

## 本报告的主要看点:

1. 以《最终幻想》这个全球游戏第一 IP 为例,分析了顶尖 IP 崛起和衰落的过程及其借鉴意义。
2. 对游戏开发中的模仿、全球化、传统 IP 的手游化等现象进行了深入探讨。
3. 以《最终幻想》为出发点,对中国及全球游戏行业的长期战略发展方向和创新趋势进行了展望。

## 全球第一游戏 IP 的兴起与没落: 一切荣誉转瞬即逝,唯有变革永远持续

### 基本结论

- 《最终幻想》系列是全球游戏行业历史地位最高、持续性最强的热门 IP,没有之一。自从 1987 年诞生以来,它的 15 部正统作品、30 多部衍生作品的总销量超过 1.5 亿,并且从单机游戏延伸到网游、手游领域。《最终幻想》的崛起,是日本游戏厂商“黄金时代”和日本文化全球扩张的产物。
- 近年来,由于游戏开发成本高企、风险集中、日本市场萎缩,《最终幻想》系列进入了衰落期,向影视行业的跨界扩张也以失败告终。制作公司不得不反复“炒冷饭”以提高 IP 变现,却透支了 IP 价值、导致玩家和媒体的集体倒戈。这个深刻的历史教训值得中国游戏厂商引以为戒。
- 《最终幻想》曾经是“最不像 IP 的 IP”,完全违背了 IP 经济学的原则,主要依靠锐意创新和产品迭代实现持续发展。当它不可避免地走下坡路之后,才想到依托 IP 维持商业价值。这说明:在娱乐产业,IP 自身的作用远远没有投资者想象的那么大,它只是成功的一块拼图而已。
- 2007 年以来,《最终幻想》系列一直希望借助手游市场实现复兴,但是成效平平。毕竟,手游市场有其局限性,玩家为经典 IP 买单的意愿也在降低。而且,过多、过滥的手游开发,使《最终幻想》IP 的口碑出现了显著下滑,也给其他经典 IP 的手游移植之路敲响了警钟。

### 投资建议

- 经过近十年的“移动游戏红利期”和全球一体化,游戏行业走到了十字路口:手游市场接近饱和,缺乏新的爆款题材,游戏开发成本居高不下,创新变得越来越难。在游戏行业,从来没有“躺着赚钱”的可能性,变革是唯一的主旋律。如果各大厂商找不到创新方向,整个市场就会陷入泥潭。
- 手机与主机游戏平台的融合可能是发展方向,任天堂 Switch 已经做出了初步尝试。手机的便携性加上主机的技术实力和专业性,有可能释放更大的市场需求。在 5G 时代,高速移动互联网可能让“云游戏”成为现实。
- 为了克服游戏开发成本过高导致的同质化,鼓励持续创新,腾讯控股、完美世界、网易都在扶持独立游戏方面投入资源。WeGame 和 Steam 中国可以成为游戏创新的温床,但是这也有赖于监管政策的支持。
- 随着玩家的成熟,口味必然趋向多元化,细分市场、利基市场将变得越来越重要。以哔哩哔哩为代表的二次元游戏发行平台、金山软件为代表的自主 IP 研发公司,将会持续受益于这种趋势。

**风险因素:** 监管风险, IP 权利风险, 产品生命周期风险, 估值偏高风险。

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002  
peipei@gzq.com.cn

## 内容目录

鼎盛时期的《最终幻想》：顶尖内容决定渠道命运	4
从崛起到巅峰：《最终幻想》系列的成功之路	6
早期的《最终幻想》：创新就是率先模仿、不断试错、精益求精	6
走向巅峰：第一流的内容 + 前瞻性的营销 = 全球性经典 IP	7
黄金时代：21 世纪初，《最终幻想》就是最佳游戏的代名词	10
停滞与衰落：《最终幻想》如何一步步沦为二流 IP	13
过高的成本，过于激进的战略，过大的风险	13
《最终幻想》努力拥抱网络游戏，但是只能勉强跟上潮流	14
进退维谷：如果《最终幻想》做不到最好，玩家就不买账	17
《最终幻想》启示录：后人哀之而不鉴之？	19
黄金时代的《最终幻想》系列恰恰最不像一个“IP”	19
沦为“伪手游大厂”的史克威尔艾尼克斯	21
在游戏行业，持续不断的变革是唯一的主旋律	23
风险因素	25

## 图表目录

图表 1：世嘉 Dreamcast，被《最终幻想》系列打垮的游戏平台	4
图表 2：历代《最终幻想》正统作品的首发时间和销量	5
图表 3：任天堂 FC，1983-90 年的游戏机霸主	6
图表 4：任天堂 SFC，1990-95 年的游戏机霸主	6
图表 5：《勇者斗恶龙 1》游戏画面	7
图表 6：《最终幻想 1》游戏画面	7
图表 7：1986-2000 年《最终幻想》与《勇者斗恶龙》的产品发行节奏	8
图表 8：《最终幻想》早期作品的制作人、人物设计师和作曲家	9
图表 9：《最终幻想 6》在美国杂志刊登的英文广告	10
图表 10：《最终幻想 7》最具震撼力的一处剧情动画	11
图表 11：《最终幻想 8》的主题曲 Eyes on Me 至今被人铭记	11
图表 12：《最终幻想 10》女主角在水面翩翩起舞的动画	12
图表 13：差点让史克威尔破产的《最终幻想：灵魂深处》	13
图表 14：《最终幻想》衍生动画作品的战绩	14
图表 15：《最终幻想》开发团队人数急剧膨胀	14
图表 16：《最终幻想》开发成本急剧膨胀（百万美元）	14
图表 17：《最终幻想》MMORPG 的 MAU 与竞争对手相比毫无优势	15
图表 18：2010 年上线的《最终幻想 14》原版几乎毁了这个 IP	16
图表 19：《最终幻想 14》新版由盛大游戏代理在中国运营至今	16
图表 20：《最终幻想》系列的综合评分总体呈现下降趋势	17
图表 21：《最终幻想 13》出了两部续作，换来恶评如云	18

图表 22: 首发两年之后,《最终幻想 15》黯然收场.....	18
图表 23: 《最终幻想 6》最终 Boss 想要毁灭整个世界.....	19
图表 24: 《最终幻想 9》的结尾探讨了生命的意义 .....	20
图表 25: 《最终幻想》系列的通用元素: 陆行鸟、飞空艇、召唤兽 .....	20
图表 26: 《最终幻想》相关手机游戏的首发时间和销量.....	21
图表 27: 完美世界研发的《最终幻想: 觉醒》手游的热度仅维持了两个月...22	
图表 28: 《最终幻想 15 口袋版》是一个尴尬的“伪杰作”.....	23
图表 29: 暴雪发布了《暗黑破坏神》手游, 可惜玩家并不领情.....	23
图表 30: 任天堂 Switch 企图将主机游戏和移动游戏合二为一.....	24
图表 31: 腾讯 WeGame 以扶持独立游戏、新品类游戏为目标.....	24

## 鼎盛时期的《最终幻想》：顶尖内容决定渠道命运

- 在中国，投资者和专业人士一直没有停止争论：在文化娱乐产业，到底是渠道/平台为王，还是内容/产品为王？迄今为止，大概还是“渠道为王”的主张占据上风——人们见过很多被渠道压制的内容，却几乎没有见过能够凌驾于渠道之上的内容。然而，“内容决定渠道命运”这种事情确实存在，而且发生过不止一次。《最终幻想》系列就做到过两次。
- 2000年1月29日，《最终幻想》系列的开发商兼发行商史克威尔在日本横滨举行了盛大的“史克威尔千禧年”活动，一口气公布了三款游戏：《最终幻想》9代、10代、11代。其中，9代将在已经进入生命周期尾声的索尼 PS (Playstation) 平台发布，10-11代都将在尚未发售的 PS2 平台发售。这次发布会几乎决定了未来十年全球游戏产业的格局：世嘉彻底退出游戏机硬件制造，转型为软件商；微软不得不接过世嘉的火炬，推出 Xbox 游戏机；整个游戏机产业只剩下三大平台，即索尼、任天堂和微软。
- 如果没有《最终幻想》，世嘉 DC (Dreamcast) 或许可以打赢这一战：它的上市时间早于索尼 PS2，功能强大、软件类型丰富。在 1999 年圣诞购物季，美国各地的 DC 都出现脱销，困扰世嘉的唯一问题是产能不足。然而，随着《最终幻想》系列新产品的发布，世嘉被逼入绝境——这个系列只能在索尼 PS/PS2 上运行！当玩家看到《最终幻想 10》的全 3D 演示画面、《最终幻想 11》的在线多人对战场景时，他们决定用脚投票。世嘉 DC 的销量再也没有达到期望值，而 PS2 成为了历史上最成功的游戏机。

