

2024 年 02 月 23 日
传媒

SDIC

行业专题

证券研究报告

任天堂：嗜好 0→1，规则制定者

——文化企业出海，须对标任天堂

■ 本篇报告服务于对文化出海标的“底层逻辑”的思考。“出海”由来已久，时逢 2024 年出海预计将迎来新局面、新气象，当下的出海局面，非常类似任天堂出海之前的日本企业出海——制造业出海的同时，文化企业亦出海。

■ 在我们的研究框架中，科技与文化是全球经济发展的两大支柱，出海是“文化”层面的一个观测点，顺应国内文化振兴与复兴的大趋势；我们认为出海从历史角度来看，是新生生产力与新生产关系助力下的必然结果，即对空间与增量的主动探索；最终将成就产业链的全球布局、品牌影响力及价值观的影响深远。但出海是非常不容易的，国内龙头若想跃居全球龙头，真金唯有淬炼，能背靠的只有科技、系统、创新，且永远不会缺劲敌。故内容公司若想踏上出海征程，可以对标淬炼成功的任天堂。任天堂全球“封神”之前，已在本土市场成为电子游戏产业的规则制定者，背后是其软硬件均对 0-1 创新的嗜好。

■ 我们将任天堂的历史，按照时间顺序切割成十个截面，其中 2.1-2.4 是由小作坊成为本土龙头、2.5-2.6 是夯实龙头优势建立护城河并成为产业规则的制定者、2.7-2.8 是成功打入北美市场并奠定全球龙头、2.9-2.10 是成功“守江山”——区域龙头、本土龙头、规则制定者、全球龙头、稳定输出价值观。

■ 在历史回溯基础上，我们从“内在视角”、“外部观测视角”来双重分析——若我们是任天堂内部观测者，能“封神”的关键节点在哪里？若我们是外部观察者，任天堂能成功的关键因素有哪些？1) 软硬件两条腿都强健是第一要素：进可出海成就全球龙头、退可守住本土既有市场；2) 软硬件的创新，出手即成行业标杆；3) 传承有序的扎实基业上，尤为嗜好 0-1——对内保持初心（坚守游戏作为“玩”的本质）、对外不惧劲敌，将创新与开拓蓝海市场做成互为正反馈的境地；4) 对技术前沿一贯保持敏锐性。

■ 投资建议：回溯任天堂历史的同时，我们提炼出任天堂能“封神”的三大特征、归纳出成就任天堂的四大分析。出海之前，从区域龙头到行业龙头，软硬件均引领的 0-1 创新奠定其成为产业的规则制定者，我们以此为锚，在行业龙头中，挑选出渠道/硬件/牌照、内容创新两方面均有坚实实力、持续创新的龙头公司，推荐芒果超媒、中国电影，且期待 AIGC×MR 的新浪潮中，诞生更多实力龙头。

■ 风险提示：治理风险、路径依赖风险、出海过程中的法律风险。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价（元） 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.1	-14.5	13.1
绝对收益	6.3	-16.2	-2.0

冯静静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030003

fengjj@essence.com.cn

相关报告

目 录

1. 传媒所处的内容产业长中线逻辑向好	4
1.1. 移动互联网流量红利见顶于 2017-2019 年	4
1.2. 2023 年正式进入景气上行的新一轮周期	6
2. 任天堂的历史	8
2.1. 硬件起家，内容创新站稳京都；创新营销模式、渠道模式走向全日本	9
2.2. 积极求变，从花札转型游戏行业，开疆扩土	10
2.3. 新硬件锁定家用游戏机方向，引入软硬件人才	12
2.4. 硬件+软件模式下，引导经销商重“软件”	13
2.5. 爆款内容护航新款硬件，软硬协同	14
2.6. 搭建内容生态圈，制定游戏规则	14
2.7. 被迫出海，成功打入北美市场	15
2.8. 躲不开的（硬件）激烈竞争，从世嘉到索尼，硬件市场最终三分天下	15
2.9. 绕开红海市场，回归游戏“玩”的本质，覆盖新人群、新蓝海	17
2.10. 至今推出的新内容，至臻至简、独具一格	20
3. 任天堂能“封神”的特征	21
3.1. 硬件的基因+内容的创新，两把金钥匙分别锁定下限与打开上限	21
3.2. 出海是必经的洗礼之路，出海成功才能“封神”	26
3.3. 始终坚守游戏作为“玩”的本质	29
4. 成就任天堂的归因分析	31
4.1. 传承有序，基业扎实	31
4.2. 嗜好 0-1，软硬件皆如是	32
4.3. 始终有劲敌，竞争对手亦有“封神”之功	33
4.4. 破局之道，是退后一步，软硬件均围绕“玩”的本质去创新、开拓新蓝海	35
4.5. 法务对出海的重要性	36
5. 为何内容公司一定要对标任天堂？	37
6. 投资建议	37
7. 风险提示	38

目 录

图 1. 回溯大周期（2008 年-2019 年）	4
图 2. 影视、游戏子板块于 2018 年开始进入强监管阶段	5
图 3. 传媒内容产业的长、中线逻辑向好	7
图 4. 选股逻辑	7
图 5. 基于更外围大环境的考量	8
图 6. 任天堂主要产品推出时间	9
图 7. 任天堂在 1890 年初印刷的各种样式的纸牌	10
图 8. 任天堂迪士尼米老鼠卡	11
图 9. Color TV Game 6	12
图 10. FC 游戏机	14
图 11. NES 游戏机	14
图 12. 超级任天堂 SFC	17
图 13. 任天堂 N64	17
图 14. 1991-2010 财年末任天堂主营业务收入	17
图 15. 1991-2010 财年末任天堂的市值变化	18

图 16. 索尼 PlayStation 3.....	19
图 17. 任天堂 Wii.....	19
图 18. 2000-2011 财年任天堂营业收入.....	19
图 19. 2000-2011 财年任天堂 GAAP 净利润.....	19
图 20. 1991-2023 财年重大历史事件下任天堂的市值变化.....	20
图 21. 主机形态的 Switch.....	21
图 22. 掌机形态的 Switch.....	21
图 23. 任天堂 Labo 玩法宣传图	21
图 24. 《健身环大冒险》需配备体感设备进行游戏	21
图 25. N64 手柄与《超级马里奥 64》的基础控制	25
图 26. 《超级马里奥 64》的 3D 游戏界面	25
图 27. 2012-2023 财年任天堂在日本市场与海外市场的销售收入占比	28
图 28. 世嘉 MD.....	34
表 1: 2023 年日本游戏市场软件销量排行榜 Top10	30

1. 传媒所处的内容产业长中线逻辑向好

1.1. 移动互联网流量红利见顶于 2017-2019 年

我们认为科技、政治、货币周期的共振，大致源于 2008 年的货币，加速于 2012 年起的移动互联网大迈步，2019 年移动互联网红利见顶叠加贸易战、2020 年疫情，改变世界格局及三大周期节奏。2021 年科技换挡，2023 年 AI 正式接力。

2008 年苹果推出 APP Store，我国同步进入移动互联网时代。以公式 $(p*t*c)^R$ (p 代表人口数量，t 代表上网时长，c 代表人口入网的转化率；R 代表政策、货币、人才等红利) 为衡量，2008 年的 4 万亿为起点，移动互联网携人口、时长、转化率的红利，在资本、政策、人才的加持下，2014 年开始过热、2017 年见顶、2019 年见双顶。

此间伴随着移动互联网时代的创新迭出，以 2011 年的团购、2012 年的自媒体、2013 年的大数据、2014 年的互联网金融、2015 年的 O2O、2016 年的直播/新零售、2017 年的共享经济、2018 年的短视频/区块链、2019 年的人工智能/直播电商等风口为表征。

流量红利见顶的背后因素，首先是人口结构变化——80 后的总人口是 2.28 亿，90 后 1.74 亿，00 后 1.47 亿；其次是营销场景下剧场效应&用户刺激阈值升高造成的响应迟钝；再次是宏观的去杠杆环境（2018 年）；最后是政策开始严监管（2018 年）。我们认为政策严监管也代表着移动互联网在全球范围内进入成熟期，除内容上的严监管政策，对于流量巨头，美国 2019 年启动了针对 Facebook、谷歌、苹果、亚马逊等平台巨头的反垄断调查，2020 年欧盟委员会跟进，2021 年中国亦跟进。

图1. 回溯大周期（2008 年-2019 年）



资料来源：国投证券研究中心

影视、游戏作为主要内容形态，2018 年起进入强监管阶段。

影视内容的单集价格/票房表现与大周期同步。电视剧制作充分受益于互联网视频平台的崛起与激烈竞争，单集价格由 2006 年 1000 多元提升至 2011 年的 35 万（《宫 1》），再由 2012 年《宫 2》的 185 万迅速攀升至 2015 年《芈月传》的 500 万，单集价格在 2018 年见顶——2017 年《孤芳不自赏》的单价跃至 1000 万、2018 年《凉生》的单价为 1100 万，监管 2018

年开始限制天价片酬；电影制作也受益于资本所加持的院线扩张及下沉，国产电影票房年度冠军自 2011 年以来的票房分别为 10.7 亿（《变形金刚 3》）、10.02 亿（《人在囧途之泰囧》）、12.46 亿（《西游·降魔篇》）、19.76 亿（《变形金刚 4》）、24.34 亿（《捉妖记》）、33.86 亿（《美人鱼》）、56.84 亿（《战狼 2》）、36.5 亿（《红海行动》）、50.03 亿（《哪吒之魔童降世》）、31.1 亿（《八佰》）、54.13 亿（《你好，李焕英》）。

游戏既是内容形态，又是互联网变现的主要方式之一。游戏行业则历经了近 20 年的端游、页游、手游的迭代，端游 IP、页游 IP 改手游的红利推动下，用户数由 2011 年的 3.24 亿持续攀升至 2020 年的 6.64 亿，ARPU 值由 2012 年的 150 元提升至 2017/2019 年的 350 元左右；游戏产品则以《王者荣耀》（2016 年）、《原神》（2020 年）为月流水双巅峰；从流量成本的角度来看，游戏行业的买量模式在 2017 年迎来临界点，买量模式 2017 年已成为行业标配的发行模式，2020 年下半年因疫情而大热的直播电商又大幅推高了流量成本。

作为受益于移动互联网的内容端，由电视剧 CP 来看，2018 年单集价格见顶；从电影年度票房冠军来看，2019 年的《哪吒》仅次于 2017 年的《战狼 2》。从互联网各平台变现的角度，互联网流量红利（广告+游戏变现）基本于 2017 年见顶，2019 年开始的直播电商因 2020 年疫情，成为各平台标配的电商变现模式，带来了流量红利的第二个顶部。

与此同时，监管政策在跟进并趋严。2018 年影视行业开始管理天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税；同年 3 月起游戏版号停发；而在此之前的 2016 年，资本市场已开始严格监管影游板块并购再融资等，2018 年资本市场上的高压持续；2019 年八部门发布影视“控烟令”，对注水剧、宫斗剧、翻拍剧等保持高压，同时对内容的监管范围开始扩大——规范网络音视频信息服务、严格管控“直播带货”、违规广告“零容忍”。

图2. 影视、游戏子板块于 2018 年开始进入强监管阶段



资料来源：国投证券研究中心

2021 年监管集中于流量平台，平台分发、变现环节受一定的影响。移动互联网红利见顶之后，叠加政策监管，to C 互联网所运行的宏观、中观环境变化。

人口、时长、渗透率、政策红利回吐的先后顺序为抢夺用户的竞争白热化、对商业化变现的诉求剧烈化、政策趋严，红利回吐的结果呈现为金融资本给予的估值下修。2020 年各大平台

的用户数据均有一定程度的放缓；以变现诉求快速剧烈化为例，爱奇艺率先提价、B 站对游戏变现的“纠结”、快手将电商作为上市后的“第二曲线”。

2020 年政策对互联网平台开始收紧，2020 年起对互联网平台的治理集中于“反垄断”，互联网各平台的过往惯性增长会有一定放缓，审慎得扩张新业务、整理现有业务。平台的收入、利润端均受影响，与平台相关的各变现环节、变现业务上的合作伙伴预计会同步受到一定影响。

2020-2023 年，直播电商成为各大流量平台标配且愈发重要的变现方式，但直播电商作为一种已成主流的流量变现方式，在全球范围内都有一定的争议。

1.2. 2023 年正式进入景气上行的新一轮周期

内容产业的特征有三，一是“供给决定需求”，二是“百花齐放”，三是“面向最广大的 C 端”，这三大特征，决定了科技的每一轮换挡、技术的每一次创新，都会首先体现在娱乐与文化内容的制作、分发、变现上；传媒是内容产业在资本市场的主要映射，故传媒与内容产业 2023 年开始，因 AI 作为更先进生产力的 C 端化，正式开启了景气上行的新一轮周期。

客观来看，2023 年作为传媒与内容产业的新周期起点，是“天时”（ChatGPT），但同时兼具“地利”（国内相对于海外，更擅长 C 端应用的创新、更擅长分发与变现，且经济基础已保证了文化自信）与“人和”（影视、游戏等内容子行业已出清了 6 年，产业链正适合重建、价值链更易于重新分配）。

传媒所处的内容产业长线逻辑清晰且向好、中线逻辑则是技术新周期加持其景气上行。

长线逻辑在于，宏观经济转型时期，文化传媒产业将迎来新的发展机遇。这在历史上有迹可循的，迪斯尼、好莱坞、日本动漫产业都在经济低迷时期迎来了快速发展。据美国影业联合会统计（所以 1929 年世界经济危机时美国反而电影产业一路飙升），过去几十年里美国曾遭遇七次经济不景气，其中五次电影票房反而有大幅上升，尤其是上世纪二三十年代的经济危机。那时几乎所有的行业都沉寂趋冷，好莱坞的电影却乘势腾飞，热闹的歌舞片大行其道；日本市场调研机构消费统计数据显示，虽然其他行业走冷，游戏机行业中的任天堂和索尼 PSP，却销量大增，日本在过去经济迷失的三十年中，动漫、二次元、宅文化等行业获得了快速发展。

中线逻辑在于，传媒板块彻底出清之后正好遇到新的周期。2023 年传媒产业最大的触发因素是 AIGC（24 年开始，还有 MR/人形机器人等新技术和新硬件，有望持续触发），展望未来，我们看好除智能手机外的其他硬件入口去复制移动互联网的人口、时长、渗透率、资本、政策、人才红利，如 ChatGPT/Gemini×MR/人形机器人×NFT 构建新的空间计算平台，新平台上的新内容（交互方式等创新带来的内容形态创新，即短视频的下一代爆款内容形态）、新分发、基于分发的新变现方式，甚至是新模式、新赛道，此外，空间计算平台亦会带来的诸多基础设施产业化带来的众多产业链景气上行。

传媒板块的新周期起始于 2023 年，首先，影视、营销、游戏等子行业陆续出清，先出清、再受益于技术创新；其次，内容产业饱经洗礼，体现为内容形态本身待出新，互联网产品的裂变分发、快消品的运营变现思路都在吸收；最后，“向外出海、对内下沉”之于内容产业，是移动互联网时代所没有的新空间，科技创新带来的内容、分发、变现，我们预判更容易在出海、下沉的蓝海部位率先萌芽、发展、壮大。

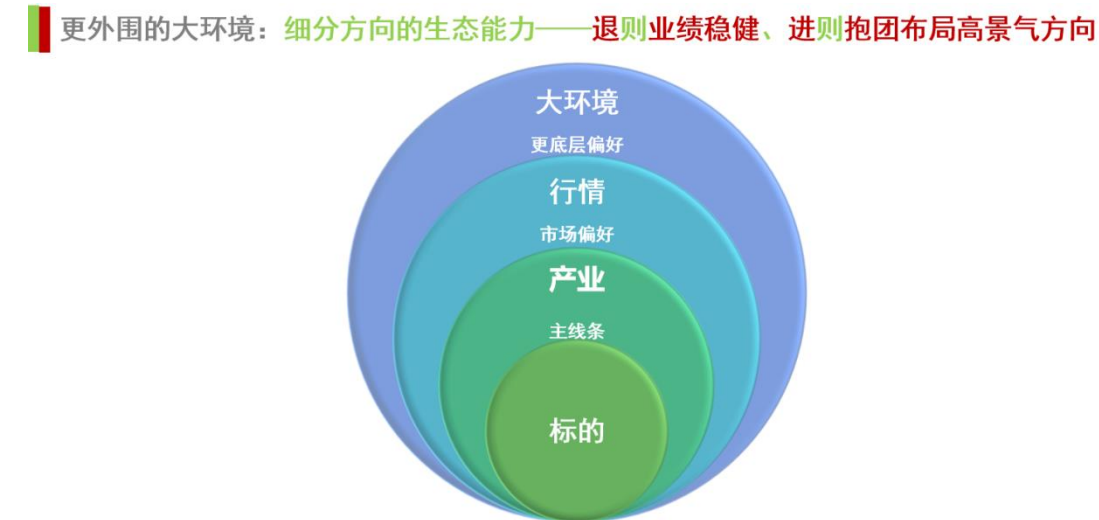
图3. 传媒内容产业的长、中线逻辑向好



资料来源：国投证券研究中心

时逢新周期的起点，国内内容产业正处于内容、分发、变现的大变局时刻，我们在思考，何为内容、分发、变现公司们的“锚”？流量分发、流量变现尚处于变局期难以看到新端倪，但内容公司，我们认为必须对标任天堂，即未来的内容龙头，擅长做 0-1 的创新、定义未来内容产业/细分内容产业的规则、开拓全球市场。内容产业长、中线景气上行的大背景，有望托举出中国版的“任天堂”。

图4. 选股逻辑



既要考虑产业发展阶段（称重机），又要契合二级市场的偏好（水温）、还要根本上符合大环境的更底层逻辑跟偏好（方向）

资料来源：国投证券研究中心

图5. 基于更外围大环境的考量

更外围的大环境：细分方向的生态能力——退则业绩稳健、进则抱团布局高景气方向



资料来源：国投证券研究中心

对标任天堂，是一种底层逻辑。科技换挡将带来巨大的推动力，大环境的变化则是“背景板”的剧变，所谓的新“锚”，我们认为新背景板上，借助于此轮技术跃迁，看得见的未来里，国内文化产业的关键生态位上究竟会是谁？它应该长什么样？如果以史为鉴，谁可以作为映射、参考、指南？

任天堂公司是一家日本跨国电子游戏公司，已有 130 多年的历史。上世纪 80-90 年代，任天堂成功出海（到北美）成功的背景跟现在的中国有较大相似之处，即制造业出海的巨大成功——彼时，日本的汽车、电视和随身听等硬件产品是世界市场的宠儿，而图书、音乐等软性内容相对较弱，但电子游戏却成为了例外。任天堂在电子游戏领域独领风骚，成为了日本文化输出的主要力量，通过强有力的硬件+软件的组合输出，给世界带来了一套非西方的全新价值观。中国版的“任天堂”，有别于抢占蓝海的流量洼地，更重要的是伴随制造业出海的文化影响力提升。

2. 任天堂的历史

任天堂历史悠久，成立至今已有 130 多年，任天堂的发展可以大致分为五个阶段，每个阶段的发展侧重点不同：

第一个阶段（1889 年-1977 年）：以花札起家，本质是深耕娱乐/游戏行业的软硬件公司。自 1898 年成立的任天堂，从明治时代就开始致力于“游艺玩具”制作，最开始靠制作精美的花札（硬件）起家，并推出花样类型及创新玩法（内容）的牌组，逐渐发展发展为日本卡牌游戏龙头。以花札起家的任天堂本质上是深耕游戏行业的公司，后随着娱乐内容形态的迭代，公司业务品类扩充——创造新游戏与玩具。

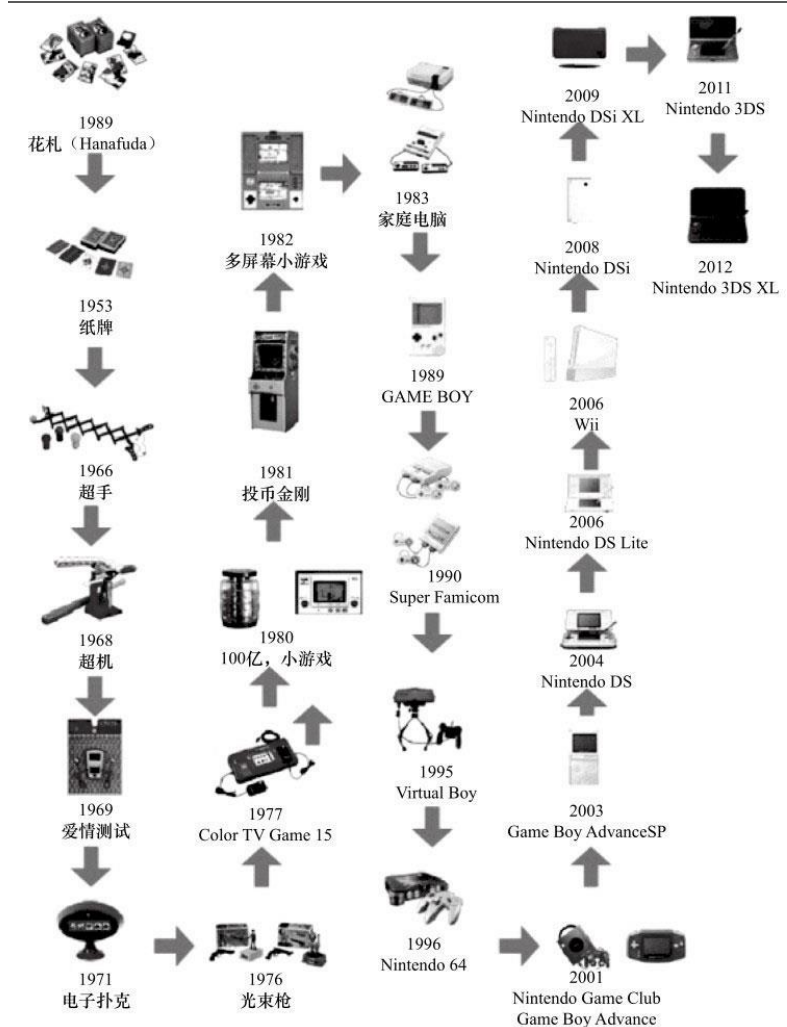
第二个阶段（1977 年-1983 年）：转型电子游戏领域，以“硬件→内容→软硬协同”路径打造出自身的内核和优势。受到其他娱乐内容形态的冲击，任天堂积极求变，从花札转型电子游戏行业，看似硬件与内容“形态”不同，但秉承了一贯以来的“开发和制造游艺玩具”的理念，并将这一理念发挥到了极致。本身硬件基因起家，任天堂深谙游戏行业的本质，硬件持续迭代，重视建立内容优势，搭建好软硬兼具的研发团队，按照“硬件→内容→软硬协同”的路径从 0 到 1 打造自身的内核和优势，奠定发展基调。

第三个阶段（1983 年-1993 年）：业务腾飞，爆款硬件&内容频出。基于此前建立起来的扎实基业，硬件、内容（软件）两条腿走路的任天堂，正式拉开“爆款”、“打破销量天花板”的大幕。作为最早锚定电子游戏方向的老牌游戏公司之一，任天堂吃到了多重红利（行业早期阶段、最先进入者定义行业规则、出海），业务获得了快速发展，硬件基因持续进化、制定行业规则、打入北美市场，成为全球电子游戏龙头。

第四个发展阶段（1994 年-2005 年）：至暗十年，竞争格局确立。在 20 世纪 80 年代一家独大的任天堂也躲不开硬件领域的激烈竞争。1994 年，索尼发布了第一代游戏主机 PlayStation，标志着电子游戏市场的竞争开始白热化，慢慢步入红海市场，20 世纪 90 年代开始硬件市场最终三分天下。

第五个阶段（2006 年-至今）：守正创新。进入 21 世纪，微软的入局更是加剧了电子游戏行业的竞争。任天堂非常擅长从 0 到 1 的创新且恪守创新的理念，绕开红海市场（硬件性能的比拼），回归游戏“玩”的本质。2006 年开始，任天堂继续在硬件上推陈出新，推出新的硬件体验（触摸屏、体感游戏、主机掌机双形态）以及新的爆款内容（3D 游戏等），覆盖新人群，在红海中谱写新蓝海，守住了自己的基本盘。任天堂也树立了别具一格甚至风味独特的存在。

图6. 任天堂主要产品推出时间



资料来源：《任天堂：让世界充满微笑》

2.1. 硬件起家，内容创新站稳京都；创新营销模式、渠道模式走向全日本

全球最老牌的游戏公司之一的任天堂，其业务最早起源于一种纸牌游戏——花札（Hanafuda）。1889年，日本企业家山内房治郎以经营花札店营利，在日本京都市创办了“山内任天堂骨牌”小店，名为“Nintendo Koppai”，为任天堂的前身。作为一家扑克牌公司成立，早期任天堂生产称为花札的手工纸牌，可以理解为承载一定内容的“硬件”。

花札是一种在日本非常流行的传统纸牌游戏，它有着悠久的历史，1549年，纸牌游戏开始在日本市场流行。但从1633年开始，当地政府开始施行纸牌游戏禁令，因为涉及赌博；尽管禁令实施后，改版纸牌仍然屡禁不止，许多制造商不断创新；直到后来，日本政府允许花札通过正规渠道销售，任天堂抓住这一机会逐渐发展成为花札市场的主导者。

任天堂以高质量的花札（硬件）与创新玩法（内容）打开市场。作为艺术家兼企业家的山内房治郎察觉到市场变化，开始生产多种类型的纸牌进行售卖，主要产品是以树皮制成的花札纸牌。山内房治郎作为一名优秀的产品设计师，他在花札原有的制作工艺上加入了树皮和黏土，并用花瓣等来制作染料，增加了纸牌的硬度与质量，更提升了美感，为此任天堂家的纸牌广受好评；同时，山内房治郎还开发了许多设计各异的花札牌组，比如大统领牌组（又称拿破仑牌组）是最受欢迎、最畅销的牌组之一，备考花之都 Miyako No Hana 牌组也广受欢迎。

创新营销模式、渠道模式走向全日本，并持续推陈出新。日本赌牌室的赌具即花札，赌场为了公平起见，每一局都要换新牌，背后的推手或不是任天堂，但任天堂充分受益于这一“营销策略”。由于房治郎制作的花札质量上乘，价格便宜，最终成为彼时日本全国赌场的主要供应商。1907年，任天堂与日本烟草公司签订了一项协议，将其卡牌在全国各地的卷烟商店销售，通过烟草商的渠道将其卡牌在全国进行铺货。借助于营销、渠道模式的创新，公司业务迅速增长，同时辅之品类扩充——创造新游戏与玩具，扩大所销售的产品范围。

1907年，公司推出了一种名为“Ryuukatsu”的新纸牌游戏，风靡日本，渠道、硬件、内容“三管齐下”的成效初现，为未来的“爆款频现”、“打破销量天花板”打下了坚实基础。

图7. 任天堂在1890年初印刷的各种样式的纸牌



资料来源：微信公众号“刘言飞语”

2.2. 积极求变，从花札转型游戏行业，开疆扩土

1929 年，山内积良成为公司的第二代社长，后又将任天堂变更为山内任天堂合伙公司，继续以花札业务为主，同时销售花札和各种花里胡哨图案的西方纸牌。此时任天堂卡牌已成为日本最大的卡牌游戏公司，并在接下来的 40 年左右的时间里，任天堂将产品扩展到其他非卡牌游戏与玩具的研发、生产与销售上。山内积良带领任天堂接受西方模式，他改变了师徒制的手工制作模式，引入工业生产线并招聘了流水线工人，构建了一个纪律严苛的管理团队，铁腕手段将任天堂变成了现代企业。

1949 年，任天堂的第三代社长山内溥（原名为山内博）——论继统则为守成，论勋业实为开创——既是公司霸道独裁统治者，也是将任天堂引至电子游戏行业的重要人物。

1950 年左右，日本开始了战后经济复兴，在时代潮流趋势下，现代电器、电子产品开始流行，迪士尼动画在日本也很受欢迎。1959 年，任天堂和迪士尼签署了许可协议，在纸牌背面印迪士尼的角色，完成了纸牌到卡片的跃跳；任天堂还开发了一种新的分销系统，让消费者可以在玩具商店中买到他们的产品。到 1961 年，该公司已经售出了超过 150 万个卡牌包，并凭借电视广告活动获得了很高的市场份额；1962 年，任天堂以扑克牌制造商的身份在大阪证券市场二板上市。

20 世纪中期，任天堂在第三任社长山内溥的治下将扑克牌生意做到了一个高峰：开始突破性地与迪斯尼公司合作生产米老鼠等卡通形象的纸牌，一年可以卖出 63 万迪士尼扑克牌，销量几乎等于任天堂此前 15 年的销量总和，做到了市场份额第一。1962 年，“小纸牌作坊”任天堂上市，并在 1963 年正式改名为“任天堂株式会社”。

图8. 任天堂迪士尼米老鼠卡



资料来源：百家号“游戏优品社”

尽管有上述一系列的成功，任天堂 1964 年的收入规模为 1.5 亿日元，此时的任天堂仍然是一家相对较小的扑克牌公司，长期看，在新娱乐内容推陈出新的趋势下，公司传统的纸牌业务将会有明显的天花板。正如山内溥所说：“如果一味局限于纸牌行业，即使做到世界第一也不过如此。”

出于业务多元化及转型的需要，山内溥开始涉足出租汽车公司、旅馆、速食面等新行业，但均以失败告终，股价也一路下跌。绝处逢生——负责扑克牌流水线的维护保养工作的员工横井军平的一个玩具小发明引起了山内溥的关注，山内溥将这个发明命名为“超级怪手”推向市场，该爆款产品在半年内销售达 120 万份，成为任天堂该年度最成功的产品，正式拉开任天堂“爆款”、“打破销量天花板”的大幕。

在电子产品出现的早期，游戏最初只是通过社交娱乐或者棋牌行业体现，后来有了电子载体之后，电子游戏逐渐成为主流。从明治时代就开始致力于“游艺玩具”制作的任天堂，最开始靠花札起家并蓬勃发展，在受到其他娱乐内容形态的冲击之时，公司积极求变转型，最终能从花札成功转型至电子游戏行业，看似硬件与内容“形态”不同，但秉承了一贯以来的“开发和制造游艺玩具”的理念，并将这一理念发挥到了极致，扎实经营且主动求变。

2.3. 新硬件锁定家用游戏机方向，引入软硬件人才

从 20 世纪 70 年代开始，任天堂逐渐将商业重心从卡牌和玩具向电子游戏行业转移。1967 年，《超级怪手》的成功，让任天堂跨入了最初级的游戏行业，此后任天堂又接连出了《超级棒球》《超级望远镜》《爱情测试仪》（第一次在硬件里增加电子元器件）等产品，这些产品的推出促进任天堂在电子娱乐产品行业崭露头角，横井军平也成为公司游戏研发的领军人物。

1969 年开始，任天堂决定专注于生产娱乐型游戏和玩具产品，并扩充了游戏经营部门的规模，引入了软硬件方面的人才，成立了研发部，关键人物上村雅之和竹田玄洋也在这个时间前后加入了任天堂。此前提到的对讲机、测试仪和光线电话等游戏产品都需要电子元件的支持，横井军平在与夏普员工上村雅之对接的过程中，发现了上村雅之（之后主导设计出一代经典主机——任天堂红白机）的创造力，在 1971 年将他挖到了任天堂。1972 年，竹田玄洋加入任天堂。20 世纪 70 年代初，任天堂的技术开发部门已经初具规模，已初步形成了以横井、上村、竹田这“硬件三杰”为代表的技术开发核心，并陆续开发出了一系列知名游戏产品。

1977 年是任天堂的重要转折之年，社长山内溥锁定家用游戏机方向，开始研究一些能够接驳到电视来玩简单游戏的硬件设备。在此之前，已经有公司在家用游戏机领域取得了成功，比如雅达利（Atari），山内溥觉得这一条路将是任天堂的乘胜追击之路。于是在 1977 年，任天堂与三菱电气合作，联合开发了“彩色电视游戏系统”（Color TV Game，简称 CTG），首批产品包括两个版本——CTG6 与 CTG15，这标志着任天堂正式进军家用游戏市场。其中，CTG6 于 1977 年 6 月上市，这款游戏机内置 6 个游戏，定价为 9800 日元（略低于同类竞品），以低价优质很快就获得了市场好评；CTG15 以 1.5 万日元的价格接踵上市，这款产品相较于 CTG6 的差别在于内置的游戏数量达到 15 个。这两款产品合计销售了 100 万台以上（比率为 4:6），任天堂受益颇丰。

图9. Color TV Game 6



资料来源：Wikipedia

此后，任天堂在电子游戏领域乘胜追击，持续加大对硬件与软件（内容）的开发，吸引优秀的人才加入。1977 年，任天堂另一位灵魂人物宫本茂加入任天堂。1978 年，任天堂的研发部门被分为两个机构，分别是横井军平和上村雅之管理的任天堂研发一部和二部，陆续推出了新的硬件产品、功能，定义游戏玩法。1981 年，宫本茂设计出《森喜刚》（Donkey Kong）

游戏，游戏的发行不仅挽救了 Radar Scope 这台滞销的街机硬件，还成为了任天堂第一款轰动世界的游戏作品。1984 年，山内溥成立任天堂第四个研发部门，由宫本茂负责。有了宫本茂，任天堂在硬件基因之上，补齐了软件（内容）能力，不仅能做出高品质的游戏，还能够做出“原创的”甚至“超前的”高品质的游戏。至此，任天堂的硬件与软件研发团队搭建完毕：

- 第一开发部负责人为横井军平，带领 30 多人主攻游戏。1980 年，横井军平根据便携式计算器中运用的技术，创造了第一个原创的便携式游戏机 Game & Watch；1982 年，由横井军平设计的“十字键”诞生。
- 第二开发部负责人为上村雅之，带领 60 多人的工程队，主攻硬件，后主导开发出 FC 和 SFC 硬件产品。
- 第三开发部负责人为竹田玄洋，带领“小而精”的精锐研发部门，主攻技术突破。竹田玄洋为 N64、64DD、GC、Wii、WiiU 的设计开发主要负责人，同时主导了最初的电池记忆系统。
- 第四开发部负责人为宫本茂，主攻全新的创意游戏，探索一切可能性。宫本茂开发的《森喜刚》的成功标志公司在电子游戏领域逐渐占据主导地位，而《森喜刚》中的角色“Jumpman”后来成为了马里奥，同时也是任天堂的官方吉祥物；后还开发了《超级马里奥兄弟》《塞尔达传说》游戏成为经典。

2.4. 硬件+软件模式下，引导经销商重“软件”

20 世纪 80 年代对于任天堂来说，是一段关键性的时期，四个软硬件研发团队搭建完成，确立了“硬件+软件”的两条腿走路模式。

硬件方面，1983 年 7 月 15 日，任天堂推出了具有划时代意义的 Family Computer（简称 FC 或红白机，欧美地区称 NES），为任天堂第一代家用游戏机。任天堂在设计红白机时采取了一系列创新举措，将硬件与软件分离开，用户可以更换卡带来玩不同的游戏，这大幅扩展了游戏机的游戏库和生命周期。FC 凭借优异的性能与较低的价格取得了市场成功，当时负责游戏软件开发的宫本茂也携团队推出了几款脍炙人口的游戏，如《森喜刚》《大力水手》《马里奥兄弟》等，首批 47 万游戏机迅速销售一空，不到一年时间 FC 销量突破 300 万台。FC 的大获成功，助推任天堂占据了 85% 的日本游戏市场份额。FC 的生产持续到 2003 年，全球总售出约 6200 万台。

软件方面，在红白机出现之前，对于游戏内容的质量并没有严格的标准，且市场上的游戏硬件与软件厂商基本上是泾渭分明的。虽然当时雅达利 Atari 系列主机盛极一时，但其问题出在软件端，大批软件开发商涌进了电子游戏行业，而雅达利作为硬件厂商也忽视了内容的重要性，对游戏机上的发型的游戏没有进行很好的掌控，最终导致大量粗制滥造的游戏内容充斥市场，《E.T.》的发行致使雅达利信誉扫地，软硬件滞销。1983 年的雅达利冲击（Atari Shock）带给游戏行业的历史教训是：再好的硬件，如果没有高质量的内容支撑，也卖不出去。

作为硬件出身的任天堂，在大家都以卖硬件为主要业务的时候，引导经销商重视软件，并自己作为第一方自研游戏内容，注重加大对软件的重视和销售程度，这在当时是非常具有思想远见的。

任天堂对于产品的严格质量控制以及对于版权的积极维护，也是红白机能够成功的关键。1983 年，雅达利冲击（Atari Shock）引起了美国游戏业大萧条，美国游戏机市场迎来了巨大的下滑，市场规模缩水 90% 以上，从 32 亿美元的缩水至 1985 年的 1 亿美元左右，任天堂等日本游戏厂商便是借这个机会占领了该行业的主导地位。任天堂在这一时期得到的经验认知是：即使是过时的技术（Game & Watch 的小型液晶与计数器技术），也可以由创意诞生出热门产品。任天堂内部的游戏开发团队与外部合作者共同创作了许多脍炙人口的经典游戏，如《超级马里奥兄弟》和《塞尔达传说》等。

图10. FC 游戏机



资料来源: Wikipedia

图11. NES 游戏机



资料来源: Wikipedia

2.5. 爆款内容护航新款硬件，软硬协同

“硬+软”两条腿走路，硬件持续创新。任天堂最初开发的 Game & Watch 掌机并没有带来持久的销量，但是在 1989 年推出的 Game Boy 真正引领了掌机新时代，在刚推出的当年该掌机就售出 4000 万套。Game Boy 与当时的移动电话大小相当，配有一块无夜光功能的小型液晶显示屏，一个方向操纵按钮与四个控制按钮以及一个扬声器；采用插卡式设计，玩家可购买各种游戏卡带体验不同游戏。Game Boy 是现代掌机雏形，奠定了按键规格与游戏卡带等一系列的沿用至今的产业标准与设计理念。

爆款内容护航新款硬件。与 Game Boy 差不多时间发布的其他游戏机的硬件性能要优于 Game Boy，但 Game Boy 的大获成功得益于两点：

- **第一，Game Boy 主打性价比与便捷性。**同年，雅达利 Atari Lynx 只比美国版的 Game Boy 晚一个月发布，雅达利掌机的性能优于 Game Boy，且采用背光彩色显示器，但其价格昂贵；而 Game Boy 使用的是廉价、低功耗的部件，以最大限度延长电池寿命和降低成本为目标；
- **第二，最重要的是 Game Boy 游戏内容丰富。**任天堂的产品设计思路是有意突出并强化其一以贯之的理念——“游戏至上”，即“内容至上”，Game Boy 系列手掌机赢得众多大牌软件商的支持，游戏性非常强。虽然 Game Boy 的硬件性能劣于同时代的其他游戏机，然而凭借非常多的可玩性较高的游戏，Game Boy 取得了巨大的成功。截至 2003 年，Game Boy 系列机型全球累计销量 1.2 亿台，Game Boy 在 2004 年以前是销量最高的游戏机。

在 Game Boy 获得巨大成功后，任天堂又后续推出了改进机型 Game Boy Pocket（1996 年）、Game Boy Light（1998 年）、Game Boy Color（1998 年，配备彩色屏幕，画面效果有较大提升），Game Boy Advance（2001 年）。其中 Game Boy Advance 迎来了非常大的升级，是一部 32 位的掌机，使用彩色液晶显示屏，性能得到了大幅提升。

2.6. 搭建内容生态圈，制定游戏规则

20 世纪 70 年代期间，美国游戏市场的高速增长与利润，吸引了大量公司入局。然而，雅达利游戏机上充斥着大量粗制滥造的低质量游戏，这导致了雅达利公司的崩盘，源于当时雅达利并不收取任何游戏开发费用，所有公司都可以开发制作雅达利游戏机上的游戏。软件方面，任天堂吸取了雅达利公司的教训，非常注重游戏软件的开发，因为消费者真正买单的是硬件上的游戏内容，并确立了一整套软件开发流程和与第三方软件商的合作框架，以保证游戏质量。

任天堂在内容合作模式上做了开拓性的创新——权利金制度。不同于雅达利公司，从开始涉足电子游戏开始，任天堂就十分重视游戏内容的质量以及知识产权的保护。在 FC 推出早期，

基本上所有的游戏都是由任天堂下属的游戏软件公司开发的，但当游戏机的销量超过 300 万台时，游戏数量已不足以满足大量用户的需求，即公司没有足够的资源兼顾游戏开发与游戏销售。因此，在 FC 发售不久之后，1984 年任天堂开始接纳第三方游戏开发厂商，引入丰富的游戏内容。最初有六家游戏软件厂商入选，包括哈德森（HUDSON）、南梦宫（NAMCO）、泰托（TAITO）、卡普空（CAPCOM）、杰力（JALECO）与科乐美（KONAMI），被当时业界称为“六大软件商”。且在此基础上，加之吸取了雅达利崩盘的教训，任天堂开创了“权利金制度”来把控第三方的游戏软件质量。

在权利金制度下，任天堂作为游戏硬件厂商制定了一系列针对相关游戏开发商的条款，来进行管理，包括游戏质量的审核与确定上架销售，平台准入标准以及权利金比例等，其中重要的条款为：

- 1) 游戏卡带必须由任天堂来生产，且游戏的订货、流通、批发均由任天堂控制的批发组织初心会负责；
- 2) 每个厂商每年能够在 FC 上发售的游戏数量有限制，根据厂商规模大小定在 1-6 个不等；
- 3) 根据预估销量，厂商须提前交足权利金；在市场上每卖出一款游戏，开发商要按照约定的权利金比例支付给主机厂商权利金，比例大约为销售收入的 30%。

权利金制度本质是开发授权的制度，现在看来，这种制度对于控制软件质量相当有效，一方面任天堂通过收取权利金赚取了丰厚的收益，另一方面也形成了对各个游戏厂商非常大的掌控权。权利金制度实质上就是以任天堂为核心和最终决定着的市场准入和利益分配的制度安排。此后，任天堂的所有游戏机均采用这一权利金制度。虽然任天堂的权利金制度带有一定“霸王条款”，但确实有力的确保了 FC 游戏机上的游戏品质，客观上促进了游戏行业的健康发展。无论是随后的索尼、微软还是如今的苹果公司，它们的产品都沿用了这样的权利金制度。

2.7. 被迫出海，成功打入北美市场

现代游戏发展历史中，1983 年的雅达利大崩盘是一个非常重要的事件，1983 年对于任天堂来说也是值得纪念的一年，全球游戏市场竞争格局开始进行重塑，任天堂开始真正打入北美游戏市场。

任天堂的出海既有必要也占据了一定的天时。必要性在任天堂在于日本游戏市场的市占率已趋于饱和，1983 年任天堂 FC 红白机的发售开启了电子游戏的新纪元，但任天堂本身在日本游戏市场的市占率也已达到了 90%，有出海寻求新增长点的诉求，任天堂于 1980 年就在美国开设了任天堂的全资子公司，以开拓北美市场。天时在于，恰逢此时的北美游戏市场正经历崩溃之后的重新洗牌阶段，当地游戏厂商受到重挫，这为任天堂大举进入北美市场提供了契机。任天堂在开拓北美市场时还遇到了一些波折，其中较为著名的事件是“金刚 IP”与《俄罗斯方块》版权之争。

在 1983 年之后，任天堂凭借 NES（FC 的北美版本）家用游戏机与 Game Boy 掌机强势切入北美游戏市场。至 1986 年年末，任天堂公司美国分公司的业绩已经达到了 100 多万套销售额，超过了以前的最好成绩，1987 年年末，任天堂的销售业绩更是突破了 300 万套大关。此时，拥有 200 多家电脑软件销售商店的电子城与任天堂签了约。1988 年，任天堂的销售额达到了 15 亿美元，任天堂在北美发售的 NES 游戏机的销量排名第二，达到 700 万台，销售游戏卡带达到 3300 万个。

2.8. 躲不开的（硬件）激烈竞争，从世嘉到索尼，硬件市场最终三分天下

任天堂是 20 世纪 80 年代末的家用游戏主机的绝对霸主，在任天堂 FC 的成功之后，世嘉、NEC、索尼等日本公司也纷纷加入市场竞争。但在当时，任天堂与其他竞争对手对于游戏的硬件与软件的重要性有不同看法。

20 世纪 90 年代初，恰逢 32 位处理器、3D 技术的发展。家用游戏主机市场在这个的年代开启了一次非常重大的变革，硬件的性能开始发生质变，游戏主机进 32 位时代，可以运行 3D 游戏，这一波技术浪潮带来了一个新的窗口期。除了计算硬件性能的提升，以软盘（Floppy Disk, FD）、光盘（Optical Disc, CD）等为代表的新存储技术也在迅速发展，可以存储游戏内容。软盘在当时作为电脑的主流储存介质，具备容量大、价格低的特点，且能够反复写入新游戏，这可以大幅降低游戏厂商的成本。

任天堂最大的战略失误是轻视了硬件性能的重要性。任天堂是 8 位主机时代的霸主，1987-1988 的两年间，FC 丰厚的收入使得任天堂对于开发次世代主机的动力不足，也忽略了提升游戏主机的硬件性能。所以在 16 位主机时代，任天堂的反应略显迟缓，在 16 位游戏主机的竞争之中遭到后起之秀世嘉 MD 的狙击，世嘉 MD 的市场占有率开始提升。面对巨大的竞争压力，任天堂不得不开始投入新一代 16 位主机的开发。1990 年 11 月，时隔七年之后任天堂才发售了下一代 16 位主机，即超级任天堂 SFC（美国版为 SNES），是任天堂的第二代家用游戏机。虽然 SFC 在日本受到欢迎，但在北美市场，由于 SNES 的上市时间晚于世嘉 MD 两年，SNES 第一年的销售情况不太乐观，当时 MD 已经在美国建立了较为庞大的用户基础。1992 年，世嘉在北美家用主机的市场份额达到 55%，到 1993 年的市占率进一步提升至 65%。任天堂早期对硬件性能的忽视致使其在北美市场竞争力的衰退，为其后世嘉与索尼轻易占领北美市场提供了契机。

为了对抗 NEC、世嘉等竞争对手所推出的基于新技术的次世代主机，任天堂不得不寻求与索尼的合作。索尼自 1950 年开始做黑白电视、1960 年代做彩色电视、1970 年代做 Walkman 随身听，具备强大的硬件基因。索尼作为当时电子行业的龙头企业，是任天堂游戏机的声学芯片供应商，也 CD-ROM 新存储技术重要的推动者。因此，1990 年前后，任天堂与索尼进行合作，宣布要联合开发 Play Station，既可以插卡带、又可以插 CD，索尼拥有对 CD-ROM 格式游戏的开发权和所有权，理论上也能够建立自己的生态圈。但之后，任天堂与索尼的合作破裂，索尼继续将 Play Station 项目推进下去，借机推出自己的独立游戏机品牌。**硬件为主的索尼与软件为主的任天堂之间的竞争开始了。**

1994 年 12 月，索尼正式发售了自研的 32 位游戏主机 PlayStation（简称 PS），售价 39800 日元，这款游戏主机更像是一个家庭娱乐系统，既能玩游戏，又能播放索尼即将要设计的新的 CD 光盘。索尼的入局，加速了家用游戏机的发展进程，PS 一代是世界上第一部在全球范围内售出 1 亿台的游戏主机（不考虑掌机）。**第一代 PlayStation 问世，推动了游戏主机行业开始大规模往 3D 游戏转型，且让 RPG 游戏开始大爆发。**

时隔两年，1996 年，任天堂发布了 64 位主机 Nintendo 64（简称 N64），这是任天堂的第三代家用游戏机，虽然上市时间晚于世嘉 SS 与索尼 PS，但依然获得了大量玩家的支持，首批 50 万台主机于十天内售罄。但最终 N64 只卖出 3000 多万台，远不及索尼 PS 的一亿台，其失败主要源于其仍然使用落后的卡带模式，由于卡带的制造成本高于 CD，N64 逐渐失去第三方游戏软件商的支持，在发售之后的好几个月内一直缺乏内容支撑，因此 N64 也是历史上游戏种类最少的主流游戏机之一。

