

策略解读

这轮创业板牛市更像哪一次

◆ 策略研究 · 策略解读

证券分析师： 王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

截至8月18日收盘，创业板指数收于2606.20点，年内上涨21.69%。2011年以来，创业板全年涨幅行情最好的年份，依次是2015年（84%）、2013年（83%）、2020年（65%）、2019年（44%）。本报告通过复盘上两轮创业板牛市行情（2013-2015和2018-2021）发掘异同。其中，2013-2015年行情体现为普涨和高弹性，共有约93%的创业板个股实现上涨，涨幅在2-5倍间的居多。2018至2021年的创业板牛市行情里则更多体现为结构性，共有约74%的创业板个股实现上涨，涨幅在2倍以内的股票数量占比最多。

观点：

创业板，作为中国多层次资本市场的重要组成部分，自设立以来便承载着支持创新创业企业发展、推动经济结构转型升级的重任。其独特的市场定位和高成长性特征，使其在特定历史时期展现出波澜壮阔的牛市行情，我们对两次创业板牛市行情进行复盘并发掘规律。

◆ 第一轮创业板牛市复盘（2013-2015）：成长股的黄金时代

第一轮创业板牛市，时间区间为2013年1月4日至2015年6月3日。在此期间，创业板指数从705.34点飙升至3982.25点，累计涨幅高达464.6%。这一轮牛市的启动，与中国经济转型升级的大背景密不可分，新兴产业的崛起为市场注入了强劲的增长预期。

量价分析视角，指数的狂飙与成交的共振。从量价关系来看，第一轮牛市呈现出典型的价格量齐升特征。在牛市初期，指数稳步上涨，成交量逐步放大，显示出市场资金的持续流入和投资者信心的不断增强。进入牛市中后期，指数加速上扬，成交量也随之达到历史高位，市场情绪极度亢奋。这种量价配合的走势，反映了市场对创业板高成长性企业的强烈追捧。

新兴产业在这轮指数牛市过程中全面开花。从行业分布来看，第一轮创业板牛市呈现出新兴产业全面开花的局面。根据数据，计算机、电力设备、电子、医药生物、基础化工和机械设备等行业在涨跌幅和个股数量上均表现突出。其中，计算机行业以338.26%的平均涨幅和49家公司的数量位居榜首，充分体现了信息技术在当时经济转型中的核心地位。医药生物和机械设备行业也分别贡献了40家和43家公司，平均涨幅分别为216.12%和204.36%。这表明，市场资金主要流向了具有高成长性、符合国家战略发展方向的新兴产业，这些行业中的公司凭借其创新能力和市场潜力，获得了超额收益。

此次创业板走牛伴随着小盘成长股的估值重构。在市值与估值分层方面，第一轮牛市显著体现了小盘成长股的估值重构。从PE分区间来看，我们按照深度价值到极致成长的标签分类，根据个股市盈率分位，从低到高进行分布排列并依次区分为G1-G8。G8极致成长（平均涨幅347.85%）和G7高成长（平均涨幅270.63%）的股票表现最为抢眼，远超G1深度价值（平均涨幅158.31%）等价值型股票。这说明市场对成长性给予了极高的溢价。从市值分区间来看，大盘股在G6成长、G7高成长和G8极致成长区间表现突出，平均涨幅分别为540.78%、488.35%和802.48%。中盘股和小盘股在各个估值区间也均有不错的表现，但整体涨幅不及大盘成长股。这反映出在牛市的狂热氛围下，资金更倾向于追逐具有明确成长逻辑和更大市值的龙头企业，从而推动其估值水平达到新的高度。

◆ 第二轮创业板牛市复盘（2018-2021）：结构性行情的演绎

第二轮创业板牛市，大致区间为 2018 年 10 月 18 日至 2021 年 8 月 4 日。在此期间，创业板指数从 1205.03 点上涨至 3563.13 点，累计涨幅达到 195.7%。与第一轮牛市的全面普涨不同，第二轮牛市更多呈现出结构性行情的特征，市场对企业盈利能力和成长确定性的要求更高。

