

海外公司报告：公司动态研究

布鲁可

梳理万代/圆谷，再看成长

作者：

分析师 孙海洋 SAC执业证书编号：S1110518070004

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 曹睿 SAC执业证书编号：S1110523020003

联系人 张彤



摘要

事件：万代南梦宫上调全年指引，印证产业趋势

万代南梦宫发布业绩报告，FY25Q1-3实现收入9557亿日元，同比+24%，OP 1792亿日元，同比+129%，OPM为18.8%，同比+8.6pct；公司上调全年指引，预计FY25收入1.23万亿日元（前值1.15万亿日元），同比+17%，OP1800亿日元（前值1600亿日元），同比+99%。

通过复盘日本文娱龙头，我们认为IP下游变现能力值得重视：

1）万代南梦宫：从玩具制造商到全球IP运营龙头，公司通过践行“IP轴战略”充分享受IP变现红利，持续提升产业链话语权。公司四大业务板块包括数字/玩具/IP制作/游艺业务，其中玩具业务收入成长最为稳定且OPM最高；分IP来看，目前公司收入贡献前三IP分别为高达/龙珠/海贼王，其中高达内容及产品线迭代验证IP变现持续性，海贼王IP近3年收入CAGR达40%+充分彰显IP运营价值，预计后续IP全球化有望打造新增长引擎。我们认为万代在IP运营、产品线迭代以及全球化进程方面的能力，可以为布鲁可提供积极的参考和借鉴。

2）圆谷Fields：圆谷制作（2010年被Fields收购）为奥特曼IP全球版权方，FY22/23H1/24H1其中国授权收入分别同增254%/105%/41%，FY24H1国际及日本授权收入分别+35%/-26%，主要系奥特曼IP在中国市场火热，其中玩具类授权收入占比最高（45%）且增速可观（FY23公司玩具/积木玩具收入同增17%/186%），主要系积木玩具稳健增长及增加低价玩具授权。我们认为圆谷收入增长主要系中国为主要授权增长市场，且低价积木玩具授权贡献突出，而布鲁可依靠其竞争优势预计已成为奥特曼IP在拼搭积木玩具市场的重要授权增量（23/24H1布鲁可奥特曼IP收入+63.5%/+57.4%），产业链地位有望持续提升。

投资建议：国产哪吒火爆验证产业蓬勃趋势，IP下游变现渠道价值潜力凸显，而我国完善轻工业制造及本土化渠道能力为IP变现提供重要支撑。我们认为布鲁可凭借产品、成本及渠道优势推动了平价的差异突围和亲民的轻度收藏，后续IP/产品/渠道/出海有望多维度赋能成长。我们预计布鲁可24-26年调后净利润分别为6.2/9.6/14.8亿元，对应PE为40X/26X/17X。

风险提示：宏观经济波动风险，IP热度下滑风险，新品表现不及预期风险等

1

万代南梦宫业务梳理：筑梦IP圆梦成长

1.1 日本头部综合文娱集团，主营四大业务板块

公司是日本头部综合性文娱集团，主营业务分为数字业务、玩具业务、IP制作以及游艺业务四大板块：

图：公司各业务条线经营情况

业务部门	Digital Business	Toys and Hobby Business	IP Production Business	Amusement Business
业务内容	网络内容的规划、开发和分发；家庭视频游戏的规划、开发和销售	玩具、扭蛋、卡片、糖果食品、服装、杂物、塑料模型、奖品、文具等产品的策划、开发、生产、销售	策划、制作和使用视觉和音乐内容，如动画；版权的管理和使用；艺术家的发现与发展；现场娱乐业务	游乐设备的规划、开发、生产、销售、售后服务；游乐设施的规划与运营，包括主题公园、室内游乐场等
FY24收入规模	3727亿日元	5099亿日元	825亿日元	1197亿日元
FY24利润规模	63亿日元	787亿日元	100亿日元	68亿日元
FY24进展	《龙珠》和《海贼王》在全球范围内继续表现稳定；在主机游戏中，《装甲核心VI：卢比康之火》和《铁拳8》等全球新游戏大受欢迎。 	持续扩大产品阵容，推进全球业务发展。针对成熟粉丝的高达模型、可收集人物、角色彩票等继续表现良好；此外海贼王卡牌等产品做出不小贡献。 	创作并制作了多款电视动画和剧场版作品。《机动战士高达：水星的魔女》吸引了新的粉丝群体，并带动了相关产品和服务销售；剧场版《机动战士高达 SEED FREEDOM》获得了广大粉丝的支持，创下了高达系列剧场版上映以来的最高票房纪录。此外，授权业务和视频媒体业务表现稳定。 	在与集团产品和服务合作的基础上，开发万代南梦宫特有的商店，如万代南梦宫交叉商店和GASHAPON百货公司，表现良好。在街机游戏中，新的“机动战士高达 EXVS2:OverBoost”和流行系列的更新套件销售强劲。 

1.2 万代南梦宫由万代股份和南梦宫股份于2005年合并而成，总部位于日本东京

图：公司发展历程梳理



1.3 引入三年中期计划，确立“乐趣到未来”的企业愿景

公司引入三年中期计划，确立宗旨为“Fun for All into the Future”。2022年4月公司以IP轴战略为核心，通过跨地区和企业间的合作，加强了在“ALL BANDAI NAMCO”概念下的统一倡议。从2022年4月开始，公司建立新的企业宗旨“万千乐趣向未来”，作为集团终极定义。公司重视“通过连接与合作来创造事物”的理念，通过梦想、乐趣和灵感，将万代南梦宫集团和粉丝们紧紧联系在一起，从而实现“万千乐趣向未来”的目标。

与此同时，公司推出新的logo以表达宗旨。新logo由类似对话气泡的红色边框和黑色的无衬线字体组成，整体而言更加简洁。所有名称中有“万代”的公司将使用此logo，公司原则上将在其所有产品和服务上显示此新的集团logo，这将使公司能够将所有产品、服务和标签的价值集中在一个logo下，使集团的团结意识和综合实力增强。

图：公司前后logo对比



图：Bandai Namco的宗旨

Bandai Namco's Purpose

Fun for All into the Future

Bandai Namco exists to share dreams, fun and inspiration with people around the world.
Connecting people and societies in the enjoyment of uniquely entertaining products and services, we're working to create a brighter future for everyone.



2.1 万代年营收规模约500亿人民币，其中玩具为主要产品/日本为主要市场

万代FY24（截止2024年3月31日）收入1.05万亿日元，约合500亿人民币，同增6%；其中：

Entertainment (Toys and Hobby)板块收入5099亿日元，约合250亿人民币，占比最高约46%，同增约14%；

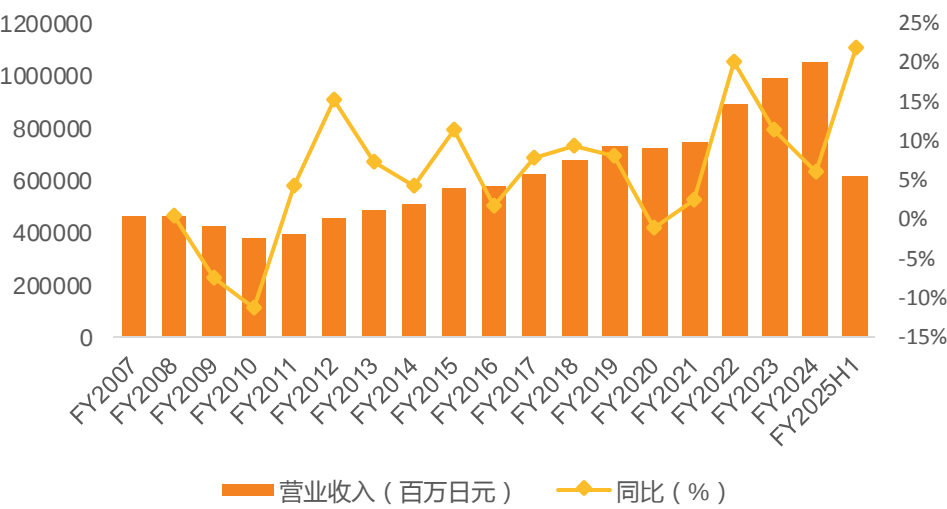
Entertainment (Digital)收入3727亿日元，约合173亿人民币，占比约33%，同减2%；

IP Production收入825亿日元，约合38亿人民币，占比约7%，同增1%。

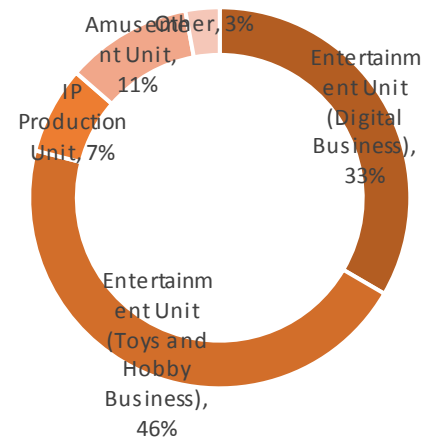
分地区，日本仍是主要市场，FY24日本收入7585亿日元，约合351亿人民币，占比最高约72%，同增约7%。

展望FY25万代预计收入1.2万亿日元，同增约17%。

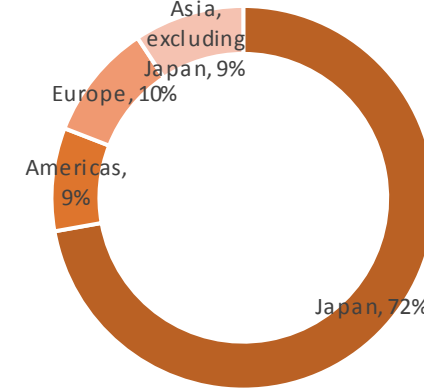
图：公司历年收入



图：公司收入分项目 (FY2024)



图：公司收入分地区 (FY2024)



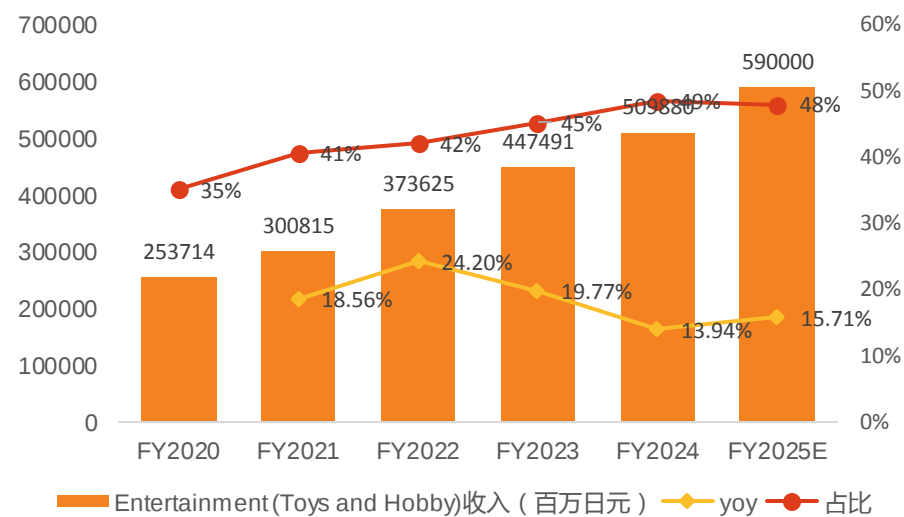
2.2 玩具业务成长稳定性高，占比持续增长；前三IP产品为高达、龙珠、海贼王

万代指引FY25 Entertainment (Toys and Hobby)板块收入5900亿日元，占比约48%，同增约16%；

过去几年，万代Entertainment (Toys and Hobby)持续稳定增长，营收占比持续提升至接近50%；

根据FY24数据，万代按IP划分营收，占比前三分别为高达系列，营收约1457亿日元，约合68亿人民币，同增约11%；龙珠系列1406亿日元，约合65亿人民币；海贼王1121亿日元，假面骑士315亿日元，约合15亿人民币；火影忍者253亿日元；以及奥特曼系列191亿日元，约合9亿人民币。

图：公司Entertainment(Toys and Hobby)板块收入



图：Groupwide Sales by IPs (Worldwide)

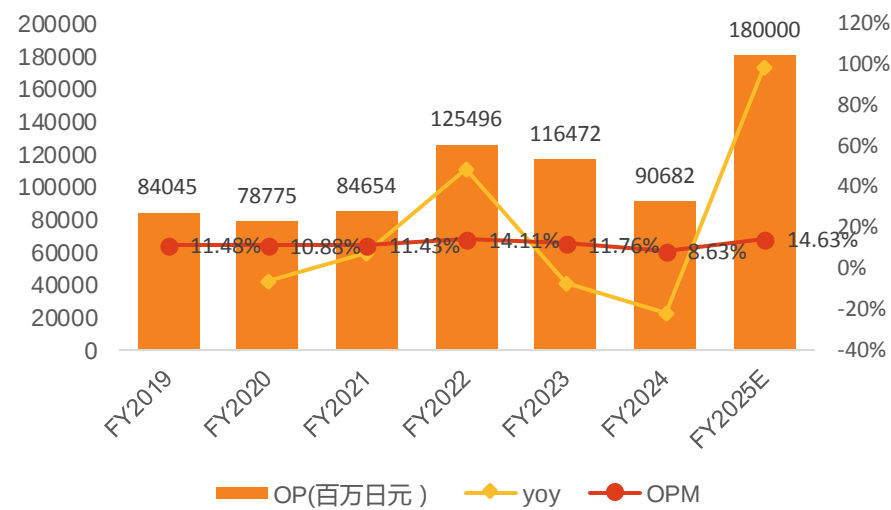
(¥ Billion)	FY21	FY22	FY23	FY24
Gundam series (高达)	95	102	131.3	145.7
DRAGON BALL series (龙珠)	127.4	127.6	144.5	140.6
ONE PIECE (海贼王)	38.0	44.1	86.3	112.1
KAMEN RIDER series (假面骑士)	28.9	29.5	32.1	31.5
NARUTO (火影忍者)	21.4	23.0	18.7	25.3
Ultraman series (奥特曼)	8.6	16.8	19.5	19.1
Anpanman	8.7	9.3	9.9	10.1
Super Sentai series	5.2	5.0	6.5	6.5
PRETTY CURE! series	6.6	5.8	5.6	6.4
Aikatsu! series	2.0	1.9	-	-
Mobile Suit Gundam series	95.0	101.7	-	-

2.3 玩具业务OPM高于其他业务，OP占比高于收入占比

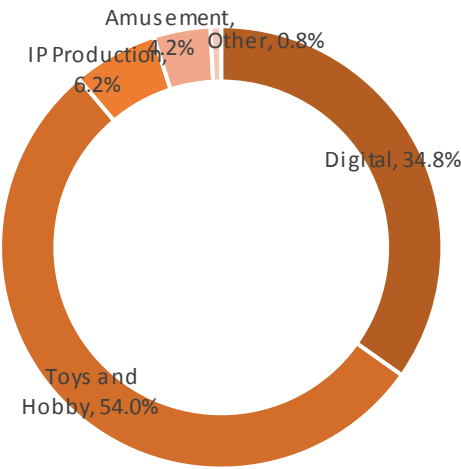
FY24万代OP（营业利润）907亿日元，约合42亿人民币，同减22%，OPM8.6%，同比下降3.1pct；其中：Entertainment (Toys and Hobby)OP787亿日元，约合36亿人民币，占比最高，同增约44%；OPM15%大幅高于公司整体；Entertainment (Digital)OP63亿日元，约合3亿人民币，大幅下滑拖累较大；

同时，公司指引FY25 OP为1800亿日元，同增98%，OPM14.6%同增6pct，主要系Entertainment (Digital)OP大幅改善至670亿日元；Entertainment (Toys and Hobby)OP为1040亿日元。

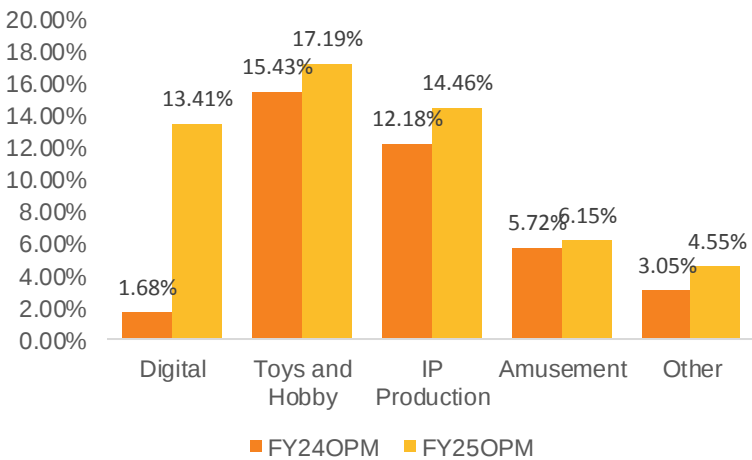
图：公司OP及YoY



图：FY25E公司各业务OP占比



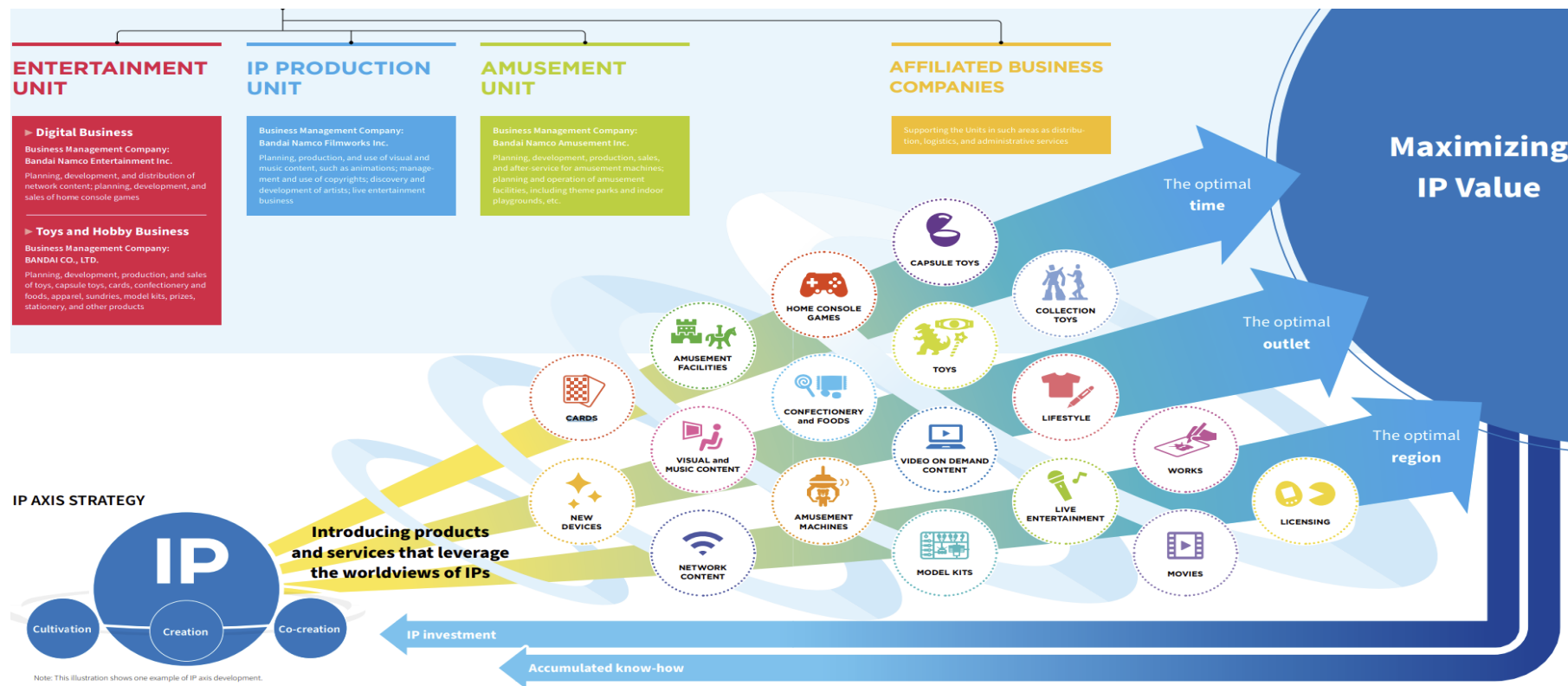
图：FY24和FY25E公司各业务OPM情况



3.1 IP轴战略为核心，最大化IP价值

全产业链生态协同，IP价值多维度变现。2022年将IP连接粉丝、加强IP价值、IP连接世界定为三大主要策略。IP轴战略是万代南梦宫集团的最大优势，该集团在娱乐领域拥有多元化的业务和广泛的专业知识。正是通过IP轴战略，集团致力于通过利用IP世界观并在最佳时间在最佳区域提供最佳产品和服务，从而实现IP价值最大化。除了最大化业务外，万代南梦宫集团还致力于扩大IP的潜力，以实现IP的长期价值最大化。IP轴战略导向下组织架构经历多轮调整，目前公司组织架构划分为娱乐事业部（线上娱乐+玩具）、IP产品事业部（视觉及音乐内容+IP创作授权）、实景娱乐事业部（商业体开发）。

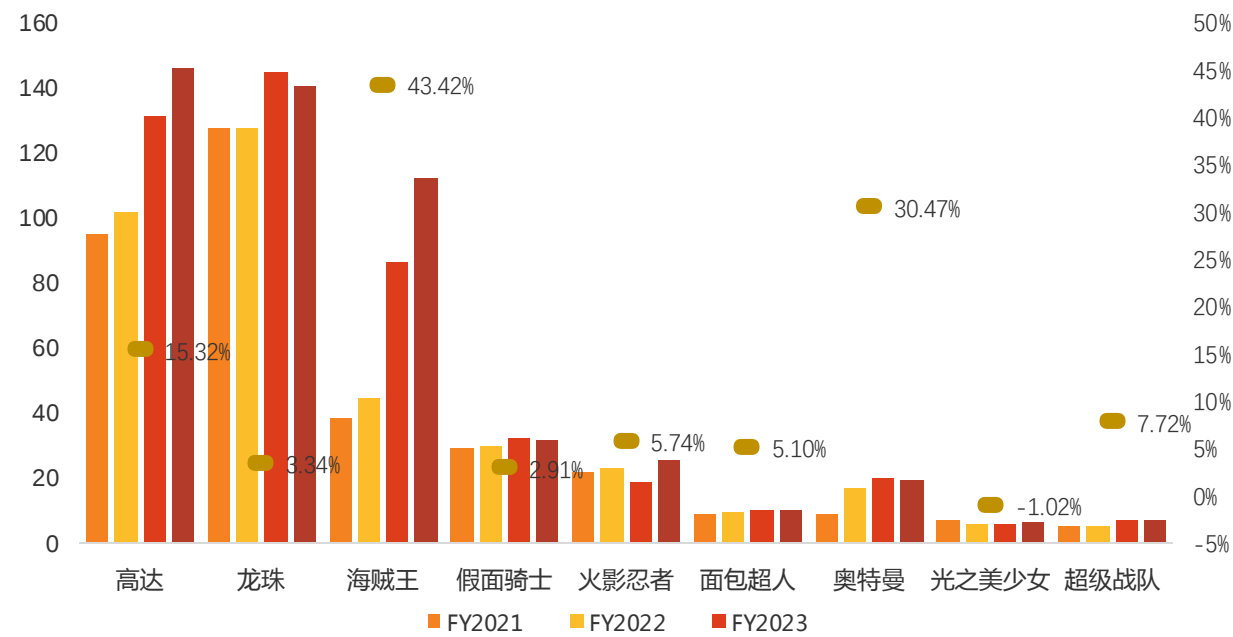
图：公司组织架构及IP轴策略



3.1 IP轴战略为核心，最大化IP价值

上游：授权+原创IP相辅相成，头部IP占比提升。目前公司旗下IP资源丰富，头部授权IP如海贼王（集英社）、假面骑士（东映）、奥特曼（圆谷），自有IP以高达为代表。其中**龙珠、高达、海贼王**为最核心IP资源，FY2021-2024收入贡献从35%提升至38%，头部IP贡献集中度提升；此外，海贼王、奥特曼等知名IP增长较快，FY21-24年CAGR高达43%、30%。日本优秀动漫IP内容持续迭代及公司较强的IP运营/商业化能力共同为广泛的IP外延提供基础，如高达模型、假面骑士腰带模拟器等均为现象级产品，有效反哺IP生命力。

图：头部IP收入（十亿日元）及增速（21-24年CAGR）



图：公司中期愿景和主要策略



3.2 高达内容及产品线迭代验证IP变现持续性

中游：以高达模型为例，技术&细节持续迭代，产品梯次逐渐丰富。1980年基于动画形象推出首个简易高达玩具，开启IP&模型联动演绎生命力的新篇章，后续产品系列持续迭代：1990年的HG系列省略内部机械结构、更注重表现外形，目前为机体最齐全的规格；1996年的MG系列推出大规格产品，设有内部骨架，大零件降低拼装难度；1998年的PG系列以“终极钢普拉”为口号，比例进一步放大，并以高达内部机械的再现和金属部件为卖点，产品精细化及质量达到极值；2010年的RG系列更侧重于还原机体在现实环境中的细节表现，增加更多视觉效果。高达模型在产品工艺设计、精细度、可玩性方面持续迭代，不同产品矩阵差异化覆盖大众+高端受众群体，IP及生命力有效延续。

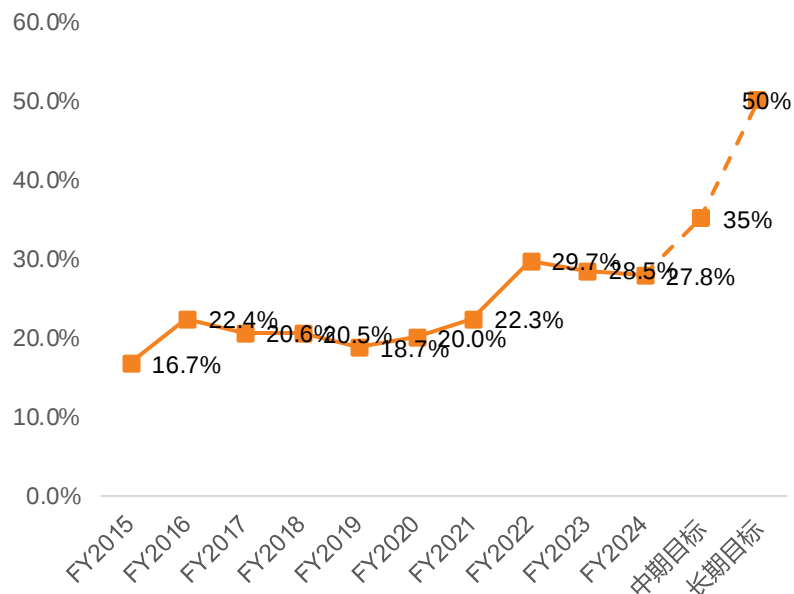
图：高达模型迭代历程

产品系列	BMC	BB战士	HG	MG	PG	RG	EG	RE/100	FM	HIRM	SDCS
推出时间	1980	1987	1990	1995	1998	2010	2011	2014	2016	2016	2018
比例	1/144	Q版	1/144	1/100	1/60	1/144	1/144	1/100	1/100	1/100	-
高度（cm）	12.5	8.0	12.5	18.0	30	12.5	12.5	18.0	18.0	18.0	9
官网商品数	-	57	620	129	11	84	14	13	8	6	44
特点	首个高达模型	Q版卡通化形象	品类丰富；容易拼装；省略内部机械结构，注重表现外形	结构更为精细；开模技术成熟，分色、细节、可动性优秀	体积大，技术先进，追求逼真，价格高	追求真实；分色细致，刻线丰富；充满机械感	低门槛，适合入门	兼备了精巧零件设计及易拼装特性的品牌	兼备了高密度机械追求及易拼装的品牌	以不同材质的混搭与玩转机体设计，高度呈现剧中设定	可根据两种不同骨架变换高低头身
形象											
最新产品/推出时间	Best Mecha Collection 新生版 RX-78-2 2024/10	BB战士 C.E.73 - 观星者- 套装 2024/12	HG 1/144 精神感应高达 Mk-II 2025/3	MG 1/100 高达 维达尔 2025/3	PG UNLEASHED 1/60 RX-78-2 高达 2020/12	RG 1/144 闪光高达 2025/6	ENTRY GRADE 1/144 嫣红强袭高达 2025/1	RE/100 1/100 扎古 II 改 2019/7	FM 1/100 风灵高达 帕梅特刻痕 2024/8	HIRM 1/100 异端高达 红色机 强力型装备 2022/3	SD高达 CROSS SILHOUETTE 凯列班高达 2024/6

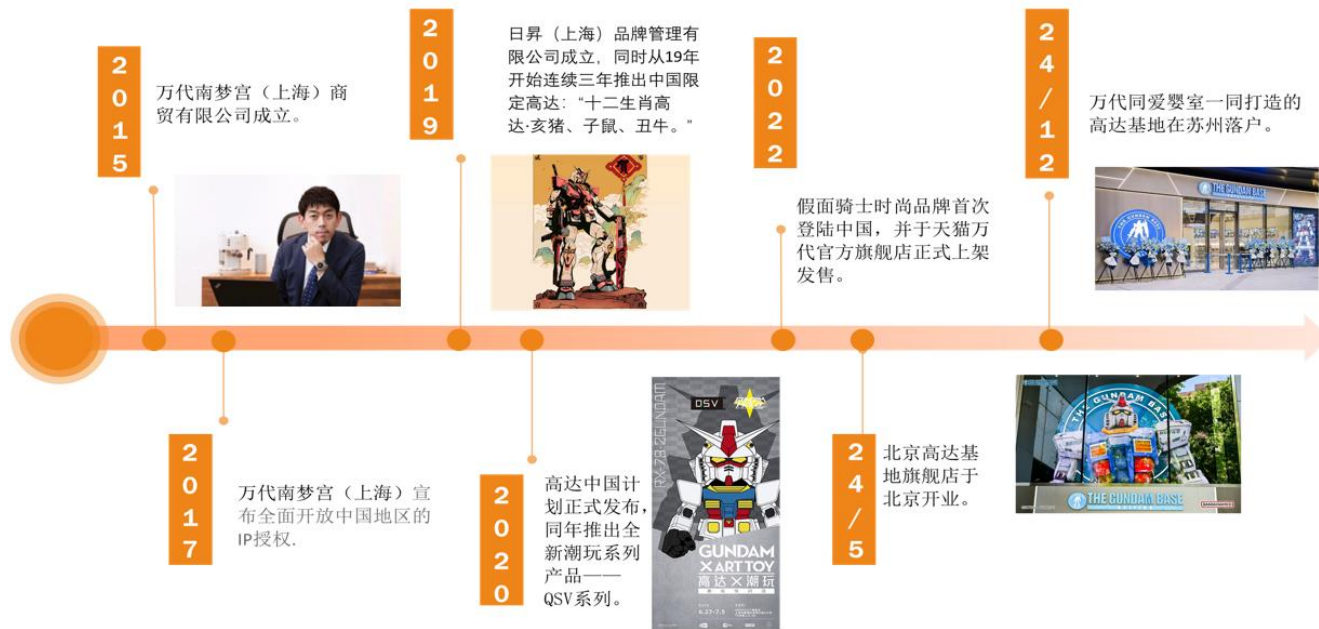
3.3 IP全球化有望打造新增长引擎

下游：扩大IP国际化影响力。面临日本人口老龄化、出生率下降的人口环境，公司积极寻求海外业务增长点，FY24海外收入占比27.8%（同比下滑系本土业务增速更快），中期海外收入占比目标35%，长期目标占比达到50%。我们认为海外业务拓展为公司提供更多IP变现空间，有望成为新增长引擎。

图：万代海外收入占比（%）



图：万代中国市场发展历程



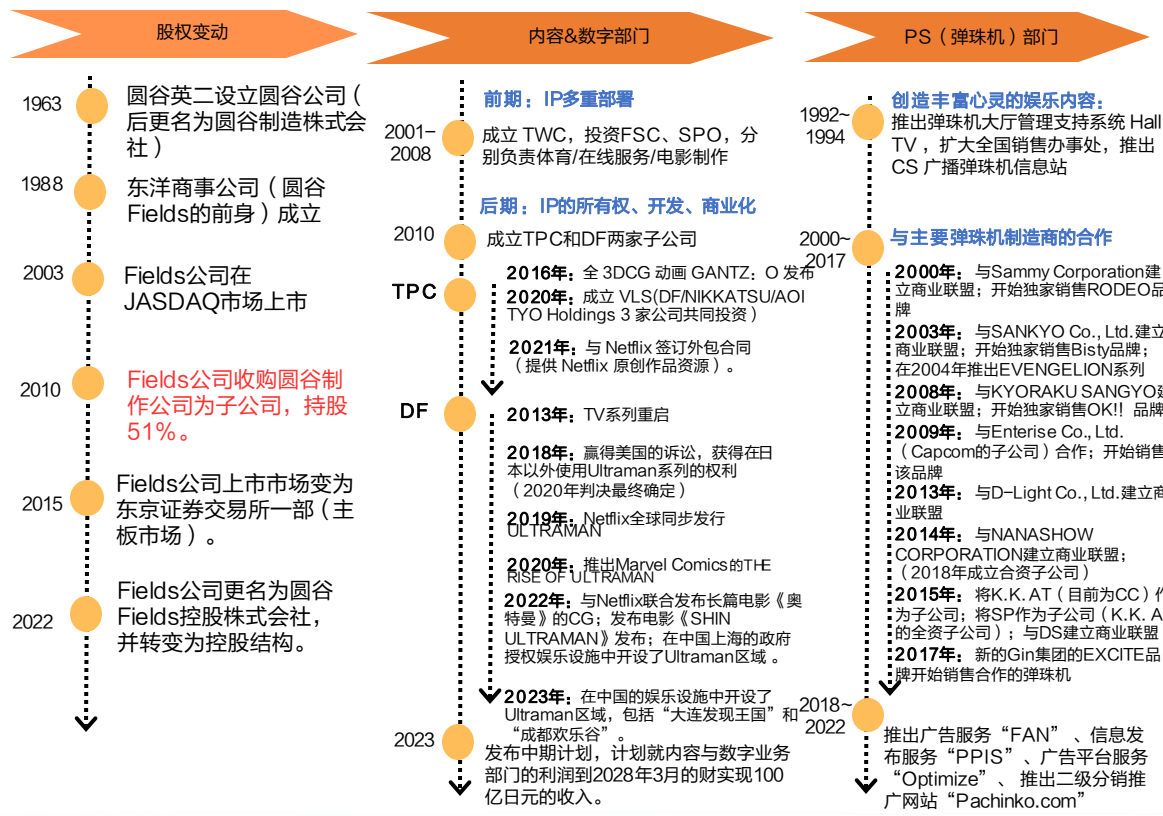
2 圆谷Fields业务梳理：IP构筑竞争核心

1 圆谷Fields：2010年Fields收购圆谷（奥特曼版权方），开启IP发展新征程

圆谷制作（Tsuburaya Productions Co., Ltd）是一家全球性的娱乐公司，从事影视剧的创作开发、商品授权、线下商业活动等业务，以“为世界各地的人们提供充满创意和创新的内容、产品和服务”为宗旨。

Fields（原业务为游戏机生产）2010年向TYO收购圆谷制作51%股权，2022年10月向控股公司结构过度，更名为“圆谷Fields控股公司”，同时发展游戏机和内容&数字业务。目前万代及Fields分别持股圆谷公司49%、51%股权。

图：圆谷Fields发展历程



图：圆谷Fields主要业务

Tsuburaya Fields Holdings

内容&数字部门：Tsuburaya Productions以IP为核心（奥特曼为主），从事媒体内容开发、商品授权及线下活动业务

相互协同	主要业务范畴
媒体	通过电视销售、蓝光、DVD、VOD和影院发行等方式向粉丝提供奥特曼各种各样的视觉内容包括真人特效系列和故事片。
商品	寻找希望使用我们的人物、设计和价值观进行商业化、出版或广告的授权者，我们的IP可以帮助扩大目标受众，提高产品形象。
活动	举办超级英雄表演和活动，为全世界的人们带来梦想和希望。除了现场活动，我们还制作线上活动，让人们与超级英雄互动，并向世界各地的粉丝销售相关产品。

PS部门：Fields Corporation从事PS机器的规划、开发和经销，促进PS行业整体发展

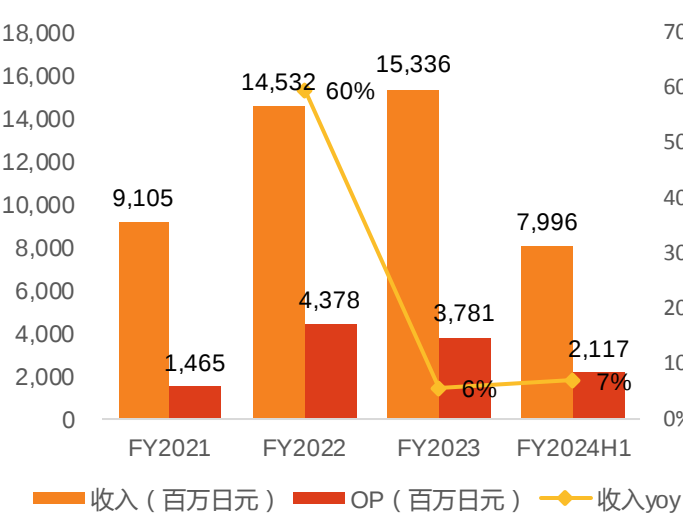
2 财务情况：FY24H1 PS业务收缩，内容&数字业务收入占比提升、利润率高

圆谷Fields FY24H1（截至2024/9/30）收入458亿日元（人民币22亿元），同比-31.7%；OP41亿日元（人民币2亿元），同比-24.2%；OPM8.9%，同比+0.9pct。公司预计FY24收入1550亿日元（人民币74亿元），OP152亿日元（人民币7亿元），OPM9.8%。

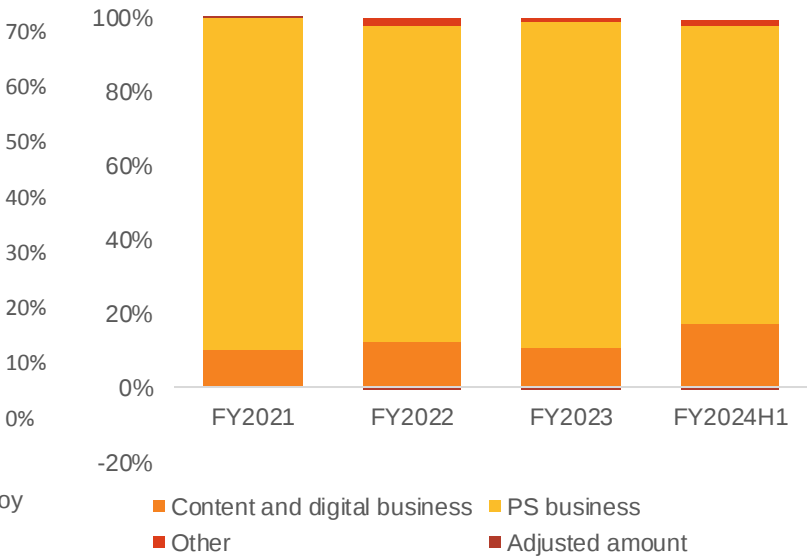
分业务：①**内容&数字业务**：FY24H1收入80亿日元，同比+7.9%，占总17%（FY23占比为10.8%）；OP21亿日元，同比+6.9%；OPM26.5%，同比-0.2pct；公司预计FY24收入180亿日元，OP40亿日元，OPM22.2%。

②**PS业务**：收入372亿日元，同比-37%，占总83%；OP31亿日元，同比-30.7%；OPM8.4%，同比+0.8pct；公司预计FY24收入1350亿日元，OP135亿日元，OPM10%。

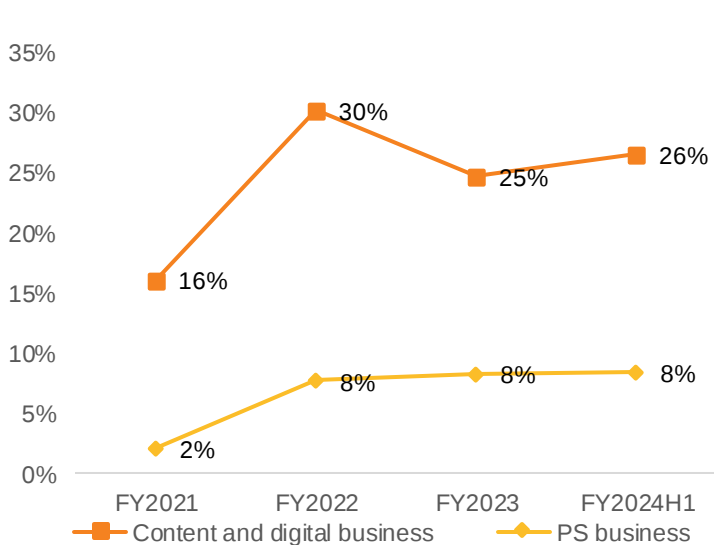
图：内容&数字业务收入及盈利规模



图：公司各业务板块收入占比



图：内容&数字业务利润率高于PS业务



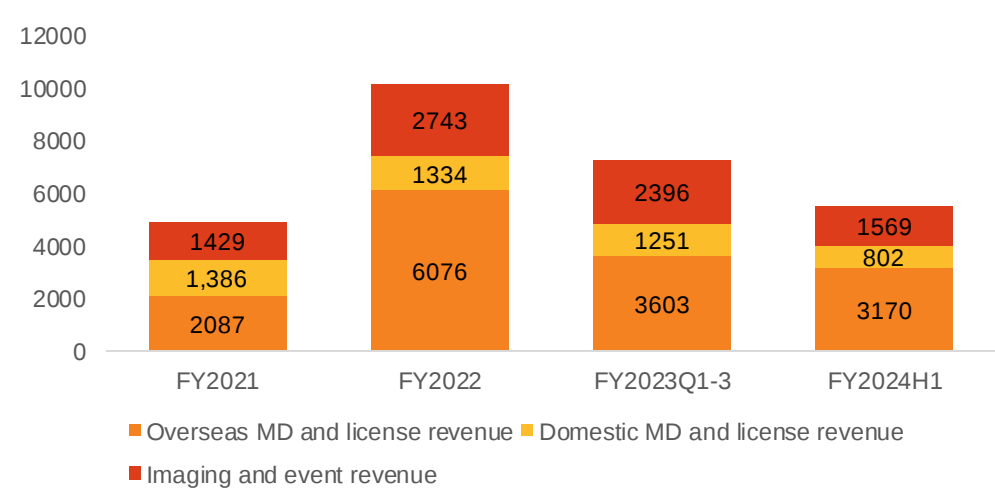
3.1 IP授权业务：中国为主要授权增长市场

FY24H1授权业务收入40亿日元，同比+15.9%，占比内容&数字业务50%，授权为增速最高的业务板块。

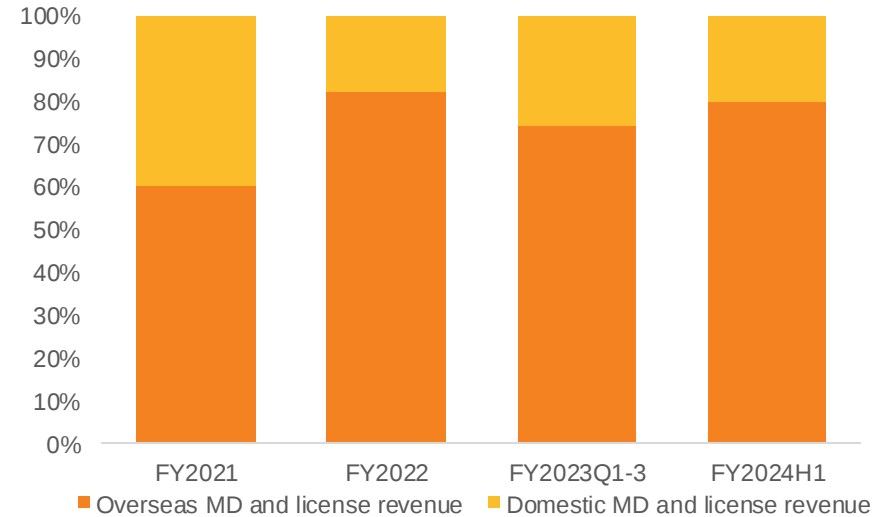
分区域：中国为主要授权增长市场。FY24H1国内授权/海外授权收入分别8亿日元/32亿日元，同比-26%/+35%，海外授权业务贡献主要增长；FY21-24H1海外授权收入占授权业务比重从60%提升至80%。

其中，FY22、FY23H1、FY24H1中国授权收入同比+253.6%、+104.9%、+41.2%，主要系奥特曼IP在中国市场火热，集换式卡牌、积木等各类授权商品在中国市场渗透率逐步提升。

图：圆谷制作公司收入结构（百万日元）



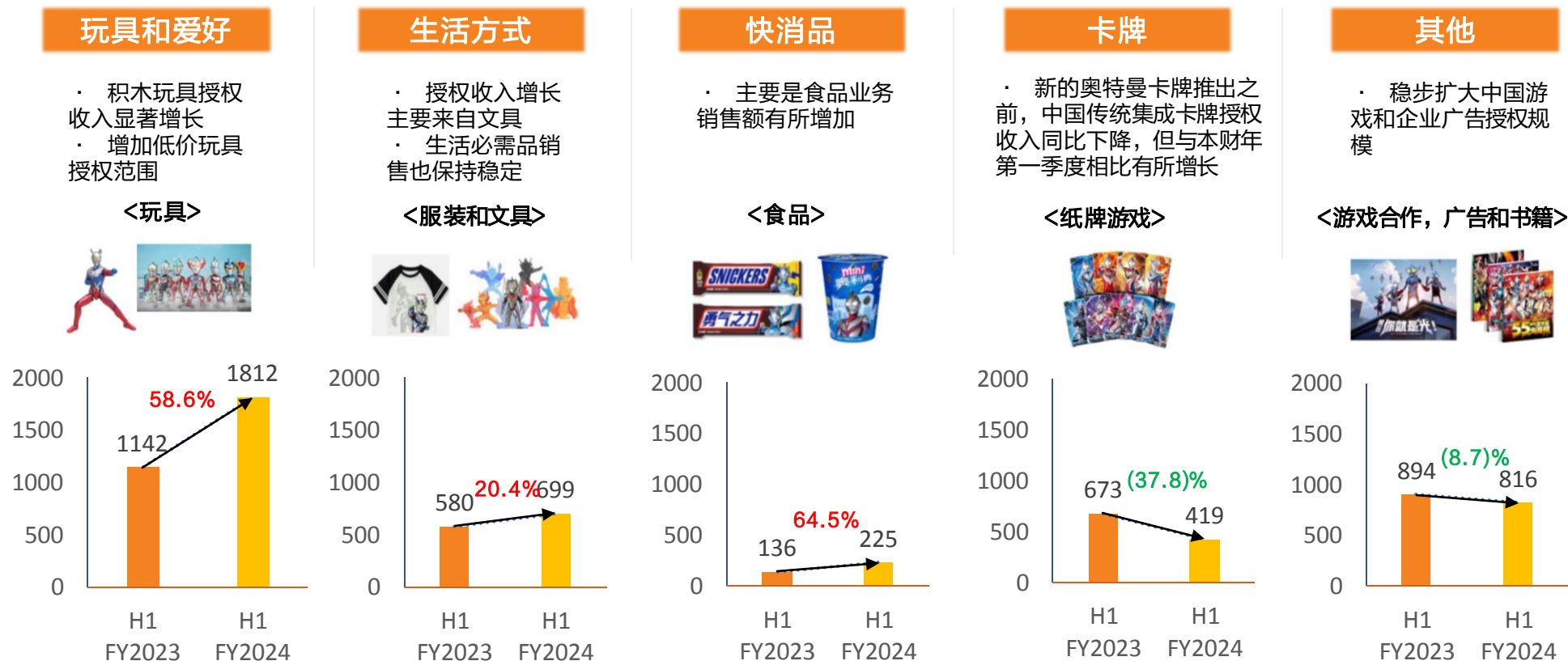
图：圆谷制作公司授权业务分区域占比



3.2 IP授权业务：低价积木玩具授权贡献突出

分产品类型：FY24H1玩具/服装和文具/食品/卡牌/游戏广告书籍授权收入分别为18亿/7亿/2亿/4亿/8亿日元，分别同比+59%/+20%/+65%/-38%/-9%。其中，玩具类授权收入占比最高（46%）且增速可观（FY23公司玩具/积木玩具收入同增17%/186%），**主要系积木玩具稳健增长及增加低价玩具授权。**

图：公司授权业务分类表现



单位：百万日元

风险提示

- 1、**宏观经济波动风险。**如果宏观经济状况发生重大不利变化，公司产品的需求和维持运营的能力可能会受到损害，进而对业务、经营业绩及财务状况产生重大不利影响。
- 2、**IP热度下滑风险。**现有IP受欢迎程度可能会降低，且公司可能无法以有利条款获得、维持或续约IP授权。公司无法控制有关IP是否能继续受消费者欢迎。例如，消费者偏好可能会偏离现有的IP，且可能出现有关这些IP的不可预见的负面宣传。
- 3、**新品表现不及预期风险。**公司可能无法成功获取、开发或商业化新的IP，无法有效地拓展、管理、监督及协调多销售网络。新推出的IP可能会因快速变化的市场动态及日益变化的消费者偏好而失去人气。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一

投资评级说明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS