



2025 年 12 月 1 日

## 制造业景气逐步改善

### ——宏观点评报告

分析师：郑罡

执业证书编号：S0990511010001

电话：0755-83000291

邮箱：zhenggang@ydzq.sgcc.com.cn

### 相关报告

宏观景气预期持续改善（2025.9.30）

物价走势趋于平稳（2025.10.16）

企业融资意愿逐步恢复（2025.10.17）

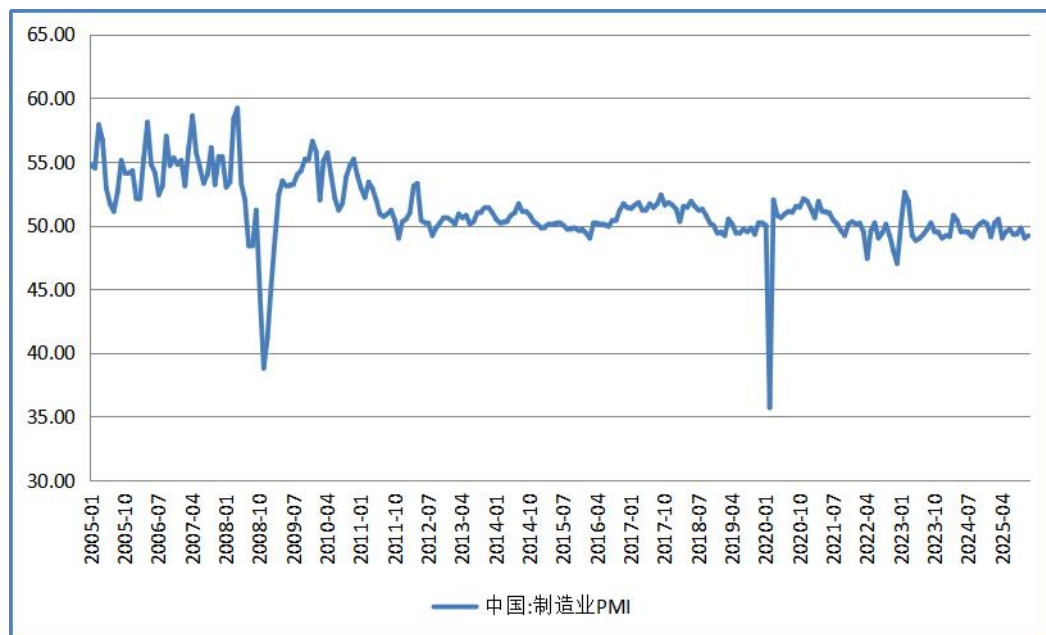
外部因素影响短期景气预期

（2025.10.31）

- 根据国家统计局公布数据显示，2025 年 11 月国内制造业 PMI 为 49.2%，前值为 49%，较上月回升 0.2 个百分点。细分指标均改善，其中生产指数回升至 50%，重返荣枯线上方，前值为 49.7%，较上月回升 0.3 个百分点，一系列稳经济措施发挥效应，9 月底新型政策性金融工具资金陆续投向城市更新等基建项目，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，部分额度用于经济大省扩大有效投资，刺激政策力度有所加码；新订单和新出口订单指数也有所回升，分别为 49.2%和 47.6%，较前值分别增加 0.4 和 1.7 个百分点，10 月中美贸易磋商的积极成果对出口改善带来积极影响；采购量回升至 49.5，较前值增加 0.5 个百分点，反映企业增加备料；产成品库存指标降至 47.3%，较前值减少 0.8 个百分点，反映企业谨慎释放库存，补库意愿有限。中美贸易博弈取得较好成果，前期稳经济政策后续效应逐步显现，PMI 生产、订单等指标均有小幅改善，然产成品库存仍在下降，企业仍关注当前楼市低迷和投资不振等内需问题及年底刺激政策作用可能减弱的影响，积极补库存意愿有限。
- 价格指数再度回升，11 月出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别为 48.2%和 53.6%，前值分别为 47.5%和 52.5%，较上月有 0.7 和 1.1 个百分点的回升，主要原材料购进价格指数与出厂价格指数之间轧差有小幅扩大。受益于反内卷政策推进，煤炭、钢铁、锂资源等上游产品价格均有所回升，助推主要原材料购进价格指数回升；终端价格战也有所缓解，企业出厂价格指数修复，然下游需求不足问题依然存在，制造业承受原料上涨压力，限制其补库存意愿。不同规模企业制造业景气度表现有所差异，大、中、小型企业制造业 PMI 分别为 49.3%、48.9%和 49.1%，较前值分别为下行 0.6 个百分点及上行 0.2 和 2 个百分点。大型制造业企业 PMI 继续下行或与反内卷推进的供需修复及年底生产端需求减少因素有关，中型制造业企业景气度改善或受益稳经济政策作用，小型制造业企业景气度回暖或与中美贸易谈判积极成果有关。考虑到经济稳增长要求，大型企业景气度仍有回暖概率；内外部不确定性复杂交织，中小型制造业景气度继续大幅回升概率偏低。
- 11 月非制造业商务活动指数为 49.5%，前值为 50.1%，较上月回落 0.6 个百分点，年内首度降至荣枯线下方，其中 11 月建筑业 PMI 为 49.6%，较上月回升 0.5 个百分点；服务业 PMI 为 49.5%，较上月回落 0.7 个百分点，年底服务业需求出现季节性下滑，铁路运输、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，业务总量保持较快增长；房地产、居民服务等行业商务活动指数均低于临界点，市场活跃度偏弱。11 月建筑业业务活动预期 PMI 指数为 57.9%，较上月上涨 1.9 个百分点，反映建筑业对稳增长重大项目基建投资拉动存在较好预期。11 月服务业业务活动预期指数为 55.9%，出现季节性回落。
- （文中其他数据来源于 wind 和英大证券研究所整理）

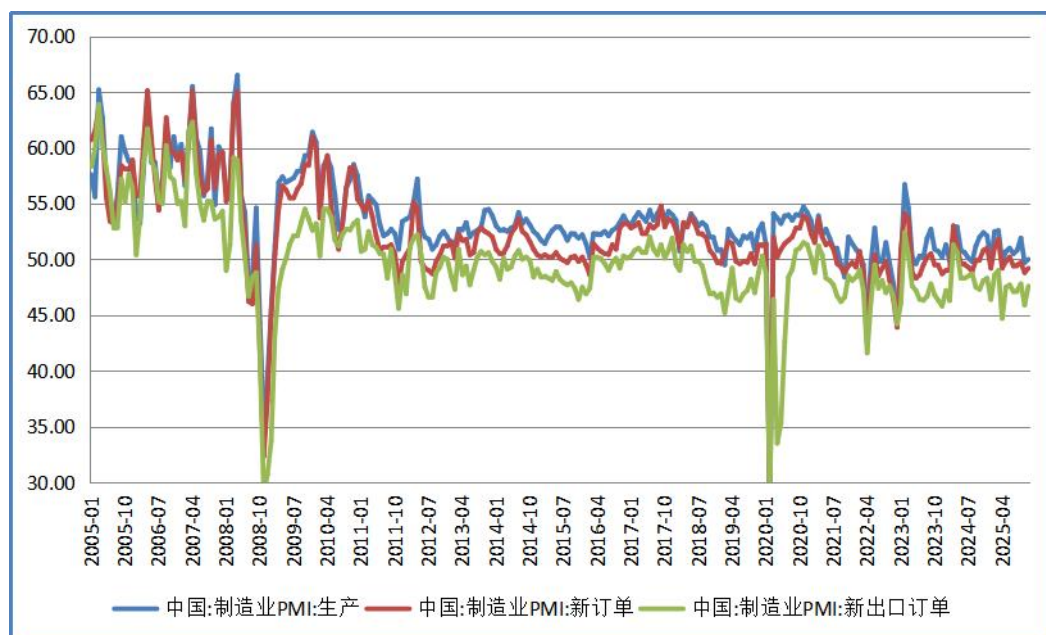
风险提示：周边不稳定因素增加，或引致国内非美贸易波动。

图 1：国内制造业 PMI（单位：%）



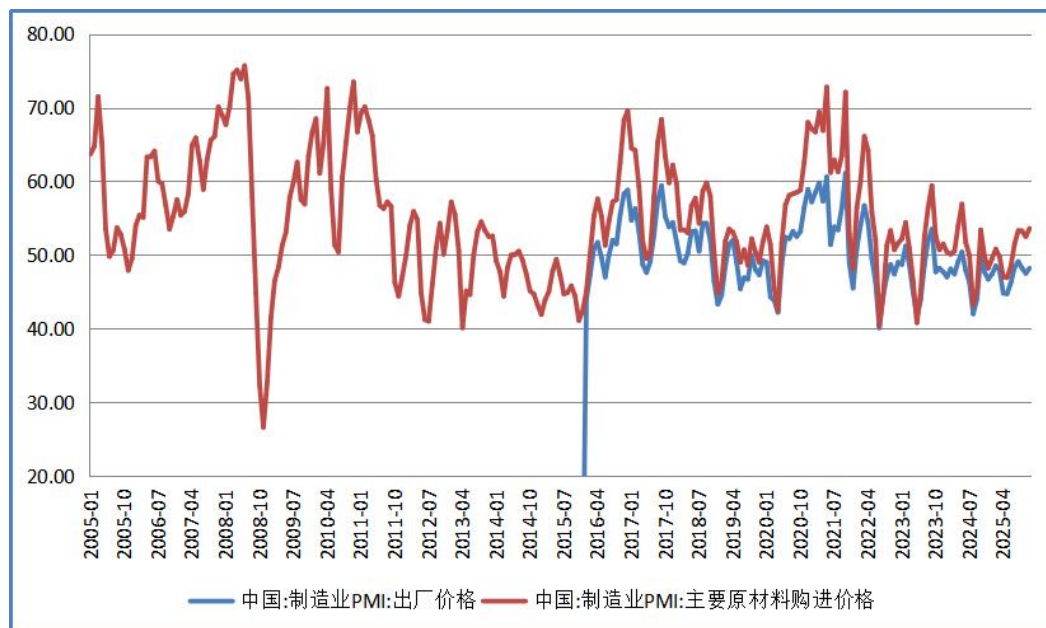
数据来源：wind 和英大证券研究所整理

图 2：生产、新订单和新出口订单指数（单位：%）



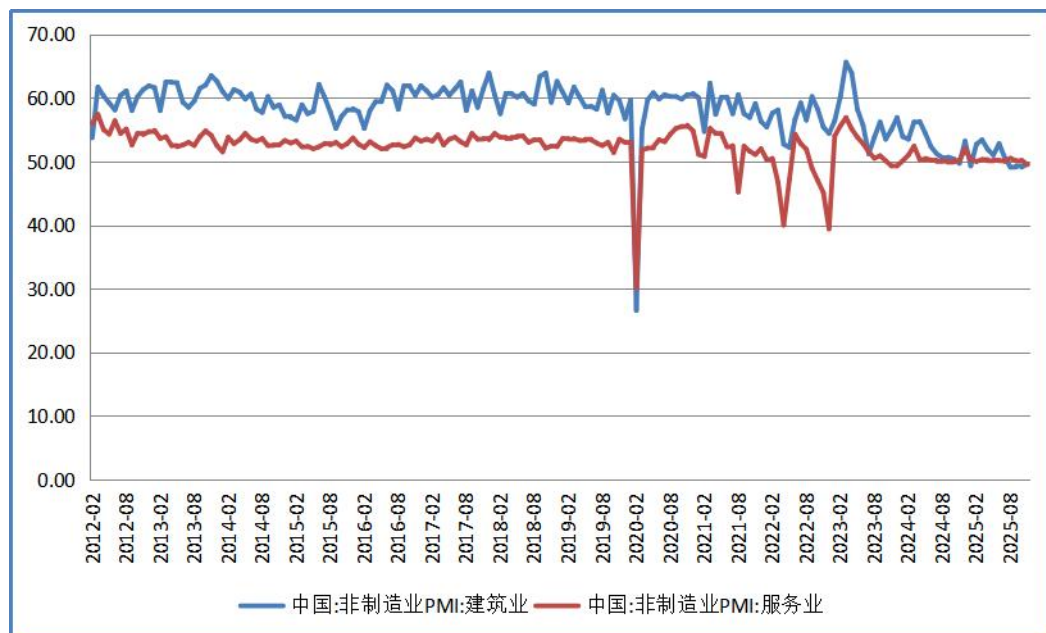
数据来源：wind 和英大证券研究所整理

图 3：出厂价格与主要原材料购进价格指数（单位：%）



数据来源：wind 和英大证券研究所整理

图 4：建筑业和服务业 PMI（单位：%）



数据来源：wind 和英大证券研究所整理

## 风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

### 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，并不代表英大证券有限责任公司，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“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

### 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涉及的内容不存在任何利益关系。

### 资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有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。

## 行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

## 公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上