首先，相比于第一轮指数狂飙，第二轮创业板牛市体现为震荡上行与成交的局部放量。第二轮牛市的量价表现与第一轮有所不同。指数在震荡中逐步上行，成交量虽然也有所放大，但整体上并未出现像第一轮牛市般持续的、爆炸性的增长。这表明市场资金的参与度更为理性，更注重基本面和业绩的支撑。在行情启动初期，成交量温和放大，指数缓慢抬升；进入牛市中后期，部分热门板块和个股成交量显著放量，带动指数阶段性冲高，但整体市场并未出现全面过热的现象。这种量价特征反映了市场在经历过第一轮牛市的洗礼后，投资风格趋于成熟，更加注重价值发现和风险控制。

其次，和上一轮众多产业全面开花相比，这一类行业端各具特色，新能源与电子科技的崛起成为股市结构核心要素。第二轮创业板牛市的行业分布呈现出新的特点，电力设备、电子、医药生物、计算机和机械设备等行业依然是市场关注的焦点，但内部结构有所调整。其中，电力设备行业以 220.94% 的平均涨幅和 48 家公司的数量位居前列，这主要得益于新能源产业的快速发展，如光伏设备和电池等细分领域表现尤为突出。电子行业紧随其后，平均涨幅 137.01%，同样有 48 家公司入围。医药生物行业虽然平均涨幅为 117.53%，但入围公司数量最多，达到 63 家，显示出其作为防御性板块和长期成长赛道的韧性。计算机行业则以 87 家公司和 41.91% 的平均涨幅，继续保持其在创业板中的重要地位。这表明，第二轮牛市的行业驱动力更加集中于新能源、半导体等硬科技领域，以及受益于疫情和人口老龄化的医药健康领域。

再者，市值与估值分层维度，龙头效应凸显，价值回归与成长兼顾。在市值与估值分层方面，第二轮牛市呈现出龙头效应凸显和价值回归与成长兼顾的特点。从 PE 分区间来看，G8 极致成长（平均涨幅 74.58%）和 G7 高成长（平均涨幅 99.95%）的股票仍然表现较好，但与第一轮牛市的巨大涨幅相比，其领先优势有所收窄。G5 略高估（平均涨幅 89.33%）和 G4 略低估（平均涨幅 105.32%）的股票也取得了不错的涨幅，这说明市场在追逐成长的同时，也开始关注估值的合理性。从市值分区间来看，大盘股在各个估值区间均表现出较强的抗跌性和一定的上涨能力，尤其是在 G1 深度价值、G2 价值和 G4 略低估区间，大盘股的平均涨幅分别为 190.99%、252.12%和 264.06%，显著高于小盘股和中盘股。这反映出在市场风格偏向稳健的背景下，资金更青睐于具有较高市场份额和稳定盈利能力的大市值龙头企业，其估值也得到了进一步提升。

◆ 两轮创业板牛市的共同特征与差异

通过对创业板前两轮牛市的复盘，我们可以发现一些共同的特征，同时也存在显著的差异。历史上两轮创业板牛市在政策、成长性、科技创新和资金等四个方面存在共同特征：**其一是政策驱动与经济转型**，两轮牛市的启动都与国家政策对新兴产业的支持以及经济结构转型的宏观背景密切相关。无论是第一轮的“互联网+”浪潮，还是第二轮的“碳中和”和“国产替代”趋势，都为创业板的上涨提供了坚实的政策和产业基础。**其二是成长性溢价**，尽管市场风格有所演变，但成长性始终是创业板牛市的核心驱动力。具有高成长潜力的企业，无论是在哪个阶段，都能够获得市场的青睐和估值溢价。**其三是科技创新引领**，计算机、电子、电力设备等科技含量较高的行业，在两轮牛市中均表现突出，是推动指数上涨的重要力量。这体现了科技创新在经济发展中的核心地位。**其四是资金活跃度提升**，牛市期间，市场成交量显著放大，表明投资者参与热情高涨，资金活跃度明显提升。

同时，两次创业板牛市也存在诸多差异：**首先是市场广度与深度**，第一轮牛市呈现出全面普涨的特征，市场广度更大，许多中小市值股票也获得了惊人的涨幅。而第二轮牛市则更具结构性，市场深度有所增加，资金更倾向于集中在少数优质龙头企业，强者恒强的“马太效应”更加明显。**其次是估值容忍度**，第一轮牛市中，市场对高估值的容忍度极高，甚至出现了“不问估值，只看成长”的现象。第二轮牛市则相对更为理性，虽然成长性依然重要，但市场对估值的合理性有了更高的要求，过度透支未来业绩的股票难以持续上涨。**第三是行业驱动力**，第一轮牛市的行业驱动力更为分散，互联网、传媒、医药等多个新兴领域均有表现。第二轮牛市的行业驱动力则更为集中，新能源、半导体等硬科技领域成为主要推手，同时医药行业的韧性也得到体现。**最后是市值偏好**，第一轮牛市中，小盘股的弹性更大，涨幅更为喜人。第二轮牛市

则更偏好大市值龙头企业，其在牛市中的表现更为稳健和突出。

创业板的两次牛市行情，是经济结构转型和资本市场发展的重要缩影。两次牛市复盘共同揭示了成长性、创新性以及政策支持在推动新兴市场上涨中的核心作用。然而，两次牛市在市场特征、资金偏好和风险偏好上又存在显著差异，这反映了市场在不断演进和成熟。

第一轮牛市是“成长为王”的时代。市场对新兴产业的未来充满无限憧憬，高估值在强劲的成长预期下被充分消化。彼时，中小市值公司凭借其轻资产、高成长性，成为市场追逐的焦点，行业分布呈现出全面开花的态势。然而，过度炒作和估值泡沫也为后续的市场调整埋下了伏笔。

第二轮牛市则更加注重“高质量成长”。市场在经历了前一轮的洗礼后，对企业的盈利能力和成长确定性提出了更高的要求。资金向新能源、半导体等硬科技领域的龙头企业集中，体现了市场对产业升级和技术创新的深度认可。大市值公司的稳健表现和估值提升，也预示着市场投资风格正逐步向价值与成长并重转变。

展望未来，创业板作为中国经济新动能的孵化器，其投资逻辑将更加多元和复杂。在把握成长主线的时候，需更加关注企业的核心竞争力、盈利能力和估值水平。同时，政策导向、技术创新周期以及宏观经济环境的变化，都将是影响创业板未来走势的关键因素。

2013-2015 年创业板史诗级牛市的核心驱动力，源于经济转型预期下的新兴产业高景气、国内外极度宽松流动性以及杠杆资金共振形成的“流动性驱动+结构性成长”的独特宏观环境。具体表现为：经济下行压力增大与政策转向“新常态”背景下，传统产业盈利承压（PPI 低迷、GDP 放缓），政策重心转向“调结构”，叠加 4G 技术革命与“互联网+”政策红利，共同催生了新兴产业的高增长预期；与此同时，国内货币政策由紧缩（2013 年“钱荒”）转向全面宽松（2014-2015 年降息降准），释放大量流动性，但实体经济融资需求疲弱（社融-M2 剪刀差收窄），导致“剩余流动性”显著积聚并涌入股市；同时海外美日欧央行同步实施量化宽松，压低全球利率并扩大中外利差，吸引套利资本借道人民币升值预期流入中国；最终，充裕的国内外流动性在杠杆资金（两融激增）和机构投资者（公募大幅增配）的推动下，集中涌入代表高增长的创业板，驱动其估值（PE）出现爆发式扩张，形成一轮由“流动性驱动”叠加“产业趋势引领”的结构性牛市。

2018 - 2021 年创业板的核心驱动力，源于外部环境巨变下的逆周期调控、国内供给侧结构性改革成果显现、叠加“新基建+硬科技”产业高景气，共同塑造了“政策托底+产业升级”的独特宏观环境。具体表现为：2018 年中美贸易摩擦爆发，经济下行压力明显（工业企业利润回落、PPI 走弱），政策从“去杠杆”迅速转向“稳增长+六稳+六保”，财政赤字率提升、专项债扩容，货币政策由中性转向灵活适度宽松，社融企稳并逐步回升，资本市场改革（科创板、注册制）与直接融资扩张为股市提供制度红利。与此同时，疫情冲击（2020 年）加速全球供应链调整与数字化转型，国内“新基建”（5G、光伏、新能源车）与“硬科技”产业（半导体、生物医药、智能制造）进入高景气周期，形成对创业板代表性行业的强预期支撑。外部环境方面，美联储长期维持低利率，全球资金泛流动性溢出，叠加人民币升值与 A 股纳入明晟指数等因素，吸引外资持续流入。国内市场上，公募基金发行规模屡创新高，机构化资金集中配置成长板块，加之两融余额回升，推动创业板核心资产的估值扩张。最终，政策托底下的“宏观宽松”与产业升级带来的“基本面亮点”共振，造就了 2018 - 2021 年创业板大盘成长股的系统性行情，形成一轮由“政策托底驱动”叠加“硬科技产业引领”的结构性牛市。

图1：创业板指数走势和成交量历史复盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：第二轮创业板牛市行情



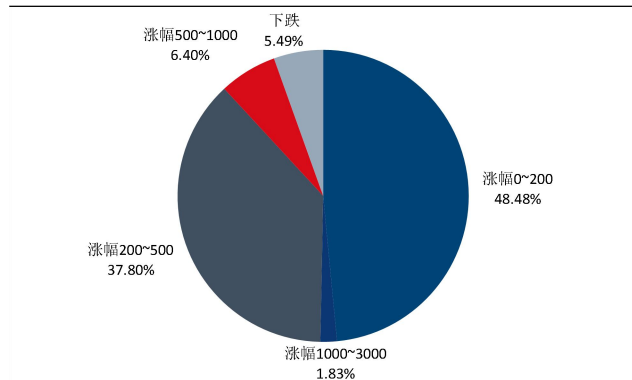
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：创业板指数对应右轴，沪深300和上证综指对应左轴，右图同

图3：第二轮创业板牛市行情



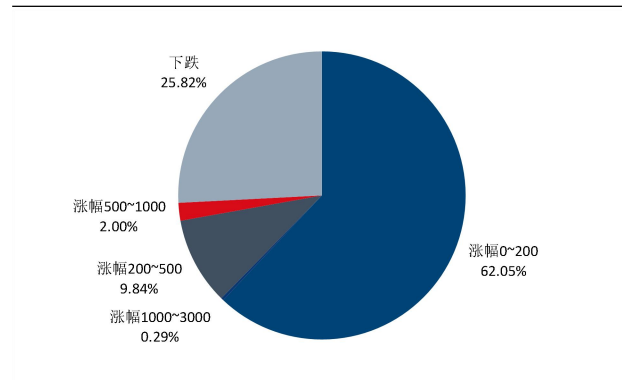
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：第一轮创业板牛市过程中不同涨跌幅标的占比



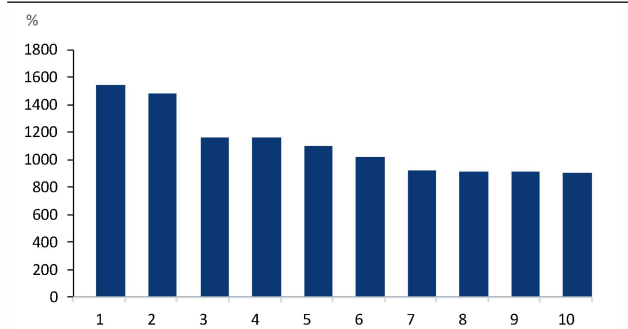
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图5：第二轮创业板牛市过程中不同涨跌幅标的占比



