



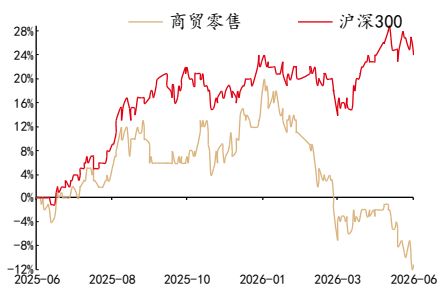
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	1917.01
52 周最高	2584.65
52 周最低	1897.14

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

《26 年 4 月社零数据如何?》 -
2026.05.28

IP 系列专题之四

海外复盘：万代南梦宫——构筑多元娱乐宇宙的行业巨擘

● 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 (小巴宝莉)、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，这是系列四，复盘多元娱乐宇宙的行业巨擘——万代南梦宫。

万代南梦宫：横跨多领域的娱乐商业传奇。万代南梦宫于 2005 年由日本万代与南梦宫合并而成，作为全球娱乐行业标杆企业，其以“IP 轴战略”为核心，秉持挖掘 IP 价值、链接全球粉丝的发展理念，业务覆盖数字、玩具与爱好、IP 制作和游艺四大领域。截至 2025 财年，万代旗下坐拥高达、龙珠、拓麻歌子等知名 IP，核心业务中玩具与爱好板块占比 46.30%，与其他业务协同发展。财务表现上，2006-2025 财年收入实现超 2.7 倍增长，2025 财年达 12415 亿日元；区域市场中，日本为核心基本盘，美国（2025 财年增速超 40%）、亚洲（除日本，年均复合增速约 15%）成为海外增长主力；盈利层面，营业利润率与归母净利率整体呈波动上升态势，强 IP 运营能力为盈利稳定性提供有力支撑。

发展历史：从独立拓业到 IP 战略驱动的全球娱乐版图。万代南梦宫历经三个阶段逐步构建起以 IP 为核心的全球娱乐版图。（1）1950s-2004 年：万代从低端玩具市场切入，凭借合金玩具车、免胶卡榫定位技术及 IP 周边崛起；南梦宫从传统游乐设施运营转型电子游戏，以《吃豆人》等街机确立行业地位，后期双方均面临业务单一、跨界受阻等发展瓶颈。（2）2005-2010 年：万代与南梦宫合并成立万代南梦宫，但因内部门割裂、资源浪费，叠加外部市场竞争加剧，业绩持续承压。（3）2010 年至今：以“IP 轴战略”为核心，历经多次中期计划迭代与组织架构调整，打破业务壁垒推动协同，同步加速全球化布局，实现业绩全面复苏，构建起以 IP 为核心的娱乐生态。

爆款 IP：回看高达与拓麻歌子。万代南梦宫的爆款 IP 以高达与拓麻歌子为典型代表，二者凭借对用户需求与时代趋势的精准把握，成为跨越数十年的经典。高达是 1979 年推出的机甲 IP，以“UC 宇宙”为核心构建宏伟叙事体系，衍生出多元世界观；同时适配技术与传播趋势进化 IP 形态，从电视动画拓展至流媒体作品、短视频传播，从传统拼装模型延伸至数字藏品、VR 体验，更通过线上虚拟社区、线

下高达基地及跨界联名打造 IP 元宇宙，成为机甲文化领域的标杆。拓麻歌子是 1996 年推出的电子宠物 IP，初期以轻量化设计、简易操作适配日本通勤碎片化场景，又精准契合当时社会心理，上市后迅速爆红；后续随时代持续迭代，兼顾不同受众需求，至今全球销量已破亿。

万代南梦宫如何构筑多领域娱乐商业帝国？万代南梦宫的竞争优势集中体现在 IP 全链路运营能力上，通过三大核心维度构筑多领域娱乐商业帝国。一是 IP 储备的“双轮驱动”，通过自主孵化与战略收购并行的模式构建覆盖多元受众的庞大 IP 矩阵，精准贴合不同群体需求并持续适配时代趋势，补全 IP 类型与市场覆盖。二是 IP 开发的“协同架构”，以 IP 轴战略为核心搭建“四大核心事业单位+关键职能部门”的协作体系，覆盖 IP 孵化、生产、转化全链路，高效挖掘 IP 价值。三是 IP 运营的“粉丝闭环”，以粉丝经济为核心分三步打造生态，形成可持续的 IP 运营闭环。

● 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；海外发展不及预期。

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)	
					2026E	2027E	2026E	2027E
9992. HK	泡泡玛特	买入	176.4	2349	11.59	16.16	13.91	9.97
0325. HK	布鲁可	买入	50.70	126	3.28	4.20	14.13	11.04
9896. HK	名创优品	未评级	25.74	318	2.32	2.58	9.67	8.67

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 万代南梦宫：横跨多领域的娱乐商业传奇.....	5
1.1 基本情况：从玩具批发商到全球娱乐产业巨头.....	5
1.2 业务板块：精细化布局发展四大业务板块.....	6
1.3 财务分析：玩具业务稳健增长，IP 全球化驱动业绩提速.....	7
2 发展历史：从独立拓业到 IP 战略驱动的全球娱乐版图.....	10
2.1 初创发展期（1950s-2004 年）：独立发展，奠定业务基础.....	10
2.2 合并整合与调整期（2005-2010 年）：业务融合遇阻，战略探索转型.....	14
2.3 “IP 轴战略”确立及成长期（2010 年至今）：聚焦 IP 协同，业务全面复苏.....	14
3 爆款 IP：回看高达与拓麻歌子.....	17
3.1 高达：差异化+成为一种生活方式.....	17
3.2 拓麻歌子：差异化+与时俱进.....	21
4 万代南梦宫如何构筑多领域娱乐商业帝国？.....	25
4.1 IP 储备：孵化与收购并行，构建庞大 IP 矩阵.....	25
4.2 IP 开发：全部门协同开发，挖掘 IP 价值最大化.....	26
4.3 IP 运营：深度挖掘粉丝经济，打造 IP 元宇宙.....	28
5 投资建议.....	29
6 风险提示.....	30

图表目录

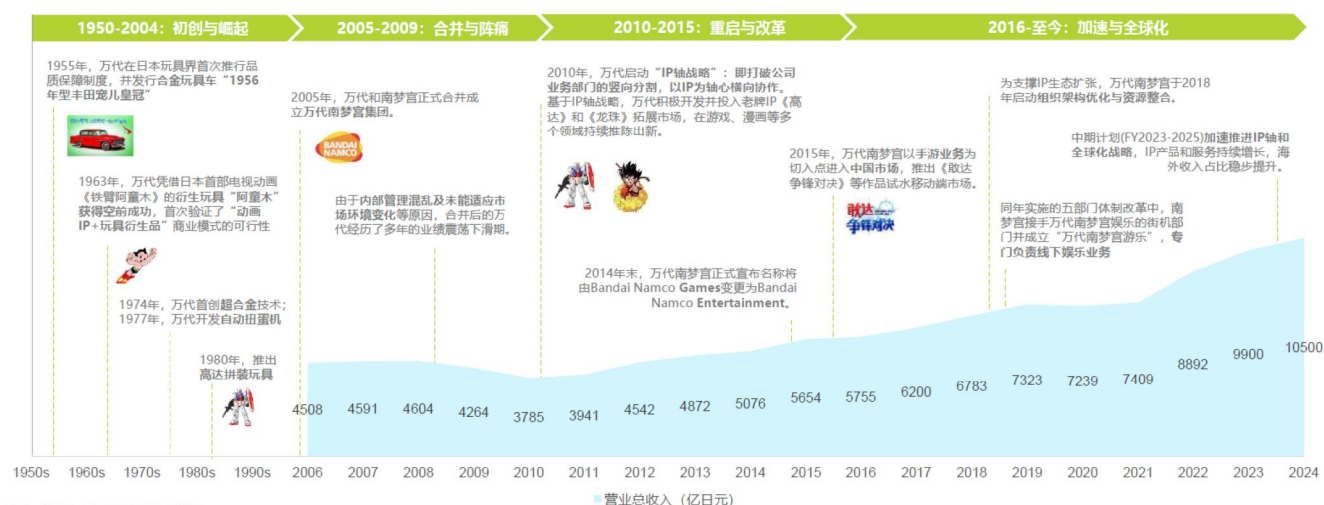
图表 1: 万代发展历程.....	5
图表 2: 2026 财年 (2025. 4-2026. 3) 部分日本 IP 全球收入排行榜.....	6
图表 3: 万代业务范围.....	6
图表 4: 公司 FY2025 收入按业务部门占比.....	7
图表 5: 公司收入按业务部门划分 (单位: 十亿日元).....	7
图表 6: 公司 FY2025 收入按地区占比.....	8
图表 7: 公司收入按地区划分 (单位: 十亿日元).....	8
图表 8: 公司 FY2026 收入按 IP 占比.....	8
图表 9: 公司收入按 IP 划分 (单位: 十亿日元).....	8
图表 10: 公司收入及增速 (单位: 十亿日元).....	9
图表 11: 公司营业利润率及归母净利率.....	9
图表 12: 万代初期制造的飞机模型.....	11
图表 13: 南梦宫早期儿童机械骑木马.....	11
图表 14: 万代初期 IP 模型对比.....	12
图表 15: 万代首个使用免胶卡榫定位技术的模型.....	12
图表 16: 1970s-1980s 南梦宫推出游戏梳理.....	12
图表 17: 万代黑白掌机 (上) 与任天堂彩屏游戏机 (下).....	13
图表 18: 万代第一版拓麻歌子.....	13
图表 19: 万代南梦宫“IP 轴战略”示意图.....	15
图表 20: 万代南梦宫组织架构调整历程.....	17
图表 21: 高达经典动画系列图鉴.....	19
图表 22: 高达剧场版重制经典世界观.....	19
图表 23: 按比例划分的高达主线系列模型.....	20
图表 24: 高达元宇宙官网界面.....	21
图表 25: Game Boy 与拓麻歌子对比.....	22
图表 26: 拓麻歌子角色进化路线.....	23
图表 27: 拓麻歌子各系列对比.....	24
图表 28: 万代战略收购 IP 梳理.....	26
图表 29: 万代主要 IP 矩阵.....	26
图表 30: 万代内部组织架构图.....	27
图表 31: “高达宇宙”系列产品.....	28
图表 32: IP 潮玩商业模式比较.....	30

1 万代南梦宫：横跨多领域的娱乐商业传奇

1.1 基本情况：从玩具批发商到全球娱乐产业巨头

万代南梦宫是日本知名的游戏及娱乐行业领军公司。1950 年，山科直治创立万代，从玩具批发商转型为玩具开发商。2005 年，面对产业萧条，万代与街机游戏龙头南梦宫合并为万代南梦宫控股，开启“IP 轴战略”，打破业务壁垒实现跨媒体开发。2014 年加速全球化布局，2015 年进军中国市场。近年来，通过收购 Crunchyroll 强化流媒体布局，2025 年与索尼共同投资 100 亿日元开发粉丝社群平台，推动 IP 价值最大化。万代南梦宫 26 财年收入 1.35 万亿日元（约 600 亿人民币）、净利润 1400 亿日元（约 60 亿人民币），其中玩具收入 6364 亿日元（约 320 亿元），成为仅次于乐高和泡泡玛特的世界第三大玩具公司，也是全球名列前茅的综合性娱乐集团。

图表1：万代发展历程



资料来源：艾瑞咨询《2025 年 IP 潮玩经济》，中邮证券研究所

合并前的万代以玩具制造、IP 周边开发见长，经典代表是高达模型等；南梦宫是老牌游戏开发商，曾推出过《吃豆人》《太鼓之达人》等诸多经典游戏。合并后当下其业务涵盖电子游戏、玩具、IP 授权，还涉及游乐园设施等细分领域；旗下坐拥高达、孩子王、龙珠、奥特曼、吃豆人、黑暗之魂等诸多知名 IP，并凭借“IP 轴战略”，充分挖掘 IP 价值，将其在不同平台与形式间转化，构建起庞大

商业帝国。其中高达、海贼王、龙珠为公司前三大 IP，近年来三大 IP 收入占比稳定在 35-40%。

图表2：2026 财年（2025.4-2026.3）部分日本 IP 全球收入排行榜

序号	IP	母公司	总收入 (亿日元)	同比增减	核心变现模式 (仅参考)	中国区表现关键词
1	高达	万代南梦宫	2543	65.7%	模型/基地店/游戏/授权/影像	线下扩张 (基地店密集开店)
2	奥特曼 (圆谷主体)	圆谷Fields	1741	23.9%	游戏机/卡牌/授权/影像	腰斩 (授权暴跌51.6%)
3	航海王	万代南梦宫	1393	基本持平	游戏/周边/授权/影像	剧场版驱动，周边维稳
4	龙珠	万代南梦宫	1380	-27.6%	游戏/周边/授权	持续下滑，吃老本
5	假面骑士	万代南梦宫	297	-3.3%	周边/影像	中国稳步，线下活动
6	火影忍者	万代南梦宫	257	-4.5%	游戏/周边	怀旧向，联名活跃
7	面包超人	万代南梦宫	121	6.1%	低幼授权/食品/周边	线下旗舰店 (上海)
8	奥特曼 (万代玩具)	万代南梦宫	96	-31.4%	模型/周边	受整体授权下滑拖累
9	光之美少女	万代南梦宫	93	17.7%	周边	女性向，线下活动
10	超级战队	万代南梦宫	70	9.4%	模型/周边	本土特摄，中国声量低

资料来源：雷报，中邮证券研究所

1.2 业务板块：精细化布局发展四大业务板块

截至目前，公司业务主要覆盖四大板块：数字业务、玩具与爱好业务、IP 制作业务、游艺业务，成为全球 IP 运营领域的标杆企业。

图表3：万代业务范围



资料来源：万代官网，中邮证券研究所

万代针对公司业务板块进行精细化布局及全业务协同，现在大家熟知的万代主要是指玩具与爱好业务部分，公司旗下有四大业务板块，分别为：

1) 玩具与爱好业务：IP 周边产品的策划、开发、生产和销售。

现在所说的万代一般是指作为万代南梦宫娱乐事业群下辖的玩具 HOBBY 事业总管公司的株式会社 BANDAI（红标万代）和 2018 年成立的株式会社 Bandai Spirits(蓝标万代), 其中红标万代出品大众向产品, 蓝标万代出品核心向产品。具体来说, 株式会社 BANDAI（万代红标）领导负责玩具、扭蛋、卡牌、食玩（零食&食品&食玩）、服装、日用杂货五大事业部拓展开发玩具与爱好业务；株式会社 Bandai Spirits（万代蓝标）领导负责拼装模型、手办和机器人、一番赏、镜品这四大事业部，以及负责限定商品的 EC 战略部这一特殊部门拓展开发玩具与爱好业务。

2) 数字业务：以游戏内容的企划、开发和销售为主，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；

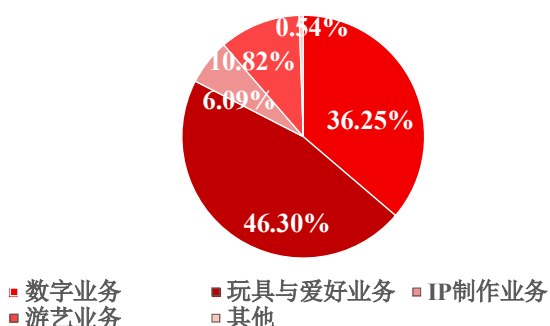
3) IP 制作业务：策划、制作和使用视觉和音乐内容；版权的管理与使用；艺术家的发现与发展；现场娱乐业务等业务；

4) 游艺业务：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。

1.3 财务分析：玩具业务稳健增长，IP 全球化驱动业绩提速

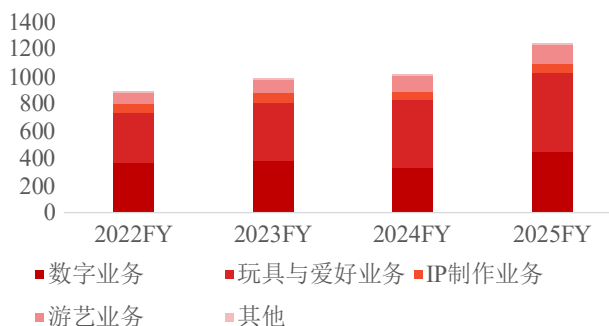
分业务数据看，玩具业务是收入增长的核心支柱。FY2025 玩具与爱好业务占比 46.30%，数字业务占比 36.25%，游艺业务占比 10.82%，IP 制作业务占比 6.09%，其他业务占比 0.54%。其中玩具与爱好业务持续高增，从 FY2022 的 3618.8 亿日元增至 FY2025 的 5748.4 亿日元，四年间增长 59%，成为拉动收入的关键。

图表4：公司 FY2025 收入按业务部门占比



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

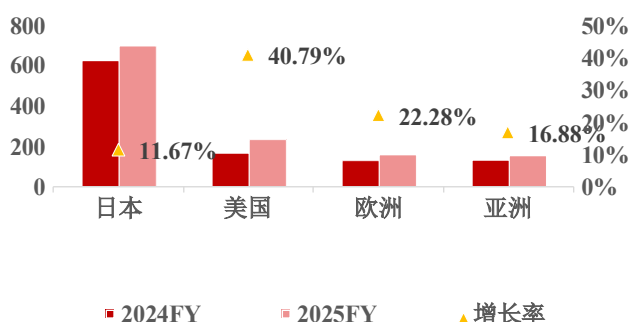
图表5：公司收入按业务部门划分（单位：十亿日元）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

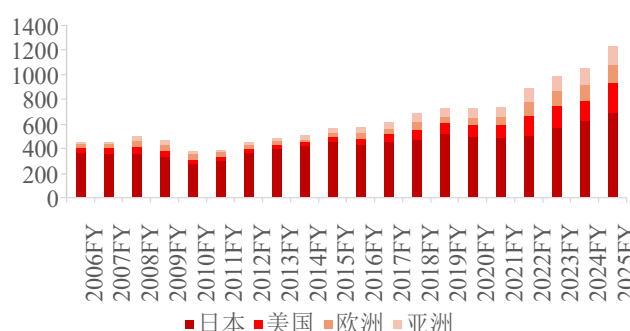
分区域来看，日本市场为收入基本盘，海外市场成增长新空间。FY2025 日本市场收入 6974.2 亿日元，占整体收入 56.17%，是公司最核心的收入来源，为业务稳定提供保障。FY2025 美国市场收入 2332.5 亿日元，同比增速超 40%，是海外市场中增长最快的区域；亚洲市场（除日本）收入从 FY2006 的 110.1 亿日元增至 FY2025 的 1530.8 亿日元，年均复合增速约 15%，成为仅次于美国的海外第二大市场。

图表6：公司 FY2025 收入按地区占比



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

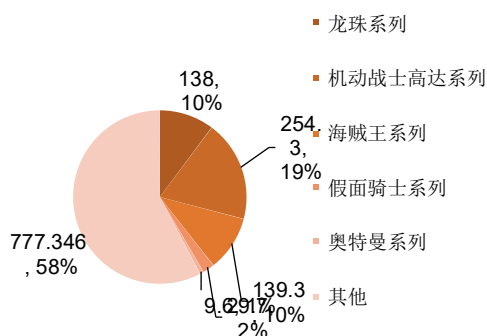
图表7：公司收入按地区划分（单位：十亿日元）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

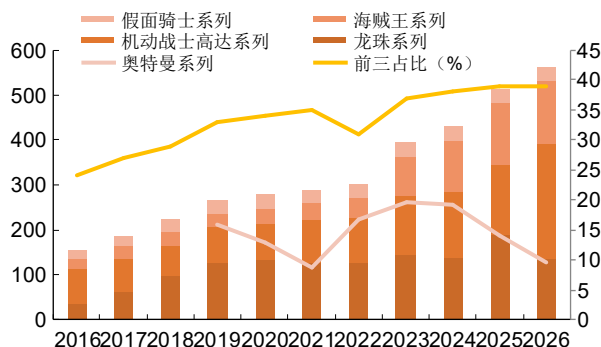
分 IP 来看，高达、龙珠、海贼王为核心 IP。FY2026 高达收入 2543 亿日元（约人民币 119 亿），同比增长 65.67%，占整体收入 10.86%，超越龙珠十年后再次成为公司第一大 IP，高达逆势增长的关键或许是模型和遍布全球的高达基地实体店；龙珠、海贼王分别收入 1741、1380 亿日元（约人民币 50 亿元）。高达、龙珠、海贼王三大 IP 在收入中占比 39%，与历年基本持平，只是 IP 内部结构略有变化。

图表8：公司 FY2026 收入按 IP 占比



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表9：公司收入按 IP 划分（单位：十亿日元）



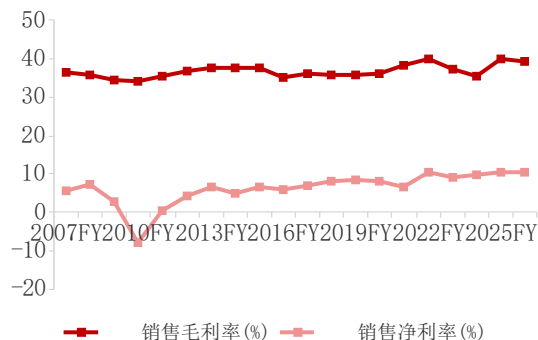
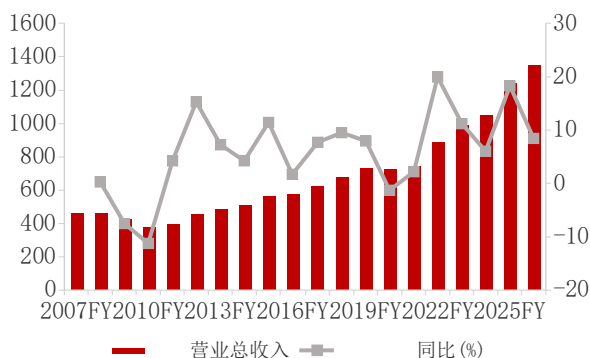
资料来源：公司年报，中邮证券研究所

回顾历史：上市以来收入和利润率均在波动中稳步攀升。1) 营业收入：

FY2006–FY2025 期间，万代收入整体呈现“波动调整—稳步攀升”的趋势，收入规模从 4508.3 亿日元（FY2006）增长至 12415 亿日元（FY2025），二十年间实现超 2.7 倍增长。2) 净利率：除 FY2010 因经济危机冲击导致利润率大幅下滑外，其余时段公司通过业务调整与战略推进，盈利能力整体呈修复并向高位迈进的趋势，仅在部分财年（如 FY2024）因业务板块（如游戏研发）问题出现阶段性利润率回落，对整体盈利表现形成短期压制。整体来看，FY2006–FY2025 营业利润率与归母净利率整体呈波动上升态势。

图表10：公司收入及增速（单位：十亿日元）

图表11：公司营业利润率及归母净利率



资料来源：，中邮证券研究所

资料来源：，中邮证券研究所

——波动调整阶段（FY2006–FY2010）：受市场环境冲击，收入持续下滑

此阶段收入从 4508.3 亿日元降至 3785.5 亿日元，累计降幅 16%，且增速连续四年为负，2010FY 收入同比下滑 11.2%，为该阶段最大跌幅。核心原因是全球经济波动冲击消费市场，叠加业务尚未形成稳定增长引擎，磨合期公司业务增长遇冷，导致收入承压。

——稳步攀升阶段（FY2011–FY2025）：多业务与海外驱动，增长韧性凸显

FY2011–FY2019：收入逐步回升并进入稳定增长通道，从 3941.8 亿日元增至 7323.5 亿日元，年均复合增速约 8%。其中 2012FY 增速达 15.2%，为该阶段高点，主要得益于玩具业务的 IP 化运营（如高达系列）与海外市场初步拓展。

FY2020–FY2021：受海外疫情影响，增长短暂放缓，2020FY 收入同比微降 1.1%，2021FY 增速恢复至 2.3%，体现出业务抗风险能力。

FY2022–FY2025：线下场景修复与核心业务发力，推动增长提速。FY2022 收入同比大增 20%，创下阶段最高增速；FY2023–FY2025 增速虽逐步回落（11.3%→

6.1%→18.2%)，但 2025FY 收入仍突破 12000 亿日元，达 12415 亿日元，创历史新高，核心驱动力是玩具业务高增与海外市场（尤其是美国、亚洲）的收入贡献提升。

2 发展历史：从独立拓业到 IP 战略驱动的全球娱乐版图

2.1 初创发展期（1950s-2004 年）：独立发展，奠定业务基础

（一）1950s-1970s：玩具业务初步扩张（万代）+ 游戏业务萌芽（南梦宫）

万代从低端玩具起步，构建技术与渠道优势。1950 年第一家万代屋商店成立，初期聚焦低端玩具市场，以销售赛璐珞玩具、金属玩具及橡胶游泳环为主，凭借大众化定位打开市场。1955 年万代推出首款合金玩具车，凭借产品耐用性与高仿真度突破行业同质化竞争，在日本玩具市场崭露头角。1960 年代万代启动“品类拓展+海外布局”双战略：1961 年通过合作推出《铁臂阿童木》动画角色衍生玩具，首次切入 IP 周边领域，拓宽产品矩阵；同期开启玩具出口业务，逐步将产品推向海外市场，优化海外分销体系，提升海外市场覆盖效率。

南梦宫从游乐设施向电子游戏转型，完成业务方向关键迭代。1955 年南梦宫前身“Nakamura Manufacturing”在东京成立，初期业务聚焦传统游乐设施运营，核心产品为安装于百货公司屋顶的儿童机械骑马车，以线下场景服务为主要盈利模式。1960 年代南梦宫启动业务转型，逐步从传统游乐设施向电子游乐设备研发领域延伸：1966 年推出首款街机游戏《潜望镜》，完成电子游戏业务的初步探索。1970 年代初南梦宫正式进入街机行业，持续加大电子游乐设备研发投入，为后续游戏业务的规模化发展奠定技术与市场基础。

图表12：万代初期制造的飞机模型



资料来源：52toys，中邮证券研究所

图表13：南梦宫早期儿童机械骑木马



资料来源：虎嗅 APP，中邮证券研究所

（二）1970s-1990s：技术革新与 IP 玩具崛起（万代）+游戏业务规模化（南梦宫）

万代通过技术突破与头部 IP 深度绑定，实现“技术→IP→品类”三维突破，登顶日本玩具行业龙头。早在 1972 年《魔神 Z（又名铁甲万能侠 Z）》这部划时代作品问世之际，万代便抓住契机，在取得版权后开发出魔神 Z 合金玩具，不但轰动一时大卖，更斩获第 4 届国际见本市 CONCOURS 大赏，名利双收，在玩具界声名鹊起。1977 年万代首创自动扭蛋机并推出胶囊玩具，以“设备+产品”的创新销售模式快速渗透日本便利店、百货商场等线下零售渠道，构建起高效的终端触达网络。1980 年万代推出划时代产品“高达拼装玩具”，创新应用“免胶卡榫定位技术”与“多色成形技术”，大幅简化拼装流程，上市后迅速引发市场热潮，1980-1990 年代累计出厂量超 2 亿套，“高达”成为公司标志性 IP。1982-1983 年万代持续推进技术迭代，“素组模型”技术落地进一步降低消费门槛，推动拼装玩具从“专业收藏级”向“大众消费级”渗透。1985 年万代与东映公司达成深度合作，推出《圣斗士星矢》动画片系列玩具，借助动画 IP 热度实现销量爆发，该产品当年成为日本人气最高的玩具产品之一，验证了 IP 联动的商业价值。1990 年代万代开始启动 IP 矩阵扩容与品类拓展战略：一方面新增《假面骑士》《奥特曼》等头部 IP 周边，降低单一 IP 依赖风险；另一方面拓展产品品类至卡牌、电子宠物，丰富业务结构。

图表14：万代初期 IP 模型对比



资料来源：52toys，中邮证券研究所

图表15：万代首个使用免胶卡榫定位技术的模型



资料来源：搜狐，中邮证券研究所

南梦宫凭借经典街机游戏确立全球游戏行业地位，形成核心竞争力。1979 年南梦宫推出经典街机游戏《吃豆人》，全球累计销量超 400 万台，成为街机时代的标志性作品，一举奠定公司全球游戏厂商的行业地位。1980 年代，南梦宫持续丰富街机产品矩阵，推出《太鼓达人》《山脊赛车》等热门街机游戏，产品覆盖全球主流游乐场所。1985 年成立游戏研发子公司，进一步强化内容创作能力，巩固街机业务优势。1990 年代南梦宫启动业务战略升级，通过与索尼、任天堂等主机厂商合作推出游戏软件开始布局主机游戏领域；同时保留街机业务核心优势，形成“街机+主机游戏”双轮驱动模式，实现业务规模化扩张。

图表16：1970s-1980s 南梦宫推出游戏梳理

年份	街机游戏	主机游戏
1978	Gee Bee	
1979	Galaxian	
1980	Pac-Man	
1981	Galaga、New Rally-X	
1982	Pole Position、Xevious	Pac-Man (FC)
1984	The Tower of Druaga	Xevious (FC)、The Tower of Druaga (FC)
1985	Metro-Cross、Sky Kid	
1986		Sky Kid (FC)、Valkyrie no Bouken: Toki no Kagi Densetsu、Valkyrie no Bōken (FC)
1987	Yokai Dochuki	Family Jockey、Dragon Buster、Family Tennis
1988	Splatterhouse、ASSAULT PLUS	
1989	Valkyrie no Densetsu	

资料来源：万代官网，中邮证券研究所

（三）1990s-2004 年：核心业务增长瓶颈，新业务拓展压力

此阶段万代正经历跨界受阻与主业依赖下的发展波动。1995 年万代首次陷入严重赤字：核心诱因集中于三方面：一是游戏业务拓展失利，1994 年推出的黑白掌机竞争力不足，难以抗衡任天堂彩屏游戏机；二是 IP 体系迭代滞后，长期依赖成熟老 IP 导致新 IP 孵化能力薄弱；三是海外市场管理失序，渠道布局混乱导致增长动能不足。1997 年“拓麻歌子”电子宠物产品爆火，短期拉动业绩回升，但未能解决业务结构单一、长期增长动力匮乏的根本问题。1999 年再次发力游戏业务，推出的黑白游戏掌机因技术落后、内容生态缺失再度失败；同年与游戏企业世嘉的合并谈判破裂，跨界整合尝试宣告终止。2000-2004 年战略重心重新聚焦玩具业务，通过 IP 授权合作丰富产品矩阵并优化供应链以降低成本，但对拼装玩具单一品类的依赖仍未改善，业务抗风险能力较弱。

与此同时南梦宫正经历行业变革驱动下的战略调整与探索。受 PC 游戏、网络游戏兴起的影响，1990 年代末南梦宫核心街机业务收入持续下滑，公司启动战略调整，加大主机游戏研发投入以适配行业技术发展趋势。2000-2004 年聚焦核心与新场景试错：业务层面聚焦“主机游戏+游乐设施运营”两大核心板块，同时尝试“游戏+线下体验”新模式，但未能形成可持续的新增长曲线；同期海外市场拓展进程缓慢，收入结构中日本本土占比过高，全球化布局滞后。

图表17：万代黑白掌机（上）与任天堂彩屏游戏机（下） 图表18：万代第一版拓麻歌子



资料来源：小红书，中邮证券研究所



资料来源：拓麻歌子官网，中邮证券研究所

2.2 合并整合与调整期（2005-2010 年）：业务融合遇阻，战略探索转型

2005 年，万代与南梦宫正式合并成立万代南梦宫控股有限公司，业务版图延伸至玩具、游戏、影视等多个领域，原本期望通过资源整合实现协同发展，但合并后集团却面临多重挑战：内部层面，部门间存在明显割裂，不仅出现内容重复开发现象，决策流程也较为冗长，导致资源浪费问题突出；外部层面，市场竞争持续加剧，叠加内部协同不足的影响，集团整体陷入业绩低谷，2006-2010 年业绩持续承压，2010 财年归母净利润更是亏损 299 亿日元。

这一时期集团的核心问题集中在三方面：一是海外市场对单一 IP 依赖度较高，抗风险能力薄弱；二是游戏业务未能及时跟上社交游戏、PC 游戏的市场发展趋势，产品竞争力逐渐滞后；三是子公司商誉减值压力显著，2010 年单年商誉减值规模就达 127 亿日元。

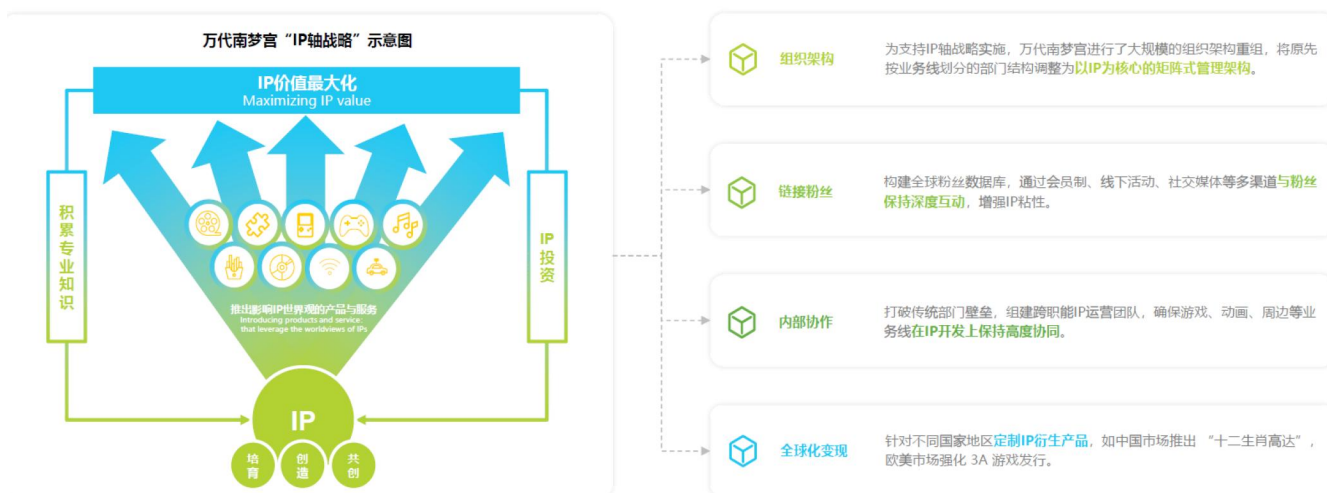
为扭转经营颓势，集团在 2010 年启动“重启计划”，一方面通过推行自愿退休计划裁员、优化间接业务等方式压缩成本，另一方面着手整合子公司分散资源，同时明确“IP 价值最大化”的早期战略方向，为后续业务调整奠定基础。

整体来看，本阶段万代南梦宫合并后未达成“1+1>2”的预期效果，核心矛盾聚焦于“业务协同不足+市场响应滞后”。也正是这一矛盾推动集团意识到，需要通过组织架构优化与战略重构实现破局，而此阶段的探索与调整，也为集团后续的战略升级积累了关键经验。

2.3 “IP 轴战略”确立及成长期（2010 年至今）：聚焦 IP 协同，业务全面复苏

万代南梦宫于 2010 年正式提出“IP 轴战略”，将公司所有业务围绕 IP 价值最大化进行重组，构建了以 IP 为核心的全产业链协同发展模式。该战略的核心是“一个 IP，多领域发展”，通过游戏、动画、周边商品、线下娱乐等多元化业务形态，实现 IP 价值的深度挖掘和长期运营。例如，《龙珠》IP 通过“动画更新 + 主机游戏 + 手游 + 一番赏盲盒”组合，更好实现 IP 的商业化价值。

图表19：万代南梦宫“IP 轴战略”示意图



资料来源：艾瑞咨询《2025年IP潮玩经济》，中邮证券研究所

我们梳理2010年以来公司在“IP轴战略”上做的事情，一方面是三年中期计划均把IP轴提到了非常重要的位置，另一方面是配合IP轴战略对组织架构进行了一系列调整。

(1) 中期计划：

2010-2012年三年中期计划：IP轴“原点”——从业务墙到IP墙

围绕“发展全球增长基地”的重启计划主题，集团首次将“IP轴”纳入三年计划，改变以往按“玩具、游戏、映像”纵向划分业务的方式，转而以《高达》《龙珠》等核心IP为横向纽带推动各事业部围绕IP开展协同工作。为配合战略落地，2010年集团启动组织改革，将游戏内容部与视觉音乐内容部合并成为内容部，开启了横向化的架构战略。这一系列举措成效显著，营业利润从18.83亿日元增长至163.38亿日元，实现近9倍增幅，为后续每三年的战略滚动升级奠定了坚实基础。

2013-2015年三年中期计划：IP轴“变现”——从单品到矩阵

万代以“赋能、加速、协议进化”为中期愿景，同步明确“日本利润增长、欧美利润恢复、亚洲快速增长”的三大区域目标，核心聚焦IP轴“变现”，重点通过架构再造与变现公式落地推动IP运营从单品开发向矩阵化发展跨越，为IP价值的规模化释放与区域市场目标的达成奠定实践基础。

2015-2018年三年中期计划：IP轴“出海”——从日本到世界雏形

本阶段以“赋能、增强动力、加速进化”为中期计划方向，核心推进 IP 轴战略加速进化。一方面瞄准高潜力亚洲市场，依托既有市场优势开展授权业务并创新模式；另一方面通过架构优化与全球化布局从日本本土向“IP×World”雏形迈进，为后续战略升级铺垫。

2018-2021 年三年中期计划：IP×World “入章”——从愿景到数字承诺

本阶段以助力“下一步变革——赋能、增强动力和加速进化”为中期愿景，核心推进 IP 轴战略加速进化：一方面推动新娱乐发展，依托全万代南梦宫概念积蓄动力并明确人员为集团核心；另一方面通过组织架构优化与关键业务布局，将战略愿景转化为具体行动，逐步实现从愿景到数字承诺的落地。

2022-2025 年三年中期计划：以“IP 轴战略”核心目标+“与粉丝相连”中期愿景

本阶段以“与粉丝建立联系”为中期愿景，依托 IP Metaverse 实现更深入、广泛、多维的粉丝连接，再次明确“IP 轴战略”的核心目标与“与粉丝相连”的核心方向，同时将战略细化为 IP×Fan、IP×Value、IP×World 三大关键要素。

2025-2028 年三年中期计划：“进一步扩大业务规模”、“获得新的业务支柱”、“建立产生长期利润的体系”

本阶段万代南梦宫特别提出了「Connect with 360」（以下简称“CW360”）战略，即与所有合作伙伴建立 360 度的合作关系。万代基于 CW360 官宣的第一个合作，就是与美国娱乐巨头传奇娱乐（传奇影业母公司）达成合作协议，将围绕旗下最具影响力的 IP《机动战士高达》制作真人电影。为此，南梦宫还专门成立了北美分公司万代南梦宫影业（Bandai Namco Filmworks）。

（2）组织架构：

伴随着战略的调整，万代南梦宫也分别在 2015 年、2018 年、2022 年对组织架构进行了一定调整。

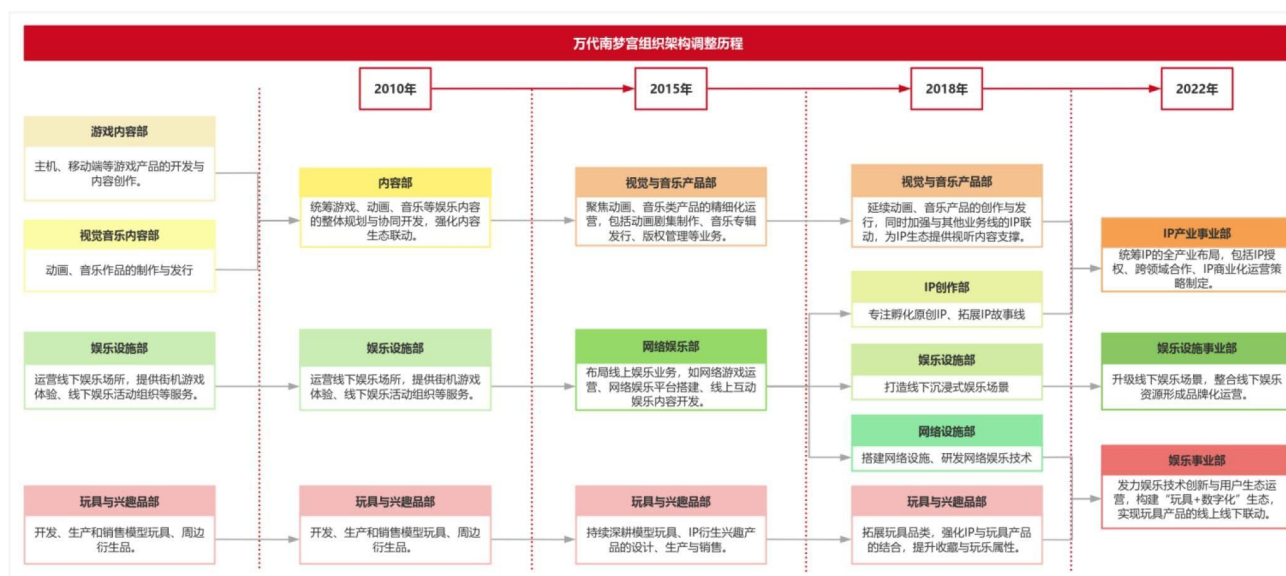
2015 年：为夯实 IP 全链路开发基础，万代南梦宫于 2015 年 6 月启动内部业务架构调整，保留核心业务部门“玩具与兴趣品部”以确保优势业务稳定运营，同时将原有两大业务板块整合升级，新设“视觉与音乐产品部”及“网络娱乐部”，并将“娱乐设施部”归入“网络娱乐部”旗下。此次调整既打通了线上内容与线下场景的联动壁垒，能为用户提供连贯的一体化娱乐服务，也通过明确“视觉与

音乐产品部”职能，使其在 IP 上游内容创作环节承担更核心角色，为 IP 开发筑牢内容根基。

2018 年：为深化 IP 价值挖掘与业务协同，万代南梦宫于 2018 年启动架构调整，将网络娱乐部拆分为 IP 创作部、网络娱乐部与娱乐设施部，此次调整让 IP 价值得到重新定义——IP 创作部聚焦 IP 附加价值，成为长期 IP 资源储备与耕耘后的核心变现渠道。

2022 年：公司进一步优化组织架构，最终形成三大核心模块——涵盖网络娱乐和玩具的娱乐模块、实景娱乐模块以及整合视觉音乐与 IP 创作的 IP 产品事业部。新架构既融合了游戏与玩具高度重合的衍生品产出环节，又绑定了视觉、音乐等创作类业务与 IP 创作，精准匹配新时代消费者的娱乐新形态。

图表20：万代南梦宫组织架构调整历程



资料来源：万代官网信息整理，中邮证券研究所

3 爆款 IP：回看高达与拓麻歌子

3.1 高达：差异化+成为一种生活方式

高达、龙珠、海贼王作为公司三大核心 IP，在 IP 爆火及运作过程中有一定类似，我们以高达为例，整理思考公司旗下 IP 如何爆火及何以长青的秘密。

高达是万代公司于 1979 年推出的机动战士 IP，由万代与 Sunrise（日升动画）联合打造，堪称机甲动画与模型产业的标杆之作，至今全球相关产品销量已超数十亿件。其核心魅力在于以“**硬核机甲设定+深刻人文内核**”构建强 IP 生命力，让粉丝深度沉浸于“机甲与战争反思”的科幻世界。高达的持久爆火，是万代布局 IP 全产业链的代表作。

（一）何以爆火？——差异化+拼搭模型爆火

高达从诞生到爆火，经历了一场从“惨遭腰斩”到“现象级热潮”的逆袭。爆火的过程与泡泡玛特旗下 Labubu 有异曲同工之妙。

1979 年：惨遭腰斩。电视动画《机动战士高达》在日本开播，不同于当时的机器人动画普遍是“正义主角击倒邪恶组织”的简单劝善惩恶模式，高达打破了这种固有观念，引入了“机动战士”这一全新概念，将故事置于宏大的宇宙世纪背景下，严肃探讨战争、政治与人性等现实问题。

这种富有现实感和深度的剧情，在首播时因过于前卫导致收视率低迷，但是凭借同好间的口耳相传和动画杂志的热烈回应，迅速积累了极高的口碑。面对首播收视率的惨淡和集数被缩减的困境，热情的支持者发起了连署要求重播的行动。在粉丝的强烈呼声下，作品得以一再重播。

1980 年：拼装模型推出后爆火。电视动画播出之后第二年，万代顺势推出了高达的拼装模型（Gunpla），意外引发了现象级的抢购热潮，直接拯救了收视率低迷的动画。

1981 年及 1980s 中后期：剧场版电影、漫画、小说陆续推出。借着动画和模型爆火的东风，万代将初代 TV 动画的剧情重新剪辑、修复，制作成了三部剧场版电影在院线上映，取得了巨大的票房成功。随着 IP 的火爆，为了丰富世界观，官方开始推出各种外传漫画和小说（例如著名的《高达 0080：口袋里的战争》等），进一步拓展了粉丝群体。

图表21：高达经典动画系列图鉴



资料来源：小红书，中邮证券研究所

图表22：高达剧场版重制经典世界观



资料来源：小红书，中邮证券研究所

（二）缘何长青？——与时俱进+让高达成为一种生活方式

（1）与时俱进

高达一直紧跟时代潮流，推动 IP 持续进化。无论是技术载体还是娱乐形式，万代都让高达始终贴合当下用户的消费偏好与体验需求，彻底避免 IP 陷入“过时”“小众”的困境。具体来说：

——在内容传播上，从早期依托电视动画打开市场，到后期精准适配 Netflix 等流媒体平台推出全球化作品，再到贴合 Z 世代碎片化的信息获取习惯，利用短视频平台发布机甲战斗高光片段、角色科普短视频；

——在产品形态上，从传统的拼装模型到推出兼顾收藏与把玩的可动成品，再到跟进数字经济热潮发行高达数字藏品、开发 VR 机甲驾驶体验项目，甚至联动热门游戏赛道打造《高达进化》等电竞内容，让玩家在 FPS 玩法中感受机甲对战的快感。

图表23：按比例划分的高达主线系列模型

系列	SD/BB	SDCS	HG	RE/100	RG	MG	MGEX	PG	Mega Size	Hi-Res	Metal Build	Robot魂 &NX
比例	-	-	1/144	1/100	1/144	1/100	1/100	1/60	1/48	1/100	可变	无
骨架	简易CS	可换CS骨架	无/局部	-	一体MS骨架→新分件	完整内骨架	金属+LED+电镀	完整内骨架+LED	简化	成品金属骨架	成品合金	成品ABS+合金
首发年	1987	2018	1990	2014	2010	1995	2020	1998	2010	2016	2010	2009
代表机体	RX-78-2 BB、夜莺 BB、桃桃卡布尔	CS骨架独角兽、CS骨架命运	HGCE强袭自由、HGUC夜莺	RE夜莺、RE钢伊吉、RE百式改	RG命运、RG UNKO	MGEX强袭自由、MGZZ Ver. Ka	MGEX独角兽、MGEX强袭自由	PG独角兽、PG七剑00、PG能天使	Mega RX-78-2、Mega Destiny	Hi-Res巴托斯、能天使	MB强袭自由、MB飞翼零式EW	魂限定沙扎比
优缺点	优：最低门槛+萌系造型 缺：可动/细节最弱	优：Q版也能摆POSE 缺：需另购骨架	优：全尺寸最便宜、量大 缺：内构简化	优：大比例+低难度 缺：无骨架可动一般	优：小体积高细节 缺：早期骨架易松	优：拼装黄金标准 缺：占地、零件多	优：官方技术天花板 缺：价贵、体重大	优：拼装终极形态 缺：价顶、占地、易掉件	优：最大块+低价 缺：细节/可动弱	优：外壳拼装+金属骨感 缺：价高、无拼装乐趣	优：成品顶级金属感 缺：超贵、需抢	优：即买即玩 缺：无拼装乐趣
目标玩家	萌新、手残党	可动Q版玩家	入门、改色练手	喜欢大比例但不想拼MG	细节控、小比例党	主流玩家、核心粉丝	旗舰控	发烧级、展示党	体积党	成品党、金属控	成品控	动画党、懒人党

资料来源：万代官网资料整理，中邮证券研究所

(2) 让高达从“内容 IP”成为一种“生活方式符号”

万代通过多种方式的生态整合，让高达从“内容 IP”全面升级为“生活方式符号”，成为社交的一部分、渗透到生活的角角落落。

——线上社交：线上搭建虚拟社区让粉丝创建专属机甲形象、参与虚拟赛事，同时开发《高达创坏者》等沙盘类游戏，支持玩家自由拼装、定制机甲并在线上战场对战，甚至推出 AI 机甲设计工具，降低粉丝的创作门槛；

——线下体验：落地了东京高达基地、上海金桥高达立像等标志性打卡点，还有常态化运营主题乐园、快闪店、联名餐饮，同时广泛联动服饰、数码、汽车等领域品牌推出合作产品。截至目前高达基地在中国已有 17 家，2025 年全年开设 10 家，2026 年至今开设 3 家，最新门店于 5 月在昆明顺成购物中心开业。门口数米高的巨型立像和店内限定商品，共同构成 IP 的物理空间。

从娱乐消费到日常用品，从数字体验到实体场景，万代将高达的机甲元素、角色精神渗透到粉丝生活的衣食住行等多个维度，真正构建出一个“处处可见高达、时时可互动高达”的沉浸式 IP 生态，最终实现 IP 商业价值与用户粘性的双重最大化。

图表24：高达元宇宙官网界面



资料来源：21ic 电子网，中邮证券研究所

3.2 拓麻歌子：差异化+与时俱进

拓麻歌子是万代公司于1996年推出的电子宠物玩具，由万代与WiZ（后并入万代）联合打造，堪称电子宠物时代的经典先驱，至今全球销量已破亿。其核心魅力在于以“情感化设计+养成机制”构建强用户粘性，让玩家沉浸式体验“数字养育”的乐趣。拓麻歌子能够实现巨大的商业价值，背后正是万代对市场需求的精准把控。

（一）何以爆火？——瞄准“轻量化”空白需求+契合少子化的情绪价值

在1996年Game Boy等游戏掌机风靡市场的背景下，拓麻歌子为何首次推出便脱颖而出并迅速席卷市场？其成功背后是技术、场景与社会心理的多重契合，也就是瞄准了“轻量化”空白需求+提供情绪价值。

（1）瞄准空白需求

在技术应用上，拓麻歌子并未追求复杂性能，而是基于成本可控的黑白液晶屏与简易芯片，以点状像素呈现电子宠物形象。这种“够用即止”的技术选择，

既满足了宠物状态显示、互动操作等核心功能，又将产品体积压缩至蛋形小巧尺寸，重量轻、易携带，完美适配了当时日本成熟的通勤文化——上班族与学生可在电车、课间等碎片化场景中，仅凭三个按键快速完成喂食、清洁等操作，精准填补了主流掌机“需专注投入、操作复杂”之外的“轻量化交互”空白，成为契合“电车玩具”需求的典型载体。

图表25：Game Boy 与拓麻歌子对比

对比项目	Game Boy	拓麻歌子
实物		
外形设计	长方形，尺寸较大，类似小型平板，便于手持操作	蛋形，体积小，可一手掌握，便于携带，像挂件一样可随身携带
主要玩法	通过插入不同游戏卡带，可体验动作冒险、益智、角色扮演等多种类型游戏，玩法丰富多样，强调操作技巧和策略	以模拟饲养电子宠物为主，玩家需负责宠物的喂食、清洁、游戏等日常照料，看着宠物成长进化
硬件性能	搭载 Z80 8 位 CMOS 处理器，主频 4.19MHz，屏幕分辨率为 160×144，显示 4 级灰度，有 4 个立体声声道	硬件相对简单，屏幕为黑白像素屏，仅能显示简单的宠物形象和状态图标，声音多为简单提示音
目标用户	主要面向男性玩家，游戏风格和玩法更符合男性兴趣偏好	主要针对女性及儿童玩家，以可爱的外形和轻松的饲养玩法吸引用户
续航能力	使用两节 AAA 电池，续航时间较长	使用普通纽扣电池，因硬件简单耗电少，续航能满足日常碎片化游玩需求
操作方式	配备方向操纵按钮和四个控制按钮，操作相对复杂，需一定时间熟悉	通常只有三个按键，分别用于选择、执行、取消等功能，操作简单易上手

资料来源：百度百科，中邮证券研究所

(2) 满足情感链接

1996 年的日本生育率降至 1.43 的低位，都市年轻人在高压生活下既渴望“养育”带来的情感联结，又抗拒真实育儿的长期责任与压力。拓麻歌子精准抓住这一心理痛点，创新性引入“宠物进化系统”：玩家需像照顾真实宠物般应对其饮食、清洁、情绪需求，宠物会根据照料方式成长为不同形态，甚至存在生老病死机制，让用户在虚拟互动中获得“被需要”的价值感与情感羁绊；同时，又通过“死亡后可重新孵化”“无需长期持续投入”的设定，降低了用户的心理与

时间成本，形成“可控的情感投入”体验——既缓解了孤独感，又不必承担真实养

育的压力，恰好化解了年轻人的心理矛盾。

图表26：拓麻歌子角色进化路线

少年				成年				隐藏		条件		少年				成年				隐藏		条件		少年				成年				隐藏		条件																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
陆地场景进化路线		肉		0次错过护理+食物和心情各满5次		和紫色（天空）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从形态进化！		水域场景进化路线		海鲜		0次错过护理+食物和心情各满5次		和紫色（天空）、粉色（陆地）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		鸡肉		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		玉米		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		糖浆		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次		和粉色（陆地）、蓝色（水域）种子分别连接一次		无法从进化！		天空场景进化路线		颗粒或者饮食不明确		0次错过护理+食物和心情各满5次	

资料来源：小红书，中邮证券研究所

最终，1996 年万代推出的首代拓麻歌子，不仅依托技术与场景适配切入市场空白，更以对社会心理的深刻洞察打破了主流掌机“男性向”的单一格局，吸引了大量女性与儿童用户。其上市头 8 个月全球销量便突破 1000 万台，不仅成为现象级玩具，更成功开辟了“电子宠物”这一全新品类，重塑了当时掌上交互电子设备的市场生态。

（二）缘何长青？——与时俱进的持续迭代

不同于许多昙花一现的电子玩具，拓麻歌子能够历经数十年而经久不衰，背后正是万代对时代热点变迁的精准把控与持续的版本迭代。从最初以简单却新奇的电子宠物养成玩法，在 90 年代凭借低成本硬件适配通勤碎片化场景而崭露头角，到后续每一次技术革新、文化潮流转向，拓麻歌子都能巧妙转型，持续焕发生机。

千禧年前后，随着移动互联网技术在日本的初步兴起，社交不再局限于面对面交流，线上互动成为年轻人新的社交阵地。万代敏锐捕捉到这一变化，在 2004-2008 年推出“Connection”系列，为拓麻歌子增添红外通信功能。玩家不仅能独自养育宠物，还能让自己的电子宠物与朋友的“碰面”，交换礼物、共同游戏，

这种互动方式完美契合当时青少年渴望社交、分享的心理，瞬间打破了拓麻歌子此前的沉寂，仅 2004 年销量就达 500 万台，总销量突破 2000 万台，成功重回大众视野。

进入 2010 年代，智能手机浪潮来袭，免费的手机游戏冲击传统掌机市场。但日本动漫产业此时在全球的影响力却与日俱增，万代看到了其中蕴藏的机遇。一方面，万代制作并播出拓麻歌子系列动画，用轻松可爱的剧情展示产品角色与功能，吸引粉丝；另一方面，万代积极与热门动漫 IP 联名，比如和“精灵宝可梦”合作，凭借实体养成设备带来的独特体验成功在竞争激烈的市场中守住份额，并进一步拓展了文化影响力，从单纯玩具向动漫文化周边转型。

到了 2020 年代，“数字原住民”成为消费主力，他们追求更丰富的互动体验与跨平台社交。2021 年的拓麻歌子 Pix 引入触摸屏与摄像头，拍照互动等玩法令人耳目一新；2023 年的拓麻歌子 Uni 更是支持蓝牙与 APP 联动，实现全球化虚拟社交，宠物可“出国旅行”、参与全球活动。2025 年推出的拓麻歌子天堂系列，以创新的“Zoom 育成转盘”与拨盘式 UI 满足当下用户对沉浸式游戏操作的需求。在营销策略上，万代双管齐下，对 90-00 年代消费者打怀旧牌，复刻经典；对 10 年代成长起来的青少年塑造其个性时尚、情感陪伴的形象。拓麻歌子在新时代不仅满足了怀旧需求，更引领了数字社交新潮流，持续散发独特魅力。

图表27：拓麻歌子各系列对比

系列	首发时间	发售范围	特色玩法	屏幕
Original	1996 年	首发于日本，随后进入全球 30+ 国家	黑白像素屏，简单养成，宠物根据照顾方式成长为不同形态	黑白
Connection	2004 年	全球	引入红外通信，宠物可“相遇”“交友”等互动，增加小游戏与道具	黑白
4U/4U+	2014 年	仅日本	4U 用 NFC 传输联机，4U+有恋爱等场景，可自制道具，增加人物变身、种田、食物交换升级等	彩屏
PS	2012 年	主要在日本	可传输虚拟芯片，资源丰富，有造火箭动画，可与 idl 隔代联机	彩屏
mix	2016 年	全球	第一款可以遗传角色基因的机器	彩屏
Meets	2019 年	全球	mix 的升级版，以遗传为主要玩法。增加了双胞胎、后院宠物等内容，可蓝牙传输资源（韩版不可）	彩屏
Pix/Pix party	2021 年	Pix 仅欧美，Pix party 全球	Pix 以职业养成为主，是唯一可拍照的拓麻歌子。Pix party 在此基础上增加了远程联机开派对功能	彩屏
smart	2021 年	全球	唯一的正代触屏拓麻歌子，外观为手表的扁扁造	彩屏

			型，简单养成，有大量芯片人物和资源	
Uni	2023 年	全球	首款 Wi-Fi 机型，元宇宙社交，全球玩家可通过 Tamaverse 互动，支持结婚、交换礼物等	彩屏
Paradise	2025 年	全球	全彩屏，有旋钮缩放功能，可从星球俯瞰到细胞级护理，双机物理连接触发事件	彩屏

资料来源：拓麻歌子官网，中邮证券研究所

4 万代南梦宫如何构筑多领域娱乐商业帝国？

4.1 IP 储备：孵化与收购并行，构建庞大 IP 矩阵

万代南梦宫通过“自主孵化+战略收购”双轮驱动，持续扩充 IP 储备并覆盖多元受众，形成层次丰富的 IP 矩阵。

在自主孵化层面，万代聚焦长线 IP 培育，始终结合市场需求与技术趋势打造原生 IP，确保 IP 具备长期生命力与跨领域延展空间。例如 1996 年推出的“拓麻歌子”，精准贴合女性与低龄群体对“陪伴型娱乐”的需求，以电子宠物掌机为起点，后续通过迭代 APP 联动、联名周边等产品形态，持续适配移动互联网时代的消费习惯，成为跨越二十余年的经典生活娱乐 IP；2003 年启动《偶像大师》系列，最初以模拟经营类游戏为载体，聚焦“偶像养成”主题，后续联动动画、音乐专辑、线下演唱会等领域，打造出“765 事务所”等虚拟偶像团体，不仅积累了大量核心粉丝，更开创了“游戏-动画-实体演艺”联动的偶像 IP 运营模式，成为日本虚拟偶像产业的重要推动者之一。

除自主孵化外，万代还通过战略收购快速获取优质 IP 与专业创作能力，实现 IP 矩阵的横向扩容与能力补位。1994 年收购日升动画 (Sunrise)，不仅将《高达》《叛逆的鲁路修》《星际牛仔》等核心动画 IP 纳入版图，更直接获得成熟的动画制作团队与技术，为后续 IP 内容产出筑牢基础；2020 年收购加拿大游戏工作室 Reflector Entertainment 时，既收获了《Unknown 9》等具备全球影响力的跨媒体互动叙事类游戏 IP，也借助其创作视角拓展了欧美市场，同时补充了主机游戏领域的 IP 类型，让整体 IP 布局更趋多元均衡。

图表28：万代战略收购 IP 梳理

被收购公司	收购时间	国家	代表性 IP 或作品
今井科学	1969 年	日本	机甲师团系列等模型相关 IP
日升	1994 年（逐步控股）	日本	机动战士高达、银魂、反叛的鲁路修
万普	2006 年	日本	超级机器人大战系列、龙珠 Z 激斗、海贼王 大决战
创通	逐步收购，2020 年完成	日本	高达系列（商品化权、版权管理）
Reflector	2020 年	加拿大	Unknown 9（跨媒体 IP）
Limbic	2021 年（入股）	德国	海岛大亨 6、魔法门之英雄无敌 VII（为万代开发两个新 IP）
8Bit	2024 年	日本	关于我转生变成史莱姆这档事、蓝色监狱、Rewrite

资料来源：万代官网，中邮证券研究所整理

图表29：万代主要 IP 矩阵



资料来源：万代官网，中邮证券研究所整理

4.2 IP 开发：全部门协同开发，挖掘 IP 价值最大化

万代以“IP 轴”战略为核心构建了横向协同、纵向贯通的组织架构，该架构涵盖四大核心事业单位与关键职能管理部门，形成了覆盖 IP 孵化、内容生产、商品转化、场景落地的完整协作网络。

四大核心事业单位作为 IP 价值落地的核心执行主体，围绕 IP 展开协同运作，构建起从内容创作到消费体验的全链条覆盖体系，确保 IP 价值在各环节高效落地。

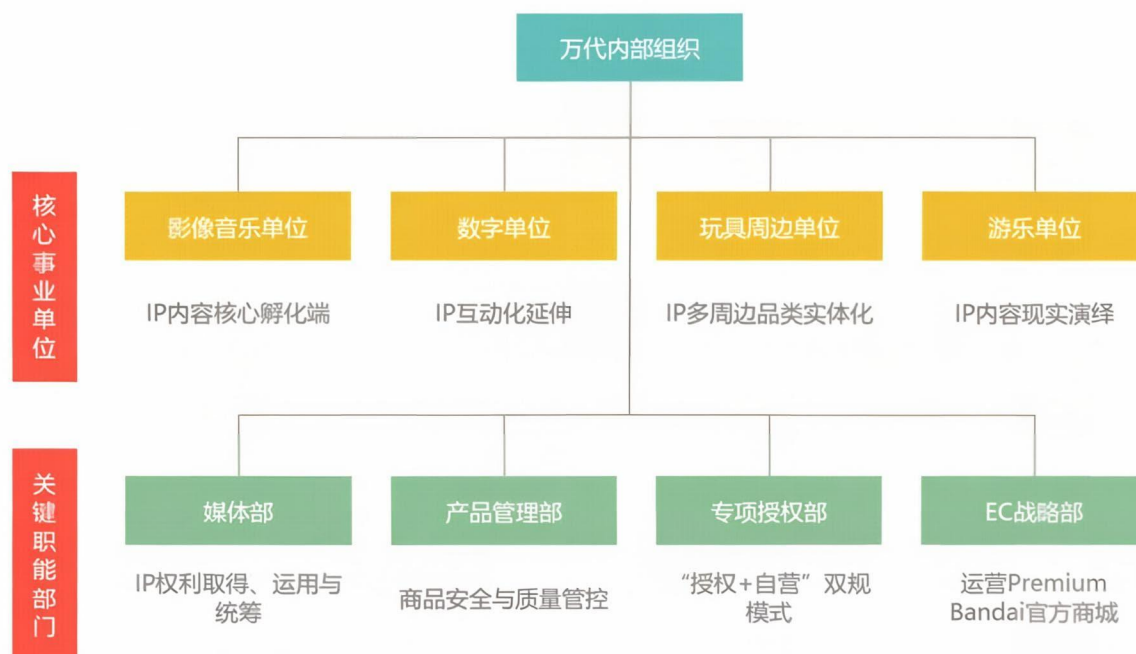
——**IP 内容核心孵化端**：影像音乐单位作为 IP 内容核心孵化端，统筹动画、音乐的企划制作运营及线下活动，通过整合万代南梦宫 Filmworks（影像主导，合并日升等主体，分管多家子公司）与万代南梦宫 Music Live（音乐统领，合并多部门形成一体化能力），成功打造《高达系列》《LoveLive 系列》等核心 IP。

——**IP 互动化延伸**：数字单位负责 IP 的互动化延伸，聚焦网络内容、家用主机游戏等数字产品的企划、开发与销售，通过《铁拳》《艾尔登法环》等知名 IP 的游戏化开发将 IP 影响力转化为数字娱乐消费价值。

——**IP 多周边品类实体化**：玩具周边单位作为 IP 商品化关键载体，核心运营主体为 Bandai（儿童亲子市场）与 Bandai Spirits（高端收藏市场），涵盖多品类周边，联动专业子公司把控角色设计与商品企划，推动 IP 实体化落地。

——**IP 内容现实演绎**：游乐单位负责 IP 场景化体验构建，统筹 namco、Bandai Namco Cross Store 等游乐设施运营及设备开发销售，依托全球 26 家集团公司网络将 IP 融入线下娱乐场景，强化粉丝沉浸式体验。

图表30：万代内部组织架构图



资料来源：万代官网信息整理，中邮证券研究所

关键职能管理部门作为 IP 协同保障枢纽，为各事业单位 IP 开发提供支撑。

其中：

——媒体部：承担 IP 核心管理职能，负责 IP 权利的取得、运用与统筹，为 IP 开发提供权利保障与资源协调；

——产品管理部：聚焦商品安全与质量管控，从合规层面保障 IP 衍生商品品质一致性、维护 IP 口碑；

——专项授权部：2025 年新成立的专项授权部门负责整合热门与复古 IP 资源，以“授权+自营”双轨模式对接潮玩、快消等跨界领域，拓展 IP 价值边界；

——EC 战略部：EC 战略部作为线上渠道核心，运营集团官方商城“Premium Bandai”，打通 IP 商品线上直达链路，衔接全球粉丝消费需求。

在这套日趋成熟的部门体系下，万代 IP 开发的全过程综合考虑了艺术性、成本、物流、市场、二创等诸多因素，大大提升了 IP 开发的成功率——当某个 IP 展露出爆款潜力时，各个业务部门能迅速响应，参与到价值链提升过程中，从而挖掘 IP 价值最大化、打造爆品跨媒体 IP。

4.3 IP 运营：深度挖掘粉丝经济，打造 IP 元宇宙

万代南梦宫以 IP 为轴心，把内容、商品、数据、社群全部穿进同一根“粉丝经济”链条，再借助元宇宙工具把链条升级为闭环生态。具体做法可以拆成三步：先把用户“勾进来”，再把用户“留下来”，最后搭建 UGC 运营空间，驱动生态持续运转。

第一步，全宇宙同款视觉把人“勾进来”。在内部的完整协作网络下，万代先让 IP 符号占领所有媒介，再让共享 ID 接住每一位点进来的用户。以高达为例，TV 动画负责讲故事、手游《高达·激斗》负责碎片化杀时间、线下高达基地负责出片打卡，三款产品同期上线同一套视觉符号与配色，用户无论先碰到哪一端都能瞬间被拉回“高达宇宙”。更关键的是，所有端口的账号体系全部接入集团共享 ID，用户行为数据从第一次点击就开始沉淀，为后续分层运营打底。

图表31：“高达宇宙”系列产品

产品	模型	扭蛋	手游	服装联名	TV 动画	GBWC 大赛作品
----	----	----	----	------	-------	-----------

实物



资料来源：万代官网，哔哩哔哩，淘宝，中邮证券研究所

第二步，对粉丝进行“分层深耕”，用“数据+情绪”把粉丝留下来。Z世代社群的粉丝群体内部已明显分化出“内容消费、情感投射、资源再生产”三类角色。万代顺势将同一IP拆成多条“需求曲线”，分别投喂不同养分：内容派推送未公开脚本、设定手稿；收藏派开放限定模型；二创派则举办官方全球GUNPLA制作大赛。这种“核心—辐射”式社群结构使Z世代粉丝在高频互动中形成强黏性，企业一旦接入核心节点便可撬动整个网络的注意力与购买力。

第三步，搭建UGC运营空间，让粉丝成为生态“共建者”。依托粉丝对IP的深度热爱与创造力，万代打造开放式创作平台，开启官方与粉丝的共创模式。以高达GBWC大赛为例，这一全球性赛事为粉丝提供创意展示舞台，粉丝可对高达模型进行个性化改造与创新设计，作品既在线上线下多渠道展示竞技，又能激发更多粉丝参与热情。同时万代借元宇宙技术搭建虚拟空间，粉丝可在此交流分享自制模型照片、扫描生成的CG作品，还能欣赏相关艺术表演。在该UGC空间中，粉丝从单纯消费者转变为内容创作者与传播者，与品牌形成深度绑定；其创意持续为IP生态注入活力、推动社群裂变增长，最终驱动万代以IP为核心的粉丝经济闭环生态生生不息。

5 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、孩之宝、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 做起来比较困难	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 初级模式
财务指标	通常毛利率较高，如 ppmt 毛利率 60%+，净利率 20%+，与三利鸥类似，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、美泰等 渠道起家：三丽鸥、泡泡玛特等 内容起家：迪士尼、任天堂等	布鲁可、卡游等

资料来源：，中邮证券研究所整理

6 风险提示

市场竞争加剧风险；政策超预期风险；海外发展不及预期；IP 合作风险；创新不及预期。

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，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于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构（含 29 家分公司、29 家营业部），1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

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