

传媒行业深度报告

短剧行业深度：引领内容生产模式变革，开拓剧集出海广阔市场

增持（维持）

2023 年 12 月 11 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书：S0600123070071

zhangwy@dwzq.com.cn

关键词：#新需求、新政策 #产能扩张 #市占率上升

投资要点

■ **2023 年短剧市场快速增长，核心原因是内容生产模式变革。**不论是传统影视剧还是分账微短剧，本质上都是 toB 的商业模式，离用户远、成本高、周期长，内容生产速度跟不上用户偏好改变的速度，内容变现效率低。而小程序短剧采用 C2M 模式，以销定产，下游投流数据反馈至上游生产环节，提高了内容变现效率。此外，抖微拆墙互通，以及微信、抖音、快手等平台对短剧的扶持，也成为重要的推动因素。抖音基于短视频生态的精确用户画像，叠加微信小程序的高效支付能力，打通了从引流到转化的路径。

■ **我们预计 2023 年国内小程序短剧规模为 300 亿元左右，因其高便捷性、高可扩散性、强娱乐性，长期可达千亿元级别。**国内短剧创作者众多，供给充足，长期规模主要取决于需求侧。内容便捷性、可扩散性决定了用户规模，而内容质量和娱乐强度则决定人均付费金额。短剧的便捷性和可扩散性高于中长视频，但低于短视频；短剧的娱乐强度高于中长视频，但质量低于中长视频。因此我们认为，短剧的 MAU 有望从当前的 3 亿人左右（为我们测算的抖、快小程序短剧去重 MAU）提升至 8~9 亿人，介于长视频平台（2022 年付费用户 7.5 亿人）和短视频（2022 年用户 10 亿人）之间。当前小程序短剧每 MAU 年均付费 100 元左右（即 300 亿元规模除以 3 亿 MAU），我们认为长期可能接近长视频年度会员价格，即 200~300 元/人/年。综上，国内小程序短剧规模可能从 2023 年的 300 亿元左右提升至千亿元级别。

■ **从 IAP 走向混合变现，从小程序走向“小程序+APP”。**1) 类比游戏和网文行业，我们认为短剧亦将从付费模式走向付费+免费混合变现模式，覆盖人群亦将从高 ARPU 群体拓展至价格敏感型群体。2) 当前微短剧以小程序为主要载体，APP 端和快应用占比较低。而长期，我们预计小程序短剧流量大而分散，APP 短剧流量小而集中。小程序“内容找人”，触达观剧目的性不强的短视频用户；APP 走品牌路线，以海量库存和运营活动提升用户粘性。目前已有互联网大厂和国资企业推出短剧平台，前者的优势在于资本和流量，后者则在于合规和牌照。

■ **国内市场格局初显，头部厂商市场份额和利润率有望进一步提升。**网文厂商最先布局短剧行业，在 IP 储备、投流体系、拍摄体系积累了丰富的丰富经验，基于海量短剧和用户构建私域流量，从投流模式逐步转向私域流量运营，ROI 和爆款率大多高于行业均值。行业的火热吸引较多企业入局，但在流量成本和拍摄成本趋增、监管规范化、用户口味变化的环境下，后来者可能需要 3~6 个月的学习时间。我们认为，头部企业依托合规优势、牌照优势、规模优势和先发优势，有望获得更高的市场份额、用户留存率和利润率。短剧行业将逐渐从短期生意演化为长期生意，平台的关注点从短期的流量变现转向长期的内容运营。

■ **海外市场一片蓝海，ReelShort 已跑通商业模型，长期空间或为百亿美元级别。**相比于国内市场，海外短剧的监管环境更宽松、用户规模庞大，增长潜力较大。2023 年海外短剧规模约为 5000 万美元，头部产品

行业走势



相关研究

《AI Agent，大模型时代重要落地方向》

2023-10-12

《游戏行业 2023 年半年报综述：新一轮产品周期已开启，看好利润端逐季持续修复》

2023-09-10

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

ReelShort 于 6 月开始起量，收入集中于下半年。当前海外短剧受到产能不足、题材有限、投流体系不完善的限制，但随着更多厂商发力短剧出海，将推动产能提升、题材多元化，积累投流经验，并从欧美市场走向更广阔的天地。保守估计下，我们认为海外短剧长期空间将在百亿美元级别，介于海外网文（2023 年约 28 亿美元）和海外电影（2023 年约 174 亿美元）之间。

- **投资建议：**我们看好在短剧行业前瞻布局且具有 IP 优势的中文在线，公司在海内外市场均取得良好成绩，国内微短剧 2022 年收入超 3 亿元、海外 ReelShort 于 2023 年 1-11 月累计净流水达 2801 万美元（SensorTower 数据），高频数据持续验证；AI+IP 战略亦逐步落地，已推出小说创作大模型和 AI 漫画，预计后续将逐步推广至互动游戏 Chapters、动画和影视剧业务。推荐有相关布局的华策影视、芒果超媒、映宇宙。此外建议关注网文 IP 标的掌阅科技、平治信息、阅文集团；短剧平台天威视讯、海看股份、中广天择；有相关布局的影视公司浙文影业、捷成股份、柠萌影视。
- **风险提示：**政策与监管风险，行业竞争加剧风险，用户需求变化风险，海外短剧产能不及预期风险。

表1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300364	中文在线	218.84	29.98	-0.49	0.18	0.24	-60.60	166.56	124.92	买入
300133	华策影视	130.03	6.84	0.21	0.27	0.33	32.57	25.33	20.73	买入
300413	芒果超媒	566.08	30.26	0.98	1.15	1.43	30.88	26.31	21.16	买入

数据来源：，东吴证券研究所

注：总市值和收盘价为 2023 年 12 月 8 日收盘数据，以上公司预测值均来源于东吴证券研究所

内容目录

1. 再看短剧为什么火：离用户更“近”，重塑内容生产模式	6
1.1. 为什么是小程序短剧？核心原因是内容生产模式变革	7
1.2. 为什么是今年？催化剂是抖微拆墙互通和平台扶持	8
2. 如何看待国内短剧市场空间？	9
2.1. 短剧 MAU 有望从 3 亿人增长至 8~9 亿人	9
2.2. 人均付费金额有望从 100 元增长至 200~300 元	11
3. 短剧创作环节国内供给充足，朝多元化和精品化发展	12
3.1. 短剧创作者数量增长，供给快速放量	12
3.2. 题材多维探索，细分类目多元化	13
3.3. 精品化成为必然趋势，短剧制作成本显著提升	14
4. 从 IAP 走向混合变现，从小程序走向“小程序+APP”	15
4.1. 付费还是免费？	15
4.2. 小程序还是 APP？	16
4.3. 公域还是私域流量？	18
5. 头部效应初步显现，市场集中度或继续提升	20
5.1. 投流成本占大头，上下游多环节分割剩余利润	20
5.2. 网文公司率先布局，形成全产业链覆盖，后发者试错成本高	21
5.3. 规范与鼓励并举，无资质平台下架，头部平台市占率有望提升	25
6. 中国短剧大航海时代开启，文化出海征途仍是星辰大海	27
6.1. 蓝海市场，增长可期	27
6.2. 随着产能提升，用户规模和留存率有望提升	28
6.3. 短剧从欧美走向更广阔的市场，东南亚在题材和成本上具有优势	30
7. 短剧出海“一超多强”，格局未定看好赛道成长	32
7.1. 一超——ReelShort 已跑通商业模式，累计净流水近 3000 万美元	33
7.2. 多强——Dramabox/FlexTV/Goodshort/99TV 等	35
7.3. Quibi 失败启示：不能照搬长视频模式做短视频	36
8. 投资建议：看好短剧产业趋势及龙头公司投资机会	37
9. 风险提示	39

图表目录

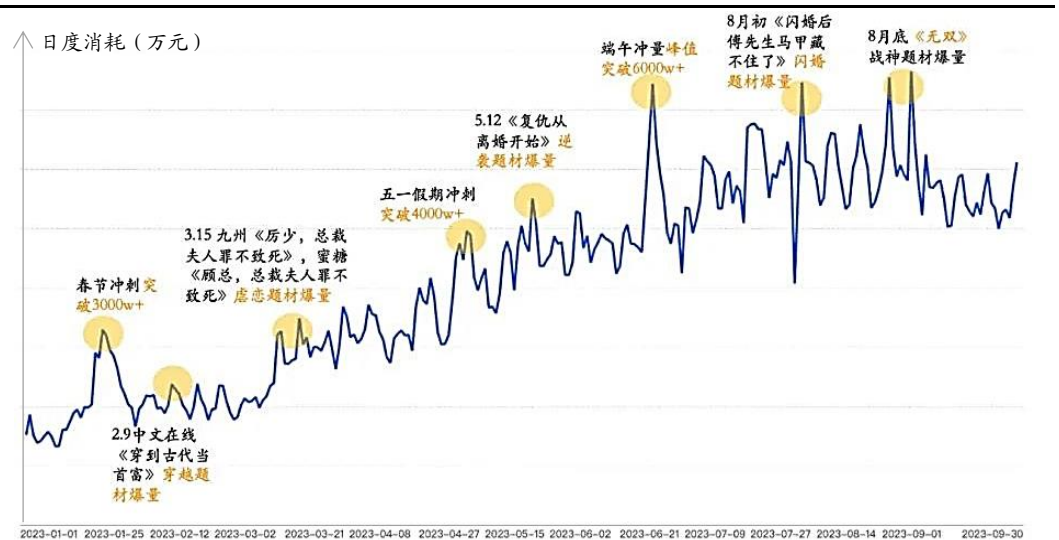
图 1:	2023 年 1-9 月抖音短剧日度消耗 (万元)	6
图 2:	2023 年 1-10 月抖音短剧用户付费流水金额 (亿元)	6
图 3:	长短视频内容的内容质量和时间颗粒	8
图 4:	2023 年 8 月 TOP30 抖音小程序 MAU (万人)	10
图 5:	2022 年中国视听行业规模 (亿元)	11
图 6:	2013-2022 年短剧相关注册企业数 (千家)	12
图 7:	2021 年 9 月至 2023 年 10 月微短剧备案通过数量 (部)	12
图 8:	2023 年 1-9 月抖音新上线月消耗超 20 万元的短剧数量 (部)	13
图 9:	2023H1 优质微短剧分题材数量占比	13
图 10:	TOP10 在线阅读应用的 MAU 数量分布	16
图 11:	2022 年 6 月 TOP10 在线阅读应用 MAU 同比增速	16
图 12:	国内短剧 APP 的 iOS 端 DAU (万人)	17
图 13:	国内短剧 APP 的 iOS 端 MAU (万人)	17
图 14:	抖音小程序短剧私域流量运营链路	19
图 15:	九州短剧私域流量运营矩阵	19
图 16:	小程序短剧产业链	20
图 17:	2022 年 10 月抖音小说、短剧用户画像对比	22
图 18:	2022Q4-2023Q3 小程序短剧版权商数量 (家)	24
图 19:	2023 年第三季度大盘短剧版权商构成	24
图 20:	2023 年 4-9 月短剧素材展示量 (万条)	26
图 21:	2023 年 1-9 月上新短剧中月消耗超 1000 万元的短剧数量占比	26
图 22:	2020-2022 年网络剧上线数量、规模及播映指数	26
图 23:	2020-2022 年网络电影上新量及爆款率	26
图 24:	2022 年 8 月-2023 年 11 月 TOP5 海外短剧 APP 全球双端净流水 (万美元)	27
图 25:	DramaBox 的 AI 动画短剧	29
图 26:	2023Q3 ReelShort 用户性别及年龄结构	29
图 27:	2023 年 1-11 月 TOP5 海外短剧 APP 净流水分地区结构 (万美元)	30
图 28:	2023 年 1-11 月 ReelShort 日度活跃用户数量分地区占比	30
图 29:	2018-2022 年奈飞订阅用户数分地区结构	31
图 30:	网文 APP 全球市场主流投放小说类别	31
图 31:	2023H1 东南亚地区付费流媒体内容播放量结构 (按照内容类型划分)	32
图 32:	海外短剧发展历程	32
图 33:	2023 年 11 月海外短剧双端净流水 (万美元)	33
图 34:	2023 年 11 月海外短剧双端 DAU 月均值 (万人)	33
图 35:	2023 年 ReelShort 日度双端净流水 (万美元)	33
图 36:	2023 年 5-11 月 DramaBox 净流水、下载量及 DAU	35
图 37:	2023 年 11 月 DramaBox 净流水分地区结构	35
图 38:	2020 年 1 月-12 月 Quibi 的 Google 搜索热度	37
图 39:	2020 年 4 月-10 月 Quibi DAU (万人)	37

表 1:	重点公司估值.....	2
表 2:	2023 年 1-11 月 TOP10 分账微短剧表现.....	7
表 3:	2022 年 9 月、2023 年 9 月抖音及快手的 MAU 和短剧 MAU.....	9
表 4:	2023 年 9 月长短视频平台活跃用户数及使用时长.....	10
表 5:	国内短剧长期规模测算（亿元）.....	11
表 6:	九州短剧平均制作成本.....	14
表 7:	部分短剧平台所属主体及付费模式.....	18
表 8:	2023Q3 APP Store 短剧和其他视频平台的留存率对比	18
表 9:	小程序短剧产业链分工及企业类型.....	21
表 10:	小程序短剧各环节收益分配模式.....	21
表 11:	抖音付费短剧爆款剧的公司占比.....	24
表 12:	ReelShort 已上线 26 部剧集（截至 2023 年 12 月 9 日）.....	34
表 13:	各公司短剧业务布局情况.....	38

1. 再看短剧为什么火：离用户更“近”，重塑内容生产模式

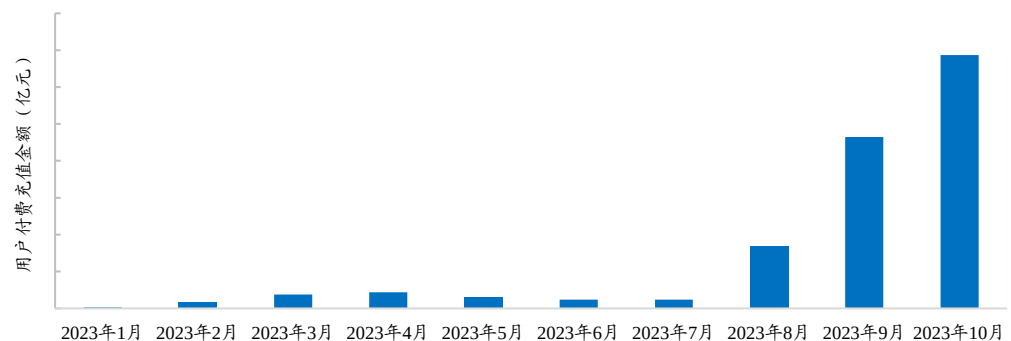
2023 年小程序短剧快速增长：2022 年 8 月短剧单日消耗（即短剧广告主的投放支出）超 1000 万元，而 2023 年春节期间已突破 3000 万元，五一突破 4000 万元，端午突破 6000 万元，2023 年 11 月单日消耗已超 7000 万元。按此趋势，预计 2023 全年市场规模将达 300 亿元左右。

图1：2023 年 1-9 月抖音短剧日度消耗（万元）



数据来源：锌财经，巨量引擎，东吴证券研究所

图2：2023 年 1-10 月抖音短剧用户付费流水金额（亿元）



数据来源：字节，巨量引擎，东吴证券研究所

短剧已发展七年，为何在今年破圈？

我们认为核心原因是商业模式的变革。不论是传统影视剧还是分账微短剧，本质上都是 toB 的商业模式，离用户远、成本高、周期长，内容生产速度跟不上用户偏好改变的速度，内容变现效率低。而小程序短剧采用 C2M 模式，以销定产，下游投流数据反馈至上游生产环节，提高了内容变现效率。此外，微信、抖音、快手等平台对短剧的扶持，以及平台间拆墙互通，也成为重要的推动因素。抖音基于短视频生态的精确用户画像，叠加微信小程序的高效支付能力，实现了从引流到转化的路径打通。

1.1. 为什么是小程序短剧？核心原因是内容生产模式变革

我们认为小程序短剧快速增长的核心原因，是离用户更“近”，重塑了内容生产模式。短剧内容的注意门槛低、信息密度高、娱乐强度大，适合当前碎片化的娱乐方式。小程序短剧匹配快节奏生活状态下，通过手机利用碎片化时间追剧的需求，2023 年以来供给和需求均快速增长。

传统影视剧为 PGC+toB，离用户较远。长剧集从立项到上线的周期大多在一年左右，由制片人和编剧团队决定内容方向，高额投资的项目难以匹配用户日新月异的口味，内容制作过程效率较低。无论是奈飞还是爱优腾，其制作逻辑、分发逻辑和商业模式与传统电视台没有本质区别。

分账微短剧的本质与长剧类似，仍是 toB 模式，市场空间有限。2023 年 1-11 月分账微短剧 TOP10 播放量市占率合计 12.4%、分账票房合计约 0.9 亿元，按此估算 2023 年分账短剧整体市场规模仅 8 亿元左右 ($0.9/12.4\% \times 12/11$)。横屏剧制作成本约 300~400 万元，收入受到平台季度预算限制，只有 10%~20% 的项目能盈利。1) 商业模式仍然为 toB，收入来自平台分账，与传统的长剧集和网络电影争夺平台内容采购预算。2) 相比于长剧集，短剧在导演、演员和营销资源上均不占优势，头部短剧的猫眼热度历史峰值不超过 8400，而长剧上限可达 9900。3) 分账短剧大多为单平台独播，传播范围受限，未能充分挖掘潜在受众。4) 分账短剧集数少、单集时长短，商业广告承载有限，大多为单品牌定制剧，因此广告规模也较为有限。

表2：2023 年 1-11 月 TOP10 分账微短剧表现

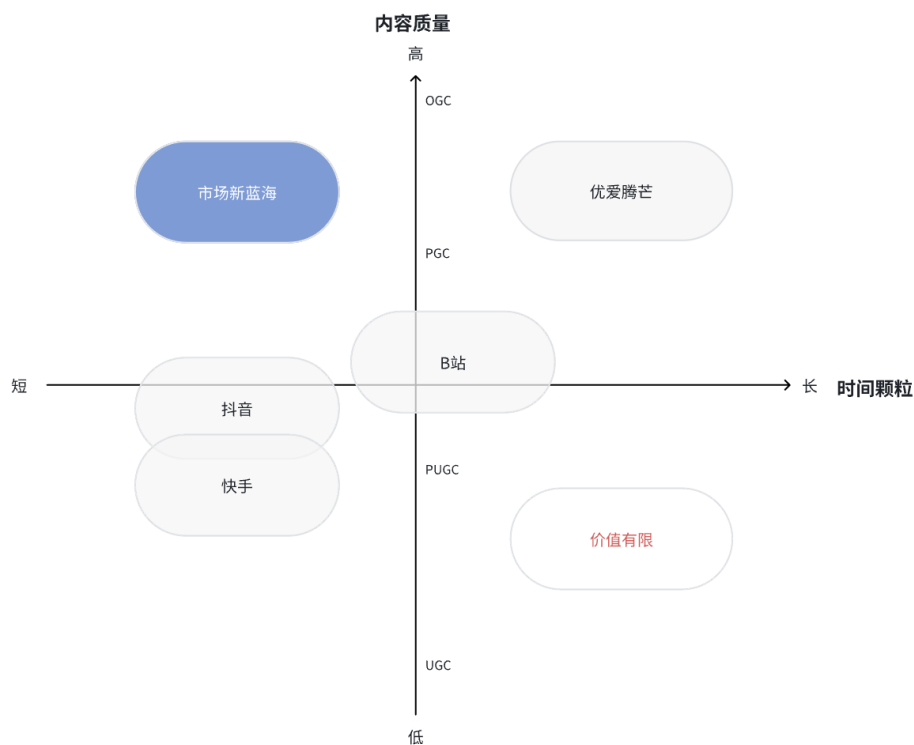
	正片有效播放市占率	总集数（集）	分账票房（万元）	播放平台
招惹	2.40%	25	2000（截至 23/9/10）	腾讯视频
盲心千金	1.90%	30	1500（截至 23/10/25）	腾讯视频
风月变	1.20%	22	1000*	芒果 TV、搜狐视频
进阶的主母	1.10%	24	600（截至 23/11/11）	腾讯视频
倾世小医妃	1.10%	26	500（截至 23/7/27）	腾讯视频
结婚吗？好的	1.00%	30	800（截至 23/10/09）	腾讯视频
开局一座山	1.00%	30	800*	腾讯视频
千金丫鬟	0.90%	30	600*	优酷
夜夜相见不识君	0.90%	24	500（截至 23/9/10）	腾讯视频
重返 1993	0.90%	25	600（截至 23/3/19）	腾讯视频
TOP10 合计	12.4%		8900	

注：*无公开数据，为我们的估计值

数据来源：云合数据，东吴证券研究所

短剧回本周周期短、载体轻、门槛低、链路多，制作、投放都是基于互联网算法逻辑，实现了真正的 toC，增长空间大。1) 短剧的制作速度快且灵活。微短剧改变了以往传统影视作品大阵仗、大队伍、大消耗、大周期、大规模的创作方式，改善了过去资源、人力、精力、物力、财力等各方面的损耗与消耗问题，实现了更高的内容变现效率。2) 短剧采用工业化制作、算法推荐和及时的止损或加量的商业模式，在内容生产端将 PGC 和 toC 结合。在内容销售端实现了颗粒化的精准销售，最大化消费者剩余；并打通了生产端和销售端，以销定产、快速迭代。小程序短剧实现了真正的 toC，这是短剧与长视频商业模式最根本的区别。头部企业的小程序短剧一个月有近百部短剧在进行，一部剧从立项到上线通常只需 2 周，其中拍摄周期 3~7 天。上线后，投流回本较快，3 日 ROI 平均为 110~120%（首日回收 80~90%、次日额外回收 15%、第三日额外回收 5%），若低于该水平则及时止损、不再追投。

图3：长短视频内容的内容质量和时间颗粒



数据来源：剧影观察，东吴证券研究所

1.2. 为什么是今年？催化剂是抖微拆墙互通和平台扶持

2021 年以来，工信部有关部门推动互联网平台放开外链、互联互通，2022 年抖音逐步开放对微信小游戏（2022 年中）、微信小程序（2022 年三季度）的跳转链路。抖音内容庞大、算法精准、用户类型和短剧用户高度重合，但是小程序体系发展偏晚，支付体验较弱。用户的充值冲动，在支付节点打了折扣。微信小程序则支付过程丝滑，但缺乏对于短视频用户的精准画像。抖音打通微信跳转链路后，真正实现了买量-推送-用户

点击-用户付费-数据回传的全流程打通，推动了微短剧行业规模增长。这也解释了为什么当前微短剧的投放渠道主要发生在抖音（抖音短剧日消耗超 5000 万元，腾讯峰值 800 万元，百度和快手峰值 300 万元左右），而数量上则更多分布于微信小程序（数量上微信小程序占 53%、抖音小程序占 43%，剩余 4% 分布于 APP 和快应用）

平台扶持也是重要推动因素，爱优腾和抖音快手都在给予短剧流量倾斜和政策扶持。例如爱奇艺推出“竖屏控剧场”，优酷设立短剧频道“小剧场”，腾讯视频推出“火锅剧”，芒果 TV 设立“下饭剧”频道；抖音推出“辰星计划”，向创作者征集创意短片；快手推出“星芒优秀人才扶持计划”，用现金和流量吸引创作者加入微短剧赛道。

2. 如何看待国内短剧市场空间？

我们预计 2023 年小程序短剧国内规模约 300 亿元。长期有望达千亿元级别，增长点来自需求和供给的共振。需求侧表现为用户数↑+付费率↑+用户时长↑；供给侧表现为内容类型丰富度↑、质量↑、利润率↑。1) 用户规模增长。2023 年 9 月抖、快短剧去重 MAU 约为 3 亿人。未来短剧用户 MAU 有望达到 8~9 亿人，介于长视频（7~8 亿人）和短视频（10 亿人）之间。截至 2023 年 7 月，小程序流量短剧付费人群中男女比例约为 7:3；30 岁以上人群占近 9 成，核心付费人群为 31-40 岁群体。女性、年轻、一二线城市用户有较大增长潜力。2) 付费率提升。目前短剧付费率约为 0.3~1%，相较长视频平台仍有较大提升空间（2022 年芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺付费率分别为 25%、27%、20%）。3) 人均付费金额提升。2023 年每 MAU 付费金额约为 100 元（300 亿元规模除以 3 亿 MAU），未来有望提升至 200~300 元，接近长视频平台年费水平。

2.1. 短剧 MAU 有望从 3 亿人增长至 8~9 亿人

据我们测算，2023 年 9 月抖、快短剧去重 MAU 约为 3 亿人，同比增速快于抖音、快手平台整体 MAU 增速，主要系短剧内容渗透率提升。2023 年 9 月抖音短剧 MAU 渗透率同比提升 4pct 至 38%、快手渗透率同比提升 15pct 至 58%。

表3：2022 年 9 月、2023 年 9 月抖音及快手的 MAU 和短剧 MAU

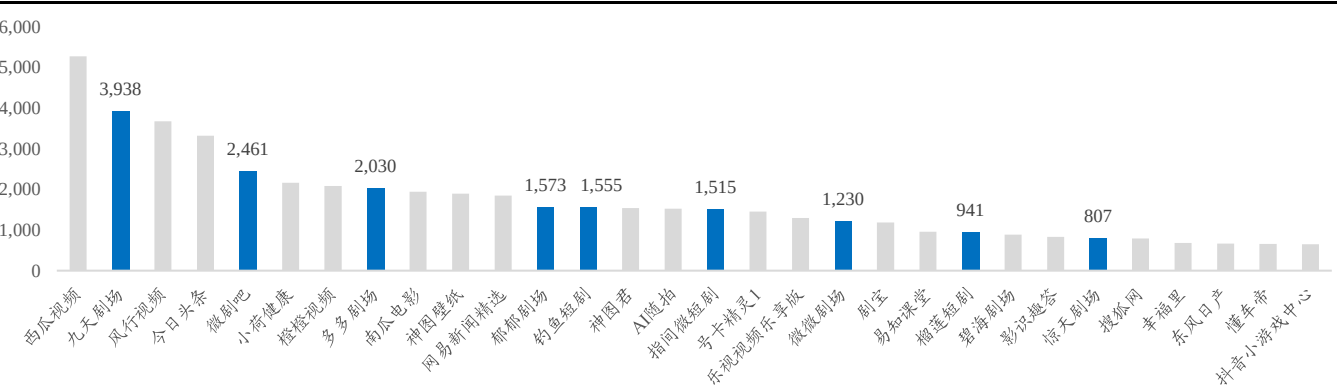
	抖音			快手		
	2022 年 9 月	2023 年 9 月	yoy	2022 年 9 月	2023 年 9 月	yoy
MAU（亿人）	7.10	7.40	4.2%	4.40	4.60	4.6%
短剧内容用户渗透率	34%	38%	4pct	43%	58%	15pct
短剧 MAU（亿人）	2.42	2.78	14.6%	1.89	2.65	40.1%

数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

注：根据 QM，2023 年抖快整体用户重合率为 33.2%，但我们认为短剧用户重合率可能高于这一水平，去重后抖、快短剧内容用户数合计约为 3 亿人

2023 年 8 月，抖音 MAU top30 小程序中，短剧小程序数量占比超三成，其中九天剧场 MAU 近 4000 万人（占抖音短剧用户 14%），TOP6 微短剧小程序 MAU 为均在 1500 万人以上，TOP7~9 微短剧小程序 MAU 为 800~1300 万人。

图4：2023 年 8 月 TOP30 抖音小程序 MAU（万人）



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

全球内容消费呈现从长时娱乐转向短时娱乐、从整块时间消费转向碎片化消费的趋势。国内的抖音、海外的 TikTok 都在抢占传统中长视频平台的时长份额。随着娱乐方式的多样化、娱乐内容的爆炸，用户对于娱乐形式的要求越来越高，希望能够便捷、快速、高效地获取快乐。而院线电影、中长剧集的观看门槛较高，需要花费大块时间、选择特定地点观看，因而时长份额被逐步侵蚀。基于短剧的注意门槛低于长剧，而高于短视频，我们预计短剧 MAU 长期可能会介于长视频（2022 年付费用户超 8 亿人）和短视频（2022 年用户数 10 亿人）之间，即 8~9 亿人。

表4：2023 年 9 月长短视频平台活跃用户数及使用时长

		MAU (亿人)	人均单日使用时长 (小时)	月合计时长 (亿小时)
短视频平台	抖音	7.4	1.9	428.0
	快手	4.6	1.7	234.4
	快手极速版	2.5	1.5	113.4
	抖音极速版	2.4	1.8	128.0
中长视频平台	爱奇艺	4.3	1.2	160.1
	腾讯视频	4.2	1.2	149.8
	芒果 TV	2.4	1.2	86.0
	哔哩哔哩	2.1	1.7	104.6
	优酷	2.1	0.8	48.4

数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

随着短剧类型丰富，有望吸引更多元的用户群体。截至 2023 年 7 月，小程序流量短剧付费转化人群更偏男性，男女比例约为 7:3；30 岁以上人群占近 9 成，核心付费人群为 31-40 岁群体。女性、年轻、一二线城市用户覆盖尚且不足，未来短剧题材逐步丰富，有望吸引更多元的用户群体。

2.2. 人均付费金额有望从 100 元增长至 200~300 元

2023 年小程序短剧每 MAU 年度付费金额约为 100 元(300 亿元规模除以 3 亿 MAU), 我们认为长期有望提升至 200~300 元, 接近长视频平台年费水平(2023 年优、爱、腾、芒的包年会员折前价为 248~258 元), 主要由付费率↑、用户时长↑所拉动。

付费率↑: 小程序短剧用户付费率为 0.3~1%, 其中抖音小程序 0.3~0.5%、微信小程序 0.7~1%; 相较长视频平台仍有较大提升空间(2022 年芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺付费率分别为 25%、27%、20%)。

用户时长↑: 短剧用户人均日观看时长为 8~12 分钟(23 年 10 月红果短剧 8.7 分钟、河马短剧 8.6 分钟、快手短剧~11 分钟)、中长视频 APP 为 0.8~1.7 小时、短视频 APP 为 1.5~1.9 小时。我们认为未来短剧人均时长有望提升至短视频和长视频的中间值, 即人均单日使用时长 1.2~1.7 小时。(注: 根据快手官方数据, 快手短剧 DAU 超 2 亿人, 每天观看的总时长超 3500 万小时, 据此计算快手短剧每 DAU 每日平均观看时长约为 $3500 \times 60 / 20000 \sim 11$ 分钟。)

在 MAU 和 ARPU 的双轮驱动下, 国内短剧市场长期空间有望达 1600~2700 亿元人民币, 中值为 2125 亿元。

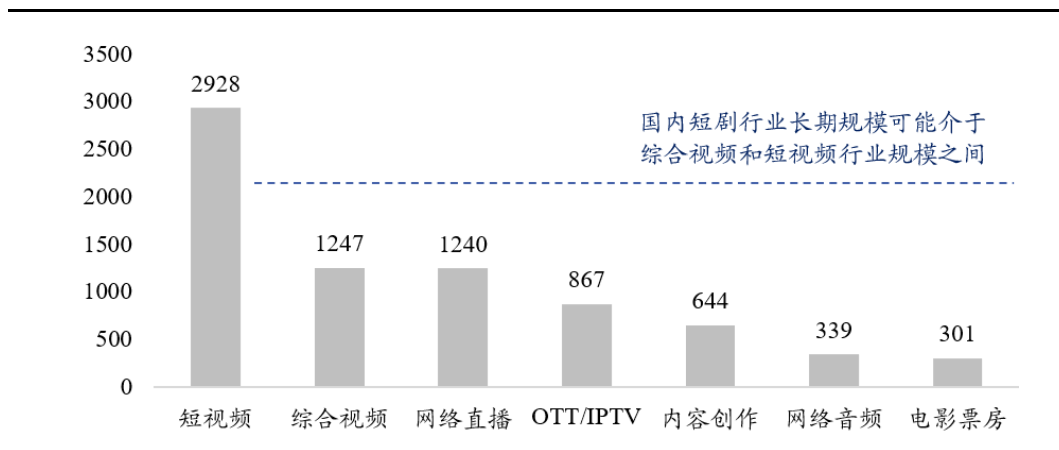
表5: 国内短剧长期规模测算(亿元)

ARPU (元)	200	225	250	275	300
MAU (亿人)					
8.00	1600	1800	2000	2200	2400
8.25	1650	1856	2063	2269	2475
8.50	1700	1913	2125	2338	2550
8.75	1750	1969	2188	2406	2625
9.00	1800	2025	2250	2475	2700

数据来源: 东吴证券研究所

注: ARPU 表示每 MAU 贡献收入, 包括分集解锁、会员付费、广告变现等收入来源

图5: 2022 年中国视听行业规模(亿元)



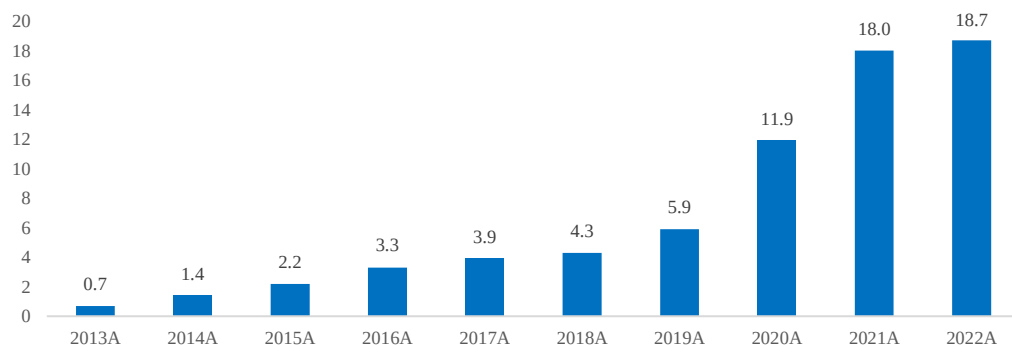
数据来源: 中国网络视听节目服务协会, 国家电影局, 格隆汇, 东吴证券研究所

3. 短剧创作环节国内供给充足，朝多元化和精品化发展

3.1. 短剧创作者数量增长，供给快速放量

截至 2023 年 6 月，快手短剧创作者超 13 万人，其中 2768 人的粉丝数级别在百万以上。2013-2019 年，短剧相关注册企业数不超过 6000 家，而 2020 年大幅提升至超 1 万家，2021-2022 年进一步增长。

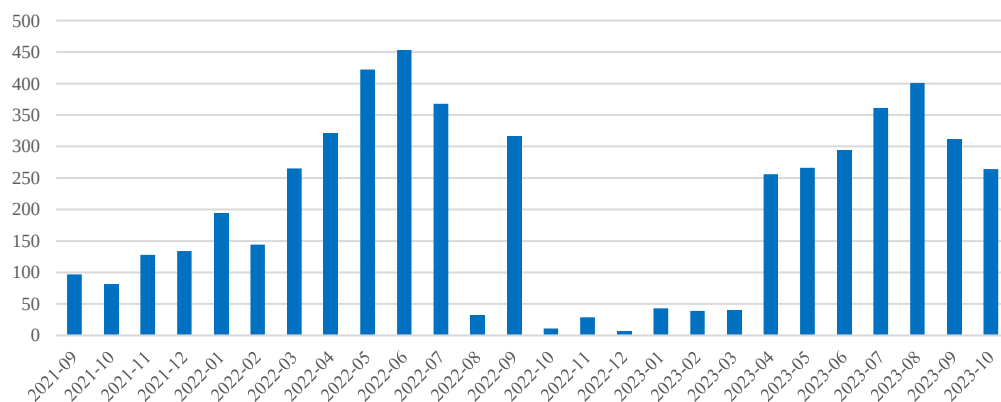
图6：2013-2022 年短剧相关注册企业数（千家）



数据来源：上观，企查查，东吴证券研究所

2023 年 1-3 月，微短剧每月备案数不超过 50 部，而 4 月以来大幅提升至超 200 部/月。通过备案的微短剧大多为 20 集左右的精品分账短剧。

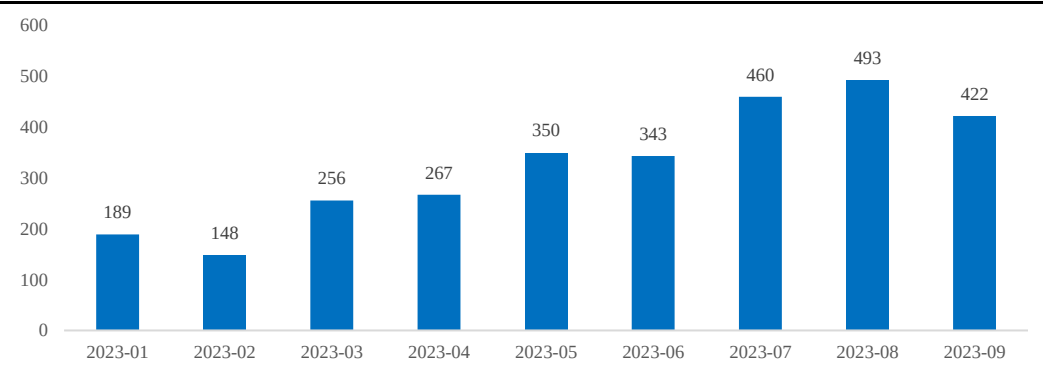
图7：2021 年 9 月至 2023 年 10 月微短剧备案通过数量（部）



数据来源：广电总局，东吴证券研究所

抖音每月消耗超 20 万元的小程序短剧数亦快速提升，2023 年 1 月、2 月均不超过 200 部，而 7 月以来已超过 400 部。1-9 月，抖音月消耗超 20 万元的小程序短剧累计 2928 部微短剧，其中月度消耗超 100 万元的微短剧超 1000 部，占抖音短剧大盘消耗量份额超 50%。

图8: 2023年1-9月抖音新上线月消耗超20万元的短剧数量(部)



数据来源: 巨量引擎, 东吴证券研究所

3.2. 题材多维探索, 细分类目多元化

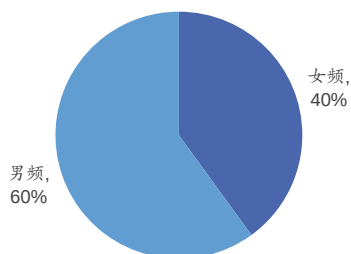
2023年短剧题材多维探索, 细分类目从2022年上半年的20种拓展至2023年上半年的41种。女频占比有所提升, 男频题材趋于多元, 品类拓张有助于吸引更多用户。

1)女频剧供给大幅上涨, 占比大幅提升。女频短剧数量占比从2022年上半年的25%提升至2023年上半年的40%, 2023年三季度进一步提升至45%, 且女频短剧消耗超1000万元的爆款短剧数达29部, 超过男频爆款短剧(23部)。女频短剧题材趋于丰富, 细分品类逐步探索, 高流量高人气绑定的演员CP进一步助推女频爆款。

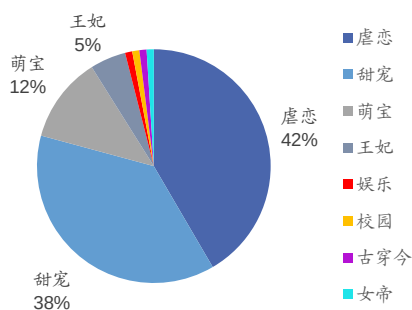
2)男频题材趋于多元, 细分品类持续增加。2022年上半年男频短剧以战神、赘婿、神豪、神医为主, 占比42%; 2023年上半年战神、赘婿细分出重生年代、穿越古代等子品类, 且剧情和人物设定均有创新。

图9: 2023H1 优质微短剧分题材数量占比

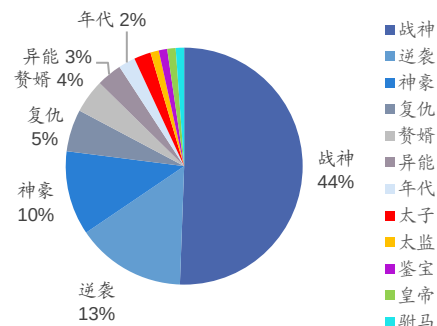
男频与女频数量占比



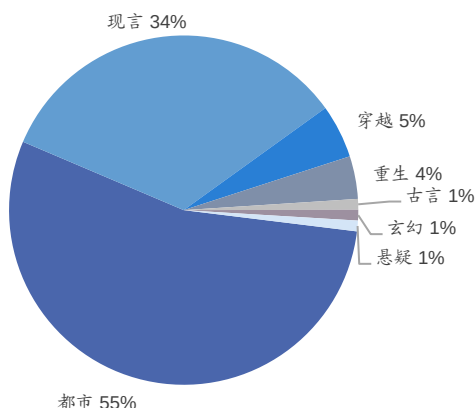
女频短剧二级题材数量占比



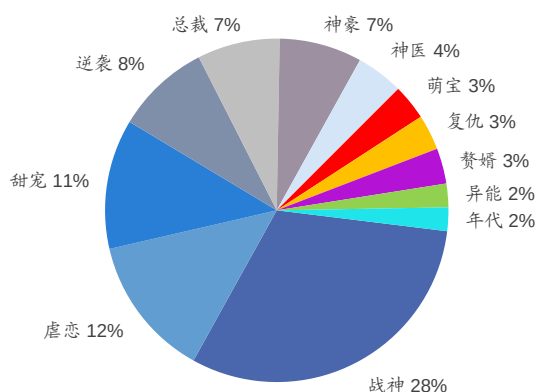
男频短剧二级题材数量占比



一级题材数量占比



二级题材数量占比



数据来源：巨量引擎，东吴证券研究所

3.3. 精品化成为必然趋势，短剧制作成本显著提升

去年，短剧制作成本起步为 10-20 万元，高配可达 80 万元；而今年，起步成本已升至 30 万元，高配则高达 150 万元。成本上升主要系 1) 题材多元化、2) 热门演员报价提升、3) 精品化趋势下，服化道投入提升。

在短剧的野蛮发展阶段，快速上线和低成本是关键，以便快速验证商业模式。但一旦商业模式得到验证，精品化将成为必然趋势。正如早期的短视频和直播行业，在发展初期内容较为简单粗糙。

随着众多入局者的加入，微短剧开始朝着系统化、精细化、标准化和专业化方向趋近。近期，许多传统影视公司和从业者，如万达电影、华谊兄弟、王晶、苑琼丹（石榴姐扮演者）、高亚麟（夏东海扮演者）等，已纷纷进入短剧行业。

题材类型的多元化也推动成本上升。比如古装类短剧的场地成本较高、玄幻类短剧的特效成本较高，战神类短剧中常出现几十人的场景，群演成本提升。

表6：九州短剧平均制作成本

类型	成本
都市类	20~30 万元
战神类	30~40 万元
古装类	40~50 万元

数据来源：钛媒体，东吴证券研究所

热门演员报价提升。目前小程序短剧也拥有自己的顶流演员，像徐艺真、孙樾、舒童、申浩男、鹿单东等，每位演员都出演过十几部短剧，后四位还被称为短剧四大男神。孙樾、徐艺真的薪资也水涨船高，日薪酬报价已超 2 万元。

我们认为随着短剧制作成本的上升，小型参与者可能会逐渐退出市场，而大型头部企业由于拥有更优秀的团队，将获得更多市场份额。

4. 从 IAP 走向混合变现，从小程序走向“小程序+APP”

4.1. 付费还是免费？

国内微短剧盈利模式较为完善，包括用户充值付费、会员付费、版权分销、品牌商务、电商带货 5 种，以 IAP（即 In-APP Purchase 应用内付费，包括用户充值付费和会员付费）为主。小程序短剧的投放渠道以抖音为主，也包括腾讯、快手和百度等渠道。截至 2023 年 10 月，抖音短剧大盘日耗超 5000 万元，腾讯峰值超 800 万元，百度和快手峰值都在 300 万元左右。

类比游戏和网文行业，我们认为免费短剧占比将提升，免费变现模式有较大机会。

1) 游戏行业早期以买断制和 CSP 模式（Come-Stay-Pay）为主，而随着游戏用户从重度人群向轻度人群拓展，IAA 模式（即 In-APP Advertisement 应用内广告）占比提升。

2) 网文行业早期也是付费模式为主，如起点中文网、盛大文学等，而近年来以番茄小说、七猫小说为代表的免费阅读 APP 异军突起。TOP10 在线阅读应用 MAU 中，免费阅读应用的 MAU 数量占比从 2021 年 6 月的 44% 提升至 2022 年 6 月的 46%。

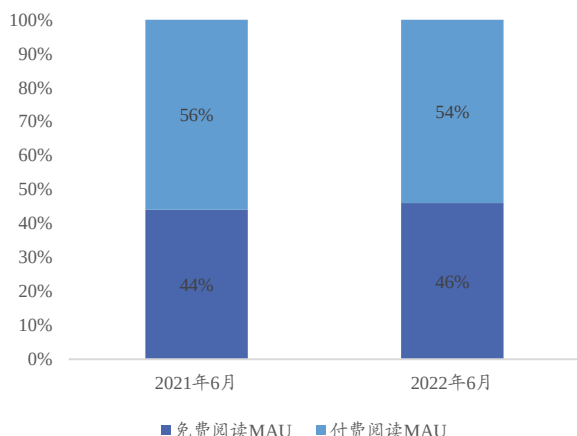
3) 免费短剧能够适应消费降级和盗版风行的趋势。比如奈飞过去采用会员订阅制模式，但长期面临盗版视频风行、维权成本高、用户“拼车”问题，于是采用“包含广告的低价会员制”和“共享账号模式”。同样地，当前短剧盗版风行，维权成本高、维权难度大，推行付费+免费混合变现模式更为经济可行。

4) 媒体方（如微信、抖音）支持免费模式发展。2023 年 2 月抖音穿山甲启动 IAA 免费短剧探索，2 月 28 日上线第一款免费短剧 APP 番茄短剧，3 月以来开发者陆续立项加入免费短剧赛道，变现规模超百万元。

5) 品牌方积极探索定制短剧模式，新榜数据显示，近一年半来，仅在抖音平台上就有包括韩束、珀莱雅、茶百道、丸美、小度等 12 个品牌制作了 24 部定制短剧，集数在 2 集到 16 集不等。而其他以软广、挂车等方式植入的微短剧数量更多。其中，美妆品牌在微短剧数量上表现出色，同时在销售业绩上取得了不俗的成绩。

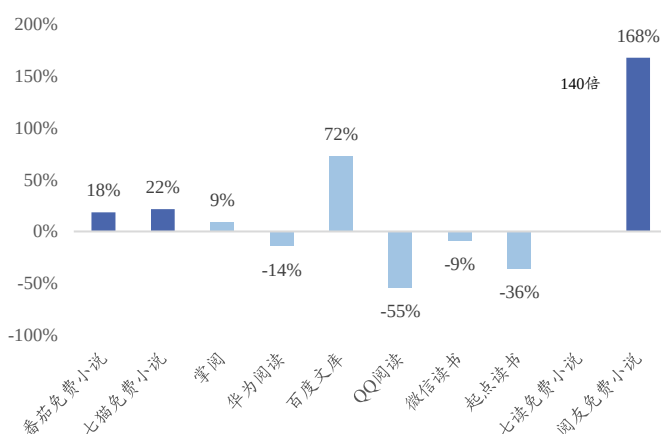
综上，我们认为随着小程序短剧用户规模扩张，价格敏感型用户的占比也将随之提升，变现模式将从当前的 IAP 为主转变为“免费+付费”的混合变现模式，IAP 提升收入、IAA 扩大用户群。IAP 面向高付费意愿和付费能力的用户，IAA 面向价格敏感型、时间消耗不敏感型用户，商单模式面向营销诉求的品牌方。

图10: TOP10 在线阅读应用的 MAU 数量分布



数据来源: QuestMobile, 巨量引擎, 东吴证券研究所
注: 统计范围为2022年6月MAU最高的10个在线阅读应用, 具体应用见于图11

图11: 2022年6月 TOP10 在线阅读应用 MAU 同比增速



数据来源: QuestMobile, 巨量引擎, 东吴证券研究所
注: 按照2022年6月MAU排序, 从左至右MAU依次降低; 深蓝色表示免费应用, 浅蓝色表示付费应用

4.2. 小程序还是 APP?

当前微短剧以小程序为主要载体 (占比 90% 以上, 其中微信小程序 53%、抖音小程序 43%), APP 端和快应用占比较低 (合计约 4%)。而长期, 我们预计 小程序短剧流量大而分散, APP 短剧流量小而集中, 基于以下分析:

回顾历史, 内容的载体呈现从重到轻的趋势, 越轻的载体流量越大。游戏的载体从重到轻, 从 PC→网页→APP→小程序; 视频的载体从电影院→电视机→电脑→手机 APP→小程序。载体越轻, 入口越多、触达范围越广、访问便利性越高。

1) 传统的剧集 APP 是“人找内容”, 而小程序是“内容找人”。用户有明确的观剧意愿, 才会下载或点开 APP 看剧。小程序短剧则开拓了新的流量池, 面向更广泛的、观剧目的性不强的用户, 这些用户在碎片时间里刷到短剧切片视频, 被动触发兴趣, 然后点击跳转至小程序, 完成后续观看和付费行为。

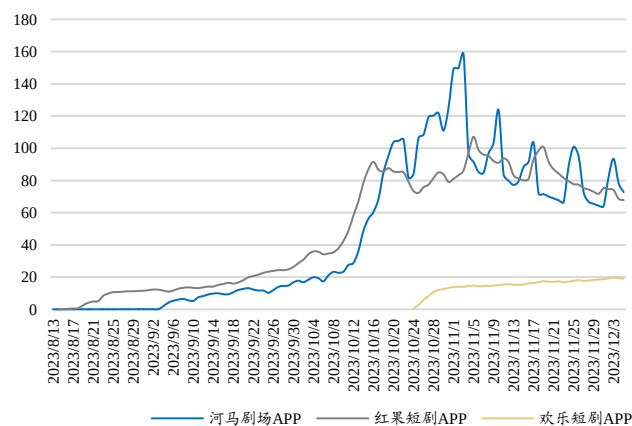
2) 小程序引流快、门槛低、成本低。小程序开发的难度和成本低于 APP, 因而成为较多平台方的选择。在流量转化方面, 小程序的跳转链路比 APP 短, 加载速度快于 APP 下载速度, 因而转化率更高、流量成本更低。在流量激活方面, APP 主要通过通知栏、短信等方式吸引用户点击, 而小程序则可以通过短视频、公众号文章等渠道引流, 入口相比 APP 更加多元。

3) 短剧类似“精神快消品”, 调动情绪, 提供即时的情绪价值。因此, 短剧不太可能依赖口碑的长期积累和发酵进行传播。流量平台拥有广泛的用户群体, 以平台小程序作为短剧的载体, 更有利于发挥高效变现的优势。

我们认为，小程序之于 APP，正如手机之于 PC，短剧小程序将会呈现数量多、流量分散的特点，而短剧 APP 则数量较少、流量集中。1) 如前所述，APP 的开发门槛高、开发成本高、引流成本高，且需要前期采购大量剧集内容，因此更适合有资金的大企业。而小程序则门槛较低，参与者数量会更多。2) APP 更适合进行长线运营，打造平台品牌，为用户提供一站式海量短剧资源，也能够提供更丰富的玩法（比如签到领金币、弹幕、演员入驻等），有助于提升用户粘性。因此长期来看，APP 端的流量或集中于几个头部平台，而小程序端的流量可能更加分散。

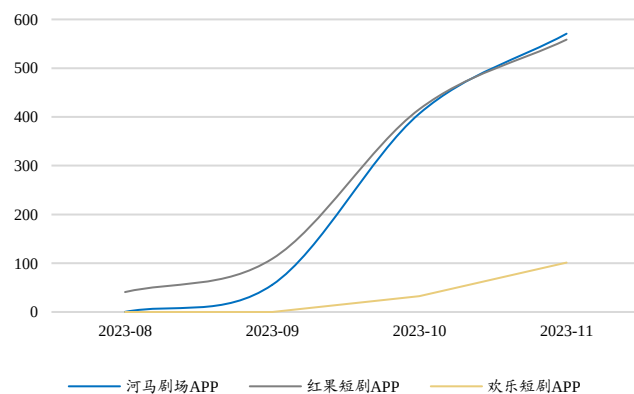
目前国内已有超 20 款短剧 APP，其中不乏互联网大厂和国资企业的身影。字节、百度、小米、移动咪咕、映客均已推出自己的短剧平台，部分 APP 已实现用户快速增长，如河马剧场和红果短剧的 iOS 端 MAU 峰值超 500 万人，DAU 峰值超 100 万人。

图12: 国内短剧 APP 的 iOS 端 DAU (万人)



数据来源: SensorTower, 东吴证券研究所

图13: 国内短剧 APP 的 iOS 端 MAU (万人)



数据来源: SensorTower, 东吴证券研究所

互联网大厂的优势在于资本和流量，可以批量收购短剧，推行订阅制，并通过自有流量进行扶持。免费平台早期利润很低。但由于有资本的支撑，可以在较长时间内低盈利乃至亏损。比如抖音的“红果短剧”采用免费模式，运营思路类似番茄小说，通过烧钱补贴吸引流量、增加用户沉淀，最后凭借广告变现，或者部分精品短剧内容实行付费观看。红果短剧上的短剧大多已经过了爆款阶段，还有部分短剧是根据番茄小说改编的，有助于控制内容成本。红果短剧将短剧和小说内容分为不同栏目并列放置，网文爱好者来到平台后，可以选择小说和短剧，实现番茄小说和红果短剧的互相引流，增加用户沉淀。

国有企业的优势在于牌照和合规。根据国家规定，网络微短剧服务需取得相应的许可证或规范管理，以确保微短剧的内容合规和管理有序。国有企业在安全合规和许可证方面具有一定优势，能降低内容下架的风险。

表7：部分短剧平台所属主体及付费模式

主体属性	平台名	背后主体	付费模式
互联网公司	红果短剧	抖音	免费
互联网公司	喜番	快手	免费
国资	河马剧场	中广电传媒有限公司（系天威视讯参股公司）	会员制+充值+IAA；前 10 集免费，看 30 秒广告可解锁付费内容
国资	瑞网微视	北京瑞奥视科技有限公司（所属国广环球传媒）	会员制；前 5 集免费，会员 2 元/日、9.9 元/周、299 元/年
上市公司	野象剧场	北京鸿达以太科技有限公司（所属中文在线）	会员制+充值；前 6 集免费
上市公司	天天追剧	海南至成网络科技有限公司（所属映客）	会员制+充值；前 9 集免费，349 元/永久会员
IP 企业	等鱼短剧	花生小说（南京）有限公司	会员制+充值；前 10 集免费
MCN	麦萌短剧	重庆麦芽传媒有限公司	充值；前 9 集免费，按集解锁，或 9.9 元购买单部剧
IP 企业	天天看剧	杭州容量互娱	IAA 模式；前 9 集免费，无收费，看 50 秒广告解锁

数据来源：新腕儿，点点数据，东吴证券研究所

4.3. 公域还是私域流量？

公域流量覆盖面更广，私域流量留存率更高。头部企业早期借助抖音公域流量快速破圈，但随着流量成本提升，已开始逐步探索私域流量。

不论是国内还是海外，短剧留存率都低于传统剧集平台和中短视频平台，主要由于短剧消费速度太快。一部小说可以连载数年，一部中长剧可以让用户持续追剧数周，一个优质主播/UP 主/达人具有吸粉作用，而一部短剧只需要几个小时就可以看完、各短剧平台较为同质化，难以取得持续的留存。

表8：2023Q3 APP Store 短剧和其他视频平台的留存率对比

		1 天留存率	7 天留存率	30 天留存率	60 天留存率
短剧平台	河马短剧	51%	24%	12%	8%
	红果短剧	45%	18%	9%	6%
	欢乐短剧	51%	24%	12%	8%
	Reelshort	46%	7%	2%	2%
	FlexTV	43%	19%	10%	7%
中长视频平台	爱奇艺	63%	47%	38%	36%
	优酷视频	52%	40%	32%	30%
	腾讯视频	63%	46%	33%	27%
	YouTube	57%	47%	39%	36%
	Netflix	41%	27%	19%	17%
短视频平台	抖音（含 TikTok）	50%	33%	27%	27%

数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

短剧平台的留存率主要取决于平台上短剧的数量和爆款率。短剧数量越多，用户更愿意选择订阅制，并能够更长期地停留在一个平台内；爆款率越高，越容易吸引广泛的用户，因为用户流量在头部/颈部/腰尾部短剧的分布也呈现出明显的集中化趋势。

私域流量运营有助于提升留存率。企业主要通过企业号内容挂载+小程序自有复访入口+消息 PUSH 小程序卡片的方式，使用户再次进入小程序这个转化载体，促成用户的再次付费。1) 建立微信、企信群，运营人员为粉丝提供个性化服务。比如九州已经拥有超 20 个粉丝群，积累了百万人的私域流量。一些短剧会在剧集醒目位置设置“入群领福利”等功能。2) 自建达人账号，用户点击关注后将成为粉丝，达人内容会被平台推荐给粉丝。短剧行业广告用户平均加粉率 4%。短剧行业客户平均每通过原生竞价广告投放 60 元，可获得 1 个粉丝。

图14：抖音小程序短剧私域流量运营链路



数据来源：字节，东吴证券研究所

图15：九州短剧私域流量运营矩阵



数据来源：字节，东吴证券研究所

5. 头部效应初步显现，市场集中度或继续提升

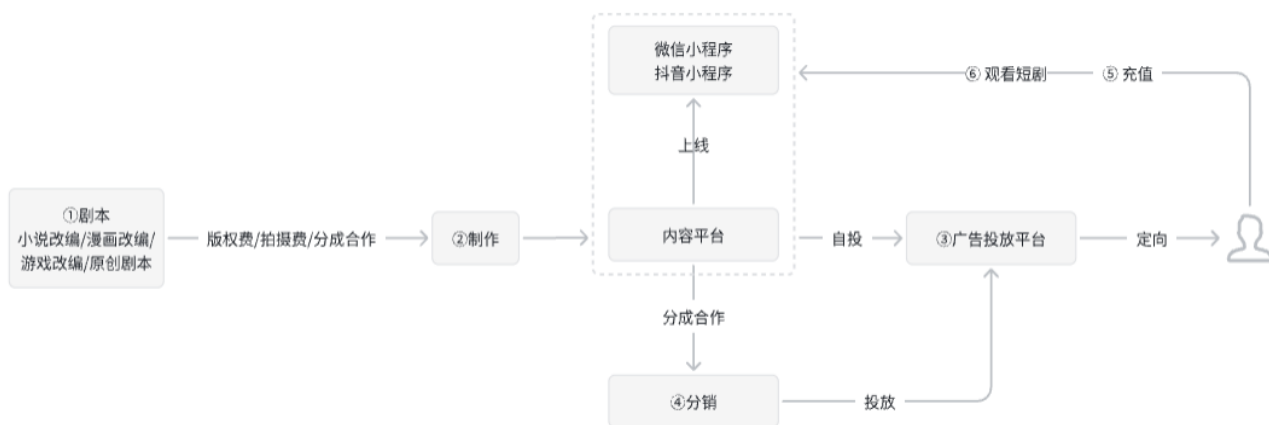
5.1. 投流成本占大头，上下游多环节分割剩余利润

短剧平均 ROI 为 1.1~1.2，买量成本占用户充值流水的 80~90%，剩下的 10%~20% 由版权方、承制方、分销商等环节分配。付费用户单次付费金额 40~100 元、转化成本为 60~80 元；其中字节小程序单次付费 40~70 元、转化成本为 30~50 元；微信小程序单次付费 70~100 元、转化成本为 80~100 元。

最上游的 IP & 编剧负责产出剧本，收入为保底+分成。随着短剧上线数量增长，现有版权消耗速度加快，对优质版权的需求进一步提升。2023 年剧本方分成比例较 2022 年有所提升，普遍为 1~5 万元保底 +1%~2% 流水分成。**中游的承制方**负责拍摄和制作短剧，收入普遍为 5~10 万元保底+3~5% 流水分成，头部承制方的爆款率较高，分成收入占比更高。**对于版权方而言**，支出主要考虑剧的购买/制作+分成成本及投放成本，收入除了用户充值外，合作分销的 10-15% 的流水收入也会返回给版权方。**分销商**虽然无需承担上游的剧本和制作成本，但要承担投流成本，再刨除掉 10-15% 的流水作为给版权方的分成。**下游的媒体方和承载平台**的收入主要来自版权方和分销商的投流收入，此外也有小部分渠道收入（例如微信渠道费用率为 10%，其中 5% 以广告金形式返还，净费率为 5%；抖音为 0.6%，快手为 4%）。

在内容生产环节，平台方和承制方存在四种合作模式。一是平台垫资模式，平台方承担全部制作费用，并支付承制方充值流水的 2% 左右。二是合作模式，平台方提供剧本，并和制作方各承担一半的制作成本，平台将利润的 40%~60% 分配给制作方。三是平台发行模式，发行商仅提供剧本，但不提供制作资金；承制方承担所有的制作成本，后期按照流水分成，分成比例为 6%~8%。四是承制方垫资模式：承制方自行承担剧本和制作费用，并获得剧本版权，又分为独家和非独家两种情况，独家版权价格更高。**四种方式中，平台方的资金投入和风险依次降低，承制方则逐渐提高。**

图16：小程序短剧产业链



数据来源：短剧自习室，东吴证券研究所

表9：小程序短剧产业链分工及企业类型

角色	产业分工	参与者背景					
		网文公司	影视公司	MCN	广告公司	流量平台	其他
上游	小说 IP 版权方	输出小说 IP	√				动漫、游戏版权方
	原创剧本方	原创短剧剧本	√				剧本杀相关企业
中游	承制方	拍摄和制作成品		√	√	√	
	出品方	出资，承担制作费		√	√	√	
	平台方	自建小程序、APP 或者快应用整合短剧内容	√	√			社交、游戏、电商企业
下游	分销方	投流分发短剧	√		√		电商企业
	媒体方	提供广告投放平台用以短剧引流				√	
	承载平台	提供小程序平台载体				√	

数据来源：短剧自习室，东吴证券研究所

表10：小程序短剧各环节收益分配模式

	模式	成本	收入结构
上游	IP&编剧	时间成本	1~5 万元保底、1-2%分成
中游	承制方/拍摄方	演员、场地、拍摄成本	5~10 万元保底、3~5%分成
下游	平台方/版权商	自投模式 若为自制剧，则包括上游+中游成本+投流成本+渠道成本	所有充值流水
		分销模式 若为自制剧，则包括上游+中游成本	充值流水的 10~15%
	分销方	投流成本+渠道成本	所有充值流水
	媒体方		充值流水 80~90%
	承载平台		充值流水的 0.4%~5%

数据来源：短剧自习室，东吴证券研究所

我们认为随着投放消耗金额的增长，和大资本的入局，产业链上下游可能会进一步整合，内容生产方、投流方、平台方，愈来愈趋向一家公司全链路完成。上游拍摄环节和下游投流环节逐步打通，能够更加及时地根据市场需求反馈到生产环节，从而提高爆款率，实现毛利率提升。

