



海富通基金刘海啸： 把消费做“宽” 在时代变迁中找寻阿尔法

□本报记者 魏昭宇



刘海啸，博士。12年证券从业经验，其中3年为基金投资经验。深耕消费领域十余年，强调“自下而上”个股挖掘，擅长把握产业发展规律与行业新动向、捕捉个股结构性机会。

消费板块底部已然显现

不少消费龙头的业绩不错，但为何股价迟迟不启动？面对这一问题，刘海啸笑称，“当大家一天就能赚4%的时候，为何还要去拿一年4%的股息率？”在他看来，科技行情的火热会让不少资金从消费板块中抽离，作为一位消费基金经理，要正视这一现象并想出应对之法。

所以他不在“科技vs消费”之间做二元站队，在他看来，科技中消费相关的赛道也很多，比如消费电子，而这类行业标的又往往具备成长股票特征。通过把组合设计成一种更加多元化的结构：用新消费与科技消费的弹性部分去填补传统消费“等右侧”的时间成本，用传统消费打好稳健的底仓。

谈及对未来消费行业的研判，刘海啸认为，过去五年消费板块的低迷更多体现在传统消费指数层面，本质上是一轮长周期的调整，而目前底部区域已经逐渐显现。尽管右侧启动的时间、斜率和跨度仍需跟踪，但从人均GDP水平看，中国当前

仅约1.3万亿美元，显著低于美国，也低于日本进入“失去的二十年”时水平，因此过度看空并无依据。他特别提示，这一观点并非针对短期涨跌，而是立足于一至两年的模糊底部判断——只要相信中国能跨越中等收入陷阱，消费终将迎来复苏。

在他看来，消费的长周期逻辑不仅来自于总量的抬升，更来自于两轮动力：一是科技革命的必然传导，历史上每一次技术跃迁——从纺织革命到石油工业和自动化普及，再到信息革命——最终都催生了新的消费品类和繁荣，当前以AI为代表的新一轮革命仍处于基础设施投入阶段，未来token成本的下降必将孵化出全新的消费需求；二是中国制造业与品牌正在同步出海，不同于以往单纯的产能输出，这一轮的出海，正带着品牌、产品和消费理念走向东南亚、中东乃至更广阔的市场。他最后总结：“永远不要小看一个占GDP百分之五十的行业。它足够大、足够多，就一定会有足够的投资机会。”

传统新兴领域均有机会

谈到传统消费，刘海啸表示：“过去五年消费行业表现不尽如人意，大家看到的更多是消费指数的走势——而消费指数，更多偏传统消费。”他把这五年放进长周期：狭义消费——衣食住行与耐用品——一百年来经历过无数次高潮低谷、品类更迭、创新与格局重塑，眼前的四五年低迷只是一个小浪花。“传统消费的底部，我倾向于认为已经出来了。右侧什么时候起来、斜率多高、时间跨度多长，还要视情况而定。”

但他划了一条硬边界：不要幻想“地产链驱动的消费品质价齐升”旧框架回归。2021年之前的消费机会多来自地产周期外溢，如今经济总量增速变缓，但结构性机会层出不穷，中小市值公司反而更容易靠创新突围。当然，这并不意味着他盲目追求中小盘，而是聚焦ROIC可持续、管理层靠谱的企业。

如果要在传统消费的宽池子里挑更具体的细分方向，他提示了两大投资机遇。一是折扣连锁与零售模式创新——参考日本经验，当物质极大丰富时，以折扣连锁为代表的零售新形态会不断涌出，海外这条线上诞生过大量十倍股、二十倍股，而国内零食折扣、特卖店、新形态超市与仓储会员的模式正处在从验证走向规模化的阶段。这类机会的周期与斜率通常以五到十年计，关键验证点是单店模型跑通、供应链议价权形成、区域复制能力兑现。二是老龄化消费——中国六十岁以上人口占比未来几年会加速抬升，但今天的老年人和二十年前相比，在消费力、信息触达与生活方式上完全不同，“消费力是够的，缺的是供给创新——谁能把适老需求做出品牌化、标准化、体验感，谁就能吃

到结构性增量”，从功能性穿戴、健康营养品到银发娱乐，本质仍是消费品公司用新供给激活新人群。

所谓的新兴消费，刘海啸自己其实不太认同这个词：消费本来就是常新的。他更愿意把眼下热闹的潮玩、新式茶饮、情绪消费视作百年迭代长河中的一个片段，提醒自己区分浪花和浪潮。“从一两年维度看，它有产品周期，那是浪花；但你要站在浪潮上看生意本身——ROIC、竞争格局、品牌能不能沉淀。”落到实操，他仍然坚持两步法：先通过研究捕捉变化，再用经营数据确认拐点，最后等估值给到安全边际才进仓位。

至于新兴消费中的科技相关机会，他始终守住“离消费者近”这条线：努力在手机链、可穿戴、AI眼镜及桌面智能硬件里找渗透率拐点与生态扩散的痕迹。他用一个很形象的描述总结当下的阶段——这一轮AI革命大家还在投基础设施，“房子建好了，产生了token，最终怎么用这些token创新出满足消费者需求的东西，大家目前还没看到，企业家还在探索，但它一定会变化。归根结底，一切生产力的进步最后都要落到人的福祉上，也就是落到消费之上”。

至于港股市场，他认为是A股消费指数的结构补全。“A股狭义消费以白酒公司为核心，港股消费板块则有很多新式茶饮、潮玩与情绪消费、新势力汽车等标的，在A股消费指数里要么权重极低、要么干脆没有。两张拼图拼在一起，才是更完整的中国消费品公司投资范围。”他直言，把港股纳入泛消费工具箱之后，组合的覆盖面、分散度与阿尔法来源都会更上一层楼。

关注三大投资关键词

刘海啸的选股框架一点也不花哨，落地下来就是三个关键词：生意质量、环境变量、人。

“一家公司能否持续创造超额收益，本质取决于其资本回报率(ROIC)。”他把ROIC视为衡量商业模式优劣的第一性原理——它背后站着的支撑因素是竞争格局、定价权、供应链效率和是否容易被替代。但他同时提示，ROIC不能是刻板的机械筛选，环境变量必须加入进来。景气上行时可以适度放宽标准，但当大环境出现不确定因素时，管理团队的应对能力往往决定企业能不能逆势把高回报撑住。

这套框架之上，他认为消费投资真正区别于“To B”行业的地方在于：自己就是消费者，身边所有人都活在消费变化里，难点从来不是“有没有现象”，而是能不能把日常观察翻译成投资语言。他坦言，自己乐于和年轻人做朋友，喜欢和年轻人聊天，看到现象之后必须过一道“生意拆解”的关：这变化能撬动多少收入、多少利润、持续性多长、壁垒在哪。

早在2024年初，他便对一家知名潮玩IP消费品公司做出了独到的研判。彼时市场对该类标的普遍悲观——上一轮爆品周期看似已过，数据回落后横在低位，市场给的估值并不高。但刘海啸注意到一个细节：该品牌在外滩南京东路十字路口开了旗舰店。“历史上能在那个位置开店的消费品牌，经营状态基本都是蒸蒸日上的——那是全中国租金最贵、人流最挑剔的消费试金石。”他跑去做了草根调研，排队的人持续增加，年轻人的消费并没有退潮，只是进入了爆品间歇期，呈现非常强的新消费特征。彼时的低估值加上对变现能力的测算，他在公司内部提示了可买港股标的的基金经理关注其投资价值。

博士阶段的电子学知识积累则在另一个方向帮了他——科技消费。真正让刘海啸感兴趣的，是科技属性渗入消费品的交界地带，手机及直接上下游、AI眼镜、AI手表、桌面级智能硬件、换机周期与生态创新。“你可以观察一件事，当开发者开始用新平台做大量玩具——时髦的小机器人、桌面台灯——这种数量一旦加速，往往意味着生态从基础设施建设走向消费端渗透。”他认为自己在这领域的仓位占超额的一小部分，但不可或缺，因为它让泛消费组合不至于与时代主线脱节。

落到组合形态，刘海啸给了一个很直白的比喻：传统消费做底仓与估值锚，新兴消费做结构与弹性。新兴消费中也包含了刘海啸所关注的科技消费。

据了解，由刘海啸、陈林海共同担纲的新产品海富通沪港深消费混合可以投资港股市场。在刘海啸看来，A股的消费资产长期以白酒为绝对市值核心，但港股市场别有特色：新式茶饮、潮玩与情绪消费、新势力汽车、出行与服务、旅游预订平台等。“把A股的消费行业和港股的差异化特色拼在一起，更有助于我们构建更广阔的泛消费组合。”