

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連同相關隨附附註一併閱讀。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。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。

概覽

我們是中國知名乳製品公司，擁有超過30年的深厚行業經驗。如今，我們已成長為具備完整產業鏈與多元化產品品類的全國性乳製品公司。我們依託消費者洞察與研發能力，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。我們在快速增長的低溫液奶領域保持強勁表現的同時，還提供奶粉、常溫液奶產品以及其他乳製品等主要產品，為全年齡段消費者提供乳製品解決方案。

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中國企業會計準則（「中國企業會計準則」）的要求。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2026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。

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

我們的營業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，低溫液奶產品的營業收入貢獻持續增長，於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月，我們的低溫液奶產品分別佔我們營業收入的35.9%、38.2%、42.5%、39.6%及46.5%，而毛利率分別為32.7%、33.7%、34.1%、34.5%及34.4%。同年／期，常溫液奶產品分別佔我們營業收入的19.2%、19.8%、18.5%、18.9%及19.3%，毛利率分別為24.9%、22.5%、19.3%、20.8%及22.4%。同年／期，奶粉分別佔我們營業收入的30.9%、27.1%、21.9%、24.0%及19.0%，毛利率分別為52.6%、56.6%、57.5%、60.7%及57.8%。

財務資料

持續的產品升級對於維持我們的競爭優勢及營業收入增長至關重要。我們憑藉消費者洞察和研發能力，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具有競爭力的產品能力。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仍然相對穩定，於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為37.5%、37.8%、36.3%、38.3%及36.3%。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，對於營業收入增長和盈利能力提升至關重要。

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，從而進一步支持營業收入增長並推動市場份額提升。

截至2026年6月30日，我們的銷售網絡擁有約5,200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）。經銷商渠道營業收入於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月分別佔營業收入的74.4%、72.0%、67.4%、68.6%及66.2%，同年／期金額分別為人民幣13,053.6百萬元、人民幣14,276.0百萬元、人民幣13,736.3百萬元、人民幣6,829.1百萬元及人民幣7,022.3百萬元。

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。直銷渠道產生的營業收入於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月分別佔營業收入的20.3%、24.1%、25.4%、23.1%及28.7%，同年／期金額分別為人民幣3,570.4百萬元、人民幣4,780.8百萬元、人民幣5,173.5百萬元、人民幣2,297.5百萬元及人民幣3,041.4百萬元。

我們通過渠道精細化管理戰略提升渠道滲透效能，該戰略特點為在各個城市推行高效店內活化、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。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，對於維持營業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。

財務資料

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年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月，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1,861.7百萬元、人民幣935.8百萬元及人民幣958.8百萬元，分別佔同年／期營業收入的13.1%、9.9%、9.1%、9.4%及9.0%。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。營業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，對於維持營業收入增長及擴大營業利潤率至關重要。

生牛乳自給率與完整產業鏈

我們的成本結構與盈利能力在很大程度上受生牛乳自給率和完整產業鏈的影響。2025年我們的牧場生牛乳產量達到115.7萬噸。該垂直整合模式保障了生牛乳的穩定供應，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相對穩定，於2023年、2024年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為37.5%、37.8%、36.3%、38.3%及36.3%，這體現了我們完整產業鏈帶來的效益。

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，堅持高水平的生牛乳自給，並不斷優化完整產業鏈，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。

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年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月，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13,907.2百萬元、人民幣6,646.5百萬元及人民幣7,137.9百萬元，分別佔營業收入的65.8%、65.3%、68.2%、66.8%及67.3%。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。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。

財務資料

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，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。

我們認為對我們而言屬重大的會計政策包括與以下各項有關的政策：(i)營業收入；(ii)生物資產；(iii)存貨；(iv)非同一控制下的企業合併及商譽；(v)固定資產；(vi)在建工程；(vii)政府補助及(viii)金融工具。我們認為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包括與以下各項相關政策：(i) 應收賬款的信用損失準備；(ii) 存貨跌價準備；(iii) 折舊和攤銷；(iv)長期資產減值（除商譽外）；(v) 商譽減值及(vi) 遞延所得稅資產的確認。詳情請參閱本文件附錄一會計師報告附註（三）及（四）。

綜合收益表選定項目的說明

下表載列我們於所示年度／期間綜合收益表的選定項目。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6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			(未經審計)	
營業收入.....	17,546,175	19,832,490	20,382,443	9,951,209	10,608,740
營業成本.....	(11,542,582)	(12,958,710)	(13,907,157)	(6,646,543)	(7,137,889)
毛利.....	6,003,593	6,873,780	6,475,286	3,304,666	3,470,851
税金及附加.....	(140,102)	(151,933)	(151,772)	(78,322)	(75,339)
銷售費用.....	(3,600,984)	(3,377,111)	(3,366,682)	(1,637,970)	(1,714,388)
管理費用.....	(853,298)	(856,309)	(897,197)	(438,055)	(429,778)
研發費用.....	(106,003)	(98,747)	(91,580)	(44,151)	(41,638)
財務費用.....	(928,527)	(401,632)	(268,010)	(135,691)	(139,470)
投資收益.....	31,014	12,475	79,961	43,368	41,947
其他收益.....	235,352	222,386	239,955	103,602	100,789
公允價值變動損失.....	(318)	(15,146)	—	—	—
信用減值（損失）／利得....	(41,584)	19,173	(19,039)	(2,345)	(14,363)
資產減值損失.....	(253,132)	(435,142)	(180,836)	(105,782)	(108,215)
資產處置損失.....	(205,364)	(397,170)	(454,171)	(274,597)	(264,532)
營業利潤.....	140,647	1,394,624	1,365,915	734,723	825,864
營業外收入.....	41,526	52,954	37,427	19,308	31,024
營業外支出.....	(36,142)	(22,005)	(15,909)	(7,801)	(14,119)
稅前利潤.....	146,031	1,425,573	1,387,433	746,230	842,769
所得稅費用.....	(140,451)	(311,056)	(190,761)	(111,188)	(135,439)
淨利潤.....	5,580	1,114,517	1,196,672	635,042	707,330
歸屬於以下人士的淨 （虧損）／利潤：					
— 公司所有者.....	(21,442) ⁽¹⁾	1,017,484	1,115,807	595,439	654,414
— 少數股東權益.....	27,022	97,033	80,865	39,603	52,916

財務資料

附註：

- (1) 2023年歸屬於公司所有者的淨虧損，主要由於股東特殊權利相關金融負債的利息支出達人民幣554.4百萬元，並完全歸屬於公司所有者。該等利息支出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。

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)因授予若干[編纂]前投資者若干特殊權利（已於2023年終止）而產生的股東特殊權利相關金融負債的利息支出，導致相關負債重新分類至權益；(ii)屬非現金性質的股份支付費用；以及(iii)就[編纂]產生的[編纂]。

下表載列我們的年／期內利潤與所示年度／期間經調整淨利潤（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6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			(未經審計)	
淨利潤	5,580	1,114,517	1,196,672	635,042	707,330
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	39,623	21,419	24,200
－ [編纂]	[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)	602,957	1,160,569	1,262,116	660,963	745,010

我們的經調整淨利潤（非中國企業會計準則計量）於2023年達人民幣603.0百萬元，主要反映出兩點：(i)在我們拓展區域版圖以及於2023年7月合併銀橋與來思爾帶來收入貢獻前，營業收入基礎相對較低，合併後於2023年貢獻收入人民幣748.4百萬元，及於2024年貢獻收入人民幣1,493.0百萬元，分別佔總收入的4.3%及7.5%；及(ii)當年因推動品牌建設計劃而產生較高的廣告開支。我們的經調整淨利潤由2023年的人人民幣603.0百萬元大幅增加至2024年的人人民幣1,160.6百萬元，主要由於(i)業務的有機增長及對新興市場的拓展推動了營業收入增長，進而帶動了毛利的提升；及(ii)銷售費用減少，主要反映出廣告投放效率提升及轉向觸達效率更高的媒體渠道。經計及對股東特殊權利相關的金融負債利息支出、股份支付費用及[編纂]所作調整的影響後，我

財務資料

們的淨利潤由2023年的人民幣5.6百萬元大幅增加至2024年的人民幣1,114.5百萬元。除上述因素外，我們於2023年的淨利潤受到股東特殊權利相關的金融負債利息支出人民幣554.4百萬元（該負債源於授予部分[編纂]前投資者若干特殊權利，並已於2023年終止）的進一步影響，導致相關負債終止確認，且後續不再產生此類利息支出。

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營業收入，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年度／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營業收入的百分比呈列：

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年 (未經審計)		2026年	
(人民幣千元，百分比除外)										
液奶產品.....	9,664,255	55.1%	11,503,060	58.0%	12,413,691	61.0%	5,819,402	58.5%	6,975,116	65.7%
低溫液奶產品.....	6,287,370	35.9%	7,580,948	38.2%	8,648,362	42.5%	3,936,631	39.6%	4,930,204	46.5%
— 低溫酸奶.....	4,713,784	26.9%	5,306,447	26.7%	5,479,988	26.9%	2,623,919	26.4%	2,890,669	27.2%
— 鮮奶.....	1,573,586	9.0%	2,274,501	11.5%	3,168,374	15.6%	1,312,713	13.2%	2,039,535	19.2%
常溫液奶產品.....	3,376,885	19.2%	3,922,112	19.8%	3,765,329	18.5%	1,882,770	18.9%	2,044,913	19.3%
— 常溫酸奶.....	1,084,961	6.2%	1,065,961	5.4%	1,041,509	5.1%	570,455	5.7%	679,697	6.4%
— 常溫牛奶.....	2,291,924	13.0%	2,856,151	14.4%	2,723,820	13.4%	1,312,316	13.2%	1,365,216	12.9%
奶粉.....	5,429,189	30.9%	5,370,792	27.1%	4,464,300	21.9%	2,384,081	24.0%	2,020,061	19.0%
— 嬰幼兒配方奶粉.....	4,551,537	25.9%	4,660,398	23.5%	3,850,694	18.9%	2,091,878	21.0%	1,685,137	15.9%
— 兒童奶粉.....	638,095	3.6%	486,455	2.5%	290,218	1.4%	159,466	1.6%	127,700	1.2%
— 成人奶粉.....	226,921	1.3%	138,701	0.7%	145,623	0.7%	75,789	0.8%	92,386	0.9%
— 其他奶粉 ⁽¹⁾	12,636	0.1%	85,238	0.4%	177,765	0.9%	56,948	0.6%	114,838	1.1%
其他乳製品 ⁽²⁾	689,496	4.0%	791,279	4.0%	830,592	4.1%	384,672	3.9%	458,471	4.3%
小計－乳製品.....	15,782,940	90.0%	17,665,131	89.1%	17,708,583	87.0%	8,588,154	86.3%	9,453,648	89.1%
牧業.....	841,024	4.7%	1,391,763	7.0%	1,201,179	5.9%	538,396	5.4%	610,039	5.8%
生牛乳.....	647,032	3.7%	928,855	4.7%	491,022	2.4%	225,286	2.3%	250,792	2.4%
飼料及肉牛.....	193,992	1.0%	462,908	2.3%	710,157	3.5%	313,109	3.1%	359,247	3.4%
其他業務.....	922,211	5.3%	775,596	3.9%	1,472,681	7.1%	824,659	8.3%	545,053	5.1%
半加工乳製品原料.....	271,915	1.5%	236,881	1.2%	436,465	2.1%	240,585	2.4%	261,487	2.4%
蛋類及副食品.....	324,270	1.8%	227,771	1.1%	134,135	0.7%	73,913	0.7%	60,214	0.6%
包裝材料的銷售.....	85,612	0.5%	108,941	0.5%	116,526	0.6%	55,729	0.6%	68,000	0.6%
合同製造服務.....	195,946	1.1%	117,488	0.6%	96,676	0.5%	69,352	0.7%	71,665	0.7%
住宅銷售.....	—	—	—	—	557,055	2.7%	323,827	3.3%	8,955	0.1%
其他.....	44,468	0.4%	84,515	0.5%	131,824	0.5%	61,253	0.6%	74,732	0.7%
總計.....	17,546,175	100.0%	19,832,490	100.0%	20,382,443	100.0%	9,951,209	100.0%	10,608,740	100.0%

附註：

- (1) 其他奶粉包括為特殊醫學用途而設的FSMP奶粉、為滿足懷孕及哺乳婦女營養需求而設的媽媽奶粉，以及為第三方公司生產的合同生產奶粉。
- (2) 其他乳製品主要包括乳酸菌飲料、酸奶飲品、奶酪和稀奶油等產品。

財務資料

銷量及平均售價

下表載列我們於所示年度／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6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	平均售價		平均售價		平均售價		平均售價		平均售價	
	銷量 (噸)	(人民幣 元／千克)	銷量 (噸)	(人民幣 元／千克)	銷量 (噸)	(人民幣 元／千克)	銷量 (噸)	(人民幣 元／千克)	銷量 (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	630,578	8.7	303,628	8.6	328,469	8.8
— 鮮奶	145,881	10.8	227,397	10.0	337,736	9.4	139,071	9.4	216,116	9.4
常溫液奶產品										
— 常溫酸奶.....	91,322	11.9	93,977	11.3	97,214	10.7	52,291	10.9	65,950	10.3
— 常溫牛奶.....	309,320	7.4	425,504	6.7	439,365	6.2	205,057	6.4	216,592	6.3
奶粉										
— 嬰幼兒配方奶粉.....	43,407	104.9	42,889	108.7	34,553	111.4	18,631	112.3	14,980	112.5
— 兒童奶粉.....	7,382	86.4	6,016	80.9	3,440	84.4	1,834	87.0	1,358	94.0
— 成人奶粉.....	4,239	53.5	3,265	42.5	3,359	43.4	1,664	45.5	2,251	41.0
— 其他奶粉.....	193	65.6	2,633	32.4	4,189	42.4	1,215	46.9	2,710	42.4
其他乳製品.....	<u>117,594</u>	<u>5.9</u>	<u>136,377</u>	<u>5.8</u>	<u>130,418</u>	<u>6.4</u>	<u>65,175</u>	<u>5.9</u>	<u>67,408</u>	<u>6.8</u>
牧業										
生牛乳	154,888	4.2	230,584	4.0	127,444	3.9	57,718	3.9	65,952	3.8
飼料及肉牛										
— 飼料 ⁽¹⁾	83,179	1.2	329,855	1.3	318,446	2.2	131,748	2.4	138,023	2.6
— 肉牛	2,672	22.0	2,311	19.6	— ⁽²⁾	— ⁽²⁾	— ⁽²⁾	— ⁽²⁾	— ⁽²⁾	— ⁽²⁾
其他業務.....	<u>NA*</u>	<u>NA*</u>	<u>NA*</u>	<u>NA*</u>	<u>NA*</u>	<u>NA*</u>	<u>NA*</u>	<u>NA*</u>	<u>NA*</u>	<u>NA*</u>

附註：

NA*：不適用。

(1) 飼料涵蓋多種類別，各類別的產品性質及單價有所差異。上述呈列的平均售價指所有飼料類別的綜合平均售價。

(2) 於2024年，我們不再銷售肉牛。

財務資料

下表載列我們於所示年度／期間按品牌劃分的乳製品收入明細，以絕對金額及佔我們乳製品總收入的百分比列示：

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
							(未經審計)			
	(人民幣千元，百分比除外)									
低溫酸奶.....	4,713,784	29.9%	5,306,447	30.0%	5,479,988	30.9%	2,623,919	30.6%	2,890,669	30.6%
簡醇.....	2,195,422	13.9%	2,411,019	13.6%	2,511,521	14.2%	1,171,479	13.7%	1,351,365	14.3%
君樂寶*.....	2,097,798	13.3%	2,155,187	12.2%	2,177,489	12.3%	1,068,374	12.4%	1,110,342	11.8%
其他 ⁽¹⁾	420,564	2.7%	740,241	4.2%	790,978	4.4%	384,066	4.5%	428,962	4.5%
鮮奶.....	1,573,586	10.0%	2,274,501	12.9%	3,168,374	17.9%	1,312,713	15.2%	2,039,535	21.6%
悅鮮活.....	1,362,715	8.6%	1,881,186	10.6%	2,617,421	14.8%	1,060,353	12.3%	1,771,834	18.8%
君樂寶*.....	177,675	1.1%	319,337	1.8%	489,073	2.8%	222,652	2.6%	238,067	2.5%
其他 ⁽²⁾	33,196	0.3%	73,978	0.5%	61,880	0.3%	29,708	0.3%	29,634	0.3%
常溫酸奶.....	1,084,961	6.9%	1,065,961	6.0%	1,041,509	5.9%	570,455	6.6%	679,697	7.2%
簡醇.....	665,519	4.2%	661,845	3.7%	633,765	3.6%	343,766	4.0%	420,176	4.5%
君樂寶*.....	397,003	2.5%	368,872	2.1%	376,061	2.1%	211,808	2.4%	229,293	2.4%
其他 ⁽³⁾	22,439	0.2%	35,244	0.2%	31,683	0.2%	14,881	0.2%	30,228	0.3%
常溫牛奶.....	2,291,924	14.5%	2,856,151	16.2%	2,723,820	15.4%	1,312,316	15.3%	1,365,216	14.4%
君樂寶*.....	1,924,885	12.2%	2,115,780	12.0%	2,115,914	11.9%	1,007,002	11.7%	1,062,391	11.2%
其他 ⁽⁴⁾	367,039	2.3%	740,371	4.2%	607,906	3.5%	305,314	3.6%	302,825	3.2%
奶粉.....	5,429,189	34.4%	5,370,792	30.4%	4,464,300	25.2%	2,384,081	27.8%	2,020,061	21.4%
君樂寶*.....	4,763,007	30.2%	4,757,878	26.9%	3,917,356	22.1%	2,134,199	24.9%	1,714,273	18.1%
旗幟.....	593,431	3.8%	506,739	2.9%	375,403	2.1%	197,819	2.3%	197,445	2.1%
其他 ⁽⁵⁾	72,751	0.4%	106,175	0.6%	171,541	1.0%	52,063	0.6%	108,343	1.1%
其他乳製品.....	689,496	4.3%	791,279	4.5%	830,592	4.7%	384,672	4.5%	458,471	4.8%
小計－乳製品 ..	15,782,940	100.0%	17,665,131	100.0%	17,708,583	100.0%	8,588,154	100.0%	9,453,648	100.0%

附註：

* 君樂寶包括以我們的母品牌君樂寶及其子品牌所銷售的產品，子品牌主要包括：(i)低溫酸奶品牌：多果麗、慢醇、嚙吧及漲芝士啦；(ii)鮮奶品牌：喝鮮奶；(iii)常溫酸奶品牌：開啡爾；(iv)常溫牛奶品牌：君樂寶白小純及君樂寶優佳牧場；及(v)奶粉品牌：至臻、恬適、樂鉅、優萃、小小魯班及優萃寶愛。

(1) 低溫酸奶項下的其他主要包括以特定品牌純享、銀橋及來思爾所銷售的產品。

(2) 鮮奶項下的其他主要包括以特定品牌銀橋及來思爾所銷售的產品。

(3) 常溫酸奶項下的其他主要包括以特定品牌銀橋及來思爾所銷售的產品。

(4) 常溫牛奶項下的其他主要包括以特定品牌銀橋及來思爾所銷售的產品。

(5) 奶粉項下的其他主要包括以特定品牌銀橋所銷售的奶粉產品，以及為第三方公司代工生產的奶粉。

財務資料

按市場區域劃分

於往績記錄期間，我們幾乎全部營業收入來自中國內地。

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

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
							(未經審計)			
	(人民幣千元，百分比除外)									
華北	5,263,224	30.0%	5,785,393	29.1%	5,902,525	29.0%	2,876,824	28.9%	3,023,062	28.5%
華東	4,423,066	25.2%	4,841,102	24.4%	4,735,568	23.3%	2,201,546	22.1%	2,541,967	24.0%
華中	1,916,938	10.9%	2,127,251	10.7%	2,098,247	10.3%	1,000,682	10.1%	1,179,034	11.1%
西北	1,238,342	7.1%	1,596,729	8.1%	1,488,716	7.3%	758,666	7.6%	734,305	6.9%
西南	1,074,877	6.1%	1,447,611	7.3%	1,385,337	6.8%	710,358	7.1%	770,778	7.3%
華南	956,664	5.5%	1,200,736	6.1%	1,292,484	6.3%	615,340	6.2%	709,324	6.7%
東北	801,424	4.6%	935,852	4.7%	871,935	4.3%	433,380	4.4%	466,602	4.4%
線上 ⁽¹⁾	947,661	5.3%	1,121,991	5.7%	1,133,317	5.6%	528,805	5.3%	626,240	5.9%
境外 ⁽²⁾	1,768	0.0%	229	0.0%	1,633	0.0%	949	0.0%	12,375	0.1%
其他業務 ⁽³⁾	922,211	5.3%	775,596	3.9%	1,472,681	7.1%	824,659	8.3%	545,053	5.1%
總計	17,546,175	100.0%	19,832,490	100.0%	20,382,443	100.0%	9,951,209	100.0%	10,608,740	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營業收入。
- (2) 指往績記錄期間來自境外市場的營業收入，即香港、澳門、老撾及新加坡。
- (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，全部均來自中國內地。

按銷售渠道劃分的營業收入明細，請參閱「業務－銷售與經銷」。

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，包括股份支付費用；(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年度／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6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	(人民幣千元，百分比除外)						(未經審計)			
直接原材料.....	5,864,729	50.7%	6,200,826	47.8%	6,227,601	44.8%	2,890,930	43.5%	3,362,630	47.1%
包裝材料.....	1,796,754	15.6%	2,010,011	15.5%	2,044,325	14.7%	989,821	14.9%	1,106,752	15.5%
製造費用.....	1,113,950	9.7%	1,398,388	10.8%	1,400,524	10.1%	683,830	10.3%	715,165	10.0%
運輸開支.....	803,948	7.0%	966,055	7.5%	1,032,842	7.4%	480,499	7.2%	569,063	8.0%
直接人工.....	339,481	2.9%	413,938	3.2%	407,562	2.9%	205,904	3.1%	223,551	3.1%
乳製品及牧業										
項下的其他.....	714,912	6.2%	1,193,204	9.2%	1,234,723	8.9%	522,310	7.9%	590,669	8.3%
其他業務 ⁽¹⁾	908,808	7.9%	776,288	6.0%	1,559,580	11.2%	873,249	13.1%	570,059	8.0%
總計.....	11,542,582	100.0%	12,958,710	100.0%	13,907,157	100.0%	6,646,543	100.0%	7,137,889	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年度／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6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	(人民幣千元，百分比除外)						(未經審計)			
液奶產品.....	6,765,466	58.6%	8,065,841	62.2%	8,735,015	62.8%	4,071,434	61.3%	4,821,806	67.6%
低溫液奶產品.....	4,230,459	36.6%	5,028,034	38.8%	5,695,185	40.9%	2,580,185	38.8%	3,234,711	45.3%
— 低溫酸奶.....	3,279,285	28.4%	3,617,474	27.9%	3,686,353	26.5%	1,748,747	26.3%	1,947,676	27.3%
— 鮮奶.....	951,174	8.2%	1,410,560	10.9%	2,008,832	14.4%	831,437	12.5%	1,287,035	18.0%
常溫液奶產品.....	2,535,007	22.0%	3,037,807	23.4%	3,039,830	21.9%	1,491,249	22.4%	1,587,095	22.2%
— 常溫酸奶.....	753,535	6.5%	738,660	5.7%	718,099	5.2%	385,058	5.8%	468,908	6.6%
— 常溫牛奶.....	1,781,472	15.5%	2,299,147	17.7%	2,321,731	16.7%	1,106,191	16.6%	1,118,187	15.7%
奶粉.....	2,571,143	22.3%	2,329,902	18.0%	1,897,005	13.6%	937,934	14.1%	852,743	11.9%
— 嬰幼兒配方奶粉..	2,075,748	18.0%	1,937,939	14.9%	1,518,525	10.9%	773,651	11.6%	639,276	9.0%
— 兒童奶粉.....	339,640	2.9%	219,244	1.7%	127,949	0.9%	66,439	1.0%	56,173	0.8%
— 成人奶粉.....	148,070	1.3%	99,059	0.8%	108,704	0.8%	55,829	0.8%	71,812	1.0%
— 其他奶粉.....	7,685	0.1%	73,660	0.6%	141,827	1.0%	42,015	0.6%	85,482	1.2%
其他乳製品.....	526,463	4.5%	591,397	4.6%	649,862	4.7%	289,508	4.4%	346,713	4.9%
小計－乳製品.....	9,863,072	85.4%	10,987,140	84.8%	11,281,882	81.1%	5,298,875	79.7%	6,021,262	84.4%
牧業.....	770,702	6.7%	1,195,282	9.2%	1,065,695	7.7%	474,418	7.1%	546,568	7.7%
其他業務 ⁽¹⁾	908,808	7.9%	776,288	6.0%	1,559,580	11.2%	873,249	13.1%	570,059	8.0%
總計.....	11,542,582	100.0%	12,958,710	100.0%	13,907,157	100.0%	6,646,543	100.0%	7,137,889	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。

