

消费起舞背后的转型与升级

——国寿安保核心产业混合基金基金经理 李丹

今年以来，A股市场经历了极致化的估值体系分化与重构，不同行业、不同风格的资产表现迥异。基本面乏善可陈，估值偏高的创业板综指年内下跌 14.06%，而中证 100 指数上涨 17.23%，市场运行主线回归基本面主导的方向。在分化与重构过程中，基本面好转、估值合理的消费股异军突起，中证内地消费指数年内上涨 22.77%，表现亮眼。

股市是宏观经济的晴雨表，消费股的异军突起反映了国家经济转型升级和社会变迁的大背景。从人口统计及结构看，我国扣减退休人口后的新增劳动力增长乏力；从工业化进程看，2000 年前后开启的重工业化加速阶段接近尾声。这决定了经济总供应能力中的劳动力要素和资本要素的相对重要性发生变化。增长让位于分配，是资本和劳动力要素边际报酬（人口红利减少）递减的结果。60 年代末 70 年代初的日本以及 80 年代末 90 年代初的韩国先后经历了经济结构深刻的变化。生产结构中，第二产业占比迅速下降，服务业持续上升；支出结构中，消费占 GDP 的比重持续上升，而投资占 GDP 的比重出现拐点持续向下。

居民消费会随收入增长出现新的增长契机。中国去年人均 GDP 接近 9000 美元，这为消费升级与新兴消费的爆发式增长奠定基础。以美国为例，在居民收入相对低的阶段，机动车、家具和家用设备等耐用品和食品、服装鞋帽等非耐用品

的消费占比较高，在 1965 年之前，商品消费占比家庭消费支出比重都稳定维持在 50% 左右；从 1950 年代起，医疗服务、娱乐、金融与保险、交通运输等消费服务开始崛起，并在短短几年内快速上升。同时，推动国内消费结构变迁的不仅来自收入增长还来自于人口的年龄分布与未来的变化趋势。从国外实证的数据看，伴随老龄化过程，医疗消费、度假与养老消费、邮轮旅行消费呈上升态势；国内“Y 一代”（1980-2000 年间出生的人群）具有显著的网络原住民特征，身上聚集了两代人的财富，具有较高的消费倾向和超前消费意愿，追求在产品形成和消费中的参与感，新兴消费不断涌现。此外，移动互联网等新技术的应用使得品牌、产品和渠道之间的关系出现新的变化，去中心化、后市场等一些新的商业模式也创造了新的消费需求。国内消费品公司依然面临最广阔的消费人群和旺盛的需求。

从消费股投资角度而言，消费品公司估值中枢长期稳定。特别是经历过完全市场化竞争洗礼，具有稳定的市场竞争格局。市场环境有利于有核心竞争力的品牌企业发展。拥有高质量资源、品牌护城河、商业模式先进、公司治理优异的公司，具备横、纵向拓展以及国际化发展的能力以获得更高增速与盈利能力，从长期看将享受估值溢价。

近年来，A 股市场投资者结构、运行逻辑、估值体系都发生了深刻变化。无论市场如何演绎，与居民健康生活和品质生活相关的泛消费行业以及大健康行业始终会是未来社会发展的大方向。在这一社会变迁的背景之下，消费领域中真正

符合未来产业方向和趋势，且具备产业格局和价值的公司将在中长期内具备良好的投资价值。

注：文中数据均来源于 wind 资讯。

免责声明

本报告版权归国寿安保基金管理有限公司（以下简称“本公司”）所有，仅供本公司客户以及公司内部研究交流使用，不得用于任何其他目的。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告不构成购买本公司旗下产品的要约邀请或要约，涉及本公司旗下产品的描述或说明，均以各产品的基金合同、招募说明书等法律文件为准。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

在法律许可的情况下，国寿安保基金管理有限公司及其所属关联机构可能会持有报告中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其他服务。