

► 四月份配置观点：拥抱全球议题的转换

1、全球资本市场核心议题转变的再确认。近期 A 股、港股、美股均在科技板块的带动下呈现不同程度的下跌，AI 数据中心的重复建设担忧、以及美国对等关税政策等临近是重要催化，但无论 A 股、港股、还是美股中表现依然相对较好的资产均集中在与基本面更为相关的资产。我们认为，这种变化再度确认了 2025 年 1 月下旬以来科技股引领的“东升西落”叙事的阶段退潮，以及当前全球议题已然从科技叙事走向经济。参考 2000 年科网泡沫的经验，美国对信息技术的投资主导驱动科技行情持续向上，而一旦美国信息技术投资增速转负且占比回落，即使部分非美国国家增加了相关领域的投资，但全球科技股仍跑输了各自国家的宽基指数。此外，对于 A 股而言，市场交易热度高时，往往小盘、成长更为占优，这种现象在 2023 年 9 月以来尤为明显，结合我们此前的讨论：这种关系大概率来源于个人投资者的崛起，而本周市场热度的快速回落实际上也来自于个人投资者交易热度的下降，考虑到个人往往以赚钱效应/催化作为主要驱动因素，未来如果市场缺乏更具吸引力的催化剂，大盘/价值风格可能依然保持占优。

2、海外：重新对焦。随着本届特朗普政府的经济思路逐步明晰，包括 GDP、就业等在内的硬数据走弱可能才是本届特朗普政府的“底线”，这或许也是当前任期的特朗普 put 所在。这种理解的另一面是，如果美国经济并未呈现大幅走弱的情况，关税等政策可能依然将持续推进。基于此，我们认为，未来的场景大概率存在两种组合，一是美国经济未大幅走弱+特朗普各项政策继续推进特别是关税政策：风险资产承压，美国企业有提高资源品与资本品合意库存水平的诉求，而当前补库空间可能依然较为充足；二是美国经济明显走弱+政策阶段缓和矛盾：风险资产面临的冲击阶段缓和，但可能也面临需求实际走弱的考验。从市场来看，本周市场对于关税政策经历了从定价不足到重新对焦的过程，这意味着 4 月 2 日对等关税落地前后市场波动率反而可能升至高位。考虑到当前美国经济可能依然处于第一种情形，这意味着风险资产可能阶段面临冲击，但商品可能好于股票。

3、国内：关注政策的扩散与贸易格局重构的机遇。最新披露的工业企业数据显示企业盈利仍处于弱改善的趋势中，政策托底依然是当前企业盈利改善的主要来源，未来政策的扩散效应值得期待。另一方面，随着对等关税临近，市场在计价关税冲击的同时也增加了对于逆周期政策的期待。然而，结合特朗普政府主要官员/顾问的观点来看，渐进式关税可能是基准方案，特别是考虑到关税政策的推进可能需要以美国经济不出现明显问题作为前提。这意味着这一任期关税政策的实施可能会给予我们较多的反应空间，实际上，自 2024 年 11 月以来，我国持续发布了稳外贸政策以应对不确定性。综合来看，我们认为，我国出口端受到的影响可能并没有市场想象得大。结合当前市场状态，以沪深 300 为代表的大盘风格可能相对占优。从更长远的视角看，未来两方面变化值得关注，一是关税政策对于美国自身的影响，如果强美元(贝森特观点)、或替代效应(米兰观点)效果不及预期，可能反过来通过影响支持率而掣肘政策本身；二是贸易格局的重构同样会带来中国新的机遇：对新兴市场投资创造新的需求、重获欧洲份额等。

4、拥抱制造国向上的中长期趋势。当前市场的关注点已然从 2025 年 1 月下旬以来的科技叙事走向经济本身。随着新一届特朗普政府的特朗普 put 逐步明晰，海外的潜在场景也逐步浮现：一方面，在美国制造业回流的预期下，企业提高合意库存水平可能将带来资源品与资本品的新需求；另一方面，我国的出口端可能依然保持韧性，贸易格局的重构也将带来新的机遇，而国内政策的盈利托底效果也在慢慢显现。全球正在重回金融与科技国向下、制造国向上的中长期趋势中，商品表现可能好于股票。我们推荐：第一，率先受益于国内投资活动恢复、全球制造业活动恢复、以及提高合意库存诉求下的上游资源品（铜、铝、黄金以及部分小金属钴、镍、锆等）、以及资本品（工程机械、钢铁、自动化设备等）等。第二，过去抑制因素逐步缓解、政策支持力度加强且更关注长效机制改革的消费板块（食品、乳制品、啤酒、彩妆、成衣制造、旅游等）；第三，金融板块低估值资产（银行、保险）。

► **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：**国内经济恢复不及预期、特朗普关税政策超预期、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.A 股策略周报 20250330：拥抱全球议题的转换-2025/03/30

2.市场温度计系列之二十五：市场整体情绪低迷带来交易热度明显回落-2025/03/29

3.策略专题研究：两个太阳：被重塑的全球化-2025/03/27

4.资金跟踪系列之一百六十一：个人活跃度有所回落，ETF 与北上均不同程度撤离-2025/03/24

5.A 股策略周报 20250323：转换仍在继续-2025/03/23

表1：2025 年 4 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。
华友钴业	金属	1、一体化布局优势显著，湿法镍产能增长贡献稳定增量盈利。2、政策托底镍钴价格中枢抬升，印尼镍钴产能布局规模领先显著受益。3、绑定优质海外头部客户，积极布局海外前驱体正极材料产能。4、大股东增持彰显公司未来发展信心。
吉利汽车	汽车	2024Q4 公司业绩超预期，此前讲述的新能源驱动盈利改善逻辑正在逐步兑现，坚定看好公司新能源品牌势能向上，规模效应带来的盈利弹性。
托普云农	计算机	A 股稀缺的农业 AI+机器人标的，有望持续受益于智慧农业政策推进。
芯原股份	电子	ASIC 行业龙头，国内重要客户合作进展顺利。
光电股份	国防军工	1、当前防务在手订单较多，2025 年需求或将显著复苏。2、布局机器人，有视觉传感、智能感知模块等产品，打造业务新增长点。3、兵器集团唯一光电类上市平台，体外仍有较多光电类资产，或有资产运作预期。
青岛啤酒	食品饮料	25 年公司新管理层上台定调积极，营销投入配合且机制更为灵活高效，区域上北方目标巩固优势、总量结构平衡发展，南方寻求突破。展望全年，公司有望修复份额，同时受益于现饮修复带来的吨价改善，收入弹性较好；利润端产能利用率回升将利好固定成本摊薄，贡献利润弹性。
巨星农牧	生猪养殖	未来公司生猪出栏量有望延续高增。此外，公司种猪性能优越，充分发挥饲料和养殖业务协同效应，降本增效成果显著。2025 年公司生猪业务有望实现量利齐升。
中国金茂	地产	1、24 年利润回正。2、计提相对充分。3、拿地力度加强。
健友股份	医药	公司从原料药成功转型高端制剂。海外制剂方面，公司通过收购 Meitheal 建立了美国团队，拥有 ANDA 批件数量居国内同类公司前列。公司合作的白蛋白紫杉醇等多个产品有望陆续在美国获批上市，进一步验证制剂出海逻辑。国内制剂方面，集采逐步落地，国内制剂销售量保持增长。肝素原料药方面，行业温和复苏，存货减值影响企稳。预计海外制剂业务增长将拉动公司整体业绩增长。

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 4 月金股重点财务数据

证券简称	行业	EPS (元)			PE (倍)		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
晋控煤业	能源开采	1.97	1.75	1.90	6	7	6
华友钴业	金属	2.25	2.25	3.00	15	15	12
吉利汽车	汽车	0.53	1.65	1.39	29	9	11
托普云农	计算机	1.80	2.16	2.92	46	38	28
芯原股份	电子	-0.59	-0.75	0.00	-	-	-
光电股份	国防军工	0.14	0.10	0.14	90	126	90
青岛啤酒	食品饮料	3.13	3.23	3.60	24	24	21
巨星农牧	生猪养殖	-1.27	1.02	2.46	-	20	8
中国金茂	地产	-0.51	0.08	0.12	-	14	10
健友股份	医药	-0.12	0.59	0.72	-	24	20

资料来源：Wind，民生证券研究院预测。注：1、基于 2025 年 3 月 28 日的收盘价计算。2、吉利汽车、中国金茂的 EPS 单位均为：元/股，相关计算采用的汇率 1HKD=0.9347RMB。3、吉利汽车、中国金茂、巨星农牧的 2024 年 EPS 为实际值，其他标的为预测值。

表3：2025 年 4 月 ETF 推荐（基于 3 月 28 日份额、净值数据）

ETF 代码	ETF 名称	2025/3/28 份 额(亿份)	2025/3/28 单 位净值(元)	2025/3/28 总 净值 (亿元)	3 月复权净值增 长率	2025 年以来复 权净值增长率
515210.OF	钢铁 ETF	13.35	1.26	16.83	1.30%	7.55%
517400.OF	黄金股票 ETF	1.53	1.04	1.59	16.53%	22.01%
510230.OF	金融 ETF	35.52	1.31	46.50	1.69%	0.20%

资料来源：Wind, 民生证券研究院

➤ 风险提示

国内经济恢复不及预期、特朗普关税政策超预期、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 4 月金股推荐逻辑 2

表 2: 2025 年 4 月金股重点财务数据..... 2

表 3: 2025 年 4 月 ETF 推荐 (基于 3 月 28 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。本报告清晰准确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