

两轮科技牛市启示录:技术和产业变革下的资本盛宴

证券时报记者 陈见南

春节以来,A股市场震荡走高,尤其是科技题材,领涨整个市场,双创指数涨幅明显,恒生科技指数更是进

入技术性牛市。以史为鉴,当前以创业板、恒生科技指数为代表的中国科技资产不论是涨幅,还是估值,横向纵向对比仍有上升空间。

然而,投资科技股在全球资本市场中都有独特的

“高波动高回报”的双面镜特征,其魅力与风险并存的特性值得关注。证券时报·数据宝通过对A股市场近两轮科技牛市中的10倍股进行梳理,揭示科技股的崛起逻辑和潜在的投资机会,同时也清晰地反映其潜在风险。

1 科技题材欣欣向荣

过去一段时间,科技领域呈现出一片繁荣景象。1月20日,国产开源大模型DeepSeek-R1正式发布,在数学、代码、自然语言推理等性能对齐OpenAI-o1正式版,可谓一鸣惊人。人形机器人行业也迎来大事件,海外知名机器人公司Figure AI宣布,端到端机器人AI方面取得重大突破。备受瞩目的特斯拉人形机器人Optimus也有重要进展,正式招聘工程师来为量产Optimus做准备。国内方面,宇树科技也传来新消息,公司与英伟达的联合团队展示了G1人形机器人,可以模仿体育明星

罗、詹姆斯、科比的高难度运动动作。

利好消息层出不穷,春节后科技股大幅上涨。截至2月12日,A股计算机行业指数大涨近20%,居行业涨幅首位;传媒行业指数大涨近14%,高居第二;电子、机械设备、通信等相关行业指数均涨超6%。科技题材更是井喷式上涨,DeepSeek概念指数飙涨近43%,智谱AI、云计算、算力租赁、华为鸿蒙等众多科技类指数涨幅超20%。

一大批科技龙头的股价也水涨船高,韦尔股份、比

亚迪、金山办公等10多只千亿市值科技龙头节后股价涨逾10%,用友网络、软通动力、恒生电子等行业龙头也纷纷大涨。整体来看,市值500亿元以上的科技股中,已经有多达30多只个股节后涨幅超10%,两只人形机器人概念股——三花智控、拓普集团股价更是创出历史新高,华勤技术、软通动力、瑞芯微、中国电信等个股近日股价也创出历史新高。

港股市场同样精彩,联想集团春节后大涨超37%,股价创出历史新高;比亚迪电子大涨超40%,中芯国际、比亚迪股份等均涨超20%,后两家公司股价均创出历史新高。在龙头公司的带领下,恒生科技指数近期表现突出,较1月低点涨幅已超25%,宣告进入技术性牛市。

2 中国科技资产估值偏低

随着我国科技水平的快速提升,越来越多机构开始关注中国科技资产价值重估的潜力。一方面,我国科技企业在过去几年取得了显著的进步,无论是在5G、人工智能、新能源汽车,还是在半导体等领域,都展现出强大的创新能力和平等竞争;另一方面,随着我国在科技领域研发投入的不断增加,以及市场需求的增长和政策支持力度的加大,我国产业升级迎来重大历史机遇,科技类公司发展空间广阔。

近期科技股的异动,尤其是龙头公司股价大幅上涨,反映了市场对产业升级趋势的认可正在增强。中航

证券表示,DeepSeek以创新的技术路线吸引了全球科技巨头关注,说明国内科技企业在开放创新的开源环境里具备强大的竞争力,未来有望涌现出更多的普适技术,我国本土科技企业的价值理应重估。

海外机构也发声力挺。德意志银行最新发布的中国股市策略报告表示,DeepSeek的推出为人工智能的“斯普特尼克时刻”,但这更像是中国经济的“斯普特尼克时刻”,中国股票的“估值折价”将消失,盈利能力可能超出预期。

与美股相比,我国的科技股估值偏低。截至2月12日,中证科技100指数滚动市盈率为28.5倍,市净率为

2.89倍,均显著低于纳斯达克估值水平,后者滚动市盈率达到44.96倍,市净率达到6.63倍。恒生科技指数估值更低,滚动市盈率仅为22.89倍,市净率为2.81倍。相比较而言,A股硬件股的静态估值较高但动态估值较低,科创50指数PEG(市盈率相对今明两年净利润增速均值)为1.8倍,处于相对合理范围内。

从机构配置的情况来看,科技股后续行情依然值得期待。兴业证券发布的研报称,从AI产业链具体细分方向看,以芯片存储和网络通信硬件为代表的上游算力以及下游的端侧AI等硬件环节,机构持仓已处于历史较高分位水平,而中游的算法与技术(虚拟人、机器视觉)、软件(网络安全、行业应用软件)、服务(SaaS、边缘计算、云计算),以及偏软件的AI应用持仓比例仍相对偏低。

3 产业变革下的资本盛宴

本轮科技牛行情能持续多久,后续空间有多大?不妨参考一下A股市场之前两轮科技股牛市,包括2013年至2015年的以创业板指数为代表的科技牛(以下简称“创业板牛市”),2019年至2021年的以新能源和半导体为首的赛道牛(以下简称“赛道牛市”)。从两轮牛市最大涨幅来看,创业板指涨幅分别达到554.56%和195.43%;中证科技100指数涨幅分别为166.19%和134.98%。截至2月12日,上述两大指数自2024年低点以来涨幅均在40%左右。

从个股表现来看,剔除牛市启动后上市的个股,创业板牛市中诞生了120只10倍牛股,其中逾半数股票来

自TMT板块,典型代表股银之杰最高涨幅达60多倍。2019年的赛道牛市则有20只10倍牛股,其中12只个股为赛道股,典型代表股阳光电源涨超25倍。

相比较而言,两轮行情中的10倍科技牛股在基本面上有较大的差异,创业板牛市中的10倍股以低价、低市值个股居多。具体来看,创业板牛市的10倍科技牛股启动前股价中位数为9.65元/股、市值中位数为14.87亿元、市盈率中位数为24.04倍;赛道牛市的10倍科技牛股则以较大市值高价股居多,启动前股价中位数为16.06元/股、市值中位数为71.01亿元、市盈率中位数为37.39倍。

较为一致的是,此前两轮科技股牛市有显著对应的

重大技术和产业突破。比如创业板牛市的大背景是4G技术的成熟和智能手机的普及,伴随而来的是移动互联网迅速发展,云计算、大数据等技术开始规模应用。2019年的赛道牛市,对应的是双碳政策推动了新能源产业快速发展,以及科技领域国产替代提升了科创企业的业绩和估值。

本轮行情的科技股大涨,则与人工智能技术突破密切相关。人工智能被普遍认为是“第四次工业革命”“第二次机器革命”的引领者,因此本轮行情AI+牛市的可能性越来越大。从产业发展趋势来看,据测算,我国人工智能核心产业规模未来10多年的复合增长率有望接近10%水平。相关股票也成为绝对主角,本轮行情的十大牛股中有六只股票属于AI+题材,包括双林股份、寒武纪-U、长盛轴承等。

4 警惕高回报高波动的两面性

随着科学技术的突破,相关公司可能在短期内实现业绩与股价的双增长。然而,在高回报的同时,科技股投资也面临着高波动的风险。以前述的10倍科技牛股为例,第一轮行情的10倍科技牛股见顶后次年跌幅中位数超34%;第二轮行情10倍科技牛股见顶后次年跌幅中位数也超34%。

在业内人士看来,科技股投资之所以展现出独特的“高波动高回报”的双面镜特征,背后有着深层次的成因。一方面,在二级市场复杂的环境中,科技股的估值常受到诸多不稳定因素的影响,诸如技术发展前景的难以预估、行业政策的动态调整等,这些不确定性使得科技股宛如波涛中行舟,极易产生剧烈波动;另一方面,科技行业本身具有鲜明的特性,技术迭代速度远超其他行业,新的技术与理念不断涌现,市场竞争呈现出白热化态势,企业稍有不慎便可能被淘汰。

而在现实操作方面,投资科技股首要第一点就是远离纯概念炒作,尤其是对业绩难有拉动的题材炒作。比如某5G概念龙头,在完全没有相关业务下,股价却离奇飙涨;再比如网红经济概念、元宇宙概念等,对多数上市公司业绩短期难有实质性影响,股价短期大涨后回归的可能性较大。此外,科技股估值的剧烈波动即是高溢价的温床,同时也伴随着泡沫破裂的风险。以创业板指为例,在估值最高的时候市盈率一度超过120倍,而在估值最低的时候市盈率在23倍左右。

不同的市场竞争阶段也直接关系科技股投资的收益率。科技领域进入门槛或高或低,一些相对较低的科技行业会吸引众多企业参与,产业格局可能随时发生巨变。比如新能源行业在政策推动和市场需求增长下,大量企业涌入,造成产能急剧扩张,市场供给超过需求,为价格战埋下伏笔,相关公司的业绩和股价出现大幅下挫。

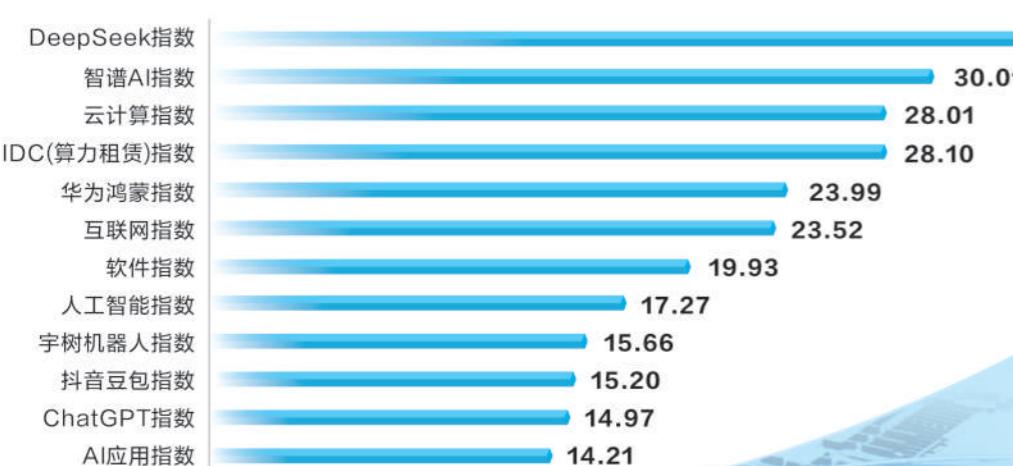
技术迭代的风险则关系到公司乃至整个行业的兴衰。比如因为数码时代来临而破产的胶卷之王柯达,被智能手机取代的诺基亚,没有跟上移动互联网时代的门户网站等等。在A股市场上错失新能源汽车的传统燃油车公司,则面临着市场占有率、业绩大幅下降的困境。

当然,科技股也不乏穿越周期的案例,比如半导体设备行业的北方华创,新能源行业的宁德时代、比亚迪等。这些成功的案例表明,真正具备核心技术以及商业模式可持续的企业,方能穿越周期成为长期赢家。

对于投资者而言,投资科技股心里要有合适的估值锚点,无论多么优秀的科技公司,如果估值一旦大幅超过其合理水平,则意味着风险来临;同时也要有投资的锚点,相比概念炒作,真正拥有技术实力的公司,在估值溢价的潮水退去后,方显价值本色;此外,科技突破不是一蹴而就,需要循序渐进的过程,合理分散投资,降低单一资产波动带来的风险也很重要。

春节后各类科技题材指数大幅上涨

单位: %



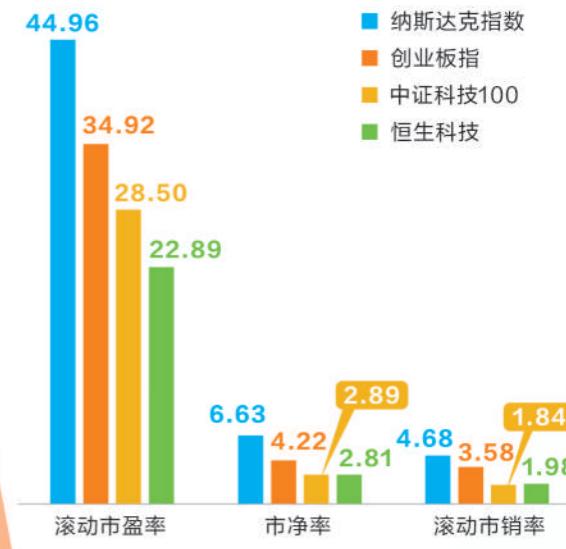
近10年创业板指数市盈率一览

滚动市盈率(倍)



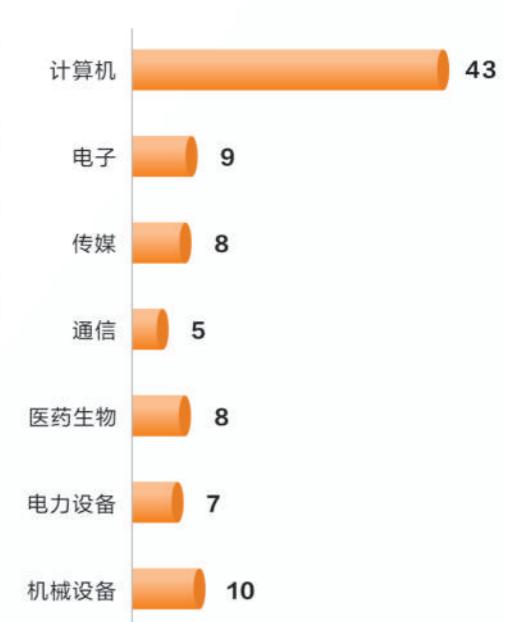
中美科技指数估值对比

单位:倍



创业板牛市中10倍牛股主要行业分布

个股数(只)



两次牛市10倍科技股启动前基本面状况

特征	创业板牛市	赛道牛市
股价中位数(元/股)	9.65	16.06
市值中位数(亿元)	14.87	71.01
市盈率中位数(倍)	24.04	37.39

两次牛市10倍科技股次年回撤情况

回撤区间	创业板牛市(回撤个股数,只)	赛道牛市(回撤个股数,只)
跌超50%	3	4
跌40%至49.99%	15	1
跌30%至39.99%	24	3
跌20%至29.99%	13	3
跌20%以内	9	1