

策略解读

反内卷，更要买高门槛资产

◆ 策略研究 · 策略解读

证券分析师： 王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

当前市场热议的“反内卷”行情，本质上是困境反转的阶段性博弈，其演进路径呈现出清晰的四阶段特征，即 β （市场系统性机会）与 α （个股超额收益）的交替表现。目前，市场正处于从第一阶段向第二阶段过渡的关键时期，投资逻辑正从普适性的行业供需格局改善预期，转向更具深度的、自下而上的个股挖掘，即寻找那些通过自律实现产能出清或凭借差异化竞争构筑护城河的优质企业。与其在中短期的“反内卷”主题中博弈困境反转，更具战略眼光的投资者应将目光投向那些天然具备“高门槛、高壁垒”，从而能够免疫于“内卷”的领域。我们识别出三大值得长期布局的核心主线：

- “固若金汤”的垄断壁垒型资产：**这类资产凭借天然的或行政许可形成的垄断地位，有效规避了激烈的市场竞争。典型代表如公共事业（电力、水务等）和战略性稀有资源（如稀土），它们拥有稳定的现金流和定价权，是防御性投资的绝佳选择。
- “扬帆出海”的全球竞争力资产：**这类企业通过技术创新、产品独占性或强大的供应链整合能力，成功开拓海外市场，在全球范围内创造了独特的优势赛道。它们不仅打破了国际市场的原有格局，更在全球产业链中占据了不可或缺的地位，主要集中在高端制造和硬科技领域。
- “AI 赋能”的效率革命型资产：**人工智能（AI）技术的发展正在深刻变革传统行业，通过替代重复性、流程化的劳动，显著提升生产效率，从而加速了部分行业的“反内卷”进程，即市场出清和格局优化。关注那些能率先利用 AI 技术降本增效、重塑竞争格局的行业龙头。

观点：

◆ “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。

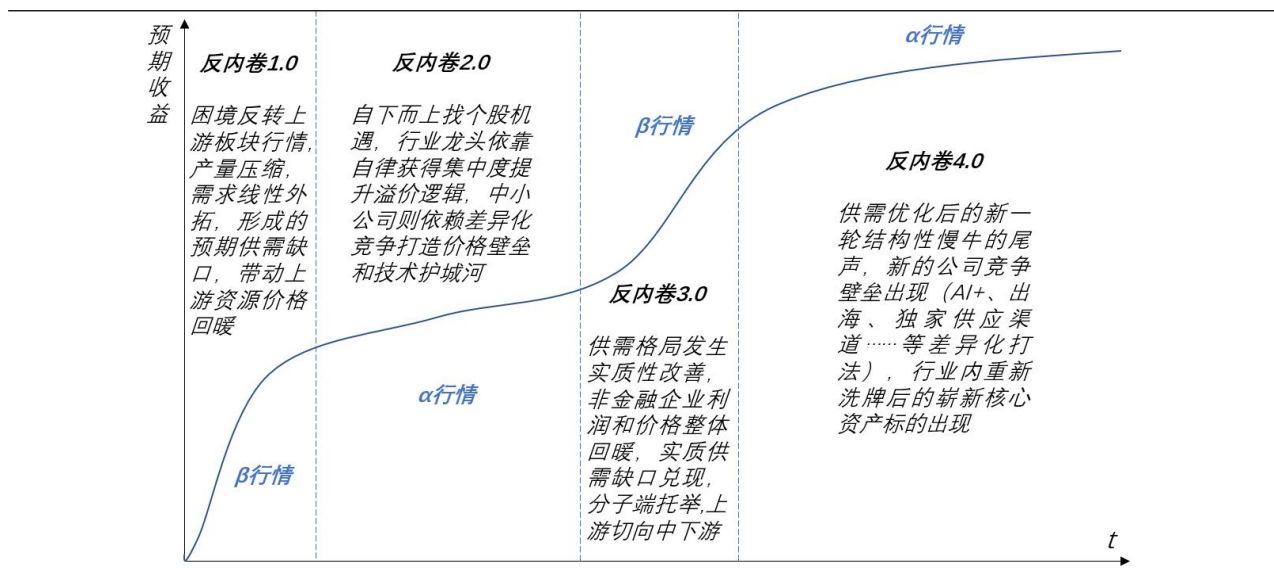
第三阶段（反内卷 3.0）：格局重塑，盈利兑现（ β 行情）当行业经过一轮出清和整合后，供需关系发生实质性的、可验证的改善。供给过剩的局面得到根本性扭转，真实的供需缺口得以兑现。这会带来非金融企业整体利润水平和产品价格的全面回暖，企业盈利（分子端）的改善成为驱动市场上行的核心动力。投资主

线也将从产业链上游向下游传导和扩散，形成新一轮的板块轮动和普涨行情。

第四阶段（反内卷 4.0）：新均衡下的核心资产崛起（ α 行情）这是供需格局优化后，新一轮结构性牛市的后期阶段。市场竞争格局趋于稳定，新的竞争壁垒已经形成。这些壁垒可能来自于技术范式的革新（如“AI+”赋能）、全球化布局的深化（成功出海）、或是供应链体系的重构（掌握独家供应渠道）。在这一过程中，行业内部完成了新一轮的洗牌，一批能够适应新环境、具备全新核心竞争力的企业脱颖而出，成为市场追捧的“新核心资产”，开启其独立的 α 行情。

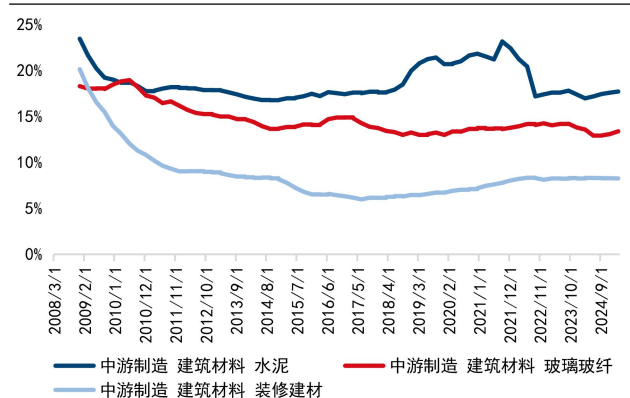
当前市场定位：从 1.0 迈向 2.0 的过渡期：目前，市场正处在从“反内卷 1.0”向“反内卷 2.0”过渡的阶段。这意味着，投资者既要继续关注部分细分赛道（如特种钢、新型建材、碳酸锂等）因供给收缩带来的 β 性机会，更要将研究重心下沉，积极挖掘那些在行业调整中展现出强大 α 基因的优质上市公司。本轮“反内卷”与 2015 年由政策强力主导的“三去一降一补”存在本质区别，它更多依赖于市场自下而上的自律行为，而非行政命令式的去产能。因此，其对大宗商品价格的拉动效应，以及行情演绎的节奏，都与 2021 年的市场环境更为相似。展望后市，个股 α 属性有望超越行业的 β 属性，成为市场核心变量。

图1：反内卷行情的四个阶段



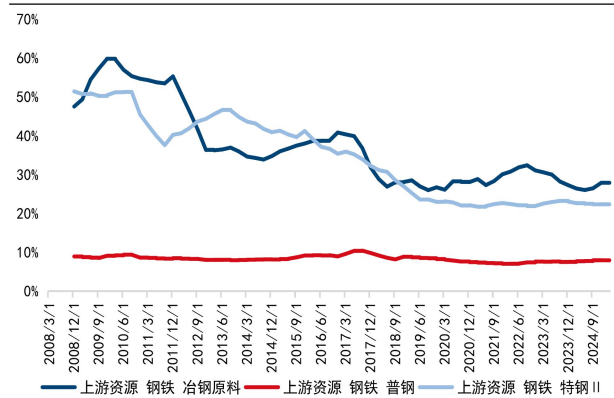
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：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

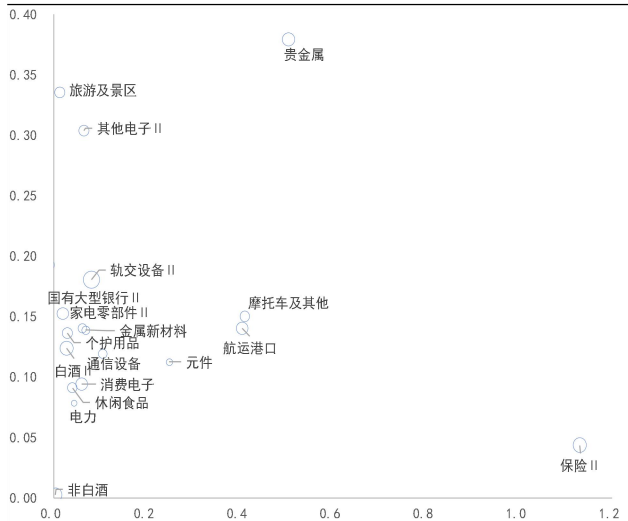
图3：钢铁行业集中度 HHI 演变规律



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

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。

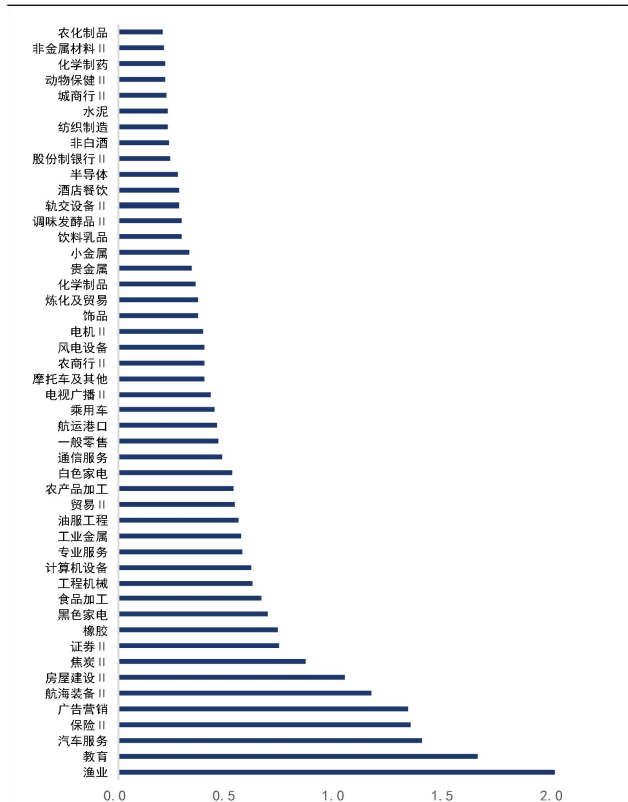
图4：盈利正增长、资本开支向上的行业透视图



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：横轴和纵轴分别代表净利润增速和资本开支增速，面积代表 HHI

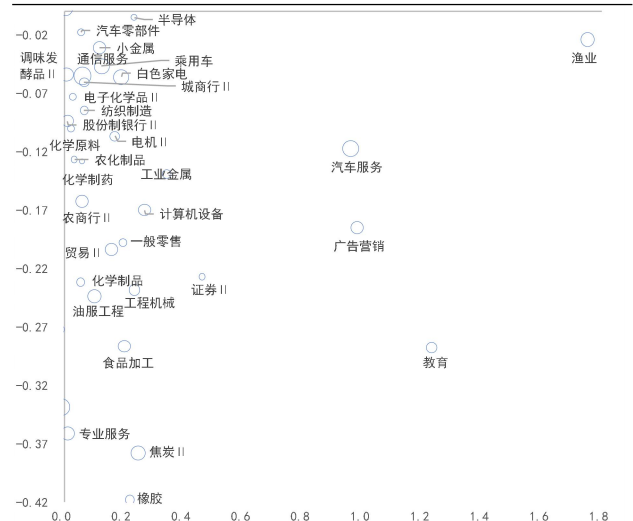
图6：三因子看主要行业资本周期定位（占优）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

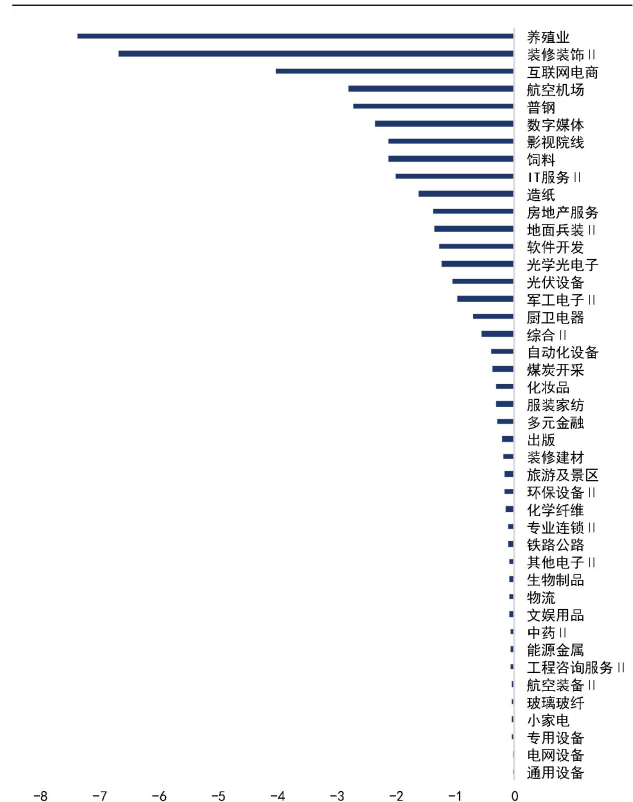
注：三因子=利润增速-资本开支增速+HHI 指数，右图同

图5：盈利正增长、资本开支节约的行业透视图



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7：三因子看主要行业资本周期定位（劣势）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

按照当前资本周期的定位，处于“赚钱不花钱、适度有竞争”的周期推荐阶段二级行业，包括动物保健、元件、通信服务、广告营销、电视广播、航运港口、物流、铁路公路等行业，这些行业共通特征是处在高度竞争后相对成熟出清的生命周期阶段。

◆ 长期主线：聚焦天然高壁垒行业，构建穿越周期投资组合

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。如：1) 公共事业板块（以水电龙头为代表）：这类行业通常拥有政府特许经营权，形成天然的政策护城河，同时提供稳定的股息回报，为投资者提供了坚实的安全垫。其现金流稳定，受经济周期波动影响较小，是典型的防御性资产。2) 战略性稀有资源（以稀土为代表）：在全球经济贸易不确定性加剧的背景下，稀土等战略性资源因其不可替代性和国家战略储备属性，成为最具确定性的投资抓手。近年来，中国稀土开采量占全球比例的回升，以及在出口增速放缓背景下价格的逆势回暖，进一步凸显了其战略安全价值和稀缺性溢价。

图8：反内卷概念困境反转阶段性行情发力



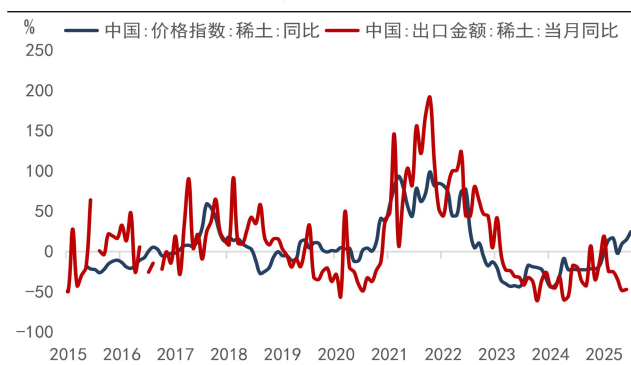
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：垄断型资源品 2021 年以来的行情更具持续性



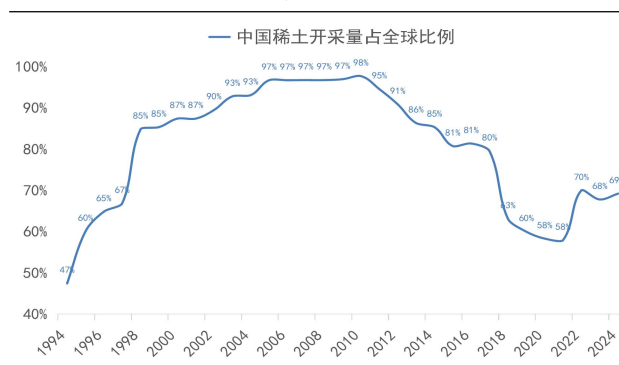
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：稀土出口同比增速放缓，价格增速回暖



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11：稀土作为重要战略储备，在全球不确定性中构成安全壁垒



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

穿越“反内卷”板块的阶段性行情，天然高壁垒行业主要集中在以下三类核心要素的支撑下：1) **牌照壁垒**：需要政府特许经营许可，如金融、电信、军工、医药等特定领域。2) **资源壁垒**：拥有稀缺的自然资源或关键技术资源，如采掘、石油石化等。3) **网络效应壁垒**：具备重资产规模经济和强大的网络效应，如电力、燃气、交通运输等公用事业板块。

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。

图12: 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经营牌照；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。

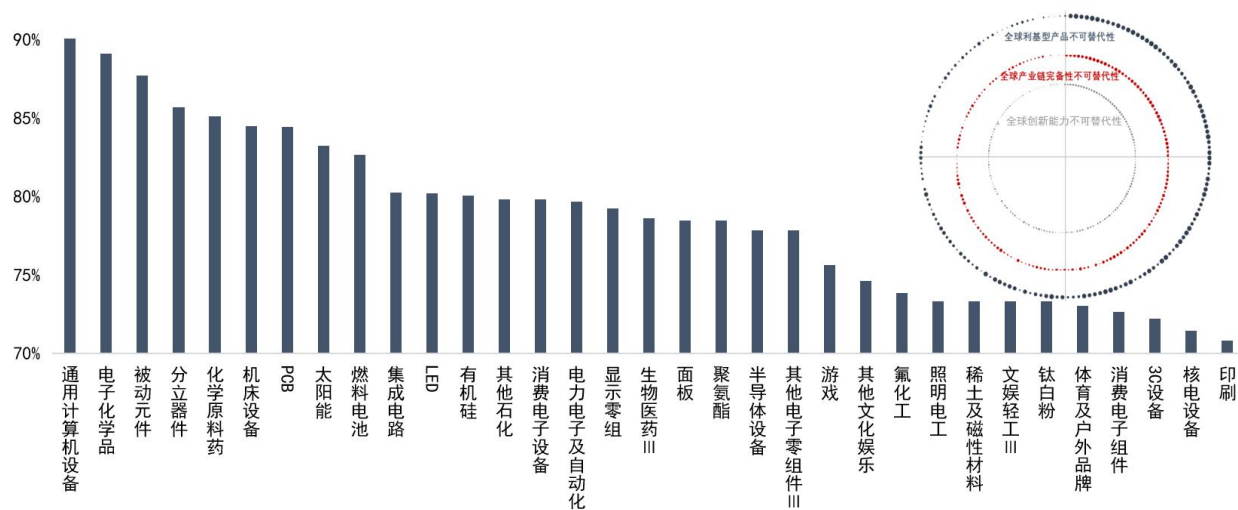
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ “出海破圈”：全球化布局下的“反内卷”新路径

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。

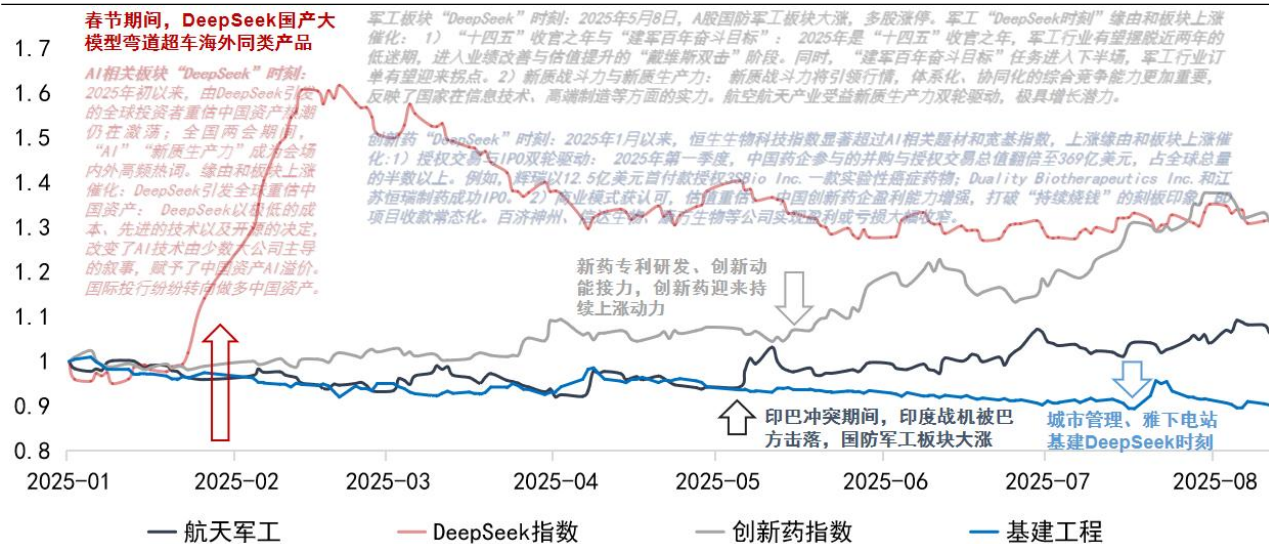
“DeepSeek时刻”是2025年以来A股市场的一个热词，形象地描述了中国相关行业在技术上实现对海外发达市场的赶超，同时凭借成本控制优势提供更具性价比的产品，从而实现“弯道超车”的现象。今年以来，大模型、军工、创新药和基建等领域已相继出现“DeepSeek时刻”行情，预示着中国企业在全球价值链中的地位正逐步提升。

图13：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



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图14：A股“DeepSeek时刻”板块结构性机会复盘



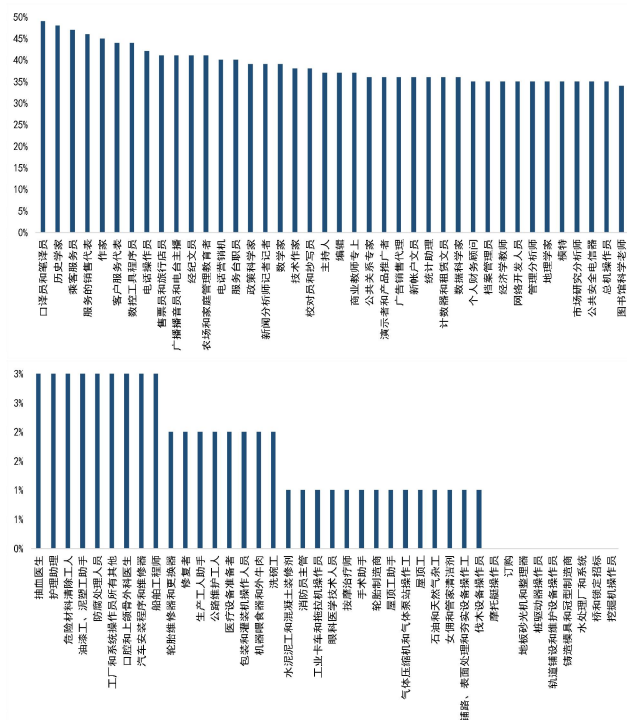
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ AI 赋能：加速行业“反内卷”进程的颠覆性力量

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。教育工作不仅是知识传授，更涉及情感互动和个性化指导；作家的创作则需要独特的创意和对人性的深刻洞察，这些是 AI 短期内难以模仿和超越的。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。尽管这类岗位曾被认为专业性较强，但 AI 在自然语言处理方面的持续进步，使其能够快速处理大量文本，并通过学习优化翻译质量，在标准化翻译场景下展现出强大能力。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15: 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

展望未来，相比于“反内卷”中短期困境反转的机会，更要关注不存在内卷的投资机会，聚焦在三个“高门槛、高壁垒”的方向：其一是“筑高墙”、天然规避内卷的垄断壁垒型行业，如公共事业和稀土等板块；其二是“广积粮”，依靠产品的排他性创造优势赛道、出海创收的优势行业，多集中在硬科技领域；其三关注 AI 对繁琐重复性工作的替代加速部分行业“反内卷”出清速度。上述三类高门槛资产在反内卷阶段主题下可以攻守轮动，兼具安全性和进攻性，蕴含着穿越周期的成长潜力，能够实现攻守兼备的投资组合配置。

图17：上半年热门板块轮动规律



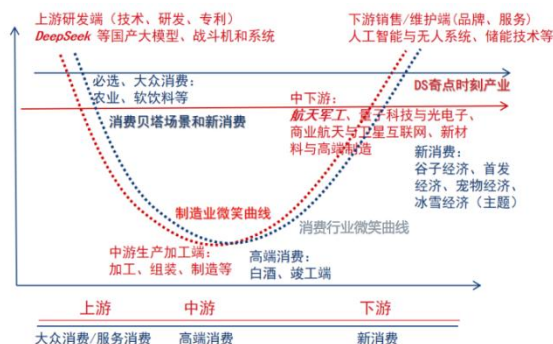
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图16: AI 适用各类工作的完成程度排名



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

图18: 制造业和服务业挖掘“双微笑曲线”



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ **风险提示：**上市企业盈利波动较大；美联储货币政策不确定性；海外地缘政治冲突加剧

相关研究报告：

《策略快评-2025 年 8 月各行业金股推荐汇总》 ——2025-07-30

《策略解读-中国基建的 DeepSeek 时刻》 ——2025-07-22

《AI 赋能资产配置追踪（2025. 7）-AI 提示货币信用体系占优》 ——2025-07-05

《策略快评-2025 年 7 月各行业金股推荐汇总》 ——2025-06-28

《策略快评-2025 年 6 月各行业金股推荐汇总》 ——2025-05-29

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

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