东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

中小盘观察之农林牧渔：跟涨偏弱，定价先于业绩

2026 年 11 月 05 日

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

增持（维持）

投资要点：

1. 反弹未伴随放量，板块在指数级上涨中跟涨偏弱。2026 年 11 月 3 日 93 只涨跌幅中位数 +1.18%，71 只上涨、19 只下跌，明显低于沪深 300 的 2.31% 与中证 500 的 4.66%；量比中位数 0.59、合计口径 0.68，仍低于 1.0 的放量门槛，合计成交 203.96 亿元、占两市 1.00%。

2. 位置回到区间四分之一，修复快于成交回补。等权指数收于 87.88（2026 年 5 月 18 日为 100），处于最近 115 个交易日区间的 24.4%，较区间高点 107.73（9 月 9 日）回撤 18.43%；10 月 30 日至 11 月 3 日累计上涨 4.06%，位置为 0 的标的由 22 只降至 2 只，但全样本位置中位数仍只有 21.61%。

3. 少数标的占据一半市值。位置 80% 以上的 11 只合计占板块市值 51.19%，近 20 日涨跌幅中位数 +10.15%；位置 20% 以下的 43 只仅占 18.46%，近 20 日中位数 -12.87%，两组的数量与市值方向相反。

4. 决定位置的是盈亏，不是盈利的多少。位置 80% 以上的 11 只中有 8 只中报归母净利为负；43 只中报亏损的标的位置中位数 24.6%、PB 中位数 2.86 倍，均高于 50 只盈利标的的 17.6% 与 1.91 倍，市场为亏损资产支付了更高价格。

5. 单季亏损收窄过半，但尚未转正。93 只前三季度归母净利合计 -207.02 亿元，其中三季度单季 -51.64 亿元、较二季度单季的 -118.80 亿元少亏 56.5%；五家生猪三季度单季合计亏损 51.71 亿元，其余 88 只合计 +0.07 亿元，单季亏损几乎全部来自这五家。

6. 整体法与股息两个传统参照同时失效。93 只中报归母净利合计 -155.37 亿元、合计市值 10036.51 亿元，整体法不可用，仅以 50 只盈利标的计年化 PE 约 25.0 倍；股息率 3% 以上的 7 只位置中位数 13.63%，低于全样本的 21.61%，高股息没有换来位置。

风险提示：生猪价格若四季度回落，养殖盈利与偏高位置可能同时承压；三季度单季仍亏损 51.64 亿元，猪价反复则收窄可能中断；量比 0.59、合计 0.68，成交不放大则高位标的收益可能退去；位置 80% 以上的 11 只中 8 只中报为负，东方海洋、百洋股份换手率难以维持；经营现金流为负的 42 只中，天邦食品与金新农资产负债率达 91.22%、81.50%；样本含 *ST 福成、ST 荃银、*ST 景谷 3 只 ST 标的，信息披露风险偏高；种植业 19 只三季度单季仍亏损 4.42 亿元，粮价与政策影响较大；本报告不构成具体个股的投资建议。

相关研究

《中小盘观察之食品饮料行业：调整之后，定价权回到龙头》

2026-11-03

《中小盘观察之石油石化行业：股息成为分水岭，盈利质量决定修复的先后》

2026-10-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现：中报亏损的标的位置更高 4
2. 修复路径：五个月里的三段行情与两次领涨切换 6
3. 分环节：养殖环节承担全部亏损，林业四只无一盈利 8
3.1. 亏损集中于五家生猪 8
4. 三季度单季：亏损收窄 56.5%，五家生猪贡献全部单季亏损 9
4.1. 披露顺序的样本含义 9
4.2. 个股单季变动与位置的对应 10
5. 盈利质量：现金流覆盖与负债率的区分度 12
5.1. 负债率与现金流的排序 12
6. 估值：整体法失效后的两个替代口径，PB 与股息指向相反 13
6.1. 三个估值口径与两个失效的参照 13
7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标 15
8. 风险提示 16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1: 板块概览（分环节，2026-11-03，93 只全样本）.....5
表 2: 区间位置分档（2026-11-03，93 只全样本）.....6
表 3: 三段行情的表现对照（2026-05-18 至 2026-11-03）.....7
表 4: 分环节的中报与位置对照（2026 年半年报，2026-11-03）.....8
表 5: 三季度单季与二季度单季归母净利对照（分环节，2026-11-03）.....10
表 6: 三季度单季归母净利环比变动最大的代表个股（2026-11-03）.....11
表 7: 按中报盈亏分组的估值与表现对照（2026-11-03）.....13
表 8: 区间位置最高的代表个股（2026-11-03，前 10 只）.....14
表 9: 后续值得跟踪的几个指标.....16

1. 核心发现：中报亏损的标的位置更高

2026 年 11 月 3 日，两市大幅反弹，上证指数收于 3686.17 点（较前一交易日涨 2.16%）、深证成指 11335.69 点（涨 4.22%）、创业板指 2544.73 点（涨 6.40%）、沪深 300 收于 4101.34 点（涨 2.31%）、中证 500 收于 6622.03 点（涨 4.66%），两市合计成交 20376.94 亿元。农林牧渔 93 只当日涨跌幅中位数 +1.18%，71 只上涨、19 只下跌，涨幅明显小于上述主要指数，在指数级反弹中属于跟涨偏弱的一方。

成交层面没有同步放大。板块当日合计成交 203.96 亿元，占两市成交额的 1.00%；量比中位数 0.59、合计口径 0.68，两者都低于 1.0 的放量门槛；换手率（当日成交额与自由流通市值之比）中位数 2.00%。量比高于 1.0 的只有 14 只，但成交额较前一交易日明显放大，说明增量集中在少数标的，尚未扩散到全样本。

