

CXO行业2026Q1数据跟踪

风险出清 + 双轮驱动，板块有望开启景气上行周期

西南证券研究院

2026年4月

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

联系人：张旭安

电话：15281061810

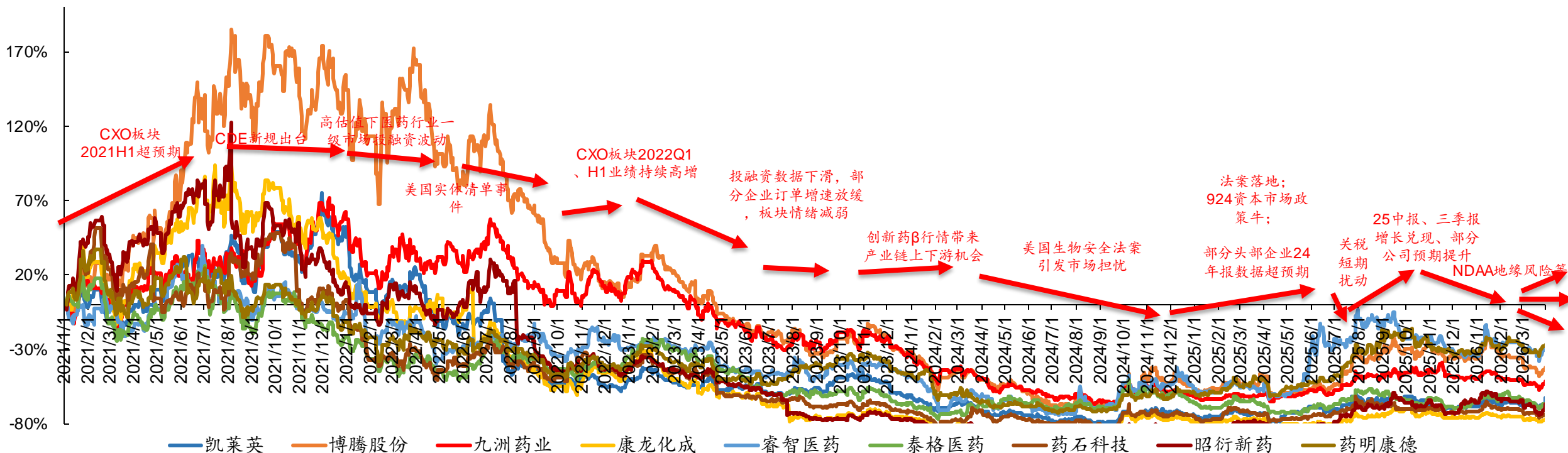
邮箱：zhangxuan@swsc.com.cn

- **板块走势复盘**：2024年上半年，CXO板块在美国生物安全法案事件催化、各企业业绩增速预期调整等因素的影响下继续走低；2024年9月，国内股市出现政策驱动性牛市、地缘风险短期出清，CXO板块股价同步上涨；2025年3月，部分CXO头部上市公司订单数据超预期，二级市场估值注入；2025年4月，特朗普政府关税政策的频繁变化对股市带来了短期扰动；2025年二、三季度，随短期扰动出清、（国内市场）下游创新药结构性牛市、部分头部企业定期报告的兑现与预期上调，板块股价进一步上升。四季度，美国2026年国防授权法案与1260H清单不确定性升级，同时市场风格调整，部分企业股价下跌。年末，猴价变化+国内数据亮眼，部分内需票股价大幅抬升。2026年一季度，CXO板块风险出清、业绩分化、双轮驱动：美国政策不确定性缓和，地缘压制消退、估值修复动力足；龙头（药明系）与CDMO业绩高增、临床CRO企稳，结构性行情显著；海外研发回暖+国内创新药市场修复共振，订单饱满锁定2026-2027年增长，板块有望进入新一轮景气上行周期。
- **宏观维度：美联储降息周期下医药生物投融资环境有望持续改善，地缘不确定性逐步释放。** 1) 货币政策:3月18日美国最新联邦基金利率2026/2027/2028/远期运行目标的预测中值分别为3.4%/3.1%/3.1%/3.1%，与前次基本一致，总体上来看，降息周期下医药生物投融资环境向好，药企外包服务需求受益。2) 地缘不确定性逐步释放：美国2026财年国防授权法案已颁布，随着SEC851所引用的1260H清单未来的更新与调整，头部CXO企业的地缘风险不确定性将进一步释放，从NDAA SEC851目前的直接影响范围及实际影响落地周期来看，影响有限。
- **行业维度：国内需求加速修复，全球景气度回暖。** CXO的需求来自于下游药企的研究活动及支撑其研究的资金。1) 国内：去年来CDE新药IND承办数量稳步提高，25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1分别为395/410/526/509/570项。同时2026年Q1中国医疗健康领域投融资总金额338.63亿元（同比+81.5%），投融资事件数132件（同比-5.7%），未来CXO国内市场需求有望持续修复。2) 海外：2026年Q1全球医疗健康行业投融资总金额1708.94亿元（同比+15.2%）；全球投融资事件534件（同比-5.3%），全球投融资市场表现活跃。2025年北美及欧洲新开临床试验共4297项（不包含IV期），其中1801项为I期或早期探索性试验，2496项为II期-III期临床试验，达到2021年的历史高水平。
- **CXO板块持续关注：**
 - 1) 全球市场多肽、偶联药物等新分子持续起量对D、M、R外包持续注入的增长动能、以及未来下游市场变化中的潜在机会；
 - 2) 地缘风险不确定性出清后的反转与板块情绪面改善；
 - 3) 国内市场修复、海外市场景气，创新药研发外包需求的传导；
 - 4) AI赋能的药物研发。
- **相关标的**：药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物、泰格医药、晶泰控股、英矽智能、昭衍新药、博腾股份等。
- **风险提示**：创新药外包需求不及预期的风险、地缘与宏观风险等。

走势复盘

➤ **板块走势复盘**：2024年上半年，CXO板块在美国生物安全法案事件催化、各企业业绩增速预期调整等因素的影响下继续走低；2024年9月，国内股市出现政策驱动性牛市、地缘风险短期出清，CXO板块股价同步上涨；2025年3月，部分CXO头部上市公司订单数据超预期，二级市场估值注入；2025年4月，特朗普政府关税政策的频繁变化对股市带来了短期扰动；2025年二、三季度，随短期扰动出清、（国内市场）下游创新药结构性牛市、部分头部企业定期报告的兑现与预期上调，板块股价进一步上升。四季度，美国2026年国防授权法案与1260H清单不确定性升级，同时市场风格调整，部分企业股价下跌。年末，猴价变化+国内数据亮眼，部分内需票股价大幅抬升。2026年一季度，CXO板块风险出清、业绩分化、双轮驱动：美国政策不确定性缓和，地缘压制消退、估值修复动力足；龙头（药明系）与CDMO业绩高增、临床CRO企稳，结构性行情显著；海外研发回暖+国内创新药市场修复共振，订单饱满锁定2026-2027年增长，板块有望进入新一轮景气上行周期。

部分CXO公司股价复盘

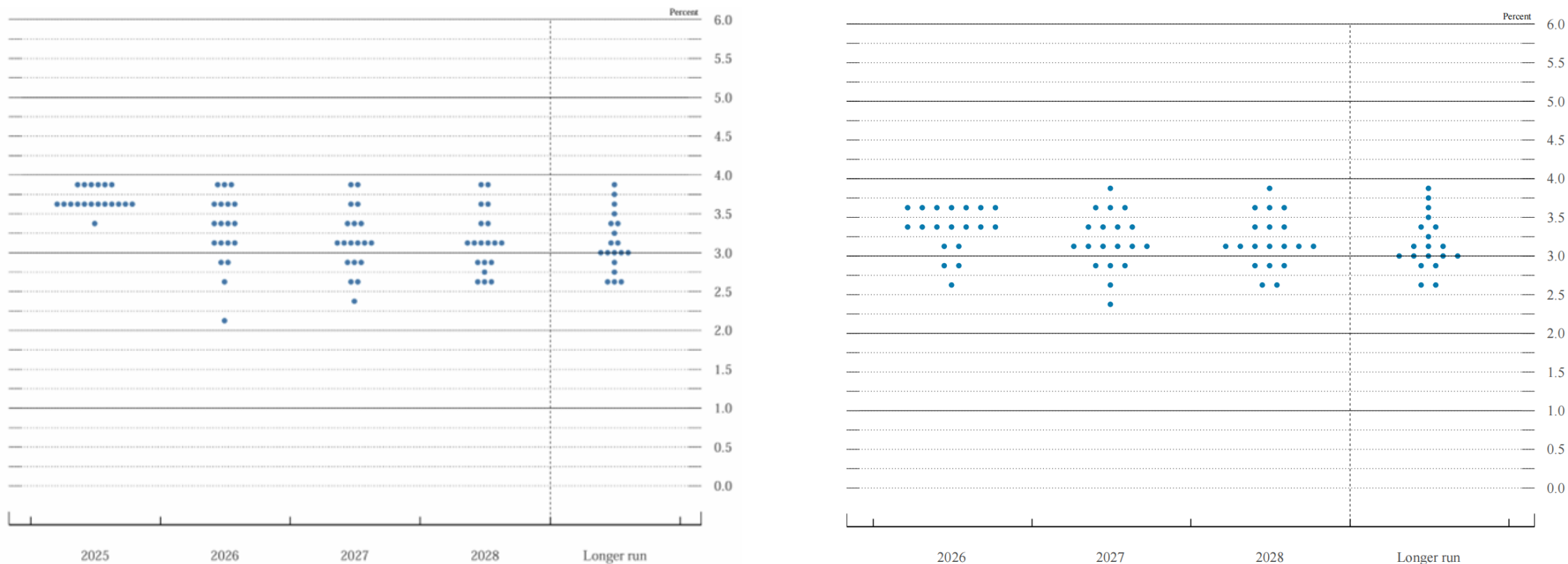


资料来源：Wind，西南证券整理

宏观维度

- 降息周期下医药生物投融资环境、药企外包需求向好。**美联储在2022年3月至2023年7月进行了总共11次、总计5.25个百分点的加息后联邦基金利率达到5.25%至5.5%，货币政策转向宽松，经过2024年-2025年数次降息后，美联储2026年3月18日最新公布的点阵图显示，美联储官员2026年联邦基金利率预测中值为3.4%、2027年预测中值为3.1%、2028年预测中值为3.1%，远期运行目标中值为3.1%；相较于前次6月点阵图，预期基本一致，整体上未来仍处于降息周期（或受未来失业率/通胀数据、中期选举影响），医药生物一级市场投融资环境或向好，biotech医疗外包服务需求有望改善。