5.2. 网文公司率先布局，形成全产业链覆盖，后发者试错成本高

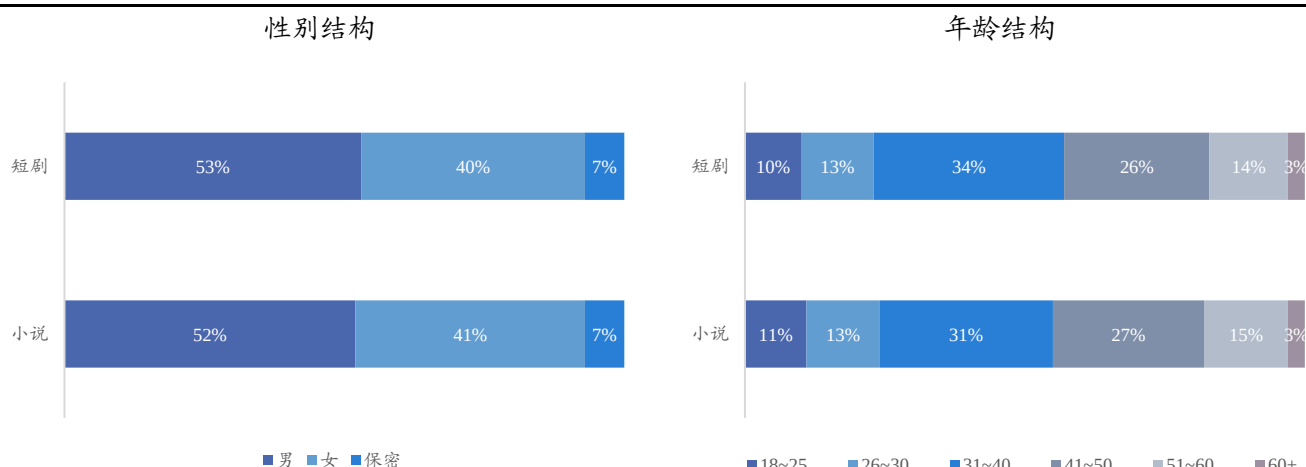
载体的变革引起流量迁移，并带来新的产业机会。正如主机游戏市场由美国的几家头部厂商牢牢占据，移动游戏市场由腾讯和网易二分天下，而小游戏则为中腰部厂商开辟了新的赛道。同样地，电影制片行业格局多年稳定，视频网站也从早年的“诸侯混战”走向优爱腾芒四分天下，小程序新赛道为强内容、弱制作的网文公司提供了突围机会。而随着流量的固化、头部企业 know-how 积累、监管趋严，产业将再次趋于稳定。行业人士普遍认为，到 2024 年下半年，短剧行业的竞争格局会越发清晰。

网文是小程序短剧的前身，二者商业模式接近。1) 小程序短剧脱胎于网文视频化。小程序剧原本是网红博主推文的素材，后来逐步诞生小程序短剧。早期大多数短剧都是根据小说改编或直接呈现小说情节。后来才逐渐出现原创剧本。2) 短剧的付费模式类似网文。短剧和网文的核心目标都是提供情绪价值。小说中，每 20 万字设置一个爽点，用于制造付费卡点，通常从第 20 章开始收费。类似地，短剧通常有 3~4 个付费点，在第 10~13 集开始收费。3) 短剧的推广模式类似网文。短剧依赖于买量投放，采用单片付费、包年或包月制、甚至通过激励广告变现。类似小说，短剧采用了充值+分销模式。平台运营方将短剧分发给分销方，分销方进行广告投放以吸引观众充值。平台根据观众充值金额与分销比例来分成，该模式有利于提高平台方的周转率。

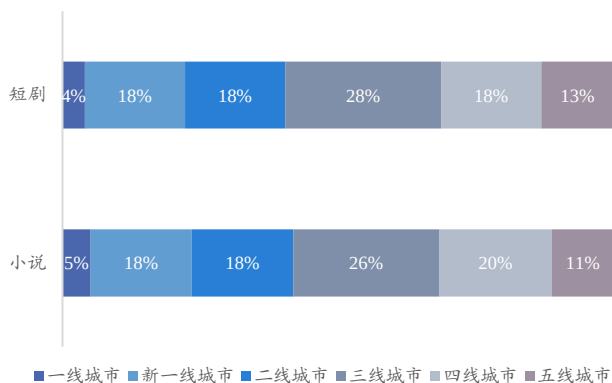
网文公司是最早布局小程序短剧的玩家，积累了买量投放经验，且在网文 IP、短剧库的储备上具有优势，部分头部企业（如点众、九州）已建立了完整的拍摄、制作、投流、运营体系，与行业内上下游公司达成紧密合作，实现全产业链覆盖，终端数据反馈至上游内容生产。

作为内容生产产业链头的源头，阅读平台拥有丰富的内容和核心 IP。短剧的核心受众和网络小说接近，在年龄、城市线级、性别分布、婚姻状态上较为接近。据巨量算数调研，2022 年 10 月抖音短剧用户的性别分布均衡，男性用户占比略高于女性用户，核心用户为 31~50 岁（占比近六成）、三线城市（占比近三成）、已婚有孩（占比近七成）、收入 3000 元以上（占比超六成）。短剧制作者在投放广告时，会重点参考“跑量书籍排行榜”，结合细分品类和内容标签，快速、高效地挖掘出具有改编潜力的书籍。

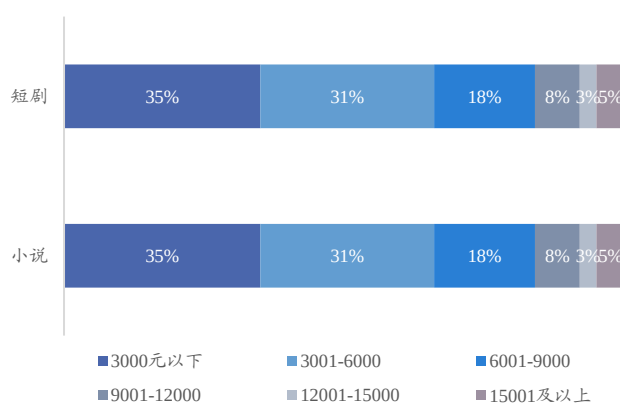
图17：2022 年 10 月抖音小说、短剧用户画像对比



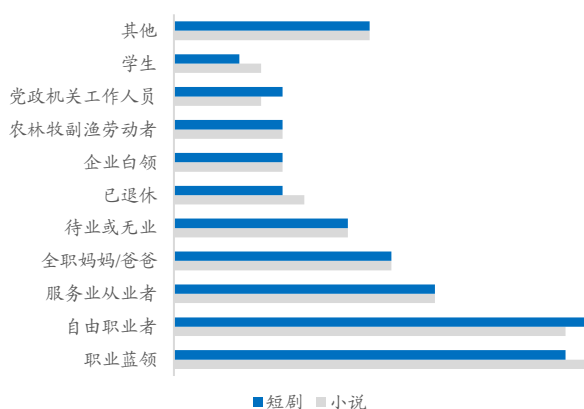
城市线级结构



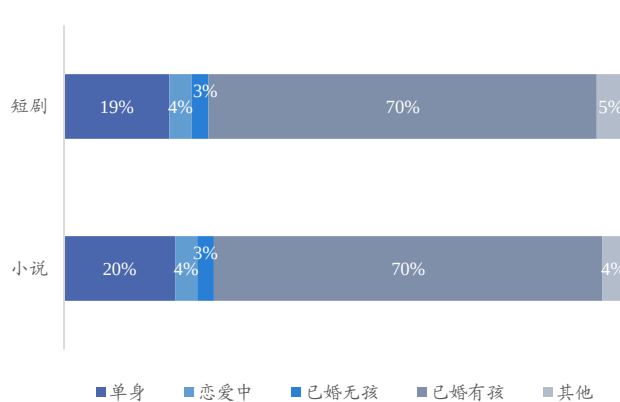
月收入水平结构



职业结构



感情/婚姻状态



数据来源：巨量算数抖音用户调研，N（小说）=1800，N（短剧）=2129，东吴证券研究所

剧集的爆款率，取决于内容、素材、渠道、人群的策略组合，并与投放能力高度相关。在一家相对成熟的小程序短剧公司，买量投手占比往往在一半以上，业内收入越高的公司，投手配置越多。比如九州、容量、匠心等广告投流公司，自建了数百人的投流团队，实现了从平台搭建、投流等全流程覆盖。嘉书科技和上百家经销商合作，每家经销商有 10 个投手，从而实现一部剧配置上千人做投放。

头部厂商每天至少需要上新一部剧、票房 300-500 万元，月收入约 1 亿元。为了实现高投放效率，首日往往要投入千种策略模型，每个模型 1000 元，通常 90% 的模型会在第一天淘汰，而赚钱的模型则留下、加大投放。小程序短剧平均生命周期为 1 个月，80% 的投放预算发生在首周，后三周递减，在生命周期结束后通过分销继续创收。

头部厂商爆款占比更高。2023 年 1~7 月，点众、九州的爆款占比均在 15% 以上，花生书城、映客、容量、冰甜均在 5~10%，TOP10 公司占比达 81%。且对比 2023 年 1~7 月排名和 5~7 月排名，TOP5 和 TOP10 公司比较稳定，只是相对排名有所波动。

表11: 抖音付费短剧爆款剧的公司占比

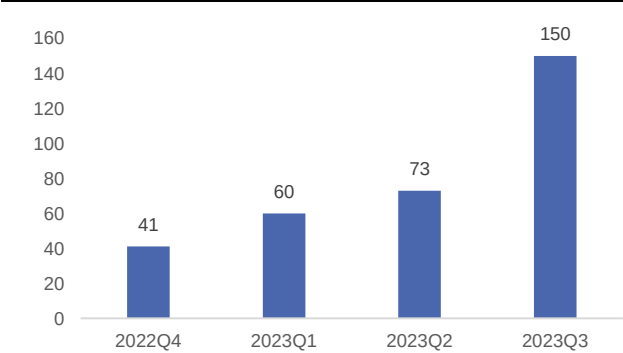
序号	公司	近 6 个月爆款平台占比 (1 月 W3~7 月 W3)	公司	近 2 个月爆款平台占比 (5 月 W3~7 月 W3)
1	点众	17%	点众	20%
2	九州	17%	花生书城	13%
3	花生书城	10%	映客	8%
4	映客	8%	容量	7%
5	容量	7%	九州	7%
6	冰甜	5%	冰甜	7%
7	触摸	5%	蜜糖	6%
8	中文在线	4%	硕才	4%
9	紫冰	4%	中文在线	3%
10	硕才	4%	中泽	3%
TOP5 占比		59%	55%	
TOP10 占比		81%	77%	

数据来源：字节，短剧自习室，东吴证券研究所

多方机构转型短剧市场，版权方规模持续扩大。版权商数量从 2022 年第四季度的 41 家上涨到 2023 年第三季度的 150 家，其中网文类转型占比 48%，社交、游戏、电商、影视类亦纷纷转型。**后发者试错成本高。**影视公司虽然资金体量大、制作班底专业，但是入局较晚，面对日益上涨的流量成本和日趋刁钻的观众口味，需要付出较大的学习成本。正如小程序游戏赛道中，三七由于布局较早而在细分领域居于龙头地位，腾讯、网易等手游大厂在小游戏领域并未延续其传统的优势。

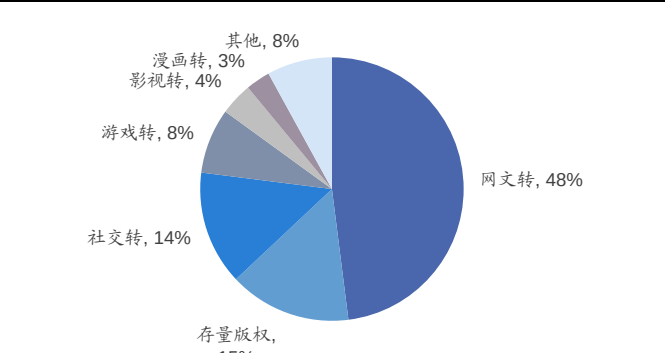
行业人士普遍认为，到 2024 年下半年，小程序短剧行业的竞争格局将会很清晰，而新进入者需要至少 3 个月的试错时间。一部相对精品的小程序短剧从制作到投出的周期大致是 3 个月，所以对于刚进场的公司，需要先花 3 个月走通一遍制作和买量流程，还需要再用 3 个月复现一次以验证效果。点众科技陈端卿表示：“微短剧行业有句话，传统影视人入局要先学 1 年，网文要学半年，MCN 机构只需要学 3 个月”。

图18: 2022Q4-2023Q3 小程序短剧版权商数量（家）



数据来源：巨量引擎，东吴证券研究所

图19: 2023 年第三季度大盘短剧版权商构成



数据来源：巨量引擎，东吴证券研究所

影视公司大多以 IP 衍生项目为切入点，通过长短套拍降低成本。

1) 以 IP 衍生项目切入，有助于引流。如《大唐来的苏无名》《女神酒店》《有风》《刺杀小说家》《雄狮少年》均为相关影剧的衍生短剧。这一方面可以有效利用原有影剧的流量基础，并降低 IP 角色认知和世界观推广的门槛。另一方面，微短剧也可以帮助影视公司丰富自身的 IP 宇宙，维持厂牌的粉丝粘性，提升 IP 开发效能。长信传媒总裁助理伍德表示：“影视公司入局短剧的最终目的是 IP 开发。”

2) 长短套拍有助于降低成本。影视公司可以在制作中长剧和电影时，同步制作微短剧，利用现成的拍摄资源，从而降低成本。套拍可以共享资源。一是在够规模的场地，可以分 AB 组同时拍不同场景。二是无论组员还是演员，多部戏的人工比单部戏更好谈价格，也能规避掉有些演员拍完一部就原地涨价。万达影视总经理尹香今表示，万达电影的短剧业务方向是“长短剧套拍、短剧为长剧服务”、“我们做短剧是为了人才培养和 IP 孵化，以后在长剧还没有开发完成之前，短剧起到 IP 预热的效果，可以套拍出来，这样我就能用很低的价格拍出很有质感的场景，提升短剧的品质问题。”

5.3. 规范与鼓励并举，无资质平台下架，头部平台市占率有望提升

短剧行业，经历过两年的野蛮生长后，进入规范化发展新阶段。

从 2022 年年底开始，广电总局已经开始要求对“小程序”类网络微短剧进行专项整治。2023 年 7 月发布的《关于违规微短剧类小程序的处置公告》称，部分微短剧类小程序存在未进行剧目合规备案或存在不良导向价值观内容等行为；在题材方面，虚假浮夸、胡编乱造，乱伦、跨辈分不伦恋；违背国家宗教政策的内容都是处置的对象。

今年四季度，广电总局和平台加强监管力度。2023 年 11 月 14 日，快手发布了针对违规微短剧类小程序的专项治理公告，下架了 10 余部违规微短剧；11 月 15 日，广电总局发文通知，将再次开展为期 1 个月的网络微短剧专项整治工作；11 月 16 日，抖音发布《抖音关于打击违规微短剧的公告》；11 月 23 日，抖音不再支持新增代投，包括一对一代投，一对多代投；11 月 28 日，抖音小程序短剧、外跳至其他第三方平台的短剧，都应向短剧类小程序内容库申请并通过审核，方可进行广告投放；11 月 30 日，快手拟切断第三方微短剧小程序的商业推广和投放，专注发展基于快手小程序和快手内部链路的原生微短剧生态和商业链路。

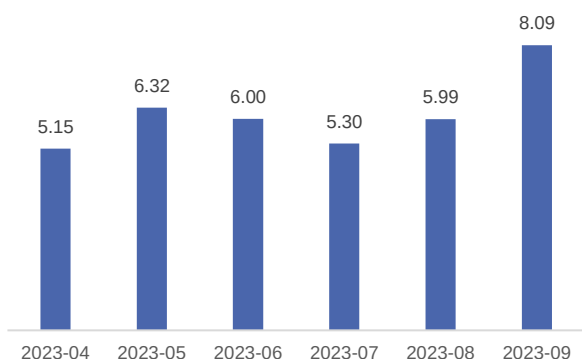
广电总局也提出要给予短剧必要的支持。2022 年 12 月，《关于推动短剧创作繁荣发展的意见》提出要培育壮大短剧创作主体，在资源、人才、营销、排播、宣传等方面对短剧进行倾斜性支持。

我们认为监管规范短期或对平台投放总规模带来影响，但由于格局改善，合规头部

企业有望取得更大的市场份额、更低的投流成本、更高的 ROI，长期利润率也有望得以提升。

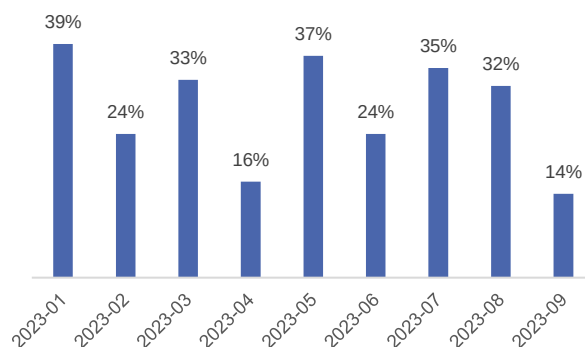
根据 More Than Data，国内短剧近半年素材展示量整体呈上行态势，9 月份飙升至近 81 万，环比 8 月增长 35%。目前短剧一个月上线 400~500 部，爆款率为 10~15%。短剧素材同时在不同平台投放，生命周期通常 10~15 天。抖音短剧小程序平均日次留存率 25%~30%、七日留存率~8%。这一情况与 2019 年的小说行业类似。

图20: 2023 年 4-9 月短剧素材展示量（万条）



数据来源：巨量引擎，东吴证券研究所

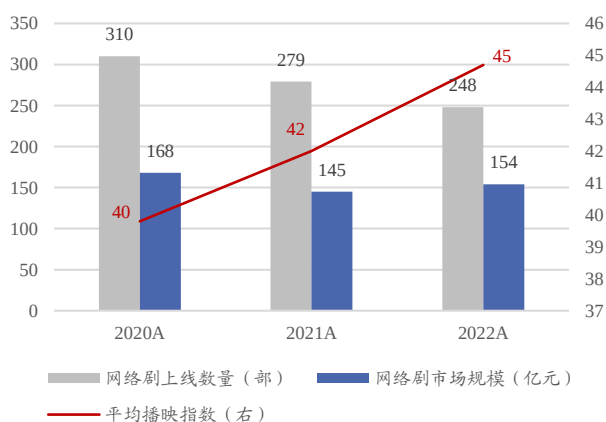
图21: 2023 年 1-9 月上新短剧中月消耗超 1000 万元的短剧数量占比



数据来源：巨量引擎，东吴证券研究所

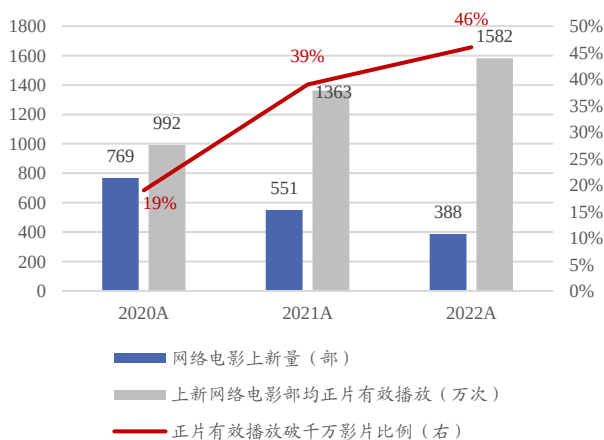
2013-2014 年网络剧模式兴起，早期较多公司参与、上线规模大、质量良莠不齐。2021 年以来网络剧上线数量有所下降，但整体质量改善，平均播映指数有所提升，行业规模也于 2022 年恢复增长。网络电影行业也呈现类似的趋势，2020 年以来尽管网络电影上线数量减少，但总播放量和爆款率均有提升。类比网络剧和网络电影发展趋势，我们认为短剧监管或导致整体供给数量有所减少，而爆款率有望回升至 30% 左右的水平。

图22: 2020-2022 年网络剧上线数量、规模及播映指数



数据来源：《2023 中国剧集发展报告》，弗若斯特沙利文，华策影视，观研天下，中商产业研究院，东吴证券研究所
注：播映指数为播映指数 TOP50 中网络剧的平均播映指数

图23: 2020-2022 年网络电影上新量及爆款率



数据来源：爱奇艺，云合数据，东吴证券研究所

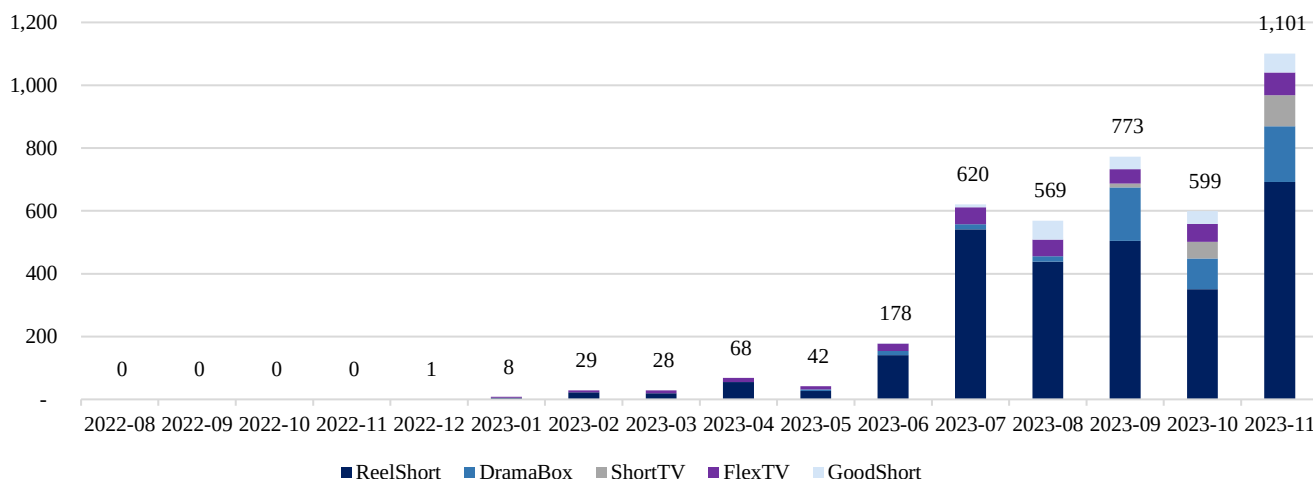
我们认为，随着用户对内容的要求越来越高、重要版权方进入市场、监管加强、入局门槛提升，短剧将逐渐从一个短期生意演化为长期生意，平台的关注点从短期的流量转向长期的内容运营，ROI 和利润率有望随之提升。

6. 中国短剧大航海时代开启，文化出海征途仍是星辰大海

6.1. 蓝海市场，增长可期

竖屏短剧出海快速增长，多平台抢占新蓝海市场。海外短剧探索始于 2020 年，经过三年探索，于 2023 年 6 月迎来突破期。2023 年 1 月，TOP5 出海短剧 APP 净流水仅 8 万美元，而 6 月已突增至 178 万美元，11 月进一步增长至 1101 万美元，若 12 月环比持平 11 月，则 2023 全年可达 5118 万美元，约为 4 亿元人民币。相比于国内短剧，目前海外短剧规模较小，整体处于起步阶段。

图24: 2022 年 8 月-2023 年 11 月 TOP5 海外短剧 APP 全球双端净流水（万美元）



数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

海外潜在用户规模巨大、监管风险相对较低、竞争不激烈，市场更为蓝海。1) 用户付费习惯良好，流量成本较低。2) 不同于国内短剧以小程序为主要载体，海外短剧以 APP 形式为主，更有利于培养私域流量和长期用户。

类比国内短剧市场规模的分析方法，我们认为海外短剧长期空间将超过海外网文和漫画市场规模，因为视频化的娱乐方式能够吸引更大的用户群体，并且更容易在社交媒体上分享传播；保守估计下，海外短剧规模可能会低于电影市场规模。根据 SensorTower，2023 年海外网文和漫画市场规模有望突破 28 亿美元；根据普华永道，2022 年海外电影市场规模为 174 亿美元。取二者中值，**我们估计海外短剧的长期空间为百亿美元级别。**

当前海外短剧的主要痛点在于产能和投流效率。不同于国内短剧市场已形成完善的工业体系和成熟的商业生态，海外短剧仍处于摸索阶段，企业的故事能力、拍摄能力、

分发能力都处于早期。1) 海外需要拥有独立 APP, 缺乏小程序生态, 导流路径不通畅; 2) 需要厂商对本地用户的需求有较好的理解, 国内的小说内容不能直接移植到海外, 而是需要改编成当地用户喜闻乐见的形式, 相关的编剧人才比较匮乏; 3) 制作成本较高, 直接输出国内译制剧的效果并不好, 仍需要聘请当地的演员进行拍摄。而海外尚未形成类似横店、网红、MCN 的流程化拍摄体系, 且演员每日工作时长受工会严格限制, 因此整体成本高于国内。**我们认为随着海外短剧厂商提升供给能力、投流能力, 并从欧美走向东南亚、中东及更广阔的市场, 海外短剧行业规模有望大幅提升。**

6.2. 随着产能提升, 用户规模和留存率有望提升

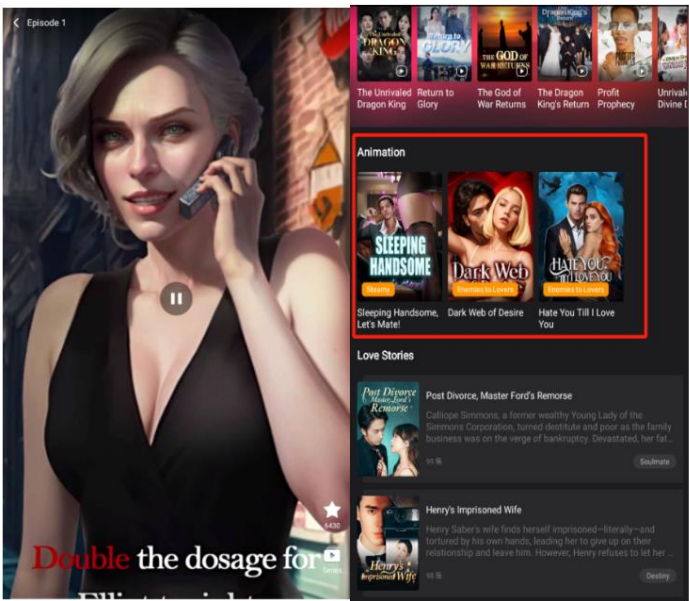
短剧出海的内容模式分为两种。一是将国内原有的视频进行翻译后上线, 是大部分厂商选择的模式, 如 TT TV、WeShort、MoboReels、Mini Episode、99TV。该模式前期成本低, 但由于地域、文化、喜好的不同, 短剧内容可能不容易被当地用户接受。二是邀请当地的演员, 选择本土化剧本拍摄, 如 ReelShort、FlexTV。该模式更贴合当地用户喜好、有利于快速破圈、形成用户池。也有厂商同时提供译制剧和本土剧, 如 GoodShort。

ReelShort 初期采用搬运国内短剧、翻译后上线的方法, 但现在已全部下线译制剧, 平台上 25 部短剧均为本地演员、本地场景, 平均每个月上线 3-5 部; GoodShort 三个月里仅推出 6 部本土原创短剧。由于产能不足, 用户留存率很低。未来随着产能提升, 用户付费和留存率亦有望得以提升, 整体仍有较大的发展空间。

由于演员数量少、工会制度严格、拍摄及制作体系不完善, 海外短剧拍摄周期长、成本高。制作海外短剧通常选择“外籍演员+海外拍摄场景+华人编剧+国内的导演和制片+国内剪辑制作”组合。但找到合适的编剧和演员需要花费较多时间, 比如阅文的海外原创作者仅 30 万人, 远低于其国内作者数 (超 900 万人)。外籍演员同样数量很少, 且每天的拍摄时长受到工会严格限制。欧美短剧制作周期普遍为 45~60 天, 成本为 90~110 万人民币。简单的都市爱情剧制作成本为 1600~1800 美元/集, 热门题材狼人类型 2100~2300 美元/集。主打精品路线的 ReelShort, 成本则高达 15~20 万美元/部。其制作团队来自好莱坞, 在洛杉矶拍摄。

随着参与方的增加和 AI 技术进步, 产能问题或逐步解决。1) 由于大部分公司的短剧出海业务刚开始半年, 能盈利的平台不多, 厂商在投入上保持谨慎。目前 ReelShort 团队正尝试寻找国内的成熟团队, 并聘请非美籍演员, 以降低成本、扩大产能。我们认为随着模式跑通和盈利改善, 将有更多厂商参与, 更多资金投入, 从而提升产能。另据公开新闻, 北美目前有数百个剧组在拍摄短剧, 库存情况有望改善。2) AI 技术的应用也有助于提升制作效率。一些厂商已开始尝试用 AI 动画成图+AI 配音的方式制作内容, 即播放图片配合配音来讲述剧情。如 DramaBox 在 APP 内开设“Animation”专区, 已上线 3 部 AI 动画类短剧, 收藏量 5000 左右, 虽然人气不高, 但是提供了快速、低成本测试题材的思路。

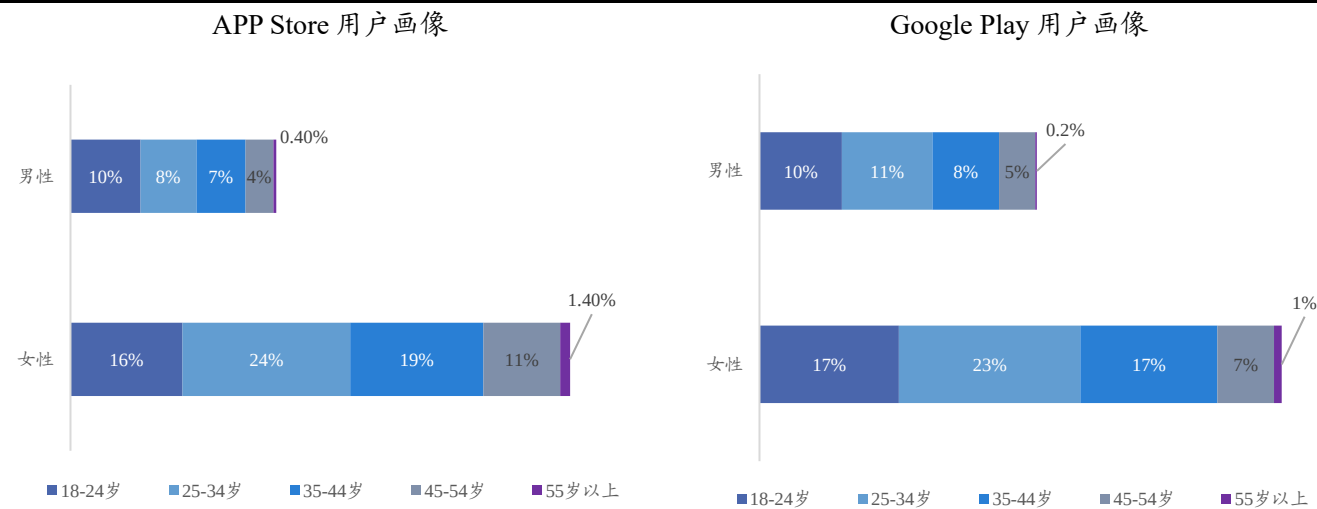
图25: DramaBox 的 AI 动画短剧



数据来源：白鲸出海，东吴证券研究所

当前题材受成本限制,随着投入加大,剧集类型有望更加丰富,从而吸引多元用户。ReelShort 目前剧集以女频为主,且题材集中在狼人、吸血鬼、霸道总裁,主要系公司过去通过 Chapters 和 Kiss 等 APP 建立了女性浪漫题材的内容储备和用户理解,而且女频题材的制作成本相对较低。海外男频小说以科幻、玄幻为主(比如漫威 IP 衍生内容),对于场景和特效的要求较高。剧集题材的限制导致 ReelShort 用户以女性为主,23Q3 女性用户占比 60~70%,而男性群体的付费潜力尚未充分挖掘。我们认为随着更多厂商投入于短剧出海,将逐步探索更加丰富的剧集类型,从而打开海外短剧用户规模。

图26: 2023Q3 ReelShort 用户性别及年龄结构

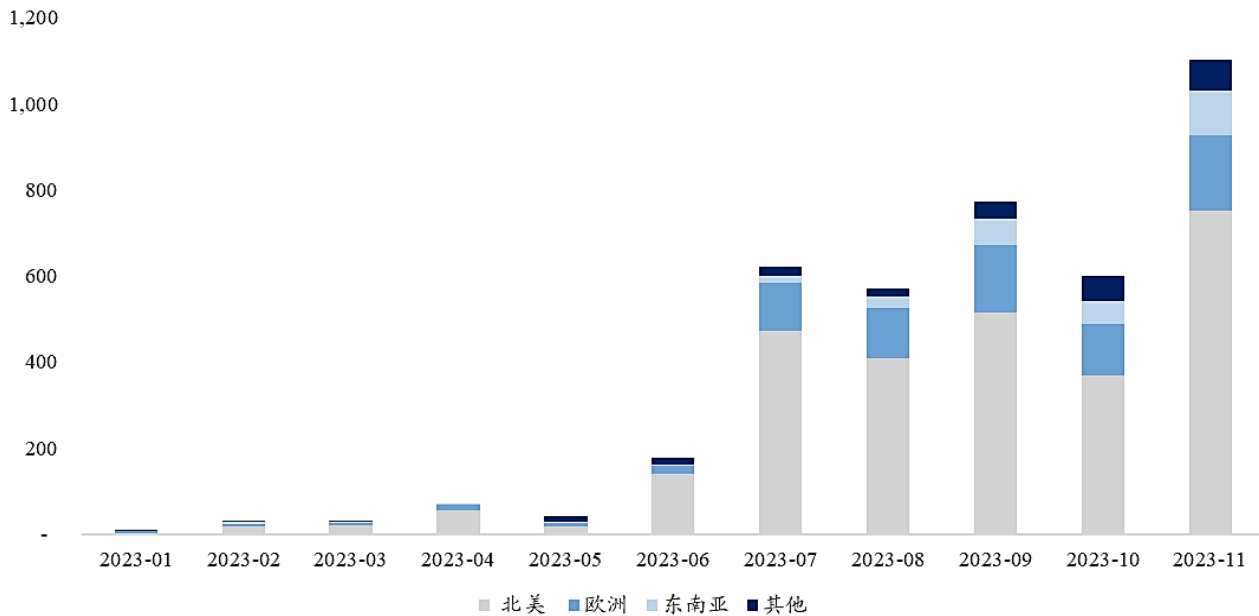


数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

6.3. 短剧从欧美走向更广阔的市场，东南亚在题材和成本上具有优势

目前海外短剧收入主要来自北美和欧洲，其他地区占比在快速提升。2023 年 11 月北美地区净流水 751 万美元、占比 68%；欧洲 175 万美元、占比 16%；东南亚和其他地区的收入 175 万美元，占比 16%，占比较 2023 年 6 月提升 5pct。

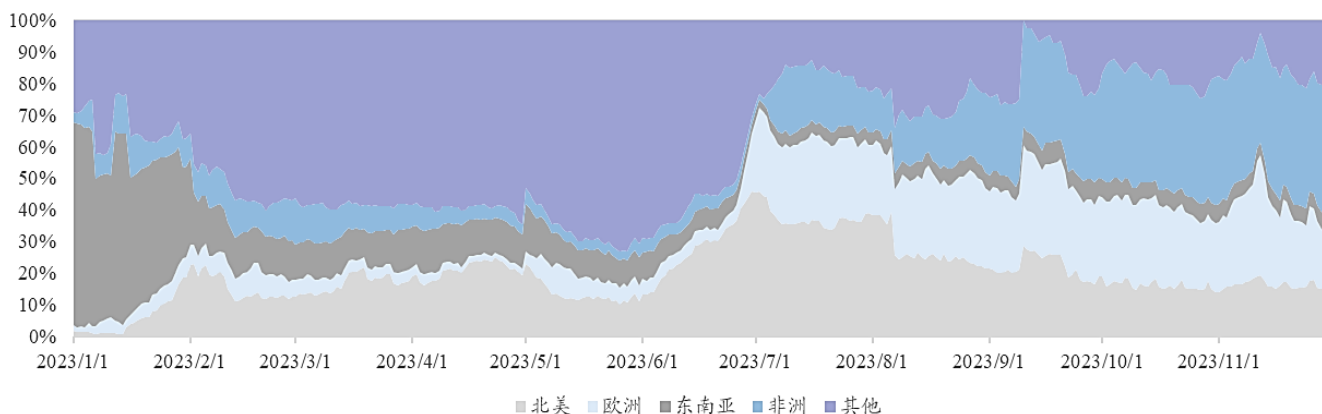
图27：2023 年 1-11 月 TOP5 海外短剧 APP 净流水分地区结构（万美元）



数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

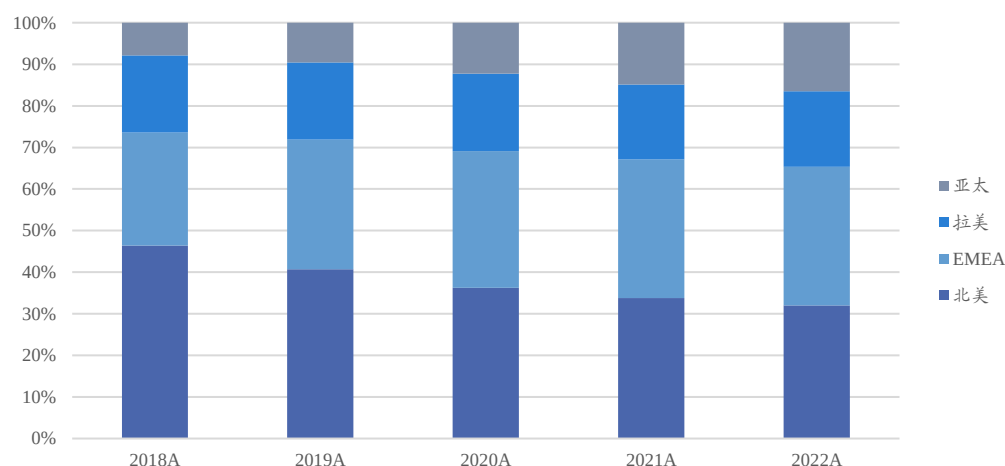
类似奈飞，ReelShort 正从欧美逐步迈向多元市场。2023 年 11 月，ReelShort DAU 中北美/欧洲/非洲/东南亚占比分别为 16%/25%/38%/5%，较 2023 年 6 月分别变化-13/+19/-1/+34pct。多元化的趋势和奈飞类似，2022 年奈飞订阅用户中，北美/EMEA/拉美/亚太用户数占比分别为 32%/33%/18%/16%，较 2018 年分别变化-15/+6/-1/+8pct。

图28：2023 年 1-11 月 ReelShort 日度活跃用户数量分地区占比



数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

图29：2018-2022 年奈飞订阅用户数分地区结构



数据来源：Business of APPs，东吴证券研究所

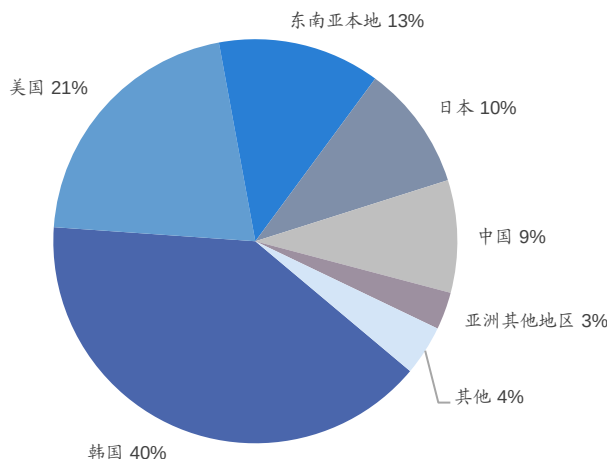
欧美地区制作成本高，但付费能力强，对于好内容有着更强的付费意愿；东南亚市场付费意愿不及欧美，但制作成本更低、文化差异更小、短视频渗透率较高，能快速度过冷启动期。1) 题材上，欧美则以狼人/ABO/总裁虐恋为主，和国内差异较大。2023H1 东南亚付费流媒体内容播放量中，亚洲内容占比达 75%。以网文为例，东南亚热门网文题材为都市生活、屌丝逆袭、总裁虐恋，和国内网文题材、国内短剧题材较为接近；而欧美网文中，仅总裁虐恋题材与国内接近，狼人题材和 ABO 设定则差异较大。2) 成本上，欧美短剧成本平均为 90~110 万人民币/部(主打精品的 ReelShort 短剧成本则更高)；而东南亚短剧成本仅 30~50 万人民币。3) 短视频渗透率上，在东南亚地区，TikTok 的用户时长份额持续提升，21H1/22H1/23H1 分别为 22%/36%/42%，在过去两年里抢占了 70% 以上的新增用户时长。

图30：网文 APP 全球市场主流投放小说类别



数据来源：APP Growing，东吴证券研究所

图31：2023H1 东南亚地区付费流媒体内容播放量结构（按照内容类型划分）



数据来源：Media Partners Asia，东吴证券研究所

注：统计范围包括移动端和网页端，不包括 CTV；不包括 YouTube、TikTok 和游戏直播

7. 短剧出海“一超多强”，格局未定看好赛道成长

当前海外短剧入局者，大多前期已有网文出海经验。在国内主要为 IP 供给角色的网文平台，在海外则变为平台方。网文企业布局短剧具有先天优势：一方面，平台上丰富的网文和 IP 为短剧改编提供了基础，且建立了良好的创作者生态；另一方面，网文积累的流量和经验也能应用到短剧，率先积累一批原著粉。

2022 年 8 月中文在线面向欧美市场推出 ReelShort、2022 年 10 月安悦网络面向泰国市场推出 FlexTV、2023 年 6-7 月，GoodShort、MoboReels、Mini Expisode、99TV 等短剧平台纷纷在海外上线。

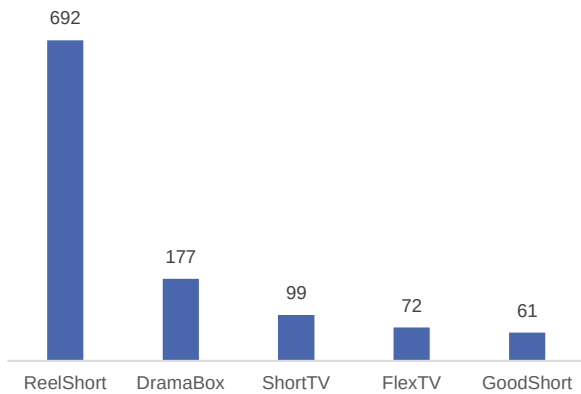
图32：海外短剧发展历程



数据来源：广大大，东吴证券研究所

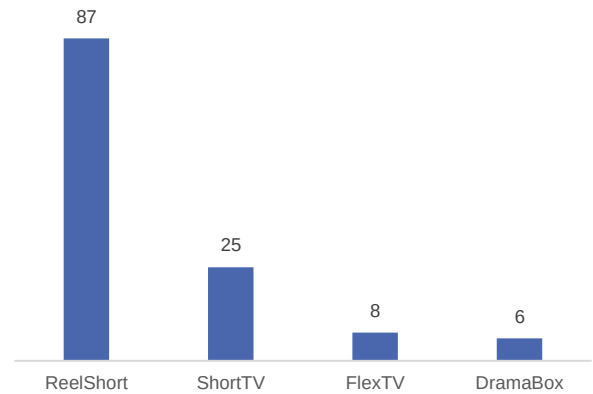
当前海外短剧市场呈现“一超多强”的竞争格局，少数几个头部平台占据主导地位。2023 年 11 月 ReelShort 双端净流水为 692 万美元，DAU 均值为 87 万人，遥遥领先其他海外短剧平台。

图33: 2023年11月海外短剧双端净流水(万美元)



数据来源: SensorTower, 东吴证券研究所

图34: 2023年11月海外短剧双端DAU月均值(万人)



数据来源: SensorTower, 东吴证券研究所

7.1. 一超——ReelShort 已跑通商业模式，累计净流水近 3000 万美元

中文在线子公司 Crazy Maple Studio (持股 49%) 于 2022 年 8 月推出海外短剧平台 ReelShort，并于 2023 年 6 月正式推广，7-8 月点击量超千万，23 年 Q1-Q3 双端净流水分别为 48/223/1484 万美元，环比高速增长，截至 11/30 累计净流水近 3000 万美元。

Reelshort 的 IP 主要来自热门网文，包括自有和第三方。Reelshort 选择各大网文平台的热门 IP 进行改编，既有 CMS 的互动小说产品 Chapters，也有 GoodNovel、Wattpad、Dreame 等平台的小说。

ReelShort 的收入波动较大，受到爆款作品的影响。爆款作品推动日流水增长，而随着爆款走入生命周期后期，平台日流水逐步回落。由于依赖爆款作品，平台长期留存率暂时不高。

图35: 2023年ReelShort日度双端净流水(万美元)



数据来源: SensorTower, ReelShort, 东吴证券研究所

ReelShort 走精品路线，每个月上线 3~6 部作品，截至 12 月 9 日累计上线 26 部原创短剧。ReelShort 单部剧的制作周期较长（3~4 个月）、制作成本较高（25~30 万美元），质量有保证、爆款率较高。平台已推出 6 部爆款作品（以 YouTube 预告片/首集播放量超 8w 为标准），爆款率约为 23%。**我们认为 ReelShort 的用户规模和收入规模有望随着产能提升而提升，买量成本也有望随着用户留存率的提升而逐步压缩。**

表12: ReelShort 已上线 26 部剧集（截至 2023 年 12 月 9 日）

序号	剧名	正式上线日期
26	Cross My Heart and Hope to Die	2023/12/7
25	True Luna	2023/11/29
24	Fatal Attraction: The Hybrid Princess	2023/11/22
23	OMG! You're My Baby Daddy!	2023/11/15
22	Bound By Vendetta: Sleeping With the Enemy	2023/11/8
21	My Enemy Alpha	2023/11/1
20	I Got Married Without You	2023/10/18
19	The Alpha's Daughter	2023/10/12
18	Bound by Honor: Kidnapped by the Mafia King	2023/10/5
17	Do Me Over	2023/9/27
16	The Boss Affair	2023/9/23
15	How My Boss Became My Hubby	2023/9/21
14	My Husband Killed Me, then I Won the Megaball	2023/9/7
13	Marry Me, Mr. White	2023/8/31
12	Goodbye, My CEO	2023/8/28
11	Fatal Temptation: Between Two Alphas	2023/8/26
10	The Double Life of My Billionaire Husband	2023/7/27
9	My Gorgeous Wife is an Ex-Convict	2023/7/20
8	The Reborn Wife's Redemption	2023/7/18
7	Never Divorce a Secret Billionaire Heiress	2023/6/8
6	Fated to My Forbidden Alpha	2023/6/7
5	Big Bad Husband, Please Wake Up! 2	2023/6/5
4	Big Bad Husband, Please Wake Up!	2023/1/10
3	Son in Law's Revenge	2022/11/18
2	My Wedding's Replacement Groom	2022/11/16
1	The CEO's Contract Wife	2022/11/5

数据来源：ReelShort, IMDb, 东吴证券研究所

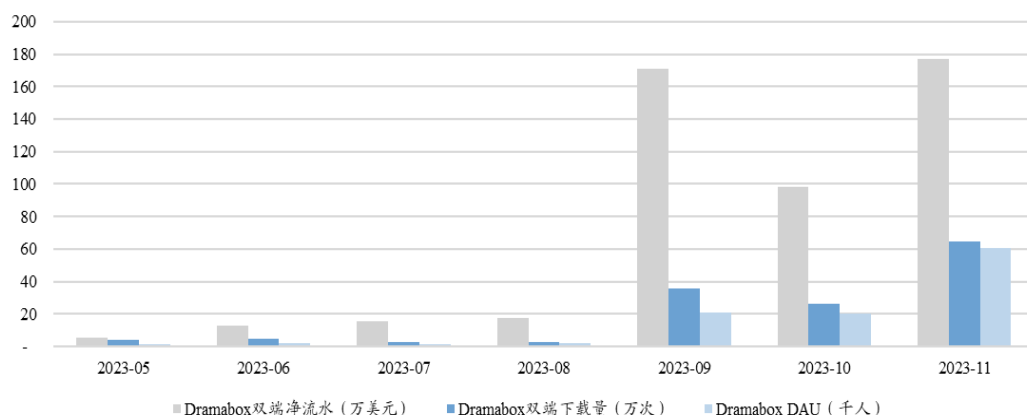
注：蓝色字体表示爆款作品（以 YouTube 预告片/首集播放量超 8w 为标准）

7.2. 多强——Dramabox/FlexTV/Goodshort/99TV 等

今年的 5-8 月，国内短剧头部企业陆续上线海外短剧平台，如点众、九州、安悦、畅读、掌文等。这些企业具备国内短剧运营经验和海外网文出海经验，在内容库存、海外运营和内容平台方面都具备较大的优势。

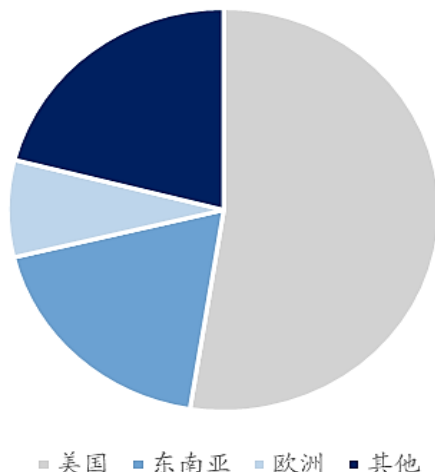
点众：今年 4 月探索海外短剧市场，推出短剧平台 DramaBox，包括译制剧和原创短剧，原创短剧成本超 15 万美元/部。2023 年 11 月全球双端净流水已达 177 万美元（美国和东南亚为主）、下载量达 65 万次、DAU 平均为 6 万人。

图36：2023 年 5-11 月 DramaBox 净流水、下载量及 DAU



数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

图37：2023 年 11 月 DramaBox 净流水分地区结构



数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

九州：已推出海外短剧 APP ShortTV（面向东南亚市场）和 99TV（面向中国台湾市场）。其中 99TV 有上百部短剧作品，大多是在大陆上线的短剧作品，将字幕调成了繁体版本。九州创始人汪家城表示，未来出海策略包括两点，一是借助 AIGC 为中文剧

配上外语字幕，二是基于国内剧本+海外的场景和演员实现本土化。

安悦：2022 年 10 月上线海外短剧平台 Flex TV，主攻东南亚地区（泰国为主）。已上线热门短剧如《新豪门恩怨》《幕后老板是我老公》《至尊军神》等，题材、风格类似国内的小程序短剧。Flex TV 排名基本保持在 Google Play 泰国娱乐分类 Top 10，也在向欧美澳地区进攻，更新由欧美面孔主演的原创短剧，进一步获得更高价值的付费流量。

长信传媒：在新加坡上市，在东南亚视频内容行业具有区位优势。比如公司和印尼本土第一的小说网站达成合作，选取排名前 10 的小说进行改编。此外，公司在印尼有 4500 平米的综合视频工厂，可用于短剧拍摄；在马来西亚有一片占地 6000 平米的摄影基地，通过 5 年的当地运作，培养了优秀的本土创作者。

7.3. Quibi 失败启示：不能照搬长视频模式做短视频

短剧出海的成功要素包括：题材的选择、翻译与本土化的落地、短剧质量，以及市场营销。而资金规模不是核心竞争要素。短剧平台 Quibi 的失败，印证了这一观点。因此我们认为，即使 NetFlix、Disney 等传统影视公司进入短剧行业，也不必过于担心其带来的影响。

Quibi 的失败启示：不能照搬长视频模式做短视频。短剧平台 Quibi 自 2018 年创立之初就备受关注、高举高打，其创始人来自迪士尼、eBay 和惠普，拥有来自好莱坞六大电影公司、阿里巴巴、高盛等巨头的 17.5 亿美元投资。该应用于 2020 年 4 月上线，运营仅 6 个月就宣布关闭。虽然疫情加速了 Quibi 的衰败，但主要原因还是产品定位不清晰、用户理解不深入。

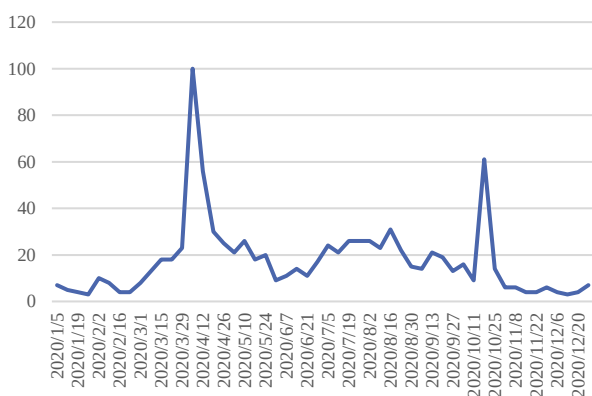
Quibi 以重资产模式切入，表面为短剧，实则为长视频。Quibi 每集 5-10 分钟的短剧形式只是将一部正常的 120 分钟长电影内容剪成了十几段。Quibi 内容制作成本超 11 亿美元，每部作品总时长约 2 小时，平均成本 1500 万美元/部、12.5 万美元/分钟。Quibi 聘请知名导演和演员，演员包括《权力的游戏》索菲·特纳、《饥饿游戏》利亚姆·海姆斯沃斯等。这一模式实质上仍是传统的长视频自制剧模式，然而 Quibi 的存量片库和上新速度都弱于 Netflix、Disney Plus 等传统剧集平台。

Quibi 题材缺乏吸引力，用户热度不高。Quibi 主打的精品内容虽然受到了艾美奖的认可，但用户热度不高，比如《解放雷肖恩》虽然拿下两座艾美奖，但在烂番茄上只有 4 条评论。Quibi 的管理层未能准确把握用户需求，错误地认为用户需要每天观看高质量的短片内容。

Quibi 未能利用社交媒体传播，用户声量有限。为了保护内容版权，Quibi 禁止用户截图，导致用户无法在社交媒体上分享 Quibi 的内容，流量增长缓慢。根据 Google Trend，“Quibi”关键词的搜索热度高峰仅发生在 APP 上线和下架两个时间点。

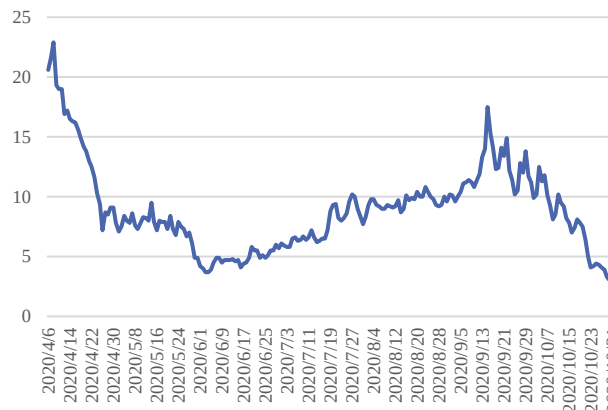
Quibi 过快采用订阅制模式，而该模式并不适用于片库较少的平台。Quibi 的订阅价格为 4.99 美元/月（带广告版）、7.99 美元/月（去广告版），相比于拥有大量剧集内容的 Netflix（8.99 美元/月）、Apple TV+（4.99 美元/月）、Disney+（6.99 美元/月），Quibi 性价比并不高。Quibi 原本预计在推出一年后付费用户数超 700 万人，但截至 2020 年 10 月应用下架，付费用户数只有 50 万人。上线的六个月里，Quibi 累计净流水仅 562 万美元、累计下载量仅 959 万次。

图38: 2020 年 1 月-12 月 Quibi 的 Google 搜索热度



数据来源: Google Trend, 东吴证券研究所

图39: 2020 年 4 月-10 月 Quibi DAU (万人)



数据来源: SensorTower, 东吴证券研究所

8. 投资建议: 看好短剧产业趋势及龙头公司投资机会

2023 年短剧市场快速增长，得益于供需同增。对比短剧、网文和长短视频的内容特征，我们预计 2023 年国内小程序短剧规模为 300 亿元人民币，长期可达千亿元级别，2023 年海外短剧规模约为 5000 万美元，长期可达百亿美元级别。

国内短剧市场竞争激烈，导致利润率阶段性承压。而随着监管规范和行业出清，我们认为头部企业依托合规优势、牌照优势、规模优势和先发优势，获得更高的市场份额、用户留存率和利润率。海外短剧市场当前面临产能不足和投流体系不完善的痛点，而实际上 ReelShort 等企业正在逐步加大产能投入、引入第三方内容，产能问题有望解决，海外短剧供给的数量有望提升、类型有望更加丰富，从而吸引更多元的用户、提升用户留存率、降低买量成本并逐步推行订阅制模式。

我们看好在短剧行业前瞻布局且具有 IP 优势的中文在线，公司在海内外市场均取得良好成绩，国内微短剧 2022 年收入超 3 亿元、海外 ReelShort 于 2023 年 1-11 月累计净流水达 2801 万美元（SensorTower 数据），高频数据持续验证；AI+IP 战略亦逐步落地，已推出小说创作大模型和 AI 漫画，预计后续将逐步推广至互动游戏 Chapters、动画和影视剧业务。推荐有相关布局的华策影视、芒果超媒、映宇宙。此外建议关注网文 IP 标的掌阅科技、平治信息、阅文集团；短剧平台天威视讯、海看股份、中广天择等；有相关布局的影视公司浙文影业、捷成股份、柠萌影视。

表13: 各公司短剧业务布局情况

公司	短剧业务布局
中文在线 (300364.SZ)	国内短剧: 1) 微短剧方面, 2022 年开拓小程序短剧业务, 2022 年收入超 3 亿元; 2) 中短剧方面, 今年已推出《招惹》(分账超 2000 万元), 此外有数十部待播剧, 包括《月上东宫》《仙君有劫》《天错之合》等。 海外短剧: 子公司 CMS (持有 49% 股份) 于今年 6 月正式推广 ReelShort 真人短剧平台, 1-11 月累计净流水达 2801 万美元 (SensorTower 数据)。
掌阅科技 (603533.SH)	1) 公司于今年上半年开始搭建短剧团队, 目前团队人数超 100 人, 公司自由团队负责剧本策划、制作管理和发行营销。公司目前短剧每个月拍摄 20 部左右, 上映 15~18 部, 每部短剧的制作周期约为一个半月。已上线短剧《龙王出狱》《龙王出狱之齐天传》均为公司自有 IP 改编作品。2) 旗下短剧 APP 薏米短剧和速看等, 目前已在部分安卓应用市场上线, 其他渠道将陆续上线。
平治信息 (300571.SZ)	公司和塔读文学、中文在线、掌阅科技、3G 书城、天翼阅读、咪咕阅读、落尘文学、新浪阅读、杭州趣阅、上海七猫等国内知名内容制作方签订了长期合作协议。截止 2022 年底, 公司拥有各类文字阅读产品 60,000 余本, 签约作者原创作品 37,000 余本。
阅文集团 (0772.HK)	IP 资源储备丰富, 背靠腾讯大力发展微短剧业务。10 月 30 日公司正式对外发布「剧本征集令」, 承诺为作者带来 1.5 万-5 万保底稿酬, 外加最高 2% 的流水分账。9 月 9 日首播《帝妃凰图》截至 9 月 25 日, 已分账 300 万。
天威视讯 (002238.SZ)	公司于 2009 年发起设立中广电传媒有限公司, 截至今年 11 月持有该公司 26% 的股份。中广电传媒自 2023 年初与北京点众科技有限公司 (点众科技) 合作, 陆续在微信小程序、快应用、IOS 等平台推出短剧产品。其中河马剧场 APP 由点众科技负责应用开发、节目制作、终端运营和流量投放, 中广电传媒作为平台方和管理方, 对内容进行审核把关, 并对平台收入进行收银分账。河马剧场目前内容以点众科技自制原创为主, 买量投放由点众科技负责, 短剧合作方目前已聚合了一定的资源, 构建了剧本改编、影片拍摄、内容宣发为一体的产业链条。 公司表示, 河马剧场业务收入预估占中广电传媒 2023 年收入约 5%, 整体短剧业务 (含河马剧场) 收入预估占中广电传媒全年收入约 19%; 2023 年短剧业务 (含河马剧场) 预计利润不超过 300 万, 中广电传媒公司 2023 年整体利润预亏。
海看股份 (301262.SZ)	海看微短剧项目自 2023 年 5 月正式启动, 已上线“章鱼小剧场”抖音小程序, “章鱼小剧场”中的内容与公司外部制作机构合作完成, 采用分集付费模式。目前尚处在投流试运营的起步阶段, 暂未形成规模化收益。
中广天择 (603721.SH)	公司旗下的“快燃短剧场”微信小程序已上线, “快燃”APP 已完成技术搭建、处于内测阶段。
华策影视 (300133.SZ)	今年 6 月开始布局短剧业务, 已建立了 6 支微短剧团队, 拍摄完成 5 部短剧, 其中《落魄老公总裁身份曝光》于 11/17 上线, 《我的将军男友》等 4 部短剧预计 11 月底上线。未来希望能够保持月均上线 10 部以上微短剧的速度。 公司和九州建立了国际版权分发的合作机制, 与容量建立了 10 部互动剧和 10 部小程序剧的合作机制, 与点众建立了 IP 开发合作机制。并成立了 AIGC 研究院, 推出 AI 剧本评估中心、AI 编剧助理、AI 海报设计助理、短视频微短剧评估工具。
芒果超媒 (300413.SZ)	芒果 TV 是视频平台中微短剧最早入局者之一, 2019 年发布“大芒计划”, 此后推出《进击的皇后》《念念无明》《虚颜》《婚事》《风月变》等代表作。未来, “大芒计划”将持续深耕和加码微短剧赛道。 公司旗下芒果互娱此前曾推出真人解谜互动剧游戏《记忆重现》, 上线了综艺 IP 改编类游戏产品《向往的生活》, 今年《了不起的修仙模拟器》也获得了版号。
映宇宙 (3700.HK)	2022 年 6 月展开短剧市场调研、2022 年 8 月正式立项、2022 年 10 月上线第一部微短剧, 当月业务的流水突破 790 万元人民币; 2023 年 2 月实现全面盈利、2023 年 5 月一跃

成为映宇宙集团主营业务 TOP3。

截至 2023 年 11 月，公司已出品微短剧 300 多部，其中流水超千万的剧集超 60 部。触达用户超 1 亿人次，总播放量超百亿次。

已搭建了四个项目组、超 1000 人的短剧项目团队，从剧本创作、拍摄后期、上线播出、投放引流、平台运营等多环节全盘掌控，覆盖短剧产业全链路。除了深耕小程序微短剧，也在探索 APP 短剧的新模式。

浙文影业 (601599.SH)	公司拥有《广播电视节目制作经营许可证》。旗下工作室涵盖短剧业务，正在开发《中馈录》、《晴川乐坊》等宋韵系列短剧。
捷成股份 (300182.SZ)	于 2022 年底开始布局微短剧的出品发行，并已参与发行了包括《是！老板》、《王妃万福》、《奇妙请微笑》等多部精品短剧。
柠萌影视 (9857.HK)	拥有短剧厂牌“好有本领”，先后打造过《从离婚开始》《一元美容院》《二十九》等多部微短剧，今年 7-8 月备案了《超认真的潜伏》《卡车女司机》《再来一次》三部微短剧，均为 12 集。
万达电影 (002739.SZ)	已布局短剧业务，并与芒果 TV 的“大芒计划”已有合作作品。正在筹备制作 2 部小程序短剧。
慈文传媒 (002343.SZ)	积极推进包括短剧、互动剧等形式在内的多类型、差异化的项目研发、孵化和制作。
百纳千成 (300291)	原创儿童音乐类动画短剧《观复猫》第一季已制作完成，创新衍生中短剧《少年英雄诀之月牙传》《超越吧！阿娟》已拍摄完成，目前（12/05）处于后期制作阶段。

数据来源：，公司公告，投资者互动平台，第一财经，澎湃新闻，证券之星，短剧自习室，短剧内行人，界面新闻，猎云网，娱乐资本论，CMNC，钛媒体，每经影视，金十数据，东吴证券研究所

9. 风险提示

政策与监管风险：短剧内容备案审核流程或趋于严格，短剧作品可能因内容违规而下架。内容规范化的过程中，用户需求和投资回报或受到影响。

行业竞争加剧风险：随着众多企业涌入短剧行业，市场竞争可能进一步加剧，进而导致流量争夺、制作成本上升以及利润率下降。

用户需求变化风险：短剧用户的需求快速变化，若短剧内容无法满足用户口味，则投资收益可能会受到不利影响。

海外短剧产能不及预期风险：海外短剧产能受到海外工会制度、人才储备等因素的影响，产能提升的速度和规模存在不确定性。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>