



2025年4月2日

晨会纪要20250402

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

王洋 S0630513040002

wangyang@longone.com.cn

重点推荐

- 1. 新订单指数明显回升，高技术、装备制造有支撑——国内观察：2025年3月PMI
- 2. 从湘财合并大智慧，看中小券商与金融科技跨界整合新路径——非银金融行业简评

财经要闻

- 1. 央行：开展8000亿元买断式逆回购操作
- 2. 3月公开市场国债买卖情况
- 3. 南京全面取消商品房限售

正文目录

1. 重点推荐	3
1.1. 新订单指数明显回升，高技术、装备制造有支撑——国内观察：2025 年 3 月 PMI	3
1.2. 从湘财合并大智慧，看中小券商与金融科技跨界整合新路径——非银金融行业简评	4
2. 财经新闻	5
3. A 股市场评述	6
4. 市场数据	8

1.重点推荐

1.1.新订单指数明显回升，高技术、装备制造有支撑——国内观察：2025年3月PMI

证券分析师：刘思佳，执业证书编号：S0630516080002；证券分析师：胡少华，执业证书编号：S S0630516090002

联系人：李嘉豪，lijiah@longone.com.cn

事件：3月31日，国家统计局公布3月官方PMI数据。3月，制造业PMI为50.5%，前值50.2%；非制造业PMI为50.8%，前值50.4%。

核心观点：剔除春节错位影响来看，3月制造业PMI表现超季节性，亮点在于供需仍在回升，且新订单指数上升的幅度要大于生产指数。不过行业中的景气度差异也较为明显，中游以及高技术产业处于高景气度，而高耗能产业依然低于荣枯线。反映在价格层面上，分化主要体现在有色强而黑色弱。当前外部环境仍面临较大的不确定性，内需改善的持续性显得尤为关键。

制造业PMI表现超季节性。3月制造业PMI改善0.3%，低于5年同期均值。一方面有2020年的异常值影响，另一方面一季度制造业PMI易受春节错位影响。与同样春节在1月的年份做比较，2023年、2017年、2014年3月制造业PMI环比分别为-0.7%、0.2%、0.1%；此外，同一维度下春节在2月的年份，4月制造业PMI通常环比呈现回落。

新订单指数回升的幅度更大。3月新订单指数升至51.8%（+0.7pct），为去年3月以来最高，新出口订单指数回升0.4个百分点，外需也仍有韧性。但进口指数明显回落（47.5%，-2.0pct），一方面反映出内外需的差异，另外一方面可能也折射出高技术产业快速发展下国产替代的需求在提升。生产指数升至52.6%（+0.1pct），为去年4月以来最高。生产-新订单指数反映的供需缺口回落至0.8，低于去年均值1.2。

高景气行业依然集中在中游以及新兴产业。3月，装备制造业（52.0%，+1.2pct）、高技术制造业（52.3%，+1.4pct）进一步上升；消费品行业持平于荣枯线，连续两个月回升，下游也有复苏迹象；高耗能行业回落。细分行业上，据统计局，3月铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业供需指数均升至55.0%以上较高景气区间；生产经营活跃预期指数上，铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业位于60%以上区间。

库存指数回落，补库可能尚未开启。3月，产成品库存指数回落至48.0%，前值为48.3%。1-2月的库存增速明显回升，或仍是由于春节后复工以及错位的影响，补库周期仍待启动。

价格指数回落，仍处荣枯线以下。主要原材料购进价格指数（49.8%，-1.0pct）以及出厂价格指数（47.9%，-0.6pct）在连续两个月回升后再次回落，且均位于荣枯线以下，或反映3月PPI环比难有较大改善。行业上有色和黑色的分化仍然较为明显。

非制造业PMI可能略弱于季节性。3月非制造业PMI环比上升0.4%，但环比改善的幅度要低于2023年以及2017年同期。分项上服务业以及建筑业均有不同程度回升。

服务业商务活动指数：居民弱，企业强。春节效应减退，居民消费相关的行业继续回落，包括餐饮、文化体育娱乐等，与生产活动相关的运输行业位于较高景气度。另一方面由于资本市场活跃度提升，货币金融服务行业已经连续多月位于高景气度区间。