图表 1：世嘉 Dreamcast, 被《最终幻想》系列打垮的游戏平台



来源：公司官网，国金证券研究所

- 这是《最终幻想》系列第二次决定游戏机平台的成败。1995 年，史克威尔的管理层曾经面临艰难的选择：《最终幻想 7》到底应该选择任天堂 N64 平台，还是索尼 PS 平台？任天堂是十年以来的游戏机霸主，拥有无可争议的产业链优势，而索尼只是刚刚从家电行业进入游戏行业。最后，史克威尔选择了 PS，因为它能提供更大的存储空间（光盘介质），以便实现游戏的“电影化”。这个决策直接动摇了任天堂帝国的根基——在日本和美国，主流玩家不可能接受一台玩不到《最终幻想》系列的游戏机。当《最终幻想 7》于 1997 年上市时，它成为了 PS 平台皇冠上的明珠，轻松打破了全球主机游戏的销量纪录。从那时起，游戏业界流传着一个不争的结论：得史克威尔者得天下，或者更准确的说，得《最终幻想》者得天下。
- 自 1987 年以来，《最终幻想》系列已经发行了 15 代、22 部正统作品，累计销量接近 1 亿；如果算上数量庞大的衍生作品、子系列作品，累计销量已经突破 1.5 亿。在 1994-2006 年的鼎盛时期，《最终幻想》系列不但能决定平台的命运，而且能决定整个游戏行业的产品开发潮流：6 代的成功让全球游戏市场进入了 RPG 为王的时代；7 代开创了 3D 电影化的游戏叙事风格；10 代实现了游戏场景的全 3D 化，并加入全程语音；11 代是最早实

现全球运营的 MMORPG 之一；12 代则从回合制 RPG 进化为 ARPG……《最终幻想》系列不需要模仿任何潮流，因为它自己就是潮流。

- 2008 年，当媒体询问《最终幻想 13》将在哪些平台发布时，史克威尔的高管做出了霸气外露的回答：“我们不希望 PS3 输得太惨，所以肯定会在 PS3 平台发布；但是我们也不希望 PS3 大获全胜，所以肯定也会在别的平台发布。”最后，《最终幻想 13》同时在索尼 PS3、微软 Xbox 360 和 PC 平台发布。此时的《最终幻想》系列已经开始走下坡路了，却仍然有决定各大游戏平台胜负的底气。这种底气从何而来？这个持续三十多年、纵横一百多个国家的顶级游戏 IP，到底是怎么炼成的？

**图表 2：历代《最终幻想》正统作品的首发时间和销量**

游戏名称	首发时间	首发版本销量	全版本销量
最终幻想	1987 年	40 万	200 万
最终幻想 2	1988 年	80 万	140 万
最终幻想 3	1990 年	50 万	200 万
最终幻想 4	1991 年	140 万	430 万
最终幻想 4：月之归还	2008 年	300 万	300 万
最终幻想 5	1992 年	250 万	350 万
最终幻想 6	1994 年	300 万	460 万
最终幻想 7	1997 年	900 万	1100 万
最终幻想 7：核心危机	2007 年	350 万	350 万
最终幻想 8	1999 年	800 万	850 万
最终幻想 9	2000 年	530 万	600 万
最终幻想 10	2001 年	800 万	920 万
最终幻想 10-2	2003 年	450 万	550 万
最终幻想 11	2002 年	120 万	200 万
最终幻想 12	2006 年	630 万	700 万
最终幻想 12：归来之翼	2007 年	130 万	130 万
最终幻想 13	2009 年	660 万	730 万
最终幻想 13-2	2011 年	320 万	380 万
最终幻想 13：雷霆归来	2013 年	100 万	130 万
最终幻想 14：重生之境	2013 年	1400 万	1400 万
最终幻想 15	2016 年	600 万	850 万
最终幻想 15 口袋版	2018 年	200 万	250 万

来源：公司官网，Wikipedia，国金证券研究所估算

注：《最终幻想 14》是免费注册的网游，销量是指注册用户的总数。

## 从崛起到巅峰：《最终幻想》系列的成功之路

- 《最终幻想》系列从 1980 年代后期崛起，于 2000 年代达到巅峰，是必然性和偶然性共同作用的结果：当时世界领先而且高速发展中的日本游戏业界，会诞生一批世界级的开发商和 IP，这是必然性；史克威尔作为名不见经传的小厂商，能够聚集一批优秀制作人才、从模仿走向创新，这是偶然性。在取得早期成功之后，史克威尔马不停蹄地积累着技术和创意上的优势，将《最终幻想》系列推向前无古人、后无来者的高度。

### 早期的《最终幻想》：创新就是率先模仿、不断试错、精益求精

- 1983 年，任天堂发布了划时代的 FC (Famicom) 游戏主机，也就是中国人熟知的“红白机”，从而宣告了当代游戏产业的诞生。在短短的三四年之内，游戏机进入了日本、美国、欧洲和东南亚的几千万个家庭，电子游戏成为了一种主流的家庭娱乐形式。在此之前，大部分人只能专程去街机厅玩游戏，或者用昂贵而罕见的早期电脑玩游戏。
- 任天堂对游戏产业的统治持续了两个世代：1980 年代的 FC，以及 1990 年代的 SFC (Super Famicom)。在十多年间，全世界的玩家习惯了坐在电视机前，在任天堂游戏机里插入卡带，然后拿起手柄享受轻松的娱乐时光。然而，玩家很快意识到了一个问题：大部分游戏都太简单，既无法提供足够的游戏时间，也缺乏挑战。当时的主流游戏通关时间几乎都在 10 分钟以内，即便《超级马里奥》这种超越时代的大作也仅需要几个小时。
- 此外，1980 年代的绝大部分都归属于两个类型：动作和射击。以《超级马里奥》为代表的平台动作、《沙罗曼蛇》为代表的飞行射击、《摔角》为代表的动作格斗……虽然能为玩家提供新奇的体验，但是在新鲜感丧失之后，不免留下“千篇一律”的印象。电子游戏可不可以做的更深、更广一点？它可不可以占用更多的用户时间？所有人都想知道。

图表 3：任天堂 FC，1983-90 年的游戏机霸主



来源：游戏截图，国金证券研究所

图表 4：任天堂 SFC，1990-95 年的游戏机霸主



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 1986 年，日本游戏开发商艾尼克斯(Enix)给出了答案，发行了世界上第一款大规模商业化的 RPG——《勇者斗恶龙》。此前，美国已经出现了《巫术》《创世纪》等早期 RPG，但是都只能在当时并不普及的 PC 上运行，而且玩法过于繁琐，缺乏群众基础。《勇者斗恶龙》通过一系列修改和创新，让 RPG 第一次成为了主流玩家接受的游戏类型：简单而完整的剧情；回合制战斗；大地图探索与场景切换；多角色组队的游戏模式；浓郁的“剑与魔法”奇幻风格……以上很多设定都一直保留到今天。玩家第一次发现，有一款游戏值得花费数十个小时的时间，有巨大的世界可供探索、线性的剧情可供体验。《勇者斗恶龙》是一个里程碑。

- 与此同时，刚刚成立不久的小开发商史克威尔(Square)正在生死边缘挣扎。截止 1986 年，史克威尔推出了六款游戏，既有 PC 平台也有 FC 平台，包括冒险、动作、射击等类型，全部以失败告终。研发负责人坂口博信多次提出开发一款 RPG，但是均被公司拒绝。《勇者斗恶龙》的热卖，改变了公司管理层的想法，他们终于允许坂口博信开发一款类似题材的 RPG。
- 在充分借鉴《勇者斗恶龙》的基础上，坂口博信做出了一些创新：玩家可以选择战士、盗贼、魔法师等职业（《勇者斗恶龙》没有职业设置），由此创造独特的冒险队伍；战斗画面设定为第三人称（《勇者斗恶龙》为第一人称），可以容纳更多信息；剧情也明显比《勇者斗恶龙》更深刻复杂。鉴于能否成功仍然是个未知数，坂口博信将这部作品命名为《最终幻想》——如果它不能成功，它就会是史克威尔破产前的最后一部游戏。

图表 5:《勇者斗恶龙 1》游戏画面



来源：游戏截图，国金证券研究所

图表 6:《最终幻想 1》游戏画面



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 幸运的是，这场豪赌以胜利告终——《最终幻想》首发售出了 40 万份，虽然仅为《勇者斗恶龙》的五分之一，但是已经足够让史克威尔生存发展下去。从此，坂口博信获得了组建团队、开发产品的绝对自主权。此后，《最终幻想》系列保持着 1-2 年发行一部新作的速度；到了 1992 年《最终幻想 5》发布时，该系列已经被公认为与《勇者斗恶龙》并列的日本两大“国民 RPG”之一，在北美和欧洲市场也取得了一些成功。史克威尔几乎完全因为《最终幻想》系列而跃升为全球顶尖游戏公司。
- 《最终幻想》的诞生无疑是模仿《勇者斗恶龙》以及更早的《巫术》《创世纪》的结果。毕竟，创新就是率先模仿，模仿是一种性价比很高的策略。关键在于，史克威尔通过模仿站稳脚跟之后，就开始了大胆的改革与试错：《最终幻想 2》竟然取消了升级系统；3 代恢复了升级系统，引进了更复杂的转职系统；4 代将传统回合制改为半即时制；5 代引进了与经验值互相独立的“能力值”系统……对于玩家来说，每一代《最终幻想》都会带来很多新意，而且完成度很高，几乎没有大的漏洞。而且，随着开发技术的不断进步，游戏的深度和表现能力也在持续的提高之中。
- 对于整个 RPG 类型来说，1980-90 年代也可谓黄金时期：当时的游戏机硬件还不够发达，很难处理复杂的数据，提供的视觉效果也很有限。现在红极一时的 FPS、SLG、RTS、ARPG、沙盒等品类，在当时的硬件上都很难出彩。相比之下，以《最终幻想》《勇者斗恶龙》为代表的回合制 RPG 却如鱼得水：不需要大量实时数据的处理，对画面质量的要求不算太高，游戏整体的存储容量也在可以接受的范围内。《最终幻想》站到了一个正确的风口上，具备了一定的先发优势，而且尽快地扩大了这个优势。这样，成功就成为了一个大概率事件。

走向巅峰：第一流的内容 + 前瞻性的营销 = 全球性经典 IP

- 从 1980 年代后期到 1990 年代前期,《最终幻想》总是比《勇者斗恶龙》略逊一筹:后者是日本国民的精神支柱,发售日当天总能引发数以万计的逃学、旷工事件,甚至引发了日本政府的关注。前者虽然质量不在后者之下,但是知名度和市场热度却远远不及。《勇者斗恶龙》第 1 代在日本的销量就超过了 200 万,而《最终幻想》直到第 5 代才做到这一点。
- 可是,进入 1990 年代中期,情况发生了微妙变化:《勇者斗恶龙》的新作发行频率大幅下降,动辄出现 3-5 年的断档,而且作品质量严重不稳定;《最终幻想》则保持着较高的发行频率,口碑销量都呈现后来居上的势头,还推出了几款衍生作品。进入 21 世纪,《勇者斗恶龙》在全球市场明显落后于《最终幻想》,即便在日本本土也难以维持优势。这是为什么?

