

商贸零售行业跟踪周报

德林国际 2025 半年报收入实现增长，塑胶手板产品和亚洲市场需求旺盛

增持（维持）

2025 年 09 月 01 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

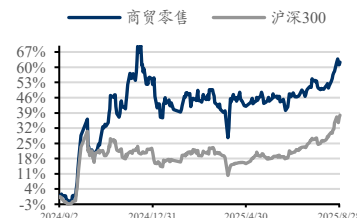
执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

周观点（注：文中“本周”指的 8 月 25 日至 8 月 31 日）

- 本周，全球潮玩及毛绒玩具制造龙头企业——德林国际，发布 2025 半年中期业绩公告。2025H1 公司实现收入 25.8 亿港元，同比+12.4%；实现净利润 3.07 亿港元，同比+10.1%。收入增长主要系北美及亚洲市场需求旺盛，以及塑胶手板业务的增长。
- 2025H1，公司毛利率/销售净利率为 20.08%/ 11.91%，同比-3.91pct/ -0.25pct。毛利率下降主要系越南市场人力成本上涨，以及公司在争取更多塑胶手板订单。2025H1 销售/ 管理/ 财务费用率分别为 1.63%/ 6.56%/ 0.14%，同比+0.24pct/-1.61pct/ +0.08pct。
- 分业务：
 - ①毛绒玩具：2025H1 实现营收 13.24 亿港元，同比+11.7%。该收入增长主要是受亚洲主题公园游客稳定带来的强劲需求带动。
 - ②塑胶手板模型：2025H1 该分部实现营收 10.69 亿港元，同比+14.2%。增长主要系亚洲及北美市场的强劲需求。公司与主要客户合作扩充盲盒以及各类收藏品等产品线，从而提升订单价值和市场的渗透率。同时，集团利用其于越南及印尼的多元化生产布局，承接因地缘政治供应链转移所带来的急增订单。
 - ③防水布罩：2025H1 该分部实现收入 1.85 亿港元，同比+7.8%，主要系库存水平较低及订单逐步复苏，尤其是来自美国市场的订单。
- 分地区看：2025H1 北美地区收入为 10.47 亿港元，同比+7.22%；日本地区收入为 7.02 亿港元，同比+30.26%；中国内地收入为 5.09 亿港元，同比-0.15%；中国香港地区收入 1.73 亿港元，同比+19.78%。
- 产能布局方面，公司具备海外产能。集团共经营 28 间厂房，其中 7 间位于中国、20 间位于越南、1 间位于印尼，平均利用率约为 84.7%。中国的厂房专注于满足本地的国际及新兴中国品牌的需求，越南及印尼基地支持主攻国际市场的客户。基于亚洲国家及美国市场需求，集团计划于 2025 下半年在越南及印尼各增设 1 间厂房。
- 龙头潮玩及毛绒玩具制造企业的增长反映行业景气度较高，看好全球潮玩行业未来增长前景。根据中国玩协桌游和卡牌专业委员会、灼识咨询的数据，2024 年我国泛娱乐玩具（包括卡牌、几木、人偶、毛绒玩具等）市场规模达到 1018 亿元，同比+43%；预计 2024-2029 年行业 CAGR 达到 15.8%。
- 地缘压力使具备全球供应链能力的企业具备竞争优势。由于美国的关税政策，行业面临供应链压力。维持柔性供应链体系对于行业参与者至关重要，玩具厂商未来也会更倾向于和具备全球解决方案的上游企业合作；具备柔性供应链体系的潮玩企业有望通过成本优势和供应链周转优势扩大份额。
- 风险提示：行业竞争加剧、大客户订单波动、地缘风险等。

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5

3. 细分行业公司估值表5

4. 风险提示7

图表目录

图 1: 本周各指数涨跌幅.....5

图 2: 年初至今各指数涨跌幅.....5

表 1: 行业公司估值表（市值更新至 8 月 31 日）.....5

1. 本周行业观点

本周，全球潮玩及毛绒玩具制造龙头企业——德林国际，发布 2025 年中期业绩公告。2025H1 公司实现收入 25.8 亿港元，同比+12.4%；实现净利润 3.07 亿港元，同比+10.1%。收入增长主要系北美及亚洲市场需求旺盛，以及塑胶手板业务的增长。

2025H1，公司毛利率/销售净利率为 20.08%/ 11.91%，同比-3.91pct/ -0.25pct。毛利率下降主要系越南市场人力成本上涨，以及公司在争取更多塑胶手板订单。2025H1 销售/ 管理/ 财务费用率分别为 1.63%/ 6.56%/ 0.14%，同比+0.24pct/-1.61pct/+0.08pct。

分业务：

①**毛绒玩具**：2025H1 实现营收 13.24 亿港元，同比+11.7%。该收入增长主要是受亚洲主题公园游客稳定带来的强劲需求带动。

②**塑胶手板模型**：2025H1 该分部实现营收 10.69 亿港元，同比+14.2%。增长主要系亚洲及北美市场的强劲需求。公司与主要客户合作扩充盲盒以及各类收藏品等产品线，从而提升订单价值和市场的渗透率。同时，集团利用其于越南及印尼的多元化生产布局，承接因地缘政治供应链转移所带来的急增订单。

③**防水布罩**：2025H1 该分部实现收入 1.85 亿港元，同比+7.8%，主要系库存水平较低及订单逐步复苏，尤其是来自美国市场的订单。

分地区看：2025H1 北美地区收入为 10.47 亿港元，同比+7.22%；日本地区收入为 7.02 亿港元，同比+30.26%；中国内地收入为 5.09 亿港元，同比-0.15%；中国香港地区收入 1.73 亿港元，同比+19.78%。

产能布局方面，公司具备海外产能。集团共经营 28 间厂房，其中 7 间位于中国、20 间位于越南、1 间位于印尼，平均利用率约为 84.7%。中国的厂房专注于满足本地的国际及新兴中国品牌的需求，越南及印尼基地支持主攻国际市场的客户。基于亚洲国家及美国市场需求，集团计划于 2025 下半年在越南及印尼各增设 1 间厂房。

龙头制造企业的增长反映行业景气度较高，看好潮玩行业未来增长前景。根据中国玩协桌游和卡牌专业委员会、灼识咨询的数据，2024 年我国泛娱乐玩具（包括卡牌、几木、人偶、毛绒玩具等）市场规模达到 1018 亿元，同比+43%；预计 2024-2029 年行业 CAGR 达到 15.8%。

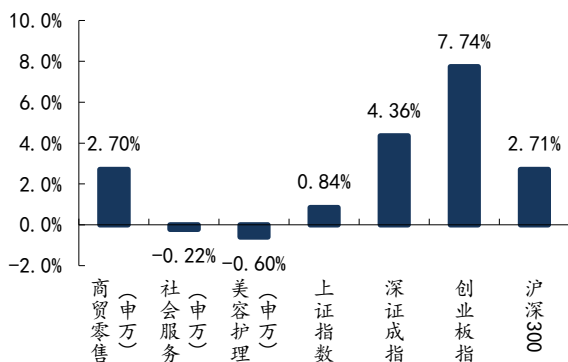
地缘压力使具备全球供应链能力的企业具备竞争优势。由于美国的关税政策，行业面临供应链压力。维持柔性供应链体系对于行业参与者至关重要，玩具厂商未来也会更倾向于和具备全球解决方案的上游企业合作；具备柔性供应链体系的潮玩企业有望通过成本优势和供应链周转优势扩大份额。

2. 本周行情回顾

本周（8月25日至8月31日），申万商贸零售指数涨跌幅+2.70%，申万社会服务-0.22%，申万美容护理-0.60%，上证综指+0.84%，深证成指+4.36%，创业板指+7.74%，沪深300指数+2.71%。

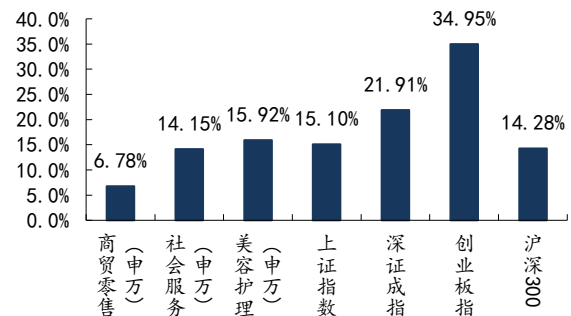
年初至今（1月2日至8月31日），申万商贸零售指数涨跌幅+6.78%，申万社会服务+14.15%，申万美容护理+15.92%，上证综指+15.10%，深证成指+21.91%，创业板指+34.95%，沪深300指数+14.28%。

图1：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：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8月31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	332	83.83	15.52	17.95	20.49	21	18	16	买入
300957.SZ	贝泰妮	200	47.30	5.03	6.60	8.09	40	30	25	买入
603983.SH	丸美生物	163	40.75	3.42	4.39	5.53	48	37	30	买入
600315.SH	上海家化	184	27.30	-8.33	3.22	4.10	-	57	45	买入
600223.SH	福瑞达	82	8.04	2.44	2.82	3.51	34	29	23	买入
688363.SH	华熙生物	276	57.20	1.74	7.19	8.65	158	38	32	未评级
300896.SZ	爱美客	587	193.98	19.58	21.41	23.59	30	27	25	买入
300856.SZ	科思股份	70	14.69	5.62	4.09	5.57	12	17	13	增持
300740.SZ	水羊股份	90	23.00	1.10	2.54	3.23	82	35	28	未评级
832982.BJ	锦波生物	360	312.48	7.32	10.41	14.60	49	35	25	买入
2367.HK	巨子生物	526	53.95	20.62	25.66	32.15	25	20	16	买入
培育钻石&珠宝										

600612.SH	老凤祥	247	47.30	19.50	16.43	18.34	13	15	13	买入
002867.SZ	周大生	145	13.37	10.10	11.12	12.16	14	13	12	买入
1929.HK	周大福	1,307	14.56	59.16	76.94	85.00	22	17	15	未评级
002345.SZ	潮宏基	131	14.76	1.94	5.29	6.58	68	25	20	买入
600916.SH	中国黄金	137	8.18	8.18	11.82	13.23	17	12	10	未评级
605599.SH	莱百股份	109	13.95	7.19	7.81	8.37	15	14	13	买入

免税旅游出行

601888.SH	中国中免	1,434	69.29	42.67	49.78	49.78	34	29	29	买入
600009.SH	上海机场	804	32.32	19.34	29.39	37.19	42	27	22	未评级
600258.SH	首旅酒店	170	15.25	8.06	9.14	9.88	21	19	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	838	29.64	30.48	45.50	48.20	27	18	17	买入
600859.SH	王府井	165	14.67	2.69	6.25	7.48	61	26	22	未评级
0780.HK	同程旅行	468	21.94	26.80	32.10	35.40	17	15	13	增持
300144.SZ	宋城演艺	229	8.75	10.49	11.37	13.20	22	20	17	增持
301073.SZ	君亭酒店	49	25.18	0.25	0.66	0.89	194	74	55	未评级
603136.SH	天目湖	35	12.95	1.05	1.34	1.49	33	26	23	增持
002707.SZ	众信旅游	81	8.29	1.06	2.28	2.89	77	36	28	未评级
603199.SH	九华旅游	42	38.16	1.86	2.17	2.43	23	19	17	买入
600054.SH	黄山旅游	89	12.22	3.15	3.48	3.88	28	26	23	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	76	14.48	2.35	2.65	2.95	33	29	26	未评级
603099.SH	长白山	120	44.90	1.44	1.87	2.29	83	64	52	未评级

出口链

600415.SH	小商品城	1,234	22.50	30.74	42.31	57.13	40	29	22	买入
300866.SZ	安克创新	752	140.23	21.14	24.58	33.51	36	31	22	买入
301376.SZ	致欧科技	77	19.02	3.34	3.68	4.82	23	21	16	买入
301381.SZ	赛维时代	92	22.76	2.14	3.38	4.46	43	27	21	未评级
301606.SZ	绿联科技	280	67.50	4.62	6.38	8.36	61	44	34	买入
9896.HK	名创优品	544	48.12	27.21	29.39	33.93	20	19	16	买入

产业互联网

600057.SH	厦门象屿	200	7.13	14.19	18.54	22.48	14	11	9	买入
600153.SH	建发股份	338	11.64	29.46	37.97	44.50	11	9	8	未评级
600755.SH	厦门国贸	133	6.20	6.26	13.00	15.69	21	10	8	未评级
600710.SH	苏美达	138	10.58	11.48	12.42	13.29	12	11	10	增持

小家电

688696.SH	极米科技	90	128.36	1.20	4.30	5.63	75	21	16	买入
603486.SH	科沃斯	558	96.89	8.06	12.02	14.84	69	46	38	买入
688169.SH	石头科技	557	214.89	19.77	19.79	26.09	28	28	21	未评级

超市&其他专业连锁

600729.SH	重庆百货	129	29.37	13.15	14.06	14.99	10	9	9	买入
600694.SH	大商股份	66	19.08	5.86	6.49	7.16	11	10	9	买入
002419.SZ	天虹股份	68	5.86	0.77	1.28	1.61	89	54	42	未评级
601933.SH	永辉超市	470	5.18	-14.65	-8.66	4.39	-	-	107	增持
002697.SZ	红旗连锁	81	5.95	5.21	5.39	5.72	16	15	14	未评级
603708.SH	家家悦	71	11.19	1.32	1.86	2.27	54	38	32	未评级
300755.SZ	华致酒行	77	18.46	0.44	0.98	1.48	173	79	52	买入
301101.SZ	明月镜片	98	48.73	1.77	1.95	2.14	56	50	46	未评级
301078.SZ	孩子王	156	12.40	1.81	3.95	5.59	86	40	28	买入

603214.SH	爱婴室	27	19.17	1.06	1.32	1.59	25	20	17	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=0.91:1 换算（对应 2025.08.31 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

行业竞争加剧、大客户订单波动、地缘风险等。

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>