

行业指数回落，或因谨慎预期

——证券行业周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

每周一谈

2025年3月中国采购经理指数运行情况 3月份，制造业采购经理数（PMI）为50.5%，比上月上升0.3个百分点，制造业景气水平继续回升。3月份，非制造业商务活动指数为50.8%，比上月上升0.4个百分点，非制造业扩张步伐有所加快。

市场回顾：

上周（3.31-4.3）沪深300指数的涨跌幅为-1.37%，申万二级行业指数证券行业涨跌幅为-1.78%。板块内个股6家上涨，2家平盘，41家下跌。

证券板块个股周度表现：

股价涨跌幅前五名为：湘财股份、华西证券、招商证券、中信建投、哈投股份。

股价涨跌幅后五名为：华林证券、华泰证券、信达证券、东方证券、国盛金控。

本周投资策略：

上周证券行业指数涨跌幅落后于沪深300指数，证券板块内个股多数下跌。我们认为上周证券行业指数回落，一方面或许是和行业整体估值压力有关，一方面或许是和券商后市的谨慎预期有关，建议投资者在市场情绪整体有所回落的情况下，采取稳健策略应对。

风险提示：政策风险、市场波动风险。

评级

增持（维持）

2025年04月08日

徐广福

分析师

SAC执业证书编号：S1660524030001

行业基本资料

股票家数	49
行业平均市盈率	23.21
市场平均市盈率	12.42

行业表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

- 1、《指数周度回落或受多重因素影响：证券行业周报》2025-04-01
- 2、《注意行业高波动性：证券行业周报》2025-03-26
- 3、《估值或面临压力：证券行业周报》2025-03-20

1. 每周一谈

一、中国制造业采购经理指数运行情况

3 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.5%，比上月上升 0.3 个百分点，制造业景气水平继续回升。

从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.2%，比上月下降 1.3 个百分点，高于临界点；中、小型企业 PMI 分别为 49.9% 和 49.6%，比上月上升 0.7 和 3.3 个百分点，均低于临界点。

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

生产指数为 52.6%，比上月上升 0.1 个百分点，表明制造业企业生产活动加快。

新订单指数为 51.8%，比上月上升 0.7 个百分点，表明制造业市场需求景气水平继续改善。

原材料库存指数为 47.2%，比上月上升 0.2 个百分点，仍低于临界点，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。

从业人员指数为 48.2%，比上月下降 0.4 个百分点，表明制造业企业用工景气度有所回落。

供应商配送时间指数为 50.3%，比上月下降 0.7 个百分点，仍高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间持续加快。

二、中国非制造业采购经理指数运行情况

3 月份，非制造业商务活动指数为 50.8%，比上月上升 0.4 个百分点，非制造业扩张步伐有所加快。

分行业看，建筑业商务活动指数为 53.4%，比上月上升 0.7 个百分点；服务业商务活动指数为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点。从行业看，水上运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间；餐饮、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均低于临界点。

新订单指数为 46.6%，比上月上升 0.5 个百分点，表明非制造业市场需求景气度有所回升。分行业看，建筑业新订单指数为 43.5%，比上月下降 3.3 个百分点；服务业新订单指数为 47.1%，比上月上升 1.2 个百分点。

投入品价格指数为 48.6%，比上月上升 0.2 个百分点，仍低于临界点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平降幅收窄。分行业看，建筑业投入品价格指数为 49.5%，比上月上升 0.2 个百分点；服务业投入品价格指数为 48.4%，比上月上升 0.2 个百分点。

销售价格指数为 46.7%，比上月下降 1.1 个百分点，表明非制造业销售价格总体水平继续下降。分行业看，建筑业销售价格指数为 47.5%，比上月下降 1.6 个百分点；服务业销售价格指数为 46.6%，比上月下降 1.0 个百分点。

从业人员指数为 45.8%，比上月下降 0.7 个百分点，表明非制造业企业用工景气度回落。分行业看，建筑业从业人员指数为 41.4%，比上月下降 4.2 个百分点；服务业从业人员指数为 46.5%，比上月下降 0.2 个百分点。

业务活动预期指数为 57.2%，比上月上升 0.6 个百分点，表明非制造业企业对近期市场发展信心有所增强。分行业看，建筑业业务活动预期指数为

55.3%，比上月上升 0.6 个百分点；服务业业务活动预期指数为 57.5%，比上月上升 0.6 个百分点。

.....