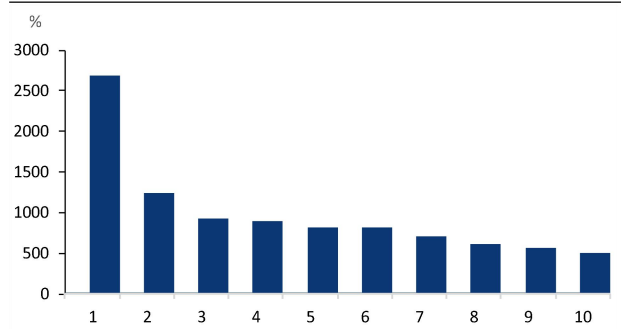
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6：第一轮创业板牛市过程中上涨排名前10标的涨幅



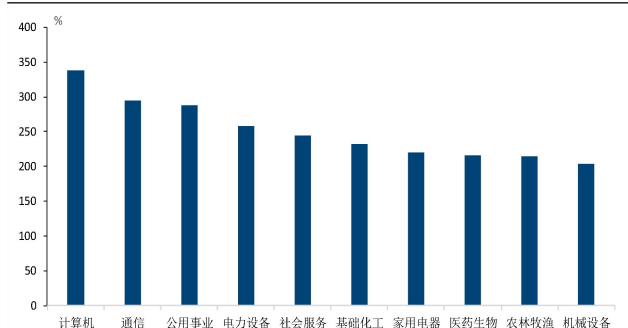
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7：第二轮创业板牛市过程中上涨排名前10标的涨幅



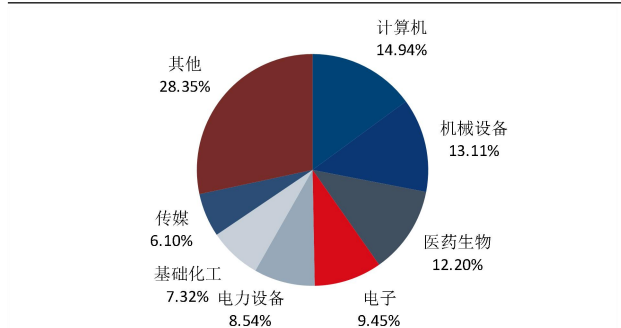
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：第一轮创业板牛市中领涨行业涨幅排行



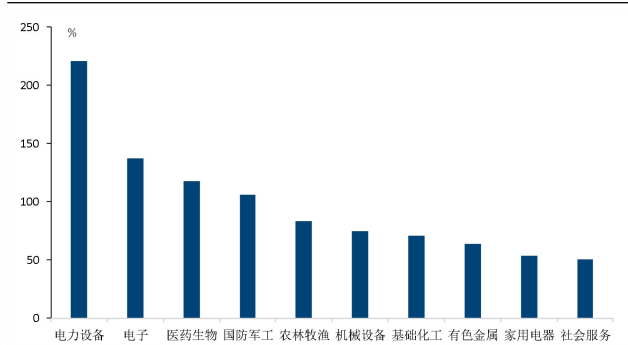
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：第一轮创业板牛市过程中的行业数量比例分布



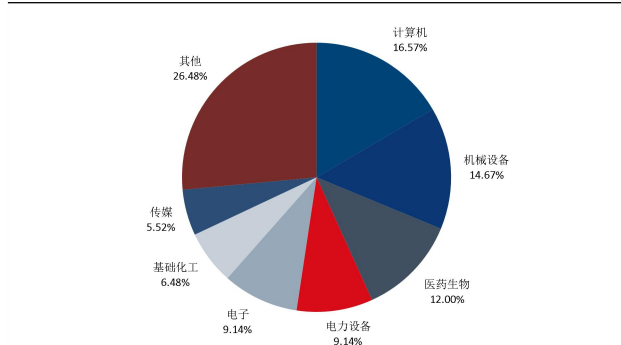
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：第二轮创业板牛市中领涨行业涨幅排行



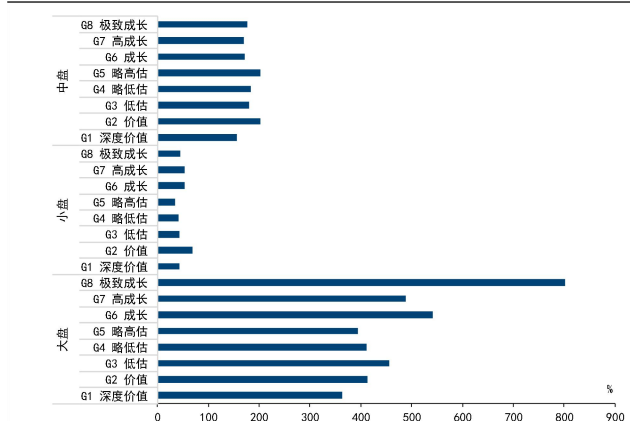
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11：第二轮创业板牛市过程中的行业数量比例分布



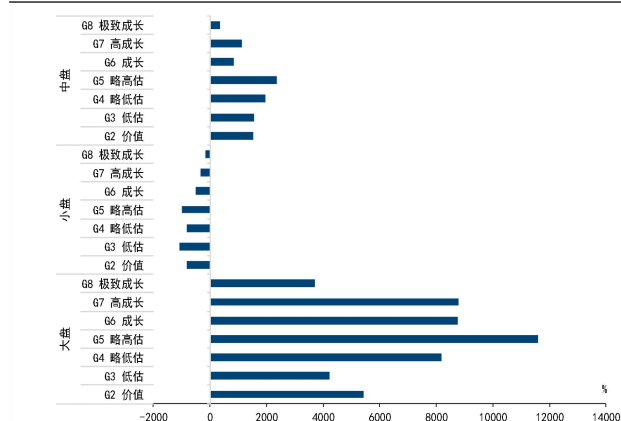
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12: 第一轮创业板牛市中, 市值与估值交叉定位的涨跌幅



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图13: 第二轮创业板牛市中, 市值与估值交叉定位的涨跌幅



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图14: 两轮创业板牛市对应的宏观环境对比复盘

		第一波牛市	第二波牛市
开始时间		2013-01-04	2018-10-18
结束时间		2015-06-03	2021-08-04
占优风格		大盘成长	大盘略高估
占优行业		计算机, 通信, 公用事业	电力设备, 电子, 医药生物
宏观环境	增长和价格	经济下行+结构性价格低迷: GDP增速: 从2013年增速7.9%到2015年增速7.0% CPI温和: 年均2%-3% PPI低迷: 连续42个月负增长, 2015年低至-5.9%	外部冲击+供需错配: GDP: 2018-2020年经济下行压力显著, 2019年GDP增速6.0%, 2020年外部冲击降至2.3%, 2021年恢复至8.1%。 CPI: 波动较大, 2019年猪周期带动CPI上行至2.9%, 2020年疫情期间下行, 全年约2.5%。 PPI: 2019年中下行, 2020年价格低迷后快速反弹, 2021年达到9%+的高位。
	流动性	剩余流动性驱动: M2: 增速整体下降(约13%), 但社融-M2剪刀差扩大(实际融资需求疲弱)。 利率走势: 资金宽松迹象明显, 10年期国债收益率从4.6%降至3.0%。	宽货币+紧信用: 利率走势: 2018-2019年货币政策逐步宽松, 10年期国债收益率从3.6%下行至2.5%左右; 2020年疫情后流动性极度宽松, 利率下探, 随后逐步回升。 社会融资: 2018-2019年融资收紧, 2020年疫情刺激下社融大幅扩张, 2021年逐步收敛。
	货币和信用	资金宽松+杠杆推动: 政策利率: 2013年“钱荒”后, 隔夜Shibor飙升30%, 到2014至2015年持续降息降准。 工具创新: 推出SLF/MLF/PSL定向投放流动性 信用扩张: 上市公司并购交易额破万亿(2013年1.09万亿元)	定向宽松+信用分层: 降准与定向宽松: 2018-2019年央行多次降准, 强调对小微、制造业的定向支持。 结构性货币工具: 创设TMLF、引导MLF、LPR改革, 突出直达实体经济。 信用分层: 民企融资环境改善缓慢, 国企和龙头企业受益更多。
	海外宏观环境	全球宽松+资本流入: 美联储量化宽松: 美联储QE3, 欧美央行利率维持低位。 日本央行: 维持宽松。 外部资金流入: 2013年人民币升值, 吸引外资; 外汇占款增加1.27万亿。	美联储转向+疫情冲击: 美联储政策转向: 2018年美联储加息缩表, 全球市场承压; 2019年下半年开启降息周期。 全球疫情冲击: 2020年爆发新冠疫情, 欧美采取无限量QE+财政刺激。 大宗商品与美元周期: 2020-2021年美元指数走弱, 叠加大宗商品上涨, 推升全球通胀。
货币政策		贷款基准利率从6%到4.35%。	稳健偏宽松, 强调“不搞大水漫灌”, 更多使用结构性工具。
财政政策		2013-2014年国务院发布多项产业支持政策(信息消费、节能环保、新兴产业)。 积极财政政策强调“调结构”, 推出大规模基础设施投资。	积极财政持续加码。2019年实施大规模减税降费, 2020年疫情后财政赤字率提高至3.6%, 地方专项债扩容。重点支持“新基建”、制造业升级、疫情防控与复工复产。
期间重要政策		1. 2013年02月04日国务院办公厅发布《关于强化企业技术创新主体地位 全面提升企业创新能力的意见》。6月份和7月份关于通信业和互联网行业“十二五”规划、“十二五”国家战略性新兴产业发展规划等支持创新发展的内容陆续出台。 2. 2013年中央经济工作会议首次提出“新常态”, 明确对增速下滑的容忍度提高, 政策重心从“稳增长”转向“调结构”, 传统基建地产刺激预期落空。 3. 2015年政府工作报告提出“大众创业、万众创新”。 4. “互联网+”行动计划启动, 推动信息技术与传统行业融合。 5. 并购重组政策不断放松。 6. 2013年4G牌照发放, 移动互联网应用爆发。	1. 2018年中央经济工作会议提出“六稳”, 强调稳定就业、金融、外贸、外资、投资、预期。 2. 2019年政治局会议强调“新旧动能转换”, 推动数字经济、智能制造。 3. 2020年“两会”提出“六保”, 同时推出“新基建”战略。 4. 2020年9月提出“碳达峰、碳中和”目标, 新能源产业迎来政策红利。 5. 科创板设立(2019)和创业板注册制改革(2020)落地, 直接融资渠道拓宽, 增强市场活力。 6. “新基建”战略: 聚焦5G、人工智能、数据中心、充电桩等。

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示: 上市企业盈利波动较大; 美联储货币政策不确定性; 海外地缘政治冲突加剧

相关研究报告：

《策略解读-反内卷，更要买高门槛资产》——2025-08-14
《策略快评-2025 年 8 月各行业金股推荐汇总》——2025-07-30
《策略解读-中国基建的 DeepSeek 时刻》——2025-07-22
《AI 赋能资产配置追踪（2025.7）-AI 提示货币信用体系占优》——2025-07-05
《策略快评-2025 年 7 月各行业金股推荐汇总》——2025-06-28

免责声明

分析师声明

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。

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	股价表现介于市场代表性指数±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

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

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中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 层

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