**图表 7: 1986-2000 年《最终幻想》与《勇者斗恶龙》的产品发行节奏**

年份	勇者斗恶龙	最终幻想
1986 年	《勇者斗恶龙》	
1987 年	《勇者斗恶龙 2》	《最终幻想》
1988 年	《勇者斗恶龙 3》	《最终幻想 2》
1989 年		
1990 年	《勇者斗恶龙 4》	《最终幻想 3》
1991 年		《最终幻想 4》
1992 年	《勇者斗恶龙 5》	《最终幻想 5》 《最终幻想:神秘历险》
1993 年		
1994 年		《最终幻想 6》
1995 年	《勇者斗恶龙 6》	
1996 年		
1997 年		《最终幻想 7》 《最终幻想战略版》
1998 年		
1999 年		《最终幻想 8》
2000 年	《勇者斗恶龙 7》	《最终幻想 9》

来源:公司官网,国金证券研究所

- 答案在于对内容的掌控力。《最终幻想》的开发和发行工作都由史克威尔包办,开发团队高度稳定,对这个 IP 有很深的感情;《勇者斗恶龙》的发行商艾尼克斯却并不负责开发,大部分开发工作由第三方完成。虽然《勇者斗恶龙》的主创团队保持着基本稳定,但是进度和最终完成度却很难保证。到了 1990 年代后期,问题变得愈发严重:《最终幻想 7》的开发团队规模保持在 100 人以上,《勇者斗恶龙 7》却只有 35 人;《最终幻想》系列可以同时开发 2-3 部作品,《勇者斗恶龙》系列的新品却只能不断延期。此外,外包开发模式使得艾尼克斯很难跟上技术进步的潮流——2000 年,当《勇者斗恶龙 7》发布时,画面质量已经落后于主流游戏 3 年以上。
- 《最终幻想》系列的成功首先是主创团队的成功。在前 5 代作品中,制作人兼主策划师坂口博信、设计师天野喜孝、作曲家植松伸夫构成了“铁三角”,他们对《最终幻想》这个 IP 具备深刻的理解、强烈的热情。从第 6 代开始,坂口博信逐渐远离第一线,但是他培养的制作人桥本真司、策划师北濑佳范及伊藤裕之,完美地接过了重任。与此同时,史克威尔还培养出了设计师高桥哲哉、野村哲也,编剧野岛一成、加藤正人,音乐家水田直志等新鲜血液。2000 年代初,《最终幻想》系列开发团队的成员大部分拥有不止一部作品的开发经验,这对于 IP 的连续性非常有利。
- 多年以后,当任天堂社长岩田聪问起“为何早期的《最终幻想》能够实现如此之高的质量、如此之快的开发速度”时,坂口博信回答:当时的游戏产业处于软硬件技术高速发展的过程中,玩家的需求也在迅速进化;史克威尔上下弥漫着引领潮流的创新意识,每个员工都认为自己正在做的事情将影响整个世界,甚至视创新为自己的义务,也就从来感觉不到疲劳。这种朝气蓬勃的精神,在任何国家的游戏行业,都是不多见的。



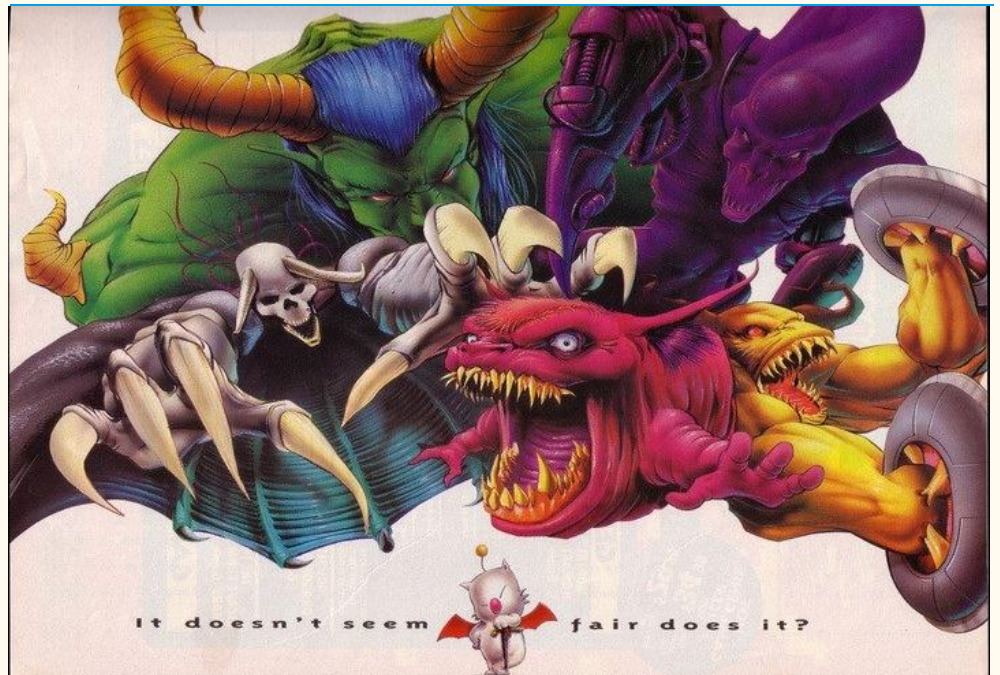
图表 8:《最终幻想》早期作品的制作人、人物设计师和作曲家



来源: GameSky, 国金证券研究所

- 必须承认，史克威尔的内容开发优势建立在一个大前提下：在 1990 年代，欧美游戏厂商的整体实力弱于日本厂商，甚至难以取得主流市场地位。今天我们熟知的 EA、Ubisoft、动视暴雪等欧美游戏巨头，早年都是以 PC 游戏起家，而 PC 在当时并不是最主流的游戏平台。在日本厂商擅长的动作射击、格斗、RPG 等品类，欧美厂商的存在感很弱。1990 年代高度发达的日本经济，也为日本厂商提供了取之不尽的市场资源和资本优势。换句话说，如果史克威尔不是日本厂商，那么它根本不可能开发出《最终幻想》这种强势 IP。日本经济的崩溃和欧美科技实力的进步，也为《最终幻想》系列在 2000 年代以后的衰落埋下了伏笔。
- 虽然 1990 年代的北美缺乏世界级的游戏厂商，但是并不缺乏玩家：任天堂的《超级马里奥》系列、世嘉的《索尼克》系列都在美国取得了巨大的成功。北美玩家对 RPG 并不陌生，因为《巫术》《创世纪》等早期 RPG 就是从美国起源的，1990 年代后期的美国还出现了《魔法门》《博德之门》等 RPG 大作。因此，《最终幻想》系列从 1990 年就开始培育北美市场。在本地化过程中，制作团队不仅会将游戏文本翻译为英文，还会针对北美用户的使用习惯和文化，对场景、人物乃至玩法进行大幅度修改。到了 1994 年《最终幻想 6》发行前夕，史克威尔在北美进行了大规模市场攻势；欧洲也第一次成为了市场营销的重点区域。
- 直到第 6 代为止，《最终幻想》系列在欧美只取得了有限的商业成功：它在这些地区的总销量弱于《勇者斗恶龙》系列，更不要说跟《超级马里奥》《塞尔达传说》《索尼克》等经典日本游戏相提并论。但是，《最终幻想》的 IP 形象已经牢牢建立起来，“回合制 RPG = 《勇者斗恶龙》《最终幻想》”得到了欧美玩家的认可。从第 6 代开始，《最终幻想》系列的剧情和美术风格逐渐趋向于科幻，对欧美玩家来说更容易接受。只需要一个划时代的作品，欧美市场就会望风披靡——这个作品就是《最终幻想 7》。

图表 9:《最终幻想6》在美国杂志刊登的英文广告



来源: Fandom, 国金证券研究所

#### 黄金时代: 21 世纪初,《最终幻想》就是最佳游戏的代名词

- 1990 年代中期, 游戏行业面临着前无古人的技术变革: 计算机图形处理能力的进步使得 3D 画面成为现实; 光盘介质的普及大大提高了游戏存储空间; 多媒体技术的发展让游戏机和 PC 具备了展现复杂动画和音效的能力。当时游戏业界的主流观点是: 未来的游戏要“电影化”, 发展到极致的游戏就是“互动电影”。应该说, 现在的游戏行业仍在向这个目标前进。
- 从 1994 年启动《最终幻想 7》开发之日起, 史克威尔就决定: 这将是一款“真正的 3D 游戏”。具体地说, 游戏人物将采用 3D 建模, 背景环境则将使用 3D 建模转制的 2D 贴图; 虽然与全 3D 建模还有差距, 但是这已经是当时技术条件能达到的最优解。为了实现“电影化叙事”, 游戏中将插入大量 3D 动画, 剧情长度也将创下历史最高水平。为此, 史克威尔不惜投入 4000 万美元研发费用、建立 150 人的研发团队。这种投入规模在当时实属骇人听闻, 在今天仍然足够开发一部高水平的游戏。
- 在剧情方面, 史克威尔抛弃了以前的“剑与魔法”风格, 转而投向科幻。在《最终幻想 7》中, 玩家可以看见宇宙飞船、激光剑、基因改造等“太空歌剧”风格的设定。人物和故事明显比前作更复杂、冷峻, 饱含着悲剧和宿命成分, 更适合于年龄较大的玩家, 也会消耗更长的游戏时间。平心而论,《最终幻想 7》的剧情毫不逊色于顶级的科幻电影。
- 问题在于: 当时主流的任天堂 SFC 平台, 以及任天堂正在开发的 N64 平台, 其图形处理能力和存储空间均不足以支撑《最终幻想 7》的野心。在艰难的考虑之后, 史克威尔于 1996 年 2 月宣布:《最终幻想 7》将转投 3D 技术更强、采用光盘介质的索尼 PS 平台。这个决策的风险很大, 谁敢预测索尼能击败如日中天的任天堂? 但是, 当 1997 年产品发布时, 一切怀疑都不攻自破了。气势磅礴的城市、深邃幽暗的街道、带着丰富表情的人物……就是一场互动电影。相比之下, 以前的所有游戏都显得太简陋了。
- 《最终幻想 7》首发版本的总销量突破了 900 万份。在日本、北美和欧洲, 它都是销量最大的新游戏。它完成了三重使命: 首先, 使得 3D 建模和“电影化叙事”成为游戏行业毫无争议的主流; 其次, 让索尼 PS 毫无争议地赢得了 1990 年代后期的游戏平台竞争; 最后, 让 RPG (尤其是回合制 RPG) 成为了此后十年毫无争议的的市场主流。

图表 10:《最终幻想 7》最具震撼力的一处剧情动画



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 在《最终幻想 7》大获成功之后，史克威尔在技术、资本、品牌和士气上都处于历史最高峰，几乎无所不能。1999 年，《最终幻想 8》发布了，它的开场和结尾动画至今仍被认为是整个游戏史上的最高峰。在上二代作品中尚未成熟的 3D 建模技术，在这部作品中已经大幅优化，人物设计也更真实生动。更重要的是，史克威尔明显在以流行文化为导向开发这款游戏：剧情主线完全围绕爱情故事，这是此前从未有过的；第一次加入了真人演唱的主题曲，即著名的《Eyes on Me》；科幻、魔法、悬疑乃至穿越等“好莱坞元素”得到了前所未有的强调。《最终幻想 8》不是一款孤立的游戏，而是带着深刻的 1990 年代末全球流行文化的烙印。

图表 11:《最终幻想 8》的主题曲 Eyes on Me 至今被人铭记



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 史克威尔对欧美市场的耕耘，此时结出了硕果：《最终幻想 8》的 800 万销量中，有超过半数来自欧洲和美国，还获得了北美玩家投票选出的“年度最佳游戏奖”。受到鼓励的史克威尔，开始严肃考虑与迪士尼等美国娱乐巨头的合作，这就是后来一度流行的《王国风云》系列。2000 年发布的《最

《最终幻想 9》明显向美式卡通的艺术风格靠拢，并且重新采用了中世纪“剑与魔法”的剧情设定。这是《最终幻想》系列尝试风格多元化、全球化的一次重要努力，可惜效果不太好，因为玩家已经习惯了现实主义风格和科幻设定。《最终幻想 9》首发版本的销量仅仅突破 500 万，远低于前两部的水平。尴尬的是，坂口博信对这部作品参与很深，甚至亲自撰写了剧本。这是一个不祥的预兆：老一代《最终幻想》主创人员可能正在丧失对市场需求的感知，史克威尔不可能永远站在潮流前列。

- 无论如何，2001 年发布的《最终幻想 10》足以让史克威尔再次笑傲群雄——依托索尼 PS2 平台的强大计算能力，这部游戏的人物和场景均采用 3D 建模，画面质量大幅度上升，引进了真人语音，3D 动画的时长也创下新高。游戏全程采用动作捕捉和表情捕捉技术，这些技术即使在电影产业也只是刚刚成熟。如果说 7 代是“电影化”，那么 10 代就是“梦境化”，对玩家的冲击力几乎是不可复制的。这部游戏的剧情是一个典型的“爱情悲剧”，不但富有想象力，而且极端残酷。在 21 世纪初，不知道有多少玩家的墙上挂着女主角优娜的海报，也不知道有多少人听着主题曲感叹悲凉的游戏结局。《最终幻想 10》的首发版本销量再次突破 800 万，而且其中 2/3 来自日本以外。此时此刻，《最终幻想》似乎无所不能！

图表 12:《最终幻想 10》女主角在水面翩翩起舞的动画



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 然而，现实是残酷的：在《最终幻想 10》横扫各大游戏榜单之时，开发商史克威尔竟然走到了破产边缘。2001 年 2 月，制作人坂口博信引咎辞职；10 月，史克威尔请求索尼注资以维持正常运转；11 月，创始人兼 CEO 铃木尚引咎辞职。经过一系列复杂的重组，史克威尔于 2003 年接受了与老对手艾尼克斯的合并。《最终幻想》和《勇者斗恶龙》的发行商终于走到了一起，但是两家公司都已经奄奄一息；《最终幻想》的黄金时代也接近尾声。这是怎么回事？直到今天，回忆起这一切，人们还会觉得不可思议。

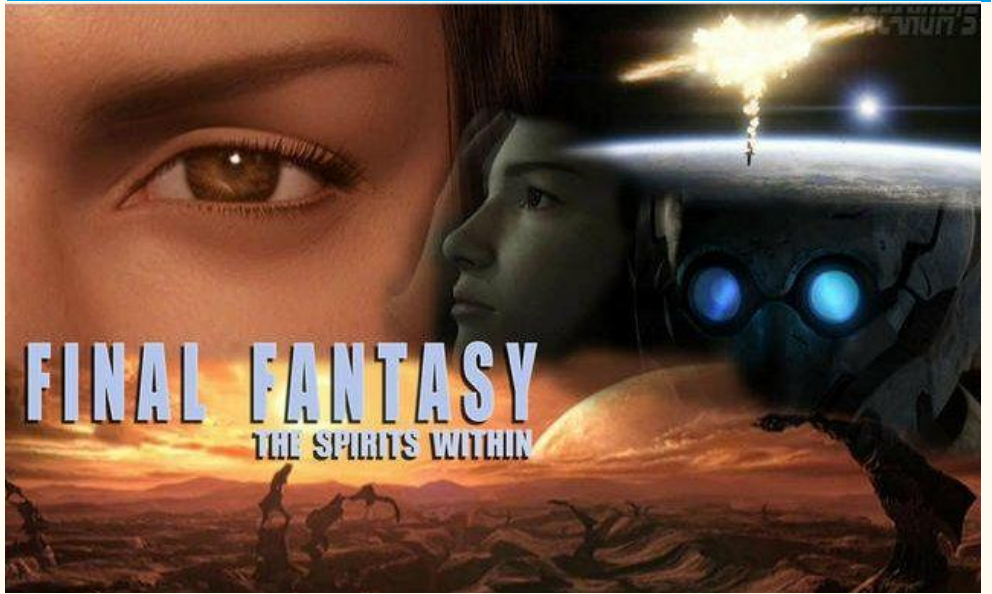
## 停滞与衰落：《最终幻想》如何一步步沦为二流 IP

- 从表面上看，《最终幻想》系列的衰落源于一次失败的“IP 跨界”尝试。从本质上看，游戏开发成本的高企、日本经济的不景气和游戏产业焦点向北美的转移，才是《最终幻想》风光不再的真实原因。遗憾的是，史克威尔未能妥善应对挑战，也未能及时拥抱互联网时代。进入 2010 年代，《最终幻想》走下了顶级 IP 的神坛，这是何等沉痛的历史教训。

### 过高的成本，过于激进的战略，过大的风险

- 在开发《最终幻想 9》的同时，金牌制作人坂口博信把大部分注意力转移到了电影方面——他要亲自执导一部代表当时最高技术水平的科幻题材 CG 动画电影，即《最终幻想：灵魂深处》。史克威尔为此成立了一家电影公司。在长达四年的制作周期中，使用了约 200 名开发人员、超过 1000 台工作站，耗资 1.07 亿美元；在宣发环节，又耗资了 3000 万美元。
- 平心而论，史克威尔的冒险是有理由的：1990 年代后期，迪士尼的《玩具总动员》系列、梦工厂的《蚁哥正传》等 CG 电影都取得了商业成功，CG 显然是动画片的未来。《最终幻想》的 IP 热度如日中天，开发团队积累了丰富的动画制作经验，而且好莱坞六巨头之一的哥伦比亚愿意负责全球发行。结果却是一场噩梦：《最终幻想：灵魂深处》的全球票房仅为 8500 万美元，制作发行方总共亏损 9400 万美元。