把时间拉长，板块经历了下跌、反弹、再回落三个阶段。以 2026 年 5 月 18 日为基期（100）、93 只等权合成的板块指数，11 月 3 日收于 87.88，处在最近 115 个交易日区间的 24.4%，较 9 月 9 日的区间高点 107.73 回撤 18.43%，较 6 月 26 日的区间低点 81.46 反弹 7.87%。近 20 个交易日等权指数下跌 7.73%，个股涨跌幅中位数 -9.36%，距各自区间高点的回撤中位数 24.60%。10 月 30 日至 11 月 3 日的两个交易日，等权指数累计上涨 4.06%，位置为 0（收盘价停在 115 个交易日最低点）的标的由 22 只降至 2 只，是 10 月以来最快的一次修复。

在这种整体修复中，内部结构的分化比板块方向更值得研究。按区间位置（个股最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次）分成五档，得到一个相当整齐的梯度：位置越高，近 20 个交易日越抗跌。位置 0 至 20% 的 43 只近 20 日涨跌幅中位数 -12.87%，20% 至 40% 的 29 只为 -8.62%，40% 至 60% 的 7 只为 -2.19%，60% 至 80% 的 3 只为 +0.32%，80% 以上的 11 只为 +10.15%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：板块概览（分环节，2026-11-03，93 只全样本）

指标	全样本（93 只）	农业综合（40 只）	饲料（23 只）	种植业（19 只）	林业（4 只）	渔业（7 只）
当日涨跌幅中位数（%）	1.18	1.38	1.37	0.89	-0.50	2.06
近 5 日涨跌幅中位数（%）	-0.60	-0.38	0.67	-0.88	-2.13	-0.21
近 20 日涨跌幅中位数（%）	-9.36	-8.71	-3.76	-15.23	-20.44	-7.64
量比中位数	0.59	0.61	0.67	0.30	0.83	0.81
换手率中位数（%）	2.00	1.59	1.83	2.89	5.46	3.33
115 个交易日区间位置中位数（%）	21.61	16.60	20.88	20.79	23.18	39.42
PE(TTM) 中位数（倍）	43.48	36.77	44.38	51.47	51.83	67.99
PB 中位数（倍）	2.28	2.10	2.20	2.69	4.83	5.48
股息率中位数（%）	1.13	1.16	1.44	0.80	0.30	0.72
合计总市值（亿元）	10036.51	6110.85	2445.65	1059.35	190.01	230.65

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年半年报，东吴证券研究所；行情、估值与量能数据均为 2026 年 11 月 3 日收盘口径。区间位置为个股最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次；量比为近 5 个交易日日均成交额与近 60 个交易日日均成交额之比；换手率为当日成交额与自由流通市值之比；PE(TTM) 为滚动 12 个月归母净利对应市盈率，PB 为最新净资产对应市净率，股息率为最近 12 个月现金分红总额与当日收盘价之比；三项估值指标均为可得样本的中位数，TTM 利润为负或数据缺失的标的无读数；分环节按中信行业二级口径划分。

这五档的市值分布与只数分布并不一致。位置 0 至 20% 的 43 只合计占板块市值 18.46%，20% 至 40% 的 29 只占 19.39%，40% 至 60% 的 7 只占 6.54%，60% 至 80% 的 3 只占 4.42%，80% 以上的 11 只占 51.19%。只数占 11.8% 的 11 只，市值占了一半以上；只数占 46.2% 的 43 只，市值不到两成。这组对照是本报告后面几节讨论的前提——板块等权指数停在区间 24.4% 的位置，反映的主要是那 43 只的处境，而不是这 11 只的处境。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表2：区间位置分档（2026-11-03，93 只全样本）

区间位置	只数	合计市值占比（%）	近 20 日涨跌幅中位数（%）	PE(TTM)中位数（倍）	PB 中位数（倍）	量比中位数	换手率中位数（%）	中报亏损只数
20% 以下	43	18.46	-12.87	66.57	2.19	0.47	1.81	17
20%~40%	29	19.39	-8.62	43.48	3.25	0.61	2.93	10
40%~60%	7	6.54	-2.19	58.45	1.46	0.73	1.67	5
60%~80%	3	4.42	0.32	676.82	3.63	0.61	1.03	3
80% 以上	11	51.19	10.15	26.50	1.95	1.17	3.57	8
合计	93	100.00	-9.36	43.48	2.28	0.59	2.00	43

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年半年报，东吴证券研究所；各项为组内中位数，60% 至 80% 一组仅 3 只且 PE 中位数受单只高估值标的抬升，80% 以上一组 11 只中有 3 只无 PE 读数；PE 为 51 只可得样本的中位数，PB 为 92 只可得样本的中位数；中报亏损只数按 2026 年半年报归母净利为负计数。

分档表里最有信息量的一列是中报亏损只数。位置在 80% 以上的 11 只里 8 只亏损、3 只盈利；60% 至 80% 的 3 只全部亏损；而位置在 20% 以下的 43 只里，亏损的只有 17 只，占比 39.5%。上部 11 只的亏损比例是 72.7%，下部 43 只是 39.5%，前者接近后者的两倍。

把这一关系放大到全样本，结论更清楚：43 只中报亏损的标的位置中位数 24.6%，50 只中报盈利的标的位置中位数 17.6%，亏损组高出 7.0 个百分点；亏损组近 20 日涨跌幅中位数 -7.64%，盈利组 -9.66%，亏损组抗跌 2.0 个百分点；亏损组 PB 中位数 2.86 倍，盈利组 1.91 倍，前者高出约五成。过去一个月，市场为亏损资产支付的价格高于为盈利资产。

这一结构难以用盈利质量解释，只能由预期解释：定价已提前反映三季报之后的盈利修复。下一节先梳理这轮行情的路径，再回到三期财报本身。

2. 修复路径：五个月里的三段行情与两次领涨切换

把 115 个交易日划分为三段，每段的领涨标的不同，这是理解当前结构的另一条线索。

第一阶段从 5 月 18 日到 6 月 30 日，共 31 个交易日，等权指数从 100 跌到 81.59，跌幅 18.41%，个股涨跌幅中位数 -20.65%，日均成交额 133.81 亿元。这一阶段是普跌，取得明显正收益的只有京基智农（涨 58.2%）、路德科技（涨 13.6%）、*ST 景谷（涨 4.4%）三只；跌幅最大的是绿康生化（跌 39.3%）、新赛股份（跌 38.8%）、宏辉果蔬（跌 38.6%）。期间的生猪价格走弱与养殖亏损扩大的预期是主要背景。

第二阶段从 7 月 1 日到 9 月 11 日，共 53 个交易日，等权指数上涨 17.68%，个股涨跌幅中位数 +12.91%，日均成交额放大到 214.10 亿元。领涨标的转为种子与粮食：金健米业（涨 154.2%）、万向德农（涨 127.0%）、敦煌种业（涨 123.0%），三只都

请务必阅读正文之后的免责声明部分

是种植业里市值 30 亿元上下的标的；这一阶段跌幅最大的是路德科技（跌 23.7%）。反弹幅度较为可观，等权指数从 85.71 回到 100.86，已略高于 5 月 18 日的起点，区间内的最高点 107.73 出现在 9 月 9 日。

第三阶段从 9 月 14 日到 11 月 3 日，共 31 个交易日，等权指数回落 11.27%，个股涨跌幅中位数 -12.21%，日均成交额 213.19 亿元。领涨标的再次更替：百洋股份（涨 78.1%）、东方海洋（涨 62.9%）、海大集团（涨 14.7%）；跌幅最大的是天马科技（跌 46.6%）、新农开发（跌 33.5%）、华绿生物（跌 32.7%）。第二阶段领涨的三只种业标的，在这一阶段全部转为下跌。

表3：三段行情的表现对照（2026-05-18 至 2026-11-03）

阶段	区间	交易日	等权指数涨跌幅（%）	个股涨跌幅中位数（%）	日均成交额（亿元）	领涨前三	跌幅最大
第一阶段	2026-05-18 至 06-30	31	-18.41	-20.65	133.81	京基智农 58.2%、路德科技 13.6%、*ST 景谷 4.4%	绿康生化 -39.3%
第二阶段	2026-07-01 至 09-11	53	17.68	12.91	214.10	金健米业 154.2%、万向德农 127.0%、敦煌种业 123.0%	路德科技 -23.7%
第三阶段	2026-09-14 至 11-03	31	-11.27	-12.21	213.19	百洋股份 78.1%、东方海洋 62.9%、海大集团 14.7%	天马科技 -46.6%

数据来源：交易所公开行情数据，东吴证券研究所；等权指数以 2026 年 5 月 18 日为 100，按 93 只等权合成；个股涨跌幅按前复权收盘价计算，以各阶段首个交易日收盘价为基准；表中涨跌幅均指区间累计涨跌幅。

三段的日均成交额分别是 133.81 亿元、214.10 亿元与 213.19 亿元。第一阶段的下跌伴随着成交额放大，抛压与承接同时存在；第二阶段的反弹成交额放大了 60%，是三个阶段里唯一一次量价齐升；第三阶段的回落成交额没有萎缩，仍维持在 213 亿元的水平，说明这一轮下跌并非缺乏承接的单边下行，而是存在分歧的换手。

两次领涨切换是这条路径的关键。第一轮到第二轮，领涨主题由生猪养殖（京基智农）转为种子与粮食；第二轮到第三轮，又由种子粮食回到养殖与饲料（百洋股份、海大集团），并出现东方海洋这样的渔业标的。三段合并来看，没有一个主题贯穿始终，每段的领涨标的几乎不重复，这与石油石化以高股息龙头为主线的格局不同。

对配置的含义是，把当前位置视为跌出来的机会并不稳妥。等权指数距区间低点有 7.87% 的反弹空间、距区间高点有 18.43% 的回撤空间，上下空间仍不对称；量比低于 1.0，说明分歧尚未收敛。真正的线索不在指数，而在盈利分层与三期财报的分季度读数。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 分环节：养殖环节承担全部亏损，林业四只无一盈利

按 2026 年半年报口径拆分五个环节，差异集中在盈利而非数量。

农业综合 40 只（以畜禽养殖为主）中报营业总收入合计 1903.58 亿元、归母净利合计 -139.33 亿元，毛利率中位数 11.02%、资产负债率中位数 47.86%，40 只中 20 只亏损。饲料 23 只中报营业总收入合计 2180.86 亿元、归母净利合计 -15.34 亿元，毛利率中位数 9.34%、资产负债率中位数 55.56% 为五环节最高，23 只中 11 只亏损；这一环节营收规模最大，盈利被养殖端拖累——海大集团中报归母净利 16.11 亿元、安迪苏 9.05 亿元是主要正贡献，新希望 -17.02 亿元、唐人神 -10.46 亿元、大北农 -6.77 亿元则使环节合计转为负值。

种植业 19 只中报营业总收入合计 232.34 亿元、归母净利合计 -0.62 亿元，接近盈亏平衡，毛利率中位数 21.14% 为五环节最高，资产负债率中位数 39.85% 为最低，19 只中 6 只亏损。渔业 7 只中报营业总收入合计 68.31 亿元、归母净利合计 0.94 亿元，是唯一整体盈利的环节，毛利率中位数 17.18%、ROE 中位数 2.09%。林业 4 只营业总收入合计 7.34 亿元、归母净利合计 -1.03 亿元，体量最小，4 只全部亏损，是唯一没有盈利标的的环节。

表4：分环节的中报与位置对照（2026 年半年报，2026-11-03）

环节	只数	中报营业总收入合计（亿元）	中报归母净利合计（亿元）	经营活动现金流量净额（亿元）	毛利率中位数（%）	ROE 中位数（%）	资产负债率中位数（%）	中报亏损只数	115 个交易日区间位置中位数（%）
农业综合	40	1903.58	-139.33	-5.03	11.02	0.01	47.86	20	16.60
饲料	23	2180.86	-15.34	47.98	9.34	0.58	55.56	11	20.88
种植业	19	232.34	-0.62	39.17	21.14	1.53	39.85	6	20.79
林业	4	7.34	-1.03	-0.13	22.39	-1.95	37.95	4	23.18
渔业	7	68.31	0.94	4.21	17.18	2.09	49.13	2	39.42
全样本合计	93	4392.43	-155.37	86.20	—	—	—	43	21.61

数据来源：上市公司 2026 年半年报、交易所公开行情数据，东吴证券研究所；营业总收入、归母净利与经营活动产生的现金流量净额（下称经营现金流）为各环节合计，毛利率、ROE 与资产负债率为环节内中位数；财务数据区间为 2026 年上半年；毛利率与 ROE 为可得样本的中位数；位置数据为 2026 年 11 月 3 日收盘口径。

3.1. 亏损集中于五家生猪

从亏损的集中度看，比按环节拆分更能说明问题。五家以生猪养殖为主体业务的公司——牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品——中报归母净利合计 -144.25 亿元，而 93 只中报亏损的 43 只合计亏损 224.80 亿元，五家占了 64.2%；若与 93 只

请务必阅读正文之后的免责声明部分

合计净亏损 155.37 亿元相比，这一比例是 92.8%。这五家合计市值 4243.92 亿元，占板块的 42.28%。

集中度还有另一层。牧原股份单只市值 2482.97 亿元，占板块 24.74%；温氏股份 1105.22 亿元占 11.01%；海大集团 806.86 亿元占 8.04%。前三家合计 43.79%，前五家 49.91%。板块的市值结构决定了任何按市值加权的读数都会被这三家主导，这也是整体法估值在本板块失效的原因。

从市场表现看，五个环节方向一致、幅度不同。当日涨跌幅中位数渔业 +2.06%、农业综合 +1.38%、饲料 +1.37%、种植业 +0.89%、林业 -0.50%，林业是唯一收跌的环节，但只有 4 只样本，参考价值有限。近 20 日林业 -20.44%、种植业 -15.23% 最弱，饲料 -3.76%、渔业 -7.64%、农业综合 -8.71%。位置中位数渔业 39.42% 最高、农业综合 16.60% 最低。

这里存在一个值得注意的反差：盈利最好的渔业，位置最高；四只全部亏损的林业，位置第三；而亏损最重的农业综合，位置最低。这与亏损组位置高于盈利组的结论看似矛盾，实际并不冲突——全样本层面的盈亏分组，受牧原股份、温氏股份两只市值权重股影响而上移；环节层面的农业综合，则因 20 只亏损的中小市值标的而下移；林业只有 4 只、合计市值 190.01 亿元，中位数容易受单只标的扰动。

同一个板块，三种口径给出三个方向，这本身就说明内部分化的程度。对配置而言，环节层面的判断需要落到具体标的，而不是停留在“养殖亏损、种植稳健”这样的粗分上。后文的三季报一节将对此作进一步展开。

4. 三季度单季：亏损收窄 56.5%，五家生猪贡献全部单季亏损

截至 2026 年 10 月 31 日，93 只标的的 2026 年三季度报告已全部披露，公告日落在 10 月 15 日至 10 月 31 日之间。这是农林牧渔本轮第一次拿到完整的单季数据，也是本报告与中报口径讨论的根本差别。

全样本 2026 年前三季度归母净利合计 -207.02 亿元，亏损额较中报的 -155.37 亿元扩大 51.64 亿元，即三季度单季归母净利为 -51.64 亿元。分季度看：一季度 -36.58 亿元、二季度单季 -118.80 亿元、三季度单季 -51.64 亿元。三季度单季的亏损额比二季度单季少 67.16 亿元，收窄幅度 56.5%，但仍未回到盈亏平衡线以上。只数方面，前三季度累计盈利 54 只、累计亏损 39 只，比中报的 50 只与 43 只各改善 4 只；三季度单季盈利 49 只、单季亏损 44 只。

4.1. 披露顺序的样本含义

按公告日排序，可以看到一条明显的分界。10 月 29 日之前披露的 64 只，三季度单季归母净利合计为正、约 +2.6 亿元；最后一批在 10 月 30 日至 31 日披露的 29 只，三季度单季合计 -54.20 亿元。也就是说，先披露的样本给出的是“单季转正”，全

部披露后全样本回到 -51.64 亿元。

这 29 只自身的单季走势并未转差：二季度单季合计 -66.53 亿元，三季度单季 -54.20 亿元，环比少亏 12.33 亿元。问题在于绝对额——它们的单季亏损规模是先披露样本的二十倍以上，中报合计亏损 98.21 亿元，占全样本中报亏损额的六成以上。用部分样本推断全样本，在这个板块里偏差会很大；这也是本报告把口径统一到 93 只全部披露的原因。

分环节看，改善方向一致，幅度差异较大。农业综合 40 只从二季度单季 -99.27 亿元收窄至 -44.41 亿元，环比少亏 54.86 亿元，是绝对额变动最大的一环，40 只中 17 只单季仍亏损；饲料 23 只从 -8.50 亿元收窄至 -3.28 亿元，少亏 5.22 亿元；种植业 19 只从 -11.91 亿元收窄至 -4.42 亿元，少亏 7.49 亿元，但仍有 11 只单季亏损；林业 4 只从 -0.66 亿元转为 +0.16 亿元；渔业 7 只从 +1.54 亿元回落至 +0.31 亿元，是唯一环比转弱的环节。

表5：三季度单季与二季度单季归母净利对照（分环节，2026-11-03）

环节	只数	中报归母净利合计（亿元）	前三季度归母净利合计（亿元）	二季度单季归母净利（亿元）	三季度单季归母净利（亿元）	单季环比变动（亿元）	单季亏损只数	115 个交易日区间位置中位数（%）
农业综合	40	-139.33	-183.74	-99.27	-44.41	54.86	17	16.60
饲料	23	-15.34	-18.62	-8.50	-3.28	5.22	12	20.88
种植业	19	-0.62	-5.04	-11.91	-4.42	7.49	11	20.79
林业	4	-1.03	-0.87	-0.66	0.16	0.82	2	23.18
渔业	7	0.94	1.25	1.54	0.31	-1.23	2	39.42
合计	93	-155.37	-207.02	-118.80	-51.64	67.16	44	—

数据来源：上市公司 2026 年一季报、半年报与三季报，东吴证券研究所；三季度单季归母净利为前三季度累计数减中报累计数，二季度单季归母净利为半年报累计数减一季报累计数；单季亏损只数按三季度单季归母净利为负计数，与前三季度累计亏损只数（39 只）口径不同；93 只中三季度单季盈利 49 只、亏损 44 只；位置数据为 2026 年 11 月 3 日收盘口径。

4.2. 个股单季变动与位置的对应

从个股看，单季归母净利环比增加额最大的八只里，五只位于区间 70% 以上：温氏股份从 -32.96 亿元收窄至 -5.95 亿元（增加 27.01 亿元）、位置 100.0%；牧原股份从 -48.63 亿元收窄至 -32.41 亿元（增加 16.22 亿元）、位置 91.7%；海大集团从 7.24 亿元增至 12.96 亿元（增加 5.72 亿元）、位置 92.8%；立华股份从 -2.27 亿元转为 +3.08 亿元（增加 5.35 亿元）、位置 100.0%。北大荒增加 14.26 亿元、位置 70.7%，居中。

与上述方向不一致的有三只。天邦食品单季从 -8.36 亿元收窄至 -1.15 亿元，增加

请务必阅读正文之后的免责声明部分

7.21 亿元排第四，位置却只有 8.1%——它中报资产负债率 91.22%，是唯一仍在 90%以上的标的，净资产已很薄（PB 5.90 倍）。大北农从 -5.02 亿元收窄至 -1.25 亿元，位置 28.6%。巨星农牧从 -4.82 亿元收窄至 -3.13 亿元，位置 36.4%。这三家的共同点是资产负债率在 69% 以上，改善并未带来相应位置。

单季归母净利环比减少的标的，集中在种植业与渔业。天马科技三季度单季从 +0.05 亿元转为 -6.99 亿元，环比减少 7.04 亿元，位置 0.3%、近 20 日 -45.64%；隆平高科从 -1.42 亿元扩大至 -4.02 亿元，位置 21.6%；冠农股份从 +2.46 亿元降至 +0.11 亿元，位置 15.4%；新五丰从 -3.59 亿元扩大至 -5.69 亿元，位置 31.9%。

表6：三季度单季归母净利环比变动最大的代表个股（2026-11-03）

名称（代码）	二季度单季归母净利（亿元）	三季度单季归母净利（亿元）	单季环比变动（亿元）	115 个交易日区间位置（%）	近 20 日涨跌幅（%）	资产负债率（%）	总市值（亿元）
温氏股份（300498）	-32.96	-5.95	27.01	100.0	10.15	58.94	1105
牧原股份（002714）	-48.63	-32.41	16.22	91.7	1.70	54.18	2483
北大荒（600598）	-11.18	3.08	14.26	70.7	11.67	39.52	247
天邦食品（002124）	-8.36	-1.15	7.21	8.1	-6.00	91.22	42
海大集团（002311）	7.24	12.96	5.72	92.8	18.18	54.62	807
立华股份（300761）	-2.27	3.08	5.35	100.0	4.89	43.80	185
天马科技（603668）	0.05	-6.99	-7.04	0.3	-45.64	72.05	33
隆平高科（000998）	-1.42	-4.02	-2.60	21.6	-4.42	59.12	118

数据来源：上市公司 2026 年一季报、半年报与三季报，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；各列为单季归母净利及其环比变动，前六只为环比增加额最大的代表，后两只为环比减少额最大的代表；资产负债率为 2026 年半年报口径；总市值、位置与近 20 日涨跌幅均为 2026 年 11 月 3 日收盘口径。

这份名单最值得注意的一点，是单季亏损的绝对额与位置高度不匹配。牧原股份三季度单季亏 32.41 亿元，是全板块单季亏损最大的一只，位置却在 91.7%；而单季只亏 1.15 亿元的天邦食品，位置只有 8.1%。差别不在亏损额，而在亏损的变化方向与资产负债表：前者从 -48.63 亿元收窄、资产负债率 54.18%，后者虽然也收窄，但资产负债率 91.22%，已没有继续承受亏损的余地。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 盈利质量：现金流覆盖与负债率的区分度

中报利润表偏弱，现金流量表相对稳健。93 只中报经营现金流合计 +86.20 亿元，而归母净利合计 -155.37 亿元；42 只经营现金流为负，43 只归母净利为负，两个数字几乎相等。50 只中报盈利的标的经营现金流合计 107.47 亿元、为归母净利 69.43 亿元的 1.55 倍，覆盖倍数在农业板块里不算低。

5.1. 负债率与现金流的排序

按盈亏分组的差异比按环节分组更整齐。盈利组 50 只的资产负债率中位数 40.55%、毛利率中位数 19.88%，亏损组 43 只分别为 54.21% 与 5.94%。两组在资产负债率上相差近 14 个百分点，在毛利率上相差近 14 个百分点——亏损不只是价格问题，成本与杠杆同时高于盈利组。

养殖环节的资产负债率与位置形成了一条清晰的分界。位置在 60% 以上的 9 只养殖类标的，资产负债率全部在 61% 以下：神农集团 40.75%、仙坛股份 42.99%、立华股份 43.80%、圣农发展 51.91%、东瑞股份 52.88%、牧原股份 54.18%、天康生物 55.56%、温氏股份 58.94%、湘佳股份 60.94%。反之，资产负债率在 69% 以上的 6 只，没有一只站在区间五成以上：天邦食品 91.22%、金新农 81.50% 的股价落在区间一成以下，大北农 69.89%、巨星农牧 69.40% 在三四成之间，唐人神 71.10% 与新希望 70.70% 也只有四成多。两组之间没有交叉。

需要说明的是，这条规律只是单向的：低负债并不对应高位置。罗牛山资产负债率 52.33%，股价也只回到区间一成多；正邦科技 53.46%，不到两成。前者主营已不是纯养殖，后者中报亏损 7.36 亿元、单季仍在亏，资产负债表轻并不等于盈利在修复。对配置的含义是，资产负债率可以用来排除，不适合用来挑选。

经营现金流为负的标的，其利润的可持续性应予折扣。42 只经营现金流为负的标的，多集中在养殖与种植的中小市值端：牧原股份 -22.24 亿元、大北农 -12.25 亿元、隆平高科 -8.39 亿元、正邦科技 -4.07 亿元、神农集团 -3.75 亿元、百洋股份 -3.30 亿元。其中牧原股份的情况与其余不同——它的现金流为负对应的是中报归母净利 -60.78 亿元，属于亏损本身；而百洋股份中报只亏 0.83 亿元、经营现金流 -3.30 亿元，说明亏损之外还有营运资金的占用。

观察三季报不宜只看归母净利一项。三季度单季的收窄如果主要来自价格回升带来的存货重估、而现金流没有同步改善，这部分利润在四季度的可持续性就弱；反过来，经营现金流长期高于净利、资产负债率在 50% 以下的标的，即便当期仍在亏损，修复兑现的确定性也更高。这条标准在四季度猪价出现反复时，会比净利增速本身更有区分度。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6. 估值：整体法失效后的两个替代口径，PB 与股息指向相反

93 只中报归母净利合计 -155.37 亿元，合计市值 10036.51 亿元，两者相除没有意义——板块层面的整体法估值在本期失效，这是农林牧渔与石油石化、煤炭最根本的差别：后两者有稳定的正利润可以承载整体法读数，前者没有。

6.1. 三个估值口径与两个失效的参照

可用的替代口径有两个。一是仅以 50 只中报盈利标的计：合计市值 3477.22 亿元对中报归母净利 69.43 亿元，按 2026 年中报归母净利年化计算的整体法 PE 约 25.0 倍。这个口径必须标注为“2026 年中报归母净利年化”，与滚动 12 个月口径的 PE(TTM) 不可直接比较，因为它剔除了 43 只亏损标的的市值，只反映盈利资产的价格。二是中位数口径：PE(TTM) 中位数 43.48 倍，93 只中 51 只可得读数，其余 42 只因 TTM 归母净利为负或数据缺失无读数；PB 中位数 2.28 倍，92 只可得；股息率中位数 1.13%，53 只可得。

25.0 倍与 43.48 倍的差距来自结构：整体法按市值加权，权重集中在 PE 较低的三家龙头；中位数对每只标的权重相同，51 只可得样本里有相当一部分是 PE 在 60 倍以上的中小市值标的。判断板块估值高低时，两个口径需同时使用。

表7：按中报盈亏分组的估值与表现对照（2026-11-03）

分组	只数	中报归母净利合计（亿元）	经营现金流净额（亿元）	经营现金流/归母净利（倍）	115 个交易日区间位置中位数（%）	近 20 日涨跌幅中位数（%）	PE(TTM) 中位数（倍）	PB 中位数（倍）	资产负债率中位数（%）	毛利率中位数（%）
盈利组	50	69.43	107.47	1.55	17.6	-9.66	41.89	1.91	40.55	19.88
亏损组	43	-224.80	-21.28	—	24.6	-7.64	75.56	2.86	54.21	5.94
全样本	93	-155.37	86.20	—	21.61	-9.36	43.48	2.28	—	—