图12. 超级任天堂 SFC



资料来源: Wikipedia

图13. 任天堂 N64



资料来源: Wikipedia

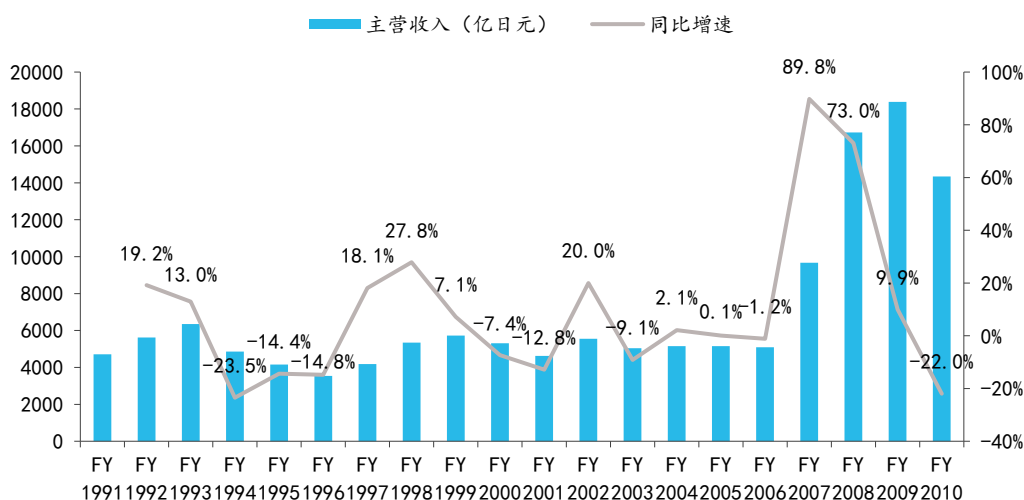
索尼给我们的重大启发意义,在于硬件产业的残酷性——先发、先验均不能保证打“终局”,硬件产业中,“活着”永远是硬道理。在 20 世纪 80 年代一家独大的任天堂也躲不开激烈的硬件竞争,从任天堂的垄断到世嘉、索尼的崛起,这其中最主要的原因是任天堂忽略了硬件性能的重要性(1996 年任天堂推出的游戏机 N64 还是基于落伍的游戏卡的主机),90 年代开始硬件市场最终三分天下。

2.9. 绕开红海市场,回归游戏“玩”的本质,覆盖新人群、新蓝海

在 1994 年到 2005 年十多年时间里,任天堂在同索尼的竞争中始终处于下风。任天堂的营业收入增速从 1990 财年的 78%持续下滑至 1993 财年的 13%,1993 年任天堂的营业收入达到阶段性的高点 6347 亿日元,在随后的三年内,任天堂业绩负增长;一直到 2006 财年,任天堂未能突破发展瓶颈,营业收入水平在 4100-5700 亿日元水平之间波动。相应地,1994-2005 财年任天堂的市值水平也处于较低位置。

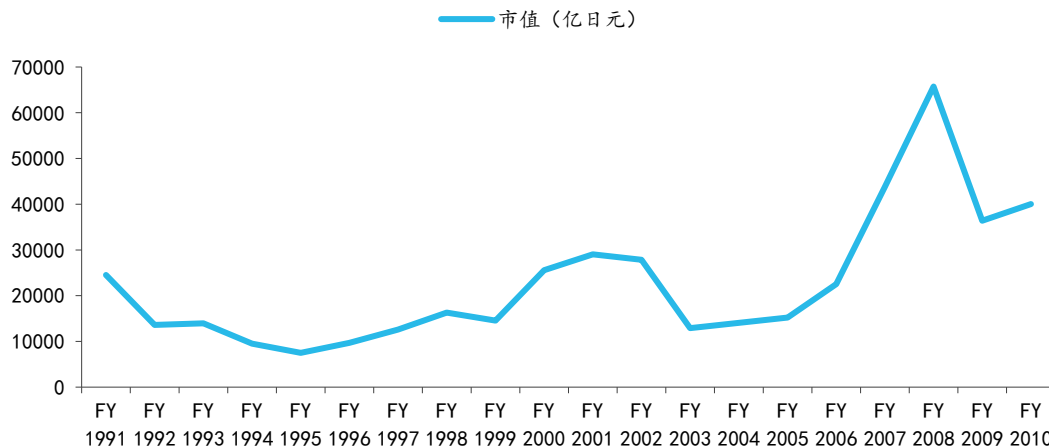
2002 年,经营公司 52 年的社长山内溥退休,推选岩田聪为继任者,岩田聪成为任天堂第四任社长,也是首位非山内家族成员的社长。可以说,岩田聪是临危受命。虽然岩田聪与山内溥在处事风格上有很大的差别,但他们对游戏的理解却一致而又深刻——做简单有趣的的游戏。

图14. 1991-2010 财年末任天堂主营业务收入



资料来源: Bloomberg, 国投证券研究中心

图15. 1991-2010 财年末任天堂的市值变化



资料来源: Bloomberg, 国投证券研究中心

纵观整个游戏行业，任天堂的特质相较于其他游戏厂商来说都是较为独特的存在。不同于索尼，任天堂从成立之初一直坚守“做简单有趣的的游戏”。当时索尼的游戏内容多是 3A 大作，具备绚丽的画面、复杂的操作、精美的动作设计，这些偏重的游戏设计确实符合资深玩家或重度玩家的喜好。但这类游戏的缺点在于，一是依赖较高性能的硬件，才能有非常好的 3D 画面表现，软件开发商的成本压力大；二是，重度游戏的玩家数量有限，对于那些操作复杂的游戏，很多玩家往往是望而却步的。

面对如此越来越大手笔、越来越繁复多样化的游戏市场，甚至当其他游戏厂商都在忙着抄袭、氪金、赚钱，甚至不惜以低俗内容作为卖点的时候，任天堂仍然坚持去制作一些简单有趣的的游戏，任天堂强调的“游戏性”并不侧重画面，而是将玩法和玩家体验放在了第一位。

绕开红海市场，回归游戏“玩”的本质，推出创新硬件玩法（触摸屏、体感游戏），覆盖新人群、新蓝海。任天堂的注重内容策略也帮助了任天堂重回领先地位，好玩的内容再次护航新硬件。2006 年 11 月，索尼与任天堂各自发布新一代的游戏主机索尼 PS3 与任天堂 Wii，这两款游戏主机市场定位不同。索尼 PS3 性能强大，主打资深游戏玩家；而任天堂 Wii 注重游戏的可玩性，开发低技术游戏，大部分游戏都是非常简单而且易于上手。

最终索尼 PS3、任天堂 Wii 在全球的累计销售分别为 8000 万台、1 亿台，虽然 Wii 的性能不及 Xbox360 与 PS3，但任天堂 Wii 的销量遥遥领先，其成功之处在于创新硬件体验。当其他竞争对手还在红海市场（高技术、大作）厮杀时，任天堂独辟蹊径，在 Wii 产品上率先将体感装置引入了游戏主机，拓展了虚拟游戏的边界，开辟了新的体验方式。Wii 开发代号为“Revolution”，表示电子游戏的革命——体感游戏革命，发售第一年销量就达 2000 万台，迅速抢占了大量轻量玩家甚至是非玩家市场，绕开红海市场，覆盖了新人群、新蓝海。

图16. 索尼 PlayStation 3



资料来源: Wikipedia

图17. 任天堂 Wii

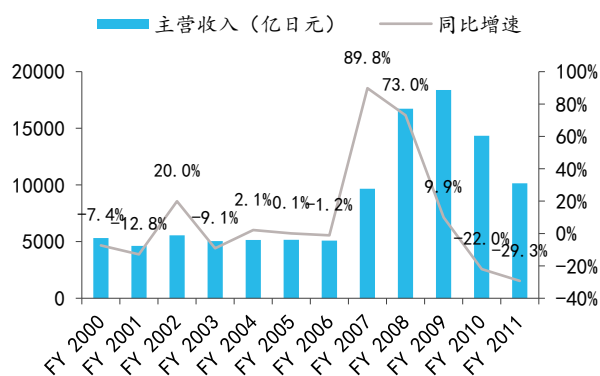


资料来源: Wikipedia

随着 NDS（触摸屏）和 Wii（体感游戏）创新机型的陆续发布，以及在岩田聪始终贯彻“游戏的本质应该是简洁的构思与真正有趣的创意”的理念的推动下，才有了我们今天所熟悉的《马里奥》、《塞尔达》、《口袋妖怪（精灵宝可梦）》《星之卡比》等游戏，任天堂也收复了曾经失去的市场份额。

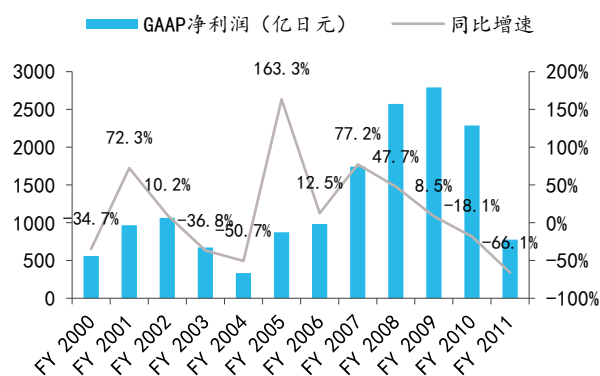
NDS 与 Wii 这两个产品的销量非常成功，带动任天堂的收入开始自 2007 财年恢复高增长，2007-2008 财年，任天堂实现营业收入 9665 亿日元、16724 亿日元，分别同比高增 89.8%、73.0%；实现 GAAP 净利润 1743 亿日元、2573 亿日元，分别同比高增 77.2%、47.7%，收入与利润水平平均达到了一个新的台阶。在 Wii 助力下，2007 财年任天堂的市值也将近翻倍。

图18. 2000-2011 财年任天堂营业收入



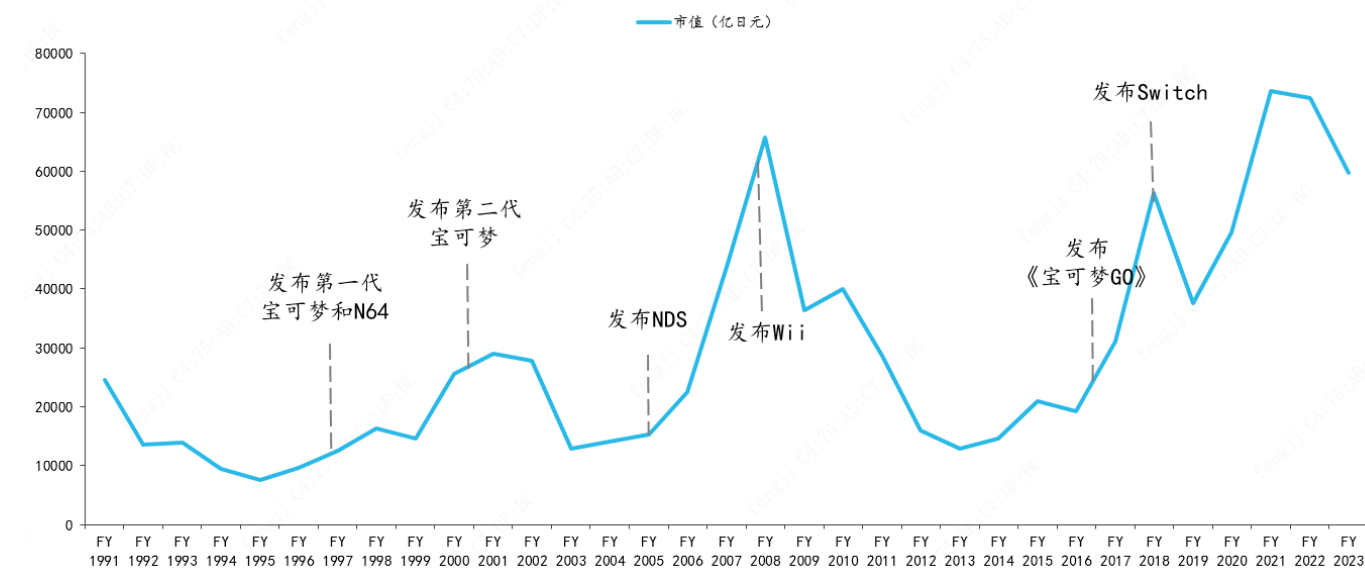
资料来源: Bloomberg, 国投证券研究中心

图19. 2000-2011 财年任天堂 GAAP 净利润



资料来源: Bloomberg, 国投证券研究中心

图20. 1991-2023 财年重大历史事件下任天堂的市值变化



资料来源: Bloomberg, 国投证券研究中心

2. 10. 至今推出的新内容，至臻至简、独具一格

自从2006年11月发售以来，Wii在市场上掀起了一股新潮流的电玩旋风，由于它的玩法非常创新，Wii带来了友好的用户界面和新的交互方式，操作的互动体验感很强，不仅仅吸引忠实的电玩玩家，而且还给传统意义上不玩游戏的群体带来了游戏体验。任天堂成功的背后，在于始终将玩家的体验放在最重要的地位，推出的新内容独具一格，这也是它面对越来越先进技术和配置时能够笑傲游戏行业的独门秘籍。

继Wii、Wii U系列之后，任天堂持续创新硬件体验，并以游戏内容为载体稳定输出价值观。

硬件方面，2017年3月，任天堂发售跨时代的双形态游戏机Switch (Nintendo Switch，开发代号NX)，采用家用机、掌机一体化设计理念，支持4K电视输出与720P掌上输出。随着Switch一同发售的，还有护航大作《塞尔达传说：旷野之息》，该游戏赢得了业内顶级大奖TGA (The Game Awards) 2017年度游戏、最佳游戏设计和最佳动作冒险游戏。Switch一经发售，便受到了火热的追捧，销量一路攀升，根据任天堂财报，截至2021年9月底，Switch主机已在全球售出9287万台，游戏软件6.81亿份。

在三大游戏主机厂商中，任天堂善于突破常规，以给玩家带来创新的游戏体验，Switch最大的亮点就在于其具备携带与家用两种可变换形态，可以连接电视使用手柄作为主机游玩，也可以拆卸为手柄+平板显示屏实现单人或双人共享游戏。此外，任天堂设计了可拆卸手柄Joy-con。该组件具备动态感应功能，可以支持体感游戏；同时具有HD震动技术，使得控制器得以通过震动功能反馈更真实的游戏体验；控制器前端还设置有红外线摄影机，可以侦测使用者的手部动作，也可以感知空间变化，用以设计各种创意互动应用。

软件方面，任天堂成为向外输出日本文化及价值观的主要力量之一。20世纪90年代，日本的汽车、电视、随身听这些硬件是世界市场的宠儿，图书、音乐等软内容相比之下就弱很多，但电子游戏却是个例外。而任天堂则成为了日本文化输出的主力，给世界带来一套非西方的全新价值观——总有人比你更强、更壮、更聪明，即时你打败了所有的坏人，拯救了公主，你也无法逃脱一死的命运，但死前一定要活得精彩。这种价值观与美国的个人英雄主义有所不同，任天堂以自成风格的游戏内容为载体开始反向向美国进行价值观的输出，且持续稳定地推出新的游戏内容，以巩固日本文化产品在消费者心中的地位，并培养用户的忠诚度。

图21. 主机形态的 Switch



资料来源：腾讯 Nintendo Switch 官网

图22. 掌机形态的 Switch



资料来源：腾讯 Nintendo Switch 官网

任天堂在沉浸式体验上不断进取，于 2018 年推出适用于 Switch 的组合套装《任天堂 Labo Toy-Con 01》，并于次年推出《任天堂 Labo Toy-Con 04: VR 套装》。任天堂 Labo 是任天堂推出的全新理念产品系列，通过纸板制作拼装成各种不同的 Toy-Con，并与 Switch 主机以及 Joy-Con 手柄组合联动，结合电子游戏与 DIY 玩具产生富有创意的全新玩法，是将“制作、游玩、探索”概念融合为完整的游戏体验而开发出的游玩发明组合。套件 01 “Variety Kit”中包含钢琴、钓竿、小屋、摩托、遥控小车以及游戏卡带，由 Switch 对应的游戏可以引出各种各样的玩法：钓鱼、赛车、音乐、射击等。

2019 年 10 月，任天堂发布健身游戏《健身环大冒险》，国行版定价 499 元。该游戏套装自带一条腿部固定带与一个柔性健身环，被称为 Ring-Con，玩家需要将 Switch 上的控制手柄 Joy-Con 装入 Ring-Con 中，并将腿带绑到腿上，以识别自己的动作，这样玩家就可以通过肢体动作来控制游戏人物进行活动，一边健身一边在游戏中冒险。在游戏中可实现 60 种的健身，并且可将记录上传，与世界范围内的玩家竞争。2019 年这款游戏引爆了社交圈，发布不到两个月，健身环开始缺货。截至 2020 年 7 月末，《健身环大冒险》游戏的全球销量突破 400 万份。

