

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

3 月制造业 PMI 景气度继续向上扩张

核心观点：

3 月中国制造业 PMI 为 50.5%，较上月回升 0.3 个百分点。其中，大型企业为 51.2%，较上月回落 1.3 个百分点；中型企业为 49.9%，较上月回升 0.7 个百分点；小型企业 3 月 PMI 为 49.6%，较上月大幅回升 3.3 个百分点，改善幅度最为明显。不同规模企业间的景气度分化有所收窄。

3 月生产指数为 52.6%，较上月回升 0.1 个百分点。从需求上看，3 月新订单为 51.8%，较上月回升 0.7 个百分点；而 3 月新出口订单为 49%，较上月回升 0.4 个百分点。可见，3 月 PMI 供需双方同时回升，而且需求回升的幅度要大于生产。

用新订单减去产成品库存来代表供需关系，3 月这一指数 3.8%，较上月回升 1 个百分点；以采购量与在手订单之差来代表企业生产积极性，3 月为 6.2%，较上月回升 0.1 个百分点，均处于两年来的最高水平。3 月采购量为 51.8%，较上月回落 0.3 个百分点，但仍处于 50% 以上的扩张区间。

3 月产成品库存指数为 48.0%，较上月回落 0.3 个百分点；而 3 月原材料库存指数为 48.2%，较上月回升 0.2 个百分点。而从 PMI 中产成品库存与在手订单之比看，这一代表库存销售比的指数，3 月为 1.05，与上月持平。从价格指数上看，3 月出厂价格指数为 47.9%，较上月回落 0.6 个百分点；主要原材料购进价格为 49.8%，较上月回落 1 个百分点。

3 月非制造业 PMI 指数为 50.8%，较上月回升 0.4 个百分点。其中，服务业为 50.3%，较上月回升 0.3 个百分点；而建筑业为 53.4%，较上月回升 0.7 个百分点，连续两月处于 50% 以上的扩张区间。而 3 月综合 PMI 产出指数为 51.4%，较上月回升 0.3 个百分点。

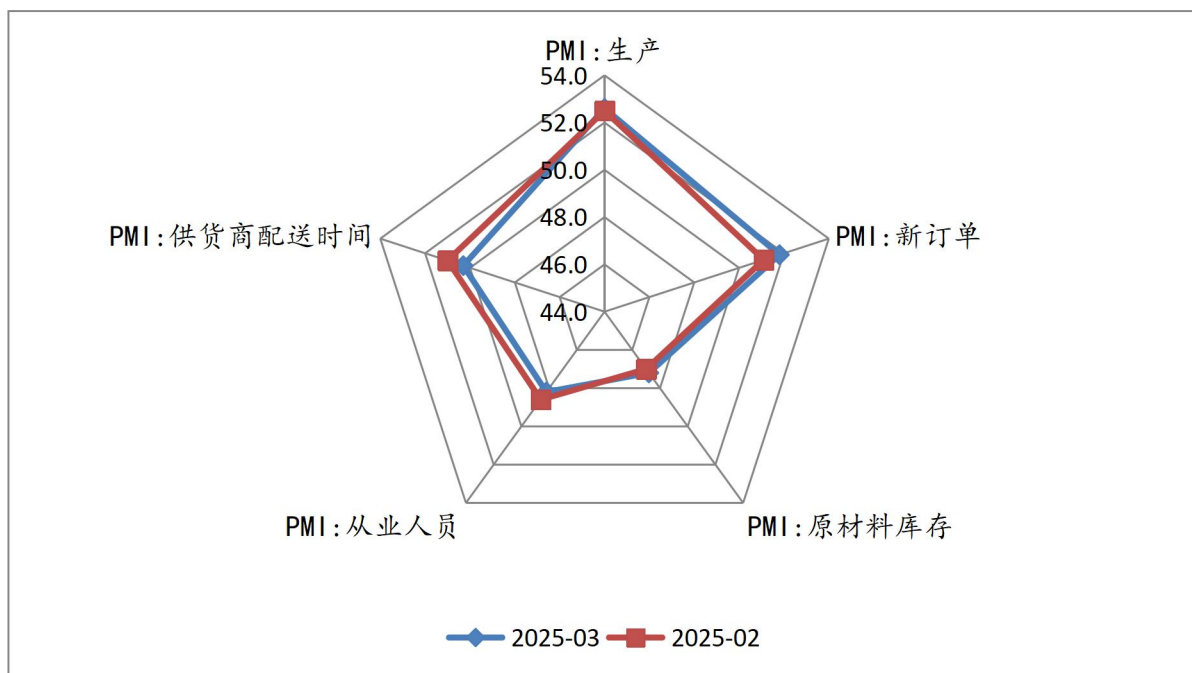
风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

