

万代南梦宫X爱婴室： 爱婴室切入潮玩新赛道，万代南梦宫加速中国市场开拓

行业评级：看好

2024年12月19日

分析师 汤秀洁

研究助理 吴安琪

研究助理 王笑飞

证书编号 S1230522070001

邮箱 tangxiujie@stocke.com.cn

邮箱 wuanqi@stocke.com.cn

邮箱 wangxiaofei@stocke.com.cn

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

1、万代南梦宫——全球顶级IP巨头，在国内有极强的消费认知。以高达为切入点，万代南梦宫将中国作为重点布局市场，后续更多IP有望持续引进。

1) 万代南梦宫：仅次于乐高的全球第二大玩具公司，坐拥高达、海贼王、龙珠等超400个IP。其中机动战士高达、龙珠和海贼王3大IP营收占比达38%，FY24高达系列IP贡献收入1457亿元日元（约68亿人民币）。

2) 万代南梦宫目前收入核心来源仍为日本，但随着日本、欧美增速放缓，急需寻找新市场；而中国谷子经济正盛，或成为最佳掘金地。FY24区域营收占比=日本72%+亚洲9%+欧美约20%，万代南梦宫战略致力于开拓海外市场，公司远期目标为海外营收占比约50%。而中国“谷子经济”正盛，且23年二次元周边衍生品产业规模达1023亿，市场规模庞大+新产业趋势明确，或成为万代南梦宫最理想的海外大市场。

3) 目前中国4大高达基地直营店集中于北京、上海、深圳超一线城市。目前国内北京/上海/深圳的4家高达基地由万代直营，天津门店（授权凯知乐）和新开业苏州门店（授权爱婴室），国内仅6家高达基地；而客单价相似的乐高门店目前近500家，未来门店拓店空间巨大。

➤ **万代南梦宫×爱婴室：爱婴室具备一二线城市门店精耕细作基础，具备规模优势且供应链整合能力较强。**

爱婴室具备1-2线城市中小型门店经验。爱婴室463家直营门店均集中于华东一二线城市，店铺面积集中200-500平方米。

➤ **爱婴室——华东起家的区域型龙头母婴连锁企业。促生育政策落地可期，母婴增速已逐步回正；新切入潮玩市场，高达IP消费认知基础极佳。**

1) 行业有政策催化。2024年10月，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》后，定下建生育友好型社会的基调，预计后续母婴支持政策将密集落地，有望从行业端提振母婴消费。

2) 母婴主业逐步企稳，门店拓展进入提速期。爱婴室作为华东母婴连锁龙头，随着消费力复苏+线下客流恢复，线下门店客流逐步企稳，随着展店节奏亦加快，主业有望重获新生。自2024年12月到农历新年期间，公司将陆续在华东、华中、华南的一二线城市新增20家门店。

3) 新切入IP潮玩大市场，且高达IP的

- 1、生育率不及预期的风险：生育率波动将影响母婴市场规模增速。
- 2、母婴行业竞争进一步加剧风险：母婴行业竞争格局较分散，如果行业进入者增多，竞争加剧，业内公司业绩或将承压。
- 3、中国IP潮玩市场消费潜力不及预期、高达基地门店运营效果不及预期等风险。
- 4、爱婴室与万代南梦宫后续合作进展具备一定不确定性。
- 5、公司人才流失、战略失误、其他风险等。

