

重回扩张区间，节后复工成色如何？

——2025年2月PMI数据点评

点评

- **制造业 PMI：景气度再次扩张，供需两端均有改善。**春节假期后，企业陆续复工复产，生产经营活动有所加快，2025年2月制造业 PMI 较1月回升1.1个百分点至50.2%，再度回到扩张区间，略高于市场预期。从季节性表现来看，2015年-2024年（剔除2020年）2月的平均制造业 PMI 为50.28%，2025年2月制造业 PMI 略低于季节性水平。**从需求端看**，前期政策组合落地见效，人工智能等新产业发展加快，2月新订单指数较上月回升1.9个百分点至51.1%，重返临界线上；**从生产端看**，市场需求回升，企业复工复产加快，2月生产指数回升2.7个百分点至52.5%。2月，生产指数高于新订单指数1.4个百分点，生产指数的回升幅度大于新订单指数。**从企业预期来看**，企业对后市保持乐观态度，2月生产经营活动预期指数较上月小幅回落0.8个百分点至54.5%，维持在高位景气区间。**从就业情况看**，就业市场保持平稳，2月从业人员指数较上月上升0.5个百分点至48.6%。企业的节后复产带动了用工需求回升。随着“金三银四”到来，3月制造业 PMI 有望继续保持扩张态势，叠加稳增长政策效应持续显现，制造业景气度有望进一步改善，但特朗普政府推行的新关税政策，可能会对出口导向型的制造业企业造成一定压力。
- **从进出口情况来看，新出口订单指数、进口指数均回升。**新出口订单指数和进口指数分别为48.6%和49.5%，分别较上月回升2.2、1.4个百分点，进口指数高于新出口订单指数0.9个百分点，连续三个月超过新出口订单指数，进口表现相对具有韧性。2月出口指数回升一方面受到国内复工复产影响，另一方面或也与“抢出口”行为有关。目前欧美日制造业景气均有所改善，2025年2月美国 Markit 制造业 PMI 回升至51.6%，连续第二个月扩张，创2024年6月以来新高，欧元区2月 Markit 制造业 PMI 初值为47.3%，连续两个月回升但仍在持续收缩，日本2月制造业 PMI 从48.7%回升至48.9%，较前值略有改善，显示低位企稳迹象。2月1日，美国政府宣布以芬太尼等问题为由，对所有中国输美商品加征10%关税。当地时间10日，美国政府宣布调整钢铝进口关税，恢复对全球贸易伙伴征收232钢铝关税，并进一步提高铝产品的进口关税；25日，特朗普下令调查美国进口铜。尽管当前外需形势尚可，但特朗普关税政策变化较快，对部分制造业行业或产生一定冲击，预计出口可能将有所回落，进口在国内政策推动下有望改善。
- **从行业情况来看，复工复产叠加 AI 迅速发展，四大行业景气度均回升。**四大行业景气度均回升，其中，节后企业复工复产加快，叠加专项债投资推进，2月高耗能行业 PMI 为49.8%，比上月上升2.2个百分点；Deepseek 带动人工智能相关行业加速发展，2月高技术制造业 PMI 为50.9%，较上月上升1.6个百分点，回到荣枯线上；“双新”政策效应持续释放，消费品行业 PMI 为49.9%，比上月上升0.8个百分点；装备制造业 PMI 为50.8%，比上月上升0.6个百分点。2月20日，李强在主持学习时强调，要把经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费，以更大力度和更精准措施提振消费，持续增强消费对经济发展的基础性作用；25日，李强到中国电信、中国联通、中国移动所属企业调研科技创新工作，提出要积极抢抓机遇，大力发展新一代信息通信技术，深入推进“人工智能+”，促进制造业数字化转型，赋能千行百业。后续“两新”有望加力扩围，人工智能行业有望加快发展，消费品行业和高技术行业景气度有望继续回升。
- **不同规模企业景气走势分化，大型企业支撑作用较强。**分企业规模看，2月，

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

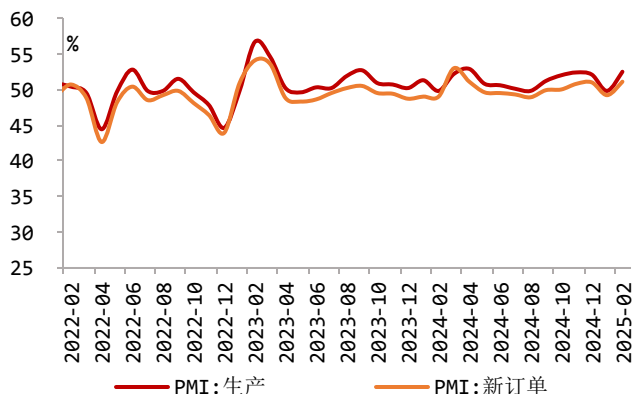
1. 逆周期下的政策变奏——2025年全国“两会”前瞻（2025-02-27）
2. 风禾尽起，逐光而行——经济效能提升与要素创新配置下的投资抉择（2025-02-25）
3. 民营经济发展新局面，AI领域风云再起（2025-02-23）
4. 社融结构有改善，企业信贷“开门红”——1月社融数据点评（2025-02-17）
5. 国内提振消费再加力，美联储或不急于降息（2025-02-14）
6. 春节错月叠加油价走高，CPI超预期上行——1月通胀数据点评（2025-02-10）
7. 商品房成交暖意延续，物价同比去年春节走低（2025-02-07）
8. 中国 AI 新势力崛起，特朗普关税大棒挥舞（2025-02-05）
9. 季节性叠加需求前置，景气度表现偏弱——1月 PMI 数据点评（2025-01-27）
10. 中长期资金将入市，特朗普关税一波三折（2025-01-24）



不同规模企业景气走势分化，大型企业 PMI 回升 2.6 个百分点至 52.5%，再度回到扩张区间，且为 2023 年 3 月以来新高，而中、小型企业 PMI 分别下滑 0.3、0.2 个百分点至 49.2%、46.3%，景气度继续走低，中型企业景气度连续两个月收缩。其中，大型企业生产指数较上月上升接近 5 个百分点至 56.2%，新订单指数较上月上升 4.1 个百分点至接近 55% 的水平，显示大型企业供需短期内明显增长，而中、小型企业供需两端有所分化，中型企业生产指数较上月上升接近 3 个百分点至 52% 以上，新订单指数较上月下降超过 1 个百分点至 49% 以下，显示中型企业需求仍然承压，小型企业新订单指数较上月上升接近 1 个百分点至 46% 左右，生产指数较上月下降接近 3 个百分点至 44% 左右，显示小型企业市场需求降势有所收窄，但生产端加快下行。2 月 6 日，央行等部门就《关于规范供应链金融业务 引导供应链信息服务机构更好服务中小企业融资有关事宜的通知（征求意见稿）》，要求供应链核心企业及时支付中小企业款项，中小企业景气度有望逐步恢复。

