

十月稻田 (09676.HK)

主食新消费领先品牌，渠道立本拓新夯实动能

本篇报告深度分析厨房主食行业的行业规模、竞争格局与品牌化发展趋势，十月稻田作为主食行业新消费领先品牌，在产品卡位与渠道拓展方面兼具心得，公司天生基因灵活抢占多维高势能渠道。后续来看，公司线上京东、天猫基本盘稳固，抖音、拼多多等贡献增量；线下高势能商超、央企团购、零食渠道等多点开花，增长路径明确。

□ **主食行业竞争相对分散，中高端集中度相对提升，品牌化发展趋势明确。** 主食行业主要包含烹饪过程中所需的大米、玉米、面粉、杂粮、干货等食品原材料，其中大米系主食行业核心市场，玉米、杂粮等后续复合增速较快，渠道维度线上及杂货零售渠道潜力逐步被激发，相较于传统渠道具备更高增长率。国内主食行业竞争较为分散，中高端市场集中度相对提升。后续来看，主食品牌化发展系趋势所向，主要系 1) 消费者小包装化、鲜食与健康化、产地偏好等需求日益突出，线上化消费已不可逆、线下餐饮共同助推主食品牌化发展。 2) 价值链侧中高端产品（如中高端大米）产业生命周期快速发展期，充足利润空间强化渠道控制力。 我们认为，**主食品牌化方面身位领先、细分中高端领域份额居前的企业有望持续受益。**

□ **家庭食品创新品牌，深耕主食领域二十余年。** 十月稻田系国内领先的家庭食品创新企业，致力于为客户提供预包装优质大米、玉米、杂粮、豆类及干货产品，保持多渠道销售覆盖。2021-2025 年营收 CAGR 达 17.29%，净利润持续修复，品牌势能不断释放，近年来营收增速与毛利率水平较同类可比公司保持领先。近期公司公告拟使用最多 1 亿港元进行股份回购，彰显公司发展信心。

□ **十月稻田主食“新消费”思路明确，动作灵活应对行业变革。** 十月稻田天生具备灵活基因，创始人夫妇自 2011 年以来紧抓互联网电商、O2O 新零售等多波行业变革浪潮，在激烈的行业竞争中奠定公司内核。同时公司主食新消费发展思路明确，产品侧公司品类认知与中高端定位深化，产品矩阵扩张与运营能力提升强化增长动能；品牌侧从品类认知到品牌心智，打造全方位“家庭食品创新品牌”；渠道侧线上天猫、京东基本盘扎实，多元渠道打开新增长点。产品、品牌、渠道多维发力，有望在情绪消费时代进一步扩大销售规模，再一次抓住行业变革契机。

□ **后续增长抓手仍在渠道，线上线下多点开花。** **1) 线上：**公司天猫、京东市场份额稳定，基本盘牢固，后续**抖音侧**聚焦爆款大单品，优化产品结构、培养自播团队强化盈利能力；**拼多多侧**采用店群思路，依靠平台推荐模式实现自营店快速扩张。**2) 线下：****高势能商超中**，伴随高势能体系门店数量提升、公司营收有望线性增长；**直接客户采购**关注质价比，公司品牌力提升愈发获得认可，25 年以来公司直接客户收入增长进一步提速。

□ **投资建议：主食新消费领先品牌，渠道立本拓新夯实动能。** 十月稻田作为主食行业新消费领先品牌，在产品卡位与渠道拓展方面兼具心得，公司基因灵活，当前线上天猫、京东基本盘稳固，抖音、拼多多贡献增量；线下高势能商超、直接客户采购、零食量贩、经销商侧全面开花，有望助力公司营收继续快速增长。预计 26-28 年公司归母净利润为 6.13 亿元、7.50 亿元、8.93 亿元，对应 PE 分别为 10.0 倍、8.2 倍与 6.9 倍，首次覆盖，给予“增持”投

增持（首次）

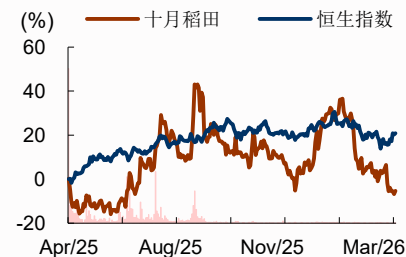
消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：6.56 港元

基础数据

总股本（百万股）	1058
香港股（百万股）	1058
总市值（十亿港元）	6.9
香港股市值（十亿港元）	6.9
每股净资产（港元）	3.6
ROE（TTM）	11.2
资产负债率	27.7%
控股股东	王兵
控股股东持股比例	58.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-16	-12
相对表现	-10	-14	-37



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

陈书慧 S1090523010003
 chenshuhui@cmschina.com.cn
 朱彦霖 研究助理
 zhuyanlin@cmschina.com.cn

资评级。

- 风险提示：行业竞争加剧、新品拓展不及预期、电商平台政策变动的风险、原材料成本波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5745	6810	8092	9356	10606
同比增长	18%	19%	19%	16%	13%
营业利润(百万元)	353	562	638	780	929
同比增长	152%	59%	13%	22%	19%
归母净利润(百万元)	204	428	613	750	893
同比增长	-427%	110%	43%	22%	19%
每股收益(元)	0.19	0.40	0.57	0.70	0.84
PE	30.2	14.4	10.0	8.2	6.9
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 行业概况：主食行业竞争相对分散，大米系核心市场	7
二、 核心逻辑：主食品牌化系趋势所向，公司基因促使其动作灵活	10
1、 消费者选择与行业价值链引导共同催化，主食品牌化系趋势所向	10
2、 十月稻田主食“新消费”思路明确，动作灵活应对行业变革	13
(1) 创始人夫妇眼光独到，公司天生基因灵活	13
(2) 公司主食“新消费”思路明确，产品卡位与渠道拓展兼具心得	14
三、 增长抓手：渠道立本拓新，线上线下多点开花	20
(1) 线上：抖音聚焦爆款单品，拼多多店群扩张	20
(2) 线下：高势能商超、央企企团购、零食渠道等多点开花	21
四、 投资建议：主食新消费领先品牌，渠道立本拓新夯实动能	23
附录：公司基本情况简介	25
1、 公司定位与发展历程：家庭食品创新品牌，深耕主食领域二十余年	25
2、 主要产品线：包含大米、玉米、杂粮、豆类与干货等	25
3、 财务分析：大米稳健增长、玉米储备动能，盈利质量得到提升	27
4、 公司股权：股权结构稳定，创始人家族掌握绝对控制权	30
5、 回购与其他事项：股份回购彰显信心，已完成 H 股全流通	31
6、 可比公司对比：公司营收增速、毛利率水平保持领先	32
风险提示	33

图表目录

图 1：2018-2027E 中国厨房主食食品行业市场规模（亿元，%）	7
图 2：2018-2027E 中国厨房主食食品行业分产品市场规模情况（亿元，%） ..	7
图 3：2022 年国内厨房主食及重点细分市场 CR5 情况（%）	8
图 4：消费者购买大米时倾向包装规格情况（%）	10
图 5：小包装大米礼盒示例	10
图 6：消费者在选购大米时关注的因素占比（%）	11
图 7：消费者倾向购买大米新鲜度情况	11
图 8：2020-2022 年天猫鲜食玉米占食用玉米消费比例（%）	11
图 9：鲜食玉米与普通玉米批发价格对比（元/公斤）	11

图 10: 消费者对于鲜食玉米营养价值的关注度排序 (%) 11

图 11: 不同餐食营养功能表..... 11

图 12: 重点电商平台大米销售额情况 (百万元, %) 12

图 13: 太二大力米示例..... 12

图 14: 半天妖与风光里合作推进大米餐饮直供 12

图 15: 大米产业生命周期情况..... 13

图 16: 公司基因灵活、紧抓多波行业渠道变革风潮..... 14

图 17: 十月稻田主食“新消费”发展思路拆解 14

图 18: 2022 年十月稻田客户画像 (%) 15

图 19: 公司产品复购率保持领先 (%，以京东平台为例) 15

图 20: 2020-2025 十月稻田营收拆分 (%) 16

图 21: 十月稻田玉米产品情况..... 16

图 22: 十月稻田产业链侧布局情况..... 16

图 23: 公司全新品牌标语 18

图 24: 十月稻田与猫咪和汤联名情况..... 18

图 25: 2019-2025 年天猫平台大米销售份额情况 (%) 19

图 26: 2019-2025 年京东平台大米销售份额情况 (%) 19

图 27: 2020-2025 年天猫平台玉米销售份额情况 (%) 19

图 28: 2020-2025 年京东平台玉米销售份额情况 (%) 19

图 29: 公司抖音自营店黄糯玉米单品链接累计销量情况 (万单) 20

图 30: 25 年“618” 十月稻田黄金玉米段上榜抖音米面粮油热卖金榜 TOP1
..... 20

图 31: 十月稻田抖音渠道盈利能力提升的相关措施..... 20

图 32: 山姆中国门店数量情况 (家) 21

图 33: 2025 年山姆中国新开门店情况 21

图 34: 2020-2025 十月稻田直接客户收入情况 (亿元, %) 22

图 35: 东航 APP 五常大米积分兑换页销量排名前四产品情况..... 22

图 36: 十月稻田在胖东来侧货架情况示例..... 22

图 37: 郑州大型商超内十月稻田货架示例..... 22

图 38: 2020-2025 十月稻田经销商收入情况 (亿元, %) 22

图 39: 2020-23Q1 十月稻田经销商数量变化 (家) 22

图 40: 十月稻田发展历程 25

图 41: 十月稻田产品线总览.....	26
图 42: 2020-2025 公司营收、净利润情况 (亿元, %)	27
图 43: 2020-2025 公司经调整净利润情况 (亿元, %)	27
图 44: 2020-2025 公司分产品营收情况 (亿元, %)	28
图 45: 2020-2025 公司分渠道营收情况 (亿元, %)	28
图 46: 2020-2025 公司毛利率、净利率情况 (%)	28
图 47: 2020-2025 公司经调整净利率情况 (%)	28
图 48: 2020-2025 公司分产品毛利率情况 (%)	29
图 49: 2020-2022 公司分渠道毛利率情况 (%)	29
图 50: 2020-2025 公司费用率情况 (%)	29
图 51: 2020-25H1 公司经营性现金流情况 (亿元, %)	29
图 52: 十月稻田股权结构情况.....	30
图 53: 十月稻田上市以来总市值变动情况 (亿元)	32
图 54: 十月稻田与可比公司营收增速对比 (%)	32
图 55: 十月稻田与可比公司毛利率对比 (%)	32
表 1: 2018-2027E 中国厨房主食细分市场规模及复合增速情况 (亿元, %) ..	7
表 2: 2018-2027E 中国大米、杂粮、豆类及籽类各渠道收入规模及增速(亿元,%)	8
表 3: 国内重点大米品牌情况梳理.....	8
表 4: 各地区消费者对于不同产地大米偏好度	11
表 5: 京东平台上十月稻田品牌大米较散装大米具备一定溢价.....	15
表 6: 十月稻田三大品牌情况.....	15
表 7: 2020-2022 年十月稻田重点生产基地产能利用率情况 (万吨, %)	16
表 8: 十月稻田生产基地新增产能扩建情况	16
表 9: 2022 年按收入计算中国前五大厨房主食食品市场参与者份额情况 (%)	17
表 10: 2022 年按收入计算中国前五大预包装大米及细分品类参与者份额情况(%)	17
表 11: 十月稻田与金龙鱼、福临门大米销售对比.....	17
表 12: 山姆会员店米面杂粮热度榜前十情况	21
表 13: 十月稻田营收预测 (百万元, %)	24
表 14: 十月稻田三大品牌代表性大米产品示例	26

表 15: 2020-2025 十月稻田经调整净利润明细	27
表 16: 2020-2022 年公司成本端情况拆分 (亿元, %)	29
表 17: 十月稻田管理层情况概览	30
表 18: 十月稻田近期回购情况	31
表 19: 十月稻田 H 股全流通转换情况	32
附: 财务预测表	34

一、行业概况：主食行业竞争相对分散，大米系核心市场

主食行业包含大米、玉米、面粉、杂粮、干货等，其中大米系核心市场。厨房主食主要指烹饪过程中所使用的食品原材料，包含大米、玉米、面粉、杂粮与干货等，由于厨房主食需求相对稳定，故不存在明显的周期性波动且随着人均可支配收入持续增长，行业规模不断扩容。**重点市场方面，大米系主食行业核心市场，玉米、杂粮等后续复合增速较快。**

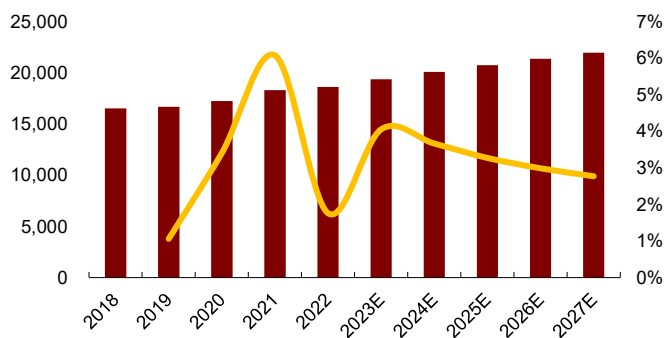
1) 大米市场：根据弗若斯特沙利文数据，2022年中国大米行业市场规模为7,234亿元(2018-2022年CAGR达1.1%)，预计2027年增长至7,918亿元(2022-2027年CAGR达1.8%)。

2) 玉米市场：根据弗若斯特沙利文数据，2022年中国玉米行业规模为1,915亿元(2018-2022年CAGR达9.4%)，预计2027年增长至2,589亿元(2022-2027年CAGR达6.2%)。

3) 杂粮市场：根据弗若斯特沙利文数据，2022年中国杂粮行业规模为2,469亿元(2018-2022年CAGR达2.2%)，预计2027年增长至3,498亿元(2022-2027年CAGR达7.2%)。

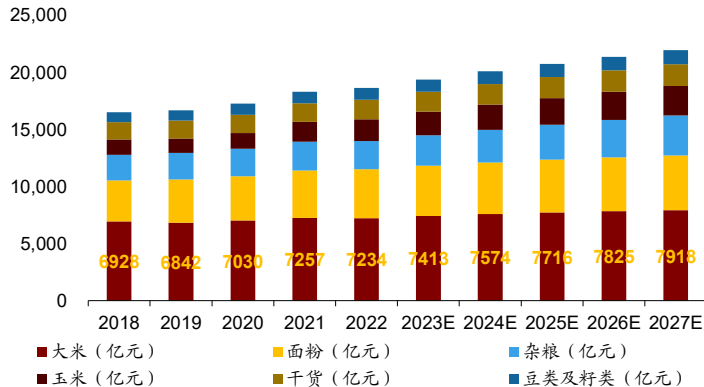
4) 干货市场：根据弗若斯特沙利文数据，2022年中国干货行业规模为1,703亿元(2018-2022年CAGR达3.1%)，预计2027年增长至1,904亿元(2022-2027年CAGR达2.3%)。

图 1: 2018-2027E 中国厨房主食食品行业市场规模(亿元, %)



资料来源：弗若斯特沙利文、国家统计局、OECD、USDA、招商证券（注：以收入计算）

图 2: 2018-2027E 中国厨房主食食品行业分产品市场规模情况(亿元, %)



资料来源：弗若斯特沙利文、国家统计局、OECD、USDA、招商证券（注：以收入计算）

表 1: 2018-2027E 中国厨房主食细分市场规 模及复合增速情况 (亿元, %)

细分行业	2018年市场规模 (亿元)	2022年市场规模 (亿元)	2027年市场规模 (亿元)	2018-2022年CAGR (%)	2022-2027年CAGR (%)
大米	6,928	7,234	7,918	1.1%	1.8%
面粉	3,599	4,268	4,814	4.4%	2.4%
杂粮	2,261	2,469	3,498	2.2%	7.2%
玉米	1,336	1,915	2,589	9.4%	6.2%
干货	1,505	1,703	1,904	3.1%	2.3%
豆类及籽类	881	1,035	1,234	4.1%	3.6%

资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、国家统计局、OECD、USDA、招商证券（注：以收入计算）

按渠道拆分来看，线上及杂货零售渠道潜力逐步被激发，相较于传统渠道具备更高增长率。以大米、杂粮、豆类及籽类来看，2022 年中国大米、杂粮、豆类及籽类线上销售规模为 291 亿元，预计 2027 年增长至 593 亿元（2022-2027 年 CAGR 达 15.3%）；同样 2022 年中国大米、杂粮、豆类及籽类杂货零售渠道销售规模为 1,356 亿元，预计 2027 年增长至 2,505 亿元（2022-2027 年 CAGR 达 13.1%），相比之下传统渠道（粮油批发店及传统农贸市场）2022-2027 年 CAGR 仅为 0.7%，线上与杂货零售渠道因其更为便利的消费体验与多元产品组合深受客户青睐，因此后续具备更高的增速。

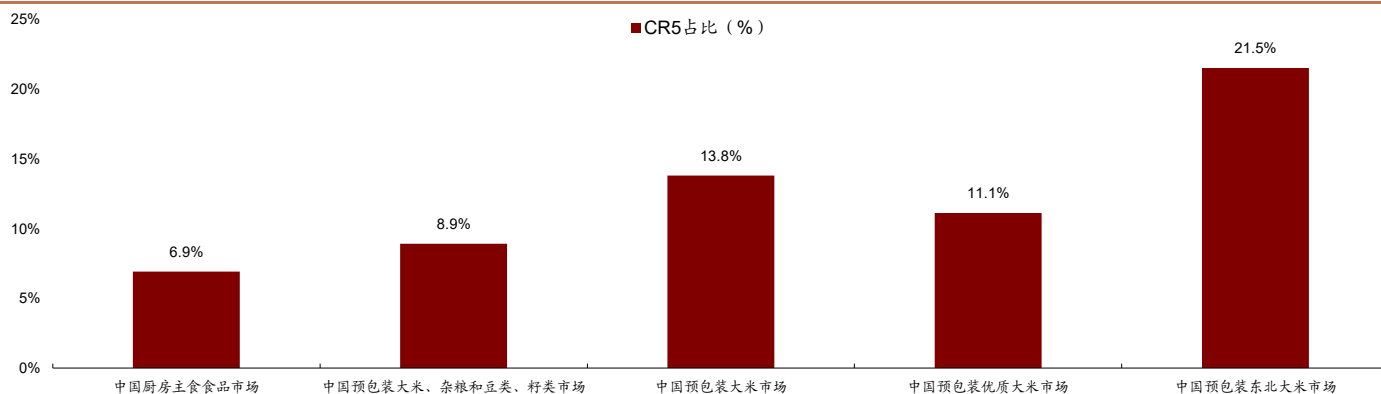
表 2: 2018-2027E 中国大米、杂粮、豆类及籽类各渠道收入规模及增速(亿元,%)

细分渠道	2018 年市场规模 (亿元)	2022 年市场规模 (亿元)	2027 年市场规模 (亿元)	2018-2022 年 CAGR (%)	2022-2027 年 CAGR (%)
线上渠道	107	291	593	28.4%	15.3%
杂货零售渠道	711	1,356	2,505	17.5%	13.1%
传统渠道	8,804	8,609	8,917	-0.6%	0.7%
其他渠道	447	481	635	1.8%	5.7%

资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、国家统计局、OECD、USDA、招商证券（注：以收入计算）

主食行业竞争分散，细分中高端市场集中度相对提升。2022 年国内厨房主食行业 CR5 为 6.9%，行业竞争格局较为分散。而对应细分市场来看，2022 年国内预包装大米行业 CR5 为 13.8%，预包装优质大米与预包装东北大米行业 CR5 分别为 11.1%与 21.5%，整体来看中高端大米行业集中度相较于主食行业有着明显提升。

图 3: 2022 年国内厨房主食及重点细分市场 CR5 情况 (%)



资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、招商证券

表 3: 国内重点大米品牌情况梳理

分类	核心品牌	产品特点	品牌定位
第一梯队（年销售规模几十亿量级）	福临门	核心产区+优选品种+福临门品牌	福临门金田米（东北米）、中端与中高端
	金龙鱼	核心产区+优选品种+金龙鱼品牌	金龙鱼（主副品牌结构），覆盖低端、中端与高端
	十月稻田	东北产区+五常大米/东北大米	十月稻田、柴火大院、福享人家多品牌矩阵，以中高端为主
	金健米业	湖南地区为主+多特色品种	金健单一品牌，以中端为主
	华润五丰 北大荒	东北产区+东北大米 东北地区+黑河市周边基地	中高端为主 中端为主
第二梯队（年销售规模十亿-几十亿量级）	响水大米	牡丹江市宁安地理标志大米	中高端为主
	乔家大院	核心地区+东北大米	中高端为主
	国宝桥米	湖北地区+南方口感	中端与中高端

第三梯队（年销售规模小于十亿）	瑶珍、生平等	湖南地区+当地特色	全系列覆盖
	角山	湖南地区+当地特色	中低端、中端与中高端
	湖北禾丰	湖北地区+当地特色	中端与中高端
其他（小众特色）	粳冠/龙稻	东北地区+当地特色	高端为主
	赛亚	湖北地区+特色营养功能	中高端为主，高端为辅

资料来源：公司官网、欧赛斯、招商证券

二、核心逻辑：主食品牌化系趋势所向，公司基因促使其动作灵活

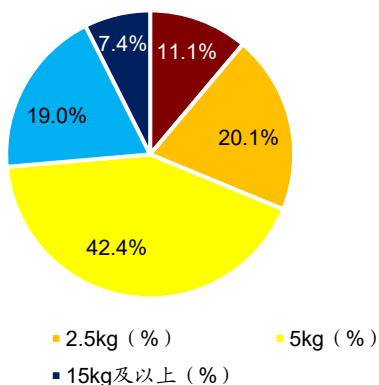
1、消费者选择与行业价值链引导共同催化，主食品牌化系趋势所向

主食品牌化发展为趋势所向，是消费者选择与行业价值链引导的共同结果。

消费者侧驱动：小包装化、鲜食、产地偏好等需求日益突出，线上化消费已不可逆。

1) 小包装化：以大米为例，过去市场大米多以 25kg-50kg 大包装或散装形式进行售卖，口感不佳且容易出现变质问题。随着消费者习惯精细化，以购米为例，根据应物白、TMIC 消费者调研数据，受访消费者中 73.6% 的群体倾向于购买 5kg 及以下包装规格大米产品，一方面小包装化可满足现代小家庭实惠卫生的实际需求，避免浪费的情况下方便尝试多款产品；另一方面小包装化也多以礼盒形式呈现，配合包装设计与文化元素成为重要礼品符号。

图 4：消费者购买大米时倾向包装规格情况（%）



资料来源：应物白、TMIC、招商证券（注：2022 年调研数据）

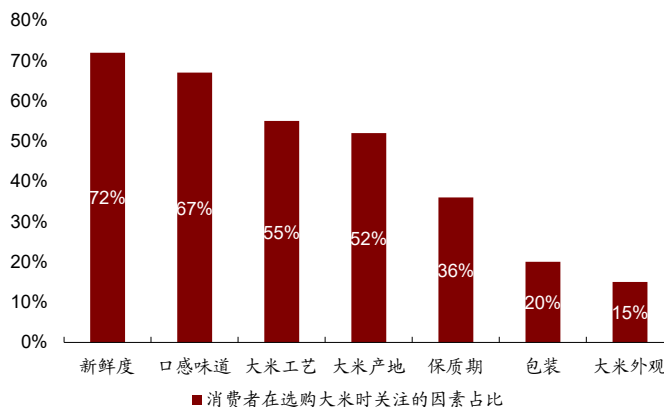
图 5：小包装大米礼盒示例



资料来源：公司官网、招商证券

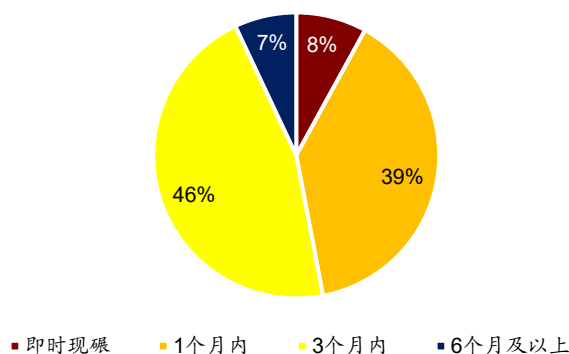
2) 鲜食需求与健康化：以大米与玉米为例，新鲜度系消费者选购时的核心关注点，高新鲜度与口感可带来一定溢价。作为国人餐桌上的核心主食，新鲜度是消费者在选购大米、玉米等产品时的首要关注点，根据 CBNDData 调研数据，92% 受访消费者选择购买生产日期三个月以内的大米。同时玉米产品方面，鲜食玉米通过真空包装等技术有效锁定水分、甜味与香气，受到年轻消费群体与高线城市消费人群喜爱，相较于普通玉米可获得更高的溢价，近年来在食用玉米销售中的比重持续提升。此外，鲜食玉米也成为众多消费者心中对于传统粮食产品的重要补充品，其富含的大量膳食纤维可成为健康减脂的重要支撑，且多样的营养成分也更加顺应大众“轻健康”的生活方式变化。

图 6: 消费者在选购大米时关注的因素占比 (%)



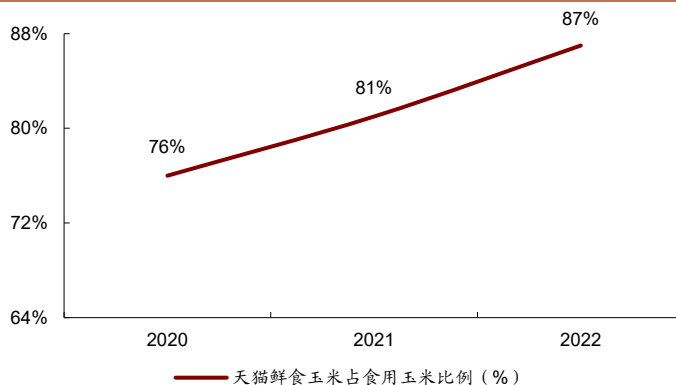
资料来源: CBNDData、招商证券 (2023 年调研数据)

图 7: 消费者倾向购买大米新鲜度情况



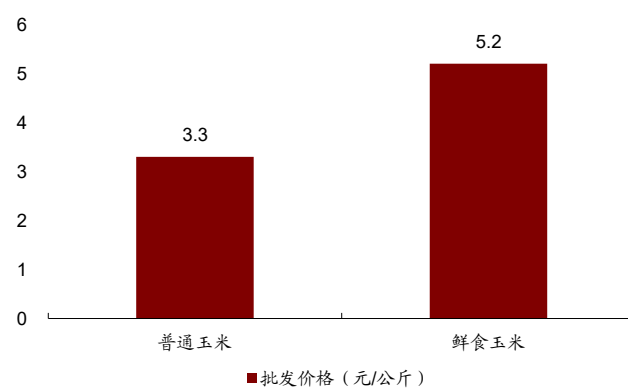
资料来源: CBNDData、招商证券 (2023 年调研数据)

图 8: 2020-2022 年天猫鲜食玉米占食用玉米消费比例 (%)



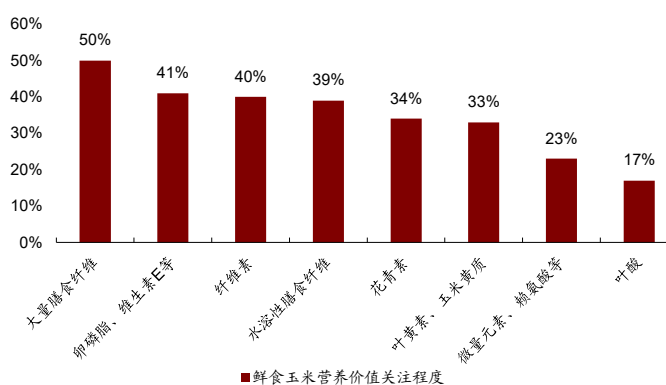
资料来源: 天猫、招商证券

图 9: 鲜食玉米与普通玉米批发价格对比 (元/公斤)



资料来源: 食品商务网、招商证券

图 10: 消费者对于鲜食玉米营养价值的关注度排序 (%)



资料来源: CBNDData、天猫美食、招商证券 (2022 年调研数据)

图 11: 不同餐食营养功能表

	玉米	米面主食	代餐	正餐
低热量	✓	-	✓	-
高膳食纤维	✓	-	-	✓
多种微量元素	✓	-	-	✓
营养均衡	✓	-	-	✓
好吃	✓	✓	-	✓
方便快捷	✓	-	✓	-
纯天然无人工添加	✓	✓	-	-

资料来源: CBNDData、天猫美食、招商证券 (2022 年调研数据)

3) 产地偏好: 以大米为例, 大米产品原产地深度影响用户心智, 从而对于复购率产生较大影响, 目前东北大米基本获得全国各区域消费者青睐, 南方大米则主要受当地人群支持。

表 4: 各地区消费者对于不同产地大米偏好度

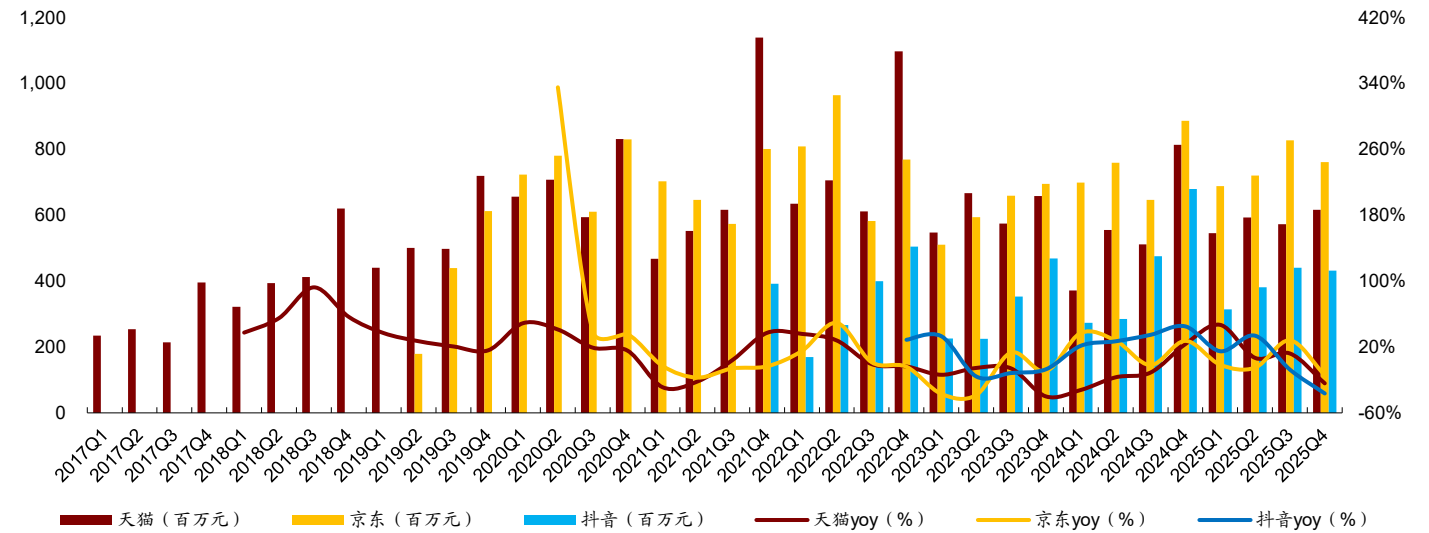
	黑龙江大米	辽宁大米	吉林大米	江苏大米	广东大米	安徽大米
东北消费者	132	156	124	42	19	41
华北消费者	123	32	110	63	33	63
华东消费者	102	24	107	140	53	126

华南消费者	83	16	73	66	233	87
华中消费者	99	24	103	86	93	104
西北消费者	117	28	101	68	52	61
西南消费者	95	27	114	97	85	90

资料来源: CBNDData、招商证券 (注: 1) 偏好度=该地区对于某产地大米消费占比/所有地区某产地大米平均消费占比*100; 2) 系 2021 年调研数据)

4) 线上消费习惯不可逆、线下餐饮同样系主食品牌重要推手: 一方面, 疫情强化线上消费习惯, 当前主食线上化消费已进入稳定增长阶段。以大米线上消费为例, 疫情时期天猫、京东大米销售额保持快速增长, 2023 年放开后增速出现回落, 2024-2025 年销售额整体稳定, 抖音等内容电商成为新流量入口, 居民线上主食消费习惯已经建立, 带动品牌产品销售。另一方面, 线下餐饮同样助推主食品牌化发展。例如太二酸菜鱼旗下“太二大力米”, 着力凸显“来自五常大米核心产区”、产品设计偏向小包装; 半天妖与风光里共同协作推进五常大米订单化生产, 实现五常大米餐饮端直供, 保障大米品质与食品安全。

图 12: 重点电商平台大米销售额情况 (百万元, %)



资料来源: 久谦、招商证券

图 13: 太二大力米示例



资料来源: 农参、招商证券

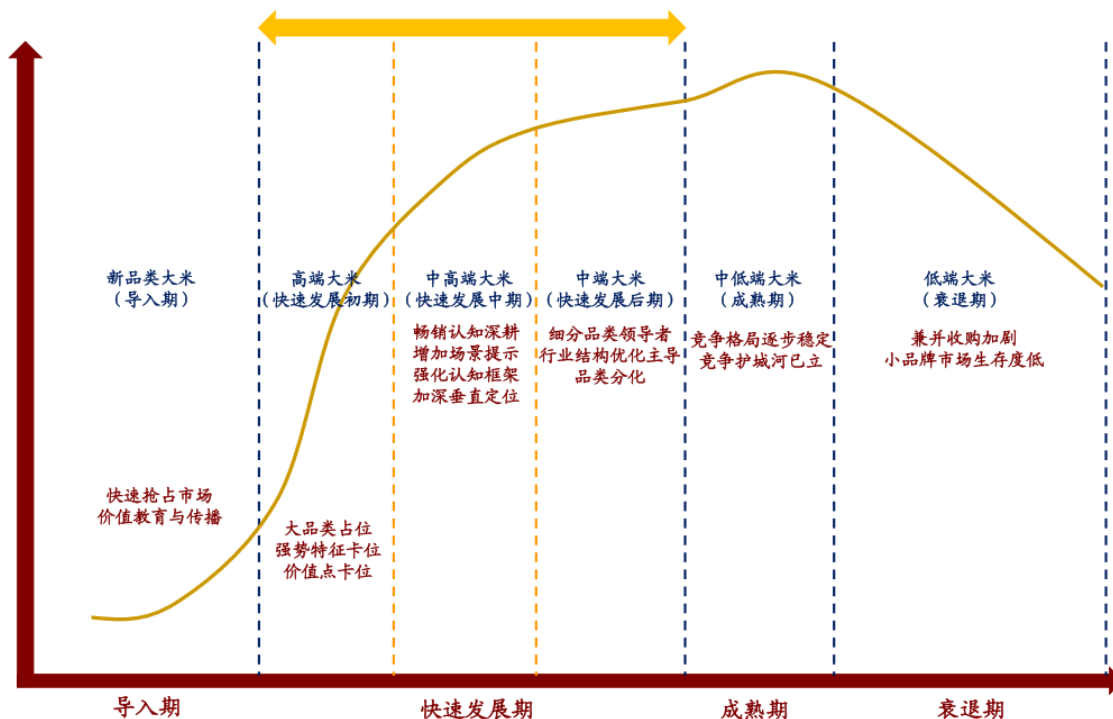
图 14: 半天妖与风光里合作推进大米餐饮直供



资料来源: 农参、招商证券

价值链侧驱动：中高端产品（如中高端大米）处于产业生命周期快速发展期，充足利润空间强化渠道控制力。1) 生命周期维度：相较于中低端大米、中端大米已处于产业成熟期、快速发展后期，中高端大米、高端大米仍在产业快速发展中期与初期，后续增长潜力较足，具备更多的战略方向与机会。2) 价值链维度：中高端品牌大米有着足够的利润空间来调动产业链上下游资源，从而强化对于线上、线下渠道的控制能力（经销商、农贸市场、BC、KA、商超、新零售、企业福利团购等），平抑单一渠道所存在的波动局限，长期稳健地提升企业业绩。

图 15: 大米产业生命周期情况



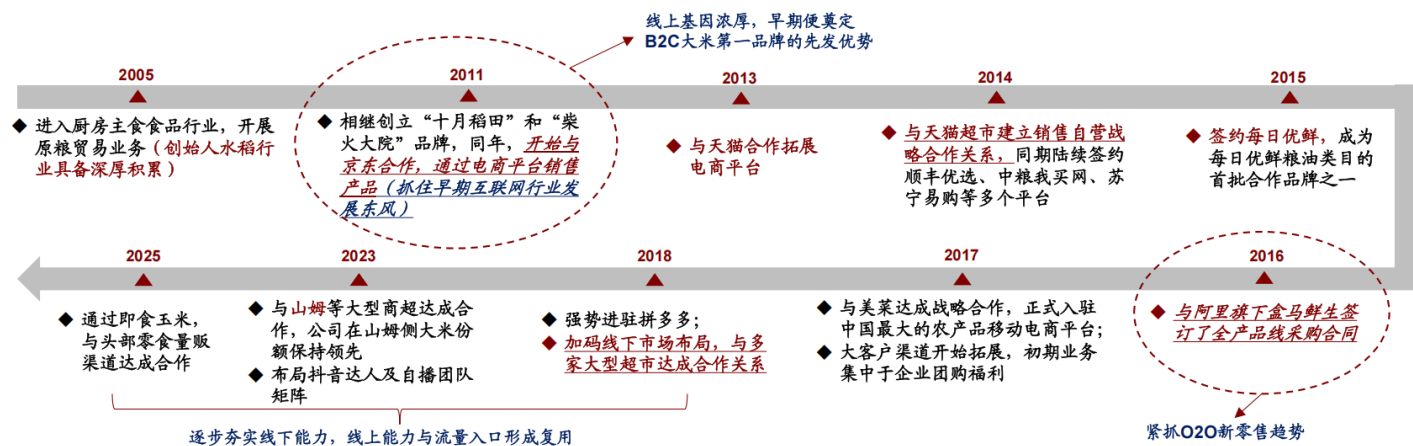
资料来源：欧赛斯、招商证券整理绘制

2、十月稻田主食“新消费”思路明确，动作灵活应对行业变革

(1) 创始人夫妇眼光独到，公司天生基因灵活

创始人夫妇眼光独到，公司天生基因灵活，敏锐捕捉多波大米行业变革浪潮。2011 年当互联网生意逐步兴起时，公司创始人夫妇便成立“十月稻田”和“柴火大院”品牌于京东平台发力，站稳脚跟后公司便确立中高端大米发展方向，且对于线上渠道进行全面覆盖，奠定公司 B2C 中高端大米第一品牌的先发优势。同时，随着 2015 年 O2O 领域逐步火热，公司便与发展早期的盒马达成合作，再一次抢抓新零售风口。2018 年起公司逐步加码线下布局，KA、商超覆盖面全面扩大，当前公司已与山姆、胖东来、永辉等高势能商超达成合作，持续推进品类扩产创新。同时公司积极关注新渠道发展机遇，逐步接触零食量贩等全新渠道，全面响应新消费时代下的渠道拓展方向。

图 16: 公司基因灵活、紧抓多波行业渠道变革风潮

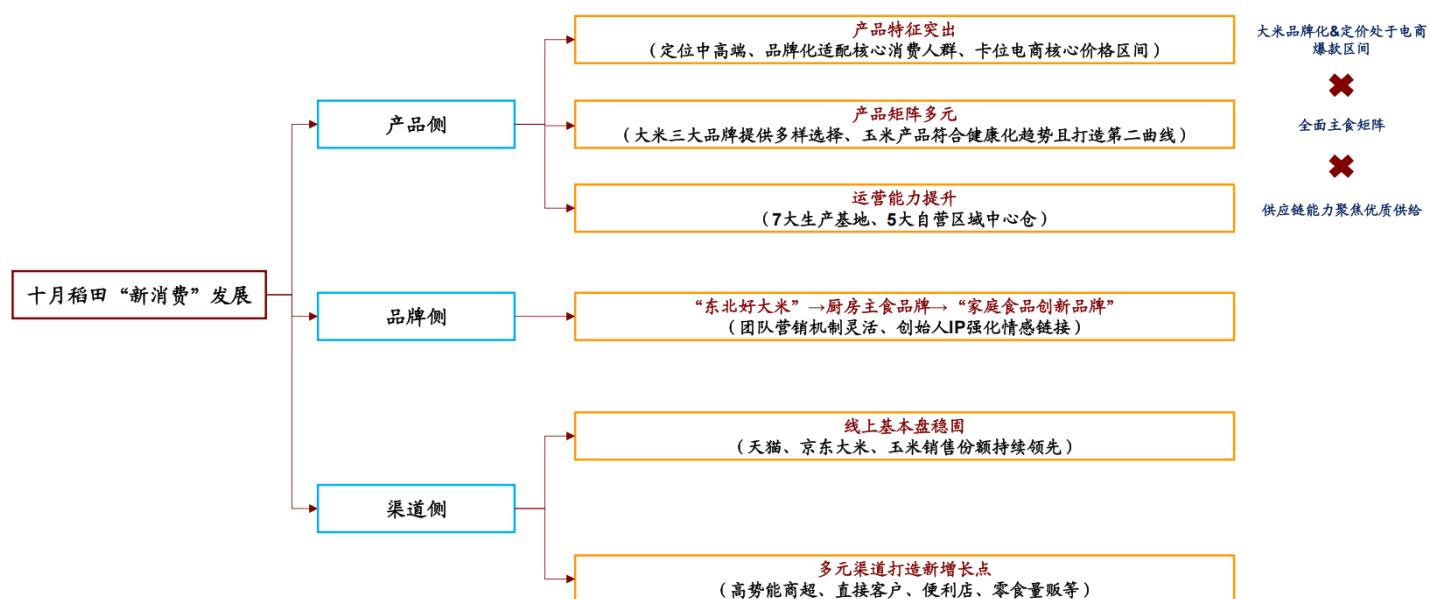


资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

（2）公司主食“新消费”思路明确，产品卡位与渠道拓展兼具心得

我们在此前《新消费系列报告一：国内 70 后-00 后消费特征代际复盘及情绪消费相关思考》曾指出，在情绪消费时代下，1) 产品侧：需要产品特征突出（卡位重点人群）、运营能力提升（产品矩阵完善、品类扩张）。2) 渠道侧：多渠道拓展淡化单一渠道依赖所带来的局限与波动。综合来看，我国主食行业面临市场集中度低、同质化竞争严重等问题，大多数企业停留在区域市场，缺乏有效的产品、品牌与渠道建设策略，而十月稻田的发展思路恰好契合“新消费”发展方向。

图 17: 十月稻田主食“新消费”发展思路拆解



资料来源：招商证券整理绘制

产品侧：品类认知与中高端定位深化，产品矩阵扩张与运营能力提升强化增长动能

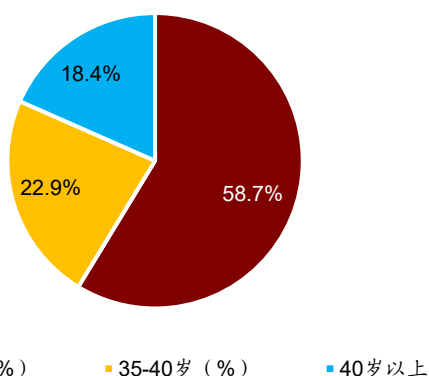
产品侧：东北大米强化心智，中高端定位适配核心人群、保持较高复购率。一方面，公司主打长粒香、五常大米产品明确大米产地，满足消费者对于东北大米的需求，强化符号意识，获得较一般散装大米的包装溢价。另一方面，根据弗若斯特沙利文调研数据，2022年公司81.6%的客户年龄在40岁以下，公司电商渠道5kg轻量装适配年轻家庭，且电商渠道35.9元（5kg稻香米）、39.9元（5kg五常香米、5kg长粒香大米）等精准卡位电商消费决策区间，促进产品转化。

表 5：京东平台上十月稻田品牌大米较散装大米具备一定溢价

品牌	十月稻田	十月稻田	十月稻田	十月稻田	散装大米	散装大米	散装大米
品类	稻香米	长粒香大米	五常香米	生态胚芽米	稻香米	长粒香大米	生态胚芽米
价格（元）	35.9元	39.9元	39.9元	32.8元	10.8元	27.0元	27.0元
重量（kg）	5kg	5kg	5kg	2.5kg	2.5kg	5kg	2.5kg
单价（元/kg）	7.18元/kg	7.98元/kg	7.98元/kg	13.12元/kg	4.32元/kg	5.4元/kg	10.8元/kg

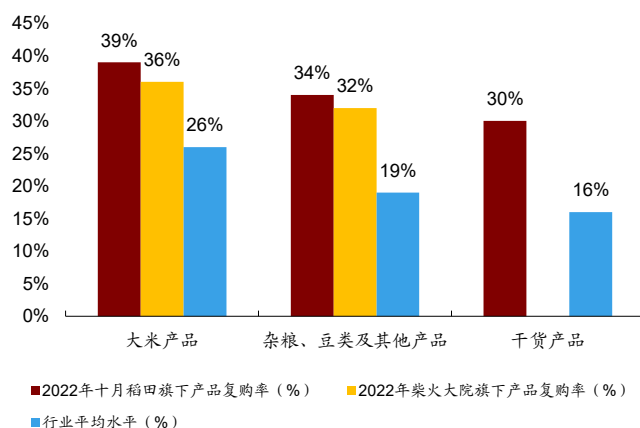
资料来源：京东、招商证券（注：价格已考虑折扣因素）

图 18：2022 年十月稻田客户画像（%）



资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、招商证券

图 19：公司产品复购率保持领先（%，以京东平台为例）



资料来源：公司公告、招商证券（注：按 2022 年京东销售额计算）

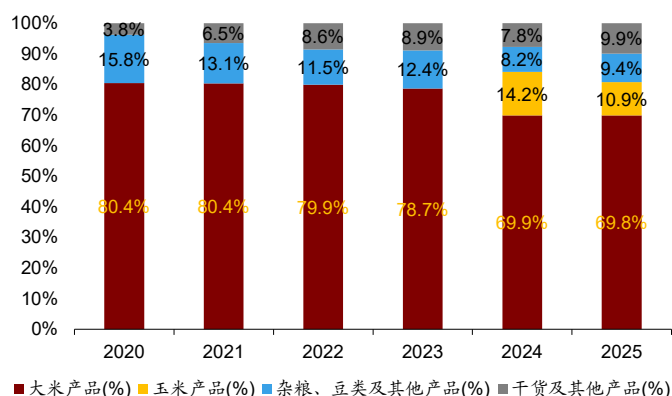
大米三大品牌提供差异性产品，玉米产品顺应健康化趋势、逐步打造第二增长曲线。当前公司已形成十月稻田、柴火大院与福享人家三大品牌，分别定位大众市场与中高端市场，品牌矩阵多元可阶梯式提供产品。同时，为满足消费者健康化、轻量化、零食化的需求，公司相继开发黄糯玉米、白糯玉米、鲜食水果玉米、即食玉米段、水果玉米粒等 30 余款玉米产品，2024 年起公司玉米产品占收比已超 10%，逐步打造公司第二增长曲线。

表 6：十月稻田三大品牌情况

品牌名称	核心定位
十月稻田	十月稻田于 2011 年推出，定位为专注满足大众市场消费者需求的多品类厨房主食食品品牌
柴火大院	柴火大院于 2011 年推出，定位为中高端市场
福享人家	福享人家于 2018 年推出，致力于为中国家庭提供物有所值的优质大米产品

资料来源：公司公告、招商证券

图 20: 2020-2025 十月稻田营收拆分 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 21: 十月稻田玉米产品情况



资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 按 2022 年京东销售额计算)

产业链侧: 聚焦优质供给, 持续打造采购、生产、检验、仓储等核心能力。公司产品坚持产地源头直采, 当前已建立 7 大生产基地 (2025 年底) 与 5 大自营区域中心仓, 覆盖超 20 家平台/超 600 家经销商, 采购能力可覆盖 150 亿元销售规模需求。

图 22: 十月稻田产业链侧布局情况



资料来源: 公司官网、招商证券

表 7: 2020-2022 年十月稻田重点生产基地产能利用率情况 (万吨, %)

生产基地	2020 年			2021 年			2022 年		
	设计产能 (万吨)	实际生产 (万吨)	利用率 (%)	设计产能 (万吨)	实际生产 (万吨)	利用率 (%)	设计产能 (万吨)	实际生产 (万吨)	利用率 (%)
沈阳新民生产基地	30.2	20.8	68.9%	64.0	36.6	57.3%	79.0	41.6	52.6%
五常生产基地	13.0	7.8	60.2%	18.7	12.4	66.2%	29.5	15.0	50.9%
敖汉生产基地	-	-	-	-	-	-	3.2	0.9	26.5%
总计	43.1	28.6	66.3%	82.7	49.0	59.3%	111.8	57.4	51.4%

表 8: 十月稻田生产基地新增产能扩建情况

生产基地	产品品类	新增设计年产能 (万吨)	预计竣工年份	预计投资额 (亿元)
沈阳新民生产基地	大米产品、杂粮、豆类及其他产品	11.3	2025 年	5.20
五常生产基地	大米产品、杂粮、豆类及其他产品	18.5	2024 年	2.01
松原生产基地	大米产品、杂粮、豆类及其他产品	14.9	2026 年	1.06
通河生产基地	大米产品、杂粮、豆类及其他产品	20.5	2025 年	1.23
敖汉生产基地	杂粮、豆类及其他产品	18.5	2025 年	0.93

资料来源: 公司招股说明书、招商证券

竞争份额方面，公司在国内中高端大米行业中份额保持领先。根据弗若斯特沙利文数据，2022 年公司以 0.2% 的份额位列国内厨房主食行业市场份额第五，且分别以 4.0% 与 9.7% 的份额位列国内预包装优质大米与预包装东北大米行业第一，显示公司在国内中高端大米行业中的领先地位。

表 9: 2022 年按收入计算中国前五大厨房主食食品市场参与者份额情况 (%)

2022 年按收入计算中国前五大厨房主食食品市场参与者排名		
排名	名称	市场份额
1	公司 A (从事农副食品加工行业的非上市公司)	2.3%
2	公司 B (国内从事农产品及食品加工行业的上市公司)	2.3%
3	公司 C (以农产品为核心业务的非上市公司)	1.7%
4	公司 D (非上市农业公司)	0.4%
5	十月稻田	0.2%

资料来源: 公司公告、弗若斯特沙利文、招商证券

表 10: 2022 年按收入计算中国前五大预包装大米及细分品类参与者份额情况 (%)

2022 年按收入计算中国前五大预包装大米市场参与者排名		
排名	名称	市场份额
1	公司 B (国内从事农产品及食品加工行业的上市公司)	5.2%
2	公司 C (以农产品为核心业务的非上市公司)	4.2%
3	十月稻田	2.8%
4	公司 E (集食品研发、生产、加工、批发、零售、运输及国际贸易于一体的综合性食品企业集团)	1.0%
5	公司 F (上市农业公司)	0.6%
2022 年按收入计算中国前五大预包装优质大米市场参与者排名		
排名	名称	市场份额
1	十月稻田	4.0%
2	公司 B (国内从事农产品及食品加工行业的上市公司)	3.5%
3	公司 C (以农产品为核心业务的非上市公司)	2.7%
4	公司 E (集食品研发、生产、加工、批发、零售、运输及国际贸易于一体的综合性食品企业集团)	0.5%
5	公司 F (上市农业公司)	0.4%
2022 年按收入计算中国前五大预包装东北大米市场参与者排名		
排名	名称	市场份额
1	十月稻田	9.7%
2	公司 B (国内从事农产品及食品加工行业的上市公司)	6.5%
3	公司 C (以农产品为核心业务的非上市公司)	3.7%
4	公司 E (集食品研发、生产、加工、批发、零售、运输及国际贸易于一体的综合性食品企业集团)	0.9%
5	公司 F (上市农业公司)	0.7%

资料来源: 公司公告、弗若斯特沙利文、招商证券

对比金龙鱼、福临门，相较于传统粮油巨头，公司互联网原生&高端大米垂直深耕属性站稳自身细分赛道。相较于传统主食巨头金龙鱼与福临门，十月稻田重点发力线上并逐步拓展线下，线上渠道份额领先并紧抓核心受众。且一方面公司以高毛利单品驱动，整体大米毛利率较金龙鱼、福临门而言更高，线上有更多价值空间应对传统巨头竞争；另一方面金龙鱼、福临门线下渠道更为完善，米面粮油一体化销售已成体系，线上销售更多为其 C 端补充，也为十月稻田成长提供一定空间。

表 11: 十月稻田与金龙鱼、福临门大米销售对比

	金龙鱼 (益海嘉里)	福临门 (中粮)	十月稻田
大米销售优势点	全品类协同、渠道下沉	B 端稳固、线上提速	线上基本盘、高端化、场景化与即时零售全面发力

大米销售特征	粮油一体化与全渠道规模走量，大米产品低毛利但高周转，经销商网络最广，B端与C端均衡粮油米面一体化销售，大米作为食用油、面粉的流量配套产品，在商超/餐饮渠道多以“油米组合”“米面套餐”等形式组合销售，借由食用油的强势带动大米铺货	国央企背景+B端主导+品类协同，大米产品走性价比路线，在北方更为强势，线上份额逐步走高	互联网原生+高端大米垂直深耕，以线上主导、高毛利、多渠道场景化单品驱动
核心模式		中粮全产业链协同，大米与食用油、面粉、杂粮打包供应，借助中粮全国的仓储与物流网络分销，在B端（机关单位、学校、企业团餐等场景中）较为强势	大米垂直品牌并全面拓展家庭食品全领域，电商起家+C2M订单生产能力夯实基础，线上再逐步为线下引流
渠道结构	B端、C端均衡	B端占比更高，C端以商超、电商为主，线上增速较快	线上销售主导，线下高势能商超迅速起量、当前经销商网络占比较低
终端覆盖	全国 83 个生产基地+120 万终端网点，“金龙鱼优选家”社区店下沉县域	20+销售分公司，商超铺货率高，北方优势显著，南方渗透不断加强	7 大生产基地与 5 大自营区域中心仓，覆盖超 20 家平台/超 600 家经销商，前置仓布局即时零售小包装（500g-5kg）+高端东北米、场景化细分（如一人食、鲜米、联名款等）、高毛利单品驱动
产品策略	全价格带覆盖，以规模走量为主，高端占比相对较低	主打东北米、苏北大米，性价比+国企背书	
整体毛利率情况	6.6% (9M25)	-	19.9% (25A)
经销商总数	9229 家 (25H1)	-	超 600 家
经销商区域分布	全国均衡覆盖	北方密集、南方逐步加强	东北产区+核心城市

资料来源：Wind、公司官网、公司公告、招商证券整理

品牌侧：从品类认知到品牌心智，打造全方位“家庭食品创新品牌”

强化品牌认知，“双创始人 IP+全域整合营销”提升消费者共鸣。2025 年公司正式将品牌定位升级为“家庭食品创新品牌”，同步启用全新品牌宣传语，显现出公司由品类认知向全面家庭食品解决方案提供者的战略转变。同时公司两位联合创始人 2024 年起开始着力打造创始人 IP，目前全网粉丝已超百万，公司创始人始终秉持“在一线打仗”的管理风格，亲自参与渠道拓展与运营，强化公司务实、敏捷的文化底色。同时，公司也跨界联名《新白娘子传奇》《猫咪和汤》等热门 IP，赞助吉林马拉松等健康主题赛事，深度融合多类型年轻文化元素，成功将产品植入 Z 世代消费场景，进一步提升品牌在年轻消费者中的情感共鸣。

注重人才培养，灵活开放组织机制提升公司市场响应能力。团队建设方面，十月稻田强调能力优先，注重在实践中培养人才，公司给予年轻团队充分的授权与试错空间，使得内部团队可在实际运营过程中积累经验，从而持续优化产品与分渠道策略，促使十月稻田可以及时响应市场变化，为品牌在竞争激烈的主食市场中保持坚实竞争力。

图 23：公司全新品牌标语



资料来源：公司官网、招商证券

图 24：十月稻田与猫咪和汤联名情况



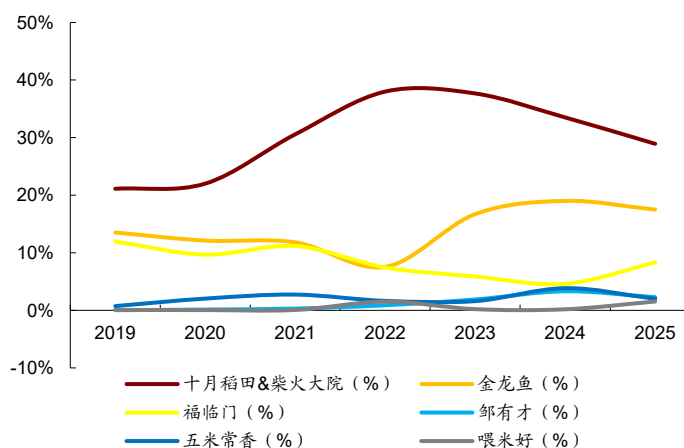
资料来源：公司微信公众号、招商证券

渠道侧：天猫、京东基本盘扎实，多元渠道打开新增长点

公司大米、玉米天猫、京东侧销售基本盘扎实，大米份额保持领先、玉米份额快速提升。根据久谦数据，1) 大米方面，2025 年十月稻田在天猫、京东平台大米销售份额分别为 28.9% 与 35.1%，整体保持稳定，相较于金龙鱼、福临门等重点竞对保持领先。2) 玉米方面，2025 年十月稻田在天猫、京东平台玉米销售份额分别为 15.6% 与 40.0%，天猫平台份额迈入两位数（同比+6.0pct）、京东平台份额持平，明显领先于主要竞对。

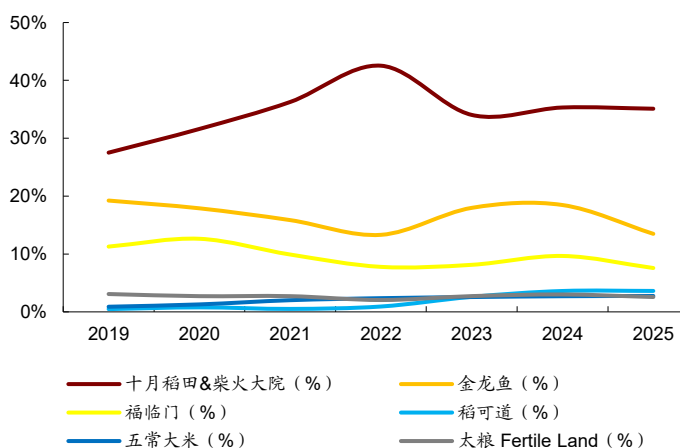
线上抖音、拼多多挖掘电商新增量，线下全面进入多高势能渠道。1) 线上方面：除天猫、京东基本盘外，公司于抖音、拼多多采取相应策略挖掘电商新增量。抖音侧公司黄糯玉米棒、玉米浆包、杂粮等单品持续导入，通过产品结构调整提升盈利能力。拼多多侧采用店群模式，依托平台推荐逻辑与多链接曝光实现流量拓展。2) 线下方面：公司山姆侧份额保持领先，后续有望持续受益于国内门店扩张；凭借品牌力、完善资质与高性价比强势切入国央企采购、银行保险积分兑换等央国企团购场景；此外，公司公告已与零食量贩头部系统达成合作，零食量贩等场景拓展迅速。

图 25：2019-2025 年天猫平台大米销售份额情况 (%)



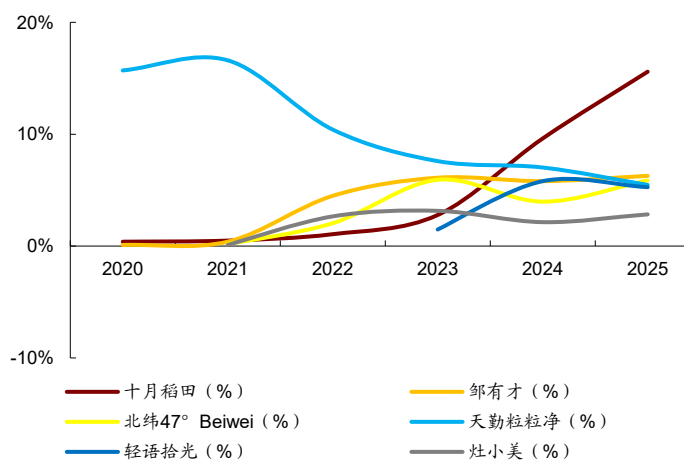
资料来源：久谦数据、招商证券

图 26：2019-2025 年京东平台大米销售份额情况 (%)



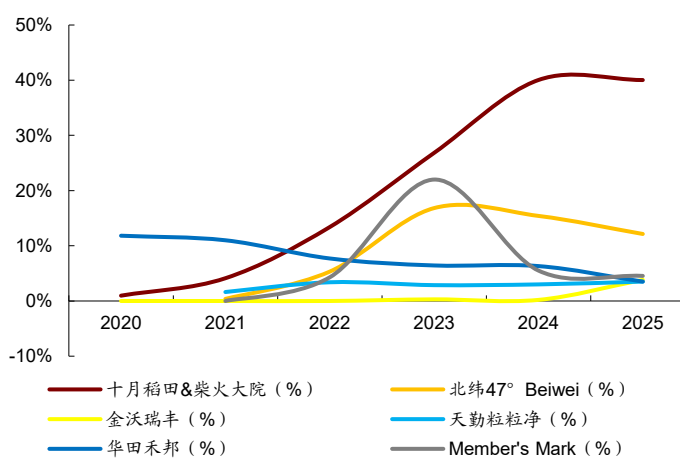
资料来源：久谦数据、招商证券

图 27：2020-2025 年天猫平台玉米销售份额情况 (%)



资料来源：久谦数据、招商证券

图 28：2020-2025 年京东平台玉米销售份额情况 (%)



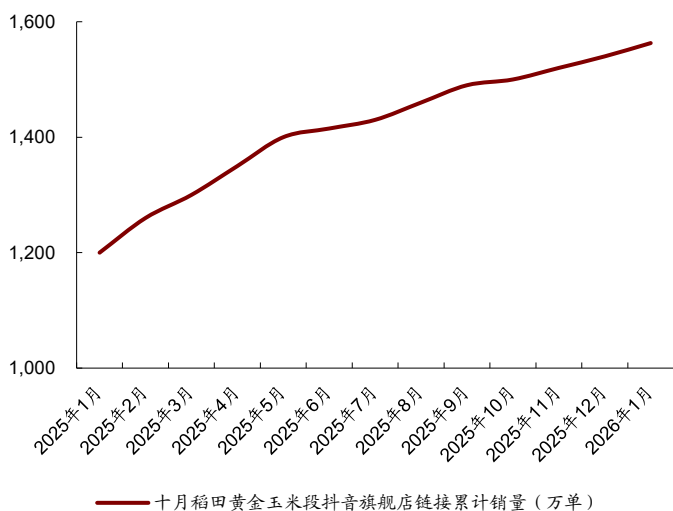
资料来源：久谦数据、招商证券

三、增长抓手：渠道立本拓新，线上线下多点开花

(1) 线上：抖音聚焦爆款单品，拼多多店群扩张

抖音侧：聚焦爆款大单品，优化产品结构、培养自播团队强化盈利能力。公司抖音平台聚焦玉米段、玉米浆包、杂粮等大单品，截至 2026 年 1 月，公司抖音官方旗舰店黄糯玉米单品链接累计销量已超过 1,560 万单，且公司黄金玉米段上榜 2025 年“618”抖音米面粮油热卖金榜 TOP1、黄糯玉米上榜 2025 年“双十一”非转基因玉米好物榜 TOP1，显示出公司爆款玉米产品的持续热销能力。此外公司持续推进产品深加工，布局玉米浆包、杂粮饭团等产品，促进产品结构优化，以深加工方式提升产品毛利率。同时，面临抖音投流价格提升等问题，公司一方面培养自身直播团队；另一方面不依赖于头部主播，如公司当前与与辉同行合作，粉丝群体适配，对于品牌宣传与心智产生积极影响，且公司更多通过抖音宝妈群体直播触达目标客户，提升抖音渠道盈利能力。

图 29：公司抖音自营店黄糯玉米单品链接累计销量情况（万单）



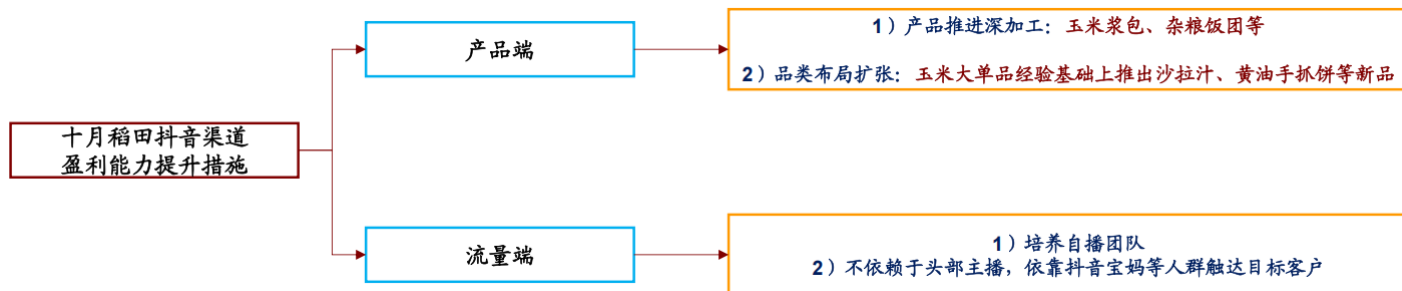
资料来源：抖音商城、招商证券

图 30：25 年“618” 十月稻田黄金玉米段上榜抖音米面粮油热卖金榜 TOP1



资料来源：抖音商城、中国质量报、招商证券

图 31：十月稻田抖音渠道盈利能力提升的相关措施



资料来源：招商证券整理绘制

(2) 线下：高势能商超、央国企团购、零食渠道等多点开花

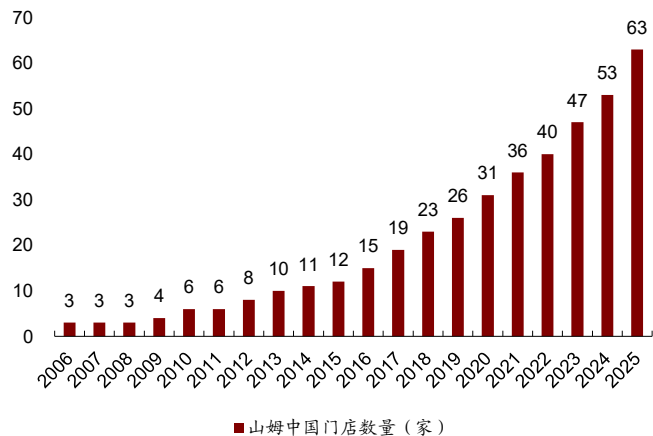
重点高势能商超方面，伴随商超门店数量提升营收有望线性增长。公司长粒香大米位列山姆米面杂粮热度榜 TOP1（月销超 20 万件）、新鲜米位列山姆米面杂粮热度榜 TOP6（月销超 5 万件）。2025 年山姆中国内地门店数量达 63 家（新增 10 家），付费会员数量超 1,070 万人，会员人均消费约 1.3 万元（同比+17%），2026 年山姆门店有望进一步下沉，从省会城市向经济强县密集布局延伸，公司山姆侧营收有望伴随山姆国内门店数量拓展增长。

表 12: 山姆会员店米面杂粮热度榜前十情况

序号	品牌	产品名称	售价	月销情况	评价数量	好评率
1	十月稻田	优质东北大米长粒香 (5kg*2)	69.8 元	20 万+件	5 万+	97.2%
2	Member's Mark	有机小米 2.3kg	42.9 元	10 万+件	2 万+	98.5%
3	Member's Mark	有机三色糙米 2.1kg	39.8 元	10 万+件	1 万+	98.7%
4	Member's Mark	雪花粉 (多用途小麦粉) 8kg	88 元	5 万+件	3 万+	98.8%
5	金龙鱼	小町香米 (5kg*2)	69.8 元	5 万+件	1 万+	94.3%
6	十月稻田	新鲜米 (2.5kg*2)	59.9 元	5 万+件	2 万+	97.8%
7	Member's Mark	高筋小麦粉 8kg	54.9 元	5 万+件	4 万+	98.8%
8	华望	有机五常大米 (5kg*2)	158 元	1 万+件	2 万+	98.0%
9	Member's Mark	有机大豆 2kg	36.8 元	1 万+件	0.6 万+	96.6%
10	Member's Mark	有机三色藜麦米 2.2kg	88 元	1 万+件	2 万+	98.8%

资料来源：山姆会员商店、招商证券（注：榜单为 2026 年 1 月数据）

图 32: 山姆中国门店数量情况 (家)



资料来源：公司官网、招商证券

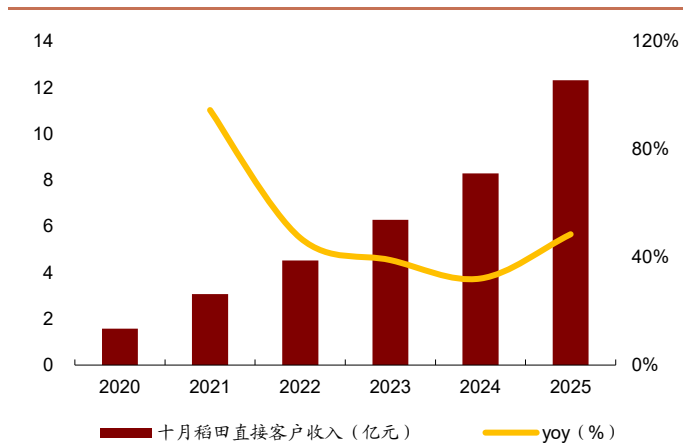
图 33: 2025 年山姆中国新开门店情况

序号	开业时间	门店	备注
1	2025 年 3 月 20 日	浙江嘉兴店	华东新城市首店
2	2025 年 4 月 15 日	安徽合肥店	安徽首店
3	2025 年 5 月 28 日	武汉江岸店	武汉第二家门店
4	2025 年 9 月 10 日	广东中山店	广东新城市首店
5	2025 年 10 月 20 日	江苏张家港店	全国第三个县级市门店
6	2025 年 10 月 31 日	深圳宝安店	深圳第五家门店
7	2025 年 11 月 12 日	江苏扬州店	江苏新城市首店
8	2025 年 11 月 21 日	北京昌平店	北京最大山姆门店
9	2025 年 12 月 16 日	上海金桥店	上海浦东第三家店, 上海门店总数达到 7 家
10	2025 年 12 月 22 日	广州荔湾店	广州第三家门店

资料来源：公司官网、招商证券

直接客户方面：公司品牌力提升愈发获得认可。2025 年公司直接客户收入 12.32 亿元 (yoy+48.51%)，收入增长较 2024 年进一步提速。公司直接客户销售主要包含餐饮公司、农产品公司以及其他企业及个人客户。十月稻田近年来品牌力持续提升、采购资质与供应链体系不断完善，促使公司进入更多直接客户采购供应商名录。

图 34: 2020-2025 十月稻田直接客户收入情况(亿元, %)



资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 直接客户主要包含餐饮公司、农产品公司以及其他企业及个人客户)

图 35: 东航 APP 五常大米积分兑换页销量排名前四产品情况



资料来源: 东方航空 APP、招商证券 (注: 以销量排序)

其他渠道方面: 1) 其他重点商超方面, 胖东来侧公司渠道定制特等五常大米等专供产品份额较高; 永辉侧公司聚焦大单品策略以提升现有单店效率。2) 零食量贩方面, 根据公司公告, 公司积极拥抱零食量贩渠道所带来的增长基于, 目前已与零食量贩头部系统达成合作。3) 经销商方面, 后续公司仍将持续推进线下经销商下沉, 通过调整产品品类的方式提升经销商推广动力。

图 36: 十月稻田在胖东来侧货架情况示例



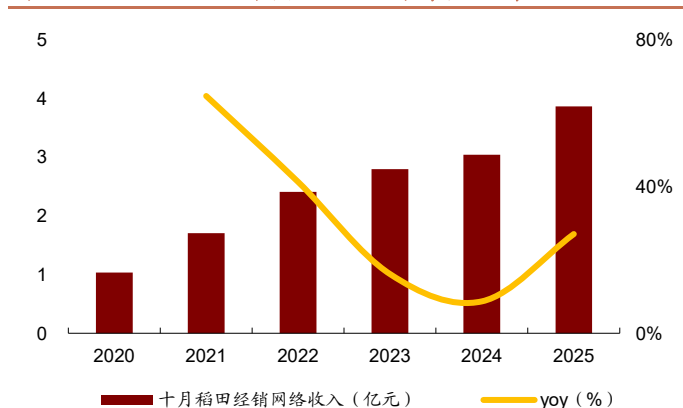
资料来源: 中国质量报、招商证券

图 37: 郑州大型商超内十月稻田货架示例



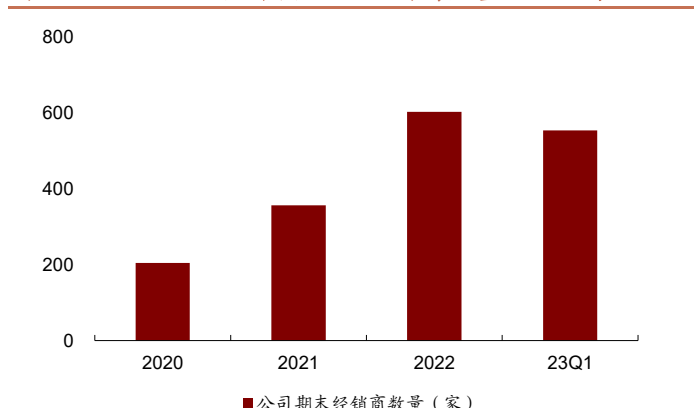
资料来源: 河南新闻广播、招商证券

图 38: 2020-2025 十月稻田经销商收入情况(亿元, %)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 39: 2020-23Q1 十月稻田经销商数量变化(家)



资料来源: 公司公告、招商证券

四、投资建议：主食新消费领先品牌，渠道立本拓新 夯实动能

本篇报告深度分析厨房主食行业的行业规模、竞争格局与品牌化发展趋势，十月稻田作为主食行业新消费领先品牌，在产品卡位与渠道拓展方面兼具心得，公司天生基因灵活抢占多维高势能渠道。后续来看，公司线上京东、天猫基本盘稳固，抖音、拼多多等贡献增量；线下高势能商超、央企团购、零食渠道等多点开花，增长路径明确。

主食行业竞争相对分散，中高端集中度相对提升，品牌化发展趋势明确。主食行业主要包含烹饪过程中所需的大米、玉米、面粉、杂粮、干货等食品原材料，其中大米系主食行业核心市场，玉米、杂粮等后续复合增速较快，渠道维度线上及杂货零售渠道潜力逐步被激发，相较于传统渠道具备更高增长率。国内主食行业竞争较为分散，中高端市场集中度相对提升。后续来看，主食品牌化发展系趋势所向，主要系 1) 消费者小包装化、鲜食与健康化、产地偏好等需求日益突出，线上化消费已不可逆、线下餐饮共同助推主食品牌化发展。2) 价值链侧中高端产品(如中高端大米)产业生命周期快速发展期，充足利润空间强化渠道控制力。我们认为，主食品牌化方面身位领先、细分中高端领域份额居前的企业有望持续受益。

家庭食品创新品牌，深耕主食领域二十余年。十月稻田系国内领先的家庭食品创新企业，致力于为客户提供预包装优质大米、玉米、杂粮、豆类及干货产品，保持多渠道销售覆盖。2021-2025 年营收 CAGR 达 17.29%，净利润持续修复，品牌势能不断释放，近年来营收增速与毛利率水平较同类可比公司保持领先。近期公司公告拟使用最多 1 亿港元进行股份回购，彰显公司发展信心。

十月稻田主食“新消费”思路明确，动作灵活应对行业变革。十月稻田天生具备灵活基因，创始人夫妇自 2011 年以来紧抓互联网电商、O2O 新零售等多波行业变革浪潮，在激烈的行业竞争中奠定公司内核。同时公司主食新消费发展思路明确，产品侧公司品类认知与中高端定位深化，产品矩阵扩张与运营能力提升强化增长动能；品牌侧从品类认知到品牌心智，打造全方位“家庭食品创新品牌”；渠道侧线上天猫、京东基本盘扎实，多元渠道打开新增长点。产品、品牌、渠道多维发力，有望在情绪消费时代进一步扩大销售规模，再一次抓住行业变革契机。

后续增长抓手仍在渠道，线上线下多点开花。1) 线上：公司天猫、京东市场份额稳定，基本盘牢固，后续抖音侧聚焦爆款大单品，优化产品结构、培养自播团队强化盈利能力；拼多多侧采用店群思路，依靠平台推荐模式实现自营店快速扩张。2) 线下：高势能商超中，伴随高势能体系门店数量提升、公司营收有望线性增长；直接客户采购关注质价比，公司品牌力提升愈发获得认可，25 年以来公司直接客户收入增长进一步提速。

投资建议：主食新消费领先品牌，渠道立本拓新夯实动能。十月稻田作为主食行业新消费领先品牌，在产品卡位与渠道拓展方面兼具心得，公司基因灵活，当前线上天猫、京东基本盘稳固，抖音、拼多多贡献增量；线下高势能商超、直接客户采购、零食量贩、经销商侧全面开花，有望助力公司营收继续快速增长。预计 26-28 年公司归母净利润为 6.13 亿元、7.50 亿元、8.93 亿元，对应 PE 分别为 10.0 倍、8.2 倍与 6.9 倍，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

表 13: 十月稻田营收预测 (百万元, %)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	3,598.25	4,532.92	4,867.03	5,745.32	6,809.97	8,091.54	9,356.31	10,606.22
yoy (%)	54.63%	25.98%	7.37%	18.05%	18.53%	18.82%	15.63%	13.36%
1.大米产品	2,891.60	3,621.74	3,830.30	4,014.46	4,755.07	5,523.02	6,247.64	6,941.13
yoy (%)	54.51%	25.25%	5.76%	4.81%	18.45%	16.15%	13.12%	11.10%
2.玉米产品			130.80	815.11	740.35	888.42	1,048.34	1,205.59
yoy (%)				523.17%	-9.17%	20.00%	18.00%	15.00%
3.杂粮、豆类及其他产品	471.94	523.23	470.70	469.54	638.68	814.31	996.72	1,199.65
yoy (%)	28.47%	10.87%	-10.04%	-0.25%	36.02%	27.50%	22.40%	20.36%
4.干货及其他产品	234.71	387.95	435.22	446.22	675.87	865.79	1,063.62	1,259.86
yoy (%)	166.02%	65.29%	12.18%	2.53%	51.47%	28.10%	22.85%	18.45%
毛利率拆分 (%)	14.94%	17.20%	12.71%	17.74%	19.87%	18.99%	19.15%	19.32%
1.大米产品	14.07%	16.59%	11.51%	15.68%	18.93%	17.73%	17.83%	17.93%
2.玉米产品			23.95%	30.12%	32.76%	32.26%	32.76%	33.26%
3.杂粮、豆类及其他产品	21.79%	24.15%	23.20%	21.50%	22.63%	22.83%	23.03%	23.23%
4.干货及其他产品	11.83%	13.49%	8.56%	9.76%	9.80%	9.85%	9.90%	9.95%

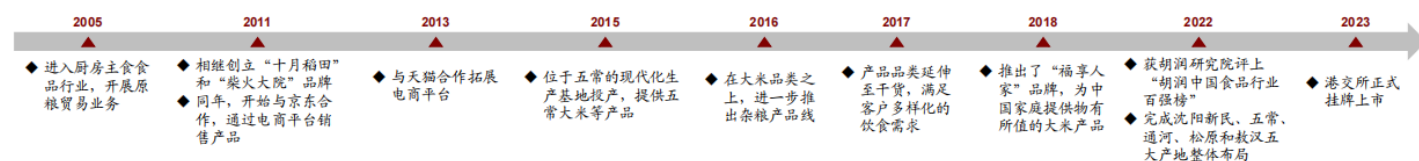
资料来源: Wind、招商证券预测

附录：公司基本情况简介

1、公司定位与发展历程：家庭食品创新品牌，深耕主食领域二十余年

家庭食品创新品牌，深耕主食领域二十余年。十月稻田系国内领先的家庭食品创新企业，致力于为客户提供预包装优质大米、玉米、杂粮、豆类及干货产品，保持多渠道销售覆盖，品牌影响力不断提升。2005 年公司创始人进入厨房主食行业，开展原粮贸易业务；2011 年相继创立“十月稻田”与“柴火大院”品牌并同年开始与京东合作，正式开启公司线上销售拓展之路；2015 年公司位于五常的现代化生产基地投产，供应链能力持续夯实；2018 年“福享人家”品牌正式推出，产品矩阵再次得到完善；2023 年公司在港交所正式挂牌上市，开启公司发展全新篇章。

图 40：十月稻田发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

2、主要产品线：包含大米、玉米、杂粮、豆类与干货等

公司主要产品包含大米、玉米、杂粮、豆类及其他产品、干货及其他产品等。











- 1) 大米产品：**包含不同类别的预包装大米产品，如五常大米、稻香米、长粒香大米、小町米等。
- 2) 玉米产品：**包含不同类别的预包装鲜玉米制品，如黄糯玉米、白糯玉米、黑糯玉米、花糯玉米、水果玉米、水果玉米粒、风味玉米、烘干脱皮玉米粒及其他玉米制品等。
- 3) 杂粮及豆类产品：**包含预包装糙米类混合杂粮、黄小米及红小豆、籽类产品等。
- 4) 干货产品：**主要包含预包装木耳、银耳、莲子、糠、稻壳、碎米等副产品。

图 41: 十月稻田产品线总览



资料来源: 公司官网、招商证券

表 14: 十月稻田三大品牌代表性大米产品示例

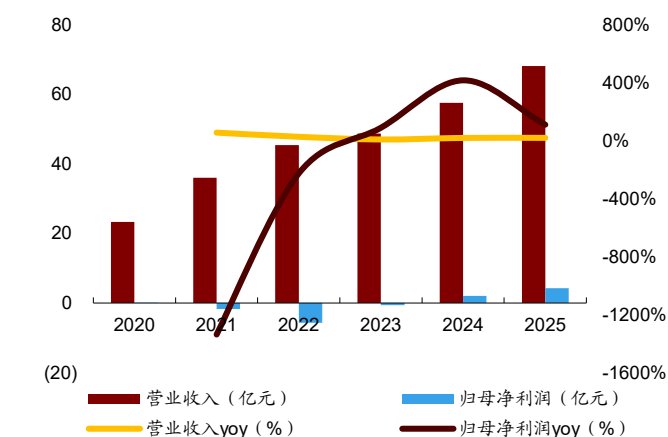
产品类别	产品名称	推出时间	每独立包装净重	每独立包装建议零售价	每净重(公斤)平均建议零售价	代表性包装设计
大米产品 (十月稻田)	经典系列长粒香大米	2013 年	500g 至 25kg	12.8 元至 189 元	8 元	
	经典系列五常大米	2013 年	5kg 至 10kg	69.9 元至 129.9 元	14 元	
	寒露秋香系列长粒香米	2019 年	500g 至 10kg	6.9 元至 99 元	10 元	
	寒露秋香系列五常大米	2019 年	500g 至 10kg	9.9 元至 198 元	19.8 元	
	十月稻田国花系列五常大米	2019 年	2.5kg 至 5kg	59 元至 85.9 元	17.2 元	
大米产品 (柴火大院)	草帽系列五常大米	2014 年	5kg 至 10kg	79 元至 149.9 元	15.8 元	
	草帽系列生态长粒香米	2014 年	5kg 至 10kg	55 元至 110 元	11.0 元	
	国潮系列五常大米	2018 年	5kg 至 10kg	149.9 元至 199 元	30.0 元	
大米产品 (福享人家)	福享人家东北大米	2021 年	5kg 至 10kg	35 元至 59.9 元	7.0 元	
	福享人家长粒香米	2018 年	5kg	39.9 元	8.0 元	

资料来源: 公司公告、招商证券

3、财务分析：大米稳健增长、玉米储备动能，盈利质量得到提升

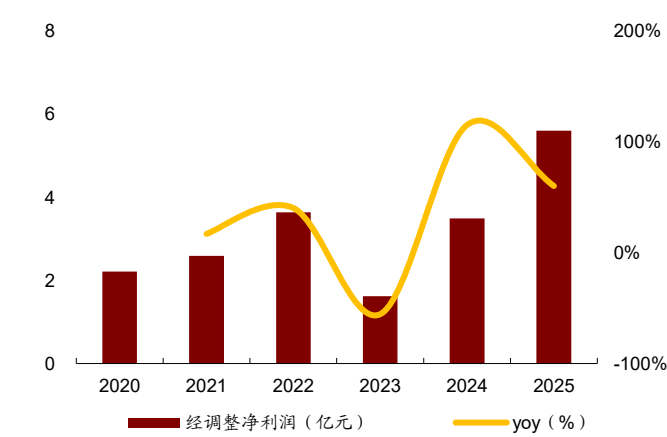
25 年营收持续增长、经调整净利润回暖。 1) 营收方面：2025 年公司实现营收 68.10 亿元 (yoy+18.53%)，2021-2025 年 CAGR 达 17.29%，公司品牌势能不断释放，加速拓展现代商超系统与直接客户，布局即时零售平台，推动营收持续增长。2) 净利润方面：2025 年公司经调整净利润达 5.60 亿元 (yoy+60.35%)，2021-2025 年 CAGR 达 21.25%，主要得益于产品结构优化、公司运营能力提升所致。

图 42：2020-2025 公司营收、净利润情况 (亿元, %)



资料来源：Wind、招商证券

图 43：2020-2025 公司经调整净利润情况 (亿元, %)



资料来源：公司公告、招商证券

表 15：2020-2025 十月稻田经调整净利润明细

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
净利润 (亿元)	0.14	-1.73	-5.64	-0.65	2.04	4.28
产生自以公允价值计量变动计入损益的金融资产净亏损 (亿元)	-	-	-	-	1.45	1.32
向投资者发行的金融工具的账面价值变动 (亿元)	2.07	2.45	1.79	1.81	-	-
以股份为基础的付款	-	1.87	7.40	-	-	-
上市开支 (亿元)	-	-	0.10	0.46	-	-
经调整净利润 (亿元)	2.21	2.59	3.64	1.62	3.49	5.60

资料来源：公司公告、招商证券

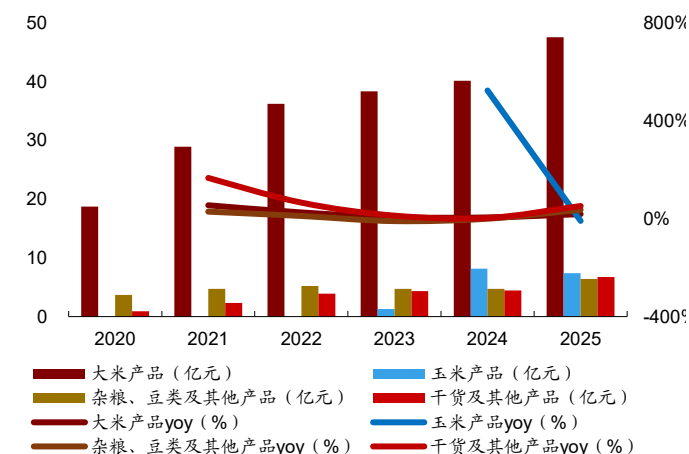
分产品来看，大米销售增长稳健、玉米储备动能；分渠道来看，线上仍系基本盘，商超、直接客户不断贡献增量。

分产品来看，大米销售增长稳健、玉米调整营销策略储备动能。2025 年公司大米产品/玉米产品/杂粮、豆类及其他产品/干货及其他产品分别实现收入 47.55 亿元/7.40 亿元/6.39 亿元/6.76 亿元，同比+18.45%/-9.17%/+36.02%/+51.47%，具体来看，1) 大米产品公司持续调整策略深耕渠道，随着品牌影响力提升，多渠道大米销量增加。2) 玉米产品公司为提升盈利质量调整营销投放策略，短期部分平台销售收入降低，但不改玉米产品长期增长趋势，25H2 公司玉米产品增速已经转正，预计 26 年重回增长快车道。3) 杂粮、豆类、干货产品等公司积极开发新产品、拓展产品矩阵与销售网络，销售收入持续增长。

分渠道来看，线上渠道收入仍系公司基本盘，商超、直接客户渠道贡献增量。2025 年公司线上渠道/现代商超渠道/直接客户/经销网络分别实现收入 39.84 亿元/12.08 亿元/12.32 亿元/3.86 亿元，同比+10.70%/+19.25%/+48.51%/+27.02%，

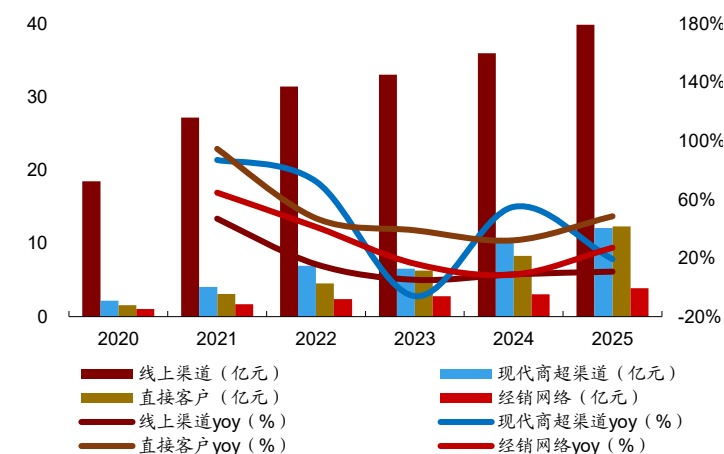
具体来看, 1) 公司电商平台收入稳增, 拼多多、抖音店群贡献线上收入增量。2) 现代商超公司持续扩展产品品类, 且公司品牌认可度提升, 来自企业与个人客户销量增加。3) 经销商网络拓展有序带动营收增长。

图 44: 2020-2025 公司分产品营收情况 (亿元, %)



资料来源: Wind、招商证券

图 45: 2020-2025 公司分渠道营收情况 (亿元, %)

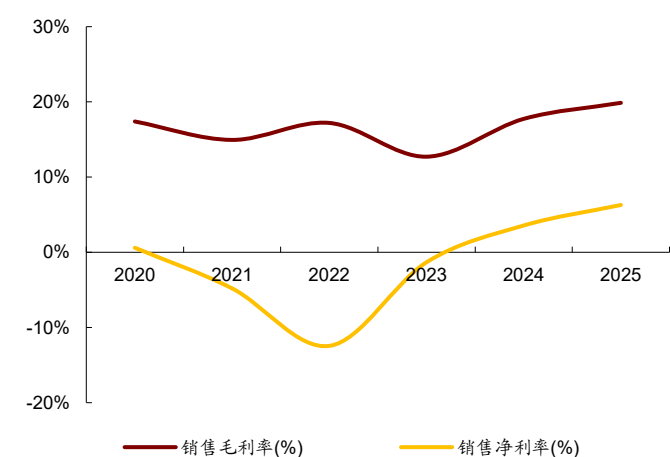


资料来源: 公司公告、招商证券

产品结构与渠道布局调整带动毛利率持续提升, 盈利质量不断夯实。2025 年公司毛利率、净利率、经调整净利率分别为 19.87%、6.29% 与 8.23%, 同比+2.13pct、+2.73pct 与 +2.15pct, 主要系公司持续调整产品结构, 中高端产品销售占比增加, 同时公司持续调整渠道结构与战略布局, 减少对于低毛利渠道投入, 此外原材料水稻价格 2025 年同比有所下降。

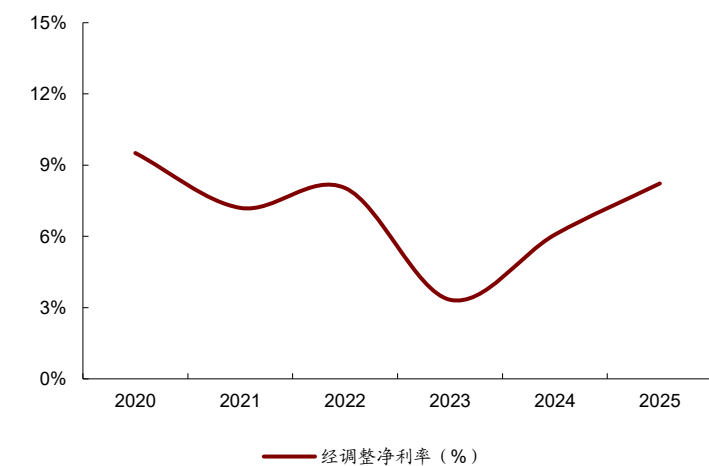
- 分产品来看, 2025 年公司大米/玉米产品毛利率分别为 18.93%/32.76%, 同比+3.25pct/+2.63pct, 公司产品结构调整成果显著, 随着中高端产品销售增加及高毛利渠道投入增加, 公司核心产品毛利率稳中有升。

图 46: 2020-2025 公司毛利率、净利率情况 (%)



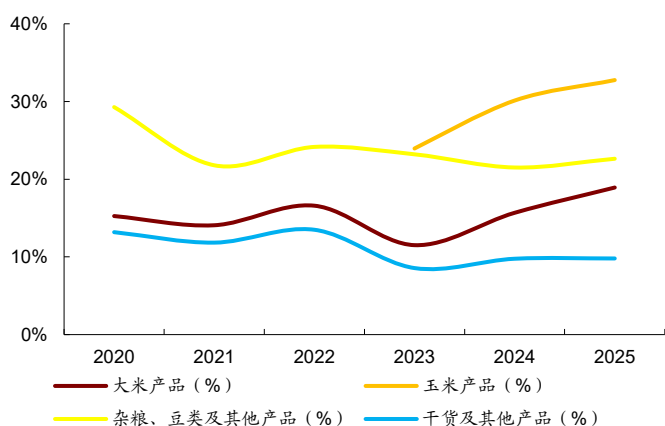
资料来源: Wind、招商证券

图 47: 2020-2025 公司经调整净利率情况 (%)



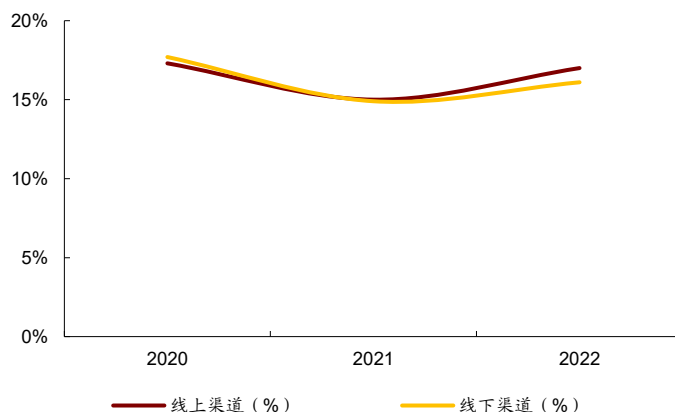
资料来源: 公司公告、招商证券

图 48: 2020-2025 公司分产品毛利率情况 (%)



资料来源: Wind、招商证券

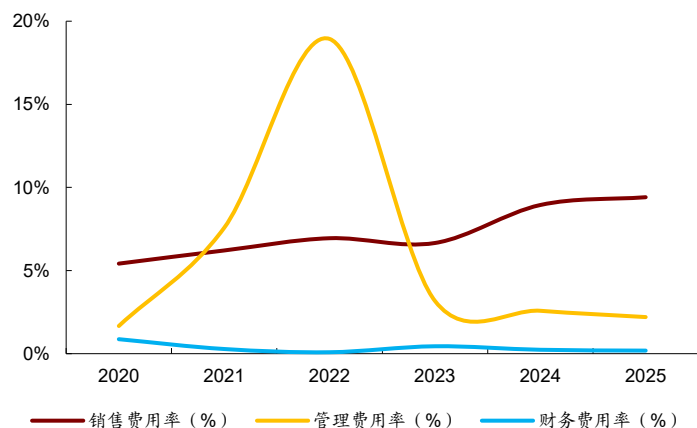
图 49: 2020-2022 公司分渠道毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

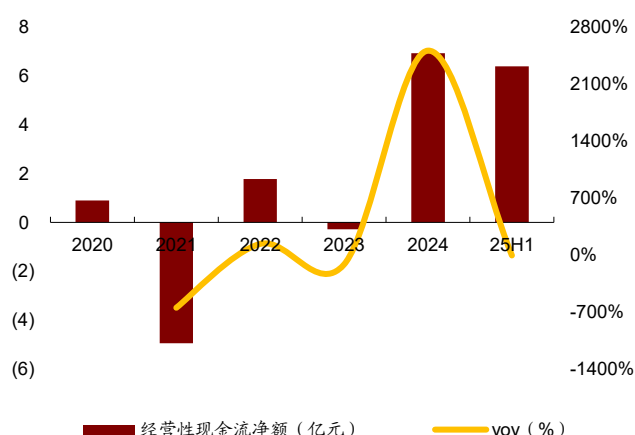
推广与广告宣传费用同比增加, 管理费用率稳中有降。2025 年公司销售费率/管理费用率/财务费率分别为 9.41%/2.20%/0.19%, 同比+0.47pct/-0.38pct/-0.05pct, 其中 2025 年公司在部分渠道自营店铺数量大幅增加, 运营费用对应增长, 同时公司在部分机场与商圈铺设地面广告, 广告宣传支出增加导致销售费用率同比增长。管理费用保持稳定, 管理费用率稳中有降。整体经营性现金流保持稳定。

图 50: 2020-2025 公司费用率情况 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 51: 2020-25H1 公司经营性现金流情况 (亿元, %)



资料来源: Wind、招商证券

成本端, 原材料、运输费用与包材系公司核心成本项。其中 2020-2022 年原材料(采购水稻、谷物、豆类、干货及其他原材料)成本占销售成本比重保持在八成左右, 随着销售规模扩大, 公司采购端规模效应也在逐步显现。

表 16: 2020-2022 年公司成本端情况拆分 (亿元, %)

	2020		2021		2022	
	总额(亿元)	占销售成本比重(%)	总额(亿元)	占销售成本比重(%)	总额(亿元)	占销售成本比重(%)
原材料	15.90	82.72%	24.53	80.14%	29.73	79.21%
运输费用	1.37	7.13%	2.71	8.87%	3.46	9.23%
包装材料	1.41	7.32%	2.15	7.04%	2.67	7.11%
劳工及雇员成本	0.31	1.63%	0.64	2.07%	0.70	1.85%
能源及材料消耗	0.12	0.62%	0.31	1.02%	0.47	1.26%
折旧	0.06	0.33%	0.16	0.51%	0.32	0.86%
税费及附加税	0.03	0.15%	0.06	0.19%	0.11	0.28%
其他	0.02	0.11%	0.05	0.16%	0.07	0.19%

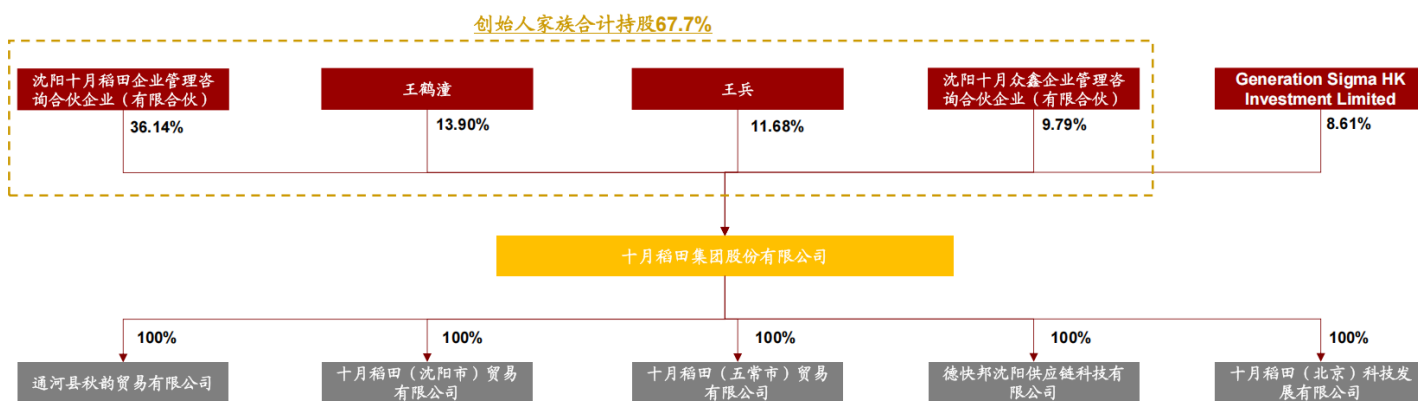
合计	19.22	100.00%	30.61	100.00%	37.53	100.00%
----	-------	---------	-------	---------	-------	---------

资料来源：公司公告、招商证券

4、公司股权：股权结构稳定，创始人家族掌握绝对控制权

公司股权结构稳定，创始人家族掌握绝对控制权。根据公司公告，截至 25H1，公司创始人王兵家族通过直接与间接方式掌握公司 67.7% 股权，公司股权结构稳定。此外，2025 年 11 月，公司公告已聘请戢强先生为 CFO，戢强先生拥有超过 20 年的境内外资本市场经验及公司管理经验，有望为公司管理带来全新思路。

图 52：十月稻田股权结构情况



资料来源：Wind、招商证券

表 17：十月稻田管理层情况概览

姓名	职务	简历
王兵	联合创始人、执行董事、董事长兼总经理	于 2018 年 5 月创立公司，并于 2020 年 8 月获委任为公司的董事长兼董事。彼在 2022 年 12 月获委任为公司的总经理。王先生在厨房主食食品行业方面拥有将近 20 年的经验。王先生于 2005 年 6 月进入厨房主食食品行业，在沈阳信昌负责原粮采购工作，于 2005 年 6 月至 2011 年 9 月担任采购经理，于 2011 年 10 月至 2018 年 12 月担任运营总监，并于 2018 年 12 月担任董事长。王先生亦自 2015 年 4 月担任五常彩桥的监事。自 2020 年 7 月起，王先生亦担任十月金丰的执行董事
赵文君	联合创始人、执行董事、副总经理兼首席营销官	于 2020 年 8 月获委任为董事并于 2022 年 12 月获委任为副总经理兼首席营销官。彼于 2019 年 5 月至 2022 年 12 月担任的总经理。赵女士在厨房主食食品行业方面拥有将近 20 年的经验。赵女士于 2005 年 6 月进入厨房主食食品行业，并于 2005 年 6 月至 2011 年 9 月担任沈阳信昌销售经理，于 2011 年 10 月至 2018 年 12 月担任营销总监，并自 2018 年 12 月起担任董事。彼自 2020 年 7 月起担任十月金丰的监事
戢强	首席财务官	于清华大学经济管理学院取得会计学学士及管理学硕士学位、英国资深特许公认会计师及加拿大特许专业会计师，于 2025 年 11 月 10 日获委任为十月稻田集团股份有限公司首席财务官。拥有超过 20 年的境内外资本市场经验及公司管理经验，先后任职于多家外资公司、投资银行等，曾任招银国际金融有限公司北京代表处首席代表及董事总经理
陈华	联席公司秘书、董事会秘书	于 1999 年 7 月取得中国辽宁省大连交通大学（前称大连铁道学院）市场营销学专科学历，并于 2004 年取得中国辽宁省东北财经大学会计学本科学历。彼于 2005 年获北京市人力资源和社会保障局授予中级会计师职称、于 2016 年成为北京注册税务师协会税务师、并于 2022 年成为美国管理会计师协会注册管理会计师。自 2022 年 12 月起担任十月稻田集团股份有限公司董事会秘书，并获委任为联席公司秘书。陈女士负责集团的企业管治、信息披露及投资者关系管理
何洋	人力资源部总监、执行董事	于 2007 年 9 月自中国吉林省东北师范大学取得人力资源管理学学士学位、2009 年 6 月取得中国北京的中国人民大学人力资源管理学硕士学位、2014 年 9 月获中华人民共和国人力资源和社会保障部授予高级企业人力资源管理师职称、2015 年 4 月获北京市人力资源和社会保障局授予中级经济师职称、2019 年 9 月成为美国管理会计师协会注册管理会计师。于

郭虹	独立非执行董事、 审核委员会委员、 提名委员会委员	2020年9月加入集团，自此担任人力资源部总监
		拥有香港城市大学行政人员工商管理硕士学位，目前博士研究生在读于香港城市大学商学院。于2025年12月16日获委任为十月稻田集团股份有限公司独立非执行董事、审核委员会委员、提名委员会委员。拥有超过25年投资管理经验，曾在杭州娃哈哈集团有限公司任职多个部门。郭女士对超大型企业的业务运营、财务管理及企业战略投资拥有丰富的实践经验

资料来源：公司公告、招商证券

5、回购与其他事项：股份回购彰显信心，已完成H股全流通

拟使用最多1亿港元进行股份回购，彰显公司发展信心。2026年1月，根据公司公告，公司董事会拟使用最多1亿港元自有资金在公开市场购回H股，回购价格将不高于实际回购日之前五个交易日H股平均收市价的5%。董事会认为当前股价未反映公司内在价值与业务发展前景，对于后续业务发展充满信心。回购H股将可能被注销或持作库存股份，待合适时间用于股权激励或库存股份转售以融资。

表 18：十月稻田近期回购情况

回购日期	回购数量（万股）	占总股本比例（%）	回购金额（万港元）	回购均价（港元）
2026-01-19	35.91	0.03%	308.94	8.60
2026-01-20	66.00	0.06%	570.93	8.65
2026-01-21	60.00	0.06%	532.22	8.87
2026-01-22	40.50	0.04%	363.52	8.98
2026-01-23	36.30	0.03%	326.68	9.00
2026-01-26	33.00	0.03%	301.58	9.14
2026-01-27	39.00	0.04%	357.65	9.17
2026-01-28	60.00	0.06%	530.60	8.84
2026-01-29	22.50	0.02%	198.35	8.82
2026-02-02	51.90	0.05%	456.71	8.80
2026-02-03	45.54	0.04%	407.82	8.96
2026-02-04	29.46	0.03%	269.48	9.15
2026-02-05	72.00	0.07%	672.27	9.34
2026-02-06	78.00	0.07%	733.57	9.40
2026-02-09	90.00	0.08%	830.31	9.23
2026-02-10	45.00	0.04%	403.16	8.96
2026-02-11	48.69	0.05%	424.97	8.73
2026-02-12	45.00	0.04%	389.70	8.66
2026-02-13	90.00	0.08%	789.85	8.78
2026-02-16	18.00	0.02%	161.96	9.00
2026-02-20	36.00	0.03%	316.62	8.80

资料来源：公司公告、Wind、招商证券

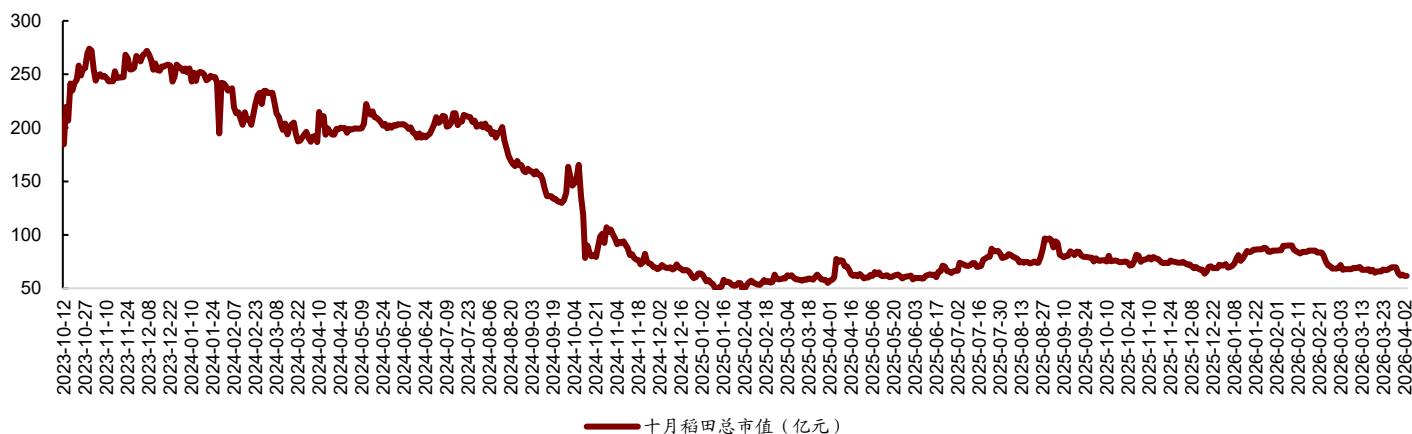
公司已完成H股全流通，以总市值参与恒生指数成分股评选。2025年9月，十月稻田被移出港股通，主要系公司25年上半年H股流通比例较低（仅占总股本的39.5%），导致流通市值未达到恒生指数成分股筛选的临时性要求，而公司总市值实际已符合港股通门槛。对此公司主动解决H股流通问题，2025年7月公司公告6.5亿股非上市股份已转换为H股股份并于7月15日起在联交所上市。公司已通过所有股份在港股全流通申请，并以总市值参与恒生指数成分股评选。

表 19: 十月稻田 H 股全流通转换情况

	转换及上市完成前		转换及上市完成后	
	股份数目 (亿股)	占已发行股本比例 (%)	股份数目 (亿股)	占已发行股本比例 (%)
非上市股份	6.46	60.51%	0	0
H 股	4.22	39.49%	10.68	100.00%
总计	10.68	100.00%	10.68	100.00%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 53: 十月稻田上市以来总市值变动情况 (亿元)

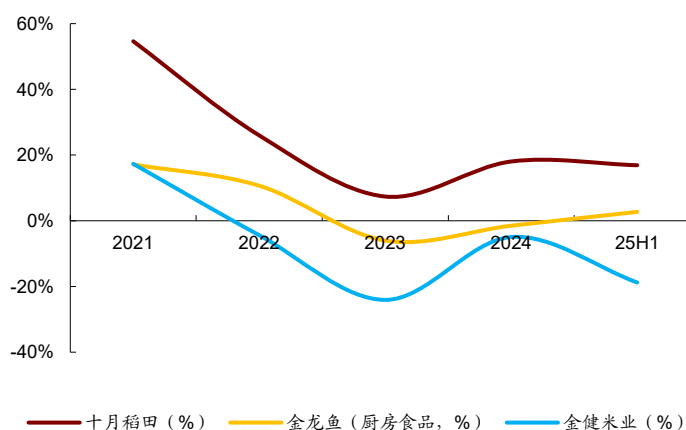


资料来源: Wind、招商证券

6、可比公司对比: 公司营收增速、毛利率水平保持领先

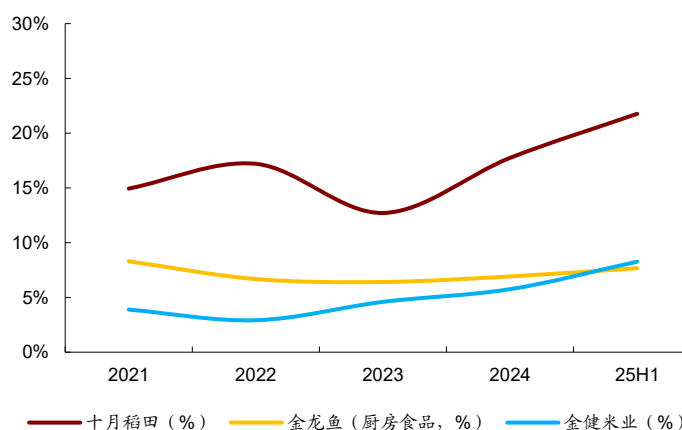
公司营收增速、毛利率水平在同类可比公司中保持领先。我们选取金龙鱼（厨房食品业务）、金健米业作为公司同类可比公司，得益于公司多渠道快速拓展、线上基本盘稳固且中高端产品占比持续提升，公司近年来营收增长与毛利率水平较同类可比公司保持领先。

图 54: 十月稻田与可比公司营收增速对比 (%)



资料来源: Wind、招商证券 (注: 金龙鱼选取厨房食品项目进行对比)

图 55: 十月稻田与可比公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind、招商证券 (注: 金龙鱼选取厨房食品项目进行对比)

风险提示

- 1) 行业竞争加剧:** 公司所处厨房主食行业竞争较为分散, 若行业竞争加剧, 将对于公司产品渠道销售、产品价格等产生不利影响, 进而对于公司业绩产生不利影响。
- 2) 新品拓展不及预期:** 公司持续完善产品矩阵, 推出大米、玉米产品新品, 并着力强化产品深加工。若产品渠道拓展进度不及预期, 可能对于公司后续业绩产生不利影响。
- 3) 电商平台政策变动的风险:** 当前线上销售仍系公司核心基本盘, 若电商平台流量曝光、店铺开设等政策发生变动, 将对于公司线上店铺拓展、产品宣传产生不利影响。
- 4) 原材料成本波动的风险:** 公司核心原材料包含水稻、玉米、杂粮及豆类等, 若公司上游原材料价格剧烈波动将对于公司盈利能力产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2683	3298	4148	4821	5399
现金及现金等价物	548	429	715	858	914
交易性金融资产	0	9	9	9	9
其他短期投资	165	0	0	0	0
应收账款及票据	386	476	566	655	742
其它应收款	224	296	352	407	461
存货	1360	2087	2507	2893	3273
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1931	1969	2041	2104	2162
长期投资	615	480	480	480	480
固定资产	1050	1226	1297	1361	1418
无形资产	240	247	247	247	247
其他	26	17	17	17	17
资产总计	4614	5267	6189	6926	7561
流动负债	980	1380	2031	2507	2850
应付账款	153	199	239	276	312
应交税金	24	20	20	20	20
短期借款	645	1001	1579	1989	2266
其他	158	160	193	222	252
长期负债	79	79	79	79	79
长期借款	0	0	0	0	0
其他	79	79	79	79	79
负债合计	1059	1459	2110	2586	2929
股本	107	107	107	107	107
储备	3448	3701	3973	4232	4525
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3555	3808	4079	4339	4632
负债及权益合计	4614	5267	6189	6926	7561

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	693	233	228	402	559
净利润	204	428	613	750	893
折旧与摊销	114	119	128	136	142
营运资本变动	177	(299)	(493)	(463)	(456)
其他非现金调整	198	(15)	(21)	(21)	(21)
投资活动现金流	(1128)	7	(168)	(168)	(168)
资本性支出	(217)	(23)	(200)	(200)	(200)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	2184	0	0	0	0
其它	24	30	32	32	32
筹资活动现金流	(449)	(208)	225	(92)	(334)
债务增减	(392)	0	578	410	277
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	33	21	342	491	600
其它筹资	(24)	(15)	(11)	(11)	(11)
其它调整	(66)	(214)	(684)	(981)	(1201)
现金净增加额	(879)	81	285	143	57

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	5745	6810	8092	9356	10606
主营业务收入	5745	6810	8092	9356	10606
营业成本	4726	5457	6555	7564	8557
毛利	1019	1353	1537	1792	2049
营业支出	667	791	899	1012	1120
营业利润	353	562	638	780	929
利息支出	22	11	11	11	11
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	50	32	32	32	32
非经常项目损益	(156)	(137)	(20)	(20)	(20)
除税前利润	224	446	638	781	930
所得税	20	18	25	31	37
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	204	428	613	750	893
EPS(元)	0.19	0.40	0.57	0.70	0.84

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	18%	19%	19%	16%	13%
营业利润	152%	59%	13%	22%	19%
净利润	-427%	110%	43%	22%	19%
获利能力					
毛利率	17.7%	19.9%	19.0%	19.2%	19.3%
净利率	3.6%	6.3%	7.6%	8.0%	8.4%
ROE	5.7%	11.2%	15.0%	17.3%	19.3%
ROIC	8.7%	11.9%	11.4%	12.3%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	23.0%	27.7%	34.1%	37.3%	38.7%
净负债比率	14.0%	19.0%	25.5%	28.7%	30.0%
流动比率	2.7	2.4	2.0	1.9	1.9
速动比率	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
营运能力					
资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
存货周转率	3.2	3.2	2.9	2.8	2.8
应收账款周转率	10.3	9.9	9.6	9.5	9.4
应付账款周转率	32.6	31.0	30.0	29.4	29.1
每股资料(元)					
每股收益	0.19	0.40	0.57	0.70	0.84
每股经营现金	0.65	0.22	0.21	0.38	0.52
每股净资产	3.33	3.56	3.82	4.06	4.34
每股股利	0.16	0.32	0.46	0.56	0.67
估值比率					
PE	30.2	14.4	10.0	8.2	6.9
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.9	10.1	9.0	7.6	6.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。