目录

1

万代南梦宫：坐拥高达+龙珠+海贼王等400IP，位列全球第二

2

万代南梦宫×爱婴室：合作高达基地，把握“谷子经济”机遇

3

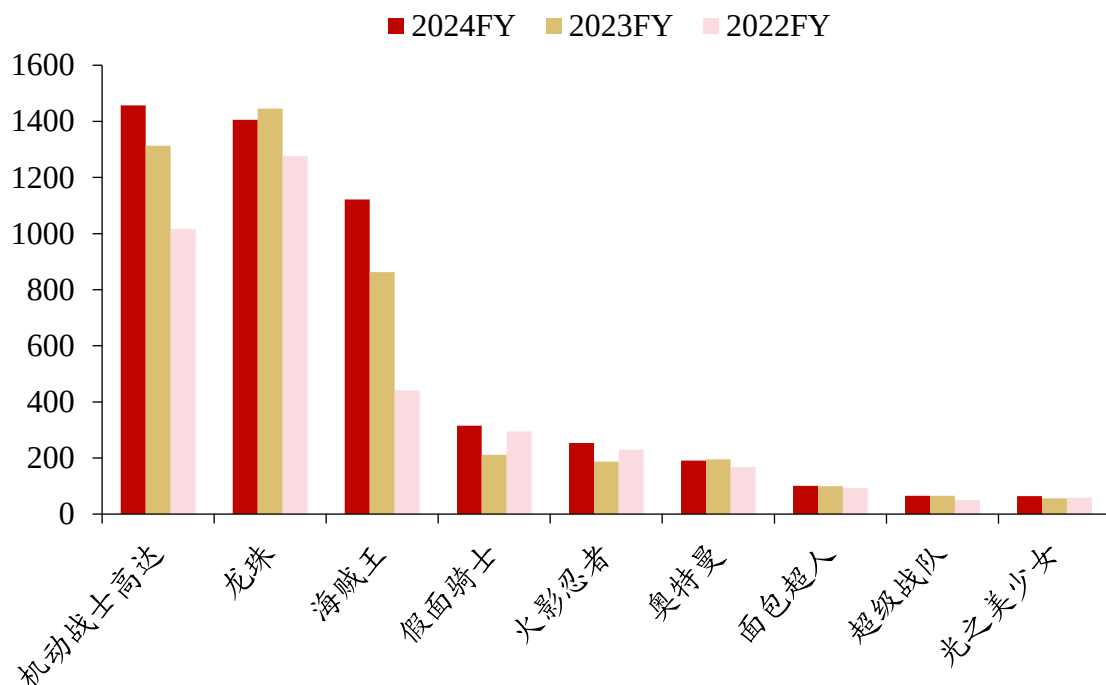
爱婴室：促生育，母婴增速逐步回正；论潮玩，高达潜力可期

4

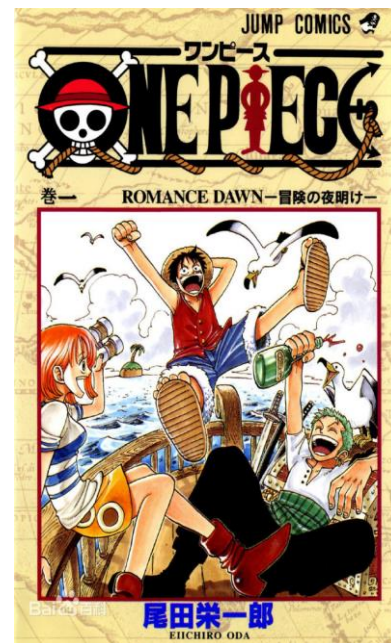
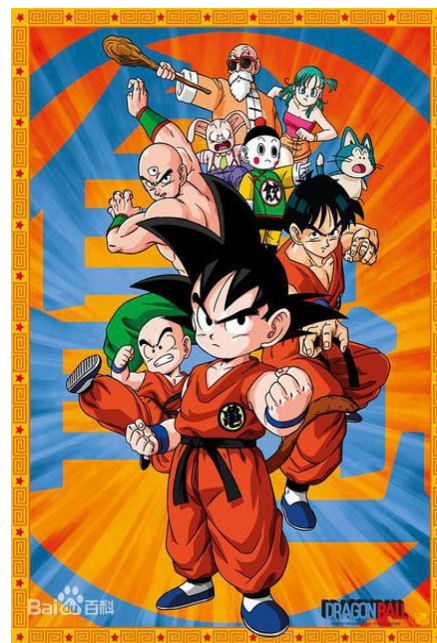
风险提示

- 按照品牌商业价值排名，万代南梦宫成为仅次于丹麦乐高的第二大玩具集团，旗下IP储备超400个，最畅销IP为机动战士高达、龙珠和海贼王。22-24财年3大IP收入占比分别为31%/37%/38%，其他热门IP品按收入排序为假面骑士、火影忍者、奥特曼、面包超人、超级战队、光之美少女。
- 其中机动战士高达是万代南梦宫最“赚钱”IP，FY24高达系列IP贡献收入1457亿元日元（约68亿人民币）。1979年日升公司（SUNRISE）推出了《机动战士高达0079》，万代获得了高达模型的商品化授权，推出了以高达为原型的塑料模型等周边产品。至今为止高达的TV动画共28个剧集、合计937集，另外还有大量OVA&ONA/剧场版/小说/漫画等多种形式的作品系列。