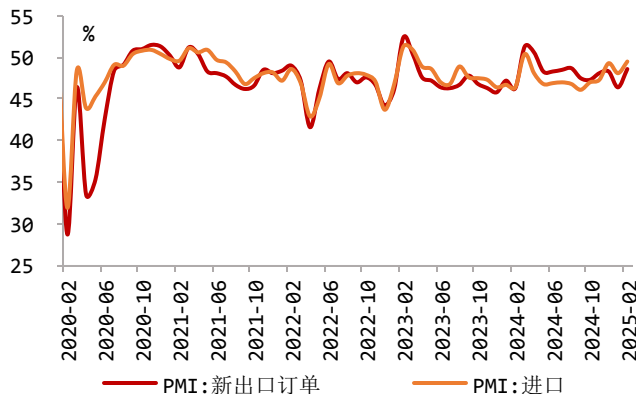
- **原材料购进价格指数重新扩张，产成品库存指数回升。**2 月，由于需求边际回升，采购量指数较上月升高 2.9 个百分点至 52.1%，重回荣枯线上。价格方面，主要原材料购进价格指数回升 1.3 个百分点至 50.8%，连续 2 个月回升，结束了连续 3 个月的收缩；出厂价格指数也回升 1.1 个百分点至 48.5%，连续 9 个月处于临界线之下。国际上看，国际油价 2 月以来有所走弱，主要受俄乌和谈、OPEC+增产预期等因素影响，但俄乌谈判仍面临较大不确定性，预期国际油价短期延续震荡偏弱态势，然而受关税威胁影响，国际有色金属价格快速上行；国内来看，春节假期结束后部分受国内需求驱动的工业品价格依然偏弱，市场需求恢复相对缓慢，后续若政策持续加力，“金三银四”带动下部分工业品价格或有回升机会。2 月，BCI 企业销售、利润前瞻指数回升 2.82、9.14 个百分点至 62.73、51.30，总成本前瞻指数回落 1.85 个百分点至 58.92。2 月，配送方面，供应商配送时间指数为 51.0%，较上月回升 0.7 个百分点，连续 4 个月扩张，由于需求增多，供应商配送速度小幅减慢。库存方面，2 月，产成品库存指数为 48.3%，较上月回升 1.8 个百分点，连续 24 个月位于荣枯线之下，原材料库存指数为 47.0%，较上月小幅回落 0.7 个百分点，依然处于收缩区间，工业企业库存仍保持在低位。
- **非制造业 PMI：服务业 PMI 回落，建筑业景气度回升。**2 月，非制造业商务活动指数为 50.4%，较上月上升 0.2 个百分点，但低于市场预期 0.1 个百分点。服务业方面，服务业商务活动指数为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点，接近荣枯线，表明行业扩张动力有所减弱。分行业看，受节前集中采购、节后假日效应消退等因素影响，与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落较为明显；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、资本市场服务等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间，业务总量较快增长；金融业商务活动指数和新订单指数较上月均有不同程度上升，且均在 55% 以上，或与银行信贷优化、节后股市上涨有关。从具体指标来看，服务业新订单指数为 45.9%，较上月下降 0.8 个百分点，节后市场需求有所回落；价格端也显示出疲态，投入品价格指数下滑 2.7 个百分点至 48.2%，重新跌回收缩区间，销售价格指数也回落 1.2 个百分点至 47.6%，与制造业原材料购进价格指数走势相反。后续随着商务活动逐渐频繁，服务业景气度有望温和回升。建筑业方面，随着春节过后部分地区天气转暖、建筑企业逐步复工复产，2 月，建筑业商务活动指数为 52.7%，比上月大幅上升 3.4 个百分点，结束上月淡季回调走势，重回扩张区间，但较季节性表现偏弱，低于 2017 年-2024 年 2 月的平均水平 57.25%（剔除 2020 年 2 月）。分项指标看建筑业新订单指数为 46.8%，较上月回升 2.1 个百分点。分行业看，基建项目集中开工，土木工程建筑业商务活动指数升至 65.1%，新订单指数也升至 50% 以上。节后企业复工复产进度较慢，据百年建筑调研，截至 2 月 27 日（农历正月三十），全国 13532 个工地开复工率为 64.6%，劳务上工率 61.7%，农历同比减少，而资金到位率农历同比略增。其中房建、非房建项目开复工率农历均同比减少。随着重大基建项目的陆续启动，一季度基础建设投资将通过接续效应推动基础设施建设实物工作量集中释放，进而更好发挥投资稳增长的作用，建筑业景气度有望继续回升，关注 3 月初两会对于今年财政政策的安排。
- **风险提示：**海外需求超预期下降，政策落地不及预期。

图 1：2025 年 1 月生产、新订单指数均走强



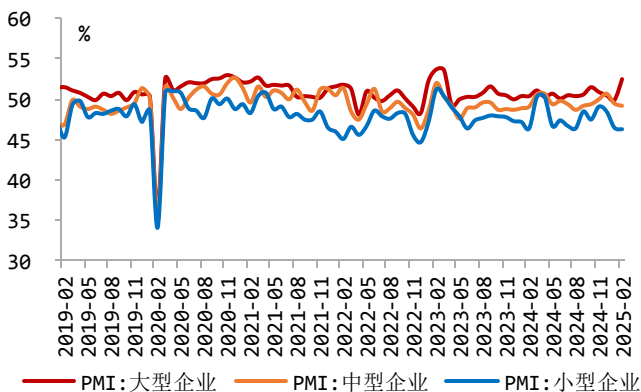
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数、进口指数回升



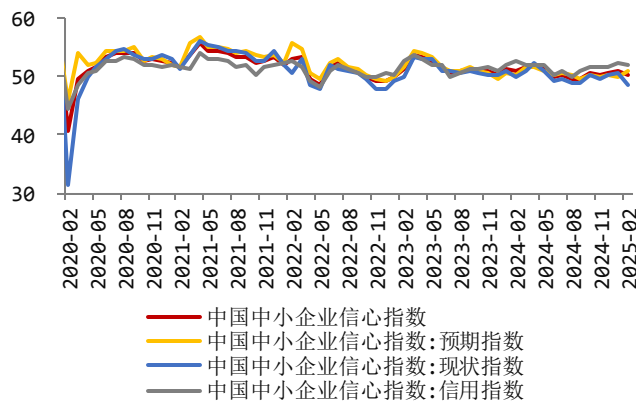
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：大型企业 PMI 上升，中、小型企业 PMI 回落



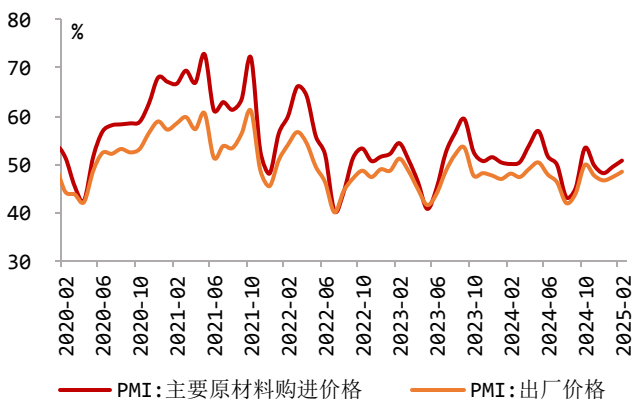
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：中小企业信心指数有所回落



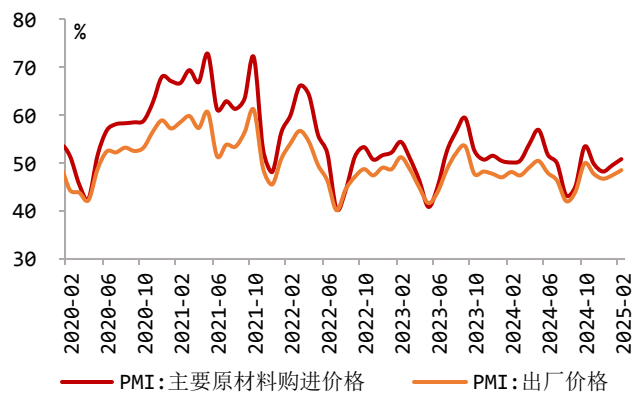
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：主要原材料购进价格、出厂价格指数回升



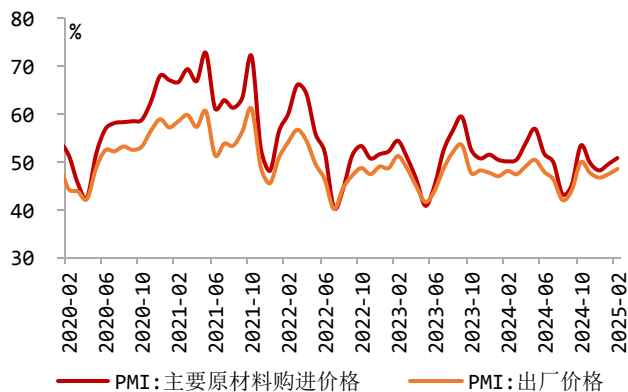
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：供应商配送时间指数、企业利润前瞻指数均回升



