

# 泡泡玛特“造富”背后：“她经济”遇上“她投资”



了”……投资者在网络上展开了热烈讨论。一位投资者分享，他持有的某产品近一年收益已经超过50%，原因正是该基金女性基金经理重仓了新消费赛道。

据统计，在重仓泡泡玛特且该个股占股票投资市值超过10%的39只产品中，共涉及32位基金经理（存在基金经理管理多只产品的情况），其中女性基金经理多达15位，占比近乎半壁江山。相较于女性基金经理在行业整体仅占27%的比例，这一数据大幅提升近20个百分点。

以恒越匠心优选一年持有A为例，其基金经理宋佳龄于去年4月接管后，便迅速捕捉到新消费赛道的投资机会。同年二季度末，她果断将泡泡玛特纳入第二大重仓股，并连续重仓4个季度；去年底该股已升至第一大重仓股。在这之中，她还陆续重仓了老铺黄金、毛戈平、若羽臣等新消费标的。

此外，南方香港成长也是类似情况。基金经理熊潇雅在去年一季度率先重仓泡泡玛特并连续持有5个季度；从去年二季度起，又连续4个季度重仓老铺黄金。今年一季度末，二者已是该基金的前两大重仓股，有力推动了基金业绩增长。

## “泡泡玛特”提前布局背后

在新消费浪潮中，众多基金经理精准捕捉到泡泡玛特等标的的投资机遇，其中女性基金经理的表现尤为亮眼。她们为何能早早迈入新消费赛道？在这一领域，女性基金经理是否具备独特优势？

“实际上，在重仓相关个股时，并非刻意选择是否属于所谓‘新消费’方向，而是在自下而上跟踪挖掘股票过程中，发现这批股票确实具备显著增长潜力。”宋佳龄向记者还原了其投资决策路径：当时这些品牌从小型发展到中型规模，且数据不断验证其增长逻辑。

宋佳龄进一步阐释，泡泡玛特本质上其实是一个运营平台，去年国外名人明星带火LABUBU“出圈”吸引眼球，海外长期成长空间打开，与她纳入重仓的时间点相契合。但泡泡玛特远不是单依靠某一个IP，“其股价更多来自业绩驱动”。

连续重仓4期泡泡玛特的交银产业机遇基金经

理朱维缜认为：“泡泡玛特属于‘消费+TMT（科技、媒体、通信）’，兼具消费和传媒属性。”在她看来，该公司的产品是带有情感链接的，产品以相对低的价格给顾客提供了非常多的情绪价值，符合“口红经济”、情感消费。

“在全球经济疲软的情况下，它在国内外表现都非常好。同时其IP有爆发性，是为数不多的可以做到二手价比一手价溢价的消费品。”朱维缜分析称，事实上，这两年国内和海外市场业绩都超预期，因此还会有持续上涨的动力。

谈及女性在消费领域的优势，华东一位女性基金经理此前与记者交流时表示，虽然在投研上没有太多的性格之分，但由于研究背景、兴趣爱好等因素上的差异，相对于男性基金经理在投资过程中更加偏好电子、计算机等科技属性板块，不少女性基金经理对大消费情有独钟，这或许是因为女性对于消费趋势更加敏感。

宋佳龄对此深有体会：“作为年轻女性基金经理，我对各类新兴消费保持高度敏感，研究方式转向从消费者出发，对很多上市公司推出的新产品甚至会自己去买回来试用，这也是其他投资赛道所不具备的条件。”她告诉记者，长期跟踪和亲自试用使她对相关个股有了左侧布局和敢于重仓的底气。

“这些产品提供的‘悦己’情绪价值本质上与潮玩或养宠类似。”宋佳龄认为，基金经理的性别谁优谁劣并不绝对，但新消费很多细分领域的主力消费客群确实以年轻女性为主。在她看来，更重要的是坚持用发展的眼光敬畏市场，对新产品、新趋势做及时的“沉浸式调研”。

值得注意的是，多位男性基金经理同样早期重仓了泡泡玛特，例如农立管理景顺长城品质长青A、吴远怡管理的广发成长领航一年持有A、谢添元管理的鹏华优选回报A等同样重仓泡泡玛特4期或以上。

华南一位男性基金经理此前与记者交流时表示，自己此前对泡泡玛特进行布局，是因为结合当时的市场环境，加上该公司IP孵化与商业落地的逻辑在持续兑现，且估值处于历史低位，因此构成买入契机。在他看来，投资决策的核心并非区分新旧消费概念，而是聚焦消费者预算分配的结构

性变化。

## 在分歧中寻找确定性？

经历前期快速上涨后，新消费赛道近日出现明显调整。如6月5日及6日，老铺黄金、蜜雪集团连续两天下跌，累计跌幅分别为9.15%、12.84%；泡泡玛特则在下跌1.22%后于次日微涨0.74%。同期，毛戈平、古茗等个股也出现超10%的跌幅。

记者注意到，近来资金分歧加剧。Wind数据显示，6月4日，泡泡玛特股价达到246港元/股，刷新历史新高，当天换手率达到1.08%，较此前已有较大，南向资金当天净卖出1.08亿港元。次日股价回调后换手率进一步放大至1.34%，南向资金却净买入1.35亿港元。截至6月5日，南向资金本月累计净卖出泡泡玛特1.73亿港元。

与此同时，多家“新消费”概念的上市公司即将迎来解禁期。如毛戈平6月10日将迎来总计约2611.6万股的解禁，老铺黄金、布魯可、古茗、蜜雪集团等公司也将在未来三个月陆续迎来解禁节点，这或引发市场对上述个股流动性及股价波动的警惕。

尽管面临调整，基金经理普遍认可新消费的长期逻辑。“一代有一代人的‘茅台’。这一代年轻人有很大的消费潜力，比较偏好谷子经济等新消费。”长城港股通价值精选基金经理曲少杰表示，从投资角度而言，要在比较早期时候发掘到这些标的，“首先必须要理解年轻人，理解年轻人看重的‘悦己’消费、情绪价值消费”。

宋佳龄表示，无论是潮玩谷子、宠物经济或是量贩零食、功能饮料，还是美妆护理、黄金珠宝，每个细分方向成长叙事逻辑差异都非常大，没有明显的同涨同跌关联，其不同的驱动因素和估值水平会使广义的所谓“新兴消费”内部不断演绎新的热点、进行高低切换。

“股价实现大涨的本质是新消费类公司的基本面好，业绩增长快。”富国消费精选30基金经理周文波认为，尤其是港股新消费龙头良好的赚钱效应产生了较好的示范效果，吸引了大量资金对新消费的关注，既包括传统消费类资金，也包括市场其他类资金的积极参与。

尽管对赛道长期前景持乐观态度，多位基金经理提示短期风险。“近期，新消费类公司的市场关注度非常高，也吸引了比较多的增量资金，当前不少公司的估值已不便宜，短期内股价有调整的风险。”在周文波看来，从中长期角度看，很多新消费仍处于成长的中早期阶段，未来仍有较大的成长空间，“在情绪消费、性价比、出海等方向会有更多的公司跑出来。”

谢添元也表示，短期部分消费子行业确实有过热迹象，相关领域呈现出核心标的打入中远期空间，其他标的蹭概念便暴涨的情况。但放眼整个消费大盘，并不存在泡沫风险，因为板块内还有60%标的仍有机会，在等待价值被发现。

“要做的是兑现那些过热导致预期回报率过低的股票，不断挖掘并持有那些仍有认知差和较高赔率的机会。”谢添元认为，各种积极因素仍在持续酝酿，全年来看消费板块仍是不容忽视的方向，且结构性行情将更为极致。

据《第一财经日报》作者：曹璐

## 新消费赛道“她”业绩亮眼

自去年起，新消费品牌持续强势“破圈”，相关公司股价亦呈现出极为亮眼的表现。数据显示，截至6月6日，泡泡玛特股价达到244.8港元/股（前复权且为收盘价，下同），近一年上涨5.4倍（544.32%）。

与泡泡玛特同样表现亮眼的还有老铺黄金与蜜雪集团。老铺黄金年内上涨277.62%，自去年6月上市以来的股价涨幅已超12倍；今年3月上市的蜜雪集团股价震荡上扬，上探618.5港元/股后连续两日回调，年内仍有85%的涨幅。

新消费个股的持续上涨，也带动了相关重仓基金业绩水涨船高。Wind数据显示，截至6月6日，包括QDII（指由国内公募基金发行，专门用于投资境外市场的基金产品）基金在内，一季度末重仓泡泡玛特的产品有207只（仅计算初始基金，下同），200只年内回报率为正，占比近97%。

其中，业绩最好的广发成长领航一年持有A，今年以来的累计回报率为65.18%；申万菱信乐融一年持有A、恒越匠心优选一年持有A同期收益率分别为58.05%、54.49%；信澳优享生活A、南方香港成长等17只产品则收获30%以上的收益。

亮眼的基金业绩让新消费赛道成为投资者热议的焦点。“这波新消费（行情）女基金经理真的完胜男基金经理”“女基金经理已在泡泡玛特上赚翻

# 造车新势力格局重塑：“蔚小零”冲刺盈利大考

6月9日，中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会发布数据显示，今年5月全国乘用车市场零售193.2万辆，同比增长13.3%，环比增长10.1%。今年累计零售881.1万辆，同比增长9.1%。前几年国内车市零售呈现“前低后高”的走势，今年5月零售较2018年5月181万辆的最高水平增长6%，呈现超强增长态势。

然而，在造车新势力阵营内部，格局已然重塑。截至6月1日，零跑汽车连续三个月稳居造车新势力交付榜首；小鹏汽车连续7个月交付量超过3万辆；蔚来则表现欠佳，在造车新势力四强中销量垫底。与去年“理想领跑、零跑次席、小鹏垫底”的格局形成鲜明对比。

四家新势力车企的营收榜同样硝烟弥漫。车企的一季报数据显现，理想以259.3亿元营收稳居第一，同比增长1.14%；小鹏、蔚来和零跑分别以158.1亿元、120.3亿元和100.2亿元的营收紧随其后，分别同比增长141.45%、21.46%和187.1%。

但真正的角力场在盈利端。零跑喊出“全年盈利”，小鹏、蔚来押注“第四季度转正”，理想则在增程基本盘上试水纯电。一场关乎生死的“盈利大考”已拉开帷幕。

## 卖车与技术变现双轮驱动

今年一季度，新势力车企的毛利率整体向好。理想汽车以20.5%的毛利率领跑，与去年同期持平；紧随其后的小鹏、零跑的毛利率分别为15.6%和14.9%，同比分别提升了16.3个百分点和2.7个百分点。

蔚来汽车毛利率有所改善，达到7.6%，同比增长了2.7个百分点，但环比下降4.1个百分点。蔚来表示，毛利率的提升主要得益于零部件和售后服务等高毛利业务的增长，以及单车物料成本的下降。

与毛利率同步变动的还有净利润表现。不过，由于运营费用的增长，蔚来一季度净亏损同比扩大31.06%，达68.91亿元。

除了蔚来净亏损扩大外，其他三家新势力车企均实现了净利润增长或亏损收窄。

财报显示，今年一季度，理想的归母净利润同比增长9.4%至6.47亿元；零跑和小鹏汽车的净亏损分别同比缩窄87.13%和51.5%，单季亏损额分别为

1.3亿元和6.6亿元。

零跑找到了技术服务这一盈利新路径，兼具主机厂和技术供应商身份。技术服务收入助力零跑一季度录得历史新高毛利率数据，达14.9%。

今年一季度，零跑还确认了与Stellantis合作的技术服务费收入，这一业务也直接拉动毛利率走高。在财报电话会议中，零跑高层透露，剔除与Stellantis的合作业务后，其整体毛利率环比小幅下滑。同时，零跑汽车副总裁李腾飞在财报会上表示，零跑毛利率的攀升也得益于一季度和一汽的合作。

从去年开始，小鹏与大众合作的技术收入成为营收增长新动能。2024年，大众为小鹏贡献了50.4亿元的营收。小鹏在财报中称，这部分收入主要由于与大众汽车集团进行平台与软件战略以及电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务的收入增加所致。

今年一季度，小鹏汽车服务及其他业务收入达14.4亿元，约占总收入9.1%，大众的技术服务费依然是核心增长点。

小鹏财务副总裁Charles Zhang在财报电话会上表示，基于小鹏和大众联合开发的EE架构（电子电气架构）的新车型即将在2026年初逐步上市，随着双方合作产品开始上量，小鹏的技术收入有望形成良性循环。

尽管技术服务的毛利率更高，但汽车主业终究是规模化生意。零跑和小鹏高层都在财报电话会上强调，销量上升带来的规模效应为一季度带来毛利改善。

今年一季度零跑汽车的规模效应凸显，其销量增速在新势力品牌中居首，且高端车型交付占比提升。零跑C系列高端车型如C10、C11交付占比达到77.5%，同比提升5.7个百分点，产品结构优化明显。

去年上市的MONA M03和P7+为小鹏贡献销量增量。今年一季度小鹏MONA M03销量超1.5万辆，连续4个月交付量超1.5万辆；P7+上市4个月累计交付超4万辆。小鹏汽车整车利润率已连续7个月提升。