图：万代热门IP收入（亿日元）

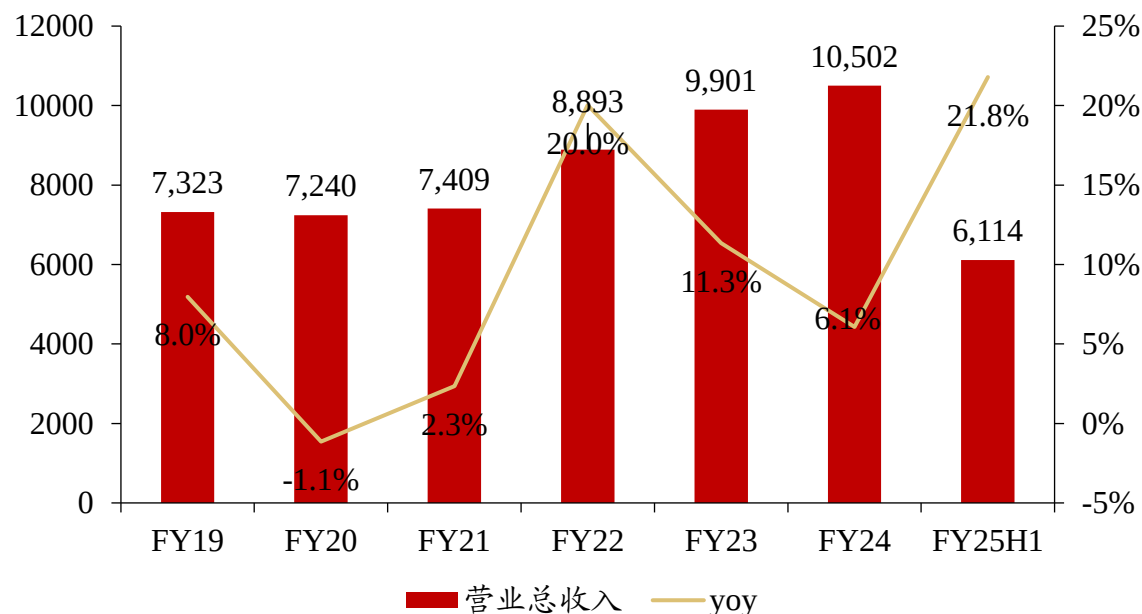


图：高达、龙珠、海贼王海报图

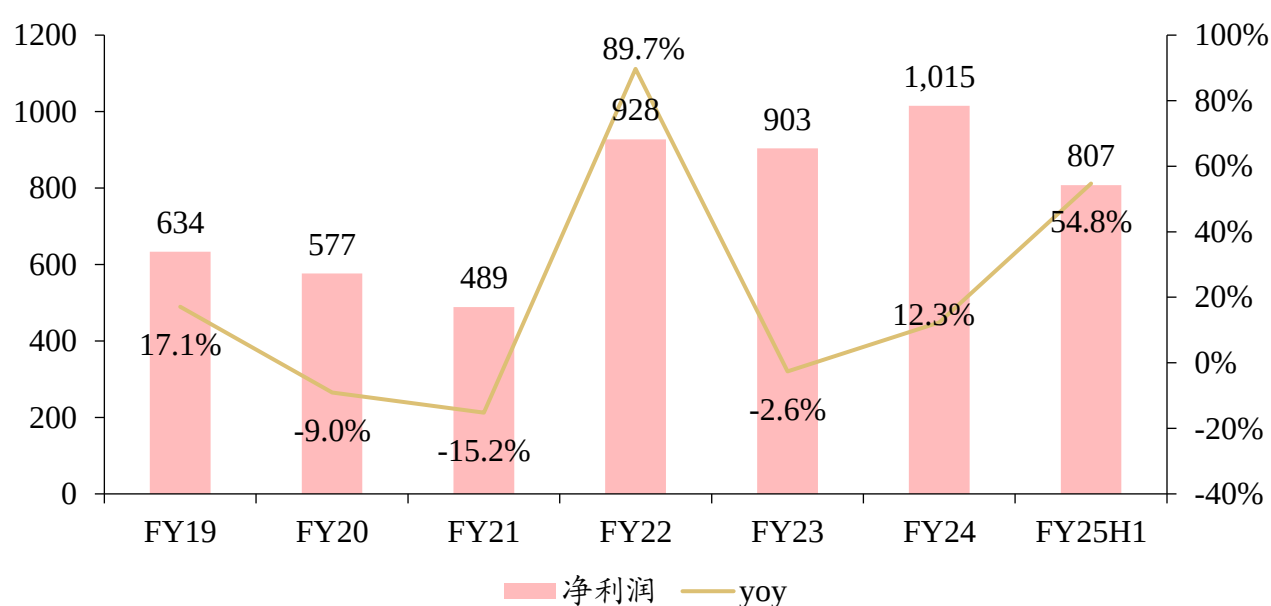


- 收入增速放缓，FY20-FY24营收CAGR为9.8%至10502亿日元。FY2022/FY2023/FY2024收入分别为8893亿/9901亿/10502亿日元，同比增长20%/11%/6%；FY20-FY21受海外疫情影响，营收增速放缓。随着宏观环境影响消散，公司收入增长逐步修复，但因游戏业务由于新品销售不及预期，FY24收入增速放缓，公司亟需寻求新增长点。
- FY24利润回归增长快车道，FY20-FY24CAGR达15.2%。FY2022/FY2023/FY2024利润分别为928亿/904亿/1015亿日元，分别同比+90%/-3%/+12%。

图：万代南梦宫收入增速下降（亿日元）



图：万代南梦宫利润波动较大（亿日元）



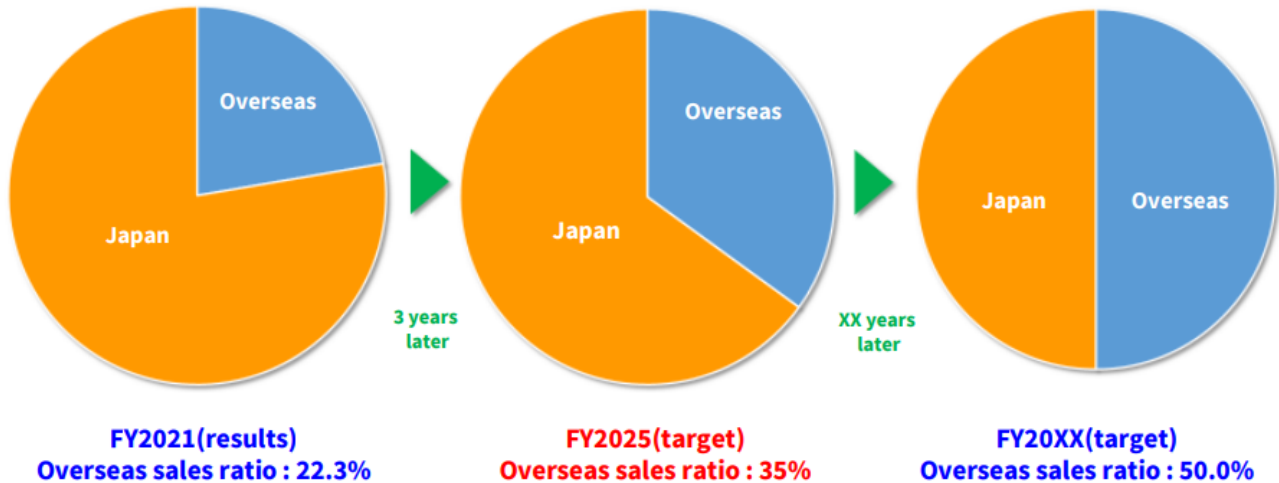
1.3 收入结构：日本72%+亚洲9%+欧洲10%+美国9%， 远期规划海外占一半

- 日本国内仍为公司主要收入来源，FY24区域营收占比=日本72%（+1pct）+亚洲9%（持平）+欧洲10%（持平）+美国9%（-1pct）。随着公司海外版图不断扩充，日本市场占比持续下滑，营收由FY19的81%下降至FY24的72%。
- 海外市场远期收入愿景为50%。近年来公司发力海外市场，海外收入占比由FY21的22%提升至FY2024的28%，此外公司FY25目标为海外营收占比达35%，长期目标为海外收入占比为50%。

图：公司海外收入愿景，Fy25海外收入占35%，远期海外收入占比达50%

First, aim for overseas sales ratio of 35%

*Sales ratio by region



表：万代南梦宫分区域营收及占比（亿日元）

	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
合计营收	7323.5	7239.9	7409.1	8892.7	9900.9	10502.1
yoy		-1.1%	2.3%	20.0%	11.3%	6.1%
日本	5952.9	5789.2	5754.9	6254.6	7075.3	7584.6
yoy		-2.7%	-0.6%	8.7%	13.1%	7.2%
占比	81%	80%	78%	70%	71%	72%
美国	468.0	535.5	584.7	992.0	993.4	914.5
yoy		14.4%	9.2%	69.7%	0.1%	-7.9%
占比	6%	7%	8%	11%	10%	9%
欧洲	439.0	441.7	546.5	825.4	944.6	1029.4
yoy		0.6%	23.7%	51.0%	14.4%	9.0%
占比	6%	6%	7%	9%	10%	10%
亚洲	463.6	473.5	522.9	820.6	887.6	973.7
yoy		2.1%	10.4%	56.9%	8.2%	9.7%
占比	6%	7%	7%	9%	9%	9%