一、3月制造业 PMI 中需求指数回升幅度大于生产

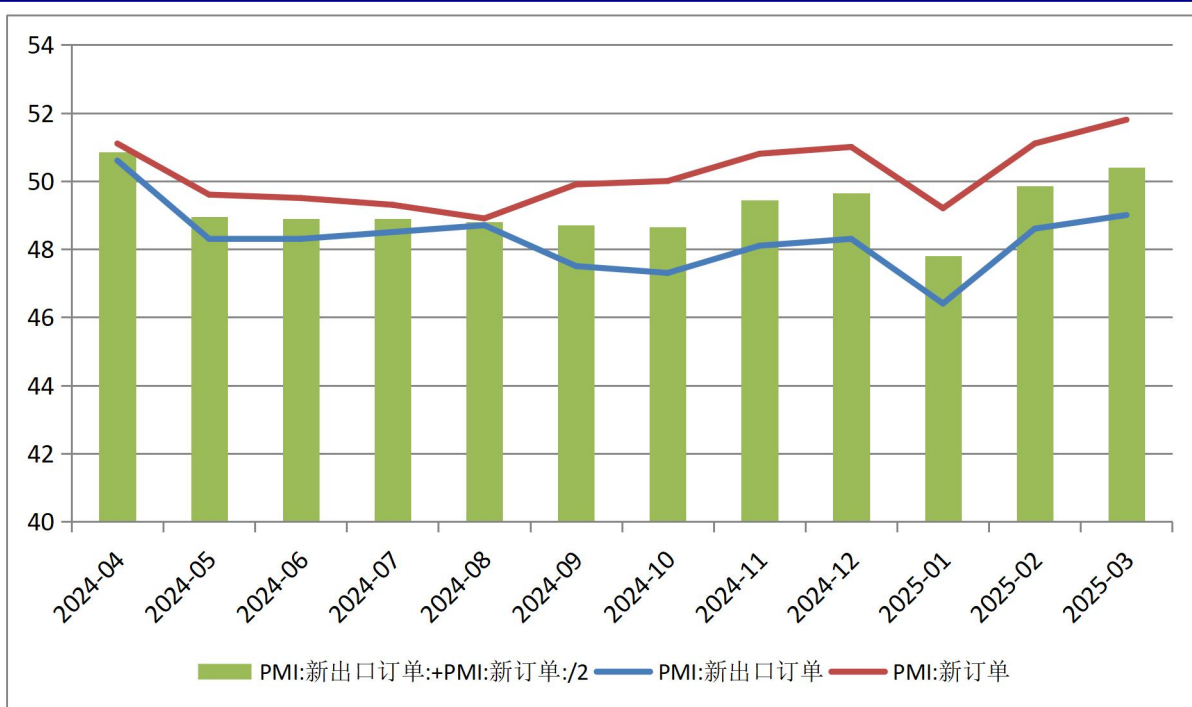
3月31日国家统计局公布3月中国制造业 PMI 为 50.5%，继续处于 50% 以上的扩张区间，较 2 月回升 0.3 个百分点（图 1 所示）。其中，3 月生产指数为 52.6%，较 2 月回升 0.1 个百分点。

图 1 2025 年 2-3 月中国制造业 PMI 构成指数面积雷达图



资料来源：WIND 第一创业整理

图 2 3 月 PMI 中代表需求的新订单和新出口订单均有所回升



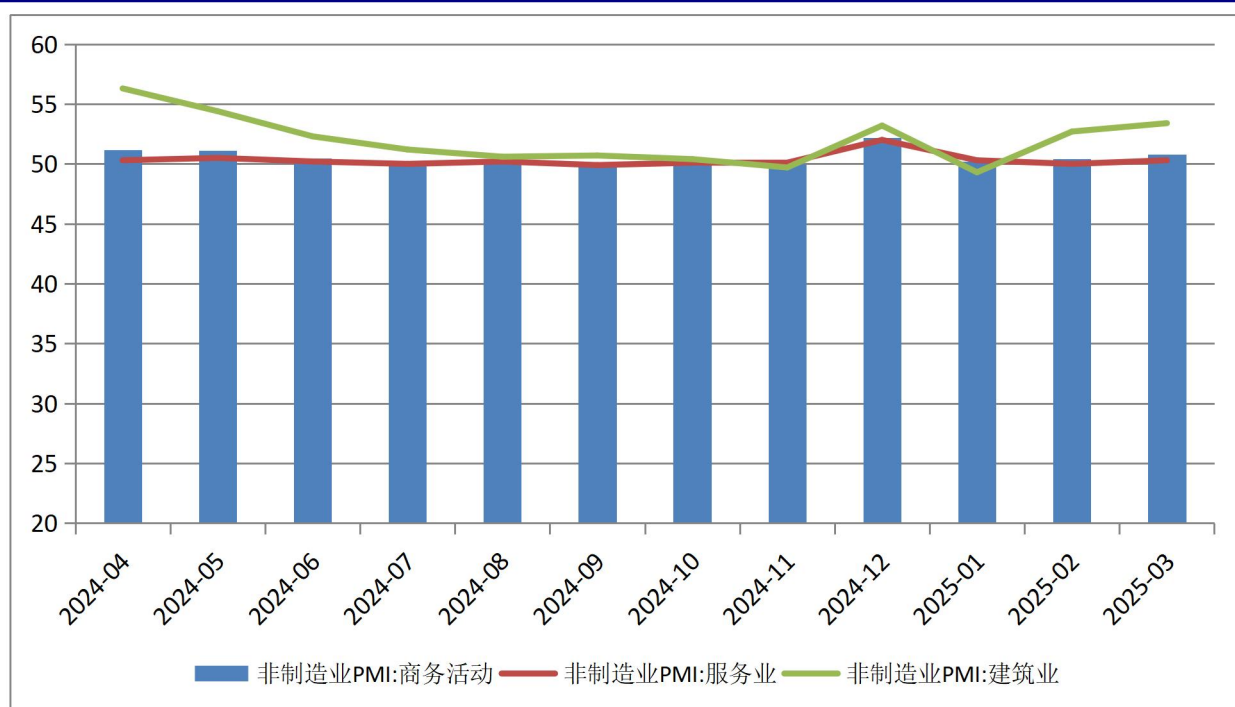
资料来源：WIND 第一创业整理

从需求上（图2所示）看，3月新订单为51.8%，较上月回升0.7个百分点；而3月新出口订单为49%，较上月回升0.4个百分点。从两者的平均值看，3月为50.4%，较上月回升0.5个百分点；而从进口指数看，3月为47.5%，较上月回落2个百分点。可见，3月PMI供需双方同时回升，而且需求回升的幅度要大于生产。

另外，3月非制造业PMI指数为50.8%（图3所示），较上月回升0.4个百分点。其中，服务业为50.3%，较上月回升0.3个百分点；而建筑业为53.4%，较上月回升0.7个百分点，连续两月处于50%以上的扩张区间。

3月综合PMI产出指数为51.4%，较上月回升0.3个百分点，继续处于50%的荣枯线之上，表明我国企业生产经营活动总体稳定扩张。

图3 主要受建筑业影响3月非制造业PMI指数有所回升



资料来源：WIND 第一创业整理

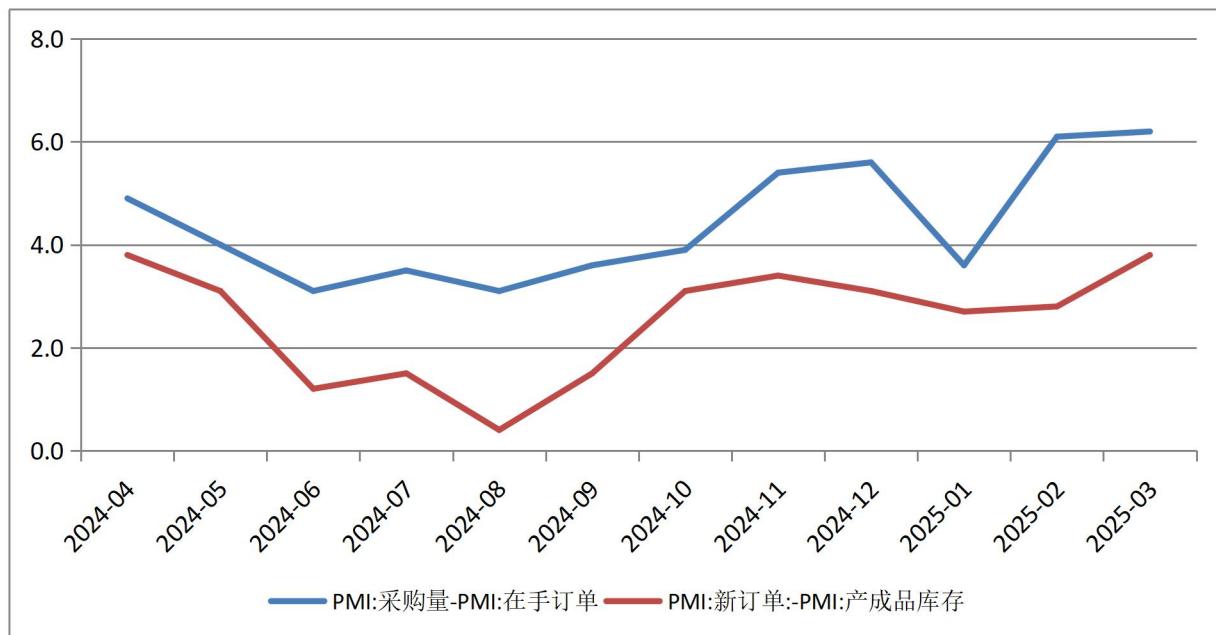
二、3月制造业的供需关系改善明显

从代表供求关系的具体指数角度看，用新订单减去产成品库存来代表供需关系（图4显示），3月这一指数3.8%，较上月回升1个百分点，处于两年来的最高水平。3月在手订单指数为45.6%，较上月回落0.4个百分点，仍处于50%以下的收缩区间，显示有效需求仍不足。

以采购量与在手订单之差来代表企业生产积极性，两者之差3月为6.2%，较上月回升0.1个百分点，并创出22年10月的最高水平，显示制造业企业的生产积极性较高。

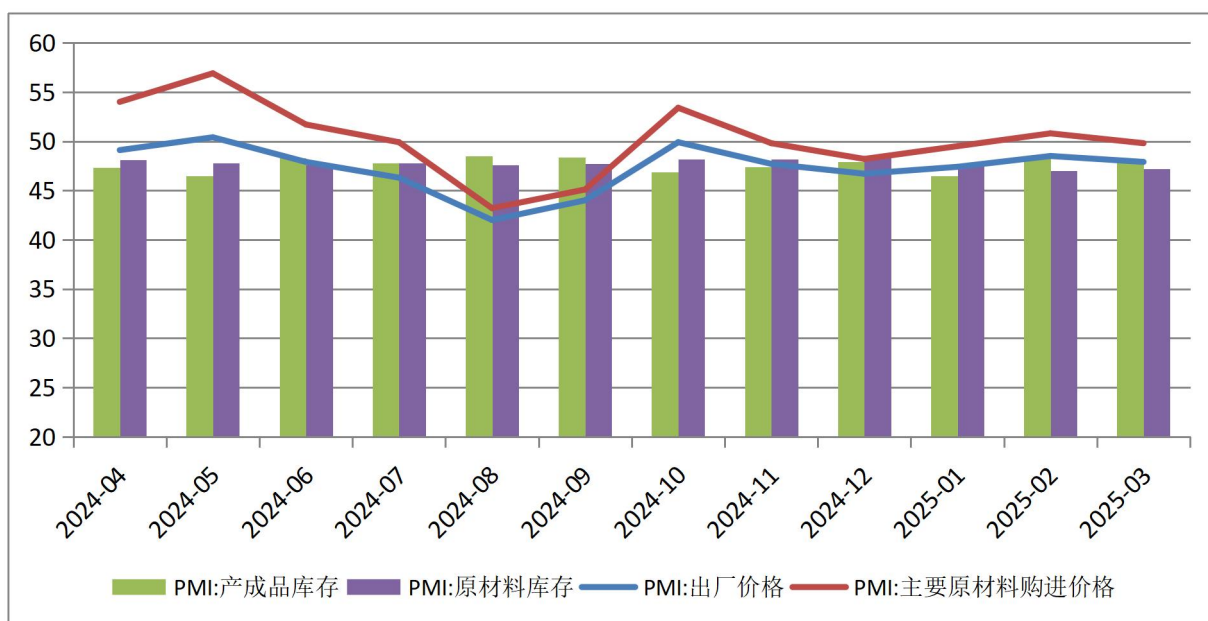
从总体上看，制造业企业对生产经营活动的预期，3月为53.8%，较上月回落0.7个百分点，连续三个月回落，但仍在50%以上的扩张区间，显示制造业企业对企业经营前景的预期仍保持乐观。

图4 从 PMI 指数看 3 月制造业供需关系有所改善而企业生产积极性较高



资料来源：WIND 第一创业整理

图5 3 月 PMI 中库存指数分化而价格指数出现下滑



资料来源：WIND 第一创业整理

从库存角度看，3 月产成品库存指数为 48.0%，较上月回落 0.3 个百分点；而 3 月原材料库存指数为 48.2%，较上月回升 0.2 个百分点（图 5 所示）。3 月采购量指数为 51.8%，较上月回落 0.3 个百分点，但仍处于 50% 以上的扩张区间；而从 PMI 中产成品库存与在手订单之比看，

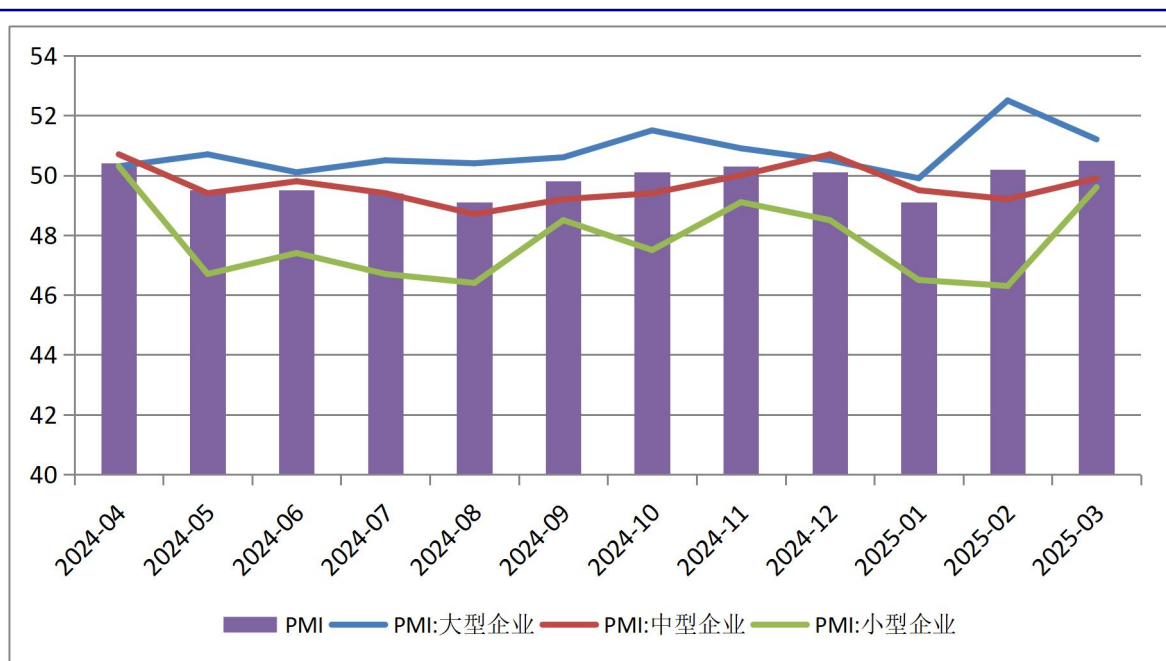
这一代表库存销售比的指数，3月为1.05，与上月持平。

从PMI价格指数上看（图5所示），3月出厂价格指数为47.9%，较上月回落0.6个百分点，仍在50%以下的收缩区间，显示制造业领域通缩持续；主要原材料购进价格为49.8%，较上月回落1个百分点。以出厂价格指数减去主要原材料购进价格指数，3月为-1.9%，较上月回升0.4个百分点。这说明3月出厂价格指数虽有所回落，但上游原材料价格回落幅度更大，说明制造业企业利润增速将有所改善。

三、3月不同规模企业间的分化有所收窄

3月不同规模制造业企业的经营状况有所分化（图6所示）。其中，大型企业3月PMI指数为51.2%，较上月回落1.3个百分点，但仍处于50%以上的扩张区间；中型企业3月PMI为49.9%，较上月回升0.7个百分点，但仍处于50%以下的收缩区间；小型企业3月PMI为49.6%，较上月大幅回升3.3个百分点，改善幅度最为明显。

图6 3月大型和中小型企业PMI指数均出现明显分化走势



资料来源：WIND 第一创业整理

从就业情况看，3月从业人员指数为48.2%，较上月回落0.4个百分点，处于50%以下的一年来的较低水平，说明就业状况虽有所改善但仍不容乐观。

3月供应商配送时间为50.3%，虽较上月回落0.7个百分点，但仍处于50%以上的扩张区间，显示供应商的配送时间有所加快。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140