美联储官员目标联邦基金利率点阵图（%）



宏观维度

- 随着2026年美国国防授权法案的颁布及1260H清单未来的更新与调整，地缘风险不确定性逐步释放。
- 根据美国2026财年《国防授权法案（NDAA）》，从法案SEC 851的直接影响范围与影响周期来看，影响有限。关注三点：
 - 1) 中国CXO企业是否进入1260H清单？
 - 2) 实际影响落地周期？
 - 3) 美国医保是否受法案关联？

FY2026 NDAA SEC1261

(a) 将《2021财年国防授权法案》第1260H(g)(2)(B)(i)(I)项修订为：

由下列机构直接或间接拥有、控制、或受其受益所有，或与其存在关联关系，或以官方或非官方身份充当其代理人或代表其行事的实体，无论在中国境内或境外运营——

(aa) XX军

(bb) 中国军事及准军事单位、安全力量、警察、执法机关、边境管控机构

(cc) 人民武装警察部队

(dd) 国家安全部（MSS）、或CCP中央军事委员会下属的任何其他组织

(ee) 工业和信息化部（MIIT）

(ff) 国务院国有资产监督管理委员会（SASAC）

(gg) 或国家国防科技工业局（SASTIND）

(b) 生效日期本小节所作修正自本法颁布之日起满一年时生效。

FY2026 NDAA SEC851 (部分)

a) 一般规定——行政部门不得(The head of an executive agency) :

- (1) 采购或者获取由重点关注的生物技术企业 (biotechnology company of concern) 生产、提供的任何生物技术设备或服务；
- (2) 与任何存在下列情形的实体订立合同，或延续、续签与该实体的合同：
 - (A) 在履行与行政机构的合同过程中，使用由受关注的生物技术公司生产或提供、且是在第(c)款规定的适用生效日期之后获取的生物技术设备或服务；
 - (B) 订立任何合同，且该实体明知在履行与行政机构的合同过程中，将需要使用由受关注的生物技术公司生产或提供、且是在第(c)款规定的适用生效日期之后获取的生物技术设备或服务。

(b) 禁止提供贷款与资金——行政部门不得将贷款或资金划拨、支出给相关实体，受款人亦不得将该类资金用于：

- (1) 采购、获取或使用由重点关注的生物技术企业生产、提供的任何生物技术设备或服务；或
- (2) 与(a)款第(2)项所述主体订立合同，或延续、续签与该主体的合同。

c) 生效时间：

- (1) 特定主体——对于(f)款第(2)项(A)目所涵盖的重点关注生物技术企业，(a)款与(b)款规定的禁令，应在《联邦采购条例》(FAR) 根据(h)款完成修订后的60日生效。
- (2) 其他主体——对于(f)款第(2)项(B)目或(C)目所涵盖的重点关注生物技术企业，(a)款与(b)款规定的禁令，应在《联邦采购条例》根据(h)款完成修订后的90日生效。
- (3) 解释：

(A) 除外情形——在根据(h)款修订《联邦采购条例》(该修订明确了(f)款第(2)项所涵盖的重点关注生物技术企业) 后的**五年期届满前**，(a)款第(2)项与(b)款第(2)项的规定，**不适用于在第(1)项与第(2)项对应的生效日期前订立的合同或协议** (包括此前协商确定的合同选择权) 项下生产或提供的生物技术设备或服务。

(B) 安全港规则——“由重点关注生物技术企业生产或提供的生物技术设备或服务”这一术语，不应被解释为涵盖曾由重点关注生物技术企业生产或提供、但目前已不再由其生产或提供的任何生物技术设备或服务。

(f) 实体的评估

(1) 在本法颁布之日起一年内，行政管理和预算局局长 (OMB) 应基于国防部长与司法部长、卫生与公众服务部长、商务部长、国家情报总监、国土安全部长、国务卿及国家网络总监协调后提供的建议实体清单，**公布构成重点关注生物技术企业的实体名单。**

(2) 受关注的生物技术实体：

(A) 符合以下标准的实体：(i) 在任何程度上参与生物技术设备或服务的制造、分销、提供或采购；且 (ii) 被美国国防部依据《2021财年国防授权法案》**第1260H条**，通过《联邦公报》公布的“在美国运营的中国军事企业年度清单”所收录的实体。

(B) 经第(1)项确立的程序认定符合以下标准的实体：(i) 受外国对手政府的行政治理结构、指令、控制约束，或代表该外国对手政府运作；(ii) 在任何程度上参与生物技术设备或服务的制造、分销、提供或采购；并且(iii) 基于以下情形对美国国家安全构成风险：(I) 与外国对手的军队、国内安全部队或情报机构开展联合研究、受其支持，或与其存在关联；(II) 将通过生物技术设备或服务获取的多组学数据提供给外国对手政府；或(III) 在未获得明确且知情同意的情况下，通过生物技术设备或服务获取人类多组学数据。

(C) 符合(A)目或(B)目所述实体的子公司、母公司或承继实体，满足(B)目第(i)至(iii)项规定的标准需，经第(1)项确立的程序认定。

(3) 指导：在根据第(1)项公布清单后180日内，以及根据第(4)项更新清单后180日内，行政管理和预算局局长应与国防部长、司法部长、卫生与公众服务部长、商务部长、国家情报总监、国土安全部长、国务卿及国家网络总监协调，制定实施本节要求所需的指引。

(4) 更新：行政管理和预算局局长应与国防部长、司法部长、卫生与公众服务部长、商务部长、国家情报总监、国土安全部长、国务卿及国家网络总监协调 (或基于上述人员提供的建议) ，或在收到根据第(7)项提出的请求后，定期 (但不少于每年一次) 审查重点关注生物技术企业清单，酌情增列或移除实体，并将任何此类修改通知相关国会委员会。

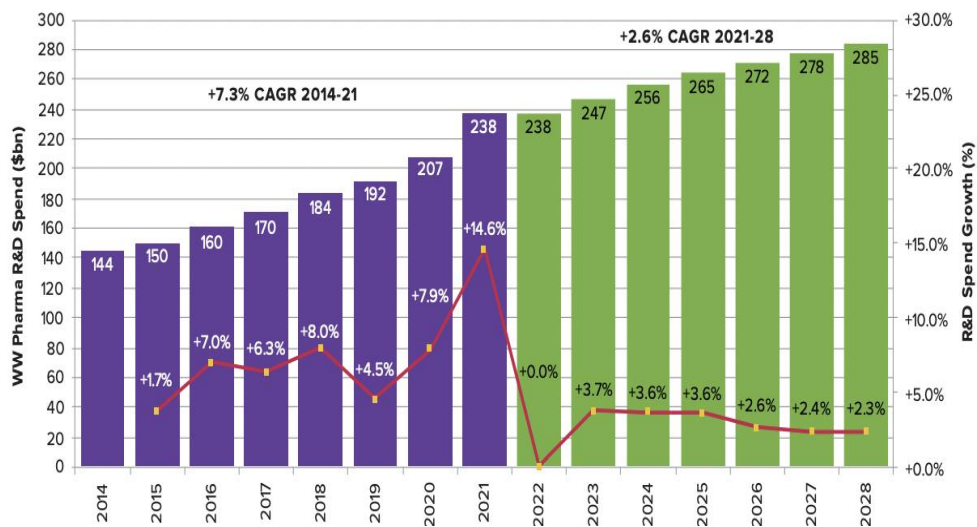
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

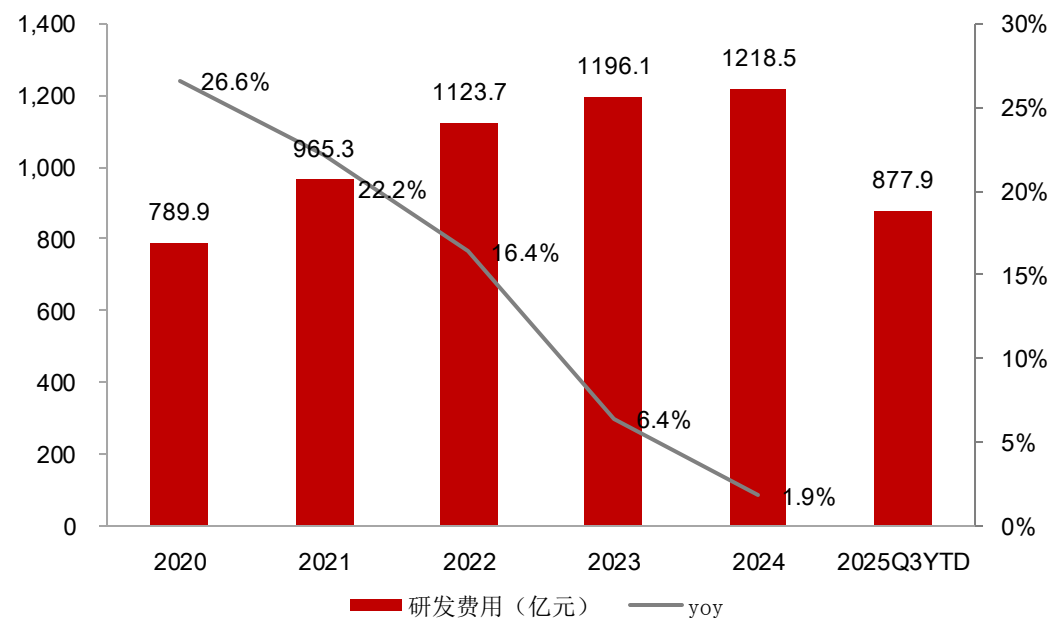
全球医药生物企业研发投入稳步增长。2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。

我国医药生物企业研发费用持续增长。我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2024年四百余家医药生物样本上市公司研发费用总额达1218.5亿元，同比增长1.9%，2020年-2024年CAGR约11.45%；2025年Q1-Q3，A股医药生物上市公司研发费用共计877.9亿元。

全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



医药生物上市公司研发费用合计额



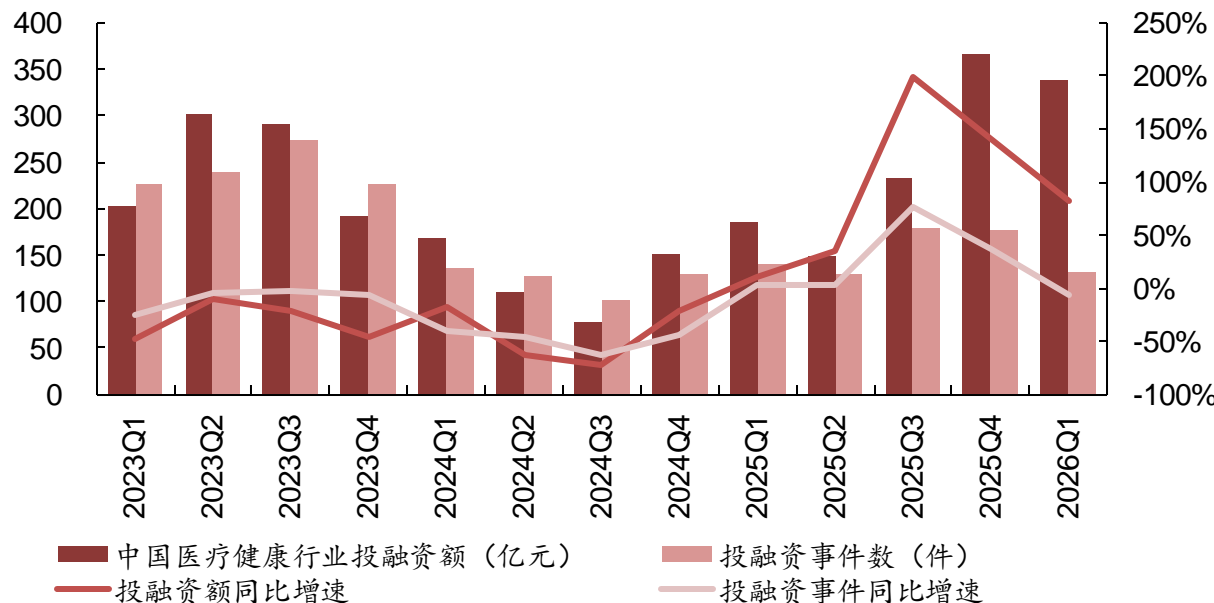
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

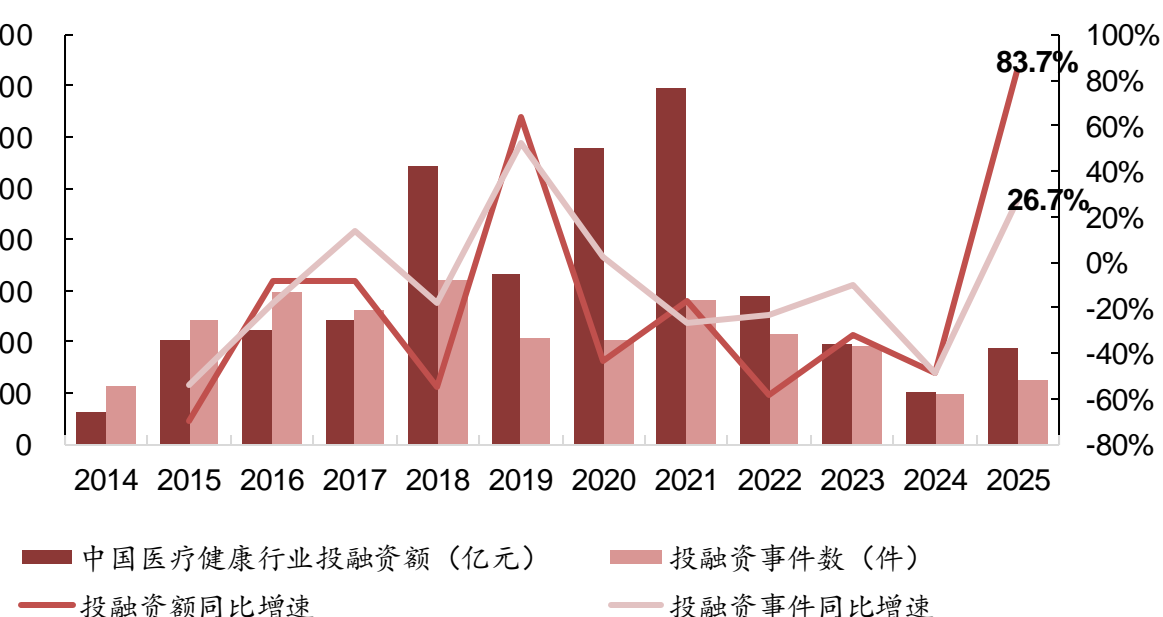
1) 国内医疗健康投融资：25Q1-Q2触底修复，Q3-Q4投增长提速；26Q1同比保持高增长态势

- **中国2026年Q1医疗健康投融资活动同比显著增强**：2026年第一季度中国医疗健康领域投融资总金额338.63亿元（同比+81.5%；环比-7.5%）；第一季度中国投融资事件数132件（同比-5.7%；环比-25.4%）。
- **中国2025年医疗健康领域投融资金额、事件数均同比增长**：2025年中国医疗健康领域投融资总金额935.4亿元（同比+83.7%），投融资事件数626件（同比+26.7%）。

中国季度医疗健康投融资额及事件数



中国年度医疗健康投融资额及事件数



资料来源：药智网，西南证券整理；注中国投融资数据以一级市场为主，包含二级市场融资事件

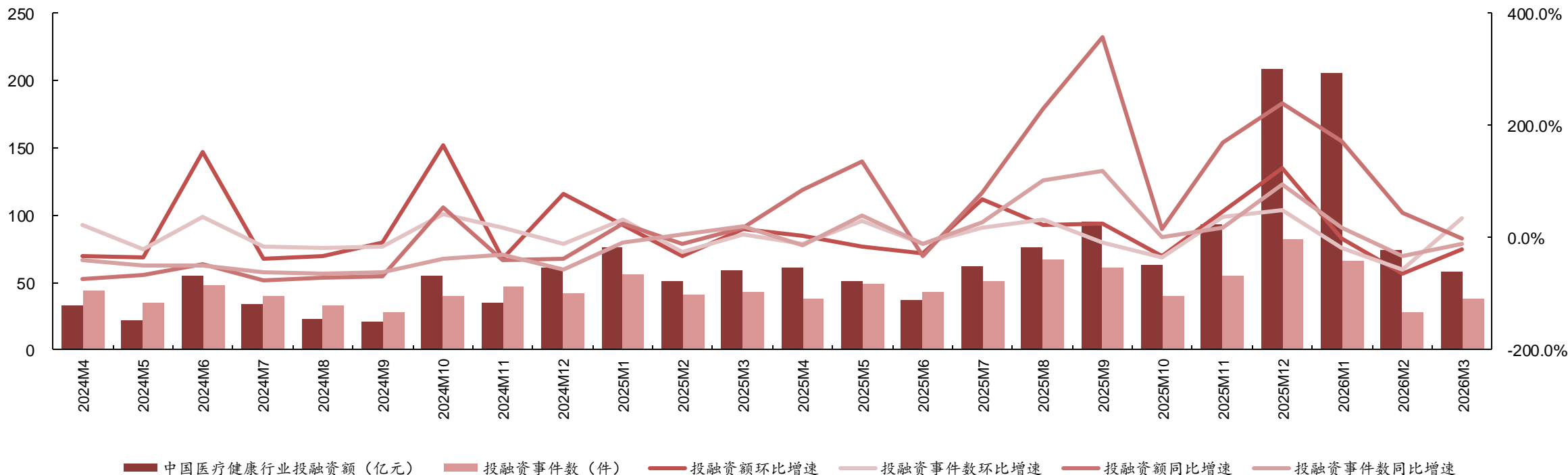
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

1) 国内医疗健康投融资：25Q1-Q2触底修复，25Q3-Q4增长提速，26Q1同比保持高增长态势

中国2026年3月医疗健康领域单月月度投融资额同比基本持平，环比降低：2026年3月中国医疗健康领域投融资总金额58.58亿元（同比-1.0%；环比-20.8%）；3月中国投融资事件数38件（同比-11.6%；环比+35.7%）。

中国月度医疗健康投融资额及事件数



资料来源：药智网，西南证券整理；注中国投融资数据以一级市场为主，包含二级市场融资事件

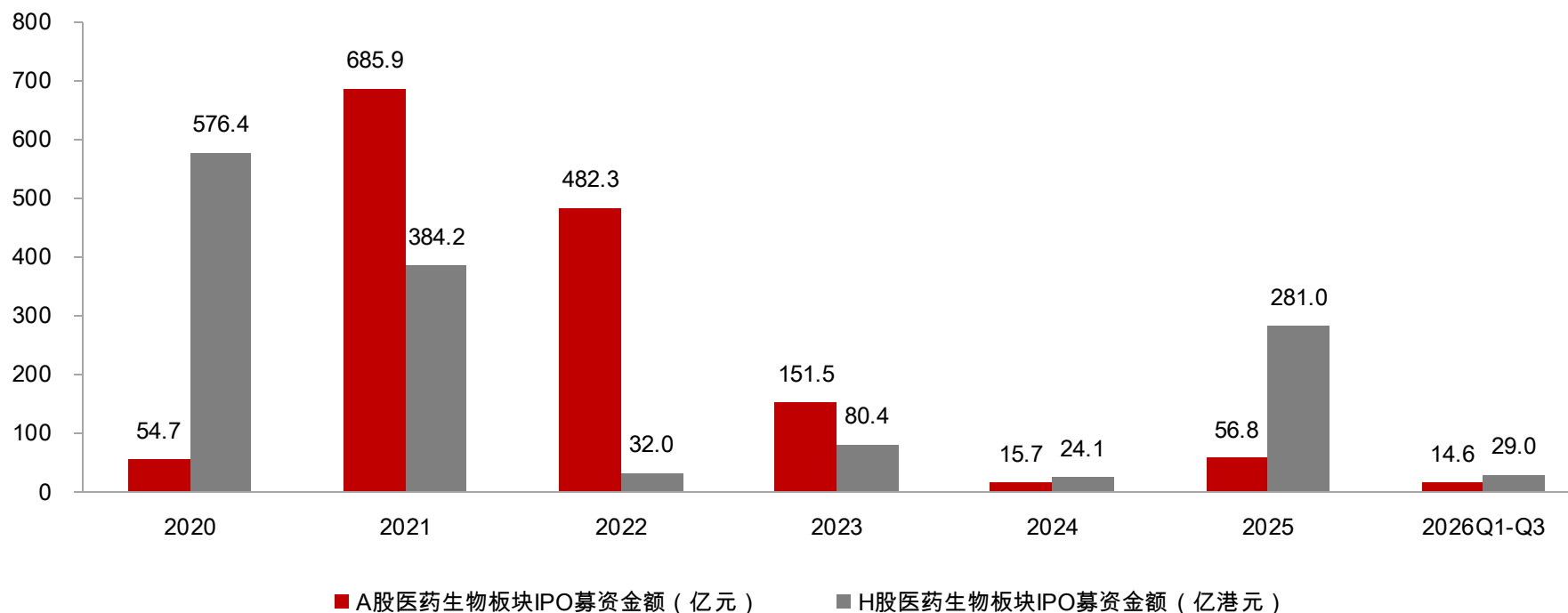
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

1) 国内医药板块IPO情况：A股2021-2024逐年减少，2025略微回升；H股已成为医药生物板块公司IPO主要市场

2025年A股IPO融资56.8亿元，较2024年有所回升，但仍处于底部；H股IPO融资281亿港元，较24年大幅上涨。H股融资市场活跃，已成为创新药企主要IPO融资市场。

中国A+H 医药生物板块IPO募资金额年度数据统计



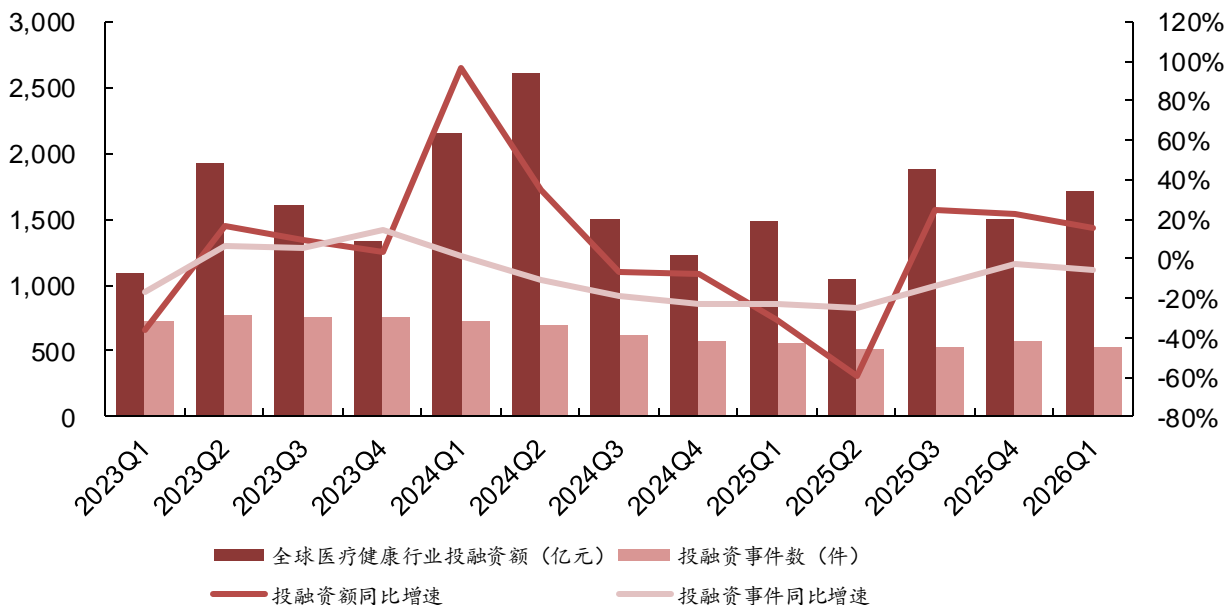
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

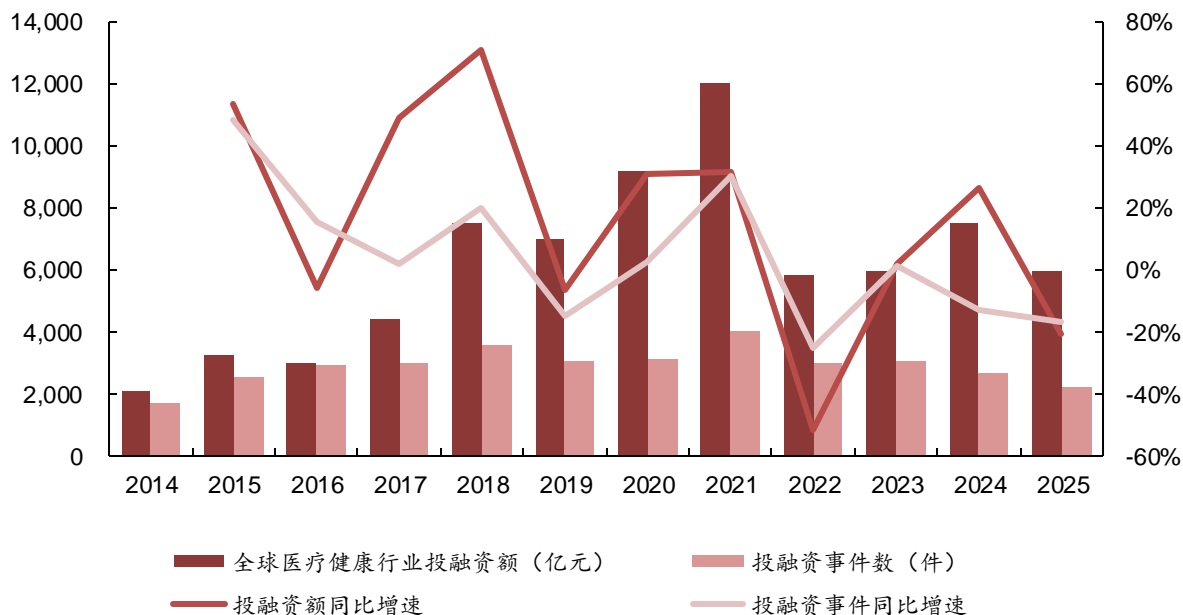
2) 全球医疗健康投融资：2025全年与2023年、2022年基本持平

- **全球2025年全年医疗健康行业投融资**：2025年全球医疗健康行业投融资总金额5911.9亿元(同比-20.9%)；全年全球投融资事件2185件（同比-16.7%）。
- **全球2026年第一季度医疗健康行业投融资总额同比回升**：2026年第一季度全球医疗健康行业投融资总金额1708.94亿元（同比+15.2%；环比+13.66%），第一季度全球投融资事件数534件（同比-5.3%；环比-6.15%）。

全球季度医疗健康投融资额及事件数



全球年度医疗健康投融资额及事件数



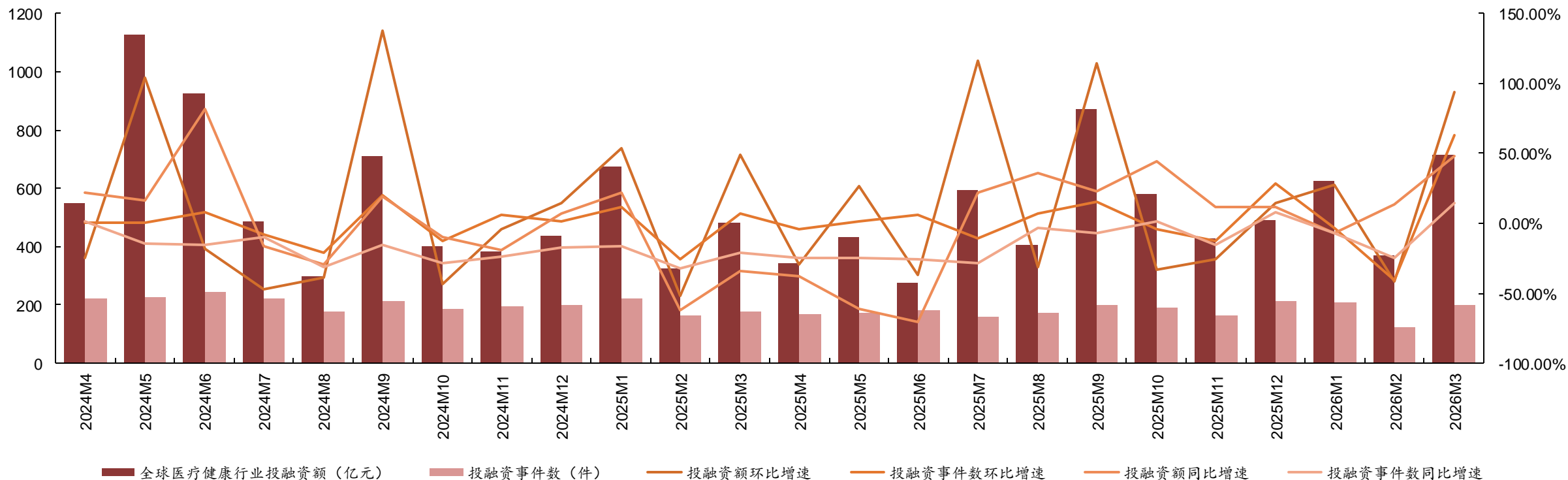
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

2) 全球医疗健康投融资：2025全年与2023年、2022年基本持平

➤ **全球2026年3月医疗健康领域单月月度投融资额同比和环比均保持高正增长**：2026年3月全球医疗健康领域投融资总金额713.61亿元（同比+47.8%；环比+93.85%）；3月全球投融资事件数202件（同比14.8%；环比62.90%）。

