

财金视角

泡泡玛特股价下跌背后的潮玩产业估值重构

■ 谢若琳

3月25日午间,泡泡玛特发布2025年财报。财报显示,公司2025年营收达371.2亿元,同比增长184.7%,经调整净利润130.8亿元,同比增长284.5%,毛利率高达72.1%。从IP维度看,2025年泡泡玛特旗下17个IP营收均突破1亿元,其中6大IP营收突破20亿元。LABUBU(拉布布)所在的THE MONSTERS(拉布布家族)成为现象级IP,收入达到141.6亿元,同比增长365.7%。

业绩数据全面创下新高,资本市场的反应却截然相反。财报发布当日下午,泡泡玛特股价直线跳水,收盘大跌22.51%,创下自2025年4月份以来的最大盘中跌幅。次日,该公司股价再跌超10%,两日累计跌幅逾30%。在此情形下,泡泡玛特连续两天展开回购,回购资金近9亿港元。

笔者认为,这种业绩与股价背离的现象,不仅暴露了市场对泡泡玛特估值逻辑的分歧,更标志着整个潮玩产业将迎来市场重估。事实上,此次泡泡玛特股价大跌并非基本面走弱,而是业绩增长指引不达预期,IP集中度风险与估值模型切换三重压力的集中释放。

其一,2026年业绩指引偏差导致估值锚点

松动。问题出在“预期”二字上,首先,泡泡玛特2025年371.2亿元的营收规模略低于市场普遍预期的379.6亿元;更重要的则来自管理层在业绩会上给出的2026年增长指引——“不低于20%”。在资本市场眼中,从184%的暴增幅度骤降至20%的增速预期,意味着泡泡玛特高速增长的故事可能已经讲完了。

尽管20%的增速放在消费板块并不低,但对于泡泡玛特而言,似乎标志着公司已进入“平稳增长期”,这导致大量追求高成长的短线资金迅速撤离。

其二,“LABUBU依赖”引发的结构性风险。2025年LABUBU所在的THE MONSTERS系列单IP营收突破141.6亿元,贡献了总营收的38.1%,而2024年这一比例仅为23.3%。一旦LABUBU热度回落,Skullpanda、Dimoo等“第二梯队”IP未能及时补位,泡泡玛特业绩将面临不小的下修压力。

其三,分红率下调与流动性出逃。一方面是股息利空,2025年泡泡玛特分红比例从2024年的35%回调至25%,引发了部分稳健型基金的不满;另一方面,部分投资者获利回吐,财报季本就是港股流动性较为活跃的阶段,部分前期

埋伏的机构选择借利好出货,形成了短期的踩踏效应。

市场对泡泡玛特的定价分歧,本质上是两种商业认知的角力。看空者将泡泡玛特视为“周期股”,认为潮玩本质上是情绪消费,热度未去匆匆。他们将LABUBU与上世纪90年代的“豆娃娃”相提并论——那个小布偶也曾全球疯抢,二手市场炒上天,但热度终将褪去。

看多者则认为泡泡玛特本质上是“IP平台公司”,更应类比迪士尼、奈飞这样的文娱巨头。IP投资的确定性在于用户,用户规模是平台公司变现的基础,也是估值真正的起点。截至2025年底,泡泡玛特中国内地累计注册会员达7258万人,会员贡献销售占比高达93.7%,复购率稳定在55.7%。

泡泡玛特的估值重构,其实也折射出整个潮玩产业正在经历的深层变化。在高速增长阶段,市场愿意给出“成长溢价”,投资者用未来的增长预期为当前股价买单。但当增速回落,估值的锚就会向“稳健溢价”迁移,现金流质量、盈利能力保护和护城河宽度,将成为更重要的定价因子。

从这一视角出发,泡泡玛特当前的估值已

经逐步回到一个相对合理的区间。2025年,中国潮玩市场规模约879.7亿元,同比增长21%,首次超越传统玩具市场的801.3亿元。广东省玩具协会预计,2026年中国潮玩产业总价值将达1101亿元,年均增速超20%。

在行业整体增速趋稳的背景下,潮玩产业的投资逻辑正在形成新的共识:

第一,IP平台化能力成为核心护城河。能够持续孵化新IP、构建层次分明IP矩阵的公司,将获得估值溢价;而依赖单一爆款的公司,将面临更大的估值折价。

第二,用户规模与黏性才是估值的起点。会员数、复购率、ARPPU(每付费用户平均收益)等指标,比短期营收增速更能反映公司的长期价值。泡泡玛特7258万会员、55.7%复购率的数据,正是看多者的核心依据。

