



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

微短剧不止于潮流，更在于重构

文化传媒行业

2023 年 11 月 11 日



证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

文化传媒行业

投资评级 看好

上次评级

冯翠婷 传媒互联网及海外 首席分析师

执业编号：S1500522010001

联系电话：17317141123

邮箱：fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

微短剧不止于潮流，更在于重构

2023 年 11 月 11 日

本期内容提要：

- **政策监管维护行业健康发展。**2022 年 12 月 6 日，国家广播电视总局印发《关于推动短剧创作繁荣发展的意见》的通知，详细论述了关于支持短剧行业健康稳健发展的各类指导意见，将短剧定义为“通常采用单集时长 15-30 分钟的系列剧、集数在 6 集内的系列单元剧、20 集以内的连续剧、周播剧等多种形式。短剧及微短剧作为影视类作品拓展领域的主要表现形式之一，更接近于当下“短、平、快”的移动互联网传输模式，即“单集时长短、制作成本平、制作周期短”的特点。
- **微短剧产业链参与方分工明确，后续多元变现模式仍在探索中。**微短剧的主要参与方包括：微短剧内容版权方、制作拍摄方、微短剧版权商、微短剧分销商以及下游用户。微短剧拍摄制作方通过购买内容 IP 或者自创剧本方式完成拍摄后将微短剧提供给微短剧版权商，而后通过流量分发平台/内容社区等平台方式实现微短剧流量分发以触达 C 端用户。主要靠分账和广告来变现，具体而言：1) 用户观看广告解锁后续内容；2) 充值消耗平台点数单集付费；3) 微短剧广告植入；4) 微短剧平台会员订阅；5) 爆款微短剧 IP 变现，包括主演直播带货等。
- **微短剧创作来源供给充足，爆款剧带动行业持续发展。**据巨量引擎统计，2022 年各平台累计上架网络文学作品数达 3500 万，网文改编的在投剧目数仅占 0.02%，给微短剧的创作源源不断提供改编的空间。且从微短剧 IP 来源分布来看，除网络文学外，还有大量优质的漫画、影视剧、游戏、动画 IP 等同样具备潜力开发的价值。2022 年 4 月微短剧赛道起步后，规模量级呈现指数型增长。根据巨量引擎统计，主要的增长节点均来自于爆款微短剧，爆款微短剧带动行业发展，版权客户入局带动内容供给，46 部爆款剧贡献大盘 42% 的消耗，内容精品化打造爆款有望贡献更大的流水收益。
- **未来微短剧将走向内容精品化，同时有望给影视行业带来诸多边际变化。**我们认为，微短剧除了本来是一个新赛道增量外，微短剧以及真人影视游戏将有效补足影视行业制作周期长、制作产能受限以及影视 IP 版权变现途径不足等问题，有望打开影视行业广告模式以及 IP 版权变现的新空间。1) IP 授权新方向（微短剧+真人影视游戏等）；2) 影视公司传统商业模式偏 ToB，微短剧让影视公司离 C 端用户更近；3) 提升制作产能、降低制作成本，微短剧未来有望呈现精品化内容趋势；4) 有望给影视制作公司和流量平台带来更多商业变现模式；5) 影视版权保护服务价值增强；6) 降低明星问题事件给影视作品带来的风险。
- **投资建议：**微短剧行业高速发展，建议关注相关公司如影视制作公司【华策影视、上海电影、柠萌影视】，版权公司【捷成股份、阜博集团、掌阅科技】，其他真人影视游戏制作公司【紫天科技、中文在线】等。
- **风险因素：**微短剧行业增速不及预期、政策监管风险、内容风险

目 录

微短剧行业概况.....	4
微短剧给影视行业带来的边际变化	9
相关主要上市公司梳理.....	12
风险因素	17

表 目 录

表 1: 微短剧监管公告及平台管理办法.....	4
--------------------------	---

图 目 录

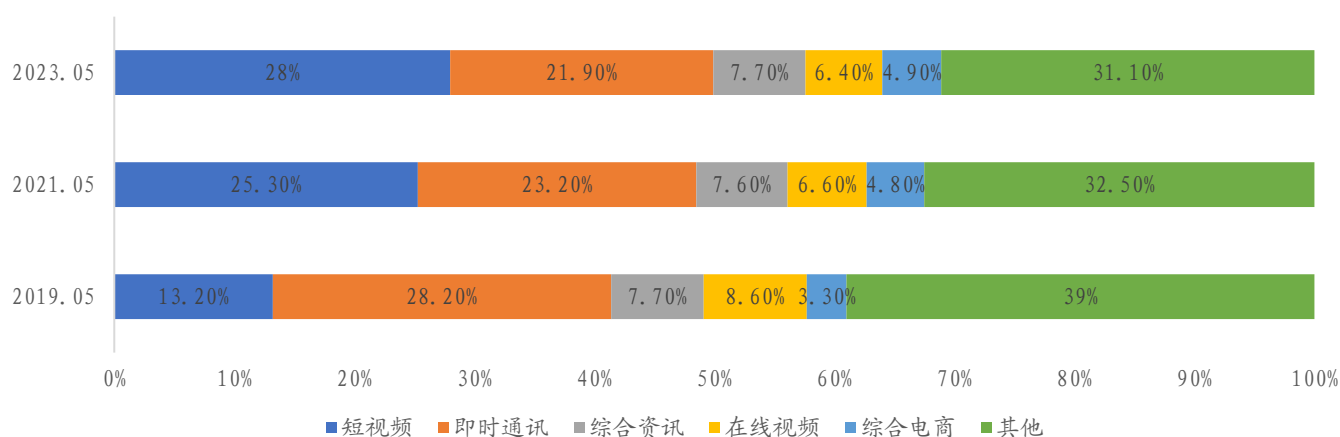
图 1: 中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比.....	4
图 2: 微短剧产业链各参与方.....	5
图 3: 目前主要微短剧变现形式.....	6
图 4: 微短剧产业链大致分成情况	6
图 5: 2023 年 1-9 月微短剧消耗走势图	7
图 6: 巨量引擎平台微短剧消耗及付费微短剧转化用户数增速高	7
图 7: 微短剧创作来源范围广、数量充足、待改编 IP 丰富	8
图 8: 2022 年 4 月-12 月 S 级爆款剧带动行业进展	8
图 9: 2022 年爆款微短剧数量占比低但贡献广告消耗较大.....	8
图 10: 单年票房&电影总场次（万）和总人次（万）	9
图 11: 全国国产网络剧及网络微短剧许可发行数量及各平台上线国产剧集总数量	10
图 12: 柠萌影视商业模式	11
图 13: 快手直播带货主播微短剧中广告模式变现.....	12
图 14: 上海电影集团线下沉浸式体验项目《新世界》	13
图 15: 上影院众多经典 IP.....	13
图 16: 柠萌影视爆款微短剧.....	14
图 17: ReelShort APP 内界面内容.....	16
图 18: ReelShort 美国地区 APP 排名逐渐提升	17
图 19: 相关公司估值表.....	17

微短剧行业概况

一、微短剧行业

2022年12月6日，国家广播电视总局印发《关于推动短剧创作繁荣发展的意见》的通知，详细论述了关于支持短剧行业健康稳健发展的各类指导意见，将短剧定义为“通常采用单集时长15-30分钟的系列剧、集数在6集内的系列单元剧、20集以内的连续剧、周播剧等多种形式，具有篇幅短小、内容精炼、情节紧凑等特点，与中长剧集、微短剧、短视频等优势互补。”据此，微短剧按单集时长来定义，为小于15分钟的系列剧。根据QuestMobile数据，在中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比中，短视频用户使用时长占比在历经2019-2021年快速增长阶段后达到了目前的28%，视频类作品对用户时长的占据趋于稳中向上的态势。我们认为，微短剧作为影视类作品拓展领域的主要表现形式之一，更接近于当下“短、平、快”的移动互联网传输模式，即“单集时长短、制作成本平、制作周期短”的特点。