数据来源：上市公司 2026 年半年报、交易所公开行情数据，东吴证券研究所；亏损组归母净利为负，经营现金流与归母净利的比值不具可比性，以「—」表示；93 只 = 盈利 50 只 + 亏损 43 只；各项为组内中位数，PE 为可得样本中位数，其中亏损组 43 只中仅 8 只可得 PE 读数；估值与行情数据为 2026 年 11 月 3 日收盘口径。

这张表最值得关注的是 PB。亏损组 PB 中位数 2.86 倍，盈利组 1.91 倍，亏损资产的价格是盈利资产的 1.5 倍。PE 的差距更大（75.56 倍对 41.89 倍），但亏损组 43 只里只有 8 只可得 PE 读数，其余 35 只因 TTM 归母净利为负无读数，这一列的参考价值有限。PB 的差距更可信，因为净资产比利润稳定：市场愿意为亏损的净资产支付更高的溢价，理由只能是这些资产的盈利趋于改善。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

股息给出的结论相反。股息率 3% 以上的 7 只，位置中位数 13.63%，低于全样本的 21.61%：其中星湖科技 16.2%、众兴菌业 1.6%、科前生物 13.6%、普莱柯 8.7%、华绿生物 0.8%，5 只位置在 17% 以下；仙坛股份 81.8%、北大荒 70.7% 是两处例外。这一组近 20 日涨跌幅中位数 -5.27%，好于全样本的 -9.36%。作为对照，股息率 1% 以下的 22 只位置中位数 23.66%，高于高股息组 10 个百分点。

这与石油石化的结论正好相反：石油石化股息率 3% 以上的 6 只位置中位 75.9%，农林牧渔的 7 只只有 13.63%。原因不难理解——农业的分红能力建立在前一轮盈利周期之上，本期的亏损让分红缺乏延续性。星湖科技 9.05% 的股息率对应 PB 0.91 倍、位置 16.2%，市场把它当作一次性派现在定价；石油石化的高股息则有当期现金流作支撑。同一个指标，在两个板块里的含义不同。

表8：区间位置最高的代表个股（2026-11-03，前 10 只）

名称（代码）	当日涨跌幅（%）	近 5 日（%）	近 20 日（%）	量比	换手率（%）	115 个交易日区间位置（%）	PE(TTM)（倍）	PB（倍）	总市值（亿元）	三季度单季归母净利（亿元）
温氏股份（300498）	4.14	5.26	10.15	1.17	1.42	100.0	—	3.21	1105	-5.95
立华股份（300761）	3.06	3.21	4.89	1.08	1.70	100.0	35.15	1.95	185	3.08
湘佳股份（002982）	4.38	3.53	10.96	2.02	9.46	100.0	38.39	1.73	29	0.76
百洋股份（002696）	9.96	15.51	87.56	3.05	23.06	100.0	—	3.43	43	-0.48
东方海洋（002086）	9.97	43.10	71.00	3.03	14.57	100.0	—	5.48	67	-0.20
海大集团（002311）	2.03	8.63	18.18	1.46	0.60	92.8	26.50	3.14	807	12.96
牧原股份（002714）	3.81	3.76	1.70	1.16	2.00	91.7	—	3.25	2483	-32.41
天康生物（002100）	3.02	3.80	4.07	1.28	3.57	91.5	—	1.75	112	-1.55
东瑞股份（001201）	1.38	4.48	-2.10	0.90	4.01	84.5	—	1.51	40	-1.22
仙坛股份（002746）	4.58	6.15	2.90	0.98	3.59	81.8	19.14	1.21	55	0.57

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年半年报与三季报，东吴证券研究所；个股按区间位置由高到低排列；表中涨跌幅为对应区间的累计涨跌幅，量比为近 5 个交易日日均成交额与近 60 个交易日日均成交额之比，换手率为当日成交额与自由流通市值之比；三季度单季归母净利为前三季度累计数减中报累计数；PE(TTM)为「—」表示 TTM 归母净利为负或数据缺失；数据均为 2026 年 11 月 3 日收盘口径。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

这 10 只可以分成三类。第一类是纯成交驱动的两只高换手标的：东方海洋位置 100.0%、当日涨 9.97%、换手率 14.57%、近 20 日 +71.00%，三季度单季仍亏 0.20 亿元；百洋股份位置 100.0%、当日涨 9.96%、换手率 23.06%、近 20 日 +87.56%，三季度单季亏 0.48 亿元。两家的共同点是市值 43 至 67 亿元、量比在 3 倍以上，价格由换手推动。

第二类是单季已验证的养殖与饲料标的：温氏股份（单季从 -32.96 亿元收窄至 -5.95 亿元）、海大集团（单季 12.96 亿元、环比增加 5.72 亿元）、湘佳股份（单季转为 +0.76 亿元）、立华股份（单季转为 +3.08 亿元）、仙坛股份（单季 +0.57 亿元）、东瑞股份（单季从 -2.36 亿元收窄至 -1.22 亿元）。这一类的量比多在 0.9 至 1.5 之间，换手率 0.6% 至 9.5%，成交放大幅度远小于第一类，位置靠前有单季业绩依据。

第三类是权重与亏损并存的一只：牧原股份位置 91.7%、三季度单季亏 32.41 亿元、量比 1.16、换手率 2.00%。它的位置来自市值权重（占板块 24.74%）与单季收窄的方向，而不是已经实现的盈利。

7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标

对 2026 年 11 月 3 日这一截面的判断有四条。

第一，板块在指数级反弹中跟涨偏弱，尚未形成整体性行情。等权指数处在 115 个交易日区间的 24.4%，93 只位置中位数 21.61%，43 只不足 20%；当日中位涨幅 +1.18%，明显低于沪深 300 的 2.31% 与中证 500 的 4.66%；量比中位数 0.59、合计口径 0.68，仍低于 1.0。指数的上涨更多来自大盘权重股，而非板块整体的资金回流。

第二，位置高低的判别依据是盈亏，而不是盈利的多少。43 只中报亏损的标的位置中位 24.6%、PB 2.86 倍，均高于 50 只盈利标的的 17.6%、1.91 倍；位置 80% 以上的 11 只里 8 只亏损。市场为亏损资产支付了更高的价格，理由是三季报之后单季亏损的收窄，而不是中报的盈利。

第三，三季度单季的收窄已经确认，但幅度不足以支撑“拐点”的说法。全样本三季度单季 -51.64 亿元、较二季度单季少亏 56.5%，仍未转正；五家生猪贡献了全部单季亏损（-51.71 亿元），其余 88 只合计 +0.07 亿元。板块单季亏损的总量取决于这五家，其余标的已基本打平。

第四，高股息与低 PB 均未成为定价依据。股息率 3% 以上的 7 只位置中位 13.63%、低于全样本；亏损组 PB 2.86 倍高于盈利组 1.91 倍。在盈利为负的板块里，传统防御指标的指引作用下降，这与石油石化、煤炭的结论不同。

需要强调，上述判断建立在一个交易日的截面与 93 只的三季报数据之上，样本含 3 只 ST 标的，牧原股份一家占板块市值 24.74%，对市值加权读数的影响很大。生猪价格与能繁母猪存栏（业内用以观察生猪产能的先行指标）是这一板块最核心的变量，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

单日价格与成交额不构成趋势判断依据；四季度猪价的方向决定当前的收窄能否延续，也决定高位组与低位组的分野是否会发生重构。

表9：后续值得跟踪的几个指标

跟踪指标	观察要点	当前读数（2026-11-03）	数据频率
生猪价格与能繁母猪存栏	猪价中枢与产能去化节奏，决定四季度单季能否延续收窄	以公开数据为准，本报告未列具体点位	日频／月频
五家生猪的单季亏损	牧原、温氏、新希望、正邦、天邦合计能否从 -51.71 亿元继续收窄	-51.71 亿元（三季度单季归母净利）	季度
板块量比	近 5 个交易日日均成交额与近 60 个交易日日均成交额之比，高于 1.0 视为成交回补扩散	0.68（合计口径）／0.59（中位数）	日频
等权指数区间位置	位置能否从 24.4% 抬升，判断修复是否扩散	24.4%（等权指数 87.88）	日频
全样本区间位置	位置中位数能否从 21.61% 抬升	21.61%	日频
高位组能否维持	位置 80% 以上 11 只（占市值 51.19%）的相对收益是否延续	近 20 日涨跌幅中位数 +10.15%	日频
养殖环节资产负债率	资产负债率 69% 以上的 6 家能否通过增资或资产处置降低杠杆	天邦食品 91.22%、金新农 81.50%	季频
种植业单季亏损	三季度单季 -4.42 亿元能否在四季度收窄，粮价与种业政策是主变量	-4.42 亿元（19 只）	季频／事件
高换手标的的方向	东方海洋、百洋股份的换手率能否维持，量比回落后的价格表现	换手率 14.57%、23.06%	日频

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年一季报／半年报／三季报，东吴证券研究所；生猪价格、能繁母猪存栏与粮价以公开数据为准，本报告不提供点位预测，未列入表内；经营现金流口径为经营活动产生的现金流量净额；行情与估值数据为 2026 年 11 月 3 日收盘口径。

8. 风险提示

1. 生猪价格受产能去化节奏、二次育肥与消费景气影响波动较大，若猪价在四季度回落，养殖环节的盈利与当前偏高位置可能同时承压。

2. 93 只三季度单季归母净利仍为 -51.64 亿元，收窄的持续性取决于四季度猪价；若价格反复，三季度 56.5% 的收窄幅度可能中断，高位组的相对收益也可能回吐。

3. 板块量比中位数 0.59、合计口径 0.68，仍低于 1.0，若成交不能持续放大，高位标的的相对收益可能随成交退去而回吐。

4. 位置在 80% 以上的 11 只中报有 8 只归母净利为负，其中东方海洋换手率 14.57%、百洋股份 23.06%，由高换手支撑的涨幅，其持续性弱于由业绩支撑的涨幅。

5. 中报经营现金流为负的 42 只中，天邦食品资产负债率 91.22%、金新农 81.50%，偿债压力与资产减值风险高于板块平均，极端情况下可能影响持续经营能力。

6. 样本含 *ST 福成、ST 荃银、*ST 景谷共 3 只 ST 标的，其经营与信息披露风

请务必阅读正文之后的免责声明部分

险高于普通公司，相关读数对板块中位数有一定扰动。

7. 种植业 19 只中报归母净利合计仅 -0.62 亿元、近 20 日涨跌幅中位数 -15.23%、三季度单季仍亏损 4.42 亿元，粮价与种业政策的变化对该环节的影响较大。

8. 本报告为行业配置观察，不构成具体个股的投资建议，所有结论基于公开数据与本报告口径，不构成任何收益承诺。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn