

■关注IP经济

斥资逾百亿港元，段永平缘何举牌泡泡玛特？

◎记者 赵明超

真金白银重磅出击，知名投资人段永平举牌泡泡玛特。

港交所公告显示，截至5月25日，段永平及其控制的H&H International, LLC合计持有泡泡玛特7637.16万股，持股占已发行的有投票权股份的百分比为5.69%，构成举牌。根据泡泡玛特近期股价走势测算，段永平举牌耗资超过110亿港元。

5月28日，泡泡玛特创始人王宁公开表示，泡泡玛特将继续深耕IP孵化与运营，真正成为一家世界级的企业，做出世界级的品牌。

耗资逾百亿元举牌

港交所披露信息显示，截至5月25日，段永平及其控制的H&H International, LLC合计持有泡泡玛特7637.16万股，持股占已发行的有投票权股份的百分比为5.69%。由于港交所5月25日休市，按照泡泡玛特5月22日收盘价150.5港元/股计算，合计持股市值高达114.94亿港元。

根据港交所规则，持有上市公司有投票权股份比例达到或超过5%，须在3个工作日内披露。

段永平举牌泡泡玛特，在意料之中。今年4月9日，段永平表示通过卖出看跌期权的方式布局泡泡玛特。“我的泡泡玛特保险公司正式开张了。”他说，泡泡玛特的盈利情况激发了他的好奇心，他花了好几天时间去理解这家公司，“很久没有这种兴奋感了”。5月7日，段永平表示，清仓中国神华，买入泡泡玛特。

从泡泡玛特的股价走势看，在3月25日发布抢眼的2025年度业绩公告后，王宁表示，“2026年，我们希望努力做到不低于20%的成长速度，不会追求特别激进的增收不增利式成长”。公司营收增速从2025年的184.7%骤降到“不低于20%”，部分投资者认为这意味着泡泡玛特此前的高增长逻辑被打破，资金夺路而逃，3月25日泡泡玛特股价大跌22.51%，接下来连续4个交易日下跌，合计跌幅高达33.89%。

与此同时，段永平开始捡拾筹码。从他买入的逻辑看，不是基于市场走势，而是聚焦生意本身。谈到泡泡玛特的竞争壁垒，段永平认为有以下几点：已经建立起来的品牌优势，签约了全球顶级艺术家，覆盖全球各地的门店，以及王宁和他的团队。

在段永平看来，上述壁垒不能保证潮玩可以一直有人喜欢，但可以让喜欢潮玩的人们一直关注泡泡玛特。只要潮玩有持续性，泡泡玛特就是非常好的生意，该公司的壁垒远比想象上的强大。

在认为自己“看懂”泡泡玛特之后，段永平果断下注，短短一个多月时间耗资逾百亿港元。

段永平此前曾表示，在重大机会到来时



- 截至5月25日，段永平及其控制的H&H International, LLC合计持有泡泡玛特7637.16万股
- 持股占已发行的有投票权股份的百分比为5.69%
- 按照泡泡玛特5月22日收盘价150.5港元/股计算，合计持股市值高达114.94亿港元

张宏伟 制图

要重仓出击。他曾对朋友表示：“投资很重要的一点是要敢下重注，如果很看好的标的持仓还不到1%，没有任何意义。”

根据美股机构投资者13F持仓披露情况，截至今年一季度末，段永平管理的H&H International Investment持仓总市值约200.04亿美元，折合人民币约1380亿元。从持仓情况看，包括苹果、伯克希尔·哈撒韦、英伟达、拼多多等。其中，苹果仓位为36.72%，伯克希尔·哈撒韦为21.91%，英伟达为12.07%，拼多多为10.09%，合计超过80%。

看好王宁是关键因素

在谈到缘何买入泡泡玛特时，段永平表示看好王宁是关键因素。

段永平公开表示，前两年觉得泡泡玛特是一家很有意思的公司，创始人王宁年轻且认知清晰，企业文化也很好，但当时股价有点贵，也不知道盈利到底会怎么样。在看到最新的财报数据后，没想到盈利如此之好，于是改变想法开始买入。

“我曾经是一个‘企业家’，能看懂王宁有多厉害。他还那么年轻，能至少好好干25年以上。这个复利是惊人的。”段永平说。

对于笃定价值投资的段永平来说，重仓出击泡泡玛特，还缘于王宁秉持“长期主义”理念。5月28日，在新国办举办的“新征

程上的奋斗者”中外记者见面会上，王宁表示，泡泡玛特坚持长期主义，不追短期爆款，能够走10年、20年的经典IP。同时，会加大在内容、乐园、数字产品等方面的投入，让IP从一个玩具，变成一个“有故事、有情感、有陪伴感”的文化符号。

在接受上海证券报记者采访时，海富通消费优选混合基金经理刘海啸表示，段永平持仓时间很长，更多是基于产业周期的角度，更多从生意模式出发，也更多看重创始人能力，普通投资者很难像他这样操作。对于投资者来说，即使是公认的优质标的，如果在市场高点买入，也可能多年不赚钱甚至亏钱。投资者要根据自身的投资久期、投资目标收益及风险承受能力等因素，选择适合自己的投资策略。

机构看好消费赛道

近年来，传统消费板块震荡下行，新兴消费自2025年下半年开始也持续调整。站在当前时点，如何看待消费板块的投资机会？

据东方财富证券测算，截至今年一季度末，基金对必选消费的资产配置比例处于2014年以来历史低位，可选消费配置比例处于2023年以来历史低位。

天相投顾数据显示，截至2025年末，在公募基金前五大重仓股中，消费品及服务

行业的标的仅有9只。今年以来，公募基金再度减持消费股，截至一季度末，公募基金重仓的消费品的仅有5只，包括白酒板块的贵州茅台、山西汾酒、五粮液、泸州老窖，家电板块的美的集团。

不过，多位知名基金经理已悄然买入消费板块标的。其中，广发基金刘格崧、万家基金莫海波等资深基金经理，今年一季度均大举买入贵州茅台。杨金金管理的交银趋势混合基金，今年一季度重仓买入安井食品。

中信证券研报认为，中国消费市场的结构性变化并非短期波动，而是消费从商品向服务、从生存向体验、从功能满足向情绪和健康价值升级的长期趋势。从产品方面看，情绪与健康是两大高确定性需求，户外运动、体育健康、IP消费、美妆香氛、宠物、保健品等方向有望持续孕育新品类机会。

王宁表示，中国强大的制造业、完整的供应链、非常高效的生产能力，以及巨大的国内市场，共同打造了泡泡玛特这样一个世界级的艺术家孵化平台。

“我们的目标，不只是把中国的产品卖出去，更重要的是搭建一个世界级的艺术家孵化平台，帮助全世界的艺术家把他们的创意落地，创造出更多全球大众喜爱的IP形象，在世界文化消费的舞台上，刻下中国品牌的印记。”王宁说，泡泡玛特要真正成为一家世界级的企业，做出世界级的品牌。

■记者观察

“免费赠险”隐形收割 套路营销终无赢家

◎记者 何奎

在数字消费日益普及的今天，互联网平台免费赠送保险，往往让人误以为是平台的善意馈赠。然而，京东“免费赠险”事件，却揭开了这层面纱下的营销陷阱——看似惠民的“免费午餐”，实则是以“默认勾选”“自动续费”等手段的隐形收割。当消费者在不知情中被持续扣费，当退保维权变得举步维艰，这场以流量和保费规模为导向的营销游戏，早已偏离了服务用户的初心，演变为一场损害多方利益的“多输”困局。

“免费赠险”的本质，是精心设计的流量变现闭环。互联网平台以海量用户为基础，保险公司以扩大客群为目标，双方通过“赠险”实现快速引流与保费增长。然而，这一模式的致命缺陷在于：它将“知情同意”这一基本原则彻底架空。消费者在网购时，往往在不知情、不经意的情况下点击“默认参保”；而所谓的“免费”，不过是首月体验的诱饵，后续自动扣费如影随形。这种“诱导参与+静默续费”的操作，不仅违背商业诚信，更涉嫌侵犯消费者的自主选择权与财产安全。

在这条隐形的利益链条中，没有真正的赢家。消费者首当其冲，成为最直接的受害者。一些人在数月后才发现账户被定期扣款，其中包括对数字技术不熟悉的老年人群体。当消费者试图退保时，有时会面临链接失效、流程繁琐、客服敷衍等情况，承受“被割之痛”与“维权之难”的双重折磨。

与此同时，作为“免费赠险”套路的参与主体，平台与保险公司也难逃反噬。短期来看，平台或许能通过渠道佣金获得蝇头小利，保险公司也能在报表上看到保费规模的“漂亮增长”。但从长远看，每一次隐蔽操作都在透支用户的信任。当“赠险”与“陷阱”在公众认知中画上等号，品牌声誉受到的损伤便难以估量。而且，消费者对保险产品的抵触情绪上升，真正需要保障的人群可能因此却步，最终或损害整个行业的健康发展生态。

值得警惕的是，京东事件并非孤例。黑猫投诉平台上6000余条相关投诉揭示出，这类“免费赠险”陷阱已成行业顽疾。它暴露出部分企业“重规模、轻质量”的短视思维——短期数据增长背后，实则是以侵害用户权益为代价。然而，任何商业模式的可持续性，都建立在诚信与尊重的基础之上。脱离了这一底线，再精巧的商业逻辑也终将崩塌。

破解困局，需要多方合力。监管部门应加强对“默认勾选”“自动续费”等行为的规范，明确“二次确认”“显著提示”等合规要求，对违规主体加大惩处力度。平台与保险公司也应回归服务本质，将用户知情权与选择权置于首位，以透明、合规的方式开展营销。唯有如此，才能重建消费者信任。

当企业不再执着于“套路变现”，而是专注于“价值创造”，真正的共赢局面才会到来。否则，无论包装多么巧妙，“免费赠险”等各种营销套路终将如沙滩上的城堡，注定会在消费者觉醒与监管收紧的浪潮中走向坍塌。

(上接1版)

当前，沪深北上市公司数量合计超过5500家，A股总市值约120万亿元。其中，超千亿元市值的头部公司约200家。上市公司业绩持续改善，2025年上市公司现金分红合计约2.55万亿元，再创历史新高。

另一方面，以推动中长期资金入市为着力点，资本市场加快构建中长期资金“愿意来、留得住、发展好”的市场环境。在中央金融委的协调指挥下，一系列有利于“长钱长投”的制度性建设扎实推进，企业年金、保险、社保、公募基金等各类中长期资金的权益投资规模、比例稳步提升，市场投资者结构得到明显改善，成为维护市场稳定运行的重要支撑。

此外，中国证监会着力构筑资本市场风险防范堤坝、防浪堤，积极配合中国人民银行和相关部门优化稳市机制和工具，强化跨市场、跨行业、跨境风险监测，凝聚合力、协同发力，稳市场、稳信心、稳预期持续取得重要成果。

国际投资者信心明显提升

中国资本市场高水平制度型开放步伐稳健，也让国际投资者信心明显提升。刘浩凌表示，中国资本市场全方位的改革举措推动改善投资生态，一大批对外开放举措落地见效，有力增强了长期配置型投资者投资中国的信心。

在机构开放方面，2020年取消证券、期货和基金管理行业外资股比限制后，目前已有27家知名国际金融机构在华设立控股或全资的证券期货基金机构。与此同时，一些优质的中资机构“走出去”，在境外设立经营机构。

在市场和产品开放方面，2025年制定实施的合格境外投资者制度优化方案，进一步优化准入管理、便利投资运作。沪深港通机制不断优化，境内外ETF互挂机制稳步扩容。截至2025年底，沪深股通、港股通标的市值覆盖率分别超90%和85%，双向交易平稳活跃，境内外投资者跨境投资便利度持续提升。

在境外上市方面，保持境外融资渠道畅通。2023年实施《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》以来，境外上市备案管理工作总体平稳有序。截至2026年4月，中国证监会已办结418家境内企业首次境外发行上市备案申请，支持企业用好两个市场、两种资源。

“我们热忱欢迎国际机构和投资者抓住时代机遇，投资中国、深耕中国，共同书写互利共赢的合作新篇章。”刘浩凌说。

一只熊猫的“学徒”之路

◎记者 杨翔菲

在上海市杨浦区四维文化的产品陈列室里，一只圆滚滚的大熊猫正试图吸引全世界的注意。它头顶一个形似柿子的“探测器”，两眼发红，挺着肚脐——这个名叫“柿崽”的卡通形象，是这家拥有30年历史的公司对“国潮IP”的最新押注。

从笔记本、杯垫到毛绒挂件，柿崽的身影已出现在数十种周边产品上。它的官方设定是一只8月4日出生、拥有“ISTP鉴赏家人格”的熊猫学徒，不爱喧闹，偏爱画画与美食，梦想踏遍东方山水拜师学艺。在2025年上海书展上，柿崽首次公开亮相，吸引了一批年轻白领和“Z世代”观众驻足。

然而，在热闹的展台背后，一个更为根本的问题尚未得到解答：什么样的中国原创IP，才能真正跨越短暂的热度，成长为一个持久的产业？

从“丑东西”到全球爆款

国产IP热潮的源头，至少可追溯到10年前。

2016年，泡泡玛特推出了自有IP“Molly”——一个嘟着嘴、表情略显冷淡的小女孩。当时，不少人评价她“并不可爱”。2020年，5岁的LABUBU所属IP“The Monsters”首次在泡泡玛特财报中单独亮相，年收入超过2亿元，却依然有消费者直言：“这是什么丑东西？”

但市场给出了不同的答案。从Molly到LABUBU，泡泡玛特一步步构建起一个市值2000亿港元的“潮玩帝国”。2024年起，LABUBU开始风靡全球，成为中国文化输出中一个意想不到的角色。

到了2025年，LABUBU成为现象级爆款单品。“The Monsters”全年收入达141.6亿元，同比增长365.7%，成为泡泡玛特首个年收入突破百亿元的IP，占其总营收近

四成。

然而，LABUBU的成功带有高度的偶然性——它的形象设计、性格设定甚至发售节奏，都在不同阶段被质疑。一位长期跟踪潮玩行业的分析师告诉上海证券报记者：“没有人能预测哪个IP会火。这个行业的核心难题，就是爆款几乎不可复制。”

像段永平这样的投资大咖，也没有在泡泡玛特上市初期，看清它、投资它。直到近期，他才耗资逾百亿港元举牌了这家潮玩巨头。

从代工文创到创造“柿崽”

或许是看到了泡泡玛特的巨大成功，四维文化决定下场“玩”潮玩。

四维文化董事长罗险峰毕业于复旦大学，在文化创意行业摸爬滚打多年。此前公司的主要业务是为迪士尼等海外知名IP做文创产品代工。他亲眼见证了迪士尼如何用一个个经典形象构建娱乐帝国，当然也看到了泡泡玛特如何以盲盒掀起消费浪潮。

“熊猫形象在中国遍地开花，但真正拥有完整世界观、能持续产生内容、形成生态的原创IP，还没有出现。”罗险峰说。

于是，四维文化调动起30年积累的审美与供应链能力，从零打造了“柿崽”。公司拥有“两中心+两基地”的产业布局，从数字资产管理到全生命周期IP运营，步步为营。更重要的是，作为多年的代工厂，四维文化在产品质量和成本控制上具备天然优势。

“你们会与泡泡玛特合作吗？”上海证券报记者问罗险峰。他笑而不语。

2025年，四维文化实现营收逾14亿元；净利润逾8000万元，同比增长14.34%。今年5月，公司入选“2026·全国成长性文化企业30强”，与东方演艺集团、哈尔滨冰雪大世界等并列。

但值得注意的是，四维文化日前已撤回

北交所上市辅导备案申请。公司表示，将结合市场变化和战略落地需求，择机推进资本运作。

有熟悉资本运作的人士称，港股有了泡泡玛特，国潮IP公司要资本化，去港股市场可能是更好的选择。

从体验经济到惊险一跃

“柿崽”的团队中，聚集了一批“90后”“00后”创意人员。他们尝试将东方美学、童趣互动与国潮内核融合进这只熊猫的设定中。在今年“六一”儿童节，四维文化推出了《柿崽的动物朋友》等系列绘本，让孩子在涂色和贴纸中与柿崽一起认识雪豹、长江江豚等国家重点保护野生动物。

这背后是一个明确的商业判断：体验型消费正在成为新的增长引擎。中信证券研报称，与传统商品消费相比，体验经济具备高附加值、强互动性和低替代性。

罗险峰将文创和潮玩视为“体验经济的一个小突破口”。“我们可能正好踩到了风口上。”他说。

然而，站在风口并不等于成功。泡泡玛特用10余年时间才验证了IP经济的持久力，而更多试图复制其路径的公司，已在盲盒泡沫退潮后悄然消失。

四维文化有何优势？

“公司已拿到国家知识产权局的全品类IP注册。这意味着，未来可以围绕柿崽开发从文具到家居、从数字内容到主题空间的全系列产品。”熟悉四维文化的一位投行人士说。

产品可以铺开，但“灵魂”却无法量产。对四维文化而言，这一步，必将是惊险一跃。

罗险峰认为，未来行业的竞争将是IP的竞争，是数字生态的竞争，而国潮内涵的全球化表达将成为必然路径。

这句话听起来宏大，但现实是：截至目前，中国还没有一个原创IP能够跨越文化边

界，持续数十年产生商业价值。泡泡玛特虽然崭露头角，但还需要更长时间去壮大。至于“柿崽”，能否成为“走出去”的IP熊猫，仍然是一个开放式问题。

在四维文化的产品陈列室里，那些圆滚滚的熊猫形象安静地排列在货架上。它们拥有可爱的外表、完整的设定、甚至一个听起来颇有哲学意味的使命——“戴着柿子探测器寻找师父，从学徒成长为能工巧匠”。

但在成为能工巧匠之前，它们首先需要回答一个朴素的问题：在无数位看过、摸过，但很快转去下一个新形象的消费者中，有多少人愿意真正留下来，陪这只熊猫走下去？



四维文化的原创IP——大熊猫“柿崽”