

# 以“反内卷”促“企业合理利润率”

证券分析师：董德志  
02160933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

- [ 01 ] 本轮内卷式竞争的起源与表现
- [ 02 ] 本轮内卷式竞争的宏微观影响
- [ 03 ] 企业合理利润率—宏观增长的微观动因

## ➤ “内卷式”竞争的起源及表现

- 新范式下，需求偏弱与同质化扩张让存量市场竞争加速，企业内卷成为典型症候

## ➤ “内卷式”竞争的宏微观影响

- 一方面直接压低价格、挤压企业利润率，另一方面间接抑制消费与创新

## ➤ “内卷式”竞争如何破解？

- 短期来看，仍需依靠行政协调破除地方保护与行业壁垒，“反内卷”还要继续
- 长期来看，更应抓住“宏观问题”背后的“微观动因”，以企业合理利润率为政策锚，助推政府、企业、居民、资本市场进入良性循环，搭建宏微观桥梁

## ➤ 为什么要以利润率为锚？

- 合理利润率既防止“倾销”引发恶性内卷的底线，也约束“垄断”攫取超额收益，有助于在竞争与效率之间实现动态均衡

## ➤ 如何以利润率为锚？

- 可将“要素流动便利度”纳入地方考核，财报披露“工资-利润增长关联”等

## ➤ 以利润率为锚的愿景

- 宏观愿景：企业有利润，居民有收入，政府有税收，股东有回报
- 资本市场愿景：资本市场长期繁荣，增强人民币汇率稳定性与国际化支撑

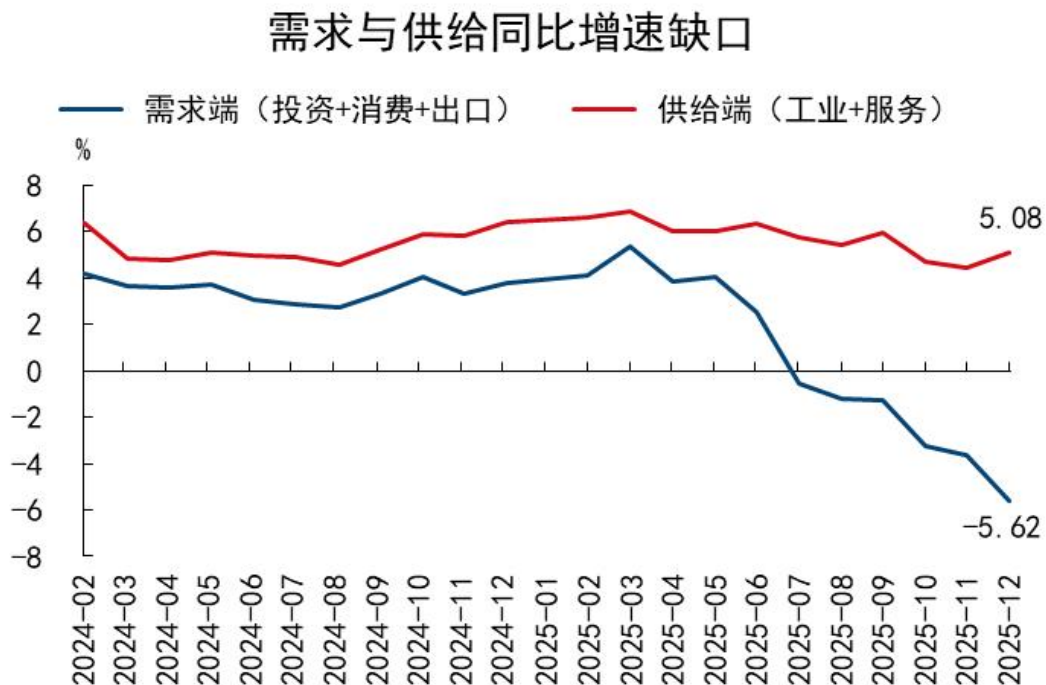
- 【 01 】 本轮内卷式竞争的起源与表现
- 【 02 】 本轮内卷式竞争的宏微观影响
- 【 03 】 企业合理利润率—宏观增长的微观动因

# “内卷”起源与表现：供需失衡、同质化扩张蔓延

## ➤ 新范式下，供需关系发生变化：

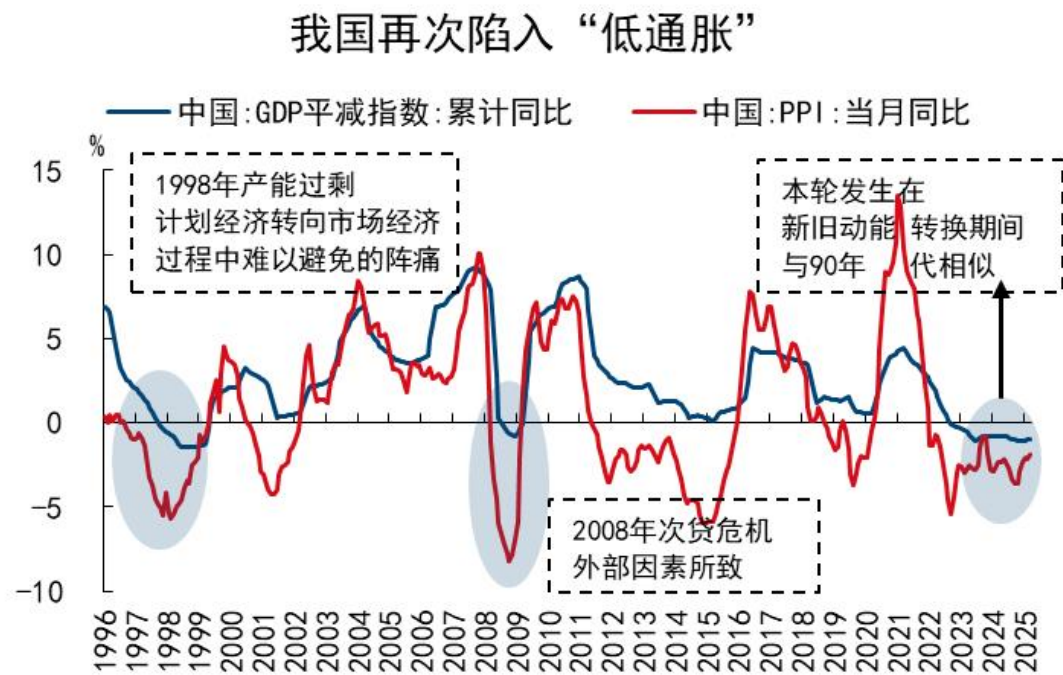
- **内需偏弱、外需受限**。消费修复偏慢，贸易逆全球化加剧，有效需求不足成为常态
- **供给扩张惯性仍在**。制造业投资与产能释放 > 需求增长，存量市场竞争加速内卷化

图1：供给端加权同比增速高于需求端，供需缺口扩大



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：本轮“低通胀”与90年代末最为相似



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 本轮内卷式竞争的起源与表现
- [ 02 ] 本轮内卷式竞争的宏微观影响
- [ 03 ] 企业合理利润率—宏观增长的微观动因

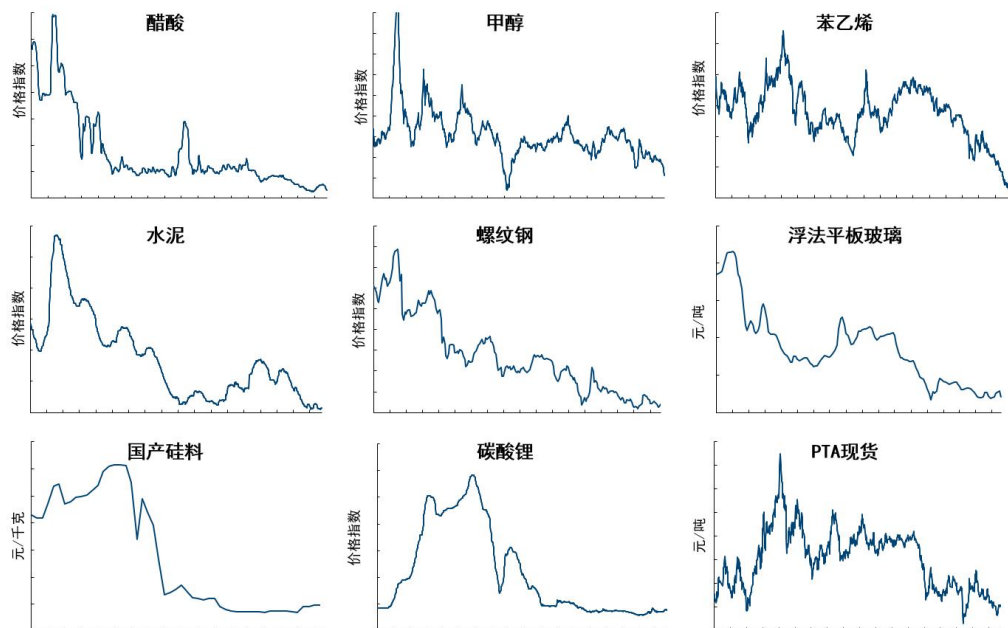
# 直接影响：价格承压、企业利润下滑

## ➤ 内卷竞争的影响：

- 价格战先传导至上游，材料价格持续下行（PPI同比连续39个月为负）
- 终端降价受成本影响，企业毛利收缩，利润率承压

图3：2021年6月以来材料价格持续下行

### 2021年6月至今各类材料价格走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：企业营收、利润增速双低

### 企业营收、利润增速双低

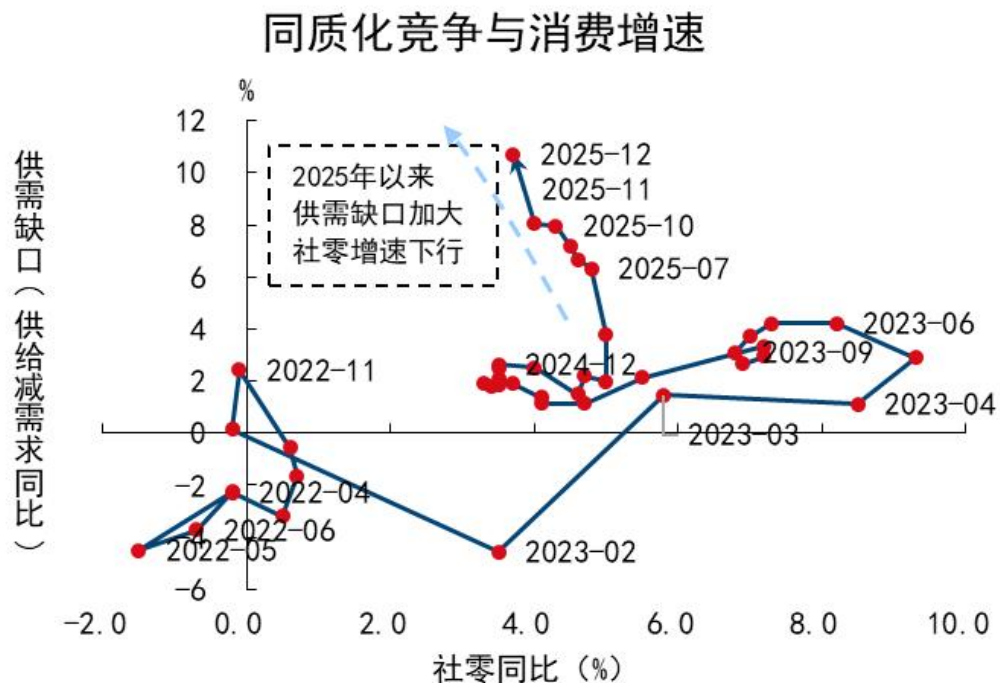


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## ➤ 消费与创新难有起色：

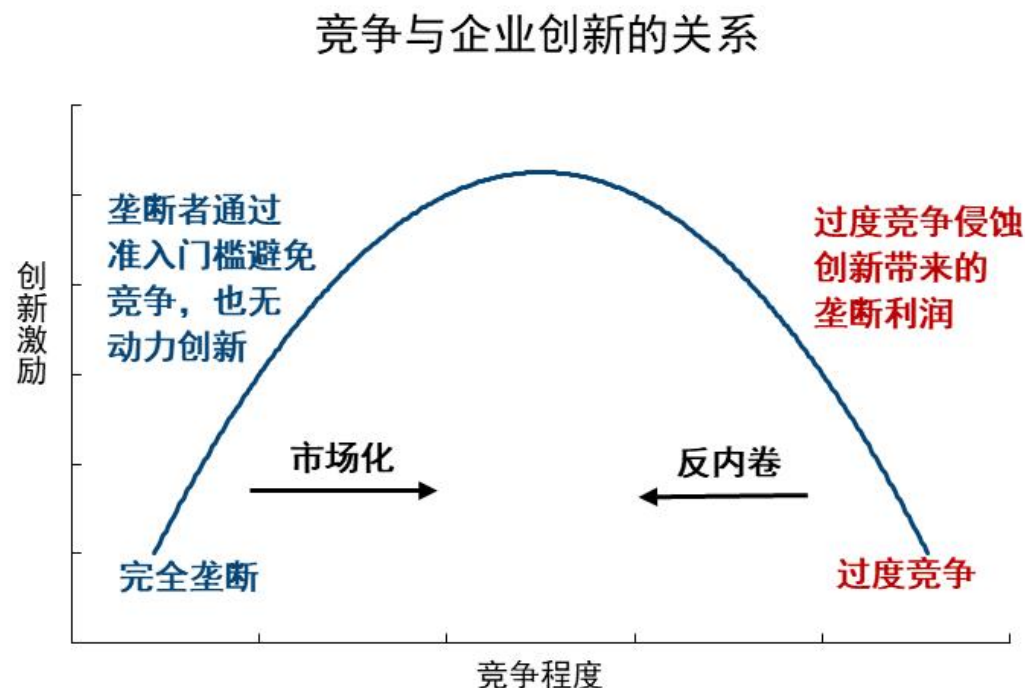
- 利润率挤压叠加降价预期，形成“**低价低质-消费降级**”与“**不消费-再降价**”式负循环
- 同质化扩张下产能难出清，资源错配与回报下行**抑制企业创新投入**

图5：“低价竞争-消费降级”与“不消费-再降价”自我负反馈



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：企业“内卷”会压制创新



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 本轮内卷式竞争的起源与表现
- [ 02 ] 本轮内卷式竞争的宏微观影响
- [ 03 ] 企业合理利润率—宏观增长的微观动因

# 短期来看：“反内卷”还要继续推进

图7：当前各主要产品反内卷进展情况

行业品种	核心治理类别	价格措施的具体内容	产量/产能措施的具体内容	治理手段属性
多晶硅/光伏	价格与产量双控	签署自律公约2.0，设定硅料5.1万元/吨、组件0.735元/W的最低限价。	实施2026年100万吨产量配额制；执行30%最低资本金比例红线。	行业自律为主
煤炭/动力煤	产量控制	确立“政策底”，利用控产手段引导价格回归合理中枢（约720元/吨）。	发布108号文，严查超产；单月产量超公告产能10%则停产整改。	行政干预
螺纹钢/钢铁	产量控制	抵制汽车用钢等领域的低价中标；推行环保溢价。	重启出口许可证制度；通过超低排放改造强制去产能；限制废钢添加。	行政干预
炼化/石油化工	产量控制	完善价格法，禁止大型企业滥用支配地位进行价格战。	炼铁炼钢置换比不低于1.5:1；淘汰运行超20年的老旧低效装置。	行政干预
锂矿/锂盐	产量控制	针对锂云母等资源发布健康发展倡议，引导理性定价。	专项整治矿权合规性；注销过期采矿证；严厉打击非法开采。	行政干预 + 行业自律
水泥	产量监测与核定	响应中国水泥协会“反内卷”意见，根据环保等级核定生产天数。	试点产量在线监测；修正熟料产能核定（从18亿吨降至16亿吨）。	行政干预 + 行业自律
磷酸铁锂	成本数据库引导	集体上调加工费（3000元/吨）；建立细分产品成本数据库。	开展产能供需预警，推动各企业主动调节开工率。	行业自律
有机硅	减产挺价协议	设定DMC价格目标至1.35万元/吨或以上。	行业实控人会议达成共识，拟下调整体开工率30%。	行业自律
电解铝	产量控制	抽查能效标准达标情况，对不达标产品实施差别化电价。	实施产能置换专项核查；通过超低排放改造强制清退产能。	行政干预
稀土	产量控制	建立全球知识产权风险监测，强化专利布局对价格的支撑。	自然资源部管控矿权与指标；实施环保信用评价与产量挂钩。	行政干预
汽车	价格行为规范	联合开展价格合规检查；引导落实“60天账期”承诺。	通过制定新质生产力补贴政策，引导企业向技术竞争转型。	行政指导 + 行业自律

资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

➤ “内卷式”竞争的伴随着地方保护主义和行业壁垒。因此短期需依靠行政协调破除市场分割，推动竞争秩序回归良性出清

➤ 2025年7月以来，“反内卷”力度加大

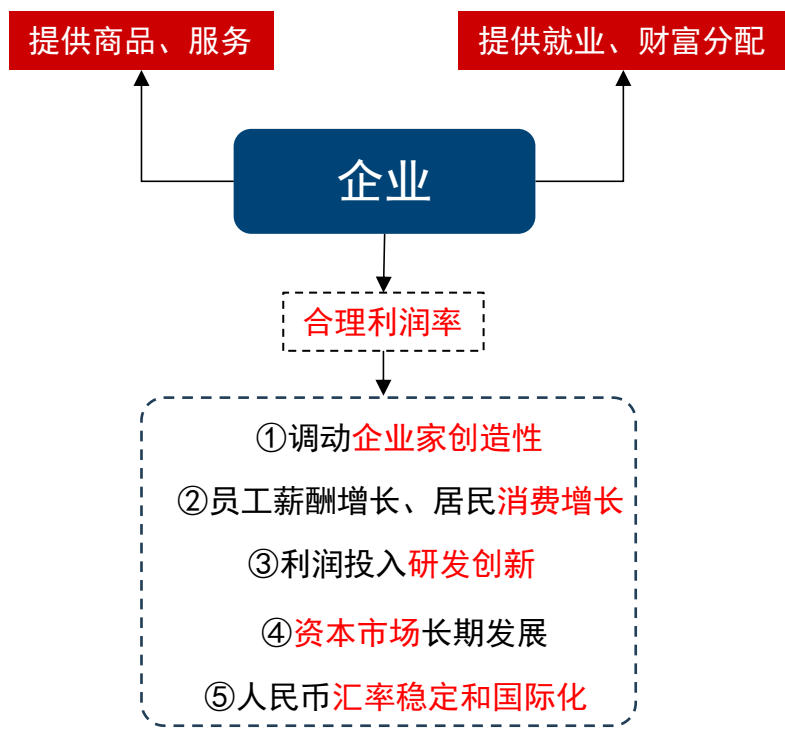
- 行政政策：7月修订的《价格法》将“反内卷”纳入法律框
- 产业治理：在重点行业开展多轮反治理（如左图）

➤ “反内卷”还要继续推行(“西医”式疗法)

# 长期来看：也要抓住“宏观问题”背后的“微观动因”

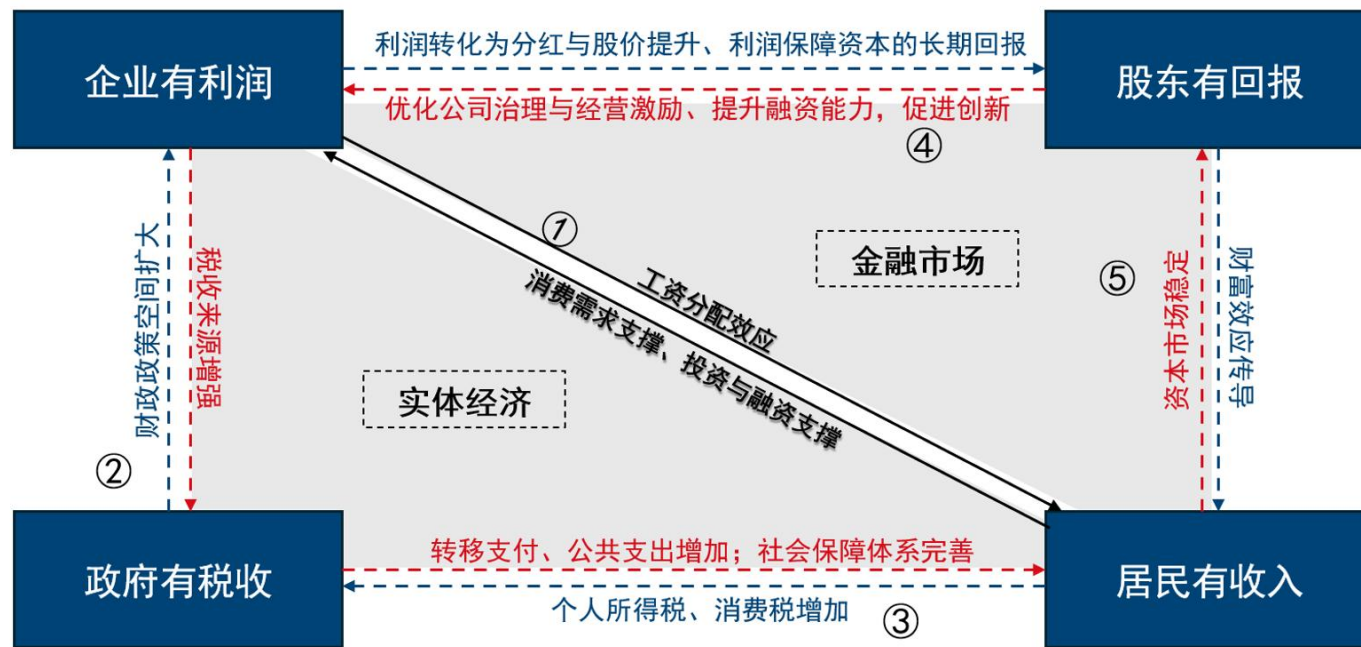
- 企业维持合理利润率，是宏观经济长期增长的关键微观动因与内生动力来源
- 在合理利润率支撑下，政府、企业、居民与资本市场有望形成“创新-收入-消费-回报”的良性循环（“中医”式疗法）

图8：企业维持合理利润率是宏观经济增长的微观动因



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

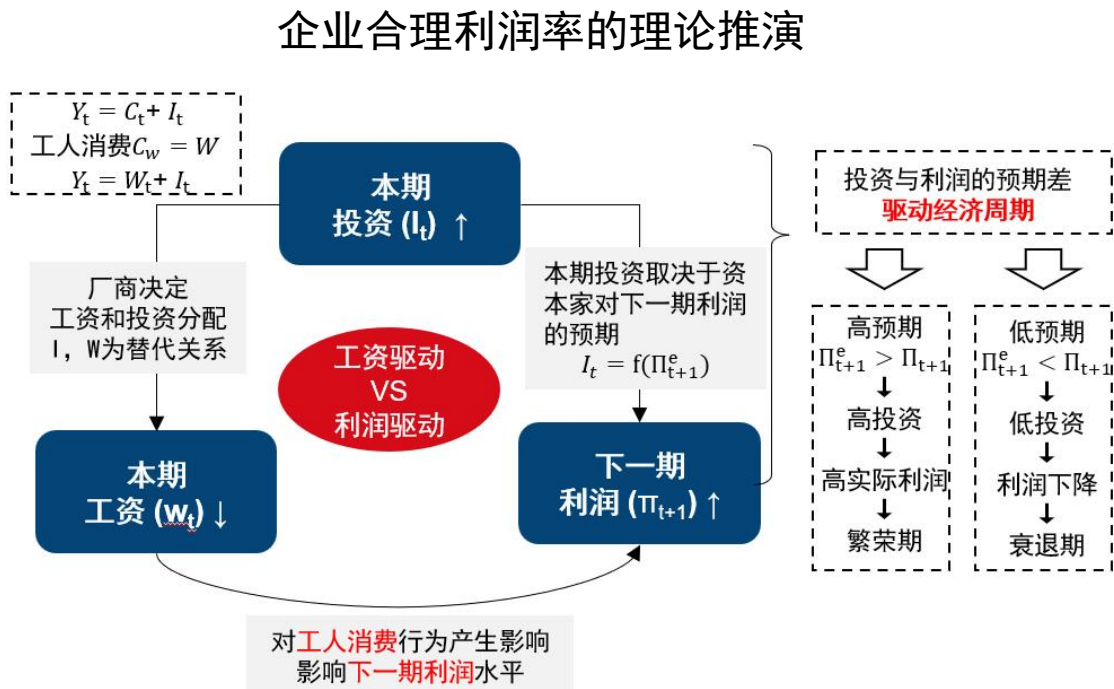
图9：政府、企业、居民、资本市场有望进入良性循环



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

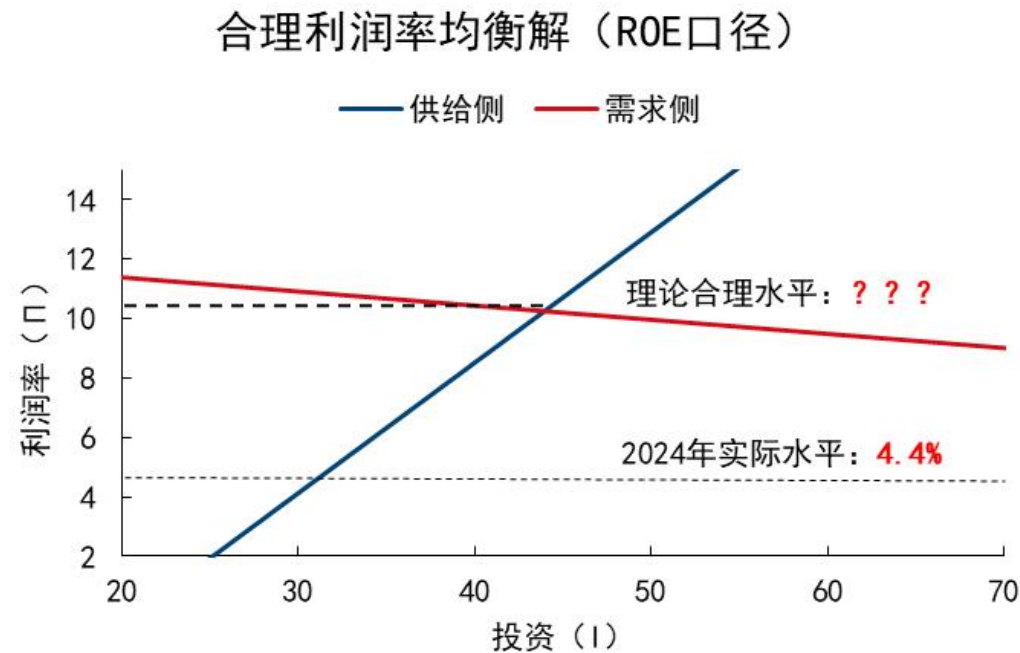
- 以“企业合理利润率”作为宏观政策锚。将利润水平纳入高质量发展的核心目标体系，有助于避免“**过低倾销**”与“**过高垄断**”两端失衡，打破内卷竞争僵局
- 合理利润率并非抽象概念，而是可推演的参数。不同产业的合理区间如何界定值得深入讨论

图10：理论推演企业合理利润率区间



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：不同行业企业合理利润率理论水平测算



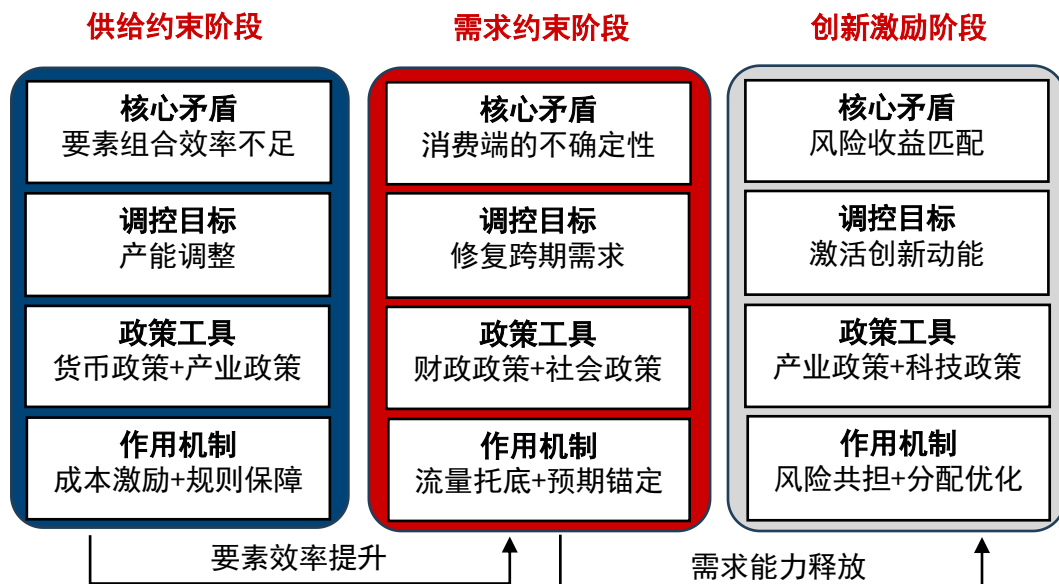
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 举措：以利润率为锚，构建治理框架

- 经济发展阶段不同，核心矛盾随之变化，“稳利润”举措要“对症下药”
- 当前约束更多集中在需求与创新。要在缩小供需缺口、促创新等方面协同发力，例如，将“要素流动便利度”纳入地方考核；再如推动企业财报披露“工资-利润相关性”

图12：从供给到需求再到创新，稳住“合理利润率”要“对症下药”

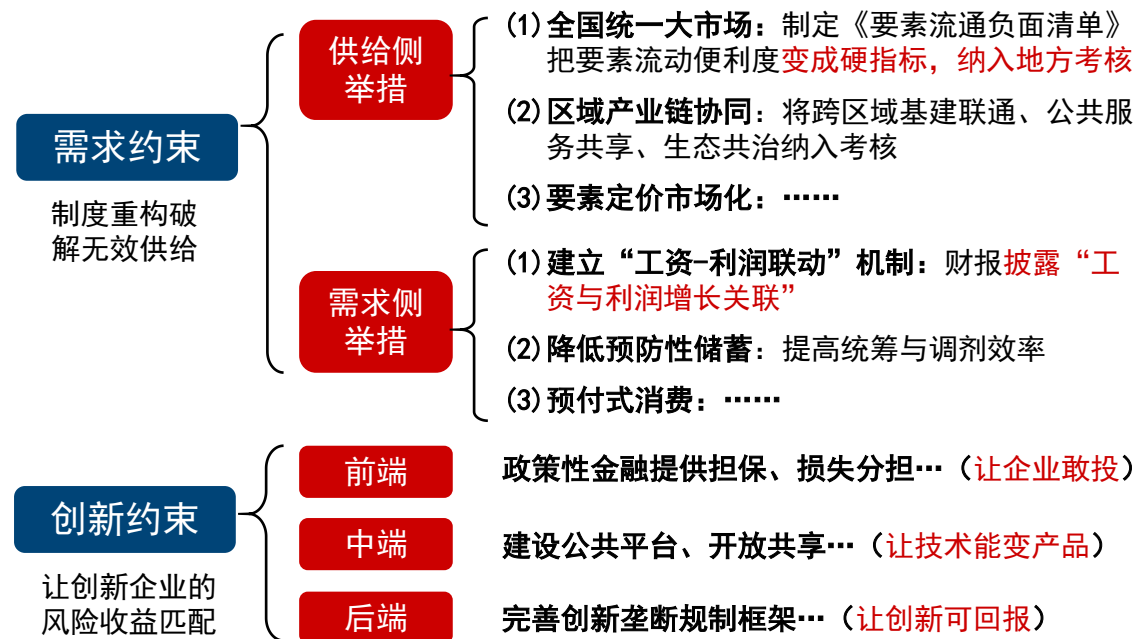
## 经济阶段不同，稳利润举措也要“对症下药”



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图13：当前的核心约束是“需求”与“创新”

## 稳住“企业利润率”的代表性举措



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

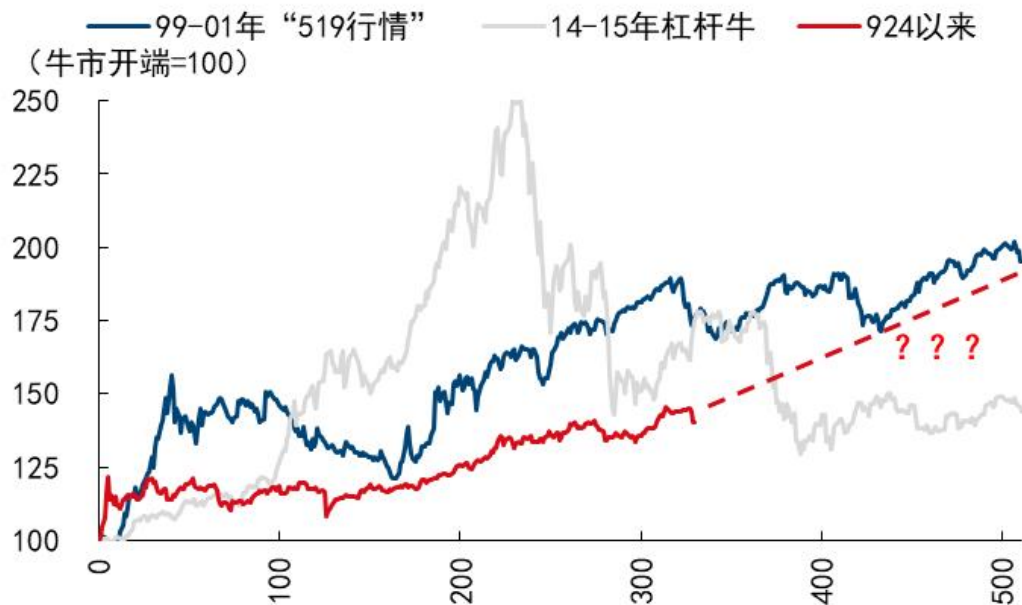
# 愿景：以利润率为锚，促高质量发展

- 宏观愿景：企业有利润，居民有收入，政府有税收，股东有回报
- 资本市场愿景：优化市场资源配置、提升长期资本回报，助推资本市场长期繁荣  
夯实资产收益率基础，增强人民币汇率稳定性，助推人民币汇率稳定和国际化

图14：以利润率为锚，助推资本市场长期繁荣

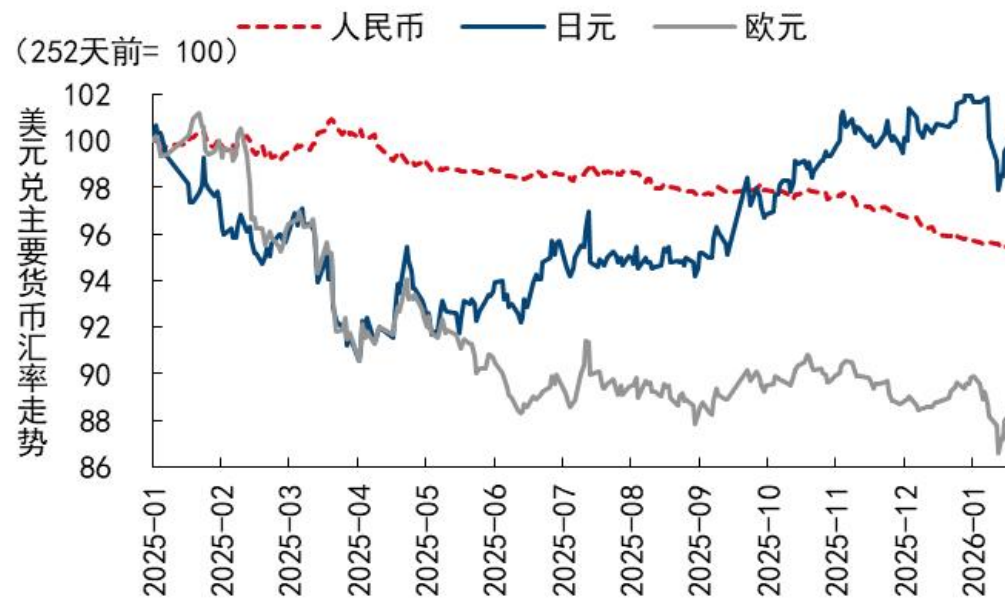
图15：以利润率为锚，助推人民币稳定和国际化

## 助推资本市场进入长牛



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 助力人民币汇率稳定



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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.GSI）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

## 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

GUOSEN SECURITIES

## 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