



招股书·解牛系列报告（一）

TOPTOY：中国位居前列的潮玩集合品牌

证券分析师
姓名：陈良栋
资格编号：S1350524100003
邮箱chenliangdong@huayuanstock.com

目录

1. 公司概况：始于实体门店，成为潮玩集合零售商
2. 行业概况：潮玩IP产业景气度持续上修，TOP TOY市占率高
3. 公司业务：打造“自有IP+授权IP+他牌IP”矩阵，构建全产业链环节的一体化平台
4. 风险提示



- **“产品不再是被动陈列的库存，而成为互动的道具。空间既为社交联结而设计，亦为交易转化而存在。”**
- **收入快速增长，盈利能力显著改善：**2024年TOPTOY在中国内地实现GMV24亿元人民币，其中自研产品收入占比接近50%。2022-2024年GMV复合年增长率超过50%。2022/2023/2024/2025H1分别实现收入6.79/14.61/19.09/13.60亿元，对应毛利率19.9%/31.4%/32.7%/32.4%，对应经调整净利率(-5.6%)/14.6%/15.4%/13.2%。业绩的快速增长主要依赖于门店网络的快速扩张（截至2025年中已达293家）和强大的会员体系（截至2025年中超1000万会员）。盈利能力的提升主要得益于规模效应带来的毛利率优化（从2022年的19.9%提升2025H1的32%左右）以及费用控制的加强。销售费用率从早期的超过20%大幅下降至2025H1约12%。
- **构建了“自有IP+授权IP+他牌IP”的多层次矩阵：**品类上以手办为核心（占比60%-70%），搪胶毛绒为增长主力（收入占比超10%）。截至2025年9月拥有17个自有IP和43个知名授权IP（如迪士尼、三丽鸥）。2024年自研产品销售收入占总收入近50%，根据弗若斯特沙利文，该比例为中国潮玩集合品牌中比例最高的。同时，TOPTOY通过收购的方式以丰富自有IP矩阵，自有IP数量从25年6月30日的8个增加至2025年9月19日的17个。2022-2025H1线下收入占比近90%：TOP TOY构建了以线下门店网络为核心、线上全域覆盖的全渠道销售体系。
- **建立了以线下销售为核心、线上销售等共同发展的全渠道体系。**线下渠道由直营门店、TOPTOY合伙人（加盟）和线下经销商构成，其中加盟模式和经销商共同贡献了70%以上的收入；线上渠道增长迅速，2025年上半年占比已达8.8%。截至2025年6月，TOPTOY门店总数达293家，涵盖旗舰店、主流门店和快闪店三种形态。合伙人模式即公司通过输出运营管理与品牌标准，由合伙人承担门店运营，实现高效复制。截至2025年上半年，合伙人数量为70名，平均每位管理3.6家门店。此外，公司借助经销商渠道快速拓展市场覆盖，经销商数量从2022年的12家增长至2025年上半年的53家，显示出渠道渗透能力的持续增强。通过“直营树立标杆、加盟快速复制、经销商填充网络、线上赋能增量”的组合策略，实现了渠道广度与运营深度的同步提升。
- **风险提示：**IP热度下降、IP续约风险、开店速度不及预期、行业竞争加剧等风险。

1. 公司概况：始于实体门店，成为潮玩集合零售商

1.1 发展历程：始于实体门店，成为潮玩集合零售商

- TOPTOY的品牌始于2020年12月，作为名创优品集团的全资附属公司，在广州正佳广场开设的首家门店。
- 2024年，TOPTOY开始布局海外市场，这一年，在马来西亚、印尼、泰国等地总共开设了4家门店。
- 2025年3月TOP TOY上海南京东路步行街首家全球旗舰店正式开业，并召开品牌战略升级发布会，宣布海外扩张计划，计划未来五年在全球100个核心商圈范围，开设超1000家店。5月份，与HiTOY海创文化成立合资公司“果然有趣”，强化自有IP矩阵，TOP TOY持股51%。合资公司重点运营HiTOY旗下IP，包括治愈系潮玩“Nommi糯米儿”和“Maymei霉霉”。
- 2025年在开曼群岛注册成立为豁免有限公司，并通过重组成为现有潮玩业务的控股公司。作为潮玩集合品牌，TOP TOY专注于通过多元化IP矩阵开发及销售潮玩产品。上市后将作为独立实体运营。

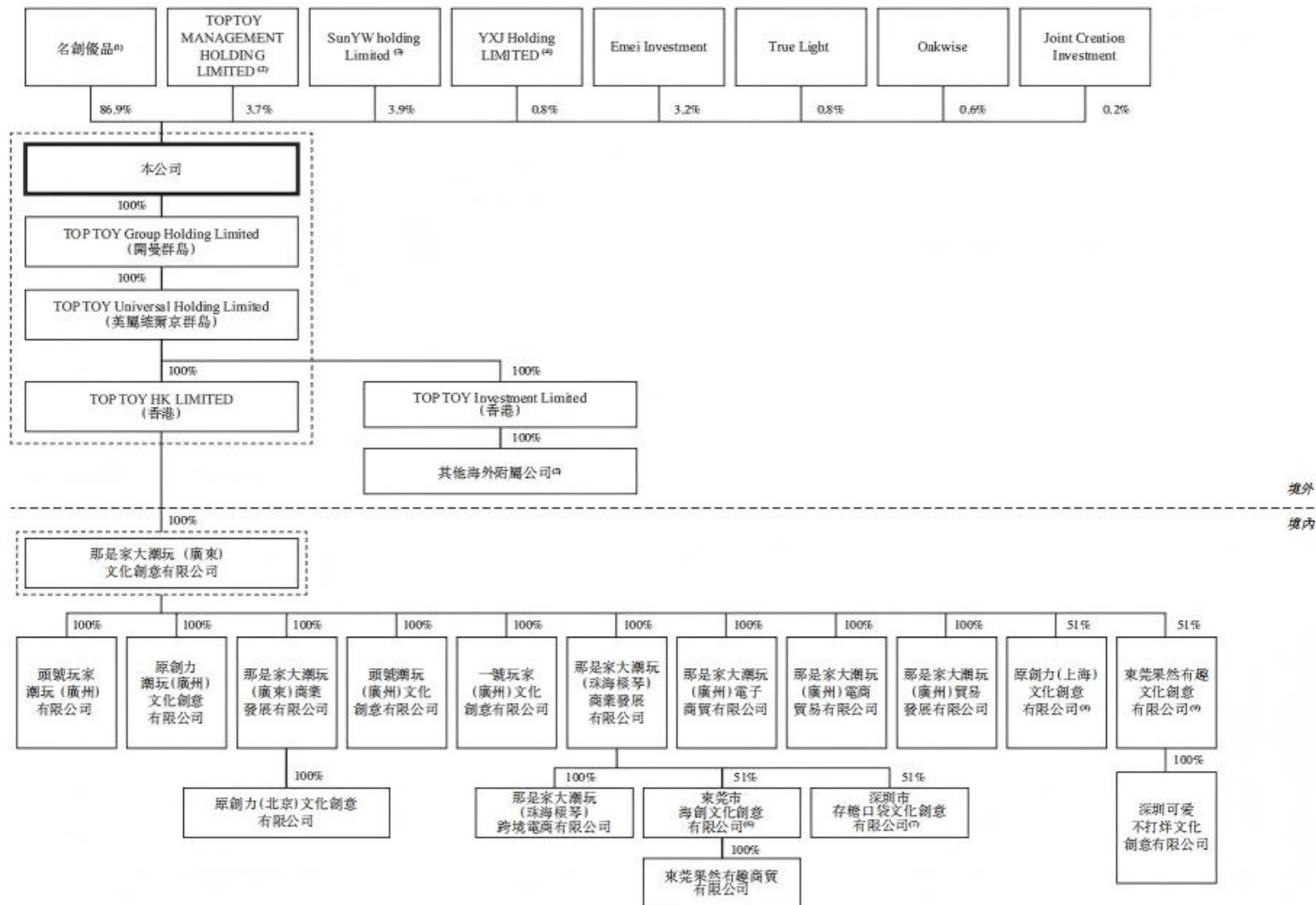
图：重要里程碑



1.2 股权结构集中，并获得知名投资机构加持

- 公司于2025年7月获得了淡马锡、瑞橡资本、灵动创想创始人谢国华旗下Joint Creation Investment等机构共同投资，金额合计约5940万美元，投后估值约为13亿美元。
- 截至2025年9月26日，名创优品持股**86.9%**；员工股权激励平台TOPTOY MANAGEMENT HOLDING LIMITED持股**3.7%**；孙元文先生通过SunYW holding Limited持股**3.9%**；晏晓娇女士通过YXJ Holding LIMITED持股**0.8%**，淡马锡通过Emei Investment和True Light合计控股**4.0%**，瑞橡资本持股**0.6%**，谢国华先生通过Joint Creation Investment持股**0.2%**。