图表 13：差点让史克威尔破产的《最终幻想：灵魂深处》



来源：电影官网，国金证券研究所

- 媒体的一致意见是：《最终幻想：灵魂深处》是当时技术水平最出色的 CG 电影，但是剧情很差、主题缺乏吸引力。毕竟，这是史克威尔第一次涉足电影制作，焦点完全放在技术上，导致成本严重失控。电影的工业体系和商业逻辑都与游戏有本质区别，可是史克威尔已经没有学习的机会了——在巨额亏损之后，它于 2002 年彻底退出电影生意。这真是最悲惨的结局：1.37 亿美元巨额投资换来的教训，没有传承下去。
- 此后十多年，《最终幻想》只推出了一部动画番剧、一部 OVA、一部 DVD 动画电影，而且都立足于控制成本、有限发行。2016 年，为了配合《最终幻想 15》的上市，史克威尔授权第三方制作了动画电影《最终幻想：王者之剑》。这部电影的商业表现也很糟糕，全球票房仅有 900 万美元。原因很简单：在技术实力下降、经费不足的情况下，史克威尔及其合作伙伴已经无法做出世界级的电影；《最终幻想》IP 的热度也早就过了巅峰期。

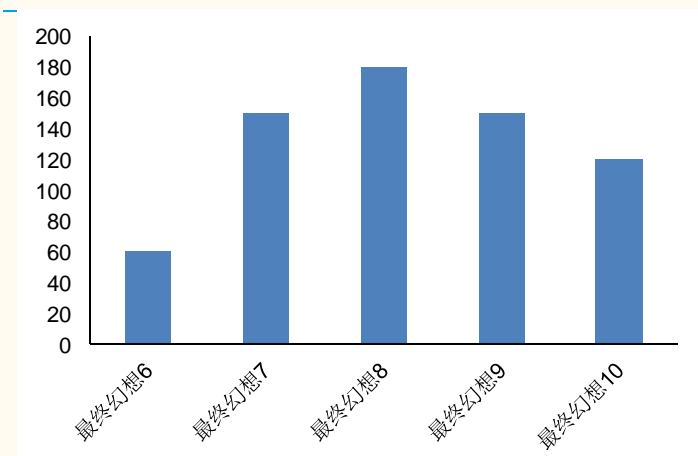
图表 14:《最终幻想》衍生动画作品的战绩

动画名称	首发时间	形式	票房/收视排名
最终幻想:水晶传说	1994年	OVA	不详
最终幻想:灵魂深处	2001年	电影	8500万美元
最终幻想:无限	2001年	番剧	第18名
最终幻想7:最终命令	2005年	OVA	限量供应
最终幻想7:降临之子	2005年	DVD 电影	500万份
最终幻想15:兄弟情	2016年	在线视频	300万次以上
最终幻想15:王者之剑	2016年	电影	900万美元

来源:公司官网, Wikipedia, 国金证券研究所

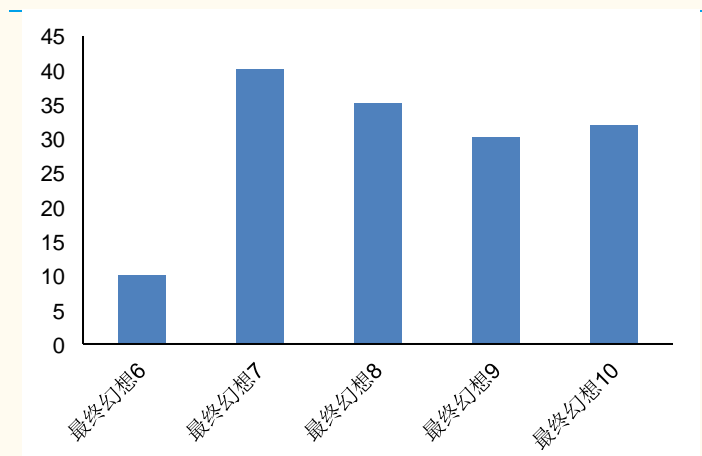
- 更残酷的是游戏开发成本的不断膨胀。1994年,《最终幻想6》的开发团队只有约50人,成本约1000万美元;1997年,7代的开发团队膨胀到150人,成本约4000万美元;8代还创造了200人的开发团队规模纪录。从1999年开始,史克威尔必须在日本和美国同时维持庞大的团队,开发周期也从1年提高到2-4年。市场推广开支也不断提升,需要在全世界主要市场同时展开宣传攻势。《最终幻想9》虽然卖出了500多万份,但是投资回报率仍然偏低,成为了导致坂口博信辞职的重要原因。
- 游戏开发成本为何上升?因为技术进步了,2D美术变成3D建模带来了几何级数的变化;玩家要求提高了,游戏内容长度和深度都必须不断提高。要命的是,史克威尔不但不能收缩战线,还必须主动扩大战线:投资人期望看到公司在《最终幻想》之外还能开发更多IP,金牌制作人也纷纷投向史克威尔的怀抱,导致公司不得不在新项目上注入大量资源。到了2001年,形势已经不可挽回:要么砍掉外围项目、推迟核心项目、大规模裁员重组,要么破产。《最终幻想》系列被自己的成功压垮了!

图表 15:《最终幻想》开发团队人数急剧膨胀



来源:IGN, RPGamer, 国金证券研究所

图表 16:《最终幻想》开发成本急剧膨胀(百万美元)



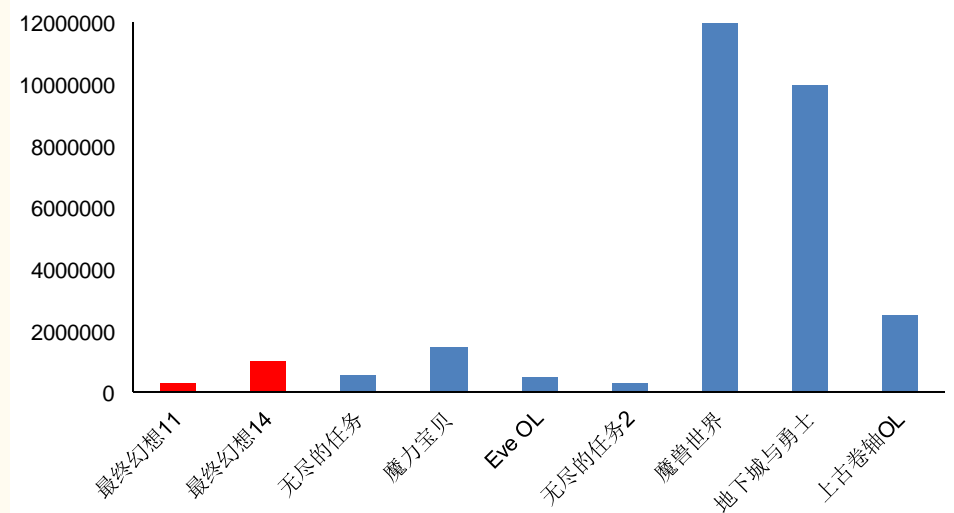
来源:IGN, RPGamer, 国金证券研究所

- 经过近两年的痛苦重组,新的“史克威尔艾尼克斯”于2003年正式成立。现在,公司旗下同时拥有《最终幻想》和《勇者斗恶龙》两个顶尖IP,而且制作实力仍处于日本领先水平。然而,在看似光鲜亮丽的躯壳内,已经不再是原先的灵魂——坂口博信、天野喜孝、植松伸夫等早期主创人员都离开了公司,管理团队里充斥着对《最终幻想》毫无感情的新人。游戏技术还在飞速进步,开发成本继续高企;网络游戏异军突起,在短短的几年内成为游戏行业的主要增长引擎。要应对这些挑战,史克威尔艾尼克斯的力量已经不足了。何况,在经济不振、本土市场萎缩的大背景下,日本游戏公司呼风唤雨的时代过去了。一个漫长的衰退期到来了。

《最终幻想》努力拥抱网络游戏,但是只能勉强跟上潮流

- 《最终幻想》系列的前 10 代作品都是单机游戏，当时也根本没有联机的概念。但是，史克威尔很早就意识到了网络游戏的未来，并且在 2001 年就宣布：《最终幻想 11》将是一部 MMORPG。当时，网游行业还处于初始阶段，市面上只有《创世纪 OL》《石器时代》乃至文字 MUD 等寥寥无几的产品。理论上，依托单机时代的技术积累、IP 热度和财务资源，《最终幻想》在 MMORPG 领域也能顺理成章地取得优势。
- 然而现实并非如此——2002 年发布的《最终幻想 11》总共只售出了 200 万份，最高月活用户(MAU)仅有约 30 万。这款游戏获得了媒体的好评：采用了即时战斗系统，强调团队协作，职业系统非常丰富，还有多部大型资料片。遗憾的是，这只是一部“优秀的游戏”，而不是“划时代大作”；它的创新性远远逊色于同一时代的《无尽的任务》《Eve Online》，以及稍晚的《魔兽世界》。过于强调团队协作，使得大量轻度玩家被拒之门外。虽然它在日本取得了巨大成功，但是在欧美市场的存在感很弱。
- 《最终幻想 11》以索尼 PS2 和微软 Xbox 360 为主力平台，虽然也有 PC 版，但是并不重视。事实证明，MMORPG 的主战场在 PC，同一时期艾尼克斯推出的《魔力宝贝》就取得了巨大的成功。直到今天，游戏主机平台的玩家还是更习惯于单机游戏、弱联机游戏和电子竞技游戏，对于需要长时间在线的 MMO 游戏不太热衷。此外，出于单机时代的思维定式，《最终幻想 11》仍然保持着买断付费制，大大限制了玩家群体的规模。

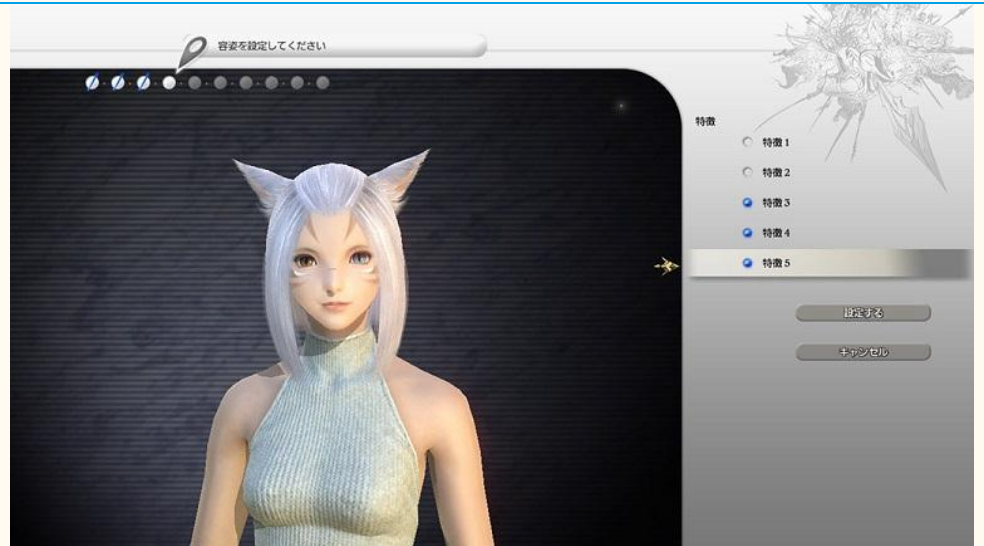
图表 17:《最终幻想》MMORPG 的 MAU 与竞争对手相比毫无优势



来源：游戏官网，Wikipedia，国金证券研究所

- 在总结经验教训之后，史克威尔艾尼克斯于 2010 年推出了《最终幻想 14》，这是一部时间收费制 MMORPG。它成为了《最终幻想》历史上最大的噩梦：虽然技术水平很高，但是节奏过于拖沓、剧情缺乏趣味、界面设计很差，在发售之初就受到了玩家的口诛笔伐。有媒体甚至认为，《最终幻想》这个金字招牌很可能被彻底毁掉！2012 年，《最终幻想 14》被迫关闭服务器，回炉重做。2013 年，彻底推倒重来的《最终幻想 14：重生之境》正式上线，取得了一定的成功，而且至今仍在运营。
- 《最终幻想 14：重生之境》是一款制作精良、老派、慢热的 MMORPG。它的画面在同类游戏中处于最高水平，剧情主线宏大，支线任务丰富，带有深厚的日式单机 RPG 烙印。它既不像《魔兽世界》那样热衷于开发新概念、新玩法，也不像很多竞品那样倾向于快节奏、吸引土豪玩家，而是以“传统 RPG 爱好者”为导向。在免费网游大行其道的情况下，它坚持着“时间收费 + 外观道具收费”的模式。总而言之，这款游戏很有良心，生命周期漫长，但是注定不可能大红大紫。在盛大游戏代理的中国服务器，MAU 可能从来没超过 20 万；全球最高 MAU 也仅有 100 万左右。

图表 18: 2010 年上线的《最终幻想 14》原版几乎毁了这个 IP



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 《最终幻想 11》和《最终幻想 14》是史克威尔艾尼克斯命运的缩影：在单机 RPG 时代，它是毫无争议的霸主，是所有人的仿效对象；在 MMORPG 时代，它却只是一个有力的竞争者，只能取得有限的商业成功，更不能引领潮流。在这个时代，以暴雪为代表的美国公司拥有强大的技术实力和财务资源，可以不断创新；以盛大、网易、NCSoft 为代表的中国及韩国公司拥有庞大的本土市场，可以通过率先模仿而获益。日本游戏公司的黄金时代已经逝去，日本文化不再是全球强势文化。游戏从来就不是一个孤立的产业，而是与整体经济形势和社会变迁息息相关。
- 最可怕的是：MMORPG 的巅峰期也正在过去，现在是 FPS、MOBA、SPT 等电竞游戏的黄金时代，今后或许是沙盒游戏的黄金时代。在电竞和沙盒两大品类，日本厂商几乎没有任何优势。史克威尔艾尼克斯当然意识到了危机，很早就尝试依托《最终幻想》制作格斗游戏、动作游戏，但是这只是权宜之计。归根结底，在本土市场萎缩、技术能力下降、资本供给不足的情况下，日本厂商不可能在新的游戏品类上获得大的成功。最后，史克威尔艾尼克斯之流只能以日本特有的“匠人精神”，在传统 RPG 的老路上一直走下去，尽管主流玩家早已不再对此感动。

图表 19: 《最终幻想 14》新版由盛大游戏代理在中国运营至今



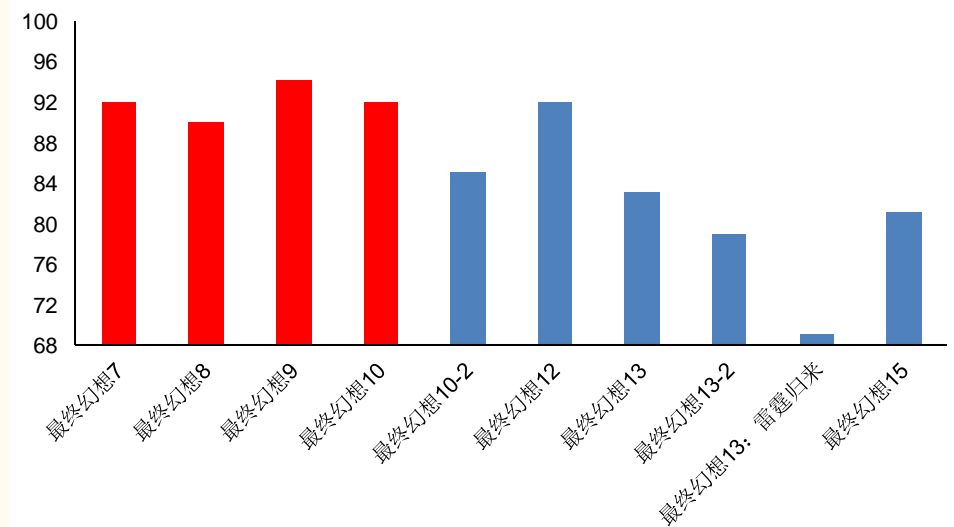
来源：游戏官网，国金证券研究所



**进退维谷：如果《最终幻想》做不到最好，玩家就不买账**

- 在开发 MMORPG 的同时，《最终幻想》系列没有停止开发单机作品：2003 年的 10-2 代、2006 年的 12 代、2009 年的 13 代、2016 年的 15 代都是单机或弱联机游戏，同时还开发了《最终幻想零式》《最终幻想节奏剧场》等单机衍生作品。以上作品大部分都附带了一些多人联机和社交玩法。遗憾的是，在自己的“大本营”，史克威尔艾尼克斯也没有取得成功，尤其是在《最终幻想 15》之后，这个 IP 已经彻头彻尾地沦为二流。
- 《最终幻想 12》的战斗系统比前作有大刀阔斧的改革：回合制被改为即时制，增加了复杂的“指令设定”机制，使得战斗呈现出“自动化”趋势。游戏的职业系统也一如既往地深厚耐玩，还仿效 MMORPG 推出了许多支线副本。可是，最大的问题是游戏的主线剧情非常单薄，玩家完成主线的时间太短了！归根结底，史克威尔艾尼克斯患上了“成本恐惧症”：为了降低风险，就要控制成本；控制成本的最好方式是控制游戏内容，甚至不惜为此砍掉主线剧情。然而，一个连故事都讲不好的单机 RPG，怎能吸引玩家？虽然媒体评分还是很高，但是玩家的不满情绪已经开始蔓延。
- 《最终幻想 13》继续在“节约成本”的道路上前进：支线剧情被大幅度削弱，场景细节非常薄弱，就连日常战斗都被砍掉了许多。事实上，玩家只能沿着主线剧情走下去，而剧情本身又缺乏感染力。在欧美厂商致力于提高游戏自由度、建立开放世界的同时，史克威尔艾尼克斯却在倒退。多亏了《最终幻想》的 IP 热度，这部作品还是卖出了 600 多万份，但是媒体口碑创下历史新低，而且欧美市场销量占比有所下降。

**图表 20：《最终幻想》系列的综合评分总体呈现下降趋势**



来源：Metacritics, 国金证券研究所

- 鉴于《最终幻想 13》的销量还不错，史克威尔艾尼克斯被冲昏了头脑，决定在该作品的基础上推出两款续作，即《最终幻想 13-2》和《雷霆归来》。这两款作品的销量直线下滑，口碑也一部不如一部。尤其是《雷霆归来》，被评论家讽刺为“就像 MMORPG 的教学章节”，媒体评分创下《最终幻想》历史上的最低纪录。在这三部作品中，剧情薄弱、游戏时间不够、自由度太低的问题一直存在。在玩家心目中，《最终幻想》是一个神圣的 IP，它必须达到当时的 RPG 最高水平，否则就一无是处；他们不会接受一款完成度不高、急于变现的《最终幻想》游戏。
- 其实，史克威尔艾尼克斯已经足够努力了——《最终幻想 13》及其续作的画面质量、人物设计和战斗系统都广受好评，足以与欧美大厂的同类游戏相提并论。问题在于，日本游戏厂商的实力已经不足以兼顾“质量”和“完成度”了：制作一部技术领先、画面精美、剧情感人、内容足够深的 RPG，意味着巨大的成本和极高的风险。在经历 21 世纪初的破产危机之后，史克威尔艾尼克斯岂敢重蹈覆辙？

图表 21:《最终幻想 13》出了两部续作, 换来恶评如云



来源: 游戏官网, 国金证券研究所

- 成本和风险过高的问题, 不仅困扰着日本厂商, 也困扰着欧美厂商。动视暴雪、EA、Ubisoft 等欧美主流大厂, 进入 2010 年代以后也日益保守, 要么致力于开发创新幅度很小的“年货”, 要么致力于通过道具内购、DLC 等方式榨干一部游戏的价值。最后, 欧美厂商也陷入了玩家恶评如云、热门 IP 号召力降低的怪圈。《最终幻想》面临的是一个普遍问题。
- 2016 年发布的《最终幻想 15》, 很可能是这个 IP 的“崩溃之作”: 虽然销量不错、媒体评分尚可, 但是剧情严重缩水、自由度很低, 几乎是个半成品。显然, 制作团队已经没有资源和勇气完成这部作品了。一开始, 玩家还寄希望于后续升级和 DLC 能够将这部作品“补完”; 但是, 2018 年 11 月, 史克威尔艾尼克斯宣布该游戏的后续开发基本告终, 击碎了玩家的幻想。当一个 IP 接二连三让粉丝失望时, 它离末日就不远了。

图表 22: 首发两年之后,《最终幻想 15》黯然收场



来源: 游戏官网, 国金证券研究所

## 《最终幻想》启示录：后人哀之而不鉴之？

- 在《最终幻想》系列的黄金时代，它其实并不像一个“IP”；当制作公司意识到“IP 经济学”的重要性时，这个 IP 恰恰走上了衰败之路。史克威尔艾尼克斯不是没有注意到手机游戏的重要性，甚至主动转型为“手游大厂”，但是迄今也未能完成转型。归根结底，游戏行业是一个瞬息万变、不断变革的行业——没有人能够躺着赚钱，也没有放之四海而皆准的商业模式。只有一件事情是确定的：玩家对内容的要求总在提高。今天烜赫一时的游戏巨头，如果缺乏危机意识，可能迅速坠入深渊。

### 黄金时代的《最终幻想》系列恰恰最不像一个“IP”

- 2014 年以来，“IP 经济学”成为中国文化娱乐市场的主题词，游戏、影视、动漫、音乐等各个行业的参与者都在探讨如何实现 IP 价值的最大化。问题在于，什么是 IP？热门 IP 实现长期变现的奥秘是什么？《最终幻想》系列可谓全球游戏产业的第一 IP，即使在衰落多年之后，仍然可以做到较高的销售额和影响力。可是，它恰恰最不像一般人印象中的“IP”。
- 截止 2003 年，《最终幻想》历代作品之间的剧情、人物和世界观都没有任何联系。没错，无论上一部《最终幻想》有多么成功，下一部都是从头开始。我们不会看到任何主人公重复出场，也不会看到任何故事的后续演绎。那么，《最终幻想》系列到底是以什么方式统筹起来的呢？这就涉及所谓的“调性”或“风格”。首先，所有的《最终幻想》正统作品的背景都极其宏大而残酷——某种巨大的邪恶势力想毁灭世界，弱小的主人公努力成长，经过艰苦卓绝的斗争将其击败，使世界恢复平衡。每一部作品都是可歌可泣的史诗，让玩家屏气凝神，受到巨大的精神冲击。

图表 23: 《最终幻想 6》最终 Boss 想要毁灭整个世界



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 其次，《最终幻想》系列经常探讨人类的终极问题：生命与死亡，人与自然，爱与仇恨，压迫与反抗，科技进步与传统……7 代描绘了一个被大型科技公司控制的“反乌托邦”社会，8 代深入讨论了记忆对人的塑造作用，9 代的后半部分剧情都围绕着“生命的意义”，10 代则刻画了“用真挚的爱打破死亡的轮回”。对于纯粹的娱乐玩家来说，这些剧情可能太沉重了；但是，正因为其沉重，才能留出思考的空间，让人反复回味。严格的说，《最终幻想》系列的主要受众是成年的、有一定生活阅历的玩家；而且，随着年龄的增长，他们会反复回味、重新体验这个系列。

图表 24:《最终幻想 9》的结尾探讨了生命的意义



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 此外，《最终幻想》系列还有很多通用的细节：几乎每一部作品都会出现金色陆行鸟和飞空艇，让玩家快捷地进行移动；每一代都会出现召唤兽，而且召唤兽的名字、属性都有一定的共同性。在战斗时，玩家总是会听到相同的音乐；游戏结尾的音乐永远不变。游戏过程中，许多次要角色的姓名都一模一样。《最终幻想》系列的老玩家，能够在开始游戏的半个小时之内，确定这个游戏是否属于这个系列。总而言之，《最终幻想》的 IP 属性不是通过人物或剧情来传承，而是通过“内容调性”来传承。这是一把双刃剑：每一部作品都是新的，拥有巨大的自由发挥空间；但是，上一部作品的粉丝群又很难直接继承过来，而且重新创作的工作量很大。

图表 25:《最终幻想》系列的通用元素：陆行鸟、飞空艇、召唤兽



来源：Fandom, 最终幻想 9, 最终幻想 10, 国金证券研究所

- 2001 年，面临破产压力的史克威尔决定打破惯例，为《最终幻想 10》开发续作，这就是 2003 年发布的《最终幻想 10-2》。原作的悲剧结局引发了许多粉丝的不满，史克威尔也乐于利用原作的人物和场景设计进行二次变现。结果，《最终幻想 10-2》获得了商业成功，也由此打开了潘多拉魔盒

——史克威尔越来越热衷于利用 IP 热度“炒冷饭”，而不是锐意创新。此后，12代、13代和15代都推出了续作，就连多年前发布的4代、7代都推出了续作。其中有些续作是成功的，但是大部分续作都透支了 IP 价值。简而言之，当制作公司意识到“IP 经济学”是一门生财之道时，《最终幻想》这个 IP 就走上了“吃老本”的道路。

- 在部分投资人眼中，IP 是一个偷懒工具，可以点石成金、化腐朽为神奇。然而，粉丝并不会无条件地支持任何 IP，一切变现行为都是有代价的，竭泽而渔绝不是好选择。事实上，IP 只能用来“锦上添花”——当制作团队充满热情、富有经验、技术实力不弱时，优质 IP 可以让他们事半功倍。在整个 1990 年代，坂口博信领导的《最终幻想》制作团队就在持续的创新，为这个 IP 积累新的资本，而不是“吃老本”；他们甚至刻意用不同的创作思路，开发了几个新 IP。当史克威尔决定开发《最终幻想 10-2》时，坂口博信选择了离开公司。他比任何人都更清楚：毁掉 IP 永远比创造 IP 容易，对原则性问题的任何妥协都会导向万劫不复的深渊。

### 沦为“伪手游大厂”的史克威尔艾尼克斯

- 自从 2007 年 iPhone 发布以来，智能手机成为了一个重要的游戏平台。现在，全球游戏市场的绝大部分增量都来自手机游戏，传统的主机平台、PC 平台反而黯然失色。欧美和日本的许多传统厂家都没有抓住这一波手游浪潮，但是史克威尔艾尼克斯是个例外——它从 2007 年开始热情拥抱手游市场，自主及授权开发了许多《最终幻想》题材手游。与此同时，它还将《最终幻想》系列的很多正统作品移植到手机平台。
- 鉴于史克威尔艾尼克斯对手游的热情，许多玩家将其戏称为“手游大厂”。不过，它在手游领域谈不上特别成功，最多只能算“伪手游大厂”。首先，直到 2017 年，该公司仍在“付费模式”和“免费模式”之间徘徊，尽管“付费模式”已经被证明不太适合手游玩家。《最终幻想 15 口袋版》是为手机平台量身定做的，却还是采取了“首章节免费 + 后续章节付费”的模式。这样的结果是两头不讨好：传统玩家认为发行手游版本本身就损害了《最终幻想 15》的 IP 调性，手游玩家又不习惯为剧情章节付费。

图表 26:《最终幻想》相关手机游戏的首发时间和销量

游戏名称	首发时间	发行平台	全版本销量
最终幻想：水晶编年史	2003 年	主机，手机	130 万
最终幻想战略版：狮子战争	2007 年	主机，手机	80 万
最终幻想：纷争	2008 年	主机，手机	160 万
最终幻想：光之四战士	2009 年	主机	40 万
最终幻想维度	2010 年	手机	免费
最终幻想维度 2	2015 年	手机	免费
最终幻想：记录员	2014 年	手机	免费
最终幻想：探险者们	2014 年	主机，手机	60 万
最终幻想 Agito	2014 年	手机	免费
最终幻想：勇气启示录	2015 年	手机	免费
最终幻想：莫比乌斯	2015 年	手机	免费
最终幻想觉醒	2016 年	手机	免费
最终幻想：新帝国	2017 年	手机	免费
最终幻想 15 口袋版	2017 年	手机	200 万

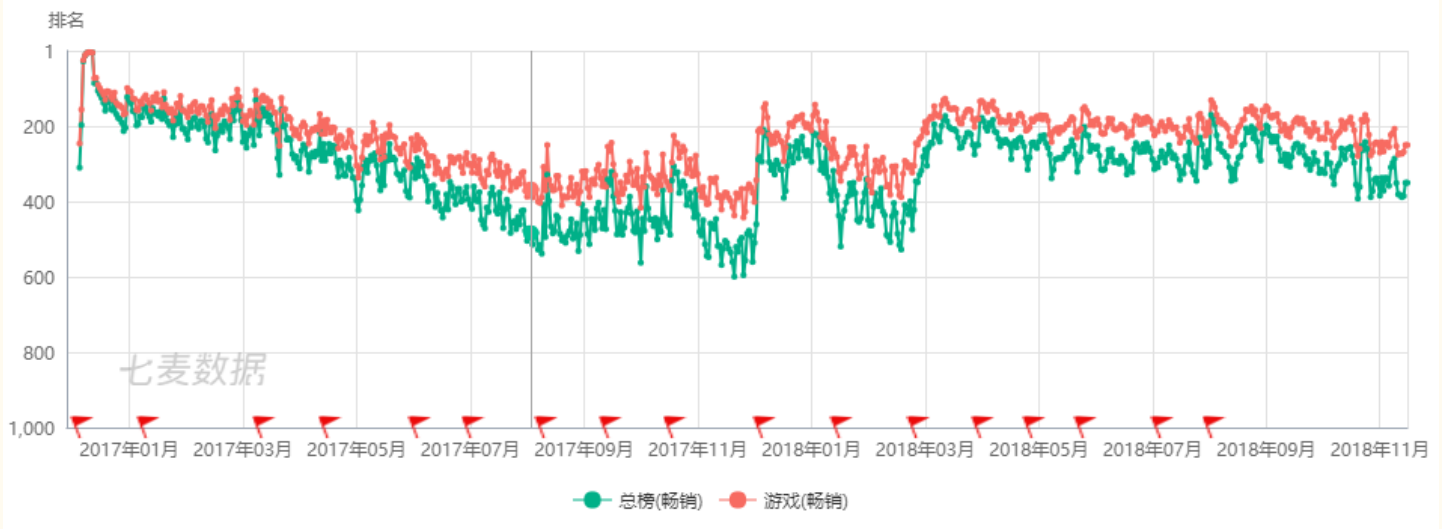
来源：公司官网，Wikipedia，国金证券研究所

- 当然，史克威尔艾尼克斯也尝试过“免费下载 + 道具内购”的商业模式，其中最成功的是 2015 年上线的《最终幻想：勇气启示录》，该游戏将于 2018 年由西山居代理引进中国。可是更多的手游作品以失败或平庸告终。根据我们的观察，2015 年以前发布的《最终幻想》题材手游里，大约有 1/3 已经停止运营，剩下的大多只能在日本本土或少数国家取得商业成功。由于史克威尔艾尼克斯的开发产能有限，经常授权给第三方开发《最终幻

想》题材手游，这样就很难控制作品质量。例如，2017年由第三方开发的《最终幻想 15：新帝国》就恶评如云。

- 即便手游本身的制作质量不错，《最终幻想》的 IP 热度也早已衰退，很难独立支撑一个爆款产品。以中国为例，今天的手游玩家最期盼的，要么是《暗黑破坏神》《魔兽世界》《FIFA》这样的欧美超一线大作，要么是《剑侠情缘》《石器时代》《完美世界》这样的中国及韩国经典 IP。2016 年底，完美世界研发的《最终幻想：觉醒》ARPG 手游虽然质量尚可，也只在 iOS 畅销榜前 100 名停留了不足两个月。

图表 27：完美世界研发的《最终幻想：觉醒》手游的热度仅维持了两个月



来源：七麦数据，国金证券研究所

- 假设史克威尔艾尼克斯能够集中强大的研发力量，或者找到合适的第三方开发商，做出一款顶级的《最终幻想》MMORPG，那么它在中国市场的表现最多也只能达到《梦幻模拟战》或《魔力宝贝》手游的水平：前 1-2 个月位居畅销榜前列，此后迅速下滑。在欧美市场，MMORPG 从来不是最主流的手游品类，《最终幻想》系列很难成为爆款。在日本市场，这个系列倒是还维持着较高的人气，但是日本的手游消费规模已经非常有限。总而言之，《最终幻想》通过手游重振辉煌的可能性很小。
- 2017 年的《最终幻想 15 口袋版》，可谓一次尴尬的尝试：它的完成度很高，赢得了媒体的好评以及多个国家的 App Store 编辑推荐；但是，仅仅 300 万的总下载量、约 200 万付费下载量，还远远谈不上商业成功。最后，史克威尔艾尼克斯竟然把这款游戏移植回了游戏主机和 PC 平台，因为这些平台的玩家能贡献较高的 ARPU 值。这一系列的奇怪现象说明：史克威尔艾尼克斯至今还没搞懂究竟应该怎么开发和运营手机游戏。它在中国和韩国的那些同行，虽然历史积累很薄弱，却能更好地适应这个时代。

图表 28:《最终幻想 15 口袋版》是一个尴尬的“伪杰作”



来源: App Store, 国金证券研究所

**在游戏行业，持续不断的变革是唯一的主旋律**

- 多年以来，投资者一直在苦苦寻找在游戏行业“躺着赚钱”的方法：通过控制渠道能不能“躺着赚钱”？通过反复压榨 IP 价值呢？通过“免费 + 道具内购”的商业模式呢？通过大型资料片、DLC 等内容叠加呢？通过强调游戏的社交和电竞属性呢？……以上方法都有一些作用，但是持续性值得怀疑。1980 年代，控制了全球游戏发行的任天堂没有做到“躺着赚钱”；今天，控制了中国游戏发行的腾讯也不可能做到。变革是唯一的主旋律。
- 2013 年以来，手游行业在全球都出现爆发性增长，在中国尤其如此。2018 年 11 月，暴雪高调发布了与网易联合开发的《暗黑破坏神：不朽》手游，几乎立即遭遇玩家的一致反对，甚至导致了暴雪股价下跌。原因很简单：手游不适合所有人，尤其不适合欧美硬核玩家；中国常见的“换皮手游”，给暴雪的粉丝心头留下了阴影；而且，凭借一个热门 IP 就能让玩家买单的时代已经过去了。在中国市场，2018 年推出的热门 IP 改编手游《奇迹：觉醒》《魔力宝贝》《传奇世界 3D》也都是昙花一现。

图表 29: 暴雪发布了《暗黑破坏神》手游，可惜玩家并不领情



来源: 游戏官网, 国金证券研究所

- 手机平台有一些根本性问题，不可能得到解决：操作手段单一，触摸屏不适合动作、射击等操作复杂度较高的游戏类型；硬件过于多样化，游戏厂商很难对所有手机型号进行优化；设备尺寸太小、续航能力有限，天然地

不适合感染力较强的大型游戏。最重要的是：智能手机不是为了游戏而设计的，不可能为了游戏做出太大的妥协。到底应该怎么办呢？

- 任天堂的回答是：推出一款具备较强的“移动功能”的主机，即 2017 年发售的 Switch。名义上，Switch 是“游戏主机与掌机的结合体”；事实上，它更像是“主机与手机的混血儿”。与平板电脑类似的尺寸、触摸屏设计、可拆卸手柄、完善的联网功能、对社交和多人协作的强调……都让人想到了手机游戏。腾讯甚至决定将《王者荣耀海外版》移植到 Switch，还引发了玩家的争议。沿着这条道路走下去，我们或许可以在几年之内看到游戏主机和手机的彻底融合。没人知道那时的爆款游戏该是什么样子。

图表 30：任天堂 Switch 企图将主机游戏和移动游戏合二为一



来源：公司官网，国金证券研究所

- 另一个重要的问题是：游戏开发成本激增的趋势还没有停止，现在就连手机游戏的开发也进入了“烧钱”时代。这样下去，总有一天，只有少数大厂能够开发爆款游戏，玩家的选择面大幅收窄，创新也就无从谈起。这种现象在主机平台已经发生了。在 PC 平台，Steam 在扶持独立游戏、促进小众游戏变现方面发挥了巨大作用，为游戏市场输送了许多创新；腾讯的 WeGame 想在中国复制这一成果。在手游市场，如何开发利基市场、维持百花齐放、从小众产品中寻找下一代爆款的创意，是主流发行商的共同挑战。在这个创意导向的行业，缺乏新品类、新玩法就意味着灭亡。

图表 31：腾讯 WeGame 以扶持独立游戏、新品类游戏为目标



来源：公司官网，国金证券研究所



- 曾经有那么一千多年的时间，从战争中归来的罗马征服者能享受凯旋式的荣誉：那是一场喧闹的庆典。在庆典上，号手、乐师和来自被征服领土的珍禽异兽都会出现，与他们并肩而行的是满载着财宝和缴获武器的马车。征服者本人站在凯旋的战车里，前方是摇摇欲坠的战俘们组成的队列。有时候，征服者的孩子会穿着白袍，与他并肩站立，或者骑在拉车的马上。在征服者的身后，总是站着一个奴隶，手捧黄金冠冕，对着他的耳边发出低声的警告：“记住，一切荣誉转瞬即逝。”

#### 风险因素

- 国家对游戏行业尤其是手游的监管可能进一步趋紧。
- 《最终幻想》这样的顶级 IP，其 IP 归属权和衍生权利可能引发争议。
- 无论端游还是手游产品都面临着生命周期耗尽的风险。
- 许多上市游戏公司的估值可能仍然偏高。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH