

反内卷语境下重读资本周期

资本周期：经典案例和新思考

核心观点

资本周期分析框架通过供给端指标预判行业变化，为投资者提供了把握市场节奏的有效工具。框架初步关注资本开支和行业集中度等核心指标，揭示行业供给变化如何影响未来回报。投资实践中，应重点监测企业资本开支与盈利数据的匹配度，判断行业是否处于过度投资阶段。当行业资本开支持续增加而盈利前景不明朗时，往往预示着供需错配和产能堆积风险，投资者应适当降低相关行业配置比例。相反，当行业经历充分出清、资本开支降至低位而盈利开始企稳时，则是逆势布局的良机。

企业生命周期的不同阶段决定了投资策略的差异化选择，二次成长企业往往比初次成长公司提供更佳的风险收益比。企业上市后 ROIC 通常呈现先下降后上升的 U 型走势。关注经历市场洗礼后出清，通过业务转型或模式创新实现二次成长的企业，其往往已建立稳固的市场地位和竞争壁垒。在实际配置中，可通过筛选经历过完整周期调整、估值回归合理区间且开始展现新增长动能的公司，构建兼具防御性和成长性的投资组合。

历史案例表明，行业繁荣往往隐藏着危机，投资者应在资本扩张高峰期保持警惕，在行业低谷期寻找具备复苏潜力的优质标的。欧美电信行业和铁矿石行业的周期演变揭示了“需求回暖-资本涌入-产能堆积-价格崩溃-行业整合”的典型路径。投资实践中，应警惕行业高峰期频繁的融资行为，这往往是供给堆积的前兆；同时，在行业低谷期，关注那些财务稳健、具有成本优势且率先进行产能调整的龙头企业，其通常能在行业复苏中获得更大市场份额和更高盈利能力，为投资者创造超额收益。

技术创新的创造性毁灭加速了资本周期更迭，投资者既要规避传统行业颠覆风险，也要把握新兴技术带来的结构性机会。从 PVC 替代铜管到数码摄影颠覆胶片，再到可再生能源挑战化石燃料，技术变革往往使传统产业陷入投资过度 and 经营困境。长期制胜的投资策略包括两方面：一是定期评估持仓企业面临的技术颠覆风险，及时调整配置；二是前瞻性布局具有技术创新能力的企业，特别是那些能够引领行业变革或在新技术浪潮中占据先发优势的公司。这种“避险+进攻”的组合策略有助于在技术变革加速的时代获取长期稳健回报。

资本市场行为是判断行业周期的重要指标，投资者应逆向思考，警惕融资活动高峰期的泡沫陷阱。融资等资本市场行为活跃期具有明显的顺周期属性，往往在行业景气度高点同步见顶。投资实践中，当某一行业出现过度融资时，应审慎评估其背后可能隐藏的产能堆积风险；相反，当行业处于低谷、资本市场活动冷清时，反而可能是布局的良机。

风险提示：(1) 海外地缘政治冲突不确定性；(2) 产业政策落地节奏存在反复；(3) 文中所列个股仅做历史复盘，不形成投资建议。

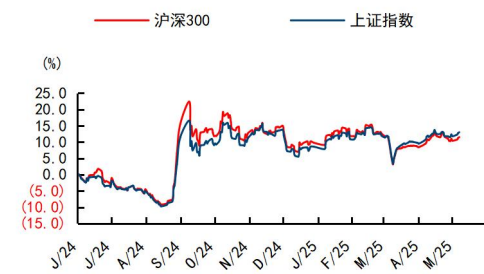
策略研究·策略专题

证券分析师：王开
 021-60933132
 wangkai8@guosen.com.cn
 S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6396.54/3.13
创业板/月涨跌幅(%)	2048.62/5.16
AH 股价差指数	131.54
A 股总/流通市值(万亿元)	80.46/74.18

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《估值周观察(6月第1期)——市场窄幅震荡，成长估值回落》——2025-06-03
- 《ESG 产品月报(2025.6)——质量优选、“一带一路”ESG 产品表现较好》——2025-06-02
- 《ESG 热点周聚焦(6月第1期)——两部委联合发布《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》》——2025-06-01
- 《主题投资月度观察(2025年第5期)——全球 AI 跃进与中国硬科技突围》——2025-05-29
- 《大类资产配置·年中展望——寻找新灯塔》——2025-05-26

内容目录

资本周期：原理演变与框架更迭	4
国信策略团队“资本周期”框架体系变迁历程	4
从“资本账户”到“资本回报”：钱塞勒的资本周期体系心路历程回溯	5
盈利中枢下行与资本周期逆势扩张	7
资本周期：世纪交替的海外电信行业案例	11
80-90 年代欧美电信行业发展历程	11
欧美电信行业由盛转衰的信号和历程	13
大宗商品超级周期的铁矿石行业案例	14
新技术的创造性毁灭加速资本周期更迭	15
透过资本市场行为审视资本周期	16
国内案例：从“网约车”到“外卖”的竞争	19
结论：资本周期新思考	22
风险提示	23

图表目录

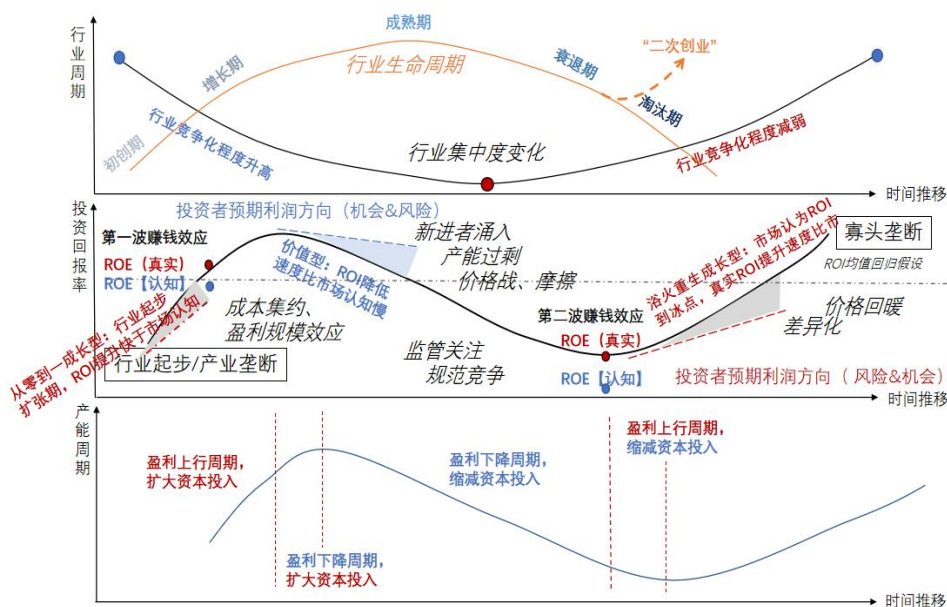
图 1: 资本周期分析框架: 立足供给端剖析市场的基本原理与方法	4
图 2: 对爱德华·钱塞勒的资本周期框架主要原理的深入理解	5
图 3: 从竞争和吸引力两维度构建企业的再投资框架	6
图 4: 价值型股票的判断程序框图	6
图 5: 广义的创新类型和技术生命周期的联动	7
图 6: 根据 CFROI 模型选股的框架	7
图 7: 资本周期框架设定的核心的财务指标构成	8
图 8: 资本周期体系划分的产业生命周期不同阶段, 以及相应阶段财务指标变化	8
图 9: 亚马逊的横空出世让书店和纸媒模式遇到挑战	9
图 10: 无独有偶, Booking 的模式也复刻了	9
图 11: 根据现金流划分企业生命周期的理论依据	9
图 12: 海外市场生命周期阶段的分阶段总结	10
图 13: 国内市场生命周期阶段的分阶段总结	10
图 14: 美股公司上市后历年 ROIC-WACC 呈现 U 型趋势	10
图 15: A 股公司上市后历年 ROIC 走出 U 型线	10
图 16: 美国电信行业在 80-90 年代出现了一轮高发展浪潮, 经历了高度竞争化阶段	12
图 17: 美国电信行业 90 年代出现利润增速和估值的双向大幅扩张, 随后大幅收敛	13
图 18: 《资本回报》载录的欧美电信行业在 80 年代-21 世纪初期的大事件汇编	13
图 19: 美国电信服务板块步入千禧年后出现持续回落	14
图 20: 20 年后, 人工智能催化信息科技板块出现 TMT 结构行情	14
图 21: 澳大利亚 FORTESCUEMETAL 两段资本开支/折旧摊销	15
图 22: 淡水河谷 ROE 和 Capex/D&A 的变化	15
图 23: 铁矿石三轮大宗商品超级周期	15
图 24: 铁矿石价格暴涨时, 开采企业产销量同增且产量更显著	15
图 25: 世纪交汇新技术突围, 柯达公司市值迅速回落	16
图 26: 美股可再生能源两家代表性企业在绿色浪潮中大幅攀升	16
图 27: 全球 IPO 在 2021 年一季度达到次贷危机以来小高峰	17
图 28: 全球并购重组数量同样在 2021 年见顶	17
图 29: 美国半导体相关的产出、投资在过去大幅走高	17
图 30: 美国半导体相对重要性高位回落, 但负债仍大幅扩张	17
图 31: 国内 A 股市场的 IPO 和并购重组展现出顺周期属性	19
图 32: 网上外卖迅速普及阶段发生在 2015-2017 年	19
图 33: 网约车用户使用率“高开平走”	19
图 34: 光伏设备行业集中度自 2020 年高点持续回落	20
图 35: 电力设备行业资本开支增速和盈利自 2022 年见顶	20
图 36: 制造业和服务业的微笑曲线: 传统产业出清到新商业模式新成长	21
图 37: 2025 年以来行业和媒体“反内卷”相关发声	22

资本周期：原理演变与框架更迭

国信策略团队“资本周期”框架体系变迁历程

过去三年间，国信策略团队针对“资本周期”体系进行了持续与深入的研究，大体分为三个阶段：（1）**第一阶段**：初步构建资本周期框架。在最初的阶段，我们构建了一个基础的资本周期框架，主要通过 NP-FCFF（净现金流减去自由现金流）和 CAPEX/D&A（资本支出与折旧摊销比率）两个指标来分析行业的资本周期。这一阶段的核心在于理解行业内资本配置的变化如何影响未来的回报。通过这两个指标，研究者能够观察到行业供给方面的变化，并预测其对竞争态势的影响。这一阶段为后续的研究奠定了基础，明确了资本周期分析的基本方法和指标。（2）**第二阶段**：扩展与补充资本周期框架。我们对资本周期框架进行了扩展和补充，引入了更多的指标和分析维度。具体来说，增加了 HHI（赫芬达尔-赫希曼指数）来衡量行业集中度，并考虑了 IPO 和并购重组的数量。这些新增的指标帮助研究者更全面地了解行业的市场结构和竞争环境。此外，还引入了 ROE 预期差的概念，作为资本周期的辅助验证工具。这一阶段的改进使得资本周期分析更加细致和全面，能够更准确地预测行业的盈利能力和市场表现。（3）**第三阶段**：深化资本周期框架的应用。我们进一步深化了资本周期框架的应用，提出了基于该框架的行业比较策略。通过对不同行业的资本开支和盈利能力进行详细分析能够识别出各行业在资本周期中的表现和未来发展潜力。这一阶段的研究不仅限于理论分析，还通过实证研究验证了资本周期框架的有效性。具体来说，通过历史数据回测可以证明在提前预判资本周期的情况下，获得显著的超额收益。此外，还提出了在不同市场环境下调整投资策略的建议，使得资本周期框架在实际投资中更具操作性和普适意义。

图1：资本周期分析框架：立足供给端剖析市场的基本原理与方法

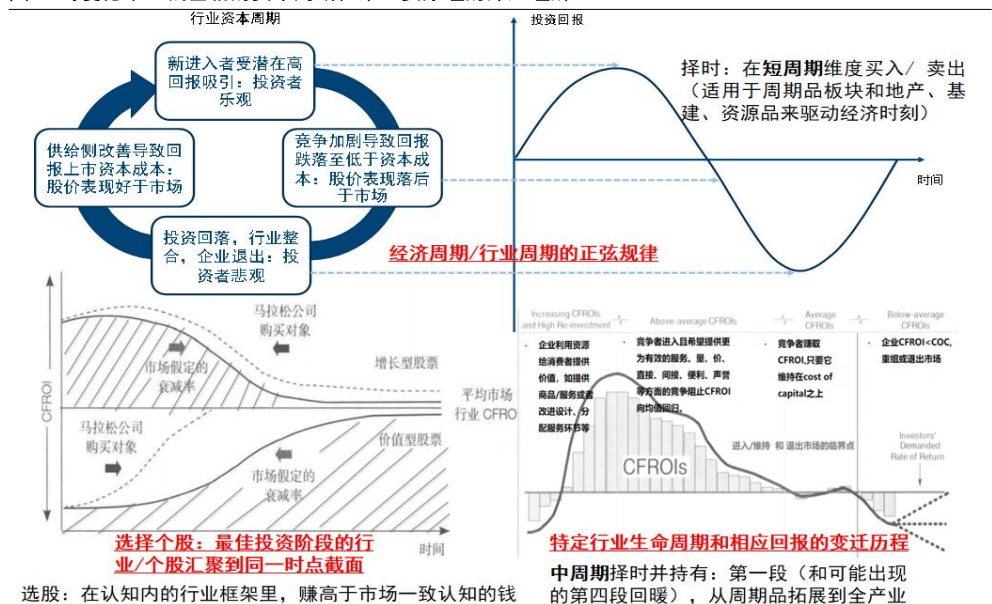


资料来源：《资本回报——穿越资本周期的投资一个资产管理人的报告》（爱德华·钱塞勒，2017），国信证券经济研究所绘制

从“资本账户”到“资本回报”：钱塞勒的资本周期体系心路历程回溯

《资本回报》可以被视为《资本账户》的续集，前者在多个方面展现了作者在心路历程上的增量思考和范式改进。首先，作者钱塞勒在《资本回报》中深化了对资本周期理论的应用，不仅限于传统的制造业和资源行业，还扩展到了科技、消费和金融等多个领域。他通过更多的案例分析，展示了资本周期如何在不同行业和市场环境中运作，从而为投资者提供了更广泛的视角和更丰富的策略选择。其次，钱塞勒在《资本回报》中进一步强调了管理层资本配置能力的重要性。他指出，优秀的管理层能够在行业周期的不同阶段做出明智的资本决策，从而为公司创造长期价值。这一观点在《资本账户》中已有提及，但在《资本回报》中得到了更深入的探讨和实证支持。此外，钱塞勒还引入了更多行为金融学的元素，分析了投资者和市场在资本周期中的心理和行为偏差，帮助读者更好地理解应对市场波动。总体而言，《资本回报》在理论和实践层面都对《资本账户》进行了重要的补充和改进，为投资者提供了更具操作性的投资指南。

图2：对爱德华·钱塞勒的资本周期框架主要原理的深入理解



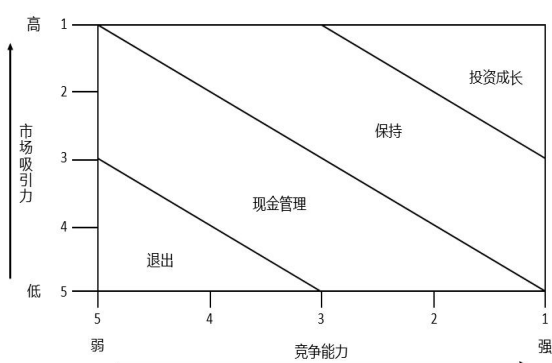
选股：在认知内的行业框架里，赚高于市场一致认知的钱
资料来源：《资本回报——穿越资本周期的投资一个资产管理人的报告》（爱德华·钱塞勒，2017），国信证券经济研究所绘制

资本周期系列理论中非常强调“流动性泛滥”、“过度投资”和“资本市场投机行为”，体现了作者对其所历经的西方互联网科技浪潮、新旧产业交替环境的感知，和他过往的历史研究框架一脉相承。少为人知的是，除了《资本周期》(Capital Return)和《资本账户》(Capital Account)外，作者钱塞勒在90年代早期还的两本专著，均揭示了他对低利率环境下流动性过度宽松带来的投机膨胀行为的深刻理解。在《时间的价值》(The Price of Time)中，钱塞勒主要关注利率的历史演变及其对经济和社会的影响，揭示了利率波动背后的经济和政治因素。钱塞勒详细探讨了利率的历史演变及其对经济和社会的影响。他分析了不同历史时期的利率变化，揭示了利率波动背后的经济和政治因素。书中提到，低利率环境下，投资者往往倾向于追求更高的回报，从而推动了资产价格的上涨。钱塞勒通过对利息的历史和理论的探讨，揭示了利息作为一种时间价值的本质。他认为，利息反映了资金的时间价值和风险溢价。在利率与经济周期方面，书中分析了利率与经济周期之间的关系，指出利率的变化往往是经济周期的重要指标。低利率

通常伴随着经济的扩张期，而高利率则可能预示着经济的衰退。钱塞勒研究了投资者在不同利率环境下的行为模式，指出投资者在低利率环境下往往会变得更加冒险，寻求更高的回报。而在《魔鬼带走最后一个》(Devil Take the Hindmost)一书中，钱塞勒则通过回顾金融投机的历史，探讨了投机活动的本质、作用及其对社会和经济的影响，分析了投机者的心理和行为特征。钱塞勒通过回顾金融投机的历史，揭示了投机活动对社会和经济的深远影响。他提出投机不仅是经济现象，更是社会和文化现象。书中区分了投机和投资的不同，指出投机是基于对市场价格变动的预期，而投资则是基于对资产内在价值的判断。钱塞勒认为，投机活动可以推动经济增长和创新，但也可能带来风险和危机。钱塞勒详细分析了历史上著名的投机事件，如荷兰郁金香狂热、美国铁路热潮等，展示了投机如何推动市场泡沫的形成和破裂。书中探讨了投机者的心理和行为特征，指出投机者往往受到贪婪和恐惧的驱使，容易陷入非理性的行为模式。钱塞勒认为，政府的监管和干预可以在一定程度上抑制过度投机，维护市场的稳定。

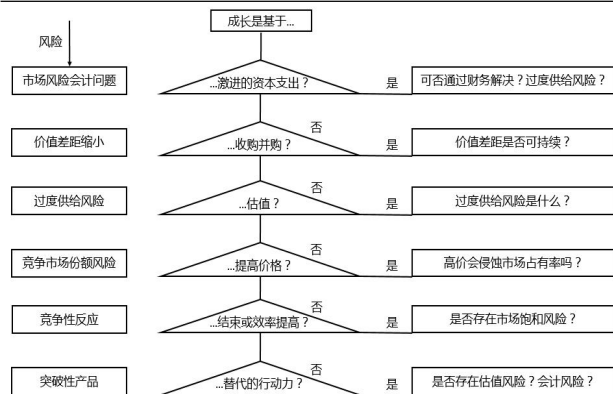
在资本周期体系下有两类增长型企业：其一是效率基础模式，提升效率并跨过规模经济拐点，享受量增效应并将压力转嫁给竞争者；刚刚好的公司的盈利性：支持扩张但不会吸引其他新进者进犯该领域。其二，最安全、持续的增长型模式被称为“替代运动”，效率仍是考虑的关键，但大量的储蓄要么被重新调动于研发创造新产品，要么打广告来挖掘需求，广告费和 R&D 经费要经由损益表，这些公司无法获得较快增长，更类似于龟兔赛跑中的乌龟，成本支出和盈利同时上升。值得注意的是，公司股价是其重置成本数倍时，会诱导扩产经营。但缺乏必要支撑点的扩张会导致市场饱和，并侵蚀回报。企业再投资框架立足于吸引力由低到高、行业竞争格局由弱到强两个维度，分为四个层级：退出→现金管理→维持→投资&增长。整体思路分成四个方面：（1）考虑公司可控的因素，即再投资活动。（2）允许出现收缩和扩张；（3）鼓励公司对投资者坦诚，增加对决定性问题的关注。（4）尽量阻止企业进入自我否认阶段。

图3：从竞争和吸引力两维度构建企业的再投资框架



资料来源：《资本回报——穿越资本周期的投资一个资产管理人的报告》（爱德华·钱塞勒，2017），国信证券经济研究所绘制

图4：价值型股票的判断程序框图

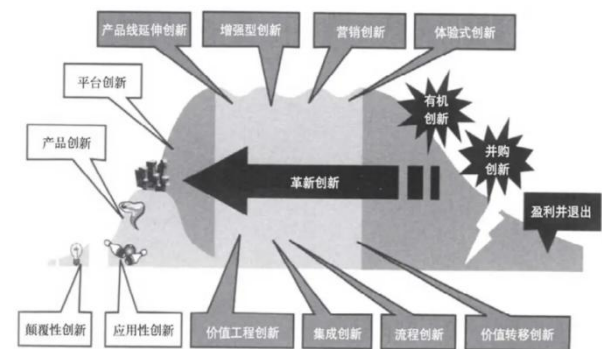


资料来源：《资本回报——穿越资本周期的投资一个资产管理人的报告》（爱德华·钱塞勒，2017），国信证券经济研究所绘制

首先按照资本周期的分析框架，分析的主体包括一家公司过去表现和竞争者的表现。每家公司一段时间内的经济表现来源于两方面，管理技能和竞争生命周期。其次，公司的表现取决于已实现的 ROI (通胀调整后回报率)，它是项目净现金流入 (NCR)=资产成本下的 IRR。经过价格的调整后才能反映公司真实回报。再次，股价部分取决投资者对于一个项目 ROI 的预测，这基于未来项目，可以用过去已实现 ROI 作为参考，但财报中可获得是众多项目 ROI 汇集成的一家公司的整体情况(传统意义 ROI)，因此需要对 ROI 和 COC 进行折现率/IRR 调整。同时，其他因素相同时，更大的资产规模、高于资产成本 (cost of capital) 的 CFROI 创造更多的财富，但更高的资产增速会压低 CFROI，因此企业完整的生命周期包括 CFROI

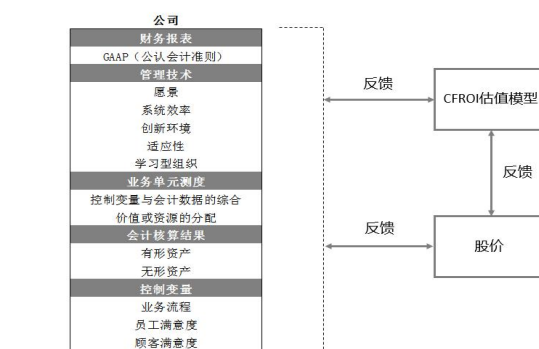
和实际资产增速两个因素。CFROI 估值模型的好处是过去可以应用于预测未来，好的范式被公司预测到的时候，公司更倾向于朝这个方向去发展。最后，传统针对 CFROI 的探讨更多是管理技能，倾向考虑管理技能来预测未来经济表现，其实至关重要是增量投资的 ROI，过去的 CFROI 有助于研判未来 ROI。

图5：广义的创新类型和技术生命周期的联动



资料来源：《公司进化论》（杰弗里·摩尔，2014），国信证券经济研究所整理

图6：根据 CFROI 模型选股的框架



资料来源：《资本回报——穿越资本周期的投资一个资产管理人的报告》（爱德华·钱塞勒，2017），国信证券经济研究所绘制

对于制造业和科技板块而言，技术接纳的生命周期和产业生命周期也是契合的，技术进步驱动了产业二次成长曲线。按照杰弗里·摩尔在《公式进化论》中对广义创新和技术生命周期的定位，第一阶段为**早期市场阶段**，一项颠覆性创新初次进入市场时，最先吸引的是那些创新者和具有远见卓识的消费者所构成的市场，随后步入第二阶段的**鸿沟期**，早期市场时间推移时群体不再将该创新视为显著的竞争优势，而此时该创新的普及程度尚未足以吸引实用主义者，随后步入第三阶段**跨越鸿沟期**，针对鸿沟另一侧的特定细分市场，提供完整的解决方案以赢得实用主义者的青睐，此时产生**保龄球道效应**，即一旦某个细分市场采纳了某项技术，相邻的细分市场也更容易受到影响，类似于保龄球的扩散效应，随后即可步入第四阶段**龙卷风时期**，技术在细分市场中的可用性得到验证，出现了颠覆产业脉络、重塑产业格局的应用，不仅广泛适用，而且能够吸引大众市场，使得技术迅速成为必须的标准，之前犹豫不决的实用主义者纷纷涌入市场，最终形成**主干道效应**，在最初的增长势头平息之后，市场中留下的公司之间的市场份额排名将长期稳定。上述技术演绎的周期也带来各级段产业生命周期的更迭。

盈利中枢下行与资本周期逆势扩张

虽然资本开支和企业所处生命周期阶段密切相关，纵向看代表的是产业结构变迁规律；但资本周期的另一环盈利前景和宏观经济周期以往是并行属性，企业家补库存、扩产能、加大资本开支和对未来盈利的感知和预判等密切相关，我们发现2021年以来A股实体企业的资本周期似乎脱离了宏观经济周期，开始出现资本开支单边向上，和制造业投资方向上趋同。在盈利并没有扩张的前景下企业扩张资本开支、抢占市场份额会带来一定的供需错配和产能扩张现象，也为部分新产业、新公司的“卷王出海”和宏观语境下“工业品价格低迷”埋下伏笔。

在马拉松资产管理公司的资本账户和资本回报理论分析中，提到的**资本支出、投资回报率、现金流回报率、经济增加值、市净率、企业价值、自由现金流、股息收益率和净资产收益率**这几个指标对长期股价的影响如下：资本支出、投资回报率（ROI）、现金流回报率（CFROI）、经济增加值（EVA）、市净率（P/B）、企业价值（EV）、自由现金流（FCF）、股息收益率、净资产收益率（ROE），此外还有资本市场中一级市场操作，如**融资问题、IPO和并购重组**等。

图7：资本周期框架设定的核心的财务指标构成

时间	事件	地区
资本支出	公司用于购买或升级固定资产的资金	高资本支出若能提升长期竞争力和盈利能力，则对股价有正向影响；若未能带来相应的回报，则对股价有负向影响。
投资回报率 (ROI)	投资收益/投资成本	高投资回报率通常表明公司能有效利用资本，对股价有正向影响；低投资回报率可能表明资本使用效率低下，对股价有负向影响。
现金流回报率 (CFROI)	公司现金流/投资成本	高现金流回报率表明公司能产生充足的现金流以覆盖投资成本，对股价有正向影响；低现金流回报率可能表明公司现金流不足，对股价有负向影响。
经济增加值 (EVA)	公司税后净营业利润减去资本成本后剩余收益	正的 EVA 表明公司为股东创造了超出资本成本的回报，对股价有正向影响；负的 EVA 则表明公司未能覆盖资本成本，对股价有负向影响。
市净率 (P/B)	公司市值/净资产	低市净率可能表明市场低估了公司的价值，对股价有正向影响；高市净率可能表明市场高估了公司的价值，对股价有负向影响。
企业价值 (EV)	公司市值加上净债务	企业价值与现金流和盈利能力的比值（如 EV/EBITDA）可以评估公司的估值水平。低比值可能表明公司被低估，对股价有正向影响；高比值可能表明公司被高估，对股价有负向影响。
自由现金流 (FCF)	公司经营活动产生的现金流量减去资本支出	高自由现金流表明公司有充足的现金用于分红、回购股票或再投资，对股价有正向影响；低自由现金流则可能表明公司现金流紧张，对股价有负向影响。
股息收益率	公司派发股息/股价	高股息收益率可能吸引寻求稳定收益的投资者，对股价有正向影响；低股息收益率则可能表明公司未能有效分配利润，对股价有负向影响。
净资产收益率 (ROE)	公司净利润/平均股东权益	高净资产收益率表明公司能有效利用股东权益创造利润，对股价有正向影响；低净资产收益率则可能表明公司盈利能力较弱，对股价有负向影响。
企业价值 (EV)	公司市值加上净债务	企业价值与现金流和盈利能力的比值（如 EV/EBITDA）可以评估公司的估值水平。低比值可能表明公司被低估，对股价有正向影响；高比值可能表明公司被高估，对股价有负向影响。

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从定量体系和定性分析角度来看，资本周期的原作者并未给出太多定量的框架，而是通过欧美企业的定性分析来展示周期规律：（1）资本周期都是 8-10 年的周期长度，过去工业企业利润的拐点在 3 年左右，因此远比一个短周期更长，Capex 更接近一个中周期的指标；（2）财务指标需要匹配验证，比如资本开支要和盈利数据一起看才能定位到这个行业赚不赚钱，资本开支有没有效果，未来的资本开支和盈利是否匹配等（如能否覆盖得住 Capex），而不能机械化给一个区间或者分位点的方法；而且资本开支与盈利关系是短期和长期指标的共振，比如短期开支会挤出盈利，但是只要中长期能获得盈利即可对抗周期、顺利平滑过渡。（3）很多行业需要细分到二、三级行业才能落地，如当前新消费究竟是老消费从深度价值变成二次成长，还是新的成长景气投资逻辑，或者稍长期一些的主题投资，在身处产业催化逻辑的前半段周期时都难有定论。

图8：资本周期体系划分的产业生命周期不同阶段，以及相应阶段财务指标变化

阶段	发展历程	市值	盈利	集中度	资本开支
初创期	公司成立，产品或服务初步推向市场，面临高不确定性和高风险。	较低	亏损或微利	低	高
成长期	产品或服务被市场接受，销售额和市场份额快速增长。	快速增长	盈利增加	中等	高
成熟期	市场饱和，增长放缓，公司通过优化运营和提高效率来维持盈利。	稳定或缓增	盈利稳定	高	中等
衰退期	市场需求减少，竞争加剧，公司面临收入和利润下降的压力。	下降	亏损或微利	高	低
夕阳期	公司逐渐退出市场，可能通过并购或重组寻求新的发展方向。	极低	亏损	低	极低

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

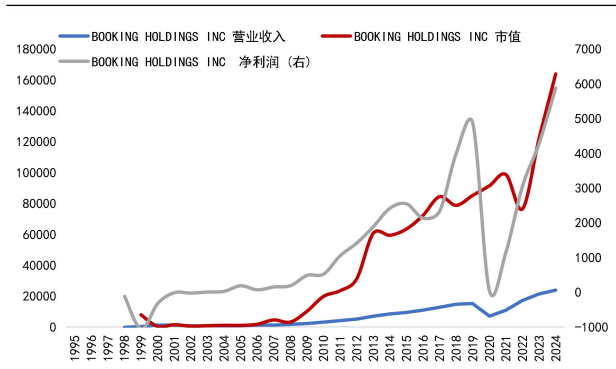
在“资本周期”框架的实战应用中，盈利（包括盈利预期）指标起到的作用是什么？国信策略团队在 2022 年 9 月发布的《基于资本周期框架的行业比较》报告中发现，盈利的预期差相对于 HHI、Capex 等指标而言对投资阶段选取和收益增厚并无裨益。归根到底来看盈利偏离预期的方向和程度仍是短周期的维度，每个季度

或者针对当年盈利预期的实时测算和高频调整的“预期差”交易尚在短周期范围内，不符合资本周期框架体系的“中长期”逻辑。除了供给端的资本开支和集中度等指标外，需求端的盈利指标需要在更为中长期的视角下审视与经济周期的协同关系，更贴近中长周期的维度。

比如 20 多年前亚马逊公司的估值和盈利数据一度并不好看，但仍被认为比尔·米勒为代表的独具慧眼投资者所喜爱，选择长期投资亚马逊公司的主要逻辑基于以下几点：首先，亚马逊拥有强大的商业模式，通过多元化的业务（如电子商务、云计算、物流和广告）实现了持续的收入增长和高利润率。其次，公司在技术创新方面表现出色，不断推出新的服务和产品，巩固了其市场领导地位。第三，亚马逊的管理层具备卓越的战略眼光和执行力，能够有效应对市场变化和竞争挑战。第四，亚马逊的财务状况稳健，现金流充裕，支持其持续的投资和扩张计划。最后，亚马逊在全球市场的巨大增长潜力，特别是在新兴市场和技术驱动的新业务领域，为其长期发展提供了广阔的空间。正如钱塞勒在《资本回报》中借用亚马逊的例子来说明成长和价值不是对立的，米勒认为亚马逊和美国在线是价值，而巴菲特认为可口可乐、迪士尼这类传统认知里增长的品牌更符合价值投资范式，因为这些高质量企业的未来价值折现是相对便宜的，因此归为价值标签。

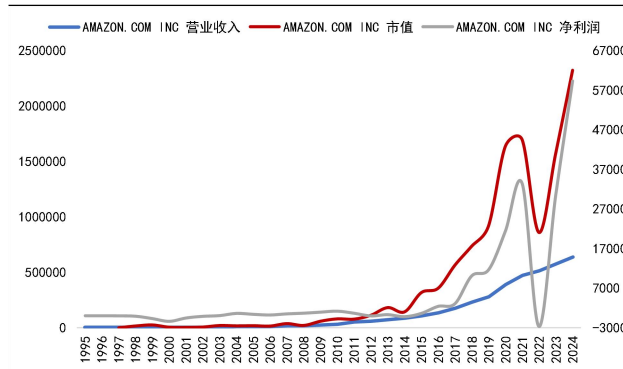
无独有偶，互联网浪潮催生的 Booking.com，其商业模式和股价变动之间存在密切关系。公司最初采用“自行定价”模式，但在 2005 年收购 Booking.com 后，战略转向欧洲酒店代理业务，这一转型成功抓住了市场机会。通过专注于欧洲市场并签约大量酒店，Booking.com 建立了强大的市场地位，运营成本较低且现金流稳定，部分用于回购股票。这些因素共同推动了股价从低谷显著回升并实现大幅增长，反映出投资者对公司商业模式和盈利前景的信心。

图9：亚马逊的横空出世让书店和纸媒模式遇到挑战



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：无独有偶，Booking 的模式也复刻了



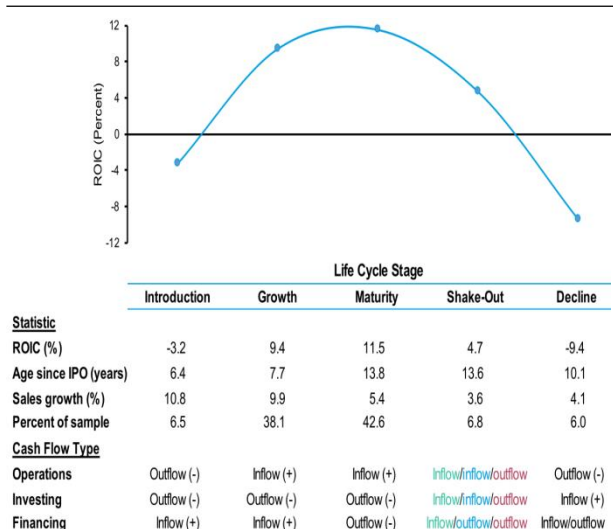
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11：根据现金流划分企业生命周期的理论依据

周期阶段	经营现金流净额	投资现金流净额	筹资现金流净额
复苏期	- 未达到规模经济	- 把握投资机会	+ 筹资扩张
成长期	+ 具备盈利能力	- 投资维持增长	+ 筹资扩张
成熟期	+ 盈利稳定	- 投资强度降低	- 偿债付息
衰退期	- 新进参与者为零，经营现金流可正可负	- 处置资产弥补现金流不足，同时也维持必要投资，投资现金流可正可负	- 筹资弥补现金流不足，同时偿债付息，筹资现金流可正可负
		+ 处置资产弥补现金流不足	+ 筹资弥补现金流不足，同时偿债付息，筹资现金流可正可负
淘汰期	- 企业持续经营困难，新的利润增长点尚未显现	+ 处置资产弥补现金流不足	+ 筹资弥补现金流不足，同时偿债付息，筹资现金流可正可负
		- 处置资产弥补现金流不足	- 筹资弥补现金流不足，同时偿债付息，筹资现金流可正可负

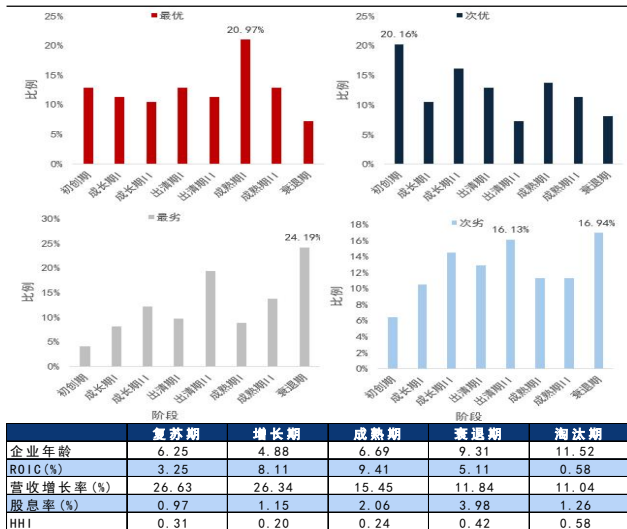
资料来源：Dickinson V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle [J]. The accounting review, 2011, 86 (6) :1969-1994, 国信证券经济研究所整理

图12: 海外市场生命周期阶段的分阶段总结



资料来源: Michael J. Mauboussin & Dan Callahan (2023) Trading Stages in the Company Life Cycle, 国信证券经济研究所整理

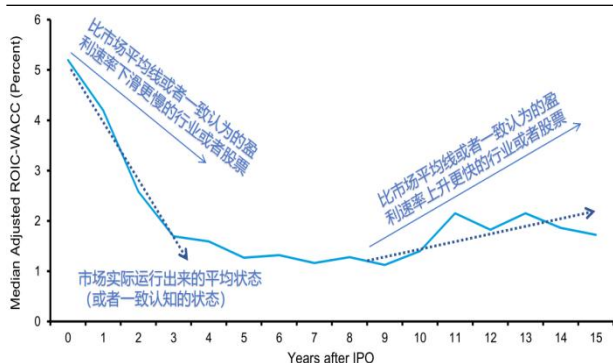
图13: 国内市场生命周期阶段的分阶段总结



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

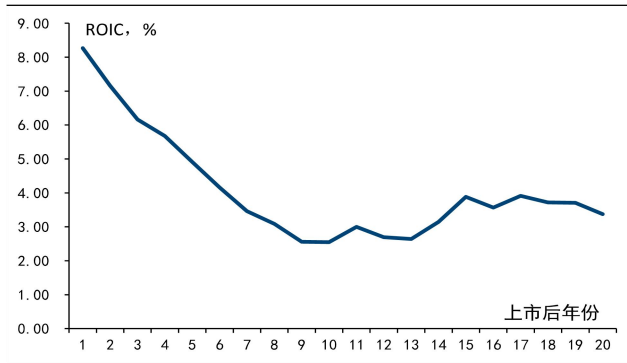
在国信策略团队 2024 年 7 月 24 日发布的研究报告《策略实操专题（十二）——把握企业生命周期下的投资规律》中，企业生命周期的五个阶段反映了公司在不同发展阶段的特点和挑战。初创期和成长期的公司通常面临高不确定性和高风险，但增长潜力巨大；成熟期的公司市场饱和，增长放缓，但盈利稳定；衰退期的公司面临收入和利润下降的压力；夕阳期的公司逐渐退出市场。中美两国在企业生命周期的各个阶段表现出不同的特点，美国企业在成熟期和衰退期的集中度较高，资本开支相对较低，而中国本土企业在成长期和成熟期的市值和盈利增长较快，资本开支较高。

图14: 美股公司上市后历年 ROIC-WACC 呈现 U 型趋势



资料来源: Michael J. Mauboussin & Dan Callahan (2023) Trading Stages in the Company Life Cycle, 国信证券经济研究所整理

图15: A 股公司上市后历年 ROIC 走出 U 型线



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

IPO 等资本市场行为带有顺周期属性，如半导体、航空等产业在美国经济贡献占用一席之地的产业，在资本市场方面反而一度因为资本无需扩张带来产品供给和公司数量的急速扩张，最终侵蚀投资回报。因此和理论中企业生命周期回报的倒 U 型曲线有所不同，创新多发生在未上市企业中，上市后的企业呈现出理论上生命周期曲线回报率的右半段——依靠独特的技术和被广泛接受的商业模式“一朝成名天下知”的企业融资上市，自二级市场上成为交易追逐对象后，收益率出现高位回落并逐渐步入 L 底的震荡磨底阶段，在后期有少数企业通过新业态、新模式二次成长实现周期跃迁，这也意味着实际二级市场投资中经过沉淀和出清后的二次成长更适合投资。

资本周期：世纪交替的海外电信行业案例

80-90 年代欧美电信行业发展历程

20 世纪 80-90 年代，美国和欧洲的电信行业经历了显著的变化，从起步到竞争，再到内卷和出清，最终通过整合实现了行业的稳定和盈利能力的恢复：

(1) 起步阶段：在 20 世纪 80 年代初，美国的电信行业主要由 AT&T 垄断，而欧洲的电信市场则由国家垄断企业控制。这一时期，电信行业的盈利主要依赖于固定电话服务，行业集中度高，竞争较少。1984 年，美国司法部拆分了 AT&T，标志着电信市场的初步开放。

(2) 竞争阶段：进入 20 世纪 90 年代，随着技术的进步和政策的放松，电信市场开始引入竞争。1996 年，美国通过了《电信法案》，允许新进入者与传统运营商竞争。在欧洲，国家垄断企业逐步私有化，市场逐渐开放。这一时期，新的电信公司如 WorldCom 和 Global Crossing 迅速崛起，市场竞争加剧。

(3) 内卷阶段：随着竞争的加剧，电信公司纷纷加大资本支出，建设更多的网络基础设施。然而，市场需求并未如预期般快速增长，导致产能堆积。2000 年前后，电信行业出现了严重的泡沫，许多新进入者因无法实现盈利而破产。这一时期，行业的盈利指标普遍下滑，市场集中度开始下降。

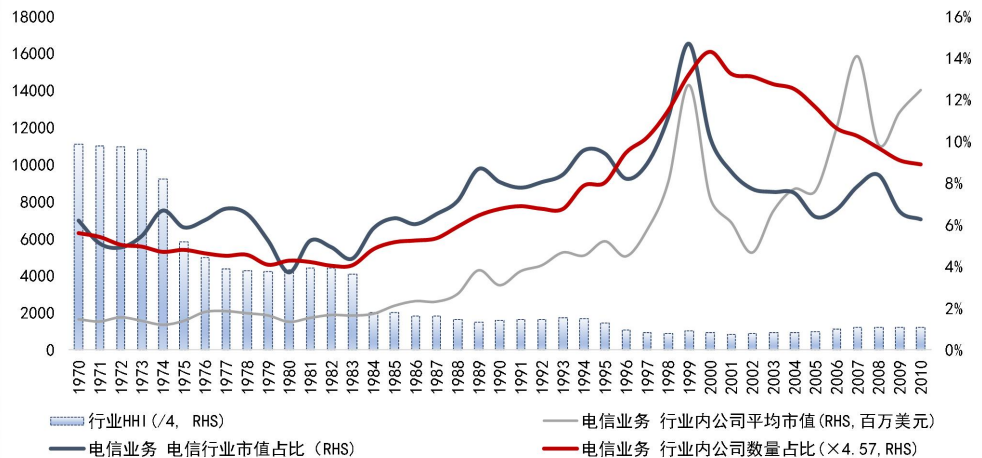
(4) 出清阶段：2000 年后，电信行业进入出清阶段。许多小型和新进入的电信公司因资金链断裂而倒闭，市场逐渐回归理性。幸存的公司开始通过并购整合资源，提高运营效率。例如，AT&T 和 SBC Communications 进行了合并，进一步巩固了市场地位。这一时期，行业的盈利指标开始回升，市场集中度重新上升。

(5) 行业整合：进入 21 世纪初，电信行业继续整合，形成了几家大型跨国公司。这些公司通过技术创新和市场扩展，逐步恢复了盈利能力。尽管市场竞争依然激烈，但行业整体的盈利能力和稳定性得到了显著提升。这一时期，行业的集中度和盈利指标均表现出积极的趋势。

海外股市电信行业市值占比三次高峰：30s、60s 和 90s。电信行业市值（二级行业）占全部美股市值比例在 1932 年、1962 年、1999 年三次达到高点，分别为 15%、11% 和 15%，1980 年美股上市公司中电信行业的企业数目和本板块的市值占比迅速攀升，先后在 1999 年和 2000 年达到历史高点。随后回落并一度跌破 59 年和 83 年两次低点。80s 后期电信行业营收增速几开始回暖并在 97 年后快速攀升，直至 2000 年达到高点。如果看集中度的变化则该行业是在 73 年-84 年时间里中美股电信板块的 HHI 指数大幅下滑并贴近历史地位。

美国电信行业在 20 世纪 80 至 90 年代经历了前所未有的黄金发展期。1980 年，电信业市值占比仅为 3.7%，到 1999 年达到惊人的 14.67%，增长近四倍，创下历史峰值。这一时期的发展可分为三个阶段：起步增长期（1980-1988 年）、快速扩张期（1989-1997 年）和泡沫高峰期（1998-2000 年）。起步期内，行业市值占比从 3.7% 稳步增长至 7.13%，年均增速约 8.6%，这一阶段得益于 AT&T 垄断被打破后市场竞争活力释放；快速扩张期内，市值占比从 8.67% 增至 8.91%，虽增速放缓但公司平均市值从 42.77 亿美元增至 64.55 亿美元，显示行业整体实力增强；泡沫高峰期内，市值占比在 1999 年达到 14.67% 的顶峰，公司平均市值飙升至 142.82 亿美元，但随后在 2000 年互联网泡沫破裂时急剧回落至 10.16%，标志着这一辉煌时代的终结。

图16: 美国电信行业在 80-90 年代出现了一轮高发展浪潮, 经历了高度竞争化阶段

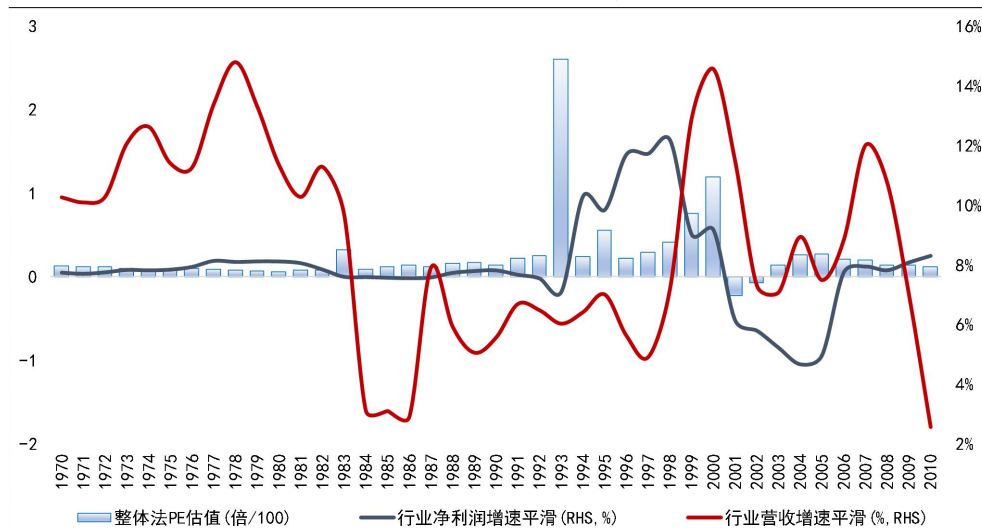


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理注: 市值单位为百万美元, 下同

欧美电信行业的这段兴衰历程深刻反映了技术创新与资本市场互动的典型案例。数据显示, 1980-2000 年间, 美股中该行业市值占比增长了 174.62%, 而公司数量占比增长了 235.65%, 平均市值增长更是达到惊人的 448.45%。这一时期的高光时刻源于多重因素叠加: 首先是 1984 年 AT&T 反垄断分拆释放了市场活力, 数据显示 1984-1985 年间市值占比从 5.81% 跃升至 6.30%; 其次是移动通信技术革命, 促使 1989 年市值占比达到 8.67%, 较前一年增长 21.6%; 最关键的是互联网兴起与电信基础设施大规模建设, 推动 1998-1999 年市值占比从 11.12% 飙升至 14.67%, 增幅达 32%。然而, 过度投资与估值泡沫最终导致 2000 年后行业急剧下滑, 市值占比在 2000 年骤降至 10.16%, 较峰值下跌 30.7%, 标志着行业进入长达十余年的调整期。这一历程生动诠释了创新驱动与泡沫风险并存的产业发展规律。2000 年以来, 电信行业的应收增速不断下滑、盈利情况却维持在零轴附近, 处于减收不赚利的阶段, 估值也几近贴着地平线运行。

美国电信行业在经历 20 世纪末的高光时刻后, 呈现出一个引人深思的结构变化: 行业总市值占比大幅萎缩, 但平均市值却持续攀升。数据显示, 2000-2023 年间, 电信行业市值占比从 10.16% 骤降至 1.68%, 降幅高达八成以上; 同期行业内公司数量占比也从 3.13% 下降至 1.09%; 然而行业内公司平均市值却从 81.88 亿美元增长至 164.18 亿美元, 基本翻了一倍。这一看似矛盾的现象实质上反映了行业深层次的结构重组与竞争格局转变。首先, 行业集中度指数从 2000 年前的 379.90 激增至 2000 年后的 3694.37, 表明市场份额正向少数巨头集中; 其次, 我们观察到 26 个时间段出现“市值占比下降但平均市值上升”的现象, 尤其在 2002-2003 年和 2018-2019 年, 平均市值分别增长 22.49 亿和 26.81 亿美元, 同时市值占比却在下降; 第三, 数据显示行业经历了多次显著的公司数量减少期, 如 2001 年 (-7.42%)、2005 年 (-6.96%) 和 2006 年 (-8.70%), 这些时期恰与行业并购重组高峰期吻合。这些变化本质上源于电信业从基础设施竞争转向服务与内容竞争的战略转型, 巨额基础设施投入形成的规模经济和技术壁垒淘汰了大量中小企业, 同时互联网科技公司崛起分流了大量市场价值, 导致电信业整体市值占比下降。然而, 留存企业通过并购整合、网络效应和数据价值挖掘实现了单体规模与价值的显著提升, 形成了“强者恒强”的马太效应, 这也解释了为何行业总市值被挤压的同时, 平均市值却能持续创下新高。

图17: 美国电信行业 90 年代出现利润增速和估值的双向大幅扩张, 随后大幅收敛



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

欧美电信行业由盛转衰的信号和历程

美国电信行业在 80-90 年代经历了从垄断到竞争的历史性转变，这一时期的两大标志性事件彻底重塑了行业格局：1984 年美国司法部拆分 AT&T 打破了长达百年的垄断局面，将这家巨头分解为一家长途电话公司和七家地区性贝尔运营公司，开启了市场竞争的新篇章；1996 年《电信法案》的出台则进一步放开了市场准入限制，允许跨界经营，催生了大量新兴电信企业，推动了创新浪潮和服务多元化，行业市值占比在这一阶段显著提升，为 90 年代末的互联网繁荣奠定了基础，这一系列变革使电信业从传统公用事业模式转向了充满活力的竞争性市场。

然而，美股的电信科技繁荣之后往往隐藏着危机。2000 年前后，电信行业泡沫开始显现，许多在 90 年代末快速扩张的新进入者因无法实现盈利而破产，市场过度投资、技术发展不及预期、商业模式不成熟等因素共同导致了这次危机；随后行业进入出清与整合阶段，幸存公司通过并购重组提高运营效率，2005 年 AT&T 与 SBC Communications 的合并成为这一趋势的代表性事件，最终形成了少数几家大型跨国公司主导市场的格局，市值占比逐步回归理性水平，这一完整周期不仅反映了技术进步和市场力量的作用，也体现了政策监管对行业发展的深远影响，成为产业经济学中监管改革与市场演变的经典案例。

图18: 《资本回报》载录的欧美电信行业在 80 年代-21 世纪初期的大事件汇编

时间	事件	地区
1984 年	美国司法部拆分 AT&T	美国
1996 年	美国通过《电信法案》，允许新进入者与传统运营商竞争	美国
1990 年代	欧洲国家垄断企业逐步私有化，市场逐渐开放	欧洲
2000 年前后	电信行业出现严重泡沫，许多新进入者因无法实现盈利而破产	美国和欧洲
2000 年后	电信行业进入出清阶段，市场逐渐回归理性	美国和欧洲
2000 年后	幸存的公司通过并购整合资源，提高运营效率	美国和欧洲
2005 年	AT&T 和 SBC Communications 进行合并，巩固市场地位	美国
2000 年后	行业继续整合，形成几家大型跨国公司	美国和欧洲

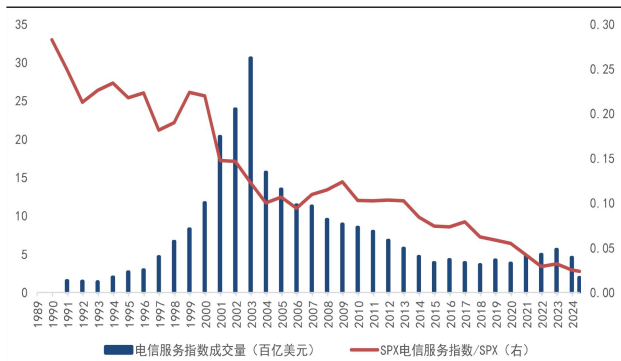
资料来源: 《Capital Returns Investing Through the Capital Cycle: A Money Manager's Reports 2002-15》, Edward Chancellor, 2017., 国信证券经济研究所整理

90 年代的欧美市场中，绝大多数投资者被互联网预期将对我们的生活和商业模式带来的深远变革所吸引。发展十年之久后，电信公司及其设备供应商已然成为牛市的主要推动力量，其持续上升的市场价值似乎印证了他们的远见。然而，对电

信行业的资本周期进行分析后，呈现出一个较为悲观的景象。电信网络的大规模资本投入以及新竞争者的涌入，将导致供应扎堆，并可能给投资者带来灾难性的后果。历史经验表明，在这一时期的欧美市场，电信领域的历史为我们提供了一个几乎完美的资本周期操作案例。重申此理论，当企业在股市中以高于其替代成本的溢价进行交易时，新的投资将得到激励；需求预测本质上是不稳定的；竞争加剧时，供应超过需求的风险显著增加；过激的资本市场行为会带来投资堆积，而投资者往往屈从于这些趋势。在繁荣转向萧条之后，资本周期分析预示在收益改善之前，行业需经历一段整合期。

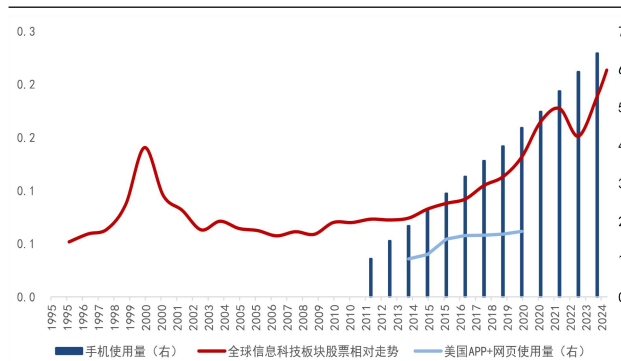
以欧洲电信行业为例，垄断管制的放宽与美国技术的飞速发展共同推动了该行业的盈利增长，吸引了众多竞争者进入市场。这导致了海外供给的显著增加，进而引发了产能投放和价格战，价格被压低至接近成本水平。随着行业利润的稀释，差异化产品和市场领导地位的巩固成为关键，最终促成了寡头垄断的市场结构。新进入者、堆积的产能和服务供给使得行业难以获得超额利润。1999年，电信行业市值占欧洲股票指数市值的大约13%，而在欧洲国民消费结构中仅占2-3%，显示出需求存在上限。与传统资源和电力行业相似，欧洲电信行业逐渐从曾经的获利型价值股转变为商品型周期股。而在传统电信行业发展到沉溺的20年后，美国Chat GPT催化的全球人工智能浪潮又带动了一轮新的TMT板块演绎，在中间长达数十年等待途径中，海外电信服务等上一轮“成长”已经演变为新的“周期”或者“冗余”，信息科技板块的结构行情跑出超额收益。

图19: 美国电信服务板块步入千禧年后出现持续回落



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图20: 20年后，人工智能催化信息科技板块出现TMT结构行情



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

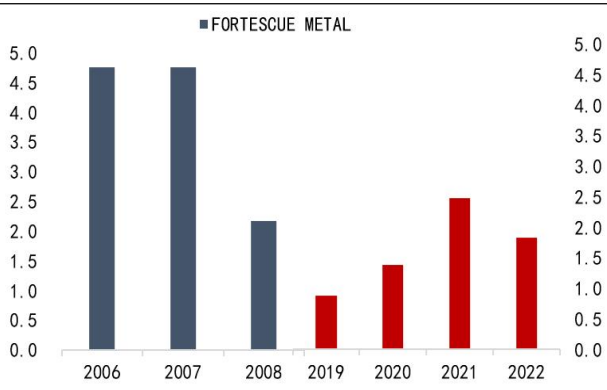
大宗商品超级周期的铁矿石行业案例

在2000年至2011年间，全球矿业特别是铁矿石行业经历了一个显著的超级周期。这一周期的背景是中国经济的快速增长，特别是基础设施建设和房地产开发的蓬勃发展，推动了对铁矿石等大宗商品的巨大需求。随着需求的激增，铁矿石价格大幅上涨，从2000年代初的每吨约20美元飙升至2011年的每吨约190美元。这种价格飙升吸引了大量资本涌入矿业，各大矿业公司纷纷增加投资，扩大产能。围观案例上看，巴西的淡水河谷公司和澳大利亚的必和必拓公司都进行了大规模的资本支出，新建和扩建矿山，以满足预期的需求增长。再如澳大立业的FORTESCUE金属集团通激进扩张在2011年成为全球第4大铁矿石生产商，很多中小企业在海外上市，短期内铁矿石和冶炼成金属的额度显著扩张并超出实际需求，一度导致废旧金属的供给和消费大幅提升。在2008年8月铁矿石价格见顶达到178美元/干公吨后的两年里相关板块的资本开支仍然大幅走高，但供需错配压制下铁矿石价格一度跌至2009年4月的60美元/干公吨以下。好在彼时次贷危机后新兴市场大规模流动性投放刺激地产和基建，铁矿石需求进一步释放带来价格N

字型触底反弹至 2011 年 2 月的 187 美元/干公吨。而 2016–2021 年的超级周期则是一次性脉冲，铁矿石相关企业在上一轮超级周期中过度开支带来利润和价格萎缩甚至退场离席，在次轮周期中的疤痕效应导致产能扩张较为谨慎。

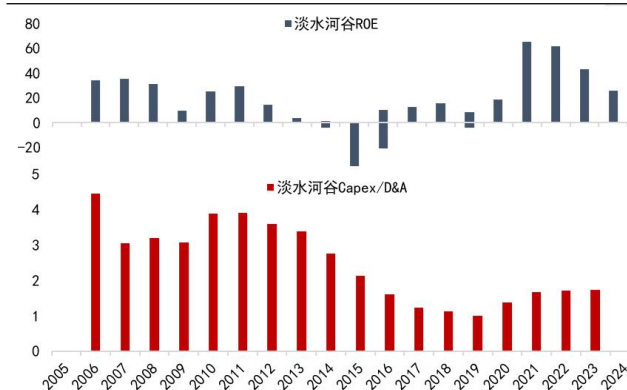
然而，资本周期的循环往复特性逐渐显现。随着新矿山的投产，市场供给迅速增加，而与此同时，需求端新兴市场经济增长开始放缓、步入“新常态”，对铁矿石的需求增速减缓。这导致了供需失衡，铁矿石价格开始下跌。到 2015 年，铁矿石价格已从峰值下跌了 70%。价格的下跌直接影响了矿业公司的盈利能力，许多公司的股价表现不佳。这一过程凸显了资本周期中利润与价格、投资关系的此消彼长：在高利润和价格上涨时，资本涌入推动产能扩张；而在供给堆积和价格下跌时，资本撤离导致产能收缩。这种循环往复的模式是资本周期的核心特征，对投资者理解和应对市场波动具有重要意义。

图21: 澳大利亚 FORTESCUEMETAL 两段资本开支/折旧摊销



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图22: 淡水河谷 ROE 和 Capex/D&A 的变化



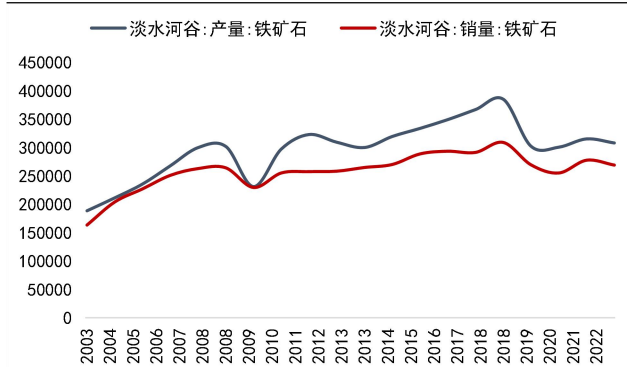
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图23: 铁矿石三轮大宗商品超级周期



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理单位：美元/干公吨

图24: 铁矿石价格暴涨时，开采企业产销量同增且产量更显著



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理单位：千吨

新技术的创造性毁灭加速资本周期更迭

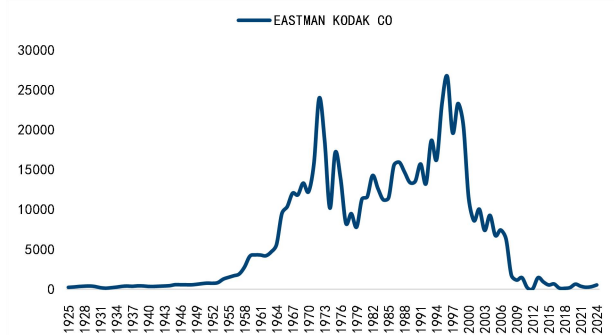
上述案例是超级周期过程中“需求和价格回暖-供给开支投放-价格压缩-减少投产”的资本周期最朴素逻辑案例，新旧技术和手段创造性毁灭也是传统产业需求大不如前、供给被动严重堆积的原因。在《资本回报》一书中，作者详细探讨了新旧技术交替或可选原材料变更后，传统产业或材料投资过度所导致的不良后果。

第一个材料进化的案例是德国建筑业的 PVC 塑料替代铜管带来的工业金属景气见顶。随着建筑技术的进步，德国建筑业开始广泛采用 PVC 塑料管道替代传统的铜管。PVC 塑料因其成本低廉、安装方便等优点，迅速占领了市场。这一变化导致

铜管的需求急剧下降，过去几年内，德国对铜管的需求从9万吨减少到4.5万吨。这一转变使得许多依赖铜管业务的传统企业面临巨大的经营压力，不得不进行业务转型或削减产能。

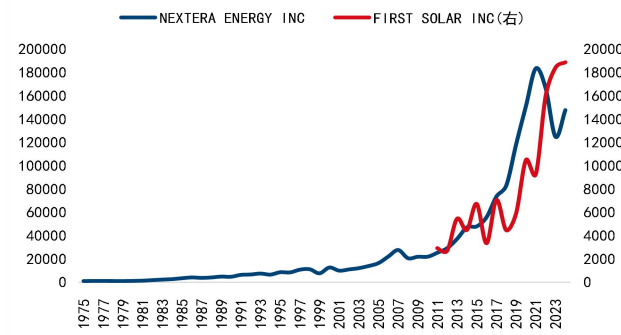
第二个案例则是技术跃迁的案例，新世纪数码摄影对传统胶片行业的冲击。20世纪末至21世纪初，数码摄影技术的兴起彻底改变了摄影行业。传统的胶片相机和相关化学材料的市场需求迅速萎缩。柯达公司作为曾经的胶片巨头，未能及时适应这一技术变革，继续大量投资于胶片生产研发。最终，柯达因未能跟上数码时代的步伐而陷入困境，不得不申请破产保护。这一案例展示了新技术替代旧技术时，传统企业若不能及时调整战略，将面临严重的投资过度 and 财务危机。

图25: 世纪交汇新技术突围，柯达公司市值迅速回落



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图26: 美股可再生能源两家代表性企业在绿色浪潮中大幅攀升



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

可再生能源对化石燃料的挑战：近年来，随着可再生能源技术的快速发展，太阳能和风能等清洁能源逐渐成为主流。这导致对传统化石燃料（如煤炭和石油）的需求增长放缓。许多依赖化石燃料的企业在前期进行了大量投资，扩展产能，但随着可再生能源的普及，这些投资变得堆积。例如，一些煤矿企业在新能源崛起后，面临着产能堆积和价格下跌的双重压力，不得不关闭部分矿井或寻求转型。

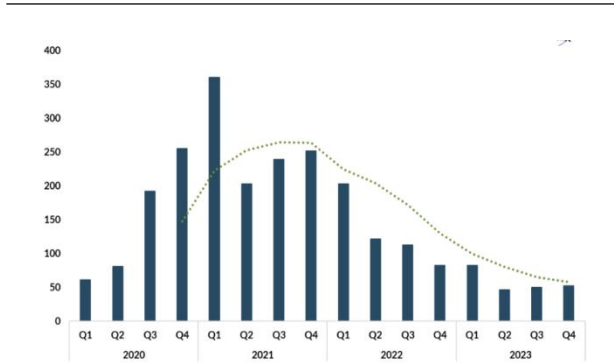
上述案例共同揭示了一个现象：在新旧技术交替或原材料变更的过程中，传统产业和企业若不能及时适应市场变化，进行必要的战略调整，很容易陷入投资过度 and 经营困境。资本的盲目涌入和过度投资在这些情况下尤为明显，最终导致资源的浪费和企业的衰败。

透过资本市场行为审视资本周期

海外资本市场活动，如并购重组和IPO，对资本周期有着深远的影响且具有较高的顺周期属性。这些活动不仅反映了市场对未来盈利能力的预期，还直接影响行业的供给结构和竞争格局。在并购重组中，企业通过整合资源、优化配置，可以提高运营效率，但也可能导致产能迅速扩张。IPO则为企业提供了新的融资渠道，促进了资本流入，但极端的IPO放量也可能引发过度投资和市场泡沫。

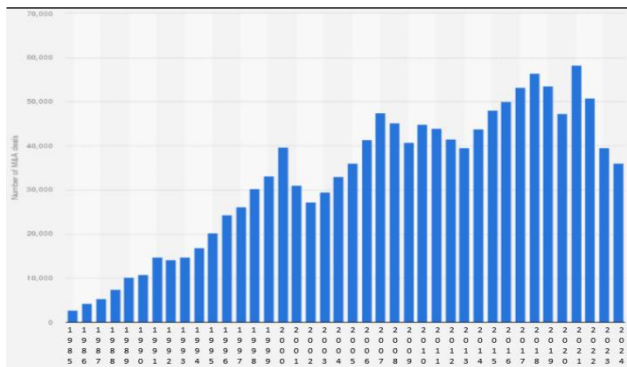
《资本回报》中提及，资本周期分析的关键在于理解行业供给的变化如何影响公司的竞争态势。例如，在科技股泡沫时期，许多电信公司基于错误的互联网流量增长预测，进行了大规模的资本支出和并购活动。这些行为导致了产能堆积和价格战，最终使得许多公司陷入困境。相反，在行业低谷期，资本支出减少，产能收缩，为未来的盈利恢复创造了条件。为了挖掘投资机会和规避风险，投资者应密切关注资本市场活动的背后逻辑。在行业高峰期，应警惕过度投资和并购带来的风险；而在行业低谷期，可以寻找那些具有良好基本面和潜在复苏机会的公司。

图27: 全球 IPO 在 2021 年一季度达到次贷危机以来小高峰



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图28: 全球并购重组数量同样在 2021 年见顶



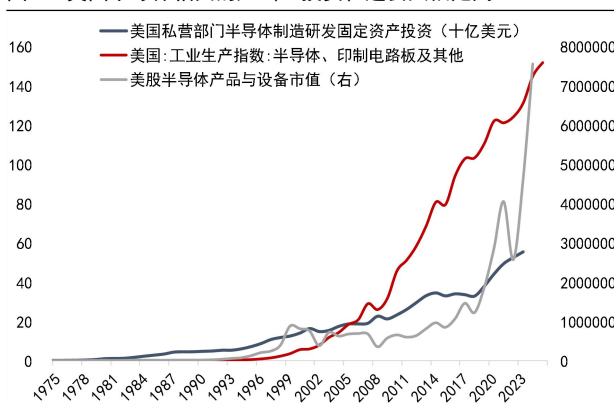
资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

在资本周期的分析中, IPO 和并购重组等投资银行行为确实可能加大资本供给的过度, 从而对股价表现产生双向影响。

一个典型的案例是 20 世纪 90 年代末的科技股泡沫。当时, 许多科技公司通过 IPO 筹集了大量资金, 进行大规模的资本支出和并购活动。这些行为导致了产能堆积和价格战, 最终使得许多公司陷入困境。按照资本周期框架, 欧美投资银行在这些过程中起到了推波助澜的作用, 却忽视了长期后果。另一个案例是 2000 年代初的电信业泡沫。当时, 许多电信公司基于错误的互联网流量增长预测, 进行了大规模的资本支出和并购活动。这些行为导致了产能扎堆和价格战, 最终使得许多公司陷入困境。过度关注需求端会带来融资行为的激进扩张, 进而通过供需结构的逆转反而拖累相关行业表现。

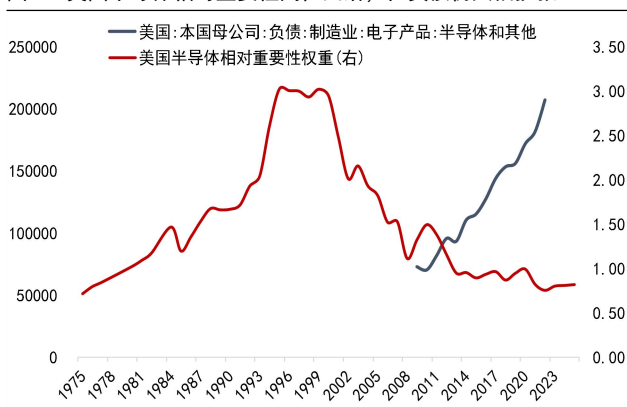
在《逃不开的半导体周期》这一章节中, 钱塞勒详细分析了半导体行业的周期性特征及其对投资者的影响。半导体行业由于其高度集中的供给侧、资本密集型和低产品差异性, 导致经济价值的长期毁灭。尽管技术进步带来了显著的生产力提升, 但投资者并未从中受益。行业的周期性繁荣和衰退吸引了大量资本涌入, 随后在产能堆积时导致回报下降。尽管近年来供给侧整合改善了行业前景, 但历史上的资本周期破坏性力量依然存在。投资者面临的主要挑战是如何在行业高增长长期避免过度投资, 以及在低谷期识别具有长期潜力的公司。

图29: 美国半导体相关的产出、投资在过去大幅走高



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图30: 美国半导体相对重要性高位回落, 但负债仍大幅扩张



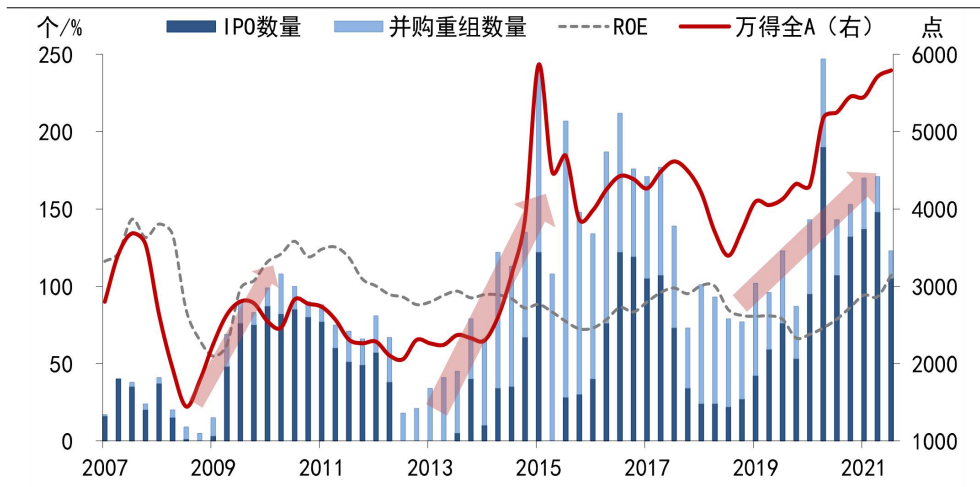
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

至于利好的资本行为则包括回购和分红等, 回购对市场的影响主要体现在以下几个方面, 大多情形下是利好的: (1) **提升每股收益 (EPS)**: 通过回购股票, 公司减少了流通股的数量, 从而在净利润不变的情况下提升了每股收益。这通常会被市场解读为公司对自身价值的信心表现, 可能会推动股价上涨。(2) **资本结构调整**: 回购可以帮助公司优化其资本结构, 比如降低权益资本比例, 提高债务资本比例

(财务杠杆)，这可能会提高公司的资本效率。(3) **信号传递**：公司进行回购可能向市场传递管理层对公司未来前景的积极信号，表明管理层认为股票被低估。(4) **现金流管理**：回购是一种现金流出方式，可以用于处理公司堆积的现金流，避免管理层进行低效的投资。(5) **股东价值最大化**：通过回购，公司可以将现金返还给股东，尤其是当公司认为投资新项目的回报率低于股东自己投资其他资产的回报率时。需要注意的是，虽然回购通常被视为积极的公司行为，但如果公司为了回购股票而承担过多的债务，或者回购时机不当（如在股价高估时回购），则可能对公司的长期健康和股价产生负面影响。如 IBM 长期以来一直使用回购作为资本回报策略的一部分。通过定期回购股票，IBM 减少了流通股的数量，从而提高了每股收益。这种做法通常被视为对股东友好的，因为它增加了剩余股东的股权比例。苹果公司也是回购股票的典型代表。自 2013 年以来，苹果公司进行了大规模的股票回购，这不仅减少了流通股的数量，还帮助公司提高了每股收益。此外，苹果公司还通过分红和回购相结合的方式，有效地将现金返还给股东。微软也进行了大量的股票回购，这有助于提高每股收益，并向市场发送了公司对自身未来增长信心的信号。

资本周期原理认为，公司的增长往往会滞后于 GDP 的增长，主要原因在于资本支出的时滞效应和行业竞争格局的变化。如果公司发行新股超过回购则会稀释现有股东，IPO、并购和回购都具有典型的顺周期属性，大多企业会做出信心充足时回购股票、环境和股价低迷时被迫增发新股的动作。具体来看，一方面是资本支出的时滞效应。当经济开始增长时，公司通常会延迟增加资本支出，因为其需要时间来确认需求的增长是可持续的。这种延迟导致供给的增加滞后于需求的增长，从而在短期内推动公司盈利和 GDP 的快速增长。然而，一旦公司开始大规模投资以应对预期的需求增长，供给会迅速增加，可能导致产能堆积和价格下降，进而抑制公司的盈利增长。另一方面是行业竞争格局的变化。在经济扩张期，行业内的竞争通常会加剧，因为新进入者和现有企业都会增加投资以争夺市场份额。这种竞争会导致利润率下降，即使总收入在增长。此外，随着供给的增加，产品价格可能会下降，进一步压缩公司的盈利空间。此外，资本周期的均值回归效应也具有深刻影响。资本周期理论认为，高回报会吸引资本流入，导致供给增加和回报下降；反之，低回报会促使资本流出，供给减少，回报上升。因此，即使在 GDP 增长的情况下，公司盈利也可能因为资本周期的均值回归而表现不佳。最后则是来自于具体公司的管理和战略失误。在公司层面，管理层的决策失误也可能导致增长滞后。例如，过度投资于低回报项目、未能及时调整产能以适应市场需求变化，或者在行业竞争加剧时未能有效降低成本，都可能抑制公司的盈利增长。

图31: 国内 A 股市场的 IPO 和并购重组展现出顺周期属性

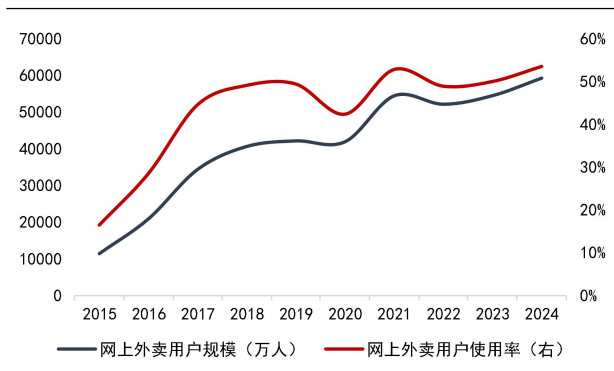


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

国内案例：从“网约车”到“外卖”的竞争

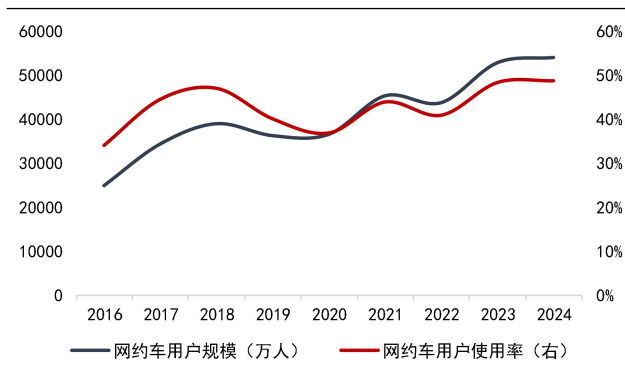
国内市场方面，经历过新商业模式横空出世到高度内卷式竞争的行业，主要特征依托于互联网的新服务业态，包括网约车和网上外卖两个渠道。2015 年至 2024 年间，网上外卖和网约车行业均呈现出显著的用户规模增长和使用率提升。网上外卖用户规模从 2015 年的 11356 万人增长至 2024 年的 59231 万人，十年间增长 421.6%，年均复合增长率达 20.1%；使用率从 16.5% 提升至 53.4%，增长 36.9 个百分点。网约车用户规模从 2016 年的 24908 万人增长至 2024 年的 53945 万人，九年间增长 116.6%，年均复合增长率为 10.1%；使用率从 34.1% 提升至 48.7%，增长 14.6 个百分点。两个行业均在 2016-2017 年经历快速增长期，2020 年受疫情影响出现波动，2021 年网上外卖达到阶段性高峰后短暂回落，而网约车则在 2022 年后加速增长。近三年来，网上外卖用户规模年均增长 6.6%，网约车为 11.1%，增速较前期有所放缓但仍保持稳健增长，两者使用率均在 2024 年达到历史最高点，显示出行业发展的持续活力和市场渗透率的不断提升，随之而来的是供需结构不平衡现象。

图32: 网上外卖迅速普及阶段发生在 2015-2017 年



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图33: 网约车用户使用率“高开平走”

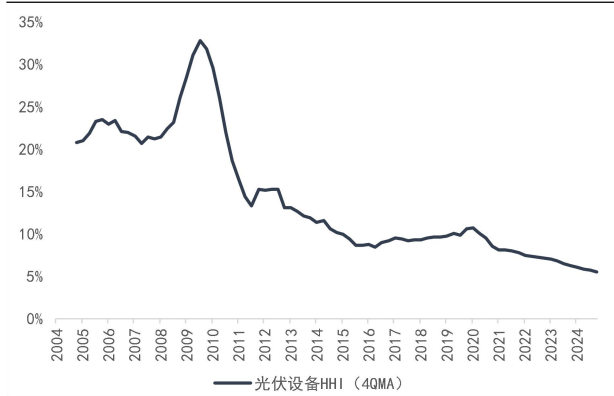


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

另一个代表性行业即光伏，在经历了需求扩张、高速成长后也面临行业利润压薄的问题。近年来，光伏和电力设备行业呈现出明显的高度竞争化趋势，伴随着过

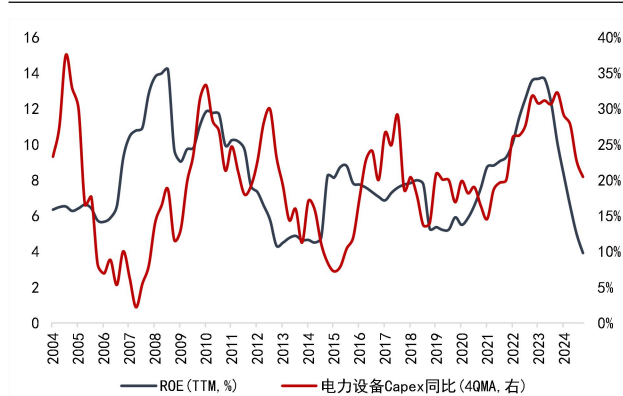
度资本开支对行业利润的显著挤压。从数据来看，光伏设备行业的HHI集中度指数从2009年的高点0.33持续下滑至目前的0.05左右，降幅超过80%，这一数据直观反映了行业竞争程度的急剧加剧。与此同时，电力设备行业的资本开支却维持在较高水平，多年来资本开支同比增速频繁超过历史平均水平，显示出行业内企业持续扩张产能的激进态势。这种“高竞争+高投入”的组合效应直接导致了行业利润率的持续承压，电力设备行业的ROE从历史高点显著回落，降幅超过40%。数据分析还显示，行业集中度与利润率呈现明显的正相关关系，而资本开支与利润率则呈现负相关，进一步佐证了过度竞争和盲目扩张对行业利润的侵蚀作用。这种现象实质上反映了行业在快速发展过程中出现的结构性失衡，企业为争夺市场份额不惜牺牲盈利能力，最终陷入“内卷化”困境，形成恶性循环怪圈。

图34：光伏设备行业集中度自2020年高点持续回落



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

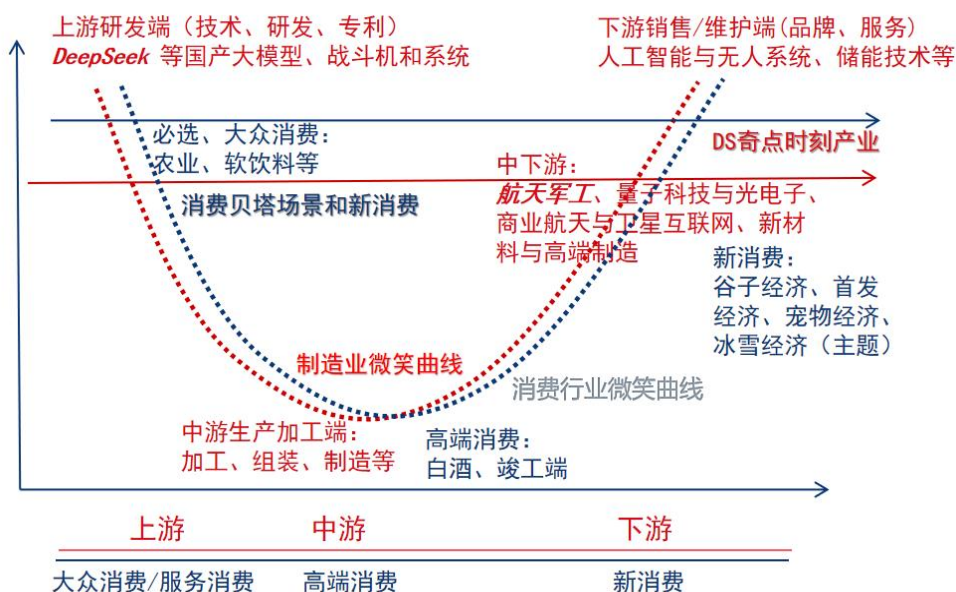
图35：电力设备行业资本开支增速和盈利自2022年见顶



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

制造业和服务业投资都锚定微笑曲线的两端，按照时间来看传统消费迭代到新消费模式，新消费板块走出二次成长曲线。微笑曲线深刻揭示了制造业中盈利最为丰厚的环节位于两端，前端研发设计，因其高附加值特性；以及后端品牌服务，凭借高溢价优势。相比之下，中游代工组装环节的利润则显得尤为微薄。投资策略应聚焦于构建技术壁垒的企业或渠道龙头，历史经验表明，如半导体、新能源创新端及消费电子品牌端等领域，在过往市场周期中均曾一度成为股市中的佼佼者。而消费领域逻辑相通的，消费领域的逻辑与此相通，上游研发与IP，如芯片、化妆品原料等，以及下游渠道与品牌，诸如奢侈品、连锁餐饮等，均享有更高利润。中游代工与分销则因性价比低而逊色。投资需着重考量稀缺性资源，如专利、用户粘性，或规模效应，如渠道垄断领军企业。至于新消费，其遵循独立逻辑，传统消费则正从地产链及高端消费环节向大众消费品领域转型。

图36: 制造业和服务业的微笑曲线: 传统产业出清到新商业模式新成长



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所绘制

2025 年以来, 各方积极行动抵制 “内卷式” 竞争, 有助于缓和当前局面。国家能源局、国家发展改革委发文规范市场, 避免无序竞争; 市场监管总局通过召开座谈会、约谈企业、开展专项行动强化反垄断和反不正当竞争监管; 工信部加大对汽车行业 “内卷式” 竞争的整治力度。行业协会层面, 中国消费品质量安全促进会、中国酒业协会等联合会员或头部企业发出倡议, 涉及坚守质量、创新发展、加强自律等内容。公共部门与民间部门协力合作, 抵制过度竞争和内卷流程, 对于稳定合理价格、恢复盈利韧性具有重要意义。

图37：2025年以来行业和媒体“反内卷”相关发声

时间	机构和事件	相关表述
2025年1月	中国消费品质量安全促进会联合会员单位发出《抵制“内卷式”竞争倡议书》	不参与“内卷式”竞争，坚守质量生命线，加大研发创新投入，确保产业链供应链安全，拒绝过度营销歪风，拒绝参与操纵市场，共同营造公平公正市场环境。
2025年1月	国家能源局关于印发《分布式光伏发电开发建设管理办法》的通知	各地要优化营商环境，规范市场秩序，不得设置违反市场公平竞争的相关条件。各类投资主体要充分考虑电网承载力、消纳能力等因素，规范开发建设行为，保障分布式光伏发电健康有序发展。
2025年1月	国家发展改革委 国家能源局关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知	竞价上限由省级价格主管部门考虑合理成本收益、绿色价值、电力市场供需形势、用户承受能力等因素确定，初期可考虑成本因素、避免无序竞争等设定竞价下限。
2025年2月	市场监管总局召开企业公平竞争座谈会	加强与企业的常态化沟通交流，强化反垄断反不正当竞争监管执法，强化公平竞争审查刚性约束，加快构建全国统一大市场，积极推动解决企业在公平竞争遇到的问题，助力企业高质量发展。
2025年3月	中国酒业协会联合头部酒企发布《中国酒业防内卷式竞争倡议书》	提出七大核心主张，包括倡导创新发展、坚守品质底线、杜绝盲目跟风、强化品牌建设、加强行业自律、遵守市场规则、履行社会责任等。
2025年4月	经济日报《力破除高质量发展阻碍——综合整治“内卷式”竞争问题探析》	低价、低质、低水平竞争之下，一些商家不惜以次充好、跟风抄袭，以抢占市场份额，对创新者产生了挤出效应。优胜劣汰是市场正常现象，逆向淘汰则不然。
2025年4月	市场监管总局部署开展整治滥用行政权力排除、限制竞争专项行动	此次专项行动的整治重点包括限制企业自主迁移、阻碍商品要素自由流动、妨碍企业公平参与异地经营、设置地方保护和市场分割隐性门槛四大类突出问题。
2025年5月	市场监管总局等五部委约谈外卖平台企业	五部门要求相关平台企业严格遵守《中华人民共和国电子商务法》《中华人民共和国反不正当竞争法》《中华人民共和国食品安全法》等法律法规规定，严格落实主体责任，主动履行社会责任，加强内部管理，合法规范经营，公平有序竞争，共同营造良好市场环境，切实维护消费者、平台内经营者和外卖骑手的合法权益，促进平台经济规范健康有序发展。
2025年5月	中国汽车工业协会《关于维护公平竞争秩序 促进行业健康发展的倡议》	1. 所有企业严格遵从公平竞争原则，依法依规开展经营活动；2. 优势企业不为垄断市场，挤压其他主体生存空间，损害其他经营者合法权益；3. 企业在依法降价处理商品以外，不以低于成本的价格倾销商品，不进行诱导消费者的虚假宣传，扰乱市场秩序，损害行业和消费者根本利益；4. 所有企业应对照国家相关法律法规进行自查整改。
2025年5月	工信部回应汽车行业“价格战”等“内卷式”竞争	工业和信息化部将加大汽车行业“内卷式”竞争整治力度，推动产业结构优化调整，加强产品一致性抽查，配合相关部门开展反不正当竞争执法，采取必要的监管措施，坚决维护公平有序市场环境，切实保障消费者根本利益，推动汽车产业高质量发展。
2025年5月	浙江纺织、汽车、新材料、医药等十几个行业协会发出倡议书，聚焦破除行业内卷、走高质量发展之路	倡议企业理性面对市场波动，加强行业团结，建立行业规范，做好行业自律。保持底线思维，系好安全带，回归企业经营本质，锻造长板、补齐短板，提升自身竞争力。我们坚决反对低价恶性、“内卷式”竞争，倡议共同营造公平稳定的市场环境，合理调节供需关系，保障消费者的长远利益，推动行业的可持续发展。
2025年5月	人民日报《综合整治内卷式竞争 维护公平竞争市场秩序》	要坚决遏制内卷乱象，不断提升综合治理成效，持续优化公平竞争市场环境。
2025年6月	安徽省、河北省廊坊市等多地保险行业协会发布公约或行业倡议抵制内卷	聚焦于手续费、佣金等层面，规避高度同质化竞争。

资料来源：工信部，市场监管总局，国家能源局，人民日报，经济日报，中国汽车工业协会，中国消费品质量安全促进会，中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

结论：资本周期新思考

资本周期理论揭示了市场运行的深层逻辑：过度投资是繁荣的休止符，而理性收缩则是复苏的催化剂。从欧美电信业到大宗商品超级周期，历史一再证明，当资本开支与盈利预期脱节时，市场必然经历从狂热到崩溃的修正。明智的投资者应当逆向思考，在行业扩张高峰期保持克制，在资本寒冬中寻找具备核心竞争力且率先完成调整的龙头企业，其往往能在行业复苏中获取更大市场份额和更高盈利能力。这种基于资本周期的逆向投资策略，不仅能有效规避泡沫风险，更能在市场情绪最悲观时捕捉到估值与成长的双重溢价。

技术创新与资本市场行为共同加速了周期更迭，投资者需兼顾防御与进攻，构建动态平衡的投资组合。一方面，应警惕新技术对传统行业的颠覆性冲击，避免陷入“价值陷阱”；另一方面，要前瞻布局具备创新能力的企业，特别是那些已经历过市场洗礼、实现二次成长的公司。在实操层面，可通过监测行业IPO和并购活动频率、资本开支与折旧摊销比率、行业集中度变化等指标，前瞻判断行业周期拐点。最终，成功的投资不在于追逐短期热点，而在于理解资本周期的运行规律，在市场非理性中保持清醒，用长期和价值的视角构建穿越周期的投资策略。

风险提示

- (1) 海外地缘政治冲突不确定性；
- (2) 产业政策落地节奏存在反复；
- (3) 文中所列个股仅做历史复盘，不形成投资建议。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032