目录

1 万代南梦宫：坐拥高达+龙珠+海贼王等400IP，位列全球第二

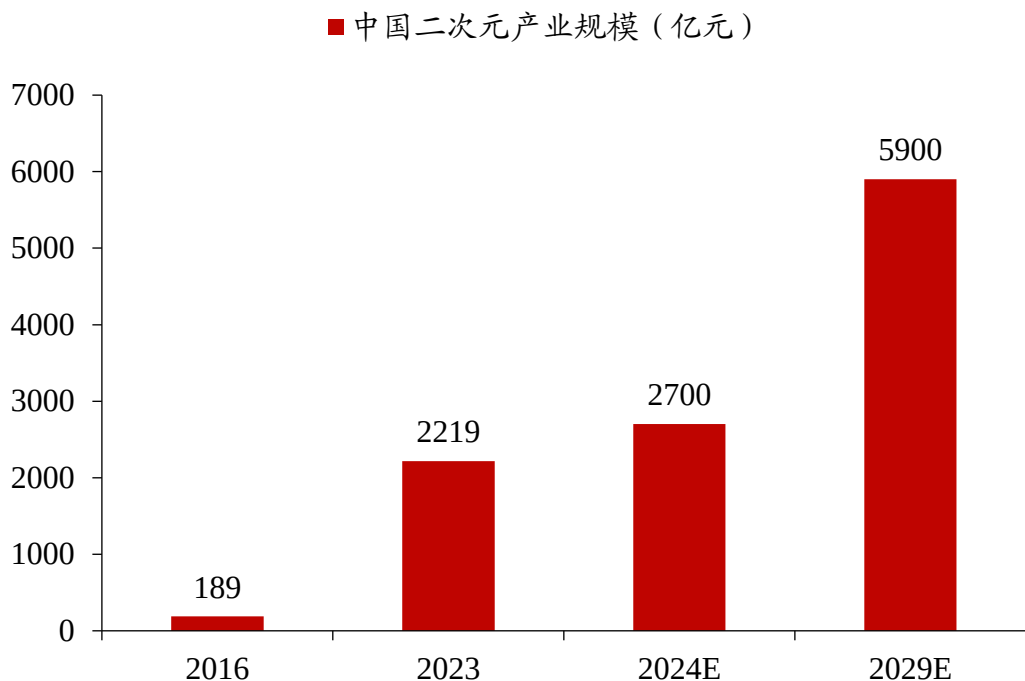
2 万代南梦宫×爱婴室：合作高达基地，把握“谷子经济”机遇

3 爱婴室：促生育，母婴增速逐步回正；论潮玩，高达潜力可期

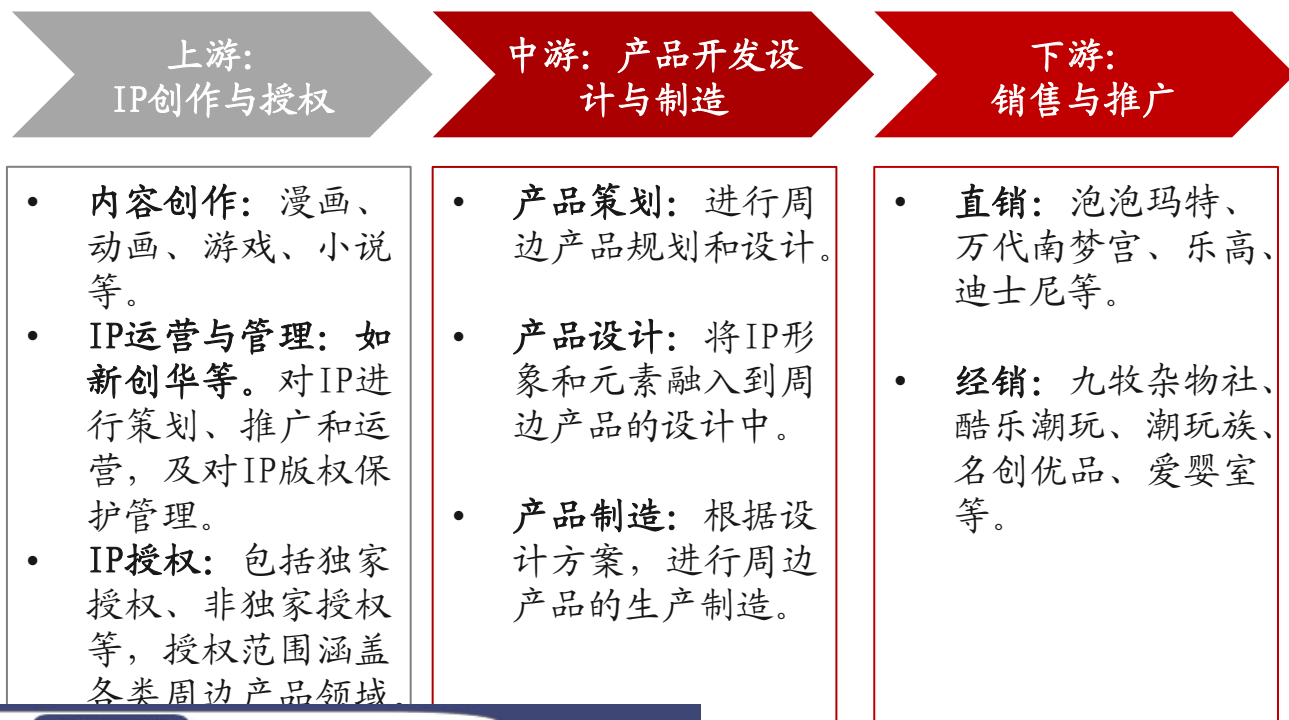
4 风险提示

- 中国“谷子经济”正盛，23年二次元周边衍生品产业规模达1023亿。根据前瞻产业研究院数据，2016-2023年中国二次元产业规模从189亿CAGR42%至2219亿元；二次元产业主要由内容市场和周边衍生市场构成，其中周边衍生产业规模从53亿元CAGR53%至1023亿元（占比从28%上升至46%）。预计2023-2029年二次元产业规模将从2219亿元CAGR18%至5900亿元。
- 二次元周边衍生品产业链构成：上游为IP创作与授权，中游为产品开发设计与制造，下游为销售与推广。爱婴室此次与万代南梦宫合作开设高达基地，可进行高达周边限量产品的销售。

图：中国二次元产业规模超2000亿，二次元周边超1000亿



图：二次元周边衍生品产业链构成



- 高达在中国具有极强心智。在哔哩哔哩等视频平台上播放量居高不下。20年万代南梦宫在上海世纪公园举办的“高达跑——5公里定向邀请赛”活动，吸引了超过2000名“高达迷”和慢跑爱好者参加。2024年老凤祥与万代南梦宫合作推出的国内首款《机动战士高达SEED》纯黄金系列藏品开启预售，一款重达1公斤、售价高达88万元的黄金高达和另一款100克重、售价近9万元的黄金高达均被抢购一空。
- 高达基地中国市场开拓计划：少数直营+授权凯知乐集团+授权爱婴室。北京/上海/深圳门店由万代直营，另外授权凯知乐集团+爱婴室作为经销商运营其它地区高达基地，目前凯知乐运营的天津店已经于23年5月落地天津，爱婴室合作首店于24年12月落地苏州。
- 想象空间：万代龙珠、海贼王、奥特曼、火影等储备IP均在中国有极强心智，受众群体广泛。以高达IP为切入点，万代南梦宫或将中国市场作为重点布局方向，后续更多IP有望持续引进。其中龙珠、海贼王、奥特曼、火影忍者在中国均有极强心智。

表：高达周边产品分类

品类		图例	系列产品
模型类	拼装模型		如HG、MG、PG等系列，是最受欢迎的周边之一。HG系列价格亲民，适合新手；MG系列细节和可动性更出色；PG系列则是最高等级，零件复杂，还原度和可动性极高。
	成品模型		如GFFMC系列等高端成品合金模型，采用压铸、涂饰等技术，制作工艺精湛，细节丰富，质感好，但价格较高。
	食玩模型		如“G-FRAME”系列食玩，采用正常头身比例，拥有可动骨架，一盒“骨架组”加一盒“装甲组”就能组成包含武装的完整机动战士，还会附上各机胸像；“MICROWARS”系列食玩，结合了高约32mm的可动驾驶员以及高约65mm的MS与机械设计，驾驶员全身有9处可动关节，且有驾驶舱展开机构。
玩具人偶类	可动人偶		通常具有多关节可动，能够摆出各种姿势，高度在10厘米至30厘米左右不等，配备丰富的配件，如武器、盾牌等，可用于把玩和场景布置。
	Q版人偶		以高达角色为原型设计的Q版造型人偶，形象可爱，通常作为摆件或挂件使用，深受粉丝喜爱。
其他收藏品	扭蛋		
	卡片/卡牌		
文具类			笔记本、笔、文件夹等
服装配饰类			T恤、帽子、背包、首饰等
家居用品类			鼠标垫、靠垫、杯子、地毯等
			手技类产品、珠宝装饰摆件等

- ❑ 万代南梦宫直营展店偏谨慎，FY21-FY25E海外直营门店数量持平，日本门店数量缩减18家。未来万代展店预计以授权店开业为主，FY25相较FY24，日本授权店预计净增232家，海外授权店数量预计持平。
- ❑ 截至目前中国大陆一共4家高达直营旗舰店，均位于超一线城市；乐高门店近500家，且大部分省市均有布局。目前高达中国直营4家旗舰店分为上海正大广场店、高达基地上海啦啦宝都店、高达基地深圳假日广场店、北京高达基地旗舰店。截至2024年11月底，中国乐高零售门店数量从2018年的50家增长近10倍，覆盖城市也从2018年的18个拓展到约120个。

表：万代南梦宫门店以日本为主，近年来直营店展店节奏放缓，授权店门店加速扩张

		日本				海外			
		FY22	FY23	FY24	FY25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
直营店	开店	7	7	10	5	1	2	1	2
	闭店	11	4	9	3	2	2	0	1
	合计门店	240	243	220	222	21	21	20	21
授权店	合计门店	551	683	789	1,021	16	15	14	14

图：万代南梦宫高达旗舰店



北京王府井银泰in88



上海正大广场



上海金桥啦啦宝都



深圳假日广场



表：乐高在大部分三四线城市均有授权店

省份	有乐高直营店和授权店的城市
黑龙江	齐齐哈尔、哈尔滨、大庆、
安徽	合肥、芜湖、马鞍山、蚌埠
江西	南昌、九江、赣州
河南	郑州、新乡、许昌、南阳、信阳、周口
广西	南宁、柳州、桂林
贵州	贵阳、遵义

2.4 爱婴室×万代南梦宫：爱婴室具备1-2线城市的中小型门店运营经验

- 爱婴室直营门店集中于一二线城市，且店铺面积平均面积约300-500平方米。爱婴室起家于上海市场，门店集中于上海、苏州等一二线城市，一线城市运营经验较丰富，爱婴室优秀的供应链管理能力和精细化运营水平能够更好地满足高达基地的开设要求。

表：爱婴室新开门店集中于华东、华中市场，且门店平均面积约400-500平方米

	24Q3新开门店		24Q3关闭门店		截至24Q3门店数量	
	门店家数	门店平均面积（平方米）	门店家数	门店平均面积（平方米）	门店家数	门店平均面积（平方米）
华东	21	465	16	363	258	577
华南	6	191	3	40	62	411
华中	12	342	26	278	143	372
合计	39	385	45	292	463	492

图：北京高达旗舰店



目录

1

万代南梦宫：坐拥高达+龙珠+海贼王等400IP，位列全球第二

2

万代南梦宫×爱婴室：合作高达基地，把握“谷子经济”机遇

3

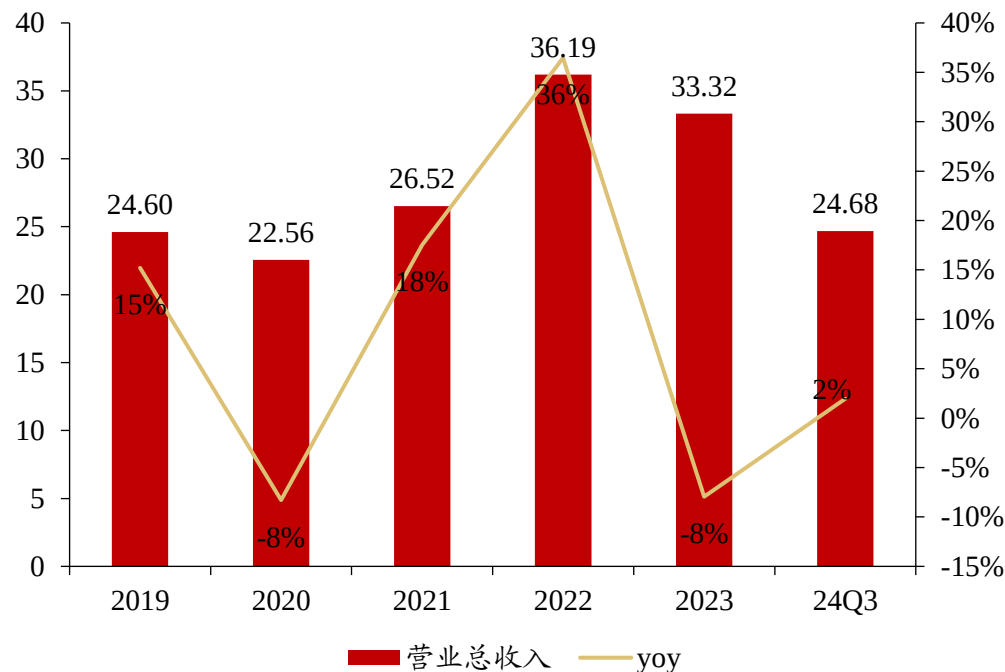
爱婴室：促生育，母婴增速逐步回正；论潮玩，高达潜力可期

4

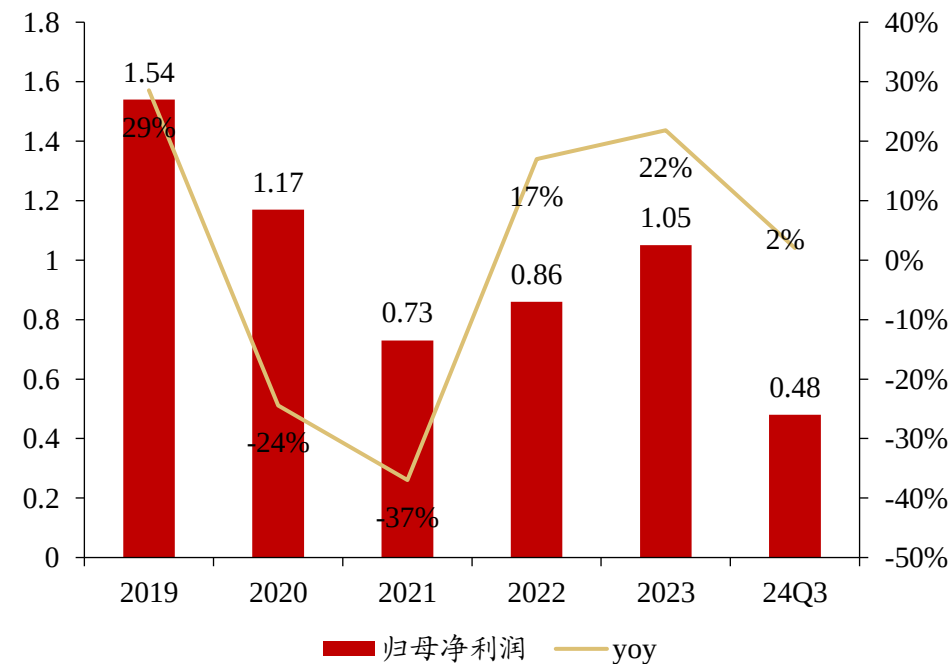
风险提示

- 爱婴室—成立于1997年的华东区域母婴连锁龙头。公司采用全直营模式，至2024Q3公司已拥有463家门店。渠道端以华东市场为主，24Q3华东门店数量达258家，拥有较强的渠道壁垒。
- 并购扩大市场规模：2021年爱婴室收购华中区域贝贝熊实现双品牌运营，开拓业务版图。通过调改低效门店、供应链整合、强化人员培训等一系列降本增效的措施，鼓励门店售卖自有独家商品，毛利率提升效果显著。

图：2023年爱婴室营业收入略有下滑，但24前3Q已回正（亿元）



图：爱婴室归母净利润逐步企稳（亿元）



- 2021年爱婴室收购华中起家的贝贝熊后，双品牌运营，门店数量快速提升，迅速切入华中市场。2021Q4爱婴室成功收购了华中区域第一母婴连锁品牌贝贝熊，线下门店总数由2020年的290家跃升至526家，实现了华东、华南、西南、华中区域的营销网络。此外自2024年12月到农历新年期间，公司将陆续新增20家门店，分别位于长沙、潜江、盐城、常州、成都、金华、厦门、上海、南京、苏州、无锡、武汉等一二线城市。
- 线上线下全链路运营。公司在天猫、京东、拼多多、考拉、唯品会等主流线上渠道均有布。2023年自营第三方平台业务同增77%，抖音成长迅速，同增290%。此外依托线下近500家门店的规模优势，O2O即时零售业务已覆盖38个经济发达城市，23H2同增22%。

表：2021年收购贝贝熊后门店数量迅速扩张

	2019	2020	2021	2022	2023	24Q3
华东					253	258
华南					59	62
华中					157	143
上海	106	97	92	89		
浙江	56	63	67	62		
江苏	62	66	113	101		
福建	52	47	48	49		
重庆	20	15	19	15		
广东	1	2	5	5		
湖北			77	66		
湖南			83	65		
江西			9	4		
四川			13	15		
合计	297	290	526			

图：爱婴室门店



图：爱婴室线上旗舰店



3.3 自有品牌：OEM模式开拓自有品牌，收入占比13%，仍有进一步提升空间

- 自有品牌建设卓有成效：自有品牌品类涵盖婴幼儿服饰、纸巾/湿巾、洗护液、纸尿裤、零辅食、营养品等，以OEM生产模式为主，借助公司SRM供应商管理系统对生产厂商采取智能化全方位管理，降低成本提高利润空间。
- 2022H1，纸尿裤品类销售额同比增长4%，营养辅食类销售额同比增长545%。未来公司还将以洗护用品、绘本、玩具、服饰等家庭消费品类为切入点，进一步渗透至母婴家庭生活的各个场景，持续提升消费者购物粘性、延长客户生命周期。
- 2023年及24Q1爱婴室自有品牌销售收入分别同增超6%，品牌销售收入占自有渠道销售收入的比例已提升至13%。

表：爱婴室自有品牌

品牌名称	涵盖品类	品牌形象
Dyoo(多优)	纸尿裤、纸品	
Kenbie(亲蓓)	纸制品、洗涤护理、用品	
Hibe (怡比)	婴幼儿内衣等棉品	
Cucutas	婴幼儿外出服等棉品	
合兰仕	保健食品	

图：爱婴室自有品牌亲蓓价格优势突出



3.4

收入结构：线下73%+电商19%+其它8%，线下门店兼具大而全和小而美

(百万元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入	2,135.4	2,460.4	2,256.4	2,652.4	3,619.5	3,331.5
yoy		15.22%	-8.29%	17.55%	36.46%	-7.95%
门店销售	1886.8	2188.3	1964.2	2079.4	2584.69	2,432.24
yoy		16.0%	-10.2%	5.9%	24.3%	-5.9%
收入占比	88.36%	88.94%	87.05%	78.40%	71.41%	73.01%
毛利率	25.79%	28.36%	28.20%	27.24%	26.33%	26.44%
电子商务	45.35	75.92	116.51	337.75	720.31	617.11
yoy		67.4%	53.5%	189.9%	113.3%	-14.3%
收入占比	2.12%	3.09%	5.16%	12.73%	19.90%	18.52%
毛利率	7.89%	8.70%	10.36%	14.04%	17.55%	11.82%
批发	69.20	37.89	14.82	20.01	52.98	11.50
yoy		-45.2%	-60.9%	35.0%	164.8%	-78.3%
收入占比	3.24%	1.54%	0.66%	0.75%	1.46%	0.35%
毛利率	14.34%	13.26%	28.02%	15.21%	5.31%	16.04%
婴儿抚触服务	12.83	13.89	10.43	17.28		
yoy		8.3%	-24.9%	65.6%		
收入占比	0.60%	0.56%	0.46%	0.65%		
毛利率	8.47%	9.31%	9.14%	11.13%		
母婴服务					22.57	23.44
yoy					26.6%	26.6%
收入占比					0.62%	0.70%
毛利率					14.22%	20.57%
供应商服务					213.91	224.93
yoy					18.36%	118.36%
收入占比					5.91%	6.75%
毛利率					91.21%	89.19%
其他					25.00	22.34

- ❑ 密集政策发布，中央鼓励政策降低生育、养育、教育成本。2024年10月，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》。涉及4方面、13条举措：
- 1) 生育服务4条：涉及生育保险保障、生育休假、生育补贴、生殖健康服务；
 - 2) 育幼服务体系4条：涉及儿童医疗服务水平、普惠托育服务供给、普惠托育支持政策、儿童发展和保护；
 - 3) 教育、住房、就业等支持措施3条：扩大优质教育资源供给、加强住房支持、强化职工权益保障；
 - 4) 营造生育友好社会氛围2条：积极构建新型婚育文化、加强社会宣传倡导。

配套措施	实施省市	代表性政策
生育补贴	23个省	三种方式：一次性生育补贴；0-3岁儿童定期补贴；0-3岁托育补贴（补家庭/补机构）。 长沙：第三孩（及以上）每孩次一次性补贴1万元； 江西省上犹县对二孩/三孩家庭，一次性奖励7000/13000元。对生育二孩、三孩的家庭，生育后三年内在县内购买新建商品房的，按照相关政策分别奖补10000元、20000元。
住/购房优惠	湖北、江西等省市	江西省上犹县对二孩/三孩家庭，生育后三年内在县内购买新建商品房的，分别奖补1万/2万元； 湖北省孝感市对二孩及以上家庭，在孝感中心城区购买首套/二套新建商品住房，分别给予3万元/5万元购房补贴。
托育服务	浙江、上海等省市	中央财政支持普惠托育服务发展示范项目 杭州试点为在西部区县普惠托育机构入托的户籍婴幼儿每月以托育券的形式发放600-1000元的补助。
辅助生殖	目前27个省份及新疆生产建设兵团已纳入医保报销范围，其余4个省份正加快推进	四川将13项辅助生殖医疗服务项目纳入基本医疗保险支付范围，职工医保和居民医保分别按70%和50%直接结算，每人终身限定支付2次。

目录

1

万代南梦宫：坐拥高达+龙珠+海贼王等400IP，位列全球第二

2

万代南梦宫×爱婴室：合作高达基地，把握“谷子经济”机遇

3

爱婴室：促生育，母婴增速逐步回正；论潮玩，高达潜力可期

4

风险提示

- 1、生育率不及预期的风险：生育率波动将影响母婴市场规模增速。
- 2、母婴行业竞争进一步加剧风险：母婴行业竞争格局较分散，如果行业进入者增多，竞争加剧，业内公司业绩或将承压。
- 3、中国IP潮玩市场消费潜力不及预期、高达基地门店运营效果不及预期等风险。
- 4、爱婴室与万代南梦宫后续合作进展具备一定不确定性。
- 5、公司人才流失、战略失误、其他风险等。

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>