图：重组后股权架构



1.3 管理层经历：核心团队始于名创优品，持续深耕一线

- 创始人兼CEO孙元文先生本科毕业于青岛科技大学机械工程及自动化专业，担任公司执行董事兼首席执行官，此前在优衣库负责店铺运营，于2018年7月加入名创优品集团，担任名创优品集团业务部门运营总监，于2020年10月成立TOP TOY品牌。
- 晏晓娇担任执行董事、首席财务官、联席公司秘书，负责集团的整体战略、财务及资本管理，此前分别在毕马威和名创优品担任审计经理和高级会计经理、会计总监、财务副总裁。

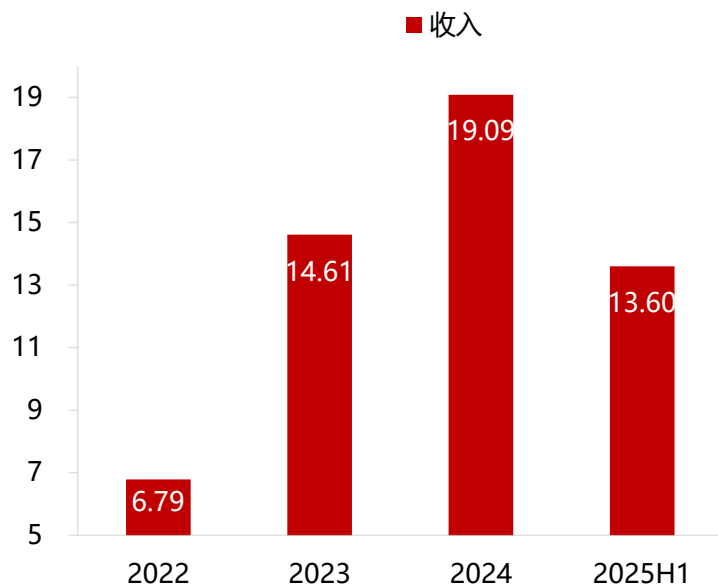
表：TOP TOY管理层介绍

| 姓名 | 年龄（截至2025年9月） | 职位 | 介绍 |
|-----|---------------|-------------------|---|
| 孙元文 | 34 | 执行董事、首席执行官 | 2020年10月成立TOP TOY品牌，并自此领导集团。此前，于2018年7月担任名创优品集团业务部门运营总监。加入名创优品集团前，于2013年7月至2018年6月任职于优衣库，负责店铺运营。拥有青岛科技大学机械工程及自动化学士学位。 |
| 晏晓娇 | 39 | 执行董事、首席财务官、联席公司秘书 | 自2020年10月起担任TOP TOY首席财务官，负责整体战略、财务及资本管理。于2017年10月起担任名创优品集团高级会计经理、会计总监及财务副总裁。此前于2008年9月至2017年10月在毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所担任审计经理。晏女士拥有华南理工大学国际经济与贸易学士学位、中山大学管理科学与工程硕士学位，并在2012年获广东省注册会计师协会授予注册会计师资格。 |
| 余咏诗 | | 联席公司秘书 | 达盟香港有限公司（在香港提供公司会计及公司秘书服务的公司）上市服务部经理，拥有逾15年的公司秘书专业经验，一直担任多家香港上市公司的公司秘书，是香港公司治理公会及英国特许公司治理公会的会员，拥有香港中文大学工商管理学士学位。 |

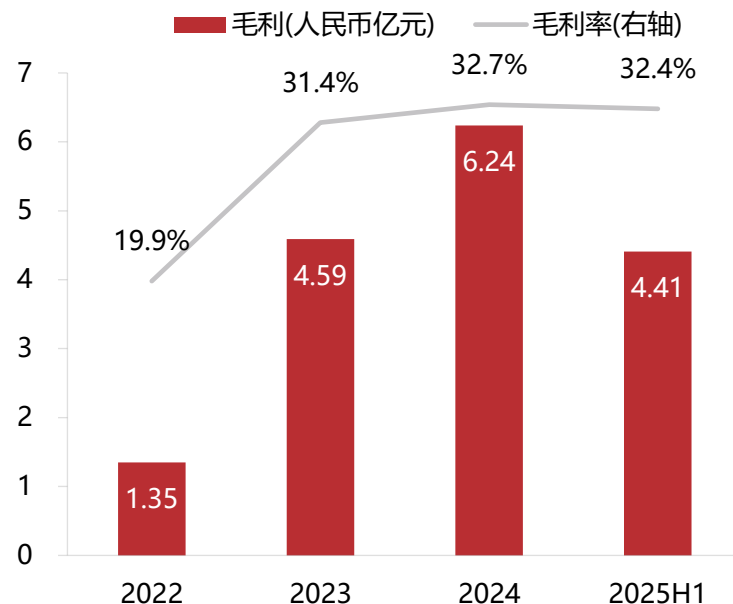
1.4 财务分析：营收快速增长，规模效应带来毛利率的改善

- 营业收入加速增长，毛利率显著提升：2022至2025H1，TOPTOY取得收入6.8/14.6/19.1/13.6亿元，2023年至2024年同比增速分别为115.25%、30.64%，25H1同比24H1增长58.50%。2022至2025H1，取得毛利润1.35/4.59/6.24/4.41亿元，对应毛利率分别为19.9%/31.4%/32.7%/32.4%。2022-2025H1取得经调整净利润-0.38/2.13/2.94/1.80亿元，调整后净利率分别为-5.63%/14.61%/15.42%/13.23%。

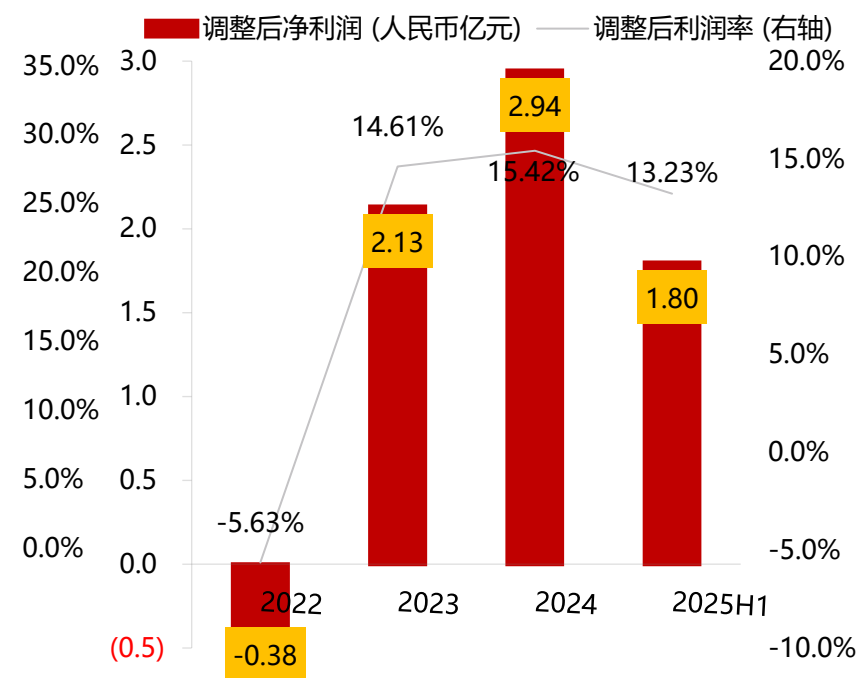
图：2022-2025H1公司营业收入（人民币亿元）



图：2022-2025H1公司毛利及毛利率情况



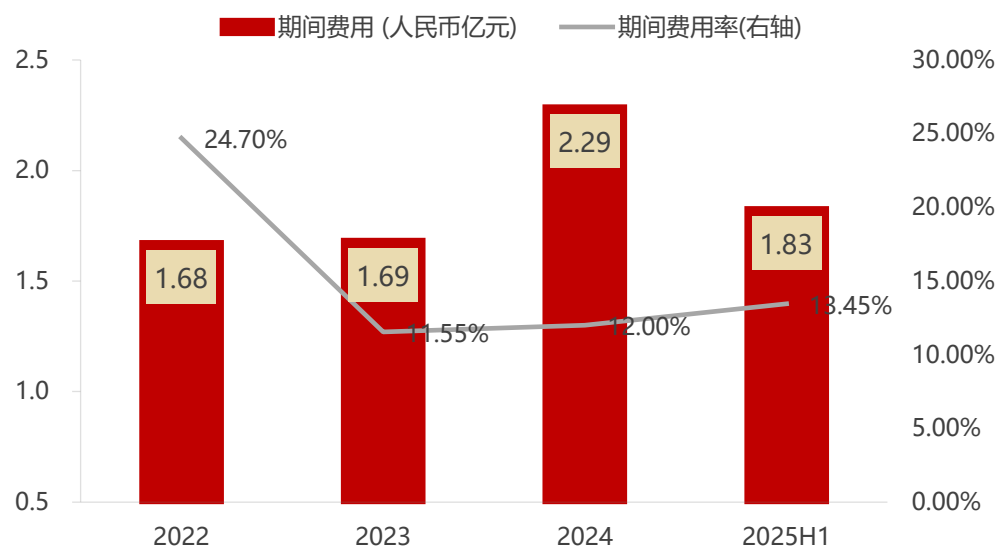
图：2022-2025H1公司调整后净利润及净利率情况



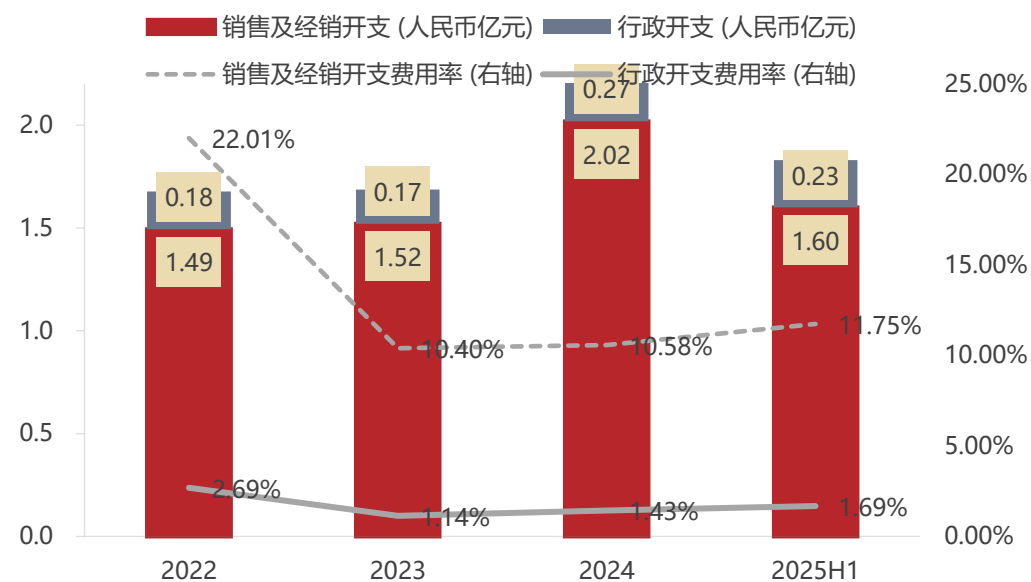
1.5 财务分析：费用率整体得到控制并趋于稳健

- **费用率整体得到控制并趋于稳健**：2022-2025H1，TOPTOY总期间费用为1.68/1.69/2.29/1.83亿元，费用率分别为24.70%/11.55%/12%/13.45%。拆分来看，2022-2025H1，销售及经销开支分别为1.49/1.52/2.02/1.60亿元，费用率分别为22.01%/10.40%/10.58%/11.75%。行政开支分别为0.18/0.17/0.27/0.23亿元，费用率分别为2.69%/1.14%/1.43%/1.69%。

图：2022-2025H1公司期间费用及费用率



图：2022-2025H1公司拆分的费用及费用率

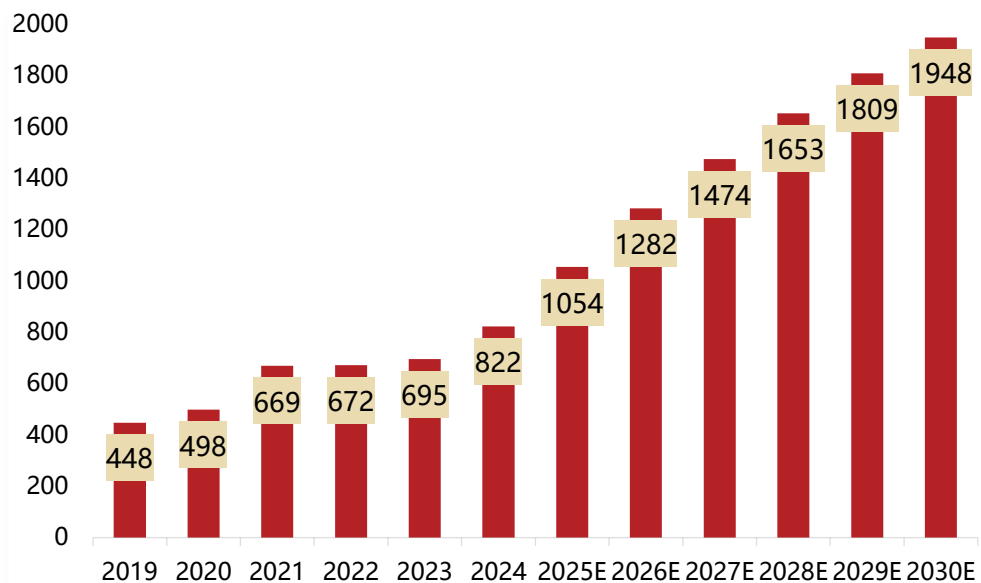


2.行业概况：潮玩IP产业景气度持续上修，TOP TOY市占率高

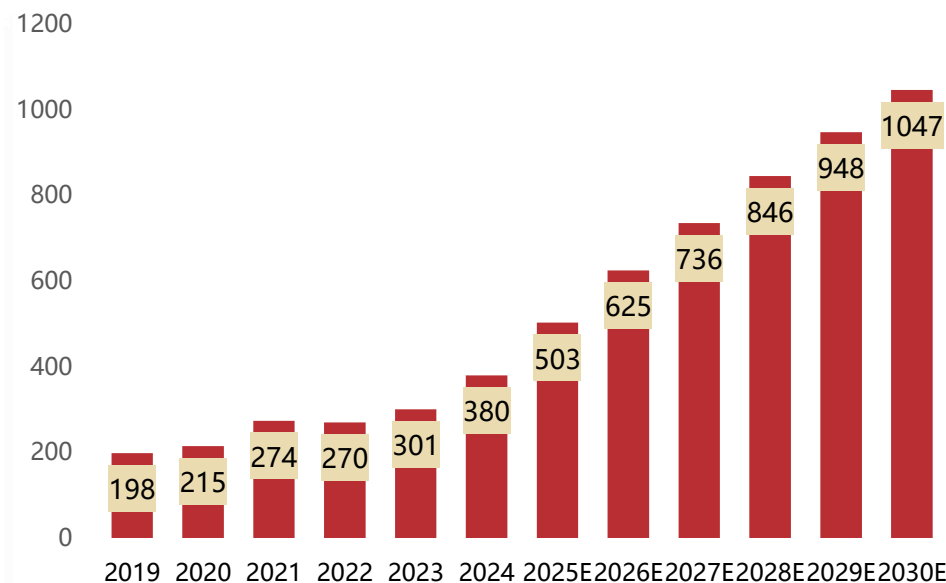
2.1 全球泛娱乐商品市场和潮玩市场增长迅速

- 泛娱乐商品行业是指以IP为核心，围绕实物商品开展的一系列产业，商品主要包括玩具、配饰、家居饰品等。随着优质IP影响力的提升，泛娱乐商品能够实现更频繁的跨界融合和消费者转化。根据弗若斯特沙利文，全球泛娱乐商品行业的市场规模由2019年的448亿美元增长至2024年的822亿美元，复合年增长率达12.9%。展望未来，该行业将受益于IP全球化进程推进、品类拓展不断深化和市场渗透率持续提升，预计到2030年市场规模将达到1,948亿美元，2025年至2030年复合年增长率达13.1%。
- 根据弗若斯特沙利文，全球潮玩行业市场规模已由2019年的198亿美元增长至2024年的380亿美元，复合年增长率为13.9%。全球潮玩行业持续向IP驱动型内容和沉浸式消费场景演进，逐渐从单一玩具产品蜕变为传递情感的文化载体。预计全球潮玩行业市场规模将由2025年的503亿美元增长至2030年的1,047亿美元，复合年增长率为15.8%。其中，尤其是东南亚地区，由于人口结构年轻化、消费者购买力提升、对中日韩流行文化高度认同、对盲盒玩法和IP形象接受度高，市场潜力较大。

