DTC銷售增長所推動，其收益於客戶確認收貨後確認。

我們的存貨由截至2024年12月31日的人民幣110.8百萬元進一步增加53.3%至截至2025年12月31日的人民幣169.9百萬元，主要受為支持業務擴張而大幅增加原材料所推動。

我們的存貨由截至2025年12月31日的人民幣169.9百萬元減少12.6%至截至2026年3月31日的人民幣148.4百萬元，主要由於為年終節日季節累計的原材料存貨已消耗。

財務資料

下表載列於所示日期我們存貨的賬齡分析：

	截至12月31日			截至 3月31日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
30天內	38,169	68,307	85,585	70,259
31至60天	11,697	12,900	26,502	17,032
61至90天	4,672	7,477	11,312	15,592
91至120天	1,214	5,979	28,854	5,712
超過120天	9,070	16,154	17,646	39,845
總計	64,821	110,817	169,899	148,440

下表載列於所示期間我們的存貨週轉天數：

	截至12月31日止年度			截至 3月31日
	2023年	2024年	2025年	2026年
存貨週轉天數 ⁽¹⁾ (天)	46.8	36.5	46.0	41.5

附註：

- (1) 存貨平均週轉天數等於某個期間的年初及年末存貨結餘淨額的平均值除以該期間的銷售成本，再乘以該期間的天數(即年度為365天，截至2026年3月31日止三個月期間為90天)。

我們的存貨週轉天數大致保持穩定，於2023年為46.8天、2025年為36.5天及於截至2026年3月31日止三個月為41.5天。由2023年的46.8天減少至2024年的36.5天，主要歸因於2024年末原材料及製成品的持有期縮短，乃由於2025年春節假期相對較早，導致若干客戶提前採購並在年末前收取產品。

截至2026年5月31日，我們於2026年3月31日的存貨中，人民幣103.3百萬元或69.6%已其後出售或耗用。

貿易應收款項

下表載列於所示日期我們貿易應收款項的詳情：

	截至12月31日			截至 3月31日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
貿易應收款項	17,439	21,561	45,571	75,296
減：預期信貸虧損撥備	(920)	(1,078)	(2,281)	(3,811)
總計	16,519	20,483	43,290	71,485

我們的貿易應收款項由截至2023年12月31日的人民幣16.5百萬元增加24.0%至截至2024年12月31日的人民幣20.5百萬元，並進一步大幅增加至截至2025年12

財務資料

月31日的人民幣43.3百萬元，其後再增加65.1%至截至2026年3月31日的人民幣71.5百萬元。該等增加主要由於零售商數目增加及零售收益擴大，而零售商普遍享有較我們其他客戶為長的信貸期。

下表載列於所示期間我們的貿易應收款項週轉天數：

	截至12月31日止年度			截至 3月31日 止三個月 2026年
	2023年	2024年	2025年	
貿易應收款項週轉天數 ⁽¹⁾ (天).....	3.0	4.8	7.2	10.5

附註：

- (1) 貿易應收款項週轉天數乃按某個期間的年初及年末貿易應收款項結餘的平均值除以同年或同期的收益，再乘以某個期間的天數(即年度為365天，截至2026年3月31日止三個月為90天)計算。

於往績記錄期間，我們授予客戶的信貸期一般最多為90天。我們的貿易應收款項週轉天數由2023年的3.0天增加至2024年的4.8天，其後增加至2025年的7.2天，再於截至2026年3月31日止三個月增加至10.5天，主要由於零售商數目增加及零售收益擴大。

下表載列於所示日期我們貿易應收款項(按收益確認日期及於確認虧損撥備後)的賬齡分析：

	截至12月31日			截至 3月31日 2026年
	2023年	2024年	2025年	
	(人民幣千元)			
1個月內.....	10,824	13,466	18,477	29,323
31至60天.....	2,028	4,242	12,625	9,425
61至90天.....	4,450	1,445	4,620	6,858
91至120天.....	86	1,523	4,270	8,379 ⁽¹⁾
超過120天.....	51	885	5,579	21,311
總計.....	17,439	21,561	45,571	75,296

附註：

- (1) 截至2026年3月31日，賬齡超過120天的貿易應收款項增加，主要由於根據「先貨後款」安排應收若干客戶的款項。我們將該等安排擴展至一組經甄選的客戶，供其採購我們的乳製品。我們在考慮其過往表現、業務營運、規模、信用度及信譽等因素後，按個別情況甄選合資格客戶。根據該等安排，各名獲批客戶可下達不超過其獲批交易限額的採購訂單，並以延期結算方式結算相應款項。一旦客戶達到其獲批限額，其必須結清未償付餘額，方可下達進一步訂單。截至最後實際可行日期，我們並不知悉有關該等結餘的任何重大糾紛、違約或其他信貸減值事件。

截至2026年5月31日，我們於2026年3月31日的貿易應收款項中，人民幣38.8百萬元或51.5%其後已收回。

財務資料

按公允價值計入損益的金融資產

我們的按公允價值計入損益的金融資產主要包括由中國內地信譽良好的商業銀行發行的結構性存款。我們投資於該等產品，作為我們庫務管理活動的一部分，旨在於滿足我們的營運資金及資本支出需求後，提高盈餘現金的回報。結構性存款被分類為按公允價值計入損益的金融資產，因為其回報與相關基準掛鉤，因此不符合國際財務報告準則第9號項下純粹為本金及利息付款的標準。

於截至2023年12月31日，我們並無按公允價值計入損益的金融資產。我們的按公允價值計入損益的金融資產由截至2024年12月31日的人民幣82.0百萬元大幅增加至截至2025年12月31日的人民幣171.5百萬元，並進一步增加35.1%至截至2026年3月31日的人民幣231.6百萬元，主要由於可用於庫務投資的盈餘現金增加。

預付款項、其他應收款項及其他資產

於往績記錄期間，我們的預付款項、其他應收款項及其他資產主要包括(i)應收回增值稅；(ii)向供應商及服務供應商作出的預付款項；(iii)購買物業、廠房及設備的預付款項；及(iv)土地拍賣按金。請參閱本文件附錄一會計師報告附註23。

我們的預付款項、其他應收款項及其他資產由截至2023年12月31日的人民幣41.0百萬元增加56.1%至截至2024年12月31日的人民幣64.0百萬元，主要由於(i)應收回增值稅由人民幣15.3百萬元增加至人民幣29.2百萬元，主要由於額外進項增值稅可抵扣；及(ii)向供應商及服務供應商作出的預付款項由人民幣12.6百萬元增加至人民幣19.7百萬元，主要歸因於我們在農曆新年假期前的年終節前採購安排。

我們的預付款項、其他應收款項及其他資產由截至2024年12月31日的人民幣64.0百萬元增加77.2%至截至2025年12月31日的人民幣113.4百萬元，主要由於(i)應收回增值稅由人民幣29.2百萬元大幅增加至人民幣66.9百萬元，主要由於額外進項增值稅可抵扣；及(ii)向供應商及服務供應商作出的預付款項由人民幣19.7百萬元增加至人民幣34.3百萬元，主要與我們的節前備貨安排有關。

截至2026年3月31日，我們的預付款項、其他應收款項及其他資產維持相對穩定於人民幣112.1百萬元。

截至2026年5月31日，我們於2026年3月31日的預付款項、按金及其他應收款項中，人民幣37.3百萬元或33.3%其後已結清。

貿易應付款項

我們的貿易應付款項主要為原材料及包裝材料以及機器及設備的應付款項。我們的貿易應付款項由截至2023年12月31日的人民幣75.6百萬元增加57.8%至截至2024年12月31日的人民幣119.3百萬元，並進一步增加10.5%至截至2025年12月31日的人民幣131.9百萬元，主要由於我們的產能擴張及奶水牛養殖設施建設產生較高的機器及設備應付款項，以及為支持業務增長而增加原材料採購量導致材料應付款項增加。

我們的貿易應付款項由截至2025年12月31日的人民幣131.9百萬元減少14.0%至截至2026年3月31日的人民幣113.4百萬元，主要由於結算與節前備貨安排相關的年末原材料採購應付款項及未付機器及設備應付款項。

財務資料

下表載列於所示期間我們的貿易應付款項週轉天數：

	截至12月31日止年度			截至 3月31日 止三個月 2026年
	2023年	2024年	2025年	
貿易應付款項週轉天數 ⁽¹⁾ (天)	29.9	40.6	41.1	32.0

附註：

- (1) 貿易應付款項及應付票據週轉天數乃按特定期間的年初及年末貿易應付款項結餘的平均值除以同年或同期的銷售成本再乘以特定期間的天數(即年度為365天，截至2026年3月31日止三個月為90天)計算。

我們的貿易應付款項週轉天數由2023年的29.9天增加至2024年的40.6天，其後增加至2025年的41.1天，主要受機器及設備應付款項增加所推動，其結算期較一般按月結算的原材料應付款項長。截至2026年3月31日止三個月，我們的貿易應付款項週轉天數為32天。

下表載列於所示日期，我們貿易應付款項的賬齡分析(按交易日期)：

	截至12月31日			截至 3月31日 2026年
	2023年	2024年	2025年	
	(人民幣千元)			
一年內	74,517	118,152	114,980	102,586
超過一年	1,100	1,193	16,889	10,798
總計	75,617	119,345	131,869	113,384

截至2026年5月31日，我們於2026年3月31日的貿易應付款項中，人民幣80.7百萬元或71.2%其後已結清。

其他應付款項及應計費用

於往績記錄期間，我們的其他應付款項及應計費用包括(i)應計薪金及福利；(ii)自客戶收取的按金；(iii)其他應付稅項；及(iv)其他。

我們的其他應付款項及應計費用由截至2023年12月31日的人民幣20.0百萬元增加66.8%至截至2024年12月31日的人民幣33.3百萬元，主要由於(i)其他應付稅項由人民幣4.7百萬元增加至人民幣8.7百萬元；(ii)應計薪金及福利由人民幣7.6百萬元增加至人民幣10.8百萬元；及(iii)自客戶收取的按金由人民幣5.9百萬元增加至人民幣8.8百萬元。

我們的其他應付款項及應計費用由截至2024年12月31日的人民幣33.3百萬元進一步增加34.8%至截至2025年12月31日的人民幣44.9百萬元，主要由於(i)其他應付稅項由人民幣8.7百萬元大幅增加至人民幣16.2百萬元；及(ii)應計薪金及福利由人民幣10.8百萬元增加至人民幣15.0百萬元。

我們的其他應付款項及應計費用由截至2025年12月31日的人民幣44.9百萬元減少30.2%至截至2026年3月31日的人民幣31.3百萬元，主要由於其他應付稅項由人民幣16.2百萬元大幅減少至人民幣5.8百萬元。

財務資料

合約負債

於往績記錄期間，我們的合約負債包括(i)就乳製品收取的客戶預付款；及(ii)應計銷售回贈。

我們的合約負債由截至2023年12月31日的人民幣26.8百萬元大幅增加至截至2024年12月31日的人民幣83.9百萬元，並進一步增加72.9%至截至2025年12月31日的人民幣145.1百萬元，主要由於隨著我們銷售規模及經銷商網絡擴大，根據我們先款後貨模式自經銷商收取的預付款增長。

我們的合約負債由截至2025年12月31日的人民幣145.1百萬元減少59.9%至截至2026年3月31日的人民幣58.1百萬元，主要由於2026年第一季度交付乳製品後將年末客戶預付款確認為收益，導致就乳製品收取的客戶預付款減少。該減少部分被應計銷售回贈增加所抵銷，主要歸因於我們於截至2026年3月31日止三個月的銷售增長。

截至2026年5月31日，我們於2026年3月31日因已收客戶預付款項而產生的合約負債中，人民幣26.5百萬元或47.8%其後已確認為收益。

流動資金及資本資源

現金流量

下表載列於所示期間我們的綜合現金流量表概要：

	截至12月31日止年度			截至3月31日止三個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年	2026年
				(未經審核)	
			(人民幣千元)		
經營活動所得／(所用)					
現金淨額.....	374,263	342,931	241,079	(8,641)	(48,858)
投資活動所用現金淨額....	(247,003)	(310,598)	(267,807)	(67,575)	(115,545)
融資活動所得／(所用)					
現金淨額.....	(30,211)	31,418	31,260	4,562	(281)
現金及現金等價物					
(減少)／增加淨額	97,049	63,751	4,532	(71,654)	(164,684)
於年／期初的現金及					
現金等價物.....	125,674	222,723	286,474	286,474	291,006
於年／期末的現金及					
現金等價物.....	222,723	286,474	291,006	214,820	126,322

財務資料

經營活動所得／(所用)現金淨額

截至2026年3月31日止三個月，我們錄得經營活動所用現金淨額人民幣48.9百萬元。該現金流出淨額主要由於(i)我們的除稅前溢利為人民幣57.3百萬元，經若干非現金項目(主要包括物業、廠房及設備折舊人民幣14.5百萬元)調整；及(ii)對經營現金流量產生負面影響的營運資金變動，主要包括(a)合約負債減少人民幣87.0百萬元，原因為於2025年底收取的客戶預付款於期內交付乳製品後確認為收益；(b)貿易應收款項增加人民幣29.7百萬元；及(c)貿易應付款項減少人民幣18.5百萬元。該等影響被對經營現金流量產生正面影響的營運資金變動部分抵銷，主要包括存貨減少人民幣18.9百萬元。

2025年經營活動所得現金淨額為人民幣241.1百萬元。該現金流入淨額主要歸因於(i)我們的除稅前溢利為人民幣231.8百萬元，經若干非現金項目(主要包括物業、廠房及設備折舊人民幣52.3百萬元)調整；及(ii)對經營現金流量產生正面影響的營運資金變動，主要包括因根據我們先付款後交貨的銷售模式自經銷商收取的客戶預付款增加而導致合約負債增加人民幣61.1百萬元。該等影響被對經營現金流量產生負面影響的營運資金變動部分抵銷，主要包括(a)與年終存貨積累相關的存貨增加人民幣60.7百萬元；(b)其他應收款項、按金及預付款項增加人民幣59.5百萬元；及(c)貿易應收款項增加人民幣24.1百萬元。

2024年經營活動所得現金淨額為人民幣342.9百萬元。該現金流入淨額主要歸因於(i)我們的除稅前溢利為人民幣312.3百萬元，經若干非現金項目(主要包括物業、廠房及設備折舊人民幣35.5百萬元)調整；及(ii)對經營現金流量產生正面影響的營運資金變動，主要包括因根據我們先付款後交貨的銷售模式自經銷商收取的客戶預付款增加而導致合約負債增加人民幣57.1百萬元。該等影響被對經營現金流量產生負面影響的營運資金變動部分抵銷，主要包括(a)存貨增加人民幣41.2百萬元；及(b)其他應收款項、按金及預付款項增加人民幣21.5百萬元。

2023年經營活動所得現金淨額為人民幣374.3百萬元。該現金流入淨額主要歸因於(i)我們的除稅前溢利為人民幣236.0百萬元，經若干非現金項目(主要包括物業、廠房及設備折舊人民幣24.2百萬元)調整；及(ii)對經營現金流量產生正面影響的營運資金變動，主要包括(a)存貨減少人民幣49.3百萬元；及(b)貿易應付款項增加人民幣36.9百萬元。該等影響被對經營現金流量產生負面影響的營運資金變動部分抵銷，主要包括貿易應收款項增加人民幣16.0百萬元。

投資活動所用現金淨額

截至2026年3月31日止三個月，投資活動所用現金淨額為人民幣115.5百萬元，主要由於(i)存入定期存款人民幣110.0百萬元；及(ii)購買按公允價值計入損益的金融資產人民幣100.0百萬元，惟部分被定期存款到期所得款項人民幣82.0百萬元所抵銷。

2025年，我們錄得投資活動所用現金淨額人民幣267.8百萬元，主要由於(i)購買按公允價值計入損益的金融資產人民幣250.0百萬元；(ii)就購買物業、廠房及設備支付的款項人民幣131.3百萬元；及(iii)存入定期存款人民幣44.0百萬元，惟部分被定期存款到期所得款項人民幣30.0百萬元所抵銷。

財務資料

2024年，我們錄得投資活動所用現金淨額人民幣310.6百萬元，主要由於(i)存入定期存款人民幣248.0百萬元；(ii)就購買物業、廠房及設備支付的款項人民幣143.5百萬元；及(iii)就按公允價值計入損益的金融資產支付的款項人民幣107.0百萬元。該等現金流出被定期存款到期所得款項人民幣170.0百萬元部分抵銷。

2023年，我們錄得投資活動所用現金淨額人民幣247.0百萬元，主要由於就我們於廣西及浙江的生產設施建設而就購買物業、廠房及設備支付的款項人民幣203.5百萬元；及(ii)存入定期存款人民幣40.0百萬元。

融資活動所得／(所用)現金淨額

截至2026年3月31日止三個月，融資活動所用現金淨額為人民幣0.3百萬元，主要由於償還租賃負債人民幣0.2百萬元及其他融資流出人民幣0.1百萬元。

2025年，我們錄得融資活動所得現金淨額人民幣31.3百萬元，主要由於非控股權益持有人就我們寧夏奶牛牧場的持續發展注資人民幣31.8百萬元。

2024年，我們錄得融資活動所得現金淨額人民幣31.4百萬元，主要由於非控股權益持有人注資人民幣32.0百萬元。

2023年，我們錄得融資活動所用現金淨額人民幣30.2百萬元，主要由於(i)已付股東股息人民幣20.0百萬元；及(ii)償還銀行借款人民幣10.0百萬元。

負債及或有負債

於往績記錄期間，我們的負債包括銀行借款及租賃負債。截至2026年5月31日(即負債聲明的最後實際可行日期)，我們的負債總額為人民幣74.6百萬元，且並無未動用銀行融通。下表載列於所示日期我們的負債明細：

	截至12月31日			截至 3月31日	截至 5月31日
	2023年	2024年	2025年	2026年	2026年
	(未經審核)				
	(人民幣千元)				
流動					
租賃負債.....	115	440	902	2,133	2,209
非流動					
租賃負債.....	652	7,368	27,188	24,799	24,906
銀行借款—有抵押.....	—	—	—	—	47,500
總計.....	767	7,808	28,090	26,932	74,615

租賃負債

於往績記錄期間，我們的租賃負債主要包括因土地及物業租賃而產生的義務。截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年3月31日，應用於租賃負債的加權平均增量借款利率分別為每年4.55%、3.7%、3.55%及3.55%。請參閱本文件附錄一會計師報告附註29。

我們的租賃負債由截至2023年12月31日的人民幣0.8百萬元大幅增加至截至2024年12月31日的人民幣7.8百萬元，並進一步增加至截至2025年12月31日的人民

財務資料

幣28.1百萬元，主要由於我們為擴大奶水牛及荷斯坦奶牛養殖業務而於廣西及寧夏訂立額外長期土地及物業租賃，以及為支持業務擴張而訂立辦公場所租賃。

我們的租賃負債由截至2025年12月31日的人民幣28.1百萬元輕微減少至截至2026年3月31日的人民幣26.9百萬元，主要反映於截至2026年3月31日止三個月租賃負債的計劃還款。

銀行借款

截至2023年、2024年及2025年12月31日、2026年3月31日以及2026年5月31日，我們的銀行借款分別為零、零、零、零及人民幣47.5百萬元。於2026年5月31日的借款來自中國一家商業銀行，為有抵押及無擔保，並以人民幣計值，利率為2.55%。

我們的借款協議載有商業銀行貸款的慣常條款、條件及契諾。

我們的董事進一步確認，於往績記錄期間及直至最後實際可行日期，我們並無在獲取銀行借款方面遇到任何困難，亦無拖欠銀行借款或違反契諾。

或有負債及擔保

截至2023年、2024年及2025年12月31日、2026年3月31日以及2026年5月31日，我們並無任何或有負債。

負債聲明

除上文所披露者外，截至2026年5月31日(即我們的負債聲明日期)，我們並無未償還負債或任何已發行及未償還或同意發行的借貸資本、銀行透支、貸款或類似負債、承兌(正常貿易票據除外)下的負債、承兌信貸、債權證、按揭、押記、融資租賃或租購承擔、擔保或其他或有負債或與此有關的任何契諾。我們不受與我們的未償還債務、擔保、關鍵資產質押或其他或有責任有關的任何重大契諾或承諾的規限，且於往績記錄期間及直至最後實際可行日期概無違約。經作出審慎周詳考慮後，我們的董事確認，自2026年5月31日起直至最後實際可行日期，我們的負債並無重大變動。

資本支出及承擔

資本支出

於往績記錄期間，我們的資本支出主要包括購買物業、廠房及設備的付款以及購買生物資產。於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年3月31日止三個月，我們的資本支出分別為人民幣217.4百萬元、人民幣153.8百萬元、人民幣169.5百萬元、人民幣33.3百萬元及人民幣41.4百萬元。

我們預期透過現有財務資源(主要包括經營業務產生的現金及將從[編纂]收取的[編纂]淨額)撥付資本支出。我們於任何未來期間的現有資本支出計劃可作變更，而我們或會根據未來現金流量、經營業績及財務狀況、業務計劃、市況及各種其他因素調整資本支出。亦請參閱「未來計劃及[編纂]用途」一節。

合約承擔

截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年3月31日，我們就物業、廠房及設備已訂約但未作撥備的資本支出分別為人民幣133.8百萬元、人民幣133.3百萬元、人民幣103.8百萬元及人民幣93.6百萬元。

財務資料

資產負債表外承擔及安排

截至最後實際可行日期，我們並無訂立任何重大資產負債表外承擔或安排。

關聯方交易

我們可能不時與我們的關聯方進行交易。有關我們於往績記錄期間的關聯方交易詳情，請參閱本文件附錄一會計師報告附註40。我們的董事認為，我們於往績記錄期間的關聯方交易乃於日常業務過程中按正常商業條款經公平磋商後進行，且不會扭曲我們的往績記錄業績或導致我們的過往業績未能反映我們的未來表現。

營運資金充足性

基於上文所述，並經計及我們現有的財務資源及[編纂]的估計[編纂]淨額後，我們的董事認為，我們擁有充足的營運資金，可滿足我們目前的需求及自本文件日期起計至少未來12個月的需求。

主要財務比率

下表載列於所示日期或期間或年度我們的主要財務比率：

	於12月31日／ 截至12月31日止年度			於3月31日／ 截至3月31日 止三個月
	2023年	2024年	2025年	2026年
毛利率(%) ⁽¹⁾	36.0	39.9	37.7	36.7
純利率(%) ⁽²⁾	21.7	21.8	14.6	11.6
流動比率(倍) ⁽³⁾	3.0	2.7	2.8	4.1
資產負債比率(倍) ⁽⁴⁾ ...	0.1	0.2	0.2	0.1

附註：

- (1) 毛利率乃按毛利除以收益計算。
- (2) 純利率乃按純利除以收益計算。
- (3) 流動比率乃按流動資產總值除以流動負債總額計算。
- (4) 資產負債比率乃按負債總額除以資產總值計算。

有關往績記錄期間影響我們毛利率及純利率的因素的討論，請參閱「一經營業績的期間比較」。

我們的流動比率由截至2023年12月31日的3.0倍減少至截至2024年12月31日的2.7倍，主要由於客戶預付款的合約負債大幅增加。我們的流動比率於截至2025年12月31日增加至2.9倍，主要由於按公允價值計入損益的金融資產大幅增加。我們的流動比率於截至2026年3月31日增加至4.1倍，主要由於合約負債減少導致我們的流動負債減少，部分被現金及現金等價物減少所抵銷。

截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年3月31日，我們的資產負債比率維持相對穩定，分別為0.1倍、0.2倍、0.2倍及0.1倍。

財務資料

生物資產估值

有關我們生物資產估值師的資料

我們已委聘獨立估值師亞太評估分別釐定我們於2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年3月31日（「估值日期」）的生物資產公允價值。亞太評估的主要估值師包括Jack W.J. Li先生。

Jack W.J. Li先生擔任亞太評估的董事，為特許金融分析師持證人及皇家特許測量師學會會員。彼負責監督亞太評估的業務估值服務，並擁有逾15年估值經驗。彼曾為中國、香港、新加坡及美國不同行業的眾多已上市公司及上市申請公司提供廣泛的估值服務。Jack亦曾參與中國若干大型首次公開發售項目。彼曾監督百奧賽圖（股份代號：2315.hk）、中慶股份（股份代號：1855.hk）及大健康國際（股份代號：2211.hk）的首次公開發售及後續財務報告的生物資產估值。

根據市場聲譽及相關背景研究，我們的董事及獨家保薦人信納亞太評估獨立於我們，且有能力對我們的生物資產進行估值。

生物資產及估值

有關我們生物資產數量及公允價值變動的進一步討論，請參閱本節「一綜合財務狀況表若干選定項目的討論—生物資產」及本文件附錄一所載會計師報告附註20及38(d)。

估值方法

在達致評估價值時，已考慮兩種公認的方法，即市場法及收入法。市場法乃用以評估我們的犏牛、小母牛、種公牛及年幼公牛的價值。市場法考慮就類似資產近期支付的價格，並對市場價格作出調整，以反映所評估資產相對於市場可比較資產的狀況及效用。擁有成熟二手市場的資產可採用此方法估值。收入法乃用以評估我們的產奶牛及水牛（即成熟的牛及水牛）的價值。

就各類生物資產採納的估值方法如下：

奶牛及水牛

產奶牛及水牛

亞太評估採用收入法評估我們的產奶牛及水牛的價值，主要由於成熟階段的奶牛及水牛一般並無可靠的市場價格，因此，產奶牛及水牛的公允價值乃透過應用稱為MEEM的收入法技術得出。多期超額收益法為現金流量貼現法的衍生方法。亞太評估採用此技術估計產奶牛及水牛的直接經濟利益。該等經濟利益其後按反映所有業務風險（包括與標的資產有關的內在及外在不確定性）的比率資本化。為估計經濟利益，產奶牛及水牛的收益乃按其剩餘可使用年限預測。根據預測收益，與支持產奶牛及水牛相關的成本予以抵銷。純利預測其後就經濟資本費用作出調整。資本費用包括產生標的生物資產收入預測所使用或耗用的資產回報。我們的董事及獨家保薦人已確認，公允價值計量所用的重大現金流量組成部分與計量所用的市場因素及假設一致。該等資產的例子包括固定資產及熟練員工隊伍。

財務資料

犢牛及小母牛

亞太評估採用市場法評估我們的犢牛及小母牛的價值，原因為於估值日期存在若干年齡小母牛的近期市場價格，因此，其他牛及水牛的公允價值乃透過應用市場法並作出合理調整以反映年齡差異而得出。

種公牛及年幼公牛

亞太評估採用市場法評估種公牛及年幼公牛的價值，原因為於估值日期存在肉牛、新生公牛、成熟種牛及淘汰種牛的近期市場價格，因此，種公牛及年幼公牛的公允價值乃透過應用市場法並作出合理調整以反映年齡差異而得出。

主要假設及輸入數據

奶牛及水牛

評估我們奶牛及水牛價值的主要輸入數據為奶牛及水牛的頭數及分類。根據成熟階段，我們的牛及水牛分為犢牛、小母牛、產奶牛及水牛、種公牛及年幼公牛。彼等採用不同的估值方法。

產奶牛及水牛

主要假設及輸入數據包括來自產奶牛及水牛的收益以及與產奶牛及水牛相關的成本。亞太評估亦假設，現有政治、法律、技術、財政或經濟狀況不會出現可能對我們業務造成不利影響的重大變動。在得出產奶牛及水牛的剩餘現金流量時，亞太評估已扣除貢獻資產的回報，即為使用貢獻資產以支持產奶牛及水牛並協助產生收益的費用。

計算產奶收益的主要假設及輸入數據包括以下各項：(i)於不同泌乳階段的產奶牛及水牛的頭數及其各自的估計淘汰率及產犢率；(ii)經估計損耗率調整後的產奶量率(於不同泌乳階段)；及(iii)於不同泌乳階段的產奶牛及水牛所生產的生鮮乳以及所產犢牛及新生公牛的價格。

計算飼養產奶牛及水牛相關成本的主要假設及輸入數據包括以下各項：(i)飼料；(ii)薪金、福利及社會保險；及(iii)其他。

犢牛及小母牛

評估我們牛的犢牛及小母牛價值的主要輸入數據及假設為20個月大的小母牛的當地市價，於估值日期為每頭人民幣17,000元。

評估我們水牛的犢牛及小母牛價值的主要輸入數據及假設為24個月大的小母牛的當地市價，於估值日期為每頭人民幣15,000元。

財務資料

種公牛及年幼公牛

育種公牛估值的主要輸入數據及假設為歷史平均售價：截至2023年12月31日為每公斤人民幣20.00元、截至2024年12月31日為每公斤人民幣21.17元、截至2025年12月31日為每公斤人民幣14.75元及截至2026年3月31日為每公斤人民幣17.44元。育種公牛的公允價值乃經作出合理調整以反映年齡差異後釐定。

年幼公牛估值的主要輸入數據及假設為歷史平均售價，分別為：(i)就水牛而言，於2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年3月31日，為每頭人民幣778元、每頭人民幣778元、每頭人民幣726元及每頭人民幣751元；及(ii)就奶牛而言，於2024年及2025年12月31日以及2026年3月31日，為每頭人民幣730元。年幼公牛的公允價值乃經作出合理調整以反映年齡差異後釐定。

獨家保薦人已審閱亞太評估的資質及相關估值經驗。獨家保薦人亦已與亞太評估討論其工作範圍、估值程序、估值基準及假設、估值技術以及編製其估值報告所需資料。經亞太評估確認，我們生物資產的估值乃根據國際會計準則理事會頒佈的國際會計準則第41號及國際估值準則理事會頒佈的國際估值準則進行。亞太評估已進一步確認，其估值程序為其意見提供了合理基礎，且估值技術中使用的輸入數據屬適當合理。

獨家保薦人已與我們的管理層及亞太評估討論估值所選用的技術及所用的輸入數據，且獨家保薦人已進一步與申報會計師討論估值的關鍵基準及假設以及根據相關審核準則執行的審核程序。獨家保薦人進一步將所選估值技術、估值的基準及假設與其他類似交易及市場常規所用者進行比較。獨家保薦人及申報會計師信納，所選用的估值技術及估值技術中使用的輸入數據屬適當合理。申報會計師已對本文件附錄一所載本集團的整體財務資料出具無保留意見。

我們的董事已確認，而獨家保薦人亦基於前述內容同意，亞太評估於估值過程中使用的主要基準及假設，以及所選用的估值技術及估值技術中使用的關鍵輸入數據，與業內同儕所使用者一致，且屬適當合理。