第三,全球化扩张需要在速度与质量之间找到平衡。海外市场的高增长固然诱人,但渠道建设、本地化运营、成本控制等能力,最终将决定扩张的可持续性。

泡泡玛特CEO王宁在2025年业绩会上表示:“尊重时间,尊重经营。”IP运营是一门长期主义的慢生意,绝非短期投机者的赛道。迪士

尼花了数十年建立米奇的文化地位,三丽鸥耕耘Hello Kitty超过半个世纪,泡泡玛特从2010年成立到MOLLY破圈用了近十年,到LABUBU全球爆火又走了十年。

这八个字,也许正是整个潮玩产业穿越周期最好的注脚。经历估值泡沫与理性回归之后,真正具备IP运营能力的公司,终会创造价值,赢得“时间的复利”。



资管领域两项自律新规将产生三大影响

■ 苏向泉

3月27日,中国银行保险资产管理业协会发布《理财公司产品适当性管理自律规范》与《保险资产管理产品适当性管理自律规范》,两项新规将于2026年7月1日起施行。

银行理财与保险资管产品存续体量庞大,新规一经发布便引发市场高度关注。数据显示,截至2025年末,银行理财市场存续规模达33.29万亿元;截至2024年末,保险资管产品存续余额达8.07万亿元。

笔者认为,两项新规精准回应了当前资管行业发展的诸多痛点——围绕产品风险评级、投资者分类管理、适当性匹配、销售管理、信息披露、投诉处理等关键环节,进一步压实“将适当的产品通过适当的渠道销售或者提供给适合的投资者”这一核心要求,推动适当性管理从“纸面要求”走向“实质落地”。

首先,倒逼资管机构重塑经营逻辑,摒弃“唯规模论”。

当前,少数机构主要关注“产品卖得快不快、规模冲得大不大”,却较少关注产品分级是否科学、客户画像是否精准、销售考核是否合理。两项新规将适当性管理嵌入产品风险评级、投资者分类、销售管理、渠道合作、信息披露乃至投诉处理等全链条,并明确不得将销售业绩作为唯一考核指标。

其释放的信号十分明确:未来的资管“竞技场”,拼的不是营销技巧,更是风险识别、内控管理与受托责任的综合实力。这意味着行业竞争逻辑将发生深刻重构。谁能把产品做精、把客户看准、把风险讲透,谁就能在新一轮竞争中占据主动;反之,若固守“重销售、轻匹配”的老路,不仅合规成本会抬升,也越来越难适应高质量发展要求。从这个意义上说,新规本质上是推动机构回归受托管理本源。

其次,推动投资者保护关口前移,从“事后处置”转向“事前防范”。

近年来,资管纠纷往往不只源于产品本身的盈亏,更多出在销售环节告知不充分与风险提示不到位。一旦市场波动加剧,矛盾极易集中爆发。在净值化转型常态化、产品波动市场化的当下,投资者风险认知若与产品特征错位,既伤客户体验,更损机构声誉。

两项新规的核心要义,正是将保护机制前置:先识别产品风险,再评估投资者风险承受能力,进而形成适当性匹配意见,并将告知、提示、留痕、回溯贯穿销售和存续过程。更重要的是,新规强调,机构提出的适当性匹配意见,并不意味着其对产品风险和收益作出实质性判断或保证,也不能替代投资者自主决策。也正因此,只有把“卖者尽责”真正做实,把该提示的风险讲清、该履行的义务做到位,“买者自负”才有现实根基。

最后,优化资管市场资金生态,培育稳健的中长期资金。银行理财与保险资管是债市的重要参与者,

也是股市中长期资金的重要来源。两项新规强调产品分级、动态管理和持续告知,要求产品风险等级发生变化时及时披露,并根据产品及投资者信息变化主动调整匹配意见,及时告知投资者,其本质都在于减少资金错配,降低因误导销售、风险误判引发的非理性赎回,从而削弱情绪面对市场的放大效应。从长远来看,这将有助于提升债市资金面的稳定性与韧性。

归根结底,两项自律新规看似聚焦销售端,实则指向的是资管行业治理能力、投资者保护机制与市场运行基础的同步提升。在产品日益复杂、渠道越发多元、投资者结构持续分化的今天,让“把合适的产品卖给合适的投资者”从行业常识沉淀为制度约束,由经营理念转化为日常运营能力,其意义远超流程规范本身。这既是推动资管行业告别粗放扩张、走向审慎专业的必经之路,也为资本市场培育健康、稳定的资金生态夯实了制度基础。

黄金价格还能涨吗?

■ 杜雨萌

刚刚过去的一周,国际金价上演了一波“过山车”行情。

以伦敦金现货价格为例,3月23日其以4468.25美元/盎司开盘后,盘中迎来剧烈下挫,不仅一举失守4100美元/盎司关键关口,更短暂抹去年内全部涨幅;随后金价自低位企稳回升,整体围绕4400美元/盎司一线震荡。截至上周五收盘,伦敦金现货价格报4493.36美元/盎司,虽勉强收复周内跌幅,但本月累计跌幅仍高达14.87%,年内涨幅则从峰值时的近30%大幅收窄至4.05%,回调力度超出市场预期。

在传统逻辑中,地缘冲突升级往往会快速推升市场避险情绪,而黄金作为避险资产的首选配置资产,价格通常也会随之走高。然而,在全球避险情绪高涨之际,黄金却开启了深度调整模式,这引发了市场对黄金避险功能失灵的讨论。

在笔者看来,国际金价月内大幅震荡回调,绝非黄金避险功能的根本性丧失,而是短期定价逻辑对传统避险逻辑的暂时性压制。总结起来,导致黄金避险功能阶段性失灵的原因主要有三点:

首先,本次海外地缘冲突快速向能源市场传导,进而重构了市场通胀预期与货币政策判断。此次地缘冲突的持续升级直接引发原油价格飙升,而原油作为全球通胀的“风向标”,其价格暴涨迅速点燃全球通胀预期,市场普遍担忧主要经济体将

被迫维持高利率水平以遏制通胀,甚至推迟此前预期的降息进程——这恰恰成为压制金价的核心因素。

美联储研究显示,原油价格每持续上涨10%,通常会在数个季度内为美国整体通胀贡献约40个基点的涨幅,并在峰值时期为核心通胀增加15个基点。叠加3月份美国联邦公开市场委员会(FOMC)会议明确维持利率政策不变,市场对美联储后续降息的预期进一步降温,进而对国际金价形成利空影响。

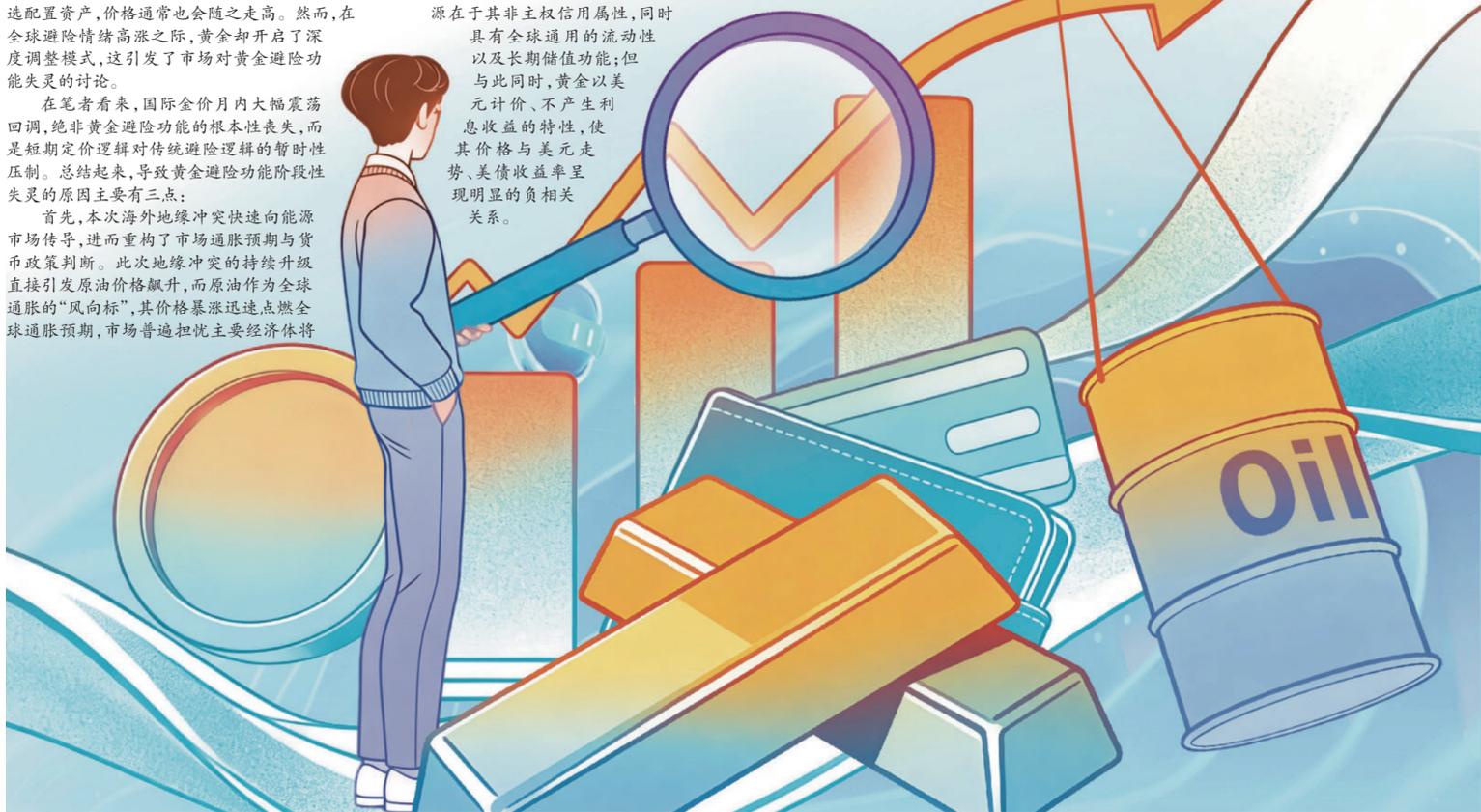
其次,美元的阶段性强势,进一步挤压了黄金的避险空间,加剧其价格的弱势表现。黄金之所以能长期占据全球避险资产核心地位,根源在于其非主权信用属性,同时具有全球通用的流动性以及长期储值功能;但与此同时,黄金以美元计价、不产生利息收益的特性,使其价格与美元走势、美债收益率呈明显的负相关关系。

当前,原油价格上行推升通胀预期,带动美债收益率同步走高,而通胀预期升温进一步强化了“高利率维持周期拉长”的市场判断,黄金作为典型的不生息资产,在高利率环境下的持有成本显著上升。同时,美元在避险情绪与高利率预期的双重支撑下呈现阶段性强势,进一步压低以美元计价的黄金价格,挤压了黄金避险功能的发挥空间。

最后,前期获利资金选择兑现收益离场,也是黄金价格月内出现大幅震荡回调的重要原因。在此次地缘冲突升级前,国际金价的持续走高已积累了大量获利盘,部分资金选择获利了结。

另外,在存量资金博弈的市场环境下,能源市场因供应扰动带来的确定性上涨机会,也吸引了大量资金从贵金属市场转向原油及化工品种。

总的来说,黄金避险功能的阶段性失灵,核心在于市场避险逻辑受到地缘冲突触发的连锁反应的深刻影响,即当前“通胀—利率—美元”的避险逻辑暂时占了上风。但也正因如此,黄金的避险功能失灵只是短期现象。



春假有望成为春季消费新引擎

■ 刘萌

近日,多地密集官宣中小学春假政策,部分地区通过衔接清明、“五一”假期形成6天至8天连休。春假落地点燃了文旅消费市场,已然成为春季消费新引擎。

笔者认为,春假落地,将有效撬动多领域消费增量,为消费市场注入新活力。

春假对消费的拉动作用,核心体现在精准激活了亲子家庭的出游需求。从市场反馈来看,主题乐园、文博场馆等预订热度增长显著,春假主题的研学产品备受青睐;此外,6天假期拉长出游半径,800公里以上国内长航段机票预订增速显著,出境机票搜索热度大幅上涨。

这种集中的亲子消费需求,不仅直接拉动文旅行业升温,更辐射至餐饮、零售、户外装备、文创产品等多个关联领域,带动产业链上下游协同发展,让消费增量从单一领域向多元领域延伸,形成全方位的消费增长格局。

春假落地也有利于消费结构优化,助力消费从“量的增长”向“质的提升”转变。近日,各地抢抓春假契机,精准对接居民消费需求,丰富消费产品供给,推动消费业态创新。

比如,成都推出15条涵盖考古、非遗、科技、生态、运动的精品研学线路;徐州推出“悦游彭城 知行徐州”八大精品线路;另有多地积极打造“赏花+露营”“赏花+市集”“研学+文旅”等融合业态。丰富多样的产品供给,既满足了群众春日休闲需求,也推动消费从基础型向品质型、体验型升级,进一步拓展了消费空间。

值得一提的是,完善的配套保障,进一步放大了春假的促消费效应。面对即将到来的春假客流,各地强化基础设施建设,完善景区服务、交通接驳、住宿供给等配套,加强市场监管,规范价格秩序,为春假消费营造安全、便捷、舒心的环境,推动春假消费持续提升。

比如,江苏省多地有关部门相继发出倡议书,鼓励用人单位在中小学春假期间安排职工错峰休假;广东多地在鼓励学生参与户外实践活动的同时,也引导各学校同步推出个性化分层托管服务,让家长没有后顾之忧;江西、浙江、安徽等多地景区还对中小學生推出了门票全免、公共交通免费乘坐等福利。

春假作为一项新的假期制度,其促消费的效应已初步显现。随着各地不断优化假期安排、丰富产品供给、完善配套保障,春假将进一步激活消费市场活力。