研究早观点

2026 年 11 月 20 日　星期五

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,577.62	-0.28
深证成指	10,583.20	-0.71
沪深 300	3,984.84	0.03
中小板指	6,819.19	-0.15
创业板指	2,293.34	-0.79
科创 50	1,270.78	1.83

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】北交所 2026 年三季报综述-营收双位数增长，盈利分化，配置价值凸显

【行业评论】煤炭：行业政策点评 2027 年电煤中长期合同点评：长协机制纳入制度，核心条款稳定

【山证农业】海大集团 2026 年 3 季报点评-上游成本压力之下，饲料业务稳步前行

【山证农业】巨星农牧 2026 年 3 季报点评-行业低谷期，生猪养殖业务增效降本

【公司评论】百龙创园(605016.SH)：百龙创园-膳食纤维快速增长，转债落地加深全球布局

【今日要点】

【宏观策略】北交所 2026 年三季报综述-营收双位数增长，盈利分化，配置价值凸显

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **北交所整体营收延续双位数增长，盈利增速低于营收增速。**截至 2026 年 10 月 30 日，北交所 354 家上市公司三季报已全部披露完毕。前三季度板块合计实现营业收入 2,237.11 亿元，同比增长 15.10%，平均单家营收 6.32 亿元，营收端表现亮眼；但同期归母净利润仅 168.80 亿元，同比微增 1.88%，利润增速显著低于营收增速，盈利弹性尚待释放。单季度来看，Q3 合计营收 778.37 亿元，同比增长 15.91%，延续增长态势；但归母净利润同比下滑 26.53%，利润端阶段性承压明显。

- **五大行业营收全线增长，新兴方向景气领先。**前三季度高端装备、信息技术、化工新材、消费服务、医药生物五大一级行业营收全部实现同比正增长，其中化工新材（+22.77%）、信息技术（+21.67%）增速领跑；利润端则明显向新兴产业集中，信息技术归母净利润同比大增 44.61%，而高端装备、医药生物分别下滑 11.09%、0.82%。细分来看，AI 算力产业链（通信+63.29%）、新能源电池材料（电池材料+51.96%）、金属新材料（+31.44%）三条高景气线索清晰，但 Q3 单季度五大行业利润普遍下滑，盈利质量显著分化。

- **个股层面营收多数增长，业绩分化加剧。**前三季度 246 家公司营收正增长（占比 69.49%），162 家归母净利润正增长（占比 45.76%）；Q3 单季度 225 家营收正增长（占比 63.56%），146 家利润正增长（占比 41.24%）。在盈利体量较大的公司中，国航远洋、并行科技、长鹰硬科、蘅东光等营收与利润增速均居前列，普遍实现净利润翻倍，或受益于行业周期回暖，或身处高景气硬科技赛道。

- **回调后性价比凸显，机构关注度升温。**北证 50 指数三季度回调 16.91%，三季度末收于 1039.61 点，10 月一度跌破 1000 点关口。尽管受业绩下滑影响，板块 PE（TTM）中位数小幅抬升至 27.08 倍，但较创业板（31.99 倍）、科创板（38.20 倍）仍具明显折价。资金层面，Q3 共有 80 家北交所公司进入基金重仓名单，环比增加 21 家；公募重仓市值达 131.88 亿元，环比增长 77.88%，其中蘅东光以 121 只基金重仓、43.62 亿元持仓市值居首，机构配置热情显著回升。

- 投资建议：建议沿三条主线布局：一是高景气、高成长方向，优选三季报业绩确定性强、盈利增速居前的标的，重点关注长鹰硬科、并行科技、戈碧迦、鸿仕达、安达科技、蘅东光等；二是高性价比方向，关注估值处于相对低位、基本面扎实的优质公司，如同力股份、永励精密、长鹰硬科、德源药业、森合高科等；三是优质低估新股方向，把握北交所扩容带来的配置机会，关注长鹰硬科、鸿仕达、美德乐、杰理科技等上市后估值仍处低位的新上市标的。

- 风险提示：宏观经济波动风险；政策落地不及预期风险；市场竞争加剧风险；流动性风险与市场

波动风险。

【行业评论】煤炭：行业政策点评 2027 年电煤中长期合同点评：长协机制纳入制度，核心条款稳定

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- 事件：2025 年 11 月 13 日国家发展改革委办公厅发布《关于做好 2027 年电煤保供中长期合同签订和履约工作的通知》（以下简称“2027 年方案”），方案对 2027 年电煤中长期合同的签约数量、签约质量、履约监管、时间安排等方面进行全面指导。
- **点评：**
- **长协机制纳入制度。**2026 年 10 月，国家发改委印发《能源保供中长期合同管理办法（试行）》（50 号令），50 号令首次将电煤、电力、天然气三类保供长协合同纳入统一制度，是法律层面的升级。
- **方案核心条款整体稳定。**2027 年中长期合同方案继续延续 2022 年的中长期合同方案的机制。2022 年中长期合同方案则是对 2017 年以来历时 5 年机制的重大调整。2026 年以来市场煤价与长协煤价之间的价差持续走扩，价差年内曾创近年新高，保供需求提升。从履约要求角度看，2027 年的方案核心条款整体稳定但合同工作节奏提前，并没有延续 2022 年至 2026 年长协合同履约要求不断放宽的趋势。
- **签约数量：**量化指标保持一致，履约监管有所升级。对于电企，2027 年原则上不应低于签约需求量的 80%，国家将签约需求量 80%的合同纳入重点监管台账,配置铁路运力的合同原则上全部纳入。其中修改“纳入重点监管范围”为“纳入重点监管台账,配置铁路运力的合同原则上全部纳入”，监管趋严；删除“应充分结合新能源替代等因素合理确定合同签订量”表述，边际收紧。对于煤企，修改“原则上煤炭企业任务量不低于自有资源量的 75%”为“原则上每家煤炭企业资源保障量不低于自有资源量的 75%”表述。删除月度分解量化要求，更强调均衡稳定。
- **价格机制：**产地和港口机制不变，但定价中心上移。产地方面，2027 年晋陕蒙继续参照“基准价+浮动价”机制确定出矿环节价格，其他区域则结合实际参考建立本地区价格浮动机制。港口方面机制维持不变，基准价仍维持 675 元/吨。但出矿环节和港口“基准价+浮动价”改为由全国煤炭交易中心按月测算发布，定价中心上移。
- **投资建议：**市场煤与长协煤价差仍厚，保供需求较强。保供政策发力阶段，关注复产进度。进口煤增量尚存不确定性，基本面支撑煤价。关注【中国神华】、【广汇能源】、【兖矿能源】、【陕西煤业】、【新集能源】、【昊华能源】、【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。
- 风险提示：长协再次长期倒挂，复产不及预期，进口煤大幅增增加，需求超预期回落。

【山证农业】海大集团 2026 年 3 季报点评-上游成本压力之下，饲料业务稳步前行

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2026 年 3 季报。**公司 2026 年前 3 季度实现营业收入 1033.49 亿元，同比+7.55%，归母净利润 29.07 亿元，同比-29.83%，扣非归母净利润 24.04 亿元，同比-42.45%，EPS1.77 元，加权平均 ROE11.52%，同比下滑 5.15 个百分点。其中，公司 3 季度单季实现营业收入 391.09 亿元，同比+4.95%，归母净利润 12.96 亿元，同比-13.81%，扣非归母净利润 10.98 亿元，同比-27.88%。
- **饲料业务稳健发展。**2026 年前 3 季度全国工业饲料总产量 26167 万吨，同比+3.5%。其中，配合饲料产量 24551 万吨，同比+3.9%；浓缩饲料、添加剂预混合饲料产量分别为 922 万吨、529 万吨，同比分别-5.5%、-4.4%。受厄尔尼诺现象及幼鱼占比偏高等因素影响，秘鲁 2026 年捕捞配额同比大幅下降，国际鱼粉供应较为紧张，鱼粉价格也出现大幅上涨。与此同时，受到需求和供给的影响，3 季度水产养殖产品价格行情走势一般。在上述宏观环境背景下，公司饲料业务维持稳健发展。
- **生猪养殖业务基本面环比 Q2 回升。**进入 3 季度，国内生猪均价环比 2 季度略有回升。国内自繁自养和外购仔猪养殖的行业平均单头利润水平分别从 2 季度的-352 元/头和-256 元/头减亏至 3 季度的-203 元/头和-121 元/头。公司 Q3 生猪养殖业务基本面环比有所回升。
- 与此同时，公司前 3 季度投资收益 5.04 亿元，同比+1446.29%，主要来源于公司期货平仓收益；前 3 季度公允价值变动收益 0.61 亿元，同比+369.16%，主要来源于期货浮盈。
- **投资建议**
- 我们预计公司 2026-2028 年归母公司净利润 38.44/55.40/63.25 亿元，对应 EPS 为 2.32/3.34/3.82 元，当前股价对应 2026 年 PE 为 21 倍，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 禽疫情导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

【山证农业】巨星农牧 2026 年 3 季报点评-行业低谷期，生猪养殖业务增效降本

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2026 年 3 季报。**公司 2026 年前 3 季度实现营业收入 52.26 亿元，同比-7.33%，归母净利润-11.51 亿元，EPS-2.29 元，加权平均 ROE-44.44%，同比减少 47.71 个百分点。单季度业绩角度，公司 2026 年 Q3 实现营业收入 16.69 亿元，同比-13.17%，归母净利润-3.12 亿元，环比 Q2 亏损有所收窄。受市场价格低迷影响，同时基于谨慎性原则对消耗性生物资产计提存货跌价减值准备，公司业绩出现阶段

性亏损。截止 2026 年 3 季度末，公司资产负债率约为 72.62%，环比 2026Q2 末的 69.4%有所上升。

- **生猪养殖业务增效降本。**根据公司养殖业务销售情况简报，公司 2026 年 1-9 月商品肥猪销售量 320.19 万头，商品肥猪销售收入 43.77 亿元。与此同时，公司响应政策号召，主动优化母猪产能并持续推动生猪养殖增效降本。基于种场生产效率与健康度等核心优势的持续提升与充分释放，公司重点聚焦提升生猪育肥环节效率，通过降低育肥料肉比、提高日增重与育肥存活率，实现种场优势向育肥全流程价值的高效转化。2026 年 9 月，商品肥猪完全成本降至 5.96 元/斤，断奶仔猪成本 250 元/头以内，种群 PSY 达到 31 头以上，标准商品肥猪料肉比降至 2.43。

- **投资建议**

- 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为-12.2/3.99/7.38 亿元，对应 EPS 为-2.33/0.76/1.41 元，目前股价对应 2026 年 PB 为 4.2 倍，维持“增持-B”评级。

- **风险提示**

- 畜禽疫情风险，自然灾害风险，原料涨价风险，运输不畅风险，股东减持带来股价波动的风险。

【公司评论】百龙创园(605016.SH)：百龙创园-膳食纤维快速增长，转债落地加深全球布局

熊鹏　xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- **2026 年第三季度，公司实现营业收入 3.74 亿元，同比增长 16.87%，归母净利润 0.82 亿元，同比下降 13.21%，扣非归母净利润 0.81 亿元，同比下降 12.65%。**前三季度营收 11.33 亿元、归母净利润 2.93 亿元、扣非归母净利润 2.92 亿元，分别同比增长 16.95%、10.70%和 12.36%。

- **事件点评**

- **膳食纤维贡献主要增量，境外收入增长较快。**前三季度膳食纤维收入 6.88 亿元，同比增长 32.22%，占主营业务收入的比重由 55.04%升至 62.17%，抗性糊精贡献增量。同期益生元收入 2.66 亿元，同比下降 7.67%，健康甜味剂收入 1.44 亿元，同比增长 5.82%。境外主营业务收入 7.67 亿元，同比增长 20.95%，占主营业务收入 69.38%。

- **毛利率小幅承压，财务费用受汇兑影响。**前三季度毛利率 42.43%，同比提升 0.60 个百分点。销售、管理、研发及财务费用率分别为 3.03%、2.68%、3.58%和 1.72%，同比变动+0.02、+0.04、−0.15 和+1.82 个百分点。同期普通木薯淀粉采购均价同比上涨 26.55%，单 Q3 毛利率回落。

- **可转债发行进入缴款阶段，泰国基地扩产融资稳步推进。**公司拟发行规模为 7.48 亿元的百龙转债已完成申购和摇号。本次拟募集资金中，约 5.60 亿元投向泰国大健康新食品原料智慧工厂，约 1.88 亿元投

向国内功能糖干燥扩产与综合提升项目。泰国项目规划年产 2 万吨抗性糊精，投产后有望增加对海外客户的供货能力，并通过就近采购木薯淀粉降低原料采购和物流成本。

- **投资建议**
- **预计 2026－2028 年营收分别为 16.23、19.63、24.68 亿元，归母净利润分别为 4.36、5.45、7.28 亿元。**我们预计 2027 年营收和归母净利润预计分别同比增长 21%和 25%，主要依赖膳食纤维延续增长，抗性糊精产能逐步释放，并且抗性糊精毛利率较高，整体有望提升公司的利润结构。公司 2026 年 11 月 18 日的股价是 20.10 元，2026-2028 的 PE 分别是 19.1/15.3/11.4，EPS 分别是 1.04/1.30/1.73，基于公司产品的需求体量较大，后续业绩增速较快，首次覆盖，我们给予“买入-A”的评级。
- **风险提示**
- 木薯淀粉等原料若继续涨价且向下游传导有限，毛利率将承压。
- 境外收入占比较高，汇率波动、贸易政策变化或海外订单放缓可能拖累收入与利润。
- 若新增产能消化偏慢，折旧和营运资金占用可能先于收入增长。
- 若下游需求放缓，影响公司订单与业绩增长。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

