



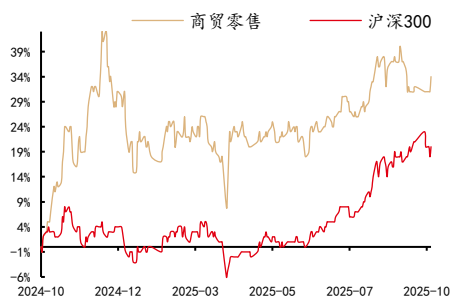
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	2332.96
52 周最高	2501.51
52 周最低	1731.43

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

近期研究报告

《8 月社零数据如何？》 -
2025.09.16

IP 系列深度之三

海外复盘：任天堂——创造惊喜的游戏王国

● 投资要点

IP 产业海外发展早于中国，很多公司旗下 IP 都已家喻户晓，如日本的三丽鸥（Hello Kitty）、万代（高达）、任天堂（宝可梦）等，美国的迪士尼（星黛露）、孩之宝（小马宝莉）、美泰（芭比娃娃）等，丹麦的乐高。这些公司大多起源于二战以后，腾飞大多在 2000 年左右，而我国 IP 潮玩行业起源于 2010s，快速发展在 2020s 以后。

因此我们推出 IP 海外复盘系列，这是系列三，复盘创造惊喜的游戏王国——任天堂。

任天堂：游戏内容跨界创作，给予玩家新奇体验。任天堂从纸牌起家，经过百年发展已经转变为市值超 1000 亿美元的游戏巨头。公司以硬件为基础、软件为核心竞争力，业务覆盖游戏平台、移动和 IP 以及其他三大板块，其中游戏平台业务占比超 90%。随着软件收入占比不断提升，公司核心竞争力不断凸显。同时公司通过动漫、卡牌、手游、主题乐园、电影等方式进一步深挖原创游戏类 IP 商业价值，拓宽业务边界，实现多元发展。

发展历史：从纸牌工厂到游戏领航者。任天堂经过四个阶段的发展，逐渐从玩具厂商转型为游戏内容生产者。（1）1889-1962。乘纸牌行业复苏的东风，从手工作坊成长为现代企业，积累原始资本并成功上市。（2）1963-1977。纸牌娱乐受到冲击，任天堂开始探索新业务，最终锚定玩具赛道并以电子类玩具表现最为突出，为游戏机业务奠定基础。（3）1977-2000s。凭借电子玩具生产经验，成功切入游戏和游戏机领域，硬件和软件相辅相成形成独特竞争力，诞生了 Famicom、Game Boy 等大热游戏机产品以及《超级马里奥兄弟》《塞尔达传说》《宝可梦红/绿》等经典游戏作品。（4）2000s-2020s。面对游戏玩家减少的挑战，任天堂积极推进“扩大游戏人口”战略，通过 NDS、Wii、Switch 等游戏机给玩家带来全新的游戏体验，既吸引了新的消费者加入玩家行列，也满足了老玩家对游戏难度的要求。同时，公司着力扩大 IP 覆盖对象，通过多样化的展现形式让马里奥、宝可梦等 IP 生命周期进一步延长。

跨界传播：马里奥和宝可梦。任天堂的优势在其软件，因此公司以经典 IP 为基础，通过多方面尝试提升 IP 运营能力，将这一优势进一步放大。马里奥在不断迭代的游戏作品中呈现出不同的形象，在数次尝试后电影内容也获得了观众认可，同时在主题乐园以及 IP 授权方面持续拓展，和明星一样穿梭在不同的产品形态中。宝可梦作为全球商业价值最高的 IP，以游戏为本体、动漫和卡牌为两翼构建了良好

的协同生态，三者相互促进，使宝可梦世界观愈发立体。通过手机游戏、IP 授权、社区活动等运营方式，任天堂在宝可梦 IP 的运营中逐渐形成了多层次、跨媒体的商业矩阵。马里奥和宝可梦两个成熟 IP 焕发新生，表明任天堂在 IP 运营的过程中已经摸索出一套独特的方法论。

● 投资建议

IP 潮玩行业商业模式大致可分为造星（IP 平台化）和追星（IP 商业化）两类，大部分公司最初都是追星模式，最终/终极目标都是造星模式。复盘当下海外 IP 公司，他们目前都为 IP 平台化公司，即具有极强的 IP 打造能力，但是他们的发展并非一帆风顺，也并非最初就是平台化公司。我们梳理他们的发展历程，大致可分为三类：1) 玩具起家的如乐高、孩子宝、美泰等；2) 渠道起家的如三丽鸥等；3) 内容起家的如迪士尼、任天堂等。

我国 IP 产业发展起步较晚，当下阶段，我们认为无论是造星模式（IP 平台化）还是追星（IP 商业化）公司均有机会。

相关标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；现有 IP 受欢迎程度下降风险；新 IP 热度不及预期风险；政策超预期风险。

重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	投资评级	收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2025E	2026E	2025E	2026E
9992. HK	泡泡玛特	买入	273.00	3666	4.99	7.87	47.34	30.02
300590. SZ	布鲁可	买入	108	269	4.32	7.02	20.36	12.53
9896. HK	名创优品	未评级	44.74	554	2.35	3.02	17.93	13.94

资料来源：iFinD，中邮证券研究所（注：未评级公司盈利预测来自 iFinD 机构的一致预测）

目录

1 公司概况：带来全新娱乐体验的游戏巨头	5
1.1 基本情况：游戏内容跨界创作，给予玩家新奇体验.....	5
1.2 管理团队：山内家族打下江山，继任者开拓新局面.....	6
1.3 财务分析：游戏业务左右业绩走向，软件竞争力持续提高.....	8
2 发展历史：从纸牌工厂成长为游戏领航者	10
2.1 1889-1962：乘势而起，纸牌业务起家	10
2.2 1963-1977：过渡时期，探索发展方向	12
2.3 1977-2000s：锚定赛道，电子游戏巨头	13
2.4 2000s-2020s：扩大游戏人口，主机掌机融合	15
3 跨界传播：任天堂的游戏 IP 如何扩圈？	16
3.1 马里奥：游戏明星穿梭“多元宇宙”	16
3.2 宝可梦：从游戏到文化符号，渗透到生活的角落	19
4 投资建议.....	21
5 风险提示.....	22

图表目录

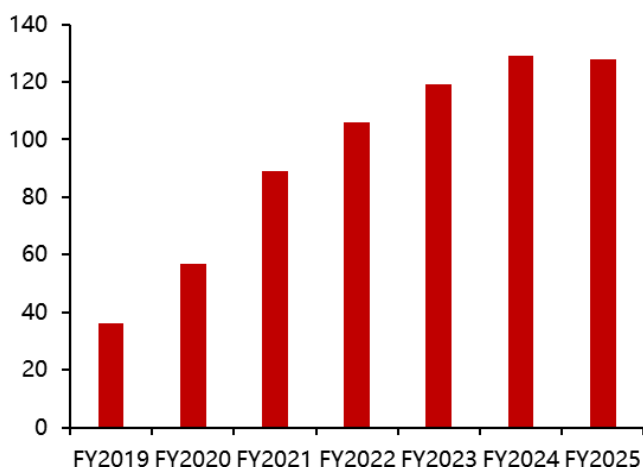
图表 1: 任天堂游戏玩家数量 (百万)	5
图表 2: 任天堂业务版图	5
图表 3: 任天堂经典 IP	6
图表 4: 任天堂当前管理团队	7
图表 5: 任天堂营业收入 (亿日元)、净利润 (亿日元) 及增速	8
图表 6: 任天堂毛利率和净利率	9
图表 7: 任天堂分业务板块结构	9
图表 8: 任天堂游戏平台业务结构	9
图表 9: 任天堂分地区收入 (亿日元)	9
图表 10: 任天堂分地区收入结构	9
图表 11: 任天堂制作的花札牌产品“大统领”	10
图表 12: 任天堂的扑克牌产品广告	11
图表 13: 任天堂获得迪士尼授权的纸牌产品	11
图表 14: 任天堂的“画书纸牌”	12
图表 15: 任天堂开发的代表性玩具产品	13
图表 16: Game&Watch 搭载的游戏《BALL》	13
图表 17: Famicom 搭载的经典游戏	14
图表 18: Game Boy 搭载的经典游戏	14
图表 19: Game Boy 销售量 (万台)	14
图表 20: NDS 销售量 (万台)	15
图表 21: Wii 销售量 (万台)	15
图表 22: Switch 销量前十的游戏	16
图表 23: “Mario”Google Trend 指数	16
图表 24: 马里奥相关电子游戏系列	17
图表 25: 马里奥的不同形象	17
图表 26: 日本环球影城“超级任天堂世界”主题乐园	18
图表 27: 马里奥与多品牌推出联名款	18
图表 28: “Pokemon”Google Trend 指数	19
图表 29: 宝可梦 GO	20
图表 30: 宝可梦世界锦标赛	21
图表 31: 宝可梦跨界联名	21
图表 32: IP 潮玩商业模式比较	22

1 公司概况：带来全新娱乐体验的游戏巨头

1.1 基本情况：游戏内容跨界创作，给予玩家新奇体验

任天堂在山内溥的领导下，实现了从纸牌工厂到游戏巨头的转变，目前市值超过 1000 亿美元。以硬件为基础、软件为核心竞争力，任天堂在电子游戏领域保持领先，游戏玩家数量达到 1.28 亿。电子游戏之外，任天堂通过动漫、卡牌、手游、主题乐园、电影等业务探索多样化的 IP 展现形态，持续提升运营能力，延长经典 IP 生命周期。在不断创造新娱乐体验的过程中，任天堂为游戏玩家创造了多维的“玩乐世界”（world of fun）。

图表1：任天堂游戏玩家数量（百万）



图表2：任天堂业务版图



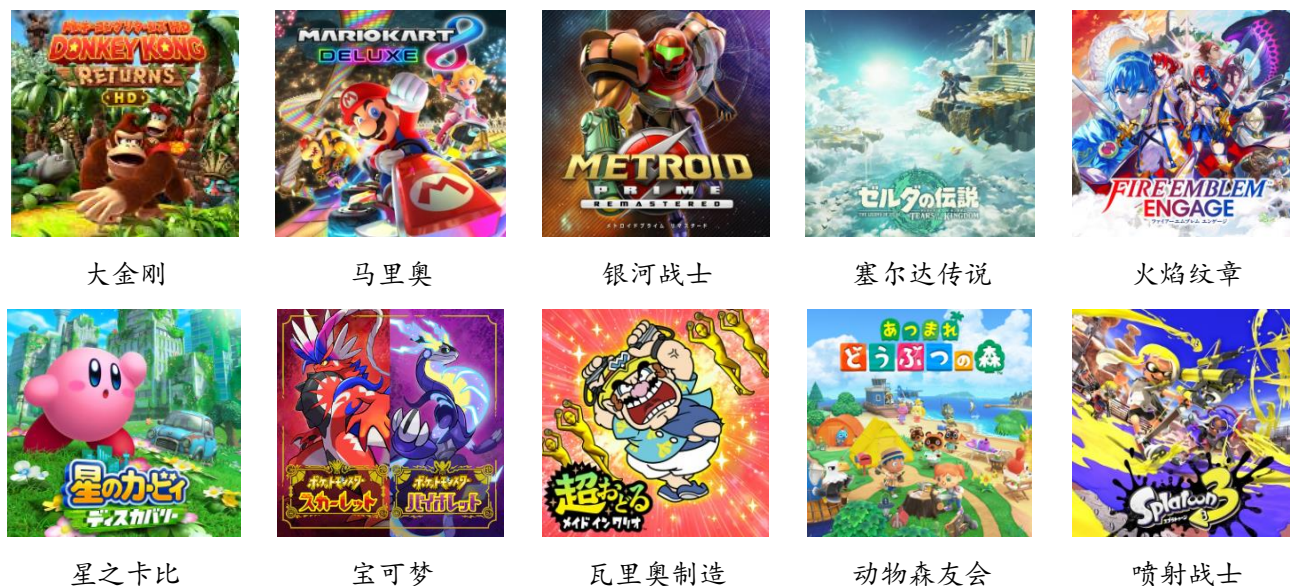
资料来源：2025 财年业绩说明会材料、中邮证券研究所

资料来源：公司官网、中邮证券研究所

从 IP 类型来看，任天堂专注高品质的游戏类 IP，强调游戏原创性和趣味性。

街机时期的作品《大金刚》是世界上第一款平台跳跃游戏，也是第一个有故事情节的电子游戏，给玩家带来了全新的游戏体验。Famicom 搭载的《超级马里奥兄弟》承接了《大金刚》的故事情节并加入了射击玩法，成为任天堂历史上最畅销的游戏系列，《塞尔达传说》则通过非线性叙事增强了游戏的可玩性。Game Boy 搭载的《宝可梦红/绿》以收集为重点，结合交换、培育和对战，成为 RPG 游戏的经典作品。

图表3：任天堂经典 IP



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

1.2 管理团队：山内家族打下江山，继任者开拓新局面

任天堂早期由山内家族管理，通过纸牌行业积累资本并成功转型。第一代社长山内房治郎抓住纸牌复苏的机遇，用手工花札牌打响公司名声，继任者山内积良和山内博则逐步将公司由手工作坊转型为现代公司并推动公司上市。山内溥（山内博改名后的名字）在较早的时间发觉了纸牌公司的局限性并成功帮助公司转型。利用公司上市积累的资金，山内溥在业务多元化的探索中确定游戏和游戏机业务作为主要发展方向，主导了Famicom、Game Boy 等多个经典产品的开发，奠定了任天堂在游戏及游戏机行业的地位。

后三位社长延续了山内溥对任天堂的规划，帮助公司开拓新局面。岩田聪面对游戏人口逐渐下降的局面，推出 NDS、Wii 等产品落实“扩大游戏人口”战略，帮助任天堂开发了潜在用户。君岛达己在岩田聪去世后稳定了公司局势并主导了 Nintendo Switch 的发行，让公司业绩复苏。第六任社长古川俊太郎则带领团队在 IP 多元化上持续布局，通过电影、主题乐园等方式使任天堂的 IP 覆盖更广泛的人群，提升公司 IP 影响力。

图表4：任天堂当前管理团队

姓名	职位	履历
Shuntaro Furukawa	社长	1994 年加入公司。2012 年被任命为宝可梦公司外部董事，2015 年起先后就任企业规划部高级董事、公司分析与行政部门的常务执行官执行主管，2016 年 9 月负责全球市场部，2018 年接任君岛达己成为第六任社长。
Shigeru Miyamoto	执行顾问	1977 年加入公司。主导参与了《超级马里奥》《塞尔达传说》《大金刚》等游戏的创作。2000 年被任命为公司董事以及娱乐分析与开发部高级总监，2002 年被任命为高级常务董事及代表董事，2015 年任执行顾问。
Shinya Takahashi	高级常务执行官、企划制作部执行主管	1989 年加入公司。2013 年被任命为公司董事，先后担任软件规划与开发部高级总监、企划制作部高级总监、发展管理与支持部执行主管。2018 年被任命为高级常务执行官，2023 年任企划制作部执行主管及技术开发部执行主管。
Yoshiaki Koizumi	高级执行官、企划制作部高级总监	毕业于大阪艺术大学视觉概念策划系，1991 年加入任天堂，在《塞尔达传说：王国之泪》《超级马里奥赛车》等游戏中负责美术、情节设计等工作。
Takashi Tezuka	执行官、企划制作部高级执行官	毕业于大阪艺术大学，1984 年加入任天堂，与宫本茂一起制作了《超级马里奥兄弟》，参与了《塞尔达传说》几乎所有系列的制作。
Satoru Shibata	常务执行官 市场部执行主管	1985 年加入公司。2000 年为任天堂欧洲有限公司总裁，2018 年被任命为宝可梦公司的外部董事并加入任天堂董事会，担任市场部高级总监和出版与开发关系部。2022 年被任命为常务执行官，2023 年任市场部执行主管、亚洲及大洋洲业务部执行主管。
Ko Shiotar	高级执行官、 技术开发部高级总监	1992 年加入公司。2015 年任技术开发部高级总监，2017 年被任命为高级执行官并加入董事会，2023 年任制造部执行主管。
Yusuke Beppu	高级执行官、企业规划部高级总监	2001 年加入公司。2009 年 3 月，任任 Wii no MA 公司总裁；2015 年任业务发展部总监，2019 年升为高级总经理；2022 年任企业计划部高级董事；2023 年任高级执行官。
Hirokazu Shinshi	高级执行官、制造部高级总监	1986 年加入公司，曾担任任天堂制造副总监。
Hajime Murakami	执行官、财务与行政部门高级总监	在任天堂担任过多个财务领导和管理职位。
Kentaro Yamagishi	执行官、总务总监	斯坦福大学工商管理硕士，曾担任 Minkabu 的首席投资官和高盛的董事总经理，2018 年加入公司。
Yoshiaki Kuratsune	执行官，全球传播部高级总监	2025 年 6 月起加入执行官名单。
Juro Takeuchi	执行官，市场部高级总监	2025 年 6 月起加入执行官名单。
Koji Miyake	执行官，企业分析与管理部高级总监，人力资源部高级总监	自 2018 年起担任任天堂欧洲公司 CEO，之后转任高级董事总经理兼企业规划部主任任职至 2022 年。后担任任天堂企业分析与管理部 and 人力资源部的高级总监。
Doug Bowser	执行官、任天堂美国公司 CEO	犹他大学传播学学士，曾在宝洁和 Electronic Arts 工作，2015 年加入任天堂担任销售副总裁，2016 年晋升为销售和营销高级副总裁 2019 年成为任天堂美国公司 CEO
Luciano Perena Lopez	执行官、任天堂欧洲公司 CEO	1994 年加入任天堂，自 2018 年起担任任天堂欧洲公司 CFO，2024 年担任 CEO。

资料来源：公司官网、公司公告、The Official Board、Fandom、My Nintendo News、Boardroom Insiders、中邮证券研究所

1.3 财务分析：游戏业务左右业绩走向，软件竞争力持续提高

任天堂的业务主要分为三大板块：游戏平台、移动及 IP 业务、其他业务。

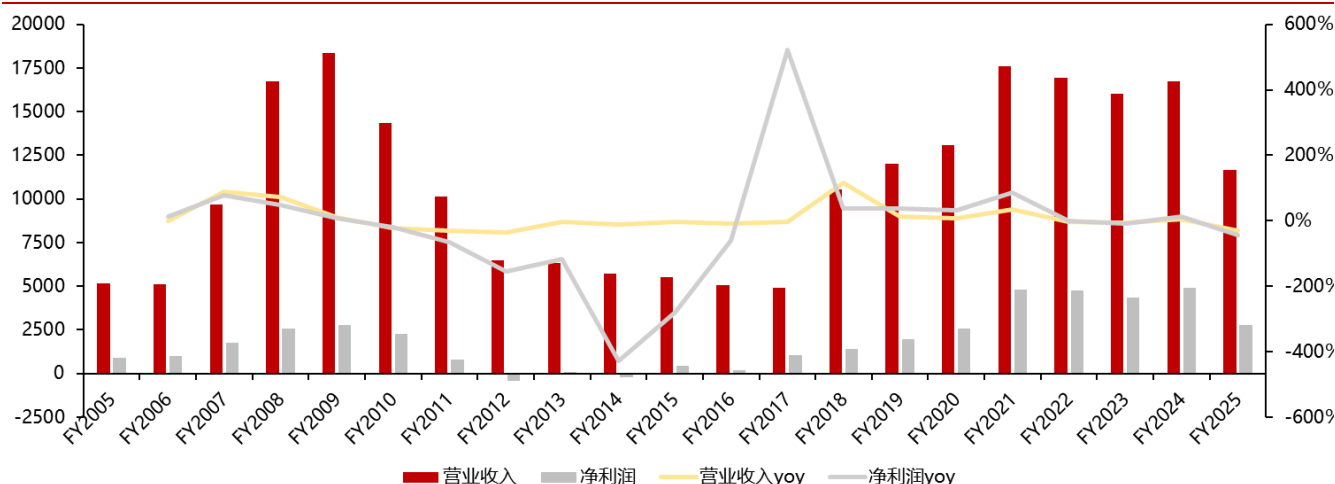
其中游戏平台目前以 Nintendo Switch 为主，包括所有游戏平台的硬件、软件和配件销售；移动及 IP 业务主要包括视觉内容、移动设备内容以及版权；其他业务包括任天堂官方商店的衍生品销售和卡牌等。

任天堂的营收和利润波动与其最新一代硬件产品及配套软件的受欢迎程度紧密相关。从业务结构看，游戏平台相关收入占总营收的 90%以上，左右着公司的业绩情况。2004 年和 2006 年相继推出的 Nintendo DS 和 Wii 均大获成功，使公司业绩快速增长。但随着产品进入疲软期，而新机型 Wii U 销售不及预期，营收回落。直到推出的 Nintendo Switch 成为爆品才再度拉升公司营收攀升。

“剃须刀式”的商业模式下，任天堂毛利率和净利率保持稳定并有上升趋势。

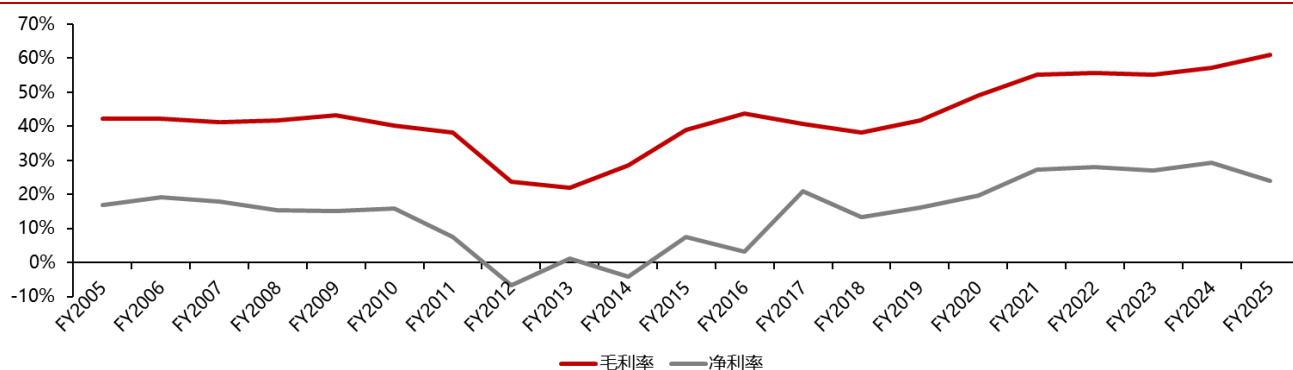
“剃须刀式”的商业模式是指：基础产品薄利甚至亏损销售带动附属产品盈利。任天堂在游戏平台业务中利润率较低的硬件销售占比持续下降，软件销售占比持续上升，同时第一方软件占比保持在 70%以上，具备核心竞争力的软件产品使公司能够不断提升盈利能力。

图表5：任天堂营业收入（亿日元）、净利润（亿日元）及增速



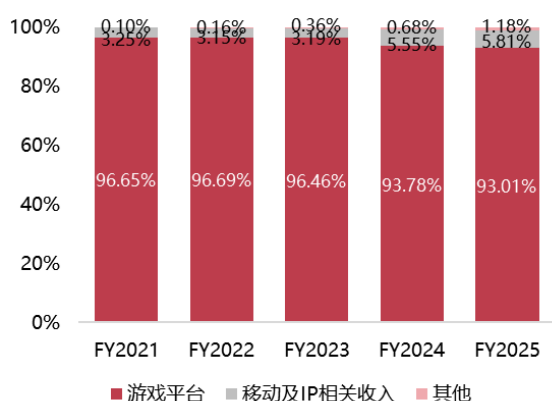
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表6：任天堂毛利率和净利率



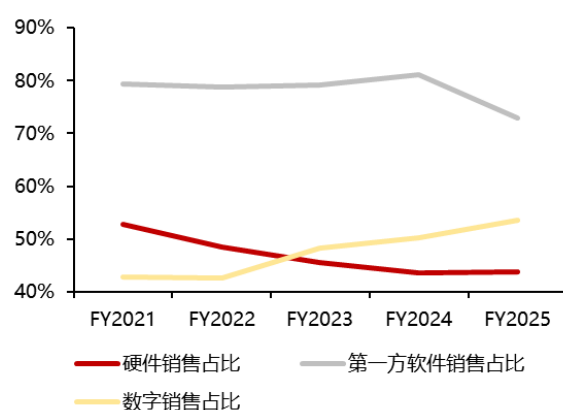
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表7：任天堂分业务板块结构



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

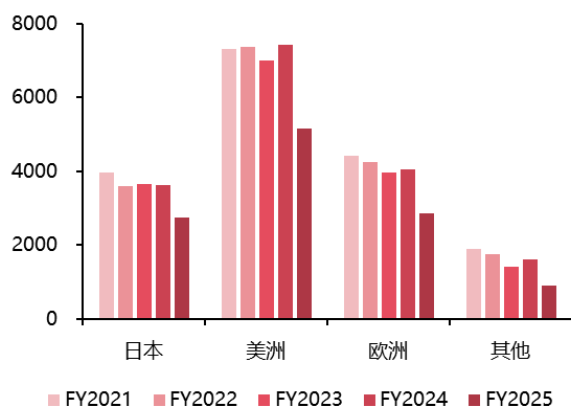
图表8：任天堂游戏平台业务结构



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

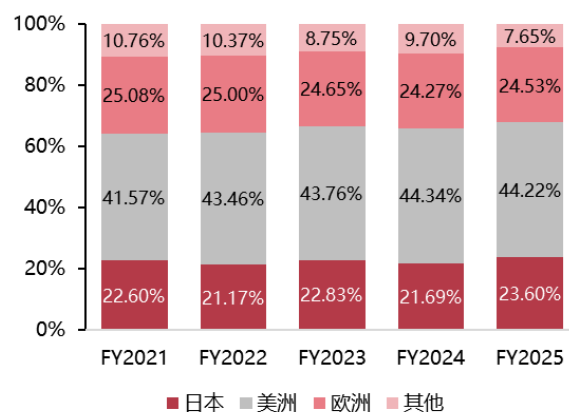
分地区看，收入结构比较稳定。美洲市场玩家购买力强，在游戏消费习惯的培养上相对成熟，占据超40%的收入。公司总部所在的日本以及较早进入的欧洲市场也是收入的基本盘，分别占据20%-25%的份额。

图表9：任天堂分地区收入（亿日元）



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表10：任天堂分地区收入结构



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2 发展历史：从纸牌工厂成长为游戏领航者

任天堂的发展史展示了玩具厂商向内容生产者转型的全过程。从最开始的纸牌到过渡期的玩具业务，任天堂一直是产品生产者，没有触及内容生产。而电子游戏给了任天堂自由创作的沃土，在山内溥、横井军平、宫本茂等人的领导下，任天堂在游戏和游戏机领域绽放光彩，积累了多个优质游戏类 IP。

2.1 1889-1962：乘势而起，纸牌业务起家

任天堂的第一代社长——山内房治郎抓住了纸牌娱乐复苏的机会，让任天堂在纸牌行业打响了名声。16 世纪与葡萄牙、荷兰的贸易使西方纸牌传入日本，随后日本本土也出现了花札牌、歌留多牌等用于娱乐的纸牌。但由于纸牌的性质问题，幕府对纸牌给予禁令，纸牌行业进入寒冬，直到 1885 年明治政府放开花札牌生产和销售并在 1889 年全面解禁纸牌产品，纸牌行业才逐渐复苏。山内房治郎于 1889 年在京都开出了“任天堂骨牌”门店，销售自己手工制作的花札牌，凭借精美的设计和优良的品质，任天堂的花札牌大受欢迎。虽然花札牌之后受到《骨牌税法》的负面冲击，但任天堂已经积累了纸牌制作经验，生产出日本第一副国产扑克牌，持续在纸牌领域深耕。同时，由于纸牌的主要客户为成年男性，任天堂与村井吉兵卫的烟草公司合作，利用烟草店这一渠道增加产品曝光，迅速扩大了其在纸牌行业的市场份额，成为日本最大的纸牌公司。

图表11：任天堂制作的花札牌产品“大统领”



资料来源：机核、中邮证券研究所

图表12：任天堂的扑克牌产品广告



资料来源：机核、中邮证券研究所

山内房治郎为任天堂的纸牌业务打下了良好的基础，第二代社长山内积良和第三代社长山内博则让任天堂在组织和生产上进一步现代化。山内积良在原有的门店附近建设了新的公司总部并对公司进行重组，建立“丸福株式会社”专门负责公司纸牌产品的销售，山内博购进先进的生产设备并建立任天堂的自有工厂，生产出日本第一副塑料扑克牌。通过多方面的调整，任天堂逐步从手工作坊转变为现代化的纸牌企业。

通过授权合作，任天堂实现了纸牌内容的创新，扩大了纸牌消费群体。20 世纪 50 年代，迪士尼已经通过电视节目进入了日本消费者的视野。山内博抓住这一流行趋势，与迪士尼达成合作并获得独家授权，开发出印有迪士尼经典角色的纸牌，同时通过电视广告进行营销，将产品推向青少年。六十年代，任天堂依然通过取得 IP 授权的方式，将漫画和纸牌结合推出了“画书纸牌”，产品进一步下沉至儿童群体。这一时期，任天堂已经在卡牌领域的市场占有率高达 80%，是毫无疑问的行业巨头。1962 年，任天堂以纸牌生产企业的身份在大阪和京都的证券交易所上市。

图表13：任天堂获得迪士尼授权的纸牌产品



资料来源：机核、中邮证券研究所

图表14：任天堂的“画书纸牌”



资料来源：机核、中邮证券研究所

2.2 1963-1977：过渡时期，探索发展方向

任天堂的卡牌业务在 20 世纪 60 年代遭遇其他娱乐方式的冲击。在任天堂上市之前，日本的卡牌市场就开始逐渐饱和。受到 1964 年东京奥运会的影响，体育娱乐活动吸引了消费者的注意力，同时电视节目也占据了一部分的娱乐时间，卡牌游戏热度下降，因此任天堂也在探索其他业务以谋求发展，但大多数并不成功。20 世纪 60 年代初期，任天堂利用上市获得的融资进军出租车、速食、酒店等行业，最终产品滞销、公司资金周转恶化，发展方向不清晰导致任天堂受挫。

横井军平的出现让任天堂回到了娱乐玩具赛道，而电子玩具的研发为之后的主机业务打下了坚实基础。1966 年，横井军平发明出“超级怪手”，这个没有过多技术含量的新奇玩具在半年卖出 120 万份，取得了出乎意料的成功。随后，横井军平成为任天堂第一开发部部长，专注研发让人耳目一新的娱乐产品。基于“枯萎技术的水平思考”这一设计哲学，横井军平陆续研发出包括超级棒球机、情侣对讲机、爱情测定仪、光线电话、光线枪打鸭子等热门产品。其中，光线枪也被运用到娱乐场所中，任天堂于 1973 年在京都开出了第一家激光飞碟射击场并吸引了大量玩家，光枪打靶这一娱乐活动广受好评。但是由于石油危机的爆发，经济衰退背景下激光飞碟射击场游客数量减少，任天堂的业务再次遭到打击。而作为日本知名的玩具生产和经销商，同时又具备研发电子玩具的经验，任天堂成为

了米罗华的电子游戏机“米罗华奥德赛”在日本的经销商。在代理过程中，任天堂逐渐走出迷茫，扎进了电子游戏行业。

图表15：任天堂开发的代表性玩具产品



资料来源：机核、中邮证券研究所

2.3 1977-2000s：锚定赛道，电子游戏巨头

利用经验从家用主机切入，以掌机显示创意，任天堂在电子游戏领域崭露头角。1977年，山内博改名山内溥，同时任天堂和三菱合作推出了家用主机 Color TV-Game 6 以及升级版 Color TV-Game 15，两款游戏机销量均达到百万级，但此时任天堂的家用主机上的还没有非常独特的游戏。而1980年发布的掌机 Game&Watch 搭载了游戏《BALL》，这款游戏让玩家通过左右按键控制小人接球，设计简洁但有新意，与当时其他游戏机的游戏形成差异化竞争，而和电子计算器相差无几的价格（5800 日元）也极具吸引力。Game&Watch 推出后的 8 年间，通过不断迭代 70 多款机型和推出新游戏，累计销量超过 4800 万台。

图表16：Game&Watch 搭载的游戏《BALL》



资料来源：Gameberry、中邮证券研究所

随着在电子游戏领域研发逐渐成熟，Famicom 和 Game Boy 完全展示出任天堂的独特竞争力。1983 年推出的家用主机 Family Computer（简称 Famicom）搭

载了《大金刚》的续作，还在之后推出了《超级马里奥兄弟》《塞尔达传说之海拉鲁幻想》等经典游戏，其中仅《超级马里奥兄弟》销售量就超过 4000 万套。凭借优秀的原创游戏以及相对竞品更加便宜的价格，这款家庭主机获得了巨大成功，发售第二年销量就超过 250 万台，配套的游戏卡带销量达 1500 万套。截至停产，Famicom 及其面向欧美的版本 NES 最终销量将近 6200 万台，配套的软件销售量超过 5 亿套。同时，FC 也奠定了主机市场“剃须刀式”的商业模式，即游戏机主要通过销售软件来盈利而非硬件。1989 年上市的 Game Boy 则搭载了享誉世界的经典游戏《俄罗斯方块》，之后还推出了《超级马里奥兄弟》《塞尔达传说》等老 IP 的新版游戏。即便在性能和画面色彩上稍显落后，通过极具娱乐性的原创游戏，Game Boy 发售当年在日本的销量就达到 71 万台。而在 Game Boy 热度即将下降时，1996 年《宝可梦红/绿》的出现让其再度爆火。这款集收集、通信、交换和养成于一体的游戏随着相关动画和卡牌产品的出现掀起了一阵热潮，让 Game Boy 的销量再度攀升。最终 Game boy 销售量超过 1.18 亿台，配套的游戏软件销量超过 5 亿套。后续版本 GBA 销售量也超过 8000 万台，配套游戏软件销量超过 3.77 亿套。

图表17: Famicom 搭载的经典游戏



超级马里奥兄弟

塞尔达传说之海拉鲁幻想

图表18: Game Boy 搭载的经典游戏



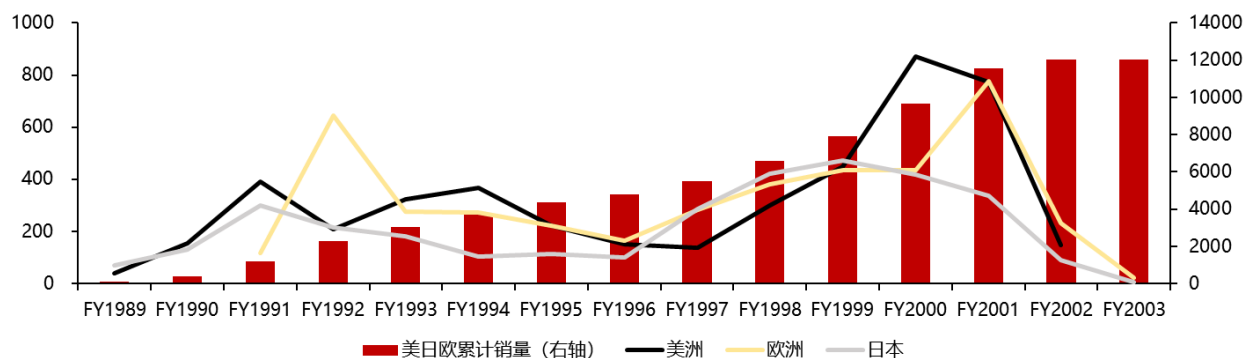
俄罗斯方块

宝可梦红/绿

资料来源：eBay、公司官网、中邮证券研究所

资料来源：公司官网、Nintendo Wiki、中邮证券研究所

图表19: Game Boy 销售量（万台）

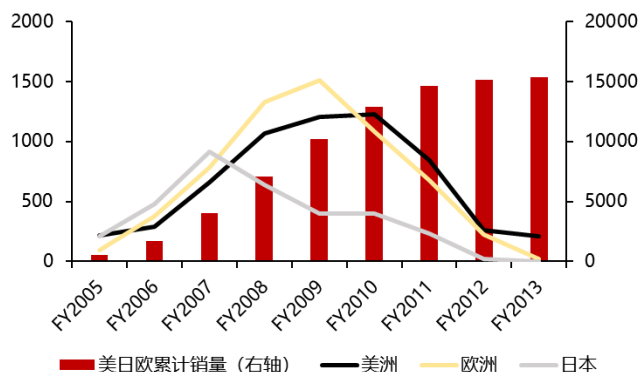


资料来源：VGChartz、中邮证券研究所

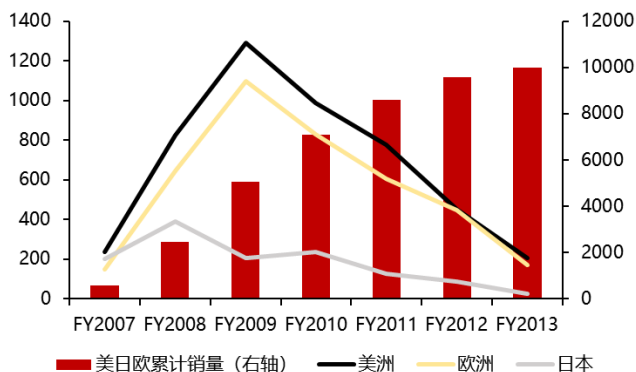
2.4 2000s-2020s：扩大游戏人口，主机掌机融合

面对游戏玩家减少的挑战，岩田聪制定了扩大游戏人口战略并通过 NDS 和 Wii 进行落地。岩田聪发现人们的休闲娱乐时间正在逐渐变少，而游戏玩家正在对老的游戏 IP 产生倦怠，这显然不利于扎身电子游戏领域的任天堂，因此扩大游戏人口成为岩田聪商人以来的重要战略目标。2004 年发售的 NDS 不仅采用了触摸屏以及双屏设计，其搭载的游戏《成年人的脑锻炼》系列、《任天狗狗》、《欢迎来到动物森友会》等给玩家带来了崭新的游戏体验，既满足了游戏迷对游戏挑战性的需求，又吸引了包括中青年工薪阶层、老年人等希望获得休闲乐趣的群体。《成年人的脑锻炼》上市半年销售达到 70 万套，原作和续作在生命周期中销售量均超过 1500 万套，而《任天狗狗》截至 2008 年全球累计销量 2167 万套。2006 年上市的 Wii 则通过小巧的体积、全新的体感游戏以及便于家庭交流的功能获得了家庭消费者的青睐。护航游戏《Wii Sports》销量达到 8290 万套，续作销售量也达到千万级。最终 Wii 主机销售量超过 1 亿台，配套软件销量超过 9 亿套，成为 Switch 出现之前仅次于 NDS 和 Game Boy 的存在。

图表20：NDS 销售量（万台）



图表21：Wii 销售量（万台）



资料来源：VGChartz、中邮证券研究所

资料来源：VGChartz、中邮证券研究所

Switch 通过主机和掌机融合又一次实现了游戏体验上的突破，使任天堂再创佳绩。2015 年，岩田聪宣布任天堂的下一代游戏机与以往的掌机 NDS 和主机 Wii 均有所不同，这款汇集了 NDS、3DS、Wii、Wii U 等游戏机设计经验的全新设备于 2017 年一经亮相便成为热点。Switch 在设备体验方面实现了创新性的发展，同时搭载了包括《塞尔达传说：旷野之息》《马里奥赛车 8》《宝可梦剑/盾》《集合啦！动物森友会》等任天堂的经典游戏作品的新版本，因此销售表现极佳，首周末卖出 33 万台，首月达到 50 万台。截至 2025 年 6 月 30 日，Switch 已经卖出

1.53 亿台，配套软件超过 14 亿套。而 2025 年 6 月发售的 Switch2 当月销售量达 582 万台，配套软件售出 867 万套。

图表22: Switch 销量前十的游戏

游戏名称	销售数量（百万件，截至 2025 年 6 月 30 日）
马里奥赛车 8 豪华版	68.86
动物森友会：新视野	48.19
任天堂明星大乱斗终极版	36.55
塞尔达传说：旷野之息	33.04
超级马里奥奥德赛	29.50
宝可梦朱/紫	27.15
宝可梦剑/盾	26.84
塞尔达传说：王国之泪	21.93
超级马里奥派对	21.19
新超级马里奥兄弟 U 豪华版	18.36

资料来源：公司官网、中邮证券研究所

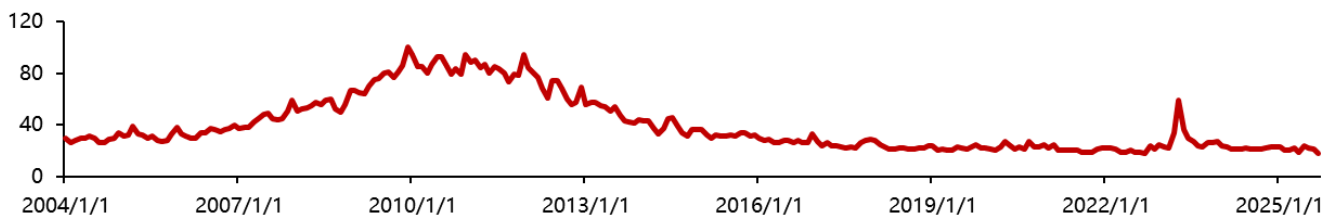
3 跨界传播：任天堂的游戏 IP 如何扩圈？

任天堂的主营业务是游戏平台，主要包括软硬件及配件，但 2015 年以来公司通过多种 IP 运营方式，让马里奥和宝可梦等 IP 从游戏机中走进大众日常生活，实现了游戏 IP 的扩圈。

3.1 马里奥：游戏明星穿梭“多元宇宙”

根据 Visual Capitalist，马里奥的商业价值约为 380 亿美元，位列全球 IP 价值排名第九，其中电子游戏是该 IP 商业化最主要的形式，商业价值约为 320 亿美元（84%），周边衍生产品的商业价值约为 40 亿美元。截至 2024 年，马里奥系列电子游戏的全球累计销量已超过 9.5 亿套，仅超级马里奥系列的主线游戏的销量就将近 5 亿套，马里奥相关的游戏已经成为全球最畅销的电子游戏之一。

图表23: “Mario” Google Trend 指数



资料来源：Google Trend、中邮证券研究所

马里奥的创意源自 1981 年街机游戏《大金刚》游戏里的木匠小跳人（Jumpman），在《大金刚》通过街机获得成功，任天堂旗下设计师宫本茂以这个小跳人为主角为 Famicom 设计了新的游戏《超级马里奥兄弟》。不同于以往的竞技类电子游戏，《超级马里奥兄弟》继承了《大金刚》里“英雄救美”的故事背景，并以跳跃闯关为核心玩法，结合多样化的道具设计，在游戏体验上给玩家焕然一新的感觉。

马里奥电子游戏保持高频上新，带给玩家持续的新鲜体验的同时丰富了马里奥的形象。自 1985 年推出《超级马里奥兄弟》之后，该系列基本保持每一至两年推出一款新作的节奏，相继开发了《马里奥赛车》《超级马里奥世界》《新超级马里奥兄弟》《超级马里奥银河》《超级马里奥奥德赛》等作品。通过持续创新游戏内容设计以及赋予马里奥多元身份，保持马里奥 IP 给玩家带来的新鲜感。在不同的游戏中，马里奥不再只是一名管道工，还化身赛车手、运动员等不同角色，始终维持 IP 的吸引力。

图表24：马里奥相关电子游戏系列



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

图表25：马里奥的不同形象



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

电影进一步丰富马里奥背后的故事，增强与消费者的情感共鸣，但内容需要观众和玩家买账。1986年，在马里奥电子游戏问世不久热度正盛之际，任天堂和瑞鹰共同制作了动画电影《超级马里奥兄弟：拯救碧琪公主大作战》，但是被观众批评故事无聊、电影叙事与游戏内容容易混乱，仅受到少数忠实粉丝的欢迎。而1993年推出的真人电影《超级马里奥兄弟》更是口碑不佳，被广泛认为是“史上最失败的游戏改编电影之一”。经过长期沉淀与筹备，任天堂与曾制作《小黄人》系列的照明娱乐合作，于2023年推出《超级马里奥兄弟大电影》。该片最终获得观众认可，在豆瓣评分超过8分，票房突破13.3亿美元，成功重塑了这一IP的影视形象，并为游戏本身反哺了新的热度。

马里奥IP也在主题公园、跨界联动等方面持续扩展，进一步提升其影响力与地位。作为任天堂战略布局的重要组成部分，日本大阪环球影城内的“超级任天堂世界”主题乐园，通过高度还原游戏中的蘑菇王国、库巴城堡等经典场景，结合Power Up手环、AR互动和实体道具体验，为游客打造了沉浸式的马里奥冒险世界。同时，马里奥与多家品牌推出联名商品，覆盖服装、玩具和食品等多个消费领域。例如，与乐高合作的系列套装重现了游戏经典场景，与优衣库联名的T恤受到潮流消费者欢迎，与麦当劳推出的主题套餐进一步扩大了IP在餐饮市场中的曝光。这些合作不仅深化了马里奥IP的大众认知，也极大拓展了其商业变现的渠道。

图表26：日本环球影城“超级任天堂世界”主题乐园



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

图表27：马里奥与多品牌推出联名款

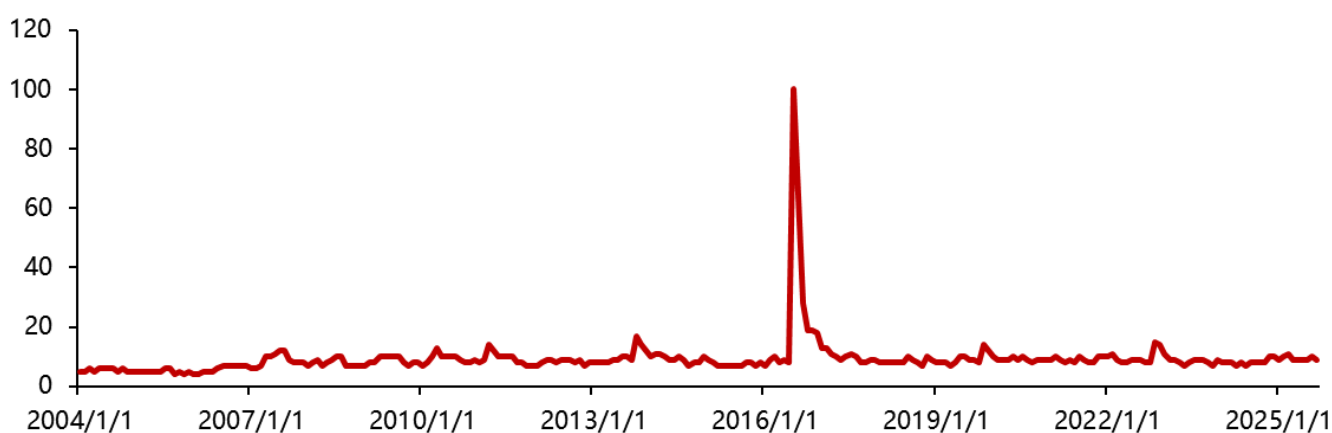


资料来源：各公司官网、中邮证券研究所

3.2 宝可梦：从游戏到文化符号，渗透到生活的角落

根据 Visual Capitalist，宝可梦 IP 的商业价值全球排名第一，约为 1470 亿美元，其中周边衍生产品占据 1030 亿美元（70%），其次是电子游戏 280 亿美元（19%），集换式卡牌 120 亿美元（8%）。宝可梦 IP 通过《宝可梦 GO》实现了“第二曲线”增长，成功从一款经典游戏 IP 进化为一个充满活力的现代多媒体帝国。宝可梦 IP 展现出卓越的生命力、适应性和持续吸引全球目光的能力，未来前景依然广阔。

图表28：“Pokemon” Google Trend 指数



资料来源：Google Trend、中邮证券研究所

宝可梦 (Pokémon) 的创意根源可追溯至创作者田尻智的童年经历。上世纪 60 年代，他在东京郊野度过童年，痴迷于捕捉和交换昆虫与小生物，这种“收藏与交换”的乐趣成为游戏的核心灵感。随着都市化进程加速，自然空间萎缩，田尻智希望借助科技让新一代孩子重新体验这种快乐。恰逢任天堂 Game Boy 问世，其联机功能使他看到实现“虚拟生物交换”的可能，最终催生了“口袋中的怪兽”这一概念。此外，日本“御家芸”（秘传技）文化、怪兽动漫元素，以及宫本茂等人的支持，共同塑造了宝可梦独特的世界观与玩法，使其从一个怀旧梦想成长为全球瞩目的文化现象。

宝可梦 IP 在坚持自身核心价值同时也积极进行玩法更迭。宝可梦 IP 始终坚守“收集、培育、对战、交换”四大核心价值与“人与宝可梦羁绊”的情感内核，这些不变的元素构成了与粉丝的情感契约。在此基础上，宝可梦通过大胆而谨慎的玩法迭代持续焕新玩家体验：从《宝可梦传说：阿尔宙斯》引入实时动作捕获与开放区域探索，到《宝可梦朱·紫》实现真正无缝开放世界，再到《宝可梦 GO》

借助 LBS+AR 技术打破虚拟与现实边界。这种迭代模式既降低了新玩家的入门门槛，又以新鲜感重新激活老玩家社群，最终使宝可梦 IP 从一个经典游戏系列进化成一个包容多元玩法、触达不同圈层的文化生态系统。

图表29：宝可梦 GO



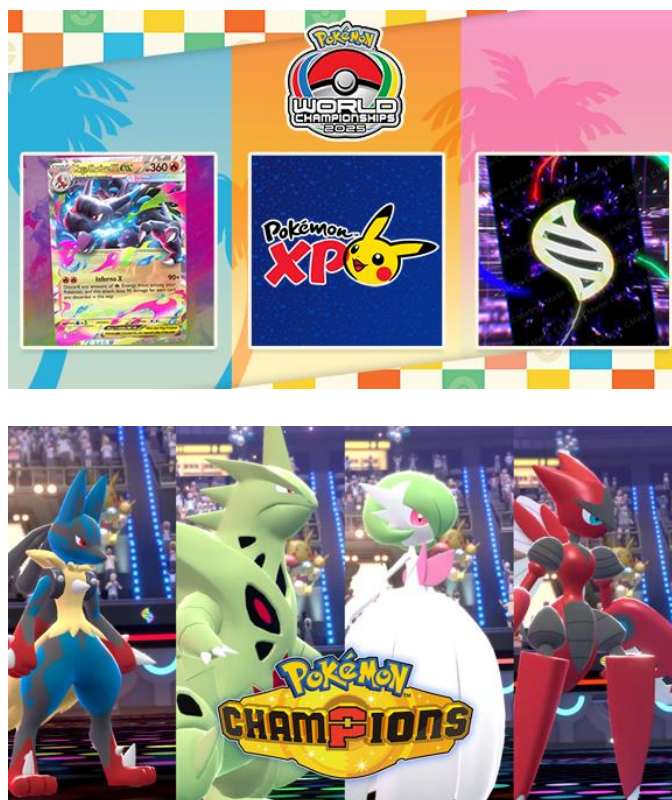
资料来源：公司官网、中邮证券研究所

宝可梦 IP 致力于构建一个以游戏为本体、动漫和卡牌为两翼的协同生态。

主线游戏定期推出，不仅奠定 IP 世界观并引爆阶段性热度，更通过玩法创新持续焕新体验；动漫长达数十年的播出不仅降低门槛、培养下一代用户，更通过角色成长叙事构建了深刻的情感纽带；卡牌游戏（PTCG）则成功拓展了收藏与竞技维度，既吸引卡牌圈和投资圈用户，又创造了线下社交场景，形成虚拟与实体的价值闭环。这三者之间形成了高效的流量循环：动画观众转化为游戏玩家，游戏玩家成为卡牌收藏者，而卡牌又吸引用户关注 IP 世界。

宝可梦在游戏、动漫和卡牌协同发展的基础上又形成了多层次、跨媒体的商业矩阵。宝可梦通过手游矩阵扩展边界：《宝可梦 GO》通过 LBS+AR 技术创新吸引泛用户，《宝可梦大师 EX》服务角色粉丝，《宝可梦大集结》切入竞技领域，共同构成了一张覆盖不同人群的需求网络。与此同时，通过与优衣库、麦当劳、全日空等合作，进行品牌授权与跨界联名，宝可梦 IP 渗透了消费者日常生活场景，维持了大众市场曝光度；通过举办世界锦标赛、地区嘉年华等活动深化社区运营，用户黏性也能够进一步提升；通过区域定制化内容（如中文配音、本地化活动）强化在地连接，让 IP 能够以更加高效的方式触达用户。这种多层次、立体化的运营体系，使宝可梦超越了单一娱乐产品，成为一种持续演进的文化符号，在不同代际用户的成长过程中始终占据一席之地。

图表30：宝可梦世界锦标赛



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

图表31：宝可梦跨界联名



资料来源：各公司官网、中邮证券研究所

4 投资建议

IP 潮玩行业商业模式大致可分为造星（IP 平台化）和追星（IP 商业化）两类，大部分公司最初都是追星模式，最终/终极目标都是造星模式。复盘当下海外 IP 公司，他们目前都为 IP 平台化公司，即具有极强的 IP 打造能力，但是他们的的发展并非一帆风顺，也并非最初就是平台化公司。我们梳理他们的发展历程，

大致可分为三类：1) 玩具起家的如乐高、孩子宝、美泰等；2) 渠道起家的如三丽鸥等；3) 内容起家的如迪士尼、任天堂等。

我国 IP 产业发展起步较晚，IP 潮玩行业起源于 2010s，快速发展在 2020s 以后。当下阶段，我们认为无论是造星模式（IP 平台化）还是追星（IP 商业化）公司均有机会。

相关标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。

图表32：IP 潮玩商业模式比较

分类	造星——IP 平台化（IP 打造）	追星——IP 商业化
特征	从 IP 创造到 IP 商业化的全产业链	获得 IP 授权设计产品推向市场
打法	奢侈品玩法，引领潮流	快消品玩法，追随潮流
商业模式	本质是平台型公司，可看长远，享有高估值	小单快反品效率的模式，可能会压货，IP 签约具有不确定性，IP 本身有周期性
	做起来比较困难	初期模式
财务指标	通常毛利率较高，如泡泡玛特毛利率 60%+，净利率 20%+，与三丽鸥类似，仅次于白酒，高于东鹏、海天等赛道公司。	毛利率相对不是非常高
典型公司	玩具起家：乐高、孩之宝、美泰、任天堂等	布鲁可、卡游等
	渠道起家：三丽鸥、泡泡玛特等	
	内容起家：迪士尼等	

资料来源：Wind，中邮证券研究所

5 风险提示

市场竞争加剧风险；现有 IP 受欢迎程度下降风险；新 IP 热度不及预期风险；政策超预期风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048