

家庭食品创新品牌，价值重估在即

核心观点

十月稻田是国内领先且增长迅速的家庭食品公司，拥有十月稻田、柴火大院等广泛知名度的品牌，在大米和玉米保持销量领先。公司以大米业务和线上渠道起家，逐步拓展其他品类和线下渠道，24年成功打造抖音爆款玉米，品类逻辑打开，不再单一依靠大米，顺应消费趋势变化，向休闲化食品进军，推出更多即食产品，如水果玉米粒、即食玉米段等，同时公司在山姆、胖东来等线下渠道持续扩张，增长势能强劲。公司品牌力具备溢价，并非传统基础农产品公司，盈利能力超过头部乳制品公司。

事件

公司发布 2025 年中报

公司上半年收入 30.6 亿，同增 16.9%，经调利润 2.94 亿元，同增 97.7%。

简评

流通值原因退出港股通，全流通申请已通过

公司被移除恒生指数成分股主要系 25H1 公司未完成 H 股全流通，流通股份仅为总股本的 40%，流通值较低而未达到 25 年 9 月恒生指数成分股市值要求，实际公司总市值符合港股通门槛。根据公司 2025 年 7 月 14 日公告，公司 646333720 股非上市股份转换为 H 股股份已于 2025 年 7 月 14 日完成，且该等转换 H 股于 2025 年 7 月 15 日上午九点整起开始在联交所上市。公司当前已通过所有股份在港股全流通申请，7 月 15 日起以总市值参与恒生指数成分股评选，预计 2026 年重回港股通的概率较高。公司上半年收入增长 17%，经调利润 2.94 亿元，同比高增 97.7%，基本面表现强劲，一方面玉米打开扩品思路，近期玉米浆包、糙米饭团等新品在抖音快速放量，另一方面公司线下势能强劲，山姆等高势能渠道快速增长，受益于线下零售调改，永辉等渠道仍有增加空间，高毛利新品亦有潜力进入线下渠道。

公司今年将品牌定位升级为“家庭食品创新品牌”，品牌传播语也同步更换为“十月稻田 中国味 香香香”，实现从品类心智占位到品牌心智占位的过渡，当前新品和渠道均有发展空间，进入新一轮成长期，董事长夫妇亲力亲为拥抱新兴媒体，打造个人 IP 为公司带货，成长路径较清晰，作为农产品品牌化的标杆，公司价值有望逐步被市场认可，预计 26 年或有望重回港股通。

十月稻田 (9676.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

高畅

gaochang@csc.com.cn

010-56135269

SAC 编号:S1440525070010

发布日期： 2025 年 09 月 08 日

当前股价： 9.51 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
15.55/12.79	56.41/48.96	-40.71/-86.31
12 月最高/最低价 (港元)		17.00/4.91
总股本 (万股)		106,815.32
流通 H 股 (万股)		106,815.32
总市值 (亿港元)		101.58
流通市值 (亿港元)		101.58
近 3 月日均成交量 (万)		1630.15
主要股东		
沈阳十月稻田企业管理咨询合伙企业(有限合伙)		36.14%

股价表现



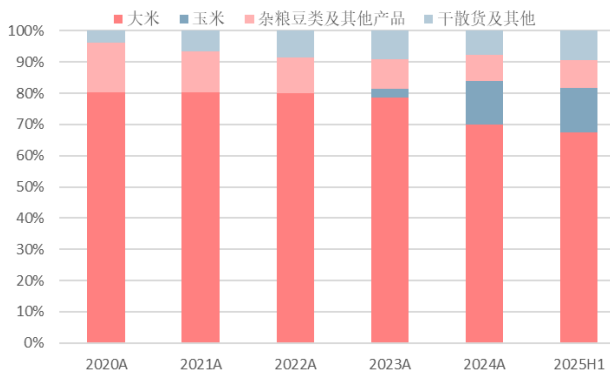
相关研究报告

【中信建投食品加工】十月稻田
25.08.29 (9676):农产品品牌化标杆，多品类潜力彰显

24 年至今公司发生了什么变化：深加工品类转型、线下渠道拓宽。

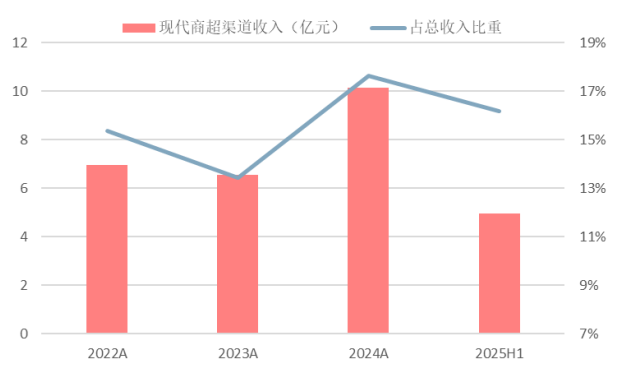
公司品牌定位从“东北好大米”到“厨房主食品牌”，今年又升级为“家庭食品创新品牌”，品类持续拓宽。2020 年大米业务占公司总收入 80.4%，25H1 大米占比已降至 67.5%，公司对单一品类的依赖度明显降低。玉米收入从 23 年的 1.3 亿增长至 24 年 8.2 亿，占总收入 14%，25 年公司获弗若斯特沙利文“连续两年玉米品类中国销量领先”的认证。公司精准洞察玉米作为健康食品的食用场景，创新性地将玉米打造成为轻食化、零食化的健康快消品，推出了玉米浆包、玉米棒、玉米段、玉米粒等多形态产品，让消费者尽享美味，无负担。

图表1：公司分产品占比，大米占比下降



资料来源：公司公告，中信建投

图表2：公司现代商超渠道 24 年重新开始增长



资料来源：公司公告，中信建投

公司 24 年起在山姆渠道快速增长，多款产品进入山姆米面杂粮 TOP 榜，为山姆 90 日新鲜米，公司在山姆渠道大米产品中份额突出，山姆、胖东来等高势能渠道高增，带动公司现代商超渠道收入 24 年高增 55%至 10.1 亿元，25 年上半年同增 26%至 4.96 亿元。受益于线下商超调改，公司在多个商超渠道仍有扩张空间，高毛利新品亦有潜力进入线下渠道。

图表3：公司为山姆渠道专供新鲜米



资料来源：公司官网，中信建投

图表4：公司行业市占率领先

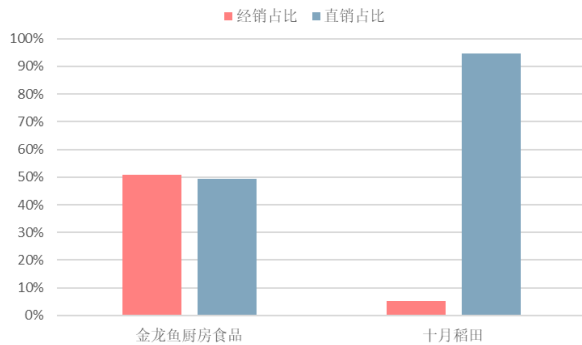


资料来源：公司官网，中信建投

公司与一般农产品公司的区别：经销占比低，直面消费者捕捉需求。

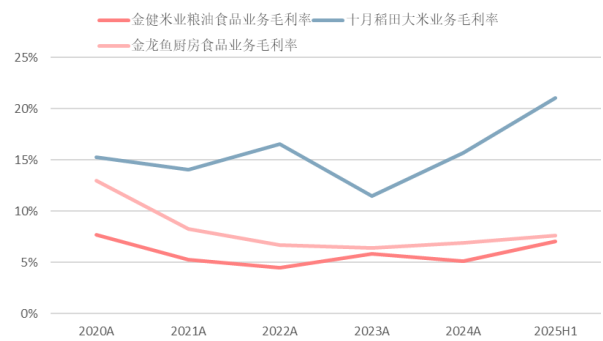
与传统走量的米面粮油公司不同，公司线下经销客户仅占总收入的 5%，覆盖少部分区域连锁渠道，高势能现代商超渠道均为公司直营对接，线上亦无分销商、无代运营商，京东天猫拼多多抖音等线上平台均为公司团队直接运营，能够直面消费者，洞察市场需求变化。

图表5： 公司经销收入占比非常低



资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 公司大米业务毛利率高于同行



资料来源：公司公告，中信建投

公司上半年净利率超过 9%，远超传统米面粮油公司，超过头部乳制品公司，线上和直营主导模式下公司销售费用率仅 10%，其背后原因一方面是公司过去持续保持高复购率，在低促销情况下能够实现高动销，并非通过烧流量等方式获取线上增长，另一方面是公司品牌力持续提升并得到消费者认可，山姆、京东自营、企事业单位团购等高品质、高利润渠道持续增长，带动公司盈利能力提升。

盈利预测与投资建议：我们认为公司产品 and 渠道均有发展空间，当前进入新一轮成长期，公司品牌具备溢价，随着对大米收入的依赖度降低、线下渠道占比持续提升，公司整体价值重估在即。我们预计公司 2025/2026/2027 年收入分别为 68.73/81.37/94.14 亿元，同比增长 19.63%/18.38%/15.70%，经调整净利润分别为 6.44/8.05/9.73 亿，同比增长 214.99%/24.98%/20.95%，给予“买入”评级。

风险提示：

- 1、行业竞争加剧。大米行业竞争格局较分散，竞争对手可能会推出相类似的新品抢占市场份额，资本入场对新兴品牌进行扶持，行业掀起更激烈的竞争，从而引起更大的促销力度。
- 2、市场拓展不及预期。公司渠道网点在做进一步铺设和下沉时候，可能面临竞争对手在地方渠道内的抵制或消费群体不匹配情况，影响公司拓展效率。
- 3、原材料价格上涨。原材料属于基础农产品，未来的价格走势具备不确定性，若原材料价格不降反增，则公司重新面临成本压力。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,867	5,745	6,873	8,137	9,414
增长率(%)	7.37	18.05	19.63	18.38	15.70
净利润(百万元)	-65	204	644	805	973
增长率(%)	88.50	415.08	214.99	24.98	20.95
EPS(元/股，摊薄)	-0.06	0.19	0.60	0.75	0.91
P/E(倍)	-143	45	14	12	10

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

截至本报告发布前十二个月内，中信建投（国际）证券有限公司或其在香港经营的集团公司向本报告所评述的公司提供过投资银行服务。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼
 18层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk