



Research and
Development Center

13-15 年牛市中成长主线复盘

2025 年 9 月 10 日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告（深度）

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
邮箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
邮箱：lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编：100031

13-15 年牛市中成长主线复盘

2025 年 9 月 10 日

核心结论：

- **2013-2015 年出现了多个主线轮流领涨的情况，主线轮动顺序为：**手游、影视是 2013 年持续性较强的主线。互联网金融在 2013 年 Q1-Q3 出现了第一波超额收益上行。此外，2013 年 8-9 月在制度创新和政策红利的驱动下，上海自贸区主题超额收益明显。2014 年前三季度，成长风格在并购重组推动和 TMT 产业链相关标的扩散的驱动下继续走强。但在流动性宽松、房地产政策放宽、深化改革、沪港通开通等因素的影响下，2014 年 Q4 金融周期大幅上涨带动指数突破。一带一路主题在 2014 年 8 月-12 月超额收益加速上升。2015 年上半年，在宏观流动性宽松和居民资金大幅流入的背景下，成长风格重新开始演绎。“互联网+”、“高送转”、“中国制造 2025”等更多主线行情轮流走强。
- **我们总结 2013-2015 年超额收益居前的成长主线表现特征，可以发现以下规律：**
 - 第一，成长主线牛初通常会有不错的表现，但如果牛初业绩兑现偏弱，牛市中后期往往会休整。牛市后期成长主线的确定性更高，大概率出现第二波上涨。如果业绩兑现开始变强，第二波上涨的速度和空间均比牛初更大。如果业绩兑现始终偏弱，第二波上涨的空间可能和第一波涨幅接近。
 - 第二，政策层面，如果某个行业成为国家战略重点布局方向，意味着接下来从国务院、各部委到地方政府大概率密集出台对该行业的体系化支持政策，可能成为成长主线加速上涨的催化剂。
 - 第三，产业层面，13-15 年能够成为阶段性市场主线的成长行业有以下三个特征，一是经济增速下行背景下，产业逻辑符合经济结构转型升级的方向。二是长期逻辑有 0-1 的新变化，市场规模想象空间大，且长期逻辑短期内无法证伪。三是高频的产业数据能够持续验证行业高景气。
 - 第四，市场层面，即使业绩兑现偏弱，成长主线也可能受益于活跃的并购重组催化而取得明显超额收益。2024 年以来并购重组政策进入新一轮宽松周期，我们认为值得关注 AI、半导体、先进制造等科技成长行业中并购重组事件驱动的上漲行情。
- **2013-2015 年是小盘成长牛市，但牛市中后期风格轮动加快。**成长风格领涨 2 个季度之后，价值风格通常领涨 1 个季度。牛市上涨速度越快，大小盘轮动速度越快。
- **风险因素：**宏观经济下行风险，稳增长政策不及预期风险，历史数据不代表未来。



目录

一、2013-2015 年主线轮动顺序.....	4
二、2013-2015 年成长主线表现复盘：行情特征、政策逻辑和产业催化	5
2.1 手机游戏：2013 年领涨主线，并购交易活跃成为行情加速器	5
2.1.1 行情特征：牛初和牛市后期表现较强，牛市后期有较强业绩兑现	5
2.1.2 政策逻辑：新兴文化产业作为重点发展领域，游戏行业扶持政策频出.....	7
2.1.3 产业逻辑：移动终端渗透率提升到高位，手游市场规模大幅增长	8
2.2 互联网金融（互联网+）：2015 年上半年领涨主线，政策和产业催化密集.....	9
2.2.1 行情特征：牛市初期和牛市后期表现较强，牛市后期业绩兑现强.....	9
2.2.2 政策逻辑：2015 年“互联网+”提升到国家战略.....	11
2.2.3 产业逻辑：移动互联网渗透率提高催生新业态，消费者理财需求升级....	12
2.3 国防军工：2014-2015 年成长主线，资产化注入催化主题行情	14
2.3.1 行情特征：牛市中后期表现较强，业绩兑现始终偏弱.....	14
2.3.2 政策逻辑：军品定价体制改革取得良好进展，军民融合上升至国家战略..	15
2.3.3 产业逻辑：军工资产注入重组进程重启	17
三、总结：牛市后期通常有第二波上涨，关注国家战略、产业景气、并购重组催化的机会 ..	19
四、2013-2015 年是小盘成长牛市，但牛市中后期风格轮动加快	21
4.1 成长风格领涨 2 个季度之后，价值风格通常领涨 1 个季度.....	21
4.2 快速上涨的牛市中大小盘风格轮动加快.....	21
风险因素	23

表目录

表 1：2013-2015 年市场重要主线轮动顺序.....	4
表 2：2013 年手游领域部分典型并购案例.....	7
表 3：2013-2015 年支持手游产业发展相关政策梳理.....	7
表 4：2013 年-2015 年互联网+相关政策梳理.....	11
表 5：2014 年-2015 年互联网金融相关政策梳理.....	12
表 6：2014-2015 年中国网民各类互联网应用的使用率	13
表 7：2011-2014 年军品定价体制改革不断深化.....	16
表 8：2012-2015 年促进军民融合政策梳理.....	16
表 9：2013.11-2015.8 军工行业涨幅前十标的基本面及资产重组事件催化.....	18
表 10：2013-2015 年重点成长主线行情特征总结	19

图目录

图 1：13-15 年牛市中网游指数的超额收益在牛初和牛末表现较强（单位：%）	5
图 2：2013 年网游指数 ROE 持续下行，2015 年 ROE 开始稳步上行（单位：%）	6
图 3：2013-2015 年传媒行业公告并购金额大幅增长（单位：亿元）	6
图 4：2013-2015 年交易标的是游戏公司的并购金额大幅上涨（单位：亿元）	6
图 5：2013-2015 年移动游戏实际销售收入增速较快（单位：亿元，%）	8
图 6：2013-2015 年移动游戏用户规模增速较快（单位：亿人，%）	9
图 7：2013 年开始移动游戏市场占有率快速提升（单位：%）	9
图 8：互联网金融指数牛市初期和牛市后期表现较强（单位：倍，点）	10
图 9：2013 年互联网金融指数 ROE 持续下行，2014 年 Q4-2015 年 ROE 上升（单位：倍，%） ..	10
图 10：截至 2015 年互联网普及率超过 50%（单位：百万人，%）	13
图 11：截至 2015 年手机网民规模占比提升到 90%以上（单位：百万人，%）	13
图 12：军工板块在牛市中后期表现较强（单位：倍，点）	14
图 13：2013-2015 年军工板块 ROE 持续下行（单位：倍，%）	15
图 14：2013 年-2015 年军工板块资产注入预期提升（单位：倍数）	17
图 15：2013-2015 年成长风格领涨 2 个季度后，价值风格通常领涨 1 个季度（单位：倍，点） ..	21
图 16：快速上涨的牛市中大小盘风格轮动加快（单位：倍，点）	22

一、2013-2015 年主线轮动顺序

2013-2015 年出现了多个主线轮流领涨的情况，主线轮动顺序为：2013 年创业板结构性牛市，市场风格分化很大。手游、影视是 2013 年持续性较强的成长主线。与移动互联网产业发展趋势相关的互联网金融在 2013 年 Q1-Q3 出现了第一波超额收益上行。此外，2013 年 8-9 月在制度创新和政策红利的驱动下，上海自贸区主题超额收益明显。

到 2014 年前三季度，成长风格在并购重组推动和 TMT 产业链相关标的扩散的驱动下继续走强。例如，在 2013 年斯诺登事件之后，网络安全成为热点话题。2014 年随着网络安全首次纳入国家战略、中央网信办成立、中央国家机关政府采购中心禁用 Windows8 等事件催化下，网络安全指数超额收益从 2013 年上行到 2014 年 11 月，超额收益达到 290%。此外，在流动性宽松、房地产政策放宽、深化改革、沪港通开通等因素的影响下，2014 年 Q4 金融周期大幅上涨带动指数突破。房地产行业 2014 年 2 月底-12 月超额收益也达到 30%以上，非银金融在 2014 年 Q4 超额收益接近 90%。同时一带一路主题在 2014 年 8 月-12 月超额收益加速上升。2015 年上半年，在宏观流动性宽松和居民资金大幅流入的背景下，成长风格重新开始演绎。“互联网+”、“高送转”、“中国制造 2025”等更多主线轮流走强。

表 1：2013-2015 年市场重要主线轮动顺序

主线名称	超额收益走强时间	市场阶段	相对于全 A 的超额收益幅度
手游	2013-2014 年 Q1	牛市前期	250.75%
	2015 年上半年	牛市后期	96.24%
互联网金融（互联网+）	2013 年 Q1-Q3	牛市前期	166.81%
	2015 年上半年	牛市后期	213.73%
军工	2013 年 11 月-2014 年 10 月	牛市中期	45.03%
	2015 年 4 月-8 月中旬	牛市后期	41.04%
网络安全	2013 年 2 月-2014 年 11 月	牛市初期到中期	290.00%
	2015 年上半年	牛市后期	216.7%%
上海自贸区	2013 年 8-9 月中旬	牛市初期	116.20%
一带一路	2014 年 9 月-2015 年 4 月	牛市中后期	51.33%
房地产	2014 年 2 月-2014 年 12 月	牛市中期	31.99%
非银金融	2014 年 10 月-2014 年 12 月	牛市中期	89.47%

资料来源：万得，信达证券研发中心

二、2013-2015 年成长主线表现复盘：行情特征、政策逻辑和产业催化

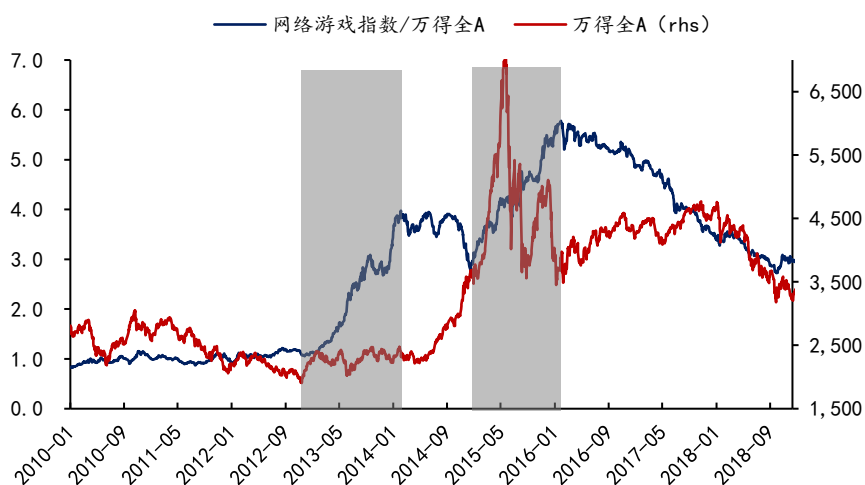
2.1 手机游戏：2013 年领涨主线，并购交易活跃成为行情加速器

2.1.1 行情特征：牛初和牛市后期表现较强，牛市后期有较强业绩兑现

手游概念在牛市初期和牛市后期表现较强，牛市中后期偏弱。手游概念是 2013-2015 年牛市中表现最强的成长主线之一，尤其是 2013 年牛市初期表现较好，从 2013 年 2 月-2014 年 3 月超额收益超过 250%。2014 年 Q2-Q4，伴随着上证指数进入牛市主升浪，市场风格开始切换，手游主题超额收益休整了 3 个季度。2015 年上半年牛市后期，手游主题超额收益再次上行。截止到 2015 年 6 月指数高点，网络游戏指数超额收益达到 96%。

从基本面来看，2013-2015 年手游主题长期产业逻辑有从 0-1 的新变化，短期催化也较密集，但 2013 年业绩兑现仍然较弱，到 2015 年第二波上涨时才开始有小幅业绩兑现。2013 年手游主题在移动互联网浪潮驱动下，长期产业逻辑有从 0-1 的新变化，想象空间大，且高频的产业数据短期无法证伪，反而不断强化行业高景气。与此同时，短期催化剂较密集，例如 2013 年 4 月第八年全球移动游戏及渠道大会召开，引发市场对手游行业发展前景乐观预期提升。但从业绩兑现来看，2013 年板块 ROE 仍在持续下行。

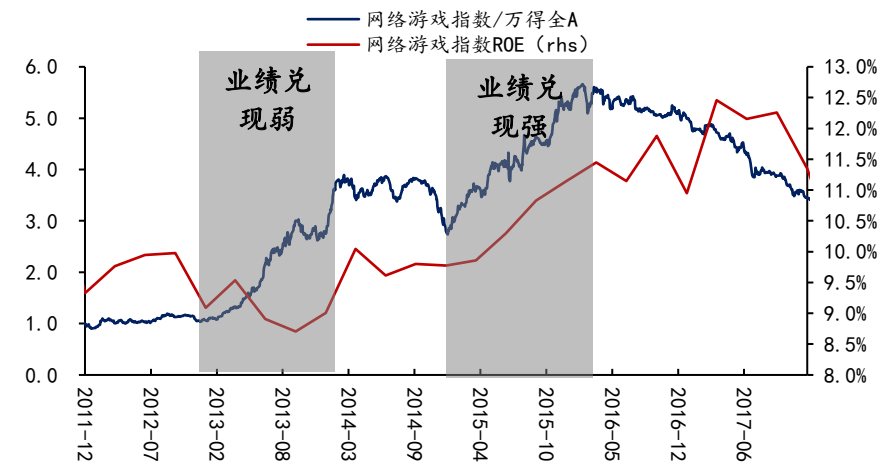
图 1：13-15 年牛市中网游指数的超额收益在牛初和牛末表现较强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2015 年手游主题 ROE 才开始稳步上行。2015 年之后，随着影视、动漫、文学 IP 被广泛应用于手游开发，中重度手游占比提升，玩家付费意愿和粘性提高，出现月流水超过 10 亿元的现象级产品。供给端头部厂商加速融资，市场集中度提高。手游主题 ROE 开始稳步上行，2015 年整体 ROE 从 9.9% 提高到 11.2%。

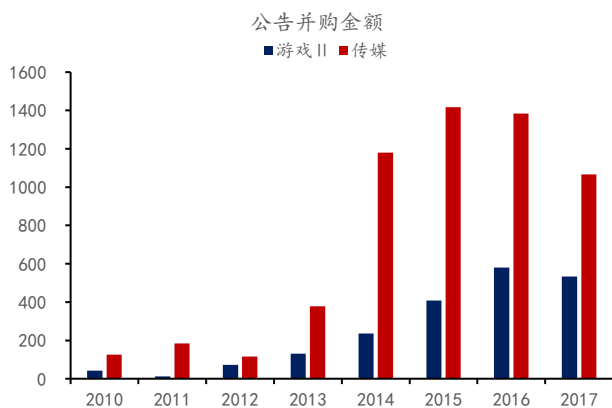
图 2：2013 年网游指数 ROE 持续下行，2015 年 ROE 开始稳步上行（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

并购交易活跃也是手游主题走强的重要驱动因素之一。2013 年伴随着手游市场规模和市占率的提高，手游领域并购交易活跃，其中不乏跨行业、高溢价收购行为，以期拓展新的业务增长点，进一步推升相关标的估值。按首次披露日统计，2013-2015 年游戏行业上市公司公告并购金额分别达到 131 亿、236 亿和 408 亿元，占传媒行业并购总金额 35%、20%和 29%。2013-2015 年交易标的为游戏公司的并购金额分别达到 143 亿、151 亿和 220 亿。较为典型的例子是，掌趣科技在 2013 年 2 月、10 月连续宣布收购动网先锋、玩蟹科技、上游信息等游戏公司股权。中青宝在 2013 年 8 月发布公告拟合计斥资 4.4 亿元分别收购深圳苏摩科技和上海美峰数码各 51%股权。2013 年以上两家公司涨幅均居于市场前五的行列。

图 3：2013-2015 年传媒行业公告并购金额大幅增长，游戏行业并购金额占比在 20%-30%以上（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：2013-2015 年交易标的是游戏公司的并购金额大幅上涨（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：2013 年手游领域部分典型并购案例

证券代码	证券简称	上市公司所属申万二级行业	首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)
300315.SZ	掌趣科技	游戏 II	2013-02-05	动网先锋 100%股权	81009
600198.SH	大唐电信	半导体	2013-06-27	要玩娱乐 100%股权	168,074.43
300027.SZ	华谊兄弟	影视院线	2013-07-24	银汉科技 50.88%股权	67161.6
300052.SZ	ST 中青宝	游戏 II	2013-08-14	苏摩科技 51%股权	8,746.50
300052.SZ	ST 中青宝	游戏 II	2013-08-14	美峰数码 51%股权	35,700.00
601928.SH	凤凰传媒	出版	2013-08-22	慕和网络 64%股权	31,040.00
300002.SZ	神州泰岳	IT 服务 II	2013-08-23	天津壳木 100%股权	121500
300148.SZ	天舟文化	游戏 II	2013-08-27	神奇时代 100%股权	125400
002555.SZ	三七互娱	游戏 II	2013-10-10	三七玩 60%股权	192000
300315.SZ	掌趣科技	游戏 II	2013-10-16	玩蟹科技 100%股权, 上游信息 70%股权	255300
300043.SZ	星辉娱乐	游戏 II	2013-10-18	天拓科技 100%股权	81200
002174.SZ	游族网络	游戏 II	2013-10-24	游族信息 100%股权	386696.73
002577.SZ	雷柏科技	计算机设备	2013-12-20	乐汇天下 70%股权	58800

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.1.2 政策逻辑：新兴文化产业作为重点发展领域，游戏行业扶持政策频出

从产业定位来看，2013 年 8 月国务院发布《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，明确将移动多媒体、互动新媒体等新兴文化产业作为重点发展领域，促进动漫游戏、数字音乐、网络艺术品等数字文化内容的消费，为手游产业奠定政策基础。2013 年 11 月十八届三中全会进一步强调文化强国建设，提出着力推进文化体制机制创新，建立健全现代文化市场体系。这为文化与科技相融合的游戏产业健康繁荣发展指明了方向。

2013 年底，国家新闻出版广电总局副局长在中国游戏产业年会上表示，面对快速发展的网络游戏市场，将研究制定包括移动游戏在内的网络游戏审批管理办法；研究实施网络游戏分类管理，实施国产网络游戏属地管理试点工作，对内容优质、社会信誉高的企业优先审批，缩短审核周期，适应手游“短平快”特点；在确保网络游戏内容质量的前提下，切实缩短游戏审批办理时限等。

从实际落地情况来看，2013 年文化部出台《网络文化经营单位内容自审管理办法》，提高了移动游戏内容审查效率；2014 年 8 月，国务院取消“电子出版物与境外机构合作审批”职能，简化游戏出版流程；2014 年新闻出版广电总局允许非公有制企业参与对外专项出版，支持中小企业获得出版资质。2015 年文化部推行“先照后证”，优化演出、娱乐、网络文化等主体经营许可流程，降低创业企业合规成本。

表 3：2013-2015 年支持手游产业发展相关政策梳理

时间	政策或会议名称	主要内容
2013-08	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	明确提出大力发展数字出版、互动新媒体、移动多媒体等新兴文化产业，为手游发展提供政策导向。
2013-08	《网络文化经营单位内容自审管理办法》	网络文化经营单位在向公众提供服务前，应当依法对拟提供的文化产品及服务的内容进行事先审核。
2013-11	十八届三中全会	进一步强调文化强国建设，提出着力推进文化体制机制创新，建立健全现代文化市场体系。

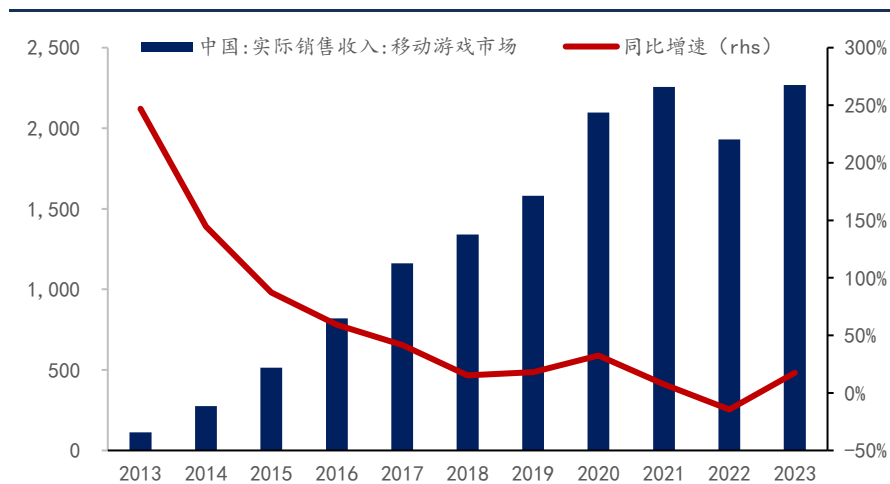
时间	政策或会议名称	主要内容
2014-08	《关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》	取消新闻出版广电总局的“电子出版物出版单位与境外机构合作出版电子出版物审批”职能。
2014-10	《非公有制文化企业参与对外专项出版业务试点办法》	允许非公有制企业参与对外专项出版。
2015-07	《文化部关于落实“先照后证”改进文化市场行政审批工作的通知》	根据国务院部署，文化部将涉及演出、娱乐、网络文化等主体准入审批项目实施“先照后证”制度。文化行政部门要按照便捷、高效、规范原则，完善工作流程，落实监管责任，依法规范行政审批工作。
2015-07	《允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售》	鼓励和支持企业研发、生产和销售具有自主知识产权、体现民族精神、内容健康向上的益智类、教育类、体感类、健身类游戏游艺设备。

资料来源：中国政府网，新浪网，文旅部，光明日报，信达证券研发中心

2.1.3 产业逻辑：移动终端渗透率提升到高位，手游市场规模大幅增长

2013 年智能手机渗透率已经达到 75%，伴随着移动终端的快速普及，下游出现了很多爆款应用。2013 年是手机游戏元年，《愤怒的小鸟》被新闻周刊评为全球首款取得真正主流成功的手机游戏。手游市场规模大幅增长。《2013 年中国游戏产业报告》数据显示，2013 年中国游戏市场实际销售收入达到 831.7 亿元，较 2012 年增长 38%。移动游戏异军突起，实际销售收入 112.4 亿元，同比增长 246.9%，成为网络游戏市场增长的新亮点。2014-2015 年手游市场实际销售收入增速分别达到 144.6%和 87.2%。

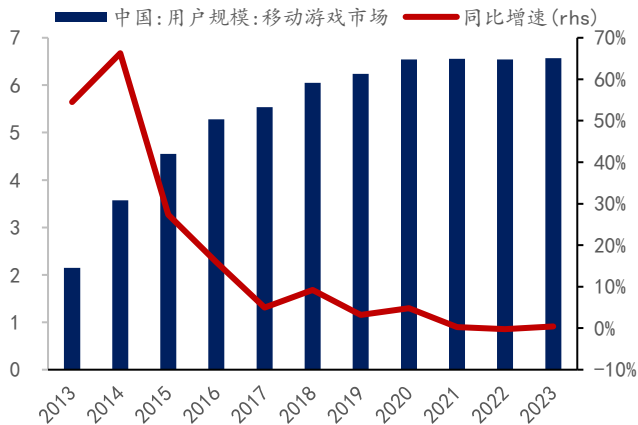
图 5：2013-2015 年移动游戏实际销售收入增速较快（单位：亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

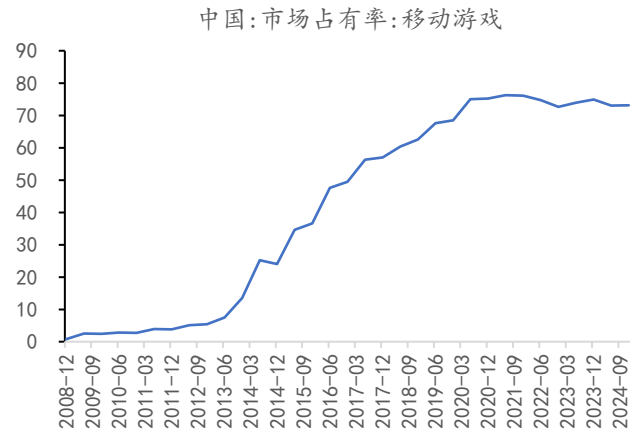
中国互联网络信息中心数据显示，2013 年虽然中国网络游戏用户增长速度放缓，但手机网络游戏用户的增长十分迅速。截至 2013 年 12 月，我国手机网络游戏用户数为 2.15 亿，较 2012 年底增长了 7594 万，年增长率达到 54.5%。2014-2015 年增长率分别达到 66.3%和 27.4%。2013 年中国移动游戏用户市场占有率从 2012 年的 5.4%上升到 2013 年的 13.5%，到 2015 年继续上升至 36.6%。

图 6：2013-2015 年移动游戏用户规模增速较快（单位：亿人，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：2013 年开始移动游戏市场占有率快速提升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 互联网金融（互联网+）：2015 年上半年领涨主线，政策和产业催化密集

2.2.1 行情特征：牛市初期和牛市后期表现较强，牛市后期业绩兑现强

互联网金融主题牛市初期和牛市后期表现较强，牛市中后期超额收益震荡。2013-2015 年牛市中互联网金融的超额收益主要产生在 2013 年 Q1-Q3 以及 2015 年上半年。2013 年 Q1-Q3 处于牛市初期，互联网金融指数涨幅达 166.81%。2013 年 Q4-2014 年，互联网金融指数没有跑赢全 A 指数，整体超额收益为-1.2%。到 2015 年上半年牛市后期，互联网金融主题超额收益加速上行。截止到 2015 年 6 月指数高点，互联网金融指数超额收益达到 213.7%。

从基本面来看，2013 年受移动互联网加速扩张、监管限制银行理财投资非标、“钱荒”推动高流动性、高收益产品需求增加等因素的影响，互联网金融产业格局较好，但业绩兑现仍较弱。从 ROE 来看，2013 年互联网金融 ROE 仍在持续下行，截至 2013 年 Q4 仍处于亏损状态。

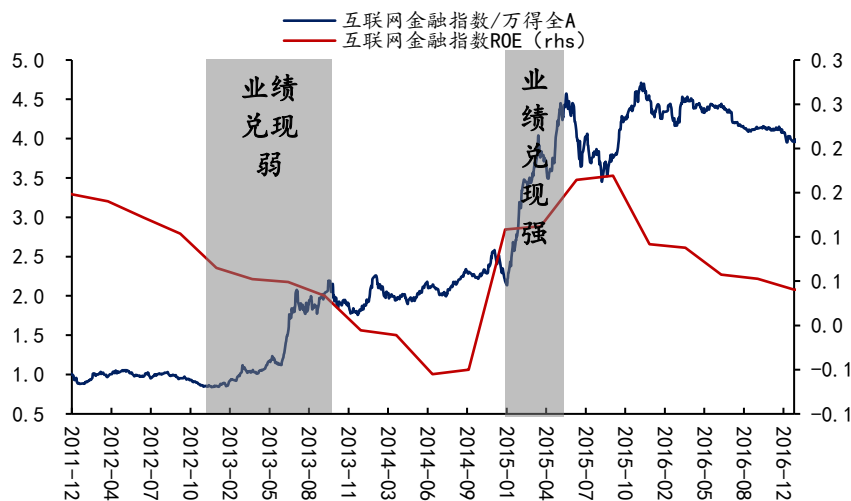
图 8：互联网金融指数牛市初期和牛市后期表现较强，牛市中期超额收益震荡（单位：倍，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2015 年上半年“互联网+”正式提升到国家战略，这一阶段互联网金融业绩兑现偏强。2014 年之后，伴随着多家证券公司获得获得互联网证券业务试点资格，许多券商选择与互联网公司合作扩展互联网金融业务，也有东方财富、大智慧等金融科技公司通过收购证券公司股权开展互联网金融业务，互联网金融产品和服务渗透率提升，行业规模迅速扩张。2014 年下半年 A 股进入牛市主升浪，资本市场交易规模快速增长，也带动了互联网金融企业的业绩回暖。2014 年 Q4 互联网金融板块归母净利润出现大幅增长，ROE 从负值回升至 10.8%，到 2015 年 Q3 继续上升到 16.9% 的高点。同时，2015 年互联网金融产业层面催化较密集，“互联网+”正式提升到国家战略，同时伴随着货币政策连续降准降息、“大众创业、万众创新”背景下丰富创业融资新模式以及各种支持政策密集落地，互联网金融出现第二波超额收益快速上行。

图 9：2013 年互联网金融指数 ROE 持续下行，2014 年 Q4-2015 年 ROE 上升（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2.2 政策逻辑：2015 年“互联网+”提升到国家战略

2013-2014 年是“互联网+”战略初步形成和政策铺垫阶段。“互联网+”概念于 2012 年首次提出，强调互联网与各传统产业进行跨界深度融合。2013 年国务院首次部署“促进信息消费”，奠定后续“互联网+”政策基础，2014 年 3 月互联网金融首次被写入政府工作报告，2014 年 10 月国务院常务会议部署重点推进 6 大领域消费，包括扩大移动互联网、物联网等信息消费。

2015 年是“互联网+”提升到国家战略层面的年份，核心在于通过互联网技术与传统产业的深度融合，推动经济转型升级。2015 年 3 月政府工作报告强调“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。2015 年 7 月，国务院常务会议正式印发《积极推进“互联网+”行动指导意见》，明确 11 个重点发展领域，包括创业创新、协同制造、现代农业、智慧能源、普惠金融等，提出清理不合理制度、放宽市场准入、支持互联网企业上市等具体措施。各地政府和部委迅速响应，工信部继续在互联网和工业融合创新领域开展试点示范工作，旨在推动互联网与工业的深度融合。深圳出台“互联网+”行动计划，提出建设国际信息港。

表 4：2013 年-2015 年互联网+相关政策梳理

政策阶段	时间	政策或会议名称	主要内容
初步形成和政策铺垫	2013/6/28	国务院常务会议	积极扩大国内有效需求。完善消费政策，提高居民消费能力，大力发展服务业，开发和培育信息消费、医疗、养老、文化等新的消费热点，增强消费的拉动作用。
	2013/8/14	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	主要目标为：信息消费规模快速增长；信息基础设施显著改善；信息消费市场健康活跃。加快信息基础设施演进升级、增强信息产品供给能力、培育信息消费需求、提升公共服务信息化水平、完善支持政策。
	2013/8/16	《关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》	宽带首次成为国家战略性公共基础设施，推进区域宽带网络协调发展、加快宽带网络优化升级、提高宽带网络应用水平、促进宽带网络产业链不断完善、增强宽带网络安全保障能力。
	2013/10/31	《关于促进电子商务应用的实施意见》	引导网络零售健康快速发展、加强农村和农产品电子商务应用体系建设、支持城市社区电子商务应用体系建设、推动跨境电子商务创新应用、加强中西部地区电子商务应用、鼓励中小企业电子商务应用、鼓励特色领域和大宗商品现货市场电子交易、加强电子商务物流配送基础设施建设、扶持电子商务支撑及衍生服务发展。
	2014/10/29	《国务院常务会议》	要求清理中介服务和收费，规范进出口秩序，会议要求重点推进 6 大领域消费，包括扩大移动互联网、物联网等信息消费，提升宽带速度，支持网购发展和农村电商配送。
国家战略阶段	2015/3/5	《政府工作报告》	制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。
	2015/3/31	《2015 年互联网与工业融合创新试点工作》	确定了六个支持试点方向，其中包括：实现资源共享协同的生产组织创新、满足个性需求的制造模式创新、支撑智能绿色的生产运营创新、提升用户体验的产品及营销模式创新、助力企业低成本运营的融资方式创新、支撑全业务全流程互联网转型的集成创新。
	2015/7/1	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	明确 11 个重点发展领域，包括促进创业创新、协同制造、现代农业、智慧能源、普惠金融、公共服务、高效物流、电子商务、便捷交通、绿色生态、人工智能等若干能形成新产业模式的重点领域发展目标任务，并确定了相关支持措施。
	2015/8/31	《深圳市“互联网+”行动计划》	到 2020 年，建成具有国际先进水平的网络基础设施，使深圳成为重要的国际信息港；提出互联网+制造、互联网+金融、互联网+商贸、互联网+物流等十一大重点发展领域。

资料来源：中国政府网，中国国家互联网信息办公室，深圳市政府官网，信达证券研发中心

互联网金融是“互联网+”概念中比较有代表性的细分领域，2014 年之后政策密集出台鼓励和支持互联网金融发展。2014-2015 年，政策鼓励互联网股权众筹试点、互联网消费信贷、互联网支付在内的多种互联网金融新业态。2014 年 4 月，六家券商首获互联网证券业务试点资格，到 2014 年 12 月获得试点资格的券商达到 35 家。2014 年 11 月央行等七部门联合印发《推动数字金融高质量发展行动方案》，目标是到 2027 年底，基本建成与数字经济发展高度适应的金融体系。2014 年 12 月证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》，明确规定股权众筹应当采取非公开发行方式，体现了监管层对于规范和引导私募股权众筹行业健康发展的态度。2015 年上半年，国务院等部门密集发布支持互联网金融发展的政策。直到 2015 年下半年伴随着清理场外配资，对互联网金融相关政策开始转向规范和收紧。

表 5：2014 年-2015 年互联网金融相关政策梳理

时间	政策或会议名称	主要内容
2014/3/5	《政府工作报告》	促进互联网金融健康发展，完善金融监管协调机制，密切监测跨境资本流动，守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。
2014/4/11	证监会新闻发布会	六家券商首获互联网证券业务试点资格。
2014/11/1	《推动数字金融高质量发展行动方案》	目标是到 2027 年底，基本建成与数字经济发展高度适应的金融体系。金融机构数字化转型取得积极成效，数字化经营管理能力明显增强。
2014/12/18	《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》	明确规定股权众筹应当采取非公开发行方式，体现了监管层对于规范和引导私募股权众筹行业健康发展的态度。
2015/3/2	《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》	鼓励地方政府开展互联网股权众筹融资试点，增强众筹对大众创新创业的服务能力。
2015/5/1	《关于进一步做好新形势下就业创业工作的意见》	肯定了互联网金融拓宽创业投融资渠道的积极作用，鼓励开展股权众筹融资试点，积极探索和规范发展互联网金融，促进大众创业。
2015/6/16	《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》	意见指出要支持互联网金融发展，引导和鼓励众筹融资平台规范发展，开展公开、小额股权众筹融资试点。
2015/7/18	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	按照行业发展总体要求，提出了一系列鼓励创新、支持互联网金融稳步发展的政策措施，积极鼓励互联网金融平台、产品和服务创新，鼓励从业机构相互合作，拓宽从业机构融资渠道。按照监管原则，确立了互联网支付、网络借贷、股权众筹融资、互联网基金销售、互联网保险、互联网信托和互联网消费金融等互联网金融主要业态的监管职责分工。

资料来源：央行官网，中国政府网，人民网，中国经济网，中国金融新闻网，信达证券研发中心

2.2.3 产业逻辑：移动互联网渗透率提高催生新业态，消费者理财需求升级

“互联网+”长期产业逻辑是，伴随着移动互联网、云计算、大数据等技术的推广和普及，有望深刻改变人类的生活方式、工业的生产方式，提供很多新服务、新业态和新发展模式。“互联网+”的本质是传统产业的在线化，数据化。伴随着通信技术的进步，互联网、物联网等新的信息技术基础设施快速渗透，为“互联网+”的发展奠定了基础。截至 2015 年，中国网民规模达到 6.88 亿人，互联网普及率为 50.3%。手机依然是拉动网民规模增长的首要设备，手机网民规模达到 6.2 亿人，网民中使用手机上网人群的占比提升到 90.1%。智能手机设备总量为 11.3 亿部，渗透率达到 70%。智能终端为代表的用

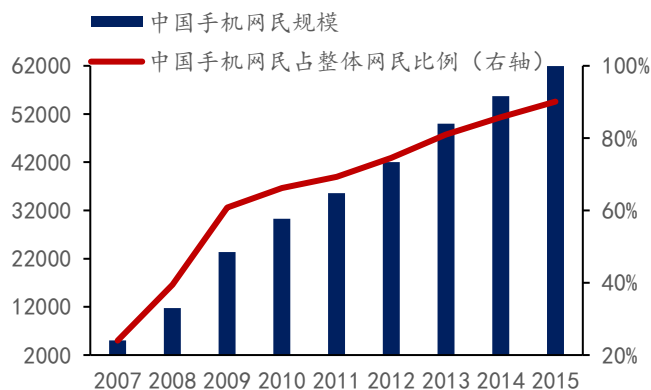
户设备，逐渐成为大数据采集的重要源头和服务提供的重要界面。

图 10：截至 2015 年互联网普及率超过 50%（单位：百万人，%）



资料来源：CNNIC，国家互联网信息办公室，信达证券研发中心

图 11：截至 2015 年手机网民规模占比提升到 90%以上（单位：百万人，%）



资料来源：CNNIC，国家互联网信息办公室，信达证券研发中心

“互联网+”是传统产业转型升级的过程，推动各产业的“互联网化”、“平台化”。实现生产方式与产业形态的重构，主要包括互联网+制造、互联网+金融、互联网+商贸、互联网+物流、互联网+教育、互联网+医疗、互联网+公共安全等多种领域的互联网和产业融合。例如，“中国制造 2025”发展规划指出智能制造是主攻方向。智能制造作为两化深度融合的突破口，强调通过网络化协同、数字孪生等技术，实现生产流程的透明化与高效化。此外，在商贸零售领域，截至 2015 年，我国网络购物用户规模达到 4.13 亿，与此同时，我国手机网络购物用户规模增长迅速，达到 3.4 亿，增长率为 43.9%，手机网络购物的使用比例由 42.4%提升至 54.8%。在线教育、互联网医疗、网络约租车等公共服务类应用的用户规模均在 1 亿以上。

表 6：2014-2015 年中国网民各类互联网应用的使用率

应用	2015 年		2014 年		全年增长率
	用户规模（万）	网民使用率	用户规模（万）	网民使用率	
即时通信	62408	90.7%	58776	90.6%	6.2%
搜索引擎	56623	82.3%	52223	80.5%	8.4%
网络新闻	56440	82.0%	51894	80.0%	8.8%
网络视频	50391	73.2%	43298	66.7%	16.4%
网络音乐	50137	72.8%	47807	73.7%	4.9%
网上支付	41618	60.5%	30431	46.9%	36.8%
网络购物	41325	60.0%	36142	55.7%	14.3%
网络游戏	39148	56.9%	36585	56.4%	7.0%
网上银行	33639	48.9%	28214	43.5%	19.2%
网络文学	29674	43.1%	29385	45.3%	1.0%
旅行预订 ¹¹	25955	37.7%	22173	34.2%	17.1%
电子邮件	25847	37.6%	25178	38.8%	2.7%
团购	18022	26.2%	17267	26.6%	4.4%
论坛/bbs	11901	17.3%	12908	19.9%	-7.8%
互联网理财	9026	13.1%	7849	12.1%	15.0%
网上炒股或炒基金	5892	8.6%	3819	5.9%	54.3%
社交应用 ¹²	53001	77.0%	-	-	-
在线教育	11014	16.0%	-	-	-
互联网医疗	15211	22.1%	-	-	-

资料来源：CNNIC《第 37 次中国互联网络发展状况统计报告》，国家互联网信息办公室，信达证券研发中心

移动互联网渗透率提升的背景下，发展互联网金融在产业层面有利于改善小微企业融资难的问题，同时满足消费者理财需求升级的需要。传统银行信贷为代表的传统金融全年信贷增量比较有限，且信贷门槛较高，仅靠银行信贷较难充分覆盖广大中小微主体的融资需求。互联网金融通过大数据突破了传统金融的服务半径，能够服务更多长尾客户，在当时的背景下，作为传统金融的有益补充，有利于更好的发挥社会融资功能。与此同时，2013 年推出的余额宝等互联网理财产品凭借低门槛、高收益等优势，推动大众理财从传统储蓄向更高收益、更多场景搭载升级。互联网金融市场规模快速扩张，截至 2015 年底，中国互联网金融的市场规模达到 12-15 万亿元人民币，互联网金融用户数超过 5 亿。

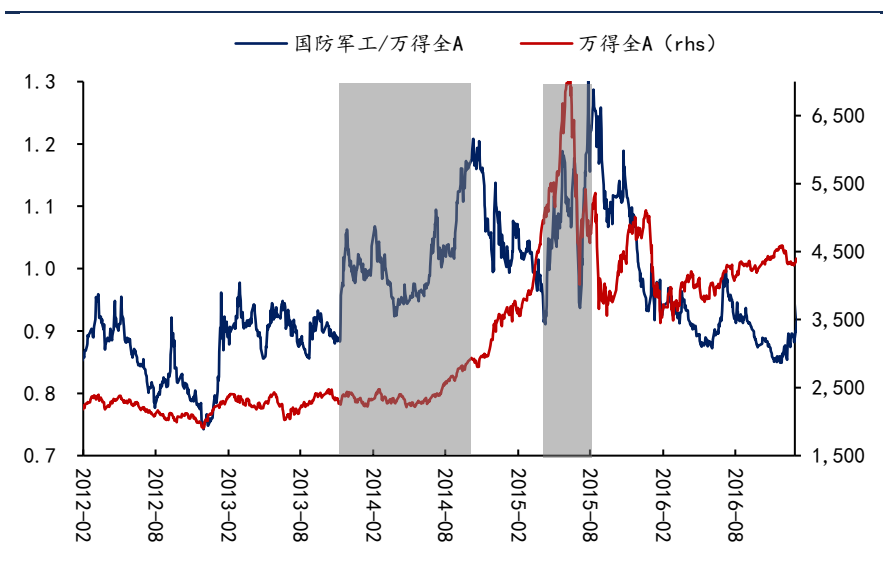
券商积极推进互联网金融业务，互联网证券布局提速。随着证券行业监管转型和业务创新逐渐深化，越来越多的证券公司开始加速互联网证券业务布局，通过打造多层次互联网平台。根据《中国证券业发展报告(2015)》数据显示，2014 年 51 家已完成互联网金融平台搭建的证券公司中，44 家选择自主创建方式，其余 7 家则选择与互联网企业、电商共建的方式。2014 年 36 家证券公司通过互联网平台实现金融产品销售额达 1056.48 亿元，22 家证券公司开展网络资讯服务实现销售额近 1.17 亿元。

2.3 国防军工：2014-2015 年成长主线，资产化注入催化主题行情

2.3.1 行情特征：牛市中后期表现较强，业绩兑现始终偏弱

军工主题牛市中后期表现较强，牛市初期表现偏弱。2013-2015 年牛市中军工的超额收益主要产生在 2013 年 11 月-2014 年 10 月，以及 2015 年 4 月-8 月中旬。2012 年底-2013 年 2 月底底部反转第一波上涨中，军工板块由于在过去 2 年熊市中跌幅较多，在此阶段弹性较大。但 2013 年牛市初期，TMT 走强，军工板块反而表现偏弱。2013 年 11 月之后，成长风格内部出现高低切，前期涨幅高的传媒开始休整，军工板块开始走强。2013 年 11 月-2014 年 10 月，军工板块相对于全 A 超额收益达到 45%。2015 年 4 月-8 月中旬，牛市尾声阶段，军工超额收益再次走强，相对于全 A 超额收益达到 41%。

图 12：军工板块在牛市中后期表现较强（单位：倍，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2013 年-2015 年军工板块并未出现明显的基本面改善，ROE 持续下行，主要是以资产化注入、阅兵等事件驱动的主题行情。牛市中后期军工通常涨幅较高，尤其是盈利不强资金活跃的牛市。牛市中后期，居民资金越来越活跃，投资者对估值容忍度高。2013-2015 年军工板块整体并未出现明显的基本面改善，虽然业绩弹性不够强，但长期逻辑较好，大概率不会缺席。尤其是 2013-2015 年业绩不强但资金强的牛市。从主题催化角度，主题活跃的牛市中军工大概率不会缺席。2014-2015 年催化军工板块行情的事件较多，一方面是上市公司较密集的资产化注入，另一方面抗战胜利 70 周年阅兵（9 月 3 日）也催化军工板块在 2015 年 7 月-8 月中旬出现一波较强的上涨，相对于全 A 的超额收益达到 44%。

图 13：2013-2015 年军工板块 ROE 持续下行（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3.2 政策逻辑：军品定价体制改革取得良好进展，军民融合上升至国家战略

军品定价逐渐从“成本加成”单一模式过渡到“成本加成”、“招投标”、“竞争性谈判”、“询价”等多种定价模式并存，大力推行装备购置目标价格管理机制。2011 年 3 月，国家发改委、财政部、总装备部联合下发了《关于进一步推进军品价格工作改革的指导意见》，指明军品价格工作改革方向。2013 年《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》首次引入目标价格管理机制。2014 年《竞争性装备采购管理规定》深化竞争性采购。改革引入激励约束定价机制，鼓励军工企业降本增效，提升利润空间。



表 7：2011-2014 年军品定价体制改革不断深化

时间	发布主体	政策或会议名称	核心内容
2011-04	国家发改委、财政部、总装备部	《关于进一步推进军品价格工作改革的指导意见》	军品价格改革重点：（一）武器装备分类定价。（二）新装备研制立项阶段强化购置目标价格论证。（三）方案和工程研制阶段开展过程成本监控。（四）装备定型和批量采购阶段实施激励约束定价。军品价格管理将趋于科学化、过程化。改革将鼓励军工承制单位节约成本作为重点，军品利润也将不再局限于 5%，事后价格管理将逐步转变为过程价格管理。
2013-09	总装备部综合计划部	《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》	首次引入目标价格管理机制，核心内容包括：定价模式改革：新立项型号项目采用“定价成本+5%×目标价格+激励约束利润”公式定价，取代传统“定价成本×105%”模式。激励约束机制：当定价成本低于目标价格的 92.86% 时，企业可获最高 5% 的附加利润；成本超支时，利润按比例扣减（如成本超 107.14%，利润全扣）。全流程成本管控：要求装备定型后实施审价，对成本进行分类监控（如技术、进度、管理风险），推动企业优化生产工艺。
2014-08	总装备部	《竞争性装备采购管理规定》	推广竞争采购：明确公开招标、竞争性谈判等 4 种竞争性采购方式为常态，仅在技术垄断或紧急情况下允许单一来源采购。第一部规范和指导全军竞争性装备采购工作的专门规章，为建立符合我军实际的竞争性装备采购管理制度和工作机制奠定了坚实基础。

资料来源：中国军网，四川省科技协同创新促进会，军采通，参考网，信达证券研发中心

2015 年军民融合发展上升为国家战略。2013-2015 年是中国军民融合发展战略从提出到深化、再到上升为国家战略的关键阶段。这一时期，中央和地方出台了一系列政策文件，推动军民融合在体制机制、产业协同、科技创新、成果转化等方面取得突破性进展。国防科技成果向民用领域转化案例增多，如卫星导航、新材料等技术推动民用产业发展，市场规模得以快速扩张。例如，2013 至 2015 年，北斗兼容机芯片的销量分别达到 135 万套、527 万套和 1326 万套，实现了数量级的增长。

表 8：2012-2015 年促进军民融合政策梳理

时间	发布主体	政策或会议名称	核心内容
2012-06	国家发改委、财政部、总装备部	《关于鼓励和引导民间资本进入国防科技工业领域的实施意见》	民间资本进入国防科技工业的领域包括：武器装备科研生产、国防科技工业投资建设、军工企业改组改制、军民两用技术开发。
2013-11	十八届三中全会	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	首次明确提出“推动军民融合深度发展”，强调建立统一领导、军地协调、需求对接、资源共享机制。
2014-04	工信部	《关于促进军民融合式发展的指导意见》	提出到 2020 年，形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系，军工与民口资源的互动共享基本实现，先进军用技术在民用领域的转化和应用比例大幅提高，社会资本进入军工领域取得新进展，军民结合高技术产业规模不断提升。
2014-11	国务院	《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	鼓励民间资本进入国防科技工业投资建设领域。引导和支持民营企业有序参与军工企业的改组改制，鼓励民营企业参与军民两用技术开发和产业化，允许民营企业按有关规定参与承担军工生产和科研任务。
2015-03	总书记在第十二届全国人大三次会议解放军代表团全体会议上讲话	深入实施军民融合发展战略 努力开创强军兴军新局面	今后一个时期军民融合发展，总的是要加快形成全要素、多领域、高效益的军民融合深度发展格局，丰富融合形式，拓展融合范围，提升融合层次。

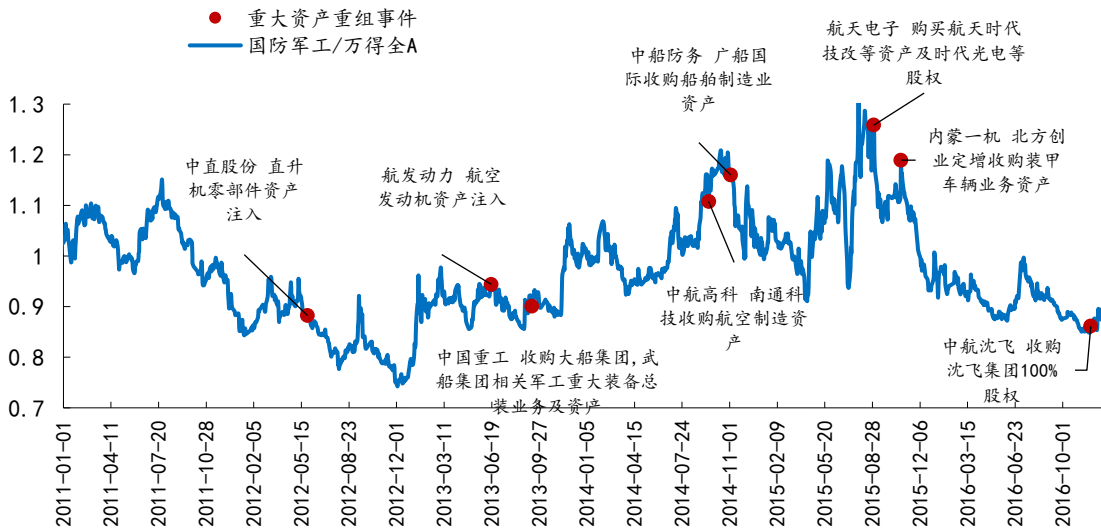
时间	发布主体	政策或会议名称	核心内容
2015-04	工信部	《军民融合深度发展2015专项行动实施方案》	明确了12项具体任务，其中包括编制《国防科技工业军民融合深度发展“十三五”规划》；简化准入审查程序，推进武器装备科研生产许可和装备承制单位资格联合审查；编制新材料产业健康发展指导意见，加强超材料在武器装备上的应用，并开展碳纤维技术成熟度评价试点。
2015-09	国务院	《深化科技体制改革实施方案》	促进军民融合深度发展，推动国防科技成果转化和军民协同创新。

资料来源：中国政府网，共产党员网，中新网，求是网，环球网，信达证券研发中心

2.3.3 产业逻辑：军工资产注入重组进程重启

2013年9月经国防科技工业和武器装备主管部门同意，中国重工启动军工重大装备总装资产证券化试点工作，成为中国资本市场首家军工重大装备总装上市公司。新一轮军工资产注入重组进程开启。2012年5月，中直股份启动直升机零部件资产注入。2013年6月，航发动力启动航空发动机资产注入。2013年9月中国重工披露了总募资近85亿元的定增预案，其中逾30亿元用于收购超大型水面舰船等军工重大装备总装资产，开创了此类核心军工资产证券化的先河。此后2014年-2015年，中航高科、中船防务、航天电子、中国动力等军工企业密集进行资产注入，进一步强化军工企业重组预期。2015年之后，核心军品总装资产注入加速，例如北方创业定增收购装甲车辆业务资产，后更名为内蒙一机；中航黑豹收购沈飞集团，后更名为中航沈飞。

图 14：2013 年-2015 年军工板块资产注入预期提升（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

从个股表现来看，2013年11月-2015年8月中旬区间内，军工板块涨幅居前的标的，ROE出现明显改善的标的较少，但大部分标的均有资产注入等并购重组事件催化。

表 9：2013.11-2015.8 军工行业涨幅前十标的基本面及资产重组事件催化（单位：%）

证券简称	2013 年 11 月-2015 年 8 月中旬涨跌幅	ROE			资产重组事件催化
		2013	2014	2015	
光启技术	1,595.8	7.2	8.3	7.6	龙生股份借壳
航天发展	645.5	8.5	9.1	3.9	收购南京长峰等股权
中航高科	643.1	0.2	-19.0	4.3	南通科技收购航空制造资产
雷科防务	600.8	2.1	2.8	6.6	常发股份收购理工雷科
海兰信	507.4	2.0	3.0	3.0	收购海兰劳雷等股权
盛路通信	486.4	0.7	3.9	5.3	收购南京恒电、合正电子等股权
亚星锚链	471.8	-0.8	1.1	6.0	-
中船防务	392.3	0.3	2.7	1.0	收购船舶制造业资产
金信诺	391.1	3.4	10.9	16.7	收购凤市通信、常州安泰诺、东莞瀚宇等股权

资料来源：万得，信达证券研发中心

三、总结：牛市后期通常有第二波上涨，关注国家战略、产业景气、并购重组催化的机会

我们总结 2013-2015 年不同阶段取得明显超额收益的成长主线表现特征，可以发现以下规律：

第一，成长主线牛初通常会有不错的表现，但如果牛初业绩兑现偏弱，牛市中后期往往会休整。牛市后期成长主线的确定性更高，大概率出现第二波上涨。如果业绩兑现开始变强，第二波上涨的速度和空间均比牛初更大。如果业绩兑现始终偏弱，第二波上涨的空间可能和第一波涨幅接近。

第二，政策层面，关注某个行业成为国家战略重点布局方向的利好。从 2015 年上半年“互联网+”、军民融合上升为国家战略的经验来看，意味着接下来从国务院、各部委到地方政府大概率密集出台对该行业的体系化支持政策，可能成为成长主线加速上涨的催化剂。

第三，产业层面，13-15 年能够成为市场主线的成长行业有以下三个特征。一是经济增速下行背景下，产业逻辑符合经济结构转型升级的方向。二是长期逻辑有 0-1 的新变化，市场规模想象空间大，且长期逻辑短期内无法证伪。三是高频的产业数据能够持续验证行业高景气。例如 2013 年手游用户数量、实际销售收入等数据均出现了明显增长。2014 年证券公司通过互联网平台实现金融产品销售额扩张，金融科技行业业绩明显改善。

第四，市场层面，即使业绩兑现偏弱，成长主线也可能受益于活跃的并购重组催化而取得明显超额收益。2024 年以来并购重组政策进入新一轮宽松周期，我们认为值得关注 AI、半导体、先进制造等科技成长行业中并购重组事件驱动的上漲行情。

表 10：2013-2015 年重点成长主线行情特征总结

主线名称	超额收益走强时间	市场阶段	业绩兑现	国家自上而下战略推动	产业空间	事件催化
手游	2013-2014 年 Q1	牛市前期	弱	2013 年 8 月国务院发布《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，新兴文化产业作为重点发展领域，为手游产业奠定政策基础。	移动终端渗透率提升到高位，手游市场规模大幅增长。	2013 年 4 月第八屆全球移动游戏及渠道大会召开； 2013 年底广电总局表态积极调整改进管理方式，游戏行业扶持政策频出； 2013 年是手机游戏元年，手机网络游戏用户的增长十分迅速； 2013 年以《我叫 MT》、《大掌门》、《王者之剑》等为代表的移动在线游戏产品月收入突破亿元； 活跃的收并购行为成为行情加速器。
	2015 年	牛市后期	强			
互联网金融（互联网+）	2013Q1-Q3	牛市前期	弱	2014 年促进互联网金融健康发展写入政府工作报告。 2015 年“互联网+”正式提升到国家战略。	伴随着移动互联网、云计算、大数据等技术的推广和普及，有望深刻改变人类的生活方式、工业的生产方式，提供很多新服务、新业态和新发展模式。 发展互联网金融在产业层面有利于改善小微企业融资难的问题，同时满足消费者理财需求升级的需要。	2013 年监管限制银行理财投资非标、“钱荒”推动高流动性、高收益产品需求增加，余额宝等互联网理财产品得到认可； 截至 2014 年 12 月 35 家证券公司获得互联网证券业务试点资格； 2014 年多家券商选择与互联网公司合作；2015 年中州证券、国海证券等通过签署战略合作协议等方式进军互联网金融；东方财富、大智慧等金融科技子公司通过收购证券公司股权开展互联网金融业务； “大众创业、万众创新”背景下发展互联网金融，丰富创业融资新模式。
	2015 年上半年	牛市后期	强			
军工	2013 年 11 月-2014 年 10 月	牛市中后期	弱	2015 年军民融合发展上升为国家战略。	军品定价体制改革取得良好进展，有利于提升军工企业利润空间。	军工资产注入重组进程开启； 2012 年 5 月，中航股份启动直升机零部件资产注入。 2013 年 6 月，航发动力启动航空发动机

	2015 年 4 月 -8 月中旬	牛市后期	弱			资产注入。 2013 年 9 月, 中国重工收购超大型水面舰船等军工重大装备总装资产。 2014-2015 年, 中航高科、中船防务、航天电子、中国动力等军工企业密集进行资产注入。
--	----------------------	------	---	--	--	--

资料来源: 万得, 文旅部, 新浪财经, 信达证券研发中心

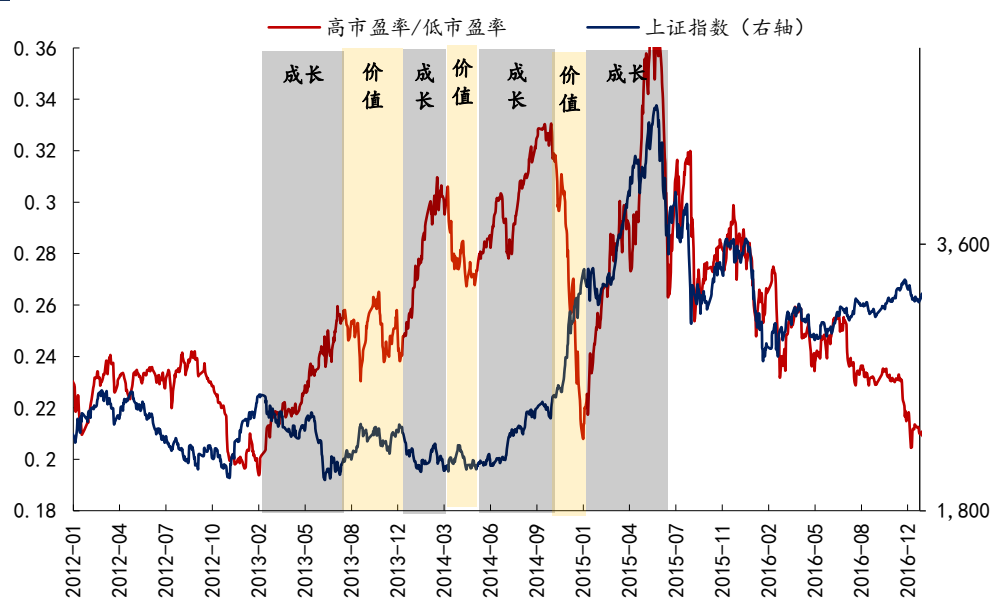
四、2013-2015 年是小盘成长牛市，但牛市中后期风格轮动加快

4.1 成长风格领涨 2 个季度之后，价值风格通常领涨 1 个季度

成长风格领涨 2 个季度之后，价值风格通常领涨 1 个季度。2013 年-2015 年 6 月虽然结局呈现出成长和价值风格明显的分化，但过程中风格轮动较频繁，成长风格领涨 2 个季度之后，价值风格通常领涨 1 个季度。尤其是 2014 年 Q4-2015 年 Q2 牛市中后期，成长价值风格表现出大开大合式轮动。

例如 2013 年春季躁动之后到 8 月初，影视传媒、手游等主题行情表现较好，成长风格占优。2013 年 8 月初-12 月初，TMT 开始休整，主题投资轮动到上海自贸区、国企改革、土地流转等方向，成长风格开始调整，价值风格略占优。2013 年 12 月初-2014 年 2 月春季躁动期，创业板指再次加速上行。2014 年 3 月-5 月一季报之后创业板调整，金融地产、周期以及受益于区域改革红利的主题表现较好。2014 年 5 月中旬-10 月，成长主题投资再次活跃。2014 年 Q4 在降息的催化下蓝筹风格大幅领涨。2015 年上半年则再次回归成长风格。

图 15：2013-2015 年成长风格领涨 2 个季度后，价值风格通常领涨 1 个季度（单位：倍，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

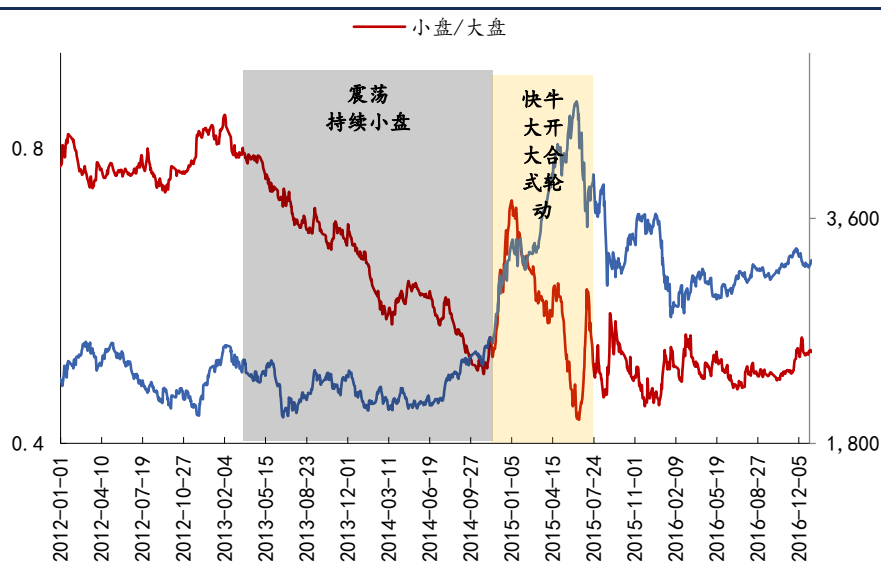
4.2 快速上涨的牛市中大小盘风格轮动加快

2013-2015 年是小盘股牛市，2013-2015 年 6 月小盘风格相对于大盘风格超额收益达到 197%。但从节奏上来看，小盘股的超额收益主要产生于 2013-2014 年中的指数震荡期，而不是指数加速上涨的 2014 年 Q4-2015 年中。2014 年 Q4 大盘风格超额收益阶段性快速上行，几乎覆盖掉过去 2 年小盘风格 2/3 以上的超额收益，之后是 2015 年上半年小盘股

持续很强。需要注意的是整体来看 2014 年中-2015 年中，小盘股有超额收益，但超额收益幅度远小于 2013 年。

之所以会出现牛市越快，大小盘风格通常变化越快的现象。背后的原因可能有两点：（1）如果是慢牛或震荡市，积极买入的力量，可能只有某一类投资者，但如果是快牛，只靠某一类投资者是不够的，需要机构、个人、游资等均有资金流入，阶段性可能会出现时间和力度上的错位，导致偏向某一风格 1-2 个季度，但整体上是轮动式的风格。（2）越快的牛市，估值的波动越大，盈利的影响越小。慢牛风格之间的差异可能来自业绩，快牛风格之间的差异很大一部分来自估值。而估值的波动性天然比盈利更大，由此导致，牛市越快，大小盘风格变化越快。

图 16：快速上涨的牛市中大小盘风格轮动加快（单位：倍，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下行风险：受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

稳增长政策不及预期风险：宏观经济政策逆周期调节需要根据经济运行情况动态调整，可能存在稳增长政策落地不及预期的风险。

历史数据不代表未来：报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%～15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。