

万代南梦宫：IP价值最大化，综合娱乐集团加速出海

——大消费潮玩系列研究之二

行业评级：看好

2024年6月28日

分析师 马莉
联系方式 mali@stocke.com.cn
证书编号 S1230520070002

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

□ 海外巨头IP开发经验

万代南梦宫作为大型综合娱乐集团，长期践行“IP轴”战略，即不以业务内容做区分，而是围绕IP，各业务部门共同协作，实现IP价值最大化。在这套日趋成熟的体系之下，FY2023公司推出的产品中，使用了超400个IP。这样的IP开发模式对国内潮玩公司有较大的借鉴意义：

- 一方面，受益于部门协同效应，IP开发的全过程，综合考虑了艺术性、成本、物流、市场、二创等因素，有利于提升IP开发的胜率。
- 一方面，当IP展露出爆款潜力时，各个业务部门均可参与到价值链提升的过程中，围绕IP进行玩具、电影、扭蛋、游戏、教育、乐园等业务的多条线开发，充分释放IP价值。

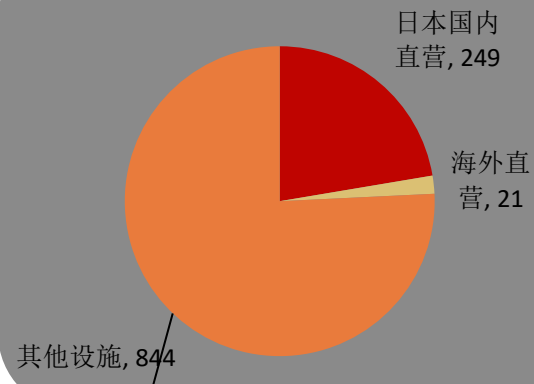
□ 潮玩：高成长的新兴消费赛道

根据万代南梦宫的FY2023财报，仅高达系列这个单一IP，一年的全球收入就高达1313亿日元（约60亿人民币），相比之下，我国潮玩公司在大IP的打造上仍需努力追赶，同时扬长补短，持续打磨供应链、拓展终端渠道等。我们看好潮玩赛道作为新兴消费代表的成长性，期待包括泡泡玛特、TOP TOY等在内的中国潮玩品牌走向世界。

- 1、**消费恢复不及预期风险。**潮玩属于可选消费，若消费恢复不及预期，可能率先影响包括潮玩在内的可选消费行业。
- 2、**宏观经济下行风险。**潮玩行业的发展依赖居民收入水平。若宏观经济出现大幅波动影响居民收入水平，将对整体行业造成不利的影响。
- 3、**竞争加剧风险。**近年来越来越多国际潮玩公司加码中国市场，可能对国内现有竞争格局产生冲击。

- 万代第一家店诞生于1950年的日本，目前万代南梦宫已发展成为世界第二大玩具公司，也是名列前茅的综合性娱乐集团，业务领域涵盖玩具、互联网娱乐、主机游戏、街机游戏、游乐设施、电影、音乐等。
- 截至2023年12月，公司全球拥有270家直营店（日本249家+海外21家）和844家其他设施，共计1114家，23年净增148家。

图：2023年公司门店构成(家)



