

日本游戏行业洞察：穿越周期之道

华泰研究

2025 年 9 月 18 日 | 中国香港

深度研究

日本是全球游戏产业的发源地之一，至今拥有超 40 年的历史，当前是全球第三大游戏市场。本文从日本游戏行业历史背景和特征出发，分析了日本游戏产业穿越周期的缘由。1) 龙头厂商依托经典 IP 打造线上线下跨媒介闭环生态，提升 IP 全球影响力，形成长期抗周期能力。2) 头部厂商积极推动游戏多端化发行，结合全球化战略增加用户触达，提升增长韧性与可持续性。此外，复盘日本厂商全球化进程，我们认为其核心经验在于依靠突出的人才成本优势，坚持以本土创意与研发为根基，同时通过本地化运营深入渗透海外市场，并借助跨媒介延展不断强化 IP 全球影响力，该模式为中国厂商出海战略提供了可借鉴的重要参考。

穿越周期之道一：经典 IP 与多元化运营构筑长青增长

日本综合类游戏厂商凭借经典 IP 矩阵实现了穿越周期的长期成长。厂商通过不断创新玩法、推出续作和重制版，既保持老用户的长期复购，又吸引新用户持续加入。同时，围绕核心 IP 开展影视化、玩具化、街机、乐园和主题活动，形成线上线下协同的闭环生态，不仅增强了 IP 品牌影响力，还通过多元化的收入结构帮助企业平滑周期波动，形成“IP 为核、生态护航”的抗周期模式。这种模式不仅确保了长期增长韧性，也塑造了日本厂商在全球游戏产业中的独特竞争优势。

穿越周期之道二：多端化与全球化驱动韧性发展

日本游戏厂商已逐步摆脱过去依赖单一主机的增长模式，转向多端化和全球化的双轮驱动。在多端化方面，厂商积极推动主机作品登陆 PC 和移动端，实现跨平台的用户覆盖，既形成了研发侧的经营杠杆，又显著扩大了潜在用户群体。在全球化方面，企业通过区域扩张、设立本地化运营中心、拓展影视和乐园合作，有效提升了海外市场影响力及渗透率。与此同时，数字化发行的普及进一步延长了游戏生命周期并推动利润率提升。整体来看，日本厂商从单点爆款逻辑转向以长期生态为核心的发展战略，使得业务更具韧性与可持续性，逐步削弱了传统意义上的硬件与内容周期性波动。

出海经验借鉴：多维度启示中国厂商机遇

日本厂商的全球化路径显示，成功关键在于 1) 多端化发行以适应不同市场机型偏好，拓展 PC 与手游同步覆盖；2) 坚持本土研发，确保创意与玩法特色，并通过深度本地化运营打通海外玩家文化壁垒；3) 同时围绕核心 IP 延伸至影视、动漫、乐园等多场景，实现跨媒介协同放大品牌影响力；4) 依托工程师红利和较低的人才成本，在研发效率和国际化适应度上保持竞争优势。该模式为中国厂商出海提供了多维借鉴路径。

与市场不同的观点

市场普遍认为，日本游戏公司主要依赖经典 IP 带动销量，新作供给相对不足。但我们认为，日本游戏厂商能够穿越周期的根本原因在于：其深度依托经典 IP，通过多元化运营延伸不断强化全球影响力，并持续在玩法和内容层面的创新，推动经典 IP 新作热销，同时带动老游戏的长期复购。此外，多平台布局与全球化发行进一步拓宽了用户触点，推动了用户结构和市场空间的持续扩张，从而形成兼具韧性与常青性的增长模式。

投资建议

任天堂：公司转型平台型公司，IP 价值持续释放，Switch 2 新产品表现持续放量，三方游戏及非游戏收入占比仍有提升空间；万代南梦宫：经典 IP 持续释放价值，游戏业务稳健增长，玩具业务收入占比持续提升。

风险提示：新游戏不及预期；经典 IP 增长遇瓶颈；宏观经济及汇率波动。

互联网

增持（维持）

夏路路

 SAC No. S0570523100002
 SFC No. BTP154

研究员

 xialulu@htsc.com
 +(852) 3658 6000

詹博

 SAC No. S0570523110002
 SFC No. BUS698

研究员

 zhanbo@htsc.com
 +(86) 21 2897 2228

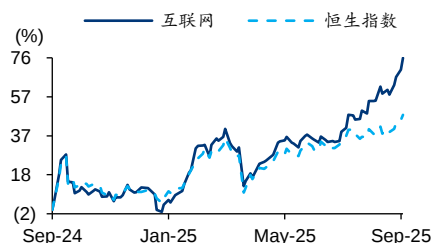
陈俊元*

SAC No. S0570125040051

联系人

 chenjunyuan@htsc.com
 +(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
Nintendo Co., Ltd.	7974 JP	1,5571.30	买入
万代南梦宫	7832 JP	6052.00	买入

资料来源：华泰研究预测

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

正文目录

核心观点	5
与市场不同的观点	6
市场概览：解析日本游戏产业特征	7
从红白机到 Switch：日本游戏产业四十年	7
市场结构演变：移动端为基本盘，PC 端持续扩容	8
日本游戏玩家用户画像及偏好	9
用户画像：玩家平均年龄偏高，各平台圈层略有异同	9
品类偏好：RPG 最受青睐，策略及休闲增长显著	10
付费意愿：文化及玩法机制驱动，日本玩家付费能力全球领先	11
行业历史复盘：多强林立，周期性逐渐减弱	15
穿越周期之道一：跨媒介多元化运营，打造经典常青 IP	19
头部厂商打造常青 IP 穿越周期，手游厂商新游持续供给能力不足	19
综合游戏厂商：经典 IP 穿越周期，非游戏收入占比持续提升	19
手游厂商：步入 IP 生命力后期，原创新游戏供给不足	21
经典 IP 复盘：跨媒介深度延展，长期潜力持续释放	22
发展路径一：游戏 IP 外延形成生态闭环	22
发展路径二：原生内容向游戏延伸	25
穿越周期之道二：增加用户触点，多端化、全球化布局	29
日本厂商中长期规划：战略趋同，路径各异	29
多端化：多平台发行，增加用户触达	30
全球化：早期深耕全球，成本优势突出	31
数字化：主机厂商数字化转型驱动利润率提升	33
日本全球化经验与中企出海崛起	35
日企出海复盘：深耕本地化运营，发挥成本结构优势	35
本土研发把握核心创意玩法，本地化运营渗透欧美玩家心智，兼并收购开拓新增市场	35
影视、乐园持续破圈，提升 IP 全球影响力	36
经营效率：全球化发行趋势下成本优势凸显	37
启示：日本全球化步伐领先，中国企业出海大有可为	39
中企出海日本影响力持续上升	40
本地化运营成为抓手，《原神》的日本破局之道	41
休闲策略类游戏出海差异化竞争	42
投资建议	44
风险提示	44

图表目录

图表 1：日本游戏发展史及市场规模	7
-------------------------	---

图表 2: 2014-2023 日本游戏按机型市场规模	8
图表 3: 2014-2023 日本游戏市场结构	8
图表 4: 2016-2023 日本游戏玩家人数	8
图表 5: 2016-2023 日本游戏玩家结构	8
图表 6: 2014-2023 日本 PC 游戏市场规模	9
图表 7: 2019-2025 Steam 日语用户占比	9
图表 8: 2023 日本游戏玩家年龄结构	9
图表 9: 日本游戏玩家年龄较欧美地区偏大 (1H25)	9
图表 10: 日本各机型年龄分布 (2023)	10
图表 11: 2024 年日本手游各品类占比	10
图表 12: 2024 年 1 月-7 月全球 Top50 动漫类游戏收入国家分布	10
图表 13: 日本玩家看重游戏的叙事性, 美国玩家则看重游戏画质及开发世界的探索	11
图表 14: 2017-2024 日本手游按类型流水增速	11
图表 15: 2024 年各国游戏占 GDP 比重及 ARPU	12
图表 16: 日本游戏占 GDP 比重变化趋势	12
图表 17: 移动游戏及主机 ARPU 趋势较为稳定, PC 端 ARPU 增长提升较快	12
图表 18: RPG 类游戏位列 2023 年 Steam 游戏平均售价第二	13
图表 19: 25H1 日本流水排名前 10 的手游全部包含抽卡机制, 其中半数游戏为 RPG 类型	13
图表 20: 25H1 日本流水排名前列的游戏各地区 ARPU 情况	14
图表 21: 日本主要游戏厂商经营情况对比	15
图表 22: 1992-2015 日本龙头游戏厂商股价累计涨跌幅复盘: 游戏厂商以独占策略为主, 主机及游戏周期性较强	16
图表 23: 2015-至今日本龙头游戏厂商股价累计涨跌幅复盘: 多端化、多元化转型下周期性显著减弱, 日元贬值进一步推动估值及盈利提升	17
图表 24: 日本主要游戏公司平均 BF P/E 近三年来持续提升	17
图表 25: 日本主要游戏公司近 3 年来股价主要由估值提升驱动 (2022/9/12-2025/9/11)	18
图表 26: 日本核心游戏厂商游戏业务收入变化趋势	19
图表 27: 万代南梦宫转型手游、PC、主机多端化销售	20
图表 28: 任天堂经典 IP 近年来的新作依旧保持较高累计销量	20
图表 29: 卡普空核心 IP 怪物猎人续作首年销量保持高位, 系列整体当年累计销量新高	20
图表 30: 日本核心游戏厂商收入结构	20
图表 31: 多数日本游戏厂商非游戏收入占比持续提升	20
图表 32: 2025H1 日本手游收入前十游戏	21
图表 33: 25H1 日本手游 TOP10 中原创 IP 游戏收入趋势	21
图表 34: 25H1 日本手游 TOP10 中改编 IP 游戏流水趋势	22
图表 35: 日本游戏 IP 发展范式	22
图表 36: 日本代表 IP 的各类型作品发行历史	23
图表 37: 马里奥 IP 发展阶段	24
图表 38: 马里奥系列游戏销量	24
图表 39: 任天堂 IP 发展战略	24

图表 40: 日本代表 IP 的各类型作品发行历史	26
图表 41: FGO (Fate) IP 发展时间轴	27
图表 42: Fate 系列 IP 授权合作方	28
图表 43: 日本游戏公司中长期规划	30
图表 44: 万代南梦宫转型手游、PC、主机多端化销售	31
图表 45: 卡普空 PC 游戏销量占比持续提升	31
图表 46: 索尼核心游戏发行平台及日期	31
图表 47: 日本游戏厂商海外收入占比	32
图表 48: 卡普空游戏已经触达至全球 227 个国家/地区	32
图表 49: 卡普空海外销量占比持续提升	32
图表 50: 日本游戏厂商数字销售占比	33
图表 51: 日本游戏厂商运营利润率变化	34
图表 52: 日本游戏厂商全球化拓展进程	36
图表 53: 日本游戏厂商持续通过影视作品在全球范围内提升 IP 影响力	37
图表 54: 2024 年日本游戏公司人均创收位于全球前列	38
图表 55: 2024 年日本游戏公司人均创利也处于前列	38
图表 56: 中日美游戏行业薪酬对比	38
图表 57: 日本游戏厂商开发成本较欧美厂商略低	39
图表 58: 2024 年日本手游流水收入榜前 25 中有 9 款由中国厂商发行	40
图表 59: 中国游戏发行商已经占据日本 PS 畅销榜半壁江山	41
图表 60: 原神主要国家流水占比	41
图表 61: 原神巨幅海报覆盖秋叶原世嘉 1 号楼	42
图表 62: 原神广告覆盖秋叶原周边地区	42
图表 63: 中国出海厂商休闲 SLG 产品日本地区流水	43
图表 64: 国内出海 SLG/RPG 产品集中在 35-44 岁中年人群	43
图表 65: 日本本土益智 RPG 主要以 18-24 岁男性人群为主	43
图表 66: 重点公司推荐一览表	45
图表 67: 重点推荐公司最新观点	45

核心观点

我们认为日本头部游戏厂商的核心竞争力在于其常青 IP 矩阵，并依托核心 IP 的多元化延伸实现跨周期的长期增长，充分体现出其抗周期属性。厂商围绕核心 IP 持续打造闭环生态体系，将游戏业务拓展至影视、玩具等衍生领域，形成线上线下协同，延长经典 IP 生命周期，最终构建完整的生态闭环。此外，日本游戏产业受益于工程师红利及较欧美更具优势的劳动力成本，在制作成本控制与全球化拓展过程中具备显著竞争力。基于此，我们看好日本具备常青 IP 吸引力，并拥有长期 IP 运营能力与中期增长确定性的头部厂商。其中，任天堂有望依托经典 IP 价值持续释放与 Switch 2 的全球化热销推动利润再上台阶；万代南梦宫凭借核心 IP 的玩具化延伸带动稳健增长。

市场概览：PC 端稳健扩容驱动，付费能力全球领先

日本是全球第三大游戏市场，2024 年规模约 166 亿美元，移动端依然是核心基本盘，占比约 66%，但 PC 端近年高速增长，2020-2023 年 CAGR 达 24.8%，显示多端化趋势加速。日本游戏玩家规模已突破 5500 万，渗透率达到 66%，付费能力居全球前列，2024 年人均 ARPU 高达 224 美元，高于美国与韩国。玩家年龄结构偏高，36 岁以上群体占比接近一半，RPG 仍是最受欢迎品类，但休闲与策略类游戏近年增长显著。日本玩家重视叙事与角色沉浸感，深度绑定抽卡机制与扭蛋文化，推动了高 ARPU 与长期粘性，反映出其市场的独特文化土壤和强大消费能力。

穿越周期之道一：经典 IP 与多元化运营构筑长青增长

日本综合类游戏厂商凭借经典 IP 矩阵实现了穿越周期的长期成长。厂商通过不断创新玩法、推出续作和重制版，既保持老用户的长期复购，又吸引新用户持续加入。同时，围绕核心 IP 开展影视化、玩具化、街机、乐园和主题活动，形成线上线下协同的闭环生态，不仅增强了 IP 品牌影响力，还通过多元化的收入结构帮助企业平滑周期波动，形成“IP 为核、生态护航”的抗周期模式。这种模式不仅确保了长期增长韧性，也塑造了日本厂商在全球游戏产业中的独特竞争优势。

穿越周期之道二：多端化与全球化驱动韧性发展

日本游戏厂商已逐步摆脱过去依赖单一主机的增长模式，转向多端化和全球化的双轮驱动。在多端化方面，厂商积极推动主机作品登陆 PC 和移动端，实现跨平台的用户覆盖，既形成了研发侧的经营杠杆，又显著扩大了潜在用户群体。在全球化方面，企业通过区域扩张、设立本地化运营中心、拓展影视和乐园合作，有效提升了海外市场影响力及渗透率。与此同时，数字化发行的普及进一步延长了游戏生命周期并推动利润率提升。整体来看，日本厂商从单点爆款逻辑转向以长期生态为核心的发展战略，使得业务更具韧性与可持续性，逐步削弱了传统意义上的硬件与内容周期性波动。

出海经验借鉴：多维路径启示中国厂商出海机遇

1) 多端化发行提升全球化用户触达机会。全球各地区玩家机型偏好有所不同，近十年来日本游戏厂商正逐渐摆脱对单一主机平台的依赖，积极拓展 PC 和手游端发行，以顺应全球各地区用户习惯，增加全球化用户触达机会。其中，卡普空和索尼持续推进 PC 端同步发行以提升整体销量，科乐美和万代南梦宫则依靠移动端转型增加海外收入。此外，在当前新品研发周期及开发成本较大的现实情况下，多端化发行有助于游戏厂商优化产品结构实现收入利润的可持续增长。对于中国厂商而言，手游与 PC 的同步发行也将是出海增长潜力之一。

2) 本土研发把握游戏创意，本地化运营渗透欧美玩家心智。日本头部游戏厂商在市场拓展初期便建立了海外销售及本地化运营中心，但其核心研发依然主要来自日本本土。我们认为日本游戏厂商在国际市场建立本地化运营的核心并非打造一款西方主流的游戏产品，而是将本土的游戏设计及创意更好的传递给国际市场，顺应当地的文化背景。如此一来才能真正做到一款游戏走遍全球，实现全球化发行的效益最大化，而非因地制宜开发特定市场的游戏。米哈游的《原神》已经在日本验证了本地化运营的成功。



3) 围绕核心 IP 构建影视、娱乐等多元化生态，提升 IP 全球影响力。日本厂商普遍将核心 IP 延伸至影视、动漫、周边商品、主题乐园等场景，形成跨媒介的长期价值链。一方面通过多场景触达实现多元化变现，另一方也提升了核心 IP 的全球化影响力，有效延长 IP 生命周期，为企业提供了跨周期的增长韧性。

4) 发挥人才优势，驱动全球化发展。日本厂商在研发成本持续上涨的背景下，凭借稳定的人才供给与较低的人才成本，依然保持较高人均产出，并通过本地研发团队与国际化运营的配置提升全球市场适应度。对于中国厂商而言，与日本相似的“工程师红利”及人才成本优势同样有助于依靠全球化发行释放经营杠杆。

与市场不同的观点

市场普遍认为，日本游戏公司主要依赖经典 IP 带动销量，新作供给相对不足。但我们认为，日本游戏厂商能够穿越周期的根本原因在于：其深度依托经典 IP，通过多元化运营延伸不断强化全球影响力，并持续在玩法和内容层面的创新，推动经典 IP 新作热销，也同时带动老游戏的长期复购。此外，多平台布局与全球化发行进一步拓宽了用户触点，推动了用户结构和市场空间的持续扩张，从而形成兼具韧性与常青性的增长模式。

市场概览：解析日本游戏产业特征

从红白机到 Switch：日本游戏产业四十年

日本游戏产业起步较早，当前市场规模位列全球第三。日本是全球电子游戏行业的先驱之一，其街机和主机游戏至今都处于全球领先地位。根据 Newzoo 数据，2024 年日本游戏软件市场规模达 166 亿美元，仅次于中国和美国，位列全球第三。

1990 年代：从任天堂独霸到索尼崛起

日本游戏起步于 1970 年代，由 Taito 开发的《太空侵略者》问世，掀起了街机游戏的热潮。北美“雅达利冲击”后全球游戏产业重心转移至日本，80 年代红白机奠定任天堂统治地位。进入 90 年代，索尼 PlayStation 在第三方厂商支持下强势崛起，家用机格局从“任天堂一强”演变为任天堂、索尼、世嘉“三足鼎立”，硬件创新与优质 IP 内容驱动产业进入高速扩张期。

2000 年代初：家用机争霸与网络化开端

PS2 成为史上最畅销主机，索尼继续称霸主机市场。但日本本土开始受到少子化与“远离游戏”冲击，游戏硬件持续迭代但玩法创新性不足，叠加互联网兴起对游戏的分流、80 年代老一辈玩家逐渐年长，日本游戏玩家热情开始降低，整体增速放缓，行业进入转型阵痛期。随后任天堂“游戏人口扩大战略”通过玩法创新吸引了大量新玩家，先后推出 NDS 和 Wii 获得了市场的认可。

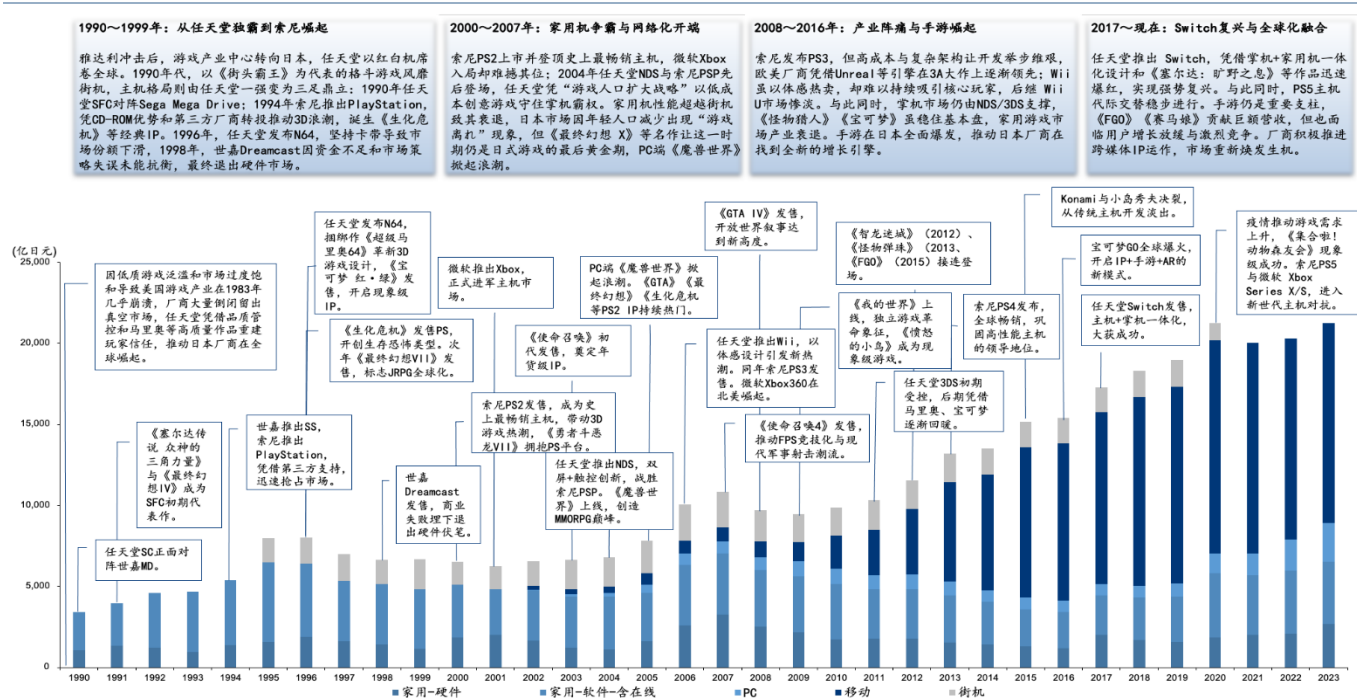
2008~2016 年：主机产业阵痛与手游崛起

PS3 因高定价与开发难度导致销量承压，任天堂虽凭 Wii 体感一度爆红，但 Wii U 遭遇失败。掌机端依靠《怪物猎人》、《宝可梦》维持热度，仍难阻整体家用机产业下滑。与此同时，智能手机普及推动手游在日本迅速崛起，《智龙迷城》、《怪物弹珠》、《FGO》等成为新增长引擎。行业表现为主机端减速、手游端加速，进入结构性转折期。

2017 年~至今：Switch 复兴与全球化再加速

2017 年任天堂 Switch 以“掌机+主机”混合形态与经典游戏阵容实现强势复兴，成为行业最大亮点。索尼 PS4/PS5 延续 3A 优势，代际交替平稳推进。手游收入依然庞大但增速趋缓，厂商积极探索跨媒体与全球化运作增加用户触点，推动日本游戏进入新一轮加速期。

图表1：日本游戏发展史及市场规模

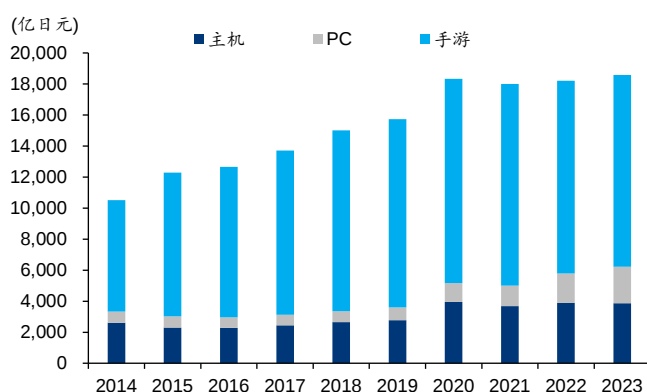


资料来源：Famitsu 白皮书、华泰研究

市场结构演变：移动端为基本盘，PC 端持续扩容

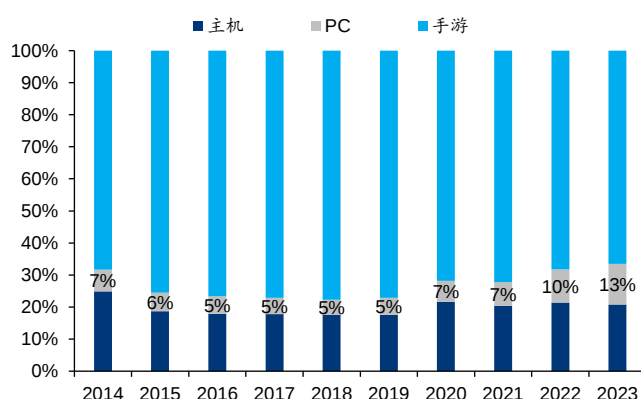
移动游戏仍为核心基本盘，PC 端游戏快速增长。市场增速角度，近 10 年日本游戏发展主要可以分为两个阶段。根据 Famitsu 白皮书，2014-2020 年期间日本整体游戏软件市场收入 CAGR 为 9.73%，其中移动端浪潮下手游高速发展，收入 CAGR 达到 10.65%。疫情后日本整体游戏市场增速有所放缓，2020-2023 年日本整体游戏收入 CAGR 仅 0.45%，手游市场连续三年下滑，CAGR 为 -2.1%。与此同时 PC 端游戏收入大幅增长，20-23 三年 CAGR 为 24.77%，主因疫情导致居家时间增加、手游多端化趋势所致。**市场占比角度**，尽管近年来手游增速放缓，但仍占据主导地位，2023 年手游占比约 66%，主机游戏份额较为稳定，占比 21%，PC 市场显著增长，占比提升至 13%。**玩家数量角度**，游戏玩家人数持续提升。根据 Famitsu 白皮书，日本游戏玩家数量由 2018 年的 4900 万增长至 2023 年的约 5550 万，5 年 CAGR 为 2.5%，游戏玩家渗透率由 18 年 57.1% 提升至 2023 年的 66.1%。手游、PC、主机三个场景均保持较为稳定的增长。

图表2：2014-2023 日本游戏按机型市场规模



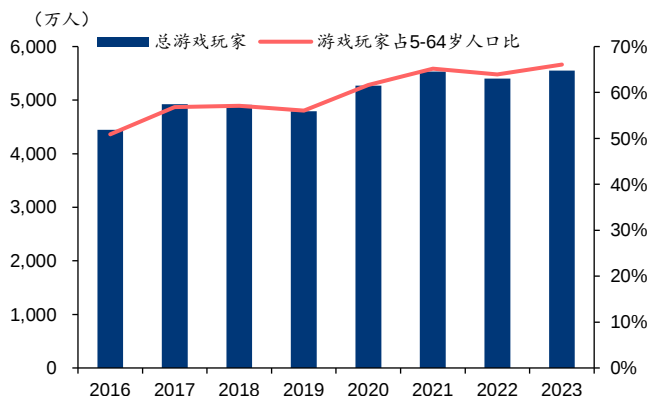
资料来源：Famitsu 白皮书、华泰研究

图表3：2014-2023 日本游戏市场结构



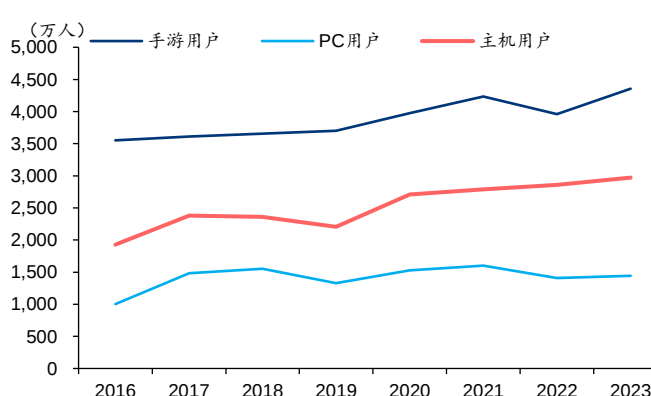
资料来源：Famitsu 白皮书、华泰研究

图表4：2016-2023 日本游戏玩家人数



资料来源：Famitsu 白皮书、华泰研究

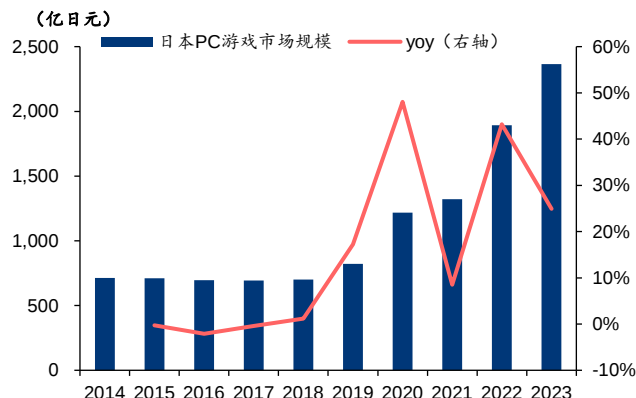
图表5：2016-2023 日本游戏玩家结构



资料来源：Famitsu 白皮书、华泰研究

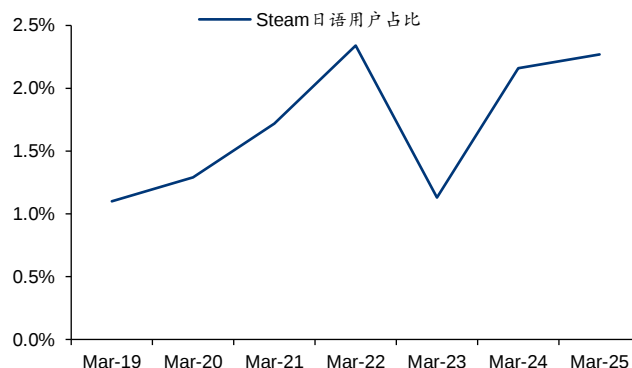
日本 PC 游戏市场快速增长，Steam 日语占比持续提升。日本 PC 游戏市场近年来增长较快，根据 Famitsu 白皮书，2023 年日本 PC 游戏规模约 2364 亿日元，20-23 CAGR 为 24.8%。其中 Steam 平台增长较快，Steam 日语用户占比由 19 年 3 月的 1.1% 提升至 25 年 3 月的 2.3%。根据 Valve 2024 年于 Nordic 游戏大会所述，2019-2024 年 Steam 日本新用户增长超过 150%。Steam 国际地区本地化运营叠加日本厂商从主机延申至 PC 多端发行趋势下，日本 PC 游戏规模显著增长。

图表6：2014-2023 日本 PC 游戏市场规模



资料来源：Famtisu 白皮书、华泰研究

图表7：2019-2025 Steam 日语用户占比



注：数据为每年3月数据，23年波动主因中文占比显著提升

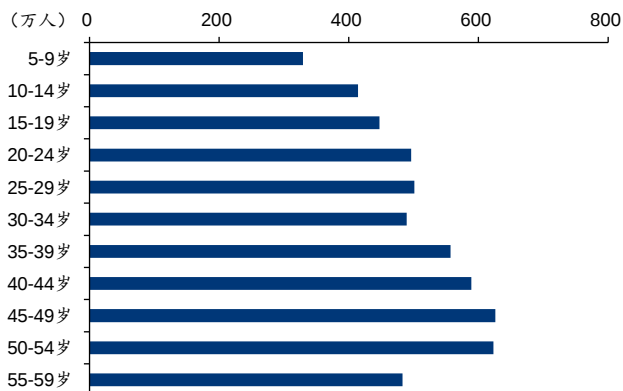
资料来源：Steam、华泰研究

日本游戏玩家用户画像及偏好

用户画像：玩家平均年龄偏高，各平台圈层略有异同

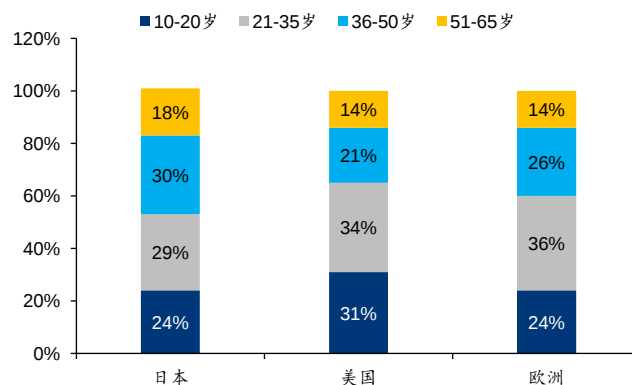
日本游戏玩家平均年龄较欧美国家偏大，Switch 及手游玩家平均年龄较低。日本游戏行业凭借较早的起步优势，许多至今仍具影响力的经典 IP 早在二三十年前便已奠基。这些历经时间沉淀的 IP 不仅塑造了独特的游戏文化，更积累了庞大且忠诚度极高的核心用户群体，这也使得日本游戏玩家的平均年龄相对偏高。根据 Newzoo 数据，2025 年上半年日本 36 岁以上玩家占比约 48%，美国和欧洲分别为 35% 和 40%。根据 Famitsu 数据，2023 年 45-54 岁年龄段游戏玩家人数最多，占总玩家人数约 22.5%。机型方面，Switch 年轻玩家占比显著较高，并且能够持续吸引 40 岁以下的玩家群体，而 PS 及 PC 更偏向中年的硬核玩家为主，手游玩家整体分布较为平均。

图表8：2023 日本游戏玩家年龄结构



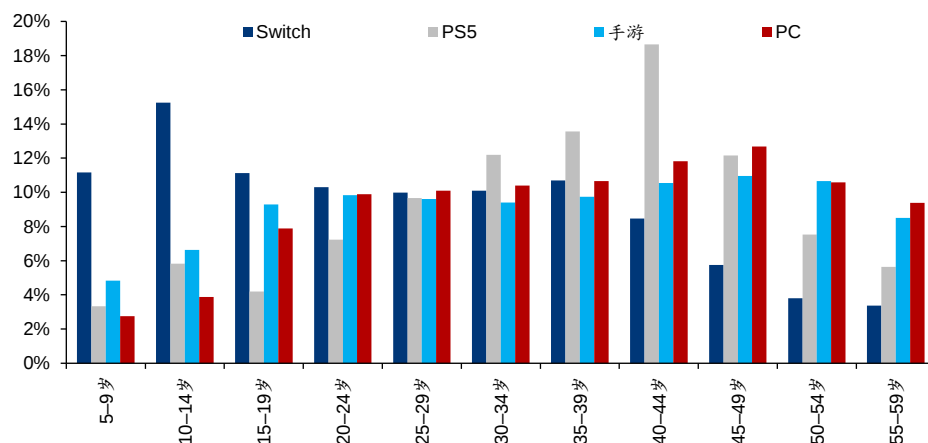
资料来源：Famtisu 白皮书、华泰研究

图表9：日本游戏玩家年龄较欧美地区偏大（1H25）



资料来源：Newzoo、华泰研究

图表10：日本各机型年龄分布（2023）

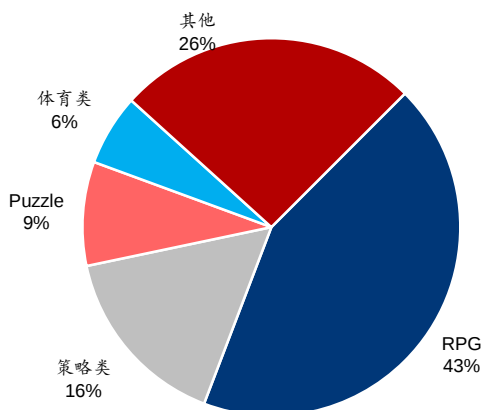


资料来源：Famitsu 白皮书、华泰研究

品类偏好：RPG 最受青睐，策略及休闲增长显著

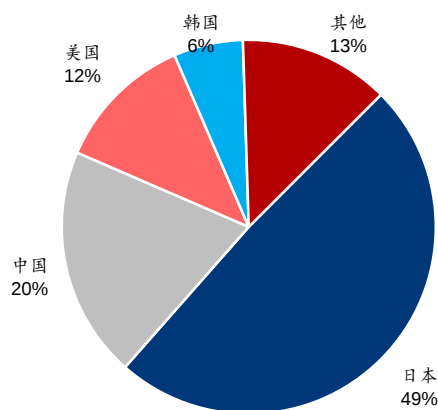
RPG 游戏仍为日本手游基本盘，策略及休闲游戏增长显著。日本手游玩家青睐角色扮演类（RPG）游戏，根据 Sensor Tower 数据显示，2024 年日本 RPG 游戏占整体手游收入约 43%，显著高于全球 RPG 手游收入占比的 21%，主要游戏包括《怪物弹珠》、《FGO》、《赛马娘》等。此外，全球接近半数动漫类游戏收入来自日本，二次元游戏仍为日本手游的核心基本盘。然而，RPG 游戏近年来在日本表现不佳，2024 年日本 RPG 游戏收入同比下降 14.4%，策略及休闲类游戏增长显著，2024 年收入分别同比增长 16% 及 9%，主要受益于 SLG 游戏《Last War: Survival Game》、《无尽冬日》，卡牌类游戏《宝可梦 TCG 卡牌》及休闲游戏《Royal Match》。

图表11：2024 年日本手游各品类占比



资料来源：Sensor Tower、华泰研究

图表12：2024 年 1 月-7 月全球 Top50 动漫类游戏收入国家分布



资料来源：Sensor Tower、华泰研究

日本玩家对 RPG 游戏的偏好源于与当地娱乐喜好高度契合的文化及历史。叙事在日本有着深厚的文化共鸣，从传统的“物语”（叙事故事）到现代的动画和漫画皆是如此，而 RPG 所呈现的丰富、以角色为核心的情节，能让玩家在情感上投入到主角及其历程中。许多日式 RPG 采用的回合制或战术性战斗模式，很适合便携式设备和移动设备普及的市场，让玩家能进行“随时暂停、随时继续”的游戏体验，同时又不损失策略深度。无论是《最终幻想》这类主机 RPG，还是《FGO》这样的移动平台热门作品，其中的社交机制和收集导向玩法，也迎合了日本长期以来对角色收集与养成的热情，这种行为因抽卡付费模式的流行而进一步强化。根据 Newzoo 的调查统计，日本玩家更看重游戏的叙事性体验及主题设计，而美国玩家则更侧重游戏画质和开放世界的探索体验。

图表13：日本玩家看重游戏的叙事性，美国玩家则看重游戏画质及开发世界的探索

玩游戏的五大原因	排名	日本	美国
	1	引人入胜或有趣的故事	可供探索的广阔开放世界
	2	开放式叙事	引人入胜或有趣的故事
	3	通过解谜推动剧情	高速体验
	4	可供探索的广阔开放世界	大量可选任务
	5	规划、策略与战术	开放式叙事
游戏最具吸引力的五大特征	排名	日本	美国
	1	强大的叙事或故事	高质量画面
	2	游戏的主题或设定	强大的叙事或故事
	3	有趣的设计	探索与开放世界
	4	收集、采集或掠夺	与他人对战（PvP）
	5	探索与开放世界	解谜元素

资料来源：Newzoo、华泰研究

RPG 品类近年来呈现下滑趋势，休闲类游戏显著增长。日本 RPG 手游流水体量长期以来位列整体游戏流水第一，但近 4 年来流水呈现下滑趋势，2020-2024 流水 CAGR 为-11%，在所有品类中下滑较为明显。除了 2021 年上线的《赛马娘》贡献增量以外，其他经典 RPG 手游《怪物弹珠》、《FGO》、《智龙迷城》、《勇者斗恶龙》整体流水呈现下滑趋势，拖累整体 RPG 大盘。休闲品类今年来增长较快，2020-2024 流水 CAGR 为 12%，是核心品类中增长最快的赛道之一，主要受到《宝可梦 TCG Pocket》、《Royal Match》及 Playrix 旗下多款休闲类游戏推动。2024 年策略类游戏增长同样亮眼，2024 年增速达 12%，主要受到《Last War: Survival》、《无尽冬日》两款 SLG 游戏带动。

图表14：2017-2024 日本手游按类型流水增速

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2017-2020	2021-2024
									四年流水 CAGR	四年流水 CAGR
动作	12%	-1%	-10%	4%	-11%	-17%	-5%	-2%	1%	-9%
冒险	18%	54%	29%	34%	18%	-21%	-10%	-7%	33%	-6%
卡牌	29%	-3%	-3%	4%	-8%	-15%	6%	19%	6%	-1%
休闲	-8%	1%	24%	12%	2%	-15%	23%	48%	6%	12%
益智	-8%	11%	0%	-4%	-3%	-20%	-3%	-4%	-1%	-6%
RPG	15%	6%	8%	5%	-5%	-18%	-11%	-10%	9%	-11%
模拟	37%	8%	9%	13%	55%	-21%	-8%	-5%	16%	2%
体育	32%	17%	0%	22%	-1%	-32%	21%	-16%	17%	-9%
策略	16%	30%	14%	23%	6%	-17%	-18%	12%	21%	-5%

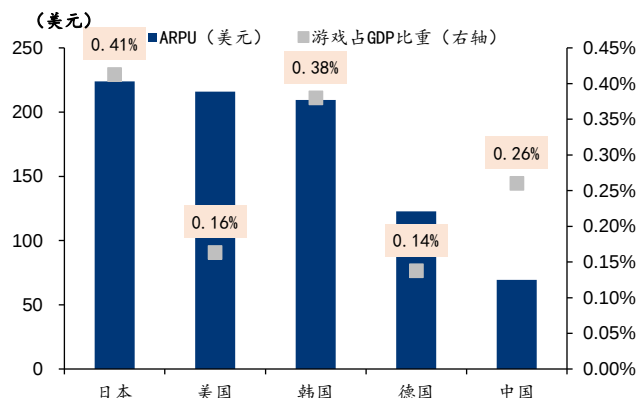
注：部分游戏类型流水有重叠，同一游戏可能属于多个不同游戏类型，流水统计仅包含 iOS 及 Google Play

资料来源：Sensor Tower、华泰研究

付费意愿：文化及玩法机制驱动，日本玩家付费能力全球领先

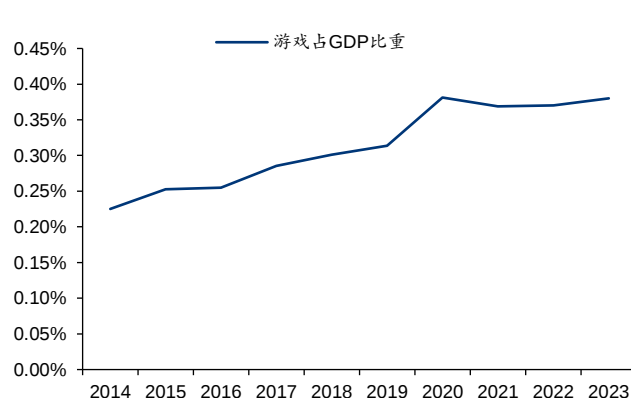
游戏成为日本支柱产业之一，玩家付费能力全球领先。根据 Newzoo 2024 年游戏市场规模及用户数据，游戏市场规模前五的国家中日本游戏玩家 ARPU 值位列第一，达到了 224 美元，高于美国的 216 美元和韩国的 209 美元。如今游戏产业已经成为了日本的支柱产业之一，日本游戏市场规模占 GDP 比重达到了 0.41%，同样位列前五大游戏市场首位，且近 10 年来占比持续提升。放眼全球，东亚国家游戏占 GDP 比重相比欧美国家更高，日本、韩国、中国分别为 0.41%、0.38%和 0.26%，而美国和德国则分别为 0.16%和 0.14%。

图表15：2024 年各国游戏占 GDP 比重及 ARPU



资料来源：Newzoo、世界银行、华泰研究

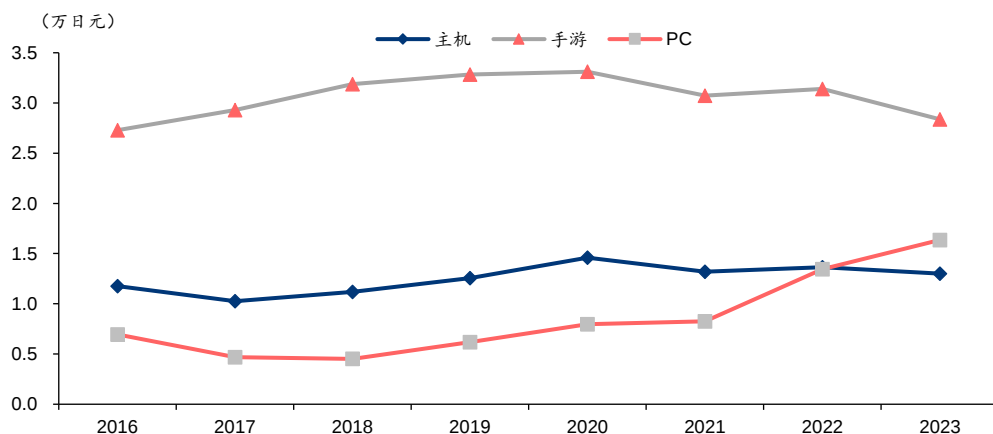
图表16：日本游戏占 GDP 比重变化趋势



资料来源：Famitsu 白皮书、华泰研究预测

移动游戏及主机游戏 ARPU 较为稳定，PC 端 ARPU 显著提升。根据 Famitsu 白皮书数据我们分别计算了 2016-2023 年日本主机游戏、移动游戏和 PC 游戏的 ARPU 变化趋势。主机和移动游戏 ARPU 整体趋势较为平稳，主机 ARPU 由 2016 年的 1.18 万日元提升至 2023 年的 1.3 万日元，CAGR 为 1.4%，手游 ARPU 由 2.73 万日元提升至 2.84 万日元，疫情后呈现下滑趋势。反观 PC 端，ARPU 由 2016 年的 0.69 万日元提升至 1.64 万日元，CAGR 为 13%，主要受到主机厂商向 PC 多端化战略转型、Steam 平台活跃度持续增长所致。

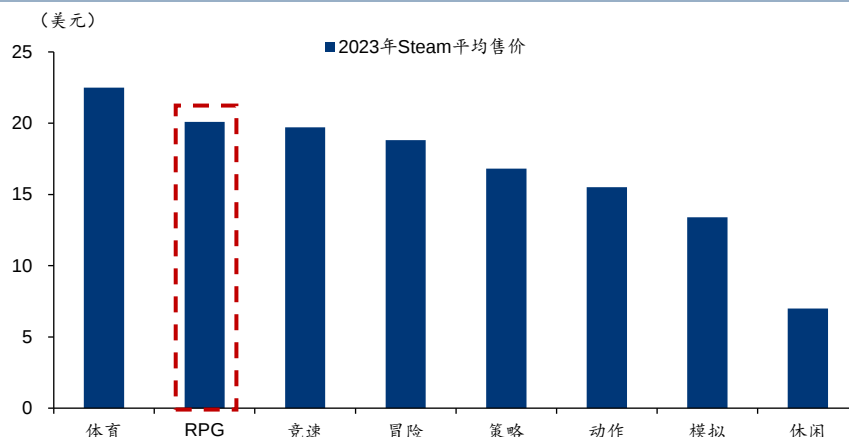
图表17：移动游戏及主机 ARPU 趋势较为稳定，PC 端 ARPU 增长提升较快



资料来源：Famitsu 白皮书、华泰研究

日本玩家偏爱 RPG 及抽卡类等高 ARPU 游戏。日本移动游戏核心变现模式高度依赖“Gacha”机制，即抽卡模式，通过消耗代币获得奖励池中各类稀有物品的机会，依靠低价高频的付费模式拉高整体 ARPU。抽卡模式源于日本较为流行的扭蛋机，根据万代南梦宫测算，2024 年日本扭蛋玩具市场规模达到 800 亿日元，20-24 年 CAGR 达到 23%。同时，日本玩家偏好的角色扮演 (RPG)、动漫类游戏强调个性化角色塑造游戏也易于通过抽卡模式实现深度变现，此类游戏凭借丰富剧情、稀缺角色及高频更新，提供了充足的内购场景，如新角色、装备、外观等，并提升用户粘性。根据 VGInsight 报告，RPG 类游戏平均售价位列 2023 年 Steam 端第二。

图表18: RPG类游戏位列2023年Steam游戏平均售价第二



资料来源: VGInsight、华泰研究

25H1 日本流水前10手游均包含抽卡机制,其中5款为RPG类游戏。我们整理了日本25H1手游流水前十的游戏发现,十款游戏中有半数为RPG类游戏,一方面说明了日本玩家对RPG品类的喜爱,同时也说明RPG游戏及其抽卡机制较高的商业化能力。以抽卡为核心变现方式的游戏也在日本取得了成功,流水排名前十的游戏中基本每一款都涵盖抽卡机制。除了以抽卡为主流商业化模式的RPG和卡牌游戏以外,还包括《Last War: Survival》、《无尽冬日》两款热门SLG游戏,这两款SLG游戏通过引入抽卡机制在全球范围内获得了较高的流水,其在日本的同样流水排名前列,进一步验证了日本玩家的付费能力。

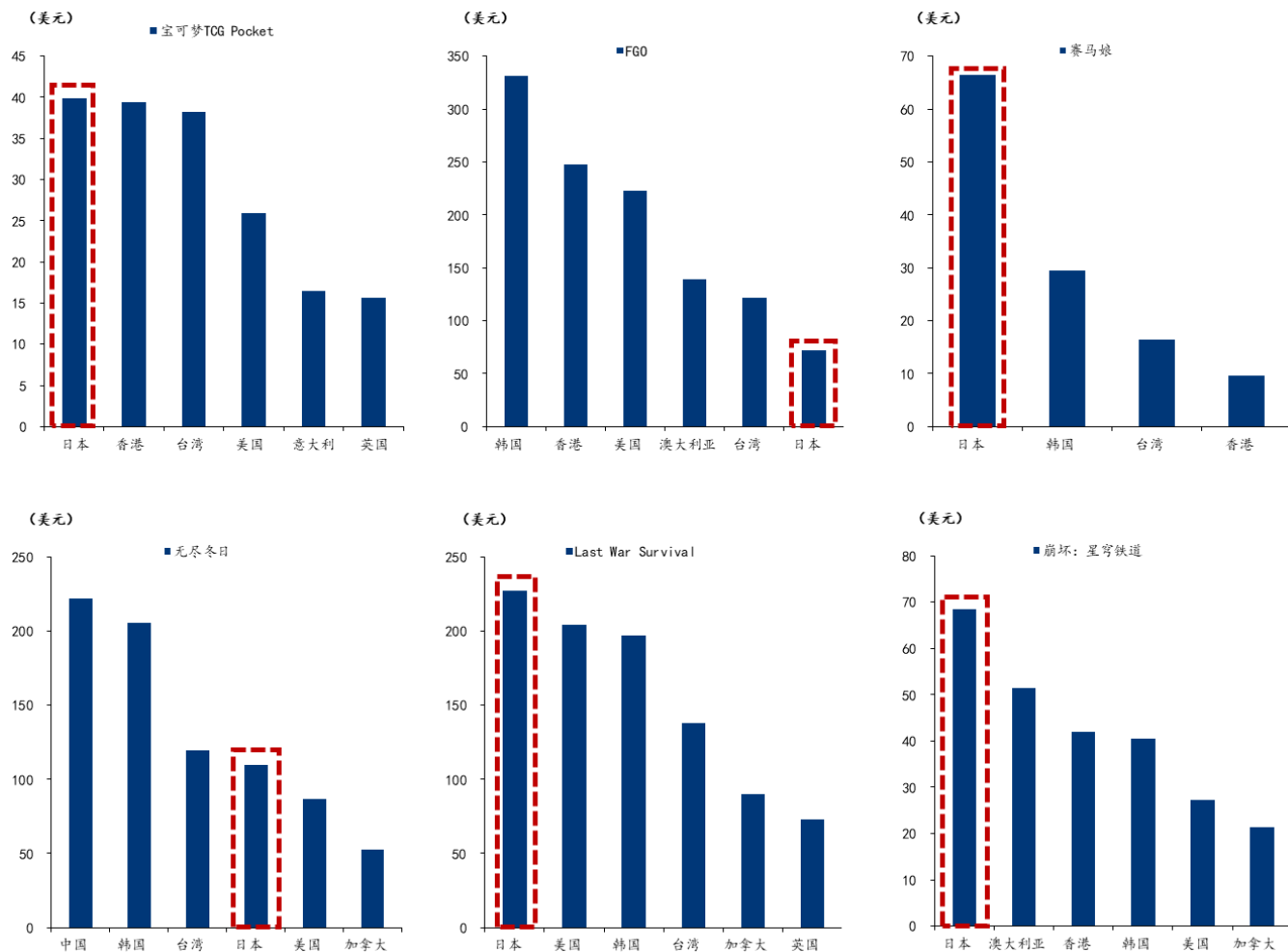
图表19: 25H1日本流水排名前10的手游全部包含抽卡机制,其中半数游戏为RPG类型

排名	游戏名称	上线时间	25H1 收入 (百万美元)	25H1 ARPU (美元)	游戏类型	是否含抽卡机制
1	宝可梦 TCG Pocket	2024 年 10 月	166	40	卡牌	是
2	Last War: Survival	2023 年 8 月	136	227	SLG	是
3	怪物弹珠	2013 年 10 月	118	39	RPG	是
4	FGO	2015 年 7 月	101	72	RPG	是
5	赛马娘	2021 年 2 月	83	66	RPG	是
6	无尽冬日	2023 年 2 月	80	110	SLG	是
7	崩坏: 星穹铁道	2023 年 4 月	71	68	RPG	是
8	职业棒球魂 A	2015 年 10 月	67	25	体育模拟	是
9	勇者斗恶龙	2019 年 9 月	64	52	RPG	是
10	学院偶像大师	2024 年 5 月	61	56	养成模拟	是

资料来源: Sensor Tower、华泰研究

日本地区国内及进口热门手游 ARPU 在全球范围内均保持领先。我们按照整理了日本排名靠前的手游在全球各地区的 ARPU 情况发现,无论是本土研发手游还是海外进口手游,日本地区 ARPU 均位于前列。本土游戏方面,基于日本经典 IP 开发的《宝可梦 TCG Pocket》和近年来的新游戏《赛马娘》日本地区 ARPU 位列第一,《FGO》作为超过 10 年历史的老游戏日本地区 ARPU 位列第 6。海外游戏方面,两款全球范围热门的 SLG 游戏《Last War: Survival》及《无尽冬日》日本地区 ARPU 分别位列第一和第四。此外,米哈游旗下《崩坏: 星穹铁道》日本地区 ARPU 位列全球第一。总结来看,除了本土经典 IP 以外,日本玩家对于全球范围内热门的卡牌及二次元 RPG 游戏均具备较强的付费能力。

图表20：25H1日本流水排名前列的游戏各地区 ARPU 情况



资料来源：Sensor Tower、华泰研究

行业历史复盘：多强林立，周期性逐渐减弱

我们梳理了多家日本头部游戏厂商，主要将其分为两类公司。一类是拥有经典 IP 的综合游戏厂商，依靠其核心 IP 长线运营保持收入持续增长，游戏为其核心主业，但也同时经营线下游艺、玩具、影视等衍生业务，典型代表有卡普空(Capcom)、万代南梦宫(Bandai Namco)、科乐美(Konami)、任天堂(Nintendo)等。此类游戏厂商以主机/街机游戏起家，核心游戏 IP 拥有超 20 年以上历史，公司持续围绕核心 IP 推出全新游戏、新玩法，并通过影视剧、线下 IP 门店、玩具等衍生形式围绕核心 IP 打造生态。第二类是移动游戏时代期间拓展手游业务的互联网厂商，如 Mixi、Cyber Agent、DeNA 等。此类厂商游戏业务起步较晚，早年以互联网业务起家，进入移动游戏时代后依靠爆款手游推动游戏业务发展。其中 Mixi 旗下的《怪物弹珠》已经拥有超 10 年历史，根据 Sensor Tower 数据累计流水位列日本手游历史第一。Cyber Agent 旗下游戏《赛马娘》则是近年来日本少有的全新原创手游 IP。

图表21：日本主要游戏厂商经营情况对比

	Capcom	Konami	Nintendo	Square Enix	万代南 梦宫	世嘉飒美	Mixi	Cyber Agent	DeNa	索尼
核心IP	生化危机 怪物猎人 街头霸王	合金装备 实况足球 寂静岭	超级马里奥 塞尔达传说 精灵宝可梦	最终幻想 勇者斗恶龙 王国之心	海贼王 龙珠 高达	刺猬索尼克 如龙 女神异闻录	怪物弹珠	碧蓝幻想 赛马娘	NBA 梦之队 航海王	地平线 蜘蛛侠 最后生还者
总市值 (万亿日元)	2.14	3.14	17.08	1.25	3.31	0.69	0.23	0.91	0.28	24.73
最新财报截至日期	2025/3/31	2025/3/31	2025/3/31	2025/3/31	2025/3/31	2025/3/31	2025/3/31	2024/9/30	2025/3/31	2025/3/31
最新财年收入 (十亿日元)	170	422	1165	325	1242	429	155	801	164	12957
近三年收入CAGR	15.5%	12.1%	-11.8%	-3.9%	11.8%	10.2%	9.5%	6.3%	7.8%	9.3%
收入结构										
海外收入占比	59.5%	29.1%	76.4%	44.6%	30.2%	65.0%	N/A	N/A	N/A	82.7%
游戏收入占比	73.8%	72.4%	100.0%	63.6%	36.7%	50.5%	60.8%	24.5%	47.6%	35.1%
机型收入排序	PC>主机>手游	手游>主机	主机>手游	PC=手游>主机	主机>PC+手游	PC、手游、主机	手游	手游>PC、主机	手游>PC	主机>PC、手游
游戏业务OP (十亿日元)	65	99	283	34	69	28	44	31	39	415
游戏业务OPM	52.1%	32.4%	24.3%	16.4%	15.0%	13.0%	47.1%	15.6%	49.4%	9.1%
游戏业务员工人数	2675	2233	8205	4604	3412	6361	411	2955	2572	12100
游戏业务人均创收 (万日元)	468	1367	1420	449	1335	341	2289	606	304	3755
游戏业务人均创利 (万日元)	244	443	344	74	201	44	1077	77	150	343

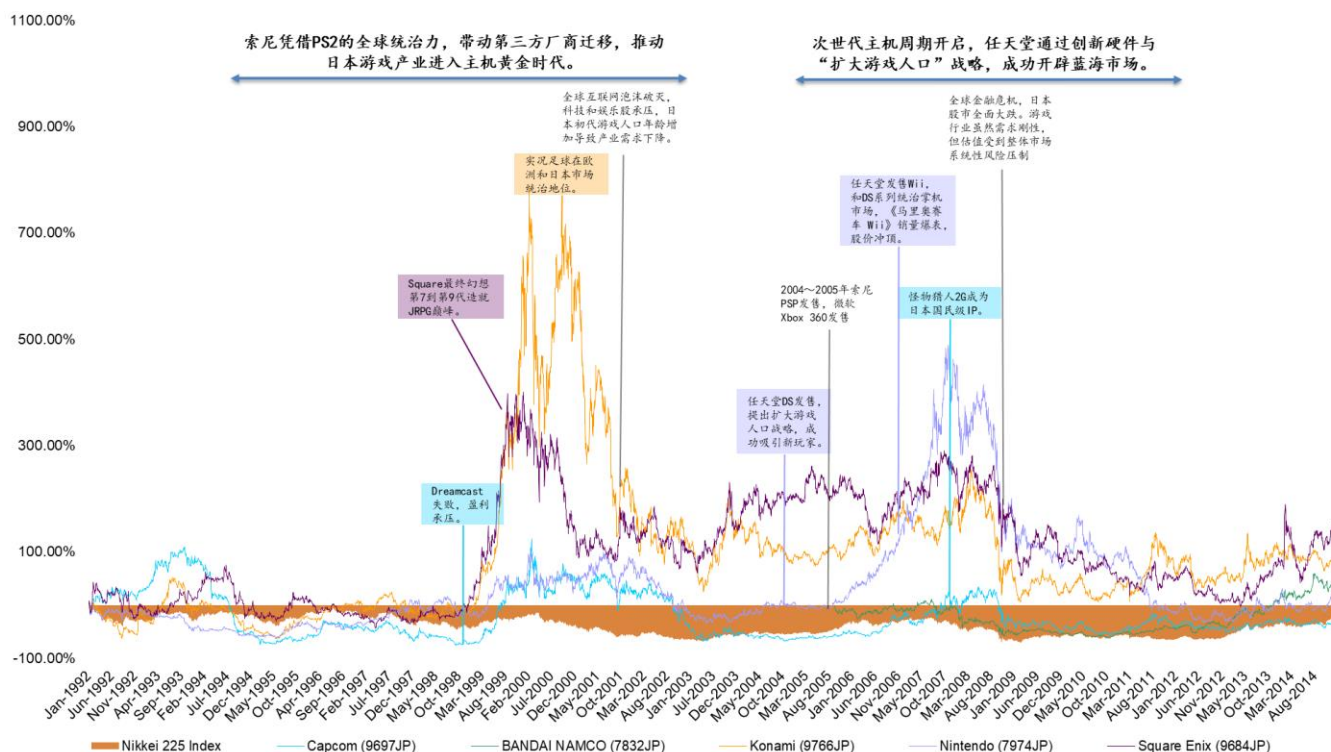
注：总市值数据日期截至 2025 年 9 月 1 日；卡普空游戏员工人数口径为 Content Developers，Konami、万代南梦宫、世嘉飒美、Mixi、CyberAgent、索尼口径为游戏业务员工人数，任天堂、Square Enix、DeNA 口径为公司整体员工人数；索尼游戏业务 OPM 较低、游戏业务人均创收较高主要因为索尼三方游戏收入按全额法计入收入。

资料来源：公司公告、Visible Alpha、Bloomberg、华泰研究

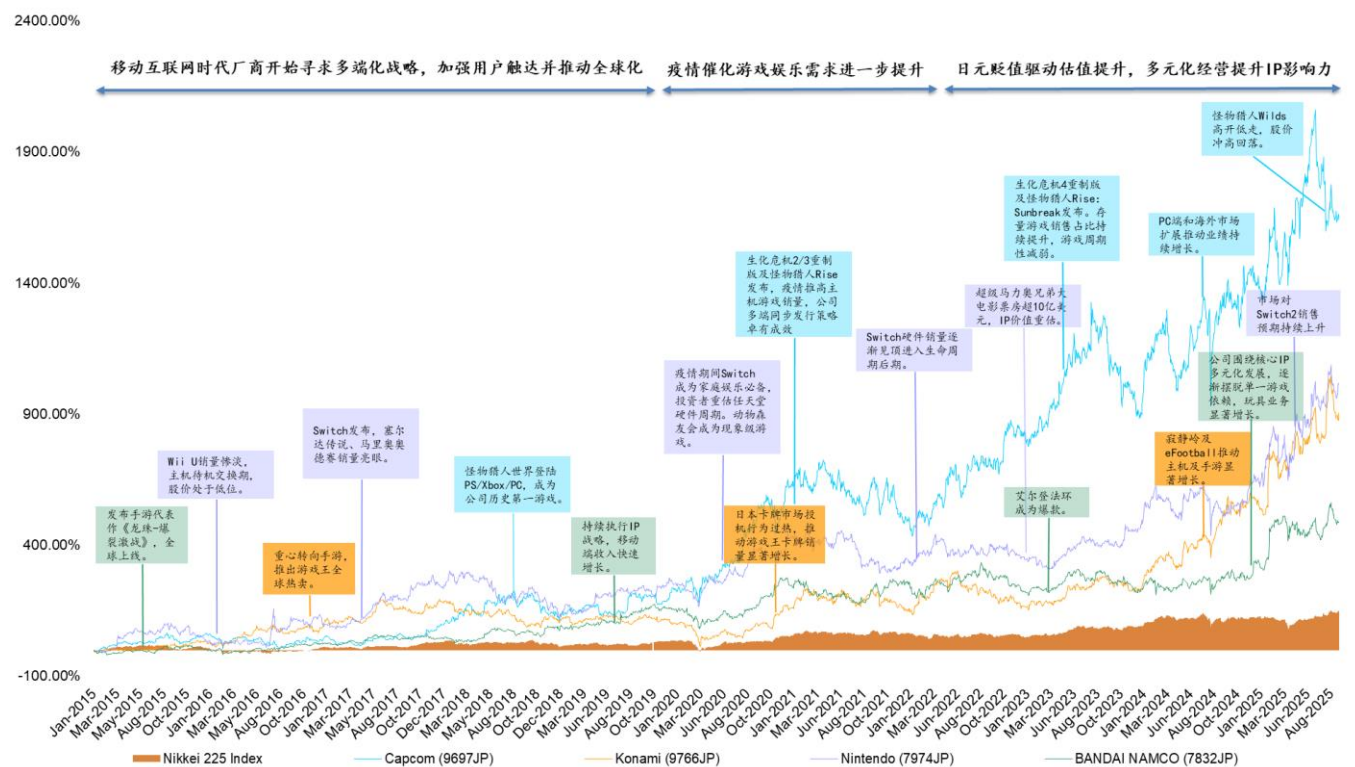
1992-2015：独占模式下游戏周期性较强，PS2/Wii 两大主机周期内股价显著上涨。2015 年前游戏厂商周期性较强，我们认为主要和独占模式以及硬件周期相关。早年游戏厂商倾向于主机独占销售模式，无论是主机厂商的一方游戏还是第三方游戏均选择独占某一平台，由此造成的结果是游戏销售情况和主机销售周期以及新游戏表现高度相关。例如 PS2 和 Wii 作为索尼和任天堂销量靠前的两大主机推动主流游戏厂商收入显著提升，而 PS3 因为处理器及向下兼容性问题表现平平。因此，股价周期性较强，和硬件周期高度相关。

2015-2025：多端化、多元化转型下周周期性显著减弱，日元贬值驱动估值盈利双升。进入移动互联网时期后日本游戏厂商开始寻求多端化发行以增加用户触达。主机厂商逐渐向 PC 端及移动端转型，部分厂商逐步放弃主机独占模式，并且随着硬件性能逐渐放缓，主机向下兼容性也在提升。此外，厂商通过影视、玩具、线下街机运营等多元化的方式提升经典 IP 影响力，保证经典 IP 新游戏销量。卡普空等厂商也通过重制模式推动老游戏销量。因此，2015 年后在多端多元化发展下游戏厂商周期性显著下降，叠加日元持续编制，海外销售占比较高的日本游戏厂商估值及业绩同步上升。

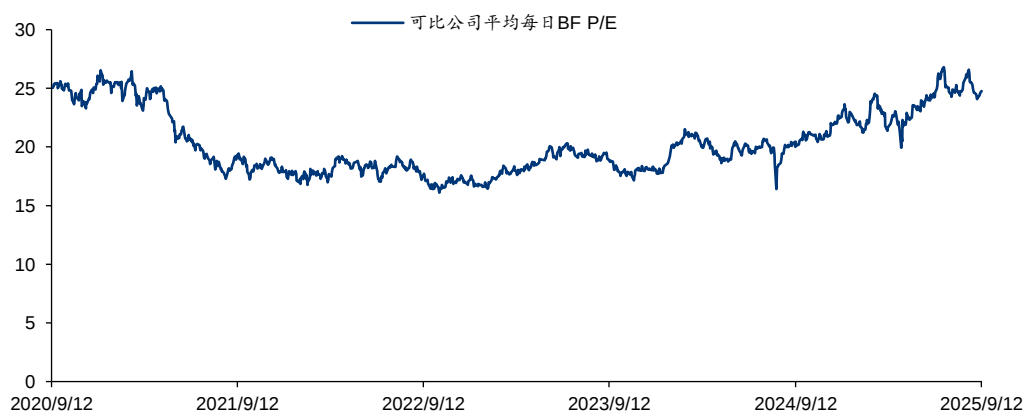
图表22：1992-2015 日本龙头游戏厂商股价累计涨跌幅复盘：游戏厂商以独占策略为主，主机及游戏周期性较强



资料来源：公司公告、Capital IQ、华泰研究

图表23：2015-至今日本龙头游戏厂商股价累计涨跌幅复盘：多端化、多元化转型下周周期性显著减弱，日元贬值进一步推动估值及盈利提升


日本主要游戏公司平均 BF P/E 近三年来持续提升，新游戏持续供给及日元贬值驱动拥有经典 IP 的综合性厂商估值持续提升。日本游戏公司平均 BF P/E 提升主要由拥有持续新游戏供给的综合性厂商推动，卡普空/科乐美/任天堂/Square Enix 近三年来未来 12 个月 P/E 分别提升 39/85/140/134%，受益于新游戏表现优异，卡普空/科乐美未来 12 个月 EPS 预期分别提升 55/63%。反观以手游平台为主的 Mixi、DeNA、Cyber Agent 近几年由于 IP 老化，新游戏供给持续性不足估值逐渐下滑且低于行业平均。此外，日元的持续贬值也推动了以海外收入为核心的综合类厂商估值和盈利能力进一步提升。

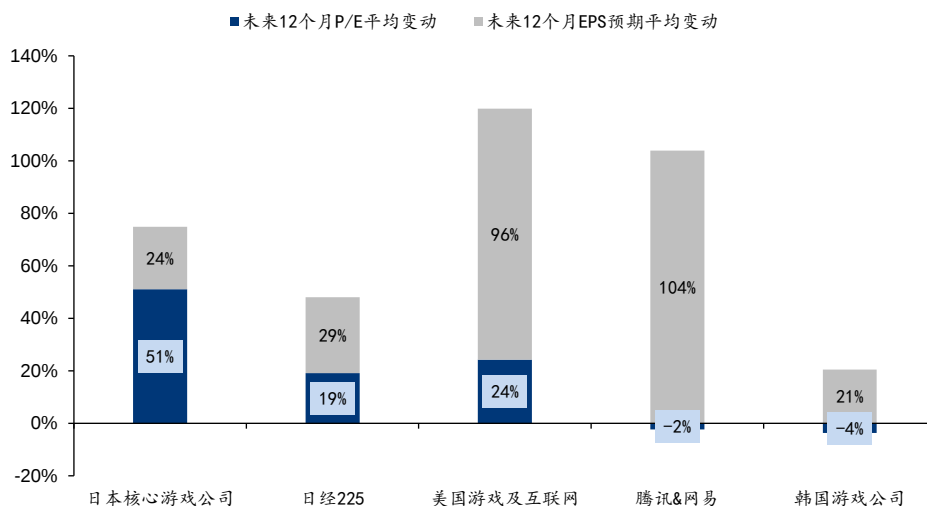
图表24：日本主要游戏公司平均 BF P/E 近三年来持续提升


注：数据统计 2022/9/12-2025/9/12 期间下 12 个月 P/E 及 EPS 平均涨跌幅。日本核心游戏公司包含卡普空、科乐美、任天堂、万代南梦宫、世嘉飒美、索尼、Cyber Agent、DeNA、Gungho、角川、Mixi。

资料来源：Bloomberg、华泰研究

日本游戏厂商近三年股价主要由估值驱动，而全球其他地区游戏厂商估值并未显著提升。除了如任天堂、Take-Two 由于新主机发布和新游戏 GTA VI 发布导致估值提升较为显著，整体来看全球其他地区游戏厂商近年来估值并未显著提升，股价上涨主要由盈利能力提升带动为主。日本游戏厂商估值提升更为明显，我们认为这一方面和日元持续贬值相关，另一方面也与多端化、多元化（卡普空、科乐美）、平台化（任天堂）模式转型下盈利能力持续性提升，周期性减弱相关。

图表25：日本主要游戏公司近3年来股价主要由估值提升驱动（2022/9/12-2025/9/11）



注：数据统计 2022/9/12-2025/9/11 期间各国家游戏公司平均下 12 个月 P/E 及 EPS 涨跌幅。日本核心游戏公司包含卡普空、科乐美、任天堂、万代南梦宫、世嘉飒美、索尼、Cyber Agent、DeNA、Gungho、角川。美国游戏及互联网包括 EA、Take-Two、Playtika、微软、Meta、谷歌、亚马逊、奈飞。韩国游戏公司包含 Krafton、Nexon、NCsoft、网石。

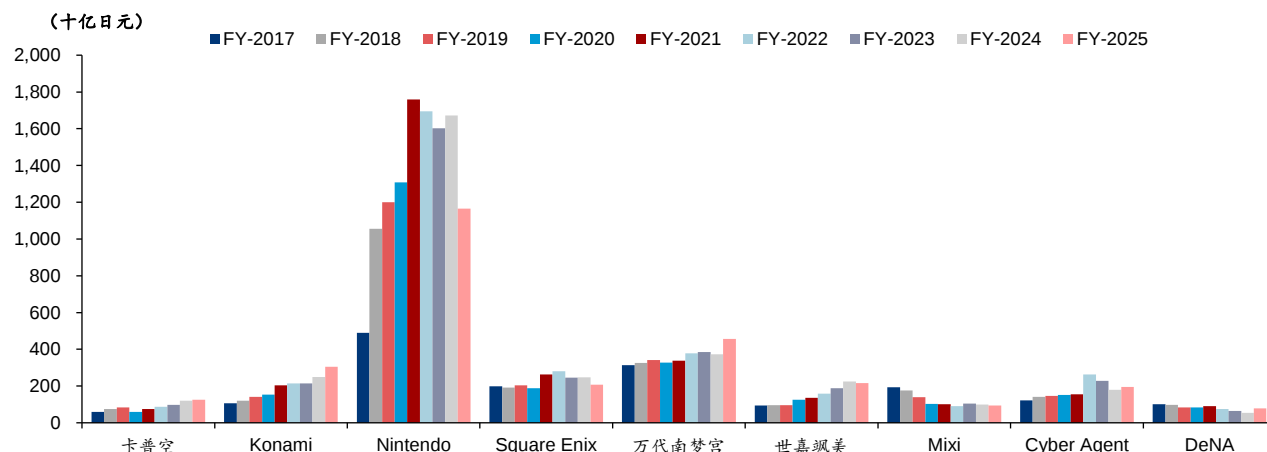
资料来源：Bloomberg、华泰研究

穿越周期之道一：跨媒介多元化运营，打造经典常青 IP

头部厂商打造常青 IP 穿越周期，手游厂商新游持续供给能力不足

日本综合类游戏厂商多年来均保持着收入的持续增长，依靠其常青 IP 持续迭代延续经典 IP 生命力，并且多元化的收入结构使得其拥有抗周期的属性，尤其是后疫情时代游戏大盘增速放缓的情况下，日本综合游戏厂商依靠线下游乐业务、玩具或影视等方面的快速增长一定程度上弥补了游戏增速的放缓。相比之下，日本手游厂商较为依赖单一游戏爆款的推动，且缺乏新游戏推出，游戏周期性较强，近年来收入呈现下滑趋势。随着今年以来新游戏持续推出，收入也同步开始企稳回暖。

图表26：日本核心游戏厂商游戏业务收入变化趋势



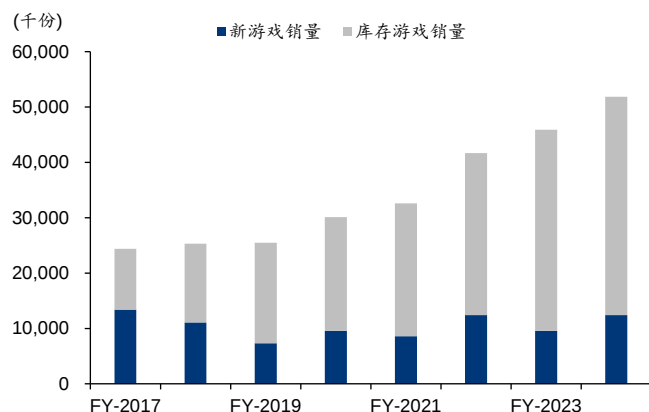
注：卡普空及 DeNA 财年为当年 4 月至次年 3 月，Cyber Agent 财年为上年 10 月至当年 9 月，其余公司财年均均为上年 4 月至当年 3 月。为方便对照数据均按照 25 年 3 月对齐，Cyber Agent 因财年截至时间不同 FY25 数据实际为截至 24 年 9 月财年数据。

资料来源：公司公告、华泰研究

综合游戏厂商：经典 IP 穿越周期，非游戏收入占比持续提升

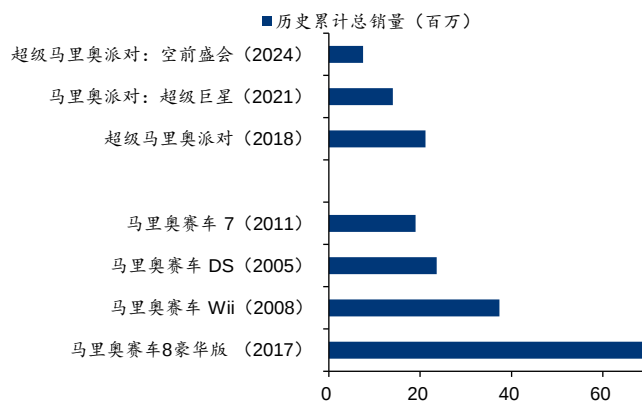
日本龙头游戏企业依靠创新及 IP 运作实现续作销量增长、老游戏生命力延续。我们观察到日本龙头游戏企业当前核心游戏 IP 均拥有较长的历史，但续作的销量并没有出现下滑，反而能实现增长甚至达到历史销量新高。我们认为这主要得益于公司通过游戏玩法的创新及 IP 周边的运营加强用户心智，促进新游戏销售的同时吸引玩家关注老游戏。任天堂 2017 年于 Switch 上推出的《马里奥赛车 8》累计销量突破 6800 万份，是历史销量最高的《马里奥赛车》系列游戏。《马里奥赛车》系列的成功借助硬件的迭代实现玩法的持续创新，从早期引入多人模式，到 Wii 中加入体感，再到 Switch 2 中《马里奥赛车世界》更开放的赛道体验，使得每一步续作都有全新的玩法及体验。此外，任天堂依靠电影、乐园等 IP 运营持续强化马里奥 IP 认知，使其成为家喻户晓的经典 IP。卡普空的怪物猎人也有相似的趋势。最新一部《怪物猎人：荒野》实现了首年销量新高，推动该系列当年整体销量新高。此外，卡普空依靠经典游戏重制战略延续老游戏生命力，FY17 以来游戏销量主要由库存游戏推动。

图表27：万代南梦宫转型手游、PC、主机多端化销售



资料来源：公司公告、华泰研究

图表28：任天堂经典IP近年来的新作依旧保持较高累计销量



注：马里奥赛车8豪华版、超级马里奥派对数据截至2025年6月30日，其余游戏数据截至2025年3月31日；括号内年份代表发行年份。

资料来源：公司公告、Nintendo fandom、华泰研究资料来源：公司公告、华泰研究

图表29：卡普空核心IP怪物猎人续作首年销量保持高位，系列整体当年累计销量新高

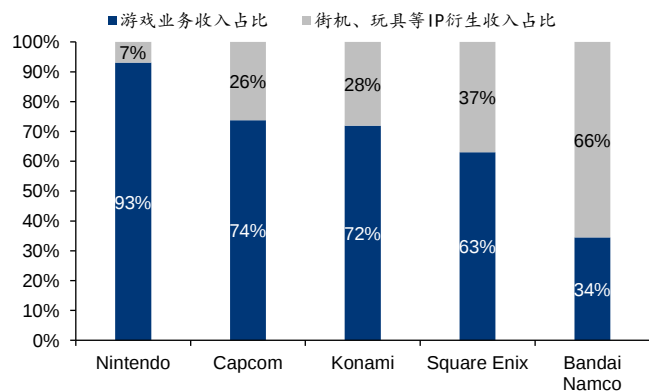
	上线时间	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
怪物猎人：世界	2018年1月	790	450	450	230	170	140	280	310
怪物猎人世界：冰原	2019年9月			520	240	140	100	230	260
怪物猎人：崛起	2021年3月				480	410	370	190	240
怪物猎人崛起：曙光	2022年6月						540	220	210
怪物猎人：荒野	2025年2月								1010
Total		790	450	970	950	720	1150	920	2030

注：销量单位为千份

资料来源：公司公告、华泰研究

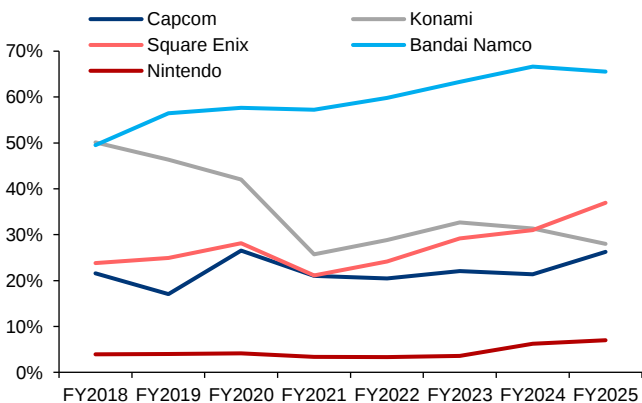
多元化运营提升IP影响力，非游戏收入占比持续提升。日本综合类游戏厂商的主营业务涵盖游戏与非游戏收入。其中，游戏业务为主要收入来源，主机游戏仍是多数综合类厂商的核心业务。非游戏收入主要来自街机游艺设施、扭蛋、玩具、影视等IP周边衍生品的销售。近年来，多数日本游戏厂商的非游戏收入占比持续提高，通过将游戏转化为影视作品、玩具等形式，结合线上线下联动，提升IP品牌影响力。公司在增加多元化收入的同时，可推动新游戏销售，并吸引用户关注过往经典游戏，形成生态闭环。具体而言，万代南梦宫非游戏业务中，玩具业务收入占比从FY18的28%提升至FY25的45%，这主要由其核心IP《龙珠》《海贼王》《高达》的卡牌等玩具带动，同期公司发行的相关游戏和影视剧发挥了关键协同效应。

图表30：日本核心游戏厂商收入结构



资料来源：公司公告、华泰研究

图表31：多数日本游戏厂商非游戏收入占比持续提升



资料来源：公司公告、华泰研究

手游厂商：步入 IP 生命力后期，原创新游戏供给不足

日本手游以经典游戏或动漫 IP 改编为主，IP 老龄化趋势明显。根据 Sensor Tower 数据，25H1 日本手游收入排行榜前十中有 5 款为经典游戏 IP 或动漫 IP 改编，其余 5 款则为原创 IP 手游，其中仅两款来自日本厂商。经典游戏 IP 改编依旧是日本手游的基本盘，通过完整的 IP 生态运营孵化出了许多常青游戏 IP。25H1 收入榜第一的是宝可梦卡牌新游《宝可梦 TCG 口袋版》，《偶像大师》、《勇者斗恶龙》、《FGO》等原型 IP 也均超过了 20 年历史，流水至今仍保持相对稳定。

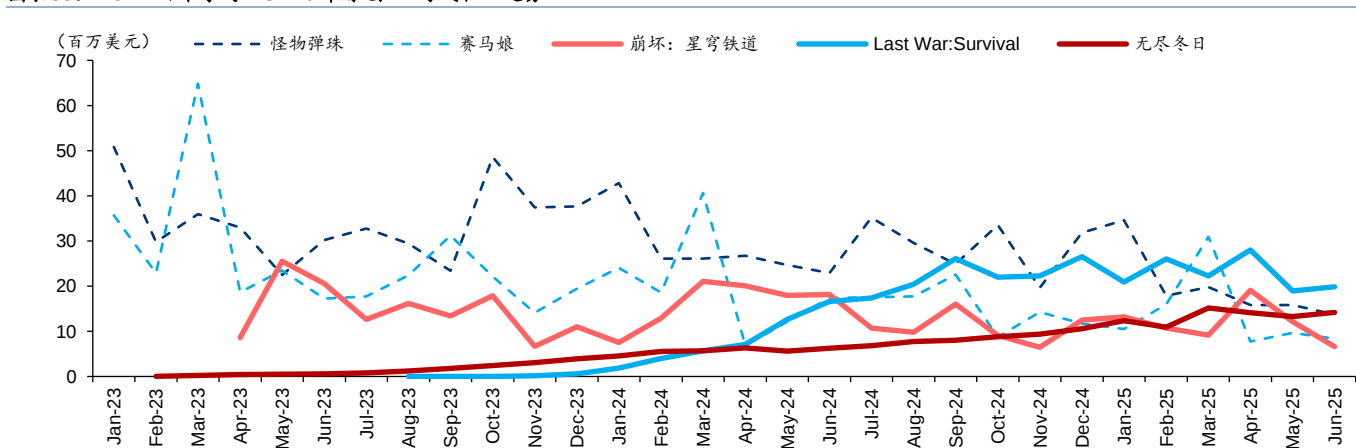
全新原创 IP 较少，海外原创 IP 强势崛起。纵观榜单前列的经典 IP 已经诞生超 20 年以上，原创 IP 游戏中除《赛马娘》是近年来为数不多的本土全新原创 IP 以外，《怪物弹珠》作为发行 10 年以上的游戏，尽管依然位列收入榜第三，但近年来收入也呈现下滑趋势。反观海外游戏发行商依靠原创 IP 游戏近年来在日本逐渐崛起。榜单中出现的三款海外游戏均为中国发行商背景，且均为原创 IP 游戏，依靠二次元、休闲 SLG 等玩法成功在日本市场站稳脚跟。

图表32：2025H1 日本手游收入前十游戏

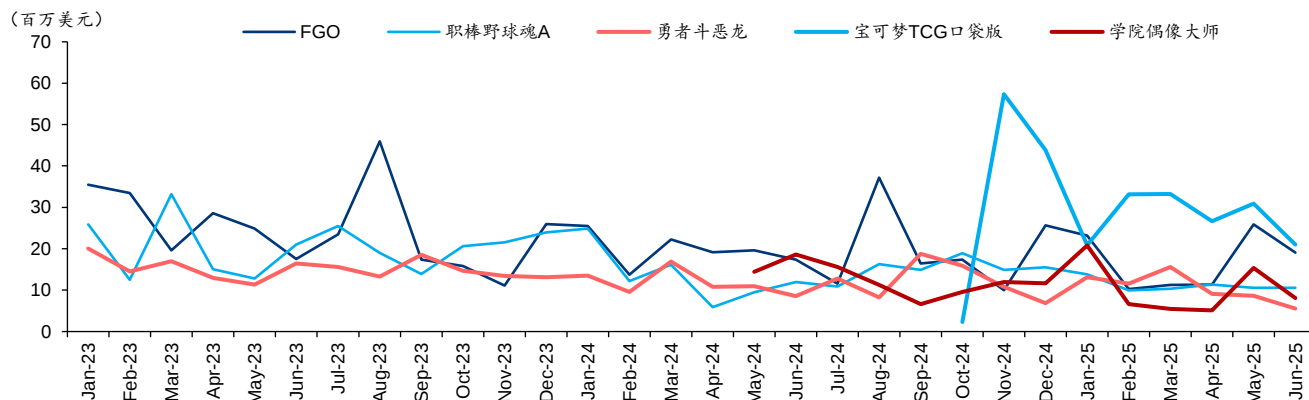
排名	游戏	发行商	预估流水(百万美元)	上线时间	IP 来源
1	宝可梦 TCG 口袋版	宝可梦公司	165.8	2024 年 10 月	宝可梦游戏 IP 改编
2	Last War: Survival	Funfly	136.1	2023 年 8 月	原创 IP
3	怪物弹珠	Mixi	117.6	2013 年 10 月	原创 IP
4	命运-冠位指定 (FGO)	索尼	101.0	2015 年 7 月	Fate 系列小说/动漫 IP 改编
5	赛马娘	Cyber Agent	83.2	2021 年 2 月	原创 IP，以传统赛马运动为原型
6	无尽冬日	点点互动	80.0	2023 年 2 月	原创 IP
7	崩坏：星穹铁道	米哈游	70.8	2023 年 4 月	原创 IP
8	职棒野球魂 A	科乐美	66.5	2015 年 10 月	日本职棒 IP 授权
9	勇者斗恶龙	Square Enix	63.5	2019 年 9 月	勇者斗恶龙游戏 IP 改编
10	学院偶像大师	万代南梦宫	61.5	2024 年 5 月	偶像大师游戏 IP 改编

资料来源：Sensor Tower、华泰研究

图表33：25H1 日本手游 TOP10 中原创 IP 游戏收入趋势



资料来源：Sensor Tower、华泰研究

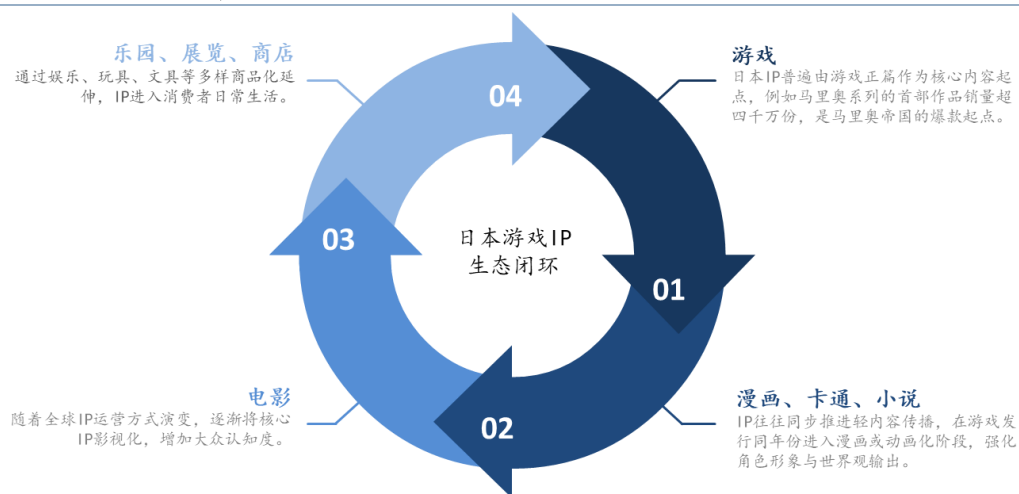
图表34：25H1日本手游TOP10中改编IP游戏流水趋势


资料来源：Sensor Tower、华泰研究

经典 IP 复盘：跨媒介深度延展，长期潜力持续释放

发展路径一：游戏 IP 外延形成生态闭环

日本经典游戏 IP 的一种重要发展路径是由游戏向外衍生形成闭环生态。日本游戏行业自 1980 年代起便诞生了诸多原创游戏 IP，这些 IP 在完成内容产品的初期积累后，围绕 IP 衍生出电影、小说、动漫、乐园、玩具，再进而发行不同类别的游戏续作。形成了一个立体的 IP 运营框架。无论是任天堂的马里奥、Game Freak 的口袋妖怪，还是世嘉的索尼克、卡普空的生化危机，几乎都遵循了“游戏起步—媒体拓展—商业闭环”的经典范式。

图表35：日本游戏 IP 发展范式


资料来源：华泰研究

1) 以原创游戏为核心起点：日本 IP 多以游戏正篇为核心，通过续作积累用户基础。如《超级马里奥兄弟》（1985）成任天堂标志性平台游戏；《口袋妖怪 红·绿》（1996）借通信与养成机制快速出圈；《生化危机》（1996）开创日式恐怖游戏类型。

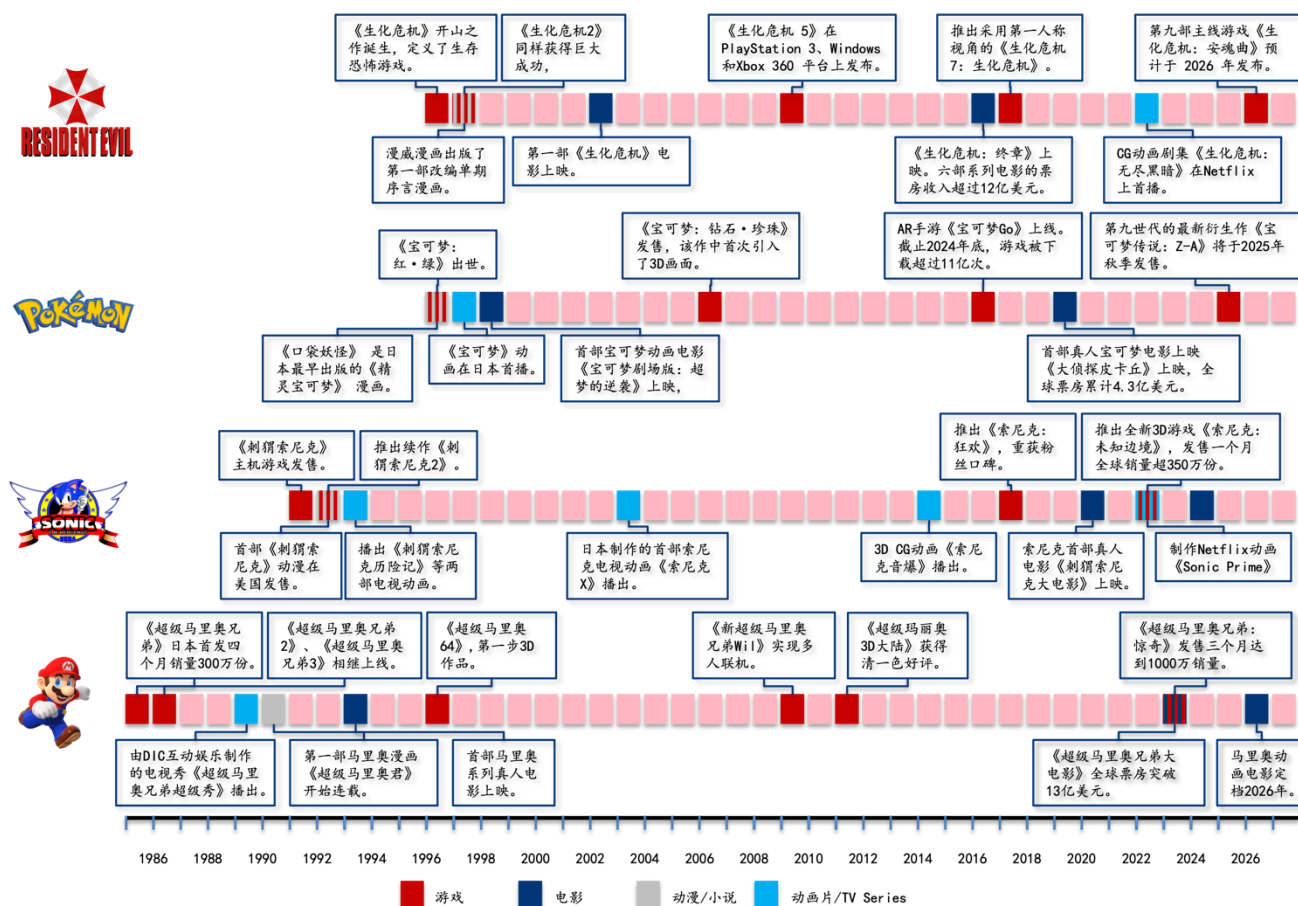
2) 向轻内容拓展：IP 初步吸粉后迅速衍生至动画、漫画、小说等轻内容，强化角色与世界观。《口袋妖怪》动画自 1997 年起连播不止，推动皮卡丘成为全球文化符号；《索尼克》《马里奥》《生化危机》等同步推出漫画或动画，加速品牌沉淀。

3) 影视化助推全球破圈：厂商将核心 IP 影视化，推动国际化运营。《生化危机》系列电影累计票房超 12 亿美元；《索尼克》真人电影票房超 7 亿美元；《超级马里奥兄弟大电影》以 13 亿美元创游戏改编新高，带动原作销量与授权收入，实现“影游联动”。

4) 构建沉浸体验与商品生态：通过乐园、快闪店与商品授权打通现实触点。任天堂开设环球影城“SUPER NINTENDO WORLD”，宝可梦中心覆盖多地，《索尼克》亦频繁开展线下活动，推动 IP 日常化、长期化经营。

5) 内容再开发实现生态闭环：IP 最终回归游戏主阵地，通过多品类延展构建闭环。如马里奥系列已覆盖赛车、RPG、竞技、建造等多类型；宝可梦推出《Pokemon GO》《宝可梦咖啡厅》等手游，覆盖不同用户与场景，强化 IP 生命力与商业化路径。

图表36：日本代表 IP 的各类型作品发行历史



资料来源：网易雷火 UX、文创潮、华泰研究

马里奥 IP 复盘：基于角色驱动的 IP 生态闭环构建

马里奥自 1981 年首次亮相，已发展为全球最具影响力的游戏 IP 之一，具备“全年龄向”“高互动性”“易上手”等特性，长期作为任天堂主机平台的核心内容支柱。其稳定的用户认知与强跨媒体延展性，不仅巩固任天堂在主机市场的地位，也成为公司 IP 生态运营的核心范式。

游戏单点驱动阶段（1985~1999）：主机销量引擎与 IP 雏形

马里奥 IP 早期发展以单点爆款为主，硬件带动效应显著。1985 年《超级马里奥兄弟》开启 IP 发展序章，持续作为历代主机首发大作，有效驱动软硬件联动销量。早期马里奥收入以单机游戏销售为主，衍生内容有限。1993 年首次尝试真人电影化但反响不佳，跨媒介拓展停滞，IP 仍以游戏主导、生态尚未成型。

游戏用户拓展阶段（2000~2013）：轻量化产品与平台外延

2000 年代，任天堂提出“扩大游戏人口”战略，推动马里奥 IP 从核心玩家向大众渗透。借助 DS、Wii 平台，推出《新超级马里奥兄弟》《马里奥赛车》《马里奥派对》等作品，有效拓宽受众结构。此后进一步登陆移动平台，试水 F2P、订阅等商业模式，实现 IP 触达渠道多样化。

生态构建阶段（2014~）：从游戏 IP 向娱乐资产转型

自 2014 年起，任天堂确立“扩大接触任天堂 IP 用户”为核心战略，强调围绕 IP 角色与世界观的生态构建与跨媒介运营。马里奥作为核心 IP，在该阶段实现从“游戏角色”向“泛娱乐符号”的转化。2023 年《超级马里奥兄弟大电影》全球票房破 13 亿美元，创游戏改编电影纪录，并显著拉动原作游戏与周边销量。同期，SUPER NINTENDO WORLD（日本/美国）、直营店（Nintendo TOKYO/OSAKA）等线下触点落地，形成覆盖游戏、影视、实景、零售的立体化生态。

图表 37：马里奥 IP 发展阶段



资料来源：网易雷火 UX、华泰研究

以游戏为核心，构建全场景娱乐生态闭环。2023 年，《超级马里奥兄弟大电影》以 13 亿美元票房刷新游戏改编电影纪录，带动任天堂游戏与商品销售强劲增长，《马里奥赛车 8 豪华版》季度销量环比大涨 178%。同年 10 月，任天堂发布 2D 横板新作《超级马里奥兄弟 惊奇》，创下发售不到三个月达到千万销量的记录。马里奥由此完成从“游戏角色”向“超级入口”的跃迁，整合影视、游戏、零售与文旅的全链路消费场景。截至 2025 年 3 月，马里奥系列游戏累计销量突破 9 亿份；据 Titlemax 统计，截至 2019 年全球累计营收超 360 亿美元，仅次于宝可梦。其中游戏收入超 300 亿美元，授权商品与衍生内容收入超 60 亿美元，体现其跨平台、跨业态的长期商业化深度。

图表 38：马里奥系列游戏销量

游戏名称	平台	发行年份	销量(百万)
马里奥赛车 8 豪华版	Nintendo Switch	2017	68.9
超级马里奥兄弟	NES	1985	40.2
马里奥赛车 Wii	Wii	2008	37.4
新超级马里奥兄弟	Nintendo DS	2006	30.8
新超级马里奥兄弟 Wii	Wii	2009	30.3
超级马里奥：奥德赛	Nintendo Switch	2017	29.5
马里奥赛车 DS	Nintendo DS	2005	23.6

资料来源：VGChartz、华泰研究

图表 39：任天堂 IP 发展战略



资料来源：公司公告、华泰研究

发展路径二：原生内容向游戏延伸

与以游戏为起点的 IP 路径不同，日本另一类经典 IP 常由动漫、小说、漫画等原生文化内容起步，经过长期内容沉淀与用户积累，维持稳定的核心游戏营收。这类 IP 往往拥有统一的世界观、鲜明的角色设定与丰富的内容衍生空间，为后续跨媒介转化与商业运营奠定基础。

内容先行：以动漫、小说等“原生文化内容”构建 IP 雏形

日本的部分游戏 IP 往往脱胎于动漫、小说、漫画等原生文化内容。这些内容形态不仅为 IP 奠定了完整的世界观框架、人物设定与叙事逻辑，也通过长期连载、影视化等方式沉淀出深度用户情感与粉丝基础。例如，《Fate》系列最初是 PC 端视觉小说，通过厚重文本构建出庞大的圣杯战争宇宙；《游戏王》则由漫画起步，以强设定与创新机制为卡牌游戏化铺平道路。

跨媒介协同：从粉丝文化到主流市场的跃迁机制

当 IP 内容基础夯实后，日本企业擅长通过动画、轻小说、广播剧、舞台剧等形式构建多层次传播路径，从而拓展受众圈层、提高 IP 的社会能见度。各媒介内容之间相互补充，共同丰富 IP 世界观，将小众文化圈的内容暴露在大众视野当中。例如，《Fate/Zero》的 TV 动画极大拓展了 Fate 受众，成为后续手游 FGO 用户转化的关键媒介引流通道。

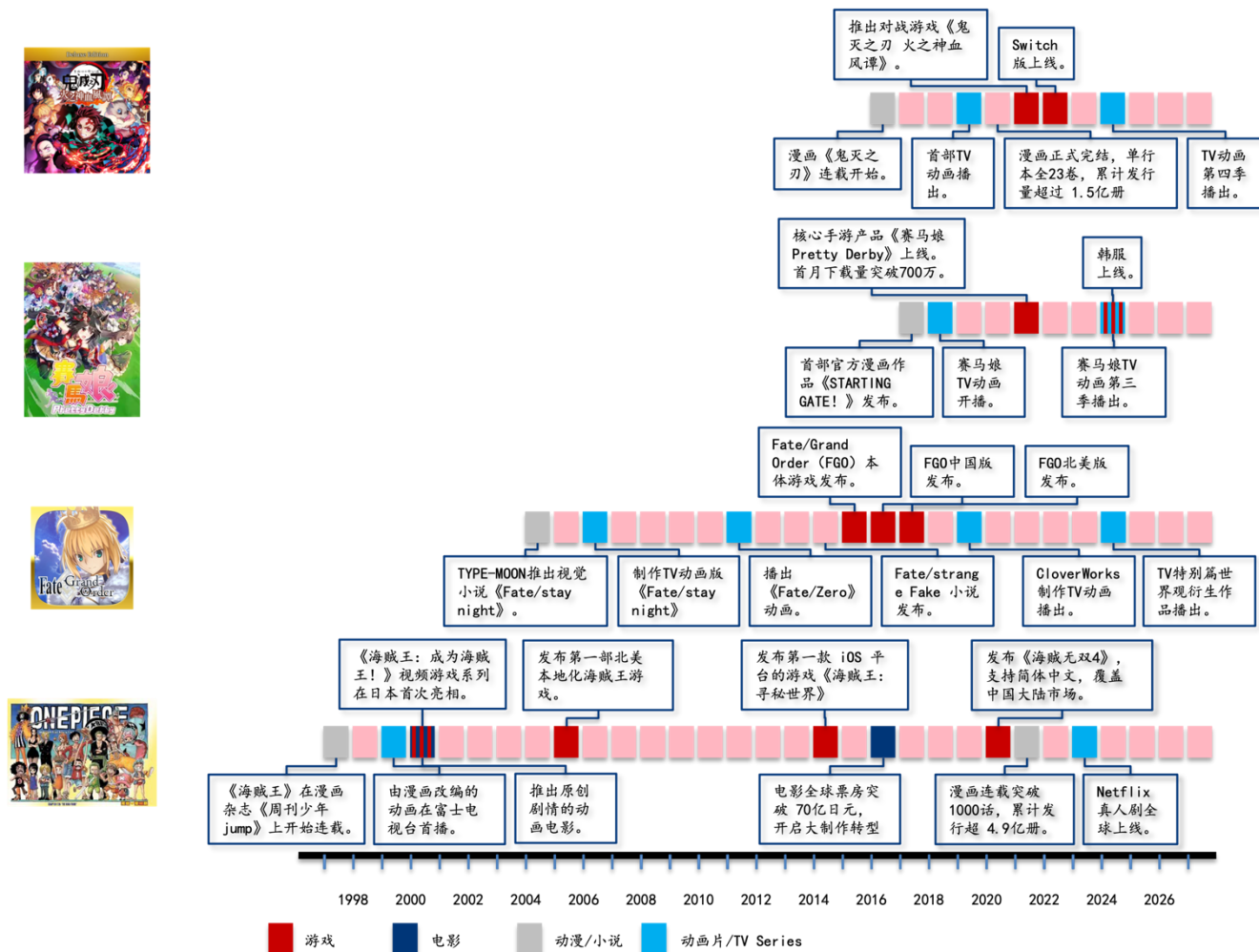
游戏化转化：以游戏为商业核心的变现节点

在跨媒介运作成熟、用户基础积累充分之后，游戏成为 IP 释放商业潜力的关键环节。这类 IP 游戏通常建立在强世界观与粉丝基础之上，具备天然的用户粘性和内容延展能力。相比依赖高频更新的商业游戏，这类产品即使在长周期内更新节奏相对缓慢，依然能凭借稳定的粉丝群体与内容积累维持较高热度和持续收入。例如，FGO 通过章节式剧情推进与英灵卡池机制融合叙事与商业，《龙珠》系列则以持续推出新角色与变身形态保持内容活力。

产业生态闭环：IP 内容、商品、展会与用户社群的全链运营

除了以角色和故事为核心的二次元 IP，日本也擅长配套完善，游戏、模型、展会、联动商品形成完整闭环。例如，《游戏王》由漫画起步，卡牌游戏成为其核心产品形态并延续二十余年；《高达》《海贼王》《龙珠》等万代南梦宫旗下 IP 依托模型、动画、展会与格斗/冒险类游戏构建稳固的粉丝经济；Konami 则将体育文化与游戏相结合，打造出《实况足球》《实况棒球》两大国民级体育 IP，长期占据相关领域市场份额。在延续粉丝热度的同时，稳定游戏商业收益。

图表40：日本代表 IP 的各类型作品发行历史



资料来源：FunPlus、振鹭产业创新、哔哩哔哩、华泰研究

FGO IP 复盘：从小说到常青手游

Fate/Grand Order (FGO) 是日本最具代表性的二次元 IP 改编手游之一，成功实现了从视觉小说起家、向手游平台全面拓展的 IP 演化路径。依托于 TYPE-MOON 深厚的世界观基础，通过跨媒介协同运营，FGO 在日本及全球市场建立起强大的用户黏性和收入规模，长期位列日本手游收入榜前列，展现出极强的生命周期管理能力。

一、起源与世界观构建（2004 年）：小众但极具世界观深度

Fate 系列最早起源于 2004 年 TYPE-MOON 推出的 PC 端视觉小说《Fate/stay night》。该作以“圣杯战争”与“英灵召唤”构建了一个具有高度延展性的奇幻世界观，并迅速在同人与核心用户圈层中积累影响力。其复杂且统一的世界观架构，为后续的跨媒介发展与游戏化提供了扎实的内容根基，也成为 TYPE-MOON 品牌的核心资产。

二、跨媒介传播初期（2004—2014 年）：从文字 AVG 到大众视野

2004 年《Fate/stay night》游戏推出即售出 15 万份，位列当年 Galgame 销量榜首。自 2006 年起，Fate 系列开始向动画、小说、漫画等领域扩展，实现了从文字游戏向多媒介传播的跨越。2011 年播出的《Fate/Zero》动画，以精良的制作在商业和口碑上都取得巨大成功，使 Fate 系列正式跻身日本一线动画 IP 行列，角色如 Saber 与 Archer 亦获得了广泛知名度。

三、2015 年：FGO 手游的诞生与爆发

2015 年，FGO 手游的上线标志着 Fate 系列进入全新发展阶段。这款由 Aniplex 发行、Delightworks 开发的手机游戏，以穿越历史、召唤英灵的“时间特异点”为主线，构建出章节式剧情推进的玩法结构，并融入角色卡牌养成与 Live 运营要素。FGO 不仅成功将老 IP 内容转化为移动端的长期收入来源，也凭借其“剧情+角色”双核心构建起强大的社群文化，成为二次元手游商业模式的重要样本。FGO 自上线后长期稳居日本 App Store 高收入榜、连续多年蝉联畅销榜前列，根据 Sensor Tower，累计用户花费已达 70 亿美元。

四、2015 年至今：多媒介协同与商业化扩展

在手游大获成功之后，FGO 并未止步于游戏领域，而是持续推动 IP 的多元化延伸。构建起涵盖“游戏、动画、舞台剧、周边、线下展会”等多维内容形式的商业生态。例如，“FGO Fes.”展会每年举办，不仅包括线下展览与粉丝活动，也成为周边销售和官方信息发布的重要平台；剧场版动画《所罗门》和《Camelot》由顶级动画公司 Ufotable 制作，保证了 IP 视觉体验的延续性与高品质。这一运营模式已成为日本常青 IP 内容运营的典范路径。

图表41：FGO（Fate）IP 发展时间轴



资料来源：公司公告、华泰研究

Fate IP 在中国大陆市场的传播也取得显著成效。早在 2012 年，B 站就首次将《Fate/Zero》引进中国。之后，B 站持续引入 Fate 系列剧场版作品，并围绕其展开线上线下的整合营销。例如，在电影《迷失之蝶》上映期间，FGO 官方在中国市场推出包括赠送电影票、声优见面会、联合宣发等在内的大规模联动，强化了用户的品牌记忆，也实现了游戏与动画之间的有效引流。

总结而言，FGO 的成功融合了统一而深刻的世界观架构、持续输出的高质量内容、精准的用户运营机制，以及在中日市场上高度协同的宣发节奏。从动画市场的培育，到手游的现像级爆发，再到泛娱乐内容生态的搭建，FGO 走出了一条从“内容”到“产业”的 IP 发展之路。

图表42: Fate 系列 IP 授权合作方

模块	合作方	主要职责
原作/IP 拥有方	TYPE-MOON	Fate 系列原始版权方, 起初为同人社团, 后注册为公司。保留主要的世界观控制权与角色设定权, 核心编剧奈须蘑菇等依然直接参与 FGO 内容创作。
内容企划/发行统筹	Aniplex	负责 FGO 手游的企划、出资、全球发行与宣传。也是多个 Fate 系列动画的制作出品方。为 IP 提供资金、资源、分发渠道, 起到整合核心内容资源的作用。
游戏开发	Delightworks (2015 - 2021) Lasengle (2022 -)	FGO 最初由 Delightworks 开发, 2022 年起该部门被 Aniplex 收购并改名为 Lasengle, 成为其子公司。主要负责手游开发、系统运营、角色数值设计与更新等日常运营任务。
动画制作	Ufotable A-1 Pictures CloverWorks	Ufotable 是 Fate 系列主要动画制作方, 以高质量打斗场面著称, 负责《FGO: 绝对魔兽战线》《所罗门》《Heaven's Feel》等。Aniplex 为母公司, 与其关系紧密。
舞台剧制作	Nelke Planning	承接 FGO 舞台剧、音乐剧改编, 扩展线下互动体验, 深化粉丝参与。
模型/周边授权	Good Smile Company Aniplex+ Banpresto (万代旗下)	制作并发售 Fate 角色手办、黏土人、景品周边。Good Smile 为二次元手办领导品牌, 与 Aniplex 长期合作。
展会/活动合作	Aniplex、TYPE-MOON	每年举办线下嘉年华式活动, 集角色展览、舞台演出、限定贩售、粉丝互动为一体。
全球本地化合作方	Bilibili (大陆代理) Crunchyroll Games (美版代理)	各地区由本地发行合作方负责运营/翻译/客服。

资料来源: Fate、ufotable、A-1 Pictures、Aniplex、哔哩哔哩、华泰研究

穿越周期之道二：增加用户触点，多端化、全球化布局

日本厂商中长期规划：战略趋同，路径各异

从多家日本主流游戏厂商近期披露的中长期规划来看，虽然不同企业各有侧重，但行业整体正展现出三大共通趋势：一是依托多元化产品强化 IP 价值提升影响力，二是多端化、全球化拓展战略增加用户触点，三是推进优质内容供给。

1) 增加用户触点，多元化产品强化 IP 价值。IP 不再只是内容起点，更成为连接产品、服务与商业模式的核心枢纽。将 IP 向“影视化—授权衍生—全球多媒体分发”路径延展，不再局限于游戏本体。内容全球发行、影视作品、线下乐园、线下周边商品销售等多元化的路径，为 IP 构建长期价值提供更广阔的变现场景。

2) 拓展全球化战略，推动区域市场扩张。卡普空、万代南梦宫、Square Enix 均在公司中期规划中提到要加强全球销售和区域扩张。目前卡普空、任天堂、万代南梦宫、Square Enix 游戏海外销售占比均超过 50%。未来将持续依托线下周边门店、全球影视剧发行、海外工作室协同等方面进一步强化海外销售。

3) 内容供给体系正在从“单点创作”转向“系统化协同”。设立海外工作室、强调创作前移、引入生成式 AI 或 UGC 工具链等趋势，表明厂商已认识到：应对高度碎片化与全球多元需求，必须构建更灵活、在地化的内容开发能力。同时，社交属性的强化与“内容即服务”的理念，也推动公司从“发行商”转向“内容平台商”。

综合来看，日本厂商不仅仅是依赖“单点爆发”的爆款游戏产品逻辑，而是更注重构建可持续、多触点、以用户为中心的生态体系，围绕核心 IP 打造游戏以外的生态，实现 IP 价值最大化，打造长青游戏。这一演进趋势将成为未来日系游戏公司深化全球影响力的关键支点，以应对全球游戏市场的竞争与结构变化。

图表43：日本游戏公司中长期规划

公司	愿景/理念	中期计划（定性描述）	量化/具体举措	长期目标
任天堂 Nintendo	让世代微笑	* 整合家用机与掌机平台 * 增加用户触点 * 加强与软件第三方关系 * 拓展新兴市场	* Switch Online 会员已经超 3400 万； * 新兴市场销量增长了 6.4 倍，硬件销量占比自 Switch 推出以来首次超过 10%。	* 扩大接触任天堂 IP 用户 * 用 Nintendo Account 建立长期关系 * 新机型兼容 Switch 游戏
卡普空 Capcom	通过高创意内容激发感官	* 数据驱动定价 * 加强 PC 平台和营销 * 扩大全球销售	* 年均营业利润增长 10% * 2025 财年销售区域扩展至 227 个	* 追求消费者增长并与业务协同以加强收益基础 * 扩大高质量大作的销售量 * 发展世界级的游戏开发能力 * 通过多元化方式放大 IP 价值 * 推进核心品牌系列化开发
科乐美 Konami	提供有价值的娱乐时间	* 强化家用机热门 IP * 体育业务轻资产化	* 2025 年 8 月推出《合金装备》重制版 * 扩大成功的“Pilates Mirror”网络	* 持续推出全球创新产品与服务
Square Enix	用无限想象创造新世界	* 通过优化 DE 部门的开发布局提高生产力 * 加强客户触点以多元化收益机会 * 强化海外销售 ，拓展新娱乐业务形态，推动内部协作	* 改革日本开发工作室的组织结构 * 2026 财年实现 DE 部门整体稳定盈利，目标总体营业利润率 15% * 在日本和海外推出快闪店等新举措 * 三年内战略投资总额高达 1000 亿日元 * 目标 ROE 至少 10%，关注资本效率	* 利用新技术持续创造高质量内容，全球提升用户生活体验
万代南梦宫 Bandai Namco	欢乐共享未来	* 内容创作与新 IP 创造 * 品类扩展与区域扩张 * 品牌价值提升（IP、标签、产品、服务） * 数据利用	* 数字业务方面，进一步优化 2024 年引入的全球市场营销结构，在日本与美国开展活动 * 加强集团 IP 的授权业务，如玩具和爱好业务中的电子宠物 * 成立 CW360 以加强与合作伙伴公司的联盟	* 与全球粉丝和合作伙伴建立连接
世嘉飒美 Sega Sammy	为全球生活增添色彩	* 进一步扩展核心业务板块 * 投资以加强研发和产品能力 * 重振欧洲业务 * 推进数字化平台战略	* 2025 财年至 2027 财年累计调整后 EBITDA 超 2300 亿日元，三年平均 ROE 超过 10% * 巩固现有 IP——战略性推进多媒体化 * 扩大全球粉丝群 * 2026 财年前推出“超级游戏”	* 成为全球领先的内容供应商
Mixi	传递喜悦	* 通过业务增长最大化收入 * 通过并购扩展业务 * 优化股东权益 * 全面推动 AI 应用	* 扩大体育与平台业务； * 持续向 Monster Strike 投入资源，保持并扩大收入规模，同时提升其作为 IP 的价值	* 聚焦于基于差异化和使命感的管理
CyberAgent	打破停滞，用互联网创造新力量	* 形成新业务与集团协同效应 * 积极投资内容制作，提高媒体影响力 * 通过技术和运营能力实现高效广告 * 不断推出热门作品	* 积极开展包括内容工作室 BABEL LABEL 在内的 IP 业务	* 创造世界级 IP * 通过技术与创意提供新价值 * 最大化广告价值 * 通过 AI 等技术推动数字化转型 * 成为以媒体业务为核心的高盈利公司
DeNA	超越梦想的惊喜	* 围绕核心 IP 制定全球战略 * 优化成本结构	* 在小规模、反馈导向的新开发方法上取得进展	* 持续创造新业务 * 运营健康的服务与社区 * 推动区域活动 * 用技术为健康未来作贡献

资料来源：公司公告、华泰研究

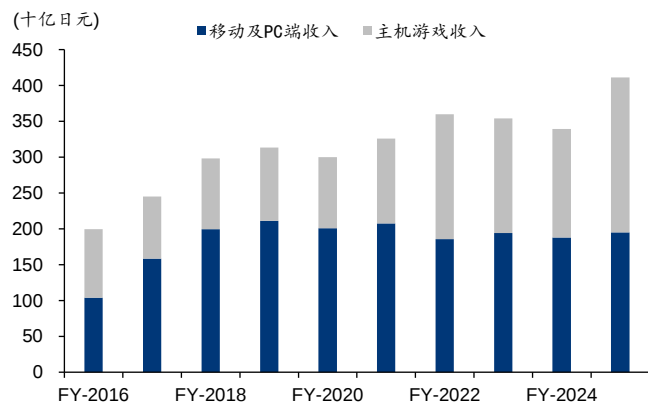
多端化：多平台发行，增加用户触达

日本游戏厂商逐渐打破独占模式，多平台转型周期性逐渐弱化。日本游戏厂商早期主要采取独占模式，游戏厂商大多选择将一款游戏在单一主机平台上独家发行，由此造成的结果是游戏的销售周期和主机销售周期比较相关，且受制于当代主机性能及销量情况，导致周期性较强。近十年来日本游戏厂商逐渐放弃独占模式，持续拓展手游、PC 等主机以外的发行渠道。典型案例包括：万代南梦宫将经典 IP 在手游 PC 端发行；科乐美推出线上游戏王卡牌游戏；卡普空、索尼将其重点游戏拓展至 PC 发行渠道。

我们认为游戏多端化拓展一方面有望增加游戏 IP 的用户触点，在各地地区机型偏好不同的背景下增加受众群体，而另一方也是因为随着游戏开发成本和开发周期的持续上升，新 IP 及新游戏的上线速度和风险同步增加，游戏移植至 PC 端的成本远低于原创新游戏。多端发行有助于厂商以稳健的方式延续收入增长。

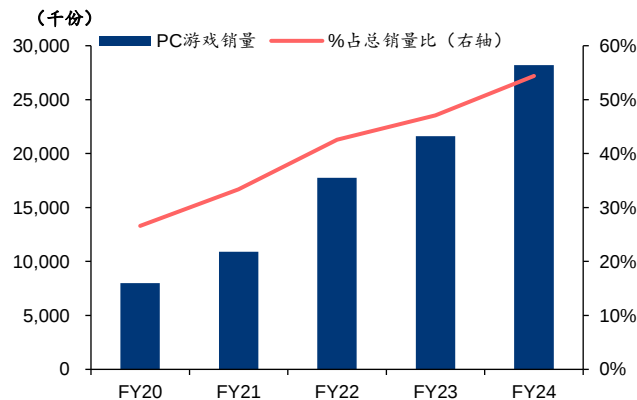
卡普空实行主机 PC 同步发行策略，增加新兴市场用户触达。日本游戏厂商卡普空 FY21-25PC 游戏销量 CAGR 为 37%，PC 游戏销量占总销量比由 FY21 的 26.6%增长至 FY25 的 54.4%，而同期主机游戏销量 CAGR 仅 5.1%，FY24 年起 PC 游戏销量已超越主机。同时公司表示主机在发达国家更为受众，而 PC 将有效触达更多新兴市场玩家，扩大公司游戏受众群体。

图表44：万代南梦宫转型手游、PC、主机多端化销售



注：万代南梦宫财年为上年4月1日至当年3月31日，最新完整财年为FY25
资料来源：公司公告、华泰研究

图表45：卡普空 PC 游戏销量占比持续提升



注：卡普空财年为当年4月1日至次年3月31日，最新完整财年为FY24
资料来源：公司公告、华泰研究

索尼逐渐放弃 PS 独占策略，众多一方游戏完成 PC 端迁移。索尼近两年来逐渐将其原先在 PS 端的一方独占游戏迁移至 PC 端，其中不乏《地平线》、《蜘蛛侠》、《最后生还者 2：重制版》等热门游戏。而去年最新发布的《绝地潜兵 2》则同步在 PC 端和 PS5 端上线，并于 2025 年 Q3 上线 Xbox 平台。随着游戏开发成本持续上升，索尼逐渐转向多平台发售以扩大游戏受众群体。

图表46：索尼核心游戏发行平台及日期

游戏名称	发行平台	上线时间
地平线零之曙光 完整版	PC	2020/8/7
	PS4	2017/2/28
战神	PC	2022/1/15
	PS4	2018/4/20
漫威蜘蛛侠 重制版	PS5/PC	2022/8/12
	PS4	2018/9/7
对马岛之魂 导演剪辑版	PC	2024/5/16
	PS4	2020/7/17
瑞奇与叮当：时空跳转	PC	2023/2/15
	PS5	2021/6/11
地平线：西之绝境	PC	2024/3/21
	PS4/5	2022/2/18
绝地潜兵 2	PS5/PC	2024/2/8

资料来源：公司公告、华泰研究

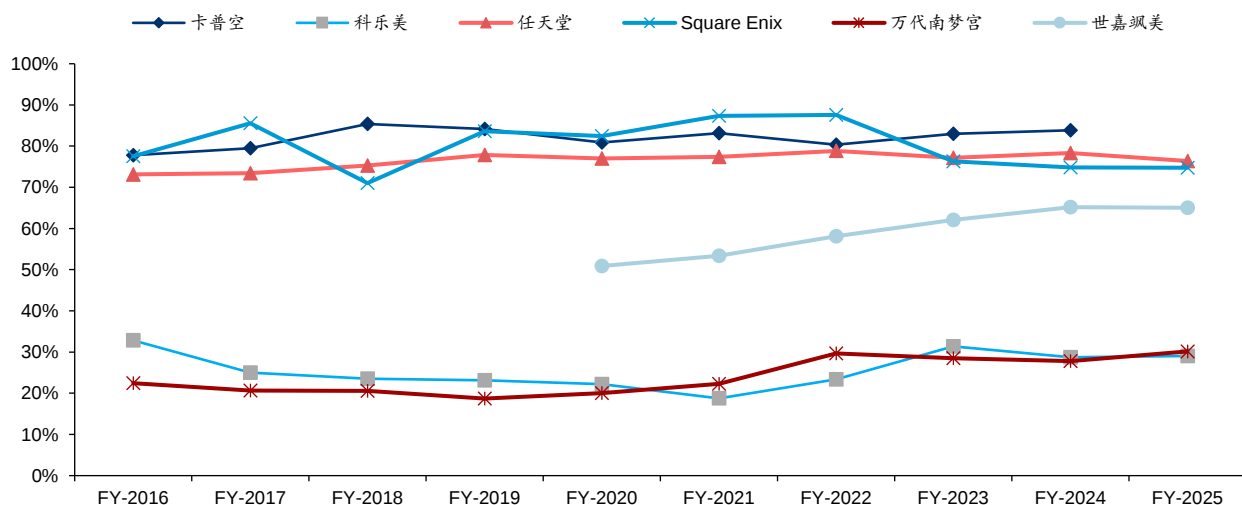
全球化：早期深耕全球，成本优势突出

任天堂、卡普空、Square Enix 于 20 世纪末便凭借主机时代先发优势实现全球化布局，后持续加强全球化触达。任天堂自 2018 年起海外收入占比长期维持在 75%以上，FY25 美国市场收入占比达 44%。其成功在于早在 20 世纪 80 年代“雅达利游戏大崩溃”时期，就确立了软硬一体战略，在产品创新的同时提升游戏质量。此后 Wii 与 Switch 先后在欧美取得巨大成功，再加上马里奥、宝可梦等稳固的全球顶级 IP，使其成为当之无愧的“出海冠军”。卡普空的《生化危机》、《怪物猎人》IP 则在全球拥有稳定玩家群体，公司整体主机+PC 海外销量占比连续八年在 80%以上。

日本主要游戏厂商普遍将出海列为核心的中期战略方向，力图通过地区扩张实现增长动能的再平衡。卡普空明确提出将通过提升全球销售占比来支撑未来营收增长；Square Enix 则在 2025 年 5 月发布的经营计划中，首次新增了对“出海”明确表述，提出自 2026 年起将重点推进海外授权收入与全球粉丝群体的构建，并表示将围绕商品衍生品业务构建全球化支持体系。与此同时，万代南梦宫、世嘉飒美与 DeNA 等公司亦在财报或战略文件中多次重申地区覆盖的扩大目标，意图通过强化海外本地化运营、内容适配与定价灵活性，持续提高非日本市场的营收占比。整体来看，日本游戏行业正集体迈入“出海进行时”的新阶段，加快构建更具韧性的全球发行与运营体系，以适应国际游戏市场格局的深刻变迁。

我们将在后文进一步分析日本游戏出海的经验，以对中国游戏厂商出海形成借鉴。

图表47：日本游戏厂商海外收入占比



注：卡普空最新财年 FY24 截至 2025 年 3 月 31 日，其余公司最新财年为 FY25 截至 2025 年 3 月 31 日；卡普空和 Square Enix 为游戏销售量海外占比，世嘉飒美为游戏收入海外占比，其余公司为整体收入海外占比。

资料来源：公司财报、华泰研究

新兴市场布局加速。在地域拓展上，日本厂商正将目光从欧美等传统市场转向增长潜力更大的新兴市场，呈现更强的多元化趋势。卡普空通过 PC 多端发行已经触达了全球 227 个国家/地区，较 FY21/3 增加了 13 个国家/地区。任天堂同样积极布局南美等非传统市场，数据显示，除日本、美洲与欧洲之外的“其他地区”销量已实现 6.4 倍增长，印证其全球用户结构正趋多元化。Mixi 也在战略中明确提出，以印度为起点，在多个增长型新兴市场推出《怪物弹珠》加快海外扩张。通过向高增长市场战略倾斜，日本游戏厂商正不断拓宽海外收入来源，构筑更具韧性的全球发行体系。

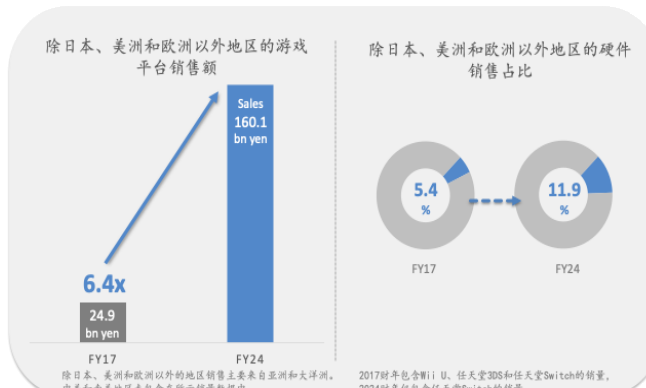
图表48：卡普空游戏已经触达至全球 227 个国家/地区

每年游戏销量	FY21/3	FY25/3
100 万+	4	9
10 万+	16	30
1000+	62	69
100+	44	51
小于 100	88	68
总计	214	227

注：右侧两列分别表示销量超过一定数量的国家数量

资料来源：公司公告、华泰研究

图表49：卡普空海外销量占比持续提升

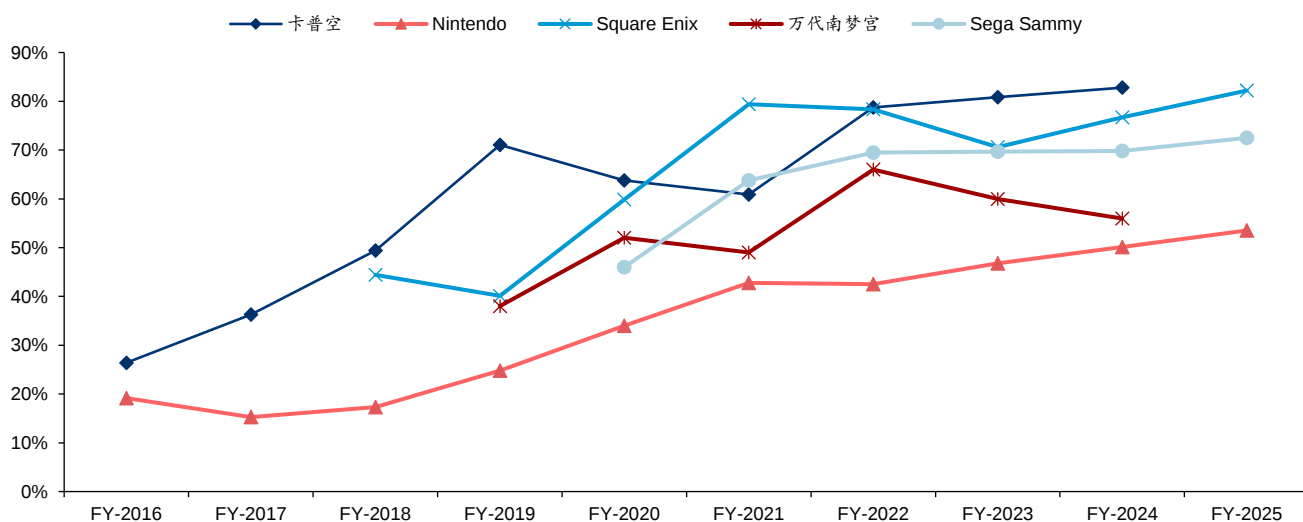


资料来源：公司公告、华泰研究

数字化：主机厂商数字化转型驱动利润率提升

发行端：从实体转向数字渠道，构建全球发行能力。过去，日本厂商的游戏发行高度依赖本土成熟的实体零售体系，通过卡带、光盘等形式铺货至家用机门店。然而，随着全球玩家消费习惯向线上转移，以及 Steam、PlayStation Store、Nintendo eShop 等平台生态的日趋完善，数字发行在收入结构中的比重显著提升。近十年间，这一趋势在各大厂商财报中表现尤为明显：卡普空的数字销售占比从 FY2015 的 26% 快速跃升至 FY2024 的 83%；Square Enix 从 FY2017 的 44% 提升至 82%；SEGA Sammy 也在短短五年内由 46% 提升至 73%。即便是曾高度依赖实体渠道的任天堂，数字比重也从 FY2016 的 15% 增长至 FY2025 的 54%。

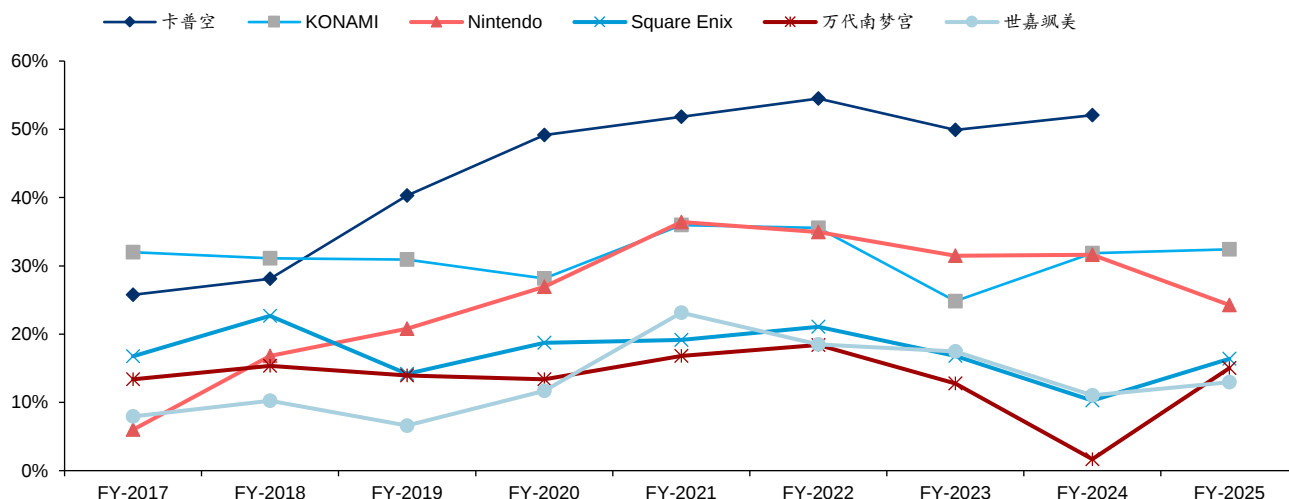
图表50：日本游戏厂商数字销售占比



注：卡普空最新财年 FY24 截至 2025 年 3 月 31 日，其余公司最新财年为 FY25 截至 2025 年 3 月 31 日；万代南梦宫暂未公布 FY25 数字销售占比
 资料来源：公司公告、华泰研究

数字化转型压缩发行链路及生产成本，提升盈利能力。过去依赖光盘、卡带等实体介质的模式，需要经过生产、仓储、运输、渠道分销等多个环节，不仅周期长，还会产生较高的库存积压和折价处理成本。而数字化模式下，产品可以通过在线平台直接触达全球用户，大幅降低了物理生产与物流环节的固定支出。**这一变化在财务端直接体现为运营利润率（OPM）的提升。**例如，卡普空在数字销售占比从 FY2017 的 49% 提升至 FY2024 的 83% 期间，游戏业务 OPM 也从 26% 稳步攀升至 52%。Square Enix、SEGA 等厂商也呈现出相似趋势，利润弹性显著增强。FY23-24（主要对应 2022-2023 年）期间随着厂商加大投入力度短期出现成本收入错配，叠加万代南梦宫出现减值、任天堂进入换机周期等因素整体 OPM 相对承压。随着新游戏逐渐上线，FY25（主要对应 2024 年）多数厂商 OPM 已经出现回暖。

图表51：日本游戏厂商运营利润率变化



注：卡普空最新财年 FY24 截至 2025 年 3 月 31 日，其余公司最新财年为 FY25 截至 2025 年 3 月 31 日

资料来源：公司公告、华泰研究

数字化驱动出海闭环与全球同步。日本游戏厂商的数字化转型还能打破地域与渠道的壁垒，使其能够在全球范围内实现多平台、多语言的同步发售。借助数字平台的精准触达和差异化定价机制，厂商不仅能灵活切入新兴市场，还能在低成本下快速测试产品表现，从而提高市场进入效率。这一全球一体化的数字发行体系，正成为日本厂商推动 IP 国际化、扩大海外用户群体、提升海外营收占比的关键基础设施。

数字化帮助游戏实现“长尾运营”。日本厂商正不断增强产品生命周期管理能力，通过持续内容更新、平台活动与用户追踪。例如，任天堂《马力欧赛车 8 豪华版》自 2017 年发售以来，于 2022 年起推出分批 DLC 赛道包，将更新跨度延长至 2024 年，以新增内容和平台活动持续吸引玩家回流；SEGA《Phantasy Star Online 2: New Genesis》则采取“游戏即服务”模式，每隔数月更新大型版本并推出限时活动，结合跨平台数据互通，稳固核心玩家群体并延长付费周期。

数字渠道正在与全球多平台生态紧密结合。Steam、PlayStation Store、Nintendo eShop 等平台为日本厂商提供了全球化触达与精细化运营工具，也推动其在主机、PC、移动等多个终端之间构建统一的发行节奏和市场策略。可以说，数字发行不仅是技术手段的革新，更是日本游戏公司全球化战略得以落地的底层能力之一。

日本全球化经验与中企出海崛起

日企出海复盘：深耕本地化运营，发挥成本结构优势

本土研发把握核心创意玩法，本地化运营渗透欧美玩家心智，兼并收购开拓新增市场

日本游戏厂商在海外的本地化布局主要通过自设海外分布和收购两种方式。日本游戏厂商全球化进程较早，头部游戏公司利用 20 世纪主机时代硬软件优势成功切入欧美等发达国家市场，并在海外建立了公司分部负责本地化运营和销售工作。我们整理了日本海外销售占比较高的龙头公司分析其过往全球化布局进程。

我们认为日本游戏厂商在国际市场建立本地化运营的核心并非是打造一款西方主流的游戏产品，而是将本土的游戏设计及创意更好的传递给国际市场，顺应当地的文化背景。

1) 欧美分部负责本地化发行和渠道销售工作，游戏核心创意玩法设计由日本国内负责。任天堂早在 1980 年便在美国设立了分公司负责早期游戏主机在美国的销售和推广，并于 1998 年成立 Treehouse 工作室主要负责包括《动森》、《塞尔达》等核心 IP 本地化发行工作。卡普空则分别于 1985 年和 1998 年在北美和欧洲分别设立了分部负责游戏发行工作。任天堂和卡普空都将核心游戏研发阶段的创意和玩法由日本本土研发团队负责，而欧美地区分部主要进行本地化发行以及线下渠道的销售推广和营销工作，并不直接参与核心研发。

2) 基于文化差异做本地化内容微调，“西方化”产品特征成功破圈。日本游戏厂商欧美分部做本地化运营时除了翻译文本以外，还要确定哪些事件和物品需要修改或保留。以任天堂发行的《动物森友会》为例，日文版中的神社在欧美版本中被许愿井所取代，两者的用途几乎相同，但对各自的观众来说更具有意义，Treehouse 工作室基本将所有与日本习俗相关的内容都重制以适配西方互动和节庆。而部分带有日本社会原貌的元素则被保留了下来，使得日本文化得以传播。除此之外，游戏“西方化”的产品特征使得游戏在欧美更容易破圈。以卡普空为例，其《生化危机》系列主角多为欧美形象，其游戏背景也位于美国，《街霸 6》的角色设计也更贴近欧美审美，肌肉线条更加夸张。

3) 收购海外游戏工作室或 IP 方式拓展欧美市场。世嘉飒美倾向于通过收购欧美游戏 IP 的方式拓展欧美市场。典型案例包括收购 Creative Assembly 获得《全面战争》系列，收购 Rovio 获得《愤怒的小鸟》IP。此外，公司在欧洲设立了本地游戏工作室负责《索尼克》系列手游的开发。任天堂则对于收购海外工作室比较谨慎，为数不多的几次收购也是经历了先入股，在验证了公司的开发能力后再进行全资收购，经典案例包括收购《银河战士》、《Donkey Kong》系列开发商 Retro Studio。卡普空在海外收购工作室的历史并不顺利，早期为迎合欧美市场收购的加拿大工作室 Blue Castle 也因《丧尸围城》表现不佳而关停。

图表52：日本游戏厂商全球化拓展进程

公司	时间	工作室	类型	所在地	合作情况	分类
任天堂	1980	Nintendo of America(NOA)	自设	美国	早期负责任天堂主机北美市场的推广工作，负责后续主机销售渠道拓展、本地化运营等工作	本地化支持
	1990	Nintendo of European	自设	德国	负责欧洲地区本地化翻译、发行、分销等工作	本地化支持
	1998	Nintendo Treehouse	自设	美国	负责任天堂经典第一方作品《动森》、《塞尔达》在欧美市场的本地化翻译工作	本地化支持
	2002	Retro Studios	入股、收购	美国	主导《银河战士》系列、《Donkey Kong》系列开发	游戏开发
	2010	NDCube	入股、收购	日本	《马里奥派对》系列开发	游戏开发
	2021	Next Level Games (NLG)	收购	加拿大	负责《Luigi's Mansion 3》开发	游戏开发
卡普空	1985	Capcom U.S.A.	自设	美国	美洲发行、市场、公关、社区与本地化协同枢纽。	本地化支持
	1993	Capcom Asia	自设	中国香港	中国内地/东南亚分销与市场统筹。	本地化支持
	1998	CE Europe	自设	英国	负责欧洲多语种发行、市场与活动。本地化落地支撑。	本地化支持
	2010	Capcom Vancouver (原 Blue Castle)	收购	加拿大	致力于《丧尸围城》系列的开发，2018 因重组关闭并计提损失	游戏开发
	2024	Minimum Studios	收购	中国台湾	优势于 3DCG/动画制作技术，夯实量产与技术中台能力	技术支持
世嘉飒美	2005	Creative Assembly	收购	英国	负责《全面战争》系列游戏，布局 PC 大型策略、深耕欧美市场	IP 补充、游戏开发
	2006	Secret Level → SEGA Studios San Francisco	收购	美国	主要负责《Iron Man》系列，搭建北美内制产能	IP 补充、游戏开发
	2014	Atlus	收购	日本	收获日式 RPG 头部 IP《女神异闻录》	IP 补充、游戏开发
	2012	SEGA Hardlight	自设	英国	集中于移动游戏开发，负责《索尼克》手游系列开发	游戏开发
	2023	Rovio	收购	芬兰	增强移动游戏产能，获得《愤怒的小鸟》系列 IP	IP 补充、游戏开发

资料来源：公司公告、Polygon、Game developer、华泰研究

影视、乐园持续破圈，提升 IP 全球影响力

- 1) 任天堂于近几年开始加强全球影视及娱乐领域布局。由任天堂与 Illumination 共同制作，环球影业发行的《超级马里奥兄弟大电影》于 2023 年上映，全球票房超 13 亿美元。任天堂于 2025 年 9 月宣布《超级马里奥银河大电影》将于 2026 年上映，《塞尔达传说》真人电影也将于 2027 年上映。此外，任天堂于美国和日本分别开设了两座主题乐园，线上线下多元化强化 IP 长期影响力。
- 2) 卡普空《生化危机》系列真人电影已拥有超 20 年历史。卡普空在每一步《生化危机》系列游戏发行的同时都会同步联合索尼影业发行系列真人电影，持续强化其 IP 用户心智，形成常青游戏和娱乐 IP。卡普空库存游戏销量近年来持续提升，从侧面体现出 IP 影响力或对玩家复购前几代经典游戏有正面推动作用。

图表53：日本游戏厂商持续通过影视作品在全球范围内提升 IP 影响力

公司	年份	作品名	形式	全球票房（美元）
任天堂	1993	超级马力欧兄弟	真人	20,928,292
	2023	超级马力奥兄弟大电影	动画	1,360,847,665
	2026	超级马力奥银河大电影	动画	未发行
	2027	塞尔达传说	真人	未发行
卡普空	1994	街头霸王	真人	99,433,436
	2002	生化危机	真人	102,984,862
	2004	生化危机 2：启示录	真人	129,342,769
	2007	生化危机 3：灭绝	真人	147,717,833
	2010	生化危机 4：战神再生	真人/3D	300,228,084
	2012	生化危机 5：惩罚	真人/3D	240,159,255
	2017	生化危机 6：终章	真人	312,242,626
	2021	生化危机：欢迎来到浣熊市	真人	41,914,915
	2020	怪物猎人	真人	42,145,959
世嘉飒美	2020	刺猬索尼克	真人/动画	319,715,683
	2022	刺猬索尼克 2	真人/动画	405,421,518
	2024	刺猬索尼克 3	真人/动画	492,162,604
万代南梦宫	2021	机动战士高达：闪光的哈萨维	动画	18,731,309
	2022	机动战士高达：库库鲁斯·多安之岛	动画	7,006,640
	2024	机动战士高达 SEED FREEDOM	动画	36,038,764

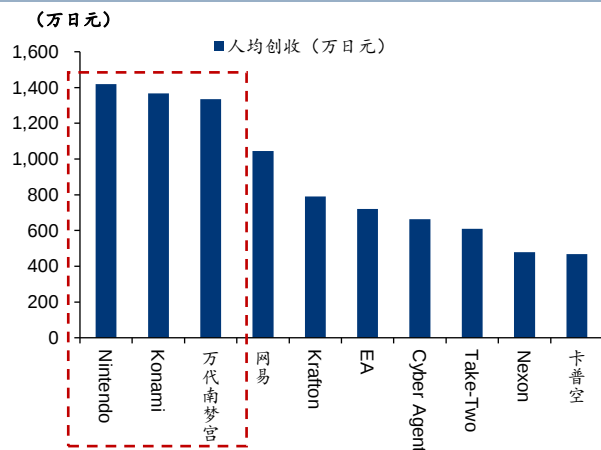
资料来源：Box Office Mojo、华泰研究

经营效率：全球化发行趋势下成本优势凸显

随着全球游戏制作成本持续攀升，日本游戏全球化发行趋势下成本优势显著。一方面，研发与营销成本大幅上升显著抬高了产品门槛；日本在线游戏协会（JOGA）指出，日本手机游戏的平均研发成本在十年间增加了近五倍：从 2014 年的约 1.047 亿日元（约 70.7 万美元）提升至 2024 年的 4.92 亿日元（约 330 万美元）。另一方面，日本虽仍为高付费市场之一，但增速放缓已是不争的事实。市场趋于饱和，导致即便是大厂也难以维持过往的高增长节奏。在此背景下，依赖国内市场已无法支撑中长期的业务扩张目标。这种背景正驱动厂商们加速“出海”，通过拓展海外市场寻找新的增长来源。

日本游戏人均创收及人均创利行业领先。我们整理了日本头部游戏公司 2024 年游戏业务的人均创收及人均创利数据，并对比了中韩美头部游戏厂商。日本游戏厂商在人均创收方面保持领先，任天堂、科乐美、万代南梦宫人均创收均突破 1300 万日元，全球化发行叠加较低的制作成本较大程度放大了日本游戏公司的经营杠杆。人均创利方面，中日韩游戏均位于全球前列，其中日本游戏公司占据排名前五位中的三个，说明亚洲工程师红利及较低的薪酬成本使得游戏开发具备天然成本优势。

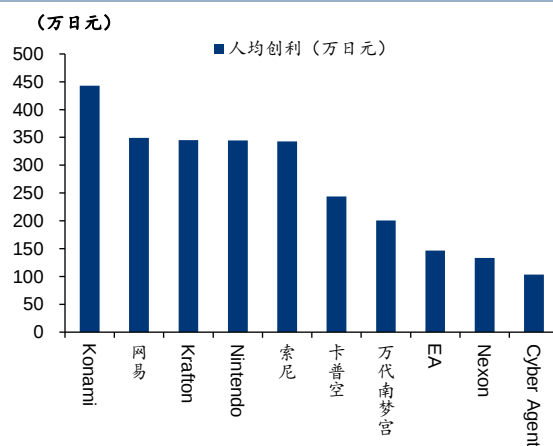
图表54：2024 年日本游戏公司人均创收位于全球前列



注：数据为公司 FY25 或 FY24 数据。Konami、万代南梦宫、网易、Cyber Agent、卡普空按公司游戏业务收入及游戏业务员工数量计算，其余公司因大部分业务为游戏业务按整体收入及员工数量计算。汇率假设为日元兑人民币 20、韩元兑日元 9.5、日元兑美元 140。

资料来源：公司公告、华泰研究

图表55：2024 年日本游戏公司人均创利也处于前列



注：数据为公司 FY25 或 FY24 数据。Konami、万代南梦宫、网易、Cyber Agent、卡普空、索尼按公司游戏业务经营利润及游戏业务员工数量计算，其余公司因大部分业务为游戏业务按整体经营利润及员工数量计算。汇率假设为日元兑人民币 20、韩元兑日元 9.5、日元兑美元 140。

资料来源：公司公告、华泰研究

日本游戏人才供给充足，全球化发行趋势下人才成本优势显著。根据日本计算机娱乐协会发布的报告，日本 2024 年游戏硬软件开发等核心游戏从业者共 5.8-8.3 万人，相关衍生产业从业人员约 13 万人。游戏作为日本支柱产业之一，游戏人才供给较为充足，报告显示日本中小学生的理想职业排名中“游戏开发者”是日本中小学男生最想从事的工作。较为充足的供给也使得日本游戏行业平均薪酬较软件开发等相关岗位薪酬略低。报告显示 2024 年日本游戏开发平均薪酬约 708 万日元，而日本软件开发岗位平均薪酬约 780 万日元。游戏全球定价较为统一，日本和中国人才成本在全球范围内具备显著优势，游戏全球化发行趋势下有望进一步受益。

图表56：中日美游戏行业薪酬对比

	游戏开发者人数	游戏开发平均年薪	软件开发平均年薪	国家整体平均年薪
美国	27 万人	9.73 万美元	13.1 万美元	6.22 万美元
日本	5.8-8.3 万人	708 万日元	780 万日元	530 万日元
中国	27 万人	22.1 万人民币	23.4 万人民币	10.2 万人民币

资料来源：国家统计局、日本厚生劳动省、美国劳工统计局、猎聘、CESA、Glassdoor、Open Salary、华泰研究

日本游戏开发成本与欧美厂商相比仍然较低。全球游戏开发成本正在持续上升，相比欧美游戏厂商追求游戏画质及表现力的提升，日本游戏厂商更注重玩法创新、IP 价值赋能。因此，尽管整体来看游戏开发成本仍在持续上升中，但日本整体核心主机/PC 游戏的开发成本目前处在 2 亿美元左右，相较欧美厂商动辄 5 亿美元以上的开发成本仍然较低。手游方面，根据日本网络游戏协会 2025 年的报告，2024 年日本手游平均开发成本约 4.92 亿日元（约 2450 万人民币），较 2014 年增长 4.7 倍。尽管手游开发成本也在持续提升，但相比国内热门游戏 10 亿+的开发成本仍然具备显著成本优势，主要因为日本较为热门的 RPG 及卡牌类游戏对于画面效果的要求较低，从而降低了开发成本，但一定程度上也使得流水较为疲软，缺乏优质新游戏推出。

图表57：日本游戏厂商开发成本较欧美厂商略低

IP	中文名	发行年份	发行公司	开发成本
艾尔登法环	艾尔登法环	2022	万代南梦宫	\$200M
生化危机	生化危机：安魂曲	2026	卡普空	\$120M
最终幻想	最终幻想 7	2020	Square Enix	\$140M
	最终幻想 XVI	2023	Square Enix	\$59M
蜘蛛侠	漫威蜘蛛侠	2018	索尼	\$100M
	漫威蜘蛛侠 2	2023	索尼	\$300M
最后的生还者	最后的生还者 2	2020	索尼	\$200M
地平线	地平线：零之曙光	2017	索尼	\$47M
	地平线：西之绝境	2022	索尼	\$212M
使命召唤	使命召唤：黑色行动 3	2015	动视	\$450M
	使命召唤：现代战争	2019	动视	\$640M
	使命召唤：黑色行动 冷战	2020	动视	\$700M
Cyberpunk2077	赛博朋克 2077	2020	CD Projekt	\$440M
Halo	光环 4	2012	Microsoft Studios	\$100M
	光环 5	2015	Microsoft Studios	\$180M
	光环 6	2021	Microsoft Studios	\$500M
Grand Theft Auto	GTA IV	2008	Rockstar Games	\$100M
	GTA V	2013	Rockstar Games	\$220M
	GTA VI	2026	Rockstar Games	\$1.5B
星际公民	星际公民	TBD	Cloud Imperium Games	\$800M

资料来源：福布斯、GameFile、gamerant、gamedeveloper、华泰研究

启示：日本全球化步伐领先，中国企业出海大有可为

通过复盘日本近 40 年来游戏发展历程，全球化成为了日本游戏厂商增长路径中的必经之路，我们整理了其中值得国内出海厂商借鉴的几点经验：

1) 多端化发行提升全球化用户触达机会。全球各地区玩家机型偏好有所不同，近十年来日本游戏厂商正逐渐摆脱对单一主机平台的依赖，积极拓展 PC 和手游端发行，以顺应全球各地区用户习惯，增加全球化用户触达机会。其中，卡普空和索尼持续推进 PC 端同步发行以提升整体销量，科乐美和万代南梦宫则依靠移动端转型增加海外收入。此外，在当前新品研发周期及开发成本较大的现实情况下，多端化发行有助于游戏厂商优化产品结构实现收入利润的可持续增长。对于中国厂商而言，手游+PC 的同步发行也将是出海增长潜力之一。

2) 本土研发把握游戏创意，本地化运营渗透欧美玩家心智。日本头部游戏厂商在市场拓展初期便建立了海外销售及本地化运营中心，但其核心研发依然主要来自日本本土。我们认为日本游戏厂商在国际市场建立本地化运营的核心并非是打造一款西方主流的游戏产品，而是将本土的游戏设计及创意更好的传递给国际市场，顺应当地的文化背景。如此一来才能真正做到一款游戏走遍全球，实现全球化发行的效益最大化，而非因地制宜开发特定市场的游戏。

3) 围绕核心 IP 构建影视、娱乐等多元化生态，提升 IP 全球影响力。日本厂商普遍将核心 IP 延伸至影视、动漫、周边商品、主题乐园等场景，形成跨媒介的长期价值链。一方面通过多场景触达实现多元化变现，另一方也提升了核心 IP 的全球化影响力，有效延长 IP 生命周期，为企业提供了跨周期的增长韧性。

4) 发挥人才优势，驱动全球化发展。日本厂商在研发成本持续上涨的背景下，凭借稳定的人才供给与较低的人才成本，依然保持较高人均产出，并通过本地研发团队与国际化运营的配置提升全球市场适应度。对于中国厂商而言，与日本相似的“工程师红利”及人才成本优势同样有助于依靠全球化发行释放经营杠杆。

中企出海日本影响力持续上升

中国厂商多款游戏位列手游榜单前列,原创 IP 打破日本经典 IP 壁垒快速破圈。根据 Sensor Tower 数据统计,2024 年日本手游收入榜前 25 位的游戏中有 9 款游戏由中国厂商发行,游戏品类多元,排名靠前的出海游戏包括 RPG、二次元、SLG、竞技类等各种丰富的品类。日本头部手游多为改编 IP,依靠长期多场景 IP 运营打造常青游戏,例如索尼的《FGO》、Square Enix 的《勇者斗恶龙》;而中国出海手游虽然没有历史 IP 影响力加持,但依靠精美的画质和差异化玩法在日本手游市场占据重要地位,典型案例包括米哈游旗下《原神》和《崩坏:星穹铁道》。

图表 58: 2024 年日本手游流水收入榜前 25 中有 9 款由中国厂商发行

排名	游戏名称	发行商	预估流水(美元)
1	怪物弹珠	mixi	343,957,813
2	FGO	索尼	235,985,742
3	赛马娘	CyberAgent	212,181,221
4	Last War:Survival	FUNFLY	182,546,918
5	职业棒球魂 A	科乐美	171,929,704
6	智龙迷城	GungHo	169,723,812
7	崩坏:星穹铁道	米哈游	162,446,741
8	勇者斗恶龙	Square Enix	143,800,980
9	eFootball™	科乐美	138,265,514
10	菇勇者传说	4399	132,516,853
11	原神	米哈游	126,968,316
12	Royal Match	Dream Games	109,378,431
13	Pokémon GO	Scopely	107,913,307
14	胜利女神:NIKKE	腾讯	106,780,738
15	七龙珠 Z 爆裂激战	万代南梦宫	105,449,289
16	荒野行动	网易	105,263,475
17	Pokémon TCG Pocket	宝可梦公司	103,470,609
18	学院偶像大师	万代南梦宫	99,633,411
19	海贼王:赏金猎人	万代南梦宫	92,645,169
20	无尽冬日	点点互动	85,301,669
21	蔚蓝档案	悠星网络	84,660,944
22	初音未来:缤纷舞台!	世嘉	76,174,078
23	LINE: Disney Tsum Tsum	Naver	72,370,278
24	偶像梦幻祭 2	Happye Elements	71,492,371
25	Puzzles & Survival	三七互娱	69,240,470

注:数据仅统计 iOS 及 Google Play 渠道,预估流水为扣去应用商店分成后流水
资料来源:Sensor Tower、华泰研究

多端化发行背景下,中国游戏厂商在日本主机平台影响力持续提升。截至 2025 年 8 月 25 日,日本 PS5 畅销总榜单前十内中国厂商占据 5 席,其中《原神》位列畅销总榜第一,而在免费游戏畅销榜前十内中国厂商占据了 6 席。中国厂商利用免费的服务型游戏冲击了传统主机的买断制模式,上榜的国内出海游戏均为服务型游戏。此外,中国游戏厂商在全球范围内尝试多端化发行,逐渐从手游扩展至主机及 PC 平台,米哈游的《原神》和《崩坏:星穹铁道》就同时位居手游和 PS5 畅销榜前十。反观日本主机厂商对于手游的投入力度相对较小,战略重心侧重主机和 PC 的多端发行。卡普空和 Square Enix 近年来 PC 游戏销量占比持续提升,并且将 PC 游戏作为未来中长期的核心战略之一,但两者均未提及手游,任天堂手游收入占比长期以来低于 5%。

图表59：中国游戏发行商已经占据日本 PS 畅销榜半壁江山

排名	PS5 畅销总榜	发行商	发行商国家	PS5 免费游戏畅销榜	发行商	发行商国家
1	原神	米哈游	中国	原神	米哈游	中国
2	Apex 英雄	EA	美国	Apex 英雄	EA	美国
3	eFootball	科乐美	日本	eFootball	科乐美	日本
4	超级机器人大战 Y	万代南梦宫	日本	绝区零	米哈游	中国
5	崩坏：星穹铁道	米哈游	中国	崩坏：星穹铁道	米哈游	中国
6	绝区零	米哈游	中国	无畏契约	拳头/腾讯	中国
7	无畏契约	拳头/腾讯	中国	三角洲行动	腾讯	中国
8	EA Sports FC 26	EA	美国	机动战士高达 战斗行动 2	万代南梦宫	日本
9	三角洲行动	腾讯	中国	鸣潮	库洛游戏	中国
10	合金装备：食蛇者	科乐美	日本	梦幻之星 新起源	世嘉飒美	日本

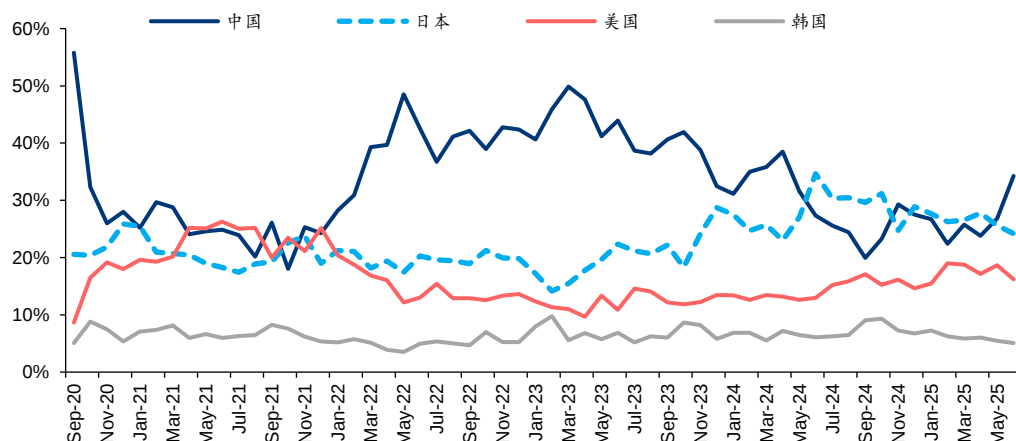
注：排名时间截至 2025 年 8 月 25 日

资料来源：PlayStation Store、华泰研究

本地化运营成为抓手，《原神》的日本破局之道

2020 年，米哈游推出的开放世界手游《原神》迅速走红，首月收入达 2.45 亿美元，标志着米哈游国际化全面开启。2021 年 2 月，《原神》登上 27 个国家的 App Store 畅销榜首，成为现象级产品。日本知名游戏杂志《Fami 通》为《原神》打出了 35 分（满分 40 分）的高分。在 2021 年荣获有“游戏界奥斯卡”之称的 TGA 年度最佳手游奖，实现了口碑的全球化破圈。根据 Sensor Tower 数据，《原神》在日本地区流水位列全球第二，仅次于中国（考虑到 Sensor Tower 仅统计中国 iOS 数据，实际中国占比会更高一些）。

图表60：原神主要国家流水占比



注：中国地区流水仅考虑 iOS，其余地区为 iOS+GooglePlay

资料来源：Sensor Tower、华泰研究

高成本投入打造高品质游戏体验。米哈游在《原神》上的投入极为可观，仅前期研发投入就达到了 1 亿美元，研发历时 3 年。2022 年，《原神》累计开发成本已接近 5 亿美元。高额的研发投入，使得《原神》在美术与世界观构建上达到精细化水准，同时邀请一线声优与顶级音乐团队参与制作，整体品质已接近甚至超越日本传统大厂的水准，真正为玩家呈现出“主机级”的手游体验。

本地化策略叠加中国传统文化输出。米哈游不仅对内容本地化做了优化，还致力于在游戏中融入中国文化元素。使《原神》不仅因画面与玩法而受欢迎，也通过文化表达实现了与全球玩家的深度交流。例如《原神》璃月地区以古代中国为原型，不仅呈现了如中式园林、阁楼、灯笼等视觉符号，更深入挖掘了方胜纹、礼玉六器等文化内核。此外，角色云堇的京剧唱段是典型案例，其唱段由上海京剧院演员杨扬演绎，结合游戏内虚拟舞台，将《贵妃醉酒》等经典剧目以互动形式呈现。

线下线上联动推广，前期宣发重点突围。《原神》在日本的爆火离不开前期多维度的本地化宣发。早在 2019 年《原神》就开始在 LINE 上连载讲述游戏世界观和前传的《原神》漫画，并参加了当年的东京游戏展。此外，《原神》于 2020 年上线了游戏原生音乐合集，通过推广游戏原生音乐达到游戏宣传效果。线下推广上，米哈游将东京都内的二次元文化中心秋叶原和池袋作为重心针对性做本地化营销策略。在注重实体体验的日本，《原神》采取了“包围圈式”的线下宣传，占领了二次元文化核心场景。在游戏正式上线前夕，巨幅海报全面覆盖秋叶原世嘉 1 号楼和电器城西口外广场；《原神》的宣传海报遍布东京 JR 线 17 个主要车站，乘坐山手线的乘客甚至可以直接观看游戏 PV。高密度、沉浸式的线下宣传策略，使游戏在日本二次元核心圈层形成了强烈的存在感。同时米哈游邀请角色声优参与访谈和举办线下粉丝见面会，制造话题声量。

图表61：原神巨幅海报覆盖秋叶原世嘉 1 号楼



资料来源：游戏日报、华泰研究

图表62：原神广告覆盖秋叶原周边地区

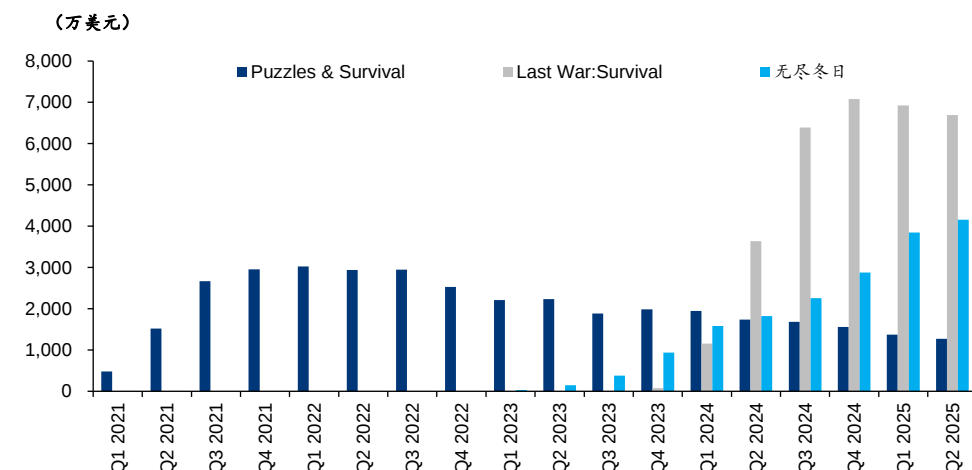


资料来源：游戏日报、华泰研究

线上流量平台的全渠道营销布局。官方创建不同社交平台账号展开精细化运营，定期举办线上活动，建立粉丝社区。例如，《原神》Twitter 官号通过定制角色表情符号、持续发布幕后花絮，营造互动氛围，引导玩家二次创作。玩家自制的像素版短片便曾登上 Twitter 热门并获得超过 18 万点赞，充分体现了社群的自传播效应。与此同时，米哈游与行业内知名主播、视频创作者、Vtuber 展开 KOL 营销合作。与传统广告买量相比，KOL 试玩视频更具体验感与参考性，能够直接触达核心二次元玩家群体，并带来更高的转化率。官方的精心策划与玩家社群的自发创作相互作用，使文化扩散力不断增强，从而建立起难以被复制的口碑营销模式。

休闲策略类游戏出海差异化竞争

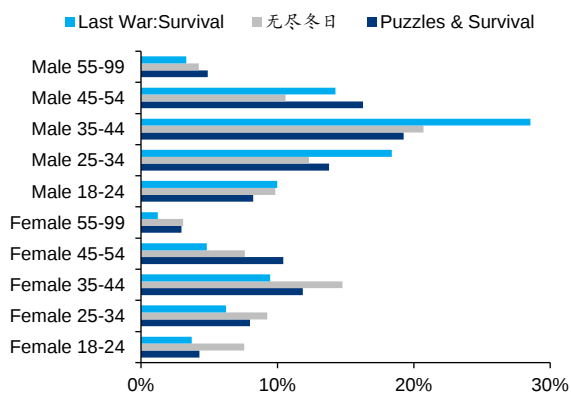
国内出海厂商依靠休闲+SLG/RPG 玩法叠加本地化运营在日本形成差异化竞争。纵观 2024 年日本手游流水榜单前 25 中，有三款国内出海产品为休闲化的 SLG 产品，其中包括三七互娱的《Puzzles & Survival》、Funfly 的《Last War: Survival》和点点互动的《无尽冬日》。尽管 SLG 并非日本主流游戏题材，但这三款游戏通过将日本玩家熟悉的末日题材、休闲玩法与 SLG 游戏结合，在现有流行游戏品类基础上形成差异化竞争，扩大了非 SLG 玩家群体，吸引了更多休闲游戏玩家入手，但同时也保持与日本玩家喜好的契合度。以《Puzzles & Survival》为例，其融合了日本接受度较高的丧失题材和在经典游戏《智龙迷城》上验证过的“三消”玩法。同时，为迎合日本市场游戏还推出了带有一些“双马尾”、“制服”等二次元的元素专属人物，并加入了当地的节日和场景。

图表63：中国出海厂商休闲 SLG 产品日本地区流水


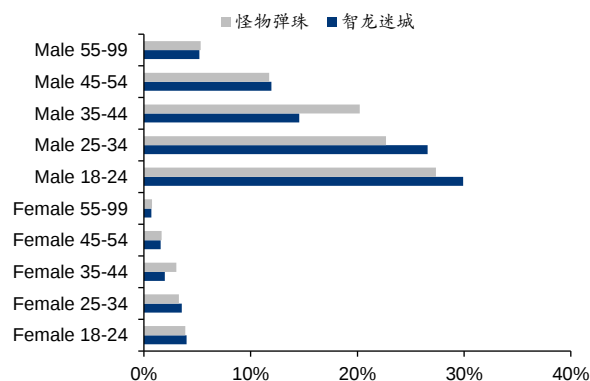
注：预估流水为 iOS 和 Google Play 渠道

资料来源：Sensor Tower、华泰研究

国内休闲 SLG 出海定位中年人群，切入休闲玩家群体。根据 Sensor Tower 数据，日本本土的益智类 RPG 游戏核心用户群体主要为 18-24 岁年轻男性，而国内出海的三款休闲化 SLG 游戏用户则主要集中在 35-44 岁的中年群体，且男女比例更加均衡。日本中年游戏玩家集中度最高，且休闲游戏主要玩家群体为 35 岁以上人群。因此我们认为国内出海游戏所布局的“休闲+SLG”品类不仅对应着日本市场中体量较大的玩家群体，更依托差异化的产品形态打破同质化竞争，成功实现了在日本市场的快速增长。

图表64：国内出海 SLG/RPG 产品集中在 35-44 岁中年人群


资料来源：Sensor Tower、华泰研究

图表65：日本本土益智 RPG 主要以 18-24 岁男性人群为主


资料来源：Sensor Tower、华泰研究

投资建议

我们认为日本头部游戏厂商的核心竞争力在于其常青 IP 矩阵，并依托核心 IP 的多元化延伸实现跨周期的长期增长，充分体现出其抗周期属性。厂商围绕核心 IP 持续打造闭环生态体系，将游戏业务拓展至影视、玩具等衍生领域，形成线上线下协同，延长经典 IP 生命周期，最终构建完整的生态闭环。此外，日本游戏产业受益于工程师红利及较欧美更具优势的劳动力成本，在制作成本控制与全球化拓展过程中具备显著竞争力。基于此，我们看好日本具备常青 IP 吸引力，并拥有长期 IP 运营能力与中期增长确定性的头部厂商。其中，任天堂有望依托经典 IP 价值持续释放与 Switch 2 的全球化热销推动利润再上台阶；万代南梦宫凭借核心 IP 的玩具化延伸带动稳健增长。

任天堂：玩家之心驱动创新，迈向平台型公司

1) 战略牵引公司发展，成功在红海竞争走出差异化发展路径。不同于索尼和微软，任天堂游戏设计更加强调游戏性，不盲目追求高性能，高画质。2015 年后任天堂将战略重心转变为扩大 IP 覆盖人群，通过主题公园、移动业务、周边商品、实体体验店铺、影视内容等多元化渠道，全方位触达用户，深度挖掘 IP 价值。公司 IP 相关收入占比依然较低，近年来不断通过影视作品和全球主题乐园扩大核心 IP 全球影响力，后续或具有较大提升空间。

2) 新主机 Switch 2 发布，平台型模式有望在 Switch2 得到验证。一方游戏是任天堂的核心竞争力。马里奥、宝可梦、塞尔达等核心 IP 拥有庞大的粉丝群体，销量贡献大。FY17-24 百万销量的游戏中，核心 IP（马里奥、赛达尔等）占比 79%。公司的研发体系稳固，游戏工作室经过多次优化调整，形成了高效的研发模式。同时，任天堂积极与第三方开发商合作，三方游戏生态逐步成型，FY24 销量占比约 50%。Switch 2 发布后性能持续提升，多款 3A 大作陆续登陆，占比有望进一步提升。

万代南梦宫：全球 IP 积淀深厚，IP 轴战略下价值持续释放

1) IP 持久性大于商业产品的持久性。万代南梦宫 IP 价值不仅仅取决于单一内容、单一产品价值。公司基于 IP 轴战略，以 IP 为项目制核心，在内部实现了资源整合，在外部实现多产品的系列化曝光，经典 IP 如《龙珠》、《海贼王》、《高达》等生命力持续。

2) 游戏业务抓住移动端增量，玩具业务收入占比持续提升。公司 IP 的玩具业务收入占比持续提升，收入占比已超过游戏业务。万代南梦宫首先抓住 2015 年以来移动端游戏 IP 改编的机遇，这一时期公司网络游戏收入增速显著提速。类似的，2021 年以来在玩具业务上，成功切入潮玩市场，卡牌盲盒等业务对收入增长带动显著。因此从中长期来看，万代南梦宫已经具备了在新环境、新渠道和新品类拓展 IP 价值的能力，竞争优势稳固。

风险提示

- 1) 新游戏不及预期：**日本游戏市场整体扩容或低于预期，新游发行表现不及预期。
- 2) 经典 IP 增长遇瓶颈：**经典 IP 生命周期延续遇到瓶颈，用户审美疲劳导致变现能力下降。
- 3) 宏观经济及汇率波动：**全球宏观经济波动及日元汇率变化，可能侵蚀公司盈利水平。



图表66：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
Nintendo Co., Ltd.	7974 JP	买入	13,535.00	1,5571.30	15,758,099	421.04	239.27	279.93	444.89	32.15	56.57	48.35	30.42
万代南梦宫	7832 JP	买入	4,910.00	6052.00	3,177,838	156.14	198.92	208.69	226.70	31.45	24.68	23.53	21.66

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表67：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
Nintendo Co., Ltd. (7974 JP)	任天堂公布 FY26Q1 业绩：收入 572.3 十亿日元，yoy+132.1%，超彭博一致预期的 504 十亿日元；归母净利润 96 十亿日元，yoy+18.6%，超彭博预期的 53 十亿日元。公司业绩超一致预期主因 Switch2 发售带动整体游戏主机出货量及软件销量超预期，Q1 主机出货量 680 万台（彭博预期为 630 万台），软件销量 3307 万份（彭博预期为 2690 万份）。公司于 6 月发布 Switch 2，首周销量创游戏主机历史纪录，三方游戏大作兼容性显著提升，带动三方游戏收入占比持续上升。公司收入周期性逐渐减弱，未来一年一方/三方独占游戏储备充足，维持“买入”评级。 公司 Switch 2 发售首月销量超预期，我们上调公司 FY26-27E 收入预测 8.2/4.8%至 1952/2367 十亿日元，维持 FY28 收入 2508 十亿日元，我们上调 FY26E 归母净利润 10.6%至 364 十亿日元。考虑到关税预期，我们维持 FY27-28 年归母净利润预测 578/684 十亿日元。我们给予公司 FY27 35x PE（前值：30x），较可比公司均值 28x PE 有所溢价，主因 Switch 2 发售公司收入利润弹性较强、转型平台模式后盈利持续性可期。上调目标价至 15571.3 日元（前值：14884.97 日元）。维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争风险、技术变革风险、宏观经济风险、游戏产品风险、供应链关税风险。 报告发布日期：2025 年 08 月 04 日 点击下载全文：Nintendo Co., Ltd.(7974 JP,买入): Switch 2 六月发售，当季销量超预期
万代南梦宫 (7832 JP)	万代南梦宫公布 1QFY26 业绩：总收入 3004.3 亿日元，同比+7.1%，略高于彭博 2968 亿日元的一致预期；经营利润 519.2 亿日元，高于 441 亿日元的预期；归母净利润 383.3 亿日元，高于 321 亿日元的预期。我们认为公司收入利润超预期主因《高达》系列新游表现突出带动游戏及其相关玩具衍生品收入超预期，游戏业务经营利润显著增长。公司持续深挖 IP 衍生价值，积极拓展海外市场，游戏及玩具业务中长期具备稳定增长潜力，维持“买入”评级。 公司手游超预期但主机游戏销售略低于预期，我们小幅下调 FY26/27E 总收入 4.6/3.2%至 12851.7/13838.3 亿日元，并引入 FY28E 收入预测 14408.2 亿日元；小幅下调 FY26/27E 归母净利润 7.1/5.6%至 1356.5/1473.5 亿日元，并引入 FY28E 预测值 1549.1 亿日元。我们给予公司 29x FY26E PE（前值：26x），与可比公司均值一致，估值上调主因可比公司均值上浮，对应目标价 6052 日元（前值：5803 日元）。 风险提示：IP 内容迭代速度不及预期、海外拓展不及预期、海外游戏市场竞争激烈。 报告发布日期：2025 年 08 月 06 日 点击下载全文：万代南梦宫(7832 JP,买入): 高达手游超预期，IP 价值持续兑现

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、詹博，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。

华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、詹博本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司