

(报告出品方/作者：招商证券，张夏、涂婧清)

一、创业板和科创板的推出：2009 vs 2019

1、创业板和科创板推出的背景和历史

二十世纪九十年代是全球科技大发展的时代，由于互联网浪潮的崛起，全球科技方兴未艾。彼时，全球科技龙头汇聚 纳斯达克，纳斯达克指数从 1990 年最低的 323 点，到 2000 年见顶时大涨至 5132 点，纳斯达克上演的 “dot-com bubble” 让全球侧目。而科技的大发展也让美国经济在 1991 年苏联解体后在全球经济的优势进一步扩大，坐实了全球唯一霸权帝国的位置。此时的中国，在经历了 20 多年改革开放后，经济活力进一步提升，创新创业思潮快速觉醒，在这样的背景下，1999 年 8 月，中共中央国务院发布《关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》，其中明确提出，“要培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制，发展风险投资公司和风险投资基金，建立风险投资撤出机制，加大对成长中的高新技术企业的支持力度。引进和培养风险投资管理人才，加速制定相关政策法规，规范风险投资的市场行为。优先支持有条件的高新技术企业进入国内和国际资本市场。在做好准备的基础上，适当时候在现有的上海、深圳证券交易所专门设立高新技术企业板块”。此后的十年，经过了多番波折之后，2009 年，深交所的创业板横空出世。再十年 2019 年，上交所科创板也终于推出。正可谓，十年磨一剑。

图 3：创业板指和科创 50 指推出之后冲高后，后两年整体表现不佳，呈现震荡下行趋势



创业板在 2010~2012 年和科创板指在 2020 年~2022 年都录的了比较大幅度的下跌。主要原因有以下几个方面相似之处：

第一，宏观环境

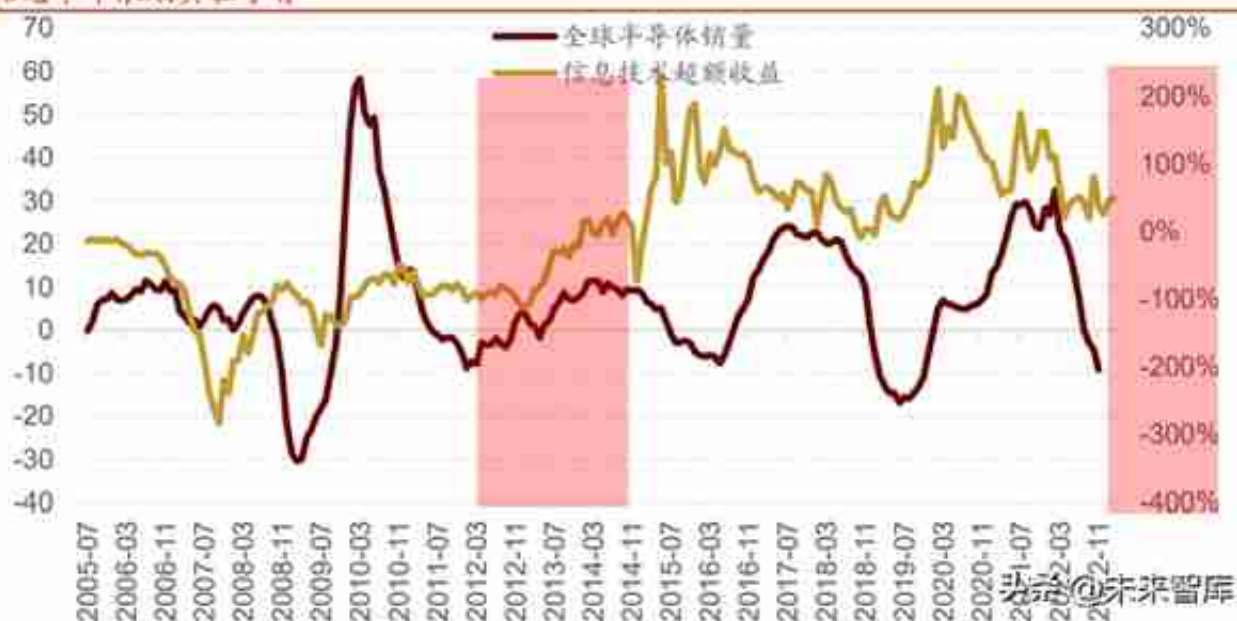
2009 年次贷危机后全球大放水，美联储连续降息，并推出了三轮 QE 计划；中国推出“四万亿”稳增长计划，2009~2010 年社融增速大幅攀升。但是 2010 年之后随着经济改善，全球宽松货币政策退出，经济开始冲高回落，企业盈利自 2011 年开始进入下行周期。因此，在刺激效应消退和盈利增速下行的环境下，创业板也走出了冲高回落的态势。2019 年底，新冠疫情危机开始，2020 年上半年全球疫情爆发，全球央行开始大放水，美联储连续降息，并推出了无限 QE 计划；中国也推出了一系列稳增长计划，2020 年下半年社融增速大幅攀升。但是 2020 年下半年开始国内经济改善，央行渐进式退出宽松政策，海外是在 2021 年下半年开始讨论退出宽松的货币政策，2021 年一季度企业盈利增速创下新高后进入下行周期。在刺激效应消退和盈利增速下行的环境下，科创板也走出了冲高回落的态势。

从主要宏观经济指标来看：2010~2012 年，新增社融增速、经济基本面和企业盈利走出了见顶回落的态势，在基本面不断回落的背景之下，创业板从 2010 年底开始走出了震荡下行的趋势。2020~2022 年，新增社融增速，经济基本面和企业盈利同样走出了见顶回落的态势，在基本面不断回落的背景之下，科创 50 从 2020 年中开始走出了震荡下行的趋势。

第二，板块盈利增速

从上市公司营收和盈利来看，2011 年后的创业板和 2021 年后的科创板收入增速，盈利增速增速均见顶下行，是创业板 2011~2012，科创板 2021~2022 年大跌的关键原因。

图 9: 2013 年开始移动互联网浪潮带动全球半导体向上, 目前半导体正在探底过程中, AI+ 信息革命浪潮真在孕育



(4) 估值水平

2012 年四季度创业板指的市盈率为 30 倍左右, 类似的, 科创 50 指数见底的市盈率也为 30 倍左右。

2、创业板的崛起与盛世

2013 年到 2015 年, 创业板走出了前所未有的波澜壮阔的大牛市, 创业板指从 2013 年年初的 705.34 点一直到 2015 年 6 月 5 日盘中创出的 4037.96 历史高点, 涨幅达 473%, 个股涨幅更是惊人, 出现了 44 只十倍股, 涨幅最高的三只个股中银之杰涨幅 58 倍、东方财富 49 倍、同花顺 36 倍, 所有个股平均涨幅 535%。此轮创业板大牛市可以分为五个阶段, 基本上每半年市场风格一变。

第一阶段：传媒互联网独领风骚（2013.1-2013.6）

事实上, 早在 2012 年 12 月份, 传媒股就已经开始领涨创业板, 典型如游戏板块掌趣科技、中青宝, 互联网券商板块东方财富, 影视板块华谊兄弟、华策影视, 都是 2013 年上半年耀眼的翻倍股, 整个传媒板块 (SW 一级) 板块涨幅 51%, 领涨申万一级行业。从指数来看, 得益于创业板权重传媒互联网的高涨幅, 创业板指同期涨幅 41.7%, 相比于主板 (上证综指同期涨幅-12.8%), 可以说, 2013

年上半年创业板走出了一枝独秀的靓丽行情。

第二阶段：热门板块依旧，冷门板块补涨（2013.7-2013.12）

走过了上半年传媒互联网行情，2013年下半年，创业板指数仍在上涨，涨幅为29%，从指数上来看略微逊色于上半年，但是从个股上来看，下半年呈现出全面上涨的态势，如上半年个股涨幅中位数为11%，而下半年个股涨幅中位数为35%，从申万一级行业来看不再是上半年传媒互联网一枝独秀，上半年传媒、电子、计算机涨幅分别为51%、23%、22%，传媒板块涨幅遥遥领先，下半年传媒板块依然领涨，但是与涨幅前几的申万一级行业非常接近，下半年涨幅领先的申万一级行业传媒、计算机、家电涨幅分别为40%、37%、35%。

图 20: 2015 年上半年次新股指数涨幅远超创业板指



资料来源: Wind, 招商证券

头条 @未来智库

2013~2015年创业板为何会演绎一轮如此大的行情，发生的背景是怎样的，所处的经济环境、产业政策、产业趋势、业绩情况和外部环境、资本市场政策有怎样的基础；而2023~2025年的这些因素又处在怎样的状态，接下来我们就分多个维度进行分析。

三、产业政策：创新驱动发展战略 VS 建设现代化产业体系

1、2013~2015：十八大的召开奠定了创新驱动发展战略，战略性新兴产业和信息科技产业成为产业政策的重点

2012年10月，中共十八大胜利召开。在十八大报告上，对于经济的描述提到的关键词是坚持走中国特色自主创新道路，加快转变经济发展方式的主攻方向，推动战略性新兴产业先进制造业健康发展加快，传统产业转型升级，并且重点指出了：建设下一代信息基础设施，发展现代信息技术产业体系，健全信息安全保障体系，推进信息技术广泛应用。2012年之后的产业政策很大程度上围绕着十八大报告展开。

从政府出台的各项产业政策情况来看，2012年-2015年对市场影响较大的主要有十二五规划、互联网+相关政策以及工业4.0相关政策，特别是互联网+政策更是催化了相关中小市值上市公司一轮又一轮的上涨，例如互联网+金融的东方财富、同花顺等，互联网+传统产业的上海钢联等，以及互联网、移动互联、4G等行业的相关标的如全通教育、东方网力、暴风科技等。

(1) “十二五”规划

十一届全国人大四次会议于2011年3月14日表决通过了关于国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要的决议，决定批准这个规划纲要。纲要全文约6万字，共分为16篇。

(2) 互联网+

《指导意见》就推动“互联网+”的国家行动计划锁定了十一大重点发展领域：“互联网+”创业创新、协同制造、现代农业、智慧能源、普惠金融、益民服务、高效物流、电子商务、便捷交通、绿色生态、人工智能共十一大重点发展领域。

(3) 工业4.0

要实施“中国制造2025”，采取财政贴息、加速折旧等措施，推动传统产业技术改造。中国计划用30年时间，通过“三步走”战略，实现从制造业大国向制造业强国的转变。其中“中国制造

2025”对应第一个十年，是“三步走”的第一步，计划用十年时间进入全球制造业第二方阵，为后两步走奠定好的基础。“中国制造2025”与德国“工业4.0”有很多相同之处，可以认为是中国版的“工业4.0”。2015年，“中国制造2025”首次出现在政府工作报告中，显示工业4.0已经上升到国家战略层面。

2、2023~2025：二十大的召开奠定了建设现代化产业体系发展战略

2022年10月，二十大胜利召开。二十大对于经济的定调，其中的关键词包括产业链供应链安全、关系安全发展的领域加快补齐短板，科技自立自强，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎，加快发展数字经济，促进专精特新企业发展。以上表述与2012年十八大的表述有很多相似之处。而在此后的中央经济工作会议中，继续强调找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，科技政策要聚焦自立自强，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广，大力发展数字经济。

今年3月两会即将召开，在新一届政府换届后，产业政策有望进一步围绕二十大报告和中央经济工作会议展开，在建设现代化产业体系领域继续推进更多政策和加快已有政策的落实，有助于推动相关产业的快速发展，尤其是产业链供应链安全、自主可控、科技自立自强等领域，而其中这些标的集中度最高的方向就是科创板。

图 27: 智能手机渗透率持续提升



资料来源: Wind、招商证券

头条 @未来智库

2、2023~2025 年产业趋势：AI+浪潮

(1) ChatGPT 开启强人工智能时代，2023 年有望成为 AI+商业化落地爆发年

ChatGPT 开启强人工智能时代，更多人工智能应用场景落地。2022 年 11 月 30 日开放注册后，ChatGPT 用户数在 5 天内即突破了 100 万，之后日峰值请求数甚至达到数亿级别。由于庞大用户群涌入，ChatGPT 甚至在本月一度宣告宕机。同时，ChatGPT 已进入美国大学课堂、美国议员国会讲稿，更直接登上了学术论文一作，1 月 25 日，美国众议员杰克奥金克洛斯在众议院宣读两段讲稿，稿件由 ChatGPT 生成，他的工作人员表示，这是首次由 AI 捉刀代笔的讲稿在美国国会被宣读。此外，在线课程供应商 Study.com 一项针对 1000 名美国大学生的调查显示，超过 89% 学生使用 ChatGPT 完成家庭作业，48% 用 ChatGPT 完成小测，53% 用 ChatGPT 写论文。而在去年 12 月发布的一篇雷帕霉素抗衰老应用的论文中，ChatGPT 就曾被列为一作，一度引发业内争议。

科技巨头争相布局智能聊天机器人，2023

年有望成为人工智能商业化落地爆发年。国内兔年春节期间，ChatGPT 关注度进一步攀高，微软在 1 月 23 日宣布对 Chat GPT 开发商 OpenAI 进行一项为期多年、数十亿美元的投资以加速其在人工智能领域的技术突破，微软计划迅速推进 Chat GPT 商业化，将其整合进旗下 Bing 搜索引擎、Office 全家桶、Azure 云服务、Teams 聊天程序等全线产品中。此外，“美版今日头条” BuzzFeed 宣布将与 OpenAI 合作，拟使用 ChatGPT 帮助内容创作；亚马逊已在多种工作职能中使用 ChatGPT，包括编写代码等；谷歌也已正视 Chat GPT 带来的竞争，年内，谷歌将发布自有的 Chat GPT 产品，名为 Sparrow。随着深度学习模型不断完善，开源模式的推动，有望进一步拓宽人工智能应用场景，加速人工智能商业落地，2023 年人工智能相关产业链有望加速发展。

图 33: 中国 AI 芯片市场规模及增速预测



资料来源：中商产业研究院，招商证券

头条 @未来智库

计算机视觉是人工智能各技术赛道中贡献最大的部分。计算机视觉作为跨学科的赛道，使得计算机可分析数字图像或视频，以便提取数据、执行分析及自动化若干任

务，根据咨询机构弗若斯特沙利文数据，我国计算机视觉市场规模一直保持逐年增长，从 2018 年的 79 亿元增长至 2020 年的 167 亿元，年均复合增长率达 45.39%，预计 2022 年我国机器视觉市场规模将进一步增长至 351 亿元。机器学习是人工智能的核心，有望成为新的增长点。机器学习是使计算机具有智能的根本途径，随着人工智能产业链下游数字化发展的意识不断加强，对数据这一 AI 模型生产要素的要求在不断变高，对机器学习技术数据类产品的需求不断暴露与凸显，机器学习有望成为人工智能新的增长点。中商产业研究院初步估计，2020 年中国机器学习核心产品市场规模约为 206.9 亿元，带动相关产业市场规模达 1514.9 亿元，预计 2025 年中国机器学习核心产品市场规模将达到 506.5 亿元，带动相关产业市场规模也将增长到 3233.8 亿元。

自动驾驶是人工智能未来重要的商业应用领域，关注车路协同趋势。人工智能对于大数据和路况的收集，将极大程度减少交通事故发生。单车智能和车路协同是自动驾驶发展的两个主要方向，而人工智能技术将在两个方向上发挥重要的作用。目前，伴随车载芯片的更新优化以及计算机视觉的快速发展，单车智能化已初具规模。未来，随着算力系统的进一步强化以及路侧机器视觉技术的更新，车路协同的云控技术问题将有望解决。根据亿欧智库预测，2030 年中国车路协同市场规模有望达到 4960 亿元，2021-2030 年 CAGR 有望达到 27%。智慧交通和智慧医疗是人工智能与传统行业结合的成功实践。智慧交通是我国发展智慧城市的重要项目之一，近年来，随着智慧城市的不断发展，我国交通行业也不断朝着智能化、智慧化方向发展，其市场规模呈明显的上升趋势。2016-2020 年，我国智能交通市场总规模由 973 亿元增长至 1658 亿元。随着我国交通智能化应用的不断推进，智能交通的市场规模增长将继续保持较快速度。预计 2022 年我国智能交通市场规模将达 2133 亿元，未来仍将继续增长。据《2020 智慧医疗发展研究报告》显示，2020 年，中国智慧医疗行业规模已突破千亿元大关，预计 2021 年规模将达 1259 亿元，智慧医疗行业将进入智能化、高效化、规模化发展的高速增长期。在数字经济飞速发展下，中国智慧医疗市场规模高速增长，全面迎来发展好时机，预计 2022 年其市场规模将达 1576 亿元。

(2) 机器人+是 AI+在生产领域的应用

人口红利消失，老龄化加重催生机器人行业发展。据 2020 年第七次全国人口普查数据显示，中国 60 岁及以上人口占总人口比重达 18.70%，较 2010 年第六次全国人口普查增加 5.44%。其中 65 岁及以上人口占总人口比重达 13.50%，较第六次全国人口普查增加 4.63%，中国社会科学院发布《蓝皮书》指出自 2020 年起至 2030 年，我国劳动年龄人口将年均减少 790

万人，并将持续增加。在用工成本方面，2011-2021年，中国制造业工资 CAGR 达 9.69%，相关研究显示，随着我国制造业工资水平加快上升，中国制造业相对于欧美等发达国家劳动力成本差距正日渐缩小，在考虑劳动生产率差距后，欧美国家在部分制造业领域甚至正变得更具优势。人口老龄化的加重以及人口红利的消失导致了我国在全球范围内产业竞争力的下滑，使用机器人替代人工有望成为解决这一难题的有效方案。

图 43：中国工业机器人市场规模及增速



资料来源：中商情报网、招商证券

头条 @未来智库

(3) 数据要素是 AI+ 的底层资源

中央文件明确数据生产要素地位。2020 年 4

月，《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》对外发布，作为中央第一份关于要素市场化配置的文件，明确了要素市场建设的方向和重点改革任务，数据作为一种新型生产要素被写入文件中，与土地、劳动力、资本、技术等传统要素并列为要素之一，并提出要加快培育数据要素市场，推进政府数据开放共享、提升社会数据资源价值、加强数据资源整合和安全保护。数据已成为数字经济的基础性战略资源和革命性关键要素，主要体现在两方面价值：(1

) 数据是新的生产力，可以产生动力并带来价值，数据的流动带动技术流、物质流、人才流、资金流；(2) 数据是新的生产要素，通过多维度、多领域数据揭示单一数据无法展示的规律，实现精准决策，增加确定性、可追溯性、可预判性，降低决策失误和风险。

数据安全产业顶层文件出炉，保障数据要素流通交易安全。1月13日，工信部、国家网信办等16部门联合发布《关于促进数据安全产业发展的指导意见》，提出到2025年，我国数据安全产业规模超过1500亿元，年复合增长率超过30%，建成5个省部级及以上数据安全重点实验室，攻关一批数据安全重点技术和产品，数据安全产业基础能力和综合实力明显增强，数据安全是数据流通中不可或缺的部分，是维护各数据主体权益的有效保障。数据要素未来有望成为GDP增长的推动力量。根据IDC的调研预测，随着企业数字化转型的加速，未来两年企业数据将以42.2%的高速保持增长，与此同时，企业运营中的数据只有56%能够被及时捕获，而这其中，仅有57%的数据得到了利用，43%的采集数据并没有被激活，也就是说，仅有32%的企业数据价值能够被激活。随着数据要素市场培育和建设的步伐加快，数据的有效利用、数据价值的充分释放将成为多方力量共同努力的方向。根据IDC测算，预计到2025年，中国产生的数据总量将达48.6ZB（泽字节，简称ZB，1泽字节约等于10万亿亿字节），占全球的27.8%；对国内生产总值（GDP）增长的贡献率将达年均1.5至1.8个百分点。

(4) 自主可控是AI+时代产业链安全问题的底层基础

自主可控是保障国家供应链安全的关键。2018年以来，中美贸易摩擦、科技战、新冠疫情、俄乌冲突不断冲击着全球供应链。去年11月18日，政治局会议审议了《国家安全战略》，强调科技、能源矿产、粮食等供应链安全问题。二十大会议对产业链供应链安全着墨较多，包括强调要加强产业链供应链的韧性与安全水平，要加强科技自立自强能力，在关系安全发展的领域加快补齐短板，建立新型举国体制强化国家战略科技力量等。这标志着未来一段时间，产业链供应链安全思维将会宏观产业政策的方方面面，自主可控将是重要的产业投资主题之一。信息技术领域相关产业链的设备和材料“卡脖子”严重。信息科技领域中，半导体制造方面，我国芯片制造产业链全方位落后，半导体材料、半导体设备、高端制程有待突破，存储器目前技术已经相对领先，但是设备存在卡脖子；半导体设计方面，逻辑芯片国产替代率仍低，模拟芯片国产替代率达12%；电子元器件方面，尽管较多电子元器件国产替代率已经较高，但是上游材料被日韩严重“卡脖子”。

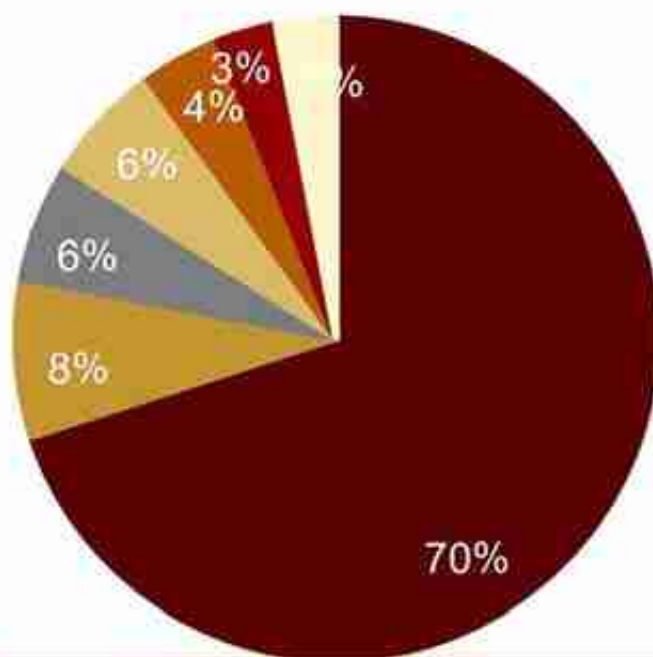
高端制造产品有待突破，部分产品尚属空白。过去，我们以劳动力要素参与国际大循环，对供应链安全的重视程度相对较低。2018年以来，以美国为首的西方国家通过各类型制裁对我国高端制造进行全方位封锁，我国被迫加速向高端制造业突围。通过梳理我国中下游中间品与制成品进口依赖情况发现，依赖度较高的产品大多存在技术壁垒。高端制造领域中，机械设备、汽车零部件、军工装备领域存在诸多有待突破领域。

新材料高端产品有待突破。根据工信部2019年的报告显示，我国新材料产业还有32%的关键材料处于空白状态，需要进口关键新材料达52%，进口依赖度高，尤其是智能终端处理器、制造及检测设备、高端专用芯片领域，进口依赖度分别达70%，95%，95%，存在巨大的国产化空间。

基础软件、工业软件对外依赖度大。以俄乌冲突中多家软件巨头断供俄罗斯为前车之鉴，软件自主可控、网络安全和数据安全涉及的产业链和供应链应得到关注。受限于软件生态、技术能力，我国在操作系统、部分CAX软件、EDA软件、PLC软件领域国产替代缓慢，对海外厂商依赖程度高；2D CAD、EPR软件产品则集中于中低端市场，高端市场发力不足。同时，信创政策红利释放背景下，软件行业国产替代及其应用场景呈现明显行业特征，集中在石化、基建等社会性强的民生、经济发展重要行业。

图 45: 储能系统成本构成

■ 电池模组 ■ 集装箱 ■ BMS ■ PCS ■ 安装 ■ 变压器 ■ EMS



资料来源: ESCN, 招商证券

头条 @未来智库

户外移动储能率先发展，海外户用储能市场爆发。海外市场上，得益于锂电池的成本下降与循环次数提升，过去几年，户用移动储能快速发展并在小型柴油发电机市场开始替代。同时，近 3 年欧洲能源价格暴涨，而俄乌冲突进一步恶化了欧洲能源供需，能源安全、经济性优势是更为强烈的新能源装机推动因素，光伏+储能的模式被欧洲市场快速接纳并加速渗透。2021 年欧洲户储装机约 1GW/2GWh，同比增长 56%/72%，但目前户储渗透率仍然较低，今年以来，欧洲户储市场需求激增，处于供不应求状态。户用储能是典型的 ToC 市场，盈利弹性更大。国内大型储能收益、运行模式逐步理顺，可能会迎来大发展。此前国内储能需求更多来自新能源发电项目的强制配套，对成本很敏感。通过示范探索，国内储能项目的收益渠道逐步进化，未来可能包括峰谷套利、辅助服务、容量租赁等。同时，独立/共享储能模式打破了原来源-网-荷侧等按并网点的分类标准和收益界限，契合电网互联互通、动态平衡的运行特征，可能加速储能大规模发展。目前国内储能项目备案容量庞大，2023 年以来上游资源价格的回调，降低了

储能系统的成本，有望加快国内大型储能发展。

类储能是解决新能源消纳问题的高效经济方式。新能源替代的基础是电力系统安全可靠，区别于火电、核电等可控电源，水电、风电、光伏存在不同周期的波动性，一是风电、光伏等存在分钟级、小时级的短周期波动，二则是受水、风、光等自然资源的月度调整，存在季节性的长周期变化，水电总发电量的振幅可以达到50%。当风电、光伏发电量占比低于5%时，系统冗余能解决日内能量不平衡，转动惯量可以解决功率不平衡问题；当占比达到8-10%，功率/能量平衡问题就不能忽视；在大致10-30%的阶段，小时级日内能量储能、短时功率储能是主要问题；到了25-30%阶段，氢能、压缩空气等长期能量储能也将加速发展。2021年中国风电、光伏发电量合计占比已达到11.7%，水电占比超过15%，与海外相比，国内调峰能力更强的燃气发电结构占比远低于煤电（欧洲大部分地区燃气发电占比更高），在可再生能源渗透率逐步提升向主力电源切换的过程中，急需解决在电源出力波动的情况下保持系统稳定的问题。

五、国内经济：2013~2015 VS 2023~2025 年(预期)

1、经济基调对比——新常态 VS 高质量发展

2013年至2015年，经济增速整体处于下台阶的过程。2013年开始，新一届国家领导人上任实行新政，展开全面简政放权和经济改革，宏观调控从促增长开始向调结构转变，发挥市场对资源配置的决定作用，中国经济全年保持平稳，全年GDP增速7.8%，但是基本还是依靠年增20%以上的固定资产投资拉动，消费同比略有下滑，进出口略有好转。2014年被视为“改革元年”、“经济新常态”，由于前一年钱荒拉高无风险利率，2014年初实体经济就面临全面下滑，固定资产投资增速迅速从20%下滑至15.8%，人民币也经历了短暂的贬值，房价开始下跌，为了挽回经济下滑的颓势，全国多省份取消了限购央行也改变首套房认定标准，政府开始微刺激，利用基础设施建设、棚户区改造、高铁军工、小微企业、农业来对冲地产和制造业投资下滑，由于外汇占款的迅速减少和经济快速下滑，央行货币政策转向宽松，但由于货币政策传导机制受阻，金融市场和实体经济冷热不均，经济下行压力依旧很大，全年GDP增速7.3%，较2013年下行幅度较高。

2015年，中国经济总体依旧下行，GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，三大产业增速全部下滑，但第三产业对GDP贡献率显著增加，贡献度为57.7%，较2014年提升7.1个百分点，全年固定资产投资增速持续回落，同比增长10.0%，较2014年回落5.7个百分点。基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅

明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。消费对经济增长贡献率提高，全年出口整体负增长，劳动密集型产品出口显著下滑。

整体上来看，回顾 2013 至 2015

年的经济环境，股票市场的表现并不是由经济数据驱动，反而是由于经济数据下行使得流动性的放松以及对政策、改革的预期提升带来的市场风险偏好提升所导致的，此外，2013 年至 2015 年通胀水

平整体较低，低通胀环境有利于股票、债券市场。

2022 年年底中央经济工作会议召开的精神来看，未来中国经济将会进入高质量增长阶段。“加快构建新发展格局，着力推动高质量发展”“更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”。预计未来财政政策货币政策会保持积极稳健，推动经济处在一个相对合理的空间；但也不会进行大规模刺激，总得来看，未来三年在经历了疫情冲击之后，中国经济将会回到以消费和新兴产业作为主要经济增长点的新阶段，经济增速波动会相比前几年明显降低，为企业发展创造一个稳定的宏观环境。当经济增速稳定后，产业政策可以更加聚焦消费、科技和产业，推动产业发展和安全并举。

2、投资增速对比——基建增速高位回落

2012 年经济下行压力加大，因此，基建稳增长再度启动，基建新开工增速和基建投资增速明显回升，对于 2012 年经济的稳定作出了重要贡献。十八大召开之后，新一届政府开始着力调结构，寻求新的增长方向和增长预期，2013 年开始基建新开工增速呈现震荡下行的态势，基建投资增速也呈现稳步下行的态势，中国经济开始逐渐告别依靠传统基建稳增长的时代。类似的，2022

年经济下行压力加大，政府稳增长诉求进一步提升，2022

年基础设施建设投资明显提速，基建新开工

增速和基建投资增速都出现了明显的反弹，对于 2022

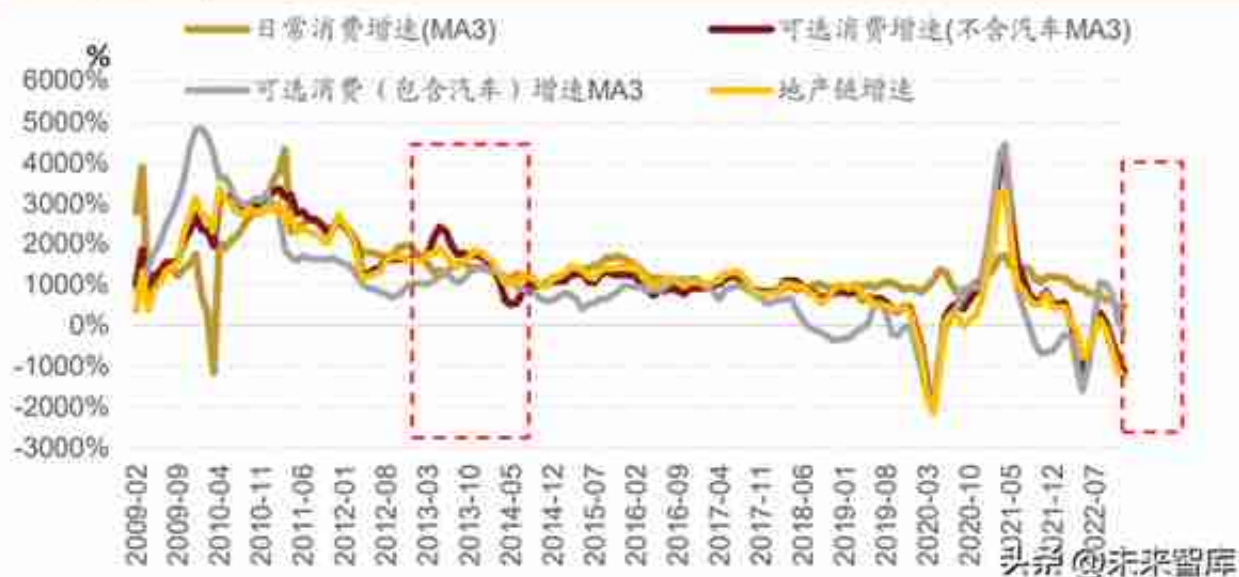
年经济稳定产生了重要贡献。但是在 2022 年年底召开的中央

经济工作会议之中，已经淡化了基建投资，预计 2023

年随着房地产和消费的边际改善，基建投资将不会是政府稳增长

最重要的落脚点，基建投资增速有望呈现与 2013 年类似的下行态势。

图 49：2013 年消费增速阶段性复苏，后增速回到下行趋势；预计 2023 年消费增速也将出现明显反弹



4、货币政策环境——从宽信用收货币到信用增速回落货币宽松

从货币政策的角度来看，2012 年由于经济下行，央行连续降准降息，超额流动性增速出现了大幅回升；到 2012 年四季度，货币开始向信用传导，新增社融增速开始大幅改善，到 2013 年上半年增速大幅回升，但是，随着经济的转暖，央行在 2013 年年中明显收紧了流动性，并且 2013 年出现了阶段性的“钱荒”。此后，社融增速明显回落，2014~2015 年保持相对低迷的状态。

随着经济增速的下行，2014 年开始货币政策逐渐走向宽松，2014 年央行创设了 MLF 和 PSL 工具，开始定向投放基础货币，也使得 2014 年之后持续宽松，这种趋势一直持续到 2015 年。因此，2013 年至 2015 年，中国的货币政策走出了一轮较为完整的从收缩到宽松的过程，除此之外，在 2014 年年底到 2015 年，人民银行连续多次降准降息，超宽松的货币政策和超强流动性是助推 2014 年年底到 2015 年创业板估值大幅攀升的重要推动力量。从利率水平的走势来看，2013 年 10 年期国债收益率呈现加速上行的态势，一般情况下，利率的大幅攀升对于成长性板块估值的提升是不利的，但由于 2013 年新产业趋势非常强势，尽管面对着流动性恶化的局面，但是创业板仍然在全年实现了领涨。2014 年之后，随着货币政策逐渐走向宽松，10 年期国债收益进入加速下行的态势，对于创业板整

体估值的提升产生了重要的贡献。

展望 2023 年的货币政策，我们预计在经济数据不断转暖，消费推动经济复苏的大背景之下，再叠加中国的房地产市场有可能阶段性回暖，整体的流动性应该呈现弱化的态势。不过我们相信由于金融监管已经在过去几年取得了显著的成效，出现类似 2013 年大幅收紧流动性的概率较低，在 2022 年年底的中央经济工作会议中提到货币政策应该保持精准有力，因此我们认为 2023 年在货币政策精准有力的背景之下，在经济回暖的环境之下，10 年期国债收益有望保持相对稳定。我们并不担心 2023 年流动性明显紧缩，经济温和复苏，流动性保持相对稳定，更加有利于成长性板块业绩边际改善之后的估值修复行情。2024 年至 2025 年之后的货币政策难以判断，需要根据实际经济情况的演绎，通胀形势以及国际经济货币政策环境综合判断，当前很难做出一个如此之久远的预判。

六、业绩趋势：2013~2015 年创业板 VS2023~2025 年科创板(预期)

1、2013~2015 年，创业板业绩进入上行趋势

整体来看，2013 年全部 A 股上市公司盈利情况较 2012 年好转。收入增速方面，2013 年全部 A 股、全 A 非金融、主板、中小板、创业板等各个口径的收入增速较 2012 年均上行。2013 年以后，由于宏观经济增速下行给企业盈利带来的巨大压力，各口径的收入增速大多处于下行的趋势，但得由于中小创大量的并购并表，中小板收入增速相对平稳，创业板收入增速整体上行，2013 年全年创业板收入增速 20.6%，2014 年和 2015 年分别为 22.3%和 27%，而同期主板从 2013 年的 8.6%降至 2015 年的-3.2%，中小板从 2013 年的 16.1%降至 2015 年的 11.4%。

图 56: 2023 年信息科技板块盈利增速大概率出现攀升



总的来看，在经历了 2021~2022 年盈利增速快速下行的阶段之后，进入到 2023 年，随着经济增速的回升，需求的回暖，再叠加新产业趋势的加持，科创板信息技术，医药生物和新能源增速都有望呈现持续回升的态势，科创板盈利大概率会进入上行周期。

七、外部环境：2013 ~2014 年 VS 2023~2024 年（预期）

1、全球经济——欧美日经济走出了探底回升的态势

2012 年开始，随着 09 年全球大规模货币宽松之后，全球经济在 10 年到 11 年经历了短暂的复苏，12 年开始，随着货币宽松效应的消退，叠加欧债危机的爆发，全球经济再度进入到衰退的区间，13 年到 15 年，全球经济都处在一种“类衰退”的状态。2020 年疫情爆发后，全球经济受到了巨大的冲击，与此同时，全球央行开启了大规模货币宽松的进程，欧美发达国家更是推出了发“人头费”的方式来稳定经济。随着疫情的缓解以及货币的超发，2020 年四季度开始，全球经济进入到加速恢复周期。2021 年到 2022 年，全球经济从高位开始回落，2022 年 11 月份开始，全球经济周期指标已经落入了衰退区间。展望 2023 年，随着货币刺激效应的消退，在高基数的背景下，全球经济数据进一步下滑的概率较高，进入“类衰退”的状态。

从欧美日主要发达国家的信用增速来看，2013

年处在加速下行的周期，随着经济的改善，欧美日发达国家的信用增速在年中触底反弹，2013 年四季度到 2014 年重回上行周期。

从全球主要发达国家的进口增速来看，2013

年前三季度都处在负增长的阶段，四季度开始触底反弹。2023 年类似于 2013 年全球信用增速加速下行的阶段，出口增速也开始快速回落，在 2023

年可能转为负增长。按照当前经济形势推演，欧美日的进口增速有可能在今年三季度到四季度之间触底回升，信用增速也可能会保持同样的趋势。

图 63: 联邦基金利率和市场对于未来联邦利率走势的预期



在利率走势方面，2023~2024 年随着美联储加息的结束，通胀的回落以及经济数据的削弱，预计美国的十年期国债收

益率将会保持震荡下行的态势，美债收益率下行更有利于成长板块的表现，这点与 2013 年和 2014 年还是有明显差异的。应该来说，2023~2024 年美债收益率震荡下行的趋势更加有利于成长板块的表现。

八、机构持仓：2013~2015 年对创业板配置 VS 当前对科创板配置

机构持仓——公募基金是中小创行情的主力军

事后来看创业板，在 2013~15 出现了一波波澜壮阔的行情，但是在 2012 年四季度公募基金对于创业板的配置比例非常低，只有 3.2%，但是自 2013

年开始公募基金持续增加了对创业板的配置比例。我们统计了公募基金自 2013 年至 2015 年的十大重仓股数据，2013 年一季度对创业板的持仓比例仅 5%，一直至 2014 年 Q2 提升至 20.2%，随着 2014 年年中开始的大盘股行情，2014 年三季度以及四季度公募基金对创业板的配置较 Q2 分别下滑至 18.9%和 13.7%，随着 2015 年初市场行情再度轮动到小盘股，创业板配置比例又大幅提升。2015 年全年维持在 20%至 25%之间的高仓位。总的来看，公募基金对创业板的配置大体跟创业板走势节奏同步或者略微滞后，但依然是 2013 年至 2015 年创业板行情推动的主力军。2022 年四季度，主动偏股公募基金对于科创板的配置比例占比为 8%，类似 2013 年二季度的水平。由于当前主动偏股型基金规模较大，是否向科创板继续调仓，是科创板表现的重要的动力。

截止 2022Q4，公募基金对医药生物行业的配比为 11.7%，为历史较低水平，处于最近十年的 20%分位。TMT 行业配比 14.7%，处于近十年的 10.3%分位，其中，计算机配比 4.3%，处于近十年的 12.8%分位；电子配比 8.7%，处于近十年 56%分位。整体而言，目前主动偏股公募基金对于医药和 TMT 板块的配置比例已经降至历史低位，未来机构配置比例存在提升空间，而医药和科技是科创板的权重行业，这个过程大概率将对应机构对科创板配置的提升。

九、资本市场政策：鼓励并购 vs 注册制

1、2013 年资本市场和金融接管监管环境——金融创新，鼓励并购

(1) 金融监管政策——2015 年以前整体还是鼓励金融创新的

2015 年以前，金融监管提的较多的就是影子银行以及以 P2P 为主的互联网金融等，金融监管的着眼点更多在对于新型金融工具的风险控制上，而不是当前以防范全局性的金融风险为出发点，2012 年、2013 年更是经历中小企业融资难、民间借贷危机事件等，因此从监管角度看，2015 年以前更多的是以规范为主，整体还是鼓励金融创新的，希望金融创新能够推动金融改革，降低中小企业、小微企业融资成本。

(2) 并购政策——2015 年以前整体较为宽松

为了规范日益增多的上市公司重大资产重组行为，2008 年 4 月，证监会正式颁布《上市公司重大资产重组管理办法》，同时发布《关于规范上

市公司重大资产重组若干问题的规定》，进一步规范上市公司重大资产重组行为，提高信息披露的准确性和完整性；2011年5月，修订《上市公司重大资产重组管理办法》，明确从严监管重组上市政策，借壳上市要求与IPO趋同。2011年8月，发布《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》，支持并购重组配套融资，进一步完善上市公司发行股份购买资产和借壳上市的制度，2013年11月发布《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》，进一步明确借壳上市的制度，即“与IPO标准等同”，2014年10月，修订《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》，提高并购重组审批效率是此次文件的核心内容之一。自此，关于上市公司并购重组的一套监管法规已相对完善，从整体上来看，2008年至2014年对于上市公司并购重组的监管政策意在规范上市公司相关行为，上市公司可以在既定的监管范围之内进行相关并购重组活动，2015年随着市场行情的走热，A股上市公司并购规模也迅速增长。

2012年以来，A股上市公司并购重组规模迅速增长，2012年全部A股上市公司并购规模为2180亿，发生并购339起，其中创业板发生52起，规模56亿，并购规模仅占全部A股的2.6%，2012年开始迅速增长，其中2013年、2014年、2015年全部A股的并购规模分别为3774亿、8498亿和12959亿，分别发生并购事件861起、1222起、1522起，同期创业板并购规模分别为327亿、558亿、1477亿，在全部A股中占比迅速上升至8.7%，6.5%和11.2%。虽然从占比上来看创业板所占比例并不高，但是我们从板块并购规模占当年年末板块净资产的角度来看，2015年，创业板并购规模占当年年末创业板净资产的比例为17.1%，中小板为16%，而同期主板仅为3.4%，可以看出中小创并购规模与净资产比远高于主板，可以说是并购重组最活跃的板块。