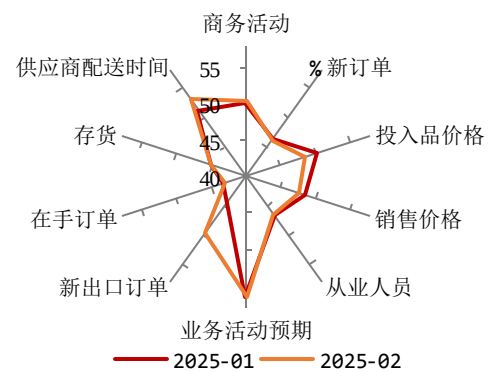
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：服务业 PMI、建筑业 PMI 指数回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2023-12	2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6	2024-7	2024-8	2024-9	2024-10	2024-11	2024-12	2025-1	2025-2
中采制造业 PMI															
PMI 总指数	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	49.8	50.1	50.3	50.1	49.1	50.2
生产量	50.2	51.3	49.8	52.2	52.9	50.8	50.6	50.1	49.8	51.2	52.0	52.4	52.1	49.8	52.5
雇员	47.9	47.6	47.5	48.1	48.0	48.1	48.1	48.3	48.1	48.2	48.4	48.2	48.1	48.1	48.6
新订单	48.7	49.0	49.0	53.0	51.1	49.6	49.5	49.3	48.9	49.9	50.0	50.8	51.0	49.2	51.1
出口订单	45.8	47.2	46.3	51.3	50.6	48.3	48.3	48.5	48.7	47.5	47.3	48.1	48.3	46.4	48.6
现有订货	44.5	44.3	43.5	47.6	45.6	45.3	45.0	45.3	44.7	44.0	45.4	45.6	45.9	45.6	46.0
产成品库存	47.8	49.4	47.9	48.9	47.3	46.5	48.3	47.8	48.5	48.4	46.9	47.4	47.9	46.5	48.3
原材料库存	47.7	47.6	47.4	48.1	48.1	47.8	47.6	47.8	47.6	47.7	48.2	48.2	48.3	47.7	47.0
采购量	49.0	49.2	48.0	52.7	50.5	49.3	48.1	48.8	47.8	47.6	49.3	51.0	51.5	49.2	52.1
购进价格	51.5	50.4	50.1	50.5	54.0	56.9	51.7	49.9	43.2	45.1	53.4	49.8	48.2	49.5	50.8
供应商配送时间	50.3	50.8	48.8	50.6	50.4	50.1	49.5	49.3	49.6	49.5	49.6	50.2	50.9	50.3	51.0
进口	46.4	46.7	46.4	50.4	48.1	46.8	46.9	47.0	46.8	46.1	47.0	47.3	49.3	48.1	49.5
中采服务业 PMI	49.3	50.1	51.0	52.4	50.3	50.5	50.2	50.0	50.2	49.9	50.1	50.1	52.0	50.3	50.0
中采建筑业 PMI	56.9	53.9	53.5	56.2	56.3	54.4	52.3	51.2	50.6	50.7	50.4	49.7	53.2	49.3	52.7
综合 PMI 产出指数	50.3	50.9	50.9	52.7	51.7	51.0	50.5	50.2	50.1	50.4	50.8	50.8	52.2	50.1	51.1
非制造业商务活动指数	50.4	50.7	51.4	53.0	51.2	51.1	50.5	50.2	50.3	50.0	50.2	50.0	52.2	50.2	50.4
财新制造业 PMI	50.8	50.8	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	49.8	50.4	49.3	50.3	51.5	50.5	-	-

数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

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，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。

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

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知情范围内，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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn