



浦银国际策略观点：“反内卷”政策下的投资机遇

7月1日，中央财经委员会会议强调要“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。在决策层明确整治“内卷式”竞争后，资本市场开启“反内卷”行情。本篇报告将深入探讨“反内卷”政策核心逻辑，对比2015-2018年供给侧改革，分析本轮“反内卷”行情后续演绎及有望受益的板块和个股。

- 为什么要“反内卷”？近年来，在我国经济结构性转型的关键阶段，推动新旧动能转换与产业升级成为重要方向。随着发展推进，市场需求饱和叠加投资集中且缺乏协调，企业为争夺有限市场需求加剧不正当竞争，供需失衡直接导致企业盈利能力受损。因此，“反内卷”政策的深层逻辑，一方面是通过遏制无序竞争，优化产业供给结构，另一方面从需求侧发力提升有效投资和有效消费需求，达到供需结构再平衡，从而改善企业盈利能力与投资回报，为高质量发展扫清障碍。
- 本轮“反内卷”与2015-2018年供给侧改革有一定的相似之处。两者都旨在通过政策引导优化产业结构、提升行业效率。因此，回顾2015-2018年供给侧改革的行情演绎，或会给我们带来一定启示。在政策提出初期，部分产能过剩行业股价承压。随着去产能政策的深入执行，供需关系逐步改善，产品价格回升，相关行业和企业盈利大幅提升。盈利改善带动了股价的显著上涨。当前，本轮“反内卷”行情仍处在政策预期上升驱动的阶段，行情的持续性仍需观察政策落地、产能出清、产能利用率提升、供需结构动态平衡和企业盈利改善等的情况。
- 本轮“反内卷”与供给侧改革仍存在较多不同之处。一是针对的行业范围不同。本轮“反内卷”涉及的行业更广泛，除了传统产业之外，还涵盖光伏、锂电、新能源汽车、互联网电商等多个新兴产业，以中下游行业为主。二是涉及行业中民企占比较大。供给侧改革针对的行业主要以国企为主，而本轮“反内卷”针对的大部分为新兴行业，行业较为分散，民企占比较高。三是本次采取的政策手段将更多元。由于“反内卷”相关行业独特性更强，明确量化目标、大范围采取行政手段推动产能出清未必适用，采取的政策手段会因行业而异，落实难度不小。四是两者的推进路径和侧重点不同。与供给侧改革核心在于化解过剩产能不同，本轮“反内卷”需要供需两端协同发力，但当前仍缺乏像上一轮棚改货币化等强有力的政策支持，面临的挑战更大。
- 本轮“反内卷”行情受益板块与个股：我们预计本轮“反内卷”政策有望带动相关行业的供需关系、企业盈利以及市场表现等多方面改善，那些处于供给出清前期的行业或具有更大的改善空间。随着短期限产转向长期产能削减，钢铁、水泥、有色金属、铝业、化工、生猪养殖等传统周期性行业有望迎来估值修复和盈利改善。而部分新兴产业有望受益于规范竞争，缓解同质化和无序化竞争问题，提升产出效率，比如新能源汽车、互联网电商、锂电、光伏等。我们梳理出有望受益于本轮“反内卷”政策的11个行业中的46个龙头公司供大家参考。
- 投资风险：政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2025年7月29日



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

策略观点

“反内卷”政策下的投资机遇

事件：7月1日，中央财经委员会第六次会议召开。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。自此，包括水泥、煤炭、工程机械等传统行业、及汽车、光伏等新兴行业陆续发布文件或召开座谈会来推进对“内卷式”竞争的整治。7月1日，中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》。7月3日，工信部召开光伏行业制造业企业座谈会，强调依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争。7月10日，国家能源局综合司发布《国家能源局综合司关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》。我们预计，随着“反内卷”相关政策密集出台，该主题行情将持续成为市场关注的焦点之一。

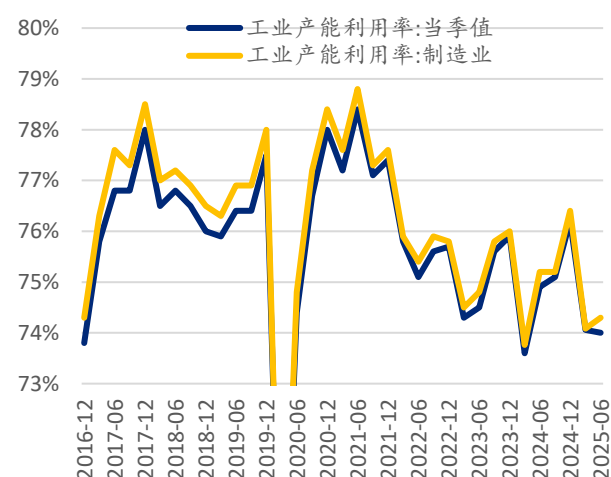
为什么要“反内卷”？

近年来，在我国经济结构性转型的关键阶段，推动新旧动能转换与产业升级成为重要方向。在此过程中，地方政府、企业及市场参与者纷纷加大对新兴产业的投资，初期确实促成了产业的快速发展与规模扩张。

但随着发展推进，问题逐渐显现。市场需求饱和叠加投资集中且缺乏协调，企业为争夺有限市场需求加剧了不正当竞争。部分地方政府因政绩观错位，盲目布局、过度保护本地企业等，进一步助长了同质化竞争。大量企业涌入相同细分赛道，产品与服务趋同，导致企业培育创新的观念与能力受挫，中小企业陷入低价竞争，大企业则通过非主业扩张挤占中小企业空间，竞争焦点从创新和质量转向价格战。过度投资与重复建设使得新兴产业供给远超市场实际需求，产能利用率低下、过剩问题凸显，供需失衡直接导致企业盈利能力受损（图表 1-2）。

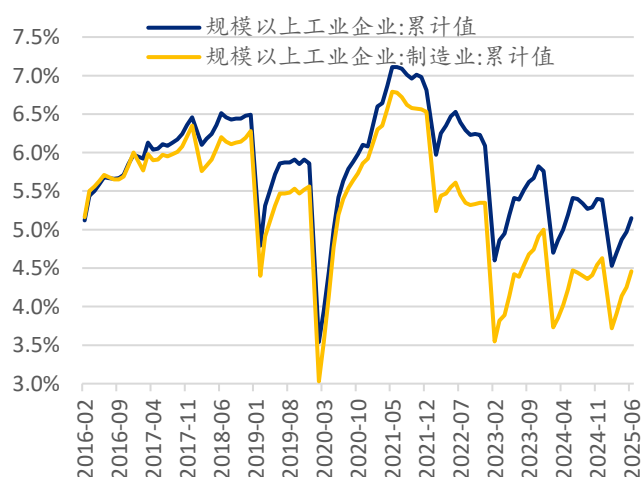
因此，“反内卷”政策的深层逻辑，一方面是通过遏制无序竞争，优化产业供给结构，另一方面从需求侧发力提升有效投资和有效消费需求，达到供需结构再平衡，从而改善企业盈利能力与投资回报，为高质量发展扫清障碍。

图表 1：工业产能利用率



资料来源：iFinD、浦银国际

图表 2：工业企业和制造业营业收入利润率

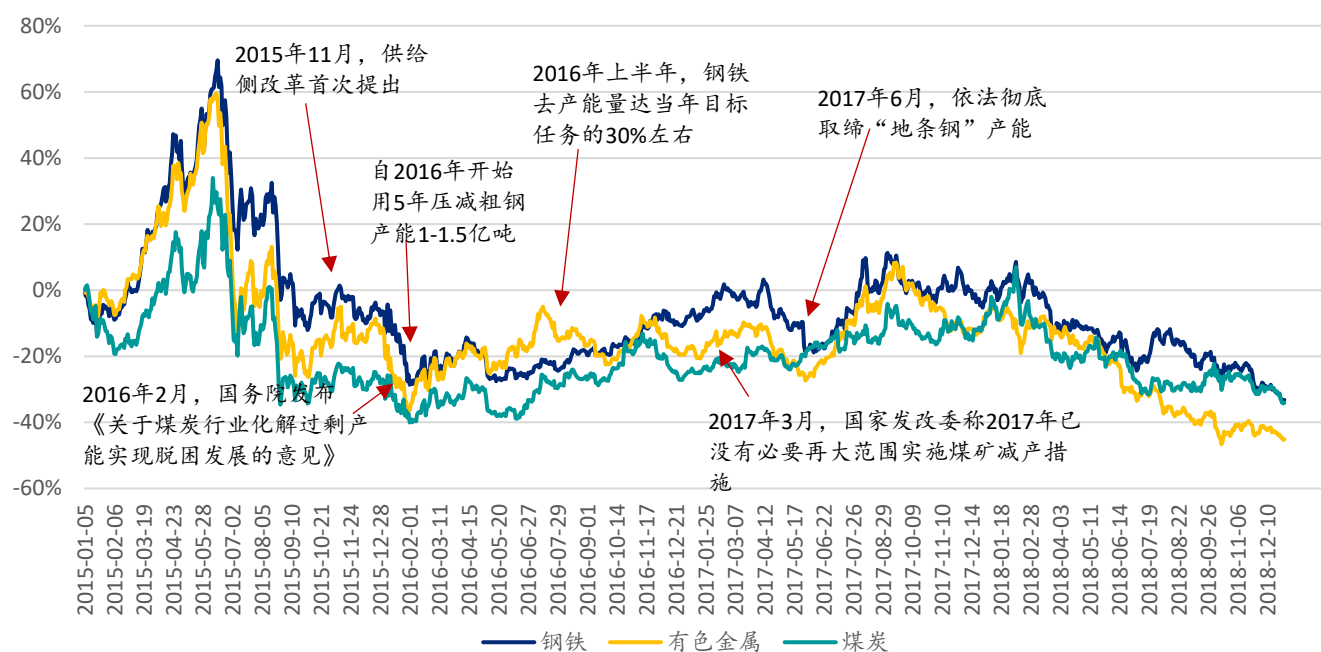


资料来源：iFinD、浦银国际

本轮“反内卷”与 2015-2018 年供给侧改革有一定的相似之处。两者都旨在通过政策引导优化产业结构、提升行业效率。供给侧改革通过去产能、去库存、去杠杆等手段，改善了传统行业的供需关系和盈利能力。本轮“反内卷”主题则更多通过规范市场竞争、鼓励创新、提升社会福利等方式，缓解过度竞争带来的负面影响，最终目标为了实现高质量发展。从政策出台的预期进度上，由于有供给侧改革的经验，预计水泥、煤炭等传统行业出台的速度较快，而新兴产业具体行业政策的出台或需更长的时间。

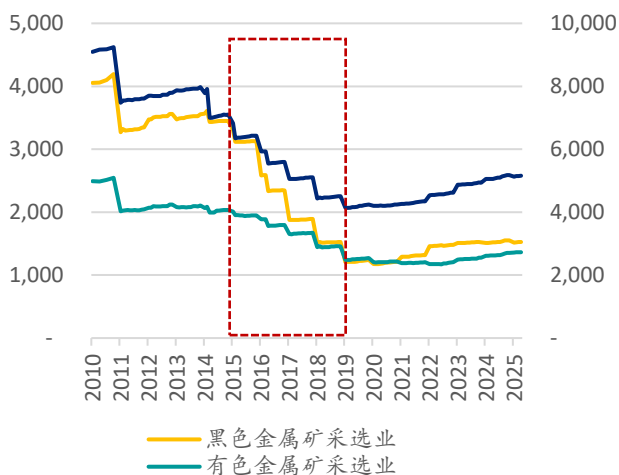
回顾 2015-2018 年供给侧改革行情演绎带给我们的启示。在政策提出初期，市场对去产能的决心和效果存在疑虑，部分产能过剩行业股价承压。随着去产能政策的深入执行，行业供给端收缩，供需关系逐步改善，产品价格回升，相关行业和企业盈利大幅提升。盈利改善带动了周期股（如钢铁、煤炭、有色金属等板块）股价的显著上涨，成为当时市场投资主线（图表 3-5）。随着改革深入，行业集中度提升，部分具备竞争优势的企业持续受益，但整体行情的可持续性最终取决于政策的变化、经济周期的演变以及企业自身转型升级的成效。当前，本轮“反内卷”行情仍处在政策预期上升驱动的阶段，后续行情的持续性仍需观察政策落地、产能出清、产能利用率提升、供需结构动态平衡和企业盈利改善等的情况。

图表 3：复盘 2015-2018 年供给侧改革政策下钢铁、煤炭、有色板块走势对比



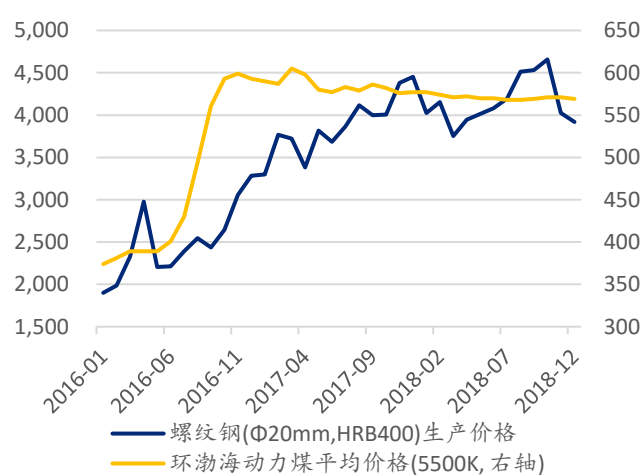
资料来源：iFind，浦银国际

图表 4：2015-2018 年，钢铁、煤炭、有色工业等行业集中度明显提升，企业数量呈下降趋势



资料来源：iFinD、浦银国际

图表 5：自 2016 年年中，钢铁、煤炭价格进入上涨通道



资料来源：iFinD、浦银国际

然而，本轮“反内卷”与 2015-2018 年供给侧改革仍存在较多不同之处：

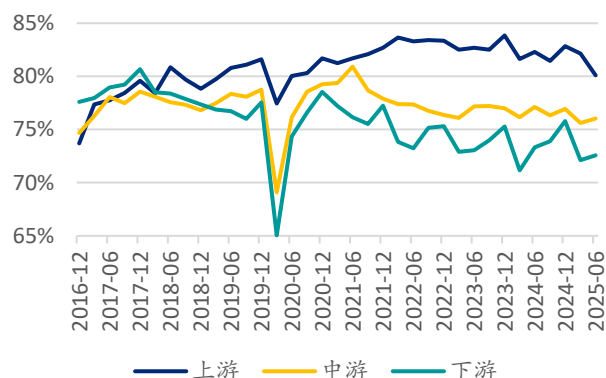
一是针对的行业范围不同。2015-2018 年供给侧改革主要集中在煤炭、钢铁等上游重工业领域，通过行政手段强制去产能。本轮“反内卷”涉及的行业较广泛，除了传统产业之外，还涵盖光伏、锂电、新能源汽车、互联网电商等多个新兴产业，以中下游行业为主（图表 6）。

二是涉及行业中民企占比较大。2015-18 年供给侧改革针对的行业主要以国企为主，而本轮改革针对的大部分为新兴行业，行业较为分散，民企占比较高。具体来看，光伏和锂电行业民企占比最高，约为 95%及以上，新能源汽车约 65%，水泥和钢铁行业偏低，分别为 50%和 35%（图表 7）。

三是本次采取的政策手段将更多元。由于“反内卷”相关的行业大多属于新兴产业，行业独特性更强，比如互联网电商、外卖等行业不存在产能过剩问题。因此，2015-2018 年供给侧改革中，明确量化目标、大范围采取行政手段推动产能出清的历史经验未必适用，采取的政策手段可能会因行业而异，落实难度不小。

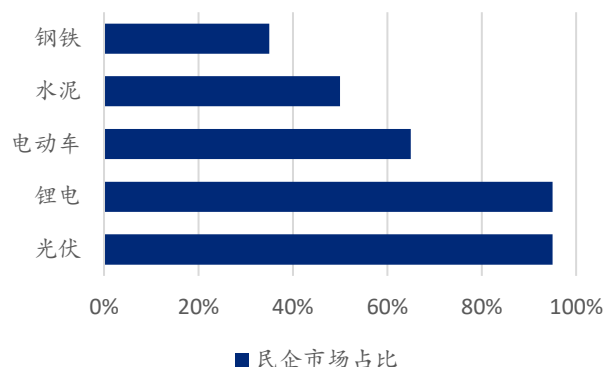
四是两者的推进路径和侧重点不同。与 2015-2018 年供给侧改革核心在于去除过剩产能不同，本轮“反内卷”不仅需要优化供给结构，还需要需求端协同发力，整体难度相对更大。上一轮供给侧改革有棚改货币化等强有力的需求端政策的支撑，既拉动房地产投资及相关产业，又提升居民购买力、释放消费需求。当前，需求端政策的配合主要依赖“消费品以旧换新”等消费补贴，虽能短期刺激消费，但作用范围有限，拉动效应持续难度大，难以提供强需求支撑。而且本轮“反内卷”最终目标在于实现产业结构化升级，从低质低价竞争转为更具创新性、高技术含量、高附加值的高质量发展，这一路径与供给侧改革差异显著，面临的挑战更大。

图表 6：中下游工业企业产能利用率较上游更低



注：上游行业数据为石油和煤炭开采行业的均值，中游行业包括化学纤维、黑色压延、有色压延、纺织业等 9 个行业均值，下游行业为电子设备、汽车制造等 4 个行业均值
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 7：“反内卷”涉及行业企业性质



资料来源：iFinD、浦银国际

本轮“反内卷”行情受益板块与个股：我们预计本轮“反内卷”政策有望带动相关行业的供需关系、企业盈利、以及市场表现等多方面改善，那些处于供给出清前期的行业或具有更大的改善空间。随着供给侧结构性改革从短期限产转向长期产能削减，钢铁、水泥、有色金属、铝业、化工、生猪养殖等传统周期性行业有望迎来估值修复和盈利改善。而部分新兴产业有望受益于规范竞争，缓解同质化和无序化竞争问题，提升产出效率，比如新能源汽车、互联网电商、锂电、光伏等。下面，我们梳理出有望受益于本轮“反内卷”政策的 11 个行业中的 46 个龙头公司供大家参考（图表 8）。

图表 8：“反内卷”行业及龙头公司梳理

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	日均成交额 (百万元)	前瞻市盈率	MTD 表现 (%)
新能源汽车					
比亚迪	002594.SZ	10,400	5,374	22.7	2%
理想汽车	2015.HK	2,269	1,514	28.8	8%
上汽集团	600104.SH	2,036	676	103.1	10%
广汽集团	601238.SH	652	169	95.6	4%
长城汽车	601633.SH	1,691	372	17.1	5%
互联网电商					
阿里巴巴	9988.HK	20,983	10,121	16.6	10%
京东	9618.HK	3,787	1,933	8.7	3%
美团	3690.HK	7,158	7,139	18.2	3%
锂电					
宁德时代	300750.SZ	13,506	5,442	26.2	14%
亿纬锂能	300014.SZ	974	1,045	23.9	4%
国轩高科	002074.SZ	556	2,214	46.1	-2%
璞泰来	603659.SH	402	430	33.8	3%
欣旺达	300207.SZ	421	718	28.7	13%



光伏					
隆基绿能	601012.SH	1,255	1,207	-14.6	10%
协鑫集成	002506.SZ	160	427	233.9	5%
福莱特	601865.SH	381	340	41.1	12%
天合光能	688599.SH	362	370	-10.5	11%
水泥					
海螺水泥	600585.SH	1,255	802	16.7	13%
华新水泥	600801.SH	306	269	13.7	35%
上峰水泥	000672.SZ	88	125	14.0	12%
钢铁					
宝钢股份	600019.SH	1,586	476	21.5	10%
包钢股份	600010.SH	1,141	1,370	431.3	41%
中信特钢	000708.SZ	676	185	13.2	14%
中信金属	601061.SH	405	132	18.1	4%
煤炭					
中国神华	601088.SH	7,297	991	12.8	-8%
中煤能源	601898.SH	1,474	332	8.3	10%
兖矿能源	600188.SH	1,113	352	9.0	7%
山西焦煤	000983.SZ	423	490	13.6	15%
有色金属					
紫金矿业	601899.SH	5,303	2,618	16.4	-1%
洛阳钼业	603993.SH	1,928	1,371	14.5	8%
北方稀土	600111.SH	1,448	3,569	144.2	61%
江西铜业	600362.SH	708	497	11.9	0%
云南铜业	000878.SZ	276	503	21.8	6%
铝业					
中国宏桥	1378.HK	1,807	504	8.3	18%
中国铝业	601600.SH	1,251	968	10.7	8%
南山铝业	600219.SH	472	387	9.8	6%
云铝股份	000807.SZ	562	617	12.7	-3%
化工					
万华化学	600309.SH	1,940	1,588	14.9	16%
宝丰能源	600989.SH	1,171	548	18.5	-2%
恒力石化	600346.SH	1,093	213	15.5	11%
盐湖股份	000792.SZ	985	695	21.1	10%
荣盛石化	002493.SZ	929	171	128.2	13%
生猪养殖					
牧原股份	002714.SZ	2,641	1,423	14.8	15%
温氏股份	300498.SZ	1,198	660	13.0	6%
海大集团	002311.SZ	918	506	20.4	-8%
新希望	000876.SZ	448	285	94.7	6%

注：数据截至 2025 年 7 月 28 日。7 月以来表现为 2025 年 7 月 1 日至 7 月 28 日。计价货币为人民币。

资料来源：iFinD、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