建筑业虽回升，但后续仍需关注实物工作量的形成。3月建筑业 PMI53.4%，环比上升0.7%，开工加快影响下连续两个月回升。后续仍要关注地产投资的修复情况以及财政发力节奏对基建的影响，从高频表现上来看尚存不确定性。

风险提示：稳增长政策落地不及预期；特朗普关税政策风险；美联储降息节奏不及预期。

1.2.从湘财合并大智慧，看中小券商与金融科技跨界整合新路径——非银金融行业简评

证券分析师：陶圣禹，执业证书编号：S0630523100002，邮箱：tsy@longone.com.cn

事件：湘财股份与大智慧于3月16日同步公告重大资产重组计划，并于3月28日同步公告具体预案，即湘财股份换股吸收合并大智慧并募集配套资金，完成后大智慧将终止上市并注销法人资格，湘财股份为存续公司。

交易预案梳理：1) **换股对象：**除湘财股份、大智慧自身、新湖集团以外的大智慧全体股东（前述三大股东所持大智慧股份直接予以注销）；2) **换股价格：**以定价基准日前120个交易日均价确定，湘财股份和大智慧换股价格分别为7.51元/股和9.53元/股，分别较停牌前收盘价（分别为6.89元/股和9.01元/股）溢价9.0%和5.8%，大智慧和湘财股份的换股比例为1:1.27，测算得拟发行股份数为22.94亿股，换股完成后湘财股份总股本增值51.53亿股；3) **募集资金：**拟向不超过35名特定投资者，募集配套资金不超过80亿元；4) **锁定期安排：**自A股发行结束之日起，募集配套资金认购对象锁定6个月，湘财股份控股股东及其一致行动人承诺锁定18个月，大智慧实际控制人张长虹及其一致行动人承诺锁定12个月；5) **股权结构：**换股前湘财股份控股股东新湖控股及其一致行动人合计持股40.37%（其中新湖控股、衢州发展分别持股24.13%、16.24%），换股实施后湘财股份控股股东新湖控股及其一致行动人合计持股22.40%（其中新湖控股、衢州发展分别持股13.39%、9.01%），张长虹及其一致行动人合计持股17.28%（其中张长虹持股13.93%，并出具了不谋求控制权的承诺）。

资本运作沿革：始于2014年，是券商行业探索“流量+牌照”模式的缩影。湘财股份与大智慧的资本关联始于2014年大智慧拟以85亿元收购湘财证券，后因大智慧信披违规导致重组终止；2020年6月，哈高科通过收购湘财证券99.7273%股权实现其曲线上市，并于同年8月正式更名为湘财股份，转型为证券主业，随后通过收购新湖集团持有的大智慧15%股权成为其第二大股东，推动金融科技协同；2025年2月，湘财股份宣布减持大智慧不超过1%的股份，但仅一个月后转而公告拟换股吸收合并大智慧，形成“券商+金融科技”跨界整合。相较于传统券商间并购，此次合并创新性地探索了金融科技公司与券商的深度协同新路径，为中小券商差异化突围提供了新范式。

业务互补初探：传统券商和金融科技企业在用户基础、获客方式、牌照经营、业务创新等方面均有较大的差异化，吸收合并有望带来以下几方面的互补。

1) **庞大的用户基础带来较大的获客空间：**湘财证券截至2024H1末仅有67家证券营业部、4家业务分公司、4家区域分公司、2家全资子公司，客户触达能力相对有限；而大智慧作为金融信息服务商，拥有显著的流量入口优势，吸收合并后可通过流量入口直接提升获客能力，进而赋能经纪与财富管理业务，形成“金融数据+证券交易”的闭环生态。从历史案例看，金融科技公司与券商合并对收入增厚效果显著，例如指南针2022年收购网信证券（现更名为麦高证券）后于2022Q3在指南针股票APP提供麦高证券开户入口，麦高证券2023-24年手续费及佣金净收入分别同比大幅增长161.32%、162.83%，客户引流效应显著；东方财富2015年收购西藏同信证券（现更名为东方财富证券），东方财富证券

