

商贸零售行业跟踪周报

潮玩集合店第一品牌——TOP TOY 正式递交港股上市申请，附招股书拆解

增持（维持）

周观点（注：文中“本周”指的9月22日至9月28日）

- **2025年9月26日，名创优品旗下TOP TOY正式向联交所递交上市申请。**此次分拆将通过全球发售及向股东派发TOP TOY股份的方式进行，股东有望按持股比例获得股份。目前上市申请已提交，最终实施有待监管批准及市场条件。分拆后TOP TOY将继续作为名创优品的子公司独立运营。
- **受益于潮玩行业快速发展，TOP TOY收入和利润均高增。**收入方面，2023年在扩店与品类放量带动下同比翻倍（约+115%），2024年持续高增；到2025H1收入实现同比+58.5%达13.60亿元。TOP TOY在2023年实现扭亏，2024年利润增长40%至2.97亿元；2025H1实现归母净利润为1.81亿元，同比约+28%。
- **中国潮玩行业维持高景气，行业规模预计从2024年约590亿元增长至2030年约2130亿元，2025-2030E复合增速约21%。**品类结构继续向高附加值倾斜——手办占比提升（约45%升至逾五成）成为主核；搪胶毛线占比增长，是目前行业较为火热的产品方向；3D拼装模型小幅回落。
- **行业格局方面，以零售额计，2024年TOP TOY是国内最大的潮玩集合店、是国内第三大潮玩零售商。**TOP TOY的选品、供应链、IP运营和加盟商资源优势，使这家年轻的企业快速跻身行业龙头地位。国内前2大潮玩零售商均为自有品牌零售商，如泡泡玛特、乐高等。
- **TOP TOY分拆上市有望帮助名创优品实现价值重估。**名创优品9月26日收盘价对应2024年经调整净利润的静态市盈率为18倍左右，而TOP TOY最近一次融资（获淡马锡领投）估值为100亿港元，对应2024年静态市盈率在30倍以上。分拆上市有助于不同类型的投资者各取所需，也有助于名创优品集团实现价值重估。

本周行情回顾

- 本周（9月22日至9月28日），申万商贸零售指数涨跌幅-4.32%，申万社会服务-5.92%，申万美容护理-2.25%，上证综指+0.21%，深证成指+1.06%，创业板指+1.96%，沪深300指数+1.07%。
- 年初至今（1月2日至9月28日），申万商贸零售指数涨跌幅+1.91%，申万社会服务+8.91%，申万美容护理+9.80%，上证综指+14.21%，深证成指+26.83%，创业板指+47.16%，沪深300指数+15.63%。
- **风险提示：**海外经营风险、扩店放慢、消费者喜好变化、行业竞争加剧等。

2025年09月29日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石琦瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

内容目录

1. 本周行业观点4

2. 本周行情回顾7

3. 细分行业公司估值表7

4. 风险提示9

图表目录

图 1: 2022-2025H1 收入与同比增速4

图 2: 2022-2025H1 归母净利润与同比增速4

图 3: 2022-2025H1 毛利率与净利率4

图 4: 2022-2025H1 销售和管理费用率4

图 5: 2022-2025H1 门店数及增速5

图 6: TOP TOY 门店结构5

图 7: 2022-2025H1 自研产品与外采产品占比5

图 8: 2022-2025H1 产品结构（各产品占营收比重）5

图 9: 2019-2030 中国潮流玩具市场规模预测趋势图6

图 10: 2024 年中国潮玩行业前五大潮玩零售商.....6

图 11: 本周各指数涨跌幅.....7

图 12: 年初至今各指数涨跌幅.....7

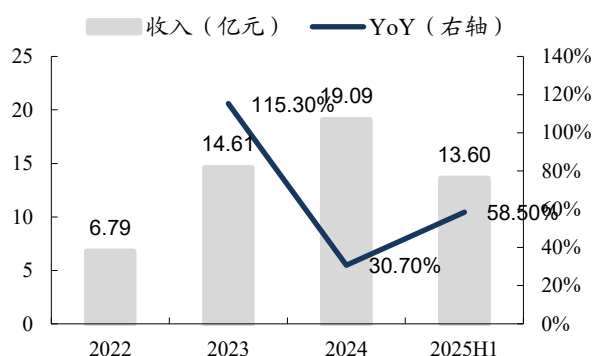
表 1: 行业公司估值表（市值更新至 9 月 26 日）7

1. 本周行业观点

2025年9月26日，名创优品旗下 TOP TOY 正式向联交所递交上市申请。此次分拆将通过全球发售及向股东派发 TOP TOY 股份的方式进行，股东有望按持股比例获得股份。目前上市申请已提交，最终实施有待监管批准及市场条件。分拆后 TOP TOY 将继续作为名创优品的子公司独立运营。

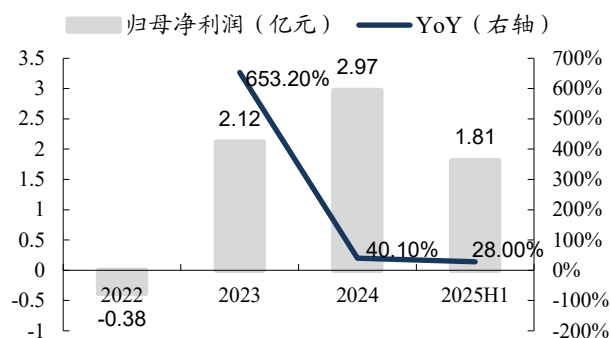
受益于潮玩行业快速发展，收入和利润均高增。收入方面，2023年在扩店与品类放量带动下同比翻倍（约+115%），2024年持续高增；到2025H1收入实现同比+58.5%达13.60亿元。TOP TOY在2023年实现扭亏，2024年利润增长40%至2.97亿元；2025H1实现归母净利润为1.81亿元，同比约+28%。

图1：2022-2025H1 收入与同比增速



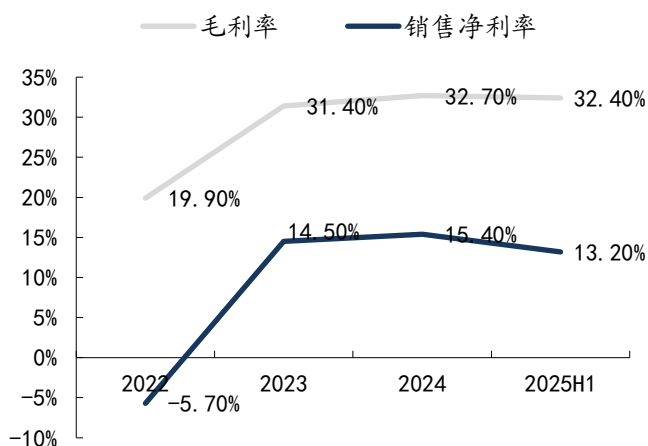
数据来源：招股书，东吴证券研究所

图2：2022-2025H1 归母净利润与同比增速



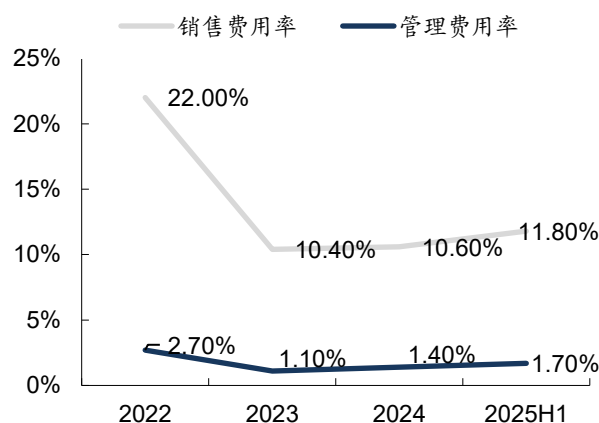
数据来源：招股书，东吴证券研究所

图3：2022-2025H1 毛利率与净利率



数据来源：招股书，东吴证券研究所

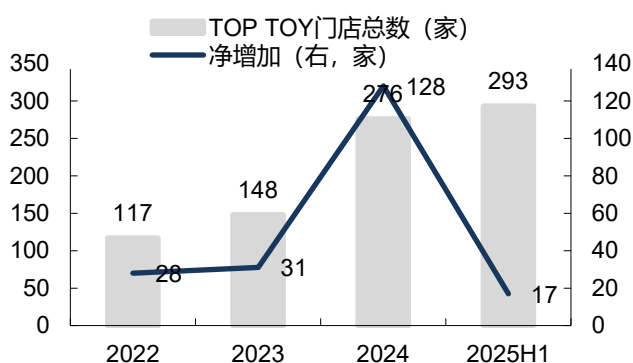
图4：2022-2025H1 销售和管理费用率



数据来源：招股书，东吴证券研究所

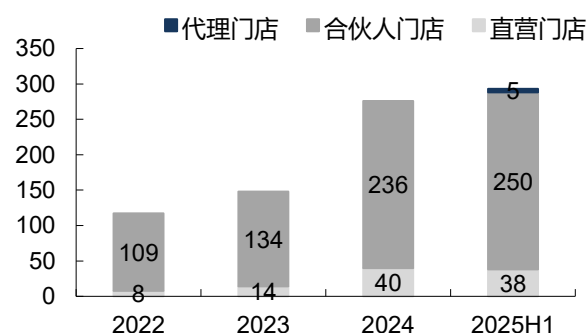
TOP TOY 门店数快速增长、结构以合伙人门店为主，2025H1 通过代理门店实现出海。 TOP TOY 2024 年下半年开始加速开店，2025H1 门店数达到 293 家，同比净增 98 家；分类型看，合伙人门店分别为 250 家，直营门店为 38 家，2025H1 新增代理门店 5 家。结构占比方面，合伙人门店占总门店 85.3%，直营占 13.0%，代理门店占 1.7%。我们认为未来 TOP TOY 门店未来仍然会以第三方门店为主，但短期内由于开大店、旗舰店以提升品牌级次，直营门店占比有所提升。而在门店快速增长的同时，公司单店收入大致维持稳定。

图5：2022-2025H1 门店数及增速



数据来源：招股书，东吴证券研究所

图6：TOP TOY 门店结构



数据来源：招股书，东吴证券研究所

产品方面：自有产品占比提升，定位更“硬核”的潮玩。 2025H1 公司自有产品占比达 47%，较成立之初的 30~40%（如 2022 年的 39.6%）有较大幅提升；作为潮玩集合店，我们认为未来 toptoy 仍然会以自有+第三方共存的产品形式为主。TOPTOY 产品更偏向硬核玩家，主要产品为手办和拼装模型。2025H1 搪胶毛绒贡献较大增量，占比从 2024 年的 3.5% 提升至 2025H1 的 14.7%。

图7：2022-2025H1 自研产品与外采产品占比

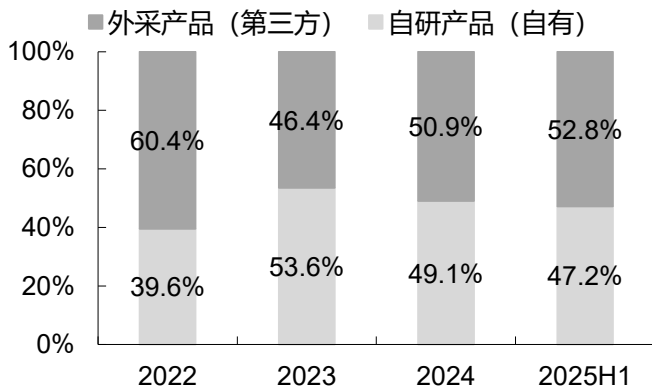
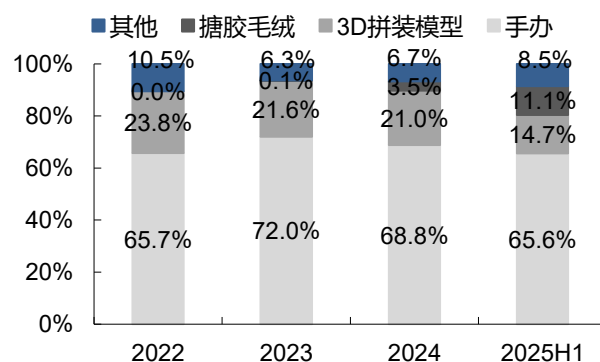


图8：2022-2025H1 产品结构（各产品占营收比重）

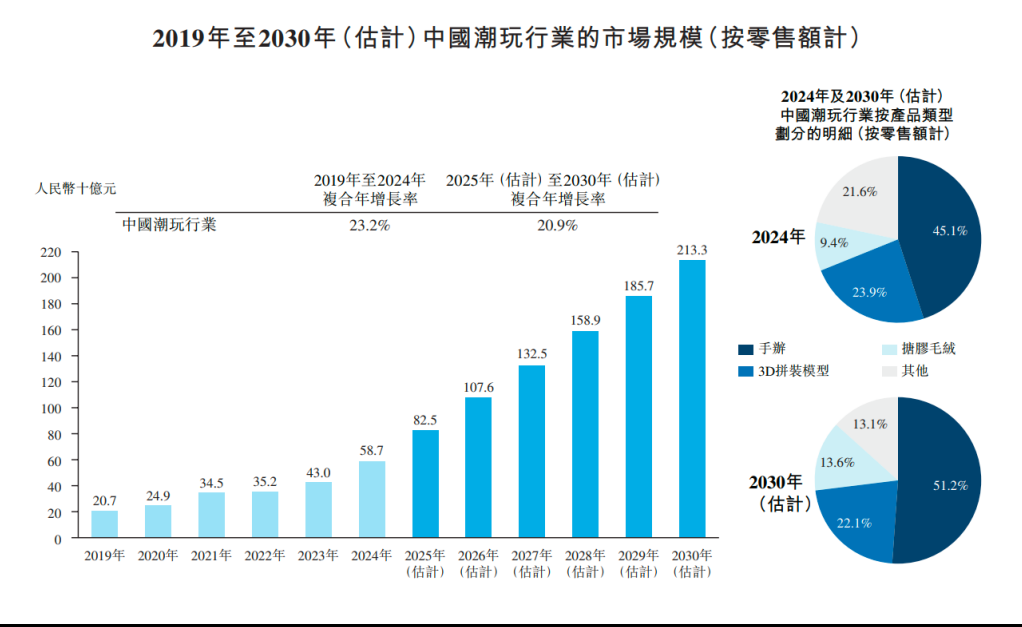


数据来源：招股书，东吴证券研究所

数据来源：招股书，东吴证券研究所

中国潮玩行业维持高景气，规模预计从 2024 年约 590 亿元增长至 2030 年约 2130 亿元，2025-2030E 复合增速约 21%。品类结构继续向高附加值倾斜——手办占比提升（约 45%升至逾五成）成为主核；搪胶毛绒占比增长，是目前行业较为火热的产品方向；3D 拼装模型小幅回落。

图9：2019-2030 中国潮流玩具市场规模预测趋势图



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

以零售额计，2024 年 TOPTOY 是国内最大的潮玩集合店、是国内第三大潮玩零售商。TOPTOY 的选品、供应链、IP 运营和加盟商资源优势，使这家年轻的企业快速跻身行业龙头地位。国内前 2 大潮玩零售商均为自有品牌零售商，如泡泡玛特、乐高等。

图10：2024 年中国潮玩行业前五大潮玩零售商

2024年中国潮玩行业前五大潮玩零售商（按零售额计）

排名	中国潮玩公司	潮玩公司类型	中国各潮玩零售商的零售额 ⁽¹⁾ (人民币十亿元)	按零售额计的 市场份额(%)
1	A公司	自有品牌零售商	7.2	12.3%
2	B公司	自有品牌零售商	2.5	4.2%
3	本集團	潮玩集合公司 ⁽¹⁾	1.3	2.2%
4	C公司	潮玩集合公司	0.6	1.1%
5	D公司	潮玩集合公司	0.5	0.9%
前五大			12.1	20.7%
中国潮玩行业的市场规模（按零售额计）			58.7	

数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

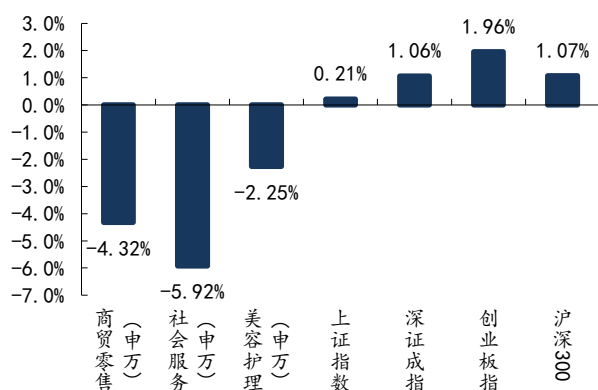
TOP TOY 分拆上市有望帮助名创优品实现价值重估。名创优品 9 月 26 日收盘价对应 2024 年经调整净利润的静态市盈率为 18 倍左右，而 TOP TOY 最近一次融资（获淡马锡领投）估值为 100 亿港元，对应 2024 年静态市盈率在 30 倍以上。分拆上市有助于不同类型的投资者各取所需，也有助于名创优品集团实现价值重估。

2. 本周行情回顾

本周（9 月 22 日至 9 月 28 日），申万商贸零售指数涨跌幅-4.32%，申万社会服务-5.92%，申万美容护理-2.25%，上证综指+0.21%，深证成指+1.06%，创业板指+1.96%，沪深 300 指数+1.07%。

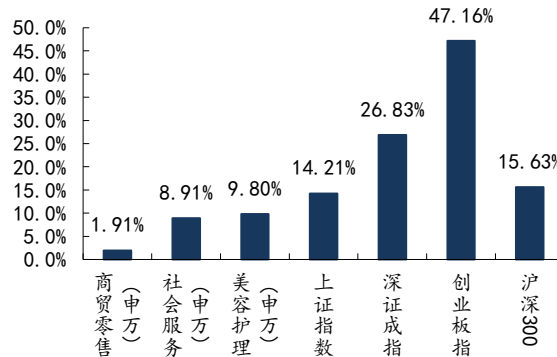
年初至今（1 月 2 日至 9 月 28 日），申万商贸零售指数涨跌幅+1.91%，申万社会服务+8.91%，申万美容护+9.80%，上证综指+14.21%，深证成指+26.83%，创业板指+47.16%，沪深 300 指数+15.63%。

图11：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 细分行业公司估值表

表1：行业公司估值表（市值更新至 9 月 26 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E			投资 评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	322	81.33	15.52	17.95	20.49	21	18	16	买入

300957.SZ	贝泰妮	194	45.83	5.03	6.60	8.09	39	29	24	买入
603983.SH	丸美生物	158	39.29	3.42	4.39	5.53	46	36	28	买入
600315.SH	上海家化	176	26.20	-8.33	3.22	4.10	-	55	43	买入
600223.SH	福瑞达	77	7.60	2.44	2.82	3.51	32	27	22	未评级
688363.SH	华熙生物	263	54.55	1.74	7.19	8.65	151	37	30	未评级
300896.SZ	爱美客	551	182.21	19.58	21.41	23.59	28	26	23	未评级
300856.SZ	科思股份	63	13.25	5.62	4.09	5.57	11	15	11	增持
300740.SZ	水羊股份	81	20.80	1.10	2.61	3.28	74	31	25	未评级
832982.BJ	锦波生物	329	286.15	7.32	10.41	14.60	45	32	23	买入
2367.HK	巨子生物	528	54.15	20.62	25.66	32.15	26	21	16	买入

培育钻石&珠宝

600612.SH	老凤祥	262	50.07	19.50	16.43	18.34	13	16	14	买入
002867.SZ	周大生	146	13.43	10.10	11.12	12.16	14	13	12	买入
1929.HK	周大福	1,370	15.26	59.16	76.94	85.00	23	18	16	未评级
002345.SZ	潮宏基	133	14.96	1.94	5.29	6.58	69	25	20	买入
600916.SH	中国黄金	139	8.25	8.18	11.82	13.23	17	12	10	未评级
605599.SH	菜百股份	109	13.96	7.19	7.81	8.37	15	14	13	买入

免税旅游出行

601888.SH	中国中免	1,452	70.20	42.67	49.78	49.78	34	29	29	买入
600009.SH	上海机场	788	31.66	19.34	29.39	37.19	41	27	21	未评级
600258.SH	首旅酒店	165	14.79	8.06	9.08	9.87	20	18	17	买入
600754.SH	锦江酒店	248	23.23	9.11	10.31	12.58	27	24	20	买入
1179.HK	华住集团-S	851	30.12	30.48	45.50	48.20	28	19	18	买入
600859.SH	王府井	160	14.20	2.69	6.25	7.48	59	26	21	未评级
0780.HK	同程旅行	479	22.48	26.80	32.10	35.40	18	15	14	增持
300144.SZ	宋城演艺	232	8.86	10.49	11.37	13.20	22	20	18	增持
301073.SZ	君亭酒店	45	23.08	0.25	0.66	0.89	178	68	50	未评级
603136.SH	天目湖	33	12.07	1.05	1.34	1.49	31	24	22	增持
002707.SZ	众信旅游	73	7.43	1.06	2.28	2.89	69	32	25	未评级
603199.SH	九华旅游	40	36.47	1.86	2.17	2.43	22	19	17	买入
600054.SH	黄山旅游	86	11.78	3.15	3.48	3.88	27	25	22	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	70	13.31	2.35	2.65	2.95	30	26	24	未评级
603099.SH	长白山	121	45.20	1.44	1.82	2.23	84	66	54	未评级

出口链

600415.SH	小商品城	1,018	18.57	30.74	42.31	57.13	33	24	18	买入
300866.SZ	安克创新	666	124.20	21.14	25.80	33.73	31	26	20	买入
301376.SZ	致欧科技	78	19.26	3.34	3.68	4.82	23	21	16	买入
301381.SZ	赛维时代	102	25.33	2.14	3.52	4.80	48	29	21	未评级
301606.SZ	绿联科技	270	65.13	4.62	6.19	8.48	58	44	32	买入
9896.HK	名创优品	489	43.28	27.21	29.39	33.93	18	17	14	买入

产业互联网

600057.SH	厦门象屿	194	7.01	14.19	18.54	22.48	14	10	9	买入
600153.SH	建发股份	291	10.05	29.46	34.98	40.46	10	8	7	未评级
600755.SH	厦门国贸	131	6.13	6.26	12.68	15.34	21	10	9	未评级
600710.SH	苏美达	135	10.32	11.48	12.42	13.29	12	11	10	增持

小家电

688696.SH	极米科技	84	120.00	1.20	4.30	5.63	70	20	15	买入
603486.SH	科沃斯	614	106.45	8.06	12.02	14.84	76	51	41	买入

688169.SH	石头科技	541	208.61	19.77	19.62	26.11	27	28	21	未评级
超市&其他专业连锁										
600729.SH	重庆百货	117	26.56	13.15	14.06	14.99	9	8	8	买入
600694.SH	大商股份	61	17.67	5.86	6.49	7.16	10	9	9	买入
002419.SZ	天虹股份	64	5.47	0.77	1.29	1.55	83	49	41	未评级
601933.SH	永辉超市	434	4.78	-14.65	-8.66	4.39	-	-	99	增持
002697.SZ	红旗连锁	76	5.56	5.21	5.37	5.68	15	14	13	未评级
603708.SH	家家悦	66	10.36	1.32	1.86	2.26	50	36	29	未评级
300755.SZ	华致酒行	87	20.80	0.44	0.98	1.48	195	88	59	买入
301101.SZ	明月镜片	87	43.08	1.77	1.95	2.14	49	45	40	未评级
301078.SZ	孩子王	136	10.76	1.81	3.95	5.59	75	34	24	买入
603214.SH	爱婴室	25	18.06	1.06	1.32	1.58	24	19	16	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 Wind 一致预期；

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位为人民币。PE 按港币:人民币=1:0.91 换算（对应 2025.09.26 汇率）；

注 3：名创优品、同程旅行使用经调整净利润口径。

4. 风险提示

海外经营风险、扩店放慢、消费者喜好变化、行业竞争加剧等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码： 215021
传真：（0512）62938527
公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

