

策略周思考

“内卷式”消灭 1 到 2 倍市净率和“反内卷”行情

核心观点

从微观估值结构看近期市场特征：内卷式消灭 1-2 倍市净率。4 月 7 日区间低点，PB 在 2 倍以下的个股占比在 45%左右，截至 7 月 25 日，PB 在 2 倍以下的个股占比快速降至不足 30%。部分投资者认为当过往长期正确的杠铃策略超额收敛、杆资产阶段性崛起、高低切频繁演绎的过程中，市场是否会内卷式消灭 1-2 倍 PB 个股，轮动遍历拔估值最终驱动指数继续创新高。从历史复盘情况看，近 10 年来仅有 2015-2015 年实现了 1-2x PB 个股的全方位消灭，但彼时的拔估值更依赖于杠杆资金的活跃；2020-2021 年期间，1-2x PB 个股占比阶段性减少后企稳，估值分布稳态达成与杠杆资金稳态运行基本同频；指数向上过程中，不出现系统性消灭“1-2x PB 个股”而是完成估值结构纺锤形进一步强化的例外情况发生在 2016-2018 年，龙头崛起的过程中，市场赚钱效应是“聚焦”而非“扩散”，因此并未出现所谓的系统性消灭低估值个股的过程。

“系统性消灭 1-2x PB”的必要不充分条件包括：1) 赚钱效应不断扩散 2) 增量资金脉冲，较为典型的增量资金包括两融和散户；3) 各类风格的基本面预期同向。“分子端盈利弱、纯估值驱动”的行情中，更容易出现没有低估个股的泡沫化结局，即“银行>1x PB，其他大于 2x PB”。“反内卷”行情爆发也是消灭各自板块内 1 倍以下&1-2 倍 PB 个股的过程，向后看，中上游行业内卷式拔估值或率先进入稳态模式，作为跨行业高层次政策主题，后续分化轮动上涨过程中核心主线拔估值的时间更长、空间更大。

对于反内卷，第一轮相对全 A 最大超额在 20 个百分点附近，重资产行业“反内卷”下的两阶段超额演绎路径为：“ROA→，PB↑”到“ROA↑，PB→”。以 2016 年反内卷行情为参考系，2015 年末至 2016 年 1 月、2016 年 2-4 月，煤炭、钢铁、有色出现了相对全 A 跑赢近 16 个百分点以上的情况，超额收益的第一轮抢跑更多发生在政策未正式出台前，亦或是出台后的头一个月，主题驱动阶段股价领先商品价格。拉长时间看，多数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，但幅度无法先行确认。以煤炭为例，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。

第二波主升浪超额收益模式探讨：“仅亏利润”>“亏利润+亏现金”。对于原本自身盈利的企业而言，全周期内波动率更低但无法跑出超额。上一轮供给侧结构性改革期间，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。聚焦当前反内卷核心行业，光伏硅料硅片、电池、组件既亏利润也亏现金流，供给端限制底部价格情况下主升浪超额由需求端边际变化决定；水泥企业头部盈利，整体亏利润+现金流，关注行业内部亏利润但不亏现金流的企业；火电仅有部分两广企业亏损，行业自律叠加渠道商价格约束下，估值有望稳步抬升。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性，文中所列指数仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

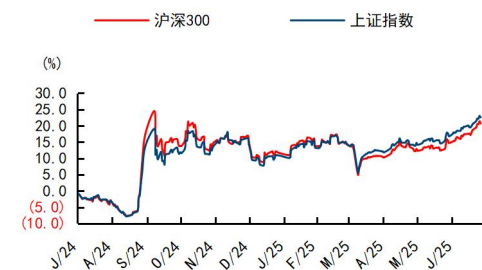
策略研究 · 策略专题

证券分析师：陈凯畅 021-60375429
 chenkaichang@guosen.com.cn
证券分析师：王开 021-60933132
 wangkai8@guosen.com.cn
 S0980523090002 S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	6953.67/6.91
创业板/月涨跌幅 (%)	2340.06/9.94
AH 股价差指数	123.52
A 股总/流通市值 (万亿元)	87.03/79.62

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

《策略周思考-莫在一思停》——2025-07-20
 《ESG 热点周聚焦 (7 月第 3 期) - 绿色金融，产融协同》——2025-07-20
 《低利率时期如何做绝对收益投资?》——2025-07-19
 《ESG 热点周聚焦 (7 月第 2 期) - 创业板综指引入 ESG 负面剔除机制》——2025-07-13
 《策略专题 - “反内卷”与资本周期》——2025-07-13

内容目录

“内卷式”消灭 1-2 倍市净率还能持续多久	4
行业反内卷的演绎模式与相关线索	7
风险提示	12

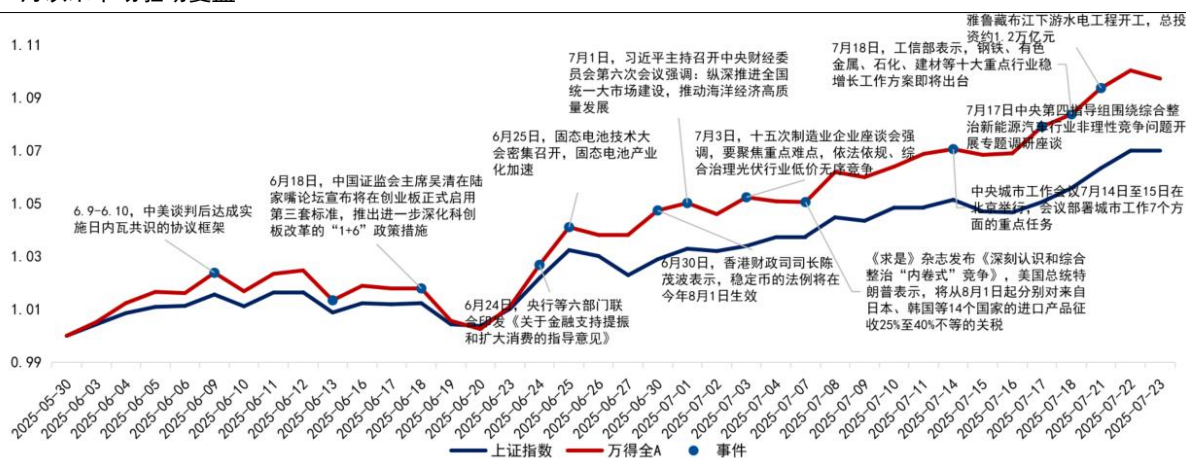
图表目录

图1: 6月以来市场驱动复盘	4
图2: 本轮市场上涨期间, 1-2x PB 个股占比快速下降	4
图3: 3x PB 及以下个股近一个月整体涨幅领先	4
图4: 2014-2015 年快速消灭“1-2x PB”演绎过程	5
图5: 融资买入额斜率呈三阶段变化	5
图6: 2020-2021 年消灭“1-2x PB”演绎过程	5
图7: 融资买入额仅有阶段性脉冲	5
图8: 2019 年初至 4 月市场的第一波上涨期间估值结构变化	6
图9: 2016-2018 年初的慢牛过程中, 估值呈纺锤形分布	6
图10: 反内卷行情中行业个股 PB 分布	6
图11: 中国煤炭量价情况	7
图12: 中国钢铁量价情况	7
图13: 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	7
图14: PB 在 0.5-2x 的煤炭股估值与 16 年 2-4 月最大涨幅	8
图15: 煤炭长期估值与 ROA 关系演绎	8
图16: 煤炭 2016-2018 年初全阶段, 仅亏利润组表现更好	8
图17: 钢铁 2016-2018 年初全阶段, 仅亏利润组表现更好	8
图18: 反内卷细分行业利润&现金流组合情况-建材	9
图19: 反内卷细分行业利润&现金流组合情况-光伏	10
图20: 反内卷细分行业利润&现金流组合情况-基础化工(部分)	11
图21: 反内卷细分行业利润&现金流组合情况-火电	11

“内卷式”消灭 1-2 倍市净率还能持续多久

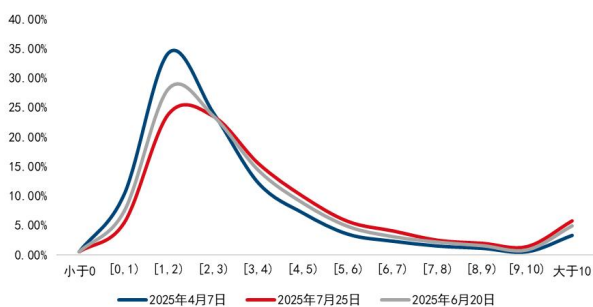
当前 1-2x PB 个股数量占比快速降至 23%，消灭 1-2x PB 的过程持续进行。从全市场微观估值结构看，本轮一个重要的特征便是消灭“1-2x PB”个股，4 月 7 日区间低点，PB 在 2 倍以下的个股占比在 45% 左右，截至 7 月 25 日，PB 在 2 倍以下的个股占比快速降至不足 30%。7 月 16 日以来，工信部十大重点行业稳增长、反内卷工作方案叠加雅下水电开工事件驱动，市场赚钱效应进一步提升。除了事件驱动相关板块的快速上涨外，自下而上看“1-2”倍 PB 的个股整体表现同样相对靠前，我们尝试复盘主升浪期间估值层面的微观结构变化，从中提炼相对可复制、可执行的经验规律。

图1：6 月以来市场驱动复盘



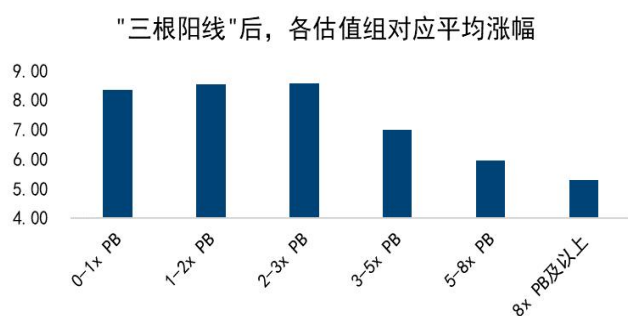
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：本轮市场上涨期间，1-2x PB 个股占比快速下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：3x PB 及以下个股近一个月整体涨幅领先

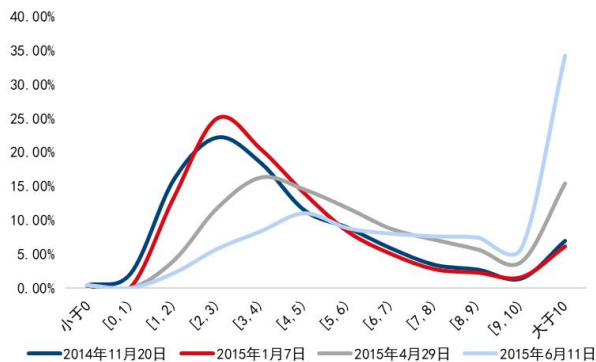


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2014 到 2015 年，1-2x PB 个股的“全方位消灭”更依赖于杠杆资金的活跃。2014 年两会后市场整体单边上行，但是实质上的全方位拔估值发生在 2015 年 1 月以后，整体上看，投资者快速加杠杆是“1-2x PB 全方位消灭”的本质原因。2014 年底以来融资买入额的斜率呈现三阶段变化，在相对平缓的阶段（2014. 11-2015. 1），期间“1-2x PB”个股占比仅从 16% 降至 13.5% 附近，2015 年 3 月至 6 月，两融余额从 1.2 万亿上升至 2.2 万亿以上的过程中，日均融资买入额同样快速上涨至 2000 亿+，PB 在 1-2 倍的个股数量占比从 13.5% 快速下降至 4%，并于 6 月降至 2%。

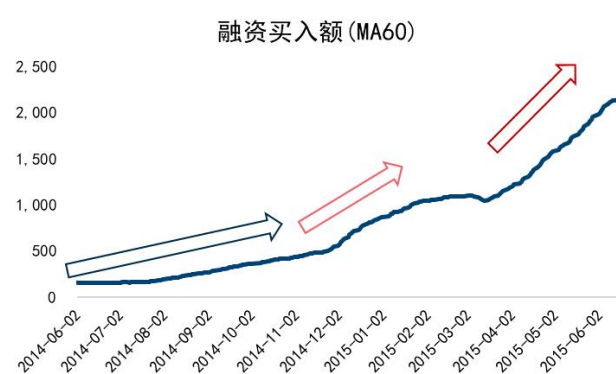
2020-2021 年期间，1-2x PB 个股占比阶段性减少，估值分布稳态达成与杠杆资金稳态运行基本同频。仅仅从估值分布的角度看，2020 年 7 月的阶段性高点与 2021 年 9 月、2021 年 12 月的两个高点估值分布基本一致，2020-2021 两年震荡向上的过程中，仅仅是脉冲式消灭 1-2xPB 个股，在 2021 年 9 月、2021 年 12 月 1-2 倍 PB 个股数量占比基本与 2020 年 7 月的第一个阶段高点相近。

图4：2014-2015 年快速消灭“1-2x PB”演绎过程



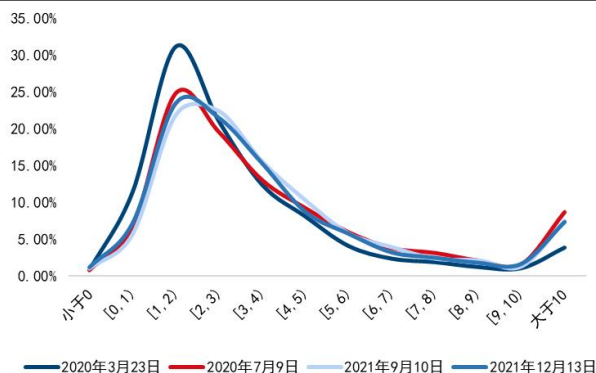
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：融资买入额斜率呈三阶段变化



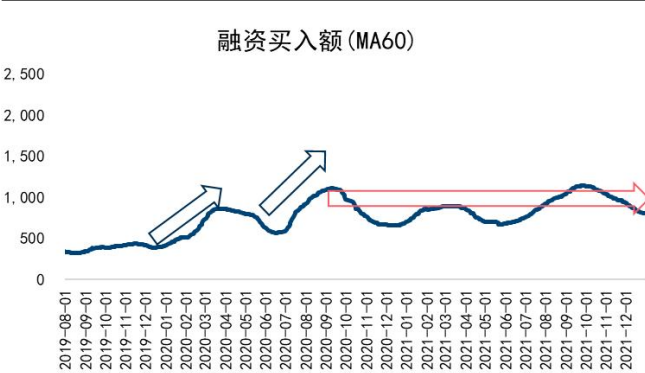
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2020-2021 年消灭“1-2x PB”演绎过程



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

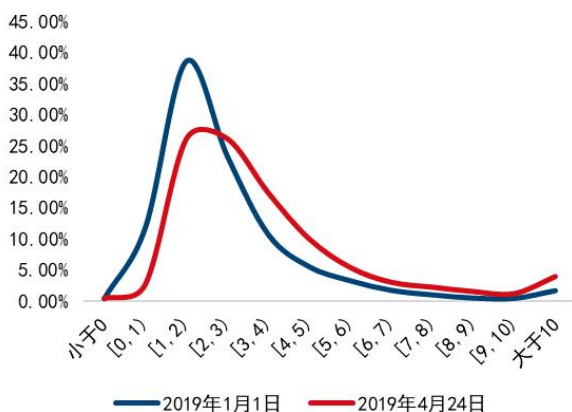
图7：融资买入额仅有阶段性脉冲



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

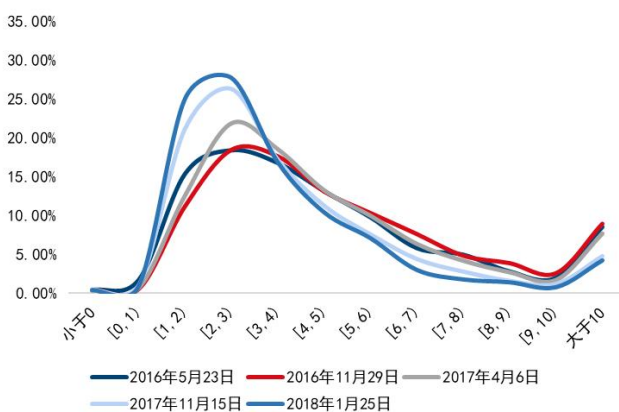
一轮相对顺畅“指数慢牛行情”中，不一定出现系统性消灭 1-2x PB 的过程。2016 年至 2018 年初的慢牛行情，风格上完全偏向大盘，在“供给侧结构性改革+棚改货币化”驱动下，ROE 向上，大盘价值、大盘成长拔估值、小盘、微盘受制于前期外延式并表扩张带来的即期增速持续性存疑而“杀估值”，大小盘在基本面修复和估值变化路径上的背离最终呈现到全 A 层面的结果是高 PB 小微盘和低 PB 超大盘的均值回归，比例上 1-2x PB 个股数量甚至有所提升。另一个“指数越涨、低 PB 个股越多”现象背后的原因在于，2017 年的市场行情非常割裂，向上的指数背后是失真的个股赚钱效应，大盘全年跑赢全部个股收益率均值近 20pct。传统行业产能集中、龙头崛起的过程中，市场赚钱效应是“聚焦”而非“扩散”，因此并未出现所谓的系统性消灭低估值个股的过程。

图8: 2019年初至4月市场的第一波上涨期间估值结构变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

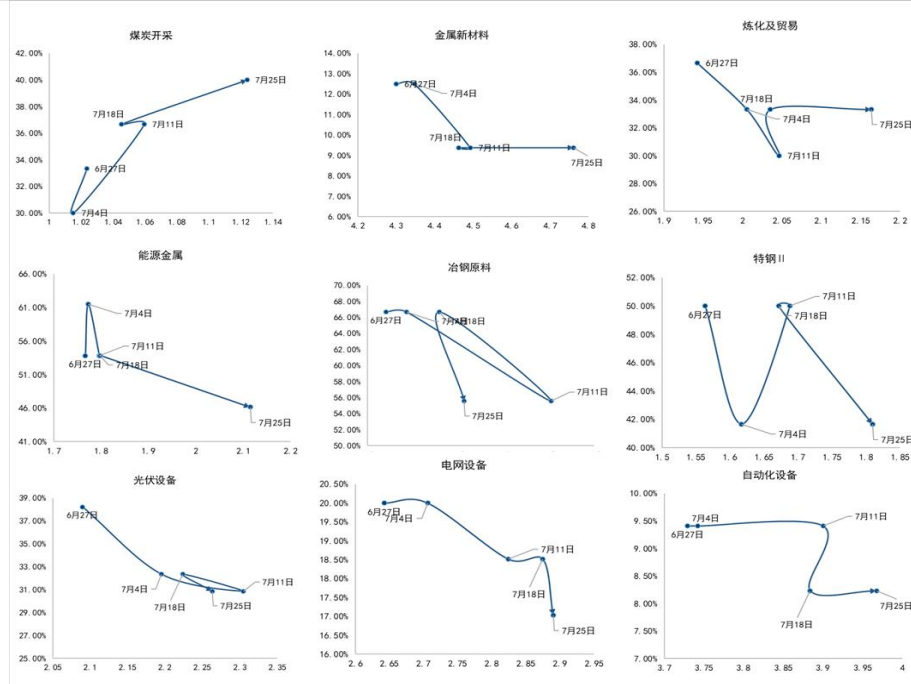
图9: 2016-2018年初的慢牛过程中, 估值呈纺锤形分布



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从过往的案例梳理和内在运行规律看, “系统性消灭 1-2x PB” 的必要不充分条件包括: 1) 赚钱效应不断扩散, 即轮动可以加快, 但不能出现阶段性 “泥沙俱下” 的调整行情; 2) 增量资金脉冲, 较为典型的增量资金包括两融和散户; 3) 各类风格的基本面预期同向, 盈利向上过程中大盘相对小盘在 ROE 边际变化斜率上无明显优势, 或是 “分子端盈利弱、纯估值驱动” 的行情中, 更容易出现没有低估个股的泡沫化结局, 即 “银行 $\geq 1x$ PB, 其他大于 $2x$ PB”。 “反内卷” 行情爆发也是消灭各自板块内 1 倍以下 & 1-2 倍 PB 个股的过程, 向后看, 中上游行业内卷式拔估值或率先进入稳态模式, 作为跨行业高层次政策主题, 后续分化轮动上涨过程中核心主线拔估值的时间更长、空间更大。

图10: 反内卷行情中行业个股 PB 分布

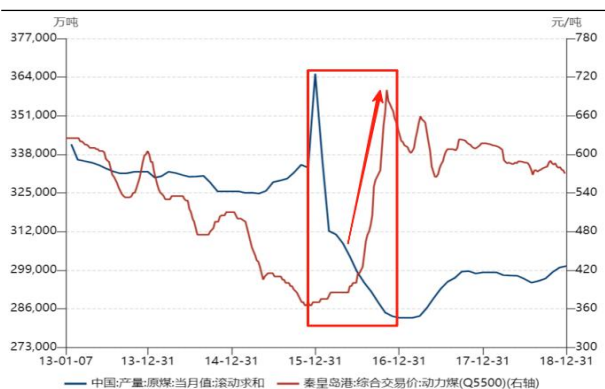


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

行业反内卷的演绎模式与相关线索

上一轮供给侧结构性改革的重要节点是 2016 年，以煤炭为代表的行业量价趋势逆转明显。回顾以煤炭、钢铁为代表的行业在上一轮供给侧结构性改革过程中的演绎路径，不难发现，产能富余共识形成时间往往早于顶层设计出台 1-2 年，例如在 2013 年期间国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于促进煤炭行业平稳运行的意见》已明确提出“煤炭行业产能严重过剩”，在 2013-2015 年期间力度一般的脉冲性政策并未实质性解决供给富余的问题，2016 年《国务院关于煤炭行业化解产能过剩实现脱困发展的意见》，通过刚性约束煤炭供给，才是煤炭行业“量价逆转”的催化剂。而钢铁、有色金属整体的逻辑也类似，《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》《国务院办公厅关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》等文件的发布显著提振板块风偏。

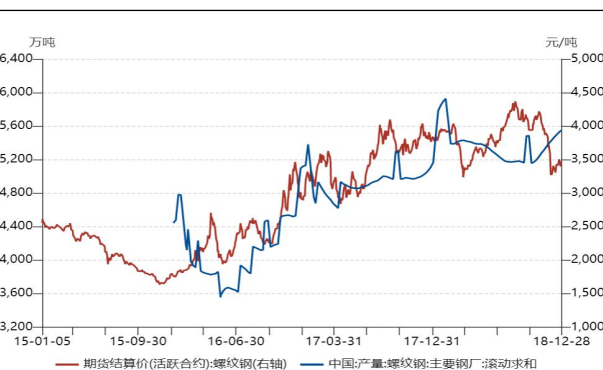
图11：中国煤炭量价情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：滚动 12 个月求和产量

图12：中国钢铁量价情况

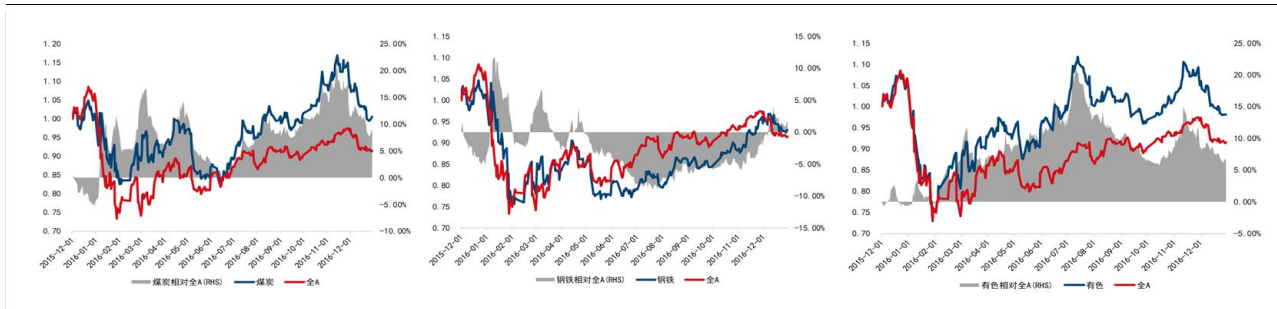


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：滚动 52 周求和

政策重点提及行业（如煤炭、钢铁）第一轮上涨过程中相对全 A 的最大超额大约在 20 个百分点附近。钢铁、煤炭等行业相对全 A 跑出短期超额的进程极快，2015 年末至 2016 年 1 月中上旬，煤炭、钢铁相对全 A 分别跑赢 16.18%、17.06%，而后开始出现超额收益收敛，阶段性最大跑输超过 20pct。这一段更多属于抢跑政策过程中的定价，政策未正式推出前往往出现 1-2 轮这样的抢跑，可以是下跌过程中提前止跌，亦或是反弹过程中的展现弹性。2 月 1 日纲领性政策出台后，2 月至 4 月中旬更多是主题驱动阶段，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。

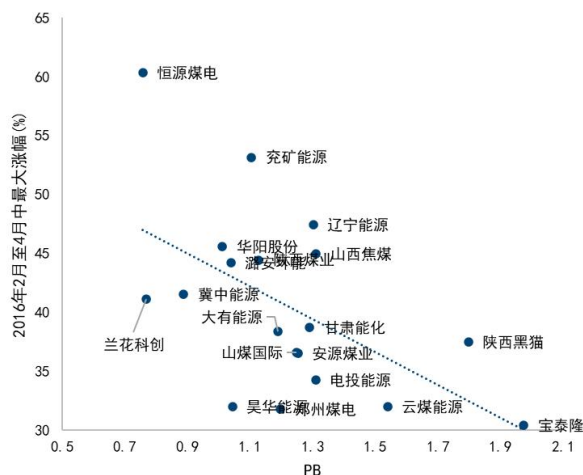
图13：煤炭、钢铁、有色 2016 年供给侧结构性改革第一波超额收益及后续演绎



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

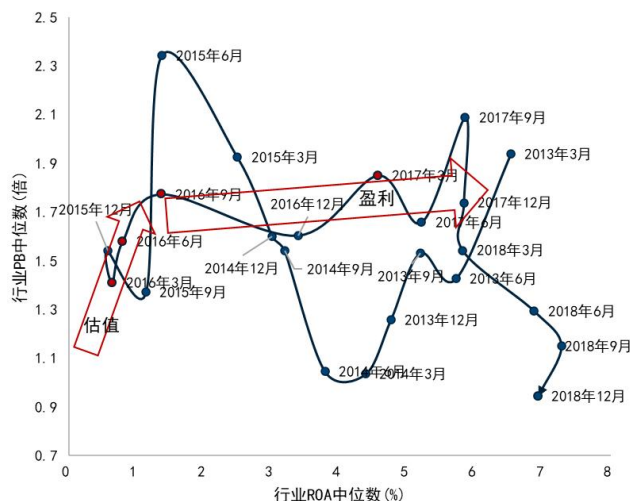
重资产行业“反内卷”下的两阶段超额演绎路径为：“ROA→，PB↑”到“ROA↑，PB→”。不同于综合评价股东回报和企业估值水平校准的PB-R0E框架，对重资产行业营运效率的分析可以观测ROA的变化路径，拉长时间看，行业在供给侧结构性改革政策推出2个季度后迎来基本面修复，报表端确认相较于煤价反弹大约滞后一个季度左右，2016年Q3往后，行业自身PB中枢维持相对稳定，ROA中枢快速提升，第二波超额由盈利驱动。

图14: PB在0.5-2x的煤炭股估值与16年2-4月最大涨幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

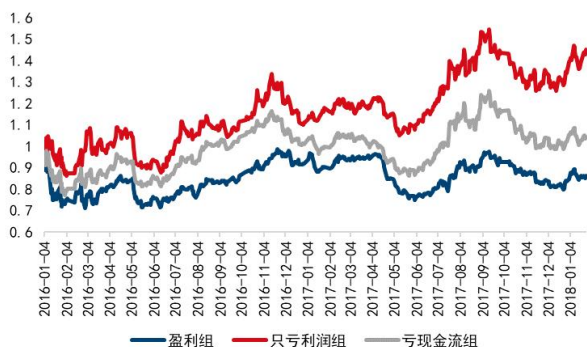
图15: 煤炭长期估值与ROA关系演绎



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

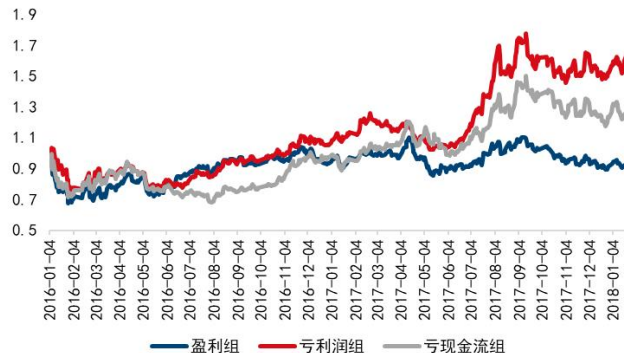
从长期超额收益情况看，“仅亏利润”强于“亏利润+亏现金”。我们基于2015年Q3、Q4的财报利润和经营性现金流量净额将煤炭、钢铁企业的截面运行状态划分为“盈利”、“仅亏利润”和“亏利润+亏现金”，上一轮供给侧结构性改革期间，对于原本自身盈利的企业而言，实质性刺激相对较小，全周期内波动率更低但无法跑出超额；钢铁和煤炭行业三组样本一致的节奏特征是，仅亏利润、不亏现金流的样本组合长期表现强于反内卷初始阶段既亏利润又亏现金流的公司。

图16: 煤炭 2016-2018 年初全阶段，仅亏利润组表现更好



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 钢铁 2016-2018 年初全阶段，仅亏利润组表现更好

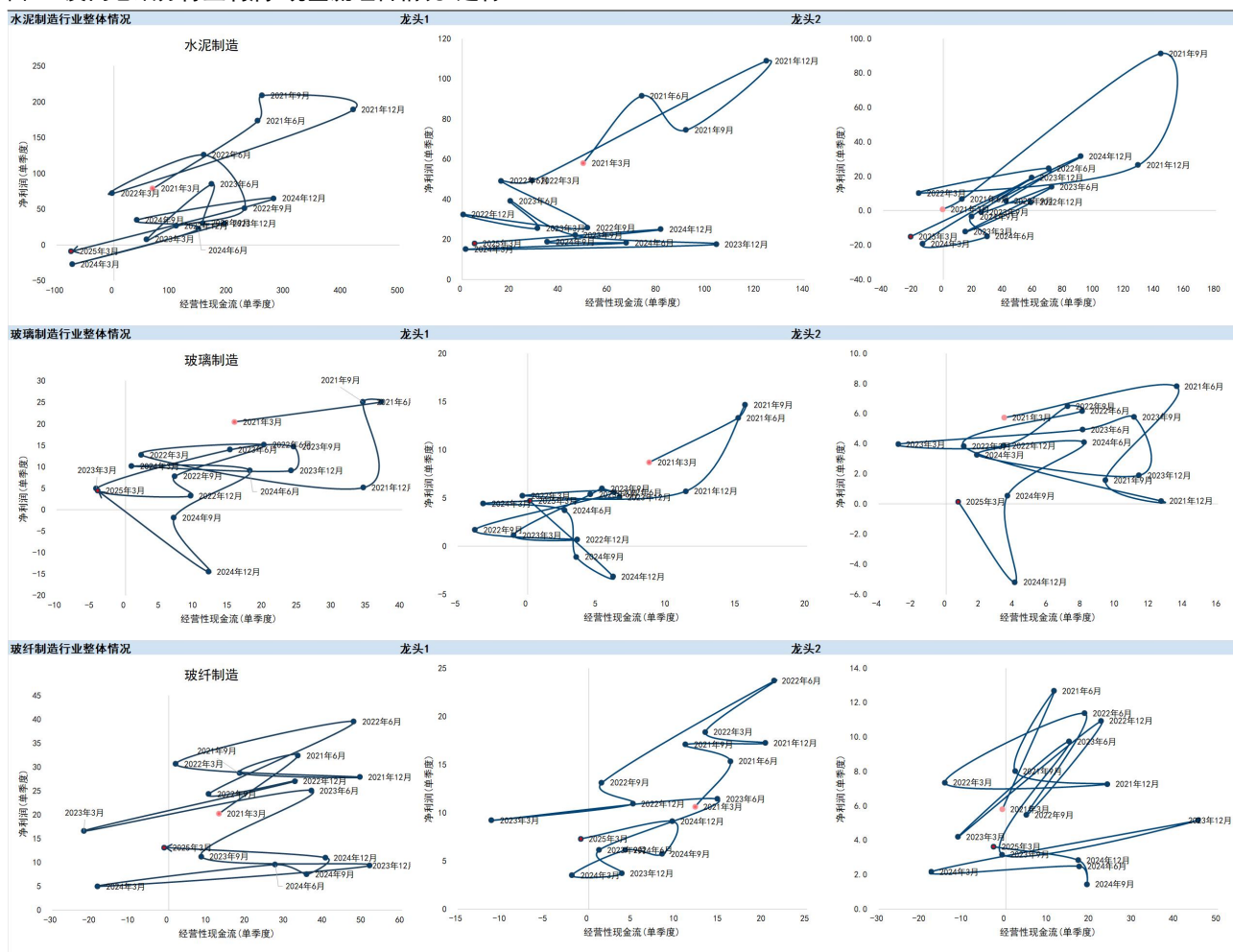


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

具体到当前反内卷核心行业，需在各行业内部精选细分方向。1) 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

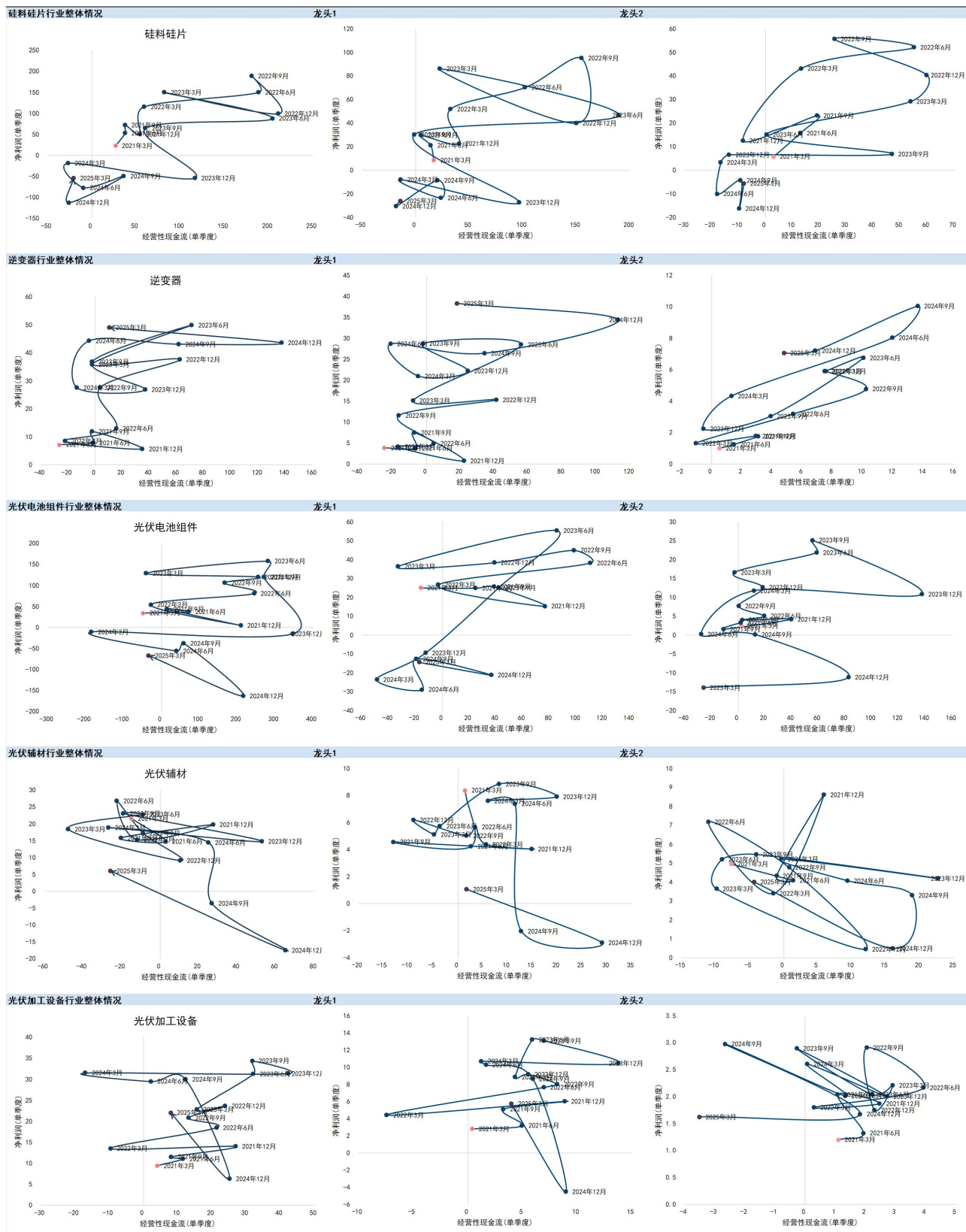
端限制底部价格的情况下关注需求端边际变化情况；2）建材领域水泥企业头部盈利，整体亏利润+亏现金流，玻璃整体亏损，玻纤头部企业盈利但现金流质量走弱，关注水泥行业内部亏利润但不亏现金流的企业；3）基础化工方面，有机硅 4Q24、1Q25 全部盈利主要由龙一贡献，其余公司分化，部分仅亏利润不亏现金流；磷肥及磷化工整体盈利和现金流表现来到 2021 年以来低位，但龙头有盈利且现金流质量强于 2021 年；纯碱整体产能利用率相对较高，头部企业利润和经营性现金流相对稳健，行业内部 k 型分化；4）火电净利润周期性特征明显（Q4 是季节性底部），平滑后行业整体利润、现金流压力都不大，仅有部分两广企业亏损，行业自律叠加渠道商价格约束下，格局有望进一步改善。

图18：反内卷细分行业利润&现金流组合情况-建材



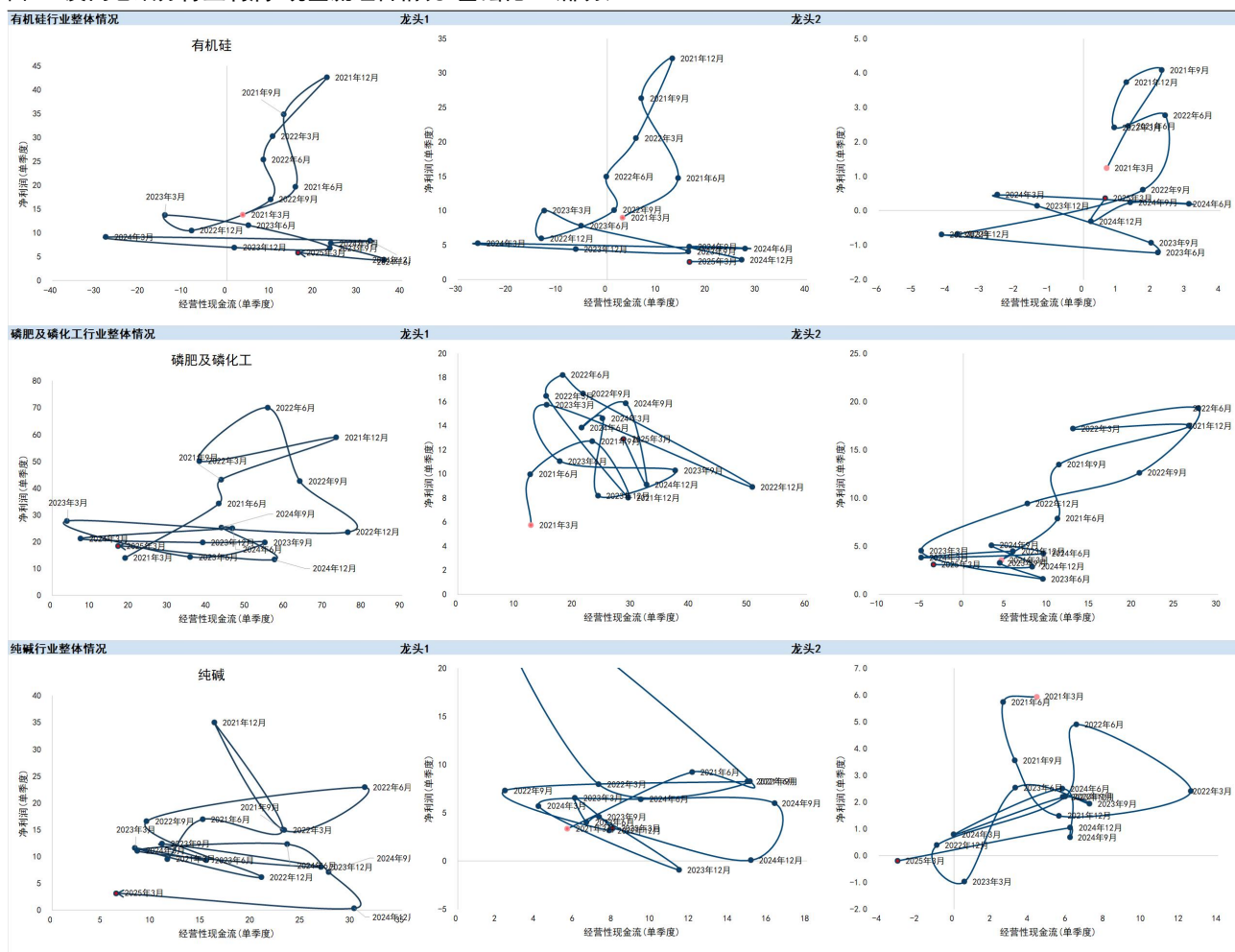
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：粉点为 2021 年初始状态，红点为 2025Q1 状态

图19：反内卷细分行业利润&现金流组合情况-光伏



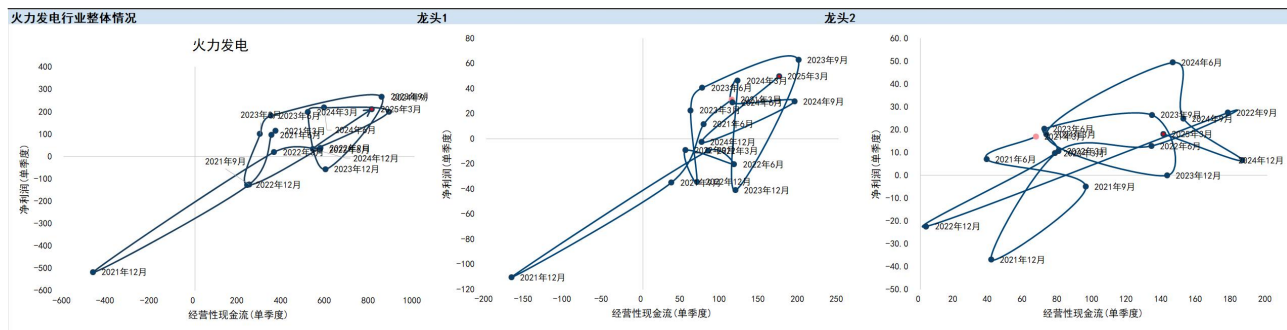
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：粉点为 2021 年初始状态，红点为 2025Q1 状态

图20: 反内卷细分行业利润&现金流组合情况-基础化工(部分)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 粉点为 2021 年初始状态, 红点为 2025Q1 状态

图21: 反内卷细分行业利润&现金流组合情况-火电



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 粉点为 2021 年初始状态, 红点为 2025Q1 状态

风险提示

海外货币政策节奏和幅度的不确定性

文中所列指数仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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