

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

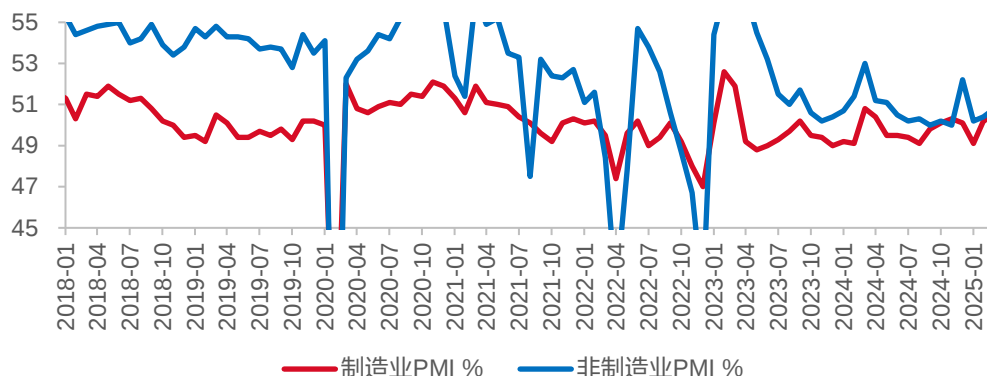
## 新订单指数明显回升，高技术、装备制造有支撑

——国内观察：2025年3月PMI

## 投资要点

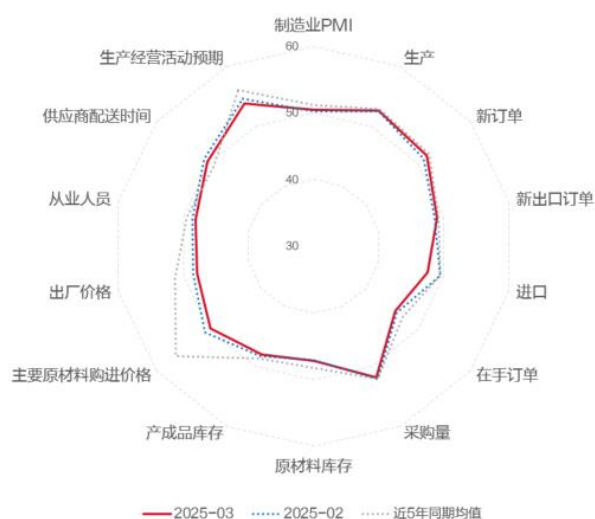
- **事件：**3月31日，国家统计局公布3月官方PMI数据。3月，制造业PMI为50.5%，前值50.2%；非制造业PMI为50.8%，前值50.4%。
- **核心观点：**剔除春节错位影响来看，3月制造业PMI表现超季节性，亮点在于供需仍在回升，且新订单指数上升的幅度要大于生产指数。不过行业中的景气度差异也较为明显，中游以及高技术产业处于高景气度，而高耗能产业依然低于荣枯线。反映在价格层面上，分化主要体现在有色强而黑色弱。当前外部环境仍面临较大的不确定性，内需改善的持续性显得尤为关键。
- **制造业PMI表现超季节性。**3月制造业PMI改善0.3%，低于5年同期均值。一方面有2020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（-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；生产经营活动预期指数上，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PMI 53.4%，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。

图1 制造业及非制造业 PMI，%



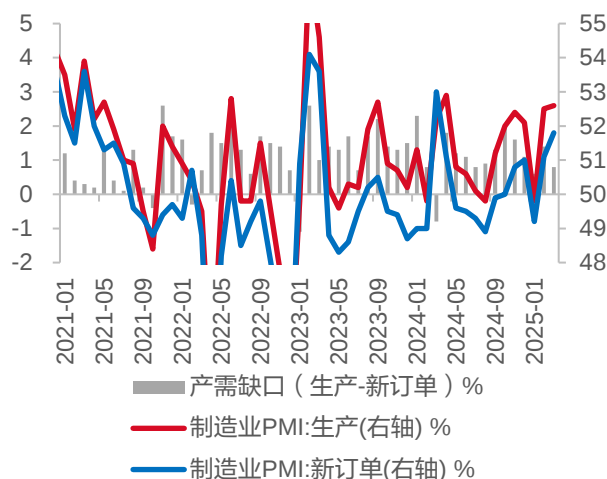
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 制造业 PMI 各分项，%



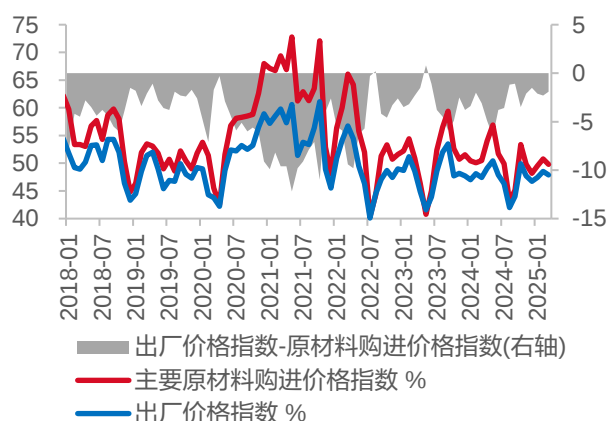
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 制造业 PMI 生产、新订单指数及产需缺口，%，%



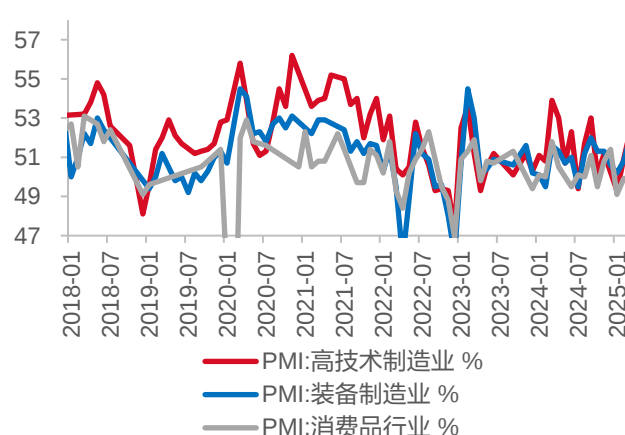
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%，%



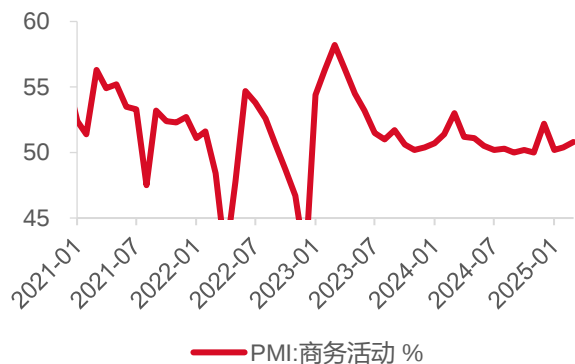
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI，%



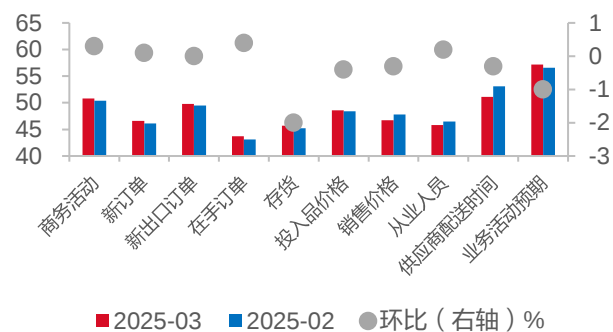
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 非制造业 PMI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 非制造业 PMI 各分项, %, %



资料来源：国家统计局，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：200125

### 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