2016 年手续费 及佣金净收入同比增速高达 757.11%，爆发式增长验证了“流量+牌照”模式的可行性。

2) 金融数据与资讯服务优势助力数字化转型和机构客户维系：虽然湘财股份与万得信息、 益盟股份、九方财富等金融科技企业有业务合作，但相互合作更多建立在丰富服务内容、 提升服务品质上，其自身在金融科技领域的布局仍显薄弱，难以独立实现大规模用户转化和业务创新。而大智慧在金融数据、资讯服务等领域具有较强的竞争力，合并后能够为湘财股份提供技术支持和数据赋能，助力其业务和系统的数字化转型。此外，大智慧机构客户覆盖金融市场各层次参与主体，包括所有具有托管业务资格的托管行、所有保险资产管理公司在内的 90%以上的保险机构、95%以上的基金公司，70%以上的证券公司以及众多的信托公司、投资公司、金融高校等，业务协同深化有望进一步提升湘财股份对机构客户的维系力度。

3) 互联网基因与品牌效应助力创新业务拓展：大智慧作为老牌金融信息服务商，拥有较强的市场认知度和用户黏性，其互联网基因与湘财股份的传统券商业务形成互补，有望提升整体品牌影响力。此外，借鉴东方财富通过金融科技不断拓展业务边界（如基金代销、投顾服务等），湘财股份亦可探索基于大智慧数据的智能化投顾、量化交易等创新业务，进而实现业务协同和收益增厚，但成功的关键仍在于用户转化效率与生态整合能力。

投资建议：我们认为在前期严监严管的背景下，未来高质量发展的具体细则将成为资本市场长远发展的主要推动力，一流投资银行建设的有效性和方向性不改，建议把握并购重组、 高“含财率”和 ROE 提升三条逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。

风险提示：权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。

2.财经新闻

1.央行：开展 8000 亿元买断式逆回购操作

3 月 31 日，央行公告，为保持银行体系流动性充裕，3 月以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 8000 亿元买断式逆回购操作。

（信息来源：央行）

2.3 月公开市场国债买卖情况

3 月 31 日，央行公告，3 月末开展公开市场国债买卖操作。

（信息来源：央行）

3.南京全面取消商品房限售

南京全市范围内取消限售，商品住房在取得不动产权登记证书后即可上市交易，有效满足居民各类住房置换需求。

（信息来源：Wind）

3.A 股市场评述

证券分析师：王洋，执业证书编号：S0630513040002，wangyang@longone.com.cn

上交易日上证指数拉升收红，收盘上涨 12 点，涨幅 0.38%，收于 3348 点。深成指、创业板小幅回落，主要指数多呈收涨。

上交易日上证指数依托 60 日均线支撑拉升收红，收小实体阳 K 线，目前受阻于 5 日均线。量能缩小，目前拉升力道仍不足，大单资金净流出 22 亿元，净流出金额明显收敛，但仍无做多力量的大力支持。指数日线 KDJ、MACD 死叉共振尚未修复，日线短期均线空头排列尚未修复。但指数 60 分钟指标有所向好，反弹或尚未结束。指数目前处于 20 日均线之下与 60 日均线之上，短线或呈区间震荡态势。震荡中仍需密切关注量价指标变化，若能有效收复 20 日均线，指数的回落动能或明显改观。

上证指数周线呈小星阴 K 线，仍处 5 周均线之下，20 周均线之上。目前周 KDJ、MACD 死叉尚未修复，指数目前上有 5 周均线压力，下有 20 周均线支撑，震荡中需关注短线技术条件变化，关注指数的突破方向。

深成指、创业板块双双回落，收盘分别下跌 0.01%、0.09%，均再收小阴 K 线。两指数盘中虽有反弹举动，但 60 日均线破位后尚未收复，仍处于中短期均线压力之下，日线 KDJ、MACD 死叉共振尚未修复，日线技术条件尚未明显向好。但两指数 60 分钟线指标有向好迹象，反弹或尚未结束，短线或呈小幅震荡态势。

上交易日同花顺行业板块中，收红板块占比 82%，收红个股占比 71%。涨超 9% 的个股 83 只，跌超 9% 的个股 10 只。上交易日板块个股表现活跃，市场情绪明显缓和。

上交易日同花顺行业板块中，化学制药板块大涨居首，收盘上涨 4.61%，大单资金大幅净流入，目前尚无明显的拉升结束迹象。其次，生物制品、医疗服务、医疗器械、中药等医药概念板块涨幅居前，并明显有大单资金介入支持。而贵金属、通信服务、软件开发、IT 服务等板块，逆市回落居前。IT 服务、软件开发、证券、银行、汽车零部件等板块，大单资金逆市净流出居前。

生物制品板块，昨日收盘大涨 4.49%，在同花顺行业板块中涨幅居前。指数收长阳线带小上影线。量能明显放大，大单资金净流入超 5 亿元，对该板块来说已经不少。日线 KDJ、MACD 金叉共振，日线中短期均线多头排列，指数短线技术条件向好，目前尚无拉升结束迹象。从周线看，指数目前暂时受阻于 120 周均线压力，但指数自 2020 年 8 月的波段顶震荡向下，最大跌幅超过 61%，目前仍处相对低位。指数短线适当整理后或仍有震荡盘升动能。

其他板块，如化学制药、CRO 概念、创新药、智能医疗、减肥药、青蒿素等板块，以及其他医药概念板块，也可短线观察。

表1 行业涨跌幅情况

行业涨跌幅前五			
行业	涨幅前五(%)	行业	跌幅前五(%)
化学制药	4.59	白色家电	-2.60
动物保健 II	3.71	贵金属	-1.47
生物制品	3.58	乘用车	-1.43
医疗器械	2.87	软件开发	-1.35
医疗服务	2.53	互联网电商	-1.29

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.市场数据

表2 市场表现

2025/4/1	名称	单位	收盘价	变化
资金	融资余额	亿元,亿元	19075	-37.62
	逆回购到期量	亿元	3779	/
	逆回购操作量	亿元	649	/
国内利率	1 年期 MLF	%	2	/
	1 年期 LPR	%	3.1	/
	5 年期以上 LPR	%	3.6	/
	DR001	%,BP	1.8319	2.81
	DR007	%,BP	1.8421	-34.67
国外利率	10 年期中债到期收益率	%,BP	1.8104	-0.25
	10 年期美债到期收益率	%,BP	4.1700	-6.00
	2 年期美债到期收益率	%,BP	3.8700	-2.00
股市	上证指数	点,%	3348.44	0.38
	创业板指数	点,%	2101.88	-0.09
	恒生指数	点,%	23206.84	0.38
	道琼斯工业指数	点,%	41989.96	-0.03
	标普 500 指数	点,%	5633.07	0.38
	纳斯达克指数	点,%	17449.89	0.87
	法国 CAC 指数	点,%	7876.36	1.10
	德国 DAX 指数	点,%	22539.98	1.70
	英国富时 100 指数	点,%	8634.80	0.61
	美元指数	/,%	104.1979	0.03
外汇	美元/人民币(离岸)	/,BP	7.2805	141.00
	欧元/美元	/,%	1.0792	-0.21
	美元/日元	/,%	149.62	-0.23
国内商品	螺纹钢	元/吨,%	3170.00	-0.09
	铁矿石	元/吨,%	792.00	1.86
国际商品	COMEX 黄金	美元/盎司,%	3148.50	-0.28
	WTI 原油	美元/桶,%	71.20	-0.39
	LME 铜	美元/吨,%	9692.50	0.03

资料来源：同花顺，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：Http://www.longone.com.cn
座机：（8621）20333275
手机：18221959689
传真：（8621）50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：Http://www.longone.com.cn
座机：（8610）59707105
手机：18221959689
传真：（8610）59707100
邮编：100089