

策略展望

聚焦反内卷投资主线

策略研究 · 策略专题

证券分析师: 王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师: 陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

- **资本周期框架奠定“反内卷”逻辑的基础。**资本周期框架揭示了行业盈利与资本投入的动态关系，即高盈利吸引投资、加剧竞争导致利润回落，而低盈利抑制投资、产能出清为利润修复创造条件。在这一逻辑下，“反内卷”主线的核心在于供给侧的约束和出清。当行业供给扩张见顶、资本开支下降，而需求相对稳定时，供需格局改善将推动盈利触底反弹。该框架提示投资者，应在资本开支收缩与竞争缓和阶段识别行业的反转机会，从而把握“反内卷”行情的投资逻辑。
- **“反内卷”行情的本质是供给侧出清和集中度提升带来的盈利能力修复。**在长期低盈利环境中，企业缺乏扩产动力，行业资本开支持续下降，竞争格局逐渐优化，最终形成利润率回升的条件。市场往往忽视供给端调整的滞后性和持久性，而过度关注短期需求波动，因此在行业进入“反内卷”阶段时，容易低估盈利修复的强度与持续性。这一逻辑说明，“反内卷”并非简单的需求改善行情，而是由供给出清驱动的、具有结构性和持续性的投资机会。
- **历史经验证了“反内卷”主线的有效性。**上轮“反内卷”行情主要体现在供给出清与集中度提升的行业中，如家电、白酒、工程机械等。这些行业经历了长期低盈利与产能过剩，企业竞争加剧，弱势产能逐步退出，行业集中度上升。随后龙头企业在需求稳定背景下实现盈利修复，推动估值和股价显著上行。回顾这一过程可以看到，投资成功的关键在于识别供给出清的拐点，并在行业格局改善前期提前布局，而非追随需求短期波动。该经验为当前“反内卷”行情的把握提供了重要参考。
- **本轮“反内卷”方向聚焦在供给收缩与集中度提升行业。**在行业周期识别中，应结合资本开支趋势、行业集中度变化和竞争格局演变来判断“反内卷”阶段的到来。本轮“反内卷”主线的重点方向集中在供给侧明显收缩、资本开支长期下行、集中度有望提升的行业。这些行业往往已历经长期低盈利、缺乏扩张动力，当前正处于盈利触底修复的起点。投资的核心策略是在行业出清尚未完全被市场定价前积极布局龙头企业，从而把握集中度提升和盈利能力改善带来的长期投资机会。
- **在“反内卷”逻辑下，当前推荐的行业集中在供给收缩显著、产能利用率有望修复以及技术进步驱动结构优化的领域。**放眼全球，我国在短周期（库存）、长周期（技术）上均领先，而中周期（产能利用率）仍在低位，正是反内卷化解堵点的核心空间。在具体行业选择上，化工、有色、新能源汽车、锂电池等上游材料与中下游新兴产业最为受益。一方面，供给收缩推升价格与利润率；另一方面，技术升级与集中度提升赋予龙头企业更高估值溢价，为A股基本面的可持续改善和中长期投资机会奠定基础。
- **风险提示：**(1)上市企业盈利波动较大；(2)海外货币政策节奏和幅度的不确定性，海外局部地缘冲突风险。

[01] 用经典资本周期框架审视“反内卷”逻辑

[02] “反内卷”行情本质：供给侧周期的投资主线

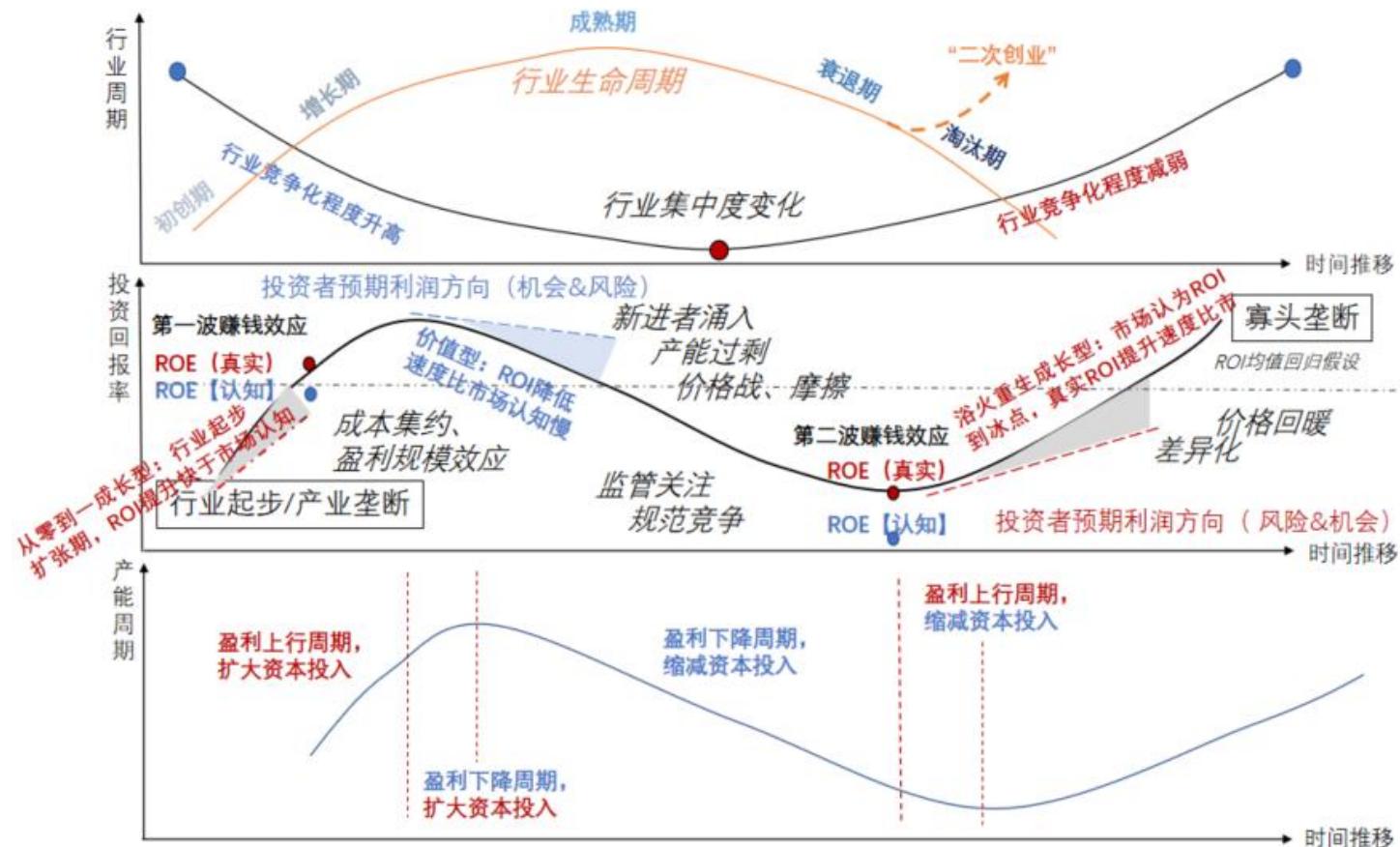
[03] 上轮“反内卷”行情的回顾和经验借鉴

[04] 行业周期识别和本轮“反内卷”行情投资方向

- “资本周期”策略的核心是在股票利润回归至中枢值之前，通过观察股票实际衰减率与预期衰减率之间的差值，挑选出表现优于预期的股票进行资产配置。具体体现在以下这些方面：
- **一是成长与价值从对立走向统一。**在传统理念下，成长股和价值股的划分采用一种非此即彼、水火不容的“二分法”，即高ROE的个股为成长股，低ROE的个股为价值股。但在实际操作中，这样的划分方法容易忽略其它特征对个股收益的影响。“资本周期”策略根据均值回归理论，提出了一种全新的资产配置方法。
- **二是利润增长的均值回归。**金融资产的利润和估值无论是高于或低于中枢值，最终都会呈现出中枢值靠拢的趋势。根据均值回归理论，资产利润不会无限上涨，亦不会无限下跌，总会在某个时间回归到中枢水平。资本周期理论为均值回归提供了一种理论解释：当行业利润高于资本成本时，受潜在高利润吸引，大量投资者进入，市场情绪乐观；竞争的加剧导致利润跌至低于资本成本，股价表现落后于市场；无法获利后，资本撤出，企业退出，行业整合，市场情绪悲观；供给端改善导致利润提升至高于资本成本，股价重新走高，再次进入资本周期的循环。从企业的生命周期和市场竞争格局出发，当资本从一个行业撤离后，利润和估值都会上升；当资本涌入后，则会下降。因此，成长型个股的ROE会由于市场竞争向中枢值衰减；价值型个股的ROE也会由于革新和丧失竞争优势企业退出，而逐渐提升至中枢值水平。最终剩下的投资标的则是由于过热泡沫破灭、投资者抵触而导致股价跌破基本面的个股，行业生态也会由完全竞争过渡到寡头垄断状态。

应当注意到的是，资产盈利回归至中枢值需要较长的时间，资本市场的估值分布呈现出“尖峰厚尾”的形状（中轴左侧为低估值；右侧为高估值），而马拉松“资本周期”策略正是要捕捉估值回归过程中的机会。马拉松“资本周期”策略寻找的是表现优于市场预期的股票，可以同时购买成长和价值型。在被分为“成长型”的股票中，“资本周期”策略寻找拥有更强竞争优势，能比市场预期更久地保持高额收益的公司；在被分为“价值型”的股票中，“资本周期”策略寻找提升投资回报速度快于市场预期的公司，二者并不矛盾。

图1：行业周期、投资周期和产能周期的“三位一体”

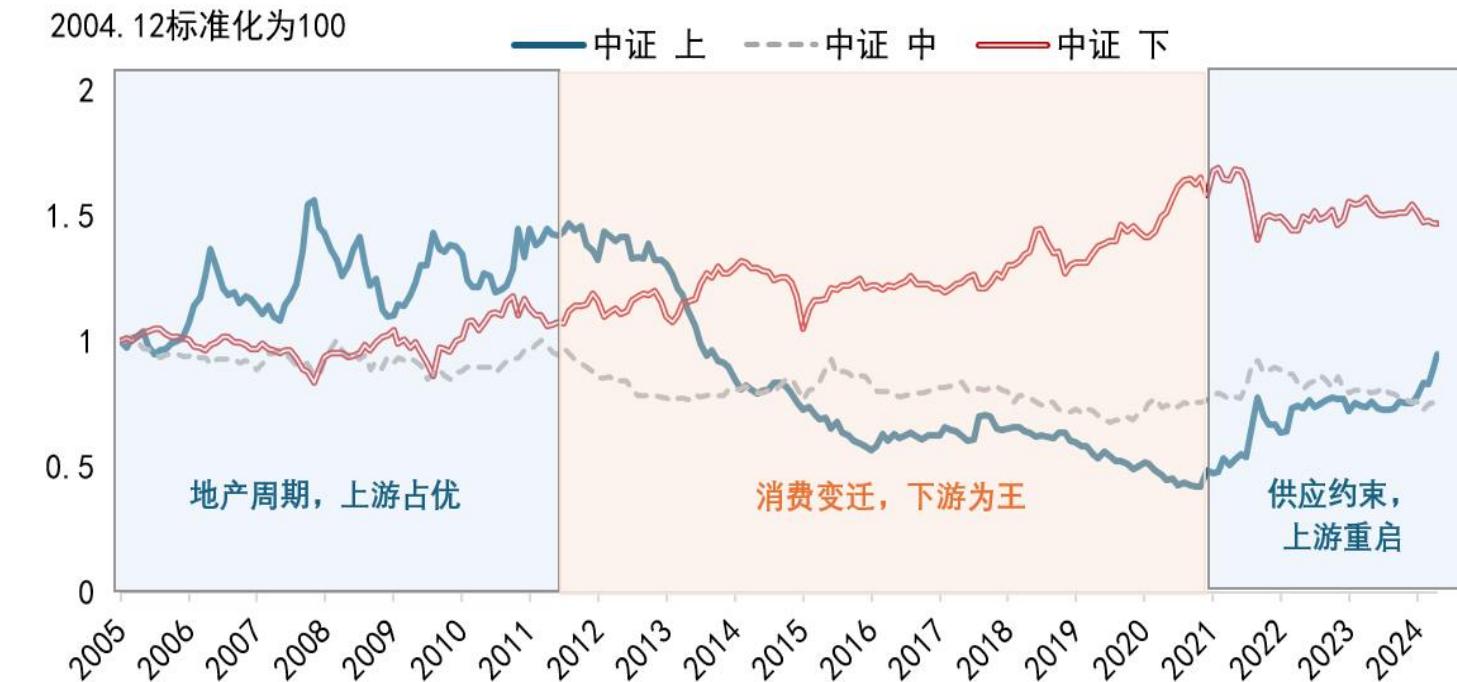


资料来源：马拉松资本《资本周期》，国信证券经济研究所整理

马拉松“资本周期”原理及应用

➤ 三是时间维度上买两端，即从零到一的初始成长阶段和出清寡占后的二次成长阶段。规避生命周期中间“恶性竞争”高度内卷时期。空间上同样关注两端，同样选择上下游两端来规避中游利润和价格被两端压制的板块；近年来上游在环保和海外绿色浪潮影响下构造了足够深的护城河；下游产成品出海是产业升级赋能终端快速量产、多快好省的最优解。中游板块地产周期的时候上游占优、消费升级的时候下游为王，近年供应约束的时候上游股价表现突出，中游行业量价挤压上双向吃亏，“卷王出海”是过度竞争、利润压缩的无奈解。新一轮周期中游制造的逆袭逻辑也围绕上一轮产业链环节利润分配不均和新一轮周期疤痕效应下的开支谨慎。

图2：空间维度：上游和下游行业赚钱效应更加突出



资料来源：马拉松资本《资本周期》，国信证券经济研究所整理

资本周期框架设定的核心的财务指标构成



- 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投行行为，如融资问题、IPO和并购重组等。

表1：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

资本周期体系划分的产业生命周期，以及相应阶段财务指标变化



- 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。
- 在“资本周期”框架的实战应用中，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，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。

表2：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

资本周期的锚：Profit-FCF和Capex/D&A



马拉松资本在“资本周期”框架中提供了两个最为重要的量化指标：净利润-自由现金流（Profit-FCF）资本性支出/折旧与摊销（Capex/D&A）。上述两个指标从企业端出发，主要关注供给，而非不确定性强的需求。其中，Profit-FCF是顺周期指标，Capex/D&A是逆周期指标。无论是美国还是日本，商业周期（NBER或者ECRI所定义的景气上行、景气下行）都和Profit-FCF同向变化，和Capex/D&A反向变化的，即商业周期处在上行期时，Capex/D&A减少、Profit-FCF提升；商业周期处在下降期时，Capex/D&A增强、Profit-FCF降低。产业升级主线和所处发展阶段不同，部分美国本土适用的指标在A股市场也容易“水土不服”，可以进一步优化。

图3：美国商业周期和资本开支周期契合

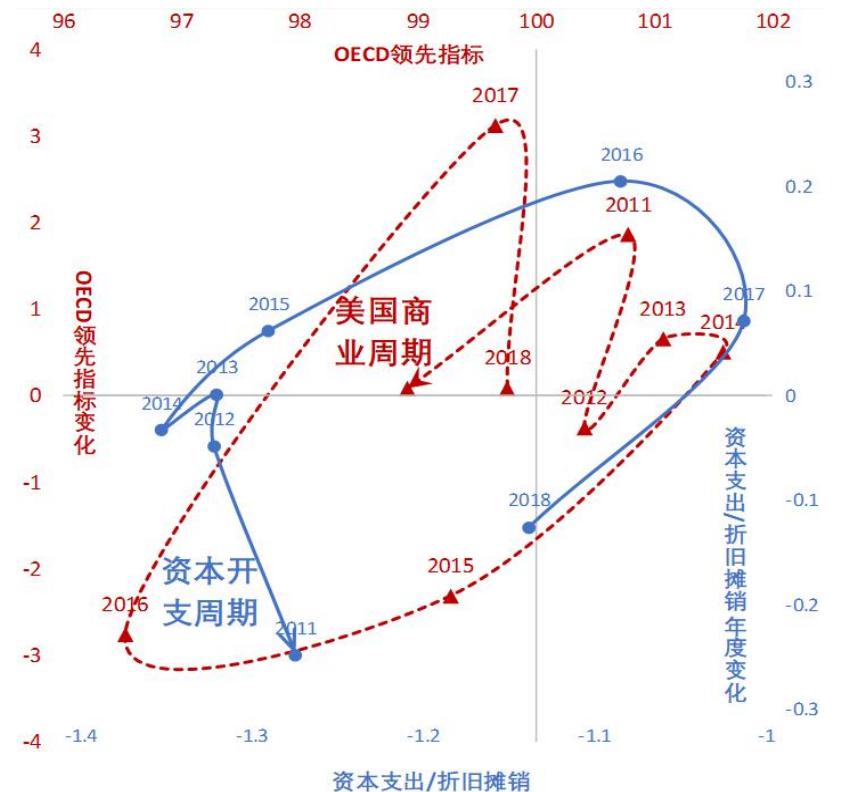
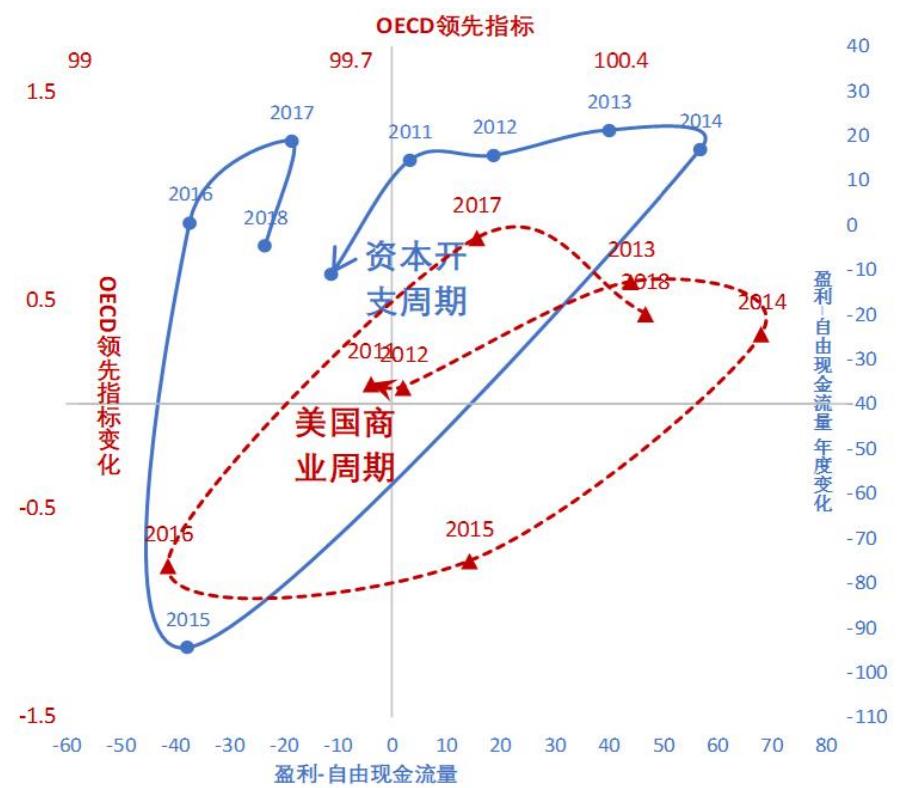


图4：美国商业周期和盈利/现金流周期契合



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

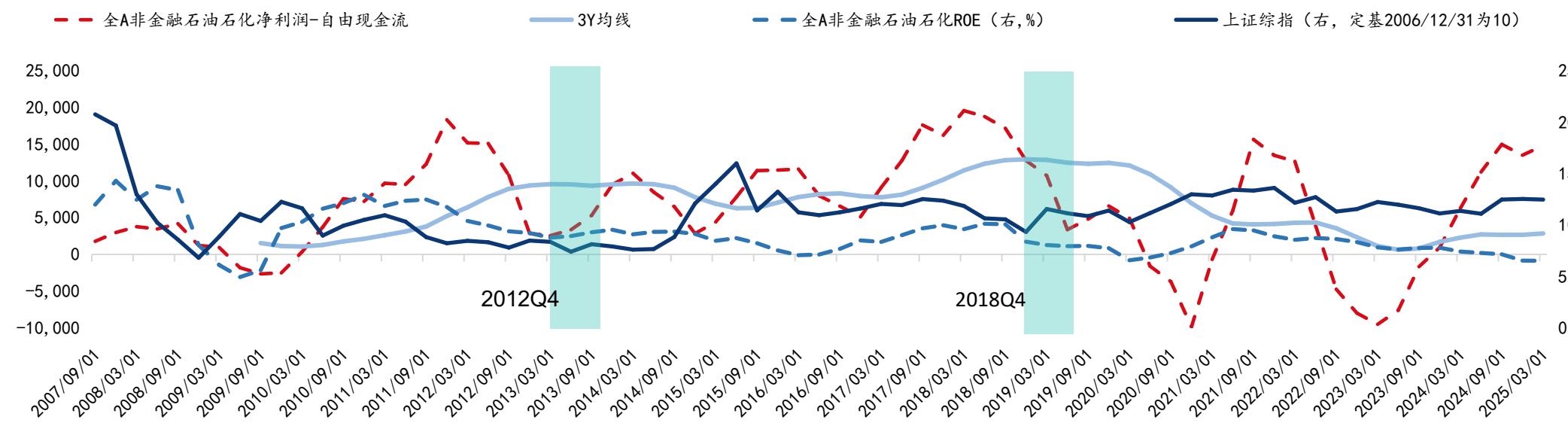
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

NP-FCFF与三年均线缺口最高时，是股市见底的信号



- 本文分别将资本性支出/折旧与摊销（Capex/D&A）、净利润-自由现金流（Profit-FCF）与企业的ROE相联系，二者均对ROE有2个季度左右的领先指标，对ROE取值有前瞻效应。Capex/D&A指标是ROE的反向领先指标，Profit-FCF是ROE的同向领先指标。接下来，本文将重点分析“资本周期策略”在中国市场的应用。
- 从股票指数本身考虑，近年来A股市场经历了盈利主导到现金流主导的切换。从绝对角度来看，NP-FCFF是A股的顺周期指标，该指标与历史均值的差达到极值时也预示着股市的见顶或触底。大体而言，过去20年间经验显示NP-FCFF与ROE都是顺周期指标，NP-FCFF与三年均线落差最高的时候，往往对股价是见顶的信号，如2011年二季度、2017年四季度、2021年四季度。反之，盈利-现金流和过去三年均线缺口最大是时候，对股市是见底的提示信号。而近2年来市场走势跟贴近现金流而非盈利属性，反映出增速换挡期间资本市场定价的机制发生了变化。

图5：NP-FCFF与三年均线缺口最高时，是股市见底的信号

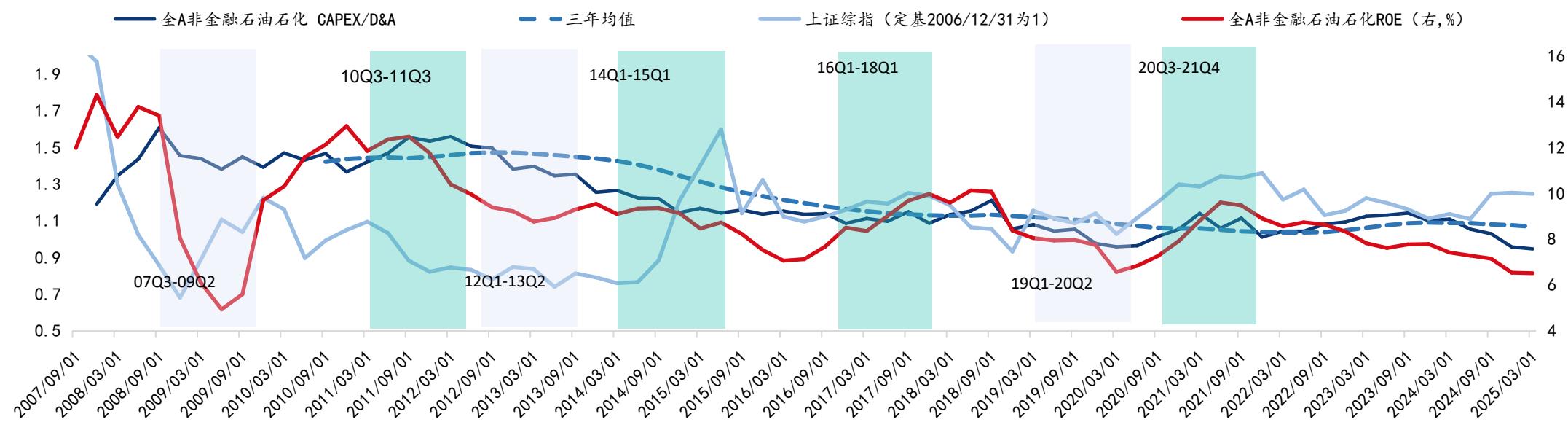


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：净值以2006.Q2为基期，指数化为100。

Capex/D&A对上证指数的影响

- 长期数据验证了产能过度投放对于盈利和股票指数均产生压制。Capex/D&A是指数走势的反向指标，资产增长过快的股票往往表现不佳。A股ROE走高时似乎对应资本开支的低点，但实际上二者会存在错位。只有在高盈利的情况下，企业才会进行资本开支锚定。在ROE触底反弹初期，盈利位于低位，企业还在依据上一轮盈利下行路径的惯性减少开支，因此进行资本开支往往是大幅滞后盈利周期的。考虑到新开发厂房、新建机床、地域扩张等具有效用递减特征，再考虑前期盈利向好后行业竞争格局的恶化等，此时资本开支往往是非理性的，长久以来就形成了工业企业ROE和资本开支的镜像关系。国内资本开支和存货类似，都是三年一轮的基钦周期属性，本文以三年均线作为Capex/D&A的参考基准，穿透且走高时对股价易造成打压，股价向好的时点多发生在Capex/D&A跌破均线且降低时段。
- 通过上述理论的研判，本文从理论层面阐述了NP-FCFF是股票走势的即时“快指标”。随着股市盈利向好、行情好转，NP-FCFF也顺周期走高；当该指标和三年移动均线之间的缺口增到最大时，代表盈利虽然向好但难以转为自由现金流，是股市见顶的信号。Capex/D&A是中长期的“慢变量”。

图6：Capex/D&A对上证指数的影响



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

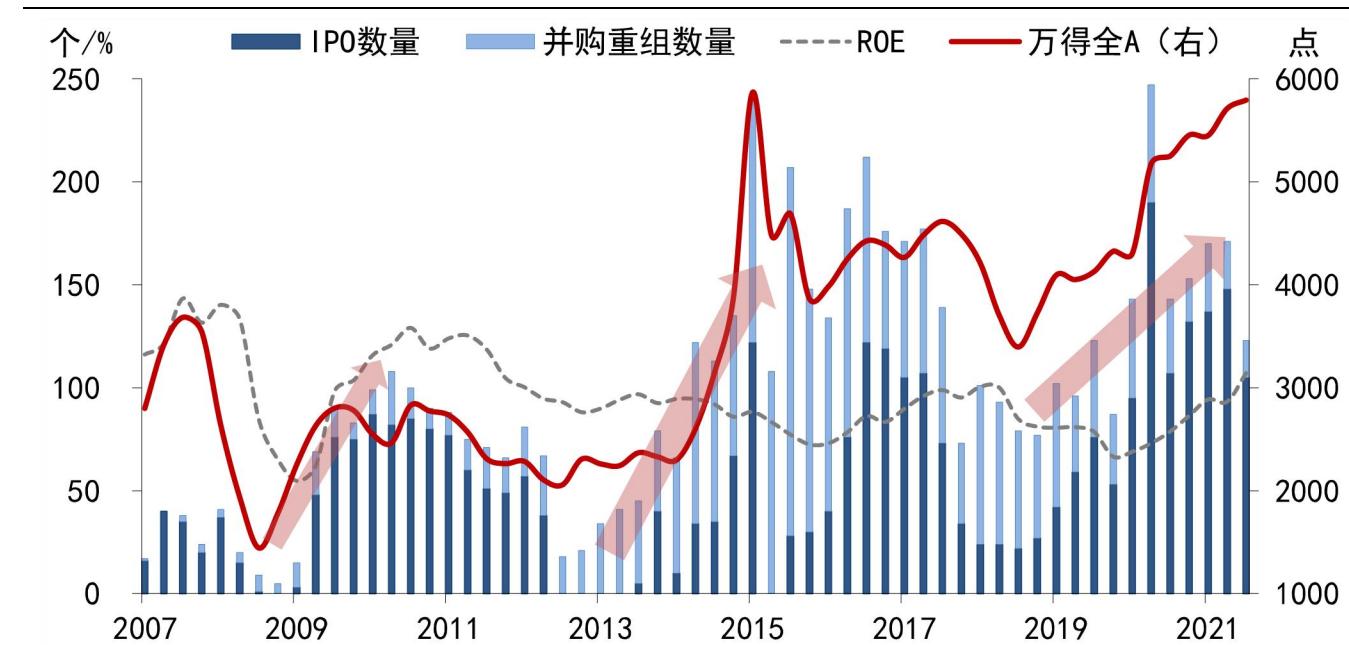
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

IPO和并购重组数量与万得全A指数间关系



➤ NP-FCFF、Capex/D&A指标从供给侧入手，分析行业收益情况。除NP-FCFF、Capex/D&A之外，HHI指标、IPO+并购重组数同样也可以从竞争的角度反映供给端的情况。如果以股价为锚，A股市场中IPO和并购重组申报数量是顺周期的，IPO主要影响股票市场的资金供给与需求，融资过量时市场透顶、监管趋紧同时发生。1993年两市增量扩张、2007年龙头企业上市成为压垮蓝筹牛的最后一根稻草、2015年股市里头部企业的IPO冻结大量资金等等。到了市场下行时，监管顺势对IPO按下暂停键，有助于缓解股市情绪，如1994、1995、2005、2008年等，因此IPO数量到底部时，市场离黎明也就不远了。IPO是观测大势较好的着手点，而并购重组侧重结构，2014-2015年创业板和中小市值的行情得益于并购重组政策的放松。从历史的维度来看，万得全A回报率和IPO数量是U型的，左半边是代表行业集中度高、龙头优势明显的时期，新进者并未能再分得一杯羹，右半边多发生在行业竞争格局白热化的阶段，全行业融资景气伴随收益率走高，但也容易给牛市构成顶部压力。

图7：IPO和并购重组数量与万得全A指数间关系



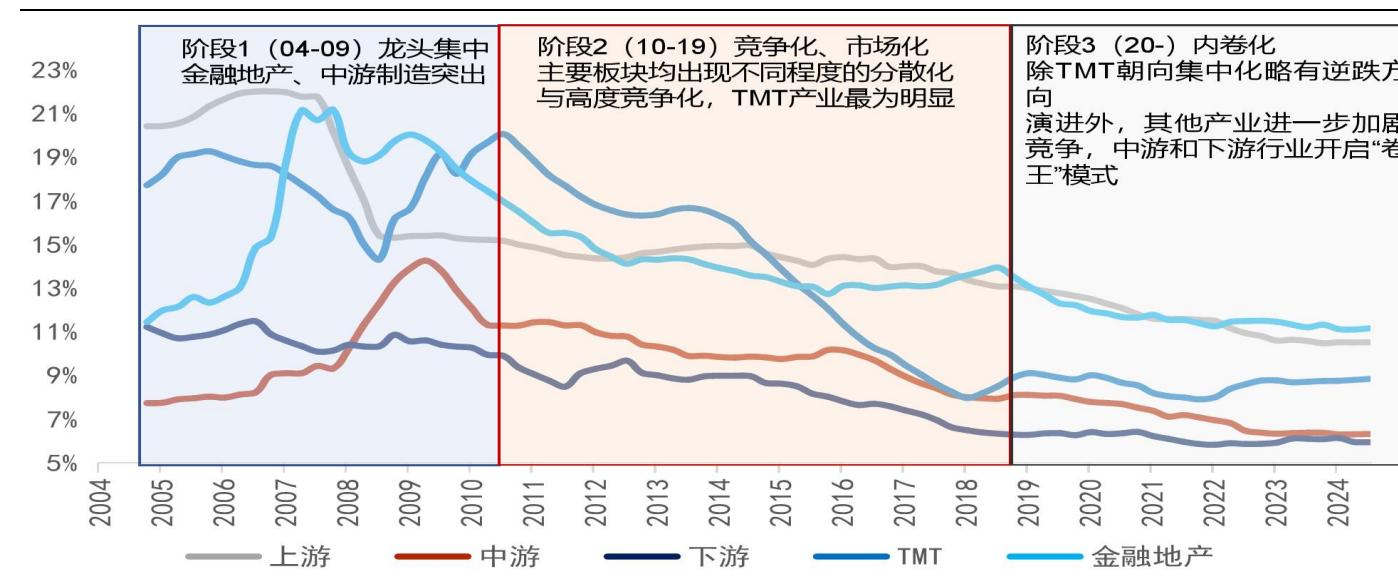
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：红色箭头表示IPO和并购重组扩张时期，也对应股市上涨的期间；为统一数量单位，ROE数值乘10处理。

HHI指数透视：A股行业竞争格局的三大阶段



- HHI指数反映了对应行业的集中度。HHI指数越大，对应行业的集中度越高。A股主要行业集中度经历了从龙头集中（2004-2009年）到高度竞争化和市场化（2010-2019年），再到个别板块过度竞争乃至内卷化（2020年以来）的模式变迁；中游制造和下游消费板块市占率和收入高度分散，内卷化特征突出。根据盈利（需）和资本开支（供）来看过去五年间行业层面高度竞争的定义，最为突出的是：钢铁、建材、纺服、美护行业（盈利下滑同时仍然过度扩张产能），盈利和产能双紧且盈利下修幅度超过产能（综合、商贸零售），盈利扩张但跟不上产能扩张速度（家电，以及电力设备为代表的制造业公司）。竞争程度相对较弱的有：盈利提升但产能仍在压缩（石油石化、环保等），盈利和产能双扩且盈利更胜一筹（有色），盈利收缩且产能收缩更多（银行、轻工），以非国内地产链、周期链定价的上游金属、资源板块为代表。有一类比较特殊，处于成长（业绩）缺位但是高热化博弈的未来成长行业：产能扩张、业绩尚未兑现的主线成长板块（计算机、电子等）。
- 产业集中度提高有时是内生原因主导、经历过行业兼并重组后的二次重生曲线（如2015-2016年的周期性行业、2020-2021年的高碳排放板块），有时则是外生性催化，享受消费升级红利、头部公司扩展市场或者做地域下沉拓宽市场规模（如2016-2020年的大消费板块）。

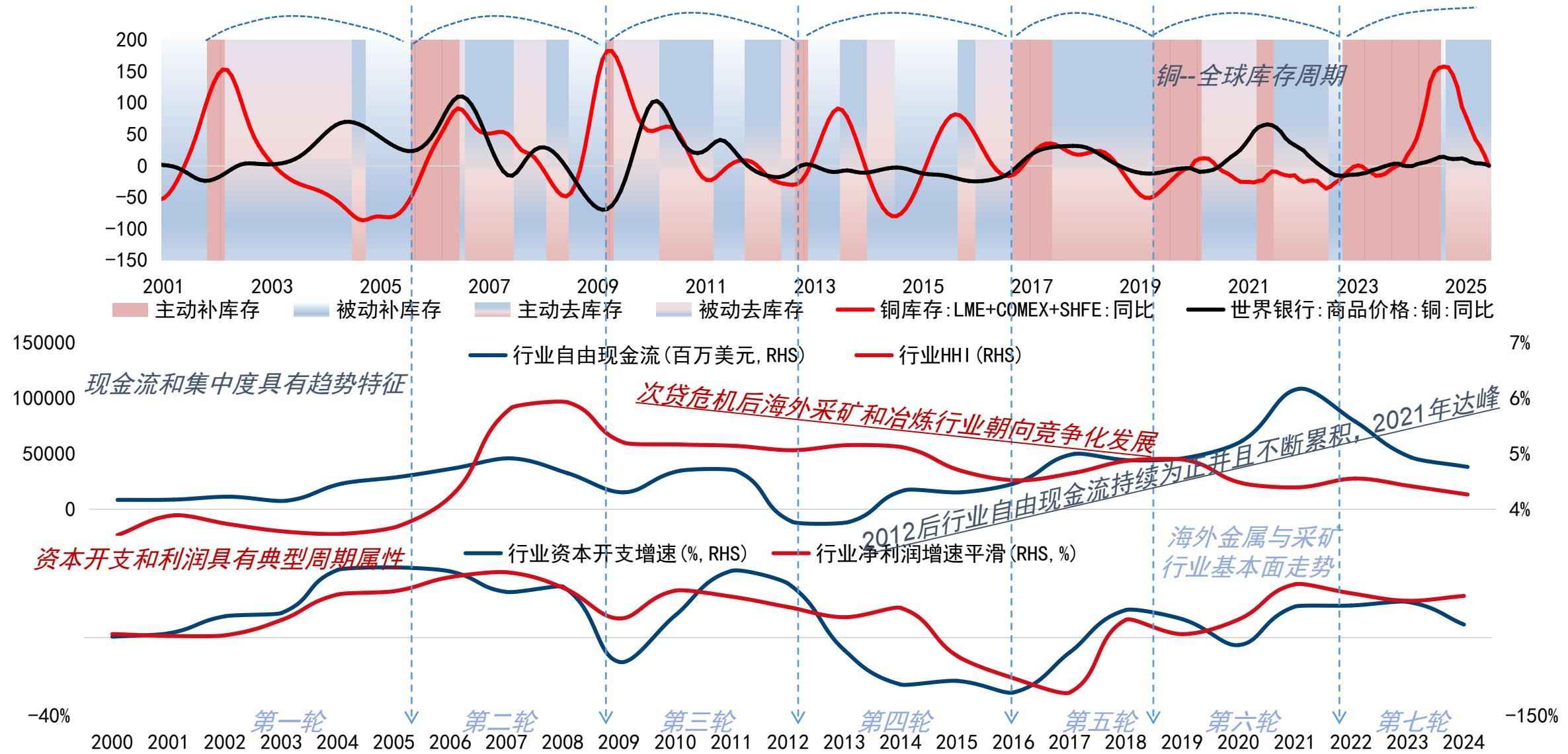
图8：各板块产业集中度底部震荡、从竞争到内卷化，TMT集中度逆跌反弹



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：净值以2006.Q2为基期，指数化为100。

库存周期和资本周期的契合

图9：以铜库存周期为锚的金属开采行业资本周期复盘



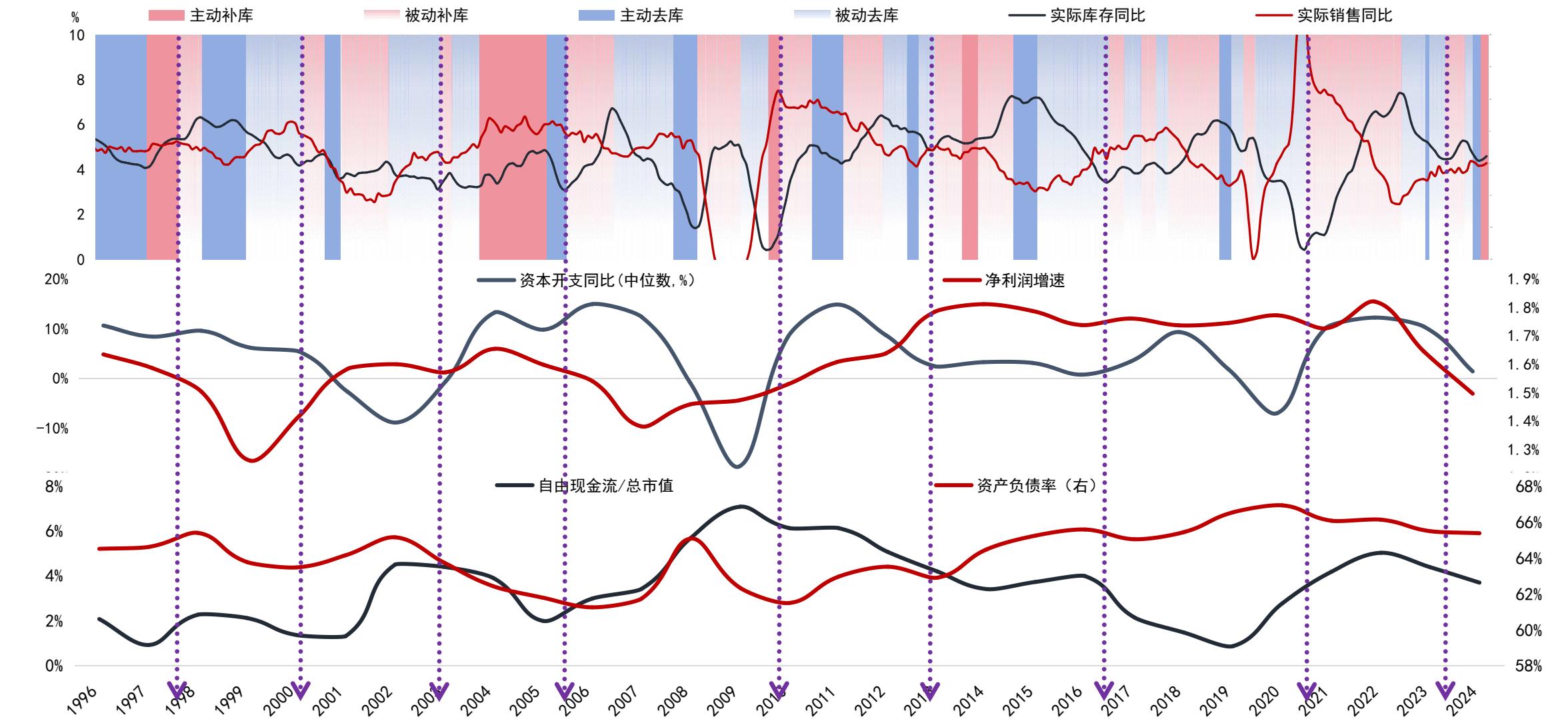
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美国库存周期和美股资本周期的映射关系



图10：美股库存周期和资本周期的映射关系



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

[01] 用经典资本周期框架审视“反内卷”逻辑

[02] “反内卷”行情本质：供给侧周期的投资主线

[03] 上轮“反内卷”行情的回顾和经验借鉴

[04] 行业周期识别和本轮“反内卷”行情投资方向

从供需双方回归常态到供需走势存在差异

➤ 2015年以来，各宏观周期从同步到分化；2018年以来，需求中枢下移、周期属性仍在，只有实体部门的资本开支周期在独立上行。Capex成为了“脱离引力”的独立线条。2021年来，企业资本开支独立于宏观周期的增长是产能和供给双扩张的微观因素。利润率回暖可视为利润拐点，只有产能利用率的改善才能拯救利润，走出中期价格低迷，有赖于产能克制的多点开花，从行业自律到政策驱动。2025年2月10日，国务院常务会议指出“坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题，促进产业健康发展和提质升级。要优化产业布局、强化标准引领、推进整合重组，推动落后低效产能退出，增加高端产能供给。”

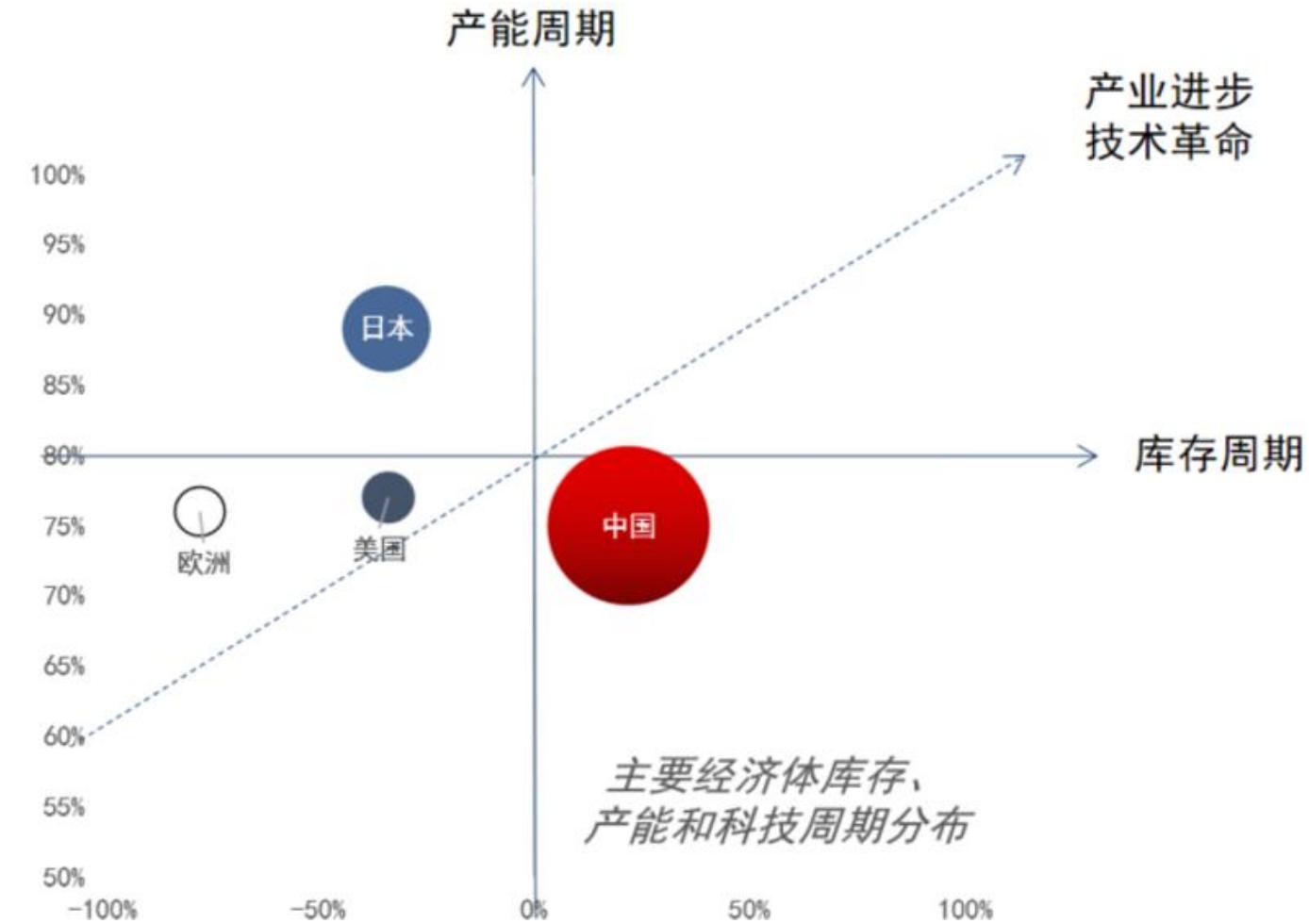
图11：从供需双方回归常态到供需走势存在差异



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 中美日欧比较中，唯一结构性亟待改善点在于中周期产能。从全球主要经济体长（技术）、中（产能）、短（库存）周期的对比来看，国内在长周期和短周期都有领先，维度中周期和发达市场相比有提升空间。虽然PPI同比低迷但CPI同比已有回暖，考虑工业产成品存货同比，国内库存周期位置还要好于欧美等国；长周期角度虽然海外OpenAI开启了人工智能的周期，但国内DeepSeek等企业算力平替和技术突围后来居上，同时考虑其他新兴产业多点开花，用更广义的TFP/GDP来衡量长周期技术贡献，也明显较欧美日拉开差距；维度在中周期角度，虽然国内上市公司中实体企业资本开支近半年已有克制、产能利用率也有提振，但是和欧美日相比仍有差距，也是此次国务院常务会议重要部署所着力解决疏导的堵点和难点。

图12：库存、产能和技术定位的全球短、中、长周期

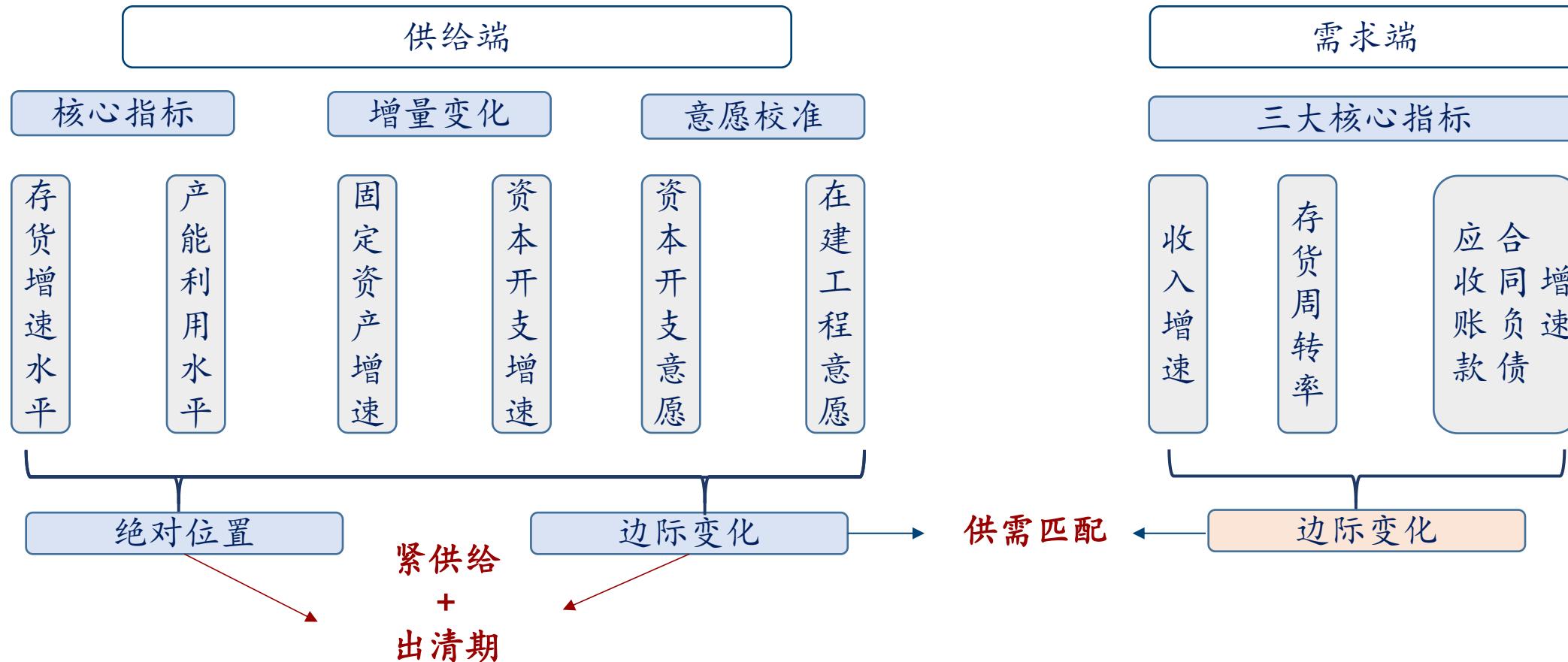


资料来源：彭博，国信证券经济研究所绘制；注：横轴表示各经济体库存周期和上轮相比所处位置，纵轴表示工业产能利用率，面积表示彭博预测2024年的全要素生产率对GDP贡献，实心为+，空心为-

供给视角下的中观比较体系

- 供给能力方面我们从核心指标、增量变化、意愿校准三个维度进行考量，其中**核心指标**包括产能利用水平(固定资产周转率TTM) 和存货增速水平(存货同比)，**增量变化**考虑固定资产增速和资本开支增速两个偏领先的指标，固定资产快速累积后的高资本开支意味着斜率更高的潜在供给；**意愿校准**考虑现有的固定资产水平与资本开支、在建工程的匹配度。需求端我们重点考虑收入增速(TTM)、存货周转率(TTM)、应收账款与合同负债增速的边际变化，基于行业当期最大弹性进行标准化实现横向可比，最后从“**紧供给+出清期**”的纯供给端维度，以及供需边际变化匹配的维度进行行业筛选。

图13：供给视角下的中观比较体系



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

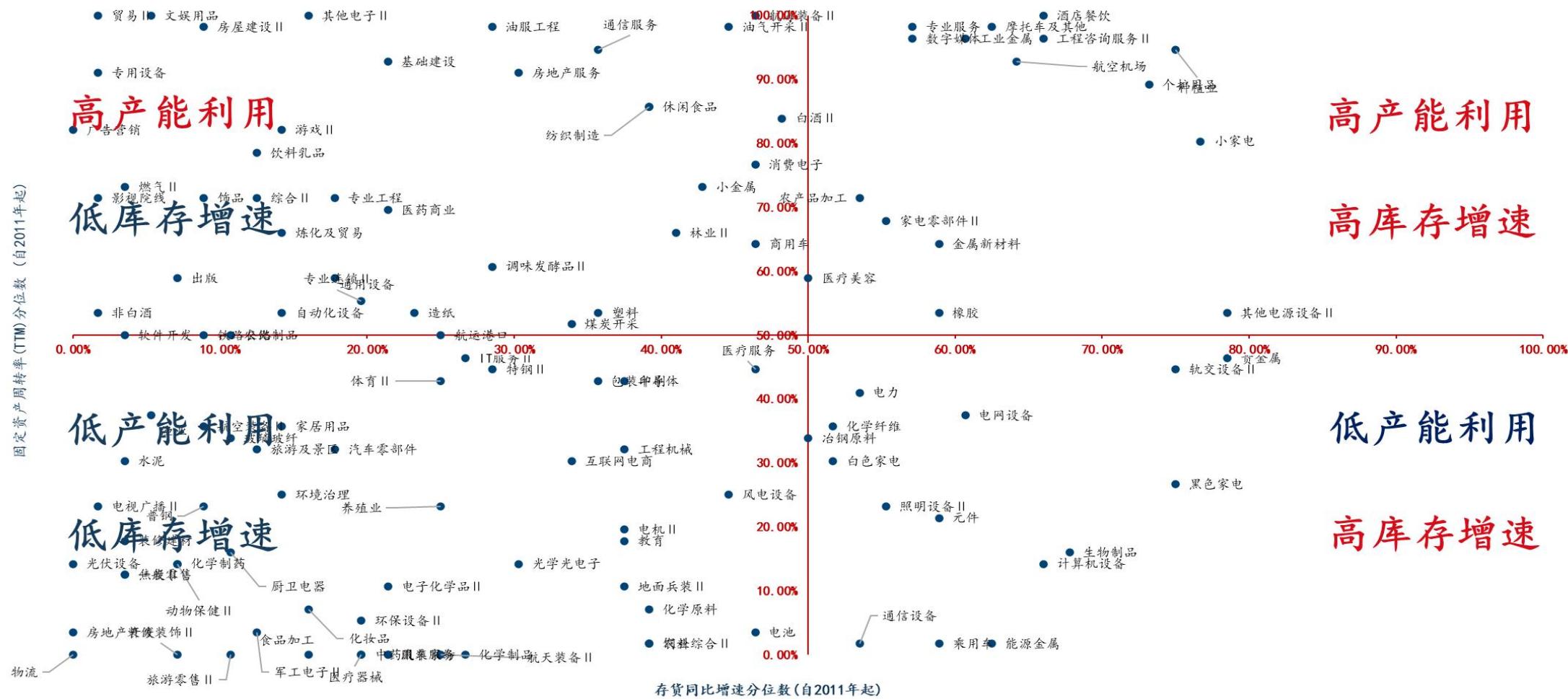
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

基于产能利用&库存累积的长期水平看，“双低”行业数量较多



- 我们以固定资产周转率(TTM)作为产能利用水平的核心指标,以库存增速分位数作为库存累计水平的核心指标,当前库存累积水平整体偏低,产能利用水平出现分化,四个象限中“低产能利用+低库存增速”的行业数量相对较多。

图14: 全A非金融细分行业产能&库存核心指标象限定位



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

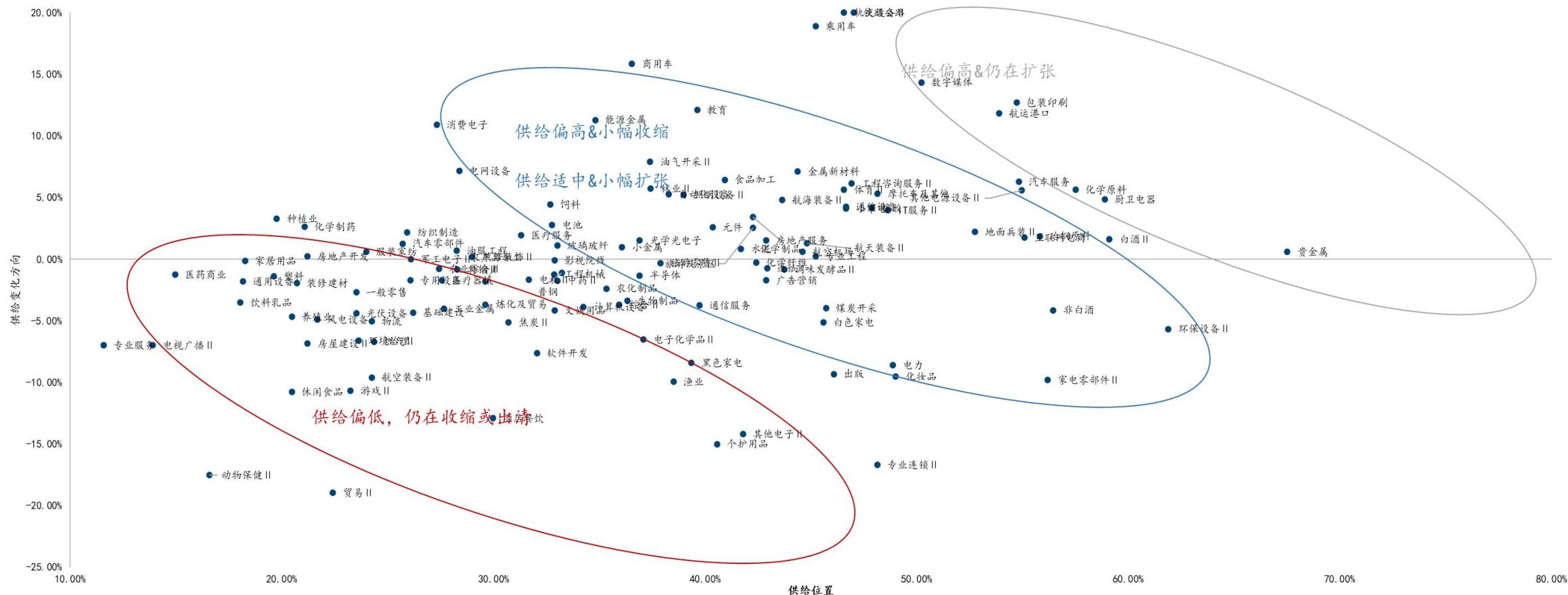
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

综合位置与边际变化评判各行业供给端情况



- 综合供给的位置与边际变化看，供给收缩且仍在出清的行业主要包括：通用设备、专用设备、光伏设备、风电设备、房屋建设、焦炭、其他电子等；淡化基数效应(如资本开支增速不稳定的食品等)，风电设备、光伏设备整体边际变化程度相近，电网设备供给低位但有边际修复。

图15：综合位置与边际变化综合评判各行业供给端情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

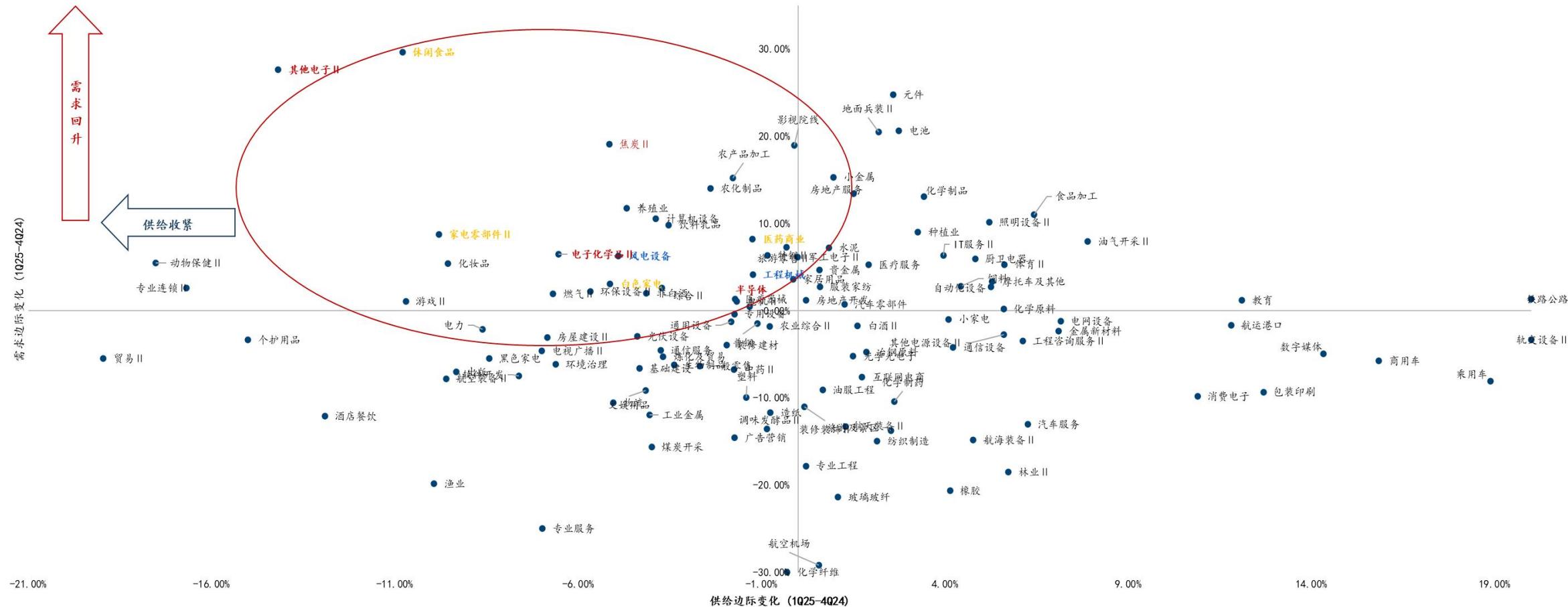
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

供需匹配视角下的行业筛选



- 当前供给收缩且需求上行的行业包括：上游焦炭；中游工程机械、风电设备；下游白电、家电零部件、医药商业、大众品；TMT中的半导体、其他电子；支持性行业中的燃气。

图16：供需匹配视角下的行业筛选



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

[01] 用经典资本周期框架审视“反内卷”逻辑

[02] “反内卷”行情本质：供给侧周期的投资主线

[03] 上轮“反内卷”行情的回顾和经验借鉴

[04] 行业周期识别和本轮“反内卷”行情投资方向

“五年规划”特征演变展望后续产业规律



- **产业结构动态调整，服务业地位提升，十二五期间以及结构调整为主线，明确“推动服务业大发展为战略重点”，第三产业占比加速上升；十三五至十四五重心转向制造业强国战略，提出“保持制造业比重稳定”与“发展服务型制造”，制造业占比降幅收窄，服务业增速放缓，未来“十五五”预计生产性服务业信息技术、租赁商服等）为先进制造与现代服务融合的关键支撑，助力制造业核心竞争力提升，生活性服务业将受益于消费升级与政策倾斜（如补贴支持），实现较快发展。**
- **产业布局主线将围绕新质生产力与绿色转型展开。产业定位分层演进：重点培育高新技术产业和战略性新兴产业，从“十二五”明确7大战略性新兴产业到“十四五”超前布局6大未来产业（人工智能、量子信息等），体现从“技术追赶”向“开拓新优势”发展动能转变，战略性新兴产业、数字经济逐步成为经济新引擎；此外改造产业升级方向，推动高技术制造向高端化、智能化、绿色化、服务化发展，传统制造则侧重绿色改造与供给优化；钢铁、煤炭、有色、化工、建筑等过剩行业持续调整，产能不断优化。**
- **同时，产业绿色低碳转型呈现出不断加速的态势，从“十二五”将节能环保产业升至战略性新兴产业首位，启动制造业绿色转型，到“十三五至十四五”多维度构建绿色经济体系，在碳达峰目标驱动下转型全面提速。**

表3：过往三次五年规划核心领域产业布局情况

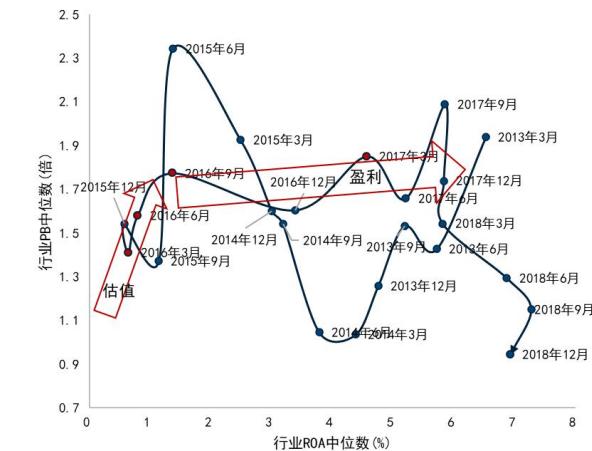
	主要支持领城	细分行业/概念	重点布局内容	改造升级行业	改造升级方向		
十四五规划 (2021-2025)	科技及产业变革	计算机	“瞄准人工智能、量子信息、集成电路等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。” “加快数字化发展，培育壮大人工智能、大数据、区块链等新兴产业。”	集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通等	智能制造、绿色制造和服务型制造		
		通信					
		电子					
		半导体					
		信创					
		EDA					
		人工智能					
		CPO					
	供应链安全	AI应用					
		半导体	“实施产业基础再造工程，补齐基础软件等短板，保障重要产业链供应链安全，加强稀土等战略资源保障”	石化、钢铁、有色、建材等原材料产业；轻工、纺织；化工；造纸	强调优化布局、供给，绿色制造		
		信创					
		稀土永磁					
十三五规划 (2016-2020)	供给侧结构性改革	建筑材料	“推动煤炭等行业化解过剩产能，实现市场出清。促进钢铁、有色金属等行业改造升级。”	航空航天、海洋工程、装备及高技术船舶、先进轨道交通、高档数控机床、机器人等	朝高端、智能、绿色、服务的方向发展		
		煤炭					
		有色金属					
		基础化工					
		钢铁					
	美丽中国	环保	“实施工业污染源全面达标排放计划，扩大环保产品和服务供给，发展节能环保产业。”				
		电力设备					
十二五规划 (2011-2015)	大消费	美容护理	“建立扩大消费需求的长效机制，促进社会主义市场经济体制健康发展，发展新型消费业态。推进农业现代化，保障粮食安全”	装备制造、船舶、汽车、包装、电子信息	提高技术水平		
		食品饮料					
		商贸零售					
		社会服务					
		家用电器					
		农林牧渔					
	战新产业	汽车	“培育发展新一代信息技术、高端装备制造等七大战略性新兴产业。推动电子信息产业升级，突破核心芯片等关键技术”	冶金、建材、石化、轻纺、建筑	优化产品供给、绿色		
		电子					
		通信					
		电力设备					

资料来源：中国政府官网、国信证券经济研究所整理

2016年反内卷行情的演绎路径

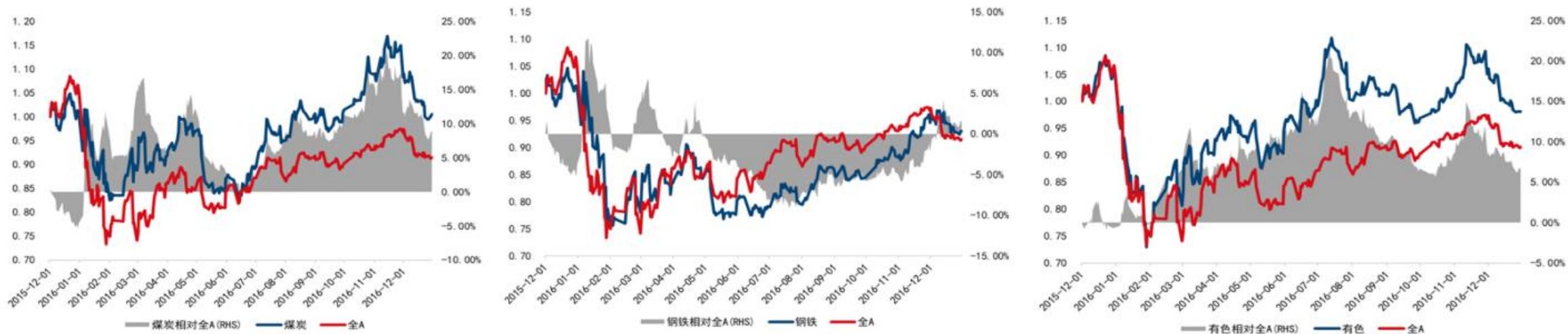
- **脉冲超额：20个百分点大约是阶段性高点。**2016年2月，煤炭、有色、钢铁行业分别发布化解产能过剩实现脱困发展意见，板块风偏有所提振，短期内板块跑赢全A的过程短时间内完成，相对《发展意见》亦存在一定抢跑，超额产生的路径包括大盘下跌过程中板块提前止跌，亦或是反弹过程中的展现弹性。例如在2016年2月1日纲领性政策出台后，2月至4月初是主题驱动阶段，期间股价领先于煤价，区间涨幅高于指数涨幅的个股并没有基本面优势，部分小市值样本依赖流动性驱动。
- **基本面驱动：“ROA→，PB↑”到“ROA↑，PB→”。**不同于综合评价股东回报和企业估值水平校准的PB-ROE框架，对重资产行业营运效率的分析可以观测ROA的变化路径，拉长时间看，行业在供给侧结构性改革政策推出2个季度后迎来基本面修复，报表端确认相较于煤价反弹大约滞后一个季度左右，2016年Q3往后，行业自身PB中枢维持相对稳定，ROA中枢快速提升，第二波超额由盈利驱动。

图17：煤炭长期估值与ROA关系演绎



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图18：煤炭、钢铁、有色2016年供给侧结构性改革第一波超额收益及后续演绎



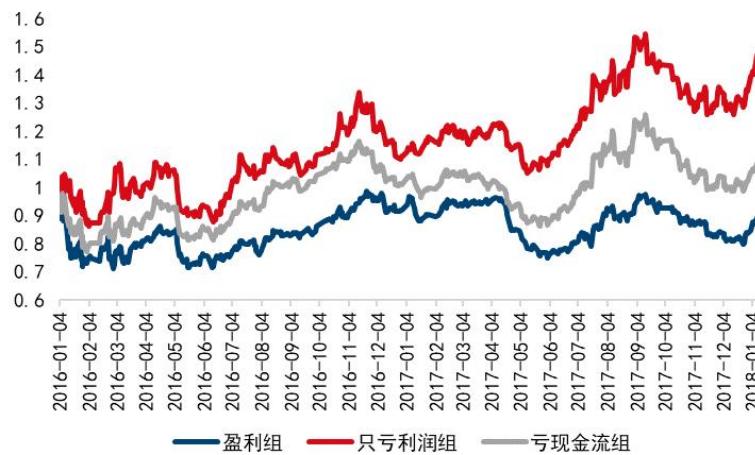
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

基本面驱动行情中：“仅亏利润”>“亏利润+亏现金流”



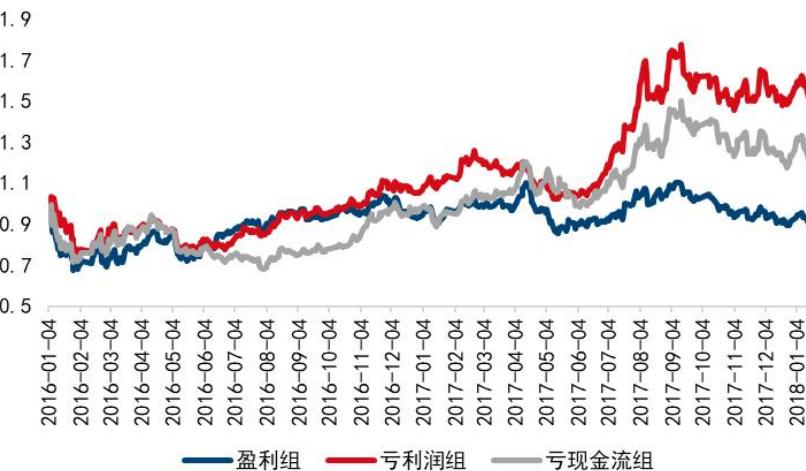
- 利润是“面子”，现金流是“里子”。考虑购进原材料的成本和应收账款的空档期，若现金流质量差，则企业抗风险能力存在挑战。对于优质企业，通过高质量营运产生的自由现金流既可以增加投资实现高回报，也可以在产业成熟期回馈股东。中游内卷价格战本质上先损伤利润，在“卖得越多，亏得越大”的语境下进一步损伤经营性现金流。
- 数据验证层面，“仅亏利润”强于“亏利润+亏现金”。我们基于2015年Q3、Q4的财报利润和经营性现金流量净额将煤炭、钢铁企业的截面运行状态划分为“盈利”、“仅亏利润”和“亏利润+亏现金”，上一轮供给侧结构性改革期间，对于原本自身盈利的企业而言，实质性刺激相对较小，全周期内波动率更低但无法跑出超额；钢铁和煤炭行业三组样本一致的节奏特征是，仅亏利润、不亏现金流的样本组合长期表现强于反内卷初始阶段既亏利润又亏现金流的公司。

图19：煤炭2016-2018年初全阶段，仅亏利润组表现更好



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图20：钢铁2016-2018年初全阶段，仅亏利润组表现更好



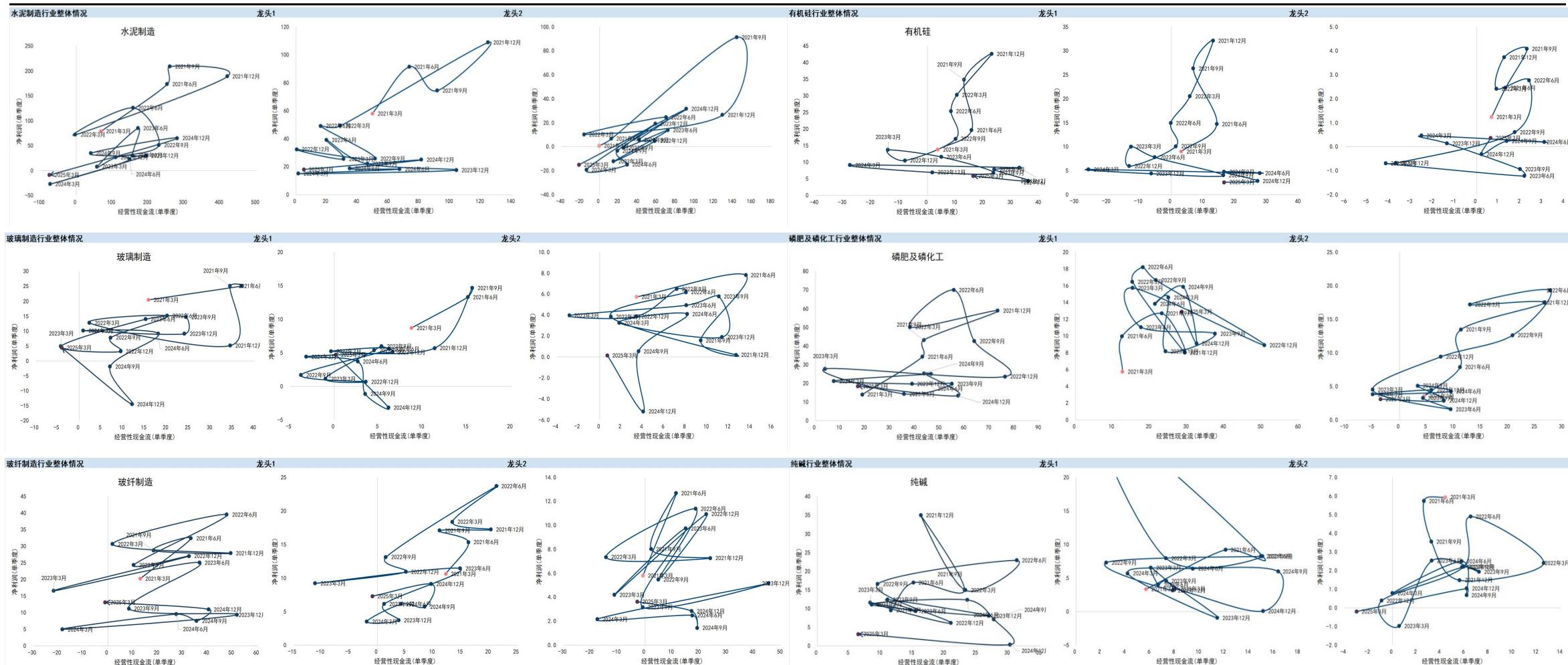
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

反内卷细分行业利润 & 现金流组合情况



➤ 建材领域水泥企业头部盈利，整体亏利润+亏现金流，玻璃整体亏损，玻纤头部企业盈利但现金流质量走弱，关注水泥行业内部亏利润但不亏现金流的企业；基础化工方面，有机硅4Q24、1Q25全部盈利主要由龙一贡献，其余公司分化，部分仅亏利润不亏现金流；磷肥及磷化工整体盈利和现金流表现来到2021年以来低位，但龙头有盈利且现金流质量强于2021年；纯碱整体产能利用率相对较高，头部企业利润和经营性现金流相对稳健，行业内部k型分化。

图21：建材和化工行业利润&现金流组合



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

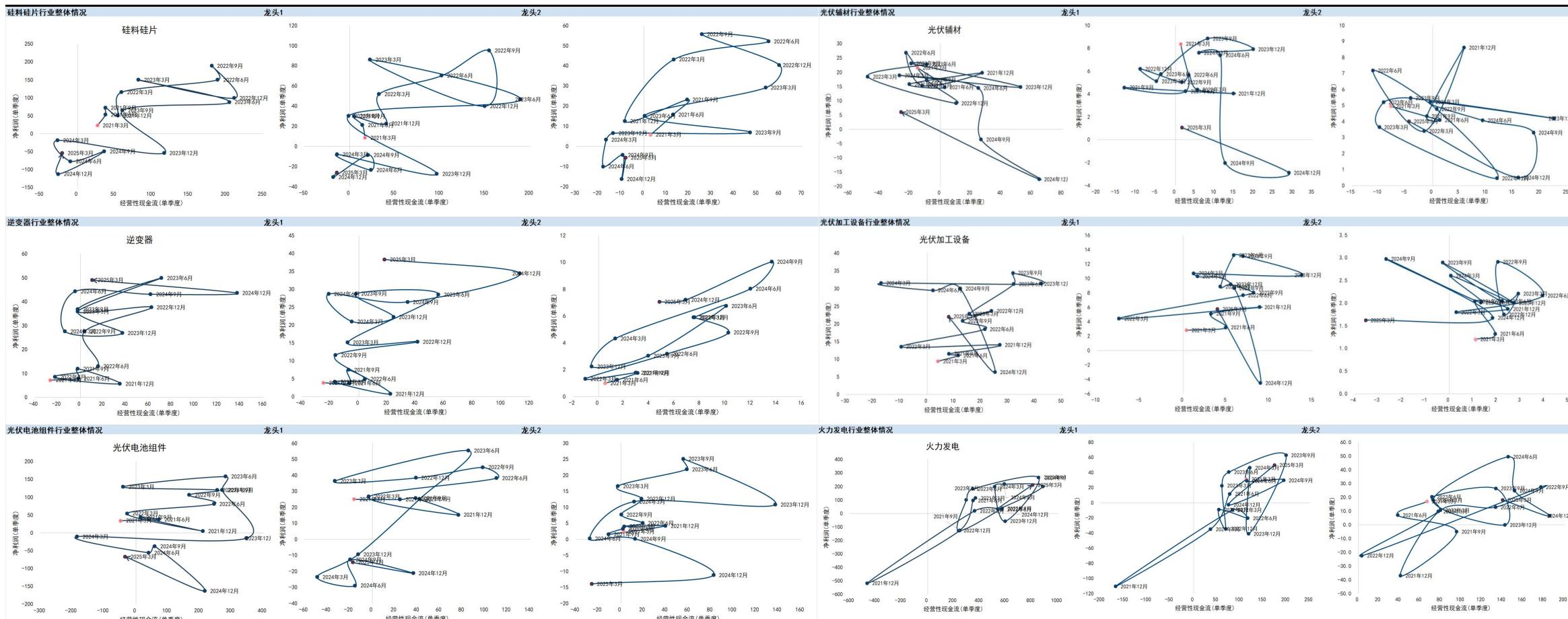
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

反内卷细分行业利润 & 现金流组合情况



- 光伏包括硅料硅片、逆变器、电池组件、辅材、加工设备等行业，整体上看，除了逆变器、加工设备周期错位当前行业整体和龙头状态都是盈利外，硅料硅片、电池、组件等都处于“亏利润+亏现金流”的状态，电池组件龙头单季度利润亏幅收窄，在供给端限制底部价格的情况下关注需求端边际变化情况。
- 火电净利润周期性特征明显(Q4是季节性底部)，平滑后行业整体利润、现金流压力都不大，仅有部分两广企业亏损，行业自律叠加渠道商价格约束下，格局有望进一步改善。

图22：光伏和火电行业利润&现金流组合



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

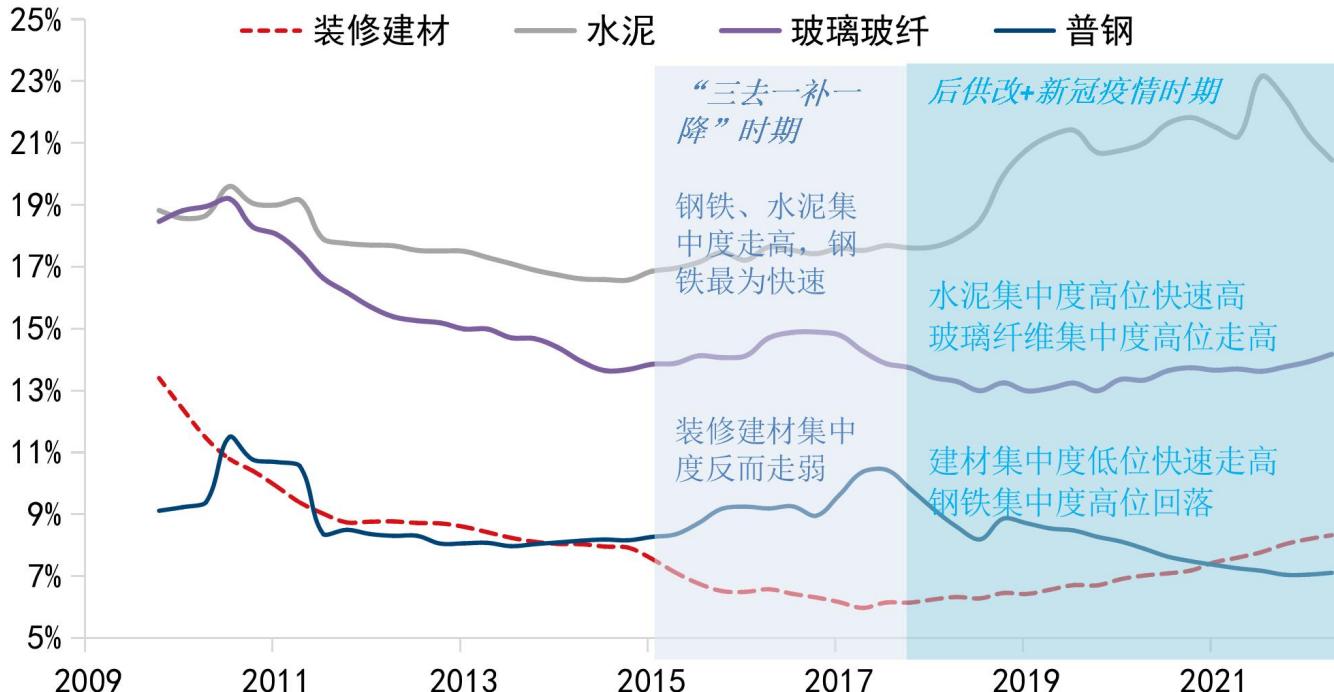
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

典型周期行业在上一轮供给侧结构性改革中集中度变化

考虑到国内A股现实情况，本文在反复尝试后用HHI、固定资产原值同比、ROE三个指标分别代表产业集中度、资本开支、盈利，构成中国股市资本周期的定位和评判依据，三个指标的重要次序依次减弱。同时，本文将行业看到申万二级行业，其中部分关注度较高的成长行业看到三级行业。按照“资本周期”的理念似乎是更适合于周期性行业，即便从产业格局和产业发展周期的角度看新兴产业→过剩产能→市场出清的规律，也像是行业从备受追捧的明星行业“沦为”长期沉寂的周期规律。因此本文将重点梳理供给侧结构性改革视角下周期性行业的典型规律。

2015-2018年供给侧结构性改革期间首当其冲的行业就是水泥和钢铁，玻璃等地产后周期的建材也或多或少受到影响。从行业指数相对表现来看（图中代表行业指数/申万A股指数），在供给侧结构性改革初期三个板块都有上涨，但是很快装修建材就回归沉寂，钢铁的行情也没有水泥行情持续且倍数增长。如果从资本开支—盈利的关系来看，在灰色背景标注这轮供改期间，三个板块由于优胜劣汰、产能利用率提升，致使行业的盈利状况有被动地上行。细分看，钢铁属于利润有增长（ROE介于15-20%间）但没怎么花钱（资本开支反弹但增速还在0.2%附近），装修建材属于利润小幅上行（从6%到12%）且有些开源节流的（资本开支增速从0.4降到0.2），唯有水泥是利润快速反弹（ROE突破20%）且减少花钱的（资本开支增速从0.4降到0值附近）。

图23：典型周期行业在上一轮供给侧结构性改革中集中度变化



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

供给侧结构性改革下的行业出清分化：水泥、玻璃玻纤与钢铁的周期博弈



结合产业的逻辑，本文发现在供给侧结构性改革期间玻璃玻纤、钢铁有过短期的产业供给端出清，在2018年后水泥、玻璃玻纤、地产开发和装修建材又迎来了新一轮、持续时间更长的行业出清。水泥行业在第一轮供给侧结构性改革期间并没有明显的出清局面，HHI指数基本在17-18%附近，反而是2018年供改结束后，追随地产行业集中度的走高而迅速出清的，HHI上升到一度高达23%。在2020年后玻璃纤维和装修建材的行情和这一轮行业的出清相符。如果按照筹资性现金流、经营性现金流和投资现金流的数值来观测产业的发展周期，则在供改期间水泥从增长期步入稳定的成熟期。普通钢铁虽然差不多也是同步从增长期进化到成熟期，但中间出现过反复（2015年下半年-2016年上半年重归增长期），而装修建材持续处在增长期，一直到2019年底才短期进入到成熟期。玻璃玻纤二级行业则是从2017-2018年间才从增长期步入成熟期，且比建筑建材状态要稳定得多，因此虽然玻璃玻纤的行情要比钢铁和水泥晚，但这轮行情要比装修建材稳定很多，实现了“虽迟但长”的β机遇。下沉到二级行业，上轮供给侧结构性改革中玻璃玻纤行业是典型的盈利好但资本开支少的行业，“盈利好、花钱少”的特质从2020年持续到2021年。相比之下，基础建设板块的盈利持续低迷、资本开支也较少，行业景气度持续萎靡。

图24：普钢、水泥、装修建材、玻璃玻纤行业发展周期景气图



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

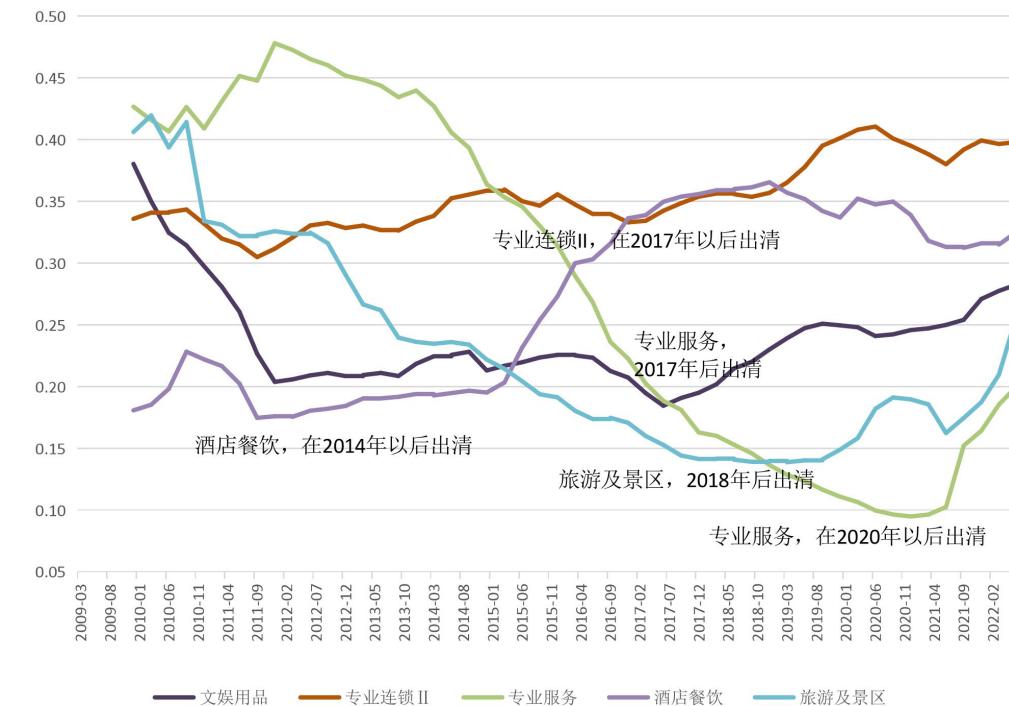
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

周期与非周期的分化：煤炭的“盈利滞留”与消费行业的主动出清



- 如2020-2022年关注度较高的煤炭、焦炭，是典型的赚钱多、花钱少行业。新旧能源交替、产业进步升级带来传统能源去化的供给端压力，发电和冶炼等基础诉求对现货和个股价格拉涨，盈利的提升重复了上一轮供改的逻辑，而长期减排目标约束下，煤炭企业的又在“勤俭持家”，资本开支上行的速度极为缓慢。比如煤企HHI反馈的集中度信息：2015-2016年供给侧结构性改革期间，煤炭开采和焦炭先后历经了产能出清，行业集中度得以提升。此后的六年间，焦炭行业集中度迅速下滑并稳定在15%附近，煤炭开采行业集中度从16%一路下跌至11%水平，而焦炭先后历经了产能出清，行业集中度得以提升。
- 上述数据统计结果貌似和公众的认知不同，一方面经过2017-2020年行业内大量的兼并重组后，行业内企业数量减少；另一方面根据煤炭工业协会统计，供给侧结构性改革后煤炭行业的市场集中度就不断提升，2015-2020年间煤企CR5/CR10分别从抬升了10个百分点左右，和上市煤炭开采企业的CR5/CR10变化方向正相反。煤炭行业企业数量不算多、区域聚集性强，但集中度并不高。煤炭市场集中度也有待提高。从产业链的角度来看，上游标品属性强、下游接近刚需，上下游的议价均不算强，在供给约束下煤炭行业属于产业链分配中能留住利润的一环。

图25：大消费行业在2016-2018年间资本周期变化



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

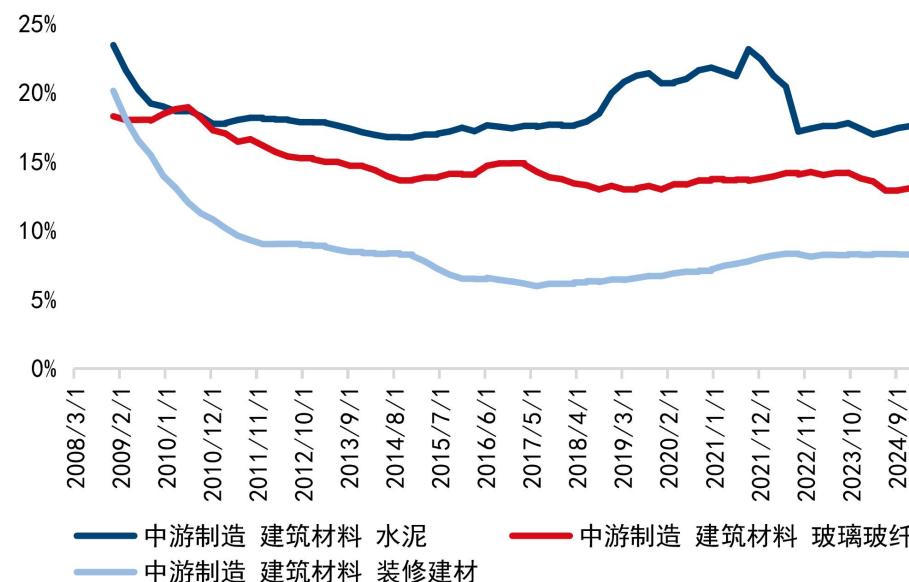
- 那么，非周期行业能否应用这一框架？从2016-2020年的大消费行情中也可以获取类似经验。下游必选消费中的白酒和可选消费中的专业连锁在2017-2018年后都经历过一轮出清，为什么二者行情差异如此之大？首先，白酒行业头部效应更强，从数值来看近年来专业连锁HHI在35%-40%范围之间，而白酒行业HHI曾一度逼近60%。其次，白酒的ROE常年较好，且2016年以来大消费的连续长期行情中在不断走高，而预期ROE除2016年外基本都低于真实水平，存在悲观预期修复的场景。相比之下专业连锁行业的ROE逐年降低，且预期经常好于真实ROE，预期转为失望的情况居多。因此，虽然两个行业都在出清状态，但专业连锁所处的行业景气的状态不如白酒板块。第三，参考ROE和资本开支的对应关系，白酒于2011-2012年和2016-2020年上涨行情处在盈利复苏+产业集中度提高的主动出清组合中，相比之下专业连锁的资本开支具有较强的顺周期盈利性，HHI的提高体现为被动出清。

- [01] 用经典资本周期框架审视“反内卷”逻辑
- [02] 反内卷”行情本质：供给侧周期的投资主线
- [03] 上轮“反内卷”行情的回顾和经验借鉴
- [04] 行业周期识别和本轮“反内卷”行情投资方向

本轮“反内卷”行情信号

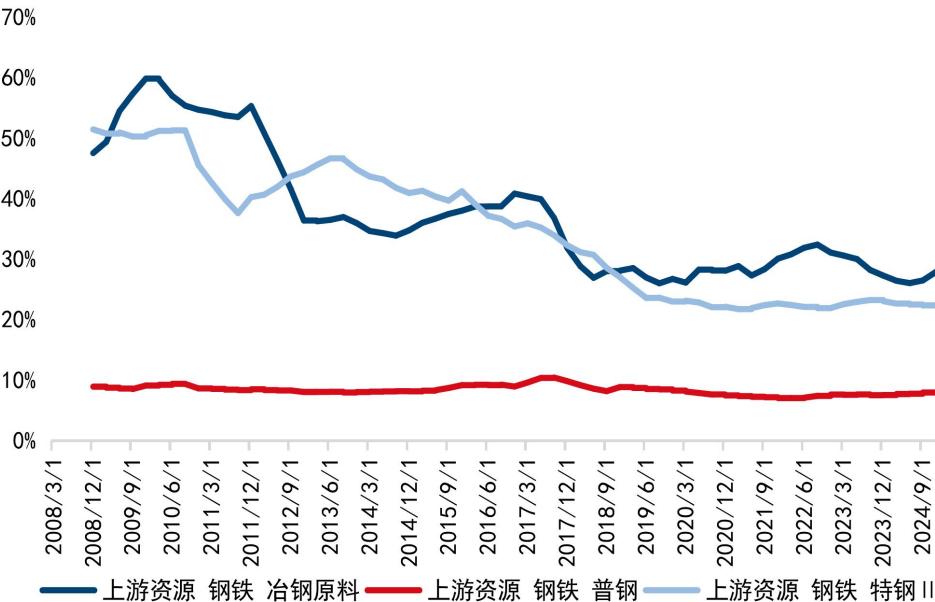
- 本轮“反内卷”与2015年由政策强力主导的“三去一降一补”存在本质区别，它更多依赖于市场自下而上的自律行为，而非行政命令式的去产能。因此，其对大宗商品价格的拉动效应，以及行情演绎的节奏，都与2021年的市场环境更为相似。展望后市，个股 α 属性有望超越行业的 β 属性，成为市场核心变量。
- 尽管“反内卷”行情在2025年以来才受到广泛关注，但相关行业基本面的改善和政策的积极引导实际上早已启动。以7月份涨幅居前的钢铁和建材行业为例，其基本面拐点往往先于市场行情的爆发，这表明当前的市场表现更多地体现为情绪的发酵。观察这两个行业的上市公司集中度(HHI指数)可以发现，在2015年之后，它们经历了一轮由竞争驱动的扩张过程，而在2023-2024年间，行业集中度略有收敛和好转，这与A股非金融企业整体资本开支增速见顶回落的时间点大致吻合。这进一步印证了，在“反内卷”的背景下，行业内部的结构性优化和企业层面的自律行为，是推动基本面改善的关键因素。

图26：建筑材料行业集中度HHI演变规律



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图27：钢铁行业集中度HHI演变规律



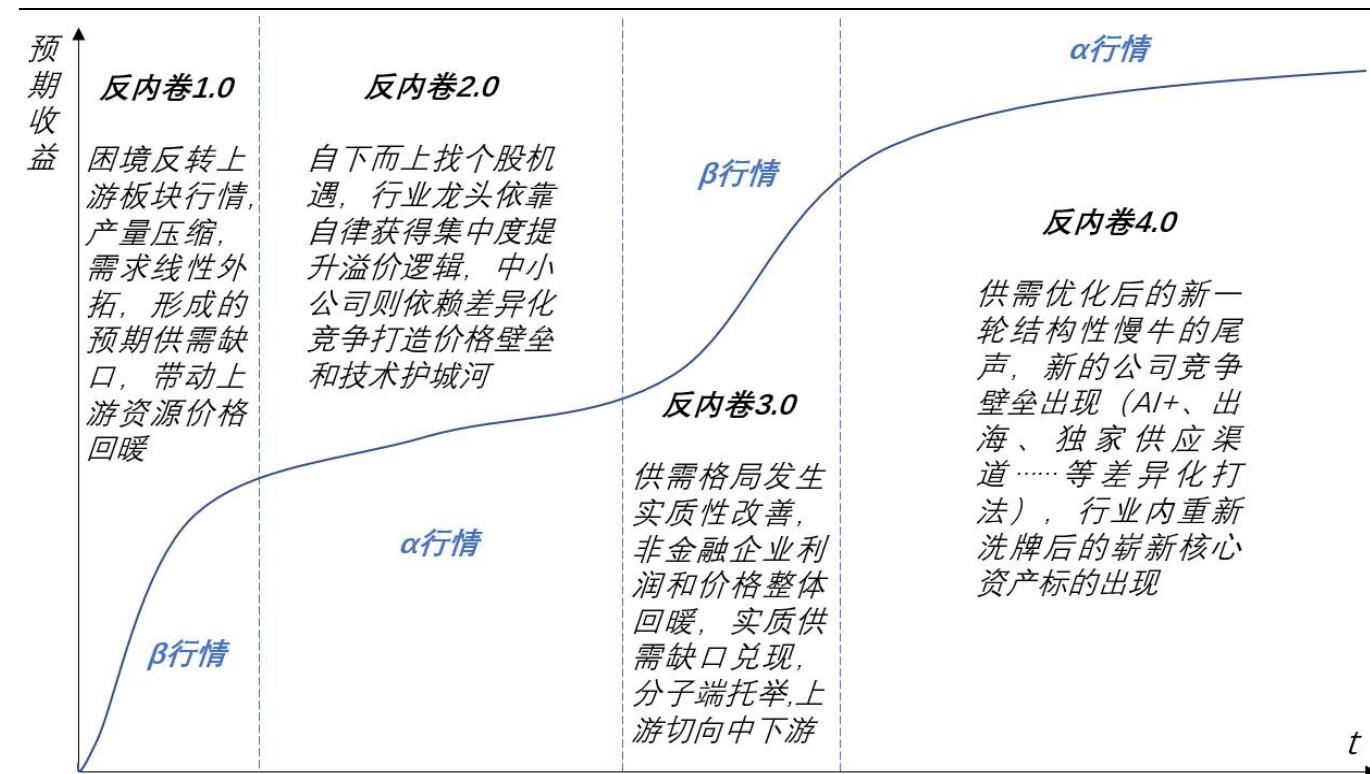
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

“反内卷”的中短期演绎：从 β 到 α 的四阶段轮动



- “反内卷”行情作为当前市场的一条重要投资线索，其完整的演进过程可以划分为四个紧密衔接又各有侧重的阶段，呈现出 β 行情与 α 行情交替主导的鲜明特征。
- 第一阶段（反内卷1.0）：**困境反转，上游先行（ β 行情）此阶段的核心驱动力来自于供给端的收缩预期。在行业普遍面临困境的背景下，部分企业开始主动或被动地压缩产量，同时叠加需求的边际改善预期，共同催生了供需缺口。这一预期率先利好处于产业链上游的资源品板块，如钢铁、煤炭、有色金属等，其产品价格迎来修复性上涨，带动整个板块出现普涨行情，表现为典型的 β 机会。
- 第二阶段（反内卷2.0）：**分化加剧，精选个股（ α 行情）随着行情的深入，市场的关注点从行业层面的普涨转向企业层面的分化。在这一阶段，投资逻辑“由上至下”转为“由下至上”。行业龙头企业凭借其市场地位和资源优势，通过更加严格的生产自律，率先实现市场份额的提升和盈利能力的修复，从而获得“集中度提升”的估值溢价。而中小企业则必须寻求差异化的竞争路径，通过技术创新、产品升级或开辟细分市场，打造自身独特的价格壁垒和技术护城河。因此，挖掘具备 α 属性的优质个股成为此阶段的获利关键。

图28：反内卷行情的四个阶段



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

行业&主题：反内卷、创新药、光模块强势

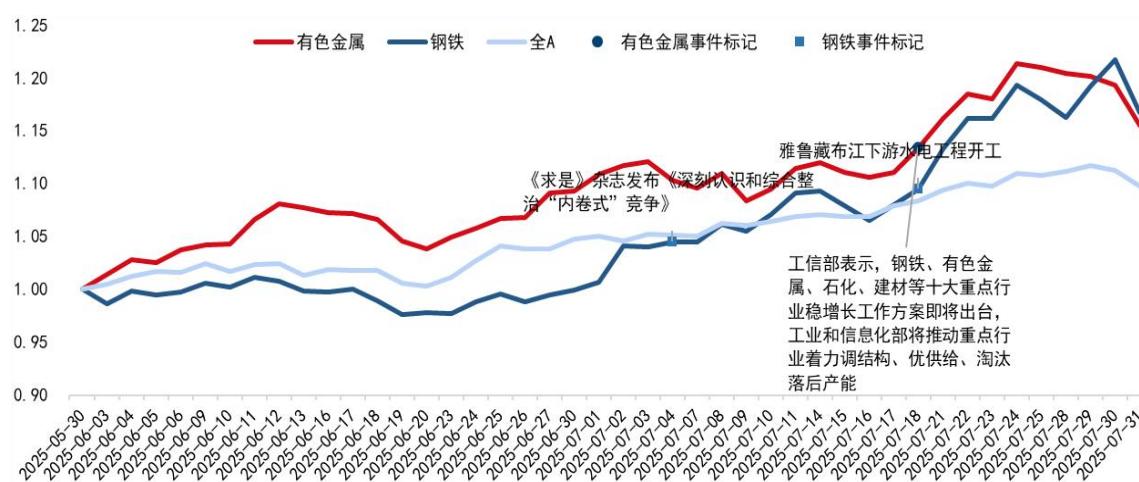


图29：中游制造中，光伏整体表现强于全A



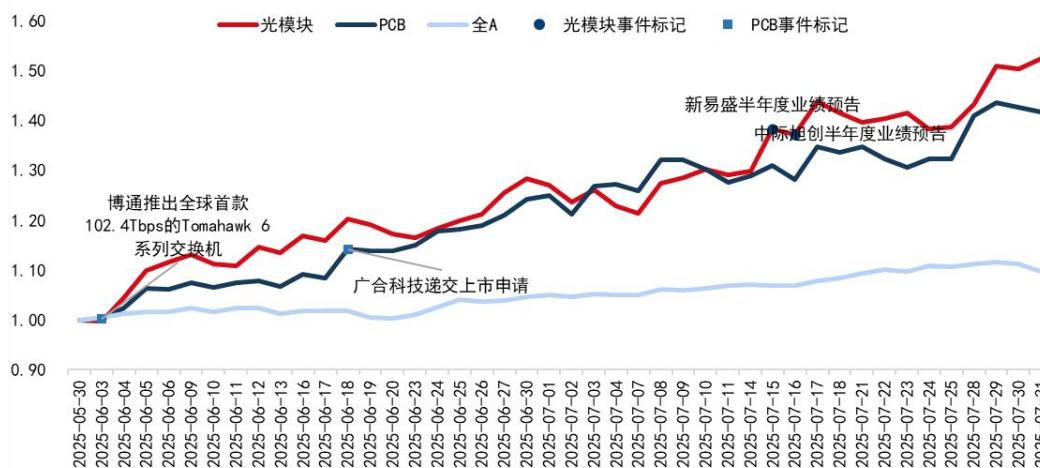
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理
注：个股仅为行情梳理，不涉及投资建议

图30：反内卷催化下，上游有色钢铁表现较好



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理
注：个股仅为行情梳理，不涉及投资建议

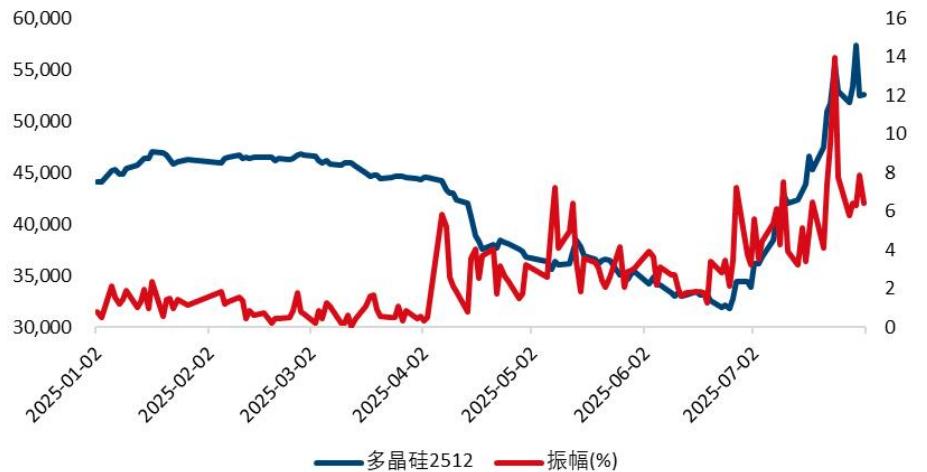
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



“反内卷”至今主要商品价格先上涨后松动，振幅放大

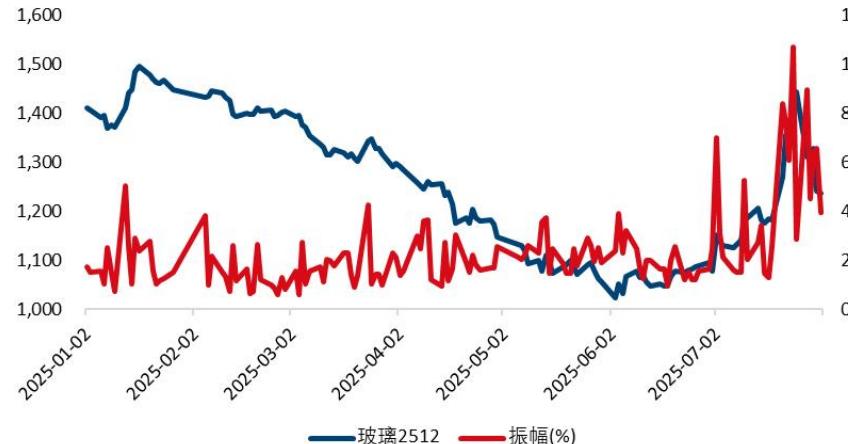


图32：多晶硅期货价格与振幅



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图34：玻璃期货价格与振幅



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

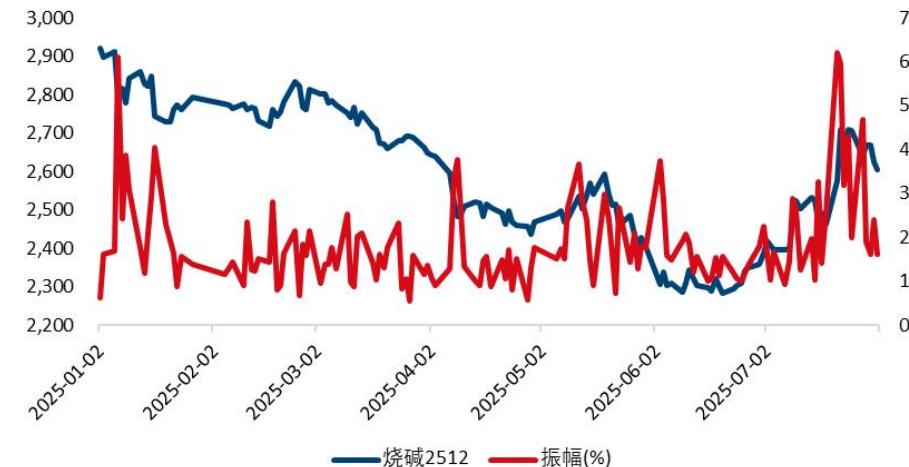
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图33：焦煤期货价格与振幅



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

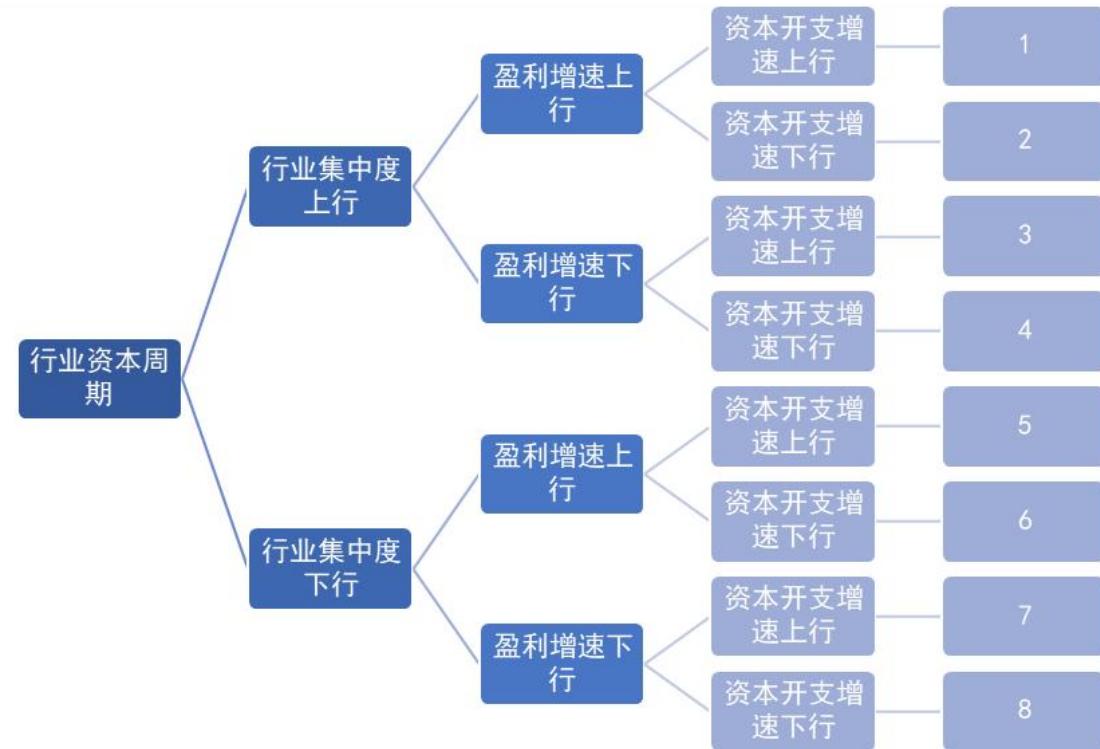
图35：烧碱期货价格与振幅



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 本文用拐点识别的方法，对全A指数申万二级行业指数进行资本开支的拐点识别，抛开起点和终点，以一轮底部到下一轮底部间的变迁作为一轮完整的资本开支周期。如果按照国内产能周期的经验，一轮完整的周期变化似乎应该在5-6年，然而本文测算出全A、非金融和百余个二级行业周期的平均长度分别为33、33、31个月，更接近3年左右的基钦周期。
- 本文对124个申万二级行业的资本周期状态进行划分，时间范围是自2008年三季度至2024年一季度的64个季度，根据行业集中度、盈利增速、资本支出增速三大指标可划分出8个象限。随后匹配每一个季度的行业涨跌幅，将八个象限按照平均涨跌幅进行排序，如果行业在某一季度处于最优或次优区间（Top quarter），则可将该行业定位为推荐行业；同理，如果行业在某一季度处于最低或次低区间（Bottom quarter），则可将该行业定位为审慎行业。
- 本文根据优先考虑HHI、随后辅以资本开支和盈利的资本周期研判体系，将124个申万二级行业所处阶段置于八个阶段下，时间范围是自2008年三季度至2024年一季度的64个季度。按照企业生命周期的正常规律，一家正常经营的企业或者所处行业先后要经历：初创期（5）、成长期I（7）、成长期II（8）、出清期I（6）、出清期II（2）、成熟期I（1）、成熟期II（3）、衰退期（4）。依据“赚钱”（盈利）和“花钱”（开支）来判定行业所处阶段更多是周期经验，会选择性忽视了产业周期进展，后者的时间维度远超过周期经验，故本文选取HHI行业集中度指数可以更加精准定位行业所处产业生命周期的位置。

图36：行业周期与产能周期特征的八种组合



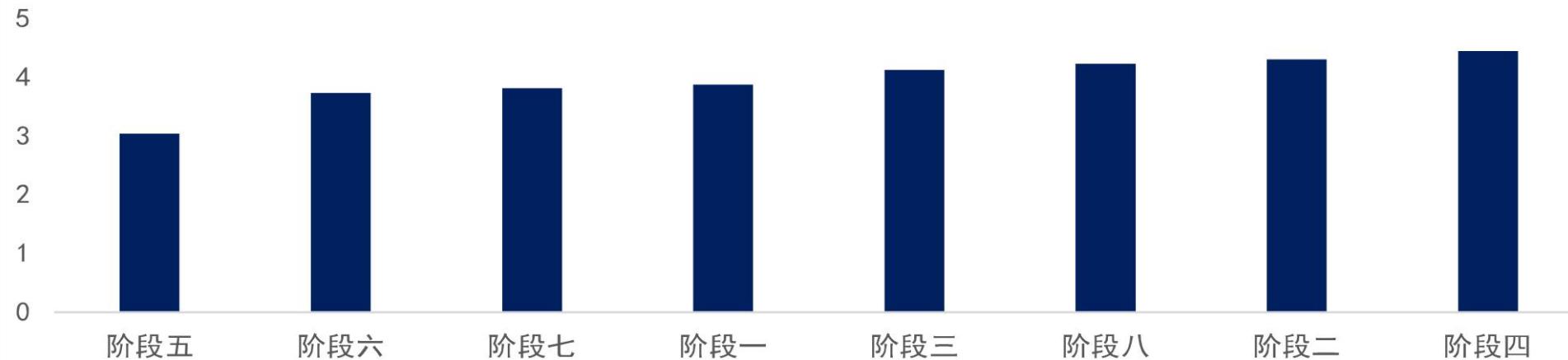
资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

当前各行业所处的资本周期阶段



- 首先，对各行业各阶段的平均超额收益进行统计并排序，例如，对于IT服务Ⅱ行业历史表现最佳的是阶段二，最差的是阶段三。其次，对各行业各阶段的排序计算平均数，得到全行业在各阶段的历史表现的平均排序。从全行业的视角来看，阶段五（行业集中度下行、盈利增速和资本支出增速双升）平均表现最佳，阶段四（行业集中度上行、盈利增速和资本支出增速双降）平均表现最差。
- 短周期的困境反转博弈盯盈利、看业绩，对应小级别行情，中长周期的困境反转看行业格局以及生命周期位置，对应大级别行情。一般来说，行业的一整个资本周期会包括初创期、成长期、出清期、成熟期以及最后的衰退期。本文复盘了数百个二级行业在不同行业自本周期定位内的回报表现并将其分为最优、次优、次劣、最劣，平均回报率依次降低，观测四种状态与产业生命周期八阶段的契合比例，借以探寻最佳阶段。在整个产业生命周期中，最适合投资的为成熟期，成熟期是行业发展的一个稳定阶段，此时市场需求增长放缓，竞争格局相对稳定，企业盈利能力也趋于稳定。此外，成熟期中行业整体盈利能力上升，但需要的资本投入降低。在这个阶段，可以享受到较为稳定的分红和资本增值，同时风险相对较低。次优的为初创期，此阶段市场上企业数量较少，行业集中度较高，产品或服务尚未完全成熟，市场需求和接受度也相对较低。次劣的为出清期后期，这个阶段开始出现产能过剩、竞争加剧，行业进入整合和优化的过程。这时市场已经相对饱和，投资机会较少，且风险较高，因此被视为次劣的投资阶段。而最不利于投资的阶段即为产业衰退期，在这个阶段市场需求持续下降，企业盈利能力大幅下降甚至亏损，行业整体处于萎缩状态。衰退期的行业通常面临着巨大的经营压力和投资风险，因此最不推荐进行投资。

图37：全行业在各阶段的历史表现的平均排序

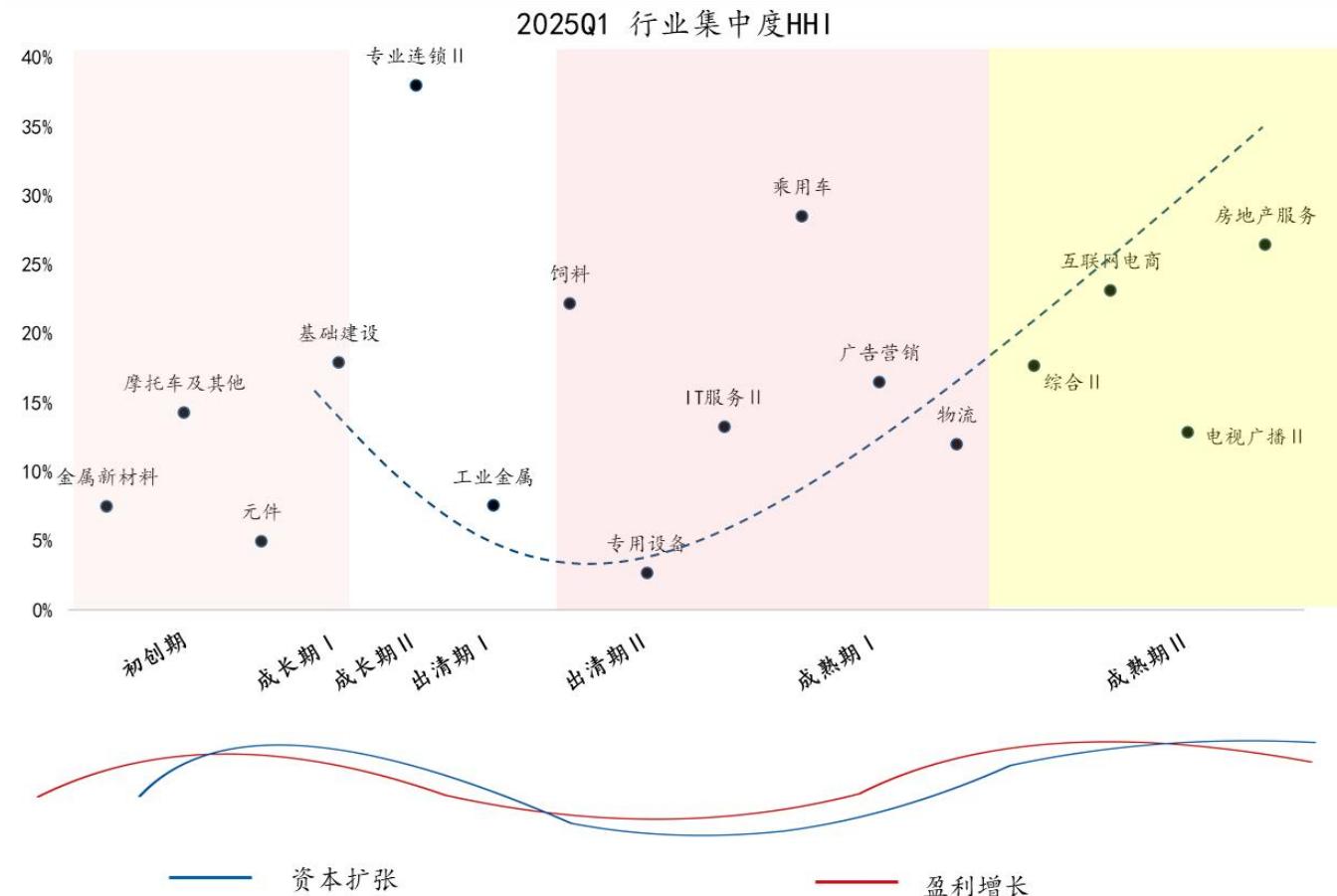


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

当前各行业所处的资本周期阶段

➤ 依据“赚钱”（盈利）和“花钱”（开支）来判定行业所处阶段更多是周期经验，选择性忽视了产业周期进展，而后者的时间维度远超过周期经验，因此下文涉及二级行业划分时选取了HHI行业集中度指数来更加精准定位行业所处产业周期的位置。按照相对回报在历史8个阶段回报定位，根据一季报数据筛选得出的优势阶段行业，按照开支-盈利水平按照一季报的指引来定位，则可以发现行业集中度呈现U型分布。按照相对回报和绝对回报在历史8个阶段回报定位，根据2025年一季报数据筛选得出的优势阶段行业和重点观察行业，按照开支-盈利水平按照三季报的指引来定位，则可以发现行业集中度呈现U型分布。当前处于占优阶段的二级行业有养殖业、动物保健II、元件、消费电子、通信服务、广告营销、电视广播II、房地产服务、航运港口、物流、铁路公路。

图38：二级行业资本周期融洽程度排行（2025年）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

当前各行业所处的资本周期阶段



➤ 行业资本周期正常演进过程中，行业股息率出现“上台阶”。伴随着行业从初创期进入成长期，经历出清迈向成熟和衰退期，平均股息率依次上台阶，且上台阶幅度扩大，从2023年全部申万二级行业生命周期定位来看，初创期行业的平均股息率为1.99%，初创到成长、成长到出清、出清到成熟、成熟到衰退行业的平均股息率依次增加0.11pct、0.14pct、0.68pct、2.54pct，在成熟期前的转型期（成长期II、出清期II），股息率向下调整。2008年至今的历史区间维度来看，不同生命周期阶段行业的股息率具备类似“上台阶”规律，横跨生命周期的行业平均股息率呈现递增。

图39：不同二级行业在资本周期中适用的最佳至最劣阶段的比例分布

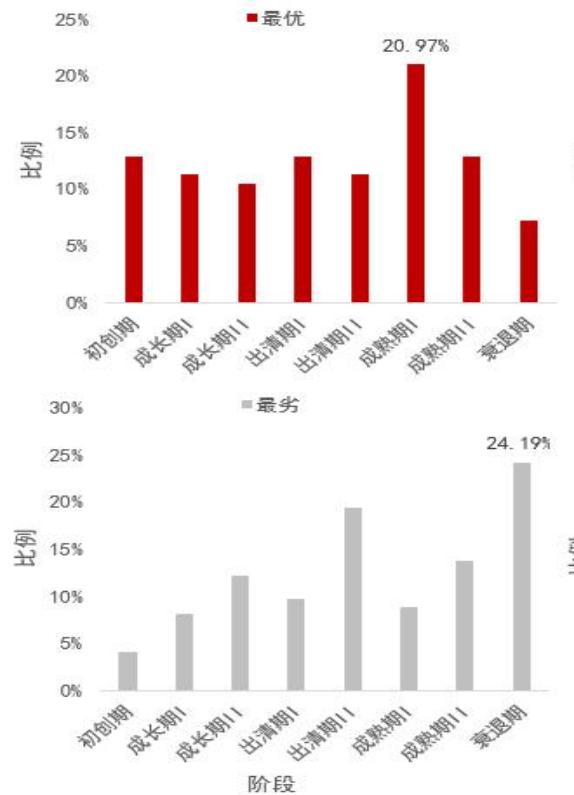
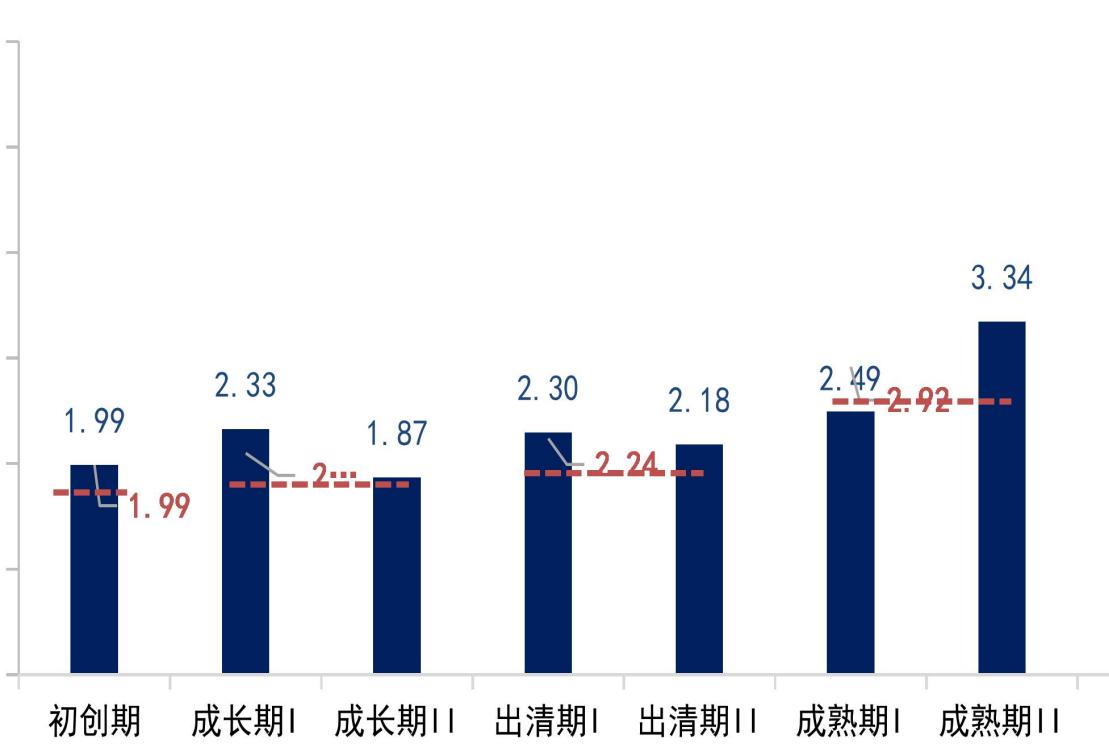


图40：不同生命周期阶段行业的股息率具备类似“上台阶”规律



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

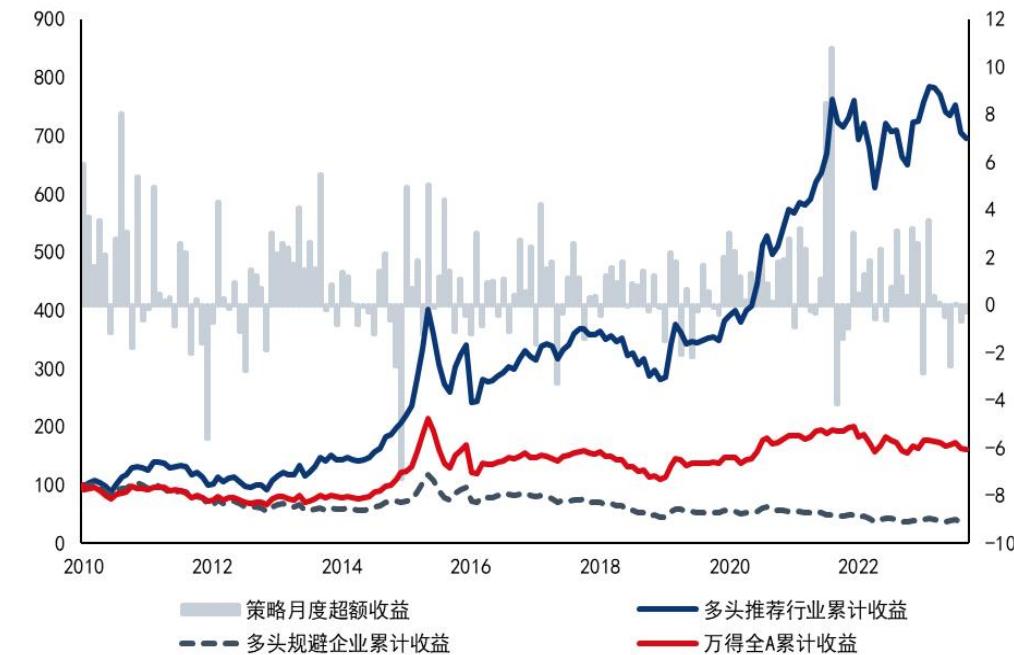
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

按照资本周期筛选行业的纯多头策略回报



为了验证上述行业选择策略的有效性，对策略的历史业绩进行回测。回测区间设定为2010年初-2023年9月底，所采用的回测方式为对当期相关行业指数进行等权重配置，在实际操作过程中体现为对当期相关行业涨跌幅进行简单平均，以此近似等权重配置组合的涨跌幅。后续回测均不考虑任何摩擦成本。以上的行业历史资本周期定位和推荐情况，是根据行业内个股在每个周期的财务数据回推的。如果在没有财务数据的情况下，能提前预判行业在下一季度的资本周期定位，并且做出相应的调仓操作，可以得到以下回测结果。可以看到，如果能够很好地预判行业所处的资本周期，上述推荐行业在回测区间有明显的超额收益，年化收益率达到17.22%，CAGR达到15.15%，策略胜率较高，在大部分时期都能获得超过基准的超额收益，而且策略能够很好地控制风险，在收益率远超基准的同时，年化波动率并没有显著差异，甚至保持了很好的回撤控制能力。相反，看到资本周期框架定位的审慎行业，在回测区间内表现不佳，大幅跑输大盘，年化收益率仅为-4.59%。

图41：按照资本周期筛选行业的纯多头策略回报



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

表4：按照资本周期筛选行业的纯多头策略回报

策略	累计	年化收益率	波动率	夏普比率	信息比率	CAGR	区间最大回撤
多头推荐行业	5.95	0.17	0.25	0.56	0.45	0.15	0.40
基准（万得全A）	0.61	0.06	0.23	0.27	-	0.04	0.48
多头审慎行业	-0.63	-0.05	0.23	-0.35	-0.46	-0.07	0.69

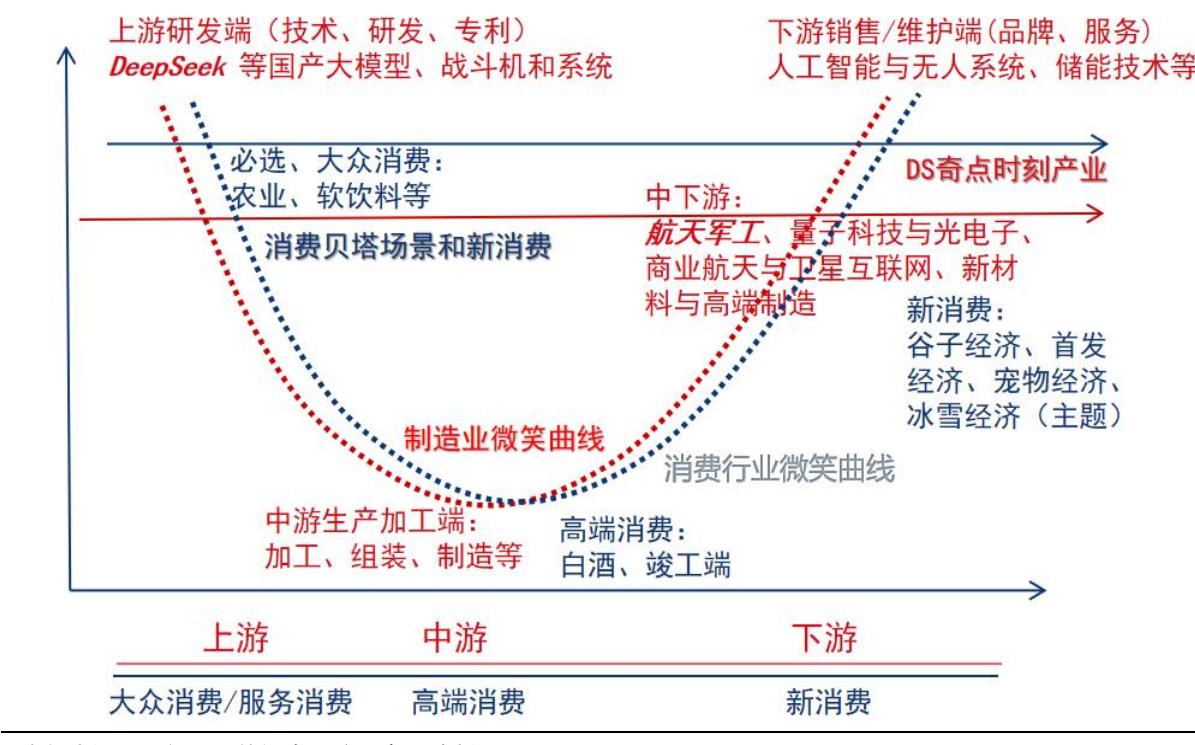
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

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



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。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。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42：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

破局路径1：“固若金汤”的垄断壁垒型资产



➤ 相比于短线博弈“反内卷”主题下的困境反转机会，我们更强调中长期持有那些天然具备进入壁垒的行业和公司，以实现更稳健、更高胜率的投资回报。“反内卷”策略固然能在短期内捕捉到供需失衡、价格低迷行业的回暖机遇，但其本质仍是困境反转逻辑。我们认为，与其在过度竞争的红海中挣扎，不如将目光投向那些拥有“筑高墙”能力的行业，它们能够有效抵御市场内卷，提供长期价值。历史数据显示，2020-2021年曾风光无限的新兴产业和部分上游板块，在2022年之后经历了高位回落，近期才显现出底部反转的迹象。而同期，以资源品为代表的垄断型行业，其行情持续性从2021年一直延续到2024年上半年，展现出更强的韧性和确定性。这充分说明，从长期胜率的角度考量，“筑高墙”的投资策略显著优于单纯的“反内卷”困境反转

图43：反内卷概念困境反转阶段性行情发力

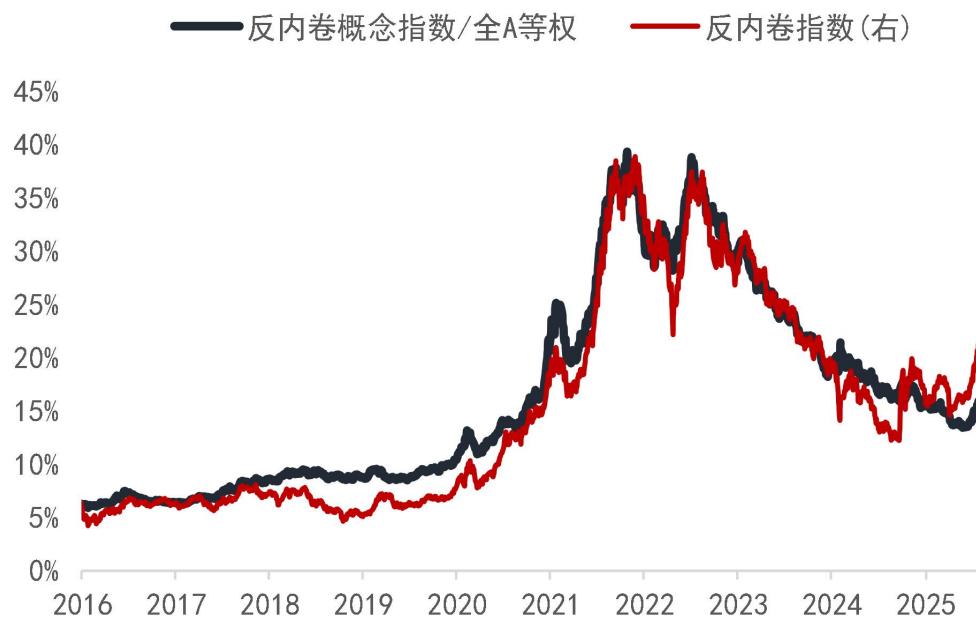


图44：垄断型资源品2021年以来的行情更具持续性



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

天然高壁垒行业集中在“牌照+资源+网络”三类



➤ 穿越反内卷板块的困境发展中期行情，天然高壁垒行业集中在“牌照+资源+网络”三类：这些行业的共同特征是准入门槛极高，一旦获批或形成规模，便具备排他性的定价权和稳定的现金流。长期来看，优先选择已获得牌照、资源禀赋突出、具备区域或网络独占优势的行业龙头，以享受其长期护城河带来的溢价。同时也需警惕政策松动、技术替代或需求见顶可能带来的估值回撤风险。这类受到政策呵护的板块，往往对应着高股息资产，即使面临资本利得损失，其幅度也相对可控，提供了良好的安全边际。

表5：天然具备进入壁垒型行业筛选

行业名称	天然具有进入壁垒的原因
采掘 (煤炭、油气、有色金属矿)	资源属于国家所有，开采需取得探矿/采矿权证且名额有限；前期资本开支巨大、环评及安全标准极高，形成资金+政策双重门槛。
石油石化	原油进口、成品油批发、危化品经营均需多部委核发特许牌照；炼化装置一次性投资动辄百亿，规模经济显著，后来者难以获得等量原油指标。
电力及公用事业 (电力、燃气、水务、环保)	发电需发改委核准、电网接入许可，燃气/水务实行特许经营制度；管网资产资金沉淀大、回收周期长，政府定价机制锁定既有格局。
交通运输 (航空、铁路、航运、港口)	航空需航线经营权、飞机引进批文及机场时刻；铁路、港口由国家规划定点；重资产+网络化运营，新进入者难以复制航线/线路与枢纽。
银行	设立需银保监会颁发金融许可证，股东、资本、高管均设硬性门槛；网点、客户、品牌及央行支付系统接入构成先发优势与规模壁垒。
非银金融 (证券、保险、信托、AMC)	证券、保险、信托等牌照“限量”发放，审批周期长；资本充足率、偿付能力监管要求不断提高，中小机构难以补充巨额资本。
电信运营	基础电信业务经营许可证稀缺，频率资源由国家统一分配；网络基础设施投资巨大，用户规模效应显著，后来者难以获取频谱及基站站址。
国防军工	军品科研生产需“四证”（保密、科研生产、装备承制、质量体系），准入极高；订单集中于央企军工集团，技术、安全、客户粘性构筑封闭生态。
医药生物 (血制品、疫苗、麻醉药)	血制品实行单采血浆站牌照+批签发，国家不再新增血浆站；疫苗、麻醉药由国家定点生产，新增产能需多部委联合审批。
医疗器械 (大型影像、高值耗材)	III类器械注册证审批需3-5年临床+技术审评，标准持续提高；省级招标/集采先入企业已建立医院渠道与学术推广壁垒。

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

破局路径2：“扬帆出海”的全球竞争力资产

- 在全球不确定性日益增加的背景下，那些能够成功“出海破圈”、打破海外垄断，甚至实现技术反向输出的企业，正成为独立于国内过度竞争的“天然反内卷”板块。我们从全球利基型产品不可替代性、全球产业链完备性不可替代性、全球创新能力不可替代性三个维度，筛选出具备强大全球竞争力的细分行业。那些在三类不可替代性程度均排名前25%的行业，包括通用计算机设备、电子化学品、分立器件和机床设备，展现出显著的竞争优势。
- “DeepSeek时刻”是2025年以来A股市场的一个热词，形象地描述了中国相关行业在技术上实现对海外发达市场的赶超，同时凭借成本控制优势提供更具性价比的产品，从而实现“弯道超车”的现象。今年以来，大模型、军工、创新药和基建等领域已相继出现“DeepSeek时刻”行情，预示着中国企业在全球价值链中的地位正逐步提升。

图45：产业链完备、全球利基产品、创新能力三维不可替代综合评判：TMT硬件端排在前列

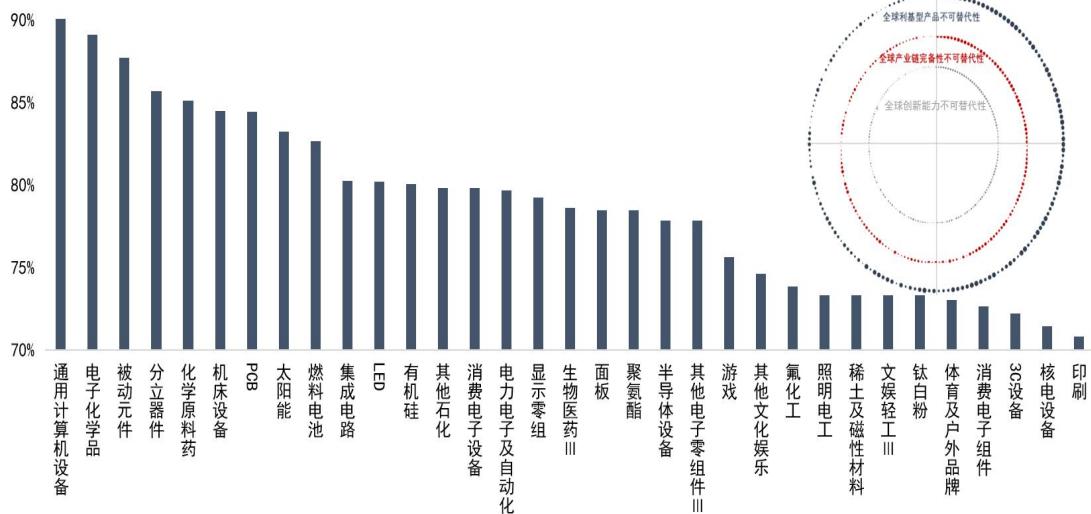
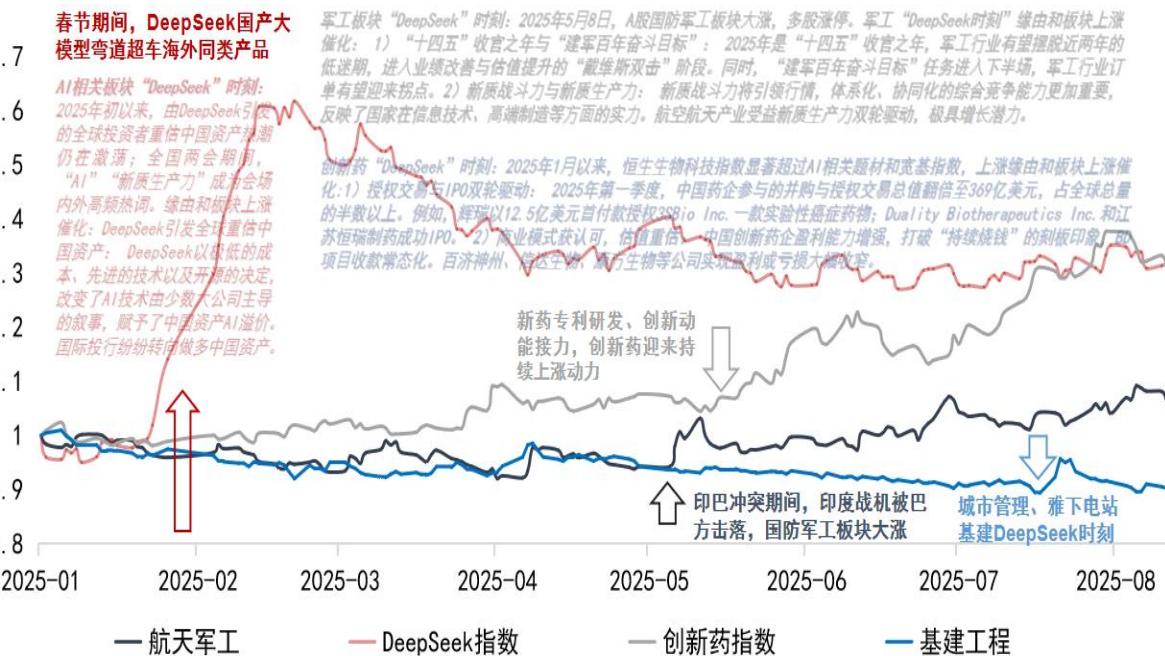


图46：A股“DeepSeek时刻”板块结构性机会复盘



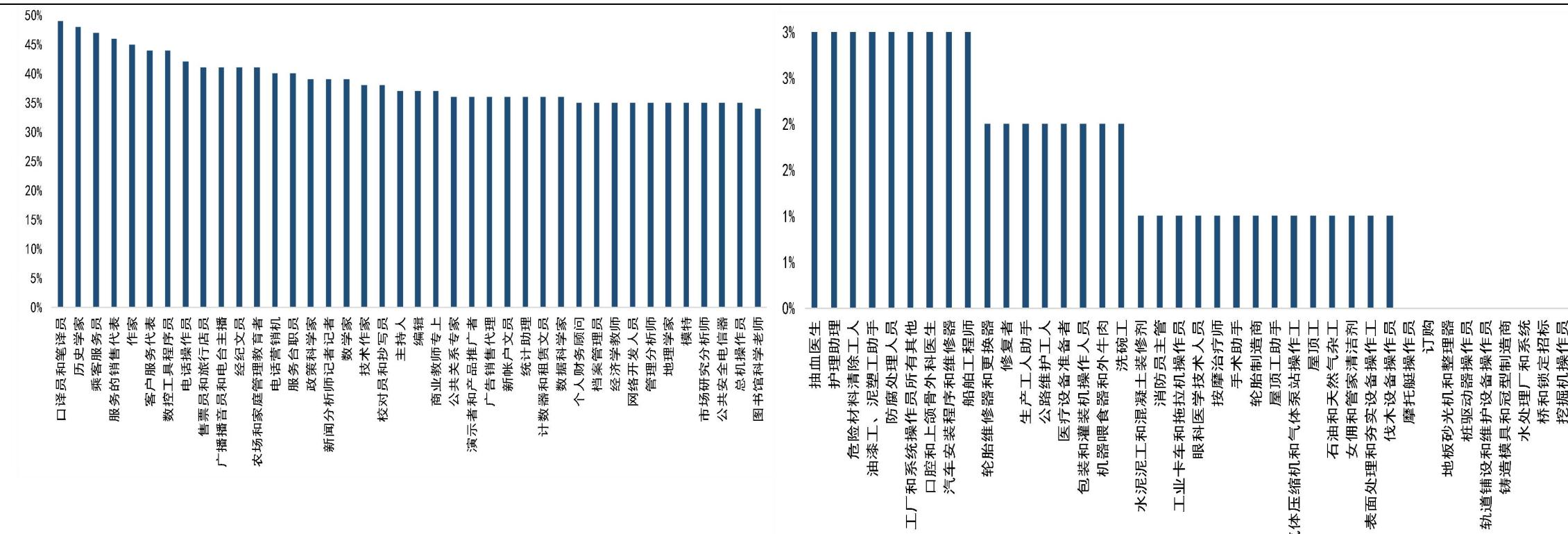
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

破局路径3：“AI赋能”的效率革命型资产

- 除了天然壁垒和出海破圈，人工智能（AI）的崛起正成为打破“内卷”的第三个关键维度。AI技术通过节约人力工时和替代繁琐重复性劳动，显著加速了部分行业的“反内卷”进程，即推动了市场出清和效率提升。
- 微软在2025年曾对各行业受AI冲击被取代的程度进行测算，结果显示：1) 不易被AI取代的岗位：主要集中在那些高度依赖创造性思维、复杂人际交往技巧和情感理解的工作，例如图书馆人员、作家等。2) 易被AI取代的岗位：主要集中在具有较多可重复性、流程固定特点的工作，例如口译员和笔译员。这意味着，AI的广泛应用将重塑各行业的劳动力结构和竞争格局。从职业推广到产业，能够率先拥抱AI、利用AI技术实现降本增效、提升核心竞争力的行业和企业，将在“反内卷”的浪潮中占据先机，加速行业内部的优胜劣汰，从而实现更健康的产业生态。

图47：最容易被AI取代和最不容易被AI替代的40个行业分布



资料来源：Working With AI: Measuring the Occupational Implications of Generative AI, Kiran Tomlinson, Sonia Jaffe (2025)，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

风险提示



上市企业盈利波动较大；

海外货币政策节奏和幅度的不确定性，海外局部地缘冲突风险。

免责声明



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	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

分析师承诺

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。

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、自营部以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中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楼

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