

2025 年 6 月 17 日

全球头部玩具制造商，中国+东南亚产能布局

民银国际研究团队

分析师： 何丽敏

电话： 37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

德林国际

(1126.HK)

目前股价 (港元) 9.89
 52 周内股价区间 (港元) 11.36/3.95
 总市值 (亿港元) 66.94
 近 3 月日均成交额 (百万港元) 24.77

注：截至 2025 年 6 月 17 日收盘价

股价表现



资料来源：iFind

公司概况： 公司为世界领先的玩具制造商，2002 年香港上市。公司主席及创办人是韩国商人崔奎琬先生。公司与知名玩具品牌、角色拥有者及授权商合作，共同设计及制造毛绒玩具、塑料手办模型玩具。
产品、客户集中度及销售地域结构： (1) 2024 年公司实现收入 54.5 亿港元，毛绒玩具/塑料手办玩具分别占 50.7%/ 42.4%，分别实现收入 27.7/ 23.1 亿港元。(2) 毛绒玩具主要供应主题乐园，收入主要来自亚洲，如中国香港、上海、日本迪士尼乐园等；塑料手办模型收入主要来自于北美，供应 Funko 等。一般而言，毛绒玩具利润率>塑料手办模型，毛绒玩具生产更偏劳动密集型特征，塑料手办模型使用模具生产，具备一定自动化空间。(3) 2024 年第一/前五客户分别占总收入 28.5% 74.4%。公司 24H2 与新客户合作，关注度及流动性提升。

中国+东南亚产能布局，有效满足客户对产地多元化的需求：

已有产能方面， 公司共有 20 个工厂（中国 7 个，越南 20 个），中国工厂主要制造毛绒玩具，出货往中国本土市场和日本市场，有效控制对美关税风险；公司早在 2004 年开始布局越南工厂，越南工厂毛绒及塑胶玩具均有制造，供应北美等海外市场。2024 年公司全年平均产能利用率为 80%，该水平已表明产能利用较满，原因是玩具生产分为淡旺季，一般情况 2H 为旺季。**新产能方面，** 公司印尼新产能已在 25 年年中投产并逐步爬坡，考虑到中美贸易摩擦，品牌商客户寻求全球产能多元化，因此公司也考虑在印尼、越南等地继续扩建产能。

公司作为全球头部玩具制造商，受益于潮玩市场旺盛及客户对产能布局多元化的需求，新产能及结构改善有望驱动业绩增长：

目前主题乐园和美国零售商库存已恢复至正常水平，展望未来，考虑到 24 年产能利用情况已在较好水平，业绩增长有望受新产能驱动，结构也存在一定改善空间。公司在全球有设计师团队约 150 人，团队行业经验丰富。全球玩具制造中，中国约占全球产能的 8 成，其他海外地区占 2 成。而公司产能布局中国+越南+印尼，有效应对品牌客户规避中美贸易风险，有效应对品牌商对东南亚产地的需求。对比同行，公司自有的产能符合知名客户对新 IP 备货的较高保密性要求。

表 1：主要财务指标

百万元人民币	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
营业收入	3,780	4,800	6,253	5,352	5,450
收入同比增速 (%)	-5%	27%	30%	-14%	2%
归母净利润	273	194	687	830	738
净利润同比增速 (%)	-43%	-29%	255%	21%	-11%
EPS (港元)	0.403	0.286	1.015	1.226	1.091
PE (倍)	24.5	34.6	9.7	8.1	9.1

资料来源：公司公告、Wind

风险提示：

宏观环境波动，需求不及预期；

国际形势变动，造成额外的关税及贸易壁垒；

库存积压导致订单不及预期；

产能建设进度不及预期；

行业竞争加剧；

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。