（信息来源：国家统计局

https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202503/t20250331_1959176.html）

我们认为制造业 PMI 和非制造业商务活动指数均在荣枯线以上，且有所扩张，表明我国企业生产经营活动总体扩张加快，对国民经济活动构成正面利好。

2. 市场回顾

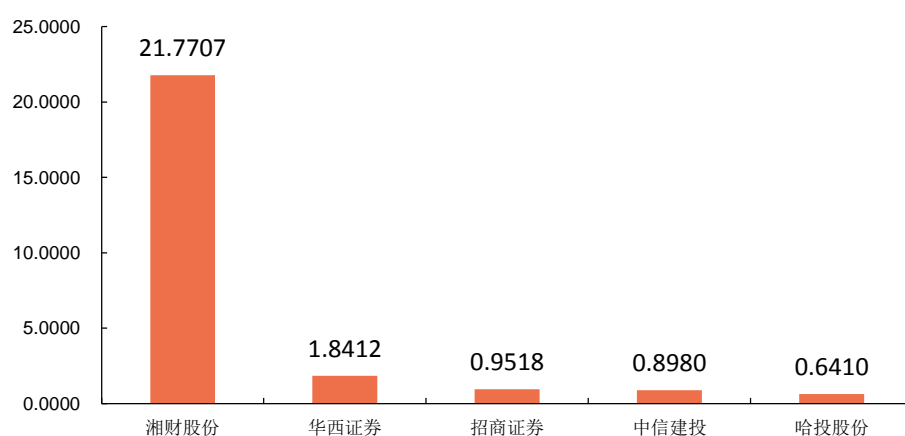
上周（3.31-4.3）沪深 300 指数的涨跌幅为-1.37%，申万二级行业指数证券行业涨跌幅为-1.78%。板块内个股 6 家上涨，2 家平盘，41 家下跌。

证券板块个股周度表现：

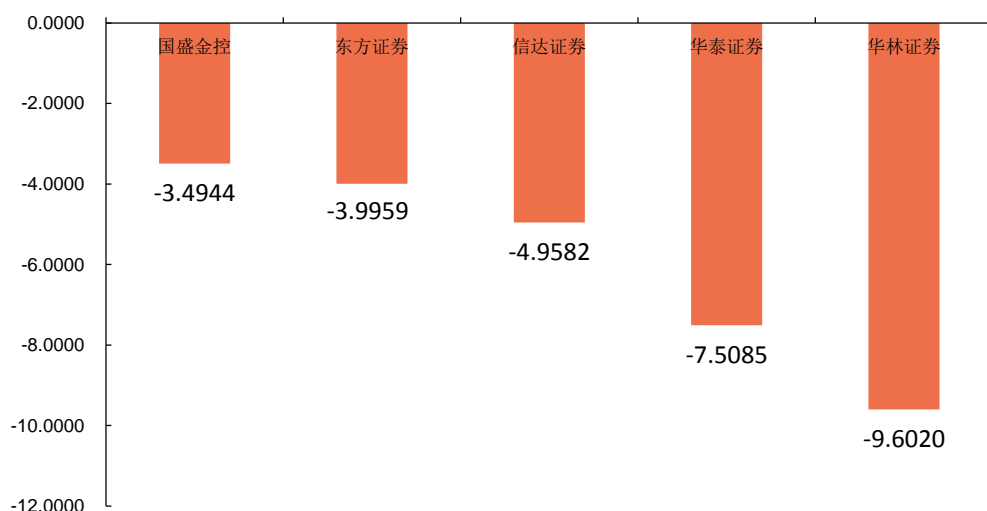
股价涨跌幅前五名为：湘财股份、华西证券、招商证券、中信建投、哈投股份。

股价涨跌幅后五名为：华林证券、华泰证券、信达证券、东方证券、国盛金控。

图1：周度涨跌幅（%）前五的公司

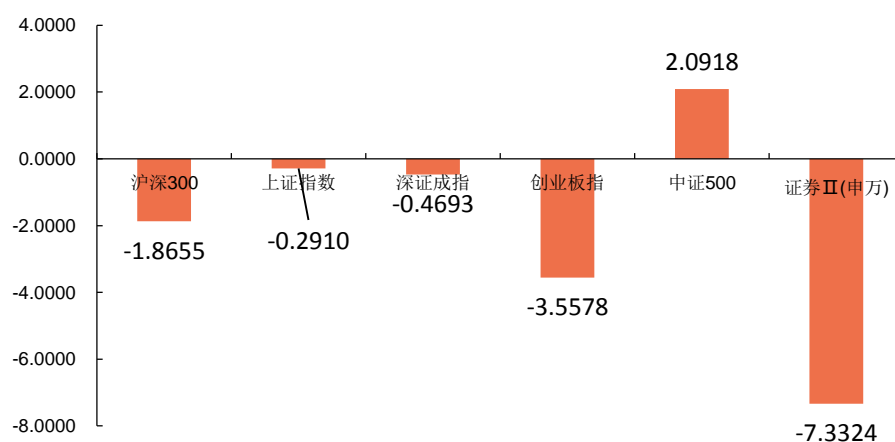


资料来源：wind，申港证券研究所

图2：周度涨跌幅（%）后五的公司


资料来源：wind，申港证券研究所

2025 年初至上周末，沪深 300 指数、上证指数、深证成指、创业板指数、中证 500 指数和申万证券行业指数的年内涨跌幅情况如图 3 所示。

图3：指数年内涨跌幅（%）


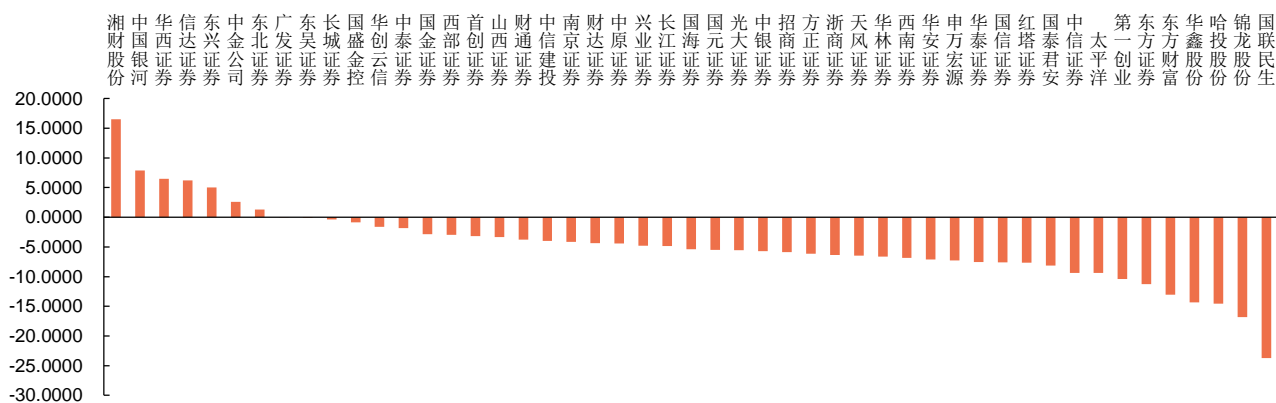
资料来源：wind，申港证券研究所

本年度证券行业板块个股表现：

股价涨跌幅前五名为：湘财股份、中国银河、华西证券、信达证券、东兴证券。

股价涨跌幅后五名为：国联民生、锦龙股份、哈投股份、华鑫股份、东方财富。

图4：上市公司年内涨跌幅（%）

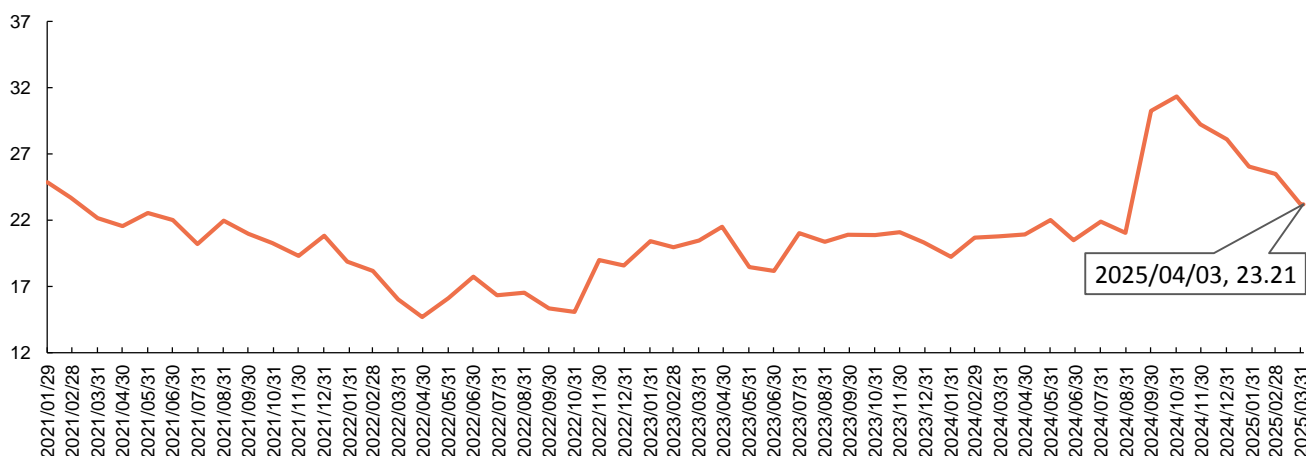


资料来源：wind，申港证券研究所

3. 本周投资策略：

上周证券行业指数涨跌幅落后于沪深 300 指数，证券板块内个股多数下跌。我们认为上周证券行业指数回落，一方面或许是和行业整体估值压力有关，一方面或许是和券商后市的谨慎预期有关，建议投资者在市场情绪整体有所回落的情况下，采取稳健策略应对。

图5：证券行业 PE(月度数据，单位：倍数，时间：20210101—20250403)



资料来源：wind，申港证券研究所

4. 重要新闻

1、多家券商解读特朗普“对等关税”，投资关注点都在这里

<https://www.cls.cn/detail/1993950>

4月3日，美国总统特朗普正式签署“对等关税”行政令，宣布实施新一轮全面关税政策，券商普遍认为，特朗普此次关税政策覆盖范围之广、税率之高远超市场预期。

这一举措引发全球金融市场剧烈震荡，美股期货盘后暴跌，美元指数下挫，黄金、美债等避险资产价格飙升。

特朗普的“对等关税”行政令不仅冲击短期市场情绪，更可能重塑全球贸易秩序。券商建议投资者短期关注黄金、红利资产；在国内市场，中长期布局“安全主线”（军工、电力设备）与“科技+消费”复苏机会。未来一个月，关税谈判进展与国内政策发力节奏将成为市场关键变量。