图1：中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比



资料来源：QuestMobile(截至2023年5月)，信达证券研发中心

广电总局除印发《关于推动短剧创作繁荣发展的意见》外，前期也印发了一系列关于如何管理行业健康发展的通知，如《关于进一步加强网络微短剧管理，实施创作提升计划工作》和《关于国产网络剧片发行许可服务管理有关事项》，核心在于加大精品扶持力度、强化内容审核、严格许可证发放等方法措施的实行。

表1：短剧监管公告及平台管理办法

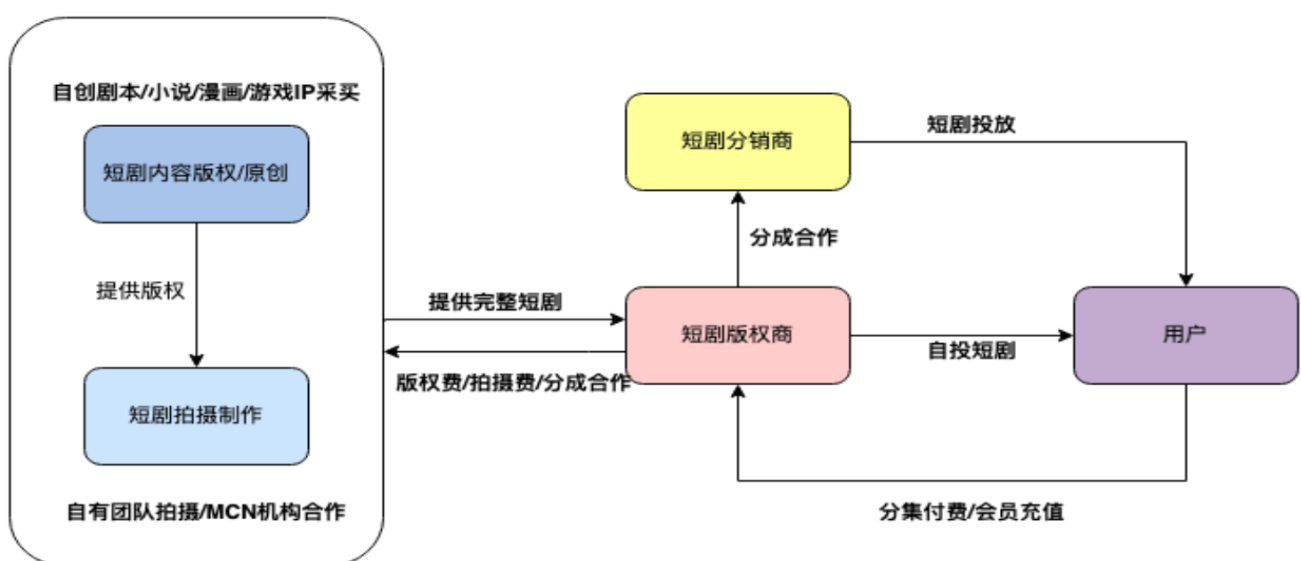
时间	公告公示	重点内容
2022.12.6	《关于推动短剧创作繁荣发展的意见》	坚持正确创作方向、加强现实题材短剧创作、提升短剧创新创造能力、培育壮大短剧创作主体等
2022.11.14	《关于进一步加强网络微短剧管理 实施创作提升计划》	对网络微短剧创作传播各主体包括微短剧类“小程序”在内的各网络微短剧服务的开办主体，须取得《信息网络传播视听节目许可证》或依规纳入广播电视行政管理部门规范管理；网上传播的包括“小程序”类网络微短剧在内的所有微短剧，须通过广播电视行政管理部门内容审查并取得《网络剧片发行许可证》或按照网络剧片管理有关规定完成网络视听节目备案
2022.4.29	《关于国产网络剧片发行许可服务管理有关事项的通知》	符合以下一项或多项条件的网络剧、网络微短剧、网络电影、网络动画片，应依法取得广播电视主管部门颁发的《网络剧片发行许可证》：1.投资额较大的，具体数额由国务院广播电视主管部门根据网络视听行业发展和管理工作实际，适时调整并通报；2.网络视听节目服务机构招商主

		推的；3.在网站（客户端）首页首屏、专题版块或专区专栏中推荐播出的；4.优先提供会员观看或以付费方式提供观看服务的；5.网络剧片制作发行主体自愿按照重点网络剧片申报的。
2023.07	微信公众平台运营中心《小程序类目调整汇总公告》	1. 应国家广播电视总局要求，小程序主体提供网络短剧播出服务，需在广电系统完成信息备案登记，针对同一个主体仅支持一个账号申请备案登记，超出备案登记数量的申请将被驳回；2、提交《微短剧“小程序”信息登记表》申请后，平台预计于7个工作日内为小程序主体完成资质备案登记； 现资质要求4选1： 1、提供《信息网络传播视听节目许可证》或《信息网络传播视听节目备案》（业务类别均需含“网络剧（片）的制作、播出服务”） 2、同时提供①与②：①《信息网络传播视听节目许可证》或《信息网络传播视听节目备案》 ②《广播电视播出机构许可证》 3、同时提供①与②：①《信息网络传播视听节目许可证》或《信息网络传播视听节目备案》 ②《广播电视节目制作经营许可证》 4、同时提供①与②与③：①《广播电视节目制作经营许可证》 ②《微短剧“小程序”信息登记表》excel文件（可在申请类目详情页下载登记表） ③《微短剧“小程序”信息登记表》扫描件（加盖公章后的扫描件版本）

资料来源：广电总局、微信公众平台运营中心，信达证券研发中心

商业模式：微短剧的主要参与方包括：微短剧内容版权方、制作拍摄方、微短剧版权商、微短剧分销商以及下游用户。微短剧拍摄制作方通过购买内容IP或者自创剧本方式完成拍摄后将微短剧提供给微短剧版权商，而后通过流量分发平台/内容社区等平台方式实现微短剧流量分发以触达C端用户。

图 2：微短剧产业链各参与方

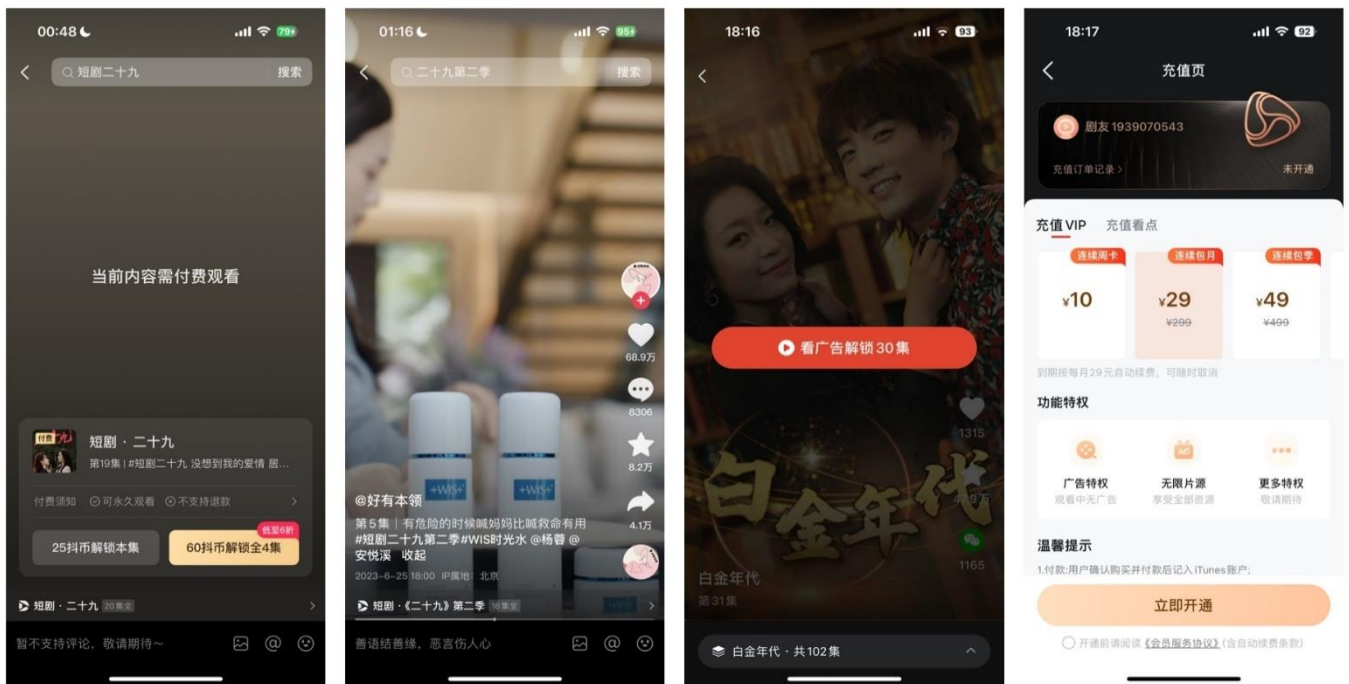


资料来源：巨量创意，信达证券研发中心

微短剧主要靠分账和广告来变现，具体而言：1）用户观看广告解锁后续内容；2）充值消耗平台点数单集付费；

3) 微短剧广告植入; 4) 微短剧平台会员订阅; 5) 爆款微短剧 IP 变现, 包括主演直播带货等。

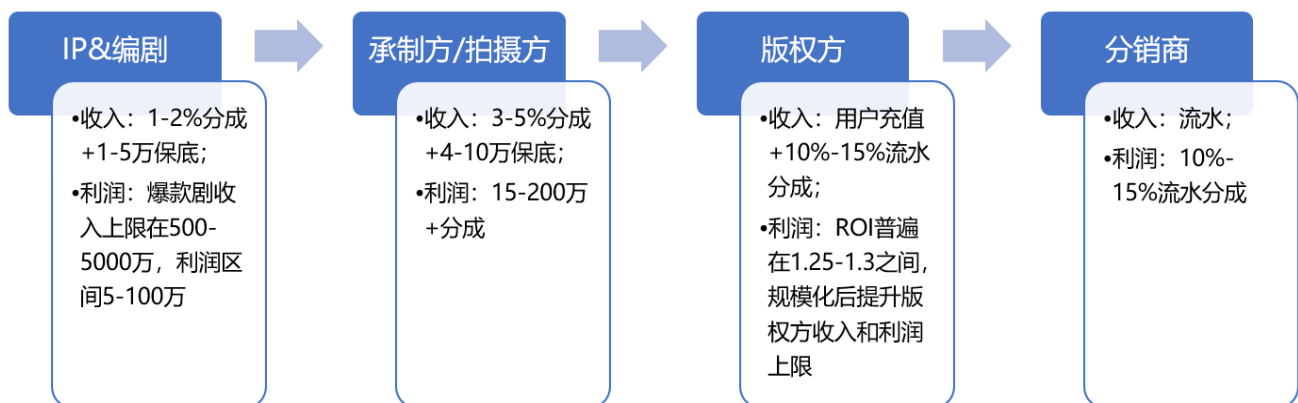
图 3: 目前主要微短剧变现形式 (依次为: 平台代币充值、剧情广告植入、广告解锁剧集、平台充值会员)



资料来源: 抖音 APP、河马剧场 APP, 信达证券研发中心

根据巨量创意平台数据, 整个微短剧产业链的利润分配也有了一定的机制。起到承上启下作用的微短剧版权方通过向上游采买、定制剧本, 再将微短剧投入到广告投放、投流买量中, 内容越好越吸引消费者充值流水, 平台的现金流质量就会越好。IP&编剧的剧本创作时间较短, 成本低, 保底收入加上 1-2% 的分成可保证剧本创作者的持续输出。对于拍摄方来说, 由于是微短剧制作且偏现实题材、不需要高技术高设备成本的投入, 略高一些的保底收入和抽成比例可保证制作团队的持续性。对于版权方来说, 主要的成本在于流量的投放和剧本的购买。分销商在其拥有庞大活跃用户群体的条件下, 可以精准的触达到对应标签的微短剧用户群体, 实现精准投放。

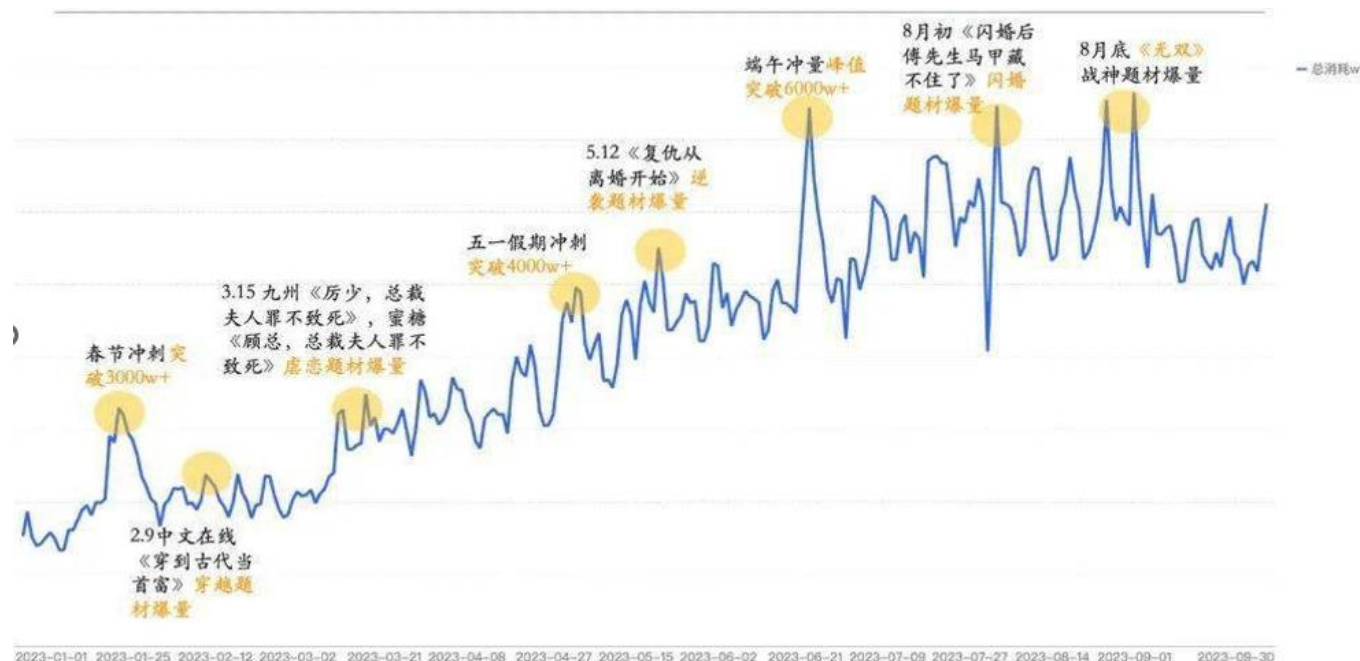
图 4: 微短剧产业链大致分成情况



资料来源: 巨量创意、三里屯信息流, 信达证券研发中心

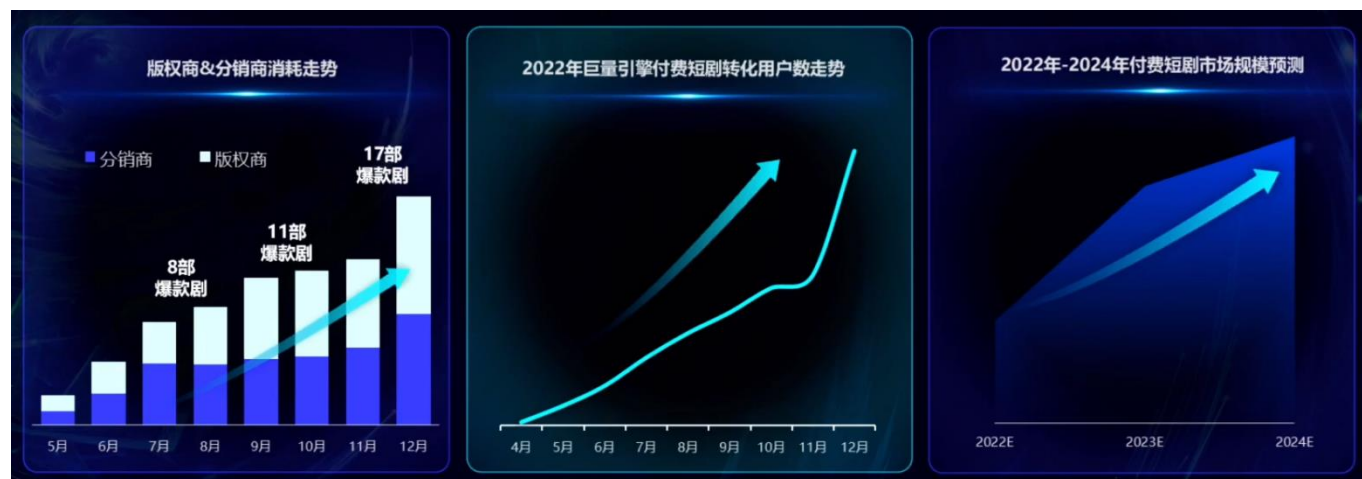
微短剧成本中，买量成本占据较高的比例。根据字节巨量引擎-内容消费业务中心近期数据统计，2023 年微短剧行业持续保持高速发展，23 年初春节期间日耗规模为 3000w+，五一假期突破 4000w+，端午冲量至 6000w+，9 月大盘日均规模超 5000w。根据抖短剧排行榜微信公众号，小程序微短剧 ROI 高于 1.1 会继续投流，我们假设日均投流 5000w，根据测算则一年流水有望至少达到近 200 亿元，加上其他投流平台投放，市场空间推算可在 200-300 亿元之间，同时也意味着等于 2019 年 641 亿电影票房的近一半市场空间规模。

图 5：2023 年 1-9 月微短剧消耗走势



资料来源：字节巨量引擎-内容消费业务中心统计、影多多，信达证券研发中心

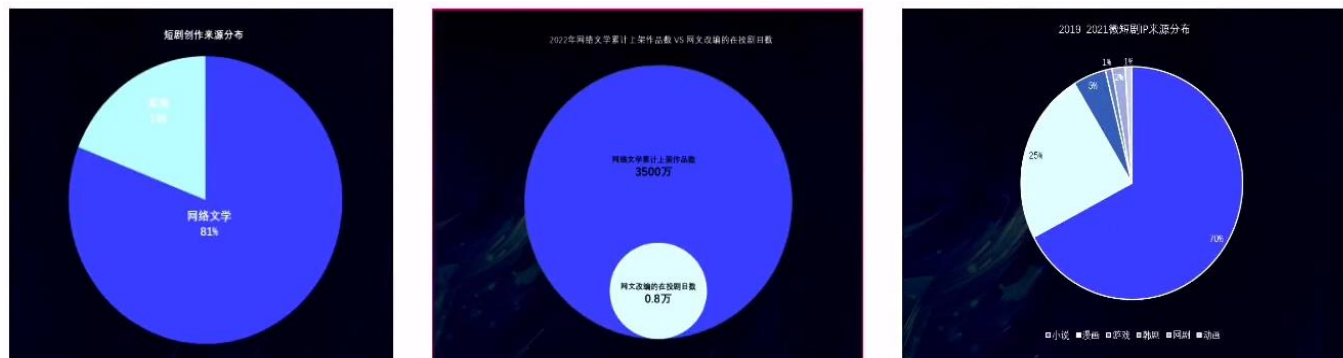
图 6：巨量引擎平台微短剧消耗及付费微短剧转化用户数增速高



资料来源：巨量引擎内容消费业务中心，信达证券研发中心

微短剧在内容供给端，拥有大量的网络文学素材来源。据巨量引擎统计，2022 年各平台累计上架网络文学作品数达 3500 万，网文改编的在投剧目数仅占 0.02%，给微短剧的创作源源不断提供改编的空间。且从微短剧 IP 来源分布来看，除网络文学外，还有大量优质的漫画、影视剧、游戏、动画 IP 等同样具备潜力。

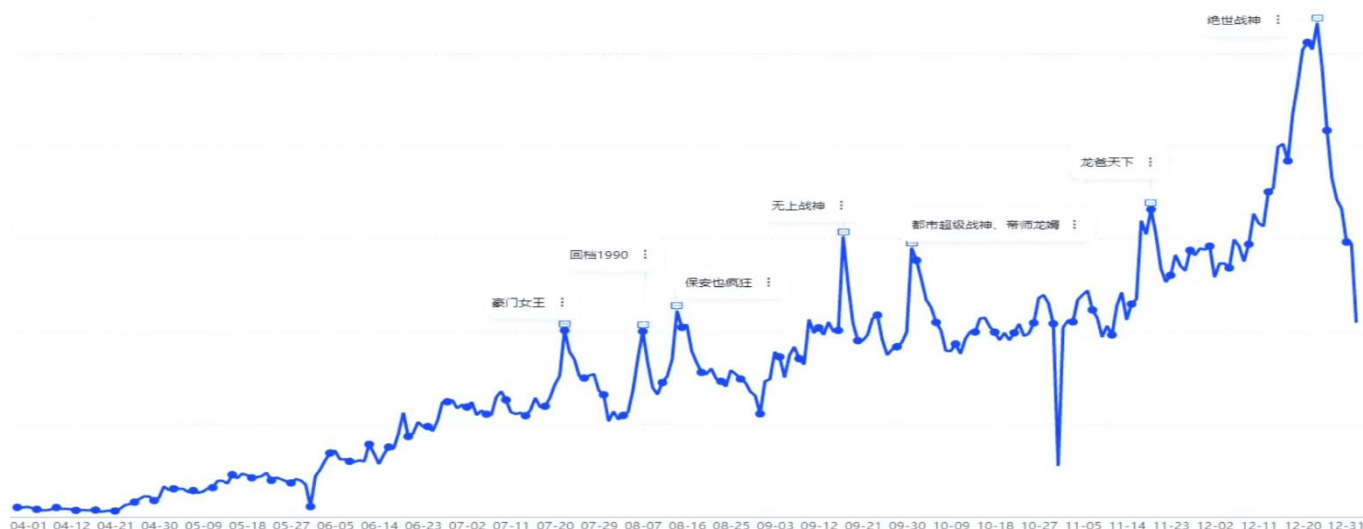
图 7：微短剧创作来源范围广、数量充足、待改编 IP 丰富



资料来源：巨量引擎内容消费业务中心，艺恩视频智库，信达证券研发中心

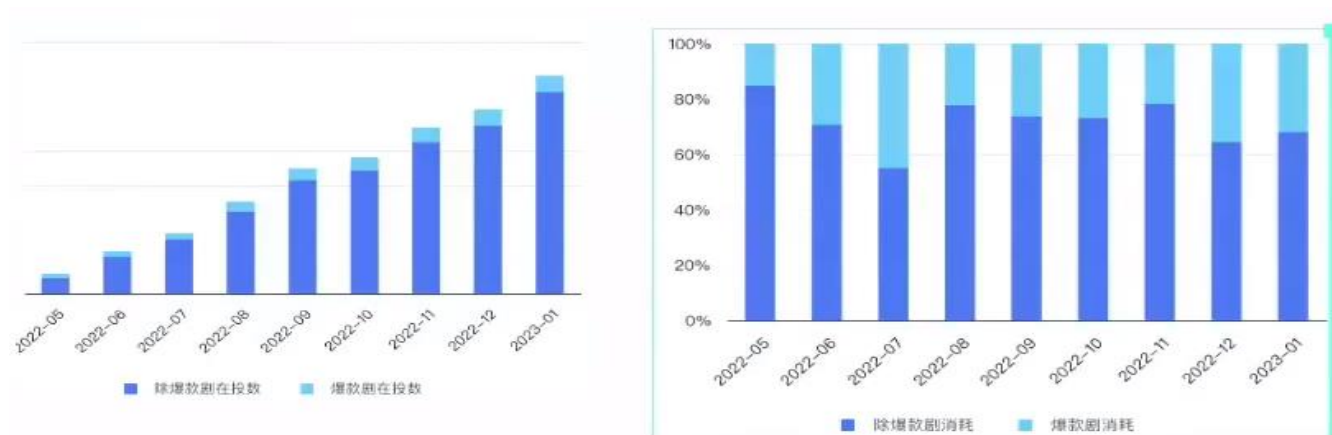
2022 年 4 月微短剧赛道起步后，规模量级呈现指数型增长。根据巨量引擎统计，主要的增长节点均来自于爆款微短剧，爆款微短剧带动行业发展，版权客户入局带动内容供给，46 部爆款剧贡献大盘 42% 的消耗，内容精品化打造爆款有望贡献更大的流水收益。

图 8：2022 年 4 月-12 月 S 级爆款剧带动行业进展



资料来源：巨量引擎内容消费业务中心，信达证券研发中心

图 9：2022 年爆款微短剧数量占比低但贡献广告消耗较大



资料来源：巨量引擎内容消费业务中心，信达证券研发中心

微短剧给影视行业带来的边际变化

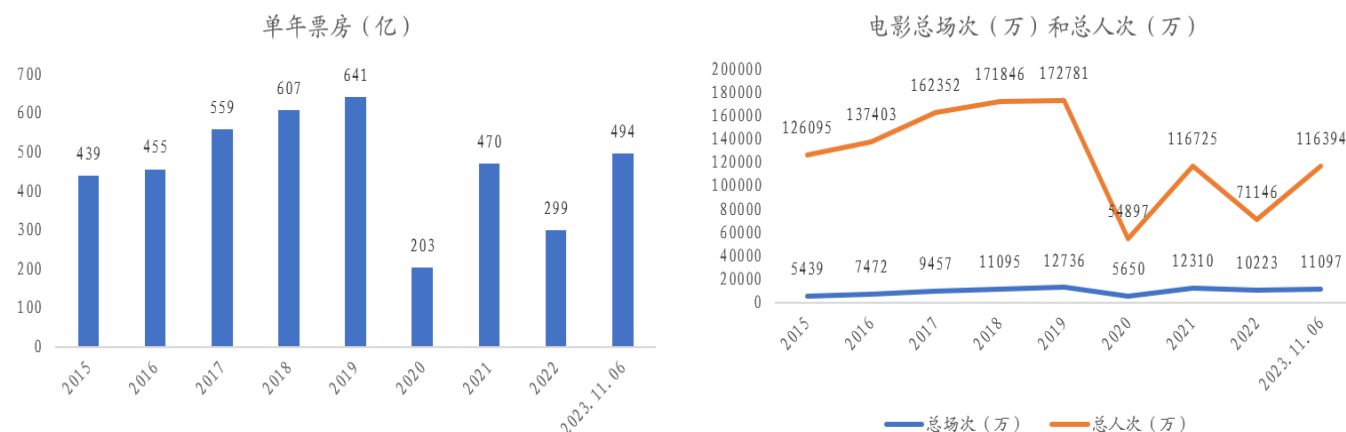
我们认为，微短剧除了本来就是一个新赛道增量外，微短剧以及真人影视游戏将有效补足影视行业制作周期长、制作产能受限以及影视 IP 版权变现途径不足等问题，有望打开影视行业广告流量模式以及 IP 版权变现的新空间。微短剧有望给影视行业带来边际上的变化主要体现在如下几点：

- 1) IP 授权新方向（微短剧+真人影视游戏等）；
- 2) 影视公司传统商业模式偏 ToB，微短剧让影视公司离 C 端用户更近；
- 3) 提升制作产能、降低制作成本，微短剧未来有望呈现精品化内容趋势；
- 4) 有望给影视制作公司和流量平台带来更多商业变现模式；
- 5) 影视版权保护服务价值增强；
- 6) 降低长剧、电影带来的政策风险，明星依赖度较低。

一、电影及剧集电视剧市场概况

电影：根据拓普数据，2023 年至今内地电影总票房为 494 亿元，今年 1-10 月单月票房分别为 100.9/38.6/19.08/28.7/34.08/41.32/87.17/77.65/28.22/36.79 亿，共计 492.51 亿。根据猫眼数据 2019 年 1-10 月票房总计为 564.71 亿，今年 1-10 月已恢复至 2019 年同期的 87.2%，趋势良好。2023 年暑期档票房同比强劲增长，内地电影总票房 206.2 亿，同比 2022 年+126%，同比 2019 年+16%。暑期档热门影片持续供给带动票房增长；国庆档由于头部影片势能偏弱，票房实现 27.35 亿元，弱于 2021 年同期表现。

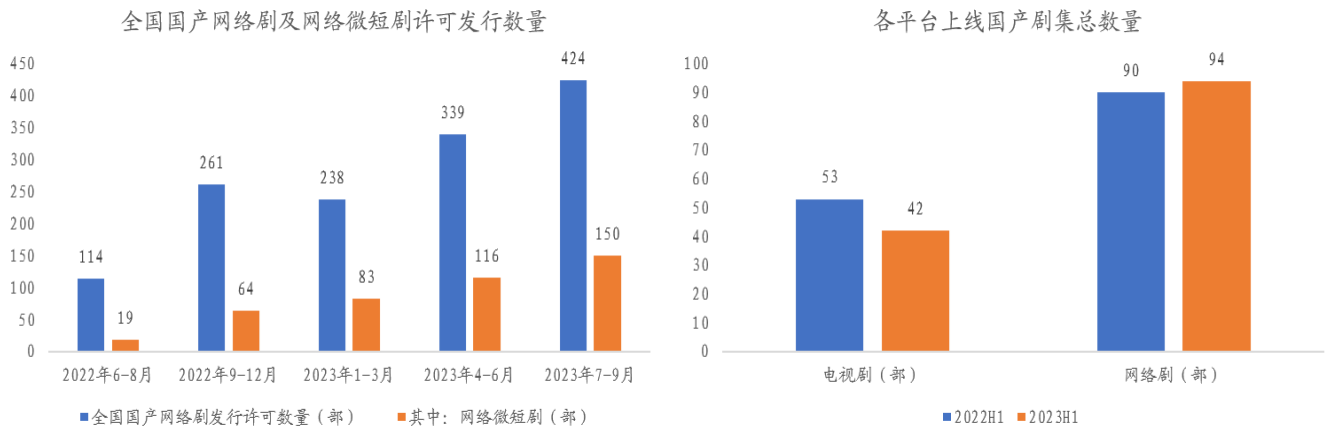
图 10：单年票房&电影总场次（万）和总人次（万）



资料来源：拓普数据小程序，信达证券研发中心

剧集电视剧：根据国家广播电视总局网络剧片发行许可数据，2023 年 7 月至 9 月，全国广播电视主管部门颁发发行许可的国产网络剧片共 424 部。其中网络剧 47 部 1107 集，网络微短剧 150 部 3321 集，网络电影 91 部，网络动画片 136 部 1871 集。根据云合数据，2023Q3 全网电视剧流量同比持平，正片有效播放累计 771 亿，同比上涨 1%；会员内容有效播放 405 亿，在全网电视剧有效播放中的占比达 52%。

图 11：全国国产网络剧及网络微短剧许可发行数量及各平台上线国产剧集总数量



数据来源：国家广播电视总局

数据来源：艺恩数据

资料来源：国家广播电视总局、艺恩内容智库、网易、信达证券研发中心

二、微短剧给影视行业带来的边际变化

1. IP 授权新方向（微短剧及真人影视游戏等）

微短剧作为新兴内容赛道给行业注入增量，行业的上游 IP 授权方有望最先受益。随着行业的高质量健康发展，经典的 IP 形象以及经典的 IP 剧本有望得到更好的衍生，通过保底+分账的模式推动上游 IP 方的发展。同时我们认为，未来微短剧领域不仅仅只是纯快节奏“爽剧”为主，微短剧行业也有望呈现内容精品化、经典 IP 化的平台微短剧形式，例如知名、爆款电影以及电视剧 IP 的改编微短剧，例如目前华策影视已经开机《刺杀小说家》微短剧的制作。同时，影视公司手中具备大量的 IP，部分先发公司已经探索小游戏作为 IP 变现的方式之一，通过收取版金+流水分成的形式为 IP 打通变现路径，打开 IP 变现的想象空间。而真人互动微短剧游戏的出现同样有望成为影视公司 IP 变现的路径之一，无论是动画 IP、真人 IP 还是电视剧 IP 等都有可能成为真人影视游戏的制作内容来源。