財務資料

毛利及毛利率

按產品類別劃分

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年度／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6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
(人民幣千元，百分比除外)							(未經審計)			
液奶產品.....	2,898,789	30.0%	3,437,219	29.9%	3,678,676	29.6%	1,747,968	30.0%	2,153,310	30.9%
低溫液奶產品...	2,056,911	32.7%	2,552,914	33.7%	2,953,177	34.1%	1,356,447	34.5%	1,695,492	34.4%
— 低溫酸奶...	1,434,499	30.4%	1,688,973	31.8%	1,793,635	32.7%	875,171	33.4%	942,992	32.6%
— 鮮奶.....	622,412	39.6%	863,941	38.0%	1,159,542	36.6%	481,276	36.7%	752,500	36.9%
常溫液奶產品...	841,878	24.9%	884,305	22.5%	725,499	19.3%	391,521	20.8%	457,818	22.4%
— 常溫酸奶...	331,426	30.5%	327,301	30.7%	323,410	31.1%	185,396	32.5%	210,789	31.0%
— 常溫牛奶...	510,452	22.3%	557,004	19.5%	402,089	14.8%	206,125	15.7%	247,029	18.1%
奶粉.....	2,858,046	52.6%	3,040,890	56.6%	2,567,295	57.5%	1,446,147	60.7%	1,167,318	57.8%
— 嬰幼兒配方										
奶粉.....	2,475,789	54.4%	2,722,459	58.4%	2,332,169	60.6%	1,318,227	63.0%	1,045,861	62.1%
— 兒童奶粉...	298,455	46.8%	267,211	54.9%	162,269	55.9%	93,027	58.3%	71,528	56.0%
— 成人奶粉...	78,851	34.7%	39,642	28.6%	36,919	25.4%	19,960	26.3%	20,574	22.3%
— 其他奶粉...	4,951	39.2%	11,578	13.6%	35,938	20.2%	14,933	26.2%	29,356	25.6%
其他乳製品.....	163,033	23.6%	199,882	25.3%	180,730	21.8%	95,164	24.7%	111,757	24.4%
小計－乳製品..	5,919,868	37.5%	6,677,991	37.8%	6,426,701	36.3%	3,289,279	38.3%	3,432,386	36.3%
牧業.....	70,322	8.4%	196,481	14.1%	135,484	11.3%	63,977	11.9%	63,471	10.4%
其他業務 ⁽¹⁾	13,403	1.5%	(692)	(0.1)%	(86,899)	(5.9)%	(48,590)	(5.9)%	(25,006)	(4.6)%
總計.....	6,003,593	34.2%	6,873,780	34.7%	6,475,286	31.8%	3,304,666	33.2%	3,470,851	32.7%

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。由於該等半加工乳製品原料通常以低於相關生產成本的當前市價出售，故其他業務於2024年、2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月錄得毛利虧損。半加工乳製品原料主要包括以過剩的生牛乳製成的全脂奶粉、脫脂奶粉及稀奶油。半加工乳製品原料是我們的乳製品生產過程中不可或缺的副產品，以過剩的生牛乳製成，並對外銷售。由於生牛乳的保質期較短，將過剩的生牛乳加工成半加工乳製品原料，能讓我們收回部分原本會全數損失的相關生產成本，因此對我們的整體盈利能力有所助益。此類生產與銷售將在我們的一般業務過程中持續進行。

財務資料

下表載列我們於所示年度／期間按品牌劃分的乳製品毛利及毛利率明細：

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
	(人民幣千元，百分比除外)						(未經審計)			
低溫酸奶.....	1,434,499	30.4%	1,688,973	31.8%	1,793,635	32.7%	875,171	33.4%	942,992	32.6%
簡醇.....	752,420	34.3%	895,991	37.2%	935,550	37.3%	424,707	36.3%	514,114	38.0%
君樂寶.....	597,047	28.5%	655,589	30.4%	659,296	30.3%	351,408	32.9%	328,304	29.6%
其他.....	85,032	20.2%	137,393	18.6%	198,789	25.1%	99,057	25.8%	100,575	23.4%
鮮奶.....	622,412	39.6%	863,941	38.0%	1,159,542	36.6%	481,276	36.7%	752,500	36.9%
悅鮮活.....	568,338	41.7%	784,913	41.7%	1,062,101	40.6%	431,514	40.7%	698,729	39.4%
君樂寶 ⁽¹⁾	48,431	27.3%	72,307	22.6%	84,428	17.3%	43,661	19.6%	49,201	20.7%
其他 ⁽²⁾	5,643	17.0%	6,721	9.1%	13,013	21.0%	6,100	20.5%	4,570	15.4%
常溫酸奶.....	331,426	30.5%	327,301	30.7%	323,410	31.1%	185,396	32.5%	210,789	31.0%
簡醇.....	216,270	32.5%	211,400	31.9%	206,890	32.6%	116,665	33.9%	149,395	35.6%
君樂寶 ⁽³⁾	115,336	29.1%	111,781	30.3%	113,874	30.3%	67,864	32.0%	59,354	25.9%
其他 ⁽⁴⁾	(180)	(0.8%)	4,120	11.7%	2,646	8.4%	867	5.8%	2,040	6.7%
常溫牛奶.....	510,452	22.3%	557,004	19.5%	402,089	14.8%	206,125	15.7%	247,029	18.1%
君樂寶 ⁽⁵⁾	447,703	23.3%	421,947	19.9%	265,514	12.5%	135,458	13.5%	175,701	16.5%
其他.....	62,749	17.1%	135,057	18.2%	136,575	22.5%	70,667	23.1%	71,328	23.6%
奶粉.....	2,858,046	52.6%	3,040,890	56.6%	2,567,295	57.5%	1,446,147	60.7%	1,167,318	57.8%
君樂寶.....	2,500,502	52.5%	2,705,923	56.9%	2,332,768	59.5%	1,326,453	62.2%	1,037,436	60.5%
旗幟.....	333,119	56.1%	317,474	62.7%	208,500	55.5%	110,923	56.1%	111,611	56.5%
其他 ⁽⁶⁾	24,425	33.6%	17,493	16.5%	26,027	15.2%	8,771	16.8%	18,271	16.9%
其他乳製品.....	163,033	23.6%	199,882	25.3%	180,730	21.8%	95,164	24.7%	111,757	24.4%
小計－乳製品 ..	5,919,868	37.5%	6,677,991	37.8%	6,426,701	36.3%	3,289,279	38.3%	3,432,386	36.3%

附註：

- * 有關君樂寶及各產品類別項下其他品牌的品牌構成詳情，請參閱上文按品牌劃分的收入表附註。
- (1) 於2024年、2025年及截至2026年6月30日止六個月，君樂寶鮮奶產品的毛利率減少主要由於自2024年起推出的大容量包裝產品的收入佔比增加，而其毛利率較低。
- (2) 2024年鮮奶項下其他產品的毛利率減少，主要由於當年試推一款新產品，該產品產量有限且單位成本較高。
- (3) 截至2026年6月30日止六個月，君樂寶常溫酸奶的毛利率減少主要由於截至2025年及2026年6月30日止六個月，我們對該品牌旗下若干產品採取積極的定價戰略，以提高市場滲透率。
- (4) 2023年常溫酸奶項下其他產品的毛利率為負數，主要由於來思爾於該年度的產量較低，導致單位生產成本較高。
- (5) 於2024年及2025年，君樂寶常溫牛奶產品的毛利率減少，主要由於我們為提高常溫牛奶市場的市場滲透而採取積極的定價戰略。
- (6) 於往績記錄期間，奶粉項下其他產品的毛利率減少，主要由於代工生產的奶粉比例增加，而該等產品的毛利率較低。

財務資料

按銷售渠道劃分

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
(人民幣千元，百分比除外)										
經銷商	4,996,798	38.3%	5,485,496	38.4%	5,060,421	36.8%	2,646,153	38.7%	2,631,124	37.5%
— 線下經銷商	4,404,424	37.9%	4,877,561	38.3%	4,579,125	36.9%	2,409,589	38.7%	2,366,431	37.8%
— 線上經銷商	592,374	41.5%	607,935	39.7%	481,296	36.1%	236,563	38.8%	264,694	34.6%
直銷	993,392	27.8%	1,388,976	29.1%	1,501,764	29.0%	707,104	30.8%	864,732	28.4%
— KA客戶	290,133	32.6%	398,997	34.3%	475,425	33.3%	202,084	32.7%	289,833	31.7%
— 電商平台	248,838	43.1%	325,987	44.4%	390,386	45.2%	194,517	48.3%	171,319	39.8%
— 線上自營店舖	253,032	48.0%	312,661	47.4%	309,714	46.2%	144,859	47.6%	189,193	45.7%
— 企事業客戶及其他	201,389	12.8%	351,331	15.8%	326,239	14.8%	165,645	17.0%	214,387	16.7%
其他業務 ⁽¹⁾	13,403	1.5%	(692)	(0.1)%	(86,899)	(5.9)%	(48,590)	(5.9)%	(25,006)	(4.6)%
總計	6,003,593	34.2%	6,873,780	34.7%	6,475,286	31.8%	3,304,666	33.2%	3,470,851	32.7%

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。

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年度／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6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
(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%	46,710	30.8%	24,629	31.4%	20,530	27.3%
房產稅	24,429	17.4%	27,573	18.1%	28,315	18.7%	14,132	18.0%	15,942	21.2%
教育費附加	20,343	14.5%	21,494	14.1%	20,833	13.7%	10,974	14.0%	9,079	12.1%
印花稅	20,518	14.6%	20,761	13.7%	21,730	14.3%	10,155	13.0%	13,386	17.8%
地方教育費附加	13,605	9.7%	14,331	9.4%	13,889	9.2%	7,412	9.5%	6,114	8.1%
土地使用稅	12,895	9.2%	14,028	9.2%	14,867	9.8%	7,316	9.3%	7,355	9.7%
其他稅費	3,466	2.6%	5,806	3.9%	5,428	3.5%	3,704	4.8%	2,933	3.8%
合計	140,102	100.0%	151,933	100.0%	151,772	100.0%	78,322	100.0%	75,339	100.0%

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、股份支付費用及其他福利；(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年度／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6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026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%	909,489	27.0%	498,016	30.4%	421,782	24.6%
人工成本.....	873,952	24.3%	988,189	29.3%	1,071,943	31.8%	508,487	31.0%	537,646	31.4%
促銷費用及宣傳費...	753,822	20.9%	848,496	25.1%	952,251	28.3%	437,800	26.7%	537,028	31.3%
差旅及業務招待費...	134,955	3.7%	159,618	4.7%	151,203	4.5%	71,209	4.3%	75,599	4.4%
諮詢服務費.....	137,165	3.8%	122,328	3.6%	121,355	3.6%	58,732	3.6%	67,348	3.9%
其他 ⁽¹⁾	148,729	4.2%	150,337	4.5%	160,440	4.8%	63,726	4.0%	74,985	4.4%
合計	3,600,984	100.0%	3,377,111	100.0%	3,366,682	100.0%	1,637,970	100.0%	1,714,388	100.0%

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、股份支付費用及其他福利；(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。

下表載列我們於所示年度／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6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026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%	549,672	61.3%	276,672	63.2%	274,178	63.8%
折舊及攤銷.....	122,975	14.4%	129,576	15.2%	129,470	14.4%	65,632	15.0%	69,302	16.1%
一般營運開支.....	65,073	7.7%	44,798	5.2%	45,346	5.0%	20,351	4.7%	20,314	4.7%
差旅及業務招待費 ...	35,766	4.2%	35,088	4.1%	35,482	4.0%	16,343	3.7%	16,937	3.9%
[編纂].....	[編纂]	[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%	10,028	1.1%	7,907	1.8%	1,340	0.3%
諮詢服務費.....	44,606	5.2%	16,086	1.9%	14,402	1.6%	8,331	1.9%	6,382	1.5%
其他 ⁽¹⁾	58,985	6.9%	77,866	9.1%	86,976	9.7%	38,317	8.7%	27,845	6.6%
合計	853,298	100.0%	856,309	100.0%	897,197	100.0%	438,055	100.0%	429,778	100.0%

財務資料

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、股份支付費用及其他福利；(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。

下表載列我們於所示年度／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6月30日止六個月			
	2023年		2024年		2025年		2025年		2026年	
	(人民幣千元，百分比除外)						(未經審計)			
人工成本.....	39,983	37.7%	44,653	45.2%	42,294	46.2%	22,553	51.1%	19,935	47.9%
技術研發與檢驗.....	28,242	26.6%	23,970	24.3%	22,716	24.8%	9,063	20.5%	8,720	20.9%
折舊及攤銷.....	14,464	13.6%	14,457	14.6%	13,026	14.2%	6,614	15.0%	6,115	14.7%
諮詢服務費.....	13,864	13.1%	8,258	8.4%	7,074	7.7%	2,906	6.6%	3,924	9.4%
其他 ⁽¹⁾	9,450	9.0%	7,409	7.5%	6,470	7.1%	3,015	6.8%	2,944	7.1%
合計.....	<u>106,003</u>	<u>100.0%</u>	<u>98,747</u>	<u>100.0%</u>	<u>91,580</u>	<u>100.0%</u>	<u>44,151</u>	<u>100.0%</u>	<u>41,638</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)主要按當前匯率換算美元計價銀行借款產生的匯兌損失／（收益）；及(iv)利息收入，來源於銀行存款。下表載列我們於所示年度／期間的財務費用明細。

	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			(未經審計)	
利息支出.....	940,419	404,835	277,149	141,463	139,302
銀行手續費.....	2,126	1,480	1,442	549	594
匯兌損失／（收益）...	15,486	7,537	(910)	(1,090)	1,649
減：.....					
利息收入.....	(29,504)	(12,220)	(9,671)	(5,231)	(2,075)
合計.....	<u>928,527</u>	<u>401,632</u>	<u>268,010</u>	<u>135,691</u>	<u>139,470</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年度／期間的投資收益明細。

	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年 (未經審計)	2026年
(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)	76,755	42,151	41,947
處置長期股權投資 產生的投資 收益／(損失).....	7,039	(164)	578	588	—
委託貸款利息收入...	5,895	—	—	—	—
衍生金融工具產生的 利息收益和 處置收益.....	4,532	8,352	—	—	—
其他權益工具的 股利收入.....	2,152	994	2,325	308	—
其他 ⁽¹⁾	34	8,135	303	321	1
合計	31,014	12,475	79,961	43,368	41,947

附註：

(1) 其他主要指已收購附屬公司信用損失轉回。

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。我們的政府補助款主要包括：(i)與資產相關的政府補助，主要用於乳製品加工產能建設及牧場開發；以及(ii)與收入相關的政府補助，主要用於產業政策支援、人才培育及研究項目。該等政府補助款通常屬非經常性質，並須符合相關政府機構的適用政策及評估標準。下表載列我們於所示年度／期間的其他收益明細。

	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年 (未經審計)	2026年
(人民幣千元)					
直接計入的 政府補助.....	70,855	55,011	69,027	20,809	18,762
從遞延收益轉入的 政府補助.....	164,497	167,375	170,929	82,793	82,027
合計	235,352	222,386	239,955	103,602	100,789

財務資料

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年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月，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、零、零及零。

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年及2025年，我們的信用減值損失分別為人民幣41.6百萬元及人民幣19.0百萬元。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。截至2025年及2026年6月30日止六個月，我們的信用減值損失分別為人民幣2.3百萬元及人民幣14.4百萬元。

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年度/期間的資產減值損失明細。

	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年	2026年
				(未經審計)	
				(人民幣千元)	
存貨跌價損失.....	136,291	66,938	148,065	103,902	96,703
生產性生物資產					
減值損失.....	98,447	35,070	28,632	1,880	3,520
固定資產減值損失...	14,336	27,468	4,140	—	7,992
長期股權投資					
減值損失.....	4,058	64,000	—	—	—
商譽減值損失 ⁽¹⁾	—	229,666	—	—	—
無形資產減值損失...	—	12,000	—	—	—
合計.....	<u>253,132</u>	<u>435,142</u>	<u>180,836</u>	<u>105,782</u>	<u>108,215</u>

附註：

- (1) 於2024年就過往年度收購的若干公司確認商譽減值虧損，此乃由於該等公司的營運表現不如預期。請參閱本文件附錄一會計師報告附註(六)17。

財務資料

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年度／期間的資產處置損失明細。

	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年	2026年
				(未經審計)	
			(人民幣千元)		
生物資產處置損失 ...	(213,706)	(394,095)	(452,850)	(275,248)	(265,082)
固定資產處置					
收益／(損失)	7,946	(4,682)	(1,726)	274	396
使用權資產處置					
收益	396	1,607	405	377	154
總計	<u>(205,364)</u>	<u>(397,170)</u>	<u>(454,171)</u>	<u>(274,597)</u>	<u>(264,532)</u>

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年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月，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37.4百萬元、人民幣19.3百萬元及人民幣31.0百萬元。

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年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月，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15.9百萬元、人民幣7.8百萬元及人民幣14.1百萬元。

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年及2025年以及截至2025年及2026年6月30日止六個月，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190.8百萬元、人民幣111.2百萬元及人民幣135.4百萬元。

下表載列我們於所示年度／期間的所得稅費用明細：

	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年	2026年
				(未經審計)	
			(人民幣千元)		
當期所得稅費用	89,872	126,985	164,646	148,609	88,067
遞延所得稅費用	50,579	184,071	26,116	(37,421)	47,372
總計	<u>140,451</u>	<u>311,056</u>	<u>190,761</u>	<u>111,188</u>	<u>135,439</u>

財務資料

我們於2023年、2024年及2025年的實際稅率分別為約96%、22%及14%。2023年的實際稅率遠高於25%的法定稅率，主要由於確認與股東特殊權利相關的金融負債的不可抵扣財務費用人民幣554.4百萬元。鑒於2023年的稅前利潤為人民幣146.0百萬元，該項費用對實際稅率有不相稱的嚴重影響。2024年的實際稅率下降至約22%，主要由於稅前利潤大幅增加，顯著攤薄不可抵扣項目的影響。2025年，我們的實際稅率進一步降低至約14%，主要由於根據企業所得稅法，我們免稅牧業附屬公司的利潤貢獻增加。2023年至2025年，隨著我們牧業業務盈利能力的提升，該等免稅業務的影響逐步擴大。排除所有免稅業務的影響後，2023年至2025年的實際稅率分別約為27%、25%及25%。我們的實際稅率仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別約為15%及16%。

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。根據主管稅務機關於2026年6月對該項優惠待遇適用範圍作出的澄清說明，自2025年起，採用膜過濾及真空濃縮工藝加工的乳製品所得，不再享有該項免稅優惠。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2026年6月30日止六個月與截至2025年6月30日止六個月比較

營業收入

我們的營業收入由截至2025年6月30日止六個月的人民幣9,951.2百萬元增加6.6%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣10,608.7百萬元，主要受液奶產品銷量增加所推動，主要歸因於鮮奶產品持續急速增長，以及低溫酸奶及常溫液奶產品穩定增長。前述者部分被以下各項抵銷：(i)銷量減少導致奶粉的營業收入減少；及(ii)其他業務的營業收入減少，主要由於物業開發活動停止後，出售住宅單位的營業收入減少。

低溫液奶產品

我們低溫液奶產品的營業收入由截至2025年6月30日止六個月的人民幣3,936.6百萬元增加25.2%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣4,930.2百萬元，主要由於銷量由442.7千噸增加至544.6千噸所致。有關銷量增長主要歸因於(i)鮮奶產品表現持續強勁，銷量由139.1千噸大幅增加至216.1千噸，乃受消費者越來越偏好鮮奶產品、我們悅鮮活品牌的市場領導地位以及現製咖啡及茶飲連鎖店銷售增長所推動；及(ii)低溫酸奶穩定增長，銷量由303.6千噸增加至328.5千噸，而平均售價由每千克人民幣8.6元增加至每千克人民幣8.8元，乃受我們的簡醇產品（包括其平均售價較高的新推出產品）比例上升所推動。

財務資料

常溫液奶產品

我們常溫液奶產品的營業收入由截至2025年6月30日止六個月的人民幣1,882.8百萬元增加8.6%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣2,044.9百萬元，主要由於銷量由257.3千噸增加至282.5千噸所致。有關銷量增長主要歸因於(i)常溫酸奶增長強勁，銷量由52.3千噸增加至66.0千噸，主要受我們的簡醇產品強勁增長所推動，有關增長受我們的優化銷售及營銷戰略所支持；及(ii)常溫牛奶穩定增長，銷量由205.1千噸增加至216.6千噸，主要歸因於若干常溫牛奶產品線的自然增長。部分被常溫酸奶平均售價由每千克人民幣10.9元減少至每千克人民幣10.3元所抵銷，主要反映我們為提升市場滲透率而對若干常溫酸奶產品採取積極定價戰略。

奶粉

我們的奶粉營業收入由截至2025年6月30日止六個月的人民幣2,384.1百萬元減少15.3%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣2,020.1百萬元，主要由於嬰幼兒配方奶粉銷量由18.6千噸下降至15.0千噸，主要歸因於嬰幼兒配方奶粉整體市場需求減弱，部分被其他奶粉及成人奶粉產品銷量增加所抵銷。

其他乳製品

我們的其他乳製品營業收入由截至2025年6月30日止六個月的人民幣384.7百萬元增加19.2%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣458.5百萬元，主要由於(i)平均售價由每千克人民幣5.9元增加至每千克人民幣6.8元，主要歸因於黃油及稀奶油產品比例上升，該等產品的平均售價通常較高；及(ii)銷量由65.2千噸增加至67.4千噸。

牧業

我們的牧業營業收入由截至2025年6月30日止六個月的人民幣538.4百萬元增加13.3%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣610.0百萬元，主要由於(i)飼料的營業收入由人民幣313.1百萬元增加至人民幣359.2百萬元，主要歸因於飼料加工業務持續擴張；及(ii)生牛乳銷售的營業收入增加及自營牧場的生牛乳產量增加。

其他業務

我們的其他業務營業收入由截至2025年6月30日止六個月的人民幣824.7百萬元減少33.9%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣545.1百萬元，主要由於我們於2026年3月終止物業開發活動並將餘下住宅單位重新分類為自有物業，導致銷售住宅單位收入減少，部分被銷售半加工乳製品材料的收入增加所抵銷。

財務資料

營業成本

我們的營業成本由截至2025年6月30日止六個月的人民幣6,646.5百萬元增加7.4%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣7,137.9百萬元。增加主要由於(i)直接原材料成本增加人民幣471.7百萬元及包裝材料增加人民幣116.9百萬元，整體符合我們液奶產品銷量增加的趨勢；及(ii)運輸開支增加人民幣88.6百萬元，此乃受低溫液奶產品(尤其是鮮奶，其運輸及冷鏈物流成本較高)銷售急速增長所推動。前述者部分被其他業務經營成本減少人民幣303.2百萬元所抵銷，主要歸因於我們於2026年3月終止物業開發活動並將餘下住宅單位重新分類為自有物業，導致銷售住宅單位相關成本減少。

毛利及毛利率

鑒於上文所述，我們的毛利由截至2025年6月30日止六個月的人民幣3,304.7百萬元增加至截至2026年6月30日止六個月的人民幣3,470.9百萬元，而我們的毛利率保持相對穩定，同期分別為33.2%及32.7%。我們的乳製品毛利由人民幣3,289.3百萬元增加至人民幣3,432.4百萬元，而我們的乳製品毛利率則由38.3%下降至同期的36.3%。

低溫液奶產品

我們的低溫液奶產品毛利率仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為34.5%及34.4%。

常溫液奶產品

我們的常溫液奶產品毛利率由截至2025年6月30日止六個月的20.8%上升至截至2026年6月30日止六個月的22.4%，主要歸因於推廣活動優化及我們銷售組合中毛利率較低的常溫牛奶產品的比例減少。

奶粉

我們的奶粉毛利率由截至2025年6月30日止六個月的60.7%下降至截至2026年6月30日止六個月的57.8%，主要由於產品組合變化，當中毛利率普遍較高的嬰幼兒配方奶粉產品比例下降。

其他乳製品

我們的其他乳製品毛利率仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為24.7%及24.4%。

牧業

我們的牧業毛利率由截至2025年6月30日止六個月的11.9%下降至截至2026年6月30日止六個月的10.4%，主要由於(i)銷售生牛乳毛利率下降，主要反映生牛乳市價下降；及(ii)銷售飼料毛利率下降，主要歸因於若干毛利率偏低的飼料產品比例上升。

其他業務

我們的其他業務毛損率由截至2025年6月30日止六個月的5.9%下降至截至2026年6月30日止六個月的4.6%，主要由於半加工原料現行市價回升。

財務資料

税金及附加

我們的税金及附加仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為人民幣78.3百萬元及人民幣75.3百萬元。

銷售費用

我們的銷售費用由截至2025年6月30日止六個月的人民幣1,638.0百萬元增加4.7%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣1,714.4百萬元，主要由於(i)銷售及推廣開支增加人民幣99.2百萬元，主要受零售網點的店內銷售推廣員及推廣活動開支增加所推動；及(ii)人工成本增加人民幣29.2百萬元，主要歸因於銷售團隊擴大。前述者部分被廣告開支減少人民幣76.2百萬元所抵銷，主要反映廣告投放成效提升，以及轉移至觸達成效較高的媒體渠道。

管理費用

我們的管理費用仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為人民幣438.1百萬元及人民幣429.8百萬元。

研發費用

我們的研發費用仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為人民幣44.2百萬元及人民幣41.6百萬元。

財務費用

我們的財務費用仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為人民幣135.7百萬元及人民幣139.5百萬元。

投資收益

我們的投資收益仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為人民幣43.4百萬元及人民幣41.9百萬元。

其他收益

我們的其他收益仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為人民幣103.6百萬元及人民幣100.8百萬元。

信用減值損失

我們於截至2025年及2026年6月30日止六個月分別錄得信用減值損失人民幣2.3百萬元及人民幣14.4百萬元，增加主要由於(i)若干客戶的信用風險及相應減值撥備增加；及(ii)應收賬款減值撥備增加，與我們對企事業客戶的銷售增長趨勢一致，該等客戶一般涉及信用條款。

資產減值損失

我們的資產減值損失仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為人民幣105.8百萬元及人民幣108.2百萬元。

資產處置損失

我們的資產處置損失仍然相對穩定，截至2025年及2026年6月30日止六個月分別為人民幣274.6百萬元及人民幣264.5百萬元。

財務資料

營業外收入

我們的營業外收入由截至2025年6月30日止六個月的人民幣19.3百萬元增加60.7%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣31.0百萬元，主要由於(i)其他雜項收入增加人民幣9.0百萬元；及(ii)廢料銷售收入增加人民幣2.7百萬元。

營業外支出

我們的營業外支出由截至2025年6月30日止六個月的人民幣7.8百萬元增加81.0%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣14.1百萬元，主要由於非流動資產撤銷損失增加。

所得稅費用

我們的所得稅費用由截至2025年6月30日止六個月的人民幣111.2百萬元增加21.8%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣135.4百萬元，主要由於(i)稅前利潤增加；及(ii)若干附屬公司不再符合企業所得稅優惠政策的適用條件。

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2025年6月30日止六個月的人民幣661.0百萬元增加12.7%至截至2026年6月30日止六個月的人民幣745.0百萬元，同期，我們的經調整淨利潤率（非中國企業會計準則計量）由6.6%提升至7.0%，同期淨利潤由人民幣635.0百萬元增加至人民幣707.3百萬元。

截至2025年12月31日止年度與截至2024年12月31日止年度比較

營業收入

我們的營業收入保持相對穩定，於2024年及2025年分別為人民幣19,832.5百萬元及人民幣20,382.4百萬元。

低溫液奶產品

我們低溫液奶產品的營業收入由2024年的人民幣7,580.9百萬元增加14.1%至2025年的人民幣8,648.4百萬元，主要由於銷量由2024年的830.1千噸增加至2025年的968.3千噸。銷量的增長主要歸因於：(i)鮮奶產品的強勁表現，其銷量由227.4千噸大幅增長至337.7千噸，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602.7千噸增加至630.6千噸，這反映了我們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2024年的每千克人民幣10.0元下降至2025年的每千克人民幣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營業收入由2024年的人民幣3,922.1百萬元減少4.0%至2025年的人民幣3,765.3百萬元，主要由於常溫牛奶平均售價由2024年的每千克人民幣6.7元下降至2025年的每千克人民幣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2024年的519.5千噸增加至2025年的536.6千噸所抵銷，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

我們奶粉的營業收入由2024年的人民幣5,370.8百萬元減少16.9%至2025年的人民幣4,464.3百萬元，主要由於銷量由2024年的54.8千噸下降至2025年的45.5千噸。銷量減少主要是由於：(i)嬰幼兒配方奶粉產品的市場需求整體放緩，主要歸因於中國新生兒數量相對走低。詳情請參閱「行業概覽」；及(ii)銷售渠道的戰略性調整，據此，我們與數名銷售業績欠佳、營銷及推廣策略執行力薄弱或零售終端覆蓋及服務能力不足的經銷商終止合作。同時，我們將銷售重心轉向零售終端覆蓋更廣、服務能力更強的核心母嬰連鎖運營商，以及主要服務當地市場母嬰連鎖店的經銷商。於2024年及2025年，我們分別與555家及281家嬰幼兒配方奶粉業務經銷商終止合作，該等經銷商於2024年及2025年合共貢獻的奶粉收入分別為人民幣280.7百萬元及人民幣18.4百萬元。儘管該項調整導致奶粉收入短期內有所下滑，惟此舉旨在淘汰與我們業務戰略不符的低效經銷商，並將營銷資源重新投放至更具發展潛力的經銷商。於2024年及2025年，我們來自母嬰連鎖運營商及主要服務當地市場母嬰連鎖店的經銷商的奶粉收入分別為人民幣454.6百萬元及人民幣541.8百萬元。我們每半年對奶粉經銷商進行一次全面評估，並通過客戶銷戶流程終止與未達標經銷商的合作。

其他乳製品

我們的其他乳製品的營業收入於2024年及2025年保持相對穩定，分別為人民幣791.3百萬元及人民幣830.6百萬元。

牧業

我們牧業的營業收入由2024年的人民幣1,391.8百萬元減少13.7%至2025年的人民幣1,201.2百萬元，主要由於我們生牛乳銷售營業收入顯著減少，這主要歸因於銷量由230.6千噸大幅下降至127.4千噸，此乃由於自產生牛乳用於公司乳製品加工的比率增加。前述減少部分被飼料及肉牛業務營業收入由2024年的人民幣462.9百萬元增加至2025年的人民幣710.2百萬元所抵銷，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營業收入由2024年的人民幣775.6百萬元大幅增長89.9%至2025年的人民幣1,472.7百萬元，主要由於(i)於2025年主要向員工交付後確認住宅銷售營業收入人民幣557.1百萬元及(ii)半加工乳製品原料銷售營業收入增加。

營業成本

我們的營業成本由2024年的人民幣12,958.7百萬元增加7.3%至2025年的人民幣13,907.2百萬元。此增加主要由於(i)其他業務營業成本增加人民幣783.3百萬元，主要歸因於主要面向員工的住宅銷售產生的額外成本，以及半加工乳製品原料銷售成本增加；及(ii)運輸開支增加人民幣66.8百萬元，由於低溫液奶產品（尤其是鮮奶）銷售快速增長，導致運輸及冷鏈物流成本增加所致。

財務資料

毛利及毛利率

鑒於上文所述，我們的毛利由2024年的人民幣6,873.8百萬元下降至2025年的人人民幣6,475.3百萬元，同年，我們的毛利率由34.7%下降至31.8%。我們乳製品的毛利由人民幣6,678.0百萬元下降至人民幣6,426.7百萬元，同年，我們乳製品的毛利率由37.8%下降至36.3%。

低溫液奶產品

我們低溫液奶產品的毛利率由2024年的33.7%增加至2025年的34.1%，主要由於(i)毛利率較高的鮮奶銷售佔比上升及(ii)低溫酸奶毛利率上升。

常溫液奶產品

我們常溫液奶產品的毛利率由2024年的22.5%下降至2025年的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2024年的56.6%增加至2025年的57.5%，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2024年的25.3%減少至2025年的21.8%，主要由於向餐飲客戶銷售乳製品原料所得收入佔比增加，而相較於面向終端客戶的乳製品業務，該等業務的利潤率普遍較低。

牧業

我們牧業的毛利率由2024年的14.1%減少至2025年的11.3%，主要由於飼料銷售營業收入佔比提升，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損率由2024年的0.1%增加至2025年的5.9%，主要由於產生毛損率的若干半加工乳製品原料營業收入提升，以消耗自供生牛乳。該等半加工乳製品原料是我們乳製品生產過程中不可或缺的副產品，通常以低於相關生產成本的現行市價出售。

稅金及附加

我們的稅金及附加保持相對穩定，於2024年及2025年分別為人民幣151.9百萬元及人民幣151.8百萬元。

財務資料

銷售費用

我們的銷售費用保持相對穩定，於2024年及2025年分別為人民幣3,377.1百萬元及人民幣3,366.7百萬元。

管理費用

我們的管理費用保持相對穩定，於2024年及2025年分別為人民幣856.3百萬元及人民幣897.2百萬元。

研發費用

我們的研發費用由2024年的人民幣98.7百萬元減少7.3%至2025年的人民幣91.6百萬元，開支有所下降主要由於我們整合研發團隊，提升了運營效率。

財務費用

我們的財務費用由2024年的人民幣401.6百萬元減少33.3%至2025年的人民幣268.0百萬元，主要由於利息支出減少人民幣127.7百萬元，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2024年的人民幣12.5百萬元大幅增加至2025年的人民幣80.0百萬元，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由損失人民幣3.6百萬元轉變為收益人民幣76.8百萬元。

其他收益

我們的其他收益由2024年的人民幣222.4百萬元增加7.9%至2025年的人民幣240.0百萬元，主要由於直接確認為其他收益的政府補助增加人民幣14.0百萬元。

公允價值變動損失

我們於2024年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。我們於2025年並未錄得此類虧損。

信用減值損失／利得

我們於2025年錄得信用減值損失淨額人民幣19.0百萬元，而2024年則錄得信用減值利得人民幣19.2百萬元。此變動主要由於應收款項信用減值由利得人民幣19.0百萬元轉變為損失人民幣15.9百萬元所致，主要由於信用風險大幅增加，以及若干客戶財困導致其後確認減值所致。

資產減值損失

我們的資產減值損失由2024年的人民幣435.1百萬元減少58.4%至2025年的人民幣180.8百萬元，主要由於(i)2024年若干歷史收購公司確認的商譽資產減值損失人民幣229.7百萬元，該損失於2025年並未再次發生；及(ii)2024年對於若干被投企業確認的長期股權投資減值損失人民幣64.0百萬元，該損失於2025年並未再次發生。前述減少部分被存貨跌價損失增加人民幣81.1百萬元所抵銷，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。

財務資料

資產處置損失

我們的資產處置損失由2024年的人民幣397.2百萬元增加14.4%至2025年的人民幣454.2百萬元，主要由於生物資產處置損失增加人民幣58.8百萬元，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2024年的人民幣53.0百萬元減少29.3%至2025年的人民幣37.4百萬元，主要由於(i)廢料銷售收入減少人民幣8.9百萬元；及(ii)其他雜項收入減少人民幣6.6百萬元。

營業外支出

我們的營業外支出由2024年的人民幣22.0百萬元減少27.7%至2025年的人民幣15.9百萬元，主要由於非流動資產報廢損失減少。

所得稅費用

我們的所得稅費用由2024年的人民幣311.1百萬元減少38.7%至2025年的人民幣190.8百萬元，主要由於(i)2024年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)我們農產品免稅的營業收入有所增加。

淨利潤

鑒於上文所述，我們的經調整淨利潤由2024年的人民幣1,160.6百萬元增加8.7%至2025年的人民幣1,262.1百萬元；同年，我們的經調整淨利潤率（非中國企業會計準則計量）由5.9%提升至6.2%，淨利潤則由2024年的人民幣1,114.5百萬元增加至2025年的人民幣1,196.7百萬元。

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

營業收入

我們的營業收入由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；及我們推行的渠道精細化管理戰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營業收入輕微下滑所抵銷。

儘管2024年中國乳製品市場整體萎縮，我們實現營業收入增長，主要反映：(i)低溫液奶產品對營業收入的貢獻相對較高，該類產品持續受惠於轉向新鮮度與質量的消費者偏好結構性轉變，成為乳製品行業增長最快的細分市場；(ii)我們迅速拓展至消費潛力巨大的華南、華中及華東新興市場；(iii)與銀橋及來思爾的業務合併帶來的增量營業收入貢獻；以及(iv)我們進軍現製咖啡及茶飲連鎖店等新消費渠道。

財務資料

低溫液奶產品

我們的低溫液奶產品營業收入由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，歸因於消費者對更新鮮及更高質量的乳製品的偏好提升、我們對華南、華中及華東新興市場和現製咖啡及茶飲連鎖店的拓展，為鮮奶產品快速增長的新銷售渠道；及(ii)低溫酸奶銷售量的穩定增長，體現了我們的品牌認知度以及加強營銷投入。我們實施渠道精細化管理模型，提升渠道執行力，並在消費潛力巨大的市場中深化市場滲透，進一步支持該細分市場的營業收入增長。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營業收入由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，主要受以下各項驅動：(i)我們為從低基數提升常溫牛奶產品市場滲透率而採取的主動戰略；(ii)我們擴張至新興市場及線上渠道；及(iii)合併銀橋與來思爾，相關合併為該分部帶來可觀增量收入貢獻。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，這主要反映產品結構轉移至我們為提升市場滲透而採取的積極定價戰略中價格更為相宜的產品，並受合併銀橋與來思爾所驅動，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

我們的奶粉營業收入保持相對穩定，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

我們的其他乳製品營業收入由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增量營業收入貢獻。

牧業

我們的牧業營業收入由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)生牛乳銷售營業收入增加，主要由於銷量由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)飼料營業收入增加，主要歸因於飼料加工業務的規模擴張。

財務資料

其他業務

我們的其他業務營業收入由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(i)我們優先將產能用於自有產品生產導致合同製造服務營業收入減少及(ii)蛋類及副食品的銷售營業收入隨學生飲用奶計劃規模縮減而減少。

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。

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，同年我們的毛利率由34.2%提升至34.7%。我們乳製品的毛利由人民幣5,919.9百萬元增加至人民幣6,678.0百萬元，同期，我們乳製品的毛利率由37.5%提升至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%。主要由於(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%，主要由於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%。主要由於：(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%提升至2024年的25.3%，主要由於我們併購銀橋後引入的乳製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%，主要由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。

税金及附加

我們的税金及附加由2023年的人民幣140.1百萬元增加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營業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3,601.0百萬元減少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精細化管理戰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928.5百萬元大幅減少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。

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2023年確認一次性收益人民幣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。

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。

財務資料

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253.1百萬元增加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。

資產處置損失

我們的資產處置損失由2023年的人民幣205.4百萬元增加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41.5百萬元增加至2024年的人民幣53.0百萬元，部分由於我們的廢品銷售營業收入增加。

營業外支出

我們的營業外支出由2023年的人民幣36.1百萬元減少至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）於2023年達人民幣603.0百萬元，主要反映：(i)在我們拓展區域版圖以及於2023年7月合併銀橋與來思爾帶來收入貢獻前，營業收入基礎相對較低，合併後於2023年貢獻收入人民幣748.4

財務資料

百萬元，及於2024年貢獻收入人民幣1,493.0百萬元，分別佔總收入的4.3%及7.5%；及(ii)當年因推動品牌建設計劃而產生較高的廣告開支。我們的經調整淨利潤由2023年的人民幣603.0百萬元大幅增加至2024年的人民幣1,160.6百萬元，主要由於(i)業務的有機增長及對新興市場的拓展推動了營業收入增長，進而帶動了毛利的提升；及(ii)銷售費用減少，主要反映出廣告投放效率提升及轉向觸達效率更高的媒體渠道。經計及對股東特殊權利相關的金融負債利息支出、股份支付費用及[編纂]所作調整的影響後，我們的淨利潤由2023年的人民幣5.6百萬元大幅增加至2024年的人民幣1,114.5百萬元。除上述因素外，我們於2023年的淨利潤受到股東特殊權利相關的金融負債利息支出人民幣554.4百萬元（該負債源於授予部分[編纂]前投資者若干特殊權利，並已於2023年終止）的進一步影響，導致相關負債終止確認，且後續不再產生此類利息支出。

綜合資產負債表選定項目的討論

下表載列截至所示日期綜合資產負債表的選定項目。

	截至12月31日			截至6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
流動資產				
貨幣資金.....	1,488,990	1,584,606	1,306,116	1,311,487
衍生金融資產.....	24,827	—	—	—
應收票據.....	2,582	2,400	1,774	2,400
應收賬款.....	978,794	868,967	992,638	981,142
應收款項融資.....	419	—	461	11,672
預付款項.....	186,330	193,087	174,122	226,603
其他應收款.....	125,219	189,791	234,752	245,242
存貨.....	3,325,366	3,270,289	2,696,271	1,584,359
一年內到期的非流動資產....	3,378	44,287	22,196	14,676
其他流動資產.....	221,950	251,226	308,684	306,972
流動資產總額.....	6,357,855	6,404,653	5,737,014	4,684,553
非流動資產				
長期應收款.....	108,101	80,846	102,590	94,016
長期股權投資.....	339,654	647,026	700,670	741,007
其他權益工具投資.....	87,250	94,650	94,650	85,460
固定資產.....	8,127,525	7,993,463	7,751,241	8,485,393
在建工程.....	530,339	363,436	447,246	235,380
生產性生物資產.....	4,758,410	4,796,338	5,007,828	5,051,852
使用權資產.....	558,822	500,557	487,251	469,467
無形資產.....	1,313,992	1,301,983	1,344,756	1,322,828
商譽.....	730,060	500,393	500,393	500,393
長期待攤費用.....	42,726	48,415	34,957	39,280
遞延所得稅資產.....	788,231	595,180	563,418	543,468
其他非流動資產.....	154,769	122,666	165,199	253,029
非流動資產總額.....	17,539,879	17,044,953	17,200,199	17,821,573
流動負債				
短期借款.....	1,939,949	2,241,125	1,788,691	2,207,291
應付票據.....	277,266	359,125	215,239	2,390
應付賬款.....	2,561,563	2,644,091	3,093,065	2,240,377

財務資料

	截至12月31日			截至6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
合同負債.....	1,963,202	1,928,398	1,175,951	1,048,967
應付職工薪酬.....	254,042	272,574	250,399	199,375
應交稅費.....	76,628	101,747	210,099	91,107
其他應付款.....	2,167,673	1,543,445	1,504,816	1,474,618
一年內到期的非流動負債....	1,430,564	2,397,695	1,319,553	917,379
其他流動負債.....	248,432	192,673	170,997	161,656
流動負債總額.....	10,919,319	11,680,873	9,728,810	8,343,160
流動負債淨額.....	4,561,464	5,276,220	3,991,796	3,658,607
非流動負債				
長期借款.....	6,525,487	5,116,351	7,184,788	7,437,783
租賃負債.....	387,572	336,821	332,935	319,545
長期應付款.....	167,951	109,949	76,883	78,335
預計負債.....	19,652	22,145	22,961	23,516
遞延收益.....	1,064,730	1,020,868	941,768	869,966
遞延所得稅負債.....	145,748	138,618	132,972	160,393
非流動負債總額.....	8,311,140	6,744,752	8,692,308	8,889,538
負債總額.....	19,230,459	18,425,625	18,421,118	17,232,698
資產淨額.....	4,667,275	5,023,981	4,516,095	5,273,428

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
應收賬款.....	1,034,788	904,607	1,040,924	1,037,628
減：				
信用損失準備.....	(55,994)	(35,640)	(48,286)	(56,485)
總計.....	978,794	868,967	992,638	981,142

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，主要由於來自若干客戶的應收款項減少，主要歸因於我們加強了收款力度。我們的應收款項由截至2024年12月31日的人民幣869.0百萬元增加14.2%至截至2025年12月31日的人民幣992.6百萬元，主要由於向企業及機構客戶的銷售增長，有關客戶一般涉及信用條款。我們的應收賬款仍然相對穩定，截至2025年12月31日及2026年6月30日分別為人民幣992.6百萬元及人民幣981.1百萬元。

財務資料

下表載列截至所示日期，基於營業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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
1年以內(含1年)	978,794	842,213	967,783	960,639
1至2年(含2年)	—	15,518	—	—
2至3年(含3年)	—	11,236	15,745	6,348
3年以上	—	—	9,110	14,155
總計	978,794	868,967	992,638	981,142

下表載列我們於所示年度／期間的應收賬款平均周轉天數：

	截至12月31日止年度			截至6月30日 止六個月
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(天)			
應收賬款平均周轉天數 ⁽¹⁾	18	18	17	18

附註：

- (1) 應收賬款平均周轉天數等於所示年度／期間應收賬款賬面總值年／期初與年／期末餘額的平均值，除以同年／期營業收入，再乘以全年期間360天或六個月期間180天。

我們的應收賬款平均周轉天數於2023年、2024年及2025年以及截至2026年6月30日止六個月分別為18天、18天、17天及18天，整體保持相對穩定。

截至2026年7月31日，我們截至2026年6月30日尚未結清的應收賬款中，人民幣464.5百萬元或44.8%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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
原材料	1,756,284	1,547,431	1,496,757	1,150,048
在建物業	927,262	1,066,609	—	—
待售物業	—	—	668,505	—
庫存商品	287,700	335,726	247,535	159,229
周轉材料	132,731	120,259	127,601	123,365
包裝物	100,909	117,990	105,997	107,562
消耗性生物資產	49,996	—	—	—
其他 ⁽¹⁾	70,484	82,274	49,876	44,155
總計	3,325,366	3,270,289	2,696,271	1,584,359

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17.6%至截至2025年12月31日的人民幣2,696.3百萬元，主要由於(i)在建物業及待售物業減少人民幣398.1百萬元，主要歸因於主要面向員工的住宅銷售；及(ii)年末備貨時間表有所不同導致庫存商品減少人民幣88.2百萬元。我們的存貨由截至2025年12月31日的人民幣2,696.3百萬元進一步減少41.2%至截至2026年6月30日的人民幣1,584.4百萬元，主要由於(i)待售物業減少人民幣668.5百萬元，主要歸因於餘下住宅單位在其用途於2026年3月變更為自有物業後重新分類為固定資產，其中少數住宅單位於2026年1月及2月出售；(ii)原材料減少人民幣346.7百萬元，主要反映飼草採購的季節性模式，採購集中於每年9月及10月進行；及(iii)製成品減少人民幣88.3百萬元，主要由於2025年底為節日銷售而準備較高囤貨水平。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
1年以內(含1年)	2,398,300	2,087,381	1,990,877	1,553,516
1至2年(含2年)	79,499	123,572	66,816	53,346
2至3年(含3年)	49,312	16,741	17,928	20,298
3年以上	15,762	49,556	41,300	37,961
減：				
存貨跌價準備	(144,769)	(73,570)	(89,155)	(80,761)
總計	2,398,104	2,203,680	2,027,766	1,584,359

下表載列我們於所示年度／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6月30日止六個月
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(天)			
存貨平均周轉天數 ⁽¹⁾	104	92	77	54
與乳製品及牧業相關的存貨 平均周轉天數 ⁽²⁾	79	64	57	46

附註：

- (1) 存貨平均周轉天數等於所示年度／期間的存貨年初與年末餘額的平均值，除以同年度／期間營業成本，再乘以全年期間360天或六個月期間180天。
- (2) 與乳製品及牧業相關的存貨平均周轉天數等於所示年度／期間的與乳製品及牧業相關的存貨年／期初與年／期末餘額的平均值，除以同年／期與乳製品及牧業相關的營業成本，再乘以全年期間360天或六個月期間180天。

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2025年的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。我們的存貨平均周轉天數由2025年的77天減少至截至2026年6月30日止六個月的54天，主要由於在終止物業開發活動後待售物業減少，以及原材料季節性減少。

財務資料

原材料的保質期視乎類別而定：(i)生牛乳的保質期通常為24至48小時；(ii)果醬的保質期通常為90天及(iii)包裝材料的保質期通常為180至720天。我們的成品按類別劃分的保質期，請參閱「業務－我們的品牌與產品組合」。

截至2026年7月31日，我們截至2026年6月30日與乳製品及牧業相關的存貨中，人民幣852.3百萬元或51.2%已售出或投入使用。

我們已按照《企業會計準則第1號——存貨》於各報告日期進行存貨減值測試，並已計提充足的存貨撇減撥備，且於往績記錄期間內未出現減值。截至2026年7月31日，我們尚未出售或投入使用的存貨主要包括生物資產用飼料，以及全脂奶粉及脫脂奶粉，該等結餘均於我們的日常業務過程中產生。由於我們主要於每年九月及十月採購飼料以應付全年養殖需求，因此截至2026年7月31日的飼料結餘與我們的正常營運情況相符，且該等飼料狀況良好，適合用於育種。我們的全脂奶粉及脫脂奶粉乃透過噴霧乾燥方式將過剩的生牛乳加工製成，此舉旨在儲存生牛乳以善用暫時性的過剩產量。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
待認證進項稅額	59,384	136,139	139,651	137,796
待攤費用	64,596	47,607	53,918	74,812
留抵進項稅	46,327	18,897	34,776	35,749
預繳企業所得稅	31,072	18,583	46,921	15,340
預繳增值稅	8,781	14,708	7,648	995
預繳其他稅費	7,272	11,363	12,774	25,332
退貨資產權利	4,122	1,459	1,584	1,689
其他	396	2,470	11,411	15,259
總計	221,950	251,226	308,684	306,972

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22.9%至截至2025年12月31日的人民幣308.7百萬元，主要由於(i)預繳企業所得稅增加人民幣28.3百萬元，主要由於預繳稅款的時間安排；及(ii)待攤費用增加人民幣15.9百萬元。

我們的其他流動資產仍然相對穩定，截至2025年12月31日及2026年6月30日分別為人民幣308.7百萬元及人民幣307.0百萬元。

截至2026年7月31日，我們截至2026年6月30日尚未結清的其他流動資產中，人民幣48.3百萬元或15.7%已在期後結清。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
房屋及建築物.....	4,858,110	4,743,075	4,608,324	5,254,175
機器設備.....	3,160,538	3,173,049	3,083,400	3,178,252
辦公設備.....	69,145	49,467	39,804	36,654
運輸設備.....	39,732	27,872	19,713	16,312
總計	8,127,525	7,993,463	7,751,241	8,485,393

我們的固定資產保持相對穩定，截至2023年、2024年及2025年12月31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7,751.2百萬元。我們的固定資產增加9.5%至截至2026年6月30日的人民幣8,485.4百萬元，主要由於(i)餘下住宅單位在其用途於2026年3月變更為自有物業後重新分類為固定資產；及(ii)若干已完工生產設施項目從在建工程轉撥。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
未成熟生產性生物資產	2,815,853	2,034,999	2,295,053	2,343,132
成熟生產性生物資產	1,942,557	2,761,339	2,712,775	2,708,720
總計	4,758,410	4,796,338	5,007,828	5,051,852

我們的生產性生物資產保持相對穩定，截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日分別為人民幣4,758.4百萬元、人民幣4,796.3百萬元、人民幣5,007.8百萬元及人民幣5,051.9百萬元。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
土地使用權.....	548,489	534,044	577,903	570,111
商標	510,794	498,419	498,301	498,140
專利與非專利技術	202,773	180,858	158,804	152,101
計算機軟件.....	51,895	88,662	109,748	102,476
其他	41	—	—	—
總計	1,313,992	1,301,983	1,344,756	1,322,828

財務資料

我們的無形資產保持相對穩定，截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日分別為人民幣1,314.0百萬元、人民幣1,302.0百萬元、人民幣1,344.8百萬元及人民幣1,322.8百萬元。

商譽

截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，我們的商譽賬面價值分別為人民幣730.1百萬元、人民幣500.4百萬元、人民幣500.4百萬元及人民幣500.4百萬元。2024年有所減少主要由於根據減值測試結果確認商譽減值，包括：(i)於2024年6月30日進行的測試中，旗幟乳品及旗幟牧業因業績未達預期，分別確認減值人民幣55.0百萬元及人民幣50.1百萬元；及(ii)於2024年12月31日進行的年度減值測試中，思克奇及其子公司與來思爾乳業及其子公司因業績未達預期，分別確認減值人民幣23.1百萬元及人民幣101.4百萬元。

於釐定資產組時，我們參考可獨立產生現金流入的最小資產組，並考慮管理層對生產經營活動的管理或監控方式，以及對資產持續使用或處置的決策方式等因素。

資產組	資產組所屬業務板塊
保定君樂寶.....	液體奶及其他乳製品業務
樂時乳業.....	液體奶及其他乳製品業務
旗幟乳品.....	奶粉業務
旗幟牧業.....	牧業業務
河北德容塑料包裝製品股份有限公司 （「德容包裝」）及其子公司	其他業務
思克奇及其子公司	液體奶及其他乳製品業務
來思爾乳業及其子公司	液體奶及其他乳製品業務
西安銀橋及其子公司	液體奶及其他乳製品業務

各資產組的可收回金額根據其估計未來現金流量的現值釐定，預測期為五年。稅前折現率反映了相關資產組的特定風險。預測期收入增長率及毛利率參考相關資產組的經營業務、業績情況、重要財務指標及市場環境等因素釐定。穩定期收入增長率參考相關資產組經營的產品、市場及所處行業的長期平均增長率釐定。於2023年及2024年進行的減值測試結果為2.0%，於2025年12月31日進行的減值測試結果為1.0%。穩定期毛利率參考相關資產組的遠期經營業務、業績情況、重要財務指標及市場環境等因素釐定。減值測試所用關鍵參數載列如下：

於2023年12月31日

資產組	稅前折現率	收入增長率 (預測期)	毛利率 (預測期)	毛利率 (穩定期)
樂時乳業.....	12.30%	3.0%-6.0%	5.2%-5.8%	6.1%
旗幟乳品.....	14.00%	(20.5)%-2.4%	42.3%-44.7%	43.9%
旗幟牧業.....	11.78%	5.7%-32.3%	19.7%-22.8%	24.0%

財務資料

資產組	稅前折現率	收入增長率 (預測期)	毛利率 (預測期)	毛利率 (穩定期)
德容包裝 及其子公司	13.86%	2.0%-18.7%	19.4%-22.2%	21.3%
思克奇及其子公司 ...	14.95%	(1.7)%-8.1%	32.8%-37.3%	38.4%
來思爾乳業及其 子公司	12.74%	8.0%-15.3%	20.0%-23.2%	23.7%
西安銀橋及其 子公司	13.07%	5.0%-11.0%	21.0%-21.3%	21.8%

於2024年6月30日

資產組	稅前折現率	收入增長率 (預測期)	毛利率 (預測期)	毛利率 (穩定期)
旗幟乳品	14.27%	(25.2)%-0%	42.5%-45.2%	43.8%
旗幟牧業	11.25%	4.8%-13.2%	15.8%-21.9%	23.8%

於2024年12月31日

資產組	稅前折現率	收入增長率 (預測期)	毛利率 (預測期)	毛利率 (穩定期)
樂時乳業	12.37%	0.5%-2.4%	5.7%-7.6%	6.3%
德容包裝及其子公司 ...	14.63%	(2.1)%-2.0%	21.7%-23.2%	21.9%
思克奇及其子公司	13.08%	(11.7)%-15.2%	24.2%-27.4%	29.1%
來思爾乳業及其 子公司	12.38%	2.9%-17.4%	21.2%-25.1%	25.8%
西安銀橋及其子公司 ...	12.54%	2.0%-9.6%	19.4%-21.3%	21.9%

於2025年12月31日

資產組	稅前折現率	收入增長率 (預測期)	毛利率 (預測期)	毛利率 (穩定期)
樂時乳業	11.84%	0.1%-1.8%	6.0%-6.8%	5.1%
德容包裝及其子公司 ...	15.78%	1.0%-1.4%	20.5%-22.6%	21.7%
來思爾乳業及 其子公司	11.66%	2.4%-15.0%	20.5%-22.0%	22.8%
西安銀橋及其子公司 ...	11.73%	1.5%-10.8%	20.6%-22.7%	23.0%

於2026年6月30日

資產組	稅前折現率	收入增長率 (預測期)	毛利率(預測期)	毛利率 (穩定期)
西安銀橋及其子公司 ...	11.50%	1.5%-8.1%	19.2%-20.7%	21.2%

有關詳情，請參閱本文件附錄一會計師報告附註(六)17。

財務資料

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
應付購貨款.....	2,291,851	2,279,740	2,768,412	1,987,495
應付運費.....	145,151	232,724	206,077	162,720
應付工程款.....	124,561	131,627	118,576	90,162
總計	2,561,563	2,644,091	3,093,065	2,240,377

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2,644.1百萬元增加17.0%至截至2025年12月31日的人民幣3,093.1百萬元，主要由於應付購貨款增加人民幣488.7百萬元，此乃由於為配合銷量及產量上升而增加採購原材料及庫存儲備所致。我們的應付賬款由截至2025年12月31日的人民幣3,093.1百萬元減少27.6%至截至2026年6月30日的人民幣2,240.4百萬元，主要由於應付購貨款減少人民幣780.9百萬元，主要歸因於(i)期內根據付款安排結算應付款項；及(ii)原材料採購的季節性下跌。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
1年以內(含1年)	2,548,253	2,616,514	3,022,292	2,143,381
1至2年(含2年)	10,681	22,327	69,555	89,954
2至3年(含3年)	1,247	2,784	573	6,905
3年以上	1,382	2,466	645	137
總計	2,561,563	2,644,091	3,093,065	2,240,377

下表載列我們於所示年度／期間的應付賬款平均周轉天數：

	截至12月31日止年度			截至6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(天)			
應付賬款平均周轉天數 ⁽¹⁾	80	72	74	67

附註：

- (1) 應付賬款平均周轉天數等於所示年度／期間的應付賬款年／期初與年／期末餘額的平均值，除以同年／期營業成本，再乘以全年期間360天或六個月期間180天。

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保持相對穩定，於2024年及2025年分別為72天及74天。我們的應付賬款平均周轉天數由2025年的74天減少至截至2026年6月30日止六個月的67天，主要反映應付款項結算及原材料採購的季節性下跌。

財務資料

截至2026年7月31日，我們截至2026年6月30日的應付賬款中，人民幣1,076.1百萬元或48.1%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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
商品銷售預收款	1,440,969	1,388,263	1,170,554	1,048,967
其他預收款	522,233	540,135	5,397	—
總計	1,963,202	1,928,398	1,175,951	1,048,967

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，並於截至2025年12月31日減少39.0%至人民幣1,176.0百萬元，主要由於(i)其他預收款減少人民幣534.7百萬元，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營業收入；及(ii)商品銷售預收款減少人民幣217.7百萬元，主要由於履行合約責任所致。我們的合同負債由截至2025年12月31日的人民幣1,176.0百萬元下降10.8%至截至2026年6月30日的人民幣1,049.0百萬元，主要由於商品銷售預收款減少人民幣121.6百萬元，主要反映就2025年底假日銷售的預收款項季節性上升。

截至2026年7月31日，我們截至2026年6月30日的合同負債中，約人民幣497.0百萬元或47.4%確認為營業收入。

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。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
長期資產採購款	529,463	587,999	479,323	397,929
應付及預提廣告費	496,124	122,088	112,196	213,626
押金及保證金	366,834	278,609	287,489	249,103
應付配送商代墊款	269,846	253,422	207,674	215,872
應付股權款	—	602	—	—
預提促銷費及其他費用	178,849	190,177	294,015	274,002
其他	121,094	110,548	116,192	123,958
總計	1,962,210	1,543,445	1,496,889	1,474,490

財務資料

我們的其他應付款由截至2023年12月31日的人民幣1,962.2百萬元減少21.3%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；及(ii)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應付款增加人民幣58.5百萬元所抵銷，主要由於我們對生產設施的持續投資。我們的其他應付款仍然相對穩定，截至2024年及2025年12月31日以及截至2026年6月30日分別為人民幣1,543.4百萬元、人民幣1,504.8百萬元及人民幣1,474.6百萬元。

截至2026年7月31日，我們截至2026年6月30日尚未結清的其他應付款中，人民幣175.6百萬元或11.9%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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
與資產相關的政府補助	1,035,636	1,000,909	932,019	861,177
與收益相關的政府補助	29,094	19,959	9,749	8,789
總計	1,064,730	1,020,868	941,768	869,966

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1,020.9百萬元減少7.7%至截至2025年12月31日的人民幣941.8百萬元，並進一步減少7.6%至截至2026年6月30日的人民幣870.0百萬元，主要由於資產相關政府補貼攤銷所致。

截至2026年7月31日，我們截至2026年6月30日的遞延收益中，人民幣12.5百萬元或1.4%已在期後確認為其他收入。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
流動資產				
貨幣資金	1,488,990	1,584,606	1,306,116	1,311,487
衍生金融資產	24,827	—	—	—
應收票據	2,582	2,400	1,774	2,400
應收賬款	978,794	868,967	992,638	981,142

財務資料

	截至12月31日			截至6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣千元)			
應收款項融資.....	419	—	461	11,672
預付款項.....	186,330	193,087	174,122	226,603
其他應收款.....	125,219	189,791	234,752	245,242
存貨.....	3,325,366	3,270,289	2,696,271	1,584,359
一年內到期的非流動資產.....	3,378	44,287	22,196	14,676
其他流動資產.....	221,950	251,226	308,684	306,972
流動資產總額.....	6,357,855	6,404,653	5,737,014	4,684,553
流動負債				
短期借款.....	1,939,949	2,241,125	1,788,691	2,207,291
應付票據.....	277,266	359,125	215,239	2,390
應付賬款.....	2,561,563	2,644,091	3,093,065	2,240,377
合同負債.....	1,963,202	1,928,398	1,175,951	1,048,967
應付職工薪酬.....	254,042	272,574	250,399	199,375
應交稅費.....	76,628	101,747	210,099	91,107
其他應付款.....	2,167,673	1,543,445	1,504,816	1,474,618
一年內到期的				
非流動負債.....	1,430,564	2,397,695	1,319,553	917,379
其他流動負債.....	248,432	192,673	170,997	161,656
流動負債總額.....	10,919,319	11,680,873	9,728,810	8,343,160
流動負債淨額.....	4,561,464	5,276,220	3,991,796	3,658,607

我們的流動負債淨額主要由不計息經營負債構成，主要包括合同負債及應付賬款。我們的合同負債主要源於我們對經銷商採用預先支付模式，而我們的應付賬款則主要源於供應商一般授予我們的信用期。該等經營負債的增長與我們業務擴展步伐一致，反映了我們具備有利的議價能力，並支持我們業務的可持續經營。

我們計劃透過以下措施進一步改善流動負債淨額狀況：(i) 充分利用經營活動產生的持續現金流入淨額，以增強我們的流動資產狀況；(ii) 進一步優化應收賬款回款管理及存貨周轉效率，例如積極管理存貨水平，以平衡市場需求與持貨成本，並密切監察應收賬款的回收情況，以加快現金回籠；及(iii) 通過審慎控制新增短期借款，主動優化我們的資本結構，並優先運用經營現金流及長期融資滿足資金需求，以確保短期借款規模穩步下降。此外，[編纂]的估計[編纂]淨額將提供額外流動資金，並進一步改善我們的流動負債淨額狀況。

截至2026年6月30日，我們的流動負債淨額為人民幣3,658.6百萬元，較截至2025年12月31日的流動負債淨額人民幣3,991.8百萬元減少人民幣333.2百萬元。該減少主要由於(i) 應付賬款減少人民幣852.7百萬元；(ii) 一年內到期的非流動負債減少人民幣402.2百萬元；(iii) 應付票據減少人民幣212.8百萬元；及(iv) 合同負債減少人民幣127.0百萬元。該減少部分被(i) 存貨減少人民幣1,111.9百萬元；及(ii) 短期借款增加人民幣418.6百萬元所抵銷。

截至2025年12月31日，我們的流動負債淨額為人民幣3,991.8百萬元，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1,284.4百萬元。該減少主要由於(i) 一年內到期的非流動負債減少人民幣1,078.1百萬元；(ii) 合同負債減少人

財務資料

人民幣752.4百萬元；及(iii)短期借款減少人民幣452.4百萬元。該減少部分被以下項目所抵銷：(i)存貨減少人民幣574.0百萬元；(ii)應付賬款增加人民幣449.0百萬元；及(iii)貨幣資金減少人民幣278.5百萬元。

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、2024年及2025年12月31日以及2026年6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、人民幣1,267.5百萬元及人民幣1,264.9百萬元。

現金流量

下表列示我們於所示年度／期間的選定綜合現金流量數據。

	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年 (未經審計)	2026年
(人民幣千元)					
經營活動產生的					
現金流入淨額	2,023,010	3,530,528	3,393,931	534,389	776,750
投資活動產生的					
現金流出淨額	(3,760,155)	(2,333,336)	(2,135,511)	(620,576)	(824,695)
籌資活動產生的現金					
流入／(流出) 淨額	1,541,021	(1,074,238)	(1,468,187)	(669,059)	45,705
外匯匯率變動對現金及					
現金等價物的影響額	20	(30)	(141)	(118)	(377)
現金及現金等價物淨					
(減少)／增加額	(196,104)	122,924	(209,908)	(755,365)	(2,618)
年／期初現金及					
現金等價物餘額	1,550,567	1,354,463	1,477,387	1,477,387	1,267,479
年／期末現金及					
現金等價物餘額	<u>1,354,463</u>	<u>1,477,387</u>	<u>1,267,479</u>	<u>722,023</u>	<u>1,264,861</u>

財務資料

經營活動

截至2026年6月30日止六個月，我們的經營活動產生的現金流入淨額為人民幣776.7百萬元，即來自經營活動的現金流入人民幣13,044.2百萬元，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8,917.3百萬元；(ii)其他經營活動付款人民幣1,500.7百萬元，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1,276.5百萬元。

2025年，我們的經營活動產生的現金流入淨額為人民幣3,393.9百萬元，即來自經營活動的現金流入人民幣24,532.2百萬元，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14,491.8百萬元；(ii)其他經營活動付款人民幣3,160.9百萬元，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2,462.4百萬元。

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。

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2026年6月30日止六個月，我們的投資活動產生的現金流出淨額為人民幣824.7百萬元，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1,126.4百萬元，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296.3百萬元所抵銷。

2025年，我們的投資活動產生的現金流出淨額為人民幣2,135.5百萬元，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2,561.6百萬元，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393.5百萬元所抵銷。

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)取得附屬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。

財務資料

籌資活動

截至2026年6月30日止六個月，我們的籌資活動產生的現金流入淨額為人民幣45.7百萬元，主要歸因於借款所得款項人民幣2,301.8百萬元，部分被(i)償還借款人民幣2,034.4百萬元；及(ii)股息、利潤分配或利息付款人民幣206.1百萬元所抵銷。

2025年，我們的籌資活動產生的現金流出淨額為人民幣1,468.2百萬元，主要歸因於：(i)償還借款人民幣5,660.2百萬元；及(ii)支付股息、利潤分配或利息人民幣2,007.7百萬元，部分被借款所得款項人民幣6,273.5百萬元所抵銷。

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。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(人民幣百萬元)			
流動				
短期借款.....	1,939.9	2,241.1	1,788.7	2,207.3
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	1,319.6	917.4
非流動				
長期借款.....	6,525.5	5,116.4	7,184.8	7,437.8
租賃負債.....	387.6	336.8	332.9	319.5
長期應付款.....	168.0	109.9	76.9	78.3
預計負債.....	19.7	22.1	23.0	23.5
總計	10,606.3	10,349.0	10,850.9	11,108.8

董事確認，自2026年6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、2024年及2025年12月31日以及2026年6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1,788.7百萬元及人民幣2,207.3百萬元，而截至同日，該等借款主要以人民幣計價，實際利率介乎0.40%至5.40%。於往績記錄期間，我們的短期借款主要用作建設完整產業鏈的資本開支，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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
(人民幣百萬元)				
信用借款.....	674.1	727.5	875.4	794.3
保證借款.....	1,207.8	1,493.6	913.3	1,413.0
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	1,788.7	2,207.3

截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6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7,184.8百萬元及人民幣7,437.8百萬元，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完整產業鏈的資本開支，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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
(人民幣百萬元)				
信用借款.....	1,946.7	1,854.8	2,242.8	1,912.1
保證借款.....	5,178.1	4,875.8	5,606.9	5,867.6
保證及抵押借款.....	737.5	631.3	524.0	446.5
抵押借款.....	—	30.0	80.1	75.6
小計	7,862.3	7,391.9	8,453.8	8,301.8
減：				
一年內到期的長期借款	1,336.8	2,275.5	1,269.0	864.0
總計	6,525.5	5,116.4	7,184.8	7,437.8

截至2026年6月30日，我們獲承諾的尚未使用銀行授信額度為人民幣10,543.7百萬元。

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。

財務資料

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由截至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年及2025年12月31日以及2026年6月30日保持相對穩定，為人民幣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由截至2023年12月31日的人民幣1,430.6百萬元增加67.6%至截至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由截至2024年12月31日的人民幣2,397.7百萬元減少45.0%至截至2025年12月31日的人民幣1,319.6百萬元，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。我們一年內到期的非流動負債由截至2025年12月31日的人民幣1,319.6百萬元減少30.5%至截至2026年6月30日的人民幣917.4百萬元，主要由於在到期時償還借款後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。我們的租賃負債由截至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年及2025年12月31日以及2026年6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332.9百萬元及人民幣319.5百萬元。

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。我們的長期應付款進一步減少30.0%至截至2025年12月31日的人民幣76.9百萬元，主要由於(i)償還若干融資應付款項；及(ii)於2025年並無新增重大的長期應付款。截至2025年12月31日及2026年6月30日，我們的長期應付款保持相對穩定，分別為人民幣76.9百萬元及人民幣78.3百萬元。

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年及2025年12月31日以及2026年6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23.0百萬元及人民幣23.5百萬元。

財務資料

債務聲明

除上文及本文件其他章節所披露者外，截至2026年6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2026年6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年度／期間的資本開支：

	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2023年	2024年	2025年	2025年	2026年
	(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	863,357	327,530	365,576
購買及培育生物資產	2,333,274	1,861,091	1,715,365	786,840	866,889
使用權資產付款	1,414	6,741	–	2,971	1,171
總計	<u>3,874,884</u>	<u>2,963,390</u>	<u>2,578,722</u>	<u>1,117,341</u>	<u>1,233,636</u>

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1,540.2百萬元逐步減少至2025年的人民幣863.4百萬元，主要由於乳製品生產工廠及牧場建設逐步竣工所致。我們用於固定資產、無形資產及在建工程的支出其後由截至2025年6月30日止六個月的人民幣327.5百萬元增加至截至2026年6月30日止六個月的人民幣365.6百萬元，主要由於江門工廠及天長工廠的建設。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2025年的人民幣1,715.4百萬元，主要由於(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。我們用於購買及培育生物資產的支出其後由截至2025年6月30日止六個月的人民幣786.8百萬元增加至截至2026年6月30日止六個月的人民幣866.9百萬元，主要由於飼料成本上升，與我們的牧牛規模擴大一致。

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」。

財務資料

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
		(人民幣千元)		
購建長期資產承諾	727,186	379,493	264,346	390,969
總計	727,186	379,493	264,346	390,969

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]淨額滿足我們的資本承諾。

或有負債

截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。

主要財務比率

	截至12月31日年度			截至6月30日 止六個月
	2023年	2024年	2025年	2026年
毛利率(%) ⁽¹⁾	34.2	34.7	31.8	32.7
乳製品毛利率(%) ⁽²⁾	37.5	37.8	36.3	36.3
淨利潤率(%) ⁽³⁾	0.03	5.6	5.9	6.7
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	7.0

附註：

- (1) 毛利率等於毛利除以營業收入再乘以100%。
- (2) 乳製品毛利率等於乳製品毛利除以乳製品營業收入再乘以100%。
- (3) 淨利潤率等於淨利潤除以營業收入再乘以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)除以營業收入再乘以100%。請參閱「非中國企業會計準則財務計量」。

財務資料

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。

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。

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。

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6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026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	2,046,558	2,124,826
— 成熟生產性生物資產	2,452,626	2,990,982	2,943,923	2,985,367
小計	4,611,730	4,644,769	4,990,481	5,110,193
消耗性生物資產				
— 肉牛	49,891	不適用	不適用	不適用
總計	4,661,621	4,644,769	4,990,481	5,110,193

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12月31日的人民幣4,990.5百萬元及截至2026年6月30日的人民幣5,110.2百萬元，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。

財務資料

下表載列我們截至所示日期的生物資產存欄量：

	截至12月31日			截至6月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(頭)			
生產性生物資產				
－ 未成熟生產性生物資產 ...	104,959	91,454	97,927	97,473
－ 成熟生產性生物資產	81,146	95,960	97,818	100,858
小計	186,105	187,414	195,745	198,331
消耗性生物資產				
－ 肉牛	4,101	不適用	不適用	不適用
總計	190,206	187,414	195,745	198,331

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、2024年及2025年12月31日以及2026年6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。彼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。

犢牛、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。

財務資料

MEEM是貼現現金流量法的衍生。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，成母牛的營業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。營業收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上文所述稱為MEEM的收益法技術得出。

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。

犏牛和青年牛

評估我們的犏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、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，該價格分別為人民幣22,800元／頭、人民幣22,000元／頭、人民幣22,000元／頭及人民幣21,500元／頭。

成母牛

主要假設及輸入數據包括成母牛產奶的營業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營業收入的貢獻資產的使用費用。

肉牛

用於肉牛估值的主要輸入數據及假設為截至2023年12月31日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、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日的生物資產估值的主要假設及輸入數據的概要。

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、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，14月齡青年牛的當地市場估計售價分別為每頭人民幣22,800元、人民幣22,000元、人民幣22,000元及人民幣21,500元。	所採用的當地市場估計售價上漲，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，已扣除將其從各相關期間末對應月齡飼養至14月齡所需的增量成本。	截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6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、人民幣8,890元至人民幣18,264元及人民幣8,527元至人民幣20,079元不等。	所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月齡青年牛，已計入將其從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、2024年及2025年12月31日以及2026年6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、人民幣13,254元及人民幣14,352元。	所採用的增量成本上漲，將導致14至24月齡青年牛的公允價值計量增加，反之亦然。
成母牛		
成母牛的公允價值採用多期超額收益法確定，該方法乃基於此類成母牛將產生的未來折現現金流。	截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，估值過程中採用的每千克生牛乳的估計飼料成本分別為人民幣2.51元至人民幣2.83元、人民幣2.17元至人民幣2.56元、人民幣2.07元至人民幣2.22元及人民幣1.92元至人民幣2.08元不等。	所採用的每千克生牛乳的估計飼料成本上漲，將導致成母牛的公允價值計量減少，反之亦然。
	截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，每千克生牛乳的估計平均價格分別為人民幣4.24元至人民幣4.94元、人民幣3.85元至人民幣4.66元、人民幣3.76元至人民幣4.44元及人民幣3.44元至人民幣4.36元不等。	生牛乳的估計平均價格上漲，將導致成母牛的公允價值計量增加，反之亦然。

財務資料

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
	一頭成母牛最多可經歷六個泌乳週期。截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，每頭成母牛於各泌乳週期的估計日均產奶量分別為29.69千克至35.90千克、30.28千克至36.64千克、30.53千克至37.37千克及29.93千克至37.23千克不等。	所採用的每頭成母牛的估計日均產奶量增加，將導致成母牛的公允價值計量增加，反之亦然。
	截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，所採用的估計未來現金流折現率分別為13%、13%、13%及13%。	所採用的折現率上漲，將導致成母牛的公允價值計量減少，反之亦然。

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

若單獨估算的生牛乳售價、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、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，若生牛乳售價增加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、15.7%或人民幣785百萬元及14.6%或人民幣746百萬元；若生牛乳售價減少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、15.7%或人民幣785百萬元及14.6%或人民幣746百萬元。

財務資料

截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，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、9.1%或人民幣453百萬元及8.5%或人民幣436百萬元；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、9.1%或人民幣453百萬元及8.5%或人民幣436百萬元。

截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，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、7.0%或人民幣350百萬元及6.8%或人民幣347百萬元；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、7.0%或人民幣350百萬元及6.8%或人民幣347百萬元。

截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年6月30日，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、4.1%或人民幣205百萬元及4.0%或人民幣204百萬元；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、4.8%或人民幣241百萬元及4.7%或人民幣239百萬元。

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。我們亦會向我們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。下文概述我們面臨的市場風險及其他財務風險。

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。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。

財務資料

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、2024年及2025年12月31日以及2026年6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、人民幣7,808.8百萬元及人民幣8,225.0百萬元。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。

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、2024年及2025年12月31日以及2026年6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。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、2025年及截至2026年6月30日止六個月，我們分別向股東宣派人民幣530.0百萬元、人民幣362.5百萬元、人民幣1,800.0百萬元及零的股息，且上述股息已悉數結清。

財務資料

我們現時並無股息政策或預設的股息派發比率。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2026年6月30日，我們有人民幣1,857.5百萬元的可供分派儲備可供分派予股東。

[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]相關開支約人民幣[編纂]元；及(ii)非[編纂]相關開支約人民幣[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2026年6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收益表，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]經調整有形資產淨值報表

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2026年6月30日（即本文件附錄一所載會計師報告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。