全面性关税+“一国一税”，税率超预期

根据行政令内容，美国将对全球所有贸易伙伴实施最低10%的“基准关税”，并对主要经济体根据贸易逆差和“综合关税水平”加征更高税率。其中，越南、日本、韩国等亚洲经济体税率分别高达46%、24%、25%，欧盟税率为20%，中国大陆被加征34%的对等关税，加拿大、墨西哥因符合《美墨加协定》（USMCA）条件获得部分豁免，但不符合条款的商品仍面临高额税率。

.....

（信息来源于：财联社）

2、降佣后券商分仓下降：光大、银河降幅超5成 券商研究所如何转型

<https://www.21jingji.com/article/20250403/herald/4123137ce5594c45b98e3612720842d8.html>

公募基金费率改革影响下，券商2024年的基金分仓佣金收入首份榜单出炉。

天相投顾统计数据显示，2024年，券商分仓佣金收入为106.52亿元，较2023年的164.66亿元下降了35%，呈现“三连降”态势。2022年、2023年，券商分仓佣金收入的同比降幅分别为15%、11%。

分仓佣金规模下滑主要有两方面原因，一是公募基金股票交易量在下降，据天相投顾统计，2024年公募基金的股票交易量为20.51万亿元，较2023年的22.34万亿元减少了约8%；二是公募基金证券交易佣金率降幅明显，2023年的佣金率为万分之7.37，而2024年佣金率约为万分之5.19。

21世纪经济报道记者注意到，分仓佣金“蛋糕”缩小的过程中，各家券商的收入表现呈现分化。

以大中型券商为例，同比口径下，2024 年，华泰证券、广发证券、浙商证券的分仓佣金收入降幅较小，在 17%—24% 区间，而光大证券、银河证券的分仓佣金收入降幅超过 50%，招商证券、中泰证券的收入降幅也达到 40% 以上，分别为 46.59%、44.36%。

“随着公募基金调降交易佣金费率，研究成为基金公司佣金分配的唯一出口，（基金公司）将会更加聚焦真正的研究价值。”东吴证券分析师孙婷指出。

.....

（信息来源于：21 世纪经济报道）

5. 风险提示：政策风险、市场波动风险。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，不构成其他投资标的的要约和邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数。）