

► 五月份配置观点：静而不争

1、衰退预期回摆，风险资产反弹之后又到关键的路口。随着全球衰退预期回摆，风险资产上行，黄金下跌。值得关注的是，当前日股、德股、纳指已经快修复到加征关税之前的位置，但基本可以确定的是无论如何“缓和”，经济的状态也回不到加征关税之前。值得关注的是，相较于 2018 年，中国对美出口依赖度已明显下降，但美国对中国进口依赖度并未改善，中国经济将在本轮博弈中更具韧性。这个角度看**中国资产在全球范围内可能更具性价比**。A 股内部而言，内需+金融板块的大部分股票已经回到加征关税之前的位置，甚至部分创出新高；另一方面，前期跌得最多的受损板块反弹较大，但并未创出新高，或许只是有限修复。市场的风险度相较之前已经明显下降，新的趋势已经开始，中国新的内外需构建工作或许是核心，短期不确定性的下降并未逆转这一主线。我们认为，**中美贸易摩擦“缓和”与否市场都会进入冷静期**：由于前期资本市场是本轮贸易冲击维稳的核心，如果出现缓和，那么前期对冲板块可能面临压力，市场的维稳力量也会逐步撤出；反之，市场的定价也会向逐步显现的经济基本面靠拢，同样有一定的压力。

2、政策的着力点：长效机制的贯彻 VS 短期对冲的节奏与必要性。从近期召开的政治局会议来看，由于一季度的经济数据表现不错，而未来经济增长承压的情况在关税谈判落地之前并无法准确预估，因此这次政治局会议淡化了短期政策强烈刺激的预期，反而更加强调“底线思维”、“备足预案”。我们应该认识到的是长效机制政策与短期对冲政策的区别：1) 以“关注中低收入群体”和平衡资本与劳动分配关系为代表的长效机制政策实际上并不因贸易摩擦而变化，这些注重于调结构、促消费的政策一直都是在促进高质量发展、共同富裕的大背景下持续进行。**这一类政策的特点是持续性强但变化较慢，对经济的拉动短期看不到明显的弹性。**2) 部分政策的确明显承担了短期对冲的任务，比如适时的降准降息以支持实体经济发展、扩围提质实施“两新”政策、加力实施“两重”建设以及提高失业保险基金稳岗返还比例等，这些政策的出台更偏应对而非预判，强度可能取决于经济增长承压的情况，**这一类政策的特点是及时性高，对经济的拉动弹性较大。**在上述政策基调之下，对于资本市场定价的潜在影响是：1) 前期“埋伏”政策短期对冲力度加大的投资者可能落空。2) 未来 1-2 个季度，基本面可能面临阶段性的压力测试。短期对冲政策的权重可能会根据实际经济运行的效果有所调整。

3、海外：短期制造业补库对需求仍有支撑，未来非美外需构建同样重要。欧美 4 月 PMI 数据显示，制造业活动仍在持续恢复，明显好于预期，尤其是产出分项。欧美制造业都在加紧生产和补库，**对于中间品和资本品的需求仍有支撑**，但由于关税对消费者预期造成冲击导致了服务业走弱，未来终端消费品的需求存在明显压力。同时我们观测到**转口贸易比终端贸易表现更好**：受美国对中国加征大幅关税的影响，从 4 月 7 日开始亚洲-北美东海岸的集装箱空白运力占比急剧上升，而越南港口到港船数量已经突破 1600 艘。但当 90 天缓和期过去之后，全球制造业补库行为可能也会告一段落，而各个国家其实也需要时间去消化前期积累的库存。为了应对由于关税带来的需求下行压力，**以欧日韩为代表的非美主要经济体也逐步寻求制定刺激内需的政策，未来可能会扩散到更多非美国国家**，而这些国家的内需刺激实际上也会为我们制造业产能寻求出路提供可能性，实际上寻找非美需求之路从 2018 年后已经开始，未来外需的重建和内需构建同样重要。

4、静而不争，关注中长期。2025 年年初至今，宏观经济波动率放大导致了市场风格不断出现切换，这使得大部分投资者过于聚焦短期宏观命题走向而忽视长期变化。我们认为，无论贸易摩擦存在与否或者程度如何，一些长效机制的构建并不会因此停止，中国新外需构建的步伐不会停止，未来的投资机遇也应该围绕这些领域进行：内需的构建和全球经济秩序的重塑。基于上述推演，我们推荐：第一，受益中国需求构建的消费行业（**旅游休闲、乳制品、食品、啤酒、定制家居、彩妆、服饰、商贸零售**）；第二，在全球经济秩序重塑的过程中，“两个太阳”下的需求和供给将会重建，推荐：资源品（**铜、铝、黄金**）、资本品（**工程机械、钢铁、自动化设备、化学制品等**）；第三，应对潜在的外部冲击，低估值金融（**银行、保险**）、内部实物消耗+红利的煤炭。

► 配置策略精选：本文按照自上而下的逻辑，梳理出 10 只个股与 3 只 ETF。

► 风险提示：特朗普的关税政策超预期；国内经济运行不及预期、市场波动导致 ETF 净值波动、个股自身经营风险等。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 梅锴

执业证书：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

相关研究

1. 资金跟踪系列之一百六十六：北上回流，ETF 流出，个人活跃度呈现低位回升迹象-2025/04/28

2. A 股策略周报 20250427：静而不争-2025/04/27

3. 市场温度计系列之二十九：个人与机构情绪短暂形成共振后再度走向分歧-2025/04/26

4. 2025Q1 基金持仓深度分析：内求同，外借力-2025/04/23

5. 资金跟踪系列之一百六十五：ETF 仍是主要买入力量，两融净流出幅度放缓-2025/04/21

表1：2025 年 5 月金股推荐逻辑

证券简称	行业	投资逻辑
晋控煤业	能源开采	1、资产注入推进中，长期有望增厚业绩。2、公司议价能力强，实现煤价较高。3、账面现金高，资产收购和分红都具备空间。4、煤价见底，后续具备小幅反弹空间。
兴业银锡	有色金属	1、白银龙头，资源雄厚。2、远期产能增量较大。
伯特利	汽车	AI 汽车机器人已成为核心主线，智能汽车正在加速演进，人形机器人量产在即，伯特利线控底盘业务已完成布局，技术能力有望扩散至机器人领域
金桥信息	计算机	1、AI+司法龙头。2、多元解纷业务呈现高速发展态势。3、与蚂蚁、阿里深度合作，加速 AI 落地。
高澜股份	通信	公司主业在行业政策支持下有望稳步增长，同时液冷行业在人工智能、云计算、5G 等产业趋势下，公司相关订单有望加速落地。考虑到公司资源储备充分并充分绑定大客户，有望加速发展。看好公司业务前景。
芯原股份	电子	国产 ASIC 龙头，大客户放量带动业绩提升。
圣泉集团	化工	公司电子树脂产品 PPO、OPE、ODV 受益于 AI 需求及国产化，公司是领先的本土生产企业。
光电股份	国防军工	1、防务需求快速复苏。2、不断拓展产品线，开辟四足/人形机器人，打造新的业务增长点。
三只松鼠	食品饮料	1、线下分销渠道开拓的引领作用加强。2、2025 年公司将推进建设零食类合资工厂建设、布局全国化供应链集约基地、收并购整合制造、品牌、渠道产业链等，下半年有望陆续开始落地。3、收并购加快产业链布局，切入社区折扣超市业态。
珀莱雅	商贸零售	2025Q1 业绩超预期，在抗衰&修复业务基础上，拓展美白业务带来巨大增量；同时公司积极推进多品牌业务。

资料来源：各上市公司公告，民生证券研究院相关行业研究团队

表2：2025 年 5 月金股重点财务数据

证券简称	行业	EPS (元)			PE (倍)		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
晋控煤业	能源开采	1.68	1.30	1.40	7	9	8
兴业银锡	有色金属	0.83	1.14	1.31	16	12	10
伯特利	汽车	1.99	2.63	3.47	29	22	17
金桥信息	计算机	-0.17	0.10	0.29	-	183	63
高澜股份	通信	-0.16	0.09	0.21	-	202	86
芯原股份	电子	-1.20	-0.18	0.07	-	-	1372
圣泉集团	化工	1.05	1.54	2.14	25	17	12
光电股份	国防军工	-0.41	0.14	0.37	-	98	37
三只松鼠	食品饮料	1.02	1.26	1.73	26	21	15
珀莱雅	商贸零售	3.93	4.66	5.49	24	20	17

资料来源：Wind，民生证券研究院预测。注：基于 2025 年 4 月 30 日的收盘价计算

表3：2025 年 5 月 ETF 推荐（基于 4 月 30 日份额、净值数据）

ETF 代码	ETF 名称	2025/4/30 份 额(亿份)	2025/4/30 单 位净值(元)	2025/4/30 总 净值 (亿元)	4 月复权净值增 长率	2025 年以来复 权净值增长率
159996.OF	家电 ETF	11.75	1.30	15.33	-7.08%	-2.11%
518800.OF	黄金基金 ETF	26.40	7.40	195.28	6.69%	26.61%
515220.OF	煤炭 ETF	36.22	0.96	34.68	-5.38%	-15.18%

资料来源：Wind, 民生证券研究院

➤ 风险提示

特朗普的关税政策超预期；国内经济运行不及预期、市场波动导致 ETF 净值波动、个股自身经营风险等。

表格目录

表 1： 2025 年 5 月金股推荐逻辑 2

表 2： 2025 年 5 月金股重点财务数据..... 2

表 3： 2025 年 5 月 ETF 推荐（基于 4 月 30 日份额、净值数据） 3

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048