阶段一：50-70年代 初创探索

1950
第一家“万代屋商店”成立

1955
首次发行了一款合金玩具车，在玩具届声名鹊起

70年代
与东映公司合作，推出了电视动画《魔神Z》的金属机器人玩具

阶段二：70-80年代 两次重大革新，奠定玩具龙头地位

1977
划时代革新之一：首创自动扭蛋机

1980
划时代革新之二：首创素组模型——高达拼装玩具

1982-1983
首次使用“免胶卡榫定位技术”和“多色成形技术”，甩开竞争对手

1985
进军游戏行业

1987
开发的《圣斗士星矢》动画片系列玩具，成为当年日本最强人气玩具

阶段三：1990-2010 游戏业务受挫，业绩滑坡

1995
首次出现严重赤字；与游戏公司世嘉合并失败

1997
旗下电子宠物玩具“拓麻歌子”爆火，拯救集团于水火

1999
开发黑白游戏掌机，不敌任天堂彩屏游戏机

2005
宣布与南梦宫合并

2005-2010
公司业务及股价均遇冷，改革迫在眉睫

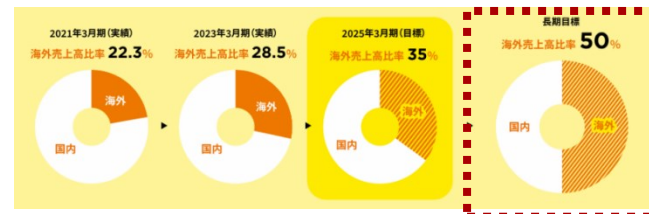
阶段四：2010至今 组织改革焕发新生

2010
大刀阔斧调整组织架构，明确核心是IP价值最大化

2015-2021
进行三次内部结构重组，逐步走向正轨

2022
创出近10年来的最优成绩

长期目标
海外收入占比达50%



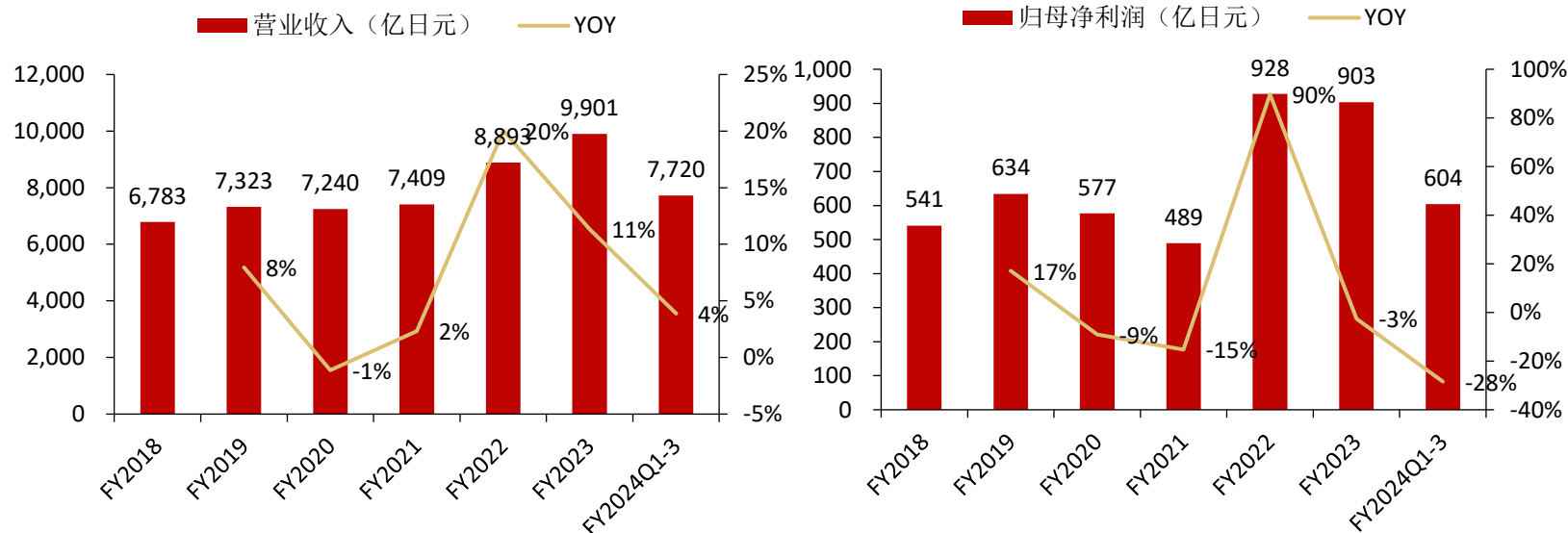
□ 22年收入增长亮眼，之后有所放缓

- 以FY2023计，公司年收入折合人民币超500亿元。
FY2022、FY2023、FY2024Q1-Q3收入分别为8893亿、9901亿、7720亿日元，同比+20%、+11%、+4%。
- 收入按地区分：日本国内仍为公司主要收入来源，2023年4月-12月，日本占比72%、亚洲10%、欧洲10%、美国8%。近年来公司发力海外市场，海外收入占比从FY2021的22.3%提升至FY2023的28.5%，并计划FY2025进一步提升至35%，海外收入占比长期目标为50%。
- 收入按业务分：玩具为主营业务，2023年4月-12月玩具占比49%、数字娱乐33%、实体娱乐11%、IP制作6%。

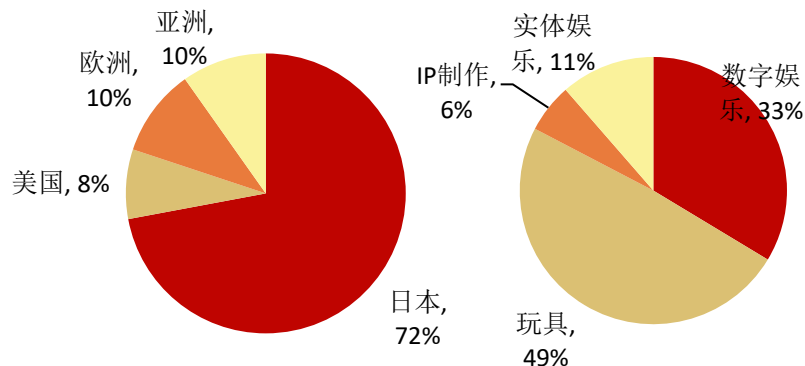
□ 利润大幅下降

- 以FY2023计，公司年利润折合人民币接近50亿元。FY2022、FY2023、FY2024Q1-Q3归母净利润分别为928亿、903亿、604亿日元，同比+90%、-3%、-28%。
- 利润率下滑：FY2022、FY2023、FY2024Q1-Q3毛利率40%、37%、37%；净利率10%、9%、8%。

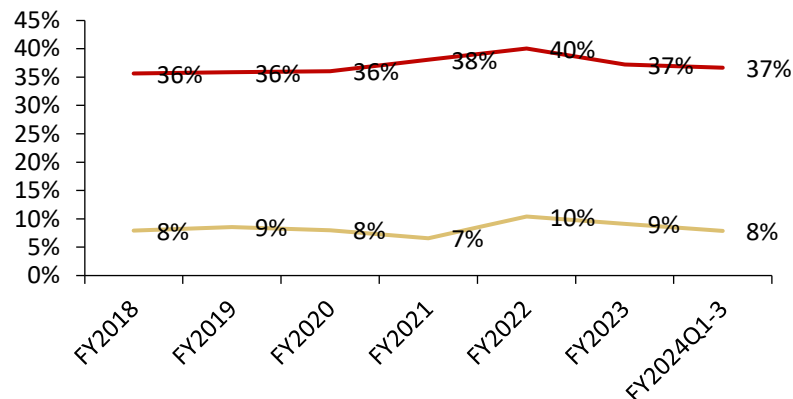
公司FY2018-FY2024收入 and 利润



公司FY2024Q1-3收入结构 (分地区、分业务)



公司利润率水平



□ 头部IP效应强化

23财年使用的IP超400个，最畅销的三大IP产品为**龙珠**、**机动战士高达**、**海贼王**，占集团收入比例约**37%**（22财年占比约为31%，有向头部IP靠拢趋势），其他热门IP品按收入排序为假面骑士、奥特曼、火影忍者、面包超人、超级战队、光之美少女。

□ 挖掘腰部IP潜力

23财年第二名高达与第一名龙珠稳健增长，且收入差距正在缩小。收入增速最快的IP品为海贼王（同比+96%），其次为超级战队（+30%）、高达（+29%）。

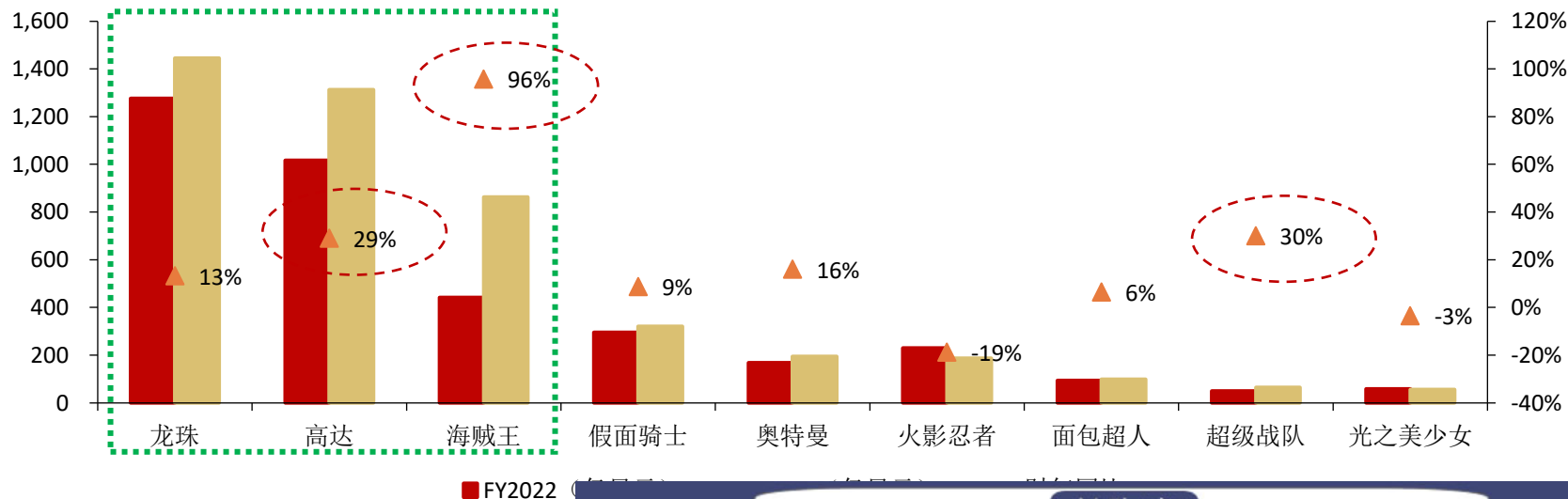
□ 坚持IP轴战略，IP开发形成协同效应

早在2010年，公司进行重大组织架构调整之时，就提出IP价值最大化、IP发展生态化。不以业务内容做区分，而是以IP为轴，各业务部门共同协作，**让IP从最初环节的玩具、电影、扭蛋，再到二度创作的实景表演、游戏等环节，贯穿始终。**

图：依次为龙珠、海贼王、高达



图：公司FY2022-FY2023年前9大IP收入及增速



图：公司中期计划——IP链接粉丝



- 公司的高达模型的主要生产工厂位于世界模型之都——日本静冈，最大年产量约为1500万套高达模型，1980年以来累计出厂超过5亿套。较高的生产效率离不开高度自动化：
 - 2019年增设新馆，新馆内使用的四色成型机每15秒就可以出一块流道板件，每台机器每天大约转4000次。
 - 工厂内保存了自1980年首个高达模型以来的所有模具，并有专人维护，40余年前的首个模具至今依然可以使用。
 - 工厂集生产、设计、物流职能于一体，工厂面积约1.2万平方米，但仅有工人约200人，人效较高。
- 新建产能计划：22年买下原厂附近约1.5万平方米土地，计划于2024年投产建新厂。

图：日本静冈工厂外景



图：日本静冈工厂内景



□ 为实现长期海外收入占比目标（海外与日本业务销售额各占50%），公司在海外瞄准**北美和中国**，将重点放在**高端线商品、扭蛋玩具和互换卡玩**上，并计划加强电子商务渠道和数字推广。

□ 重视中国本土化，从**高达、奥特曼手办模型**拓展至**卡牌游戏**等品类

- 2015年，万代南梦宫（上海）商贸有限公司成立。
- 2019-2020年，先后推出中国限定高达：“十二生肖高达·亥猪”和“十二生肖高达·子鼠”。
- 2021年，推出中国限定奥特曼玩具。
- 2022年，推出中国限定的赛博配色高达。
- 2023年，推出泡泡玛特Molly×高达联名。
- 近日，**中国首家万代卡牌中心**在上海龙之梦城市生活中心开业，集结了《数码宝贝卡牌对战》《航海王卡牌对战》《UNION ARENA》等热门IP卡牌及商品，大批玩家慕名而来。万代卡牌游戏兼具策略性与收藏性：玩家可以收集自己喜欢的卡牌，组建独一无二的卡组；同时二手交易市场也能炒出不菲的交易价。

图：万代海贼王卡牌，兼具收藏与玩乐属性



图：高达经典配色



图：十二生肖高达·亥猪



图：molly×高达



图：中国首家万代卡牌中心外景+内景



- 1、**消费恢复不及预期风险。**潮玩属于可选消费，若消费恢复不及预期，可能率先影响包括潮玩在内的可选消费行业。
- 2、**宏观经济下行风险。**潮玩行业的发展依赖居民收入水平。若宏观经济出现大幅波动影响居民收入水平，将对整体行业造成不利的影响。
- 3、**竞争加剧风险。**近年来越来越多国际潮玩公司加码中国市场，可能对国内现有竞争格局产生冲击。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>