

传媒行业深度报告

短剧出海，不止于“奈飞平替”

增持（维持）

关键词：#产能扩张 #新需求、新政策

投资要点

■ **海外短剧市场正经历爆发式增长**，其内购收入规模从 2023 年的不到 1 亿美元，激增至 2024 年的 15 亿美元，我们预计 2025 年将达 38 亿美元，长期市场空间有望超过海外电影票房（24 年规模 242 亿美元），并具备挑战传统流媒体的潜力。

■ **海外短剧的爆火，是中国网文产业历经十年积累后的一次必然延伸与视频化升级**。它凭借对传统影视成本结构的颠覆性破坏和对人性“爽点”的精准捕捉，成功打开了海外市场。我们认为，短剧并非长视频的替代品，而是一种基于互联网算法和冲动付费逻辑的全新内容物种。其核心商业模式是一个高效的“增长飞轮”：以 ROI 为标准的买量投放获取用户，再通过“按集付费”的成瘾性设计实现高效率变现，最后将快速回笼的资金投入再生产，实现指数级增长。我们认为，短剧本身是一种根植于短视频生态的故事型内容，它是一种全新的影像媒介形式，其本质决定了它具有包罗万象的潜力。这意味着短剧的内容创作并非只能局限于我们目前常见的、有时被认为是“下沉”的霸总或战神题材。作为一种全新的影像媒介，短剧的意义在于它能够适应移动端的使用场景，提供便捷的观看体验，并结合短视频平台的流量分发和商业模式，形成了一个新的内容生态。它不是简单地对长视频的压缩，而是根据新的媒介特点和用户习惯进行的内容重塑。

■ **海外短剧模式在多个维度上展现出相较于 Netflix 等传统流媒体的优势**。首先，其轻量化消费模式降低了用户注意门槛，有望触及比 Netflix 更广阔的用户群体，带来更高的 DAU 天花板。其次，“按需冲动付费”的设计，使其单用户变现效率（ARPU）极具弹性，一部剧集数十美元的消费远超月度订阅费，理论 GMV 潜力更大。最后，其“小步快跑、快速迭代”的生产模式（单部成本 10-30 万美元，周期 2-3 个月）风险远低于 Netflix 的“豪赌”模式，实现了更优的资本效率和 ROI。

■ **海外短剧的需求侧增长点来自三个方面：人群拓展、市场扩张和模式创新**。1) 在用户层面，平台正从主攻“她经济”的女性向内容，积极探索男性向题材的蓝海市场，通过开发玄幻、科幻等内容，寻求用户基数的翻倍增长。2) 在市场层面，增长正从北美这一核心付费区向外扩散。数据显示，东南亚和拉美已成为下载量增长最快的区域。头部平台 ReelShort 的北美收入占比已从 2023 年 Q3 的 71% 下降至 2025 年 Q2 的 68%。3) 在商业模式层面，为突破当前每部剧 20-50 美元的高付费门槛，平台正大力推广 IAA（免费+广告）模式。中国市场的经验预示了这一趋势的潜力——其 IAA 模式占比在一年内从 11% 迅速攀升至 50%，并反超付费模式。目前，海外 IAA 收入占比虽不高（约 10-20%），但增速高，将是未来覆盖更广泛用户群体、驱动 DAU 持续增长的关键引擎。

■ **供给侧方面：海外短剧供给侧的核心矛盾，在于巨大市场需求与“有效产能”稀缺之间的不平衡**。一方面，市场空间广阔；另一方面，充斥着同质化内容，导致用户审美疲劳。这种“有效产能”的瓶颈源于三大结构性问题：缺乏既懂网文逻辑又懂本土文化的复合型人才、好莱坞成熟工业体系的经济壁垒，以及最关键的——缺少一个类似中国网文的“IP 燃料库”。为突破困境，行业正双管齐下：一是通过吸纳好莱坞罢工溢出的专业人才和高性价比的留学生与本土演员，在海外建立内生增长能力；二是积极探索成本更低的“出海短剧国内造”新模式。最终，当产能问题缓解后，题材的多元化将是必然趋势，市场将从单一的女性向红利，走向更广阔的全面竞争。

■ **竞争格局：市场竞争格局优于国内，并由中国厂商主导**。1) 海外短剧

2025 年 07 月 16 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

证券分析师 张文雨

执业证书：S0600525070007

zhangwy@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《24Q4&25Q1 业绩综述：25Q1 板块整体优于市场预期，影视及游戏行业表现亮眼》

2025-05-05

《AIAgent 深度（二）：2025 Agent 元年，AI 从 L2 向 L3 发展》

2025-05-04

市场之所以竞争格局更优，是因为它是一个更加开放、市场化的竞争环境。平台可以通过构建 APP 壁垒留住用户，可以在多个流量渠道间灵活切换，并且是在一个相对中立的平台上进行公平竞争。相比之下，国内市场由于其特殊的小程序生态和流量平台的垄断及非中立竞争，已经迅速演变成一个内卷严重、生存艰难的“红海”。2) 海外短剧应用大多来自中国开发商，其中头部双雄分别代表了两种主流打法：ReelShort(中文在线旗下)深耕北美市场，坚持“本土 IP+本土制作”的精品化原创路线，主打 IAP 付费模式。DramaBox(点众科技旗下)则以翻译剧快速席卷新兴市场，侧重于 IAA 模式以驱动用户规模扩张。与此同时，TikTok、昆仑万维等公司也已入局，预示着竞争将进一步升级。我们判断，长期来看，单纯的资本和买量优势无法构筑长久护城河。终局将是产能之战，最终的胜利者必然是能率先解决全球化内容生产难题，建立起一套高产能、高质量、低成本的标准内容体系的公司。

■ **盈利前景：从“烧钱换增长”到“稳定利润率”。**海外短剧的商业模式是先投入、后产出。当前，成本结构以高昂的买量成本(约占收入 50%)为核心，辅以作为转化杠杆的内容成本和相对刚性的渠道费，导致头部公司短期内利润微薄甚至亏损。然而，这并非终局。我们认为，随着市场竞争格局趋于稳定，头部平台的品牌效应将逐步形成，用户从“广告拉新”转向“主动留存”，从而显著降低对买量投流的依赖。长期来看，我们认为海外短剧的盈利模式将对标 Netflix，在完成用户积累和品牌建设后，实现 15%-20%的稳定净利润率。

■ **投资建议：我们推荐中文在线**，公司持有海外子公司 Crazy Maple Studio(简称 CMS)49.2%股权(截至 24 年报发布日)，CMS 旗下的 ReelShort 已在北美市场成功验证了本土化原创和 IAP 模式，2024 年 CMS 子公司总收入为 29 亿元人民币。根据 SensorTower，2025 年 1-6 月 ReelShort 双端净流水(2.07 亿美元)已接近 2024 年全年水平(2.09 亿美元)。**推荐昆仑万维**，已推出 DramaWave 等海外短剧 APP，和 AI 短剧生成平台 SkyReels，从单纯的内容竞争者，向赋能行业的技术服务商演进。**推荐赤子城科技**，公司 25Q1 业绩强劲，社交和创新业务亮点较多，海外短剧 APP 有望贡献新增量。**建议关注掌阅科技**(25Q1 短剧成为收入增长引擎，已推出海外短剧平台 iDrama)、**阅文集团**(向全行业开放其顶级的 IP 资源库，目标是成为短剧玩家的内容源头)。

■ **风险提示：**海外市场竞争加剧的风险，新平台发展可能不及预期的风险，报告中引用的第三方数据可能与实际值存在偏差。

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
300364	中文在线	197.79	27.15	-0.33	0.12	0.19	-81.43	226.25	142.89	买入
300418	昆仑万维	433.85	34.56	-1.27	-0.72	-0.63	-27.20	-48.00	-54.86	买入
09911	赤子城科技	155.88	11.04	0.42	0.67	0.89	23.92	16.48	12.40	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：盈利预测均来自东吴证券研究所

注 2：赤子城科技总市值和收盘价的货币单位为港元，EPS 货币单位为人民币，按照 2025/7/14 的 1 港元=0.9107 人民币换算后计算 PE

内容目录

1. 规模：海外短剧爆发式增长，长期空间或超过 242 亿美元	5
1.1. 更低的“注意门槛”→更高的 DAU 天花板	7
1.2. 更高的“变现效率”→更高的 GMV 潜力	8
1.3. 更灵活的“生产模式”→更好的 ROI	8
2. 需求侧：DAU 的增长来自人群拓展、国家拓展、IAA 模式推广	9
2.1. 拓展男性用户群体：从“她经济”到“他经济”的蓝海探索	9
2.2. 加速国家/地区渗透：从北美走向世界	12
2.3. 普及 IAA 模式：拥抱更广泛的低收入群体	14
3. 供给侧：在产能瓶颈与扩张中寻求突破	15
3.1. 核心矛盾：有效产能“稀缺”	16
3.2. 破局之路：产能扩张的探索与趋势	17
4. 竞争格局：蓝海掘金，群雄逐鹿	18
4.1. 海外短剧竞争格局优于国内	18
4.2. 现有玩家图谱：层次分明，新旧势力交织	19
4.3. 终局推演：从“百家争鸣”到“一超多强”	23
5. 盈利前景：从“烧钱换增长”到“稳定利润率”	25
5.1. 成本结构：买量成本主导，内容成本为杠杆	25
5.2. 盈利之路：从拉新到留存，品牌效益和内容库复利效应推动利润率提升	27
5.3. 长期展望：对标 Netflix，利润率回归 15-20%	27
6. 投资建议：聚焦全产业链龙头，关注跨界潜力	29
6.1. 中文在线——全产业链布局的龙头	30
6.2. 昆仑万维——“AI+短剧”双轮驱动	31
6.3. 赤子城科技——Q1 收入大增，海外短剧值得期待	32
6.4. 掌阅科技——短剧业务驱动的业务结构转型	33
7. 风险提示	33

图表目录

图 1:

2024 年国内短剧规模超过电影票房 (亿元人民币)

5

图 2:

2017-2024 年海外电影总票房 (亿美元)

6

图 3:

2025 年 3 月国内视频应用 MAU (百万人)

8

图 4:

2024 年国内短剧热力值分布

11

图 5:

2024 年海外短剧题材分布

11

图 6:

2023-2025 ReelShort 美国市场 ios 端男性用户占比提升

11

图 7:

25H1 ReelShort 分地区内购收入 ARP MAU (美元/人/年)

13

图 8:

2018-2024 奈飞订阅用户 ARPPU (美元/人/年)

14

图 9:

2024 年 1-12 月中国微短剧市场规模的 IAA 和 IAP 模式占比

15

图 10:

ReelShort 单月新上线剧集数 (部)

17

图 11:

2025 年 1-5 月短剧 APP 参投产品数 (个)

20

图 12:

日本短剧平台

22

图 13:

2024 年海外短剧平台下载来源分布

25

图 14:

2024 年短剧买量成本占比收入: 国内 vs 海外

26

图 15:

2024 年短剧买量渠道分布: 国内 vs 海外

26

图 16:

MPU (FlexTV 母公司) 2024 年财报数据

26

图 17:

ReelShort 的 DAU 和 MAU (百万人)

27

图 18:

2005-2024 奈飞收入及归母净利润 (百万美元)

28

图 19:

奈飞的内容支出占收入的比例逐步下降 (百万美元)

29

图 20:

昆仑万维的 AI 短剧平台 Skyreels

32

表 1:

海外短剧总内购收入和下载量

5

表 2:

海外短剧长期空间测算

7

表 3:

ShortMax 海外短剧收入、成本、爆款率、生命周期和 ROI 情况

9

表 4:

2024 年 9-12 月海外短剧用户画像

10

表 5:

2024 年 12 月-2025 年 5 月海外短剧的内购收入和下载量分布

13

表 6:

2023-2025 ReelShort 分地区内购收入

14

表 7:

海外短剧平台短剧储备和上线情况

17

表 8:

美国短剧内购收入和下载量分布

20

表 9:

日本短剧内购收入和下载量分布

20

表 10:

印尼短剧内购收入和下载量分布

21

表 11:

上市公司海外短剧布局一览

30

1. 规模：海外短剧爆发式增长，长期空间或超过 242 亿美元

海外短剧市场正经历前所未有的高速增长。该市场于 2023 年下半年开始起步，进入 2024 年，海外短剧内购收入迅速扩大至 15 亿美元。2025Q1，市场热度不减，内购收入进一步增至 7 亿美元。我们假设 2025Q2~Q4 保持 20%的季度环比增长，预计 2025 全年内购总规模将达 38 亿美元。

表1：海外短剧总内购收入和下载量

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E		2024A	2025E
全球短剧内购收入（亿美元）	0.6	1.8	3.1	4.5	5.6	7.0	8.4	10.1	12.1		15	38
qoq		211%	70%	48%	23%	26%	20%	20%	20%	yoy		152%
全球短剧下载量（亿次）	0.4	0.6	0.8	1.4	2.4	3.7	5.2	7.3	10.2		5	26
qoq		54%	39%	67%	72%	56%	40%	40%	40%	yoy		408%

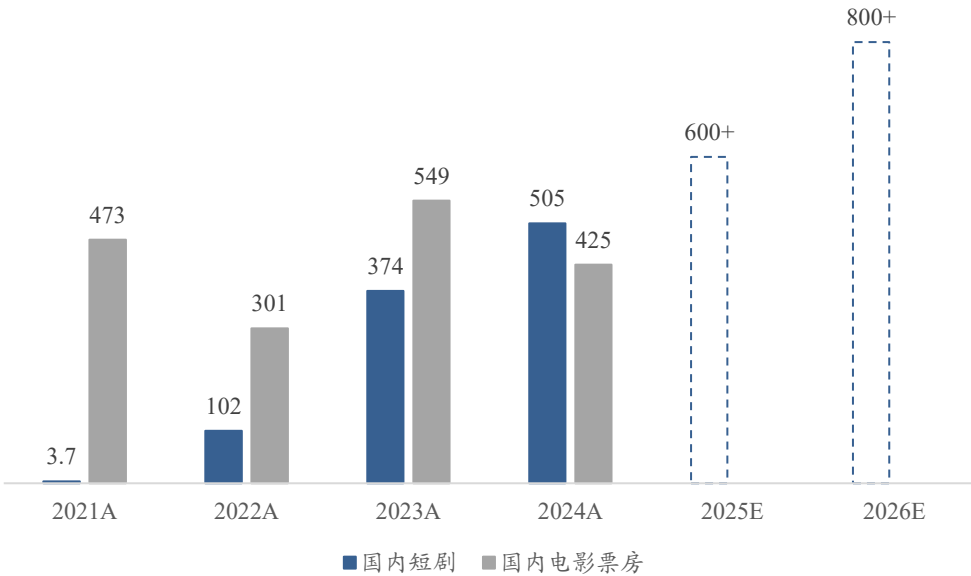
数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

长期来看，随着产业链的成熟，海外短剧市场空间有望超过海外电影票房规模（24 年 242 亿美元），并且在 DAU 和 GMV 上均有超越 Netflix 的潜力，因为它拥有更低的注意门槛、更高的变现效率和更灵活的生产模式。

国内短剧起步于 21 年，并于 22 年快速增长，24 年首次超过国内电影票房大盘，25 年预计规模为 600 亿元人民币以上（中国电视剧制作产业协会预测 634 亿元，DataEye 研究院预测超 680 亿元）。

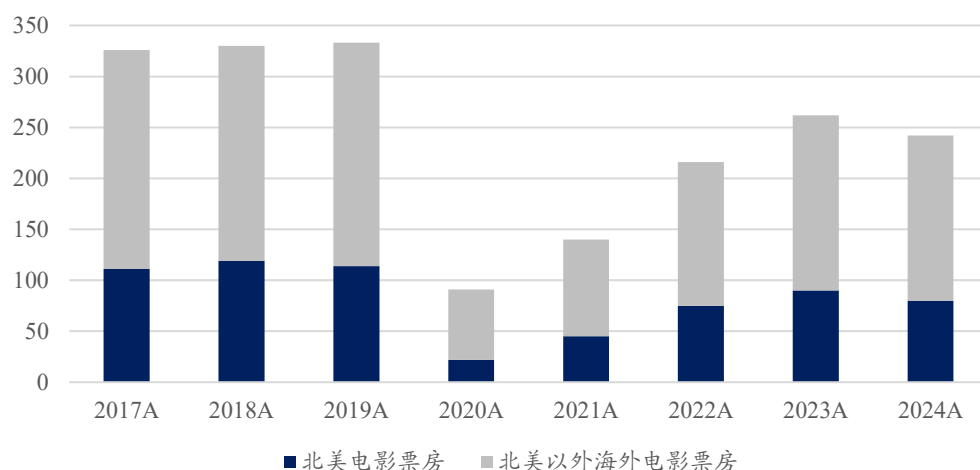
我们认为海外短剧当前仍处于起步阶段，核心卡点是产能不足（具有专业拍摄能力，并且理解短剧逻辑的海外团队有限）。随着产能提升和头部厂商持续投入，海外短剧长期空间有望接近海外电影市场规模（24 年海外电影票房总规模 242 亿美元）。

图1：2024 年国内短剧规模超过电影票房（亿元人民币）



数据来源：猫眼专业版，中国电视剧制作产业协会，东吴证券研究所

图2：2017-2024 年海外电影总票房（亿美元）



数据来源：Gower Street，电影情报处，东吴证券研究所

出海短剧的增长逻辑，与依赖口碑和档期的传统影视宣发模式截然不同。短剧平台将剧集剪辑成极具吸引力的短视频广告素材，在 TikTok、Facebook 等主流社交媒体上进行大规模、数据驱动的投放。

当一部剧的投放 ROI 能够稳定在一定水平以上时（通常为 1.5-2），即意味着用户充值所产生的收入，在完全覆盖广告费用后，仍足以覆盖其制作成本并产生正向利润。此时，平台便会果断地、大规模地增加投放预算，实现用户与收入的确定性增长。反之，若 ROI 不达标，平台则会迅速削减乃至停止投放，及时止损。这种高度量化的运营方式，摒弃了对内容“爆火”偶然性的依赖。

平台增长引擎所获取的用户流量，最终会汇入“按集付费”货币化模型中，以完成盈利闭环。短剧先通过免费的前数集内容，以极快的叙事节奏和强烈的剧情悬念迅速吸引用户；继而在剧情推向高潮的关键节点设置付费点，利用观众的追剧渴望，驱动其完成首次充值。一部剧集通常长达 80~100 集，通过在每集结尾都留下悬念，来持续激发用户进行小额、高频的解锁消费。

上述所有环节最终汇合成一个“增长飞轮”。这个循环始于对内容的初始投资，包括低成本的译制剧采购和高投入的本土剧制作。随后，这些内容资产通过大规模的付费广告投放被推向市场，吸引用户并转化为平台的收入。资金周转效率极高——通常在 60~90 天内，平台便能收回包含制作与投放的全部成本，并实现盈利。这笔快速回笼的资金，又会立刻被投入到下一轮的内容制作和广告投放中，驱动飞轮以越来越快的速度旋转，实现业务体量的指数级增长。

结论：我们认为，短剧并非长视频的简单替代品，而是一种全新的、基于互联网和算法逻辑的内容物种。短剧将文化创意产品的生产，与互联网行业成熟的、以 ROI 为核心的增长方法论相结合。其成功并非偶然，而是建立在一套高度工业化、数据化、且财务逻辑严谨的运营体系之上。短剧通过降低消费门槛来最大化用户基数，通过冲动付费设计来最大化单用户价值，并通过快速反应的生产流程来最大化资本效率。这三大优势的叠加，构成了它挑战甚至超越传统流媒体巨头的底层逻辑。

表2：海外短剧长期空间测算

		北美	亚太	欧洲	其他	合计
用户数（亿人）	2024年全球观影人次	8	10	10	7	35
	2024年奈飞付费用户数	0.8	0.5	0.7	0.8	2.8
	2024年tiktok活跃用户数（不含抖音）	2	7	3	4	16
	2024年四个短剧平台MAU合计值（未去重）	0.1	0.1	0.02	0.2	0.5
	2025年6月四个短剧平台MAU合计值（未去重）	0	0	0	1	1
	海外短剧平台理论上的MAU空间	1	4	2	2	9
ARPU（美元）	2024电影：每观影人次收入	11	5	8	4	7
	2024奈飞：每订阅用户ARPPU	206	88	132	110	141
	2024短剧ARP MAU	79	19	45	25	33
	短剧理论上的ARP MAU	206	88	132	110	141
收入（亿美元）	2024年海外电影票房	88	45	78	31	242
	2024年奈飞分地区收入	174	44	87	85	390
	2024短剧分地区收入	6	3	1	6	15
	短剧理论上的行业空间	285	348	217	267	1117

数据来源：Gower Street, business of APPs, SensorTower, 中国电影报, 电影艺术杂志, 东吴证券研究所

注 1：四个短剧平台为 ReelShort、dramabox、shortmax、goodshort

注 2：电影票房数据：1）24 年欧洲电影票房为略高于 72 亿欧元，我们按照 2024 年平均汇率（1 欧元=1.08 美元）换算；2）2024 年亚太总票房为 105 亿美元，剔除中国票房后（24 年中国总票房 425 亿人民币，按照 24 年平均汇率 1 美元=7.12 人民币换算，为 60 亿美元），为 45 亿美元

注 3：2024 年短剧总收入为内购收入，不含广告收入，各市场的占比按照四个短剧平台的总收入结构估算

注 4：奈飞的欧洲和中东区合并在一起披露，按照欧洲占比 70%估算

注 5：海外短剧平台理论上的 MAU 空间按照（2024 奈飞用户数+2024 年 tiktok 活跃用户数）/2 估算

注 6：短剧理论上的 ARP MAU 按照持平奈飞 ARPPU 预估

1.1. 更低的“注意门槛”→更高的 DAU 天花板

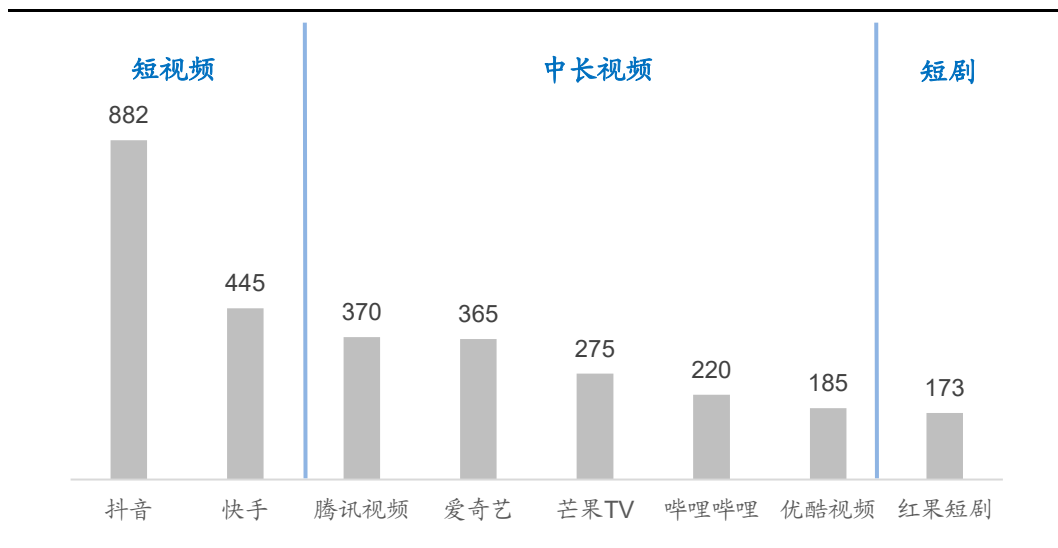
长视频（Netflix 模式）的“重”：观看一部电影或剧集，是一种“重决策”行为。用户需要腾出大段的、不被干扰的时间，并往往需要特定的场景（如客厅、影院）。这种高门槛天然地限制了其 DAU 的上限。

短剧的“轻”：短剧单集时长 1-2 分钟，总时长 70-100 分钟，内容主打强情绪、快节奏、高反转的“爽点”叙事。完美契合了现代人碎片化的生活节奏。等电梯、坐公交、上厕所的几分钟，都能随时随地“刷”几集。它极大地降低了用户消费内容的心理和时间成本，就像刷抖音一样轻松随意。

结论：短剧的注意门槛远低于长视频，但又比纯粹的舞蹈、搞笑类短视频拥有更高

的信息密度(有剧情)。因此,我们认为,其 DAU 的理论天花板会介于 TikTok 和 Netflix 之间,但更有潜力超越 Netflix,因为它能覆盖更多 Netflix 无法触及的用户和场景。

图3: 2025 年 3 月国内视频应用 MAU (百万人)



数据来源: questmobile, 东吴证券研究所

1.2. 更高的“变现效率”→更高的 GMV 潜力

我们认为这一结论可能是反直觉但非常关键的。虽然 Netflix 的内容制作更精良,但其商业模式从一开始就限制了它的单用户变现效率。

Netflix 的“订阅制”天花板: Netflix 采用的是低价会员订阅模式。无论内容多好,一个用户一个月的付费是固定的(例如 15 美元)。这种模式虽然稳定,但也锁死了 ARPU (每用户平均收入)的上限。

短剧的“按需付费”高弹性: 短剧采用的是类似网文的“按集解锁”付费模式。这种模式极具“成瘾性”,通过在关键剧情点设置“钩子”,刺激用户冲动消费。海外的中产女性用户付费意愿极强,一部剧花费几十美元是常态,这笔钱甚至足够订阅 2-3 个月的 Netflix。

结论: 虽然短剧单集价值感不如 Netflix 的剧集,但通过**高频、冲动式**的付费设计,

其**单用户变现效率 (ARPU 值)**反而有机会超越 Netflix。更高的 DAU 乘以更高的 ARPU 值,理论上就能带来更高的 GMV。

1.3. 更灵活的“生产模式”→更好的 ROI

Netflix 的“豪赌”模式 vs 短剧的“工业化”模式: 长视频是典型的“高投入、长周期、高风险”模式。但市场反应如何,很大程度上是一场赌博。制片方离用户市场太远,项目一旦失败,损失惨重。短剧则完全是互联网逻辑,制作快、成本低、能够及时反馈与止损。上线后通过小规模投放,迅速用算法测试出市场反馈。效果不好,立刻止损放弃;效果好,则立刻加大投放,将资源精准推送给潜在用户。采用“中国大脑 + 美国执行”

的高效生产模型，由中国团队担任制片人、剪辑等核心决策岗位，牢牢把控制作节奏和内容“爽点”；而导演、演员、服化道等执行层面则由美国本地团队负责。这进一步加强了成本控制、提升了生产效率。

表3: ShortMax 海外短剧收入、成本、爆款率、生命周期和 ROI 情况

维度	海外短剧表现
收入高	海外头部爆款短剧的收入表现非常亮眼，最好的剧能够达到 500 万美元以上的收入；中腰部短剧也能贡献可观的收入，大致在 200 万美元左右。观众付费意愿强烈，观看一部短剧（总时长一个多小时）的费用至少需要 20 美元，这比一些流媒体平台的月度会员费用还高。
成本低	短剧的制作周期短，生产效率高，使得单部剧的整体成本能够得到有效控制。美国短剧的制作成本大约在 15~20 万美元之间。这与美国长剧动辄几千万美元的正常投资相比，成本极低。
制作周期短	相较于国内更短的制作周期，海外短剧的周期稍长，但仍然非常高效。一部海外短剧全集（约 70-100 分钟）通常在 7 到 10 天内完成拍摄。演员通常提前一天拿到剧本，一天需要拍摄约 10 集（15-20 页剧本）。
生命周期长	海外剧的生命周期比国内长很多，头部平台的剧很多能跑完一年周期，甚至一年后依然有收入。
ROI 要求高	从投放端的用户安装成本（CPI）来看，ROI 需要达到 200% 以上。理想状态下，短剧应在 60 天之内回本，这样平台可以不承担投放账期。稍微差一点的，也需要争取在 80~90 天内回本。
爆款率	在英语区，2024 年上半年的自制剧爆款率大约在 20%~30%，24 年下半年略有下降。
票房要求	结合成本和 ROI 来看，一部 20 万美元成本的剧，在去除支付通道费后，其周期内的票房数据至少需要达到 50 万美元以上才算合格作品。要称为爆款，票房则需要达到 200 万美元以上。以 15-20 万美元的成本来计算，达到十倍的票房营收才被认为是爆款，即需要 150 万到 200 万美元的票房收入。

数据来源：ShortMax COO 何泽曦访谈，东吴证券研究所

结论：我们认为，短剧这种小步快跑、快速迭代、算法驱动的工业化生产模式，相比长视频的“豪赌”，拥有**更高的效率和更可控的风险**。这意味着在长期运营中，短剧平台能以更低综合成本撬动更高的收入，实现更优的 ROI。

2. 需求侧：DAU 的增长来自人群拓展、国家拓展、IAA 模式推广

海外短剧的 DAU 正从依赖单一用户画像（北美女性）、单一市场和单一付费模式，转向更加多元和包容的策略。通过**内容上拓展男性用户、市场上加速全球渗透、商业模式上拥抱 IAA**，三大驱动力将共同开启海外短剧市场更广阔的增长空间。

2.1. 拓展男性用户群体：从“她经济”到“他经济”的蓝海探索

目前，海外短剧受众以欧美女性用户为主。ReelShort 的内容主要围绕欧美女性的喜好展开。这种策略在初期成功抓住了付费意愿和能力最强的核心用户群，但同时也意味着广阔的男性市场尚未被充分开发。拓展男性用户，是实现 DAU 翻倍增长的直接路径。

表4：2024 年 9-12 月海外短剧用户画像

核心受众		主要题材	主要投放渠道
美国（英语受众）	女性，45-64 岁	爱情（CEO）/契约婚姻	YouTube、Facebook、应用商店
美国（西班牙语）	女性，35-54 岁	犯罪/爱情（CEO）	YouTube
德国	男性，35-54 岁	犯罪/爱情（CEO）	YouTube、Facebook、Instagram
巴西	女性，25-44 岁	爱情（CEO）/犯罪	YouTube、Instagram、搜索
墨西哥	女性，25-44 岁	犯罪/复仇/爱情（CEO）	YouTube、Tiktok
日本	男性，25-34 岁	爱情（CEO）/复仇	YouTube、Tiktok
泰国	女性，25-44 岁	爱情（CEO）/复仇	YouTube、Instagram、搜索
印尼	女性，25-44 岁	爱情（CEO）	YouTube、Tiktok、Instagram

数据来源：《谷歌 2025 全球短剧营销白皮书》，东吴证券研究所

注：数据来自谷歌于 2024 年 9 月至 12 月的两轮用户调查。谷歌针对美国、日本、德国、墨西哥、巴西、印尼、泰国的短剧用户，按年龄性别用户价值对用户分层，总结出产品偏好和用户行为。第一轮调查包括美国（英语受众）、日本和德国，每个国家 1500 多个短剧 APP 用户；第二轮调查包括美国（西语受众）、墨西哥、巴西、印尼、泰国，每个国家 200 多个短剧 APP 用户。

我们认为，短剧本身是一种根植于短视频生态的故事型内容，它是一种全新的影像媒介形式，其本质决定了它具有“包罗万象”的潜力。这意味着短剧的内容创作并非只能局限于我们目前常见的、有时被认为是“下沉”的霸总或战神题材。

短剧之所以能够迅速流行，很大程度上是因为它完美契合了移动互联网时代用户碎片化的观看习惯。它继承了短视频的基因，例如每集时长短、节奏快，并擅长在每集结尾设置悬念或冲突来吸引用户持续观看。同时，它又不同于纯粹的视觉刺激或段子，而是致力于讲述一个完整的故事，通过剧情发展和人物塑造来满足观众的叙事需求。这种“故事+短视频”的模式，使其成为介于长视频和纯粹短内容之间的一种独特的内容载体。

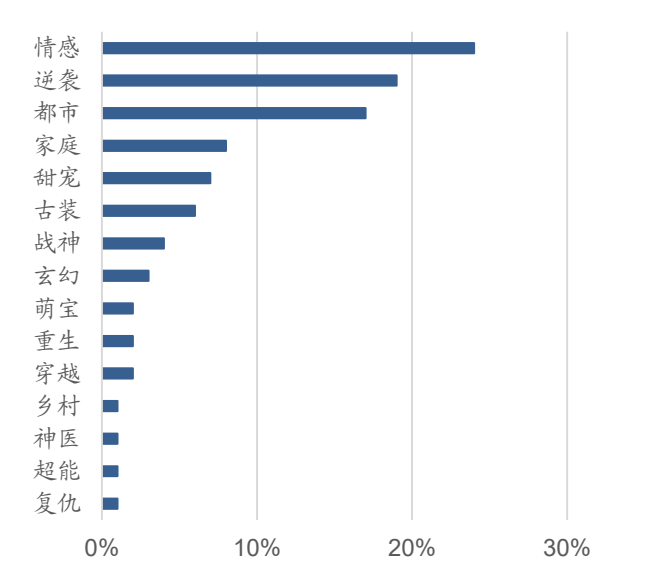
作为一种全新的影像媒介，短剧的意义在于它能够适应移动端的使用场景，提供便捷的观看体验，并结合短视频平台的流量分发和商业模式，形成了一个新的内容生态。它不是简单地对长视频的压缩，而是根据新的媒介特点和用户习惯进行的内容重塑。

正是因为短剧具备这种“基于短视频的故事型内容”的本质，它的题材潜力是无限的。它可以涵盖爱情、悬疑、科幻、奇幻、历史、现实主义等几乎所有类型的题材。虽然目前国内市场上确实存在大量以“霸总”、“战神”、“赘婿”等为代表的题材，这些题材之所以能率先成功，是因为它们精准地切入了特定用户群体在长视频时代未被满足的情感和心理需求，能够带来强烈的“爽感”和情绪宣泄。

然而，这并不意味着短剧的未来只能止步于此。正如国内短剧市场从最初的集中于少数题材，逐渐发展到如今的仙侠、古装、悬疑、科幻等多元化类型，海外短剧也同样拥有巨大的题材拓展空间。当市场对现有题材的红利逐渐饱和，或者用户需求发生变化时，无论是平台方还是创作者，都会自然而然地寻求内容的创新和升级。这意味着短剧可以承载更复杂的故事、更精良的制作、更深刻的主题，从而吸引更多广泛的观众群体，

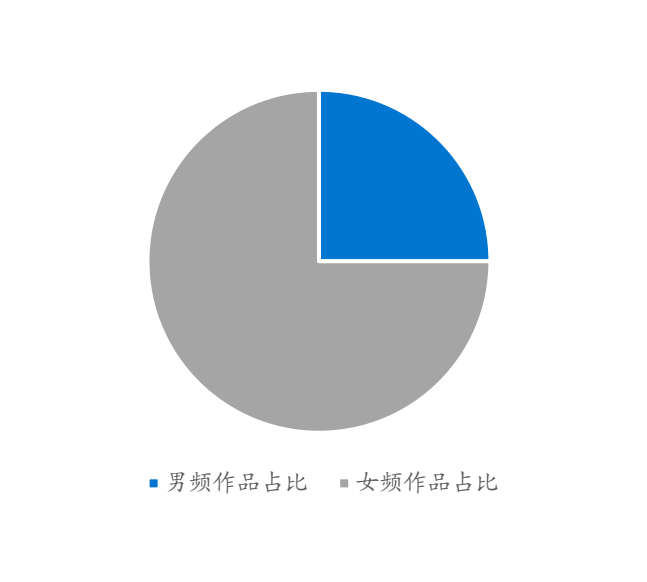
摆脱“下沉”的标签，成为一种真正意义上能够满足多元化需求的影像内容形式。因此，短剧并非只能局限于某个特定的题材范围，它的可能性是广阔而深远的。

图4：2024 年国内短剧热力值分布



数据来源：DataEye，东吴证券研究所

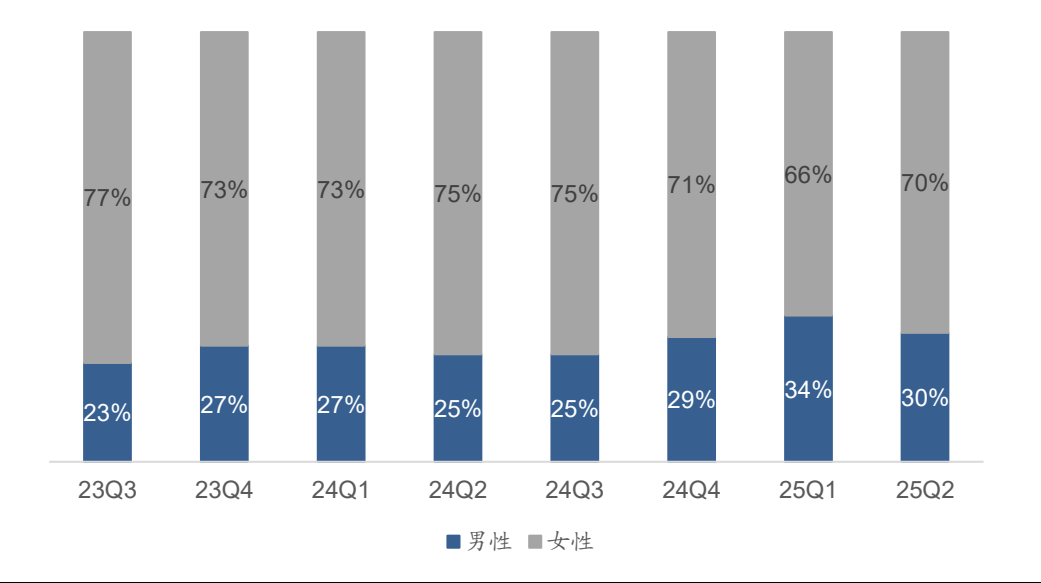
图5：2024 年海外短剧题材分布



数据来源：appgrowing，东吴证券研究所

参考国内短剧发展路径（从男性用户向女性用户拓展），海外短剧用户市场有望从女性群体逐步向男性市场拓展，这背后有多重原因共同作用，既有市场发展的内在逻辑，也有用户需求变化的外部驱动。

图6：2023-2025 ReelShort 美国市场 ios 端男性用户占比提升



数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

首先，任何一种新兴的内容形式，在初期往往会抓住最明显、最容易被满足的市场空白。海外市场（尤其是欧美）在长视频领域，男性用户的需求在暴力、运动、悬疑等题材上已经得到了充分满足，而女性用户，尤其是中年女性，在情感类、家庭伦理类内容上存在明显的未被满足的需求。因此，中国短剧以“甜宠”、“狼人”、“霸总”等题材切入，迅速抓住了这部分女性用户，实现了早期市场的爆发。

然而，随着市场竞争的加剧和早期用户红利的逐渐饱和，平台和创作者自然会寻求新的增长点。此时，**男性用户群体潜在的需求被重新审视和挖掘**。尽管男性用户在长视频平台上内容选择丰富，但短剧的独特形式——即短小精悍、节奏明快、强情节、强冲突——仍然对他们具有吸引力。尤其是在一些特定类型的故事中，如爽文式的“战神回归”、“逆袭打脸”，这些元素虽然在国内男性向短剧中最常见，但在海外同样能够引起一部分男性观众的共鸣。

其次，**题材的多元化和创新是拓展男性市场的驱动力**。随着国内短剧市场从早期单一的题材模式向多元化发展，海外市场也逐渐跟进。当“霸总”、“甜宠”之外，如科幻、奇幻、悬疑、甚至是一些竞技类（如冰球题材）的短剧开始出现时，这些题材本身就更容易吸引对这些领域感兴趣的男性用户。这些题材往往包含更多的动作场面、更复杂的剧情逻辑、更具挑战性的设定，更能满足男性观众对情节性和刺激性的需求。这表明，短剧不再仅仅是“女性向”的代名词，而是可以成为承载各种类型故事的通用媒介。

再者，**平台运营策略的调整和用户数据反馈**也会影响这一趋势。当平台发现女性用户市场接近饱和，或者男性用户群体的付费转化率和留存率数据表现出增长潜力时，他们自然会加大对男性向题材的投入和推广力度。通过精准的广告投放和内容推荐算法，将男性用户感兴趣的内容推送到他们面前，从而逐步培养和引导这部分用户的观看习惯。

我们认为，海外短剧市场正沿着从“单点突破”到“全面开花”的路径演进。当前对女频题材的深耕，是在为未来的多元化探索积蓄能量。只有那些敢于跳出舒适区、提前布局新题材、建立工业化生产能力的平台，才能在下一浪潮中继续立于不败之地。

2.2. 加速国家/地区渗透：从北美走向世界

短剧出海的增长正从依赖单一核心市场，转向全球多点开花的全新阶段。北美作为模式验证成功的核心引擎，正为全球扩张提供弹药；而东南亚、拉美等新兴市场，则凭借巨大的人口红利，构成了未来增长的关键潜力。

美国是当前最大的海外短剧市场，2025 年 5 月贡献了全球约 48% 的内购收入。其成功得益于成熟的流媒体市场和用户付费习惯。2024 年的现象级爆款《The Divorced Billionaire Heiress》，以约 20 万美元的成本，实现了超 3500 万美元的收入，验证了北美市场的盈利潜力。

东南亚和拉美则是下载量快速增长的市场。2025 年 5 月印尼、巴西、墨西哥的下载量分别占全球的 14%、11%、7%。虽然用户 ARPU 较低，但其优势在于巨大的人口红利和极高的用户黏性——用户日均手机使用时长可达 8~10 小时。针对这些市场的特点，平台正积极探索免费+广告（IAA）的变现模式，扩大 DAU 基本盘。

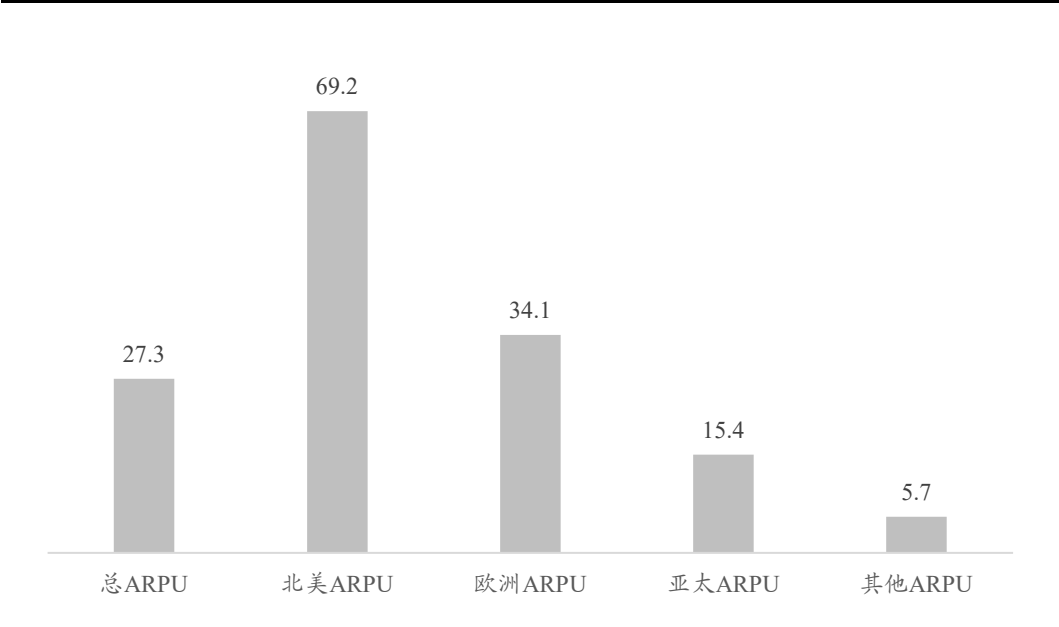
ReelShort 的收入结构变化反映了这一全球化趋势。其核心收入虽仍来自北美，但其他地区的收入占比在逐步提升，北美地区收入占比已从 2023 年 Q3 的 71%下降至 2025 年 Q2 的 68%。

表5：2024 年 12 月-2025 年 5 月海外短剧的内购收入和下载量分布

下载量top10的核心地区市场份额对比						应用内购top10的核心地区市场份额对比					
2024年12月TOP10			2025年1月TOP10			2024年12月TOP10			2025年1月TOP10		
巴西	17%		巴西	14%	印尼	14%	美国	46%	美国	45%	美国
印尼	14%		美国	13%	巴西	11%	日本	10%	日本	12%	日本
美国	11%		印尼	11%	美国	10%	韩国	3%	泰国	3%	泰国
墨西哥	7%		菲律宾	6%	墨西哥	7%	澳大利亚	3%	韩国	3%	英国
泰国	5%		墨西哥	6%	菲律宾	5%	英国	3%	英国	3%	巴西
菲律宾	5%		泰国	5%	泰国	5%	泰国	3%	澳大利亚	3%	韩国
日本	3%		日本	4%	印度	4%	印尼	3%	加拿大	3%	澳大利亚
印度	3%		印度	3%	哥伦比亚	4%	加拿大	3%	巴西	2%	印尼
韩国	2%		韩国	2%	日本	3%	巴西	3%	印尼	2%	德国
哥伦比亚	2%		哥伦比亚	2%	秘鲁	2%	德国	2%	德国	2%	加拿大
其他	31%		其他	33%	其他	35%	其他	21%	其他	21%	其他
CR3	42%		CR3	39%	CR3	35%	CR3	60%	CR3	61%	CR3
CR5	54%		CR5	50%	CR5	47%	CR5	67%	CR5	67%	CR5

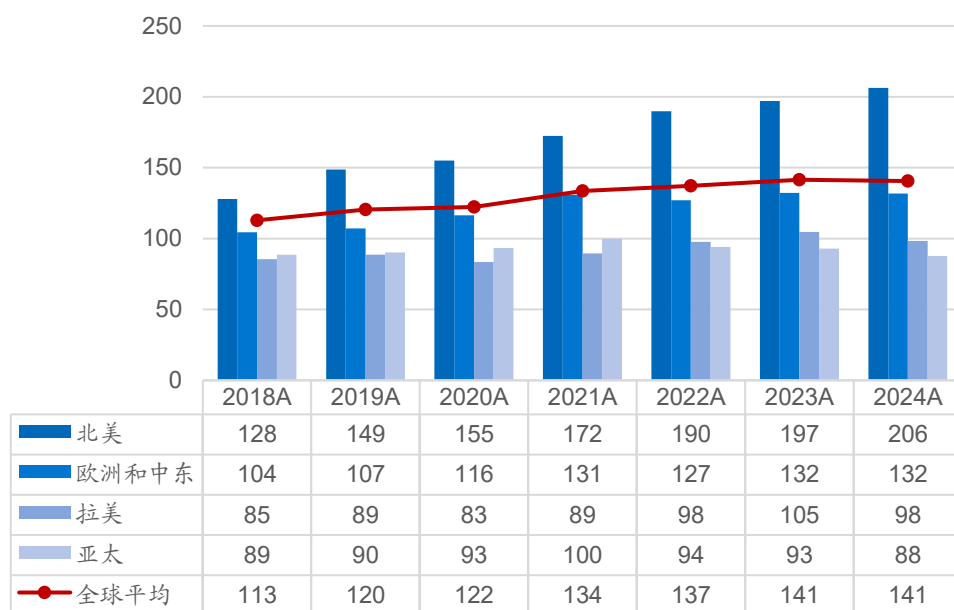
数据来源：短剧自习室，东吴证券研究所

图7：25H1 ReelShort 分地区内购收入 ARP MAU（美元/人/年）



数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

图8: 2018-2024 奈飞订阅用户 ARPPU (美元/人/年)



数据来源: business of apps, 东吴证券研究所

表6: 2023-2025 ReelShort 分地区内购收入

百万美元	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
内购收入	20	26	50	60	93	106	141	179
季度环比		29%	94%	20%	55%	14%	34%	26%
北美收入	14	19	36	44	61	73	100	121
季度环比		30%	92%	24%	39%	19%	37%	21%
收入占比	71%	72%	71%	74%	66%	69%	71%	68%
欧洲收入	2	3	6	7	16	16	19	26
季度环比		35%	91%	16%	116%	0%	18%	38%
收入占比	12%	13%	13%	12%	17%	15%	13%	14%
亚太收入	1	1	2	2	6	6	9	12
季度环比		29%	56%	21%	141%	7%	45%	30%
收入占比	5%	5%	4%	4%	6%	6%	6%	7%
其他地区收入	2	3	6	6	10	11	14	20
季度环比		13%	133%	0%	64%	10%	26%	43%
收入占比	11%	10%	12%	10%	11%	10%	10%	11%

数据来源: SensorTower, 东吴证券研究所

注: 按照 SensorTower 原始数据 (不含渠道分成) 除以 0.7, 计算得到总内购收入, 与实际值或有偏差

2.3. 普及 IAA 模式: 拥抱更广泛的低收入群体

目前, 海外短剧主要依赖 IAP 变现, 一部剧集动辄 20-50 美元的客单价, 虽然 ARPU 值高, 但也设立了较高的消费门槛, 将大量价格敏感和付费习惯尚未养成的用户挡在门外。IAA (应用内广告) 模式是打破这一僵局、覆盖更广泛用户群体的关键。

为用户提供“付费免广告”或“看广告解锁剧集”的选择, 既服务了高价值的付费用户, 也通过广告模式将免费用户纳入生态, 大幅降低了用户体验门槛。

在欧美等成熟市场，IAA 可以吸引对价格敏感的年轻用户或低收入群体。在拉美、东南亚等新兴市场，用户的付费能力普遍低于北美，IAA 模式更是成为获取用户的主要手段，是市场扩张初期的核心策略。

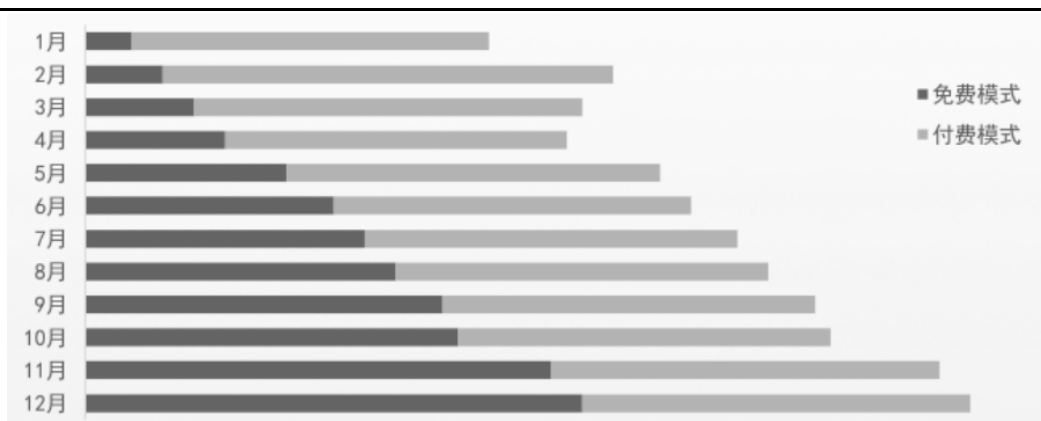
虽然 IAA 用户的单体付费贡献不如 IAP 用户，但庞大的用户基数可以带来可观的广告收入。对平台而言，用户观看广告的价值甚至更高。此外，免费用户也是潜在的付费用户，可以通过优质内容和运营活动，逐步引导其转化为付费用户，实现用户生命周期价值的最大化。虽然广告解锁模式目前收入占比不高（10-20%），但增速较快，显示出巨大的增长潜力。

参考中国经验，我们认为海外短剧市场的 IAA 占比仍有提升空间。

中国经验：2024 年中国微短剧市场的增长主要得益于 IAA 模式（免费剧）的迅猛发展。根据抖音、红果短剧等平台数据测算，IAP 模式在 2023 年快速发展，市场规模翻倍，但进入 2024 年后基本保持稳定。而 IAA 模式经过 2023 年的摸索后，于 2024 年持续扩张，市场占比从 1 月仅占 11% 攀升至 10 月的 50%，后反超 IAP 模式，成为推动市场增长的主要动力。

在用户结构上，免费模式的用户主要来自中等消费群体，占比近 70%；付费模式则更受高消费水平用户喜爱。免费剧通过覆盖更广泛的中等消费人群，与付费剧形成互补，不仅满足了不同层次用户的需求，还进一步提升了微短剧的用户规模。2024 年前 10 个月，红果短剧的 DAU 增长了 6 倍以上。

图9： 2024 年 1-12 月中国微短剧市场规模的 IAA 和 IAP 模式占比



数据来源：《2024 微短剧行业生态洞察报告》，东吴证券研究所

注：数据为根据抖音、红果短剧等平台数据的测算值

3. 供给侧：在产能瓶颈与扩张中寻求突破

与国内成熟的工业化体系不同，海外短剧的供给侧是当前整个赛道最核心的瓶颈。

出海平台普遍采取**译制与自制**双轨并行的策略，在成本、效率和品质之间寻求平衡。

译制剧——低成本的市场测试器。平台通过采购国内验证过的爆款短剧（单部成本约 3-5 万人民币），进行翻译和配音后快速上线。此举能以低成本迅速填充内容库，并高效测试不同题材在特定文化区域的用户偏好，为后续更高成本的原创投入提供数据支撑。

本土自制剧——高投入的“品牌护城河”。这是平台核心竞争力的体现。通过在目标市场立项，启用当地团队进行原创制作（单部成本约 15-25 万美元），打造真正符合本土文化、能引发深度共鸣的爆款（头部回报可达 500 万美元以上）。这是平台摆脱同质化竞争、建立品牌、获取高额利润的关键。

3.1. 核心矛盾：有效产能“稀缺”

海外短剧的产能缺口巨大。海外本土剧的年产能只有一千部左右，远低于国内（24 年参与投流的微短剧超 4.5 万部，25H1 超 6.6 万部；25 年 6 月抖音在播微短剧超 9.5 万部）。从这个角度看，产能缺口是巨大的。

为何“有效产能”如此稀缺？原因有三点：

1、人才瓶颈：短剧需要一种特殊的复合型人才：既要深谙短剧快节奏、强钩子的网文式叙事逻辑，又要真正融入当地文化。目前，海外的供给主力是留学生群体，但他们往往缺乏长期从业的稳定性。截至 2024 年中，北美稳定出片的短剧团队仅约 20-30 个。且平均制作周期长达 3 个月（国内仅 1 个月），人才供给是底层制约。此外，短剧单部数十万美元的预算，在好莱坞成熟的工业体系中不具吸引力，难以吸引顶级制作人才。这叠加了传统影视行业对新兴业态的天然“鄙视链”，共同构筑了人才流入的高墙。

2、工作时长限制：根据正面连接报道，在中国，短剧拍摄一天通常会持续 15-18 小时。而美国影视行业从业者每日工作时间通常限定在 8 小时内，最多不超过 12 小时，超时需协商并支付额外时薪。美国短剧公司多数会拍足 12 小时，头部平台基本不超过 12 小时，超时会加钱。

3、IP 储备的真空：海外市场与国内最根本的区别，是缺乏一个类似中国网文那样庞大、成熟的“IP 库”。国内短剧的爆发，建立在网文行业 20 年积累的雄厚基础之上，而海外的剧本创作更接近于“无源之水”，每一部需要从头验证，风险与成本更高。

总结来说，海外短剧的“产能瓶颈”是一个系统性问题。它要求出海公司不仅要有钱，更要具备跨文化的内容理解能力、全球化的制片管理能力和从零搭建 IP 生态的战略耐心。我们认为，最终的胜利者，必然是那个能够率先建立起一套**高产能、低成本、高质量的标准化内容生产体系**的公司。

3.2. 破局之路：产能扩张的探索与趋势

面对困境，行业正从多个维度积极寻求产能突破：

1、内生增长：拥抱好莱坞溢出资源

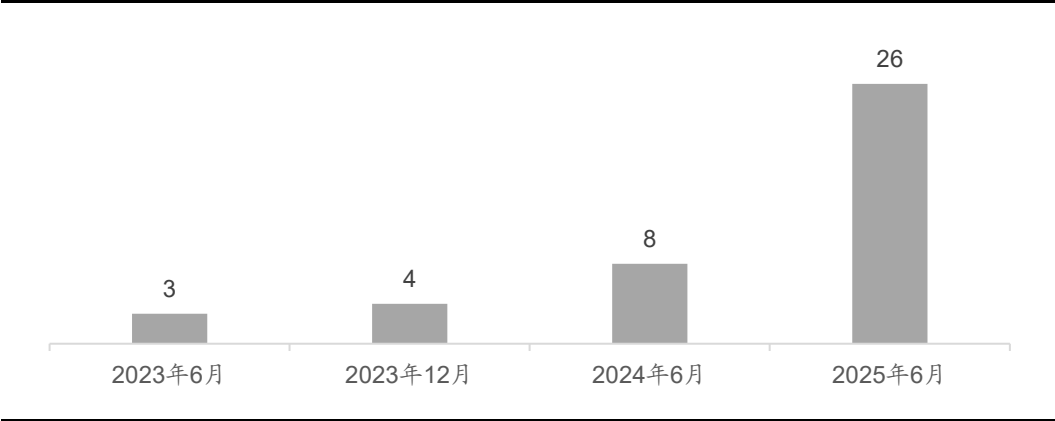
2023 年好莱坞编剧和演员工会的大罢工，为短剧行业创造了吸纳专业人才的黄金窗口。短剧成为了大量失业影视从业者的“生命线”，使其得以在短时间内迅速提升制作团队的专业水平。此外，出海公司高效整合了两种高性价比人才：1）“中国大脑”：大量毕业于顶尖电影院校的中国留学生，他们既懂“爽点”逻辑，又熟悉美国工业流程，成为实现“中国模式，美国落地”的关键桥梁。2）“美国执行”：美国演员工会拥有超过 15 万工作不稳定的专业“腰尾部”演员，为短剧以可控成本实现本土化外观，提供了庞大的人才蓄水池。

2、模式创新：出海短剧国内造

随着海外拍摄成本攀升，在国内利用成熟工业体系和低成本优势，拍摄海外剧成为备受关注的新模式。上海、青岛等地已推出相关扶持政策，其核心难点在于解决国内外籍演员选择面窄的瓶颈。

ReelShort 产能有明显提升，从周均 1 部（23H2）提升至周均 2 部（24 年 6 月），并进一步提升至周均 6 部（25 年 6 月）。

图10：ReelShort 单月新上线剧集数（部）



数据来源：Youtube，东吴证券研究所

表7：海外短剧平台短剧储备和上线情况

平台	海外短剧储备和上线情况
dramabox	2024 年发布了“百部原创计划”，预计在海外拍摄 100 部原创微短剧。2025 年 4 月采访中表示，“目前原创短剧并不多，一个月不会超过 10 部，更多是翻译剧”。
shortmax	截至 2024 年 11 月，拥有近 140 部自制剧、3000 部翻译剧。
ReelShort	2025 年预计上线 300 部左右的原创短剧。

数据来源：东西文娱，新浪网，流媒体网，东吴证券研究所

4. 竞争格局：蓝海掘金，群雄逐鹿

4.1. 海外短剧竞争格局优于国内

我们认为海外短剧竞争格局优于国内，理由有三点：

平台模式、流量格局、和平台中立性。

1. 平台模式：APP 的“护城河”效应 vs 小程序的低转换壁垒

海外（APP 模式）：海外短剧的主要载体是独立的手机 APP。这种模式天然地为平台构建了“护城河”。**（1）用户留存更强：**用户需要主动去应用商店搜索、下载、安装 APP。这一系列动作本身就筛选出了意愿更强的用户，并且构成了一定的使用惯性。一旦 APP 安装在用户的手机上，平台就可以通过推送通知等方式持续触达和召回用户，培养用户的使用习惯和品牌认知。我们认为用户不太可能在手机里安装大量同类短剧 APP，因此头部平台能够有效锁定核心用户群。**（2）私域流量价值高：**通过 APP 沉淀下来的用户，成为了平台宝贵的“私域流量”。平台可以在自己的生态内进行内容推荐、活动营销，从而降低了对外部买量的长期依赖，这对于未来的盈利至关重要。

国内（小程序模式）：国内短剧早期主要依附于微信、抖音等超级 APP 内的小程序。

（1）用户即用即走：小程序的优势是轻量、便捷，但其致命弱点是用户留存极差。用户通过信息流广告被吸引，点击进入小程序观看，看完后很可能就直接关闭，下一次再被另一个平台的广告吸引。平台与用户之间难以建立深度连接。**（2）缺乏品牌忠诚度：**由于切换成本几乎为零，用户对小程序平台本身基本没有品牌忠诚度，他们追逐的是内容，而非平台。这导致所有玩家都必须持续、高强度地进行外部投流，陷入“不买量就没用户”的恶性循环。

2. 流量格局：海外渠道分散 vs 国内渠道垄断

海外（多渠道、可优化）：海外的线上流量渠道是高度分散的。虽然 Meta（Facebook, Instagram）是当前短剧投流的主阵地（约占 65%），但平台仍然可以在 YouTube、TikTok、Google 等多个渠道之间进行选择和优化。这种分散的格局给了短剧平台更大的灵活性和议价能力。当某个渠道的 ROI 下降时，平台可以迅速将预算转移到效果更好的渠道。

国内（单一渠道、高依赖）：国内的流量高度集中在抖音等少数几个平台。短剧公司超过 70% 的买量预算都花在抖音上，这意味着它们的命脉被单一平台牢牢掌控。一旦抖音的算法、政策或价格发生变动，这些公司将遭受毁灭性打击，几乎没有备用方案。

3. 平台中立性：“裁判员”vs“裁判员兼运动员”

这是最根本的区别，决定了市场的公平性和可持续性。

海外（平台中立）：目前主要的流量平台 Meta 是一个相对中立的广告平台。它自己不制作也不运营短剧 APP，其核心商业模式是向所有广告主出售流量。在这种环境下，大家是在一个相对公平的规则下竞争。谁的内容更吸引人、谁的投放策略更高效，谁就能获得更好的 ROI。平台本身是“裁判员”，不参与“比赛”。

国内（平台下场竞争）：抖音不仅是“裁判员”，自己还亲自下场当“运动员”。抖音推出了自家的短剧平台“红果短剧”，并利用其生态优势进行降维打击。它将主站的庞大流量、旗下“番茄小说”的海量 IP 资源、以及雄厚的资金（用于补贴免费短剧）全部倾斜给“亲儿子”红果。这种行为破坏了市场生态。其他玩家不仅要花高价从抖音买量，还要与一个拥有无限流量和免费内容库的“官方选手”竞争，生存空间被急剧压缩。许多公司因此被淘汰出局或被迫转型。

总结来说，海外短剧市场之所以竞争格局更优，是因为它更开放、更市场化。平台可以通过构建 APP 壁垒留住用户，可以在多个流量渠道间灵活切换，并且是在一个相对中立的平台上进行公平竞争。相比之下，国内市场由于其特殊的小程序生态和流量平台的垄断及非中立竞争，已经迅速演变成一个内卷严重、生存艰难的红海。

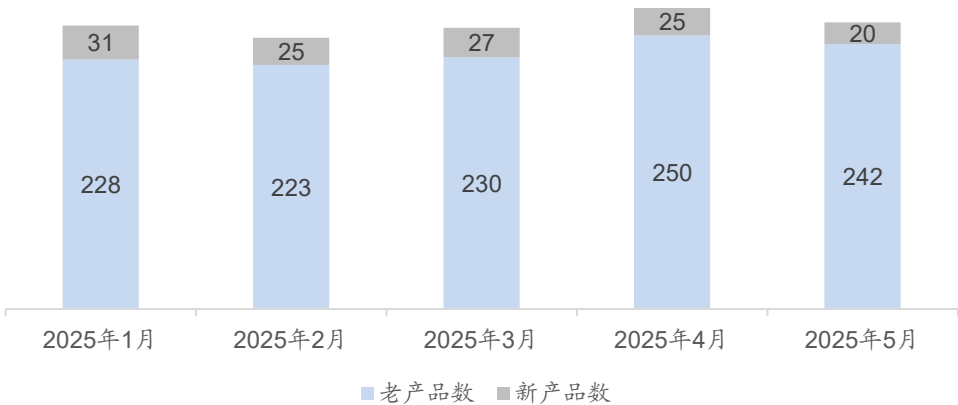
4.2. 现有玩家图谱：层次分明，新旧势力交织

与国内短剧已进入投流内卷、效率血拼的红海不同，海外短剧市场目前仍是一片广阔的蓝海。竞争远未白热化，核心玩家几乎全部是中国出海厂商，他们将国内验证成功的模式快速复制到海外。当前市场处于抢占用户心智和市场份额的增量阶段，而非残酷的存量博弈，这为所有参与者都留下了窗口期。

目前，已有超过 200 款短剧 APP 在海外投流，其中，中国企业占据了 80% 甚至更高比例。前 10 名中，中国企业可能占到 8 家以上。除了先行者，很多国家的本土企业（如韩国、日本、土耳其、巴西）都在密切关注甚至着手布局。

市场份额高度集中，2025 年 5 月美国短剧内购收入排行榜中，ReelShort 占比 33%，前三名占比 64%，前五名占比 74%，剩余的中长尾 APP 切分不到 30% 的市场份额。

图11：2025 年 1-5 月短剧 APP 参投产品数（个）



数据来源：DataEye，东吴证券研究所

表8：美国短剧内购收入和下载量分布

美国top10 APP 下载量市场份额						美国top10 APP 应用内购市场份额					
2024年12月TOP10		2025年1月TOP10		2025年5月TOP10		2024年12月TOP10		2025年1月TOP10		2025年5月TOP10	
reelshort	33%	reelshort	36%	reelshort	20%	reelshort	28%	reelshort	29%	reelshort	33%
dramabox	17%	dramabox	22%	dramabox	18%	dramabox	17%	dramabox	20%	dramabox	20%
goodshort	12%	goodshort	9%	goodshort	11%	goodshort	12%	goodshort	11%	goodshort	11%
shortmax	9%	shortmax	6%	netshort	10%	shortmax	11%	shortmax	9%	dramawave	5%
dramawave	4%	dramawave	4%	rapidtv	6%	kalos tv	4%	kalos tv	3%	netshort	5%
cooldrama	4%	dramareels	3%	meloshort	5%	dreameshort	4%	dramawave	3%	shortmax	5%
moboreels	2%	cooldrama	3%	flickreels	3%	minishorts	2%	dreameshort	3%	flickreels	3%
dramareels	2%	flickreels	2%	dramawave	3%	moboreels	2%	minishorts	2%	galateaTV	2%
stardust TV	1%	moboreels	2%	shortmax	3%	my drama	2%	my drama	2%	moboreels	2%
flickreels	1%	my drama	2%	micro drama	3%	dramawave	2%	playlet	2%	minishorts	1%
其他	14%	其他	12%	其他	18%	其他	15%	其他	16%	其他	13%
CR3	62%	CR3	66%	CR3	48%	CR3	57%	CR3	60%	CR3	64%
CR5	75%	CR5	77%	CR5	64%	CR5	73%	CR5	73%	CR5	74%

数据来源：短剧自习室，东吴证券研究所

表9：日本短剧内购收入和下载量分布

日本top10 APP 下载量市场份额				日本top10 APP 应用内购市场份额			
2024年12月TOP10		2025年1月TOP10		2024年12月TOP10		2025年1月TOP10	
goodshort	16%	dramabox	21%	dramabox	28%	dramabox	28%
dramabox	16%	goodshort	15%	goodshort	16%	goodshort	17%
reelshort	13%	shortmax	9%	shortmax	15%	shortmax	15%
shortmax	11%	reelshort	9%	reelshort	10%	reelshort	10%
cooldrama	10%	cooldrama	6%	moboreels	6%	netshort	5%
short reels	5%	flickreels	6%	shotshort	4%	stardust tv	5%
snackshort	4%	freodrama	5%	flextv	3%	flickreels	4%
unireel	3%	short reels	5%	netshort	2%	moboreels	4%
vigloo	3%	netshort	4%	stardust tv	2%	shotshort	3%
shotshort	3%	stardust tv	3%	snackshort	2%	dramawave	2%
其他	16%	其他	16%	其他	10%	其他	8%
CR3	45%	CR3	46%	CR3	59%	CR3	60%
CR5	66%	CR5	61%	CR5	76%	CR5	75%

数据来源：短剧自习室，东吴证券研究所

表10: 印尼短剧内购收入和下载量分布

2025年5月内购份额		2025年5月下载量份额	
melolo	20%	dramabox	25%
rapidTV	10%	Dramawave	11%
shortMax	10%	ShortMax	11%
Dramabox	9%	GoodShort	10%
Soda Reels	9%	ReelShort	9%
ReelShort	5%	NetShort	8%
StardustTV	5%	FlickReels	7%
Micro Drama	4%	StardustTV	5%
Dramawave	4%	MoboReels	2%
Netshort	4%	DramaBite	2%
其他	21%	其他	11%
CR3	40%	CR3	46%
CR5	58%	CR5	64%

数据来源：短剧自习室，东吴证券研究所

1、头部双雄：规则的制定者

作为赛道的开荒者，ReelShort 与 DramaBox 积累了可观的用户基础和成熟的运营经验。它们是市场规则的早期制定者，也是所有新玩家必须对标和挑战的对象。但二者的成功路径与战略重心截然不同，代表了两种主流打法：

ReelShort (中文在线): 深耕北美，原创为王，IAP 主导。其成功关键在于采用“海外 IP+ 海外制作”的纯粹本土化策略。依托 Crazy Maple Studio 旗下 Chapters、Kiss 等原创小说平台的 IP 库，在北美（如加州）进行影视化制作，产出更符合欧美主流观众审美的内容。ReelShort 主攻北美这一高价值市场，以高客单价（20-50 美元/部）的 IAP 模式为核心，追求高 ARPU，目标是打造一个中心化的精品短剧平台。

DramaBox (点众科技): 席卷新兴市场，翻译先行，IAA 驱动。它采取了更轻、更快的扩张模式，将国内验证过的大量成熟短剧进行快速翻译和配音，推向海外。这种模式成本更低，内容库扩充更快。其主攻东南亚、拉美等新兴市场，鉴于当地用户付费能力和习惯较弱，商业模式更侧重于 IAA，通过“看广告解锁剧集”迅速积累庞大的用户基数，追求规模效应。

2、第二梯队：积极的追赶者

包括 GoodShort、ShortMax、FlexTV 等平台。这些玩家在产品形态、内容题材和商业模式上与头部玩家相似，基本也在复刻上述两种路径。它们在特定题材或区域市场取得了一定成绩，但无论在用户规模、品牌知名度还是资金实力上，与“双雄”尚有差距。它们能否突围，取决于能否在内容或运营上找到差异化的突破口。

3、两大变量：跨界巨头与本地势力

跨界巨头：TikTok 推出了免费短剧应用 Melolo，旨在利用其流量和算法推荐技术，通过“免费+广告”的模式，对现有付费平台构成潜在的降维打击。**昆仑万维**则手握 DramaWave（付费）和 FreeReels（免费）两款 APP，测试不同商业模式。

本土探索者：在日本、巴西、欧美等市场，本土内容公司和 MCN 机构也开始入局。它们虽在资本和技术上处于劣势，但对本土文化的深刻理解是其最大王牌。尤其在日本市场，已呈现出多点开花的态势，不依赖烧钱投流，更注重通过电视广告、艺人效应等获取自然流量；内容定位更垂直、精品化；商业模式也超越了简单的应用内付费，深度结合了艺人经纪、周边销售、IP 改编等全链路。

图12：日本短剧平台



数据来源：短剧自习室，东吴证券研究所

注：从左到右依次是 SoShort、FANY:D、Bump

4、奈飞等海外流媒体大厂是否会加入？

我们认为海外流媒体巨头（如奈飞、Disney+、Max）短期内直接下场、用与 ReelShort 完全相同的模式进行竞争的可能性较低，更可能间接入局。

为什么我们认为奈飞不太可能直接下场做短剧？

因为奈飞等巨头的基因和商业模式，决定了它们很难、也没有必要去直接模仿一个付费短剧 APP。

品牌定位的差异：奈飞花费了数十年和数百亿美元，将自己打造成了高品质、精品化、影院级内容的代名词，是奥斯卡和艾美奖的常客。而当前主流短剧的内容风格普遍是快节奏、强冲突的“快消品”。如果奈飞将这类短剧与其《王冠》、《怪奇物语》等 S 级大作并列，将对其高端品牌形象造成严重稀释，得不偿失。

组织惯性与成本结构：奈飞是按照好莱坞顶级工业标准运作的“航空母舰”，其项目开发、制作流程、与顶级创作者的合作模式，都是为长篇、高预算剧集设计的。而短

剧要求的是“小作坊式”的快速迭代、灵活试错和成本控制能力。让奈飞的庞大组织去适应这种“游击战”打法，既不经济，也难以实现。

那么，奈飞会如何应对？我们认为有三种可能的路径：

虽然不会直接复制，但面对短剧赛道对用户时长和注意力的抢占，尤其是对年轻用户的强大吸引力，奈飞绝不可能无动于衷。更可能的路径是：

路径一：收购或战略投资（可能性最高）。这是巨头进入新兴赛道最经典、风险最低的做法。与其自己从零开始、破坏自身体系，不如直接用资本换取时间和市场。收购一家已经验证了商业模式的头部或腰部短剧平台，将其作为独立品牌运营，既可以直接获得熟悉短剧玩法、投流和运营的成熟团队；还能将短剧业务与奈飞主品牌隔离开，避免品牌稀释。并且未来可以进行 IP 联动。短剧平台可以作为奈飞 IP 的试水田和宣发阵地。反之，奈飞的 S 级 IP 也可以降维改编成短剧，为短剧平台引流。

路径二：内部孵化，另立门户（可能性中等）。如果不想通过收购，奈飞也可能利用其资源，在内部成立一个独立的部门，开发一款全新的、与奈飞品牌区隔的短剧 APP，从零开始打造短剧业务。这样做的优点是能 100%按照自己的战略意图来塑造新业务；且可以复用奈飞强大的推荐算法、数据分析和全球支付体系。但内部创业的文化冲突和组织内耗问题依然存在，且时间成本更高。

路径三：模式借鉴，改造融合（可能性较低，但值得关注）。这是最“软性”的一种方式，即不改变平台，而是吸收短剧的某些核心要素来为自己的主营业务服务。比如，为旗下的 S 级大剧，制作高质量的竖屏衍生短剧或“前传”、“番外”，在 TikTok 等平台投放，作为主剧的营销和预热工具。或者在奈飞 App 内开设一个“短片”或“十分钟剧场”之类的栏目，提供一些时长较短（10-20 分钟）的精品内容，以适应用户碎片化的观看习惯，但依然保持其“无需额外付费”的订阅模式。

结论：我们认为，“在位者”奈飞与“挑战者”ReelShort 们的棋局，不会是一场正面遭遇战，而更像是一场围绕用户时间的代理人战争和生态位竞争。奈飞不会轻易放下身段去做一款“奈飞版 ReelShort”，因为这会动摇其立身之本。但它可能会通过资本（收购）、创新（孵化）和借鉴（改造）等方式，将短剧这一新兴力量纳入自己的战略版图，或至少建立起一道防御工事。

4.3. 终局推演：从“百家争鸣”到“一超多强”

海外市场的竞争核心与国内显著不同，不再是单纯“资本+买量”的对决，而是一场关于本土化内容供给和精细化产品运营的效率赛。胜出的关键取决于以下几个核心要素：

资本实力与投流经验（入场券）：虽然“烧钱”买量是市场扩张的必要弹药，但它已非决定性因素。未来的竞争将是投流效率的比拼，即如何用更低的成本获取更高生命周

期价值的用户。这需要将投放经验与强大的产品和内容策略紧密结合。

全球化运营与产品效率（转化器）：海外没有微信小程序生态，独立 APP 的转化链路更长，用户流失率更高。这要求团队具备极强的精细化运营能力，能根据不同地区（如北美的付费习惯和拉美的免费偏好）设计差异化的变现策略，并不断优化产品体验以提高留存与付费转化。

内容生产与本土化能力（根基）：这是最大的瓶颈，也是留住用户的根本。海外缺乏海量网文 IP 库，且制作成本高昂。因此，能否建立高效、低成本、且能持续产出符合当地文化爆款的本土化内容体系，是决定性壁垒。ReelShort 的成功，正是因为它通过旗下小说平台构建了 IP 自给自足的生态，并坚持高质量的本土化制作。

我们对未来竞争格局的判断：

第一，“付费 vs 免费”的路线之争将长期存在，并可能在不同地区演化出不同模式。

第二，各玩家都在利用自身“基因”抢占生态位——字节抢流量、游戏公司抢变现效率、内容公司抢 IP 和品质。

第三，终局之战是“产能”之战：无论商业模式如何，最终的竞争都会回归到稳定、优质、且具备本土化创新能力的内容产能上。谁能率先解决全球化的制作管理难题，建立起高效的产能体系，谁才能走向终局。

长期来看，我们认为海外短剧市场将从“百花齐放”走向“一超多强”。

“一超”：最有潜力成为全球领导者的是像 ReelShort 这样，构建了“IP 源头 -> 内容生产（AI 赋能+本土化） -> 平台分发 -> 全球运营”全产业链闭环的公司。这种模式的壁垒最高，能够产生最强的飞轮效应，最终形成品牌和规模的双重护城河。

“多强”：

流量巨头：如果 TikTok 决心全力入局，它必将成为“强”中的一极，凭借其无与伦比的流量优势，可能创造出一种新的短剧生态。

区域/模式霸主：像 DramaBox 这样的平台，可以通过深耕新兴市场和 IAA 模式，成为该领域的领导者，与 ReelShort 形成差异化竞争。

垂类深耕者/本土王者：可能会出现一些在特定内容领域（如恐怖、悬疑）或特定地区（如深耕日本市场的本土公司）做到极致的平台，成为“小而美”的成功者。

最终，当流量红利消失，市场的终局之战将是一场“产能”之战。无论商业模式如何，最终的竞争都会回归到稳定、优质、且具备本土化创新能力的内容产能上。谁能率先解决全球化的制作管理难题，建立起高效的产能体系，谁才能在这场全球掘金热潮中笑到最后。

5. 盈利前景：从“烧钱换增长”到“稳定利润率”

海外短剧的商业模式是“先投入、后产出”。当前，平台普遍处于高投入的战略扩张期，导致利润微薄甚至亏损；但长期来看，随着规模效应和品牌护城河的建立，其成本结构将得到显著优化，盈利空间有望逐步释放。