全球月度医疗健康投融资额及事件数

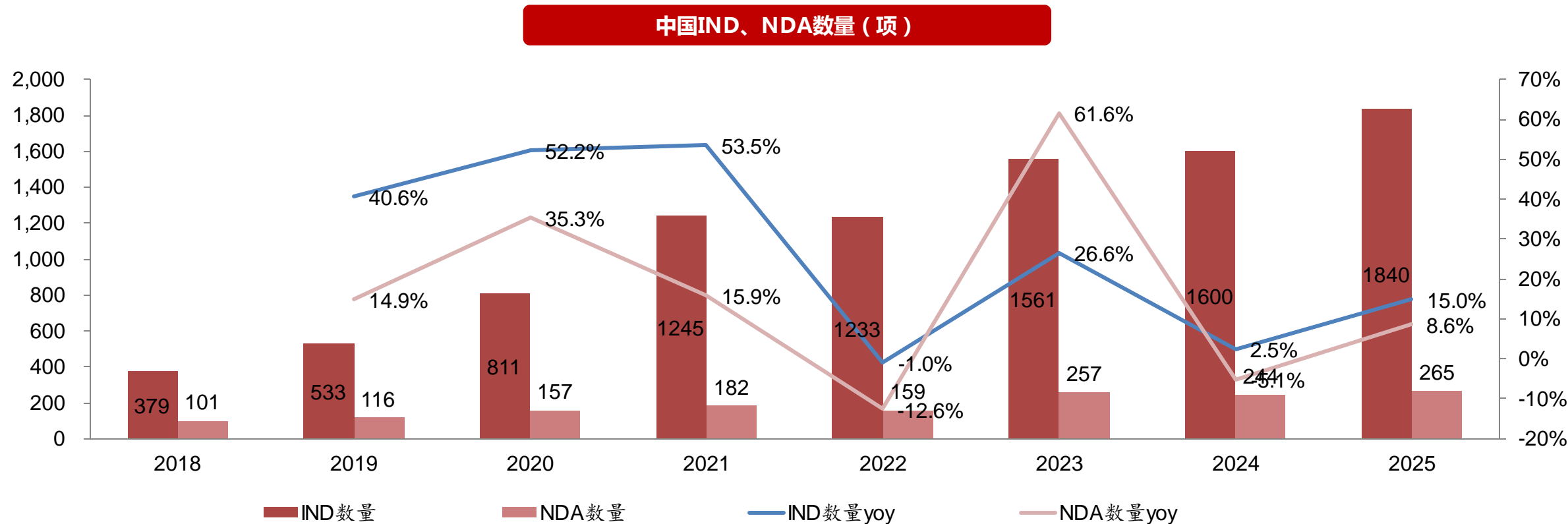


行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

3) 国内研发：CDE创新药IND、NDA数量提高；BD出海节奏加速

➢ 2025年，CDE创新药化学药品、生物制品、中药IND承办数量合计达1840项，同比+15.0%；NDA承办数量合计达265项，同比+8.6%。



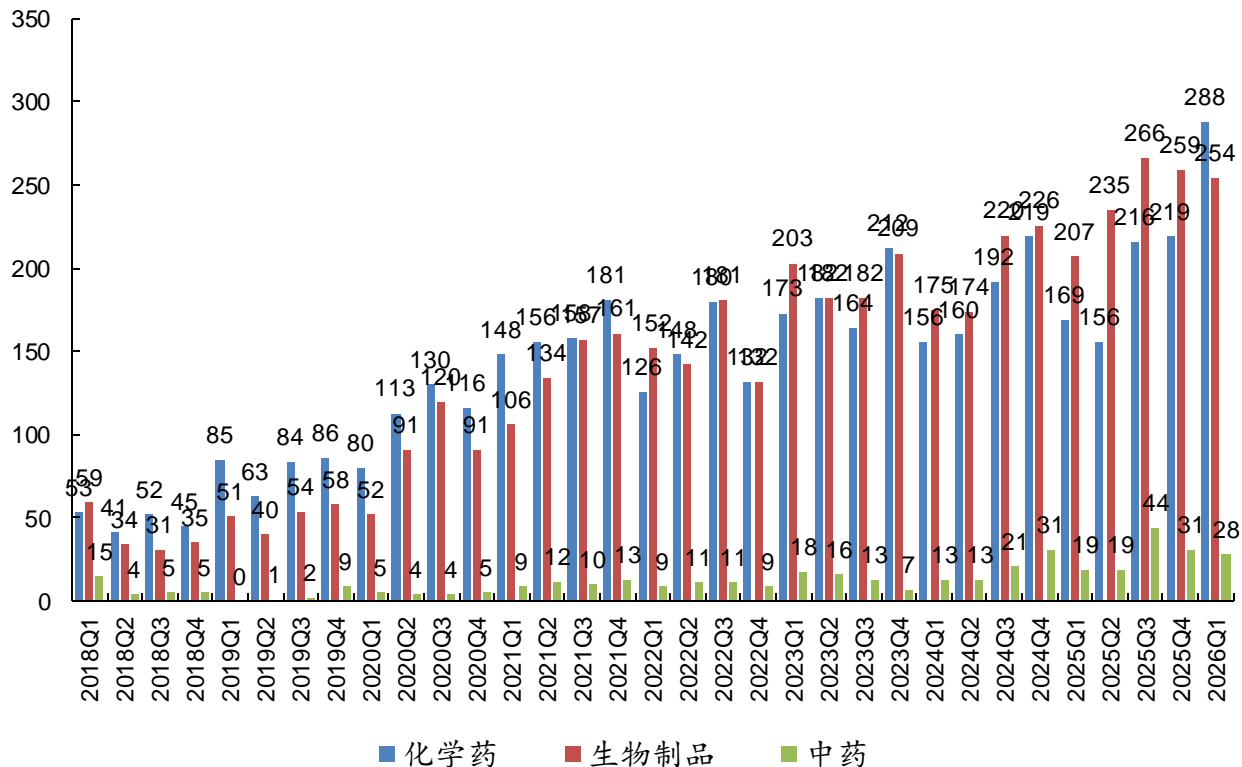
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

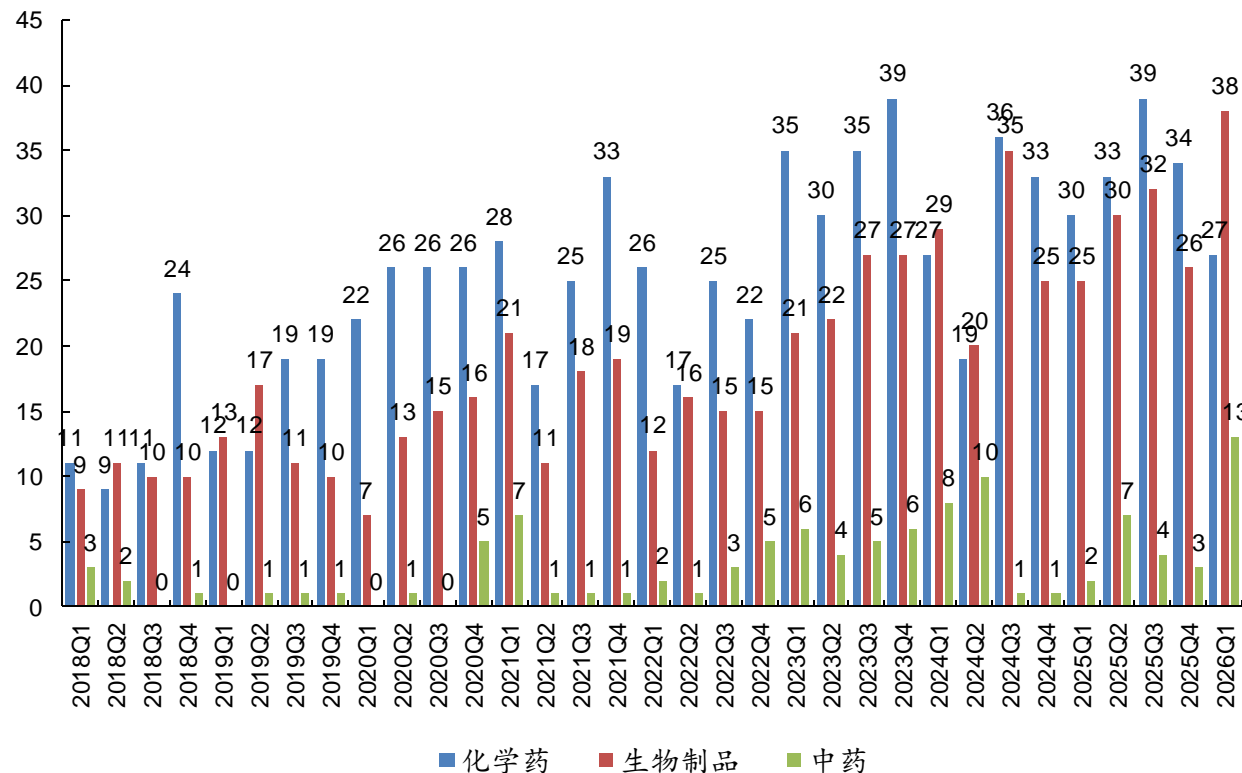
3) 国内研发：CDE创新药IND、NDA数量提高；BD出海节奏加速

➢ IND事件25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1分别为395/410/526/509/570项。新药NDA数量增加滞后于IND，同样呈现确定的快速增长态势。分类型来看，受抗体药物、ADC等类型新药的拉动，自2023年起，生物制品IND数量已逐步追上化学药，此外，生物制品NDA数量也逐步接近化学药。

CDE创新药IND申报数量（季度数据）（项）



CDE创新药NDA申报数量（季度数据）（项）



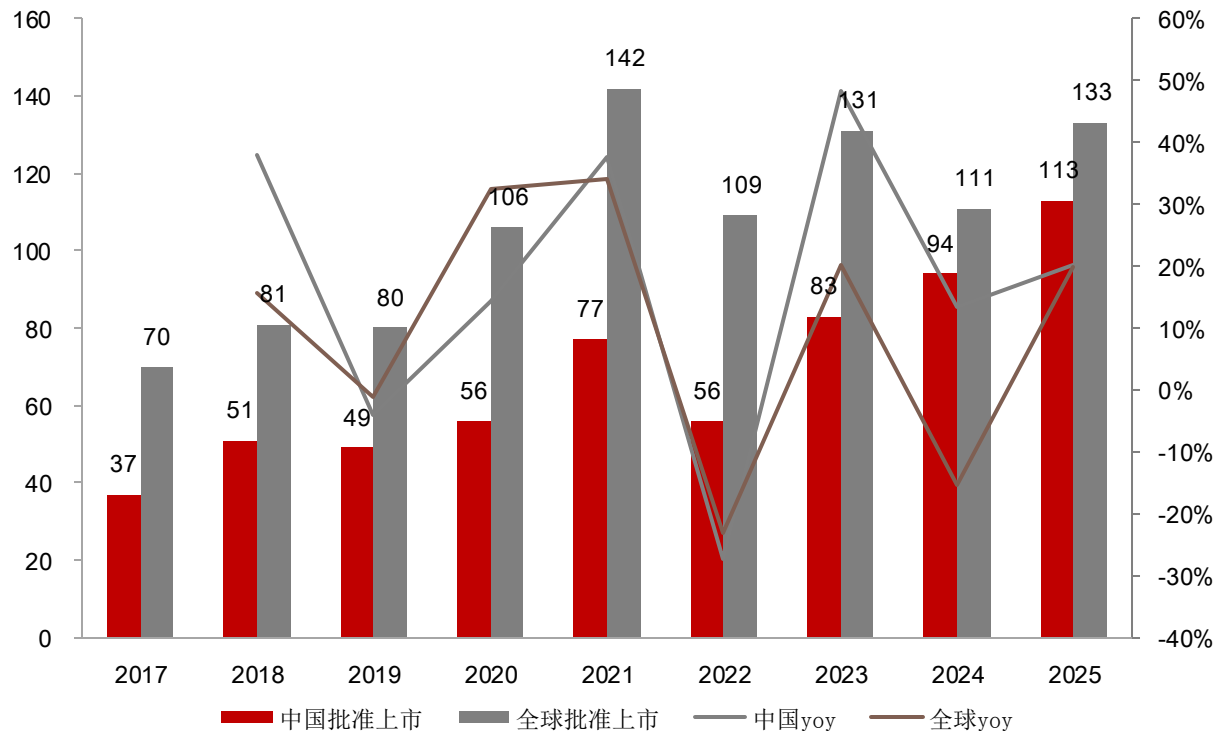
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

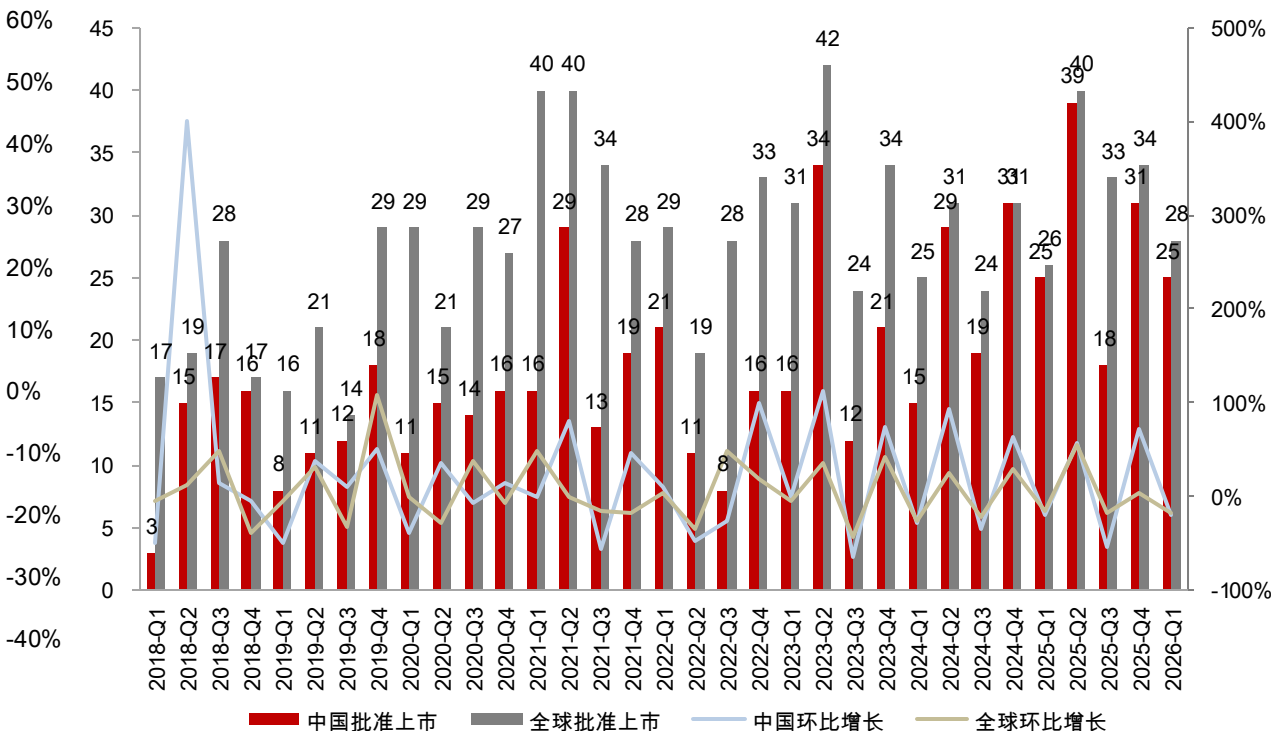
3) 国内和海外研发：中国创新药批准上市数量上升势头明显，2025年获批上市占全球获批上市数量的85%。

➤ 中国批准上市事件25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1分别为25/39/18/31/25项，同比分别+66.7%/+34.5%/-5.3%/0.0%/0.0%。

中国和全球创新药批准上市数量（年度数据）（项）



中国和全球创新药批准上市数量（季度数据）（项）



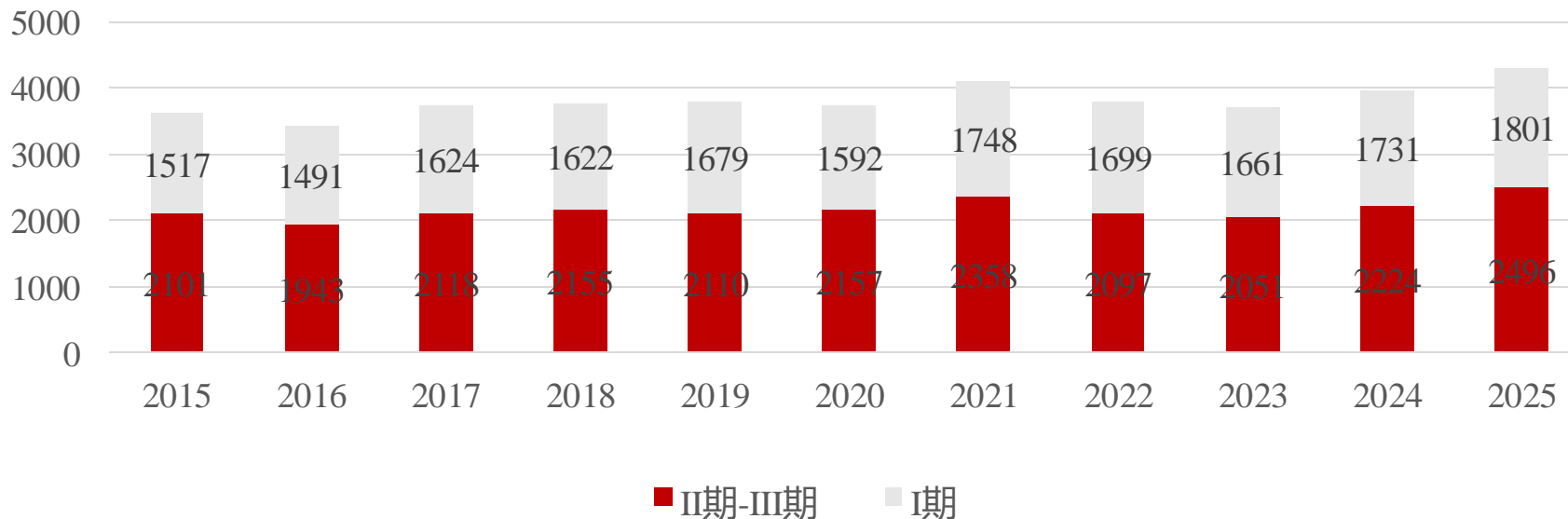
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

4) 海外研发：研发活跃，新分子新设临床数量逐年增加

- 从海外新开设临床试验数量来看，2025年北美及欧洲新开临床试验共4297项（不包含IV期），其中1801项为I期或早期探索性试验，2496项为II期-III期临床试验，达到2021年的历史最高水平。

北美及欧洲新开设临床试验数量（项）



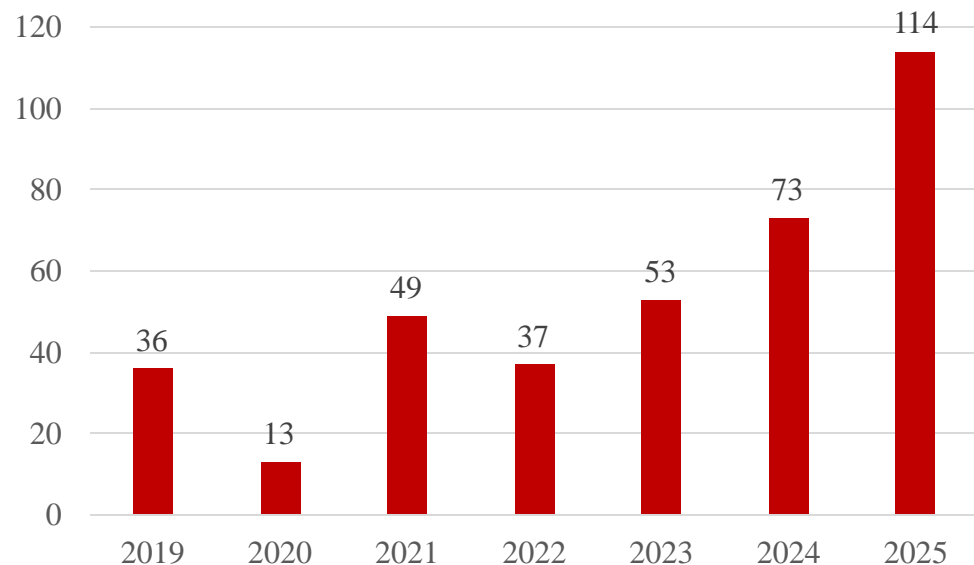
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

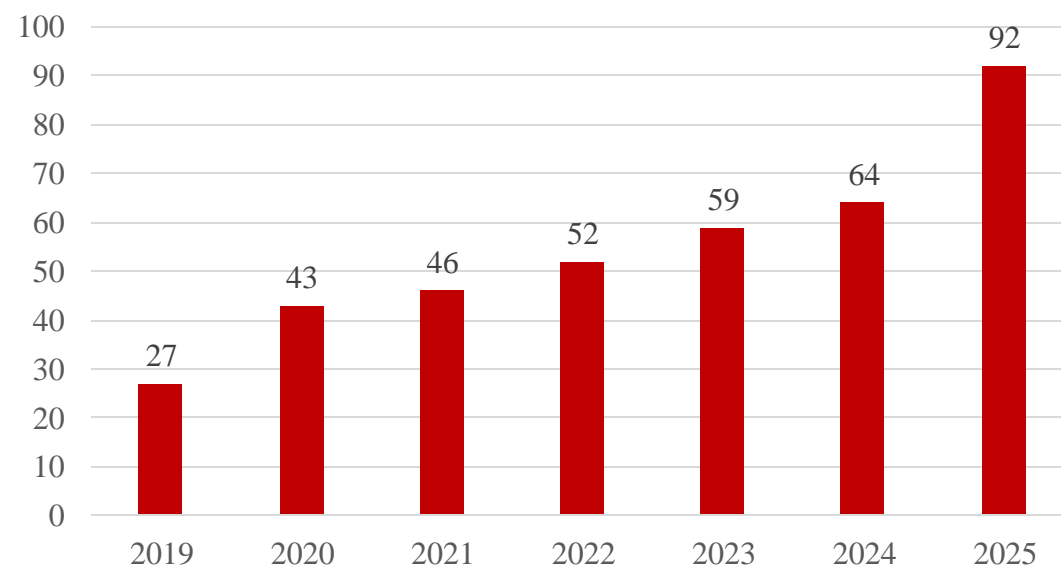
4) 海外研发：研发活跃，新分子新设临床数量逐年增加

- **细分领域新开设临床试验数量逐年快速增长**，其中GLP-1R 靶点新药北美及欧洲II-IV期新开临床试验数量由2019年的36项增至2025年的114项；抗体偶联药物北美及欧洲II-IV期新开临床试验数量由2019年的27项增至2025年的92项。

GLP-1R靶点全球新增临床试验数（II-IV期）（项）



ADC全球新增临床试验数（II-IV期）（项）



2025年板块前三季度业绩回顾

- 2025年三季度CXO板块延续增长态势。** CXO板块共选取19家样本公司，2025年前三季度实现收入695.7亿元（+13.0%）；实现归母净利润165.4亿元（+60.0%）；实现扣非净利润总额128.6亿元（+33.5%）。分季度看，板块25Q1实现收入211.7亿元（+12.3%）；实现归母净利润48.4亿元（+77.4%）；实现扣非归母净利润33.2亿元（+20.4%）。板块25Q2实现收入236.8亿元（+15.3%）；实现归母净利润64.7亿元（+56.2%）；实现扣非归母净利润45.4亿元（+26.9%）。板块25Q3实现收入247.2亿元（+11.4%）；实现归母净利润52.3亿元（+51.0%）；实现扣非归母净利润50.0亿元（+51.7%）。自2024年四季度至2025年第三季度，板块收入延续增长态势、利润同步快速回升。
- CXO板块盈利能力提升。** 2025年前三季度板块整体毛利率为40.3%（+2.5pp）、净利率为23.9%（+7.0pp）；销售费用率（2.6%，-0.1pp）、管理费用率（8.8%，-1.0pp）、研发费用率（4.5%，-1.1pp）下降，财务费用率提高（0.6%，+0.7pp），由收入增长下规模效应放大、部分产能利用率提升、部分赛道/细分市场产品价格竞争逐渐触底等因素综合导致。

CXO板块23Q3-25Q3业绩速览

(亿元)	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
单季度收入	227.1	222.3	188.6	205.4	221.9	237.9	211.7	236.8	247.2
同比增速	-5.0%	-9.4%	-13.6%	-11.0%	-2.3%	7.0%	12.3%	15.3%	11.4%
归母净利润	49.9	12.9	27.3	41.4	34.6	25.9	48.4	64.7	52.3
同比增速	-16.0%	-64.0%	-43.4%	-33.8%	-30.6%	101.2%	77.4%	56.2%	51.0%
扣非归母净利润	49.6	18.0	27.6	35.8	32.9	32.1	33.2	45.4	50.0
同比增速	-11.0%	-53.3%	-35.1%	-33.8%	-33.5%	78.3%	20.4%	26.9%	51.7%

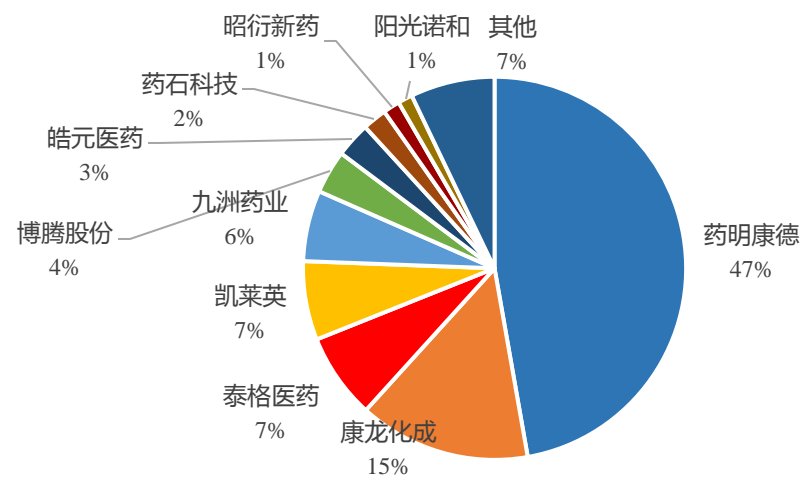
CXO板块23Q3-25Q3盈利能力指标概览

(亿元)	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
毛利率	42.1%	37.2%	36.2%	38.1%	38.9%	36.9%	37.9%	40.7%	41.9%
净利率	22.0%	5.8%	14.5%	20.2%	15.6%	10.9%	22.9%	27.3%	16.0%
销售费率	2.3%	2.6%	2.8%	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%
管理费用率	9.5%	10.3%	10.4%	10.1%	9.0%	10.3%	9.2%	8.4%	8.8%
财务费率	-0.8%	1.1%	-2.6%	-1.7%	3.4%	-4.0%	0.6%	1.0%	0.2%
研发费率	5.5%	5.8%	5.9%	5.8%	5.3%	4.9%	4.6%	4.5%	4.5%

2025年板块前三季度业绩回顾

- **2025年前三季度**：板块样本企业共实现收入695.8亿元（+13.0%）；实现归母净利润165.4亿元（+60.0%）。19家样本企业中14家收入实现正增长，13家公司净利润增速实现正增长；1家公司收入增速超30%、7家公司净利润增速超30%；0家公司收入增速超50%，7家公司净利润增速超50%。
- 从收入贡献看，2025年前三季度药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业贡献比例为47%、15%、7%、7%、6%；从净利润贡献看，药明康德、康龙化成、凯莱英、九洲药业、泰格医药贡献比例为76%、6%、5%、5%、3%。

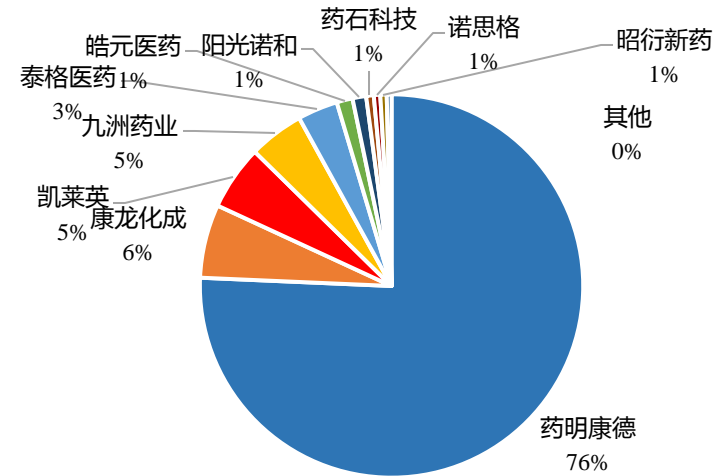
2025年前三季度板块收入占比



板块前三季度收入/利润增长分布

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	12.96%	0	1	14	5
占比		0%	5%	74%	26%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	60.04%	7	7	13	6
占比		37%	37%	68%	32%

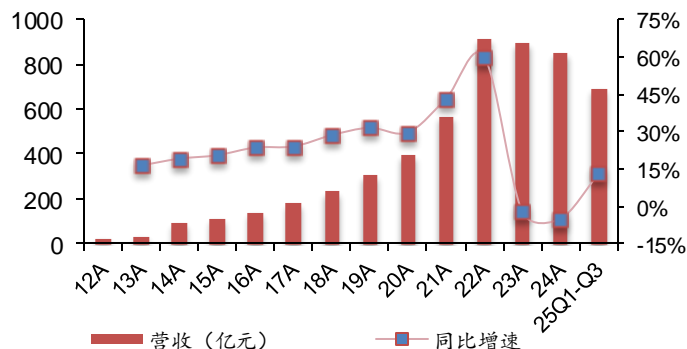
2025年前三季度归母净利润占比



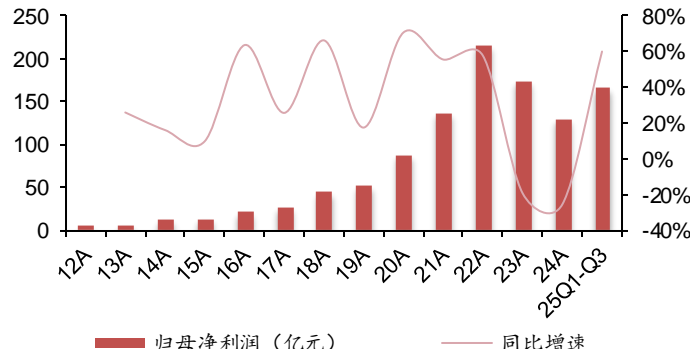
2025年板块前三季度业绩回顾

➤ **2025年前三季度收入增长兑现，利润端快速回升。**在2023年高利润商业化订单完全消化后，2024年CXO板块表现收入小幅下降并逐步企稳。2025年前三季度，伴随着2024年全球医药生物投融资在研发外包市场的释放、CDMO部分新增产能的爬坡、新分子需求快速增长、临床CRO竞争的逐步触底等，三季度全板块样本公司合计实现收入695.7亿元（+13.0%），叠加产能利用率提升、规模效应放大等因素，实现归母净利润165.4亿元（+60.0%）；实现扣非净利润总额128.6亿元（+33.5%）

