

“反内卷”与资本周期

策略研究 · 策略专题

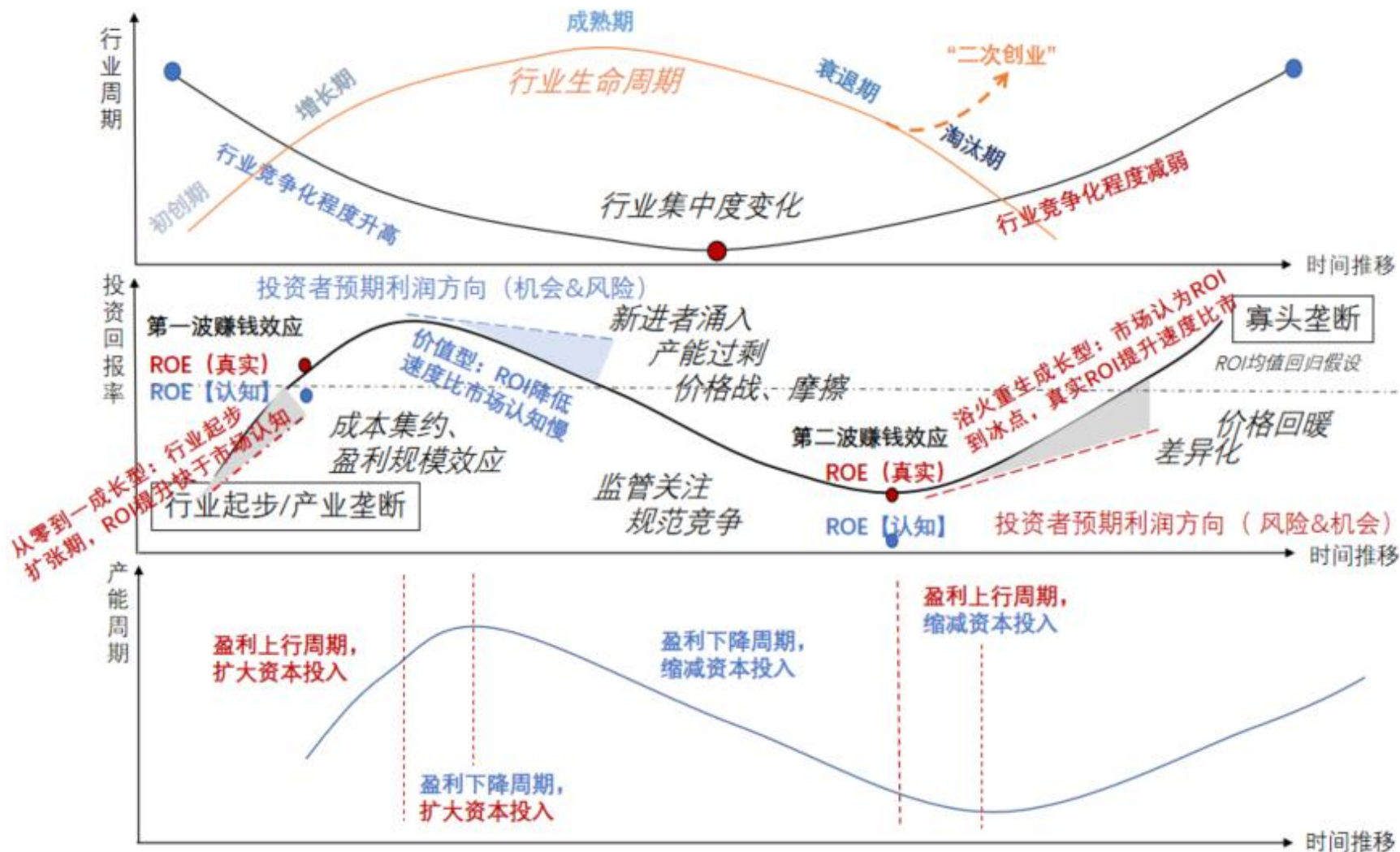
证券分析师：王 开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

- 根据马拉松资本《资本回报：穿越资本周期的投资》的观点，资本周期方法的关键是要理解一个行业内配置的资本数量的变动将如何影响未来回报，换句话说，也就是观察供给方面的变化如何影响公司的竞争态势。传统价值/成长的二分法存在问题。表现超过市场预期的公司有理由获得更高的估值。相比于分析供给，大部分投资者在分析需求上花更多时间，但预测需求比预测供给更难。供给变动驱动行业盈利性，股价常常未能预见供给侧的变动。
- 在企业生命周期的不同状态下，行业集中度呈现倒U型分布，先经历了供给侧的优化和高度竞争后的出清，随后集中度走高形成垄断寡头格局，盈利也经历了类似的对称性分布。分红方面，随着企业从复苏期-增长期-竞争期-成熟期的演化，股息率中枢不断走高。
- 按照相对回报和绝对回报在历史 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。当前处于推荐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。
- **风险提示：**海外地缘冲突尚未缓解；市场对美联储后续货币政策走向存在分歧；行业轮动速度过快对主线投资思路构成压力等。

- [01] 资本周期：供给和集中度先于景气度考虑
- [02] 细分行业资本周期历史定位
- [03] 当前各行业所处资本周期阶段
- [04] 美国和日本资本周期原理和案例
- [05] 站在新一轮“反内卷”视角看资本周期

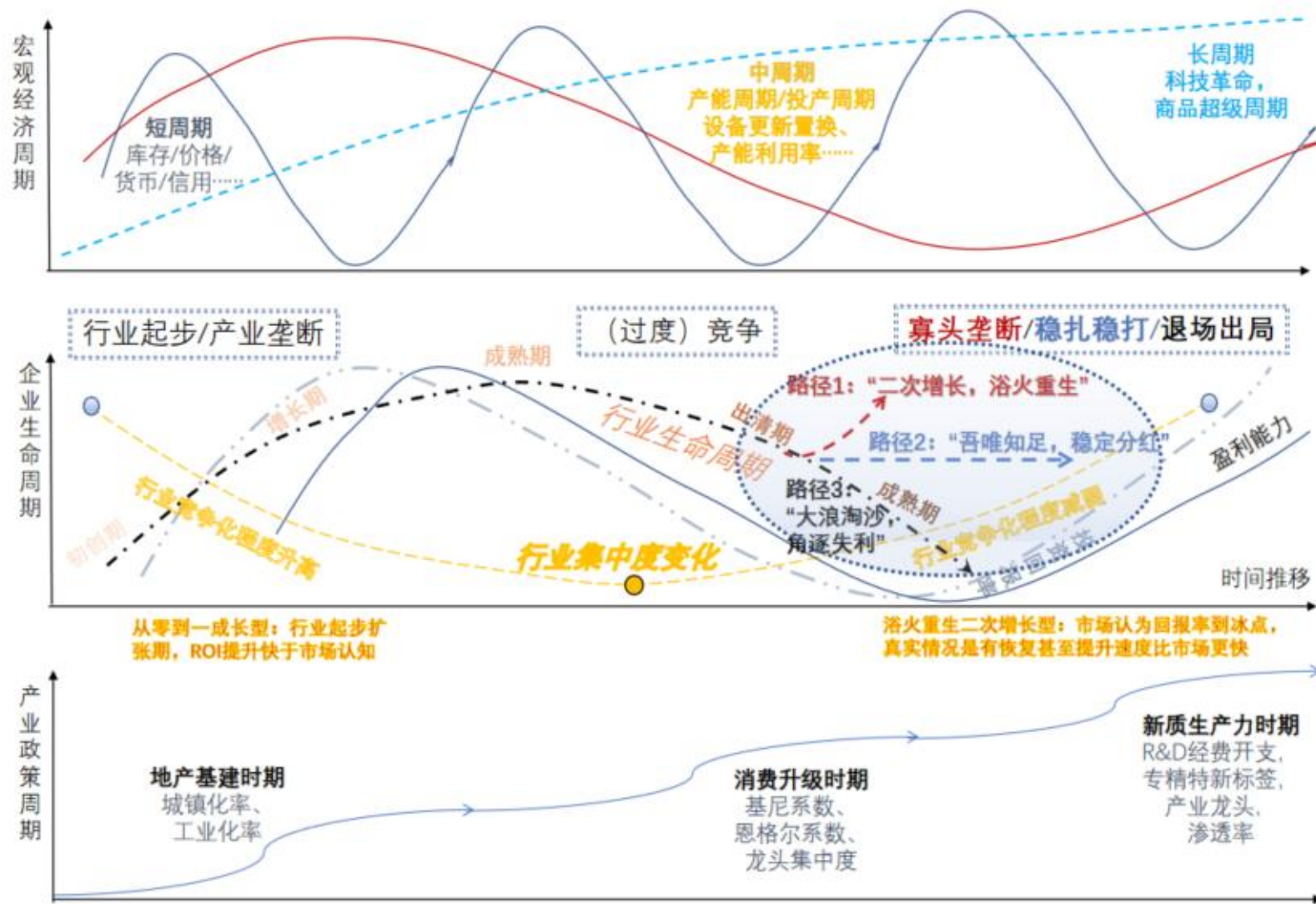
图：资本周期的原理：关于集中度、资本开支和盈利



资料来源：万得，马拉松资本，国信证券经济研究所绘制

资本周期原理解读（续）

图：资本周期的原理：行业生命周期越过成熟期后的三重路径

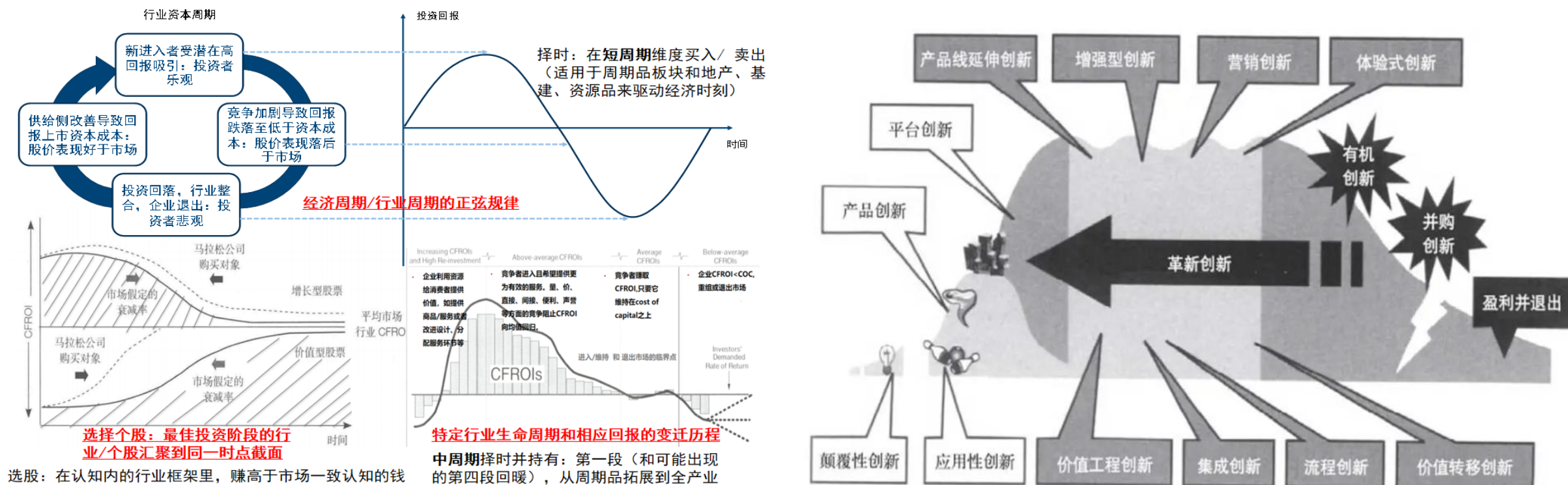


资料来源：万得，马拉松资本，国信证券经济研究所绘制

从“资本账户”到“资本回报”：资本周期体系心路历程回溯

- 《资本回报》可以被视为《资本账户》的续集，前者在多个方面展现了作者在心路历程上的增量思考和范式改进。首先，作者钱塞勒在《资本回报》中深化了对资本周期理论的应用，不仅限于传统的制造业和资源行业，还扩展到了科技、消费和金融等多个领域。他通过更多的案例分析，展示了资本周期如何在不同行业和市场环境中运作，从而为投资者提供了更广泛的视角和更丰富的策略选择。其次，钱塞勒在《资本回报》中进一步强调了管理层资本配置能力的重要性。他指出，优秀的管理层能够在行业周期的不同阶段做出明智的资本决策，从而为公司创造长期价值。这一观点在《资本账户》中已有提及，但在《资本回报》中得到了更深入的探讨和实证支持。此外，钱塞勒还引入了更多行为金融学的元素，分析了投资者和市场在资本周期中的心理和行为偏差，帮助读者更好地理解 and 应对市场波动。总体而言，《资本回报》在理论和实践层面都对《资本账户》进行了重要的补充和改进，为投资者提供了更具操作性的投资指南。

图3：对资本周期框架主要原理的深入理解概览图



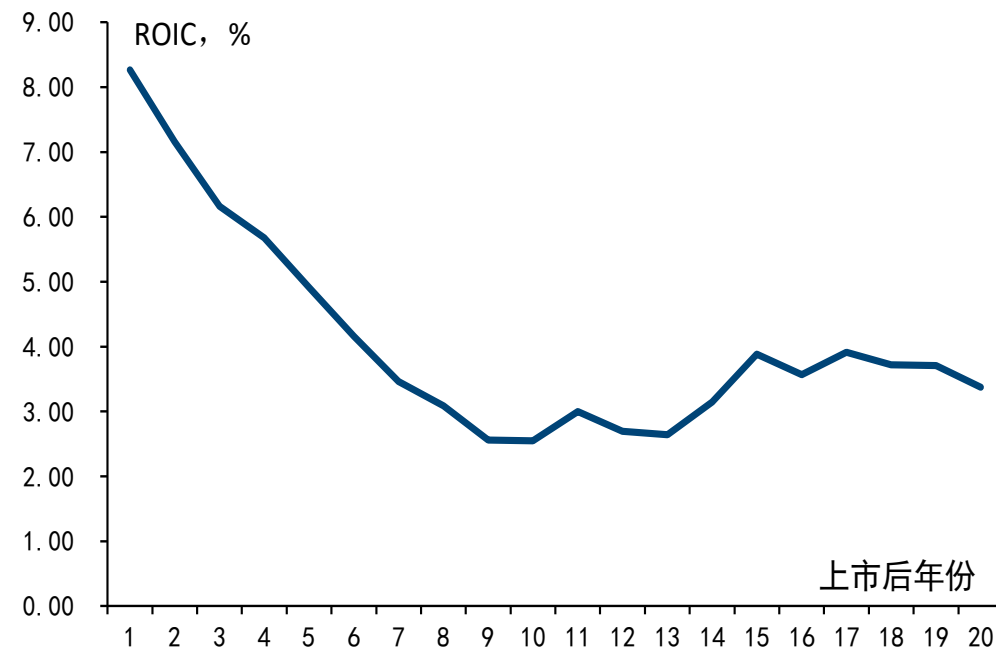
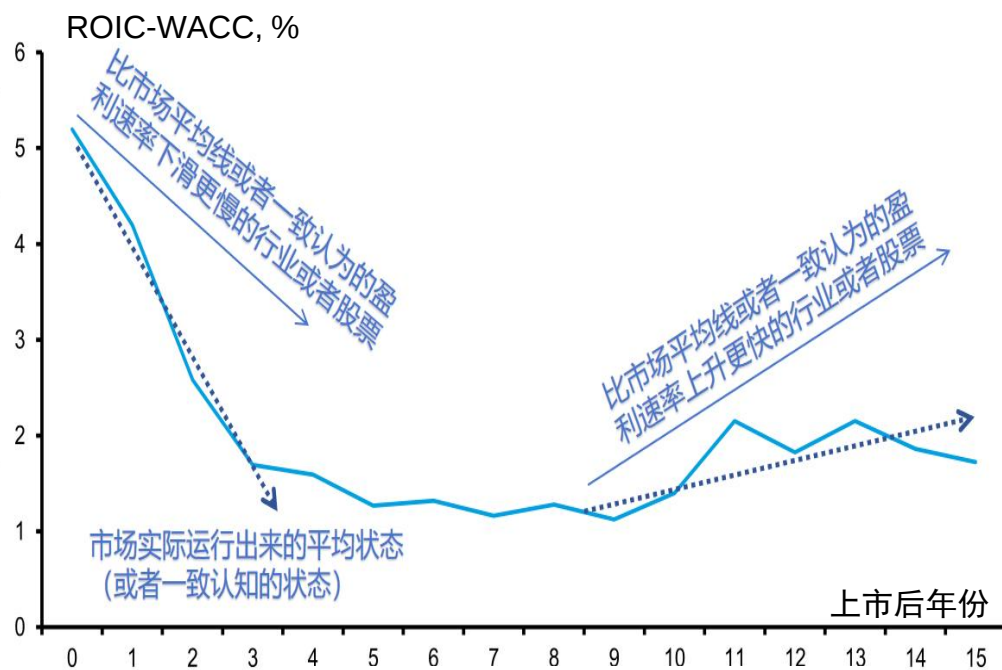
资料来源：《资本回报——穿越资本周期的投资一个资产管理人的报告》（爱德华·钱塞勒，2017），国信证券经济研究所绘制

美股和A股ROIC在不同生命周期下的U型变化规律

- IPO等资本市场行为带有顺周期属性，如半导体、航空等产业在美国经济贡献占用一席之地的产业，在资本市场方面反而一度因为资本无需扩张带来产品供给和公司数量的急速扩张，最终侵蚀投资回报。

与理论中企业生命周期回报的倒U型曲线有所不同，创新多发生在未上市企业中，上市后的企业呈现出理论上生命周期曲线回报率的右半段——依靠独特的技术和被广泛接受的商业模式“一朝成名天下知”的企业融资上市，自二级市场上成为交易追逐对象后，收益率出现高位回落并逐渐步入L底的震荡磨底阶段，在后期有少数企业通过新业态、新模式二次成长实现周期跃迁，这也意味着实际二级市场投资中经过沉淀和出清后的二次成长更适合投资。

图3：美股（左）和A股（右）公司在上市后不同生命周期阶段的ROIC变化情况

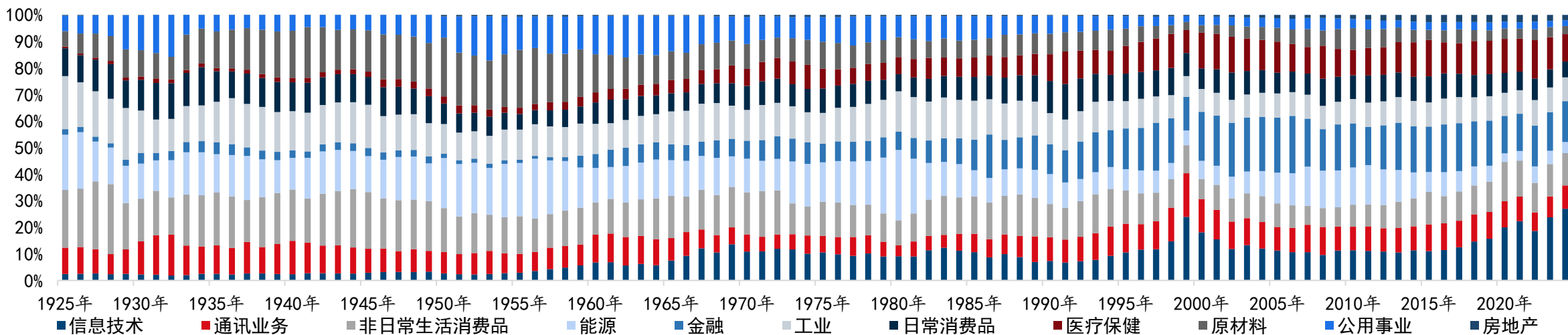


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

美股市场结构的行业变迁

- 美国股市百年行业市值变迁的历程，生动展现了一部产业结构演进的经济史诗。在大萧条与二战时期(1925-1945)，美国经济以工业和能源为主导，这两大行业合计市值占比接近40%，反映了当时工业化的核心地位；而随着战争的影响，原材料行业市值占比大幅上升近10个百分点，成为战时生产的关键支撑。进入战后繁荣时期(1946-1970)，美国经济结构开始多元化，信息技术行业市值占比从3%上升至近11%，展现了计算机技术的商业化进程；同时，金融和医疗保健行业的崛起，标志着服务业在经济中的地位提升，美国经济开始从资源密集型向技术与服务密集型转变。
- 石油危机与经济转型期(1971-1990)见证了美国产业结构的深刻调整，通讯业务、金融和日常消费品行业市值占比均有显著提升，而制造业面临国际竞争压力导致非日常生活消费品行业市值占比下降近5个百分点；这一时期市场呈现出消费品、工业三足鼎立的格局，为互联网时代做好了铺垫。90年代互联网革命引发了经济结构的剧变，信息技术行业市值占比在短短十年内从不足7%飙升至18%，与金融业双双领跑市场；与此同时，传统消费品和原材料行业市值占比大幅下滑，经济重心从实体向虚拟明显转移。

图：美股一级行业占比的发展历程

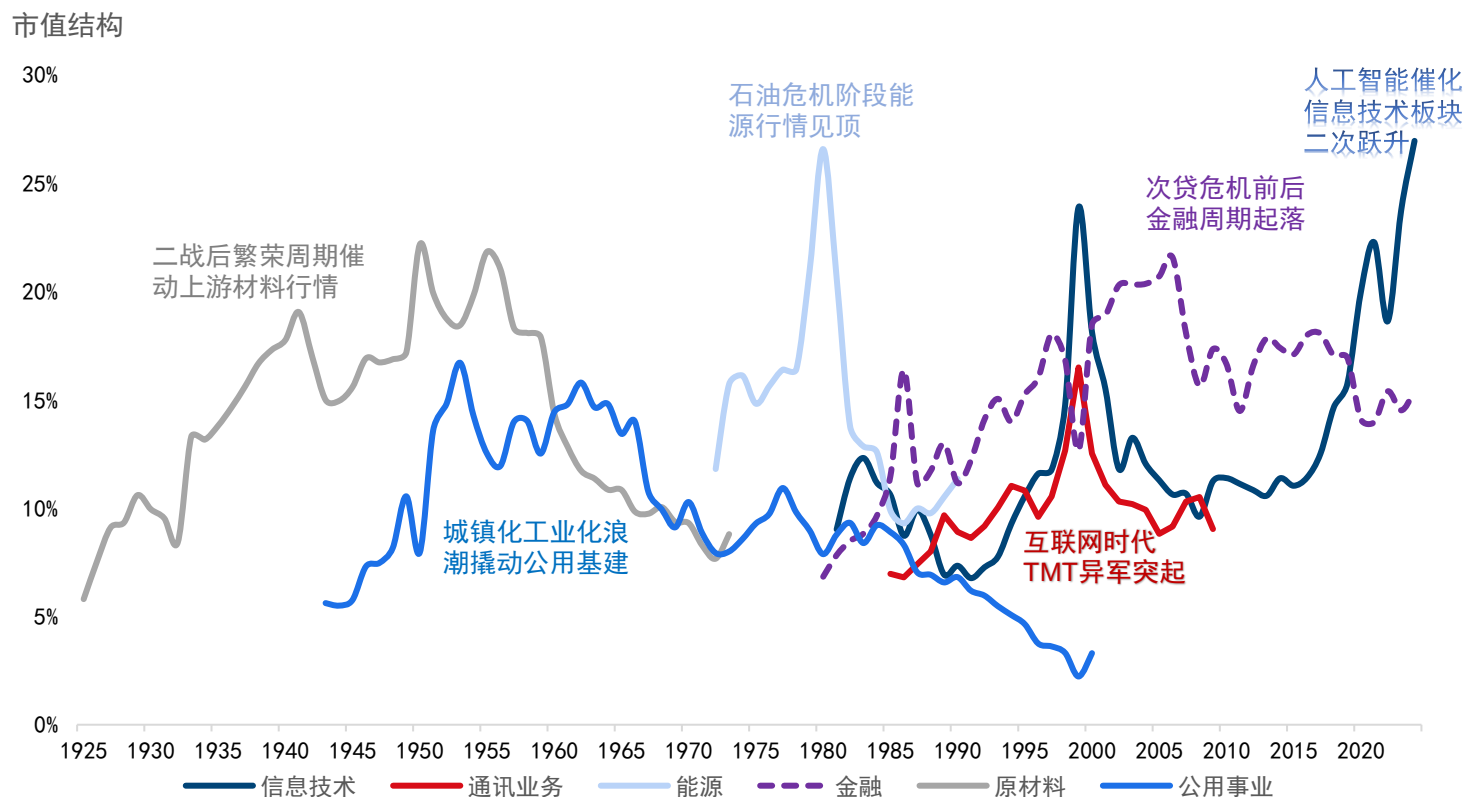


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从产业跃迁的长周期视角审视美国经济演绎

- 进入21世纪后，美国经济经历了互联网泡沫破裂和金融危机的双重考验，能源和原材料行业一度回潮，市值占比显著提升；但2011年以来，移动互联网和平台经济的崛起再次改变了市场格局，信息技术行业市值占比从11%飙升至27%，成为当之无愧的市场主导力量，而能源行业市值占比则大幅下降超过10个百分点。纵观百年变迁，美国股市行业市值分布从以能源、工业为主导，逐步过渡到以信息技术、金融为核心，这一转变既反映了技术革命对产业结构的深刻影响，也体现了美国经济从制造业主导向服务业和知识经济主导的成功转型，为我们理解产业升级与经济发展的内在逻辑提供了宝贵的历史镜鉴。

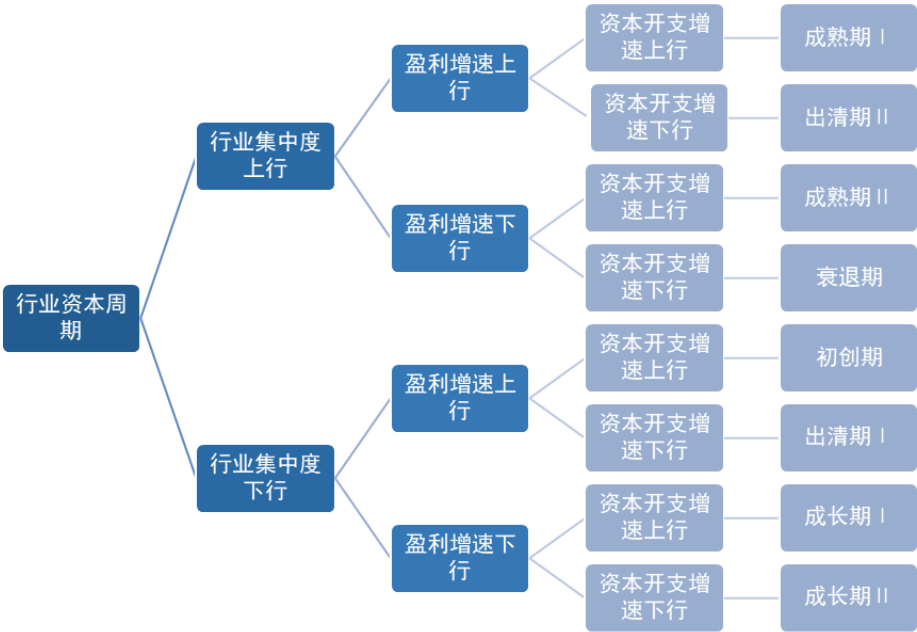
图：美国经济驱动因：产业轮动的视角



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

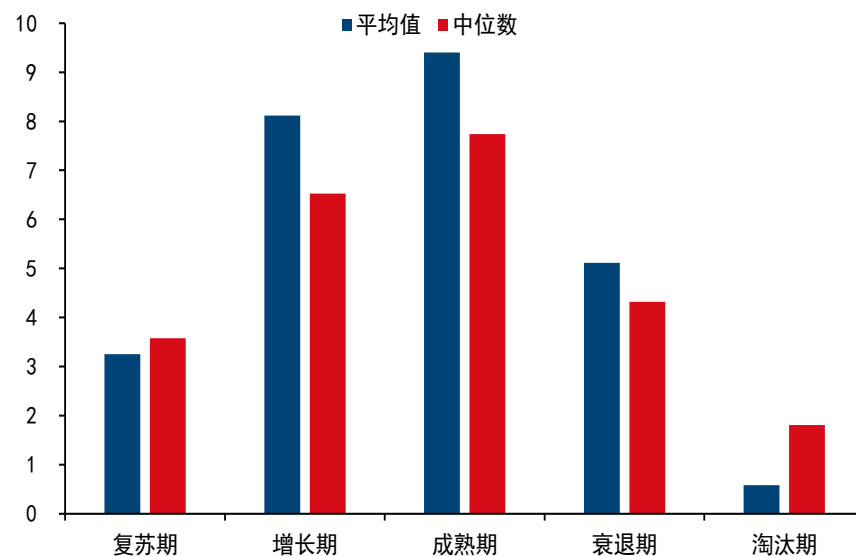
- 对 124 个申万二级行业的资本周期状态进行划分，时间范围是自2008年三季度至2025年一季度的 67 个季度，根据行业集中度、盈利增速、资本支出增速三大指标可划分出 8个象限。
- 随后匹配每一个季度的行业涨跌幅，将八个象限按照平均涨跌幅进行排序，如果行业在某一季度处于最优或次优区间（Top quarter），则可将该行业定位为推荐行业；同理，如果行业在某一季度处于最劣或次劣区间（Bottom quarter），则可将该行业定位为审慎行业。

图：行业周期与产能周期特征的八种组合



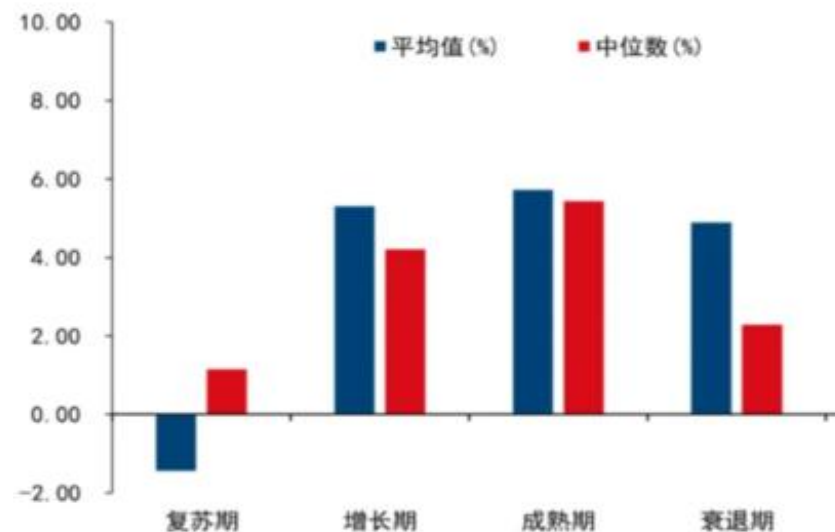
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：不同生命周期下上市公司的ROIC分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

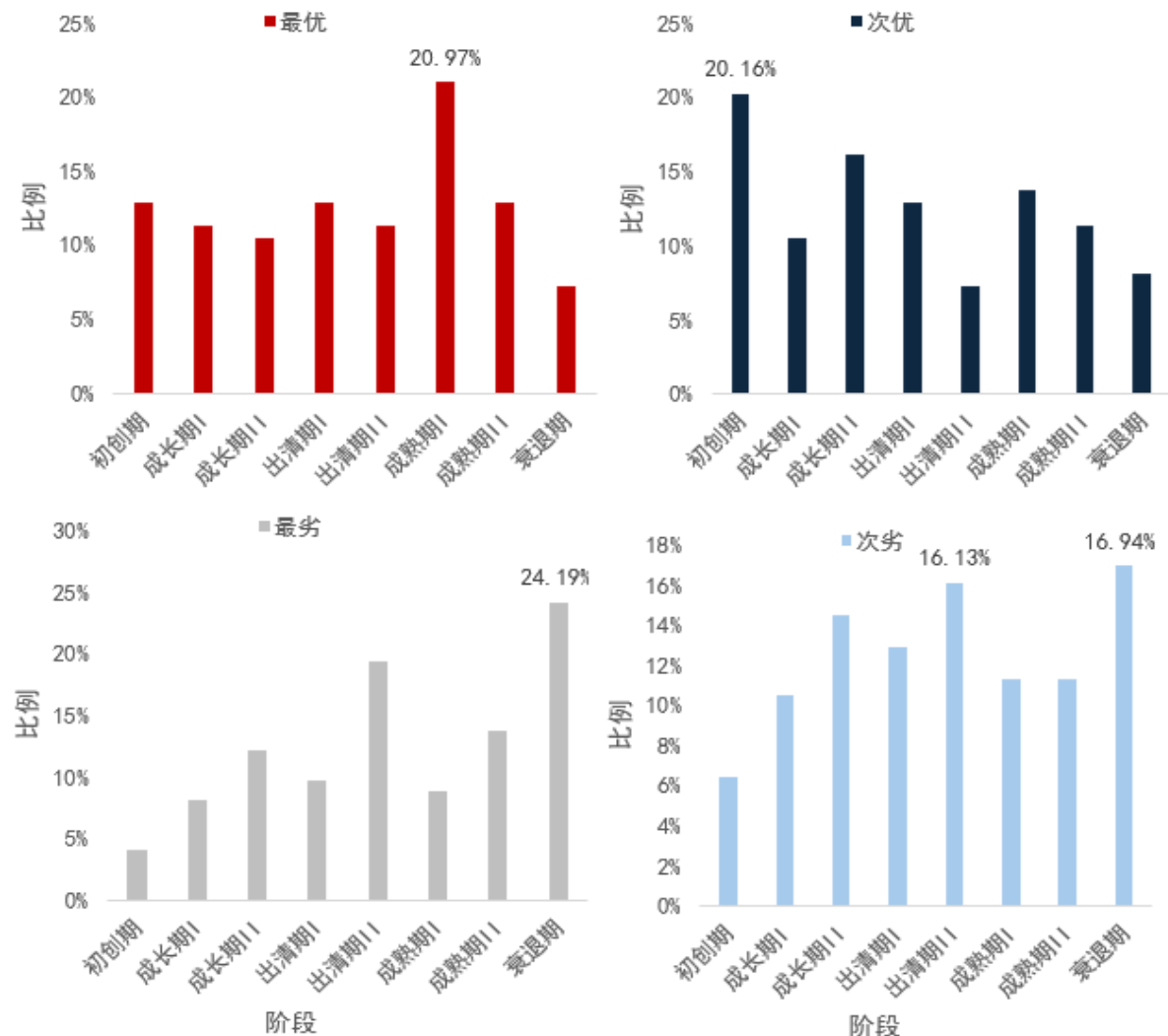
图：不同生命周期下上市公司的 ROIC-WACC 分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

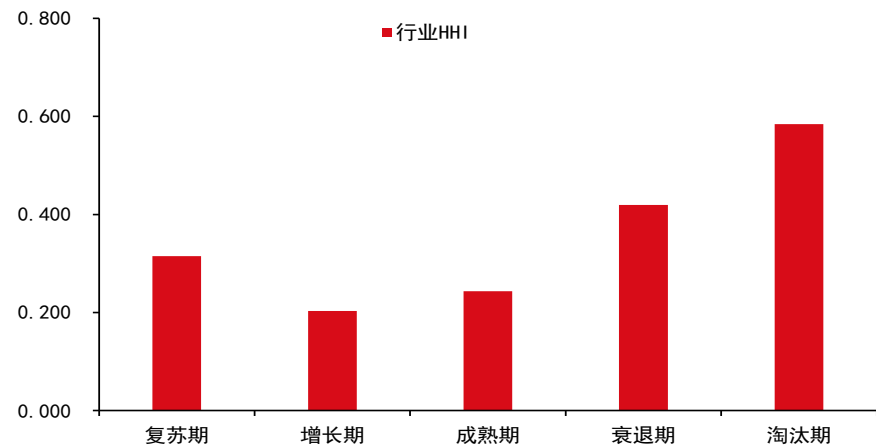
各生命周期状态下的集中度和股息率分布

图：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



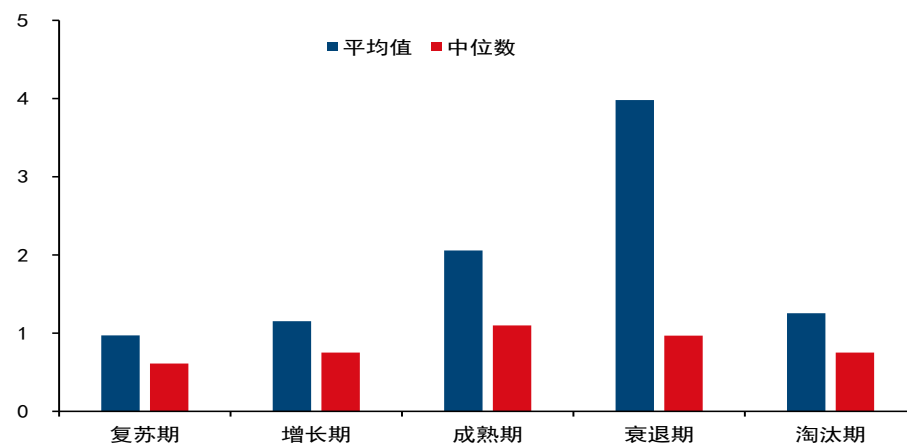
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：处于不同时期的申万二级行业HHI指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：处于不同时期的申万二级行业股息率情况分布



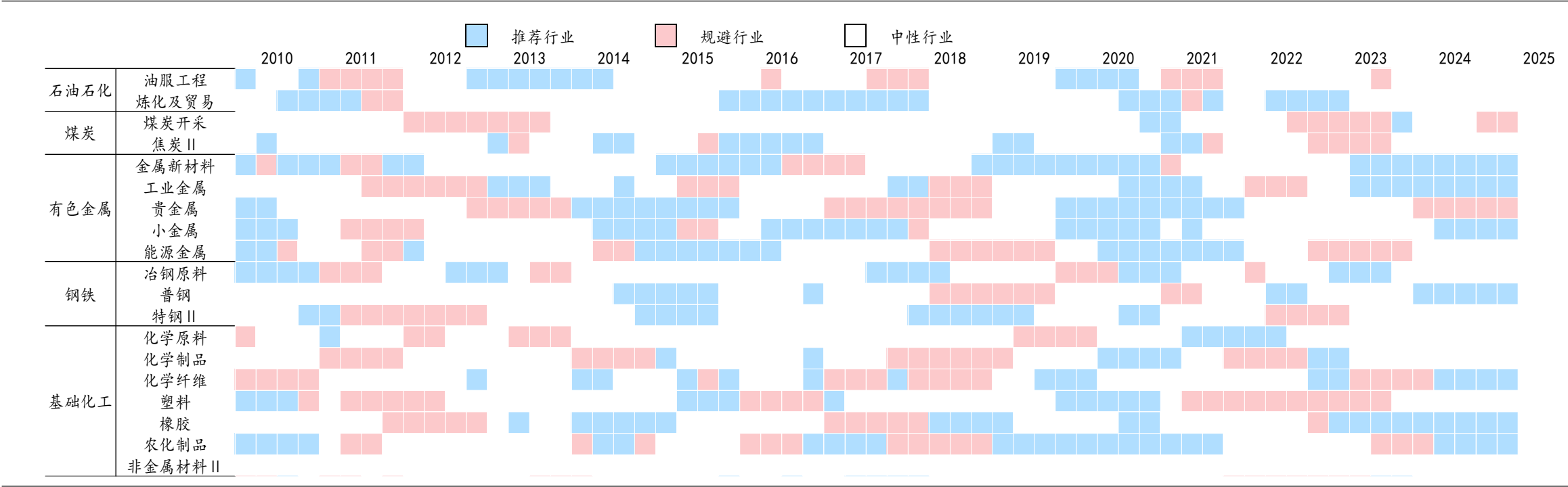
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 资本周期：供给和集中度先于景气度考虑
- 【 02 】 细分行业资本周期历史定位
- 【 03 】 当前各行业所处资本周期阶段
- 【 04 】 美国和日本资本周期原理和案例
- 【 05 】 站在新一轮“反内卷”视角看资本周期

上游资源行业资本周期定位历史数据

➤ 按照产业链上下游归类，本文整理了2010-2025Q1年不同二级行业所处的资本周期，相应定位为推荐/规避行业，定位历史数据如下图所示：

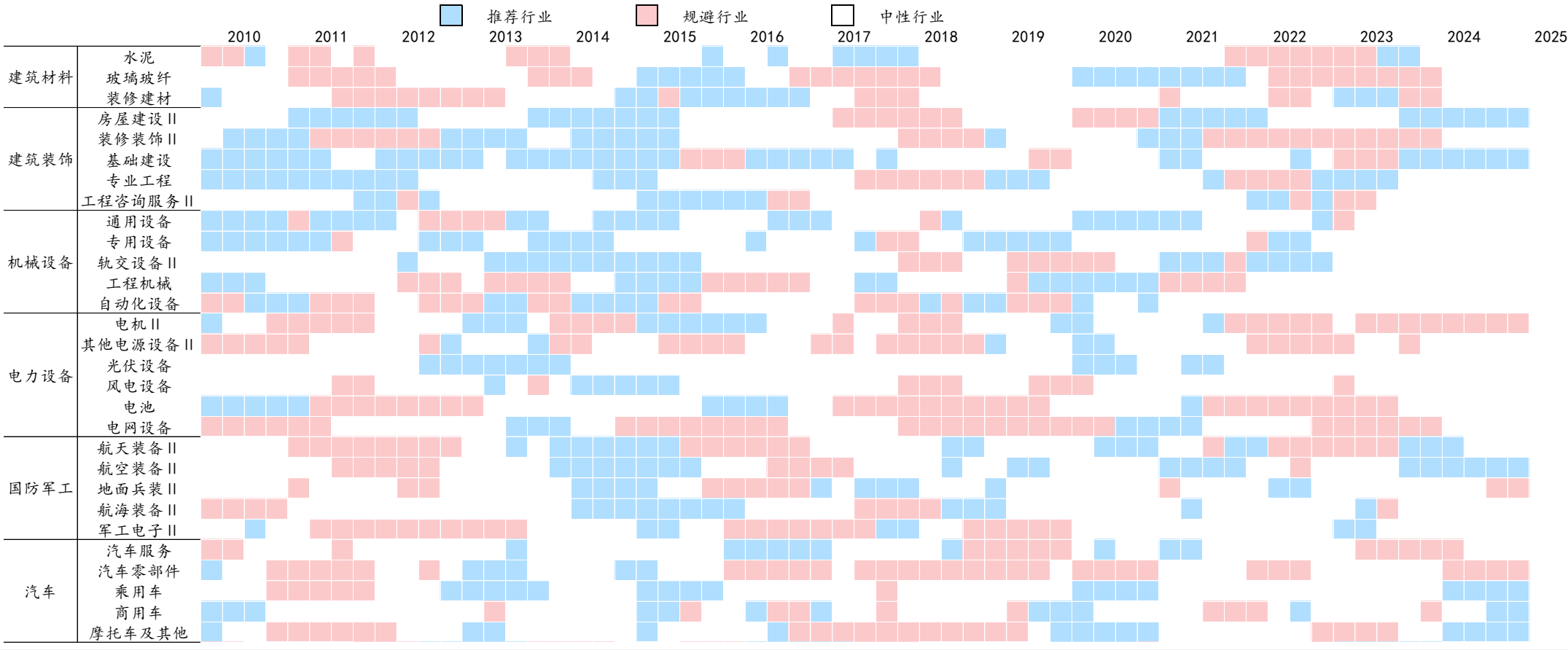
图：上游资源行业资本周期定位历史数据



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

中游制造行业资本周期定位历史数据

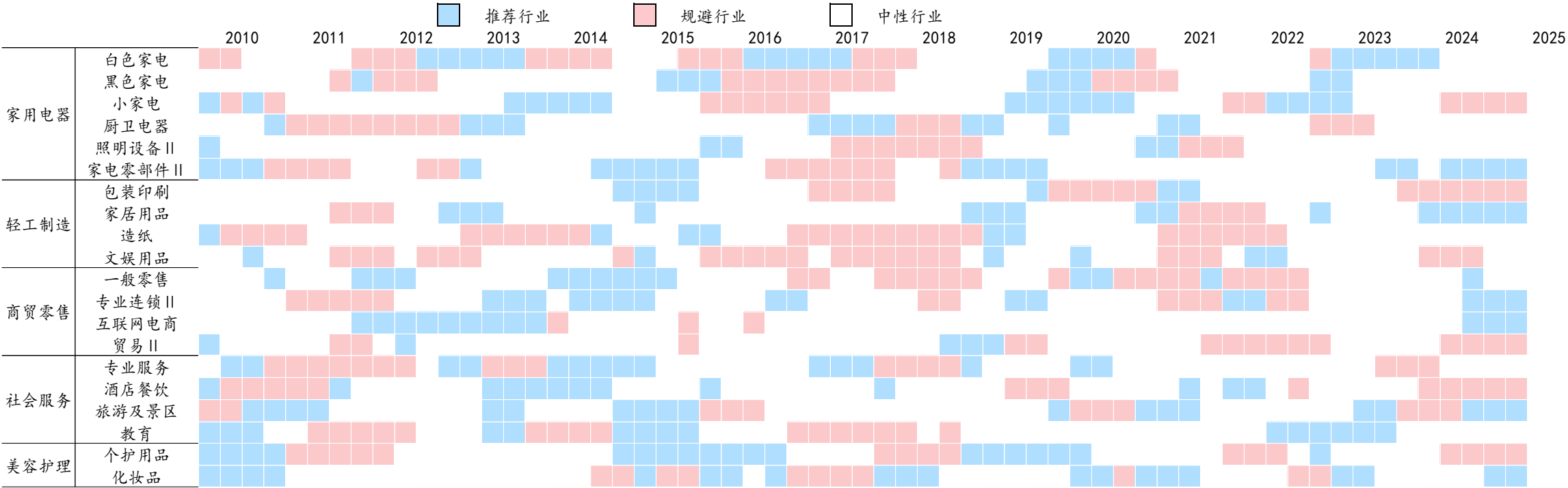
图：中游制造行业资本周期定位历史数据



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

下游可选消费行业资本周期定位历史数据

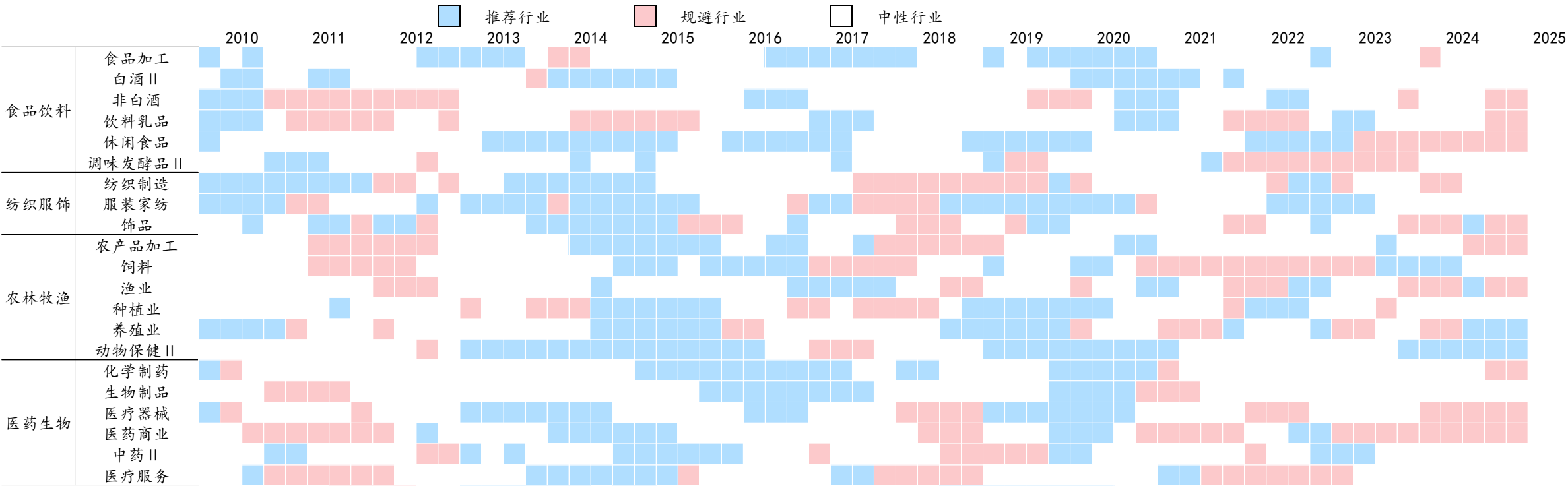
图：下游可选消费行业资本周期定位历史数据



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

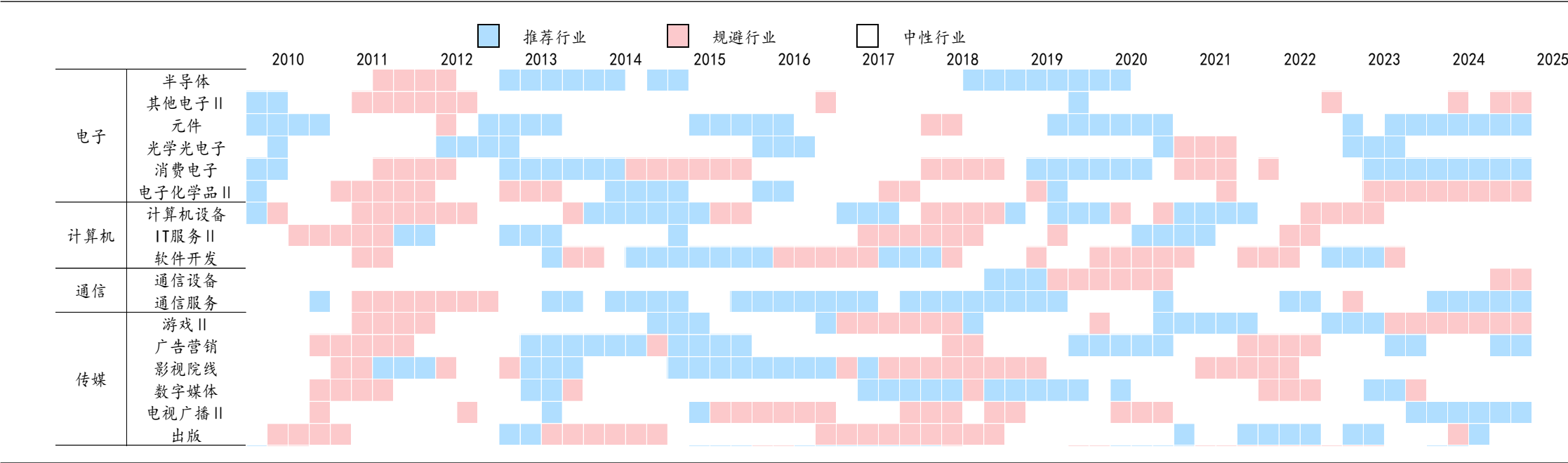
下游必选消费行业资本周期定位历史数据

图：下游必选消费行业资本周期定位历史数据



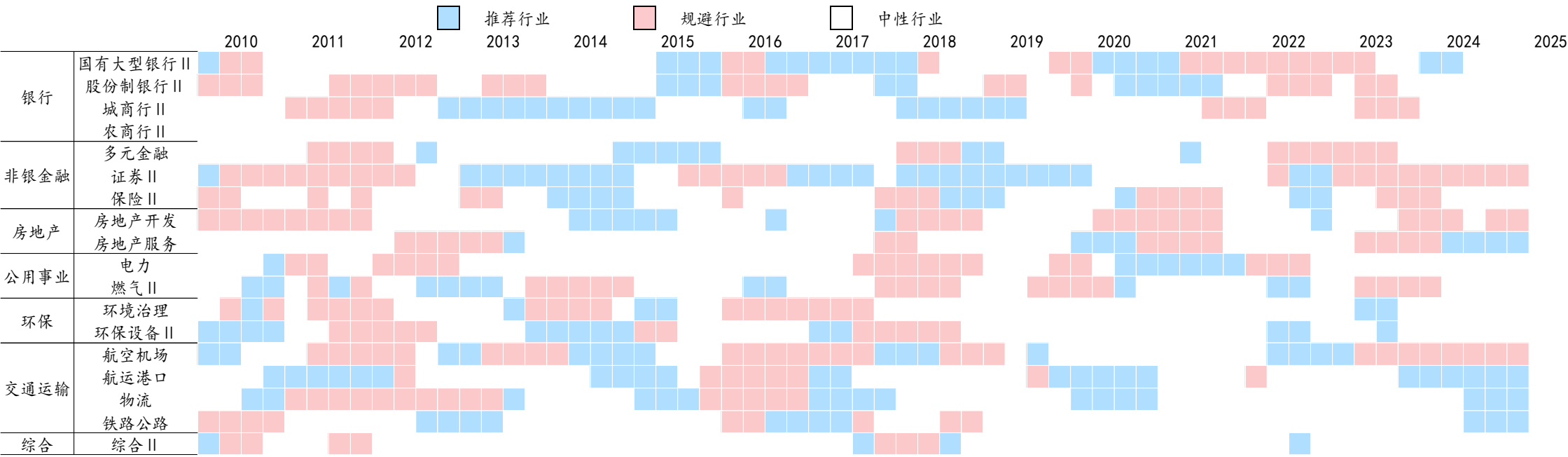
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：TMT行业资本周期定位历史数据



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：大金融/环保公用/综合行业资本周期定位历史数据



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 资本周期：供给和集中度先于景气度考虑
- 【 02 】 细分行业资本周期历史定位
- 【 03 】 当前各行业所处资本周期阶段
- 【 04 】 美国和日本资本周期原理和案例
- 【 05 】 站在新一轮“反内卷”视角看资本周期

当期（25Q1）推荐行业和审慎行业列表



图：根据2025Q1判定的当期推荐行业和审慎行业列表

板块	推荐行业		审慎行业	
	一级行业	二级行业	一级行业	二级行业
上游资源	有色金属	金属新材料	煤炭	煤炭开采
		工业金属	有色金属	贵金属
		小金属		
	钢铁	普钢		
	基础化工	化学纤维 橡胶 农化制品		
中游制造	建筑装饰	房屋建设 II 基础建设	电力设备	电机 II
			国防军工	地面兵装 II
	国防军工	航空装备 II	汽车	汽车零部件
	汽车	乘用车		
		商用车 摩托车及其他		
下游可选消费	家用电器	家电零部件 II	家用电器	小家电
	轻工制造	家居用品	轻工制造	包装印刷
	商贸零售	专业连锁 II	商贸零售	贸易 II
		互联网电商	社会服务	酒店餐饮
	社会服务	旅游及景区	美容护理	个护用品
	美容护理	化妆品		

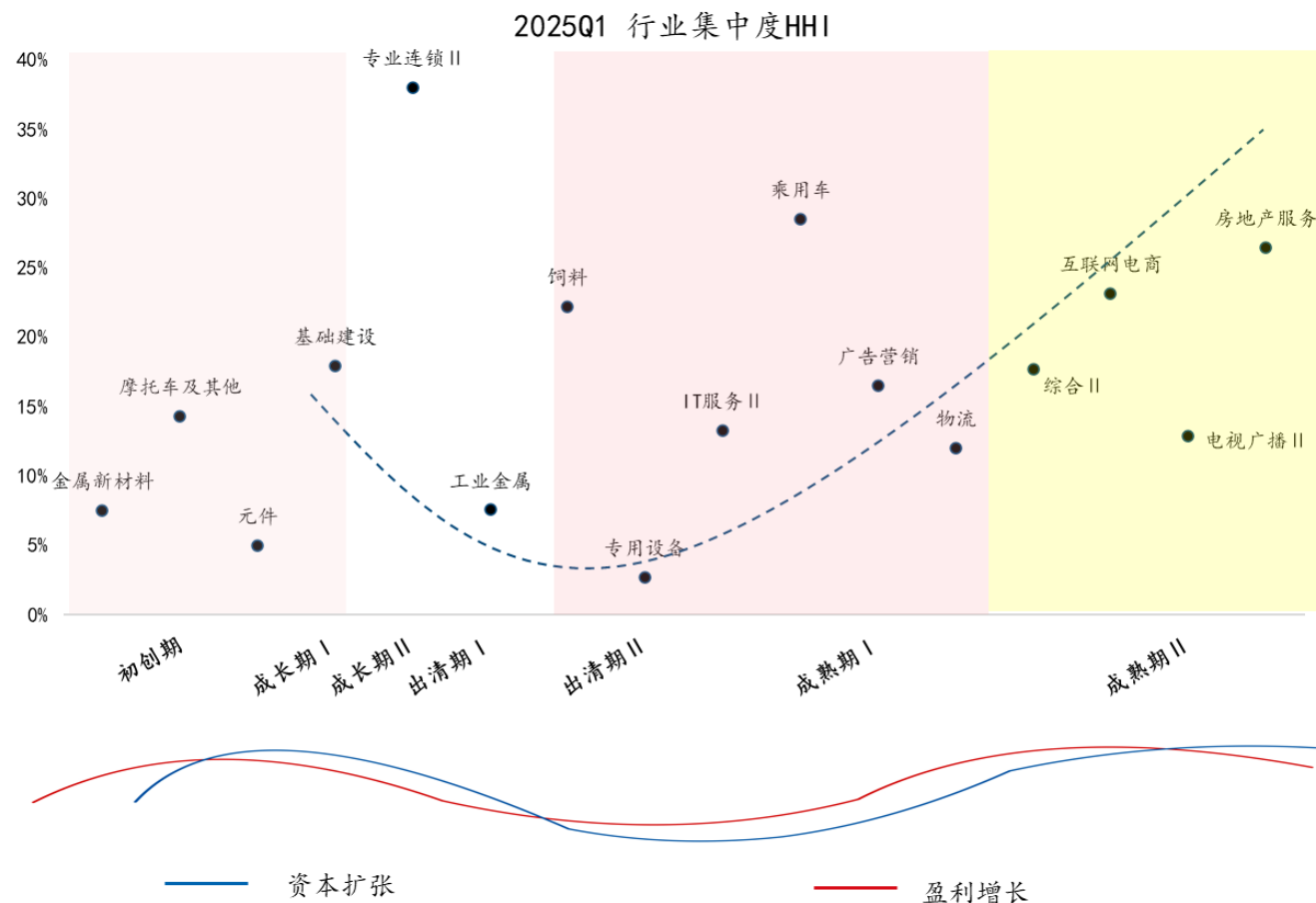
板块	推荐行业		审慎行业	
	一级行业	二级行业	一级行业	二级行业
下游必选消费	农林牧渔	养殖业 动物保健 II	食品饮料	非白酒 饮料乳品 休闲食品
			纺织服饰	饰品
			农林牧渔	农产品加工 渔业
				化学制药 医疗器械 医药商业
			医药生物	
TMT	电子	元件 消费电子	电子	其他电子 II 电子化学品 II
	通信	通信服务	通信	通信设备
	传媒	广告营销	传媒	游戏 II
		电视广播 II		
大金融	房地产	房地产服务	非银金融	证券 II
			房地产	房地产开发
环保公用	交通运输	航运港口 物流	交通运输	航空机场
		铁路公路		

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

根据一季报资本周期定位挖掘细分行业

- 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和重点观察行业，按照开支-盈利水平按照一季报的指引来定位各个行业，则可以发现行业集中度符合产业生命周期中的 U 型分布。

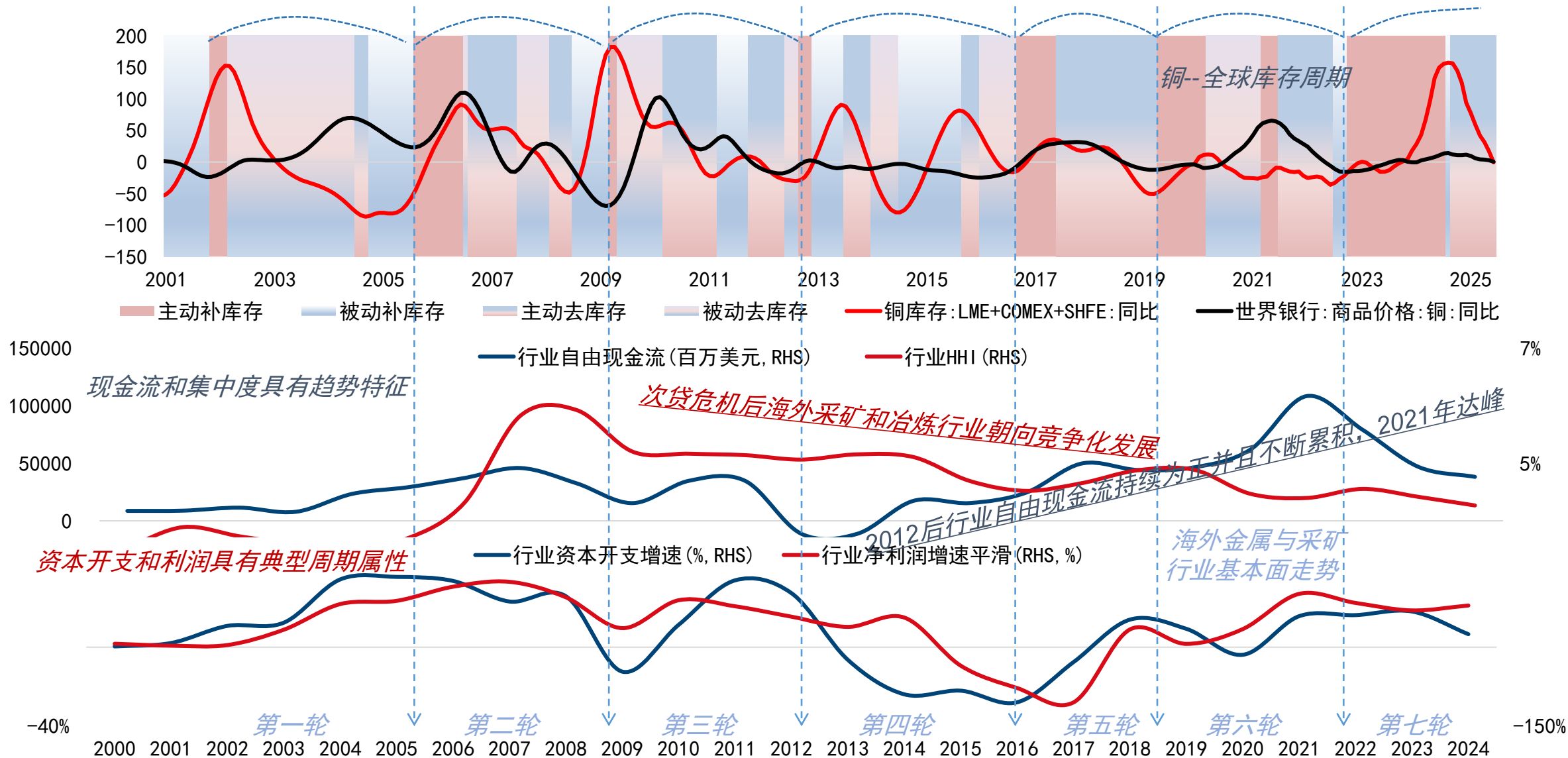
图：二级行业资本周期融洽程度排行（2025Q1）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

库存周期和资本周期的契合

图：以铜库存周期为锚的金属开采行业资本周期复盘

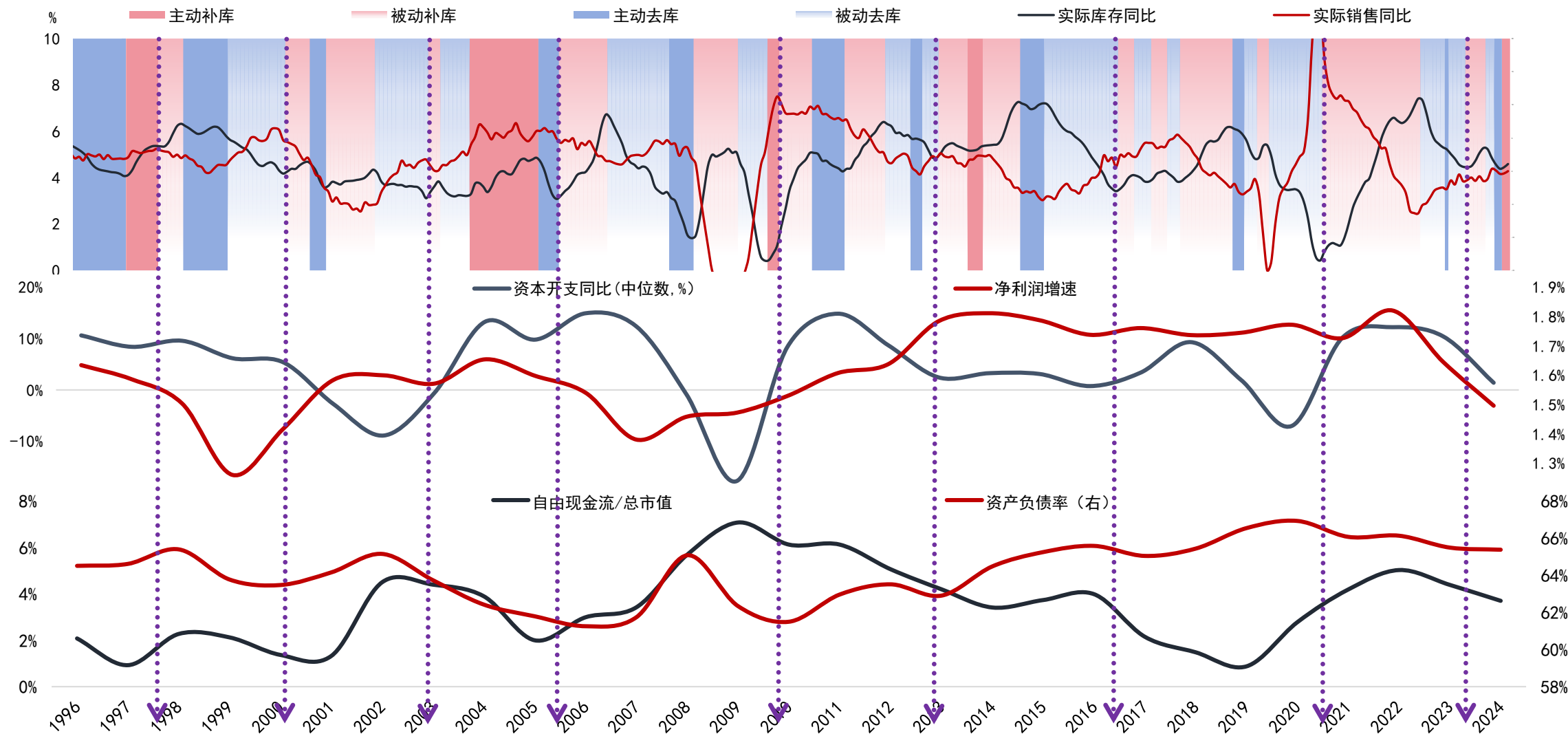


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

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：美股库存周期和资本周期的映射关系

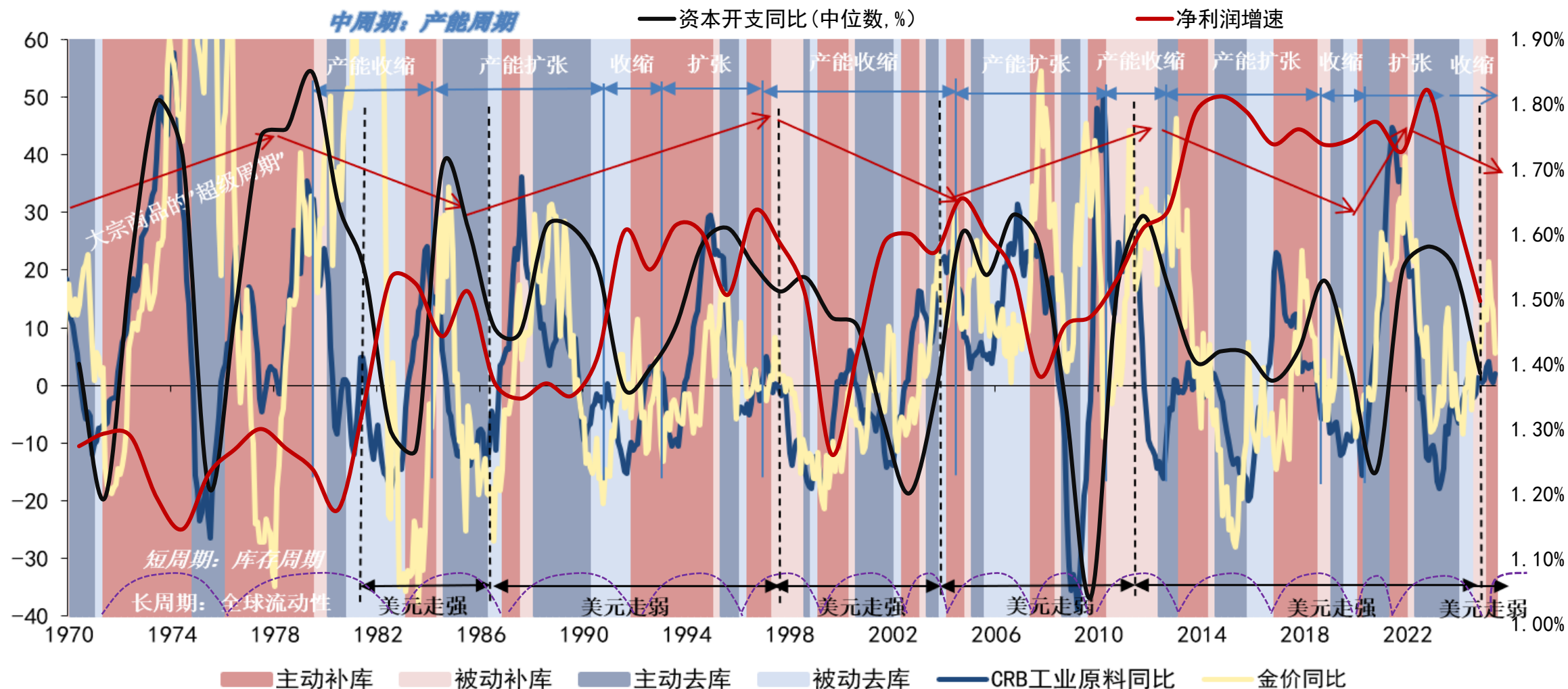


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

从全球叠加角度看资本周期的长、中、短周期共振

图：从周期嵌套角度看资本周期的长、中、短周期共振



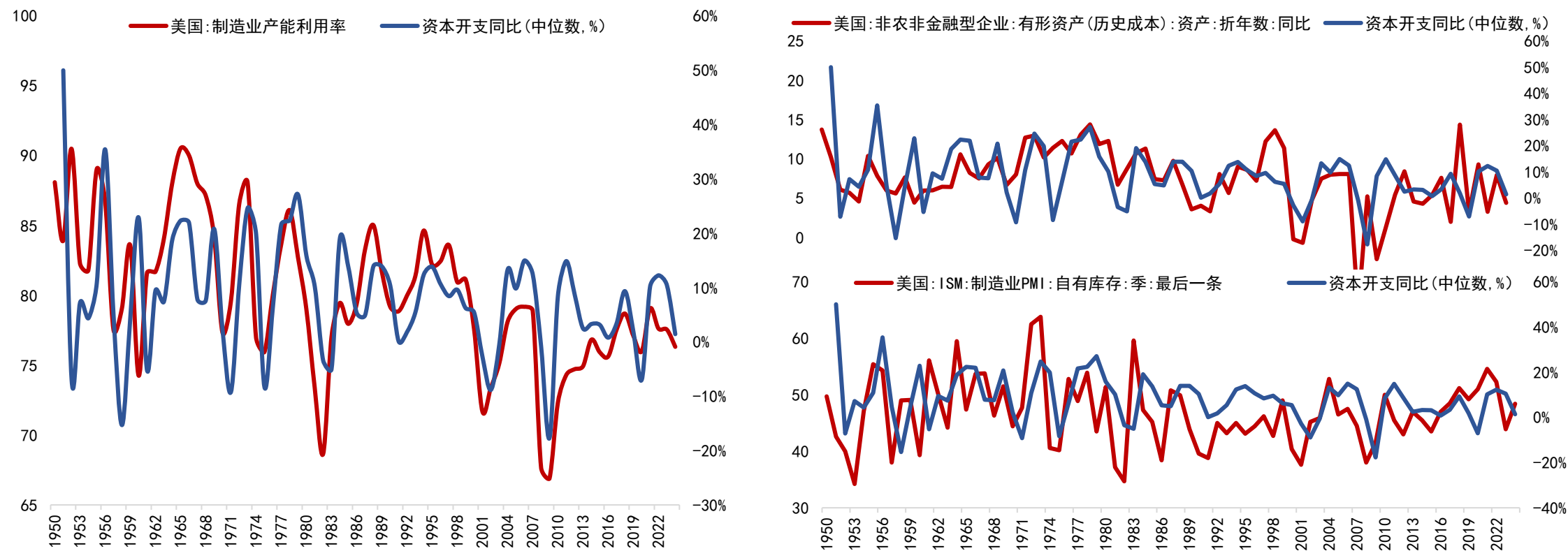
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

从短周期和中周期视角看海外资本周期属性

- 工业/制造业企业的产能利用率指标、行业的资本开支指标，均为中周期的指标；结合需求端的盈利等景区度体系，可以从之前库存周期和产能周期适用的制造业板块特征，拓宽到制造业+服务业多个条线的行业比较。

图：从短周期和中周期视角看海外资本周期属性



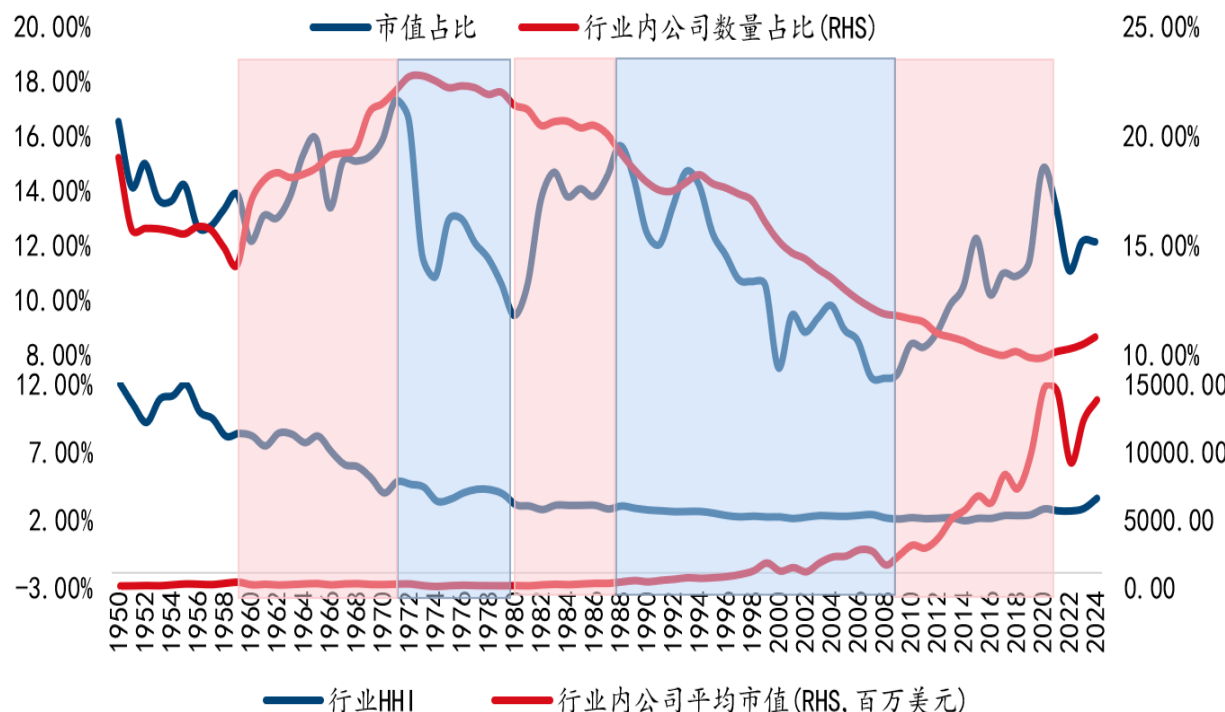
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 资本周期：供给和集中度先于景气度考虑
- [02] 细分行业资本周期历史定位
- [03] 当前各行业所处资本周期阶段
- [04] 美国和日本资本周期原理和案例
- [05] 站在新一轮“反内卷”视角看资本周期

美股从必选消费到可选消费时期的资本周期变化

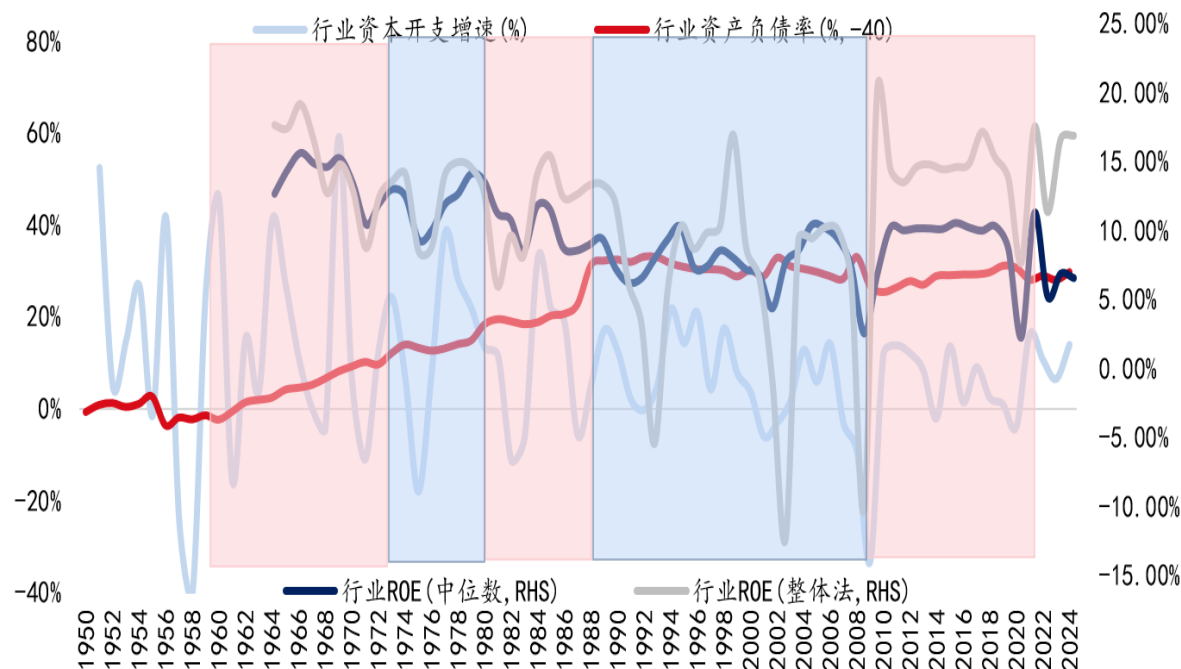
- 美股在70年代年以及2009年之后展现出可选消费板块显著超额的特征，印证了在经济转型、技术革新或消费者结构性变化的关键时期，可选消费品的需求弹性与增长潜力会得到充分释放。例如，70年代可能伴随着战后婴儿潮一代消费能力的提升和生活方式的转变，而2009年之后则与全球金融危机后的经济复苏、移动互联网的普及以及千禧一代消费观念的崛起紧密相关。这些时期往往伴随着居民收入水平的提高、消费信心恢复以及新型消费模式的涌现，共同掀起可选消费浪潮。

图. 美股可选消费板块集中度和市值的变化情形



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图. 股可选消费行业资产、负债两端在历次行情周期中的表现

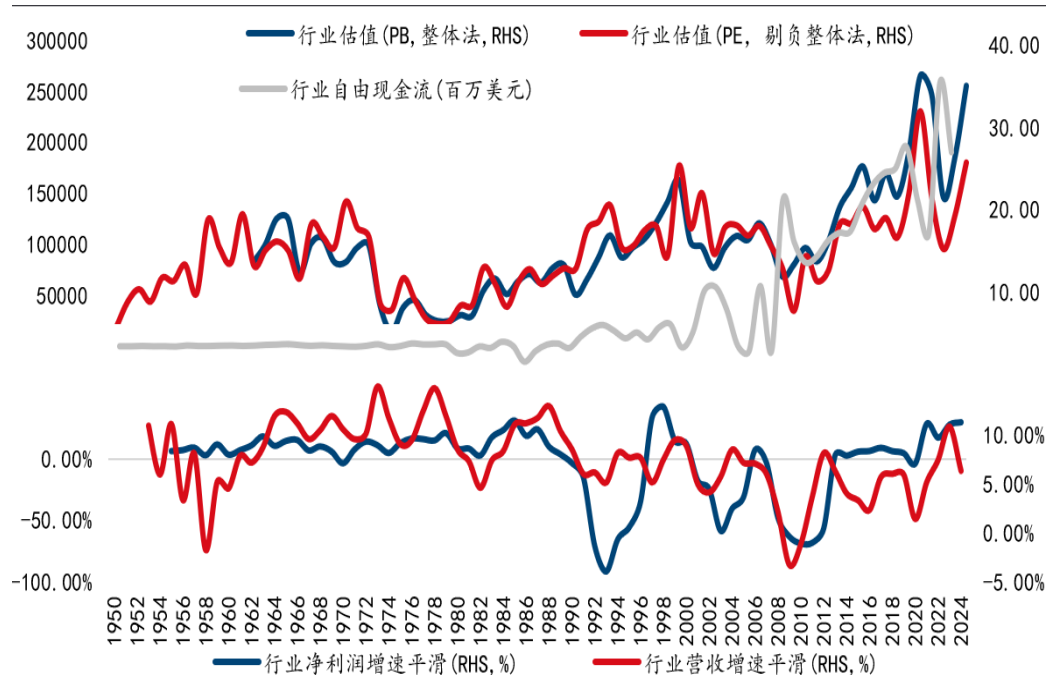


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

美股从必选消费到可选消费时期的资本周期变化

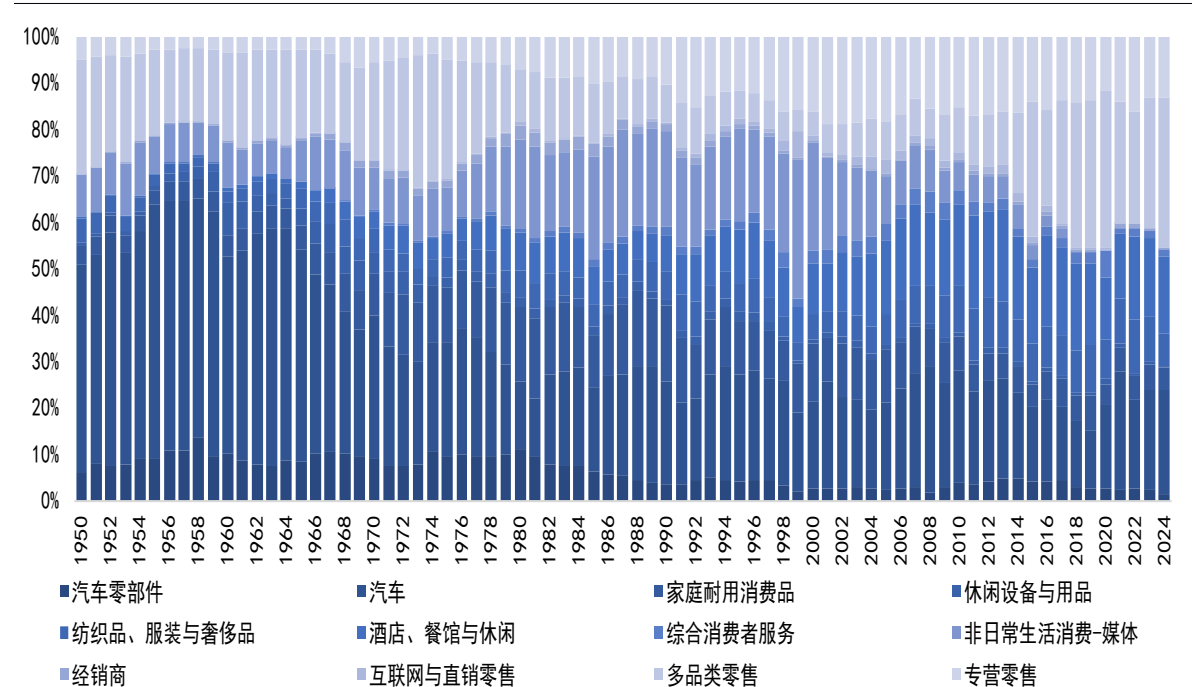
- 新消费崛起的财务特征，细分领域演变与新消费的内涵：在美股可选消费主导的市场周期中，相关行业负债率突破平台期稳步增长，能够有效管理风险并支持业务扩张。同时，其基本面（如盈利能力、成长性）持续向好，获得市场给予的较高估值溢价。美股可选消费领域早期大多是汽车、家电等耐用消费品，随后切向休闲娱乐、旅游、餐饮等服务型消费，再到近年来兴起的线上零售、数字内容、健康服务等新兴业态。这些细分领域的轮动，正是“新消费”内涵的不断丰富。

图. 美股可选消费板块的基本面和估值历史走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图. 美股可选消费板块内部二级行业市值变化历程

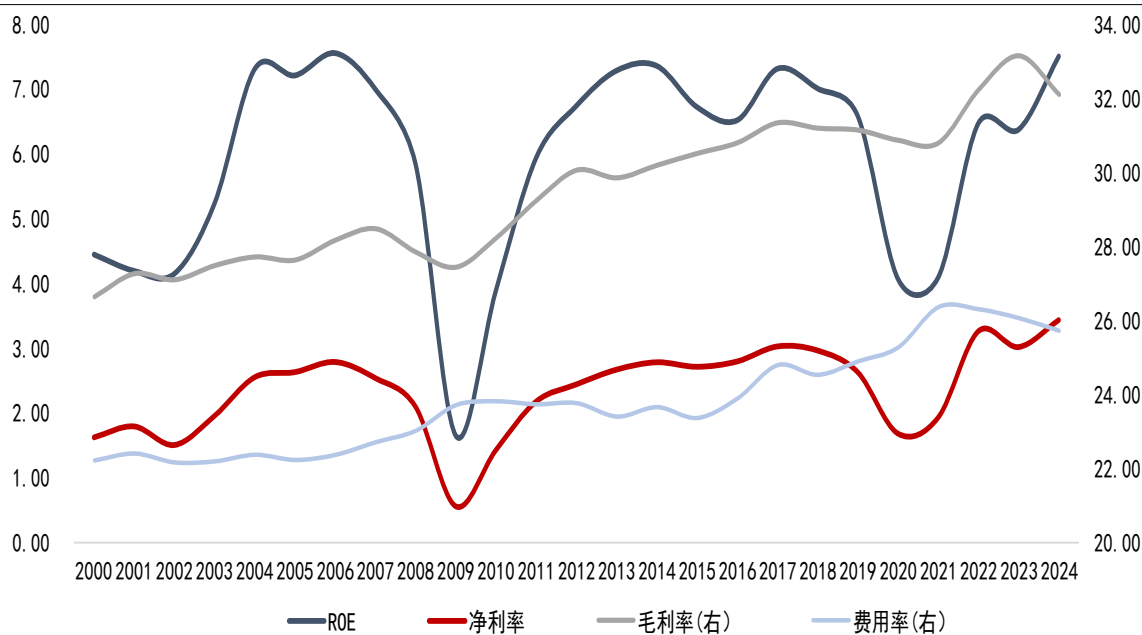


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

日股从必选消费到可选消费时期的资本周期变化

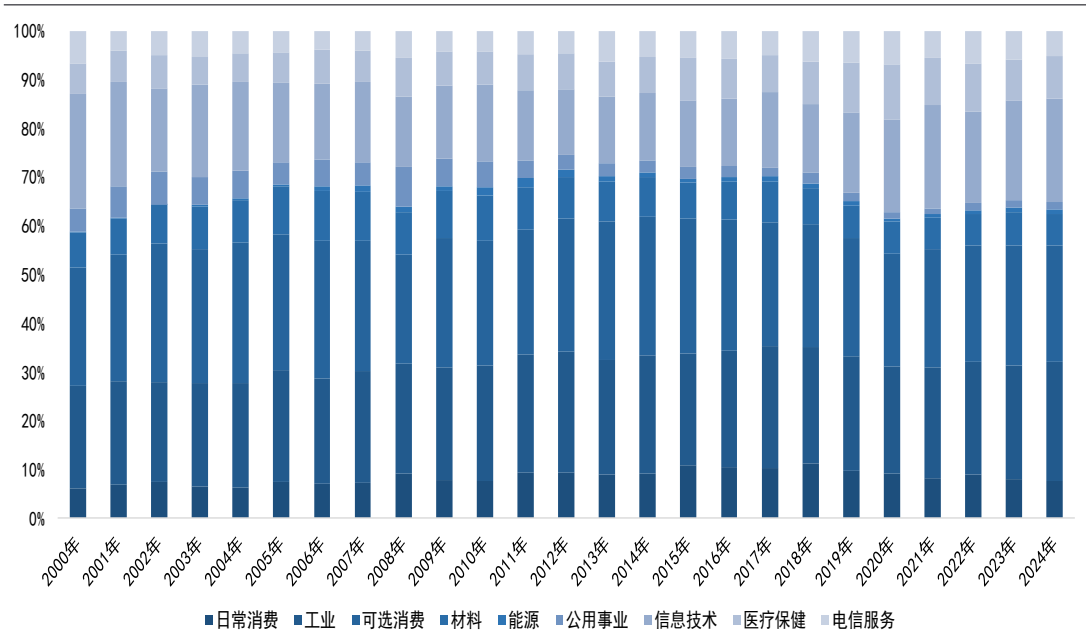
- 日本经济高速增长期，汽车和电子产品等耐用品消费的爆发，以及在经济转型期，服务业和体验式消费的兴起。新消费的本质在于其能够精准捕捉并满足消费者日益多元化、个性化、品质化的需求，并通过技术创新和商业模式创新，不断拓展消费的边界。

图. 日股可选消费板块的净利率、费用率、毛利率、ROE走势变化



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图. 日股行业成分股市值占比 (%)

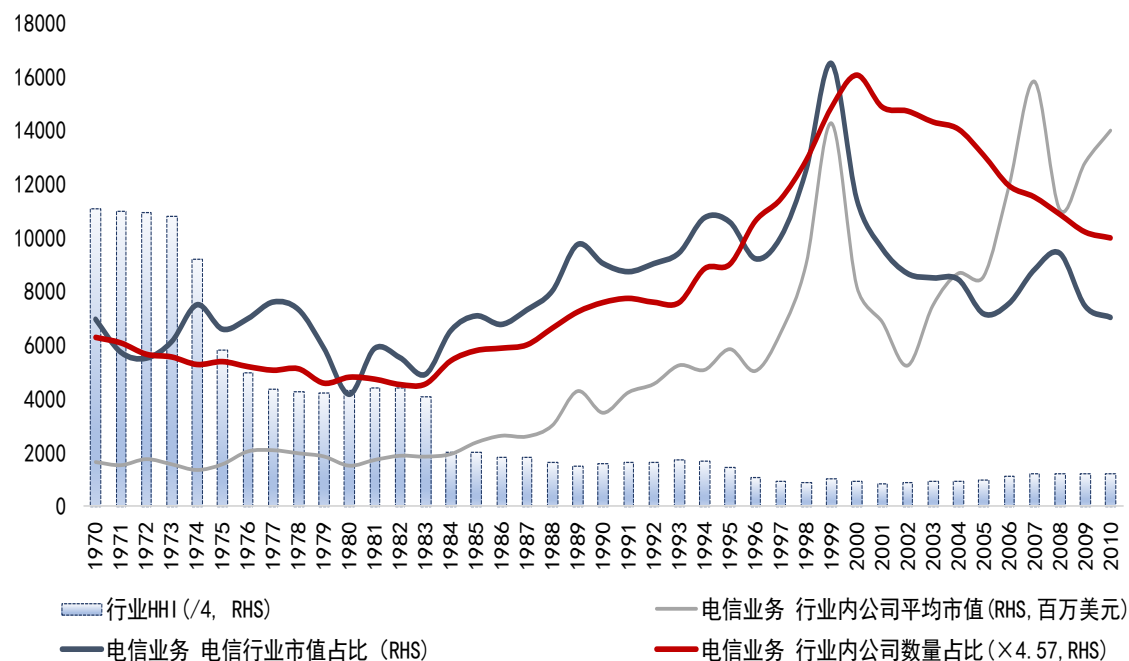


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

80-90年代欧美电信行业发展历程

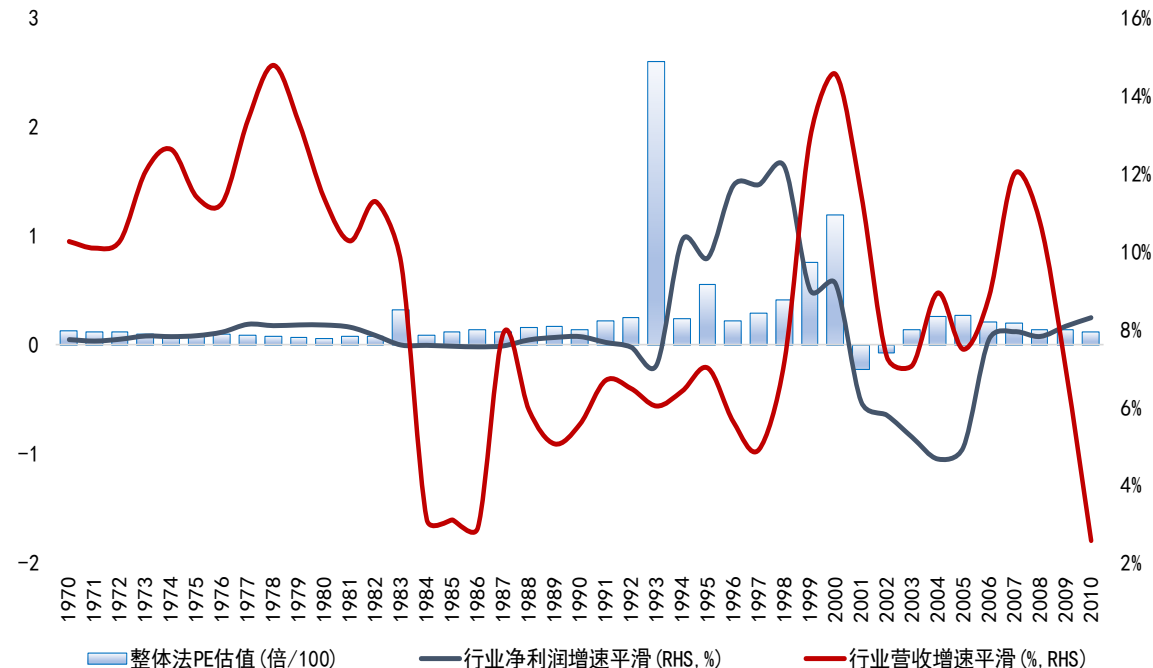
- 80-90年代，美国和欧洲的电信行业经历了显著的变化，从起步到竞争，再到内卷和出清，最终通过整合实现了行业的稳定和盈利能力的恢复：
- 起步阶段：**在20世纪80年代初，美国的电信行业主要由AT&T垄断，而欧洲的电信市场则由国家垄断企业控制。这一时期，电信行业的盈利主要依赖于固定电话服务，行业集中度高，竞争较少。1984年，美国司法部拆分了AT&T，标志着电信市场的初步开放。
- 竞争阶段：**进入20世纪90年代，随着技术的进步和政策的放松，电信市场开始引入竞争。1996年，美国通过了《电信法案》，允许新进入者与传统运营商竞争。在欧洲，国家垄断企业逐步私有化，市场逐渐开放。这一时期，新的电信公司如WorldCom和Global Crossing迅速崛起，市场竞争加剧。
- 内卷阶段：**随着竞争的加剧，电信公司纷纷加大资本支出，建设更多的网络基础设施。然而，市场需求并未如预期般快速增长，导致产能堆积。2000年前后，电信行业出现了严重的泡沫，许多新进入者因无法实现盈利而破产。这一时期，行业的盈利指标普遍下滑，市场集中度开始下降。
- 出清阶段：**2000年后，电信行业进入出清阶段。许多小型和新进入的电信公司因资金链断裂而倒闭，市场逐渐回归理性。幸存的公司开始通过并购整合资源，提高运营效率。例如，AT&T和SBC Communications进行了合并，巩固了市场地位。行业的盈利指标开始回升，市场集中度重新上升。
- 行业整合：**进入21世纪初，电信行业继续整合，形成了几家大型跨国公司。这些公司通过技术创新和市场扩展，逐步恢复了盈利能力。尽管市场竞争依然激烈，但行业整体的盈利能力和稳定性得到了显著提升。这一时期，行业的集中度和盈利指标均表现出积极的趋势。

图. 美国电信行业在80-90年代出现了一轮高发展浪潮，经历了高度竞争化阶段



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理注：市值单位为百万美元，下同

图. 美国电信行业90年代出现利润增速和估值的双向大幅扩张，随后大幅收敛

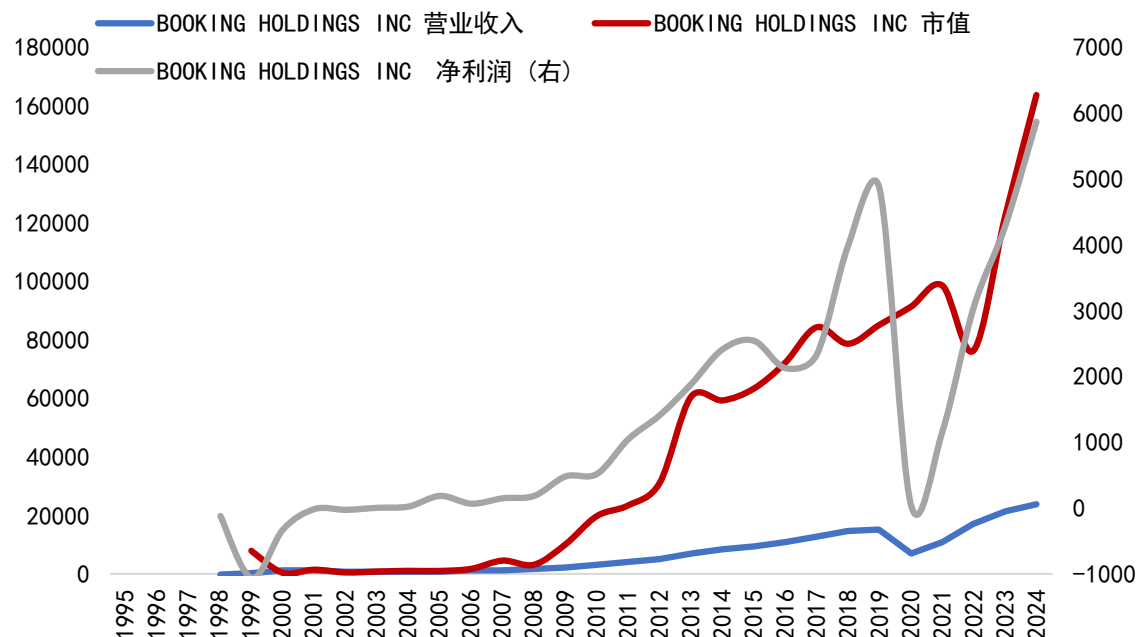


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理注：市值单位为百万美元，下同

互联网浪潮时期的案例

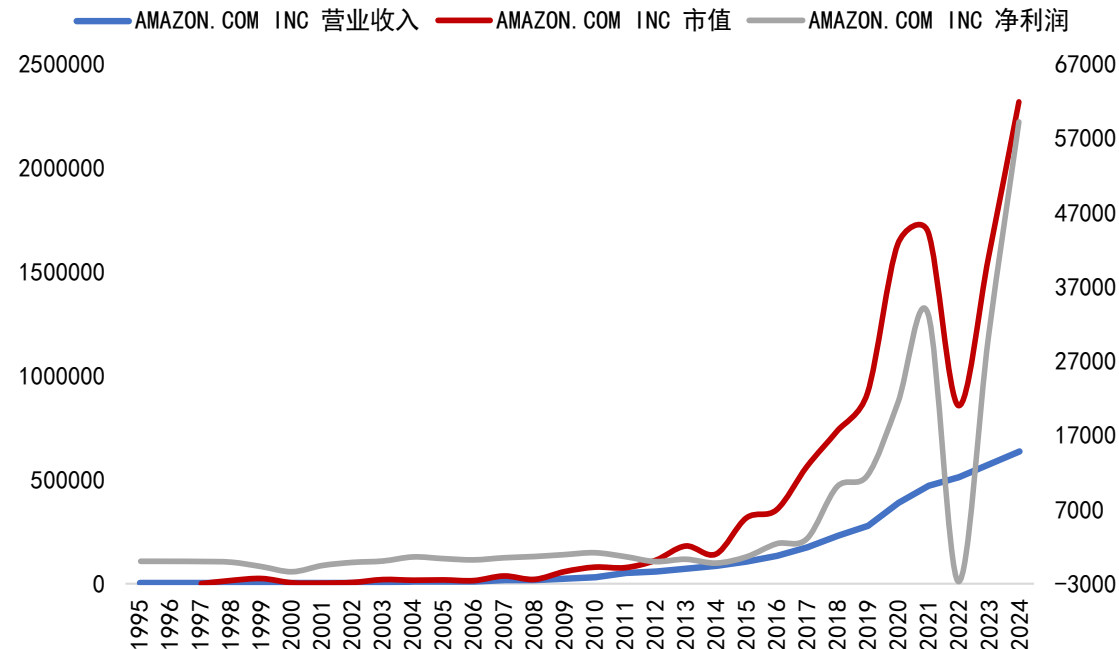
- 如20多年前亚马逊公司的估值和盈利数据一度并不好看，但仍被认为比尔·米勒为代表的独具慧眼投资者所喜爱，选择长期投资亚马逊公司的主要逻辑基于以下几点：首先，亚马逊拥有强大的商业模式，通过多元化的业务（如电子商务、云计算、物流和广告）实现了持续的收入增长和高利润率。其次，公司在技术创新方面表现出色，不断推出新的服务和产品，巩固了其市场领导地位。第三，亚马逊的管理层具备卓越的战略眼光和执行力，能够有效应对市场变化和竞争挑战。第四，亚马逊的财务状况稳健，现金流充裕，支持其持续的投资和扩张计划。最后，亚马逊在全球市场的巨大增长潜力，特别是在新兴市场和技术驱动的新业务领域，为其长期发展提供了广阔的空间。正如钱德勒在《资本回报》中借用亚马逊的例子来说明成长和价值不是对立的，米勒认为亚马逊和美国在线是价值，而巴菲特认为可口可乐、迪士尼这类传统认知里增长的品牌更符合价值投资范式，因为这些高质量企业的未来价值折现是相对便宜的，因此归为价值标签。
- 无独有偶，互联网浪潮催生的Booking.com，其商业模式和股价变动之间存在密切关系。公司最初采用“自行定价”模式，但在2005年收购Booking.com后，战略转向欧洲酒店代理业务，这一转型成功抓住了市场机会。通过专注于欧洲市场并签约大量酒店，Booking.com建立了强大的市场地位，运营成本较低且现金流稳定，部分用于回购股票。这些因素共同推动了股价从低谷显著回升并实现大幅增长，反映出投资者对公司商业模式和盈利前景的信心。

图. 亚马逊的横空出世让书店和纸媒模式遇到挑战



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

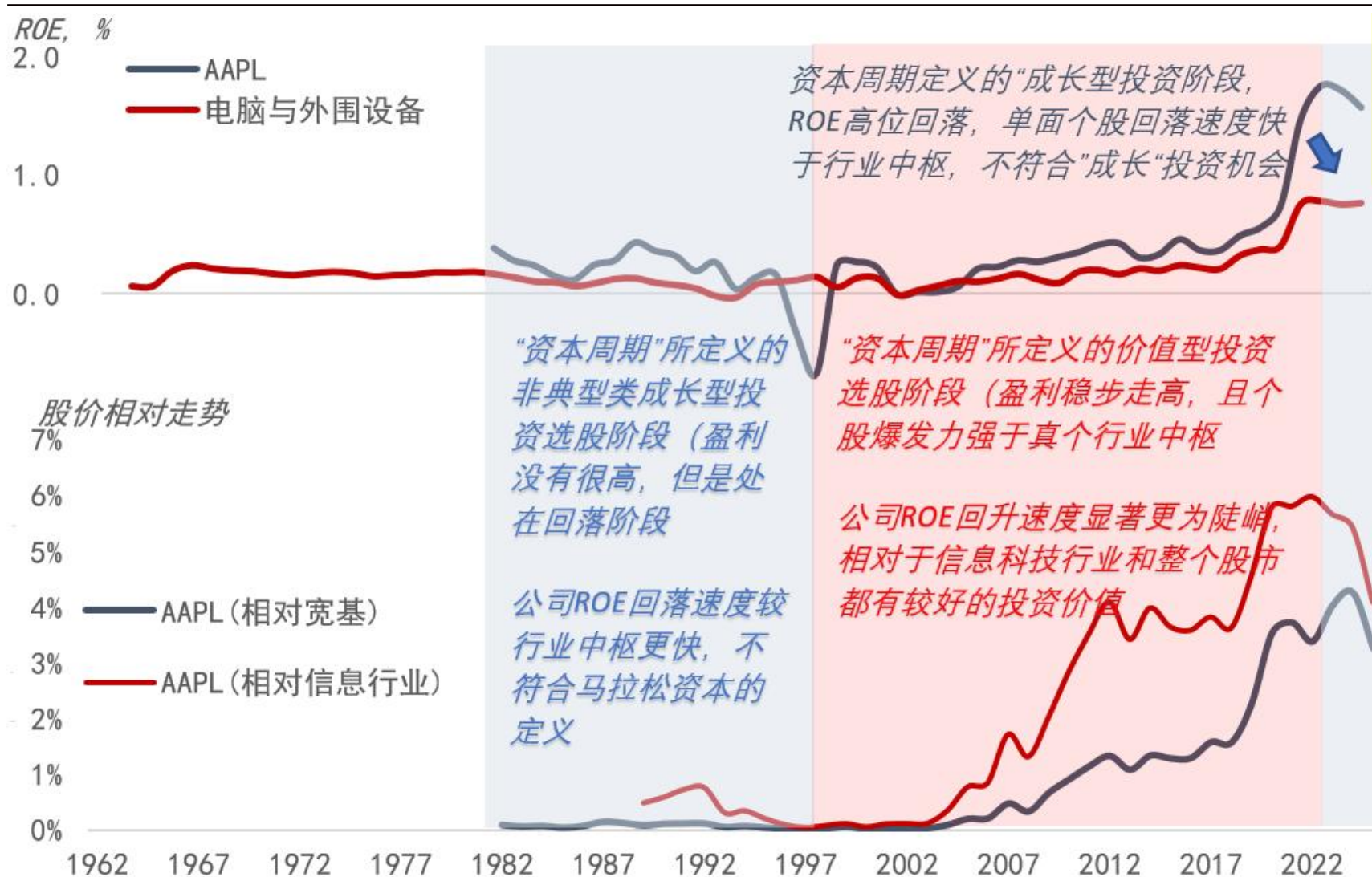
图. 无独有偶，Booking的模式也复刻了上述模式



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

苹果资本周期行情复盘

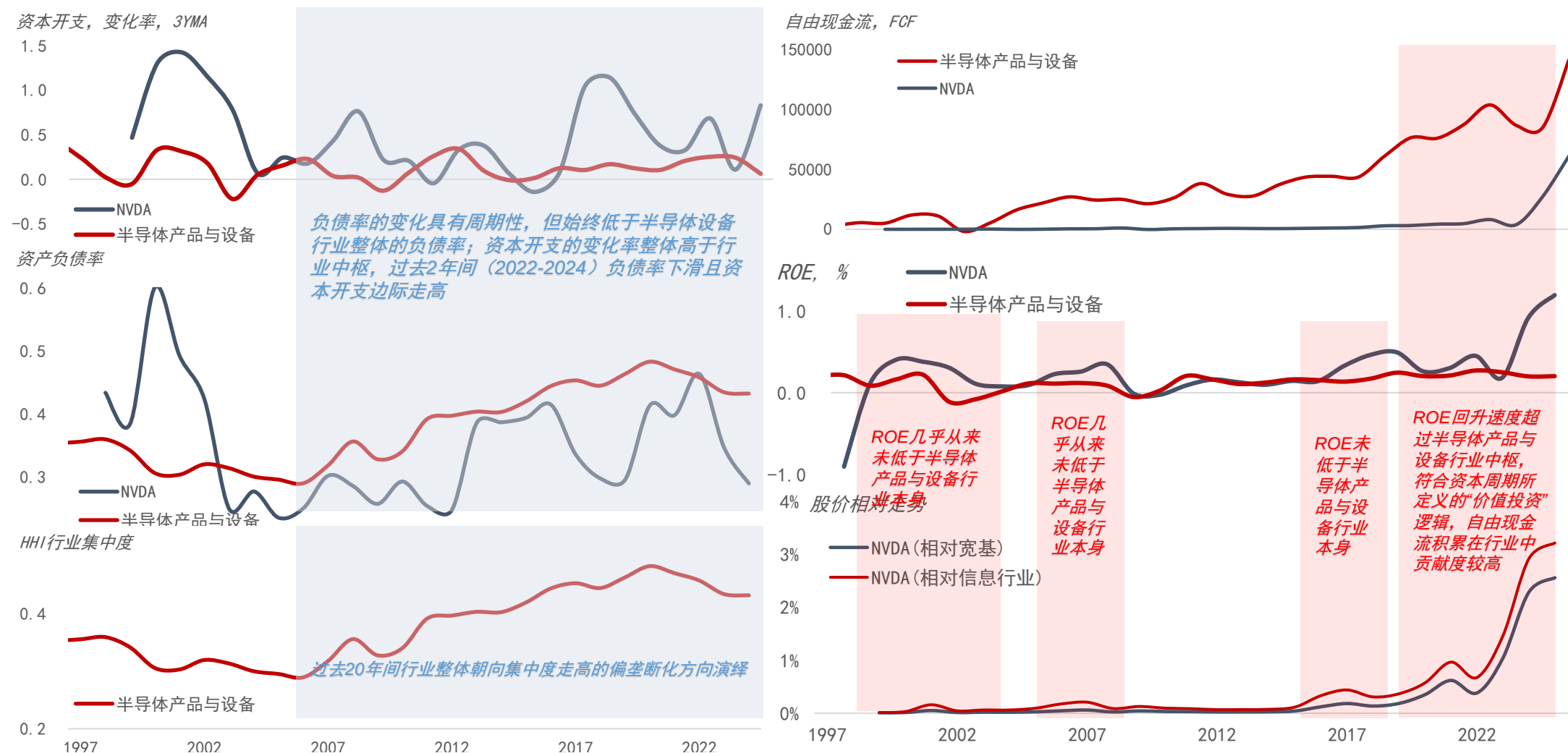
图3：苹果的资本周期行情复盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

英伟达资本周期行情复盘

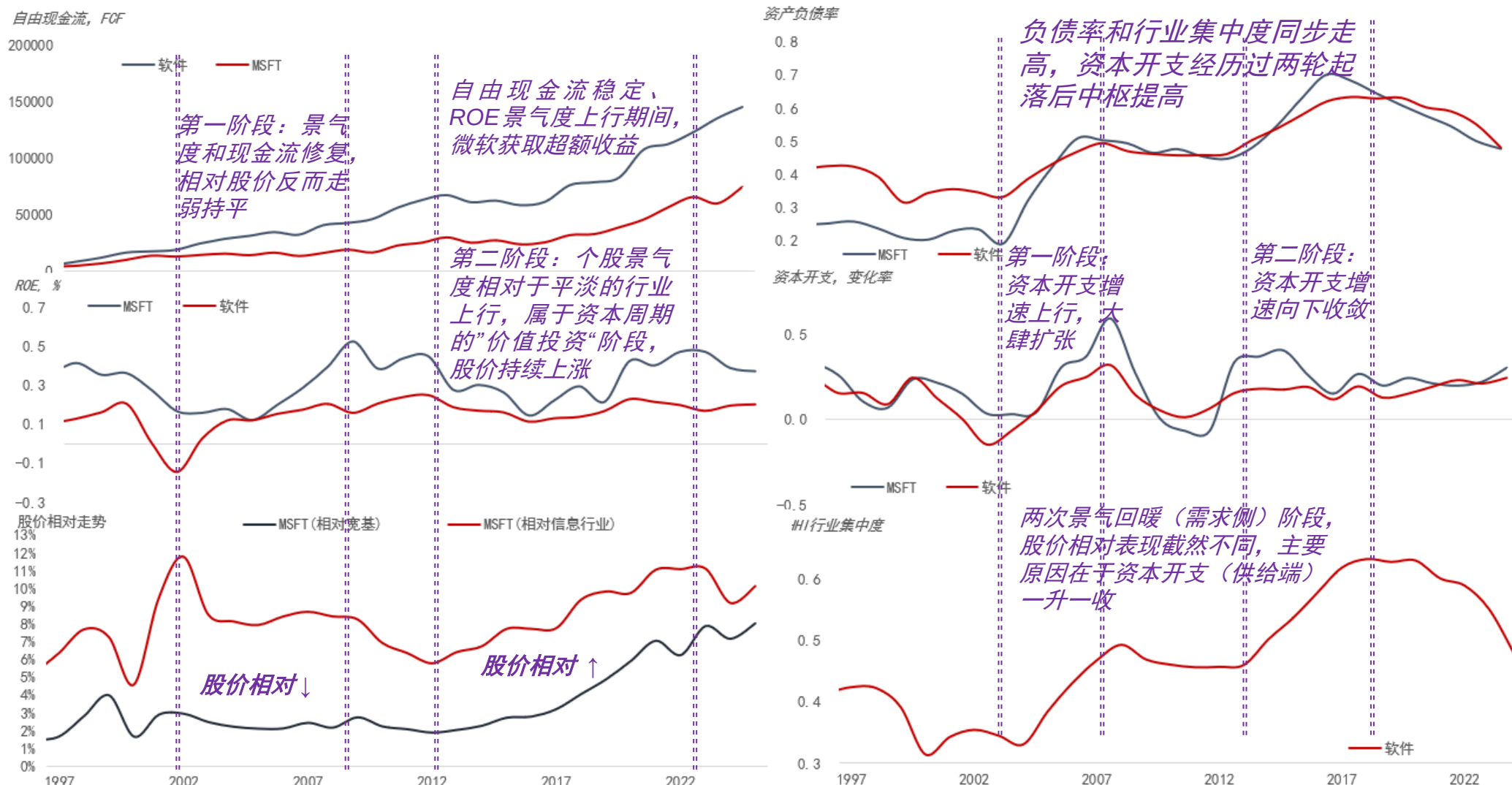
图3：英伟达资本周期行情复盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

微软资本周期行情复盘

图3：微软的资本周期行情复盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

国信证券
GUOSEN SECURITIES

自由现金流, FCF

2002-07, 个股景气度优于行业属于资本周期中成长型投资机会

2007-12, 现金流缓慢攀升, 个股ROE仍好于行业, 成长型投资后半段

2012-2016, 现金流稳步积累, 个股较行业成长型机会逐渐耗尽

2016-2022 现金流和盈利稳步攀升, 个股和行业需求端同步改善

2022年后, 行业盈利二次增长, 现金流磨顶; 但股价表现相对疲软

ROE, %

股价相对走势

GOOGL (相对通讯业)

GOOGL (相对宽基)

资产负债率

负债率降低, 资本开支触顶回落, 行业集中度打散, 朝向高度竞争化演绎

资本开支, 变化率

得益于负债率和资本开支萎缩 (紧供给), 在盈利下滑、行业竞争化出清阶段, 股价仍有较好表现

HHI 行业集中度

资本开支起步, 供需格局收敛, 行业一次出清后达到寡头格局

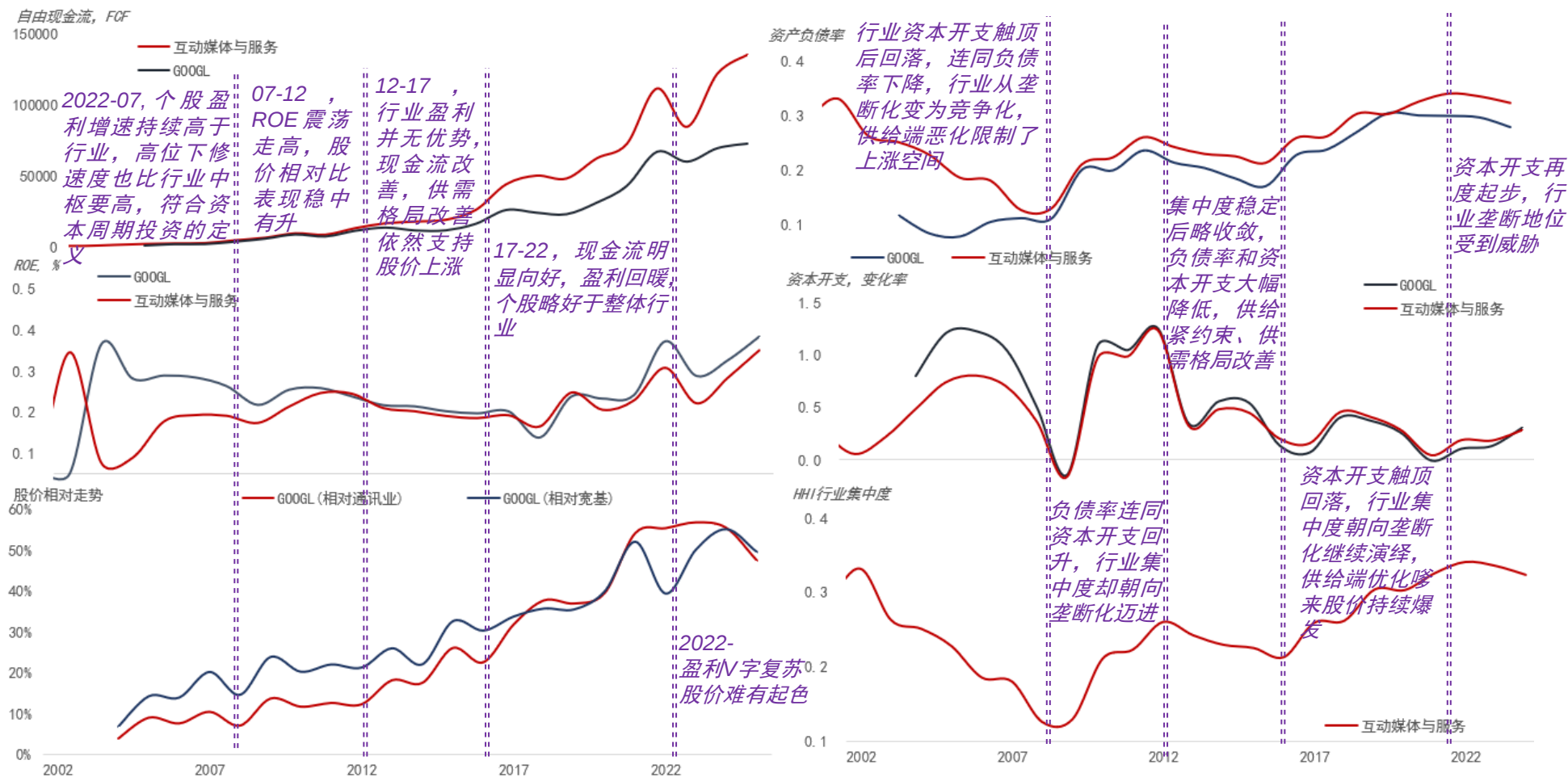
负债率走高, 个股加杠杆程度相对小于行业, 资本开支二次触顶后收敛, 行业走出集中度提升的二次成长曲线, 股价陡峭化上涨

资本开支起步, 负债率盘顶, 行业集中度触顶回落开始瓦解

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

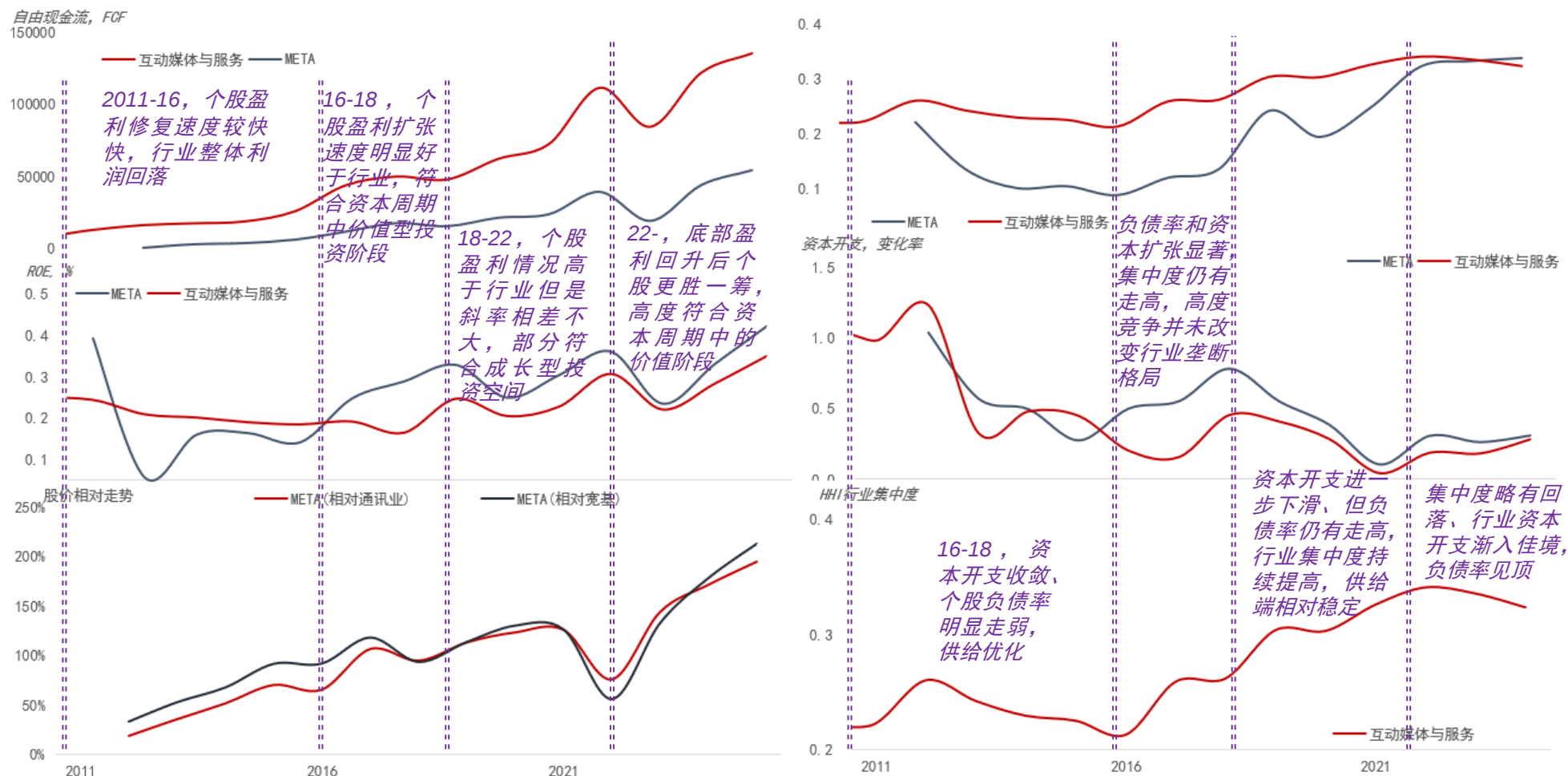
谷歌资本周期行情复盘

图3：谷歌资本周期行情复盘



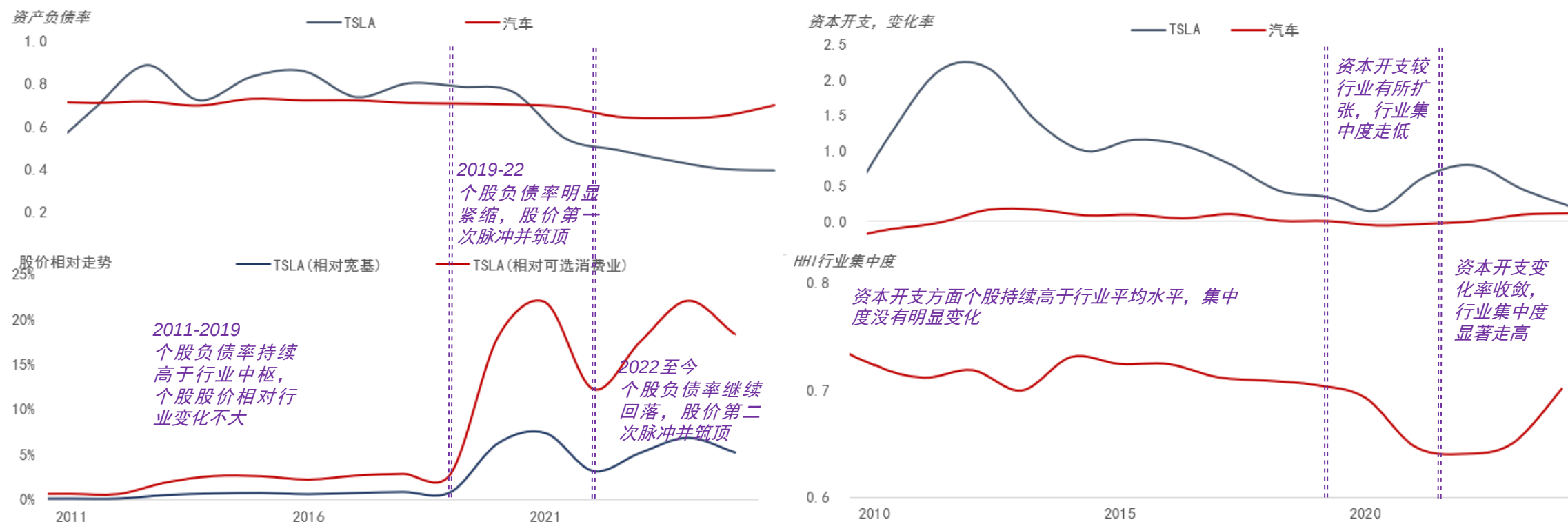
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3: Meta资本周期行情复盘



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图3：特斯拉资本周期行情复盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

美股七巨头资本周期研判

表：美股科技七巨头的财务数据复盘和预测

公司	财务指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
英伟达	总债务/总资本	25	13	21	18	18	31	31	35	20	11	7	4
	总资产回报率	8	19	29	34	18	19	27	10	56	82	66	56
	预测可比资本支出同比	30	-105	-237	-1	19	-131	13	-88	42	-203	-34	-9
	自由现金流量	1089	1496	2909	3143	4272	4694	8132	3808	27021	60853	101117	132164
苹果	总债务/总资本	35	40	46	52	54	65	68	70	67	68	62	57
	总资产回报率	20	15	14	16	16	17	28	28	28	26	31	32
	预测可比资本支出同比	-18	-13	2	-7	21	30	-52	3	-2	14	-17	-11
	自由现金流量	70019	53497	51774	64121	58896	73365	92953	111443	99584	108807	106177	123328
微软	总债务/总资本	31	41	52	51	46	41	37	28	28	27	11	9
	总资产回报率	7	11	11	7	14	15	19	21	19	19	19	17
	预测可比资本支出同比	-8	-40	3	-43	-20	-11	-34	-16	-18	-58	-47	-11
	自由现金流量	23724	24982	31378	32252	38260	45234	56118	65149	59475	74071		
META	总债务/总资本	0	0	0	0	10	8	10	18	20	21		
	总资产回报率	8	18	21	24	16	20	24	13	19	25	21	19
	预测可比资本支出同比	-38	-78	-50	-107	-9	0	-23	-68	13	-37	-79	-17
	自由现金流量	6076	11617	17483	15359	21212	23584	38993	19044	43847	54072	33916	43930
特斯拉	总债务/总资本	70	55	65	65	64	36	22	11	13	16		
	总资产回报率	-13	-4	-8	-3	-3	2	10	17	16	6	4	6
	预测可比资本支出同比	-69	22	-167	38	37	-138	-105	-10	-24	-27	12	-6
	自由现金流量	-2159	-1405	-3475	-3	1078	2786	5015	7566	4358	3584		

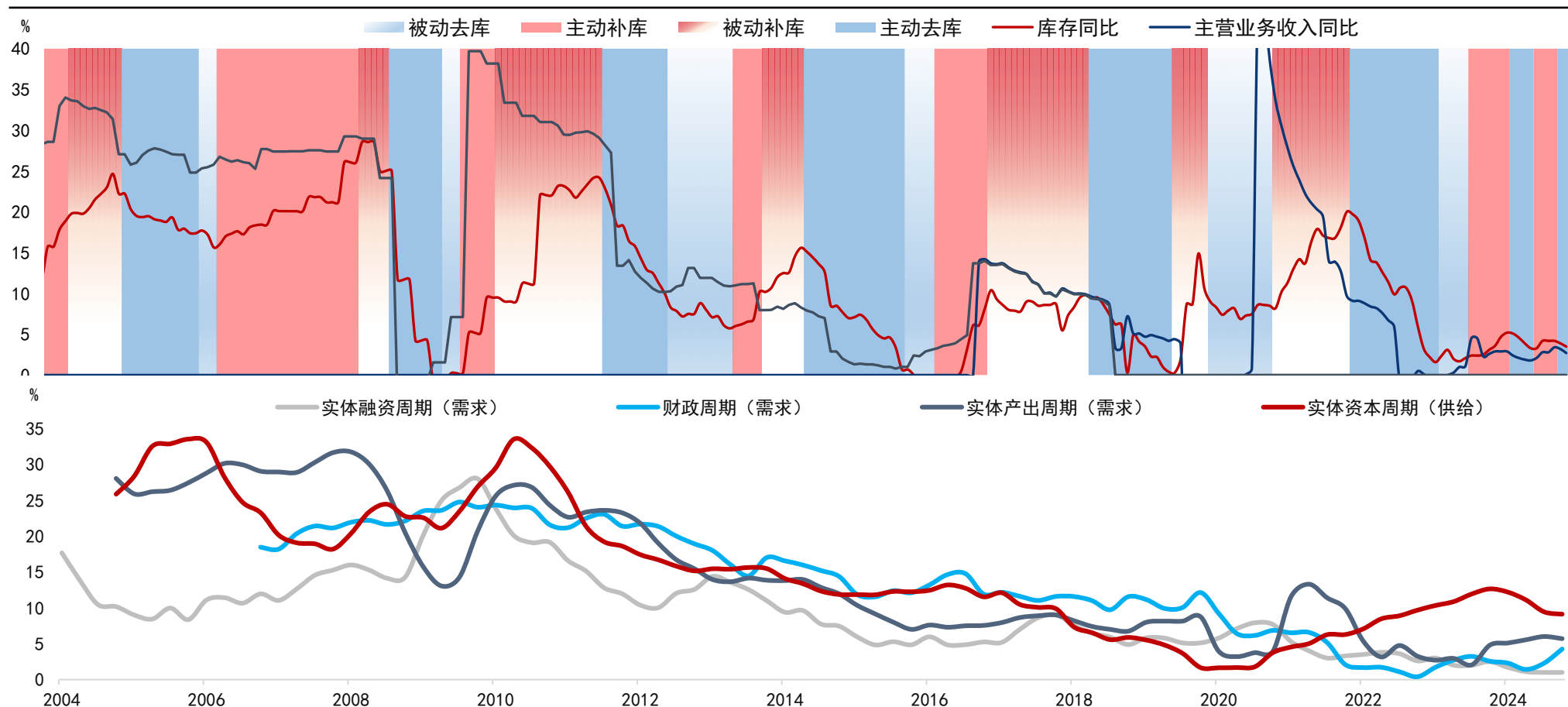
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理 注：表中所列公司仅为复盘梳理，不作为投资推荐的依据

- 【 01 】 资本周期：供给和集中度先于景气度考虑
- 【 02 】 细分行业资本周期历史定位
- 【 03 】 当前各行业所处资本周期阶段
- 【 04 】 美国和日本资本周期原理和案例
- 【 05 】 站在新一轮“反内卷”视角看资本周期

从国内短周期属性来看资本周期特征

- 中国库存周期（短周期属性）和经济周期（融资、财政、产出、资本开支）并轨来审视，则实体需求更贴近短周期特征，资本开支周期具备中周期的属性。

图：从国内短周期属性来看资本周期特征

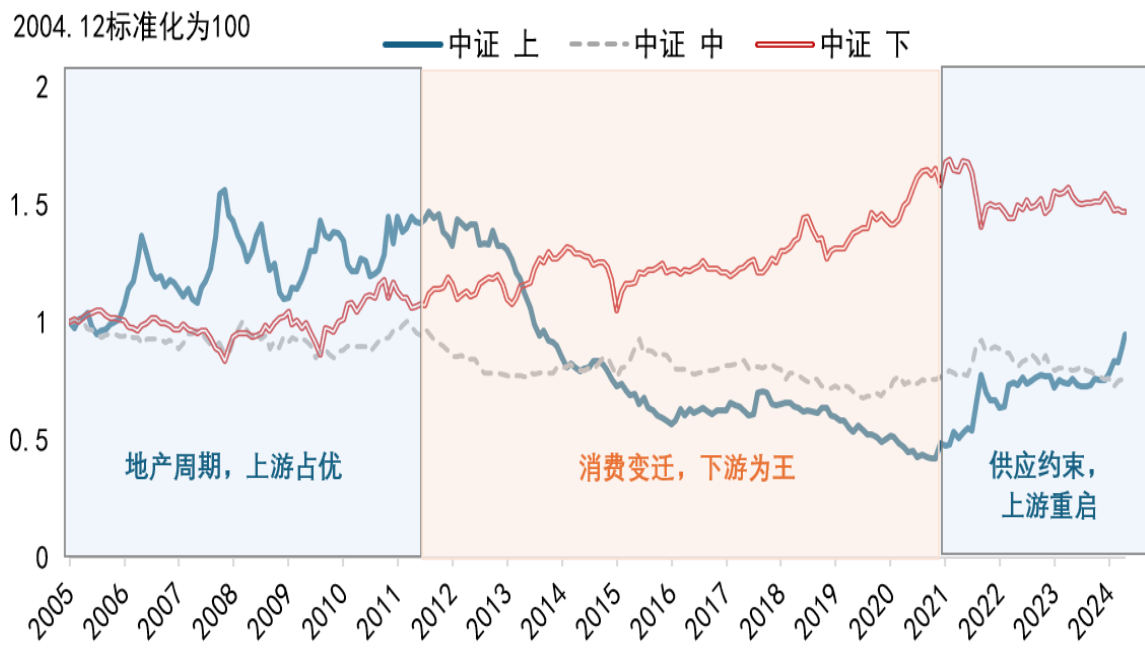


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

上轮周期的经验：时间和空间维度把握微笑曲线的“两端”

- 空间上两端：投资中选择上游 vs 下游产业，规避中游产业；时间的两端：从零到一的初始成长阶段 vs 出清寡占后的二次成长阶段，规避高度竞争和内卷的中间阶段；
- 上游在环保和绿色浪潮影响下构造了足够深的护城河；中游“卷王出海”是过度竞争、利润压缩的无奈解；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。股价也没有优势。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。
- 新一轮周期中游制造的逆袭逻辑：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：空间维度：上游和下游行业赚钱效应更加突出

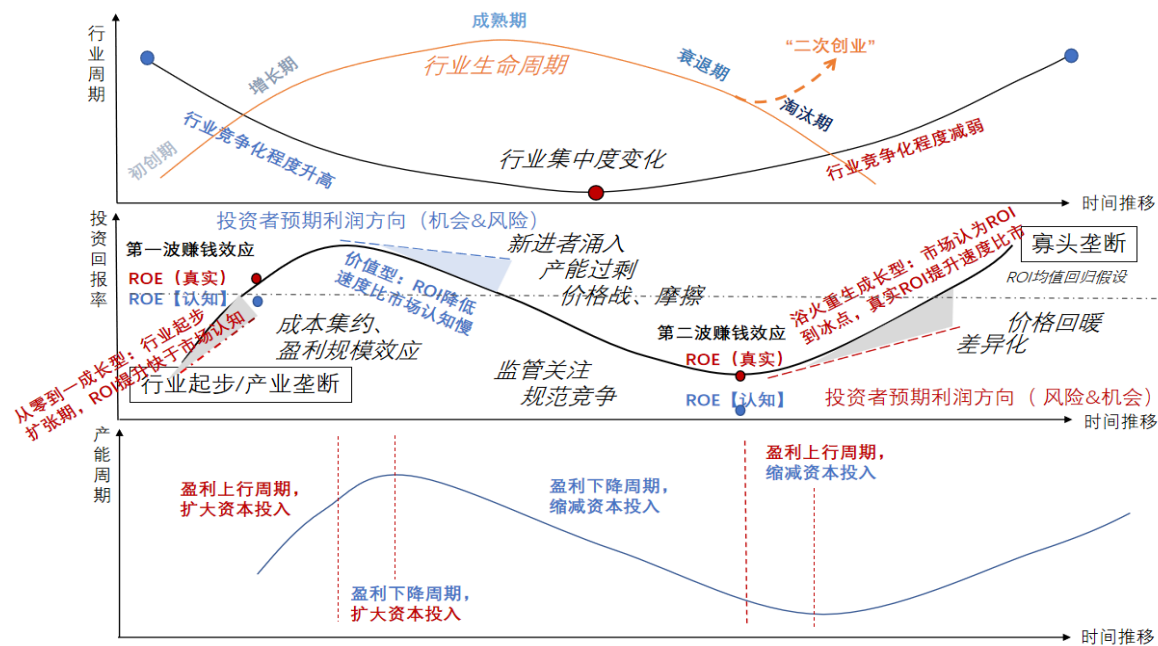


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：石油、天然气、煤炭、有色金属、非金属采矿及制品等行业的证券归为上游资源产业；将化学制品、钢铁、机械制造、通信设备等；行业的证券归为中游制造产业；将汽车、消费者服务、耐用消费品及服装、食品饮料、医疗保健、电信服务等行业的证券归为下游消费与服务产业。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

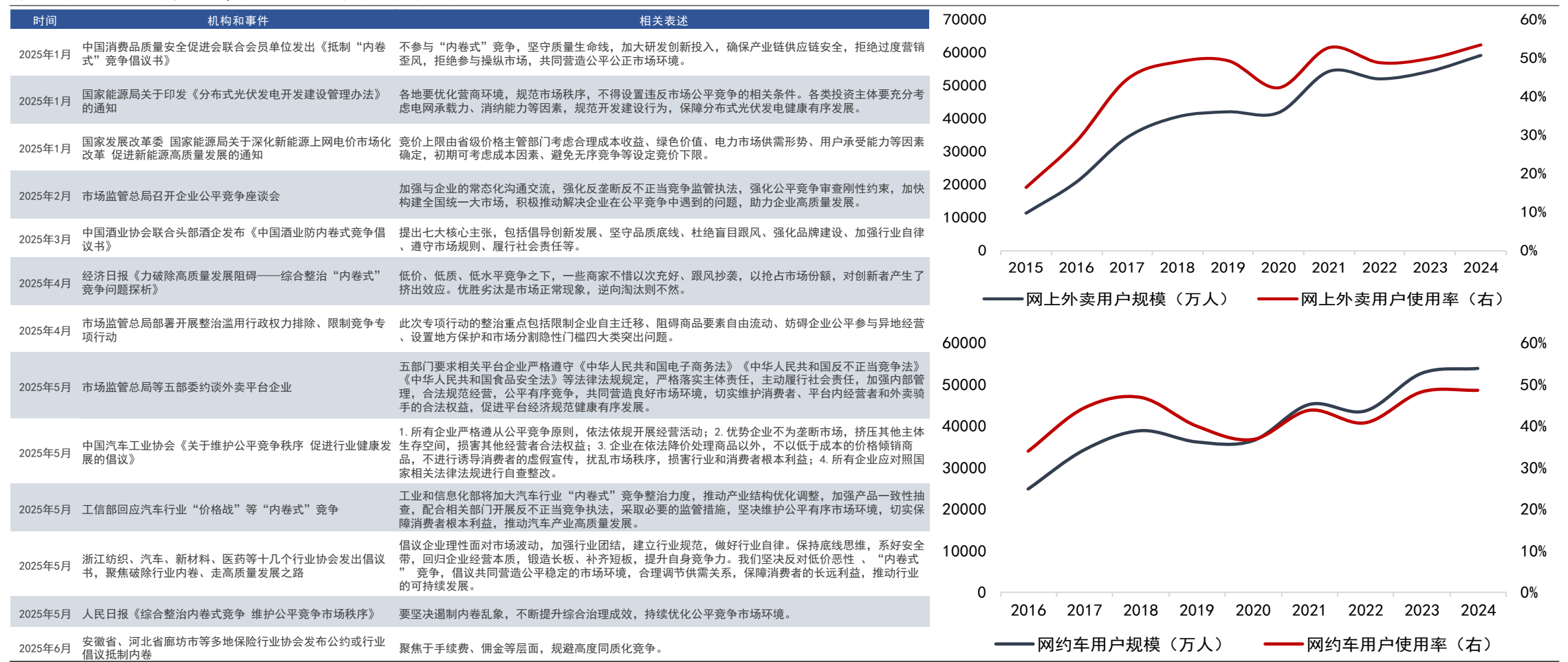
图：时间维度：布局生命周期的拓张段和成熟段



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

高度竞争产业和“反内卷”典型案例

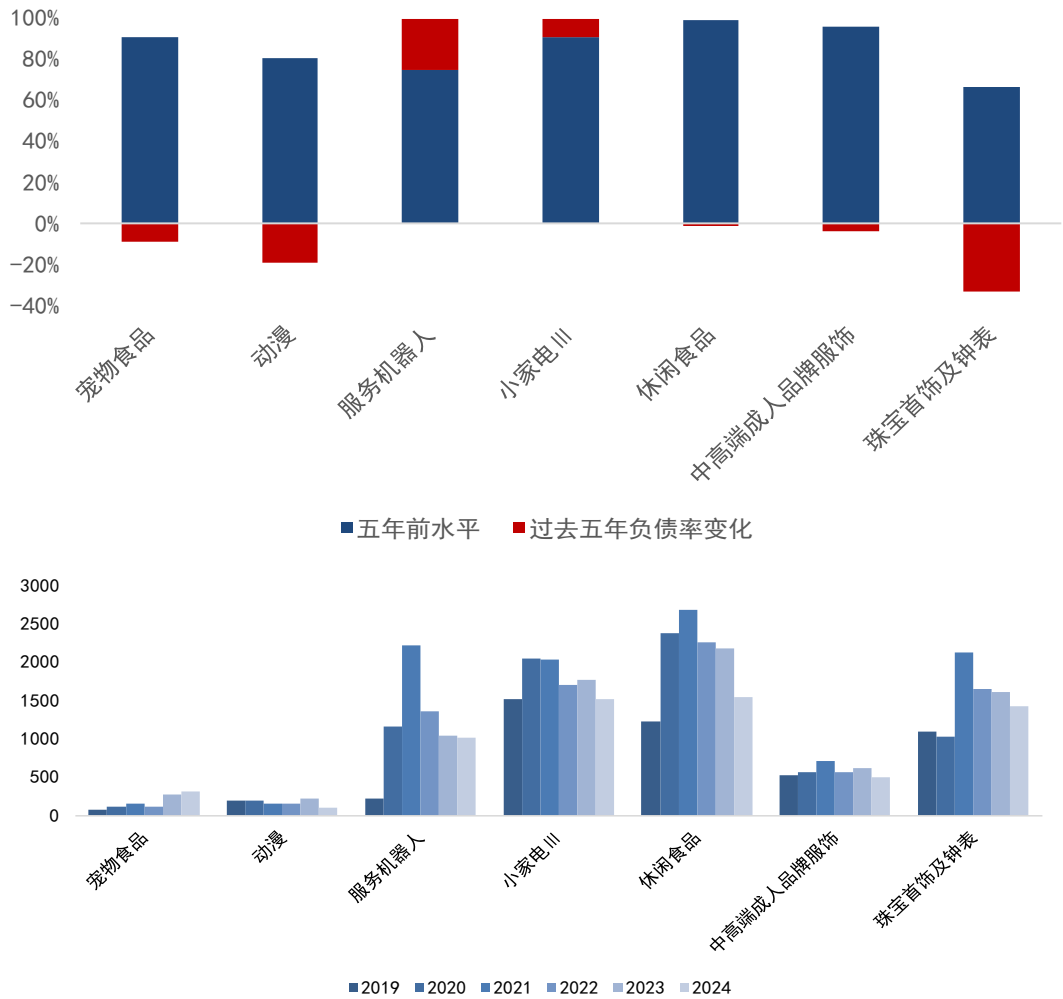
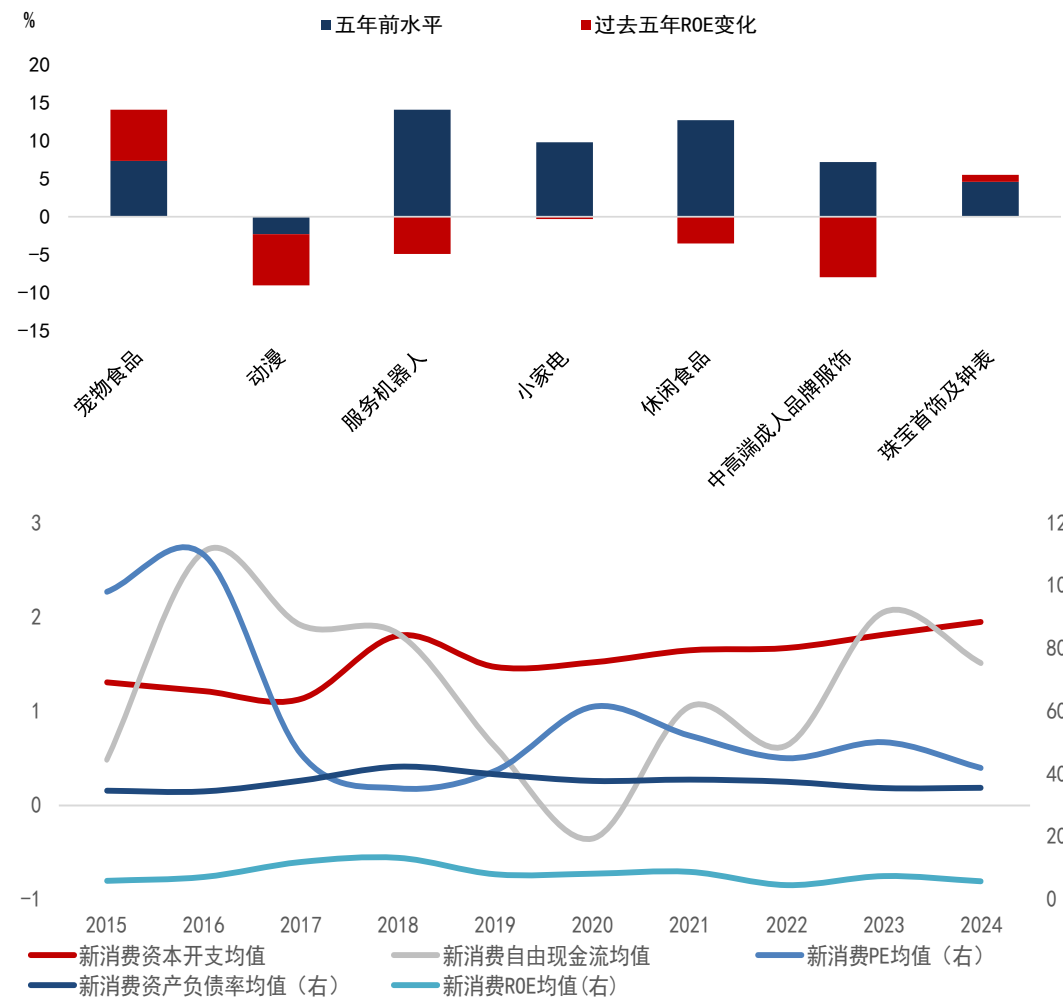
图. 近2年“反内卷”操作和表述，以及网约车、外卖渗透率的变化情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

国内新消费领域的资本周期复盘

图. 国内新消费板块细分领域的复盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 海外地缘冲突尚未缓解；
- 市场对美联储后续货币政策走向存在分歧；
- 行业轮动速度过快对主线投资思路构成压力等。

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	股价表现优于市场代表性指数±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