財務資料

敏感度分析

估計售價及飼養成本的單獨大幅增加或減少將分別導致生物資產的公允價值大幅增加或減少。於估值日期，我們對生物資產進行了以下敏感度測試：

	截至12月31日			截至
	2023年	2024年	2025年	3月31日
	(人民幣千元)			2026年
奶價的假設增加／ (減少).....		估值變動		
10%.....	2,265	25,455	24,466	26,025
(10%)	(2,265)	(25,455)	(24,466)	(26,025)
飼料成本的假設 增加／(減少)		估值變動		
10%.....	(811)	(17,562)	(17,759)	(18,962)
(10%)	811	17,562	17,759	18,962
小母牛及犏牛市價的假設 增加／(減少)		估值變動		
10%.....	962	5,310	9,569	10,573
(10%)	(962)	(4,976)	(9,267)	(10,361)
貼現率的假設增加／ (減少).....		估值變動		
5%.....	(983)	(5,540)	(4,943)	(5,132)
(5%)	1,155	6,641	5,872	6,079

存貨盤點及內部控制

我們已就所有奶牛牧場的存貨盤點制定標準內部規程，包括定期及臨時盤點，以確保我們生物資產的數據及資料的實物存在及準確性。我們每月在各個水奶牛牧場根據耳標編號進行全面盤點。

我們的生產人員負責進行點算數目，而我們的財務人員則監督及審查數據、編製存貨報告及保存相關記錄。我們亦已制定生物資產管理的綜合政策，涵蓋相關會計政策、年齡組別之間的轉移、生物資產的購買及處置、育種及記錄保存。就我們的水奶牛牧場而言，牲畜的流入及流出由我們的生產人員以電子方式記錄在我們的牧場管理系統中，並由我們的財務人員定期或臨時審查。

[編纂]

我們的[編纂]主要包括(i)[編纂]開支(如[編纂]費用及佣金)，及(ii)[編纂]的開支，當中包括就[編纂]及[編纂]提供的服務而支付予我們法律顧問及申報會計師的專業費用，以及其他費用及開支。假設[編纂]為每股[編纂][編纂]港元(即[編纂]範圍的中位數)，我們估計我們應付的[編纂]總額將約為人民幣[編纂]元([編纂]港元)，包括(i)[編纂]的開支約人民幣[編纂]元([編纂]港元)，(ii)法律顧問及申報會計師的費用及開支約人民幣[編纂]元([編纂]港元)；及(iii)其他費用及開支約人民幣[編纂]

財務資料

元([編纂]港元)。我們的估計[編纂]總額佔我們將從[編纂]收取的[編纂]總額約[編纂]%，其中約人民幣[編纂]元([編纂]港元)將於我們的綜合損益表及其他全面收益表扣除，而約人民幣[編纂]元([編纂]港元)將自權益中扣除，因為該金額與[編纂]H股股份直接相關。

財務風險的定量及定性披露

我們的主要金融工具包括按公允價值計入損益的金融資產、定期存款、受限制銀行存款、銀行結餘及現金、貿易應收款項、其他應收款項、貿易應付款項、其他應付款項及應計費用及租賃負債。我們於日常業務過程中面臨各種財務風險，包括市場風險(如貨幣風險、利率風險及價格風險)、信貸風險及流動性風險。有關進一步詳情，請參閱本文件附錄一會計師報告附註38(c)。

我們力求平衡因使用金融工具而產生的風險及利益，並減輕對我們財務表現的潛在不利影響。我們的風險管理政策會定期檢討，以反映市場狀況及我們業務的變動。我們的內部審核職能亦會定期及臨時審查我們內部控制制度的實施情況，以確保遵守該等政策。

股息

於往績記錄期間，我們於2023年向股東宣派及派付股息人民幣20.0百萬元。經2026年5月舉行之股東會批准，我們向股東宣派股息人民幣60.1百萬元，並已於2026年6月悉數派付。根據組織章程細則，經考慮我們的發展階段、盈利能力、經營表現及資本開支需求後，我們的董事會可宣派股息，惟須經我們股東批准。我們目前並無任何固定的股息派付率。任何未來宣派及派付以及股息數額將受我們的組織章程細則及相關中國法律所規限。概無股息可予宣派或派付，惟從我們可合法作分派的溢利及儲備中撥付者除外。

可供分派儲備

截至2026年3月31日，本公司的保留盈利為人民幣1,290.0百萬元，即我們於同日的可供分派儲備。

未經審核[編纂]經調整綜合有形資產淨值報表

有關我們未經審核[編纂]經調整綜合有形資產淨值的詳情，請參閱本文件「附錄二—未經審核[編纂]財務資料」。

根據上市規則第13章須作出的披露

我們的董事確認，截至最後實際可行日期，概無任何情況會引致須根據上市規則第13.13至13.19條作出披露。

無重大不利變動

我們的董事確認，於往績記錄期間後及直至最後實際可行日期，我們的財務或交易狀況並無任何重大不利變動，且於往績記錄期間後並無發生會對本文件附錄一會計師報告所載綜合財務報表所示資料造成重大影響的事件。