图23. 任天堂 Labo 玩法宣传图



资料来源：任天堂官方宣传图

图24. 《健身环大冒险》需配备体感设备进行游戏



资料来源：Nintendo Switch 官网

3. 任天堂能“封神”的特征

3.1. 硬件的基因+内容的创新，两把金钥匙分别锁定下限与打开上限

实物商品到达 C 端用户手中，需要自建销售渠道（直营店）或借力于经销商；PC 与移动互联网之前，虚拟产品，如娱乐内容，到达 C 端用户手中，既要自建通道（硬件）又要借力于经销商对硬件的分销，PC 与移动互联网时代的论坛、平台则集“硬件”的通道功能与“经销商”

的分销渠道功能为一体，任天堂的硬件、内容（软件）两条腿走路，类似于当下的流量平台兼具了内容制作能力。

移动互联网时代的价值链分配，基本只有内容与流量平台两方，内容更重要还是流量更重要？同样重要（否则不可能只剩下内容与流量平台两大价值链分配者）但仔细推敲又有细密的逻辑关系——硬件/平台奠基出下限、内容打开上限：

- 1) 若兼具硬件/平台与内容能力，这是最有竞争力的局面；
- 2) 若抢占先机，初期吃到了流量红利，则可快速崛起；
- 3) 竞争中做大，但若要做强（行业前三）、坐稳（差异化特色、标签、风格），则需要内容能力上的“后手”——头部/精品内容或新内容形态。

故，任天堂具备硬件的基因，在竞争惨烈的硬件产业，任天堂做到了前三（另外两大为索尼、微软），除基业扎实、积极进取、持续创新、传承有序、人才梯队……等等，离不开内容尤其是爆款内容的护航。

此外，中国市场的特色，是有众多卡位于“内容制作”这一单点的公司，如影视、综艺，主要受益于平台、院线迅猛建设过程中的“产业链红利”，即建设中的、激烈竞争中的平台、院线需要争夺优质内容，“价”猛烈上升的同时，带动“量”的激增，量价齐升是产业链中上游受益于下游供需缺口时的经典特征，带动纯粹的制作公司大量崛起、做大、上市。

游戏不同于影视，既是内容又是变现方式——较影视制作公司的稳健性强、但较影视公司又更多受流量平台/硬件的影响，故任天堂选定的游戏内容，一方面带来更突出的业绩稳健性，另一方面更依赖于平台/硬件，故其硬件的基因，对任天堂成功的重要性，比大众料想的要更高。此外，综艺相对影视，更像游戏，既是内容又是变现，且更倾向于变现，故国内的综艺制作公司，其走向注定了会被平台“收编”或“吃掉”（更依赖平台）。内容产业于国内已进入新周期，纯粹的内容制作公司，其升维之路，即必须兼具变现能力，尤其是在 AIGC 的浪潮下，其内容制作的起点上，就需要充分考虑到精准的变现的方式、标配变现能力。

基于上述逻辑，任天堂选定了电子游戏方向后，其硬件基因不啻为“含着金钥匙”，基本奠定了其未来成为硬件巨头之一的“下限”，而爆款内容则是其淬炼出来的另一把“金钥匙”，为硬件保驾护航的同时，打开了其制定行业规则、定义设计准则、诞生即经典的诸多爆款、红海中谱写新蓝海、树立了别具一格甚至风味独特这一辨识度的“上限”。

（1）硬件基因的持续进化：掌机的雏形

在雅达利大崩溃之前，即 1980 年任天堂就已经书写了第一个历史——创造掌上游戏机雏形。严格意义上来讲，Game & Watch 并非世界上第一款商用掌上游戏机，但它却是现代掌上游戏机的雏形，经典的左方位操控、右功能按键的主面板布局让它风靡一时。Game & Watch 的诞生，让人们认识到：所谓的电子游戏，不一定必须在笨重的家用游戏机上运行，它们可以随身携带，无时无刻不给我们带来快乐。且后来引入的控制方向的“十字键”设计一直被电子游戏行业沿用至今。

（2）内容上制定行业规则：必须设定“质量标准”以防拖累硬件

雅达利彼时实施“数量压倒质量”的政策，一年之内美国市场上出现了近万款游戏，如雅达利母公司华纳督促团队用 6 个星期时间做出《E.T. 外星人》这一史上最著名 IP 烂作，1982 年的圣诞季，《E.T. 外星人》卖出 150 万份，而雅达利准备了 400 万份游戏，多出来的 250 万份游戏卡带滞销。大量同质化垃圾游戏让美国玩家彻底失去信心，并最终导致了 1983 的雅达利大崩溃事件。自此之后的三四年间，美国游戏机市场迎来了巨大的下滑，市场规模缩水 90% 以上，从 32 亿美元的缩水至 1985 年的 1 亿美元左右。

北美游戏机市场的“起死复生”，得益于 FC 的风靡全球，其畅销程度帮助北美游戏市场从“雅达利大崩溃”中复苏。1985 年 10 月，NES（FC 美国版）在美国正式发售，NES 的出现以及后续的各大经典游戏的上市，让美国的玩家对主机游戏重获信心。此外，任天堂**改良游戏规则、制定行业标准**。在美国的主机游戏市场上，之前充斥着很多低品质的游戏，游戏玩家不信任游戏厂商可以产出可靠地游戏，游戏厂商又因为缺乏受众而逐渐放弃游戏行业，由此陷入死循环。正是在这样的市场环境下，任天堂在 FC/ NES 产品推出之际，顺势推出了世界上第一个游戏质量监管标准——Seal of Quality 标识，并在 FC/ NES 上建立了“权利金制度”来控制游戏软件质量。Seal of Quality 标识印在包装上，以保证消费者买到的是通过最高检验标准的产品。当时人们仍然担心主机游戏行业会再次崩溃，任天堂用这种方法来缓解大众的忧虑，并广为其他厂商效仿。“权利金制度”也被沿用至今。

（3）内容上定义设计准则：《超级马里奥兄弟》，爆款内容一己之力定义设计准则

《超级马里奥兄弟》本定位于为红白机保驾护航，其巨大的成功，被誉为主机游戏的奠基之作，游戏史首部真正意义上的超大作游戏，是想象力与革命创新完美结合的产物。这款游戏拥有可以移动的卷轴背景，可以顺滑地从一个场景移动到另一个场景，游戏主人公马里奥可以跑、可以跳，可以从上方踩扁敌人——这些动作要素后来被当作了平台游戏的设计准则。

此外，《超级马里奥兄弟》的意义在于，任天堂以一己之力，将横向卷轴游戏推至了无可逾越的高度，所派生的理念至今都对现在的游戏制作者产生着不可磨灭的影响。这部游戏是一大批游戏制作人的启蒙之作，确立了角色、游戏目的、流程分布、操作性、隐藏要素、BOSS、杂兵等以后通用的制作概念。知名日本游戏制作人小岛秀夫如此评价《超级马里奥兄弟》的价值：“故事、游戏目的、谜题设置、BOSS、隐藏要素……为游戏制定了规则，可以说目前所有的游戏都是依据此而派生发展的产物。”

（4）内容上持续创新：塞尔达系列，定义冒险与迷宫、“电池存档”

《海拉鲁的幻想：塞尔达传说》是《塞尔达传说》主系列的第 1 作，于 1986 年 2 月 21 日在任天堂的 FC 磁碟机上发售。《塞尔达传说》的关键卖点之一是其开放世界的游戏玩法。与当时的许多其他游戏（以线性水平和严格的发展过程为特征）不同，《塞尔达传说》允许玩家以自己的节奏探索游戏世界，玩家可以漫步在人迹罕至的道路上，发现隐藏的秘密，并以他们选择的任何顺序完成游戏的挑战。

任天堂创新家用主机存档。《海拉鲁的幻想：塞尔达传说》的创新之处在包括有多种不同的道具可以使用、一个充满秘密和等待探索的广大世界，以及能够在使用电池的主记忆体中储存游戏进度。开放式游戏的问题之一是游戏进度的存档问题，任天堂不是第一个做出存档系统的（《太空侵略者》是第一款具备存档系统的游戏），但当时的存档机制是密码存档，即生成一串密码，玩家记录下来，下次游玩时需要输入这串密码才能继续游玩，操作极其繁琐，任天堂在开发 FC 磁碟机时，考虑到 RAM 断电就会丢失数据，于是使用一颗纽扣电池让 RAM 不会断电，即电池存档机制。

（5）硬件基因的持续进化：可更换卡带的掌上游戏机——Game Boy

Game Boy（简称 GB）是任天堂公司在 1989 年发售的第一代便携式游戏机/掌上游戏机，由游戏家横井军平设计开发，是任天堂 Game & Watch 的后续产品。Game Boy 使用可随时更换的游戏卡带存储游戏，并可通过通信电缆与其他 Game Boy 通信，进行联机对战。

Game Boy 也是一个具备划时代意义的游戏机，是第一个可更换卡带的畅销游戏机。虽然任天堂不是第一个发明游戏卡带的游戏厂商，世界上第一款可更换游戏卡带的游戏机是于 1976 年由 Fairchild Semiconductor 公司推出的，它的出现后来的游戏机奠定了基础。之后任天堂

持续精进，开发出了可更换卡带的掌上游戏机 Game Boy，任天堂将整个马里奥世界装进了一个长 127.6mm、宽 77.6mm、高 25.3mm、重量只有半斤多的小盒子里。此外，至今销售量位居所有游戏榜首的俄罗斯方块游戏首次正式亮相——类似超级马里奥之于红白机——作为 Game Boy 的护航大作与 Game Boy 同时发布。

(6) 硬件基因的持续进化：手柄定型——SFC 的诞生

SFC 诞生之前，游戏手柄上没有人使用过十字键和 ABXY 四键设计。任天堂首先定义了最合理的十字键——通过四个按键可以表达上、下、左、右、左上、左下、右上、右下八个方向，这种设计成为了现代手柄按键方向键不可替代的方案。手柄还首次加入了肩部按键 L/R，并形成了 ABXY 四个按键的手柄布局。

(7) 硬件基因的持续进化：3D 游戏操作模式的奠基人——N64 的诞生

1990 年代中期，虽然人人都知道 3D 游戏是未来发展方向，但没有人知道 3D 游戏应该采取什么样的系统。常见设计方案是，角色默认向 Z 轴运动，操作只涉及加减速，十字键仍然负责上下左右，此类游戏的典型是赛车和飞行模拟。还有一种方案是主要场景仍为横卷轴，但增加纵深移动的操作，典型如《幽游白书魔强统一战》的跳线操作。严格来说这些都不算真正的 3D 游戏。

造成这种境况的除了游戏制作人想象力的缺乏外，手柄的限制也是一个重要原因。以马里奥为例，如果用标准的 4 向方向键输入前后左右（加斜向是 8 方向），那么角色的动作将非常僵硬，无法到达 3D 场景的每个位置。更麻烦的问题在于，3D 游戏需要频繁调整视角，这会导致操作方向与目标方向不一致。为了解决这个问题，当时 3D 游戏中流行所谓的“坦克式操作”，即操作的方向不以玩家的感觉为准，而是与角色一致，前后表示角色前进后退，左右是左右转，比如《生化危机》的固定视角切换，或是《古墓丽影》的强制背后视点。还有一种方式是像《最终幻想 7》以后采用的，方向以玩家的方向为准，但是在转换视角时，角色运动方向维持原方向不变，直到输入发生变化（这个方案在《生化危机 1HD 重制版》中得到引入，手感比坦克式提高不少）。

任天堂的设计是，以地面为 XY 轴上下为 Z 轴的思路是对的，问题在于 8 方向输入灵活性太差，影响到视角调整。如果要制作真正的 3D 游戏，就需要一种能够输入 360 度方向的设备，而且输入一定要迅速准确。而他们拿出的答案，就是著名的 N64 手柄。相应地，任天堂开发的《超级马里奥 64》与《塞尔达传说：时光之笛》两款游戏被誉为两大 3D 游戏玩法开创作品。

N64 的手柄（绰号“三叉戟手柄”）堪称游戏史上最重要的输入设备，其意义甚至大于街机摇杆和十字键。它还有 4 个堪称划时代的设计：**模拟摇杆，扳机按键，震动包，双方向键。**

图25. N64 手柄与《超级马里奥 64》的基础控制



资料来源：知乎“平昭·南宫司卿”

图26. 《超级马里奥 64》的 3D 游戏界面



资料来源：知乎“平昭·南宫司卿”

(8) 内容上“诞生即经典”：与 N64 一同开创 3D 时代的《超级马里奥 64》与《塞尔达传说：时之笛》

世界上的第一款 3D 游戏是《VR 战士》，但当时的 3D 游戏只能跟随指定的视角和方向前进，因此很多游戏类型完全不适合做 3D。但 1996 年发售的《马里奥 64》利用 N64 的类比摇杆把镜头控制权交给玩家，实现真正的 3D 操作逻辑以及真正的 3D 镜头控制；1997 年申请专利获批在 1998 年发售的《塞尔达传说：时之笛》中实装的视角锁定。以上两款游戏二者一起完成了现代 3D 游戏的操作方式，后续几乎所有的 3D 游戏都基于这两个机制——现在的 3D 游戏都是一个摇杆或者 WASD 控制方向，另一个摇杆或者鼠标位移控制视角移动。

任天堂最擅长的是从 0 到 1，且 0 到 1 之后，能迅速将 1 推高到 9 甚至 9.5。《超级马里奥 64》是其中最了不起的一作——《超级马里奥 64》的革命性决不亚于过去的《超级马里奥兄弟》，制作长达两年，耗资超 4 千万美元的划时代作品确立了 3D ACT 游戏标准——NDS 版的重制版卖出了和 N64 原版不相上下的销售成绩，创下重制版与原版双双达到 1000 万销量的奇迹（N64 版销量 1189 万，NDS 版销量 1024 万）。

《塞尔达传说：时之笛》是系列中第一部采用三维绘图技术的游戏，也是该系列里程碑式的作品，被誉为神一般的作品，与《超级马里奥 64》一起开创了 3D 游戏的基本玩法。《时光之笛》，对于整个游戏产业来说也是教科书式的里程碑，LOCK-ON(视角锁定)系统为困扰 3D 游戏多年的视点转换问题提供了最合理的解决方案。《塞尔达传说：时光之笛》于 1998 年在日本媒体艺术节的互动艺术部门中获得大奖，又在第二届年度互动成就奖中获得“年度最佳游戏”、“互动设计卓越成就奖”、“软件工程卓越成就奖”、“年度最佳家用机游戏”、“年度最佳家用机冒险游戏”及“年度最佳角色扮演游戏”等六项殊荣。

(9) 内容上“谱写新蓝海”：Wii 的诞生再一次引领革命——体感游戏的创造

2006 年 11 月，任天堂发布新一代的游戏主机 Wii，Wii 开发代号为“Revolution”，表示电子游戏的革命——体感游戏革命。在整个游戏界由于缺乏创新而逐渐沦为单纯硬件性能比拼的当时，任天堂再一次给游戏行业带来了新的创新。Wii 出现是游戏业的重大事件，过往几十年积累各厂商的关于人机交互的经验全都沦为废纸，只有全新设计的游戏类型才能满足新硬件的需求。

Wii 家用游戏机，主打体感游戏合家欢，体感游戏完全拓展了虚拟游戏的边界，从技术回归了本质，最终卖了 1.02 亿台。体感游戏的概念使得游戏业突破了游戏方式数十年一成不变的瓶颈，从无到有涌现出无数前所未有的游戏类型如《WiiSports》、《WiiFit》。体感游戏的出现也模糊了玩家与非玩家的界限，作为一种被非玩家认同的流行文化，极大地扩展了用户群体。如今，体感已经成为所有主流机种必备的游戏外设功能之一。

(10) 硬件基因的持续进化：给业界重新定向——NDS

NDS 出现的意义和 Wii 类似，它们分别将触屏和体感引入游戏行业。然而，NDS 在给业界重新定向上起到了更加深远的意义。如果说 Wii 在与并行的家用主机相比显得性能羸弱不堪，那么与相同定位的 PSP 相比，NDS 的性能可以说是非常低。

通过 NDS 已经足够证明硬件性能并不是至关重要的决定因素，准确的商品价值定位才是成功之道。从任天堂全力宣传的《任天狗狗》乃至《灵活脑筋大教室》等 NDS 游戏所锁定的主力消费层并非传统的核心玩家层，而是那些过去很少甚至从来不接触游戏的新人群。正如岩田聪所说的那样，同时满足一般玩家和重度玩家是一个非常艰巨的课题，任天堂在制作《任天狗狗》等 LU 游戏的同时，并没有放弃对《塞尔达传说》等传统游戏的制作。

最终，PSP 在全球的总销量 8252 万台，而 NDS 以其精准的用户群体定位和足够有趣的游戏阵容，售出 1.54 亿台。NDS 的存在意义并不在于其两倍于 PSP 的销量这一商业上的成功，而是在于任天堂推出 NDS 时的大胆举动，对所有仅关注游戏性能和图形竞争的游戏开发者起到了警示作用。任天堂的行动提醒了所有涉及这个行业的人们，过多地关注硬件性能的这条道路是不可持续的。游戏界第一次意识到了创意的重要性，独立工作室入雨后春笋揭竿而起，创造了如今游戏业界的大格局。

(11) 硬件基因的持续进化：最早的 VR 技术

最早的 VR 技术的商业应用也是在任天堂游戏机上首次实现的。1995 年 7 月，任天堂推出了拥有 3D 立体显示器的便携式主机 VB (Virtual Boy)，5 个月后，该主机在日本宣布停产。虽然 VB 不怎么成功，但是也是在二十年前奠定了现代 VR 设备的主体形态和穿戴形式。

在设计师横井军平的设想中，VB 是一台带有头部追踪的便携式 VR 主机，它无需支架，只需一个绑带固定在头上，玩家可以在任何地方玩游戏。这个设计理念与现在的 Meta Quest2 相似，但对于上世纪 90 年代的科技来说，这个想法仍然过于激进。

裸眼 3D 技术第一次被运用到游戏行业也是由任天堂的 3DS 实现的。3DS 掌机是任天堂的第四代掌机，于 2011 年 2 月在日本上市。除了在机能方面较前一代产品做了提升之外，3DS 的最大的卖点是其具有裸眼 3D 功能，即不用佩戴偏光眼镜，仅凭肉眼就能看到具有 3D 景深的画面。3DS 的机身处处体现了用一台产品即可享受 3D 的创意。除了可显示 3D 影像的画面外，还配备了拍摄 3D 影像的摄像头。另外，全力扩充了 3D 游戏及影像内容的发送等软件方面的功能。为提高操作性，新配备了 360 度的模拟输入装置、角速度传感器及加速度传感器等。

硬件的基因，内容的创新，两把金钥匙分别锁定下限与打开上限。苹果在智能手机时代创造的时代巅峰，即是任天堂这一特征的“智能手机版本”、“N 倍放大版本（在内容之上构建了生态系统）”。在这一视角下再来审视国内的文化企业，平台/媒体/渠道与内容，基因中的资源禀赋是哪种？有无锁定下限的资源禀赋或基因？有无打开上限的内容、生态或系统？这已经不是两条腿走路、两条腿都要强或硬的简单问题。

3.2. 出海是必经的洗礼之路，出海成功才能“封神”

20 世纪 70 年代开始，是日本经济迅速崛起的关键时期。到 80 年代，日本经济以惊人的速度发展，成为仅次于美国的世界第二大经济体。自 80 年代起，日本成为全球最大的出口国之

一，日本制造业和技术水平在世界范围内享有盛誉，特别是汽车、电子产品等高附加值产品，在国际市场上占据了重要地位，这也使得日本成为当时世界最大的汽车和电子产品出口国。同时，在强有力的经济支撑下，文化产品也成了日本对外贸易生力军和文化输出的重要媒介，日本的企业文化和价值观在部分海外市场和用户中得到认可。

如果将眼光着眼于日本本土市场，出海则是日本企业发展成为行业龙头之后，不得不被迫去考虑的经营策略，“出海”则是开拓一片新市场，以分公司或子公司的方式来经营，以日本总部为圆心、大本营，开拓新销售市场，无论成功还是失败，公司大概率仍旧是日本的行业龙头。但若将产业链全球布局为整体思路，出海则是以日本为圆心，目标为扩大公司及品牌影响力至全球市场、终至成为全球行业龙头的升维、淬炼过程。前者与后者，目的、目标不同，甚至初心与初衷就已然不同。

80年代-90年代期间，日本的视听电子设备占据全球领先地位。经过出海过程的洗礼，诸多日本企业崛起，出现了全球性的知名企业，如汽车领域的丰田、本田，电子技术领域的松下、索尼、日立、三菱、东芝、三洋、夏普、先锋、任天堂和世嘉等。软硬实力（电子游戏及游戏内容）兼备的任天堂出海也是在这样的背景下开展的。

日本企业不仅在各个视听机市场占有优势份额，有的还占有垄断地位，更为重要的是，他们还控制着电子技术的生产设备，如装配机械手、录像机和多媒体电脑的关键组件。而当时，美国作为视听电子技术的发源地只生产彩色电视机，且此类生产用的电机也是在日本和欧洲的工厂生产的，比较新一代的电子产品如录像机、摄像机、激光唱机、随身听、便携式电视机、随身听激光唱机等，大多是进口的。

日本高端制造业企业在快速发展的二十年中经历了出口、出海扩张，特别是在1990年代日本地产泡沫破裂之后，以出海为战略带动了企业的“第二成长曲线”。除了在视听电子技术为代表的制造业领域，日本在文化领域也进行了海外投资与日本文化的出海。

1987年，索尼公司以20亿美元收购了哥伦比亚广播公司（CBS），当时是世界上最大的唱片生产商。1989年，索尼又以约50亿美元从美国可口可乐公司手中收购了哥伦比亚电影公司。在当时，哥伦比亚电影公司是美国影视文化的象征，其注册商标是美国的自由女神像，它与美国华纳兄弟影片公司、华特特迪斯尼影片公司一起垄断了好莱坞影视界。索尼的收购，使得美国新闻界哀叹“索尼买走了美国的灵魂”。

自80年代以来，日本对美国的出口和直接投资急剧增加。虽然当时日本生产的汽车、电子产品等在美国市场非常受欢迎，但是日本文化对美国进行输出却面临挑战。索尼以非常粗暴的收购方式，直接切入美国内容产业，但哥伦比亚唱片公司和哥伦比亚电影公司仍然是本土化经营，本质上所代表的仍然是美国文化。真正日本文化输出到海外成功的案例，任天堂是典型的代表，且其作为硬件+软件商成功的抢走美国创造的游戏机市场，成为全球电子游戏巨头。

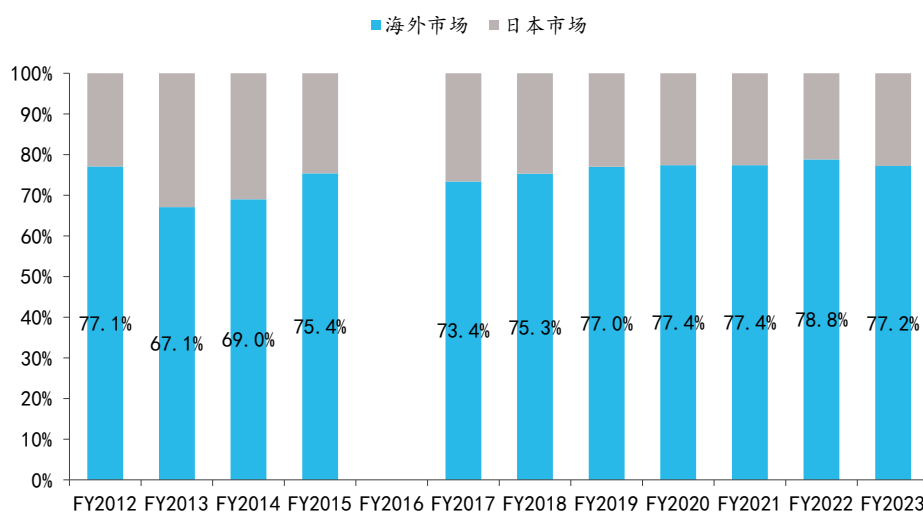
纵观游戏的发展历程，我们会发现日本的游戏产业对整个人类社会都产生了积极的影响。在日本这样一个经济大国中，游戏产业扮演着举足轻重的地位。日本的任天堂和索尼公司引领着当今世界电子游戏的发展方向，也正是这两个公司的努力，日本的游戏产业正经历着前所未有的辉煌，日本也在全球游戏市场占据了主要的地位，像全世界进行日本文化输出。任天堂、索尼和世嘉等公司在从事游戏行业不久后就开始拓展全球市场，而它们无一例外地将目光投向了北美市场。

1983年任天堂FC红白机的发售开启了电子游戏的新纪元，但任天堂本身在日本游戏市场的市占率也已达到了90%，国内市场总有饱和的一天，出海可以再造第二增长引擎，任天堂有出海寻求新增长点的诉求，任天堂于1980年就在美国开设了任天堂的全资子公司，以开拓北美市场。

出海是必经的洗礼之路，任天堂的出海过程也历经坎坷。尽管很多游戏在日本国内大受欢迎，但是因为不符合北美人的文化审美，在“入美”之初遭遇了“滑铁卢”。1983 年之前，北美市场主要被雅达利所占领，1983 年的雅达利大崩盘是一个非常重要的事件，全球游戏市场竞争格局开始进行重塑，这为任天堂真正打入北美游戏市场提供了一个契机。

在 1983 年之后，任天堂凭借 NES（FC 的北美版本）家用游戏机与 Game Boy 掌机强势切入北美游戏市场。至今，任天堂已经开发了多款备受欢迎的游戏产品，如《马里奥》系列、《塞尔达》系列等。这些游戏成功出海，在全球范围内都取得了巨大成功，任天堂成为了全球知名的游戏开发商之一。2012 财年，任天堂的海外总收入为 4994 亿日元，占其销售总额的 77.1%；自 2017 财年起，任天堂的海外总销售收入占比维持在 73% 以上。

图27. 2012-2023 财年任天堂在日本市场与海外市场的销售收入占比



资料来源：任天堂财报，国投证券研究中心

注：2016 财年数据缺失

产品是收益，硬件是载体，文化输出紧随产品之后。最初，任天堂进入美国游戏市场靠的是产品，恰逢雅达利大奔溃之后美国市场重新洗牌，任天堂凭借过硬的硬件产品、一系列日本公司的原创大作，以及一批严格把控质量的第三方游戏内容，重塑了美国消费者的信心。NES 的成功是美国游戏市场开始接受日本的第一步，文化输出则紧随其后，目的是影响消费者的观念。一部或者一系列成功的游戏作品，不仅是打开新市场的关键，而且也是最好的文化宣传手段。

任天堂成功以“文化软实力”入侵美国。之后任天堂乘胜追击，持续输出爆款内容，通过文化来巩固日本产品在消费者心中的地位，培养用户的忠诚度。此外，任天堂骨子里坚守日本工匠精神的企业文化，也令任天堂不知不觉间，成为向外输出日本文化的重要基地。谈到任天堂，我们会想到超级 IP “超级马里奥”“精灵宝可梦”以及“塞尔达”——这些都已宛如日本电子游戏的“代表人物”。对比同样是日本出身的另一电子游戏巨头索尼，却没有这样的鲜明印记。自 90 年代开始，正如同美国电影影响了日本一样，作为文化输出，日本的游戏影响的是海外的青少年一代，影响他们的价值观。

以任天堂出海为例，海外市场充满了机遇与挑战，我们认为内容公司要想做大做强，出海是必经的洗礼之路（挑战），出海成功才能“封神”（机遇）。

现今，随着中国经济实力的增强，中国文化出海正当时。以游戏行业为例，中国已经是全球最大的游戏市场，2022 年市场规模达到 2658.84 亿元，达到了全球市场的四分之一。美、日、

韩是中国移动游戏主要的海外市场，占比分别为 31.77%、19.65%和 8.50%。近年来，来自中东、拉美、东南亚等海外新兴市场，增速势头明显。

不仅是游戏内容产业，依托移动互联网的快速发展，中国其他内容产业也呈现出蓬勃发展态势，但整体内容产业自 2019 年起开始见顶（政策监管、人口红利见顶、流量成本高涨），国内市场趋于饱和，越来越多的企业把出海看成发展的重要出路，寻找第二个业绩增长点。但出海的过程道阻且长，需要不断打磨自身的能力，建立真正的全球竞争力。

3.3. 始终坚守游戏作为“玩”的本质

硬件是通道是载体、好玩（互动起来好玩）的内容才是 C 端用户消费的内核部分，如何将游戏创新得更好“玩”？内容创新、硬件进化互为助攻，辅之以用户数扩大、ARPU 值提升，始终坚守游戏作为“玩”的本质。

任天堂拥有百年历史，从做纸牌起家，20 世纪 70 年代，山内溥转而进攻玩具行业，先后推出了“超级怪手”、“光线枪”等成功产品。玩具业务极大的拓展了任天堂的经营思路，并为这家“玩具厂”种下了重视创造力的基因。到了 70 年代后期，任天堂开始正式接触电子游戏领域，在家用机和街机上做了不少工作，如今的大师级人物宫本茂，也在那时加入了任天堂。

从做纸牌起家到玩具，再到游戏行业，任天堂本质是都是一家娱乐公司，任天堂对“娱乐”的理解算是刻在了这家公司的灵魂里。任天堂“娱乐”的企业文化，也造就了任天堂与其他游戏公司与众不同的特点——那就是任天堂不在乎技术本身，而是从“挖掘快乐、玩得开心”的角度出发。也因此，任天堂的技术相比同一时期另外两个游戏巨头索尼和微软，常常被诟病是落后对手好几年的技术。

然而对于任天堂来说，技术本身只是实现快乐游戏的手段之一，并非目的本身。因此，当竞争对手追求技术突破和更强大的主机计算能力时，任天堂从不追随这种趋势。这种根深蒂固的基因使得任天堂始终展现出浓厚的日本特色，并给人们一种“任天堂游戏不需要高门槛”的亲民印象。在发展过程中，任天堂坚守“玩的本质”，总能推出与竞争对手截然不同的全新游戏玩法，无论是硬件还是软件，都能让玩家更好地享受游戏的乐趣，并因此扩大了用户群体（不仅包括重度游戏玩家，甚至轻度游戏玩家），提升了 ARPU 值。

任天堂的成功离不开对游戏行业的深入理解，硬件与软件均围绕“玩”的本质持续创新与进化。从耳熟能详的超级马里奥、魂斗罗，到塞尔达传说，从大型街机、家庭游戏机 Famicom，到掌上游戏机 Game Boy，再到如今的 Switch，任天堂创造了一个又一个经典。

论游戏机性能，自 16 位主机时代开始，任天堂出品的游戏机，无论是家用机、掌机，还是如今融合了家用机和掌机的 Switch，都逊于同时代的竞争者。尤其是在 20 世纪末，索尼、微软两大科技巨头相继入局之后，任天堂自 Wii 时代起就避免与索尼、微软在游戏主机硬件上竞争，而是另辟蹊径，注重“游戏性”，从而推出开创了体感游戏先河的 Wii 主机、主机和掌机双形态的 Switch。

自上市以来，任天堂 Wii 游戏机销售量就领先竞争对手。在日本市场 Xbox 360 和 PS3 的销售远远低于 Wii，即便是在微软大本营的北美市场，任天堂 Wii 的销量也与 Xbox 360 旗鼓相当，截至目前，两者在北美市场的销量分别为 4551 万台、4614 万台。

虽然任天堂在 2017 年发售的 Switch 主机并未搭载最强的硬件性能，但任天堂却能够创新性地运用旧技术。传统家用游戏机主要连接电视进行游戏，而 Switch 打破了家用和便携式游戏的界限。它的 Joy-Con 手柄可以拆下来，然后将主机连接到电视上，变为传统的家用游戏机。或者，将 Joy-Con 手柄和屏幕组合起来，变为掌上游戏机。这种多功能的设计使其被美国《时代》杂志评选为 2017 年度最佳发明之一。

为现有技术赋予新的生命，是“任天堂精神”的最好诠释。“许多研究者都希望使用最先进的技术开发产品，但如果想制作畅销产品，最新的技术反而可能成为阻碍。应该将现有的技术应用在完全不同的领域，这样更容易创造出畅销产品。”这是任天堂开发者的思维方式。

任天堂自上而下均秉持游戏“玩”的理念。正如任天堂现任社长古川俊太郎表示：任天堂一直以来都将“独创的精神”放在首位，这也是刻在基因中的企业文化。在新技术方面，公司有在做相关的各种研发。不过与其追求最新的技术，任天堂更关心的是将其导入时是否能带来“游玩体验上的变革”，这才是最为重要的。任天堂《塞尔达传说》系列制作人青沼英二和游戏总监藤林秀麿也表示：“游戏的成功在于做自己想做的事，而非复制其他游戏”。

硬件与软件，两者互为助力。任天堂的硬件确实为其游戏提供了一个无限发挥的平台，同时其开发或出品的游戏也为公司带来了巨大收益。任天堂不断进行内容创新和硬件迭代，软硬相互促进确实为其带来了用户数的增加与 ARPU 值的提升。自 2004 年开始，任天堂就将“扩大游戏人口”作为最基本的战略之一。

2004 年，索尼发布新一代的主机 PSP，这款主机要强于任天堂的同期掌机 GBA 的功能特性，在这样的压力下，时任任天堂社长的岩田聪并没有去比拼硬件，而是回归本源——玩家们到底需要什么样的游戏？游戏属于创意产业，这是一个应该在内容上面得到改变的产业，如果只是将眼光放在技术层面，那么性能的提升、画质的改变和游戏复杂度的增加，都将把那些潜在的玩家群体远远推开。岩田聪贯彻了任天堂从成立以来前辈们的理念：横井军平的“枯萎技术的水平思考”，也贯彻了山内溥提到的“创造力，而非技术，才是游戏发展的关键”。岩田聪围绕对玩家的观察和思考，提出了全新的战略方向：扩大游戏人口。

因此，在 2004 年任天堂发布全新的掌机品牌 Nintendo Dual Screen（简称 NDS），岩田聪对 NDS 的定位是：NDS 既要满足硬核玩家对挑战的需求，又要满足休闲玩家对乐趣的需求。NDS 创造了新的销售记录，所有机型合计售出 1.54 亿台（远高于 PSP 的 8000 万台销量），成为了史上销量最高的掌机。NDS 的成功之处在于其便携性，使之进化为老少皆宜的综合型电子娱乐产品，NDS 还配备了大量休闲游戏吸引休闲玩家，也促进了便携游戏主机市场规模得以大幅扩张。

NDS 游戏销量榜上，《任天狗》以约 2400 万销量位居第二（第一为《新超级马里奥兄弟》），《脑锻炼》两部作品分列总榜第四和第六，加起来销量 3500 万份。而同期竞争对手的 PSP，销量前三的游戏分别售出 770 万份（《自由城故事》）、540 万份、500 万份。

任天堂这一“扩大游戏人口”的战略也在下一代 Switch 机型上所展现。2017 年发布的 Switch 大获成功，不仅主机销量不俗，对应的大量任天堂游戏大作也大卖。Switch 虽然机能相对比较弱，但掌机主机二合一的设计在游戏市场基本是独一份，这种便捷的形态切换吸引了很多用户。此外，任天堂第一方的游戏制作能力很强，从 Switch 发布以来就推出了塞尔达传说：旷野之息、动森、马里奥奥德赛、健身环等一系列现象级游戏，也让 Switch 成功出圈。

2023 年 11 月，任天堂公布的 2024 财年上半年的财报，自 2017 年 Switch 推出至今，累计销量 1.32 亿台、软件销量达 11.33 亿份；任天堂在全球的 3.3 亿用户账户已涉及到 164 个国家和地区。同时代索尼 PS4 的销量约 1.2 亿台。

根据 Fami 通的年度报告，2022 年 12 月 26 日至 2023 年 12 月 31 日期间，日本游戏市场的总销售额达到了 4038 亿日元，同比增长 7.8%。其中，《塞尔达传说：王国之泪》是最畅销的游戏，累计销售了 192 万份；其次是于 10 月发布的《超级马里奥兄弟：惊奇》，销售了 150 万份。榜单前 10 的游戏均是任天堂 Switch 主机游戏，其中 7 款为任天堂游戏，而《精灵宝可梦：朱/紫》在日本则由任天堂持有 1/3 股份。

表1：2023 年日本游戏市场软件销量排行榜 Top10

排名	游戏名	机型	开发商	2023 年销售数 (份)
1	《塞尔达传说：王国之泪》	Switch	任天堂	1,929,603
2	《超级马里奥兄弟：惊奇》	Switch	任天堂	1,549,401
3	《皮克敏 4》	Switch	任天堂	1,119,027
4	《精灵宝可梦：朱/紫》	Switch	GAME FREAK	907,432
5	《桃太郎电铁世界：地球围绕着希望转动》	Switch	Hudson	795,681
6	《马里奥赛车 8：豪华版》	Switch	任天堂	617,223
7	《星之卡比：重返梦幻岛-豪华版》	Switch	任天堂	514,581
8	《勇者斗恶龙怪物仙境 3：魔族王子与精灵的旅程》	Switch	SQUARE ENIX	510,477
9	《斯普拉遁 3》	Switch	任天堂	503,312
10	《超级马里奥 RPG：重制版》	Switch	任天堂	447,687

资料来源：Fami 通，国投证券研究中心

4. 成就任天堂的归因分析

4.1. 传承有序，基业扎实

任天堂公司的发展历程令人深思。它起源于一个不起眼的纸牌公司，但在前几位社长（山内房治郎、山内积良、山内溥、岩田聪）的领导下，经历了一系列的发展和转变后，逐渐发展成为全球游戏行业的领导者之一。任天堂的成功有着许多值得我们深思的经验和启示，这是一家始终坚持做游戏产品的公司，它百年的存在就是为了给人们带来“娱乐”，其成功背后的归因之一，是**传承有序，基业扎实**：1）一开始就以硬件起家（花札类比为早期的硬件）；3）**聚焦游戏产业**，且几位继任者始终坚守“游戏性”与创新。

任天堂是一家起初以卖纸牌为主的小型公司，由山内房次郎于 1889 年 9 月 23 日创立。最初被名为“Nintendo Koppai”，专门制作手工纸牌，其中包括当时在日本很流行的花札纸牌。

1949 年，山内溥继承了一间经营了 60 年的纸牌专营老店，经营日本传统的花牌、骨牌和全世界通用的扑克牌。然而，这个时候的日本经济开始复苏，并迅速进入现代电器和电子产品的时代。迪士尼的动画和电影也在这个时期开始在日本流行起来，其中包括许多小朋友喜爱的动画片。任天堂作为一个相对较小的纸牌公司，面临着一定的挑战，随时可能被新的娱乐方式所替代。

任天堂意识到了市场的变化，在纸牌的制作上与玩法上进行创新，开始生产塑料纸牌。与传统纸牌相比，这些花札纸牌工艺复杂，价格较高，但更耐用，色彩和形状也能保持更久。这使得任天堂在市场上取得了一定的成功。同时，山内溥于 1959 年与迪士尼签下版权协议，将米老鼠等一系列经典动画形象印在了任天堂的扑克牌上，带来了惊人的销量。这一举措使得任天堂在市场上脱颖而出，为后来的游戏产品奠定了基础。

在任天堂的发展过程中，有几个关键的时期和决策对其产生了深远的影响。第三代掌门人山内溥以铁血手腕著称，首先，裁掉企业内部吃闲饭的家臣与老员工，其次，进行产品改革与转型。当时为任天堂员工的横井军平在巧合之下设计出弹簧手臂玩具，后任天堂设立了专门开发玩具的开发部，设计风靡一时的玩具，拓展娱乐“硬件”产品，逐渐转向市场更大的玩具和电子游戏娱乐产业。

在电子产品出现早期，游戏最初只是通过社交娱乐或者棋牌行业体现，因此，花札纸牌可以被**认为是前电子游戏时代的一种“硬件”**。技术的发展，还跟不上人民日益增长的电子游戏需求的时候，花札虽也说不上是主流，但多少丰富了游戏内容，帮助许多买了主机却暂时买不起大游戏的玩家平滑地度过空档期，也为许多游戏公司挺进次世代添了把力。

在那个还没有电子游戏的年代，任天堂就深谙娱乐产品的“游戏性”，靠花札发家。但反过来也正是因为任天堂当年的制作工艺改良和推广，花札才有了到现在依然家喻户晓的知名度。

不仅如此，现在流行的许多知名日系游戏 IP，像怪物猎人、超级玛丽系列等等也推出了很多与花札相关的周边产品。

综观任天堂整个发展历史，从最初的纸牌、玩具到如今的电子游戏，任天堂在其 130 年的发展历程中始终秉持游戏产品的“娱乐性”与“创新性”的企业生存理念。进入电子游戏时代，任天堂同时推进硬件和内容的同步创新，持续向前发展。

1980 年，任天堂与夏普共同开发的世界最早最袖珍的掌上液晶电子游戏机问世，被命名为 Game & Watch；1983 年 7 月红白机（FAMICOM，FC）正式上市，当月即突破 20 万台（且世嘉（SEGA）也推出了 SG-1000，进入两款 16 位主机的争霸时代，1994 年索尼推出 32 位主机 PS，至此形成三足鼎立格局。

主机之外，任天堂开始开发游戏内容，游戏的关键在于人物，任天堂借鉴米老鼠的角色，推出马里奥（1985 年），且相较过往局限于一个屏幕中的平台游戏，创新了移动的卷轴背景——可以顺滑的从一个场景移动到另一个场景，主人公可以跑、可以跳、可以从上方踩扁敌人——这些后来被当做了平台游戏的设计准则。1986 年《塞尔达传说》这部堪称 PRG 始祖的标杆产品推出。

红白机之外，出于双拳头产品的考量，1989 年全新掌机 Game Boy 上市。相较于 NEC 等推出的彩色液晶竞品，虽是黑白游戏机的 Game Boy，包含了很多彼时堪称黑科技的功能，如拍照、通信，但仍然是靠游戏内容出圈——除了标配《马里奥超级大陆》外，还有风靡全球的《俄罗斯方块》。

至此，任天堂的竞争壁垒，始终建立在双王牌的策略上：爆款内容、新款游戏主机，如 1996 年的皮卡丘（《口袋妖怪》/《精灵宝可梦》）、VR Boy，此后的诸多爆款内容、诸多主机产品（GBC、GBA、NDS、3DS、Switch）。

4.2. 嗜好 0-1，软硬件皆如是

任天堂对于全球游戏产业来说，是一个极其重要且不可或缺的存在。无论是从技术创新、游戏内容还是对家庭娱乐的贡献，任天堂非常嗜好且擅长从 0 到 1 的创新。硬件领域，任天堂以十字键、全向摇杆、掌机等创新产品而闻名，在游戏界树立了崇高的地位；软件领域，任天堂一直坚持提供优质的游戏体验，绝对不涉及色情和暴力，这使得它在家庭中得到广泛的认可和接受，马里奥、塞尔达、宝可梦等经典游戏系列都源自任天堂的创造力和才华。

硬件领域，任天堂在电子产品出现的早期就开始探索游戏的发展，并不断引入新的技术和创新，引领着行业的发展方向。

不同类型的玩家对于任天堂的评价是因人而异的。对于轻度主机玩家来说，他们对任天堂的印象通常是这样的：“这是一家总是试图在硬件方面进行创新的公司”。而对于重度主机玩家来说，任天堂可能是一个“主机性能垃圾，只注重游戏性”的公司。而对于任天堂的粉丝而言，他们会对每一次任天堂的尝试感到期待，不管是硬件上的还是软件上的。尽管任天堂的主机在历史上出现过很多次的失败，但至少在过去 15 年内只要是任天堂第一方出品的游戏就一定会被打上“质量保证”的标签。

尽管不同玩家对于任天堂评价不同，但一提到任天堂，他们总能想起几个在硬件领域进行从 0 到 1 创新的尝试，比如最早的掌机、触屏、裸眼 3D、体感、分屏主机、主机掌机一体化、健身环、纸板外设等，这些尝试有的成功有的失败，但每一个都在游戏史上留下了深刻的印记。

- 十字键——1982 年上市的 Game & Watch《森喜刚》引入了控制方向的“十字键”；
- 掌上游戏机——1989 年推出的 Game Boy 真正引领了掌机新时代；

- **触摸屏游戏硬件**——2004 年发售的第三代便携式游戏机 NDS，主要的特征包括了双屏幕显示，其中下方的屏幕为触摸屏；
- **体感游戏硬件**——2006 年推出 Wii 家用游戏机，主打体感游戏合家欢，体感游戏完全拓展了虚拟游戏的边界；
- **手柄**——N64 手柄堪称游戏史上最重要的输入设备，它有 4 个堪称划时代的设计：模拟摇杆，扳机按键，震动包，双方向键；
- **主机掌机一体化设计**——2017 年 3 月，任天堂发售跨时代的双形态游戏机 Switch，采用家用机、掌机一体化设计理念。

任天堂骨子里的锐意进取：游戏理念的各种突破与创新。从 FC 到 Wii，从 Game Boy 到 NDSL，任天堂代表的是消费者对游戏主机便捷、个性化操作的无限需求。独特的游戏创意这个思想自从 NDS 开始就一直延续至今，NDS、Wii、3DS 等后续机型并没有依赖 CPU 计算能力与画面的进化，而是类似以触摸与 Wii mote 带来操作方式的创新；再到 Switch，任天堂总是不按常理出牌，和自己那些中规中矩的竞争对手相比，却往往带给玩家各种意外的惊喜。

在软件领域的从 0 到 1 的创新，任天堂也一直是行业的领导者。任天堂能够一直保持至今，与其自身开发的游戏密不可分，既擅长硬件的创新，也擅长软件的创新。在游戏行业尚不成熟的时期，任天堂就探索游戏创新玩法，可以说是一家元老级别的公司，开发出了很多游戏神作，产出稳定且综合质量不俗，其中许多成果直接或间接地影响至今。最简单的例子是在 N64 时代，当时几乎没有第三方厂商愿意在 N64 上开发游戏，完全依靠任天堂自己开发的游戏支撑了起来，而且还能创造出百万级别的销量。再如，《马里奥 64》和《塞尔达传说：时光之笛》这两款游戏是奠定 3D 游戏操作的前驱之一，足以让任天堂在游戏史上留下名字，以正面意义而言（相反的例子是《E.T.》）。但让它在游戏史上留名的成就远不止这两款作品。

- 《超级马里奥兄弟》——游戏史首部真正意义上的超大作游戏，首款横向卷轴游戏（1985 年）；
- 《超级马里奥 64》与《塞尔达传说：时光之笛》——这两款游戏被誉为两大 3D 游戏玩法开作品（1996 年、1998 年）；
- 《新超级马里奥兄弟》——第一套应用全新 3D 技术的横版过关游戏，也是便携式游戏机 NDS《新超级马里奥兄弟》的续编作品，游戏类型为横向卷轴式动作游戏（2006 年）；
- 《口袋妖怪-珍珠/钻石》——第一套应用全新 3D 技术的 RPG 游戏（2006 年）；
- 《塞尔达传说-黎明公主》——全球首款应用全新体感操作的史上最经典游戏续作（2006 年）。

总之，说到任天堂是游戏的天花板，不太准确，准确来说，任天堂是从 0 到 1——确立了现代电子游戏的基调，它是规则的确立者。

4.3. 始终有劲敌，竞争对手亦有“封神”之功

从 1972 年第一款家用游戏主机至今，已经过去了 50 年。在这期间，很多游戏公司浮浮沉沉，其中被我们所熟知的莫过于雅达利、任天堂、世嘉、索尼、微软等几家大公司。其中，任天堂是继雅达利之后崛起的老牌游戏公司，在 20 世纪 80 年代的日本，任天堂几乎垄断了游戏市场，第三方游戏厂商实际上只是为任天堂开发游戏，且在任天堂定下的“权利金制度”下，第三方的话语权非常弱。在当时，游戏跨平台是不被允许的，即使是为任天堂 FC 以外的平台开发游戏，也可能被迫离开。任天堂的“不近人情”为后来竞争对手的入局埋下了伏笔。后世嘉、索尼强势登场参与竞争，再后来，21 世纪初微软凭借雄厚的资金实力，通过收购、降价补贴等方式强势切入市场。

任天堂在崛起的过程中，始终有劲敌，且竞争对手亦有“封神”之功。任天堂、世嘉和索尼的恩怨史就是整个日本游戏产业的发展史，这三家企业之间的市场竞争不仅推动了日本游戏产业的繁荣，也为游戏玩家带来了无数的精彩游戏体验。任天堂以其创新的游戏机和独特的游戏系列（如《超级马里奥》和《塞尔达传说》）成为了游戏界的领导者，世嘉以其经典的游戏机和游戏作品（如《超级忍》和《索尼克》）赢得了众多的粉丝，索尼则以其强大的游戏机

和丰富的游戏资源（如《最后生还者》和《战神》）赢得了广泛的认可。三家企业的竞争和合作共同推动了日本游戏产业的发展，为整个游戏界的进步做出了重要贡献。

（1）急流勇退的世嘉

世嘉最初的主要产业是以弹珠玩具为主，而在第一款商业化游戏《PONG》（乒乓球）推出后不久，世嘉前社长复出之际准备进入游戏市场。当时，游戏市场的霸主雅达利还未崩溃，任天堂也只是凭借创新型的掌上游戏机赢得了游戏厂商的地位。世嘉看到初入游戏市场不久的任天堂已获利较多，于是也进入了游戏主机市场。

世嘉与任天堂的竞争史可以追溯到世嘉进入游戏产业的时候。当世嘉进入游戏主机市场时，也携带着与任天堂的掌上游戏机 Game & Watch 相媲美的产品。GAME AND GO 是世嘉研发的第一款游戏主机，是一款可充电的掌上游戏机。不幸的是，由于电池的致癌风险，该产品不得不全部下架。此后，世嘉与任天堂之间仍然存在明争暗斗，而在这段时期内就爆发了雅达利大崩溃。

世嘉 MD 带领电子游戏进入 16 位主机时代，和任天堂展开正面竞争。在雅达利崩溃后，任天堂成为最大的胜利者，如日中天。然而，任天堂市场上的竞争早已悄然展开。世嘉虽然在红白 FC 上连续三次失败，但多年的经验总结让世嘉开发出了一款功能更优、兼容性更强的游戏主机 Mega Drive（简称 MD，美国称 Genesis）。16 位主机时代是以日本公司世嘉于 1988 年推出的 16 位游戏机 MD 为起点的，并于 1989 年 9 月进入美国市场，售价为 190 美元。由于当时主机游戏市场已基本被任天堂所垄断，世嘉则展开差异化的竞争策略，一是开拓新的玩家用户群，推出了大量以成年玩家为主要对象的游戏；二是率先使用性能更高的 16 位微处理器，提高硬件性能的竞争力。此外，在软件方面，尽管当时大多数软件公司都为任天堂开发游戏，世嘉凭借 MD 的兼容性吸引了一部分厂商开发游戏。MD 凭借出色的游戏和硬件表现，成功夺取了任天堂的一部分市场份额。

图28. 世嘉 MD



资料来源：Wikipedia

任天堂在世嘉发布 MD 之后不久，就推出了新一代游戏主机超级任天堂（SFC，美国版为 SNES），这导致许多之前投入世嘉的游戏开发商立刻回到了任天堂。然而，正当任天堂发布超级任天堂主机后不久，世嘉的明星角色《刺猬索尼克》上线。这一事件导致本来正在逐渐恢复的任天堂市场再次崩溃，世嘉则争夺了任天堂大部分市场份额。这段时期也是世嘉在游戏主机市场上占据最大份额的时刻。

任天堂最大的战略失误是轻视了硬件性能的重要性。任天堂是 8 位主机时代的霸主，但在 16 位主机时代，任天堂的反应略显迟缓，在 16 位游戏主机的竞争之中遭到后起之秀世嘉 MD 的

狙击，世嘉 MD 的市场占有率开始提升。面对巨大的竞争压力，任天堂不得不开始投入新一代 16 位主机的开发。1990 年 11 月，时隔七年之后任天堂才发售了下一代 16 位主机 SFC。

任天堂 SFC 的面世，标志着任天堂与世嘉的竞争进入白热化阶段。在日本市场，SFC 的推出仍然受到玩家的拥趸；但在北美市场，由于 SNES 的上市时间晚于 MD 两年，SNES 第一年的销售情况不太乐观，当时 MD 已经在美国建立了较为庞大的用户基础。1992 年，世嘉在北美家用主机的市场份额达到 55%，到 1993 年的市占率进一步提升至 65%。

再后来，世嘉还是因为主机游戏的缺失，对任天堂竞争中一步步崩盘，最终于 2001 年起结束家用游戏机硬件的生产业务，转型为单纯的游戏软件生产商（第三方）（实际上 SEGA 仍致力于研发大型机台相关软硬件）。

（2）技术至上的索尼

索尼公司是一家横跨数码、生活用品、娱乐领域的世界巨擘，由于任天堂在游戏领域取得空前的成功，索尼开始对这一市场产生极大的兴趣，并与 1988 年与任天堂合作，共同开发超级任天堂所用 CD-ROM 制式主机，但是 1992 年 5 月任天堂在没有事前通知索尼的情况下毁约，私下改为与飞利浦公司合作，进而促使索尼开始自行开发游戏主机。

索尼与 1994 年推出了当时拥有最尖端 3D 影像技术的 Play Station，同世嘉的土星主机以及任天堂展开激烈竞争，在《最终幻想》系列的影响下，连续三年稳居游戏市场第一的位置。

SFC（超级任天堂游戏机）全盛期之后，任天堂的强大对手出现。1994 年索尼用 PS 游戏机将任天堂的市场份额夺走，任天堂的“一家独大”时代也随之终结。在 N64（任天堂第三代家用游戏机）时代，与大容量的 CD 载体相对，任天堂为了读取速度选择了卡带，放弃了大容量的 CD 载体。这种重视游戏质量而忽略载体容量的做法本身并没有太大的错误，但是为搭载 64 位 CPU 的 N64 开发游戏需要相当高的技术，使得很多第三方软件开发商纷纷转投索尼，游戏玩家也纷纷选择索尼的主机。

日本游戏主机市场经历了三十年的角逐，曾经的任天堂、世嘉以及索尼三足鼎立的形势已经发生了急剧的变化，世嘉在经历了一系列战略失误后最终转向了纯粹的软件生产商，至今日本的游戏主机厂商最后只剩下了任天堂和索尼两大巨头。

4.4. 破局之道，是退后一步，软硬件均围绕“玩”的本质去创新、开拓新蓝海

在 20 世纪 80 年代一家独大的任天堂也躲不开激烈的硬件竞争，1994 年索尼推出第一代 PlayStation 之后，日本游戏市场竞争格局发生变化。在 1994 年到 2005 年十多年时间里，任天堂在同索尼的竞争中始终处于下风。海外市场，21 世纪初，微软也入局电子游戏行业，索尼与微软的经营策略是主要追求更高的硬件性能与 3A 大作游戏，主打重度玩家市场，整个游戏界的创新极为匮乏，当一个行业在比拼硬件性能的时候，就意味着市场已逐渐陷入低级竞争的红海。

“在别人没有声音的时候，我们发出声音；在别人有声音的时候，我们发出更大的声音；当大家的声音都很大的时候，我们发出与众不同的声音”，这是任天堂第五代社长岩田聪对任天堂品牌新生的一个观点，这很好的体现了任天堂自创立所奉行的经营理念。

任天堂的创新与“蓝海战略”：创新一直在任天堂的历史中扮演着极其重要的角色。无论是最初呈现给世人的花札，还是让许多非传统玩家流连忘返的 Wii，任天堂向人们诠释了它的制胜之道——创新。任天堂的成功不仅体现在技术方面的创新，更重要的是其对游戏理念的深刻理解。

因此，在整体游戏市场陷入比拼硬件性能的红海竞争时，任天堂的破局之道是退后一步，坚持创新，总能出奇制胜，软硬件均围绕“玩”的本质去创新、开拓新蓝海。任天堂的蓝海战略主要集中在以下几个方面：拓展新的游戏领域、开发新的游戏玩法、提升游戏体验和服务。Wii 正是任天堂“蓝海战略”的很好体现。

任天堂“蓝海战略”的目标很明确，对于任天堂而言，不断深耕于蓝海市场，持续扩大游戏人口，才是这家老牌游戏公司更希望的未来发展方向。任天堂前社长岩田聪曾表示，任天堂的价值根源在于它能够向游戏玩家带去独一无二的体验，让公司的硬件不同于其它公司的产品。

Wii 开创了体感游戏的新纪元。任天堂分别在 2005 年、2006 年相继推出了 NDS、Wii 这两款主机。NDS 是一款主打双屏幕、触控操作的掌上游戏主机，而 Wii 则是主打体感的家用游戏主机，它们均是主打蓝海市场，试图通过简便低门槛的游戏玩法，持续扩大任天堂的玩家用户群而创造出来的。

Switch 旨在开拓移动游戏玩家。2017 年 3 月，任天堂发售跨时代的双形态游戏机 Switch，是一款以主机+掌机为混合体的游戏主机。一方面，由于具有了移动游戏便携的特性，任天堂显然是希望 Switch 能够满足轻度玩家，甚至是泛玩家的碎片化游戏需求，从而借此进入到移动游戏领域；而另一方面，由于硬件的限制，以手游为代表的移动端游戏在游戏体验以及玩法上确实与主机游戏存在巨大的差距，在 Switch 推向游戏市场之后，也有可能将这些轻度玩家、泛玩家转化成主机游戏的玩家。

4.5. 法务对出海的重要性

任天堂是日本著名的游戏公司，创造了许多具有划时代意义的作品。除了这些广为人知的游戏作品外，任天堂的法务部还被誉为“东半球最强法务部”。自从进入电子游戏行业以来，任天堂经常卷入诉讼，包括 IP 版权之争、盗版维权等诉讼、而且在这些大小诉讼中获胜的概率极高。

任天堂法务部门的成名之战——与环球影业关于“金刚”和“森喜刚”的侵权之争。任天堂最强法务部的诞生可以追溯到 30 多年前关于《森喜刚》(Donkey Kong)与《金刚》(King Kong)之间的侵权纠纷。1981 年，任天堂推出了一款名为《森喜刚》的全新街机游戏。这款游戏由宫本茂担任主创，在游戏中玩家扮演 Jump Man 跨越各种障碍、到达顶端，从森喜刚手中救回自己的女友。该火热的游戏于同年的 7 月 31 日正式在北美上线。

《森喜刚》街机在美国推出后迅速走红，两千台街机在数周内售罄。北美任天堂随后扩大了产量，推出了六万多台街机，次年销售额突破亿美元。这样的高利润吸引了时任 MCA 兼环球电影制片厂总裁西德尼·杰·希恩伯格的注意。1982 年，MCA 集团（环球影业母公司）起诉任天堂的《森喜刚》游戏侵犯了旗下电影《金刚》的版权，要求任天堂停止销售《森喜刚》游戏产品，并销毁所有未出售的产品，还要任天堂交出迄今为止的所有相关收益。当时任天堂在规模上还无法与世界级电影公司环球影业相比。就在大家认为任天堂无法还手时，却意外地出现了逆转的局面。

IP 大战是律师的主战场，任天堂的法律顾问霍华德林肯与约翰柯比为任天堂打了两年官司，法务团队拿出证据证明“金刚”这一形象属于公共领域而非环球影业独占，成功赢得官司。任天堂的胜诉获得了媒体关注，也借助此案在北美市场上立稳脚跟。

风靡全世界的《俄罗斯方块》的游戏版权之争背后也有任天堂。1987 年前后，苏联人帕契诺夫发明的一款《Tetris》（后更名为《俄罗斯方块》）游戏引发了游戏市场的极大关注，这款游戏背后隐藏着一场跨越国界的版权大战。虽然《俄罗斯方块》游戏的电脑版权被世嘉所买走，但任天堂还是以上千万美元的高价从苏联国家科研所手中取得了家用和掌机平台中的独家发行权。恰逢 1989 年任天堂掌机 Game Boy 发售，任天堂将《俄罗斯方块》移植到 Game

Boy 掌上。《俄罗斯方块》与 Game Boy 的完美结合让任天堂大获成功，任天堂掌机在北美市场破圈，最终该掌机在全球卖出约 1.2 亿台。

围绕着任天堂法务部有着数个经典案例，远如《森喜刚》侵权、《俄罗斯方块》版权之争，近如《白猫计划》侵权索赔案，任天堂法务团队为自身争取到了最大权益，并给外界留下了雷厉风行的印象。

从任天堂经历的以上这些诉讼案件中，可以看出，法务对出海的重要性。一家公司在海外扩张时，法务事务的重要性不可忽视。现阶段，中国企业出海已经成为大势所趋，不管是制造业出海，还是中国文化进行海外输出。但海外市场的环境复杂，在出海的过程中将面临多方面的挑战，比如海外法律和政策风险，对于文化类企业出海来说，甚至需要关心文化层面的差异所带来的风险。任天堂的经验告诉我们，法务部门在公司进行海外扩张过程中是不可或缺的。

尤其是北美市场，在北美地区版权保护非常重要，与国内市场的生态有所不同，因此国内出海公司需要适应这种不同的市场节奏。比如号称“西半球最强法务”的迪士尼非常在意版权问题并频繁打官司的原因与所处的法律环境和商业模式有关。此外，出海企业还需要深入了解北美市场的文化、消费习惯以及竞争对手的情况。

另外，跟内容形态相关的文化出海需谨慎。虽然内容产品本身的可复制性使得在推进出海战略时该行业具有天然优势，但是与此同时，内容产品独有的文化属性也意味着相比其他品类，在地区适配和市场营销方面必须具备更多的文化洞察，以及可能会面临潜在的法律风险。以抖音国际版 TikTok 为例，曾被美国政府屡下 TikTok “禁令”。美国政府决定封杀国际版抖音 TikTok 主要是基于所谓的两个原因：第一个原因是关于数据安全和隐私问题，美国担心 TikTok 可能会将用户数据传输给中国政府或企业；第二个原因是对 TikTok 平台内容的担忧，认为 TikTok 上有大量虚假信息和宣传。但背后其他原因有可能是因为抖音作为软文化的输出，对美国的文化造成了影响，同时也对本土竞争对手企业造成了威胁。

5. 为何内容公司一定要对标任天堂？

当下国内企业出海局面，非常类似任天堂出海之前的日本企业出海状况——制造业出海的同时，文化企业亦出海。

审视出海的当下大背景，天时、地利、人和兼具；我们认为出海从历史角度来看，是新生产力与新生产关系助力下的必然结果，即对空间与增量的主动探索；最终将成就产业链的全球布局、品牌影响力及价值观的影响深远。这与 2017 年以来的、国内出海潮有不同：2017 年的出海，是基于流量蓝海市场的抢占先机的逻辑；2024 年的文化企业出海，相对于纯粹的生意逻辑，将会是产业链组团式、小生态全局性的出海，将海外市场当成一片不亚于国内市场重要性的深度耕耘逻辑。

但出海是非常不容易的，国内龙头若想跃居全球龙头，真金唯有淬炼，能背靠的只有科技、系统、创新，且永远不会缺劲敌。故内容公司若想踏上出海征程，可以对标淬炼成功的任天堂。任天堂全球“封神”之前，已在本土市场成为电子游戏产业的规则制定者，背后是其软硬件均对 0-1 创新的嗜好。

在我们的研究框架中，科技与文化是全球经济发展的两大支柱，出海是“文化”层面的一个观测点，顺应文化振兴与复兴的大趋势。

6. 投资建议

回溯任天堂历史的同时，我们提炼出任天堂能“封神”的三大特征、归纳出成就任天堂的四大分析。从区域龙头到行业龙头，软硬件均引领的 0-1 创新奠定其成为产业的规则制定者，

我们以此为锚，在行业龙头中，挑选出渠道/硬件/牌照、内容创新两方面均有坚实实力、持续创新的龙头公司，推荐芒果超媒、中国电影，且期待 AIGC×MR 的新浪潮中，诞生更多实力龙头。

7. 风险提示

治理风险：2024 年大环境较过往的变化是剧烈的，容错率低，企业运行过程中风险敞口明显放大，较为考验企业的治理能力，一方面对冲各类外在风险，另一方面，若前瞻性布局高景气上行的战略方向，更考验企业内部的资源调度与风控，有“逆淘汰”的风险。

路径依赖风险：因大环境剧烈变化，过往的增长与估值经验均有失效的风险，无过往成功路径可以直接依赖，必须靠自己打样。

出海过程中的法律风险：海外市场的环境复杂，在出海的过程中将面临多方面的挑战，比如海外法律和政策风险，对于文化类企业出海来说，甚至需要关心文化层面的差异所带来的风险。

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034