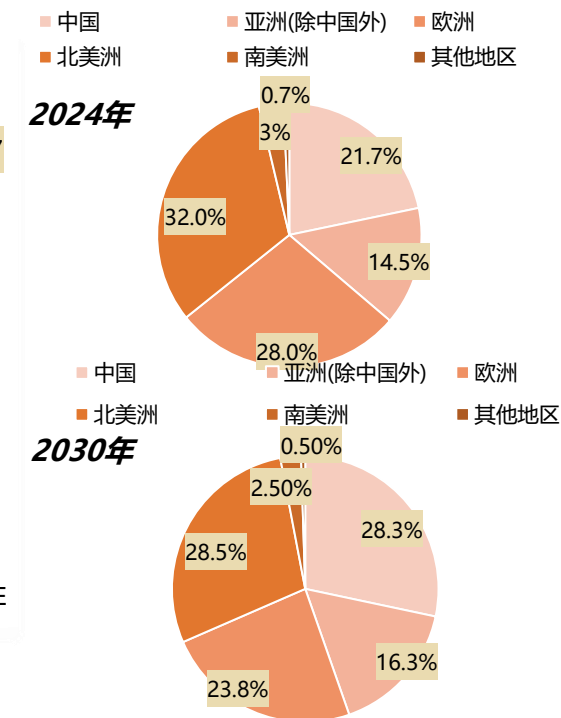
图：全球泛娱乐商品市场规模2019-2030（预计）（亿美元）



图：全球潮玩市场规模2019-2030（预计）（亿美元）



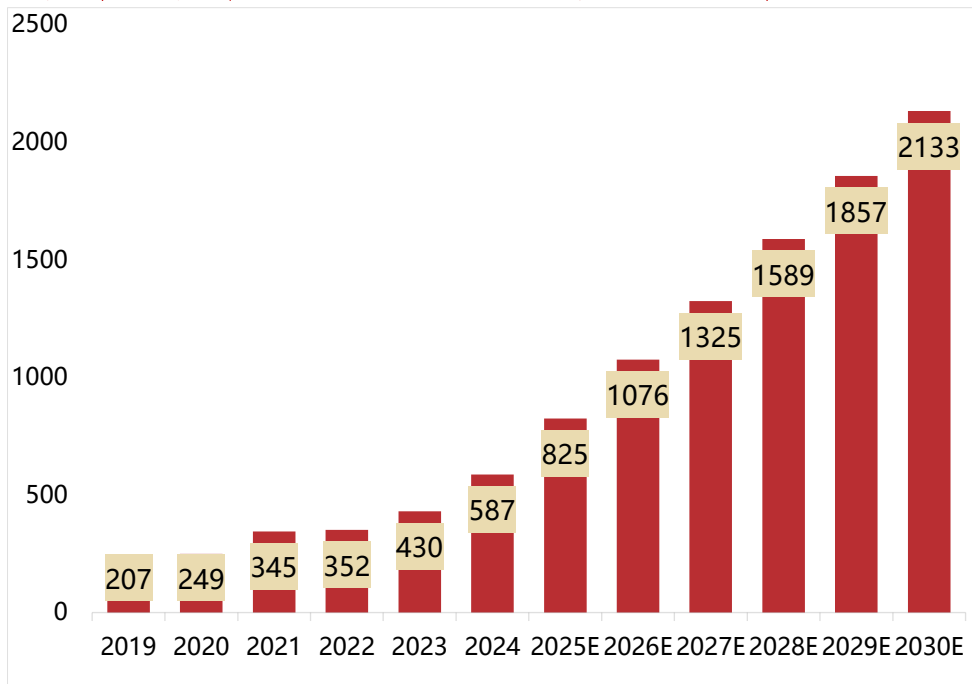
图：2024年及2030年（估计）全球潮玩行业按国家及地区划分的明细（按零售额计）



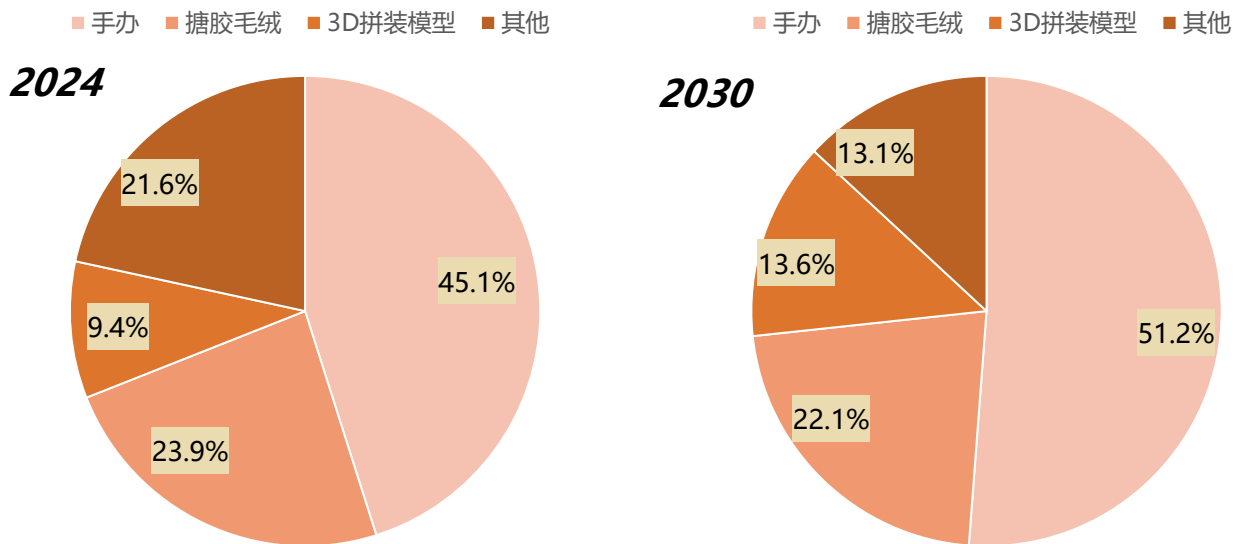
2.2 中国潮玩市场快速增长，其中搪胶毛绒和手办是核心增长板块

- 根据弗若斯特沙利文，中国潮玩行业呈现快速增长态势，零售额由2019年的人民币207亿元跃升至2024年的人民币587亿元，实现23.2%的复合年增长率。该行业预计将由2025年的人民币825亿元增长至2030年的人民币2133亿元，实现20.9%的复合年增长率。
- 其中，搪胶毛绒和手办是核心增长板块。搪胶毛绒的增长主要得益于其在日常生活场景中的情感共鸣和视觉吸引力，其多功能用途推动了这一增长趋势。手办的增长则源于其收藏价值、精湛工艺以及与知名角色的情感联结。以搪胶毛绒及手办的形式对IP角色进行二次创造可促进消费者产生情感共鸣。3D拼装模型仍将作为中国潮玩产业的主流品类，其市场热度源于其带来的动手乐趣与创造体验，以及与热门IP日益深入的合作。因此，根据弗若斯特沙利文，按零售额计，搪胶毛绒在中国潮玩行业的市场份额预计将由2024年的9.4%增长至2030年的13.6%。而按零售额计，手办在中国潮玩行业的市场份额预计将由2024年的45.1%增长至2030年的51.2%。

图：中国潮玩市场规模2019-2030（预计）（亿人民币）



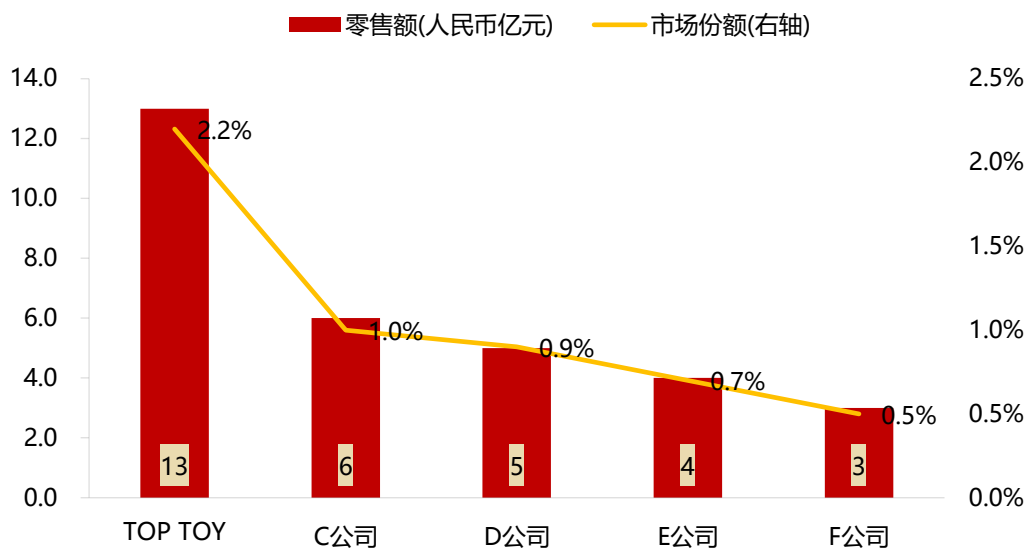
图：2024-2030（预计）中国潮玩行业按产品类型划分的明细（按零售额计）



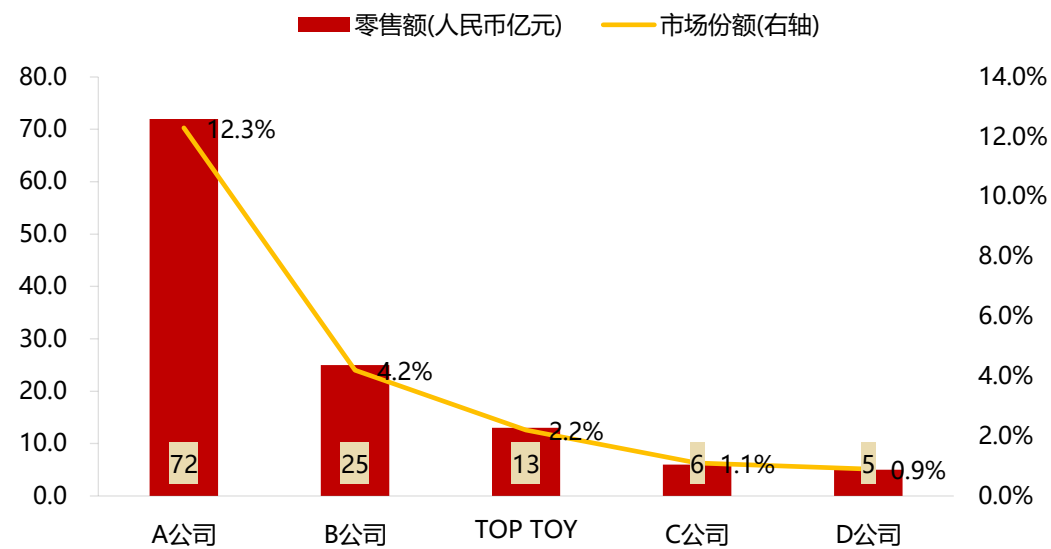
2.3 中国潮玩行业竞争格局相对分散，TOPTOY位居前列

- 根据弗若斯特沙利文，按零售额计，中国潮玩行业前五大潮玩零售商的市场份额合计达20.7%，呈现相对分散的市场格局。其中，公司2024年在中国的零售额达人民币13亿元，在中国潮玩行业零售商中排名第三，市场份额为2.2%。在中国潮玩行业按零售额计的前五大潮玩零售商中，按2020年至2024年复合年增长率计，公司在零售额增幅及门店数量增幅方面均位居中国首位。
- 根据弗若斯特沙利文，按零售额计，中国潮玩行业的前五大潮玩集合零售商的合计市场份额达5.3%，呈现较为分散的市场格局。于2024年，公司在中国的零售额为人民币13亿元，以2.2%的市场份额在中国潮玩行业的潮玩集合零售商中位居首位。

图：2024年中国潮玩行业前五大潮玩集合零售商（按零售额计）



图：2024年中国潮玩行业前五大零售商（按零售额计）



3. 公司业务：打造“自有IP+授权IP+他牌IP”矩阵，构建全产业链环节的一体化平台

3.1 商业模式：围绕IP价值构建全产业链环节的一体化平台

- IP方面：**涵盖自有IP、授权IP及他牌IP的全面且动态的IP矩阵。实现了多个IP之间的彼此引流及有机联动，借助打造新的产品系列及合作来提升品牌影响力反哺IP热度。来自授权IP及他牌IP的实时洞察进一步赋能自有IP的孵化，增强产品组合的差异化及与消费者的连接，定期开发出既独具特色又可引起消费者共鸣的产品。成为IP二次创作的领导者，于中国市场取得的收入在可比的IP产品中遥遥领先。
- 渠道方面：**广泛且全面的全渠道消费者触达。线下门店网络提供沉浸式互动体验并形成良好的品牌曝光。收集一手即时反馈，为产品设计及渠道选品策略提供信息。除自营天猫旗舰店及小程序外，产品亦通过其他中国主流电商平台、新兴内容电商平台、山姆会员商店及Don Don Donki等大型零售商及其他多样化零售渠道进行销售。通过多样灵活的业务模式进入海外市场。
- 社区方面：**高度认可的品牌影响力和规模领先、活跃且多元化的客群。根据弗若斯特沙利文消费者调研，TOP TOY是消费者首选的潮玩集合品牌。截至2025年6月30日，公司拥有注册会员数量超1,000万，是潮玩行业中拥有最大会员群体的公司之一。

图：TOPTOY围绕IP价值构建全产业链环节的一体化平台



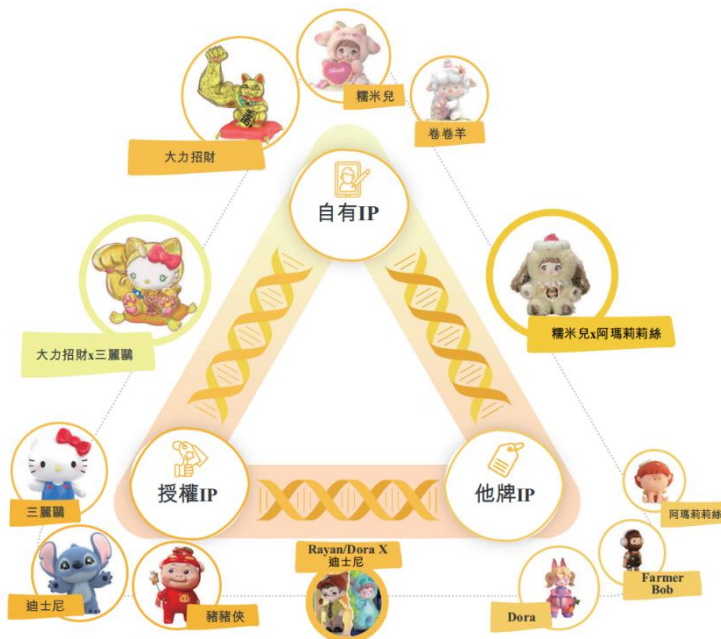
3.2 IP方面：打造“自有IP+授权IP+他牌IP”协同驱动的多层次IP矩阵

- 截至2025年9月19日，公司拥有17个自有IP及43个授权IP。此外，公司依托超过600个他牌IP，构建出多元且动态的IP矩阵，不断拓宽粉丝群体并提升流量。公司产品的核心是自研产品，是公司通过积极参与设计过程而开发的产品，且基于公司的自有IP以及与知名IP授权合作。此外，公司通过供货商协议直接采购产品以丰富产品种类。该等产品为直接销售，或与已有所需IP授权的供货商共创。
- 25年5月，与HiTOY海创文化成立合资公司“果然有趣”，强化自有IP矩阵，TOP TOY持股51%。合资公司重点运营HiTOY旗下IP，包括治愈系潮玩“Nommi糯米儿”和“Maymei霉霉”等，两个IP在2024年8月到12月的五个月内已创下了破亿的销售额，潜力较大。名创优品集团董事长叶国富也对Nommi糯米儿寄予厚望，在2025中期业绩电话会中预估该IP2025年销售额可达到2.5亿元，2026年预计6亿元。

图：TOPTOY 旗下部分IP产品展示



图：TOPTOY “自有IP+授权IP+他牌IP”的多层次IP矩阵



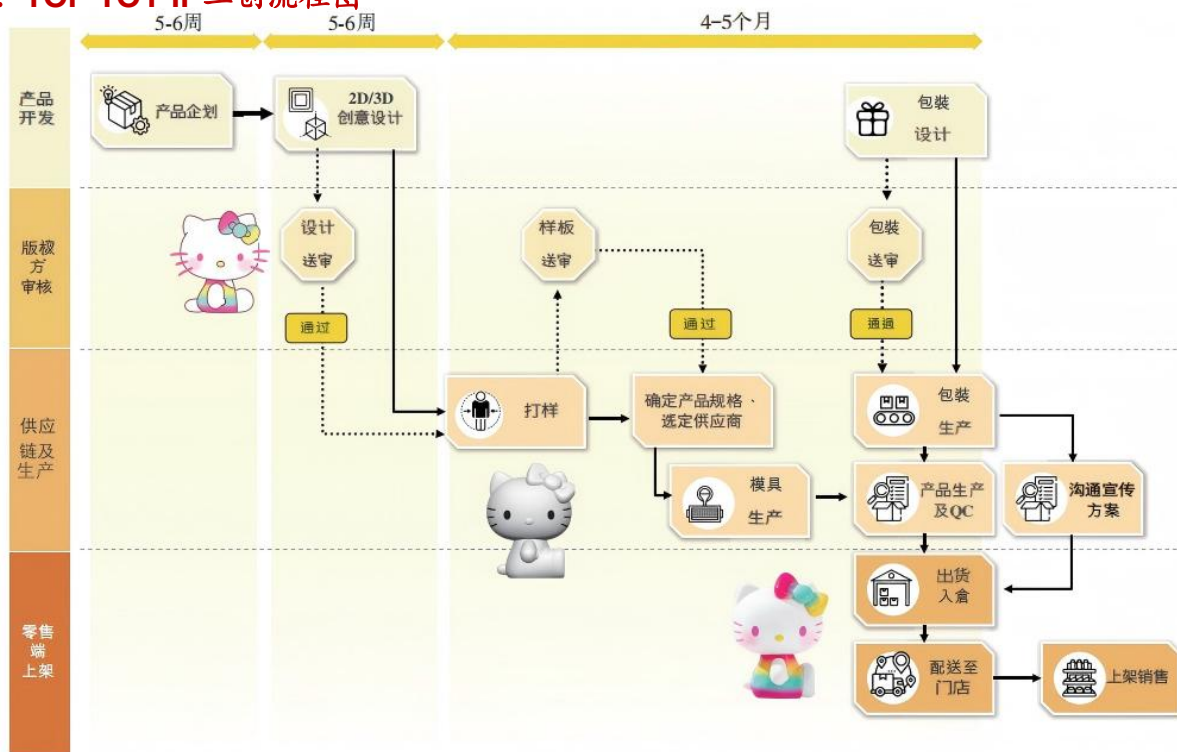
图：自有IP“Nommi糯米儿”



3.2 IP运营：通过本土化二创等形式重塑现有授权，挖掘IP新潜力

- 战略的核心是通过富有创造性的产品开发重新创作获授权IP，充分挖掘其新的商业潜力。将每个IP视为创新平台——通过本土化二创、品类拓展与全新设计叙事，对角色与故事进行二次创作，保留对该等二创作品的独家使用权，得以构建自有设计库，成为极具竞争力的资产。
- 拥有高效且严谨的流程，确保产品开发与品牌调性一致，同时在从初始概念到零售上市的全阶段，都能满足授权方的创意标准。培育自有IP，同时重塑现有授权的策略创造了一个平衡的产品组合，既能推动即时收入，又能推动可持续的品牌建设。

图：TOP TOY IP二创流程图



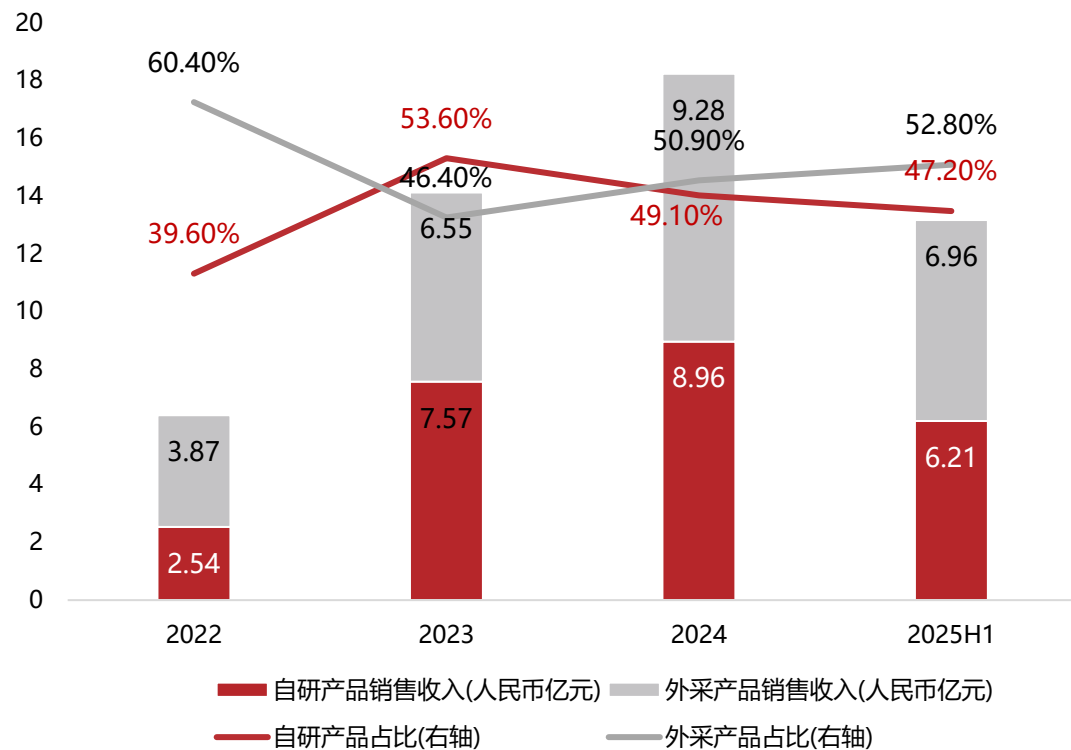
图：TOP TOY推出的二创产品之一



3.3 产品方面：以自研产品为核心，并通过外采产品丰富产品矩阵

- **TOPTOY以自研产品为核心**，通过积极参与设计过程而开发的产品，且基于自有IP以及与知名IP授权合作。外采产品方面，通过供应商协议直接采购产品以丰富产品种类，该等产品为直接销售，或与已有所需IP授权的供应商共创。TOPTOY通过多级筛选系统以确保质量和品牌一致性并给消费者带来独特体验，例如快闪店Chiikawa在开业首月产生近1000万元GMV。
- **收入显著增长主要由于自研产品增多**：2022-25H1分别为人民币2.54/7.57/8.96/6.21亿元，分别占TOP TOY潮玩产品销售总收入的39.6%、53.6%、49.1%及47.2%。

图：2022-2025H1自研与外采产品销售收入及占比（人民币亿元）



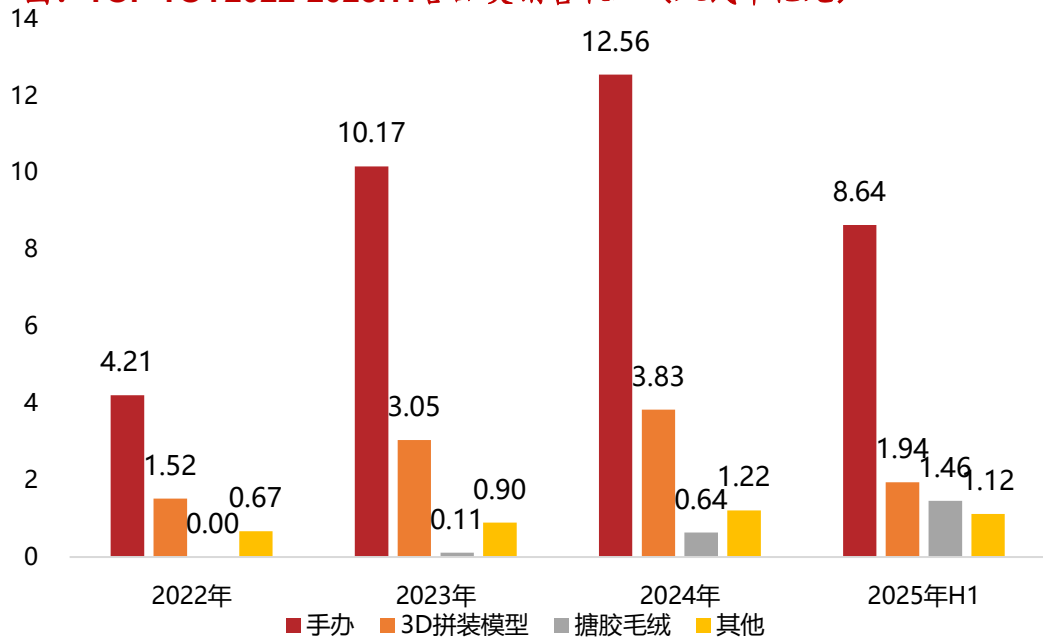
图：自研产品大力招财2022-2025H1累计GMV达到3500万元



3.3 产品方面：手办、3D拼装模型和搪胶毛绒是三大核心品类

- 手办是TOP TOY最畅销的产品类别，也是主要产品类型之一。以极致关注细节著称。每件作品均采用专业工艺。对于每款藏品详细列出系列中所有常规款手办，并公开披露获得任何隐藏稀有款式的确切概率，营造值得信赖的收藏体验。
- 3D拼装模型方面是TOP TOY拥有覆盖人群最广的品类。非凡细节与精确工艺，安全的拼搭体验，耐用且色彩鲜艳的材料，高性价比精品。除热门IP主题系列外，亦推出满足不同创意需求的其他拼装产品线，如日常创意系列。精准服务于各类受众。
- 搪胶毛绒是TOP TOY增长最快的产品类别。搪胶面部搭配毛绒材质，带来愉悦的玩耍体验和舒适的握持感，在互动趣味与舒适体验之间取得绝佳平衡。搪胶与毛绒的组合营造出视觉冲击力十足的对比效果，同时提升美学魅力与感官体验，赋予每个角色强烈表现力与持久耐用性。许多产品系列配备可拆卸服装和灵活可动关节等亮点功能，能激发创意玩法和故事创作。

图：TOP TOY 2022-2025H1 各品类销售收入（人民币亿元）



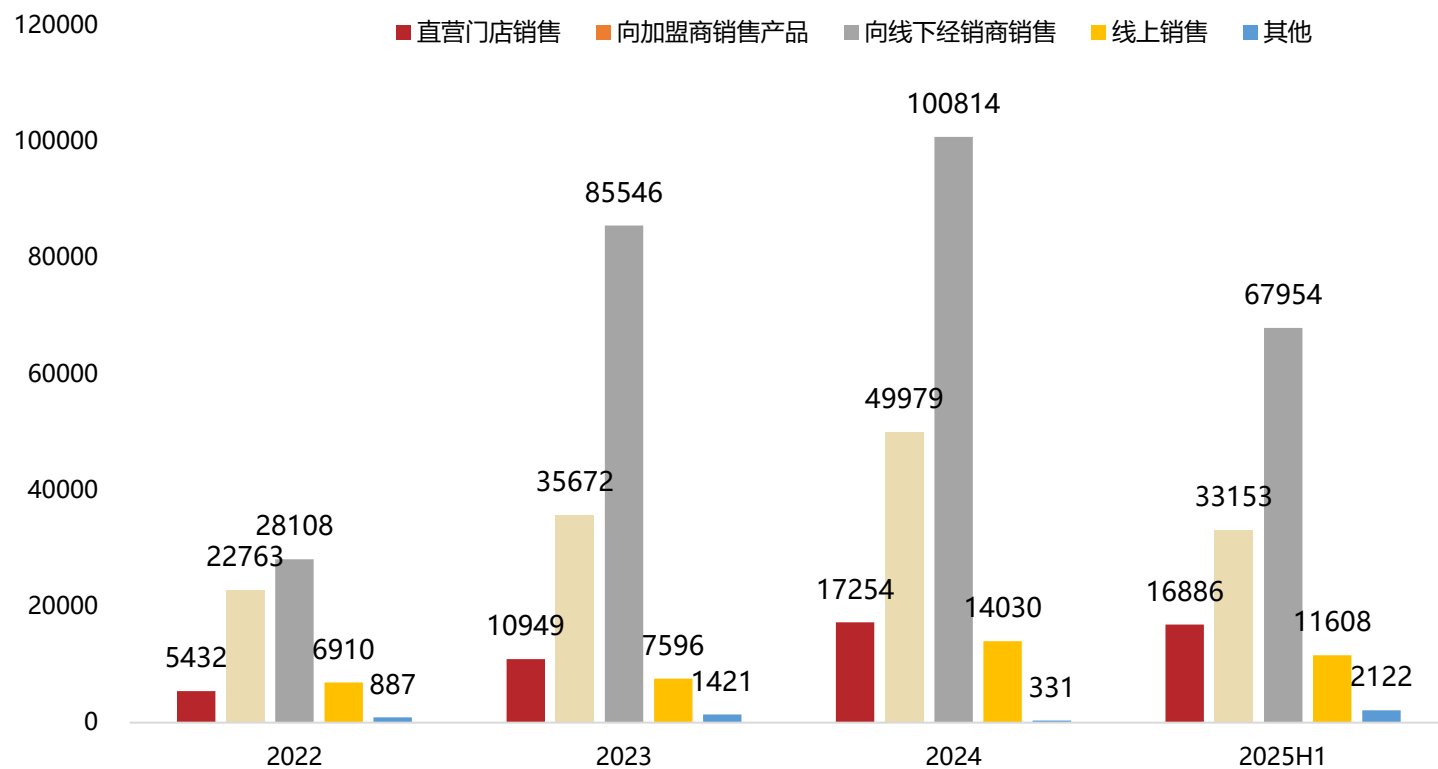
图：TOP TOY 手办、3D模型和搪胶毛绒产品



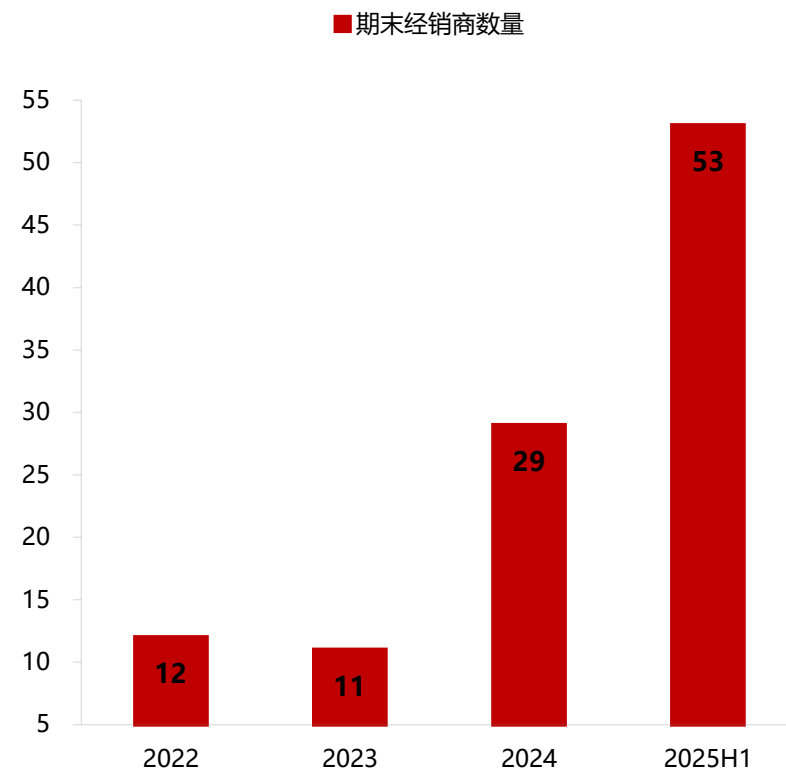
3.4 渠道方面：以线下渠道为主，其中经销商渠道扩展最为迅速

- TOP TOY通过全面而广泛的销售及经销网络销售产品，主要包括直营门店的销售、通过称为TOP TOY合伙人的加盟商进行的销售、通过线下经销商进行的销售及线上销售。
- TOP TOY及TOP TOY合伙人经营的TOP TOY门店是主要销售渠道，提供最广泛的产品选择以满足不同粉丝的需求。零售门店是TOP TOY开展业务及与粉丝建立联系的重要渠道。例如，TOP TOY利用零售门店聚集大量粉丝、试验新产品、升级购物体验及提高品牌知名度。

图：TOP TOY2022-2025H1各渠道销售收入（人民币万元）



图：TOP TOY2022-2025H1经销商数量（个）



3.4 渠道方面：“旗舰+主流+快闪”多层次全方位推进开店

- 截至2022年、2023年及2024年12月31日以及2025年6月30日，网络内分别有117家、148家、276家及293家TOP TOY门店。
- TOP TOY门店是经销及品牌战略的核心部分。其中旗舰店是门店网络的核心亮点，它们并非传统零售门店，而是作为文化地标存在，门店平均面积为约870平方米。主流门店选址布局于人流量大的城市购物中心，以最大化曝光度与到店客流，平均面积为约240平方米。快闪店是测试市场的实验室，通常用于为特定IP产品系列开展营销活动、发布新品，或在进入新的地理市场时建立初步立足点。

表：TOP TOY2022-2025H1门店数量（家）

| 门店类别 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025H1 |
|--------------|------|------|------|--------|
| 直营门店 | 8 | 14 | 40 | 38 |
| TOP TOY合伙人门店 | 109 | 134 | 236 | 250 |
| 代理门店 | - | - | - | 5 |
| 合计 | 117 | 148 | 276 | 293 |

3.4 线上渠道：电商平台促进交易，内容平台培育社区

- 线上销售主要通过所有主要第三方电商平台及内容及社交媒体（如天猫、京东、抖音、小红书及拼多多等）上进行线上销售。
- 在电商市场上，专注于交易性销售，同时与平台主导的促销活动合作。实施复杂的客户标签，以追踪购买行为及来源，根据个人喜好进行高度针对性的产品推荐，从而显著提高转化率。内容及社交媒体策略专注于通过直播和社区参与等互动形式获取及转化客户。该渠道是重要的营销平台，可以推动实时销售，培养持久的品牌忠诚度，同时扩大在关注趋势的消费者群体中的影响力。

图：TOP TOY线上平台



3.4 线上渠道：电商平台促进交易，内容平台培育社区

- **产品受众广泛**，核心客群主要包括三类：关注潮流的Z世代消费者、家庭客群以及热忱的品牌忠实粉丝。TOP TOY为每个群体制定针对性互动策略，开展有广泛效用的品牌活动，确保覆盖不同的消费客群。
- **产品发布营销活动**。新产品发布前开展以内容共创为核心的集中营销活动。产品发布时，同步开展跨平台内容营销活动以最大化互动效果。作为数字策略的补充，在门店举办高影响力营销活动，包含明星签售、互动挑战、等身IP角色合影点及手工工坊等环节。线上线下活动整合联动。
- **持续品牌互动**。在产品发布间隙通过持续的内容输出保持热度。开展各类活动（如比赛、挑战等活动）与消费者互动。举办主题拼装活动，以此触达核心家庭客群，带动客流、增进互动并提升销售转化。
- 同时，TOP TOY小程序通过提供有趣且有回报的用户体验，助力培养持续的品牌互动。通过新品盘点、抽奖等元素激励用户重复访问，通过创意工坊邀请用户参与共创及产品个性化定制，加深用户的情感投入，培养归属感与社群感。

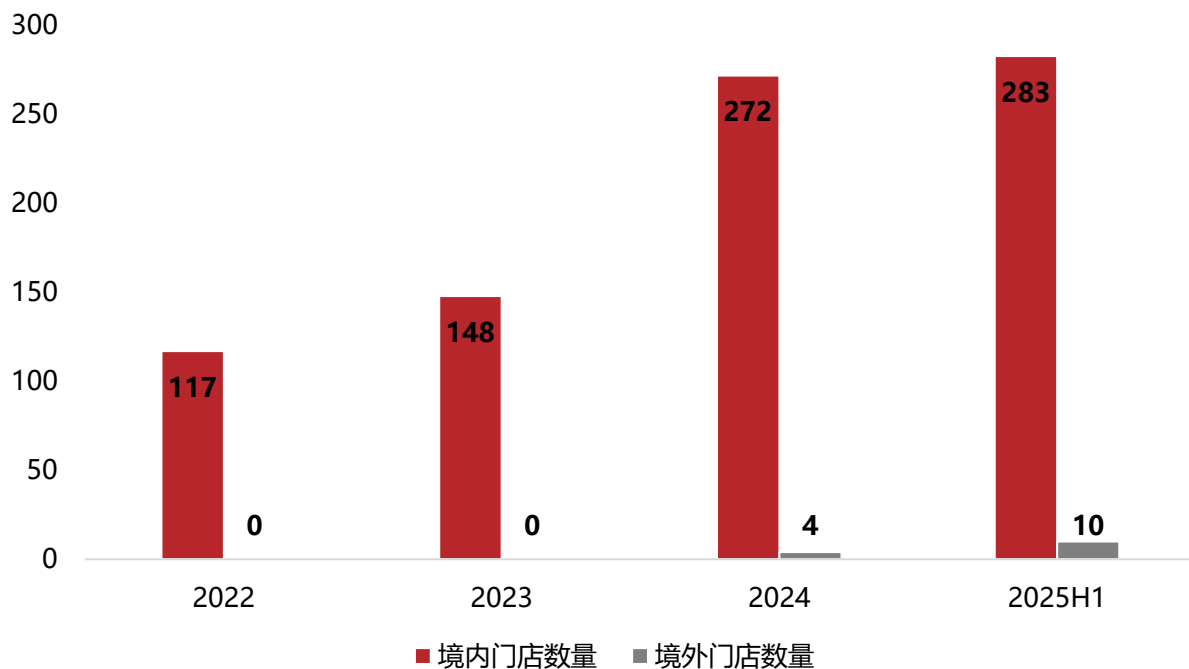
图：TOP TOY小程序界面



3.5 海外业务：从24年开始布局海外后迅速起量

- 公司从**2024**年开始布局海外后，**海外市场迅速起量**。2024至2025H1，海外收入分别为1181万元、5248万元。门店数量从2024年的4家到2025H1的10家，到2025年9月26日达到15家。截至2025年6月30日，公司有33名全职雇员位于海外国家。
- 目前TOPTOY已经进入泰国、马来西亚、印度尼西亚和日本等市场，未来会进一步拓展至东南亚、东亚、北美及南美等地区。2025年3月，TOP TOY正式宣布全球化战略升级，提出未来五年，海外销售占比要超过**50%**，并计划覆盖全球**100**个国家的核心商圈，开设**1000**家门店。

图：2022-2025H1境内和境外门店数量（家）



图：TOP TOY日本首店开业



3.6 供应商：2025H1前五大供应商占17.3%

- 公司供应商主要包括潮玩及模具工厂与IP授权方。通过全面的数字化整合与供应商深度参与，加之通过大额采购量与稳定付款所建立的稳固合作关系，使公司能够保持供应链效率，得以维持丰富的SKU组合、定期推出大量新产品，并保持成本竞争力。
- 2022-2025H1，各期间向前五大供应商的采购额分别为人民币1.26/2.43/2.27/1.88亿元，分别占各期间总采购额的19.3%/21.0%/14.3%/17.3%。

表：TOP TOY前五大供应商

| 时间段 | 前五大供应商采购额 (人民币亿元) | 占总采购额比例 |
|--------|----------------------|---------|
| 2022年度 | 1.26 | 19.3% |
| 2023年度 | 2.43 | 21.0% |
| 2024年度 | 2.27 | 14.3% |
| 2025H1 | 1.88 | 17.3% |

表：TOP TOY最大供应商

| 时间段 | 最大供应商采购额 (人民币亿元) | 占总采购额比例 |
|--------|---------------------|---------|
| 2022年度 | 0.34 | 5.2% |
| 2023年度 | 0.63 | 5.4% |
| 2024年度 | 0.50 | 3.1% |
| 2025H1 | 0.49 | 4.5% |

3.7 客户：2024年前五大客户占比66.2%

- 客户主要包括TOP TOY合伙人、经销商及消费者。
- 2022-2025H1，各期间来自前五大客户的收入分别为人民币4.59/11.18/12.63/8.13亿元，分别占各期间总收入的67.6%/76.5%/66.2%/59.7%。2022-2025H1，各期间来自最大客户的收入分别为人民币2.50/7.81/9.23/6.19亿元，分别占各期间总收入的36.8%/53.5%/48.3%/45.5%。

表：截至2025半年度TOP TOY前五大客户

| 客户 | 业务关系开始时间 | 收入 (人民币亿元) | 占总收入比例 | 客户类型 |
|--------|----------|------------|--------|------------|
| 名创优品集团 | 2021年 | 6.1911 | 45.5% | 经销商 |
| 客户A | 2021年 | 0.9650 | 7.1% | TOP TOY合伙人 |
| 客户B | 2023年 | 0.4227 | 3.1% | TOP TOY合伙人 |
| 客户C | 2023年 | 0.3234 | 2.4% | TOP TOY合伙人 |
| 客户D | 2020年 | 0.2248 | 1.6% | TOP TOY合伙人 |
| 合计 | | 8.1270 | 59.7% | |

表：2024年度TOP TOY前五大客户

| 客户 | 业务关系开始时间 | 收入 (人民币亿元) | 占总收入比例 | 客户类型 |
|--------|----------|------------|--------|------------|
| 名创优品集团 | 2021年 | 9.2279 | 48.3% | 经销商 |
| 客户A | 2021年 | 2.2958 | 12.0% | TOP TOY合伙人 |
| 客户D | 2020年 | 0.4169 | 2.2% | TOP TOY合伙人 |
| 客户B | 2023年 | 0.3748 | 2.0% | TOP TOY合伙人 |
| 客户C | 2023年 | 0.3173 | 1.7% | TOP TOY合伙人 |
| 合计 | | 12.6326 | 66.2% | |



- **IP供应商：**与万代、宝可梦等国内外顶尖的潮玩公司深度战略合作，整合各方优势，构建丰富多元的潮玩矩阵，强化潮玩集合平台的定位。除直接采购成品进行售卖之外，也与品牌方建立深度合作，通过合作孵化IP、促进跨品牌IP联名、供应商和渠道资源共享等实现生态协同。
- **生产供应商：**与数百家供应商合作，少量多次的柔性生产能力能够满足定制化需求及工艺迭代需求，以及IP联名款短周期、高热度的供应需求。
- **物流与库存供应商：**依托分别位于肇庆及沈阳的两大仓库，辅以长期稳定的物流合作伙伴，物流能够在平均3天到5天覆盖全国。通过数字化中台实时监测销售数据，动态调控库存，实现爆款持续供应、长尾产品精准清库。截至2023年、2024年12月31日止年度以及截至2025年6月30日止六个月，存货周转天数分别为38.1天、50.5天及53.4天。
- **质量保证：**采用先进技术提升品控水平。以3D拼装模型产品为例，采用全面的监测系统，包括用于颗粒分类的AI视觉检测及红外线检测，以及三坐标测量机来确保尺寸精度。已搭建溯源系统，消费者扫码即可查看“设计—生产—质检—流通”全流程记录。

4. 风险提示



- **IP热度下降：** 现有热门IP热度下降或会导致营收增长失速，并出现库存积压，同时原创IP孵化难度较大。
- **IP续约风险：** 核心授权IP到期不续或成本提升，非独家授权导致同质化竞争。
- **开店速度不及预期：** 直营与加盟门店开店速度或不及预期，同时经销商忠诚度低，渠道不稳定。
- **行业竞争加剧：** 若头部效应加剧，跨界资本涌入如IP方通过投资入场，产品同质化严重，缺乏差异化竞争优势等，或导致公司收入下滑。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES