

2025年6月16日
德林国际(1126.HK)

公司探访

证券研究报告

玩具制造

全球领先玩具制造商，潮玩盛行趋势下持续受益

事件：德林国际是全球领先的玩具 OEM 制造商，其主要业务是设计、发展、生产及销售玩具，主要产品有毛绒玩具和塑料手板模型。公司于去年下半年和新客户达成了合作，资本市场的关注度也得到进一步提升。

报告摘要

德林国际公司概况：公司成立于 1992 年，创始人是韩国商人崔奎琬，于 2002 年在港股成功上市。公司的主要业务是设计、发展、生产及销售玩具，主要产品有两类：(1)毛绒玩具：2024 年录得收入 27.66 亿港元，占总收入的 50.7%，主要供应主题乐园，如上海、香港、日本迪士尼等，大部分收入来自于亚洲；(2)塑料手板模型：2024 年录得收入 23.11 亿港元，占总收入的 42.4%，主要供应一些北美客户，如 Funko 等。除了以上两种主要的产品外，公司还生产防水布罩，2024 年录得收入 3.73 亿港元，占总收入的 6.9%。公司有 4 个设计中心，约 150 人的设计师团队，有助于公司更好的和客户开展合作。公司于去年下半年和新客户达成了合作，资本市场的关注度也得到进一步提升。目前来自最大客户及前五大客户的收入占比分别为 28.5%和 74.4%，未来随着更多新客户的引入，相信收入集中度将进一步分散。

产能分布情况：公司目前共经营 27 个工厂，2024 年平均产能利用率为 80.2%。其中，中国有 7 个工厂（生产毛绒玩具，主要供应中国和日本市场），越南有 20 个工厂（生产塑料手板模型和毛绒玩具）。此外，由于工厂基本处于满产状态（考虑到生产周期有高峰和非高峰时期，80%左右已处于较高的产能利用率水平），公司也将对产能进行持续扩张。其中公司在印尼投资的新工厂于 2025 年年中已开始投产，产能在持续爬坡。由于中美之间的关税博弈，客户（品牌方）也有一定的供应链多元化需求，因此未来公司计划建设在印尼和越南扩充更多产能以规避一定的风险。

历史财务表现：过去三年公司的表现有一定的波动，2022/2023/2024 年录得收入分别为 62.53/53.52/54.50 亿港元，同比增长 30.27%/-14.40%/1.82%，收入的波动主要是由于客户库存积压对后续订单产生滞后的影响，随着客户库存的持续出清和市场需求的逐步回升，预计订单量也将回归正常水平；毛利率分别为 19.65%/25.12%/23.01%，毛利率的波动主要是由于产品组合的变化（毛绒玩具的 margin 高于塑料手板模型，不同产品出货量的变化也将影响整体的 margin）；净利润分别为 6.87/8.30/7.38 亿港元，同比增长 255%/20.78%/-11.01%，主要是由于收入增幅较小同时 margin 有一定下滑。股东回报方面，公司保持较好的派息水平 40%左右，2024 年因 CAPEX 可控，派息水平达 55%。

后续展望：公司作为全球领先的玩具制造商，和同行相比，具有多方面的优势：

(1)设计研发团队经验丰富，人员数量充足，在全球有 4 个设计中心和约 150 人的设计师；(2)公司在中国和越南拥有自有厂房，并持续扩充产能，在客户寻求产地多元化的背景下，公司具有独特优势；(3)部分大客户在推出新 IP 时需要较高的保密性，公司的自有厂房也具备保密性这一条件。综合以上几个方面来看，我们认为公司在潮流玩具盛行的趋势下，有望通过持续扩充产能来获取更多生意机会，从而推动业绩的增长。

风险提示：宏观经济下行，需求疲软；下游客户库存积压，导致订单减少；关税问题影响客户下单信心；产能爬坡缓慢，无法获得更多订单。

投资评级：

未有

6 个月目标价

未有

股价 2025-6-13

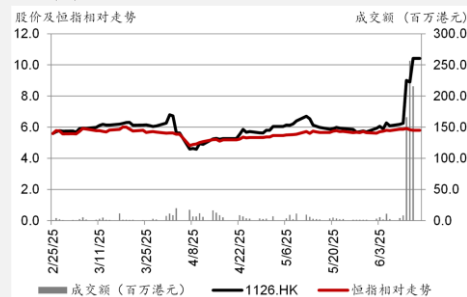
10.42 港元

总市值(百万港元)	7,052.93
流通市值(百万港元)	7,052.93
总股本(百万股)	676.87
流通股本(百万股)	676.87
12 个月低/高(港元)	4.3/10.8
平均成交(百万港元)	15.81

股东结构

崔奎琬	57.50%
Uni-Link Technology	10.66%
富达国际	9.94%
李旻重	3.47%
其他股东	18.43%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	70.36	81.34	118.59
绝对收益	72.23	81.06	151.76

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

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地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其他附属公司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。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,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。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,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、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。投资银行或资产管理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。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

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),国证国际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。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的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。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际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。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010