

建银国际证券 | 研究部

“反内卷”影响探析专题报告

“反内卷”- 新时代供给侧改革的延续与进化

近期“反内卷”迅速成为中国经济政策最火热的关键词之一，从中央顶层设计到各部委雷霆出击，掀起了一场声势浩大的治理运动。中央层面接连高调发声，频频强调要严厉遏制恶性竞争、重塑公平有序的市场环境，各部委更是密集出台具体措施，“反内卷”的号角已在多个关键行业全面吹响。2024 年 7 月 30 日，中央政治局会议首次明确提出“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”；到 2025 年，政府工作报告更罕见地将“破除地方保护和市场分割、打通市场循环”及“综合整治内卷式竞争”等表述正式纳入年度工作部署，标志着治理行动进入全面攻坚阶段。6 月全国人大常委会修订《反不正当竞争法》，新增条款针对“内卷”乱象，禁止平台强制商家以低于成本价倾销、禁止大企业滥用优势地位压榨供应链中小企业等，以法律利剑斩断“不合理低价竞争”的链条。7 月国家发改委提出“实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能”。紧随其后，国家发改委、市场监管总局联手推出了《价格法修正草案（征求意见稿）》，首次在法律层面明确界定了低价倾销标准，将“反内卷”直接纳入国家法律体系。中央政治局会议强调纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。

2015 年中国工业领域经历严重的产能过剩和通缩，PPI 同比一度低至-5%以上。为扭转局面，中央在 2015 年底提出供给侧结构性改革，“三去一降一补”成为主线。在需求端，同期棚改货币化安置、大规模基建投资以及全球复苏，共同推动需求回升。这种供需两端协同效果极为显著：工业品出厂价迅速由负转正，PPI 同比从 2016 年年初的-5.3%攀升至 2017 年初的+7%以上；供给侧改革不仅带动了上游行业股价和企业盈利大幅反弹，也通过价格传导改善了工业企业整体利润增速。可以说，16-17 年的供改在“去产能、稳价格、增效益”方面取得了历史性成功。

本轮综合整治“内卷”在政策指向上更偏重优化市场环境而非单纯缩减供给，在操作方式上更注重法治化、差异化，在宏观条件上面对的挑战也更复杂（通缩压力下如何避免“只限价不促销”的两难）。总体而言，这是一次更为温和理性的供给端改革实践，与 2016 年的“重拳出击”形成鲜明对照。“反内卷”是在新的时代条件下，对供给侧结构性改革精神的一种延续和发展。

短期来看，由于直接针对价格战等突出问题，“反内卷”确实可能改善部分行业的盈利状况。互联网平台有望带来经营质量的改善。汽车领域有望缓解上游零部件被压价、生存困难的局面。医药行业则通过改革集采机制、打击“唯低价中标”等做法，有助于改善企业回款周期和盈利能力。光伏行业方面，尽管市场供需仍在磨合，但头部企业已联合减产，龙头盈利有望企稳。金融行业也正在从“价格战”导向的非理性竞争中逐步回归理性。有色金属和建材行业也在政府与协会双重引导下重启错峰限产、反倾销、行业标准提升等措施，有望开启新一轮行业出清。我们认为“反内卷”更多带来结构性机会，特别是盈利水平越低、产能过剩的行业，如光伏、有色、建材具备更多的交易性机会。

从中长期看，我们也不能对“反内卷”的作用过度高估，“反内卷”难以一蹴而就，是一个漫长的过程。就目前中国经济所处的环境而言，“反内卷”更像是一场持久战，其长期效果取决于配套改革的广度和深度。需求端的配合仍是关键。

赵文利, PhD/CFA

cliffzhao@ccbintl.com

邹炜, CFA

wilsonzou@ccbintl.com

行业研究员

陈咏娴, CFA

cathychan@ccbintl.com

曲克

quke@ccbintl.com

萧智舜, PhD

jasonsui@ccbintl.com

苏卡

christso@ccbintl.com

郑勇, CFA

lawrencechen@ccbintl.com

“反内卷”主题相关标的

行业	公司	股票代码	现价 [†]	目标价	上涨空间	预测市盈率	建银国际每股		建银国际
			(港币)	(港币) (12 个月)		(倍) 2025 年	盈利增长预测 (%)	2025 年	2026 年
信息技术	阿里巴巴	9988 HK	119.2	146.1	22.6	13.3	(10.2)	15.0	优于大市
汽车	敏实集团	425 HK	28.78	35.1	22.0	10.6	24.0	21.5	优于大市
汽车	零跑汽车	9863 HK	62.7	86.1	37.3	197.7	N/A	323.9	优于大市
汽车	吉利汽车	175 HK	18.41	21.7	17.9	13.1	67.2	37.0	优于大市
新能源	协鑫科技	3800 HK	1.13	1.6	41.6	N/A	(80.9)	N/A	优于大市
新能源	信义光能	968 HK	3.11	4.4	41.5	103.7	(83.4)	152.5	优于大市
金融	招商证券	6099 HK	16.6	16.0	(3.6)	12.9	5.0	11.0	优于大市
金融	中国银河	6881 HK	10.91	9.3	(14.8)	10.4	16.0	11.0	优于大市
金融	中国人寿	2628 HK	22.84	19.0	(16.8)	6.8	15.0	13.0	优于大市
金融	邮储银行	1658 HK	5.76	6	4.2	6.9	(8.0)	(5.0)	优于大市
金融	交通银行	3328 HK	7.12	7.9	11.0	6.1	(7.0)	(5.0)	优于大市

[†] 股价截至 2025 年 8 月 7 日

[‡] 建银国际证券评级： 优于大市， 中性， 弱于大市， 未评级
来源： 建银国际证券

“反内卷”成为近期政策主线

近期“反内卷”迅速成为中国经济政策最火热的关键词之一，从中央顶层设计到各部委雷霆出击，掀起了一场声势浩大的治理运动。中央层面接连高调发声，频频强调要严厉遏制恶性竞争、重塑公平有序的市场环境，各部委更是密集出台具体措施，“反内卷”的号角已在多个关键行业全面吹响。

一系列标志性事件密集落地，清晰地展现了这一轮行动的力度与决心：2024 年 7 月 30 日，中央政治局会议首次明确提出“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”；同年 12 月中央经济工作会议更进一步，要求“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”。到 2025 年，政府工作报告更罕见地将“破除地方保护和市场分割、打通市场循环”及“综合整治内卷式竞争”等表述正式纳入年度工作部署，标志着治理行动进入全面攻坚阶段。此后，各部委迅速跟进，形成了政策密集轰炸的态势。今年上半年，国家发改委、市场监管总局等部门频繁发声，提出要积极化解部分行业供大于求的阶段性矛盾、加强重点行业价格监管、实施质量品牌战略引导破除“内卷”困局等。6 月全国人大常委会修订《反不正当竞争法》，新增条款针对“内卷”乱象，禁止平台强制商家以低于成本价倾销、禁止大企业滥用优势地位压榨供应链中小企业等，以法律利剑斩断“不合理低价竞争”的链条。7 月国新办发布会上，国家发改委提出“实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能”。紧随其后，国家发改委、市场监管总局联手推出了《价格法修正草案（征求意见稿）》，首次在法律层面明确界定了低价倾销标准，将“反内卷”直接纳入国家法律体系。这一突破性举措，标志着中国治理恶性价格竞争正式进入“法律+政策”的双轨治理新阶段。此次修法首次将“反内卷”纳入法律框架，旨在引导资源优化配置、促进公平竞争，与新能源等行业对回归技术驱动和价值创造的强烈诉求不谋而合。

短短一年内，“反内卷”从最初的政策倡导迅速升级到立法层面，政策组合拳频频出击，行动力度前所未有。这场轰轰烈烈的反内卷浪潮，正深刻改变着各行各业的竞争格局，也必将成为“十五五”时期产业结构转型升级、经济高质量发展的重要推力。

图 1：“反内卷”自提出以来的政策节点和表述

时间	事件/文件	有关“反内卷”的表述
2024 年 7 月	中共中央政治局会议	强调： 强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争；畅通落后低效产能退出渠道（首次将“内卷式竞争”上升到国家层面）。
2024 年 12 月	中央经济工作会议	提出： 综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为（显示对内卷问题的重视进一步提升）。
2025 年 3 月	政府工作报告	要求： 破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出等制约循环的堵点，综合整治“内卷式”竞争（标志“反内卷”成为当年政府工作重点之一）。
2025 年 5 月	发改委例行发布会/表态	指出： 一些行业出现结构性产能过剩、低价倾销等“内卷式”竞争乱象，必须标本兼治加以整治；提出遏制盲目投资扩产、淘汰落后产能、限制低于成本价恶性降价等系列措施。
2025 年 6 月	修订《反不正当竞争法》通过	立法： 新增条款针对“内卷”乱象，禁止平台强制商家以低于成本价倾销、禁止大企业滥用优势地位压榨供应链中小企业等，以法律利剑斩断“不合理低价竞争”的链条。
2025 年 7 月	二十届中央财经委员会第六次会议	部署： 将“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”作为会议通稿开篇重点，显示高层对综合整治“内卷”的高度关注和行动纲领。
2025 年 7 月	国新办发布会、国家发改委	提出： “实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能”，具体工作方案将在近期陆续发布，对反内卷政策的内涵进一步的扩宽延展。
2025 年 7 月	国家发改委、国家市场监督管理总局	立法： 国家发改委、国家市场监督管理总局发布关于《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见的公告完善了低价倾销的认定标准，以规范市场价格秩序、治理“内卷式”竞争。（此举标志着中国在治理恶性价格竞争方面正式进入“法律+政策”双轨治理的新阶段。）
2025 年 7 月	中央政治局会议	强调： 纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。

来源：中国政府网，建银国际证券

上述一系列政策动作表明，从中央定调到部门落实，“反内卷”已成为当前经济工作的重要主题。尤其进入 2025 年，各项治理“内卷”的组合拳密集出台，涵盖行政引导、自律约束和法律规范等多种手段同步推进。

本轮“反内卷”治理主要聚焦于那些竞争过度、价格战频发的行业，包括传统产能、新能源以及部分新经济行业。值得注意的是，内卷现象正逐步从国内市场蔓延至出口领域。部分以出口为导向的行业（如光伏、电动车、电池材料等）在海外市场也展开激烈的低价竞争，以“成本价甚至亏损价”抢占份额。这种“出口内卷”不仅压缩利润空间，更引发欧美等国家的反倾销调查，增加合规和政策风险。例如，中国光伏组件出口持续面临欧美反倾销诉讼，电动汽车则被欧盟开启反补贴调查。可见，“反内卷”不仅是国内市场秩序优化的需要，更是维护中国企业全球竞争力、防范贸易摩擦升级的关键一步。

图 2：“内卷”表现及近期政策

行业领域	“内卷”表现及问题	政策监管导向
新能源汽车	价格战恶性降价 ：2024 年超 200 款车型卷入价格战，平均降价达 9.2%；行业销量大增但利润率滑落至 4% 以下。此外供应链账期过长，主机厂压低下游利润。	行业自律与兼并整合 ：2023 年多家车企签署《公平竞争承诺书》，承诺“不以非正常价格扰乱市场”；2025 年 6 月主流车企统一承诺将供应商付款周期压缩至 60 天内，向经销商 60 天内返利。 政策引导 ：工信部多次鼓励优质车企兼并重组，提高产业集中度，防止恶性内卷。
光伏	超低价投标 ：为抢装项目，屡现低于成本价中标案例，行业亏损面扩大。协会测算当前组件最低成本约 0.68 元/瓦，低于此价格即难保质量。	提高招标门槛与行业自律 ：行业报告呼吁遏制不合理低价，中期可能出台引导性政策抬高过剩产能成本。预计通过提高质量标准、加强项目审核等手段杜绝恶性压价。
互联网平台	不当竞争手段 ：电商平台强推商家参加大促低价倾销、“仅退款”退货政策盛行，消费者无理由退货频繁，挤压商家利润并助长低质廉价风气。外卖行业巨额补贴压缩商家利润，食物品质难以保障。	监管约谈与法律规范 ：2025 年 5 月市场监管总局等五部委联合约谈京东、美团、饿了么等平台，要求公平有序竞争，兼顾商家合理利润。新《反不正当竞争法》增设条款，禁止平台胁迫商家低价销售、限制不合理退货要求，保障中小商家利益。五部门联合约谈美团、京东、饿了么等主要外卖平台企业。监管部门明确要求平台严格遵守《电子商务法》《反不正当竞争法》《食品安全法》等法律法规，落实主体责任，规范合法经营，杜绝不正当竞争行为。会议强调平台要公平有序竞争，共同营造良好市场环境，切实维护消费者、平台内商户和外卖骑手的合法权益。
水泥	产能过剩与价格战 ：需求下滑导致水泥价格长期徘徊低位，2024 年部分地区吨价一度跌破 160 元，低于成本线。上半年行业超过一半企业亏损。一些小厂低价抢量导致行业效益恶化。	限产去产能 ：工信部修订水泥产能置换办法（2024 年版）严格控制超产，新建产能必须减量置换。行业协会推动错峰生产常态化，通过旺季停窑限产维持供需平衡。长期来看，加快淘汰落后熟料产线，实现实质性减产是根本出路。
钢铁	供需失衡导致价格战 ：2025 年一季度粗钢产量同比仍在增长而需求下滑，钢材价格持续下行，行业出现低价恶性竞争。一些企业钢铁主业现金流为负却仍增产，被称为行业“卷王”。	行业自律与监管并举 ：监管层整治钢铁行业“内卷式”恶性竞争，强调全行业需加强自律，严禁恶意价格战扰乱市场秩序。中钢协拟对 2024 年全年及 2025 年一季度主业现金流为负但粗钢产量仍增的 6 家钢企予以警示提醒，敦促守住以销定产、以效定产、不以低价抢单等准则。
有色金属	产能投资过热 ：传统有色金属冶炼、加工领域存在过度投资，新兴金属领域如锂、电池级工业硅、电子铜箔等近年来亦盲目扩产，造成结构性产能过剩。相关金属价格随着产能激增而跌入低谷。	严控产能与去化过剩 ：主管部门继续推动有色行业供给侧改革，借鉴电解铝行业产能上限和严控产能置换的经验，严格管控铜冶炼、氧化铝等新增产能，指导硅、锂、镁等新兴产能合理布局，并加强产能预警。针对产能过度内卷的细分领域，将调整相关产业政策和标准，提高行业准入门槛，加快淘汰落后产能。

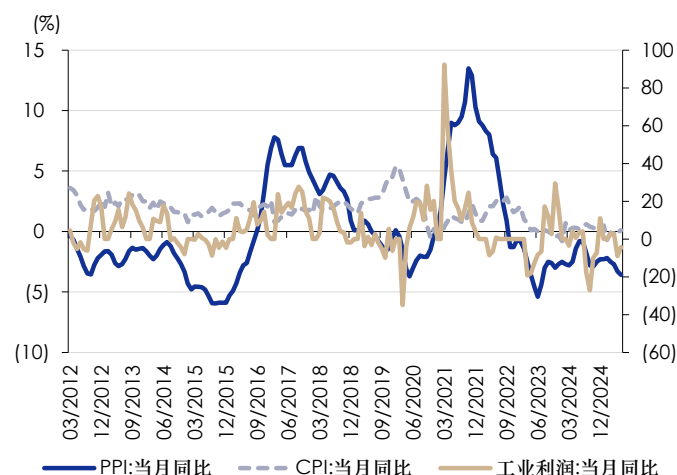
来源：建银国际证券

一些行业出现无底线“卷价格”、跟风“卷赛道”、围剿“卷人才”等现象，不仅挤压企业利润，还破坏产业链稳定，阻碍高质量发展。“反内卷”已从口号走向实质政策：既有行业协会和龙头企业的自律行动（如签署承诺、错峰生产），也有政府部门的行政指导和新立法规约束。短短一年间，从中央定调、部委表态到法律修改，各层面协同发力，显示出治理“内卷式”恶性竞争的坚定决心。

本轮“反内卷”与 2016 年供给侧改革之异同

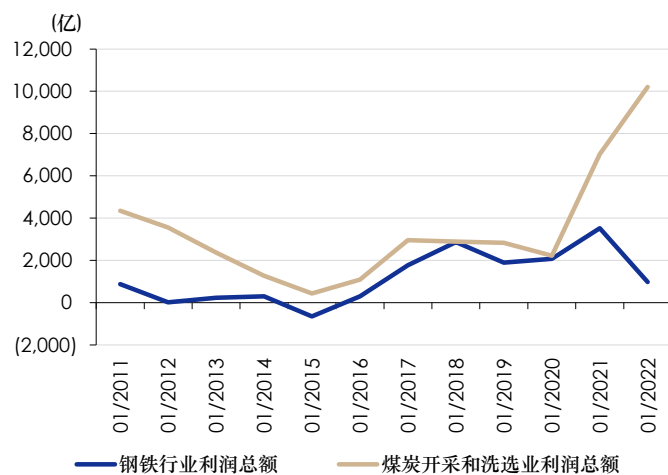
2015 年中国工业领域经历严重的产能过剩和通缩，PPI 同比一度低至-5%以上。为扭转局面，中央在 2015 年底提出供给侧结构性改革，“三去一降一补”成为主线。2016 年起以钢铁、煤炭等上游行业为重点大力去产能，行政关停落后产能、严控新增产能，加上环保督察等措施，迅速收缩了有效供给。在需求端，同期棚改货币化安置、大规模基建投资以及全球复苏，共同推动需求回升。这种供需两端协同效果极为显著：工业品出厂价迅速由负转正，PPI 同比从 2016 年年初的-5.3%攀升至 2017 年初的+7%以上；大宗商品价格飙升，钢铁等行业扭亏为盈、利润成倍增长（2016 年钢企利润总额约 304 亿元，而 2015 年同期全行业曾巨亏约 645 亿元）。销售利润率由 2015 年的-2.7%上升为 2016 年的 1.1%。供给侧改革不仅带动了上游行业股价和企业盈利大幅反弹，也通过价格传导改善了工业企业整体利润增速。可以说，16-17 年的供改在“去产能、稳价格、增效益”方面取得了历史性成功。

图 3：PPI 和工业利润同比增速



资料来源：国家统计局，建银国际

图 4：钢铁和煤炭行业利润



资料来源：国家统计局，建银国际

尽管当前的“反内卷”整治与彼时供给侧改革都属于从供给端发力、改善产业生态的政策取向，但二者在针对领域、手段和宏观环境上存在明显不同。

行业焦点不同：2016 年的供给侧改革主要瞄准上游原材料产业，通过去产能来提高钢铁、煤炭、电解铝、水泥等同质化大宗产品价格，从而修复上游盈利。而本轮“反内卷”聚焦于下游新兴行业和大众消费领域，如新能源汽车、光伏、互联网等，有些行业的问题不是产品卖不出去，而是无序低价竞争导致利润率偏低。换言之，前者解决的是传统产能过剩，后者针对的是新经济领域的不当竞争。

产品与竞争特性不同：上轮供改涉及的原材料产品差异化低、可替代性强，因此通过行政命令快速去产能可以直接提高该产品价格，对下游影响有限。反之，当前所整治的新能源车、平台服务等产品/服务具有一定差异化和技术含量，简单粗放地削减供给可能伤及消费者利益和产业链完整。因此本轮更强调提升质量、优胜劣汰，而非“一刀切”式压减供给。监管更多采用规范竞争行为和提高标准的办法，让企业以质取胜而非以价相争。例如，政策要求“价格要体现质量，一分价钱一分货”，防止“劣币驱逐良币”。又如，新反不正当竞争法强化了对平台低价倾销、供应链压榨等行为的禁止——这些举措的出发点都是改善市场环境下的竞争秩序，而不是单纯去产能。

主要矛盾不同：供给侧改革时期的主要矛盾是总供给长期过剩和有效需求不足的周期性失衡。“去产能”针对的正是金融危机后四万亿投资刺激遗留下来的产能过剩，以及需求透支后的下滑。而本轮“反内卷”要解决的主要矛盾是市场机制失灵导致的不正当竞争和地方保护等结构性问题。供需关系在很多内卷行业中并非表面上的核心矛盾——有些行业需求并不弱，但利润仍下滑。正如上文提到的例子：2025 年上半年全国新能源乘用车销量同比增长 33%，可汽车全行业利润率仅有 4%，说明问题不在总需求不足，而在于恶性竞争侵蚀利润。

政策工具不同：前一轮供改主要依靠行政力量主导供给收缩：中央下达去产能指标，地方层层督办关停，叠加环保督察、安监执法等形式形成高压态势，短期内出清了大量过剩产能，力度之大史无前例。同时货币、财政政策也大力度配合，形成供需两旺格局（如彼时保障了数以百万计棚改居民拿钱买房、银行信贷投放充裕）。相比之下，本轮“反内卷”更强调依法依规和市场机制，多数依托的是行业自律：政策明确提出“依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出”，避免运动式、一刀切。背后考虑在于，下游新兴行业涉及就业、创新和消费，简单行政去产能可能弊大于利，需要更精细、更温和的调控手段。因此，这次工具箱里多了法律（如修法禁止平台恶性竞争）、监管约谈（敦促企业自纠）、行业规范（协会公约、自律机制）等手段，辅以必要的行政指导（如严控新增低效产能、完善退出机制）。预计行政强制性的产能关停力度将低于 2016 年，高层也强调不搞一刀切，以免对地方财政、就业和产业链造成冲击。可以说，从“行政之手”转向更多依靠“法治与市场自律”，是此次治理内卷的一大特征。“反内卷”政策不仅是优化产业生态的必要路径，也可能在宏观层面起到缓解通缩的积极作用。通过遏制无序低价竞争、推动企业回归价值创造与合理定价，“反内卷”有望改善当前工业品出厂价格持续走低的局面，增强市场价格的稳定性，有助于在不依赖强刺激的情况下缓解经济的通缩压力。

需求环境不同：2016 年供给侧改革之所以效果卓著，需求回暖功不可没。彼时正值国内地产销售和基建投资高涨期（棚改安置货币化），外部全球经济复苏，中国处于景气上行周期，供给出清后价格有充足需求支撑上涨。反观当前，国内经济正面临一定的通缩风险和周期下行阶段，内需动力偏弱，有效需求不足，这意味着如果没有需求端配合，单靠限制恶性价格战，企业利润改善的可持续性存疑。更重要的是，当前政策空间较 2016 年收窄，我们预计决策层宏观调控更趋谨慎理性，不会简单为了配合供给治理就祭出超大规模刺激。因此，可以预见此次不会复制 16-17 年那种强需求+强供给收缩的组合拳，更多是温和改善需求预期（如近期适度加码基建项目投资，雅鲁藏布江）和着力治理供给端无序竞争的模式。

图 5：供给侧改革和“反内卷”对比

对比维度	2016-17 年供给侧改革	2024-25 年综合整治“内卷”
主要针对行业	上游传统产能行业为主（钢铁、煤炭、水泥等原材料领域）；通过削减过剩产能抬升大宗商品价格。	下游新兴产业及消费领域（新能源汽车、光伏、平台经济等）；通过规范竞争秩序提升行业盈利水平。
产品性质	产品高度同质化，价格主要由供需决定。短期大幅去产能对终端消费者影响不大。	产品/服务差异化程度较高，包含技术和品质竞争要素。过快去产能可能伤及消费者利益，因此更强调提升品质和有序出清。
主要矛盾	周期性“供过于求”导致的产能过剩和工业通缩；需求长期不足（刘易斯拐点）叠加前期刺激透支。	结构性“不正当竞争”和地方保护问题；某些行业需求并不弱但利润偏低（核心矛盾在于恶性竞争，而非总需求不够）。
政策工具	以行政手段为主：中央下达去产能指标，环保安监高压执法，“地条钢”严打等。速度快、力度大，短期内出清大量落后产能。	以法治和行业自律为主：强调依法监管恶性竞争、引导行业自律；修法禁止平台压价倾销；通过提高标准、信息披露等措施限制劣质低价产品。行政性产能退出更注重有序和协商（防止一刀切运动式去产能）。
需求侧配合	宽松政策并举：棚改货币化释放购房需求、基建投资提速；货币政策宽松（降准降息）。供给收缩叠加需求扩张，共同推高物价和企业利润。	有限且定向：更侧重供给端治理，未出台大规模刺激政策。适度运用财政货币工具稳预期（如专项债加快发行、个别领域促消费），但由于主要矛盾不在需求，宏观政策保持克制。

来源：建银国际证券

本轮综合整治“内卷”在政策指向上更偏重优化市场环境而非单纯缩减供给，在操作方式上更注重法治化、差异化，在宏观条件上面对的挑战也更复杂（通缩压力下如何避免“只限价不促销”的两难）。总体而言，这是一次更为温和理性的供给端改革实践，与 2016 年的“重拳出击”形成鲜明对照。“反内卷”是在新的时代条件下，对供给侧结构性改革精神的一种延续和发展。正如有分析指出的，“反内卷”在微观上要打破低价竞销的恶性循环，在中观上要将实物增长转化为利润增长，在宏观上要终结“逐底竞争”，引导行业走向良性竞争的新轨道。

反内卷短期提振情绪，盈利中期修复仍存挑战，为“十五五”高质量发展奠定基础

短期来看，由于直接针对价格战等突出问题，“反内卷”确实可能改善部分行业的盈利状况。**互联网平台**中，京东、美团等外卖平台在监管介入后纷纷承诺“规范促销”，取消“大规模烧钱补贴抢流量”的做法，虽然短期或减慢用户增长，但提升了平台和商家的利润空间，有望带来经营质量的改善。再如**汽车领域**，厂家联盟限制无序降价、压缩账期，有望缓解上游零部件被压价、生存困难的局面，从而修复全产业链利润分配。部分新能源车厂也开始转向价值导向的促销策略，恶性价格战趋势出现缓和。**医药行业**则通过改革集采机制、打击“唯低价中标”等做法，引导竞争从价格转向产品质量和信用表现，鼓励优质企业脱颖而出，有助于改善企业回款周期和盈利能力。**光伏行业**方面，尽管市场供需仍在磨合，但头部企业已联合减产，硅料价格近期在政策干预下开始回升，龙头盈利有望企稳。金融行业也正在从“价格战”导向的非理性竞争中逐步回归理性。银行、保险、券商等机构纷纷响应监管号召，发布自律倡议，遏制高息揽储、零佣金等行为。监管鼓励行业重视差异化发展与长期回报，银行净息差和保险承保利润的压力有望边际缓解，证券公司也将受益于价格战趋缓和资本市场回暖带来的业绩修复。**有色金属和建材行业**在经历新一轮“越卷越亏”的恶性循环后，也在政府与协会双重引导下重启错峰限产、反倾销、行业标准提升等措施，锂、电解铝、水泥等领域龙头企业盈利能力开始边际修复。伴随库存去化、龙头协调产能，有望开启新一轮行业出清，价格亦开始止跌企稳。

总体而言，在政策推动下，一些深受价格内卷困扰的行业有机会走出“增收不增利”怪圈，实现利润率的阶段性反弹。结合行业研究员的判断，我们认为“反内卷”更多带来**结构性机会**，特别是盈利水平越低、产能越过剩的行业，如光伏、有色、建材具备更多的交易性机会。

然而，从中长期看，我们也不能对“反内卷”的作用过度高估，反内卷难以一蹴而就，是一个漫长的过程。原因在于市场竞争格局和宏观需求不是一朝一夕能根本改变的。2016年供给侧改革的成功，有它特殊的历史背景（周期上行+政策大力刺激）。就目前中国经济所处的环境而言，“反内卷”更像是一场持久战，其长期效果取决于配套改革的广度和深度。首先，需求端的配合仍是关键。如果宏观有效需求持续不足，企业没有订单和收入增长支撑，仅靠限制降价来提高利润率可能不可持续。如果居民收入和消费信心不足，不打价格战可能销量更少，形成恶性循环。因此，要让“反内卷”最终成功，必须在适当时候通过扩大内需来为企业消化库存和产能。近期政府开始释放信号，例如适度加大财政扩张力度：近日雅鲁藏布江水电开发等重大工程就是为反内卷行业提供需求支撑。再如消费领域，若能出台更有力的居民增收和消费刺激政策，将有助于缓解因为停止打价格战而可能出现的销售压力。

其次，反内卷成效可能出现行业分化。反内卷的核心之一在于优化产业组织结构——比如提高行业集中度、完善退出机制等。民营企业为主且尚有盈利的行业，去产能动力最弱。例如新能源汽车等领域主体多为民企，目前利润尚可，有国家补贴支持，主动“收缩”意愿低，政府也不太可能强制削减这类产能。因此这些行业内卷的局面可能较难打破。而国企占比较高的行业（如钢铁、煤炭）由于易于协调，“反内卷”阻力相对小一些，但它们又高度依赖宏观周期回暖。

最后，“反内卷”本身也面临边际效用递减的挑战。比如行业开始联合自律时，效果显着，但维持协同行为本身很困难——一旦有企业背弃承诺降价抢量，联盟就可能瓦解（正如水泥错峰生产在需求大滑时难免被破坏）。因此长期看，只有建立长效机制（法律处罚、信用约束等）才能防止卷土重来。这方面，新修订的反不正当竞争法和《价格法》提供了一个法律框架。正如《求是》杂志评论所言，整治“内卷式”竞争是一项复杂的系统工程，不可能一蹴而就，需要供给和需求两侧协同发力，政府和市场有效结合，以及企业长期自觉性提升，才能走出“内卷怪圈”。

我们认为虽然本轮“反内卷”短期有结构性亮点，但长期也需保持审慎乐观。短期内，政策强信号可能催化情绪和预期修复，带来交易性机会；中期来看，企业盈利有可能在政策推动和经济触底的共振下出现一轮反弹，但高度或不及2016-17年的盛况；长期效果取决于内外需环境和改革持续性，需要动态跟踪政策加码和经济反馈。

从更长周期来看，“反内卷”政策的落地与演进，也为“十五五”规划的制定与实施奠定了现实基础。作为经济高质量发展的关键一环，“反内卷”不仅是对当前价格战、恶性竞争等问题的应急治理，更是未来一段时期内产业政策的重要方向，其目标之一正是为“十五五”所强调的优化资源配置、提升产业集中度、推动制造业转型升级创造制度环境。

我们认为，“反内卷”在当前阶段的落地，为“十五五”期间的若干重点工作提供了方向指引和政策支撑。“十五五”将更加重视推动制造业向价值链中高端跃升，而“反内卷”所带动的行业出清和质量标准提升，有助于倒逼企业加大技术创新与研发投入，提升产品附加值，契合“发展新质生产力”的要求。“反内卷”带来的竞争秩序修复、信用机制强化，也将助力“全国统一大市场”建设，为“十五五”期间打通制约要素流动的关键堵点、推进公平竞争政策落地提供保障。

“反内卷”的本质是在打破“低价竞销”的发展路径依赖，引导市场参与者重回“价值创造”轨道，这与“十五五”规划所强调的“转方式、调结构、促创新”的目标高度一致。若能将当前的政策动能延续并制度化，“反内卷”有望成为“十五五”推动高质量发展过程中的重要加速器。

互联网

中国互联网行业的发展史许多时候与“价格战”并行。过去十多年，电商、外卖、O2O、网约车、共享经济、新零售等都经历过不同程度的烧钱大战而重塑了行业格局，也深刻影响了消费生态。最新一轮的价格战落在外卖平台行业。

图 6：互联网板块历史价格战一览

年份	事件	主要参与者	投入规模	结果与影响
2011	千团大战	美团、拉手、窝窝团等 5000 家	超百亿融资	90%企业倒闭，美团垄断市场
2012	电商、大家电价格战	京东、苏宁、国美	未知	电商渗透率激增，传统卖场衰退
2013	OTA 大战	携程、同城、艺龙、去哪儿	各烧钱数十亿元	携程透过和去哪儿合并、并投资同城、艺龙，巩固其行业寡头地位
2014	网约车补贴大战	滴滴、快的	4 个月 20 亿元	合并后垄断市场，后与 Uber 再战
2015	外卖 O2O 大战	美团、饿了么、百度外卖	美团 20 亿美元，饿了么 10 亿美元	双寡头格局形成，中小平台出局
2017	共享单车大战	摩拜、ofo 等 40 余家	各超百亿元融资	行业崩盘，单车坟场遗留问题
2018	新零售大战	阿里、京东、苏宁、各大超市便利店	未知	中小玩家出局，大玩家持续烧钱
2019	电商下沉市场“百亿补贴”大战	拼多多、阿里、京东	三大电商百亿补贴超 300 亿元	三大寡头格局形成
2020	社区团购抢城大战	美团、拼多多、滴滴、阿里、京东	未知	双寡头 (拼多多、美团)格局初步成型
2023	电商低价大战	京东、阿里、拼多多	未知	三大寡头格局未有重大改变
2025	外卖补贴战	京东外卖、饿了么、美团	3 个月超 300 亿元、持续投入中	待观察

来源：建银国际证券

京东入局外卖牵起新一轮价格战

中国外卖行业经过十年发展，已形成美团（市占率约 70%）和饿了么（约 25%）的双寡头格局。京东在 2024 年 5 月，整合京东小时达、京东到家，推出京东“秒送”。“秒送”上线后，虽设有“咖啡奶茶”频道，却还没有“外卖”频道。进入 2025 年第一季度，战事全面升级。2 月 11 日，京东宣布京东外卖平台正式启动“品质堂食餐饮商家”招募。2025 年第二季度，价格战进入白热化阶段。京东外卖在 4 月启动为期一年的百亿补贴计划，随后美团外卖宣布将向餐饮行业整体投入 1000 亿元帮助餐饮伙伴健康增长。4 月的最后一天，饿了么也跟进了百亿补贴计划。

图 7：2025 年外卖大战时间线

日期	时间
2 月 11 日	京东外卖上线，重点招募“品质堂食餐饮商家”，并对 2025 年 5 月 1 日前入驻的商家实行全年免佣金的优惠政策
3 月 24 日	京东外卖订单量破百万，0 佣金策略初显成效
4 月 11 日	京东外卖推启动为期一年的百亿补贴计划
4 月 14 日	美团外卖将向餐饮行业整体投入 1,000 亿元，帮助餐饮伙伴健康增长
4 月 15 日	美团发布即时零售品牌“美团闪购”；京东外卖订单量破 500 万
4 月 19 日	美团辟谣“封杀骑手”，否认限制多平台接单
4 月 21 日	京东启动超时订单免单
4 月 25 日	饿了么优化骑手权益，逐步取消超时扣款
4 月 30 日	饿了么启动超百亿补贴，淘宝闪购加入战局
5 月 13 日	五部委约谈京东、美团、饿了么等平台企业，划定竞争红线
6 月 1 日	京东外卖订单量突破 2500 万
7 月 2 日	淘宝闪购启动 500 以补贴，加码即时零售
7 月 5 日	■ 淘宝、美团两大平台放出了大量且大额的外卖红包券，其中，包括“满 25 减 24”“满 15 减 15”“满 22 减 18”等多张无门槛外卖券，甚至部分外卖还能“0 元购” ■ 淘宝闪购日订单数超 8,000 万，其中非餐饮订单超 1,300 万 ■ 美团即时零售当日订单已经突破了 1.2 亿单，其中，餐饮订单已超过 1 亿单
7 月 12 日	■ 美团即时零售日订单量超过 1.5 亿 ■ 淘宝闪购日订单量超过 8,000 万
7 月 15 日	中国烹饪协会发称，平台高额补贴引发的价格战，导致行业内卷加剧
7 月 15 日	中国连锁经营协会倡议，规范低价补贴，摒弃外卖内卷
7 月 18 日	市监局约谈京东、美团、饿了么，要求外卖平台企业理性竞争
8 月 1 日	美团、京东外卖、淘宝闪购及饿了么发布声明，承诺将“规范促销”，同时提出多项限制补贴行为的举措，包括规范促销行、合理规划发放补贴、不做非理性促销活动、不以显著低于成本的价格销售商品和服务等

来源：建银国际证券

监管部门两月两次约谈

面对行业的竞争不断升级，监管部门介入。2025 年 5 月，市场监管总局（“市监局”）会同中央社会工作部、中央网信办、人力资源社会保障部、商务部，针对当前外卖行业竞争中存在的突出问题，约谈京东、美团、饿了么等平台企业。要求相关平台企业严格遵守《电子商务法》《反不正当竞争法》《食品安全法》等法律法规规定，严格落实主体责任，主动履行社会责任，加强内部管理，合法规范经营，公平有序竞争，共同营造良好市场环境，切实维护消费者、平台内经营者和外卖骑手的合法权益，促进平台经济规范健康有序发展。

然而，在 618 大促期间补贴行为出现反弹，更甚的是在 7 月 5 日开始，美团和饿了么齐推出大额优惠券，补贴后低至零元购。于是，在 7 月 18 日，市监局再次约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求相关平台企业严格遵守《电子商务法》《不正当竞争法》《食品安全法》等法律法规规定，严格落实主体责任，进一步规范促销行为，理性参与竞争，共同构建消费者、商家、外卖骑手和平台企业等多方共赢的良好生态，促进餐饮服务行业规范健康持续发展。

对比两次的公告，市监局的初次约谈重点在于促进平台经济健康发展，而第二次约谈则着眼于餐饮服务业的健康可持续发展。我们认为监管机构介入主要因为外卖大额补贴导致一些不理想的情况出现，包括 1) 影响到店用餐的需求和相关小企业的盈利；2) 由于餐馆和平台共同承担补贴，降低了外卖餐饮企业和外卖平台的利润率；3) 有机会培养了消费者低价心态，从长远来看可能带来通缩风险；4) 大额补贴集中在周末发放，扰乱了消费模式（周末供不应求，工作天人手过剩）。

跟社区团购战的对比

在 2020 年社区团购战争，监管机构重点在于强化反垄断和防止资本无序扩张，保护中小商贩。2020 年底，市监总发布“九不得”新规，明确禁止低价倾销、大数据杀熟等行为。2020 年 12 月 11 日召开的中央政治局会议，首次提出强化反垄断和防止资本无序扩张，这作为 2021 年经济工作中的八项重点任务之一。这一表述的增加，无疑加强对互联网行业中破坏竞争的垄断行为进行监管的决心，无疑也将进一步规范市场竞争的秩序。2021 年 3 月，几家头部团购平台均因不正当价格行为遭到处罚，罚款总额高达 650 万元。在政策收紧的情况下，各家平台着手整改，前期拉拢客流量的“一分钱秒杀”等活动商品下架，补贴力度也在减小。美团优选、多多买菜转向精细化运营，中小玩家如橙心优选、十荟团等收缩或倒闭。

而在 2025 年外卖大战中，监管更强调“反内卷”，避免行业恶性竞争。目前看来，这一轮监管相对柔性，允许合理补贴，更注重行业长期平衡。下一步，市监局将持续发挥职能优势，深入推进质量领域“内卷式”竞争整治工作，进一步创新监管方式，深化质量安全专项治理和质量技术帮扶，加大违法典型案例曝光力度，加强成果成效宣传，积极营造良好社会氛围。

竞争格局展望

本轮外卖价格战的导火索是京东的加入。其他两家平台加入的理由是为了捍卫自己的市场份额，并希望利用高频购买场景（例如外卖）向其他低频、非餐饮的即使零售场景进行交叉销售，从而提高用户粘性和收入。在监管机构第二次约谈前，美团市场份额回落至 55-60%，饿了么升至 30-35%，京东则站稳在 8-10% 的市场份额。鉴于即时零售潜在发展空间，并且考虑到迄今为止的巨额投资，我们相信竞争仍将存在，但会以较缓和的方式（例如从无门槛优惠券转向折扣券，将优惠券覆盖范围从茶饮扩大到其他类别），因为参与者不愿浪费掉他们的初始投资。行业竞争缓和有机会引发股价回升。我们看好阿里巴巴（9988 HK，优于大市），因其 AI 潜力。我们认为，当前股价已计入其 500 亿元人民币的补贴，如果竞争持续，盈利下调的风险应该较小。

汽车

中国汽车行业激烈的“价格战”引发广泛关注。汽车行业相关机构及部委，包括工业和信息化部、中国汽车工业协会、全国工商联汽车经销商商会及商务部公开表态，明确反对行业“内卷式”竞争，推动产业向技术创新与高质量发展转型。5 月底开始多部门密集表态，提出抵制汽车行业“内卷式”竞争。5 月 31 日，工信部、中汽协先后发声，指出车企无序“价格战”是“内卷式”竞争的典型表现。6 月 3 日，全国工商联汽车经销商商会发文呼吁全行业坚决抵制以“价格战”为主要形式的“内卷式”竞争行为，改善汽车经销商的生存状况。6 月 5 日，商务部新闻发言人何咏前在商务部例行新闻发布会上称，对于当前汽车行业存在的“内卷式”竞争现象，将积极配合相关部门，加强综合整治与合规引导，维护公平竞争市场秩序，促进行业健康发展。7 月中，接连三天，国务院，中央第四指导组，工信部、国家发展改革委、市场监管总局几个权威部门分别召开会议，再度开展对新能源汽车的反“内卷”整治。

汽车行业增收不增利，不赚钱繁荣的格局持续未变。当前，无论是汽车供应链企业，还是经销商群体，都在承受无序“价格战”带来的重压。“内卷式”竞争迫使零部件供应商连年降价，利润微薄甚至亏损，很难避免供应商在某些方面降低质量要求。从 2022 年到 2025 年前四月，汽车行业利润率从 5.7%逐步下滑至 4.1%，2024 年汽车行业利润相比上一年出现下滑。

图 8：汽车行业盈利持续恶化

年份	利润率 (%)	营业收入 (万亿元)	同比变化 (%)	营业成本 (万亿元)	同比变化 (%)	利润 (亿元)	同比变化 (%)
2022 年	5.7	9.29	6.8	7.9833	7	5,319.6	0.6
2023 年	5.0	10.1	12.0	8.8	13	5,086	5.9
2024 年	4.3	10.65	4.0	9.3301	5	4,623	(8.0)
2025 年 1-4 月	4.1	3.26	6.9	2.86	7.9	1,324.5	(5.1)

来源：公司资料，建银国际证券

“无序‘价格战’对售后服务保障的影响也在扩大，对整个流通体系都带来一定压力，阻碍了行业健康发展，更侵害了消费者利益。虽然汽车行业的利润水平在下降，但是，整车企业的产量并没有减少。当产量增加与市场实际需求差距过大时，不但考验车企本身的资金链能力，多余的库存也会转嫁给经销商。经销商层面，在批售端，厂商批售政策与终端需求的衔接弹性不足，经销商提车节奏与消费节奏错位，考核机制易放大资金周转压力。在零售端，库存周转与营销成本的平衡挑战加剧，库存系数高叠加置换补贴等资金占用，持续加大经销商运营压力。同时，数据显示今年以来经销商一直处于较高库存水平。

内卷式”竞争导致汽车企业过度关注短期利益，忽视长期创新和研发投入。同时，由于产品同质化现象日益严重，可能导致汽车产业陷入低水平重复降价困境，盈利能力大幅减弱且难以突破现有技术或市场瓶颈，不利于培育形成全球化竞争力。汽车行业是一个高度依赖技术长期积累沉淀，赢得竞争优势的产业。无论是传统的地盘稳定组件，还是高科技的智驾能力都需要大规模，长时间，多维度的测试和分析。

汽车行业对供应商承兑汇票不是新问题，承兑汇票是车企向供应商付款的最后把关，是企业代替现金支付、承诺按照票面到期日无条件支付票面金额的票据，如果承诺支付的主体是银行，就叫银行承兑汇票，如果承诺支付的主体是企业，就叫商业承兑汇票，商业承兑汇票因为流通性一般，供应商不愿接受。当无序价格战所带来的市场刺激作用远低于对整个行业上下游产业链的伤害，这才是汽车内卷真正该反对的，而寻求具有力度的解决办法就是唯一途径。过去面对汽车行业的价格竞争，政府部门并没有采用直接的行政手段干预，而是通过刺激政策间接干预，长期如此产能过剩日趋严重。最近继 17 家车企也公开表态，将供应商支付账期统一至 60 天后，多家车企也承诺经销商返利期限缩短至 60 天，体现出了行政监管力量正在出手。如何推进落实更为供应链企业所关心，对于车企来说，60 天账期能够实现的难度非常大，对资金能力和运营能力都是考验，在表态之后，如何保障实施，目前并无具体措施。

市场阶段性供需失衡。当前，我国宏观经济不景气，汽车市场增速放缓，进入存量竞争阶段，是“内卷式”竞争的首要原因。2024 年，我国汽车销量约 3143.6 万辆，同比增长 4.5%，低于过去 10 年平均 6% 的增速。其中，国内销量 2557.7 万辆，同比增长仅 1.6%，市场规模基本稳定在 2600 万辆左右。市场需求放缓导致车企之间的竞争更加激烈。政府补贴的大量介入，又导致很多产能过剩的问题被延后处理。

产业结构尚需完善。目前，我国汽车产业结构仍处于过渡、调整阶段。与发达国家或地区相比，我国汽车市场集中度相对偏低。2024 年，我国销量排名前三的企业市场份额约为 36.2%，排名前五的企业市场份额约为 53.1%；而美欧日销量排名前三的企业市场份额分别为 44.2%、54.2% 和 70.1%，排名前五的企业市场份额分别为 62.1%、70.1% 和 78.3%，市场集中度明显高于我国。汽车市场的经营主体过多、尤其是很多常年不盈利的国有企业产能无法出清，行业组织结构不合理等问题亟待解决。

创新动力不足导致同质化竞争加剧。创新驱动不足是汽车产业陷入低质量、同质化竞争的重要原因。一方面，颠覆性、原始性创新通常需要投入大量资金和时间，且难以保证成果。弱势企业不具备相应研发能力，而头部企业也以赚快钱为目的，深陷“价格战”，利润受损，投入意愿持续下降，行业总体主观创新动力受到影响。另一方面，一些创新技术产品可能因突破性和首创性，产业化过程不顺畅且周期无法被准确预估，资金成本和机会成本叠加也在客观上制约了汽车企业创新的意愿。另外，法律法规不健全，责任认定模糊，存在真空地带。

新能源汽车是新质生产力的典型代表之一，正引领汽车产业加速转型升级，我们认为 1) 优势企业不应为垄断市场挤压其他主体生存空间，损害其他经营者合法权益；2) 企业在依法降价处理商品以外，不以低于成本的价格倾销商品，不进行诱导消费者的过度宣传，3) 国家应提高相关法律法规的执行标准，产品质量标准与国际接轨，鼓励市场参与者进行自查整改。

我们认为反内卷最直接利好最上游零部件企业，其次是整车制造企业，而经销商依旧是行业内最弱势的市场参与者。建议关注敏实集团 (425 HK, 优于大市)、均胜电子 (600699 CH, 优于大市)、零跑汽车 (9863 HK, 优于大市)、吉利汽车 (175 HK, 优于大市)。

生物医药

加强政府药品和医疗器械集采管理

2025 年 7 月 24 日，国家医疗保障局(NHSA)宣布，将对国家药品集采组织(GPO)内的仿制药、医疗器械及相关耗材带量采购(VBP)实施更严格的管理，所谓对集采与相关医保进行吏治整顿。公告指出，中国政府将不再遵循“投标价低，其集采/带量采购中标概率越高”的原则。在集采和带量采购期间提交任何低价药投标之前，制药商或医疗器械生产商应需要提供其医疗产品定价的依据。

之前没有明确出类似的反内卷政策

集采原则上都是仿制药及设备(包括耗材)。政府为避免不理性的过度竞争，不再以简单的最低价作为参考，同时报价最低企业要公开说明报价的合理性，并承诺不低于成本报价。跟国家医保不一样，过往的集采(纵使是否有吏治整顿)只偏向于有实力的仿制药及设备(包括耗材)企业为供货商，大多以价低者得为中目标评审准则。之前，没有明确出类似以上的政策为反内卷。

青睐龙头公司拥有优质医疗产品

国内政府目前在集采/带量采购招标过程中，会重点关注优质产品，一改过去偏袒最低投标价的医疗产品做法。中国政府还计划遏制任何在与医院(和/或诊所)进行产品销售交易中信誉度低的医疗产品公司。

从过去的“标高价、招代理、高返点、高销量”转向规范化管理、以质量取胜。制约受到失信评价的企业，各级医疗机构在采购时也会得到该企业失信提示。通过价格核查、价格约谈、公开问询、信用评价等措施，督促企业规范价格行为，压缩流通环节过高加价，降低虚高价格。政府将继续评估企业与医院之间的销售交易中医疗产品的定价以及医疗产品供应商的信誉。此举也旨在抑制仿制药或医疗产品的定价过高。国内政府还计划缩短政府机构、医院和/或诊所之间的医疗报销结算时间，例如，从之前的 30 个工作日缩短至目前的 20 个工作日。目前，即时结算已覆盖全国 91% 的统筹地区、48.5 万家定点医药机构。探索医保基金对集采和国谈药品耗材企业的直接结算，推动药企的回款周期从 6 个月努力缩短到 30 天以内。这也将缩短医院或相关医疗服务机构在医疗产品采购实际销售交易完成后，向制药商付款的时间。这意味着大多数制药商或医疗产品供应商的应收账款周转天数可能有所改善。2025 年上半年，全国共检查定点医药机构 33.5 万家，最少追回医保基金 161 亿元，主要是医疗(包括药品)报销制度的使用不当。

将集采/带量采购覆盖范围扩大到新的细分行业

部分上述追回的资金或用于扩大集采/带量采购对新细分行业的覆盖范围。这些细分行业的龙头/头部企业包括：(1) 生物类似药(生物药品的仿制药)，例如信达生物(1801 HK，优于大市)、中国生物制药(1177 HK，优于大市)和复宏汉霖(2696 HK，未评级)；(2) 大型医疗器械，例如迈瑞医疗(300760 CH，优于大市)和联影医疗(688271 CH，未评级)；(3) 肿瘤生物标志物的体外诊断(其集采/带量采购进行时间不到几年)，例如迈瑞医疗(300760 CH，优于大市)、新产业生物(300832 CH，未评级)、安图生物(603658 CH，未评级)和迈克生物(300463 CH，未评级)。

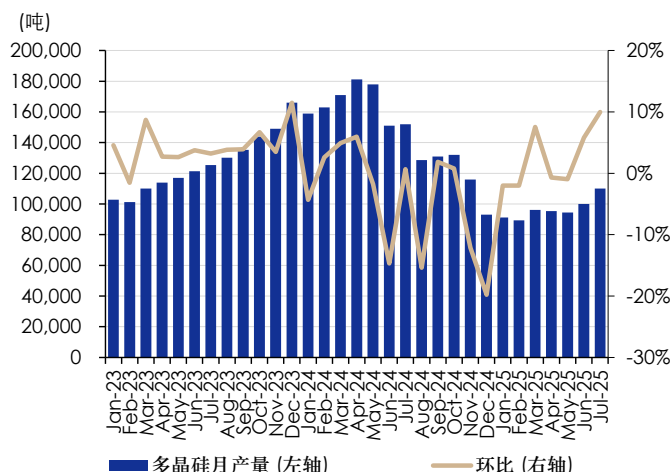
新能源(光伏)

行业自律和政策法规双管齐下的“反内卷”行动

光伏行业经过 2019-2023 的爆发式扩产，2024 全球光伏制造产能达到逾 1,200GW，约年度实际下游需求的 2.4 倍。在产能过剩及行业过度竞争的背景下，2022 年下半年以来，产业链价格不断下探至全行业成本线，而绝大部分企业自 2024 年以来开始进入持续亏损状态，行业内卷同时造成企业为降本而牺牲产品质量的现象。

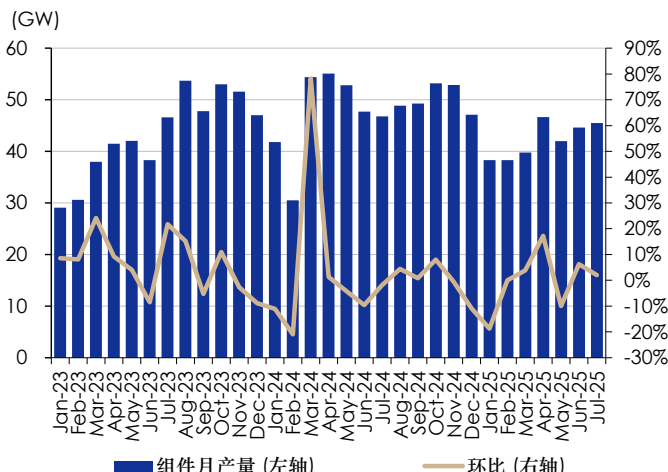
鉴于此，工信部及中国光伏行业协会等通过政策规管和鼓励企业自律等方式，尝试整治低价竞争导致全行业亏损的现象。2024 年下半年起，光伏行业协会陆续展开多次行业内部的自律研讨会及与工信部的座谈会，协商通过企业自律进行自发性减产及确保销售价格不低于行业协会测算的公允成本参考价等行为，避免价格不断下滑。自律协议生效后，光伏企业月度产出曾一度略有下降，对硅料和组件价格有一定支撑，但在全行业库存高企，下游需求增长有所减速的背景下，产业链价格在 2024 年底只能大致保持稳定，回升空间有限。在售价仍低于成本的前提下，绝大多数企业持续亏损现金。

图 9：上游多晶硅月产量于 2H24 有所减少，近期逐步爬升



资料来源：SMM，建银国际证券

图 10：下游组件月产量因政策导致需求变动具有波动性



资料来源：SMM，建银国际证券

2024 年 11 月工信部发布《光伏制造行业规范条件 2024 年本》，旨在通过提高企业生产技术指标(如硅料电耗、电池转换效率等)、资金实力要求及产能规划合理性，进一步推动产业加快升级转型和结构调整。但基于经过上一轮 2015-2016 年的供给侧改革，许多存续企业具备更强技术及财务实力，单依靠收紧行业生产规范条件对产能规模更大更有生产效益的龙头企业无法构成强大约束力，政策对生产标准和参数的设定也相对保守，对整体行业整合的成效并不明显。

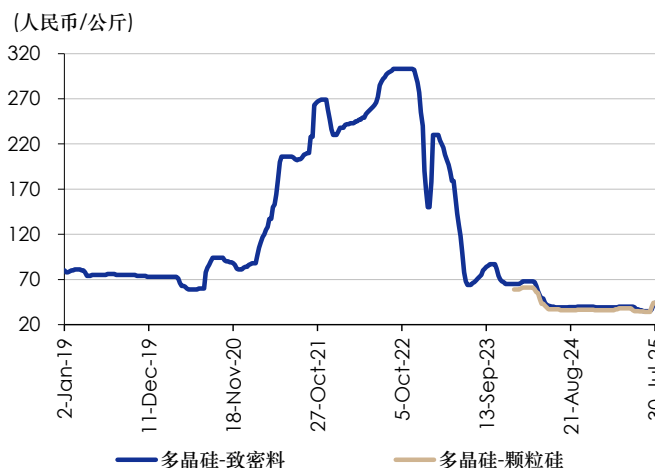
为改善多个行业包括光伏行业的产能严重过剩及价格过度竞争的情况、回应国际间对于境内去产能的诉求，以及减低境内通缩压力，更多中央层面的主导的反内卷政策和呼吁在今年以来陆续出台。2025 年 2 月 10 日，国务院常委会研究提出化解重点产业结构型矛盾政策的措施，其中包含针对光伏、整车等问题较突出的行业。6 月 27 日，《中华人民共和国反不正当竞争法(修订案)》通过第二次修订。此次修订重点整治“内卷式”竞争，加强以法律手段打击扰乱公平竞争行为，明确商品销售价格不得低于其现金成本，并将于 2025 年 10 月 15 日起施行。6 月 29 日，人民日报发文指出光伏、新能源汽车及储能等新三样行业的内卷式竞争、地方保护主义一定程度依然存在，造成低效、落后产能难以退出，加剧恶性竞争等现象，并提出扩大需求、加强执法手段、强化标准等整治方向。7 月 1 日，中央财经委员会(CCFEA)第六次会议提出建设“全国统一大市场”，抑制地方保护主义、依法依规致力企业低价无序竞争，引导企业提升品质，推动落后产能有序退出，规范政府采购和招投标公平性审查等措施。7 月 24 日，国家发改委、市场监管总局联合发布《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》，意见稿起草进一步明确不正当价格行为认定标准，规范市场价格秩序，治理内卷式竞争，并健全价格违法行为法律责任、提高经营者不正当价格行为的处罚。意见稿亦明确禁止商品以低于成本的价格倾销，并加强在政府指导下对于商品和服务的定价规则。

与之前由光伏行业协会主导的行业自律相比，发改委和工信部主导的反内卷行动或更有效规管企业无序产能扩张及低于成本价竞争、推动行业加速淘汰落后产能、实现可持续发展。在一系列的政策法规修订和有效实施后，或可以法律及行政手段加速光伏行业整合速度，并促使企业提升报价，短暂有利产业链新增报价价格的中枢向上移动，减轻企业盈利压力。部分板块如光伏玻璃企业自 7 月起已自发进行集体减产，缓解内卷式竞争。

目前市场预期此轮多晶硅环节将在政策指导下率先整合。行业将成立一并购平台公司，目标整合关闭现有三分之一的落后/僵尸产能 (约 120-130 万吨)，以完成产能收购、债务、税务处理等财务问题，同时也将制定行业产量配额。收购资金或来自硅料企业的现有资金和未来硅料供需恒长化后的收入利润支撑，意味在硅料未来的售价中，或包含更复杂因素如生产、收购、债务成本的分摊等。因整合涉及范围较广、涉及民营企业之间的利益协调，以及银行审批执行所需之时间，故具体时间表及成效有待进一步确定。

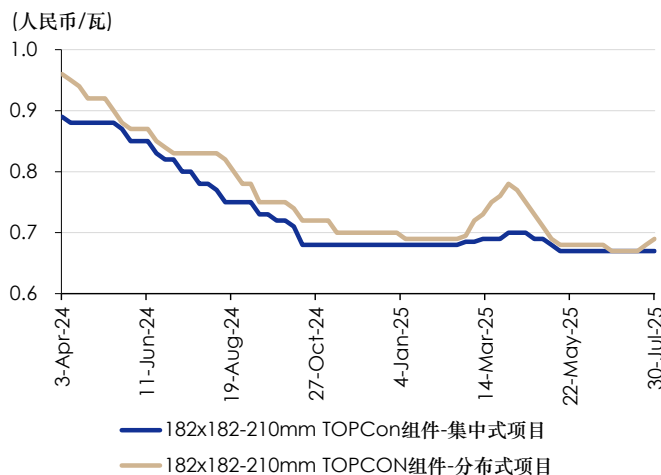
从需求端来看，国家能源局 7 号文及发改委暨国家能源局 136 号文提出对分布式光伏和新能源上网电价的改革，拉动上半年本地抢装需求短期爆发。展望下半年，境内需求大致将维持平稳，而 2026 年及往后全球装机增速将有所减慢。由于新能源电价或因更多参与市场交易而呈波动向下的中长期趋势，在终端光伏项目回报率较脆弱的情景下，需求是否可以支撑光伏产业链的价格的可持续性上涨仍存在不确定性。故供给侧的清理，如硅料收储等大刀阔斧的去产能去产量措施的落实及有效实施，有助可预见未来内对供需基本面提供一定实质性的改善，帮助产业链价格及行业利润回到更合理区间，行业才能得到更长期的健康可持续发展。

图 11: 硅料价格近期因行政干预而小幅回升



资料来源: Infolink, 建银国际证券

图 12: 组件价格上升趋势有待进一步明朗



资料来源: Infolink, 建银国际证券

此轮反内卷相关改革思路或更复杂，行业集中度较高的细分板块或更直接受益

2015-2016 年的供给侧改革以环保、安全合规性为主轴等行政手段去产能、降杠杆、处理僵尸企业等，效果较明显。但经过 2016 年供给侧改革后，市场已逐步整合淘汰旧有技术和小型生产线，当前生产企业大多符合政府规范要求。叠加上一轮改革后，市场集中度进一步往行业头部企业倾斜，以及本轮的供需失衡情况更为复杂，如此轮的去产能去库存如不伴随纠正市场失灵、建立公平竞争的市场秩序相关的改革政策，预计后续要实现行业的有效整合难度将更大。从长远看，价格自我纠正或需更多依靠市场力量实现行业的自发出清，行政性去产能的复杂程度较高，可持续性或相对较短。

整体来说，光伏上游硅料环节集中度较高，亦是此轮反内卷行政干预下产业链涨价的始点，叠加市场预期硅料收储方案或后续有所推进，故短期内受益更为直接。协鑫科技 (3800 HK, 优于大市) 或为此轮反内卷改革中的受益标的。另外，光伏玻璃企业如顺利在 7 月实施减产计划，预计有望改善供应过剩情况，库存天数将有所缓慢下降 (目前库存天数不超过 30 天)，有利玻璃价格企稳，首选信义光能 (968 HK, 优于大市) 等龙头企业。

金融

我们认为，中国“反内卷”可能将对**中国金融业产生非常积极正面的影响**。这表明中国政府意识到、并正朝着正确的方向前进，以对抗通缩压力、减少产能过剩和避免资源浪费。我们预期“反内卷”将对**中国金融业产生直接和间接的积极影响**。直接影响方面，金融机构将扭转过度的价格竞争和利润率下滑的局面。而间接影响则包括：1.企业偿付能力改善（利润率、现金周期等）带来中资金融业信贷质量提升；2.通货紧缩压力得以舒缓，有望帮助稳定资产/抵押品价格。不过，我们预计金融机构将于现阶段维持充足的信贷投放，以支持实体经济。2015-2018年的“供给侧改革 1.0”（2015年11月在中央财经领导小组第十一次会议上提出、出清退落后产能、棚改政策拉动需求等）见证了PPI大幅反弹、资产价格飙升的场面。

我们认为对金融业的利好体现在：**金融机构若加强行业自律，不打无谓价格战，金融机构的利润率将得以提振，也直接有利于资本收益率以及资本充足率**。银行净息差有望局部稳定；保险公司中的寿险公司利差压力和非寿险公司承保利润压力减轻；证券公司的定价压力（尤其是交易佣金）减轻，有助提升证券公司的利润率。这应持续推动中资金融业的结构性估值重估。不过，我们也需要意识到，“内卷式”现象的发生也有其现实的行业结构性原因，不容忽视。此外，中资金融业的基本面（资产负债表状况等）比2015-2018年期间的情况要稍差一些，基本面的改善幅度仍有待观察。

中资金融业“内卷”现象及“反内卷”喊话

7月1日中央财经委会议一锤定音，各地部会、国营企业喊出“反内卷”、“去产能”的口号，中资金融业也加入“反内卷”的潮流中。各地金融监管局、银行业协会也陆续发声，广东金融监管局于7月初召开辖内银行业、保险业综合整治“内卷式”竞争座谈会，探讨维护行业秩序及防止“内卷式”竞争工作思路、具体措施和意见建议。例如，7月17日，广东银行同业公会召开专业委员会主任单位反“内卷式”竞争专题工作会议。会上透露，广东银行业将按照“1+3+N”的制度体系，推进“内卷式”竞争综合整治。其中，“1”指监管部门出台综合整治“内卷式”负面清单，“3”指公会制定出台反不正当竞争自律公约、倡议书和承诺书，“N”指相关业务领域反“内卷式”竞争的**行业自律举措**。此外，还要充分发挥广东银行同业公会专业委员会的职能作用，进一步加强行业自律，应对“内卷式”竞争挑战。7月17日，广东省保险业协会发布了《广东保险业防止“内卷式”竞争自律公约》，从严格费用管理、严守业务规范、科学考核管理、建立差异化优势、加强自律管理五大方面提出多条倡议，抵制恶性价格战，不滥用渠道手续费，不虚列费用违规套利，不恶意竞标，不在政府项目中打价格战。7月24日，在广东银行业保险业2025年上半年新闻通气会上，广东金融监管局党委委员、二级巡视员黄海晖介绍改革发展和监管情况时表示，今年以来，该局纵深推进、重拳整治行业乱象，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争。具体举措包括印发银行业保险业“内卷式”竞争负面清单，指导行业协会研究制定反不正当竞争自律公约等。在7月30日刚刚结束的年中工作会议上，工商银行明确要求带头整治“内卷式”竞争，成为首家将反内卷列入下半年工作重点的国有大行。

中资金融业“内卷”现象包括：

银行：部分银行通过高息揽储、手工补息、低息放贷争夺客户（例如消费贷收益率低于2.5%），导致净息差持续收窄，盈利能力下降。监管明确禁止高息揽储、非理性贷款定价，有助于银行业净息差企稳，改善盈利能力。针对银行业“内卷式”竞争的整治行动，主要聚焦于价格竞争领域。在存款、贷款、票据、发债等不同业务品种以及手续费方面，需要较为完善的自律机制加以约束及规范。

保险：部分保险机构奉行低价竞争，价格“内卷”。部分公司依赖“人海战术”和短期高收益产品冲规模，忽视长期风险管理。监管应引导保险业回归保障功能，行业从“人海战术”转向专业化、精英化发展，长期盈利能力增强。

券商：佣金战愈演愈烈，部分券商甚至推出“零佣金”策略，牺牲利润换取市场份额。监管应约束低佣金竞争，券商经纪业务利润率有望回升。行业竞争从“价格战”转向“服务战”，具备研究能力和综合金融服务优势的头部券商更受益。

久而久之，金融机构需承受利润压力，而且负面影响包括资源错配，过度竞争导致资本和人才浪费，加剧资本充足率压力。

中资金融业“内卷式”现象非出无因

中国金融体系近年愈来愈呈现的“内卷化”特征，表现为行业内过度竞争、利润空间压缩、创新动力不足等现象。这一现象的形成是多重因素共同作用的结果，主要包括政策导向的变化、同质化竞争加剧以及政府推动的减费让利的要求、支持实体经济等。以下将从几个关键维度分析中资金融内卷的深层成因：

政府政策支持领域的资源过度集中

监管部门通过窗口指导、差异化监管等手段，将金融资源集中导入科技创新、绿色金融、普惠金融等等政策鼓励领域。金融机构为争取政策红利，在有限赛道上展开激烈竞争，某程度上导致定价扭曲。例如，绿色信贷领域出现利率过度压低，普惠金融领域则因“两增两控”等考核要求，迫使银行牺牲盈利性换取规模增长。这种政策驱动的资源错配，使金融机构难以形成差异化竞争，陷入低水平“内卷”。

同质化竞争与商业模式单一

由于牌照管制和产品创新受限，金融机构业务高度趋同。银行业依赖存贷利差，证券业深陷佣金战，保险业产品同质化严重。金融科技本可推动差异化，但各机构扎堆投入相似技术（如区块链、AI），反而加剧重复建设。在缺乏真正创新突破的情况下，机构只能通过价格战争夺市场，进一步陷入“内卷”、压缩行业整体利润空间。与全球银行巨头相比，全球银行巨头在地域和产品方面具有很大的多样性，而且管理决策更具商业可行性，考虑到长期可持续性，这些因素有助于维持合理的定价原则。

减费让利政策下的盈利困境

2018年政府明确提出减费让利，支持实体经济，政府要求金融机构降低贷款利率、减免服务费。商业银行净息差已降至历史低位，部分中小银行面临生存压力。在收入增长受限的情况下，机构只能通过裁员、压降成本支撑盈利、维持运营，形成“越让利越内卷”的恶性循环。

受资产负债表状况恶化拖累

过去十几年，中资银行资产负债表流动性状况持续恶化，特别是贷存比上升，一些全国性股份制银行甚至超越100%。与此同时，由于中资银行需要维持信贷扩张以支持实体经济，只能决心吸引客户存款来维持资产负债表扩张目标。与此同时，由于银行需要维持信贷扩张以支持实体经济，只能通过高息揽储、手工补息等手段吸引客户存款来维持资产负债表扩张目标。

市场份额为王的经营理念

不少银行仍热衷于争夺更多的市场份额和客户资源，争抢客户不计成本，各种形式的存款营销、高息揽储现象屡禁不止。

市场化的必然性

银行业“内卷”也源于市场化带来的转变，尤其是利率市场化 (interest rate deregulation) 及金融脱媒 (disintermediation)。导致价格竞争加剧、存贷利差收窄、企业融资转向直接市场。

我们认为，尽管有“反内卷”运动，如果上述任何因素仍然存在，银行效率的提高就会受到相当大的限制。即使银行摒弃规模情结，不追求简单的规模增长和市场份额，中资金融业也要加快差异化经营战略，寻找自己的蓝海，努力保持发展的稳健性和可持续性。行业需要进一步强化自律管理，特别是大型金融机构要带头坚决不打“价格战”。贷款端，在有效降低社会融资成本基础上，坚持定价即经营，不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款，合理确定贷款利率水平，防止资金淤积空转。存款端，加强招投标利率自律管理，落实“利率调整兜底条款”自律倡议，持续规范利率定价行为。市场竞争过度的根源在于同质化服务过度、差异化不足。要从根本上解决问题，关键还是要提升专业能力，以服务创造价值、靠竞争力“吃饭”。

利好中资金融业盈利能力

我们认为，视乎“反内卷”的力度，中资券商受益最大，其次是银行，再次是保险机构。2016-2018年“供给侧改革”1.0为鉴，“反内卷”成功缓和了中资银行盈利下行压力，有望稳住净息差、甚至ROE及资本充足率。“供给侧改革”1.0成功减少了某些行业的过剩产能、去杠杆，PPI从2015年的-5.9%反弹至2016年的5.5%、2017年的5.9%及2018年的0.9%。信贷增速从2014-2017年的13-14%明显放缓至2018-2019年的10%，这意味着信贷/GDP比(credit-to-GDP)升幅放缓。在相当稳定的基准利率环境下，行业贷款收益率从2016年的522基点反弹至2017年的571基点和2018年的564基点。中资银行业净息差由2017年的210基点反弹至2018-2019年的218-220基点。大型银行净息差由207基点扩大至212-214基点；受益于更高风险偏好和对大型国有企业暴露较低，股份制银行、城商行净息差由183/195个基点扩大至192/212基点和201-209个基点。

银行定价能力恢复的程度取决于：1.中国政府要求银行业对实体经济的支持力度；2.银行业的自律性。我们的盈利敏感度测试采用以下假设情境：1.收益率上调——四大银行贷款收益率上调3个基点，其他银行贷款收益率上调5个基点；2.三个月或以上定期存款利率下调10个基点。

我们的盈利敏感度测试显示2026年净息差潜在上行空间为6.3个基点：四大国有银行为4.7-5.1个基点；招行为4.9个基点；我们所覆盖的其他股份制银行为5.4-7.6个基点。在“反内卷”推动下，2026年银行业盈利有望实现7.5%的上行潜力，主要驱动因素为净息差回升：四大国有银行为6.1-6.5%；招行为3.4%；我们所覆盖的其他股份制银行为5.7-12.4%。

对于保险机构而言，我们认为“反内卷”、拒绝“价格战”显然是利好，寿险公司的“反内卷”实际上在过去两年已经悄悄开始，包括1)削减所有渠道的佣金；2)最近将预定利率由2023年上半年的3.5%降低到1.99%；3)引入浮动定价机制；4.限制分红产品的履行率。然而，其利差抑制力度减弱带来的好处则很难量化。

我们认为“反内卷”对中国证券业产生直接和间接的利好。直接影响是激烈价格战加剧趋势的潜在逆转。中国证券业此前遭受了证券经纪佣金率和投行承销费率的大幅压缩。我们预计佣金率上调约0.2个基点，将提升行业净利润5%。从间接影响来看，我们预计中国宏观经济和行业基本面的改善(利润率提高、资源浪费减少等等)将推动资本市场更加强劲发展。提振投资意愿及情绪，从而刺激A股指数上涨、一二级市场活动转趋旺盛，利好中国证券业增收。

我们认为“反内卷”有望逆转激烈价格战的加剧趋势、提高利润率、推动资本市场强劲发展，利好利润率比较薄、弹性比较高的金融机构如招商证券(6099 HK, 优于大市)、银河证券(6881 HK, 优于大市)、中国人寿(2628 HK, 优于大市)、新华保险(1336 HK, 优于大市)、邮储银行(1658 HK, 优于大市)、交通银行(3328 HK, 优于大市)。

原材料(有色、建材)

在上一轮 2015-2016 年的供给侧改革中,中国政府主要通过环保、安全合规等行政手段,集中去除钢铁、水泥、有色金属等传统行业的过剩产能,使行业利润短期内大幅改善。经历那轮出清后,幸存企业在技术水平和财务实力上显着提高,市场集中度上升,行业整体供需一度恢复平衡。然而,近年随着下游需求放缓,这些行业再度陷入“内卷式”竞争困局:供给过度扩张、低价恶性竞争频现,产品售价一路下探逼近甚至低于成本线,企业利润集体滑坡。以水泥行业为例,2024 年上半年全国水泥价格持续下降至成本线附近,多数地区水泥每吨售价一度跌破 200 元;全行业首次出现大面积亏损,超过 55%的企业处于亏损状态,上半年合计亏损约 10 亿元。又如钢铁行业,建筑钢材价格自 2021 年见顶后逐年下行,2025 年普钢价格指数均价跌至近五年最低;部分钢企为抢占市场不惜亏现金流增产,被行业戏称为“卷王”。据中钢协通报,2024 年全年及 2025 年一季度主业现金流为负但粗钢产量仍增长的 6 家企业将被警示约谈。有色金属领域同样未能幸免:电解铝产能尽管受能耗“双控”政策约束而趋于刚性,但在国内外需求走弱背景下,铝价长期低迷,部分高成本产能处于盈亏边缘。锂行业更是在经历了 2021-2022 年的暴利行情后迅速逆转:2023 年碳酸锂价格从峰值每吨 60 万元暴跌逾 80%,年底已跌破每吨 10 万元;随之而来的是锂盐、正极材料、电池等环节产品价格大幅跳水,单位盈利降至历史谷底,部分低端磷酸铁锂正极材料价格跌至每吨 3 万元。行业龙头宁德时代等为守住份额掀起电池价格战,中小企业更是苦不堪言。“内卷式”竞争不仅压缩了企业利润空间,更诱发部分企业通过偷工减料来降低成本,产品质量和安全隐患令人担忧。这一系列恶性循环现象,使得包括钢铁、水泥、铝、锂电在内的多个产业陷入“越努力生产、价格越低、全行业无效内耗”的困境。在宏观层面,也直接体现在工业通缩压力上——截至 2025 年 6 月我国 PPI 已连续 33 个月同比为负,工业企业利润自 2022 年以来连续下滑。防止价格无序下跌导致企业大面积亏损和经济下行,迫在眉睫。

有鉴于此,自 2024 年下半年以来,政府主管部门会同行业协会,对有色和建材等领域启动了“反内卷”行动,通过倡导企业自律和完善政策法规“双管齐下”,综合整治低价恶性竞争,促进产业良性发展。首先在行业层面,各大协会密集发声,呼吁企业理性竞争、自觉减产稳价。一方面,限价保价、自律稳市成为行业共识:2024 年 8 月,中国水泥协会下发通知要求会员企业强化行业自律,严禁低于成本价倾销。2025 年 7 月 1 日水泥协会进一步发布《“内卷”“稳增长”高质量发展工作意见》,督促企业严格执行产能置换新规,开展熟料产能备案与实际产能核查,限期纠正超备案产能违规生产的现象。据统计,目前绝大多数水泥熟料生产线实际产能高于备案值,此举将迫使小型水泥企业削减产量或投入成本补办手续,有望在压降过剩产能的同时缓解恶性竞争。水泥行业还扩大了错峰停产范围:由过去北方采暖季为主,延伸到 2024-2025 年全国大部分地区全年分阶段错峰。以水泥大省山东、四川为例,2025 年汛期各停窑 15-20 天,以主动削减供给。这些措施在 2024 年下半年初见成效——下半年起企业普遍停止了毫无底线的降价抢单行为,全行业效益明显回升:2024 年全年水泥行业实现利润约 250 亿元,大幅好转于上半年亏损局面。钢铁方面,中钢协于 2024 年底建立行业标杆成本和价格监督员制度,对低于现金成本销售等不正当竞争行为加强监测。2025 年 6 月 10 日,中钢协面向钢铁和汽车产业发布《维护产业链整体利益、共同抵制“内卷式”竞争》倡议,号召上游钢企与下游整机厂协同自律,杜绝恶性价格战,维护市场秩序。协会还提出“三定三不要”等准则,倡导钢企合理控制产量、稳定价格,并计划对“卷王”企业予以公开警示。在铝行业,中国有色金属工业协会持续推进电解铝产能置换和跨区域产能指标交易机制,严禁新增违规产能投放;行业龙头也自发减产——如云南因水电供应不足多次要求当地铝企限产,以避免市场供需失衡。锂电领域则通过技术门槛和规范来倒逼淘汰落后产能:工信部于 2024 年修订发布《锂离子电池行业规范条件(2024 年本)》,提高了电池性能和产能利用率指标。例如,要求磷酸铁锂电池单体能量密度不低于 165Wh/kg、三元电池单体不低于 230Wh/kg;企业上一年度电池产量不得低于产能的 50%,研发投入占比不低于 3%。这一系列硬性标准将限制技术落后、低开工率的电池厂无序扩产,促使规模小、竞争力弱的产能加速退出市场。在行业自律举措的带动下,部分行业产品价格出现企稳回升迹象:截至 2025 年 7 月,硅料、碳酸锂等新能源上游材料的市场行情有所回暖,电池级碳酸锂价格一度从年初低位反弹至每吨约 7 万元,带动头部锂企上半年业绩明显改善。一些新能源汽车厂商也在政策压力下叫停价格战,转而推出更有价值的促销策略,汽车行业恶性降价趋势开始缓和。

在政府层面,中央主管部门密集出台政策法规,为“反内卷”提供制度保障和执法抓手。2025 年 2 月 10 日召开的国务院常务会议即提出,要标本兼治化解重点产业结构性矛盾,优化产业布局、强化标准引领、推进整合重组,推动落后低效产能退出,优化市场监管、加强行业自律,维护公平竞争的

优胜劣汰市场秩序。此后数月，一系列重磅政策接连落地：6 月 27 日，十四届全国人大常委会表决通过新修订的《反不正当竞争法》，将于 2025 年 10 月 15 日起施行。本次修法明确将“内卷式”恶性竞争纳入打击范围，新增条款禁止经营者以低于成本的价格倾销商品，扰乱市场秩序，并强化了对不正当竞争行为的处罚力度。6 月 29 日，人民日报发表署名文章指出，光伏、新能源汽车、储能等“新三样”行业中不合理补贴和低价竞争依然存在，低效落后产能难以退出，加剧恶性竞争；文章强调要扩大需求、加强执法、提高标准等综合施策破除“内卷式”竞争，实现高质量发展。7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议进一步释放信号，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；会议同时提出加快建设全国统一大市场，抑制地方保护和市场分割，通过统一执法规范政府和企业行为，以更大力度整治各类不公平竞争现象。7 月 24 日，国家发改委、市场监管总局联合发布《中华人民共和国价格法》修正草案，进一步细化了不正当价格行为的认定标准，明确禁止以低于成本的价格进行倾销，并提出建立价格违法行为的长效惩戒机制，以规范市场价格秩序、治理“内卷”竞争。在这一系列政策组合拳作用下，“反内卷”已上升为经济工作的重要抓手，从法律和行政层面为行业自律保驾护航。相比此前主要依靠协会倡议的自发减产，此次由中央主导的行动对企业盲目扩产和低价竞争的约束力更强，有望加速出清落后产能，促进行业走出困境。例如，工信部点名要求重点治理钢铁、有色金属、石化、建材等十个产能过剩行业；各地也积极响应，唐山等钢铁产地已于 7 月率先执行严厉的限产减排措施，要求高炉、转炉等设备阶段性停产检修，预计日均缩减生铁产量 5 万吨左右。水泥板块则在政府督导下于 7 月初启动了新一轮行业自律减产，头部企业自 7 月起集体停产部分熟料线，力促库存天数下降到正常水平（目前熟料库存利用率仅约 53%）。这些举措在短期内对提振市场信心、稳定产品价格发挥了一定作用——近期华东水泥价格止跌企稳，钢材价格也脱离低点出现小幅反弹。但同时需要看到，由于终端需求依然疲弱、全行业库存仍处高位，价格的回升幅度相对有限，很多企业的产品售价仍处在接近现金成本的水平，暂未根本扭转大部分厂商盈利困难的局面。尤其是像锂电池此类对出口依赖较高的新兴产业，治理内卷在短期内可能压缩上游原料需求，只有待全球及国内需求趋于稳定增长后，价格上涨的可持续性才会更有保障。因此，政府也在供需两侧同步发力，如加快新能源发电项目平价上网电价改革、实施汽车下乡和购置税减免等刺激需求端政策，以协同改善市场供需基本面，为供给侧改革赢得空间。

此轮反内卷改革思路更复杂，行业集中度较高的板块或更直接受益

值得注意的是，本轮“反内卷”整治并非简单回归上一轮供给侧去产能的老路，而是在更复杂的市场环境下采取**多管齐下**的改革思路。与 2015 年“三去一降一补”时期主要淘汰违法违规、小散低效产能不同，当下钢铁、水泥等传统行业的生产主体多为合规经营的大中型企业，市场集中度较过去显着提高，单靠行政命令关停产能的空间有限。同时，“内卷式”竞争从过去集中于钢铁、水泥、煤炭等领域，延伸到如今的新能源车、光伏、电池等民营企业占比较高的新兴产业，涉及面更广，就业影响更大。因此，本轮整治注重**标本兼治**：一方面运用法律和市场手段建立公平竞争的长效机制（如健全公平竞争审查制度、破除地方保护等），从制度上防止不理性的价格战死灰复燃；另一方面通过严格的技术和能效标准，引导企业避免同质低端竞争，鼓励向高附加值、高品质方向转型，以创新和差异化优势取胜。可以预见，在法律武器和政策引导的共同作用下，各行业将加速**优胜劣汰**：落后、高成本产能将加快退出，高端产能供给则有序增加。长远来看，价格的调整更多将依靠市场力量实现供需出清，而非短期行政限产；唯有当减产的速度赶上甚至超过需求下滑的幅度，行业才能真正走出低谷。正如业内专家所警示的，如果供给侧调整不到位、地方保护主义依然盛行，那么反内卷的效果将难以持续，产业可能很快重陷产能过剩的恶性循环。因此，“反内卷”更像是一场持久战，需要政府、协会和企业共同努力，建立起遵法合规、有序竞争的长效机制。

总体而言，此轮反内卷措施对**行业集中度较高、具备规模优势**的细分板块最为有利。产能高度集中的上游原材料行业往往是价格筑底回升的起点——例如**电解铝**环节，国内产能指标由政策严格管控，前十大企业产量占比较高，龙头企业具备成本和技术优势。在当前抑制无序扩张、严控新增产能的背景下，铝价有望得到支撑并温和回升，龙头盈利有望改善。再如**水泥**板块，经过多年整合后区域集中度已较高，头部企业大多为央企国企，使得行业协调减产、联合保价的执行力相对较强。随着 7 月各主要水泥企业密集落实错峰限产，市场供需有望趋于动态平衡，企业库存压力逐步缓解，全国水泥价格走势已从年中低点持续回升。此外，**锂电**产业链在多元化治理下供需失衡状况有望好转。随着磷酸铁锂、电解液等环节落后产能出清、行业秩序重塑，锂盐价格已探明底部不宜过度悲观。龙头锂企凭借资源和规模优势，将在下一轮景气周期中恢复增长动能。相比之下，**钢铁**行业由于企业数量众多、地区分布广泛，短期内推进有效减产整合仍有难度，价格自我修复或需要更

长时间。不过，宝武等大型钢企正积极发挥引领“压舱石”作用，带头维护区域市场稳定。若政策后续辅以产能收购、债务处置等手段加快兼并重组步伐，不排除钢铁板块迎来类似 2016 年那样的投资机会。总的来说，在“反内卷”政策东风下，有色和建材等传统产业最困难的时期有望逐步过去，大宗商品价格大概率已见底部区域。尽管考虑内需不足和外需冲击，行业盈利改善的幅度和持续性仍取决于终端需求复苏力度，但可以肯定的是，只有建立公平良性的市场竞争环境，才能让这些行业走上健康可持续发展轨道，实现从“价格厮杀”到“价值创造”的转变。

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文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，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (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。本文作者进一步确定 (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）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 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文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。

建银国际集团与交通银行 [3328 HK] 有投资银行业务关系。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确，而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三

方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过 + 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097