

反內卷，鼓創新－電動車，外賣和光伏行業的機會

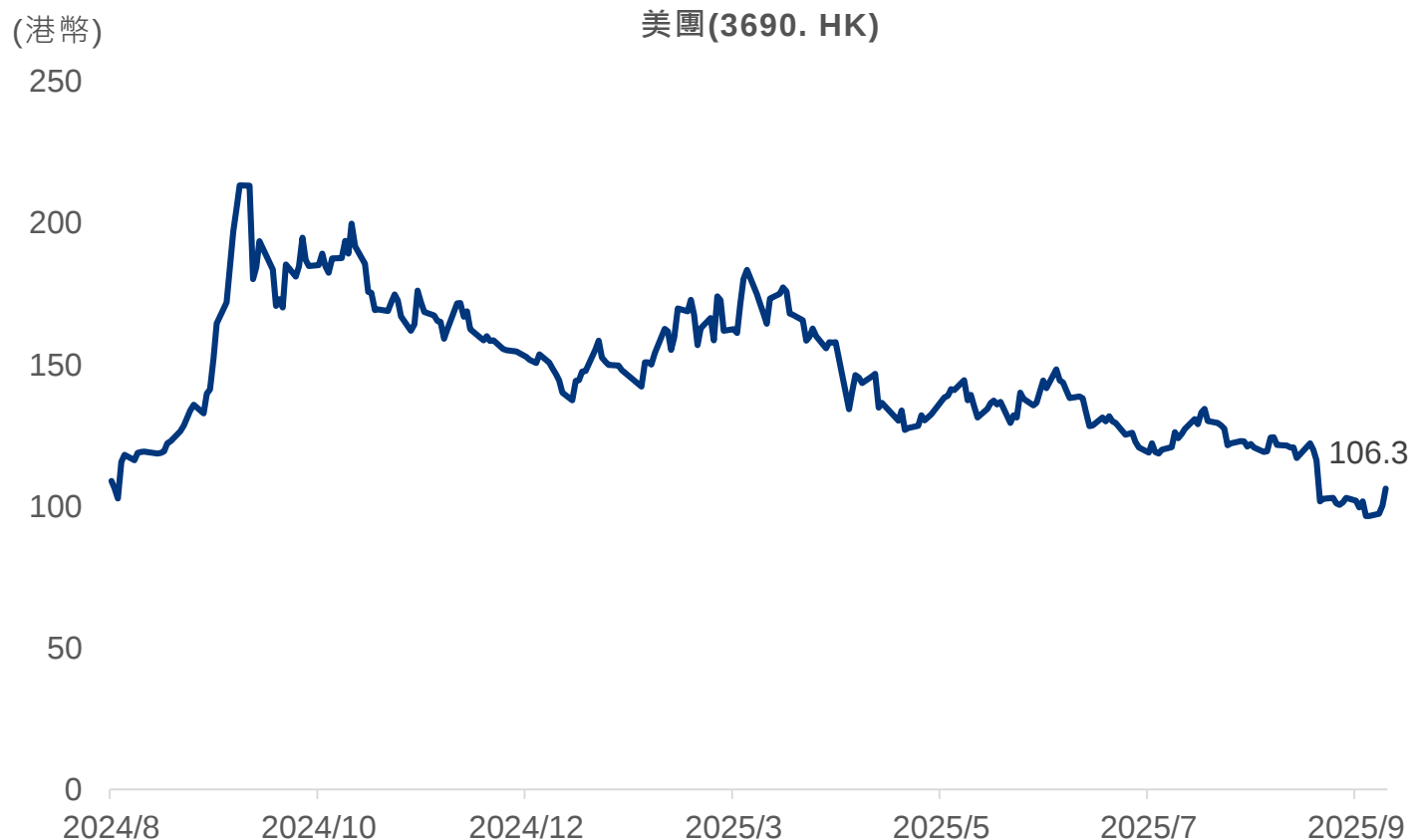
End the Chaos, End the Involution.
Resurrection for Nev, Food Delivery and Solar Industry

12 September 2025

「非理性競爭」在中國市場已成常態

美團是近期深受「價格競爭」衝擊的受害者

- 儘管美團第二季營收年增12%至918億人民幣，然而其調整後淨利暴跌89%。
- 其核心外送業務受創程度最為嚴重，阿里巴巴與京東透過補貼與價格戰展開「非理性競爭」，幾乎侵蝕掉公司大部分利潤。
- 每筆訂單利潤下滑約60%，公司預告外送業務將在第三季錄得「重大虧損」。股價重挫11.2%，美團、阿里與京東市值合計蒸發270億美元。



電動車市場的「割喉式競爭」

受電動車價格戰與成本上漲雙重打擊，利潤三年來首見負增長(-30%)

- 比亞迪今年5月將多款車型(低端純電與油電混合車型)降價30-34%，引發全面價格戰。該「價格戰核彈」，此舉不僅在產業內掀起震動，同時加劇了通縮壓力。
- 隨價格戰愈演愈烈，市場對電動車產業的潛在危機擔憂加劇。在比亞迪帶頭競爭下，廠商在產能過剩下仍持續降價，導致小型車企面臨倒閉風險。
- 政府呼籲電動車產業推動合併並限制補貼，以緩解產能過剩問題。然各企業為避免在規模與技術上落後同行，持續進行折扣競爭，使價格戰在短期內難以緩解。



中國國內市場正處於高度競爭

內卷的成因與影響

形成原因

- 市場缺乏全國性的行業龍頭，導致眾多小型企業並存
- 政府補貼扶植產業，導致缺乏競爭力許多的企業得以存活
- 基於生產/製造的競爭比服務/知識的產業競爭更為激烈
- 藉由自盈利的市場進行交叉補貼以支持價格戰持續

正面影響

- 政府的支持能有效建立一個產業的主導地位
- 規模經濟與供應鏈成熟推動成本快速下降
- 出口市場將成為國內消費者的主要補貼來源
- 消費者受惠於較低的服務/產品價格

負面影響

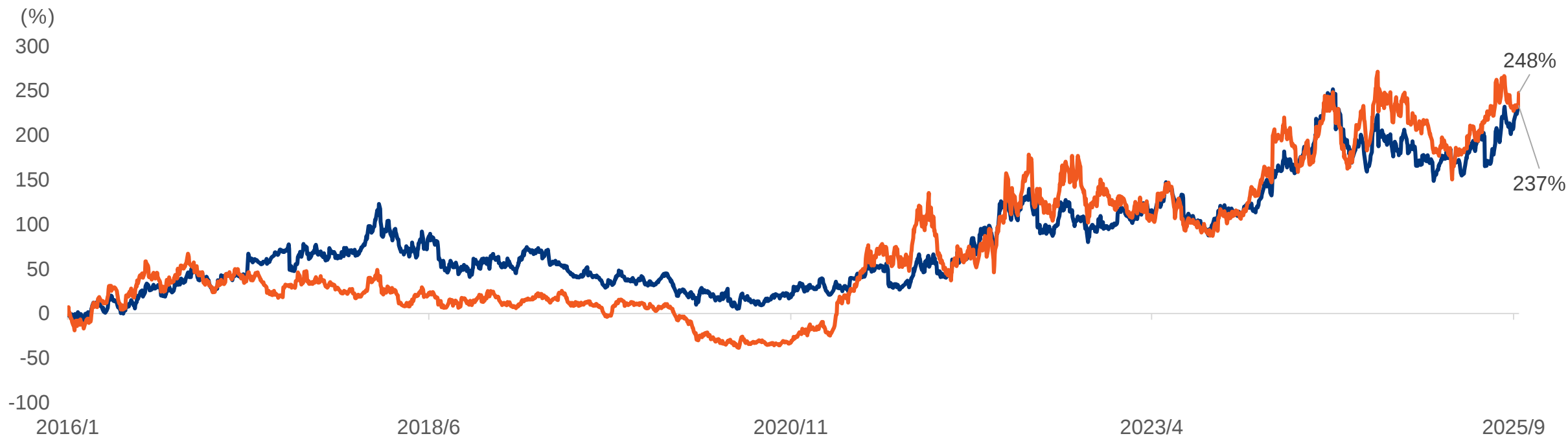
- 企業利潤被侵蝕，投資意願下降
- 過度專注於價格競爭，令創新研發受到阻礙
- 無競爭力企業將倒閉，造成失業
- 過剩產能轉移至海外，將面臨國際社會批評

供給側改革1.0 – 去除產能過剩

煤炭為目前最成功案例

在供給側改革期間，中國神華(1088.HK)因盈利能力改善而股價表現優於中煤能源(1898.HK)。然而，隨著改革成功實施，產業的利潤率顯著回升，兩家公司的盈利能力也變得更為接近。此外，由於煤炭開採產品缺乏差異性，兩家公司的股價走勢也趨於一致。

中國神華(1088.HK)(藍線)vs.中煤能源(1898.HK)(橘線)總報酬百分比



資料來源：Bloomberg · 2025年9月17日 · 凱基證券整理

鋁 — 政府堅決削減產能

從惡性競爭轉為雙贏格局

鋁業是供給側改革1.0的另一個成功範例。中國政府2017年果斷設定了冶煉產能上限，並關閉所有非法產能。這些措施有效改善了行業的供需平衡，讓企業利潤得以維持在較高水平，從而終結了過去的惡性競爭。

中國宏橋集團(1378.HK)(藍線)vs.中國鋁業(2600.HK)(橘線)總報酬百分比



資料來源：Bloomberg · 2025年9月17日 · 凱基證券整理

從供給側改革1.0邁向2.0

2.0改革將聚焦反內卷

	供給側改革1.0 (2015–2019；初始階段)	供給側改革2.0 (2019年至今；深化階段)
主要重點	削減過剩產能(去產能化)、去庫存、去槓桿(降低債務)、降成本，以及解決傳統產業(如鋼鐵、煤炭、水泥)的短板。	在1.0基礎上，更強調高品質發展、技術創新、產業升級和培育新成長動能。重點放在「反內卷」與可持續性。
政策工具	高度依賴行政手段：關閉過剩產能，並為重組提供財政補貼(如為鋼鐵和煤炭產業提供200億元人民幣的專項基金)。同時，政府利用嚴格的環保法規淘汰長期虧損的「殭屍企業」。	運用市場化手段引導產業轉型：研發獎勵、稅制改革、創新補貼和供應鏈優化。透過「反內卷」運動（例如2025年針對價格戰的警告），促進行業整併與向海外市場的拓展。
經濟背景	中國經濟在2008年後進入「新常態」，GDP增速放緩至約6-7%。旨在解決刺激性貸款所引發的產能過剩問題。	應對新冠疫情後經濟復甦、貿易緊張局勢和「雙循環」格局(國內/國際市場)。面臨債務上升和經濟放緩，政策優先考慮增強企業韌性而非快速去槓桿。
成果與挑戰	削減過剩產能 (如截至2018年鋼鐵產量減少約1.5億噸)、提升企業盈利能力、降低企業槓桿率(如2019年工業企業資產負債率降至57%)。但同時面臨失業與短期經濟增長下滑的風險。	取得更優化的產業結構(如2018年高科技產出增長11.7%)，但再生能源產業和服務業仍面臨產能過剩。大宗商品外溢效應有限，重點在避免金融危機。

資料來源：凱基證券整理

電動車產業

聚焦高端與創新車型

- 國務院於2025年中啟動「反內卷」行動，重點針對電動車，要求停止極端降價並推動整併。
- 這一進程將透過更嚴格的產能管控(嚴格審批新產能擴張)、縮減低端車型補貼，以及對技術升級(例如自動駕駛與電池)給予獎勵來實現。
- 出口市場將吸收過剩產能，而貿易摩擦(例如歐盟關稅)則迫使產業多元化。
- 產業整併預計將帶來洗牌：20–30%的小型企業將退出，形成一個價格趨於穩定，消費者滿意度提升的「反內卷」市場。長期來看，產業將朝向高端與創新車型發展，而非單純比拼銷量。

受惠企業

大型、垂直整合的企業，擁有強大研發與出口能力。比亞迪(BYD，全球銷量領導者)與理想汽車(Li Auto，聚焦高端市場)有望主導市場，並從預售與反內卷政策中受益。吉利與小鵬汽車則因技術優勢同樣受惠。

外賣產業

競爭焦點轉向生態系統

- 主要平台(美團、餓了麼、京東)於2025年8月承諾結束無序競爭，保護商戶利潤率並避免非理性補貼，這顯示在政府壓力下行業達成休戰。
- 解決方案將包括整合進更廣泛的電商生態系統(如餓了麼併入阿里巴巴核心業務)、對補貼的監管限制，以及強調效率(如AI演算法、減少騎手數量)。
- 到2025年底，預期將出現透過併購或退場的產業整合，使「超便宜外賣黃金時代」走向更可持續的模式。
- 更廣泛的「反內卷」政策將加強勞工保護，減少過勞，並推動綜合服務(例如生鮮 + 配送)的創新。

受惠企業

作為市佔率最高且擁有最大用戶群的美團，即便當前虧損嚴重，仍最具優勢，未來有望透過多元化收入(如旅遊業務)實現復甦。阿里巴巴(透過餓了麼)則因電商協同效應而受益。

光伏產業

產能過剩的挑戰

- 中國針對太陽能產業的「反內卷」措施包括限制過剩產能(目標削減20–30%)與價格穩定舉措。
- 透過關閉低效工廠、推動出口(如「一帶一路」)、以及給予創新獎勵，將有助於解決產能過剩問題。
- 全球貿易摩擦將加速海外工廠建設，從而減輕國內壓力。

受惠企業

垂直整合的龍頭企業，如隆基(LONGi)，能承受短期虧損並受益於復甦信號。隆基在多晶矽與模組領域居於主導地位，並將受惠於價格上升與反產能過剩政策的推進。

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失（如適用）。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及之風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。