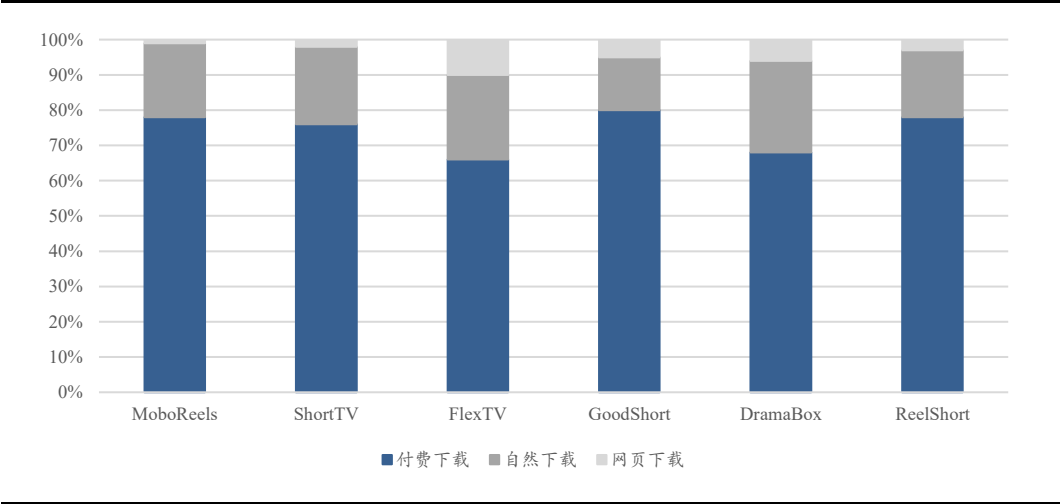
5.1. 成本结构：买量成本主导，内容成本为杠杆

在高速增长阶段，海外短剧平台的成本支出主要由三部分构成：

买量成本：驱动增长的核心引擎

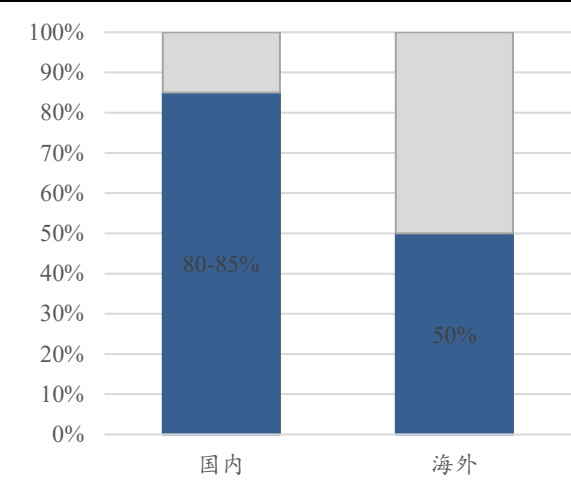
这是当前占比最大且最具波动性的成本。平台需在 TikTok、Meta、Google 等渠道进行巨额广告投放，以吸引用户完成“点击-下载-付费”的转化。在“跑马圈地”的阶段，这是典型的用资金换时间的增长策略。根据谷歌报告，海外短剧买量成本约占收入的 50%，虽远低于国内短剧 80%-90% 的惊人比例，但仍是平台最主要的支出。以 FlexTV 母公司 MPU 为例，其 2024 年高昂的销售费用率（63%）是导致其经营亏损的主要原因。

图13：2024 年海外短剧平台下载来源分布



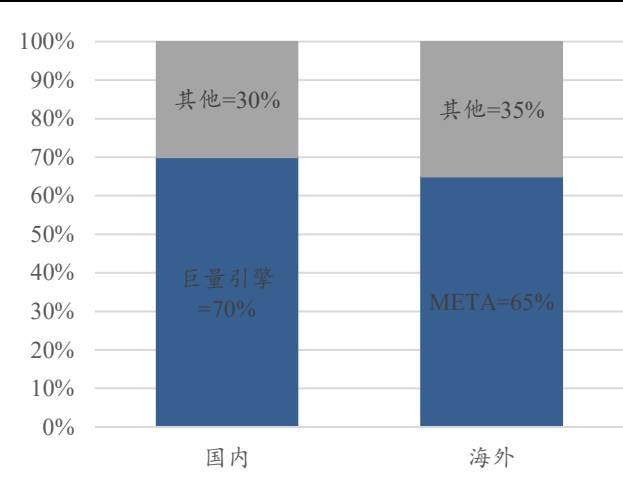
数据来源：mintegral，东吴证券研究所

图14：2024 年短剧买量成本占比收入：国内 vs 海外



数据来源：mintegral，东吴证券研究所

图15：2024 年短剧买量渠道分布：国内 vs 海外



数据来源：mintegral，东吴证券研究所

内容成本：撬动转化的关键杠杆

内容成本覆盖 IP 采购、剧本、制作拍摄及后期等全部环节。它不仅是决定用户付费转化的根本，更是影响买量效率的关键——高质量的爆款内容能带来更高的投流转化率。因此，头部平台会持续进行精品化投入，将其视为撬动市场的核心资产。

渠道费用：无法规避的固定支出

这主要是指苹果 App Store 和 Google Play 等应用商店收取的 15%-30% 的收入分成。只要业务依赖于应用内购买（IAP），这部分费用就是一项相对固定的刚性成本。

图16：MPU（FlexTV 母公司）2024 年财报数据

						收入成本（百万美元）	
	总收入 （百万美元）	年度活跃用户数 （百万人）	ARPU （美元/人）	年度付费用户数 （百万人）	ARPPU （美元/人）		15
会员和充值流媒体服务	32	10	3	1.0	32	第三方支付处理商收取的平台服务费	10
北美	13	2	6	0.4	34	收入占比	27%
亚太	12	4	3	0.4	29	内容资产摊销	5
中东北非	4	3	2	0.2	22	收入占比	13%
拉美	2	2	1	0.1	21	其他	1
在线广告服务	4					毛利润	21
内容授权业务	1					毛利率	58%
收入合计	36					管理费用	10
						管理费用率	28%
						销售费用	23
						销售费用率	63%
						经营利润	-12
						margin	-33%

数据来源：MPU 财报，东吴证券研究所

5.2. 盈利之路：从拉新到留存，品牌效益和内容库复利效应推动利润率提升

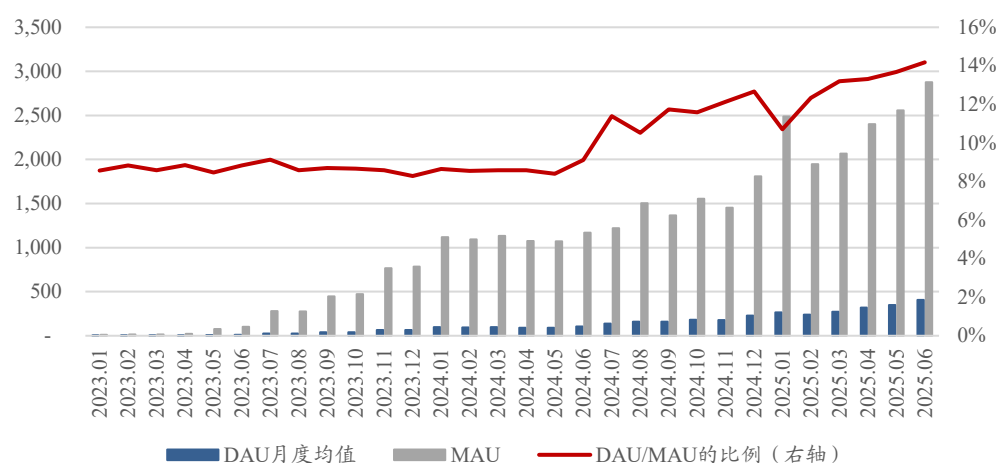
我们认为，随着市场从混战走向集中，平台的战略重心将从“拉新”转向“留存”，从而驱动成本结构的优化，核心变量在于投流成本的下降。

从“拉新”到“留存”：当头部平台的用户规模达到一定体量，并成功将自己打造成用户心中的“看短剧第一选择”时，其增长模式会从依赖广告投放的付费拉新，转向依靠品牌和内容库吸引用户的自然增长和用户留存。

品牌效应与自然流量：一个强大的品牌意味着用户会主动搜索、直接打开 APP，而不是通过点击广告。这种自然流量的成本几乎为零。一旦让用户形成“看短剧就上某某 APP”的习惯，平台对外部买量的依赖就会大大降低。

内容库的复利效应：一个庞大且优质的内容库本身就是护城河。新用户进来后，有足够多的剧集可以看，老用户也愿意为持续更新的内容付费或停留。这提升了单个用户的 LTV，使得平台可以用更高的 LTV 去覆盖相对稳定的获客成本 (CAC)，或者在 CAC 不变的情况下获得更高利润。

图17: ReelShort 的 DAU 和 MAU (百万人)



数据来源：SensorTower，东吴证券研究所

5.3. 长期展望：对标 Netflix，利润率回归 15-20%

为什么我们将 Netflix 作为参照系，并认为 15-20% 是合理的长期利润率？

1. 商业模式的相似性：海外短剧平台的终局形态与 Netflix 等流媒体巨头高度相似。它们都是内容驱动的平台型业务：通过持续投入生产或采购独家/优质内容，吸引并留住用户，最终通过用户付费（订阅或单次购买）实现盈利。

2. 发展路径的复刻：Netflix 也经历过长期的巨额亏损和投入阶段，用以建设内容库、进行全球扩张和建立品牌。当其达到全球范围的规模效应后，营销费用占收入的比例开始下降，盈利能力才稳步提升，其营业利润率近年来稳定在 15%-22% 的区间。海外短剧正在复刻这条“投资未来，收获规模”的路径。

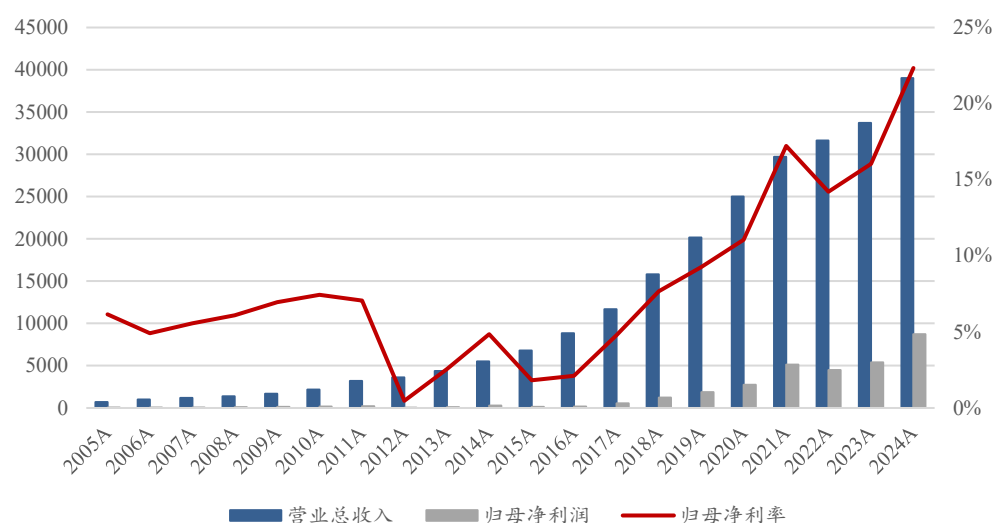
为什么不是更高？——内容军备竞赛的本质：内容行业的竞争本质是永无止境的“军备竞赛”。即使成为行业领导者，也必须持续投入巨资制作新的爆款内容，以应对竞争和满足用户不断变化的需求。这决定了内容成本将始终是支出的大头，从而限制了利润率的天花板。像科技硬件或 SaaS 软件那样动辄 40% 以上的利润率，在内容行业是不现实的。

因此，我们认为 15-20% 的净利率是一个相对合理的预期。它既能保证公司有足够的利润回报股东，又能支持其持续不断地对新内容进行再投资，以维持平台的吸引力和市场领导地位。当前海外短剧的高投入是通往未来稳定盈利的必要“学费”，一旦竞争格局尘埃落定，头部平台的盈利能力将得到释放。

然而，随着用户规模和内容库的扩大，规模效应将推动长期利润率提升，这一点可以参考奈飞等流媒体平台的发展路径。

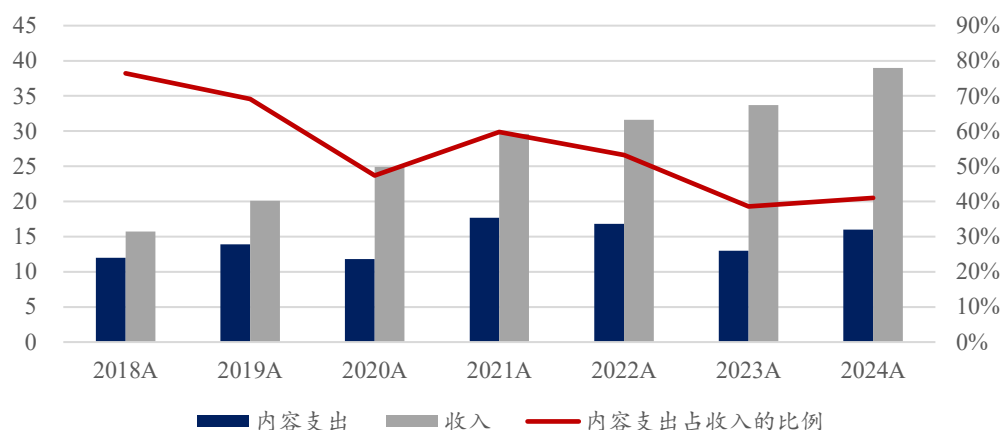
流媒体平台早期利润率大多不高，但随着内容数 and 用户数提升，规模效应拉动长期利润率提升。奈飞盈利拐点为 7 年（1997-2003），迪士尼流媒体业务盈利拐点为 6 年左右（2019-2024，24Q2 首次盈利）。而 2003 年以来奈飞归母净利率整体呈现上升趋势，2024 年归母净利率达 22%。CMS 24 年收入 29 亿元人民币，净利润 791 万元，净利率 0.3%，长期有较大提升空间。

图18：2005-2024 奈飞收入及归母净利润（百万美元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图19：奈飞的内容支出占收入的比例逐步下降（百万美元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

6. 投资建议：聚焦全产业链龙头，关注跨界潜力

海外短剧赛道正从蓝海探索期迈向高速增长期，我们建议聚焦那些已构建起全产业链闭环的行业龙头，并密切关注具备独特“跨界基因”的潜力玩家。

我们推荐中文在线，公司持有海外子公司 Crazy Maple Studio（简称 CMS）49.2% 股权（截至 2024 年报发布日），CMS 旗下的 ReelShort 已在北美市场成功验证了本土化原创和 IAP 模式，2024 年 CMS 子公司总收入为 29 亿元人民币。根据 SensorTower，2025 年 1-6 月 ReelShort 双端净流水（2.07 亿美元）已接近 2024 年全年水平（2.09 亿美元）。**推荐昆仑万维**，通过 DramaWave 等 App 矩阵，采取差异化策略快速抢占市场份额。并通过 SkyReels 等 AI 生产平台，从单纯的内容竞争者，向赋能行业的“技术服务商”角色演进。

推荐赤子城科技，公司有望持续受益于全球化市场拓展红利、自身运营效率提升及“AI+社交/泛娱乐”赛道景气度。主要增长点：1）区域深耕突破：巩固中东、东南亚优势，拓展全球新兴市场机会；2）创新业务放量：游戏、社交电商等提供增长新动能；3）公司 2023 年 7 月推出海外短剧 APP Dramabite，主要覆盖沙特、阿拉伯市场。海外短剧有望贡献新增量。

建议关注掌阅科技（25Q1 短剧成为收入增长引擎，已推出海外短剧平台 iDrama）、**阅文集团**（向全行业开放其顶级的 IP 资源库，目标是成为短剧玩家的内容源头）。

表11：上市公司海外短剧布局一览

公司	海外短剧核心布局与动态
中文在线	ReelShort 深耕北美，主打本土原创与 IAP 模式。2025 年 1-6 月净流水 2.07 亿美元，已接近 2024 全年水平（2.09 亿美元）。
昆仑万维	旗下有两款海外短剧 APP：DramaWave 和 FreeReels。采取“付费+免费”双 APP 矩阵策略，测试不同市场模式。计划投资 5 亿美元拍摄千部短集。
赤子城科技	2023 年 7 月推出海外短剧 APP Dramabite，主要覆盖沙特、阿拉伯市场。
MPU	公司 2024 年总收入达 3620 万美元，同比增长 6 倍，其中会员和充值流媒体服务收入（主要来自 FlexTV）超 3160 万美元。按区域划分，亚太市场贡献了 44.89% 的收入，北美市场为 37.11%。公司实现毛利润 2100 万美元，毛利率为 58.09%。2024 年，FlexTV 的活跃用户为 1000 万，北美活跃用户占总活跃用户的 20.5%，亚太地区占 36.5%。ARPU 为 3.15 美元，ARPPU 为 31.22 美元。 内容方面，截至 2024 年报发布，FlexTV 内容库已上线 2400 多集，对应约 560 部短剧，其中 90 部为原创自制剧，一半为英文本土剧。 在国际合作方面，FlexTV 与阿联酋阿布扎比的 9Yards 成立合资公司，共同设立 1 亿美元基金，用于短剧制作和 AI 技术应用。同时，与印尼电信运营商 Telkomsel 达成内容分发协议，通过联合流量套餐向印尼用户提供短剧内容，持续推进全球化战略布局。
慈文传媒	根据 2024 年报，公司正与多家头部平台及内容机构紧密合作，包括北美 ReelShort 旗下的 Gold Infinity、番茄平台合作的 Above Story 以及中文在线日本短剧平台 UniReel，进行出海短剧的试点合作，并已与其他优质微短剧制作公司达成合作意向，为全面开展短剧业务奠定了资源基础。披露了两项重要合作：（1）与不止漫卷合作投资拍摄的短剧《Love on the Sidelines》已在美国完成拍摄，并于 2025 年 3 月 18 日登陆海外 5 家头部短剧平台（ReelShort、Dramabox、Goodshort、Dramawave、Minishorts），上线当日即斩获海外英语短剧榜首。（2）与 Golden Infinity 于 2025 年 1 月签订联合投资协议，计划共同制作 4 部出海短剧，首部预计 2025 年 4 月在美国开机。
映宇宙	在海外短剧方面，公司以东南亚为核心拓展市场，在新兴市场建立了良好口碑。映宇宙已组建专门的出海团队，并逐步将出海策略从简单的翻译、换脸升级到根据当地文化重拍或重新编写剧本。

数据来源：东西文娱，短剧新视界，AppGrowing，DataEye，SensorTower，中文在线公司公告，东吴证券研究所

6.1. 中文在线——全产业链布局的龙头

我们维持对中文在线的“买入”评级。公司不仅是本轮海外短剧浪潮的核心受益者，更通过前瞻性的 AI 布局和深厚的 IP 运营，构筑了难以被复制的竞争壁垒。

1、ReelShort 业务——市场地位稳固，增长迅猛，利润可期。公司子公司 CMS 运营的 ReelShort 是市场的领导者。其成功并非偶然，而是建立在“本土化原创内容+数据驱动验证”的高效模式之上。2024 年，CMS 已率先实现盈利（收入 29 亿元，净利润 791 万元）。2025 年 1-6 月平台净流水（不含渠道分成和广告收入）为 2.07 亿美元，已接近 2024 全年水平（2.09 亿美元），增长势头强劲。随着未来品牌效应增强，投流成本占比

下降，其利润空间有望释放。

2、AI 技术赋能——构筑核心壁垒，开启第二增长曲线。公司正通过自研的“中文逍遥”大模型和全流程 AI 工具链，颠覆性地赋能内容创作。在 AI 动漫短剧赛道，公司已实现将制作周期缩短至数周、成本降低约 50% 的成就，并计划将年产量提升至 300 部。这不仅解决了传统动漫产业的痛点，更凭借动漫天然的跨文化传播优势，为其全球化战略提供了高效、低成本的“更优解”。AI 赋能的内容创新，正成为公司未来业绩增长的核心引擎之一。

3、高价值 IP 运营——释放长期商业价值。公司拥有长达 20 年积累的 IP 储备，这是其最深厚的护城河。知名 IP《罗小黑战记》大电影第二部已定档 2025 年暑期档，其票房表现及与泡泡玛特等合作的衍生品销售，有望成为公司新的业绩增长点。

风险提示：电影票房不及预期，海外短剧竞争加剧，AI 应用进展不及预期。

6.2. 昆仑万维——“AI+短剧”双轮驱动

1、市场切入方式与运营策略

公司的短剧业务在较短时间内取得了显著的市场表现，旗下产品 DramaWave 在推出约半年后，实现了 MAU 破千万、年化流水（ARR）近 1.2 亿美元的成绩，进入行业排名前五。公司初期推出了 DramaWave 和 FreeReels 两款产品，采取了差异化的市场和商业模式定位。DramaWave 主打 IAP 模式，聚焦欧美发达市场；FreeReels 则主打 IAA 模式，侧重东南亚新兴市场。在完成初步的市场测试后，公司迅速将资源和用户流量集中到表现更优、商业价值更高的 DramaWave 上，停止了对 FreeReels 的投入。

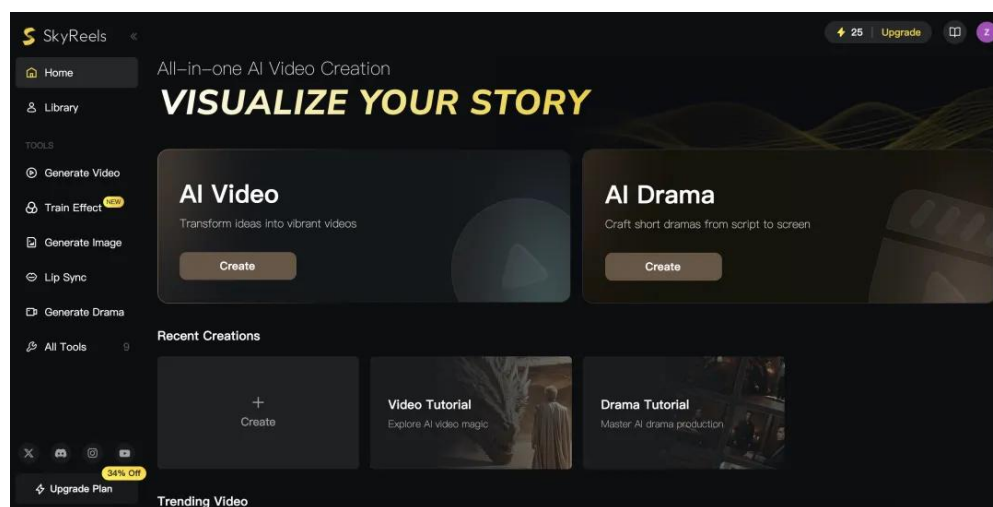
2、“AI+内容”的战略布局

昆仑万维的布局并未局限于短剧内容制作，而是试图通过 AI 技术在产业链中占据更核心的位置。

开发 AI 生产工具 SkyReels：公司发布了集成视频与 3D 大模型的 AI 短剧平台 SkyReels，其目标是实现从剧本到成片的全流程自动化创作。这一定位，使其不仅是内容赛道的“淘金者”，也试图成为向行业提供生产力工具的“卖铲人”。

开源模型以构建技术生态：通过开源 AI 短剧创作的视频生成模型，公司意在吸引开发者、扩大技术影响力，并试图在行业标准建立中占据一席之地。

图20: 昆仑万维的 AI 短剧平台 Skyreels



数据来源: AppGrowing, 东吴证券研究所

3、短剧业务是公司“AI in AGI & AIGC”战略的一部分。该战略已在多个领域落地,形成了 AI 产品矩阵,包括搜索(天工 AI)、音乐(Mureka)、社交(Linky)等。这些业务在提供多元化收入来源的同时,其多场景数据也能反哺底层 AI 模型的迭代。

风险提示: AI 应用不及预期,海外短剧竞争加剧, AI 研发不及预期。

6.3. 赤子城科技——Q1 收入大增, 海外短剧值得期待

赤子城科技 25Q1 收入同比大增 41.5%~48.1%。“AI 技术赋能 + 多区域市场突破”战略成效持续显现,社交主业与创新业务双引擎驱动高增长,海外短剧有望贡献新增量。

1. 整体业绩强劲: 25Q1 公司总收入预计达 15.00-15.70 亿元(YoY+41.5%~48.1%)。社交业务(预计 13.45-13.95 亿元)与创新业务(预计 1.55-1.75 亿元)均实现显著增长,奠定全年良好开局。

2. AI 赋能社交, 区域突破显著: 社交业务高增受益于 AI 技术深化应用。自研多模态算法模型 Boomiix 持续升级,有效提升核心产品社交效率与用户付费意愿。后发产品 SUGO、TopTop 在中东市场竞争力凸显,增长迅速;多元人群社交 HeeSay 在东南亚市场优势稳固,全球化布局与本地化运营效果较好。

3. 创新业务多点开花,贡献增长: 精品游戏《Alice's Dream》成功进入稳定收获期,持续贡献流水;社交电商平台“荷尔健康”等业务快速成长,展现出良好发展潜力。

4. 积极回购彰显信心,注重股东回报: 公司持续进行股份回购(23/4/28 至 25/4/17 已回购约 1.05 亿股),并计划未来继续推进。体现了管理层对公司长期发展前景的信心,同时有利于激励核心人才、积极回报股东。

我们维持看好赤子城科技，公司有望持续受益于全球化市场拓展红利、自身运营效率提升及“AI+社交/泛娱乐”赛道景气度。主要增长点：1）区域深耕突破：巩固中东、东南亚优势，拓展全球新兴市场机会；2）创新业务放量：游戏、社交电商等提供增长新动能；3）公司 2023 年 7 月推出海外短剧 APP dramabite，海外短剧有望贡献新增量。

风险提示：区域竞争加剧风险，AI 技术发展不及预期风险，海外市场监管政策变动风险，汇率波动风险。

6.4. 掌阅科技——短剧业务驱动的业务结构转型

公司的增长驱动力正从传统的数字阅读业务，转向以短剧为核心的衍生业务。2024 年，公司传统核心业务“数字阅读平台”收入同比下降 25.91%。与此同时，以短剧为核心的衍生业务收入则大幅增长 189.99%，达到 7.76 亿元，占总营收比重提升至 30%。至 2025Q1 该板块已成为公司的第一大业务。

公司发展短剧业务的基础，是其作为数字阅读平台长期积累的 IP 资产库。大量的网络文学 IP 为短剧改编提供了丰富的内容来源，降低了从零开始创作剧本的风险和成本。依托 IP 储备，公司在国内短剧市场已形成规模化运营。

公司 2025 年 2 月推出海外短剧平台 iDrama，截至 2025 年 4 月，iDrama 全球双端内购收入约为 36.6 万美元，下载量约为 19 万次。平台内容超过 90%为译制剧。

7. 风险提示

海外市场竞争加剧的风险。随着全球短剧市场的持续发展和参与者的增多，海外市场的竞争程度可能逐步提升。这可能体现在内容创作、用户获取以及市场推广等多个层面。公司需要持续关注市场动态，通过提升内容质量、优化运营策略和加强本地化优势，以应对潜在的市场竞争压力，确保业务的稳健发展。

新平台发展可能不及预期的风险。公司在新平台（包括新产品、新功能或新区域拓展）的投入和发展，其市场表现和用户反馈存在一定的不确定性。新平台在初期可能需要较长的市场培育期，并可能面临技术迭代、用户习惯差异或市场接受度等方面的挑战。

报告中引用的第三方数据可能与实际值存在偏差。本报告所引用的部分市场数据、行业报告或用户调研结果来源于第三方机构或公开信息。尽管我们已对这些数据的来源和可靠性进行了评估，但由于统计口径、样本代表性以及市场环境的动态变化，这些第三方数据可能与实际情况存在一定差异。

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>