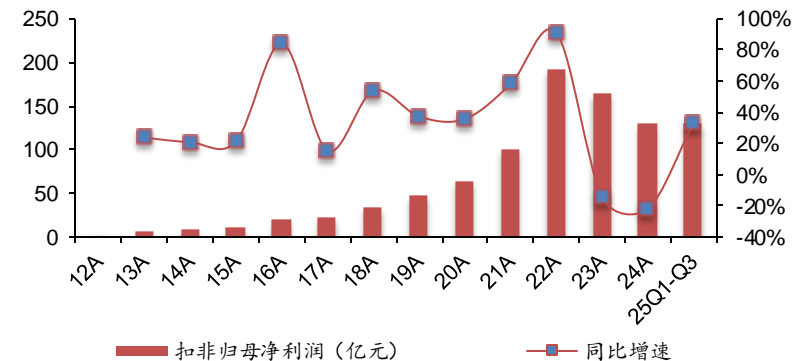
2012年~2025年三季度收入及增速



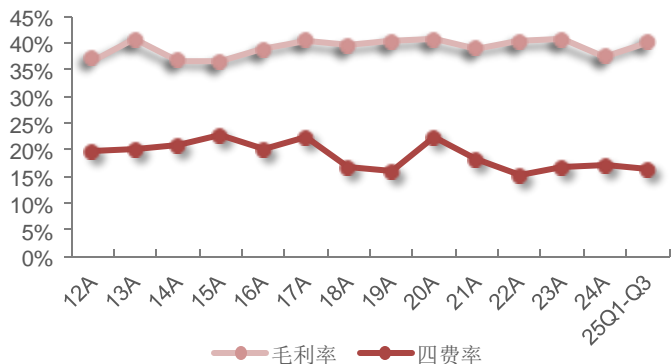
2012年~2025年三季度归母净利润及增速



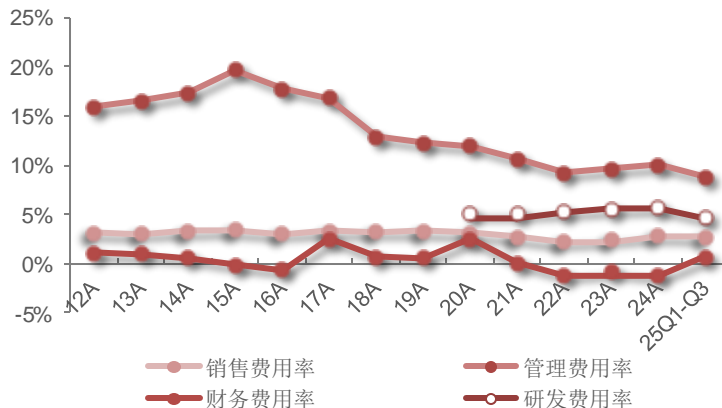
2012年~2025年三季度扣非归母净利润收入及增速



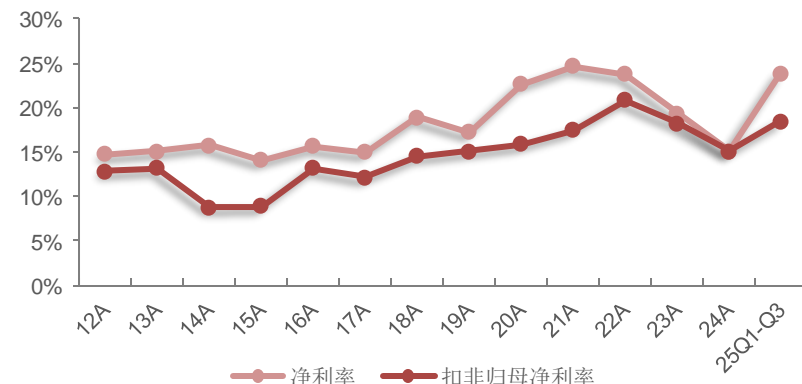
2012年~2025年三季度毛利率与四费率变化趋势



2012年~2025年三季度期间费用率变化趋势



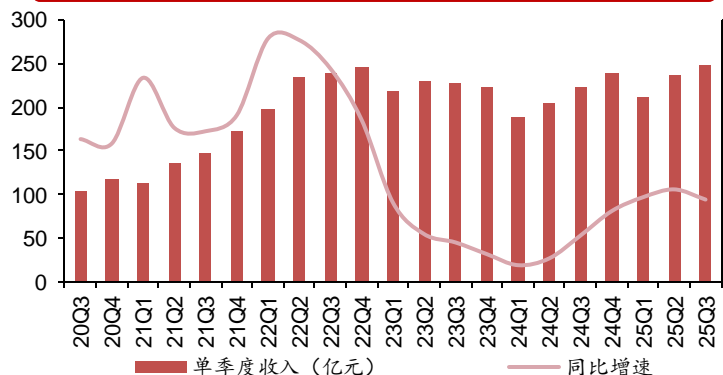
2012年~2025年三季度净利率变化趋势



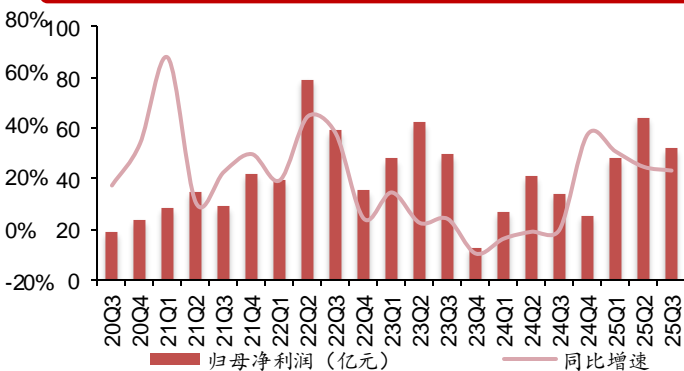
2025年板块前三季度业绩回顾

➤ **Q1、Q2、Q3收入逐季提升，利润保持高增长。**分季度看，CXO板块19家样本企业25Q1共实现营业收入211.7亿元（+12.3%）；共实现归母净利润48.4亿元（+77.4%）；共实现扣非归母净利润33.2亿元（+20.4%）。25Q2共实现营业收入236.8亿元（+15.3%）；共实现归母净利润64.7亿元（+56.2%）；共实现扣非归母净利润45.4亿元（+26.9%）；25Q3共实现收入247.2亿元（+11.4%），共实现归母净利润52.3亿元（+51.0%），共实现扣非归母净利润50.0亿元（+51.7%）。

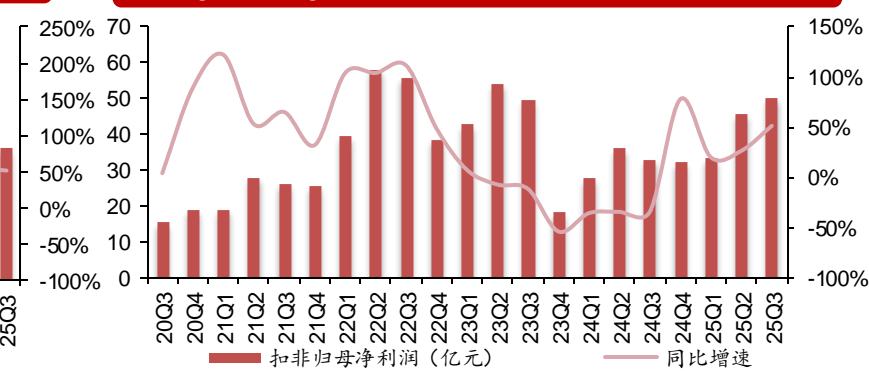
20Q3~25Q3收入及增速（单季度）



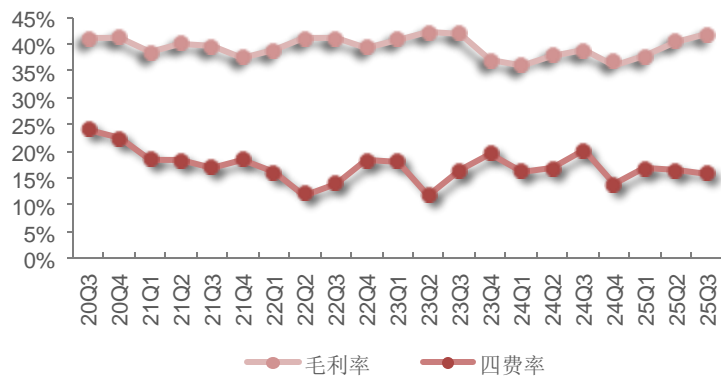
20Q3~25Q3归母净利润及增速（单季度）



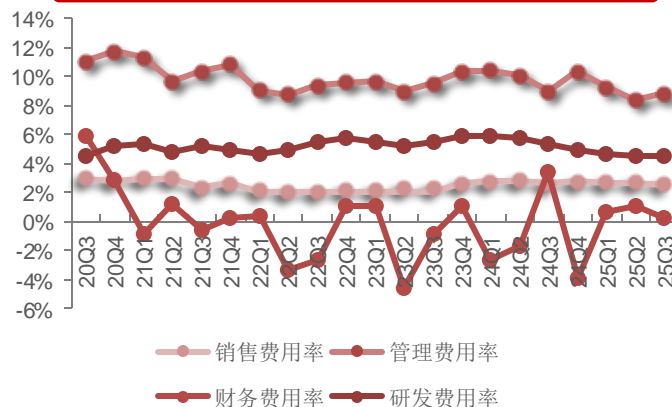
20Q3~25Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



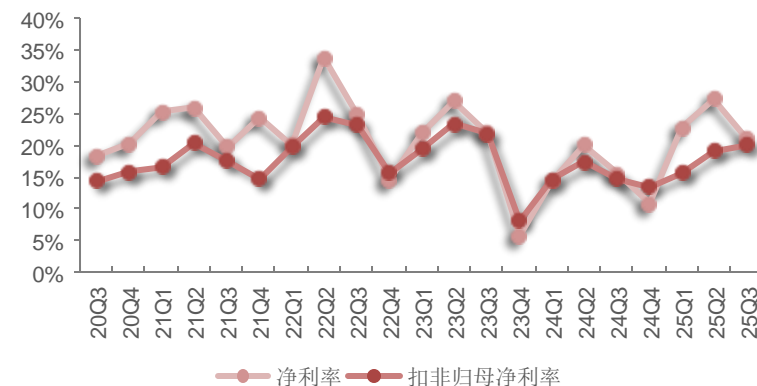
20Q3~25Q3毛利率与四费率变化趋势



20Q3~25Q3期间费用率变化趋势



20Q3~25Q3净利率变化趋势



西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn				