

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](mailto:lihuaijun@fcsc.com)

## 1月制造业PMI重回收缩区间至49.3%

### 核心观点：

1月中国制造业PMI为49.3%，较上月回落0.8个百分点，由扩张转为收缩。其中，大型企业为50.3%，较上月回落0.5个百分点；中型企业为48.7%，较上月回落1.1个百分点；小型企业为47.4%，较上月回落1.2个百分点；大型企业与中小企业的景气度仍处于分化状态。

1月生产指数为50.6%，较上月回落1.1个百分点。从需求上看，新订单为49.2%，较上月回落1.6个百分点；而新出口订单为47.8%，较上月回落1.2个百分点。可见，1月制造业PMI中仍是供强需弱格局。1月进口指数为47.3%，较上月回升0.3个百分点；在手订单为45.1%，较上月回落0.9个百分点；1月供需关系（新订单-产成品库存）指数为0.6%，较上月回落2个百分点。可见，有效需求虽仍不足。

1月产成品库存指数为48.6%，较上月回升0.4个百分点；1月库存销售比（产成品库存/在手订单）为1.08，而去年12月为1.05；显示制造业去库存有所放缓。1月采购量为48.7%，较上月回落2.4个百分点；企业生产积极性（采购量-在手订单）指数1月为3.6%，较上月回落1.5个百分点；制造业企业对经营前景的预期1月为52.6%，较上月回落2.9个百分点；显示企业生产积极性有所衰减。

从价格指数上看，1月出厂价格指数为50.6%，较上月回升1.7个百分点，回到在50%以上的扩张区间，显示制造业领域通缩有明显好转；主要原材料购进价格为56.1%，较上月回升3个百分点。1月利润（出厂价格-主要原材料购进价格）指数为-5.5%，较上月回落1.3个百分点，这说明制造业企业出厂价格虽有所上涨，但跟不上原材料的涨幅，因而利润水平反而有所下滑。

1月非制造业PMI指数为49.4%，较上月回落0.8个百分点，由扩张转为收缩，创2023年以来的新低。其中，服务业为49.5%，较上月回落0.2个百分点；而建筑业为48.8%，较上月回落4个百分点，回落至收缩区间，创历史最低值。1月综合PMI产出指数为49.8%，再次由扩张转为收缩，较去年12月回落0.9个百分点。

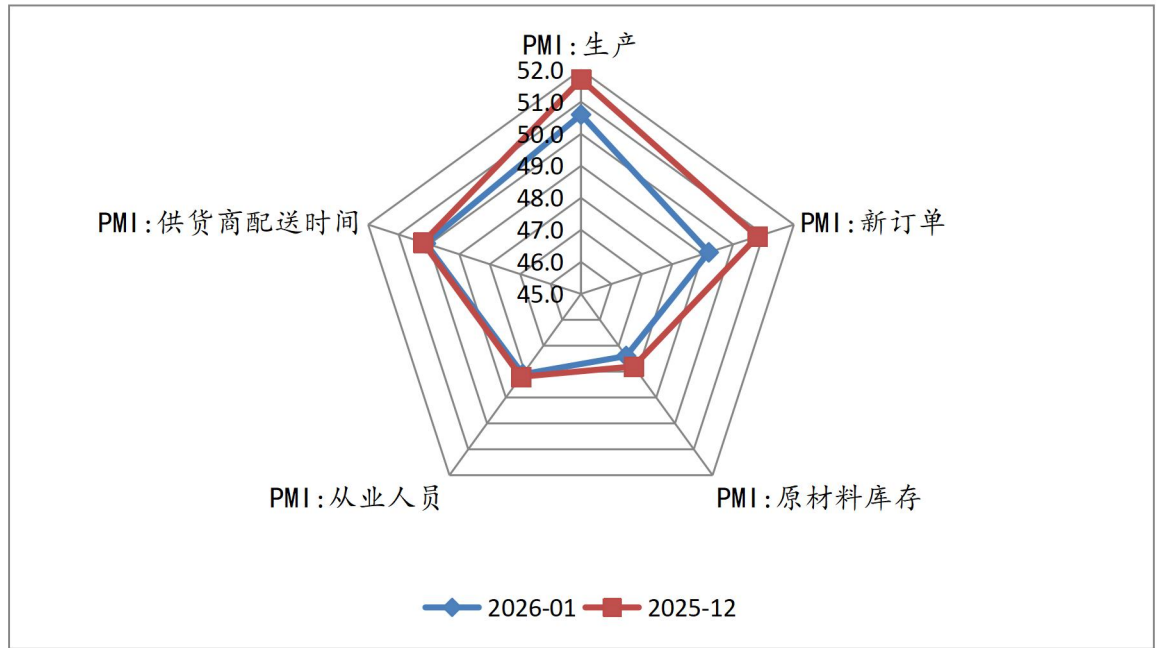
### 风险提示：

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、1月制造业 PMI 中供强需弱的格局持续

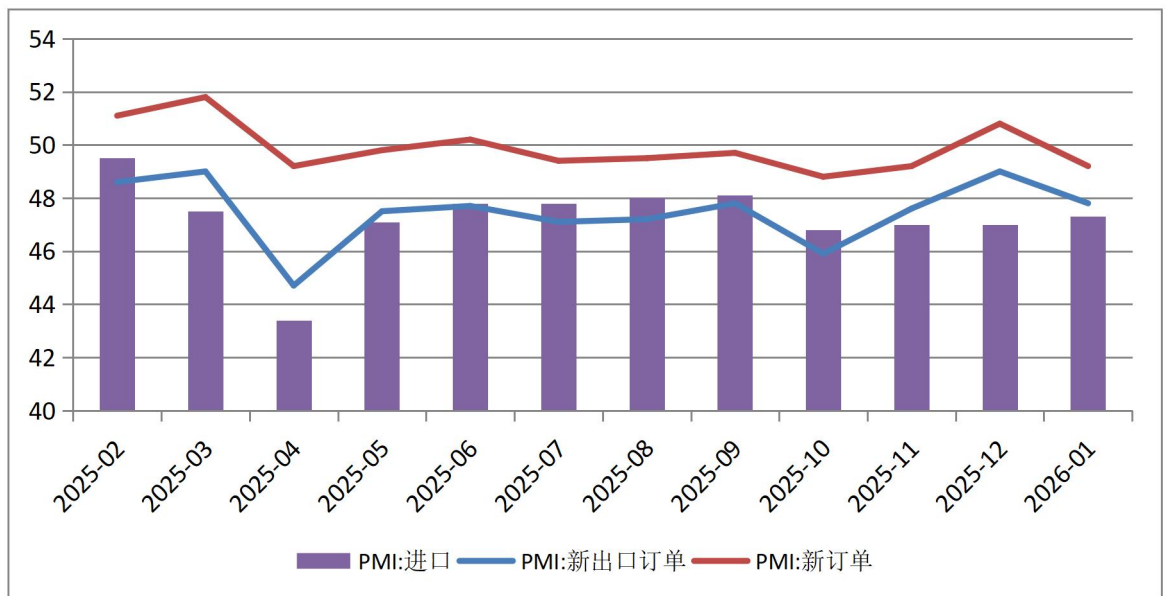
1月31日国家统计局公布1月中国制造业PMI为49.3%，较去年12月回落0.8个百分点，重新回到50%以下的收缩区间（图1所示）。其中，1月生产指数为50.6%，虽较去年12月回落1.1个百分点，但仍连续两月处于50%以上的扩张区间。。

图1 2025年12月至2026年1月中国制造业PMI构成指数面积雷达图



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

图2 1月PMI中代表需求的新订单和新出口订单均有所回落



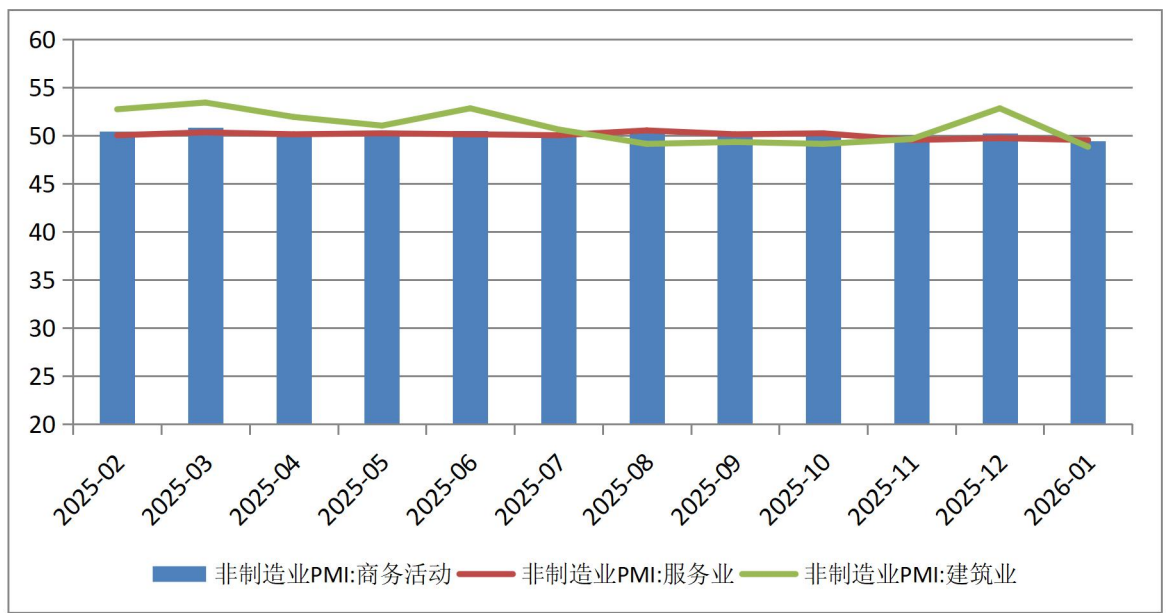
资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

从需求上（图2所示）看，1月新订单为49.2，较上月回落1.6个百分点，重回50%以

下的收缩区间；而1月新出口订单为47.8%，较上月回落1.2个百分点。而从进口指数看，1月为47.3%，较上月回升0.3个百分点。可见，1月PMI供需双方同时有所回落，但供给回落力度小于需求，供强需弱的总体格局未变。

另外，1月非制造业PMI指数为49.4%（图3所示），较上月回落0.8个百分点，不仅再次回落至收缩区间，而且创出2023年以来的新低。其中，服务业为49.5%，较上月回落0.2个百分点；而建筑业为48.8%，较上月回落4个百分点，不仅重回50%以下的收缩区间，而且创出历史最低值。

**图3 1月非制造业PMI指数为49.4%创2023年以来新低**



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

1月综合PMI产出指数为50.0%，较9月回落0.6个百分点，刚好处于50%的荣枯线上，创2023年以来的最低水平，表明我国企业生产经营活动总体稳定，但已值得高度关注。

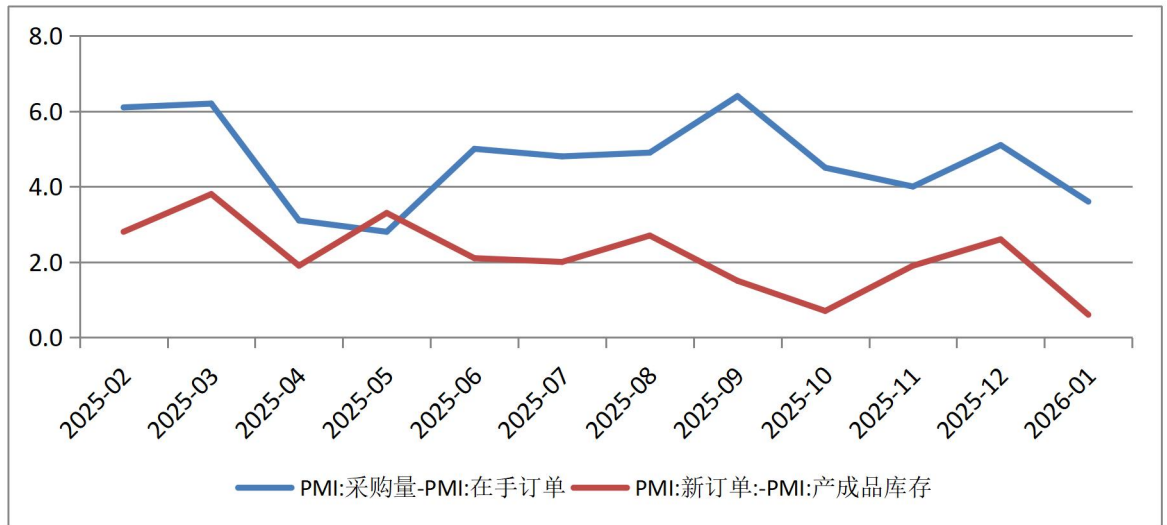
## 二、1月制造业企业供需趋松但价格指数重回扩张区间

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），1月这一指数0.6，较上月回落2个百分点，创2024年8月以来的新低，说明供需关系趋松；1月在手订单指数为45.1%，较上月回落0.9个百分点，仍处于50%以下的收缩区间，显示有效需求仍不足，并较上月有所恶化。

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1月为3.6%，较上月回落1.5个百分点，但处于两年来的偏低水平，显示制造业企业的生产积极性有所回落。

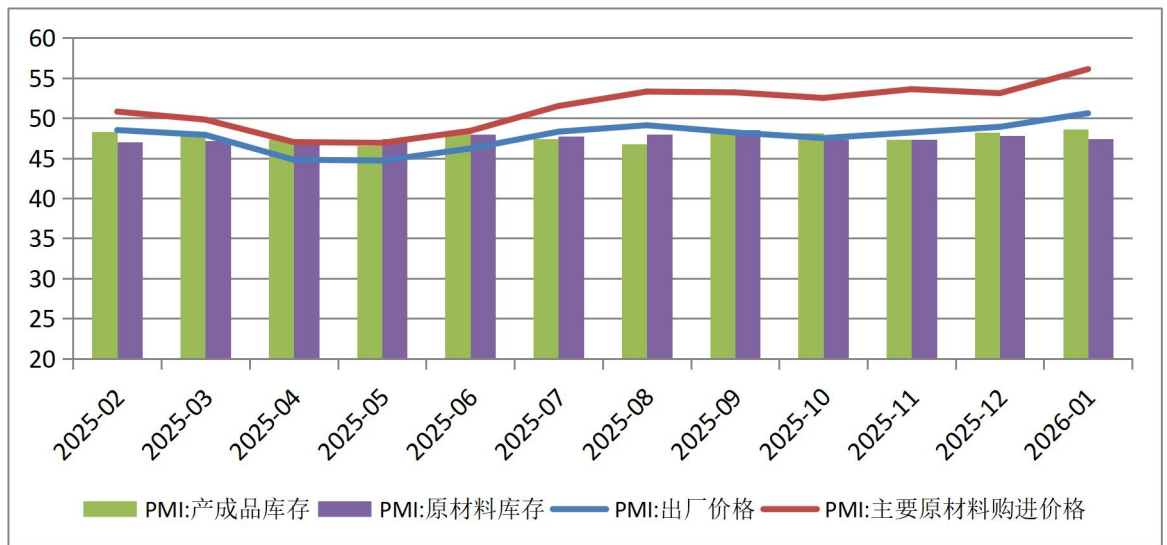
从总体上看，制造业企业对生产经营活动的预期，1月为52.6%，较上月大幅回落2.9个百分点，虽仍处于50%以上的扩张区间，但已处于历史偏低区间，显示制造业企业对企业经营前景的预期虽有所下滑，但仍持积极态度。

图4 从PMI指数看1月制造业供需指数和企业生产积极性均较上月有所回落



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

图5 1月PMI中去库存有所放缓和价格指数有所回升



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

从库存角度看，1月产成品库存指数为48.6%，较上月回升0.4个百分点；而1月原材料库存指数为47.4%，较上月回落0.4个百分点（图5所示）。1月采购量指数为48.7%，较上月大幅回落2.4个百分点，重新回到50%以下的收缩区间；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有所回升，1月为1.08，而去年12月为1.05。

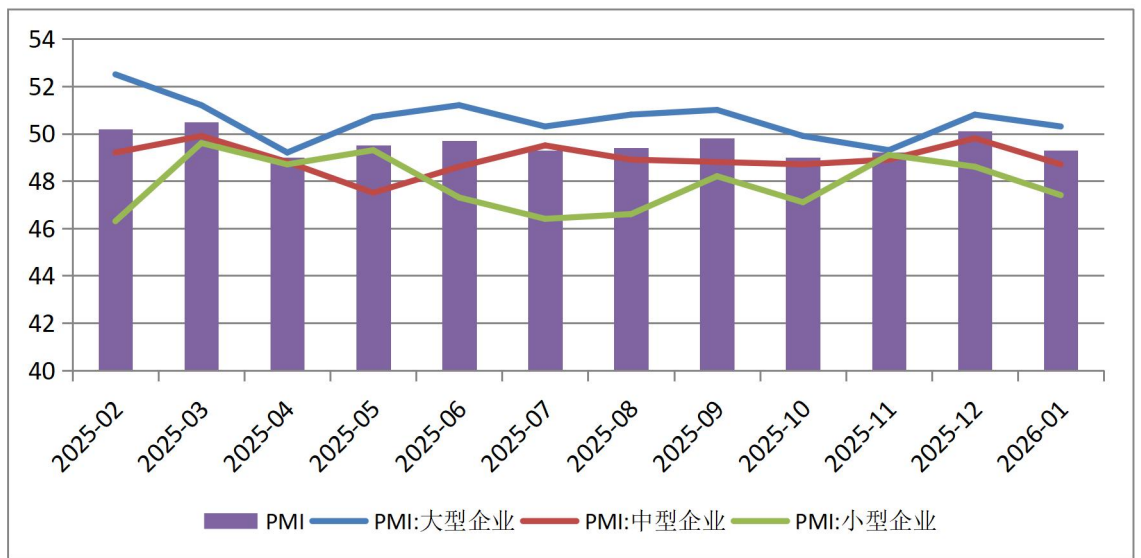
从PMI价格指数上看（图5所示），1月出厂价格指数为50.6%，较上月回升1.7个百分点，2024年5月以来再次回到50%以上的扩张区间，显示制造业领域通缩有明显好转；主要原材料购进价格为56.1%，较上月大幅回升3个百分点，也创出2024年5月以来的新高。以出厂价格

指数减去主要原材料购进价格指数来代表制造业企业利润状态，1月为-5.5%，较上月回落1.3个百分点，这说明制造业企业出厂价格虽有所上张，但跟不上原材料的涨幅，因而利润水平反而有所下滑。

### 三、1月大型和中小型制造业企业的景气度持续分化

1月不同规模制造业企业的景气度均有所回落（图6所示）。其中，大型企业1月PMI指数为50.3%，较上月回落0.5个百分点，仍处于50%以上的扩张区间；中型企业1月PMI为48.7%，较上月回落1.1个百分点，仍处于50%以下的收缩区间；小型企业1月PMI为47.4%，较上月回落1.2个百分点，也处于50%以下的收缩区间，景气度的表现最差。

图6 1月中小型企业制造业PMI指数回落幅度较大



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

从就业情况看，1月从业人员指数为48.1%，较上月回落0.1个百分点，处于50%以下收缩区间，说明就业状况因中小企业景气度较低，总体上仍不容乐观。

从物流情况看，1月供应商配送时间为50.1%，较上月回落0.1个百分点，但仍高于50%的临界点，显示原材料供应商的交货时间较上月持续加快。

## 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。

本报告可能在今后一段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