小鹏还期待中高端车型上量带来的利润优化。小鹏汽车总裁顾宏地在财报会上表示，小鹏即

将推出的新车型处于更高的价格带，有望带来更高的毛利率。

已经在增程路线上跑通规模效应的理想，也试图在纯电赛道。按照此前理想汽车CEO李想的规划，2025年理想将推出1款超级旗舰MEGA和5款纯电车型。

相比之下，销量掉队的蔚来尚未找到规模化发展的钥匙。但蔚来经营求稳，CEO李斌在财报会上表示，今年蔚来的重点仍是维持毛利总额稳定，不追求特别激进的销量。

对于盈利预期，新势力普遍保持乐观。蔚来预计二季度单车毛利率回升至15%左右；理想预计二季度毛利率维持在19%左右；零跑则预计全年毛利率达到10%至12%的水平；小鹏汽车认为下半年及第四季度整体毛利率有望达到十几个百分点。

## 开源节流，盈利竞赛拉开帷幕

小鹏汽车CEO何小鹏直言：“2025年到2027年是三年淘汰赛，今年正是淘汰赛的第一年。”零跑汽车CEO朱江明也有相似的预判：“未来三年至关重要，我们已经进入了决赛圈，竞争对手不再仅仅是‘新势力’，而是真正的主流品牌。”

但活下去的第一步是实现盈利。朱江明将零跑的盈利目标定在了2025年。去年第四季度，零跑实现单季度盈利，成为继理想后第二家盈利的新势力车企，当季的净利润为0.8亿元；今年一季度，零跑净亏损1.3亿元，同比大幅缩窄，去年同期净亏10.1亿元，这似乎让零跑看到了全年盈利的希望。

此前销量不佳的小鹏和蔚来是市场和投资人担忧的选手。但今年一季度，小鹏凭借技术下沉与规模优势崛起，销量登顶新势力榜首，技术收入持续助力净利润增长。何小鹏在财报会上信心满满：“令我倍感振奋的是，我们的增长潜力才刚刚开始释放。”他认为，今年第四季度，小鹏汽车将会实现单季度盈利。

尽管蔚来的销量垫底，但李斌在一季度业绩交流会上表示：“我们相信最低的谷底已经在今年一季度过去了，从今年二季度开始将进入上升通道。”

李斌还给出了清晰的盈利时间表：“一季度开

启调整，二季度60%—70%的调整到位，三季度深化调整至80%—90%，四季度希望能够全面达到经营目标。”

为了“上岸”盈利红线，“开源节流”成为新势力车企共同的选择。

“大刀阔斧”改革最明显的是蔚来。李斌强调“每一分钱投入都要听到回响”。

在内部组织架构上，李斌落地了一个名为CBU（基本经营单元）的经营机制，开始更加关注每一笔投资的回报。

此前，CBU的核心逻辑在于——每个单元必须建立明确的经营目标、成本目标和投资回报目标，让每一笔钱经得起严格的财务审视，明确具体的责任人，制定具体的行动计划，并为最终结果负责。

财报显示，今年第一季度，蔚来的研发支出达31.81亿元，同比增长11.1%，环比下降12.5%。与此同时，其销售、一般及行政费用达44亿元，同比增长46.8%。

李斌开始狠抓人效、注重经营目标。蔚来的内部改革还在继续，包括但不限于缩减无法直接创造收益的部门。

“瘦身”的短期成效已经显现，李斌透露，5月乐道的一线销售减员40%，但销量增加了40%。

小鹏、零跑也在优化投入产出比，力争用更少的投入获得相同或更好的产出。朱江明表示：“我们不是一定要投入多少钱，而是看投入有没有效，这是最重要的。”

这种策略在财报上体现为研发费用率的下降。2024年，零跑研发投入29亿元，研发费用率8.4%；小鹏研发投入65亿元，研发费用率14.3%。到今年一季度，零跑研发投入8亿元，研发费用率为7.98%；小鹏研发投入19.8亿元，研发费用率为12.53%。

即便是已经盈利的理想，也在备战纯电大考。今年一季度，理想的研发和销售、一般及行政费用分别同比下降17.55%和15%。

随着新能源汽车窗口期逐渐关闭，从新势力车企高层立下的盈利目标可见，这场竞赛已不仅是新势力车企之间的角逐，更是整个新能源汽车行业的生死考验。毕竟淘汰赛已经打响，无人能确保自己已经站在绝对安全的位置。

供稿：《21世纪经济报道》作者：焦文娟