2. 影视公司传统商业模式纯 ToB，微短剧让影视公司离 C 端用户更近

行业内影视制作公司在通过自行开发或者外部收购的形式开发完成剧本创作后，经过制作和拍摄后将所制得影视作品通过发行商、第三方营销商、经销商或者网络视频平台等多层次渠道传播到 C 端用户群体，电影作品触达的步骤则还包括了电影院线等，产业链较长，且在触达 C 端前均为 B To B 的商业模式。而微短剧新媒体形式的出现，影视制作公司可以利用自身产业链优势制作微短剧后，通过接触第三方平台的方式投流买量，如抖音平台、微信小程序等间接触达到消费群体，更为直接迅速的了解到 C 端用户的画像偏好，从而可以实现快速转换风格更新迭代，反向也利于中长影视剧作品的制作，促进公告长期健康发展。

图 12：柠萌影视商业模式



资料来源：柠萌影视招股书，信达证券研发中心

3. 提升制作产能、降低制作成本，微短剧未来有望呈现精品化内容趋势

传统电影行业公司往往面临着制作周期长、投入高、分成比例固定等诸多不确定性因素，而微短剧的制作周期较短，剧本创作及拍摄周期在一两个月内即可完成，我们认为制作成本较低。影视公司手中往往具备大量优质的影视拍摄基地、剪辑、拍摄道具、群演、拍摄速度快、剧本数量充足等多方位优势，可快速切入到微短剧的制作当中。即使不亲身参与到制作流程，也可作为资源整合方连接起产业链各个参与者而从中获益，同时也在投流推广、技术管理人员招聘等诸多方面具备产业链优势。

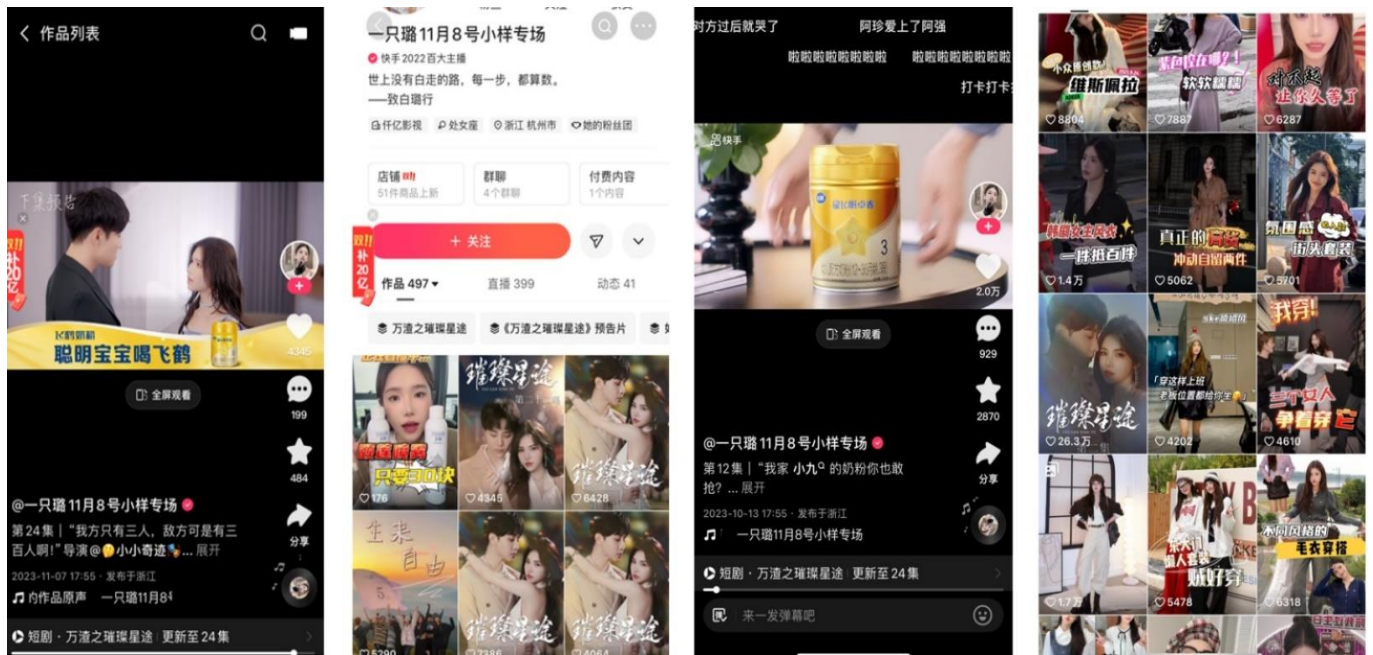
同时我们认为，微短剧内容有望走向精品化。行业在发展初期，可能会出现粗制滥造的微短剧靠买量来触达用户成为爆款，但是当更多的同质化内容频繁出现，用户审美疲劳时刻会导致内容质量低下的微短剧投放 ROI 降低。精品化微短剧可以长期持续保证作品口碑，逐渐积累更多的用户群体留在优质微短剧出品方，更多的用户付费和广告植入变现可以令商业模式实现正向循环，无论是靠经典 IP 还是自创剧本，未来精品化内容大概率是长期发展趋势。

4. 有望给影视制作公司和流量平台带来更多商业变现模式

微短剧作为媒体内容的一种形式，本质上和长视频类似，优质内容吸引更多用户观看成为爆款，流量提升后便可有更多的变现渠道，例如制作过程中的剧情广告品牌植入、片头片尾广告插入、剧情中插入购物链接进行带货变现、主演利用私域流量进行直播活动等，快手端目前便有了主播完成了从最早的拍摄视频到直播带货再到微短剧穿插广告植入以及带货的过程，GMV 的提升也给相关平台带来了收益。

作为品牌主而言，在当今流量成本趋高的情况下，选择将一部分投放预算费用从直播间转移到商务微短剧中也是一种降低流量成本的方式，效果而言如果微短剧爆款频出，品牌广告主的商品曝光量自然也会随之增长，目前可以看到诸多品类的广告主已经在做类似的定制商务微短剧，例如美妆、小家电、保健品等。

图 13：快手直播带货主播微短剧中广告模式变现



资料来源：快手 APP，信达证券研发中心

5. 影视版权保护服务价值增强

短视频侵权是长期以来国内视频行业存在的主要问题之一，根据快手星芒微短剧数据，截至 2023 年 1 月 2 日，累计发现某短视频平台内恶意盗播“快手星芒微短剧”账号共计 921 个，其中 2022 年 12 月 14 日至 2023 年 1 月 2 日新增盗播账号 197 个，为支持微短剧正版版权、保护微短剧创作者合法权益，快手星芒微短剧持续开展检测维权专项行动。传统的内容制作方、电视网络、流媒体平台以及其他参与者往往没有受到完善的版权保护，我们认为微短剧增量市场的出现一方面有望增加版权保护服务提供方的客户范围，另一方面也有望引起传统内容提供方对于版权保护服务价值的重视，双面提振版权保护服务价值。

6. 降低长剧、电影带来的政策风险，明星依赖度较低

由于微短剧制作周期短、创作数量多且演员大多为非明星艺人，近几年发生多起由于明星个人行为违规导致其相关的影视作品下架，给相关公司带来经济等多方面的损失。投资微短剧领域可以适当降低类似风险的发生，保证影视公司和投资方持续性发展，资方的稳定也将为微短剧制作公司以及剧本创作人提供稳定的现金流支持，保证产业链正常循环运转。

相关主要上市公司梳理

（一）影视制作公司

1. 华策影视（300133.SZ）

国内影视制作龙头企业，构建以电视剧、电影内容为核心，版权生态运营、科技驱动的综合性媒体公司。23H1

电视剧开机 3 部，首播 5 部，新签约预售（含流程中）6 部；电影项目上映 2 部，开机 1 部；动画项目播出 2 部。上半年完成对版权子公司的少数股权回购，完成以自有资金对森联影视的收购，收购后公司拥有的影视剧版权数量从 3 万多小时提升至超 5 万小时，具备行业头部规模。

微短剧业务布局：华策未来在微短剧市场目标进入行业前五，1) 目前通过自身孵化+投资建立 6 支独立、全新的微短剧团队（包括 1 支投流团队），目前已完成 5 个项目的开发，其中《落魄老总身份曝光了》11 月 7 日上线，《我的将军男友》等 4 个项目预计将在 11 月底上线。公司已经与微短剧各头部公司建立了广泛的合作。2) 拥有 5 万小时影视版权数量，可以更容易调动资源支持微短剧创作，且公司在现金流、人才团队体系建设、影视制作经验技术、编剧剪辑等方面都有自身的优势。3) 公司除开发小程序微短剧外，也将持续探索精品化的平台微短剧创作，未来将利用自身影视版权 IP 优势开发更多精品化平台微短剧。

2. 上海电影（601595.SH）

2023 年 3 月 6 日，上海电影收购其控股股东上影集团所持有的上影元文化 51% 股权，收购完成后公司持续围绕其所获授权的 60 部经典作品 IP 打造 IP 全产业链开发运营，聚焦新消费、虚拟现实交互等 IP 衍生业态，持续优化“大 IP 开发”体系，包括 2023 开年爆火的《中国奇谭》及《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《天书奇谭》等经典动画作品，《日出》《阿 Q 正传》《庐山恋》《三毛从军记》等经典影视作品，公司 IP 属性较为特殊，可以横跨多个年龄段人群。同时在小游戏端，上海电影也有积极布局，包括《寻道大千》、《葫芦娃大作战》等均利用公司的经典 IP 形象来制作小游戏，通过收取固定的授权 IP 费用+流水分成的方式来推动。

微短剧业务布局：公司控股股东上海电影集团已于前期在上海影视乐园启动真人互动剧游项目，相关剧本策划、演员统筹、投资测算正在积极推进中。首个项目源于上海影视乐园大型沉浸式体验项目《新世界》，主要内容为在上海抗战时期大背景，展现小人物的英勇反帝斗争。公司将积极探索经典 IP 在微短剧业务的布局以及在真人互动剧游戏上的探索。

图 14：上海电影集团线下沉浸式体验项目《新世界》



资料来源：大麦网，信达证券研发中心

图 15：上影元众多经典 IP



资料来源：上影元公众号，信达证券研发中心

3. 柠萌影视 (09857.HK)

柠萌影视是一家能够持续输出优质内容的剧集制作公司，根据弗若斯特沙利文的资料，2018-2020 年公司实现了高达 71.4% 的精品率，远高于自 2018-2020 年中国全行业的平均水平约 8%，以及以收入计排名前五的竞争对手的平均水平约 40.8%。2021 年公司已播映的三部剧集中有两部属于精品剧集，精品率约为 66.7%。柠萌影视同时拥有剧集的全部 IP 权利，通过创作系列、续集、改变、翻拍、二次授权、海外发行等方式，将 IP 整个生命周期实现多次变现。例如，比较知名的家庭及教育主题《小》系列中的《小别离》《小欢喜》及《小舍得》，女性成长主题的《二十不惑》及《三十而已》剧集均取得了较为显著的协同效应，公司也将《扶摇》《南方有乔木》等改编授权授予了网络游戏公司实现 IP 变现。

2023 上半年，柠萌影视深耕微短剧赛道，积极扩大产能规模、迭代内容创作能力，打造出多款爆款微短剧，积极探索商业化变现路径。23 年初，公司微短剧《二十九》领跑微短剧春节档，在抖音短视频平台的正片总播放量超 8 亿次，集均播放量超 4000 万次，为抖音短视频平台微短剧的最高水平，连续四周播放量占据抖音微短剧榜单第一名，抖音生态 PGC 内容第一名，上线当天涨粉量全抖音第一。后续公司陆续上线微短剧《流量背后》和《二十九》第二季，均为抖音连续微短剧的最高水平，《二十九》第二季播出即登上微短剧最热榜 TOP1，连续 5 周占据抖音微短剧榜 TOP1，实现品牌商务合作。

海外市场柠萌市场同样布局较深，也为后续微短剧内容的出海以及微短剧本地化制作奠定了良好的基础。公司剧集《九州缥缈录》《三十而已》《小别离》《小欢喜》等已先后在 Netflix 韩国站、韩国 JTBC、新加坡 Singtel 佳乐台、日本 Lala TV、马来西亚 Astro、Youtube 等多个主要平台播映，将《三十而已》的翻拍权授予韩国及越南的老牌电视台。2023 年上半年，公司版权剧《小敏家》在 Disney+ 平台的多个地区独家上线，《爱情而已》在 Netflix、Viu 等多个一线国际平台播出。同时，《三十而已》泰国版在曼谷于 23 年上半年正式开机，目前处于拍摄阶段，泰国原创 IP 内容等也都在加速开发中。我们认为，公司在海外内容、发行市场的摸索已经成功积累了一定的经验，后续在微短剧的发行以及微短剧的本土化创作方向有望利用积攒的经验顺利开拓新的领域。

图 16：柠萌影视爆款微短剧



资料来源：柠萌影视公告，信达证券研发中心

（二）版权公司

1. 捷成股份（300182.SZ）

国内领先的数字版权分销商，头部影视版权运营与分销平台，集版权采购、数字分销、内容运营于一体，和国内外千余家出品公司合作，积累 5 万余小时的影视、动漫、节目版权内容，全面覆盖数字电视、OTT、IPTV、电脑、平板、手机、户外流媒体等全媒体终端，主要为影视节目内容的新媒体发行提供一体化的数字化分销及运营推广服务，构建上、中、下游全产业链融合式服务的视频数字版权供应链平台。23H1，公司在新媒体上线多部优质院线电影，包括《流浪地球 2》、《长空之王》、《满江红》、《深海》、《人生路不熟》、《回廊亭》、《无名》等；上线多部卫视黄金档电视剧，包括《许你万家灯火》、《微笑妈妈》、《一代匠师》等；引进优质海外电影、海外优质少儿内容等，同时向海外国家及地区输出国内优秀作品。微短剧业务方面，公司有望在 IP 侧和中文在线深度合作，同时在流量侧和抖音也是深度合作伙伴关系，目前公司制备了 20-30 部，明年在制作数量和收入端有望呈倍数增长。

2. 阜博集团（03738.HK）

全球版权保护 SaaS 龙头，行业内独立的第三方服务商，拥有完备的影视基因数据库，版权内容保护业务快速扩张。集团与世界顶级内容制作商建立长期信任的合作关系，包括好莱坞制片公司、电视网络及流媒体平台，并与各大影视内容聚合分享平台建立深入合作，市场份额全球领先。通过自主研发的影视基因数字指纹和水印核心专利技术，向线上视频网站平台提供内容识别及过滤服务，赋能多场景及视频素材的溯源能力，帮助内容方追踪侵权，收取订阅服务费。微短剧赛道的兴起有望给公司创造新的增量客户业务，根据快手星芒微短剧开展微短剧侵权专项行动可以看出版权内容保护业务的重要性，或将提升阜博集团在新媒体版权内容保护业务的价值，尤其在后续内容趋向精品化、IP 改编作品数量增多时，优质作品版权的意识将进一步加强。

在微短剧出海赛道，由于海外对影视作品的版权保护的法律法规比较完善且用户的付费意识较强，阜博集团有望利用公司自身出海资源以及运营优势，在未来微短剧出海的版权认证和版权保护环节起到关键作用，从而为公司带来创收。

同时，公司长期与各地广电公司保持良好的合作关系，有望成为资源背书。阜博集团在 2023 年 3 月举办的中国网络视听大会上，联合蚂蚁集团、芒果 TV 等多家产业生态合作伙伴，提供共建文化出海基地。2023 年 10 月，阜博集团与成都广播影视集团签署数字文创西部中心项目。2023 年 11 月公司与福建广电网络集团厦门融媒体中心举行了签约仪式，共同发布“海韵”优秀文化视频出海平台。

3. 掌阅科技（603533.SH）

1) 微短剧业务会进入市场第一阵营。通过抖音搜索“子诗微短剧”，微信搜索薏米微短剧可以看到公司上线的微短剧。上线“速看”APP，主要聚焦已经过付费周期的免费微短剧通过广告变现。2) 代表作持续产出：龙王出狱、龙王出狱之齐天传、假如爱有天意等，月度流水持续增长。3) 掌阅有丰富的 IP、作家资源，付费的网络微短剧和网络文学用户重合度高，核心竞争优势是内容和用户触达，同时进行微短剧+互动游戏（聚焦移动端）、与 AI 的结合等新业务探索。

（三）真人影视游戏制作公司

1. 紫天科技（300280.SZ）

旗下河马游戏(HippoJoy)将与奇树有鱼全面展开互动影视游戏领域的合作。奇树有鱼将与《完蛋！我被美女包围了！》总制片人韩超的团队建立合作，推出多部模拟恋爱互动影视游戏。紫天旗下河马游戏储备两款互动游戏：

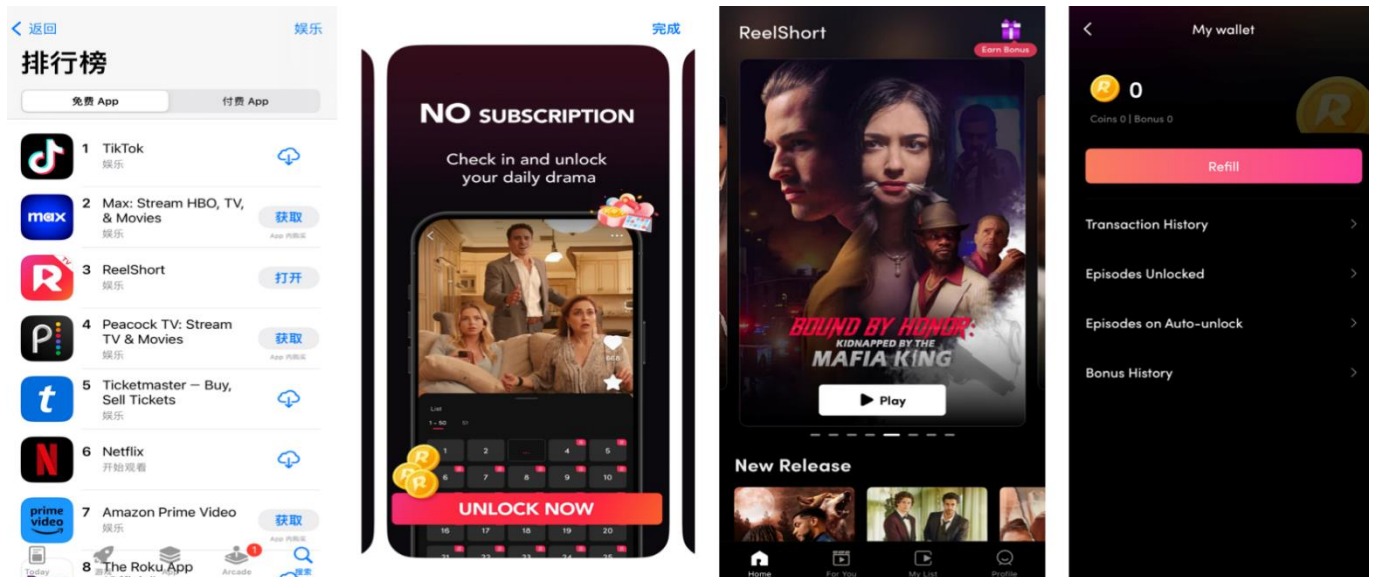
（1）惊悚题材《开棺》，有电影和有声读物基础，玩家需要侦破各种利用民俗犯罪的案件；（2）《误入合欢宗的我，其实不想双修》（暂定名），由《完蛋！我被美女包围了！》制作人韩超带领原班人马制作。多款储备游戏计划于明年内上线运营。

2023 年 11 月 9 日，HippoJoy 河马游戏，奇树有鱼，中手游（CMGE），小有内容正式官宣，中手游旗下国民级 IP《仙剑奇侠传》系列将授权给 INTINY 工作室，共同打造基于仙剑奇侠传 IP 的互动影像产品，暂定名：《天呐！我被仙剑包围了！》，由《完蛋！我被美女包围了》原班制作组，乘《仙剑》IP 之势再出发。

2. 中文在线（300364.SZ）

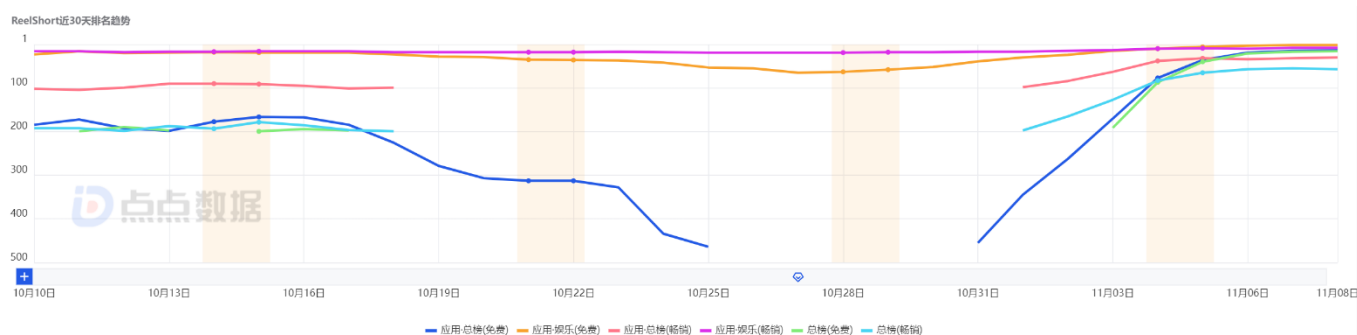
公司海外公司 CMS 已推出互动式游戏 Chapters 和真人微短剧产品 ReelShort。其中 Chapters 是一款互动式阅读类游戏，玩家主要以对话形式体验不同的故事，玩家做出的选择会通向不同的故事走向和结局，每个玩家都能体验独有的故事情节；Chapters 拥有 21 个语言种类，包含视觉和对话体两种类别。ReelShort 为真人微短剧 APP，在出海微短剧市场表现强劲，有多种题材微短剧上线热播获得欧美市场高度关注。公司国内业务在 2022 年度新增开拓付费视频剧业务，将优质内容改编制作成视频微短剧，公司或者渠道方在微信、抖音等平台推广获得用户，用户在公司小程序等客户端上为观看视频剧而付费。

图 17：ReelShort APP 内界面内容



资料来源：ReelShort APP，信达证券研发中心

图 18: ReelShort 美国地区 APP 排名逐渐提升



资料来源: 点点数据, 信达证券研发中心

图 19: 相关公司估值表 (收盘价截至 2023.11.10, 阜博、柠萌影视总市值、收入、归母净利润单位为港币)

代码	公司	总市值 (亿元)	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300133.SZ	华策影视	119.8	30.95	37.81	44.23	5.01	6.09	7.13	23.9	19.7	16.8
601595.SH	上海电影	100.7	8.52	10.61	12.73	1.44	1.97	3.12	69.9	51.1	32.3
300182.SZ	捷成股份	138.7	39.91	44.35	49.23	7.18	8.85	10.08	19.3	15.7	13.8
03738.HK	阜博集团	50.9	20.55	28.02	36.8	0.75	1.87	3.23	67.9	27.2	15.8
09857.HK	柠萌影视	33.8	17.86	24.7		3.26	5.59		10.4	6.0	
300280.SZ	紫天科技	78.3	26.04	32.92	39.33	2.60	3.57	4.58	30.2	21.9	17.1
300364.SZ	中文在线	185.4	16.21	20.15	23.9	1.268	1.836	2.41	146.2	101.0	76.9
603533.SH	掌阅科技	99.7	28.97	32.03	34.82	1.47	2.06	2.75	67.8	48.4	36.2

资料来源: Wind, Bloomberg, 信达证券研发中心注: 收入和归母净利润为 Wind/Bloomberg 一致预期

风险因素

微短剧行业增速不及预期: 目前微短剧行业由于在发展初期保持了较高增速, 后续发展存在增速下滑可能性;

政策监管风险: 新兴行业快速发展, 监管有可能趋向严格;

内容风险: 低质量、影响良俗文化的内容可能影响行业健康发展。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。