

2026 年 08 月 05 日

证券研究报告|行业研究|行业深度报告

传媒

漫剧接棒真人短剧，IP 壁垒与流量霸权谁与争锋？

报告摘要

◆ 核心观点

短剧行业的利润约束不在内容成本端，而在买量成本端。AI 降低了漫剧制作成本，但尚未同步降低获客成本，行业仍面临增收不增利的问题。与此同时，平台补贴政策调整、内容治理加强与备案制度落地，正在推动行业由追求内容数量转向重视内容质量。具备稳定产出能力的精品内容商、优质 IP 提供商和综合性平台，竞争优势有望进一步体现。

◆ 短剧市场：国内稳增，盈利端分化加剧。

2025 年中国微短剧核心市场规模达到 634.3 亿元，同比增长 26%，预计 2027 年增至 856.5 亿元。截至 2026 年 2 月，短剧行业整体月活用户达到 7.18 亿，红果免费短剧以 3.04 亿 MAU 保持领先。商业模式方面，IAA 免费模式市场占比达到 71%，2025 年微短剧投流规模约为 423 亿元。平台掌握流量分发和广告变现能力，制作方利润空间受到买量成本和分账机制的影响。随着制作成本、流量成本与备案门槛提高，行业正在由“走量试爆款”向精品化方向调整，参与者之间的分化有所加剧。

◆ 漫剧市场：AI 推动供给增加，行业进入调整阶段。

2025 年漫剧市场规模突破 200 亿元。2026 年一季度，AI 剧及漫剧合计播放量接近 1,300 亿次，其中 AI 仿真人剧播放量达到 750 亿次；AI 仿真人剧在漫剧百强榜中的占比由 2025 年初的 7% 提升至 2026 年 3 月的 60% 以上。供给增加的同时，盈利能力并未同步改善。截至 2026 年 2 月末，AI 漫剧在播总量达到 12.78 万部，播放量破亿的作品约 150 部，破亿率为 0.12%。2026 年 5 月，红果仅对部分剧本保留保底，并持续开展低质漫剧治理，表明平台对内容质量的要求有所提高。依赖补贴和低成本批量生产的团队面临调整压力，优质 IP 及稳定内容产出能力的重要性进一步提升。

◆ 短剧出海：新兴市场接棒增长，增收不增利困境突出。

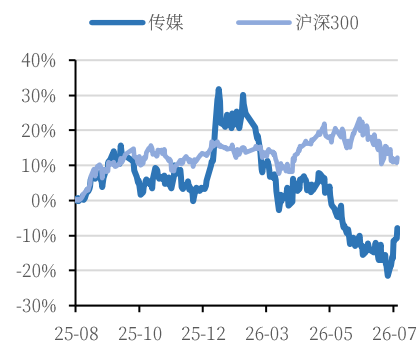
2025 年海外微短剧双端内购收入约为 22.79 亿美元，同比增长 129%，下载量达到 18.55 亿次，同比增长超过 300%。中国出海厂商贡献约 95% 的市场收入，印度、印尼、巴西等新兴市场成为下载量增长的重要来源。海外

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

裴伊凡 分析师
 SAC 执业证书: S0640516120002
 联系电话: 010-59562517
 邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
 SAC 执业证书: S0640525040003
 联系电话:
 邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

可灵近 30 亿美元融资落地，视频大模型商业化加速 —2026-07-16
 情绪经济专题报告：小情绪有大市场，从性价比到心价比 —2026-06-09
 【中航传媒】2026 年年度策略——从流量映射向内生增长，AI+IP 的“双向奔赴” —2026-03-22

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

短剧收入规模持续增长，但多数项目仍难以回本。北美单用户获客成本达到 5.28—15 美元，投流支出对项目盈利形成明显约束。ReelShort、DramaBox、FreeReels 等平台分别采取本土原创、翻译改编和免费获客等不同路径。随着 TikTok 加大短剧业务布局，海外竞争将更多体现为内容供给、流量获取、算法分发和平台运营能力的综合比较。

◆ **竞争格局：国内红果“一超”格局固化，海外 APP 路径分化。**

国内市场方面，红果依托番茄小说 IP、抖音流量和广告变现能力，形成“IP—内容—流量—变现—再投资”的业务闭环。2026 年 5 月，红果调整 AI 仿真人剧保底政策，同时提高真人剧分成和部均保底，平台资源开始向精品内容倾斜。凭借用户规模和生态协同优势，红果“一超”格局短期内较难改变。海外市场方面，独立 APP 是主要载体，流量渠道相对分散，平台可以通过用户留存、品牌积累和自然流量提升降低买量依赖。不同平台在内容来源、付费模式和目标市场方面形成差异化路径，具备 IP 储备、自有平台和本地化运营能力的综合性参与者相对更具优势。

◆ **投资建议：关注平台建设者和 IP 提供商**

当前行业处于买量成本高企、平台补贴调整与精品化门槛提升的阶段。投资机会主要集中在两个方向：一是具备海外 APP 品牌、用户资产和平台运营能力的平台建设者；二是商业模式相对轻资产、能够分享多平台内容需求增长的优质 IP 提供商。建议关注阅文集团（IP 储备丰富，具备持续开发和多形态改编能力），中文在线（拥有短剧 IP 储备、海外平台布局及 ReelShort 相关权益），昆仑万维（具备自研 AI 制作能力以及 DramaWave、FreeReels 双平台矩阵）。

◆ **风险提示**

买量 ROI 持续下行；AI 漫剧保底退潮后中小制作方加速出清；海外有效产能瓶颈长期化；备案制后供给恢复低于预期；TikTok 入局加剧海外竞争。

正文目录

一、 短剧与漫剧：定义、特征与产业链	5
二、 行业景气度：国内稳增、海外放量、漫剧高增.....	6
（一） 热力值趋于平稳，爆款率不足 0.1%	6
（二） 国内短剧市场：免费模式主导，平台话语权持续提升	7
（三） 漫剧：AI 驱动下的百亿级赛道，大厂加速入局.....	10
（四） 短剧出海：新兴市场接棒增长，增收不增利困境突出	11
三、 竞争格局：海外格局更优，漫剧大厂加速布局.....	12
（一） 国内平台格局：红果结构性壁垒稳固，5 月补贴退潮加速行业洗牌	12
（二） 海外 APP 格局：收入榜换位与下载端分化并行，TikTok 入局改写竞争规则	13
（三） 海外 vs 国内：基于三重差异下的主观判断	14
四、 政策与催化：“先备案、后上线”时代到来.....	15
五、 核心标的：IP 拥有者+平台建设者.....	16
（一） 阅文集团（0772.HK）	16
（二） 中文在线（300364.SZ）	16
（三） 昆仑万维（300418.SZ）	16
六、 投资建议	17

图表目录

图 1 主要短剧内容形态及特征.....	5
图 2 短剧/漫剧行业产业图谱	6
图 3 2025 年每月微短剧热力值	6
图 4 各层级微短剧制作成本.....	7

图 5 2026 年 2 月短剧行业覆盖用户规模达 7.18 亿.....	8
图 6 2026 年 2 月短剧 APP 月活跃用户规模及人均单日使用时长	8
图 7 2025 年 1-8 月各渠道上线竖屏微短剧数量趋势.....	9
图 8 2025 年抖音端原生微短剧破亿短剧数.....	9
图 9 2023-2025 年中国电影票房与微短剧市场规模对比.....	9
图 10 AI 剧/漫剧每月播放量趋势	10
图 11 AI 剧/漫剧每月在播数量	10
图 12 26 年 3 月典型漫剧应用月活用户规模	11
图 13 部分互联网企业漫剧业务布局	11
图 14 2025 年中国出海微短剧 APP 市场收入占比	11
图 15 2025 年新兴市场贡献超六成下载量.....	11
图 16 红果免费短剧 APP 月活跃用户规模趋势.....	12
图 17 出海短剧平台	14
图 18 2025 年海外短剧成本结构和投流渠道	15
表 1 2024 年后短剧漫剧相关监管政策.....	15

一、短剧与漫剧：定义、特征与产业链

短剧（微短剧）指单集时长 1-3 分钟、全集 80-100 集的竖屏剧集，以快节奏、强冲突和密集爽点为叙事特征，依托抖音、快手等信息流渠道和独立短剧 APP 进行分发。国家广播电视总局 2020 年正式将微短剧定义为继网络剧、网络电影、网络动画片之后的第四种官方认可的网络视听形态。2025 年以来，短剧的载体从微信/抖音小程序逐步向独立 APP 迁移，同时横屏微短剧（单集 5-15 分钟）作为补充形态在长视频平台同步发展。

漫剧（AI 漫剧）是 2025 年诞生的新型内容形态，依托网络文学 IP，通过 AI 工具完成剧本生成、人物建模、场景绘制、配音合成的全流程数字化制作。漫剧通常单集时长 3-8 分钟，整体时长 80-120 分钟，核心特征是“去真人化”——摆脱对演员、拍摄场地和服化道的依赖，同时保留短剧强情节、高冲突的内容优势。AI 将漫剧单分钟制作成本降至约 400 元，单部成本控制在 10-30 万元，制作周期从传统的 90 天压缩至 10-13 天。

图1 主要短剧内容形态及特征

竖屏真人短剧	横屏真人短剧	AI漫剧
主要特点 - 单集时长1-3分钟 - 主流形态，适配移动端观看习惯 - 剧情快节奏、强冲突、“爽点”密集	主要特点 - 单集时长5-15分钟 - 精品化制作与深度叙事 - 积极“上星”播出，向大屏渗透	主要特点 - 单集时长1-3分钟 - 利用AI生成技术，成本极低、产能极高、风险可控
代表性播放平台	代表性播放平台	代表性播放平台
短剧独立APP/小程序 	长视频平台 	漫剧独立APP/小程序 
短视频平台 		

资料来源：QuestMobile，中航证券研究所

产业链上下游重合度较高，中游制作环节分化。①**上游 IP**：短剧和漫剧共享 IP 来源（网文平台）。②**中游制作**：真人短剧需要传统的拍摄团队和演员资源，制作成本随精品化趋势持续攀升；漫剧则由 AI 原生制作方主导，成本优势显著但内容同质化问题突出。③**下游分发**：红果等头部平台同时运营短剧和漫剧频道，通过双向导流提升用户时长和变现效率。

图2 短剧/漫剧行业产业图谱



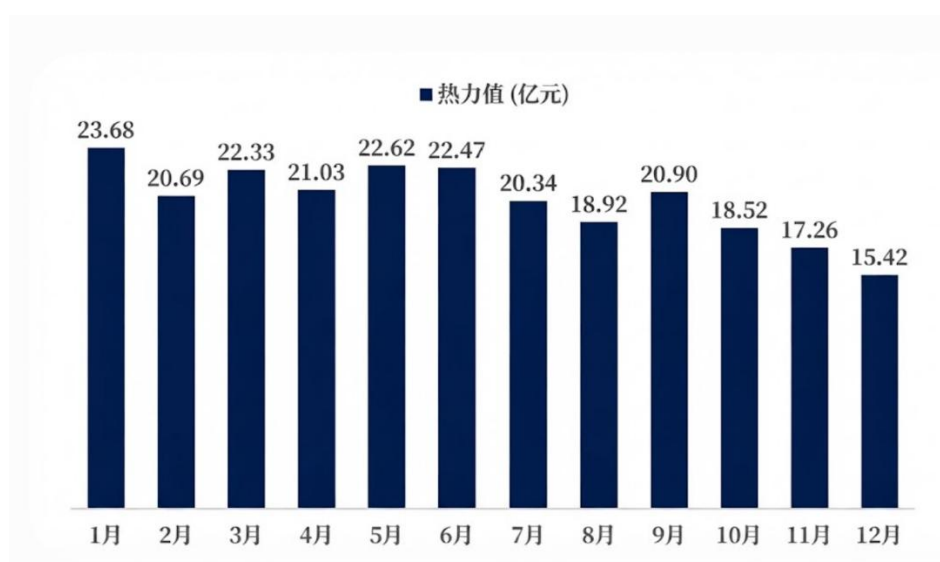
资料来源：QuestMobile，中航证券研究所

二、行业景气度：国内稳增、海外放量、漫剧高增

（一）热力值趋于平稳，爆款率不足 0.1%

热力值增速见顶，标志着投流端增量空间收窄。据 DataEye，2025 年全年微短剧热力值（投流端口径）约 244 亿元，与 2024 年基本持平。月度均值约 20-21 亿元，下半年连续下滑——10 月 18.52 亿元（环比-16%），12 月付费大盘同比降 11% 创年内新低，免费模式对投流端的冲击已经显现。

图3 2025 年每月微短剧热力值

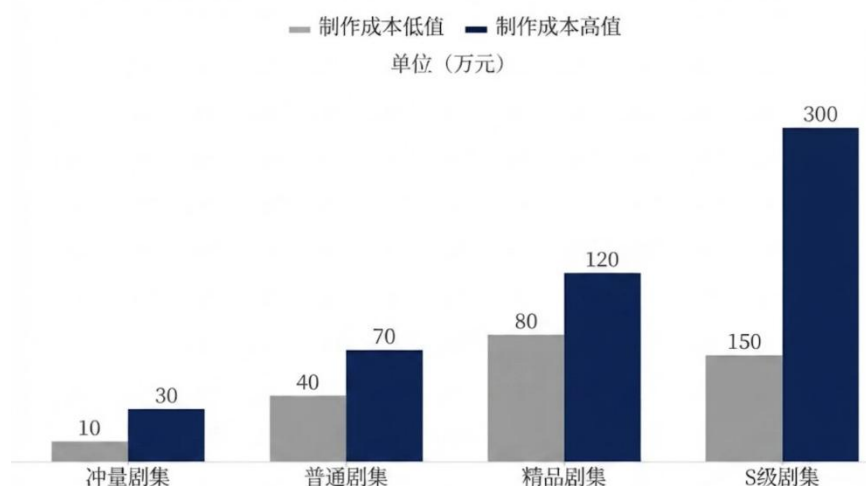


资料来源：DataEye，中航证券研究所

参与者内部分化加剧，马太效应或加速行业出清进程。DataEye 数据显示，2025 年全年超 16 万部新剧涌入，但热力值超 5000 万的爆款仅 12 部，26H1 爆款率已不足 0.1%。制作端集中度显著提升——TOP100 制作方（占总数仅 0.5%）贡献了约 146

亿热力值，占据市场六成；番茄、河马、麦芽三大平台合计垄断 60%热力值，番茄一家份额从 16%提升至 33%。同时制作成本普涨 30%-50%，百万级投资已成头部标配。据《中国微短剧行业发展白皮书（2025）》，普通剧集单部 40-70 万元、精品 80-120 万元、S 级 150-300 万元，头部项目成本达到 600-800 万元，低成本试错策略的可行性持续降低。我们判断，在流量成本、制作成本、备案门槛同步攀升，叠加平台补贴退潮的环境下，行业将加速从“走量试爆款”向“重资产出精品”切换，头部集中度继续提升是大概率事件，中小制作方的生存空间将持续收窄。

图4 各层级微短剧制作成本



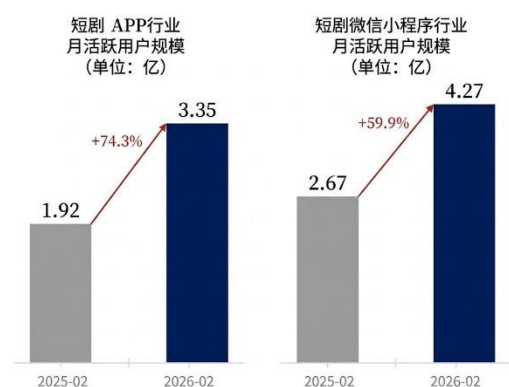
资料来源：DataEye，中航证券研究所

（二）国内短剧市场：免费模式主导，平台话语权持续提升

从规模与增速的横向对比看，短剧在现有内容产业中仍处于高速增长区间。据 DataEye，2025 年中国微短剧核心市场规模达 634.3 亿元（+26%），2025-2027 年 CAGR 预计为 19.2%，2027 年有望增至 856.5 亿元。作为参照：2025 年国内电影票房 518.32 亿元/同比+21.95%，全国上星频道电视剧收视总规模 2505 亿人次/同比+9%，全国广电和网络视听行业总收入 15464 亿元/同比+5.22%，其中短视频和网络直播收入 4795 亿元/同比+11.28%。短剧 19.2% 的复合增速在所有内容形态中居于前列。我们认为，短剧和短视频/网络直播通过流量变现的底层逻辑类似，但短剧尚处于成长期，商业模式和变现效率仍在迭代打磨，品类渗透率持续提升，行业中长期成长空间可期。

用户端，短剧的目标是抢占用户移动端的可支配时长。据 QuestMobile《2026 短剧行业洞察报告》，截至 2026 年 2 月，短剧行业整体月活用户达 7.18 亿（较 2025 年 2 月增长 74.3%），人均单日使用时长 125 分钟，独立 APP 月活 3.35 亿，微信小程序月活 4.27 亿。红果免费短剧以 3.04 亿 MAU 领跑、DAU 于 2026 年 1 月突破 1 亿，视听总时长在移动视频中排名第四，已超越优酷、爱奇艺、腾讯视频和快手主站，红果 2025 年广告收入约 200 亿元。第二名河马剧场同期 MAU 仅约 0.39 亿且同比下滑约 1.5%，差距已拉开至接近 8 倍。我们认为，用户在移动端的可支配时长是刚性天花板，短剧行业规模可持续增长源自短剧内容活跃度在碎片化娱乐生态（长视频、短视频、直播、手游等）的比重提升，即持续从其他娱乐形态中切走用户可支配时长份额。

图5 2026 年 2 月短剧行业覆盖用户规模达 7.18 亿



资料来源：QuestMobile，中航证券研究所

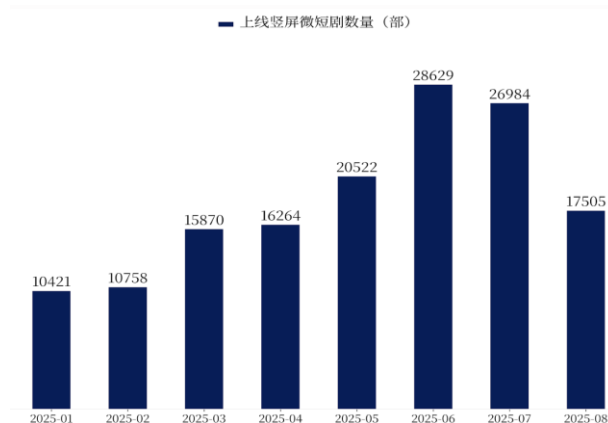
图6 2026 年 2 月短剧 APP 月活跃用户规模及人均单日使用时长



资料来源：中国网络视听协会，中航证券研究所

供给端，产能释放节奏明显加快，亿级播放量微短剧规模不断扩大。据 ADX 短剧版监测数据，2024 年全年参与投流的短剧（去重）总量约 4.46 万部，2025 年上半年超过 6.63 万部（+49%）；抖音端在播微短剧突破 20.48 万部（含复投）。横屏微短剧 1-8 月 325 部（+24.52%），动画微短剧 2902 部。据国家广播电视总局《CVB 2025 年全国卫视频道微短剧收视报告》，卫视端全年播出微短剧 124 部（+254.3%），覆盖 36 个卫视频道。抖音端原生累计播放量破亿的微短剧中，短剧数从 2025 年 1 月的 1175 部持续增长至 12 月的 5427 部，整体呈稳步上升态势，抖音端能达到亿级播放量的微短剧规模在不断扩大。

图7 2025年1-8月各渠道上线竖屏微短剧数量趋势



资料来源：中国网络视听协会，中航证券研究所

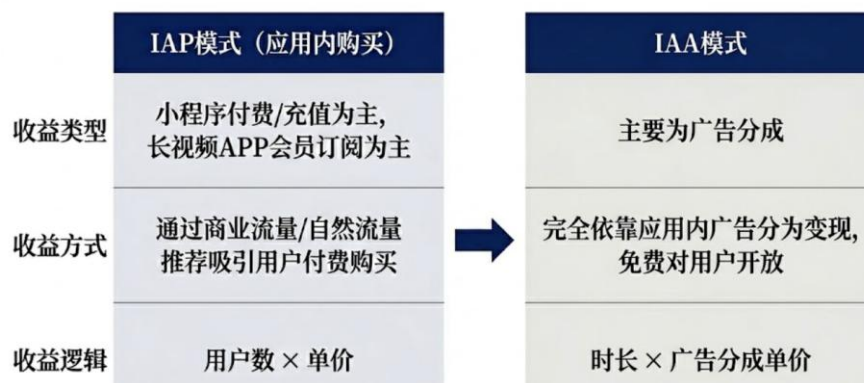
图8 2025年抖音端原生微短剧破亿短剧数



资料来源：DataEye，中航证券研究所

商业模式转变推高了平台话语权，买量模式加剧内部分化。据《2025年微短剧行业洞察报告》，IAA（广告变现）市场规模占比达71%，IAP（内购付费）降至26%，混合模式仅占3%。IAP模式下制作方可获得较高分账，但IAA模式下平台掌握流量分发权，制作方广告分账远低于付费分账，利润空间被系统性压缩。买量模式加剧了行业的不平衡，销售费用高企直接影响制作方的利润空间，DataEye 预估 2025 年微短剧投流规模约 423 亿元/同比+28%，10 月投放素材量达 2,144.9 万组/环比+4.5%，远超其他平台总和。

图9 2023-2025年中国电影票房与微短剧市场规模对比



资料来源：Dataeye，中航证券研究所

买量效率逐渐见顶，精品内容商的稀缺性正在积累反制力量。买量效率的改善空间已接近天花板，据 DataEye 剧查查数据，AI 短剧投流成本约占总流水 70%，千次播放收益同比腰斩至 15~30 元，成熟投流团队 ROI 仅 1.03~1.07，普通项目已低于 0.8；头部公司多数能盈利，腰部公司盈利比例仅 3%~5%，腰部以下不超过 2%。据 DataEye 数据，AI 漫剧 2025 年上线约 6 万部，播放量破亿仅 96 部，破亿率 0.16%；截至 2026 年 2 月末，在播总量达 12.78 万部，但破亿作品仅约 150 部（含老剧），破亿率降至 0.12%，供给翻倍但爆款产出稀释。头部精品厂牌与行业均值之间已形成爆款率剪刀差，2025 年听花岛一家 70 部中 48 部破 10 亿

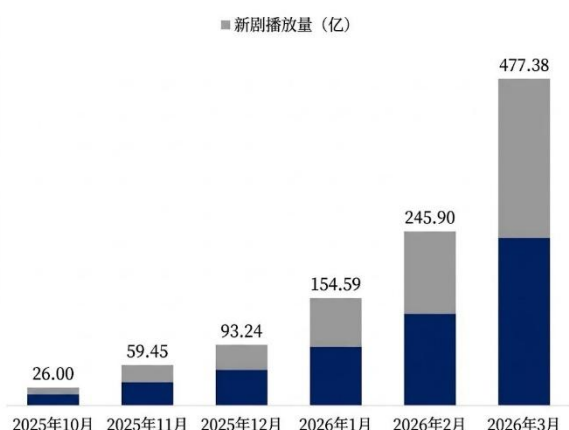
(爆款率 69%)，百川中文 160+部中 30+部破 10 亿。我们认为，随着平台逐步淘汰低质填充内容、用户对同质化内容付费意愿持续回落，具备稳定优质内容产出能力的制作公司，将成为平台核心合作主体，行业议价权有望持续向精品制作方倾斜。

(三) 漫剧：AI 驱动下的百亿级赛道，大厂加速入局

2025 年为中国 AI 漫剧元年，2026 年 AI 仿真人剧完成品类替代。据巨量引擎，在网文 IP 和 AI 全流程赋能的加持下，2025 年漫剧市场规模突破 200 亿元量级，2025 年前 11 个月上线 46931 部，其中 9 月上线 13136 部，10 月攀升至 14726 部，两月合计占全年 59.37%。进入 2026 年后，AI 仿真人剧完成了对沙雕漫的品类替代，漫剧赛道进入新阶段。据 DataEye 研究院，26Q1 AI 剧/漫剧合计播放量近 1300 亿次，AI 仿真人剧播放 750 亿次，单品类超 2025 年全年总和，3 月环比 2 月播放量增长 78.9%，较 1 月涨幅达 137.7%。在漫剧百强榜中，AI 仿真人剧占比从 2025 年初的 7% 提升至 2026 年 3 月的 60% 以上，沙雕漫从 25Q4 的约 60% 降至约 30%。

供给端高速扩容与盈利能力持续摊薄之间的剪刀差正在扩大，行业从补贴驱动加速转向淘汰赛。据 DataEye 数据，2026 年 Q1 抖音端原生在播 AI 剧/漫剧从 2026 年以前约 5.8 万部增加至约 18 万部，其中 3 月单月新增约 5 万部，同期 Q1 全平台播放量达 1,300 亿。然而，在供给放量的背景下，红果官方 2026 年 5 月表示只有部分剧本保留保底，普通中小公司议价空间有限，这意味着平台补贴红利正在退潮，对内容质量的要求持续提升，大量依赖补贴而非内容的团队将加速出清。

图10 AI 剧/漫剧每月播放量趋势



资料来源：DataEye，中航证券研究所

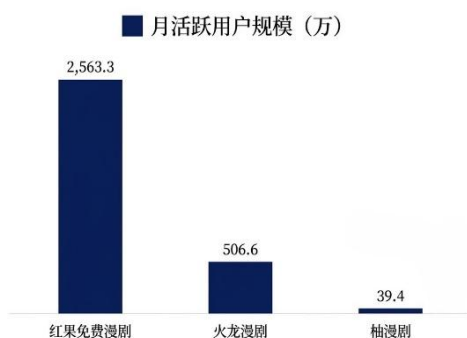
图11 AI 剧/漫剧每月在播数量



资料来源：DataEye，中航证券研究所

红果漫剧一骑绝尘，大厂相继入局。据 Questmobile 数据，2026 年 3 月，红果免费漫剧（字节旗下）以 2563 万的 MAU，位列新 APP 榜第 2、火龙漫剧（腾讯旗下）以 507 万 MAU 位列新 APP 榜第 10、小云雀以 419 万 MAU 位列新 APP 榜第 14，三款 AI 漫剧产品在榜单上的集体亮相，且百度、爱奇艺、优酷等纷纷入局，标志着 AI 漫剧已进入规模化发展阶段。

图12 26年3月典型漫剧应用月活用户规模



资料来源：QuestMobile，中航证券研究所

图13 部分互联网企业漫剧业务布局

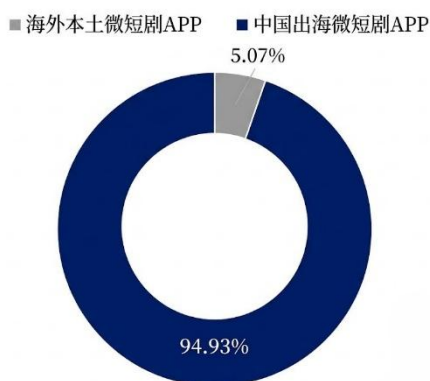


资料来源：QuestMobile，中航证券研究所

(四) 短剧出海：新兴市场接棒增长，增收不增利困境突出

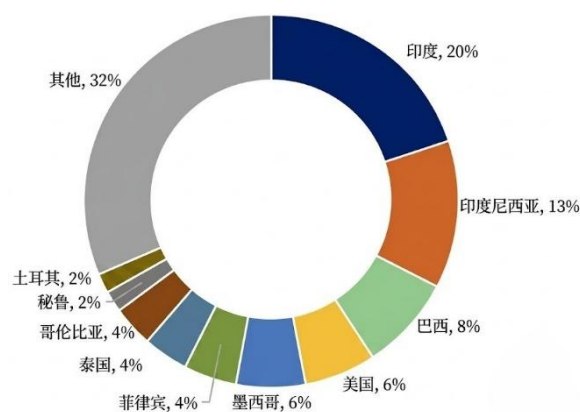
海外短剧经历了高速增长，新兴市场逐渐成为增长主力。据 DataEye 研究院预估，2025 年海外微短剧市场预估双端内购收入 22.79 亿美元，同比增长 129%，预估双端下载量高达 18.55 亿次，同比增长超 300%，增长势头强劲。中国出海厂商收入约占 95%，2025 年中国出海微短剧 APP 预估双端内购收入约 21.63 亿美元，在全球市场中占比约 94.93%；相比之下，海外厂商布局的微短剧 APP 预估双端收入为 1.16 亿美元，市场占比为 5.07%。新兴市场逐渐成为增速主力，分国家来看，印度、印尼、巴西三大市场包揽 2025 年海外微短剧下载量前三，合计贡献超 40%的总下载量；从地区来看，拉美、东南亚、印度等新兴市场合计贡献超 6 成的市场下载量。

图14 2025 年中国出海微短剧 APP 市场收入占比



资料来源：DataEye，中航证券研究所

图15 2025 年新兴市场贡献超六成下载量



资料来源：DataEye，中航证券研究所

多数出海短剧项目无法回本，行业增收不增利困境突出。2025 年海外短剧全产业链规模达 36 亿美元，同比增长 126%，但 80%-90% 的项目无法回本。头部公司普遍亏损——中文在线归母净亏损 5.8-7 亿元，掌阅科技亏损同比扩大 226%，ReelShort

由盈转亏、净亏损超 8,500 万元，点众科技海外流水近 40 亿但净利润仅 2,700 万元、净利率不足 1%。投流成本是核心症结，北美单用户获客成本高达 5.28-15 美元，部分项目的投流费用是制作费的十倍以上。

三、竞争格局：海外格局更优，漫剧大厂加速布局

（一）国内平台格局：红果结构性壁垒稳固，5 月补贴退潮加速行业洗牌

红果以 3.04 亿 MAU，占短剧 APP 行业月活 90.6%。红果的壁垒在于构建的“IP→内容→流量→变现→再投资”闭环。①上游，红果与番茄免费小说（MAU 2.60 亿）深度绑定，两者重合用户达 8726 万，截至 2025 年 10 月，番茄 IP 改编微短剧收入较 2024 年全年增长 8 倍，多部热播作品《盛夏芬德拉》《云渺》《念念有词》等均改编自番茄 IP，IP 池的独特性打造了红果的竞争壁垒。②中游，红果免费漫剧 APP 上线 4 个月 MAU 即达 2563 万，近 50%新增用户来自红果短剧 APP 内部导流，短剧和漫剧之间的双向流量闭环已经跑通。③下游，2025 年广告收入约 200 亿元，3-4 月连续单月分账超 5 亿元。这套闭环的效率源自三个方面：番茄的 IP 降低内容成本，漫剧增加用户时长，广告引擎提高变现效率，三者环环相扣。

图16 红果免费短剧 APP 月活跃用户规模趋势



资料来源：QuestMobile，中航证券研究所

5 月红果保底政策改变是我们判断行业进入新阶段的核心信号。红果官方 2026 年 5 月表示只有部分剧本保留保底，普通中小公司议价空间有限。平台自今年 4 月起连续开展低质漫剧专项治理，4 月 7 日至 15 日一周内即拦截下架低质漫剧 3522 部，4 月单月处置超万部，5 月累计处置违规漫剧达 20941 部。与此同时，2026 年 5 月红果将真人剧分成从 70%提至 80%、部均保底提升 60%。这意味着平台对于内容的要求持续提升，正在重新把资源押注在真人精品短剧上。真人短剧在投新剧已从 2025 年 10 月的 1.7 万部锐减至 5 月的仅 1000 多部，广电总局“千部精品微短剧”计划和六

大平台合计超 60 亿元的扶持投入将进一步加速真人赛道的产能重建。

追赶者的处境不乐观，一家独大的现状或维持。截止 2026 年 2 月，红果短剧 MAU 达 3.04 亿，同比增长 84.6%；第二名河马剧场 MAU 仅 0.39 亿，不及红果七分之一，且同比下滑 1.5%，银发人群渗透率近 60%是其差异化优势；快手“喜番”MAU 仅 565 万，差距悬殊。追赶者在用户规模、增长速度和生态协同上均难以撼动红果地位，一家独大的格局短期内不会改变。

（二）海外 APP 格局：收入榜换位与下载端分化并行，TikTok 入局改写竞争规则

海外短剧 APP 市场由中国厂商主导，但 26Q1 出现了两个重要变化。

其一，收入榜换位。DramaBox（点众科技）2026 年 1 月以 3402 万美元月收入首次超越 ReelShort 登顶，但其短剧业务净利率不足 1%，投流费用占总收入 80%以上；ReelShort 虽然 2026 年 1 月收入环比下滑超 10%，但在 2025 年的收入增幅同比超 100%，产能从 2024 年周均 1-2 部提升至 2026 年初的周均 5-6 部，美国市场贡献收入超六成。

其二，下载端分化。据 Sensor Tower 数据，昆仑万维旗下 FreeReels 以 26Q1 下载 1.15 亿次蝉联冠军，累计突破 2 亿次，但 4 月环比回落 10%；NetShort 以 196% 的环比增速位居前列。字节旗下 PineDrama 于 3 月 29 号首次登上美国谷歌商店应用·娱乐（免费）榜 TOP10，主攻印尼和巴西等新兴市场。TikTok 全面加码短剧布局，从分发渠道转为制定内容标准和流量规则的平台方，叠加其流量、算法和系统性优势，将加速海外短剧洗牌，纯以买量周转的中小平台窗口期持续收窄。

当前海外 APP 的竞争路径分化，中文在线和昆仑万维覆盖度高。①ReelShort 选择本土原创×IAP 路线，壁垒深但产能扩张受制于高制作成本（15-20 万美元/部）；②DramaBox 选择翻译改编×IAA 路线，规模大但利润薄；③FreeReels 选择免费先行×新兴市场路线，下载量大但 ARPU 低；④NetShort 和 Melolo 选择 AI 原生×混合变现路线，增速快但品牌沉淀浅。**我们判断，四条路径各自面临不同的约束条件，最终胜出的不会是某一条单一路径，而是能在多个维度上同时建立壁垒的综合性平台。**中文在线在 IP 储备（560 万+内容资产）、海外平台矩阵（自有平台 FlareFlow+参股 ReelShort）和版权分账（TikTok 短剧分账版权方第一）上形成了海外短剧赛道相对完整的布局。昆仑万维则通过自研 SkyReels 大模型将单部制作成本降至约 2 万美元，并与双平台矩阵（付费 DramaWave+免费 FreeReels，合计 MAU 全球第一）实现量收互补，在 AI 产能和下载壁垒两个维度上优势突出。

图17 出海短剧平台

产品名称	所属公司	上线时间	主要商业模式	内容类型
Reelshort	枫叶互动	2022 年 8 月	以付费解锁为主	本土剧为主，译制剧为辅
DramaBox	点众科技	2023 年 4 月	以付费解锁为主	译制剧为主，本土剧为辅
ShortMax	九州文化	2023 年 9 月	混合变现（免费+付费）	译制剧与本土剧并行
GoodShort	新阅时代	2023 年 6 月	混合变现（免费+付费）	译制剧为主本土剧为辅
Kalos TV	青榕文化	2023 年 9 月	以付费解锁为主	译制剧比重较大
NetShort	麦芽文化	2024 年 7 月	以付费解锁为主	译制剧为主本土剧为辅
MoboReel	畅读科技	2023 年 6 月	混合变现（免费+付费）	译制剧为主本土剧为辅
DramaWave	昆仑万维	2024 年 9 月	混合变现（免费+付费）	译制剧为主本土剧为辅
StardustTV	山海星辰	2024 年 7 月	混合变现（免费+付费）	译制剧为主本土剧为辅
Minishorts	抖音集团	2024 年 1 月	混合变现（免费+付费）	译制剧为主本土剧为辅

资料来源：QuestMobile，中航证券研究所

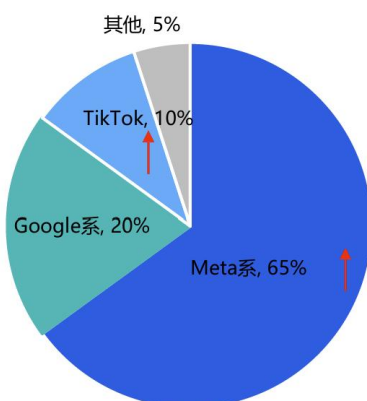
（三）海外 vs 国内：基于三重差异下的主观判断

海外短剧平台与国内平台在载体、流量、平台的三重差异。①载体方面，海外以独立 APP 为主，用户主动下载安装行为天然筛选了高留存和高付费意愿的用户群体，平台可通过推送通知持续触达召回用户，逐步积累品牌资产和私域流量；国内多以小程序为载体，用户“即用即走”、低切换成本，平台难以建立用户留存和品牌认知，参与者被迫持续高强度投流以维持用户触达。②流量格局方面，海外渠道呈多极化分布——Meta 系占约 60-65%、TikTok 约 25-30%、Google/YouTube 10-20%，平台可在渠道间灵活切换优化 ROI；国内买量预算超 70%集中于抖音，渠道集中度带来的系统性脆弱性难以分散。③平台中立性方面，海外 Meta 自身不运营短剧 APP，所有参与者在相对公平的规则下竞争；而国内抖音推出红果自营，将主站流量、番茄小说 IP 资源和资金倾斜给自有平台，第三方制作方在流量采购和内容分发两端均面临与平台自有业务的竞争。

出海标的在中长期维度上应享有高于纯国内玩家的估值中枢。海外以独立 APP 为载体、流量渠道分散、平台相对中立，平台可以通过品牌积累逐步降低买量依赖、提升自然流量占比，从而改善利润率；国内以小程序为载体、流量高度集中于抖音、平台自身参与竞争，盈利改善更多局限于成本端优化，收入端的结构改善空间有限。基于此，我们判断，相较于深耕国内市场的短剧企业，具备出海业务布局的厂商，估值中枢有望上移，业绩存在加速兑现的可能。

图18 2025 年海外短剧成本结构和投流渠道

2025年海外短剧投流渠道分布



2025年海外短剧应用成本结构



地区	北美	拉美	亚太	欧洲/中东等
App平均CPI (美元)	5.28	0.34	0.93	1.03

资料来源：QuestMobile，中航证券研究所

四、政策与催化：“先备案、后上线”时代到来

微短剧行业监管框架在过去两年间形成了清晰的收紧曲线。据广电总局《关于进一步统筹发展和安全促进网络微短剧行业健康繁荣发展的通知》：2024年2月确立“分类分层审核”基础框架，2024年6月起未经备案的微短剧不得上线；2025年11月首次将AIGC类纳入审核体系。2026年1月，重点短剧门槛从100万提至300万元，普通短剧从30-100万调整为100-300万元，导致1月重点备案仅132部，较2025年12月的260部环比下降近50%，备案数量呈现明显回落。2026年4月1日AI漫剧正式进入“先备案、后上线”时代，新规设三层审核架构，≥300万由国家广电总局审核，100-300万由省级审核，<100万由平台自审后报省级备案，新规同时要求所有AI漫剧必须标注“AI生成”。我们的判断是，短期冲击供给（参考2025年11月漫剧上线量环比下降53.6%的先例），中长期利好头部集中度，可类比游戏版号制度的出清效应。

表1 2024年后短剧漫剧相关监管政策

政策文件	发布时间	核心内容
《关于进一步统筹发展和安全 促进网络微短剧行业健康繁荣发展的通知》	2024年2月	1) 确立分类分层审核制度：重点(≥100万/特殊题材) / 普通(30-100万) / 其他(<30万) 2) 2024年6月1日起，未经审核备案的微短剧不得上网传播 3) 全面实行“持证上岗”，须持有《网络剧片发行许可证》或完成上线报备 4) 建立“白名单”制度、“黑名单”制度 5) 落实“总编辑内容负责制”，先审后播
《不良动画微短剧和动画短视频网络传播专项治理》	2025年11月	1) 首次将AIGC类、漫画类、表情包类微短剧纳入分类分层审核体系 2) 即日起新增动画微短剧须完成事前审核并标注编号方可上线 3) 存量作品须在2026年3月底前分阶段补办备案手续

《关于调整微短剧分类分层标准的通知》	2025 年 12 月	4) 2026 年 4 月 1 日起未备案存量作品全网强制下线
		1) 重点微短剧: 100 万→300 万元(或涉政治/军事/外交等特殊题材) 2) 普通微短剧: 30-100 万→100-300 万元 3) 其他微短剧: <30 万→<100 万元
《“微短剧精品创作传播计划”实施方案》	2026 年 5 月	1) 到 2026 年底推出千部优秀微短剧 2) 发布首批 116 部“微短剧+”行动计划推荐剧目(含 AIGC 单元)
上海“沪 8 条”《加快推进人工智能赋能微短剧高质量发展若干措施》	2026 年 5 月	1) AI 微短剧智能体项目最高支持 1000 万元 2) 优秀微短剧项目最高 300 万元奖励 3) “2+5”极速审核机制(规划备案 2 工作日/上线备案 5 工作日) 4) 浦东建设微短剧出海基地

资料来源：央视网、央广网、澎湃新闻等，中航证券研究所整理

五、核心标的：IP 拥有者+平台建设者

(一) 阅文集团 (0772.HK)

IP 全产业链头部公司，在线阅读基本盘稳定、持续孵化新 IP。2025 年创作大会宣布升级“创作合伙人计划”，开放十万部精品 IP、设立亿元专项创作基金，与酱油动漫签订三年每年不少于 400 部（不少于 200 部改编自阅文 IP）的合作协议。25H1 衍生品 GMV 增至 4.8 亿元（接近 24 全年 5.0 亿元），出品量为 2024H1 的 3-4 倍，《全职高手》《诡秘之主》《道诡异仙》《一人之下》《狐妖小红娘》等头部 IP 持续挖掘搪胶毛绒、玩偶等新品类。我们认为阅文在漫剧赛道的定位具有独特性——作为 IP 提供商，无论哪家制作方做出爆款漫剧都需要 IP 授权，商业模式轻资产、确定性强。

(二) 中文在线 (300364.SZ)

国内头部短剧 IP 储备库和海外短剧赛道的综合性平台运营商。2025 年全年实现营收 16.57 亿元/同比+42.92%，归母净亏损 6.71 亿元/同比-176.24%，主因海外平台投入与销售费用增加（销售费用 9.53 亿元，占营收 57.5%）。短剧及 IP 衍生品收入 8.96 亿元/同比+125.02%，首次超过网文成为公司第一大收入来源（占比 54.09%）。26Q1 营收 3.10 亿元(+33.12%)，归母净亏损 4,582.87 万元，亏损同比收窄 47.88%。短剧出海方面，子公司 FlareFlow 海外短剧平台 2025 年 9 月登顶美国 Google Play 与 App Store 娱乐应用免费榜双榜第一，上线超 3,000 部，与北美 10 余家头部制作方达成战略合作。参股枫叶互动 (CMS 49.2%) 旗下 ReelShort 2025 年全年收入 3.32 亿美元为赛道累计第一。26Q1 FlareFlow 在 TikTok 短剧合作分账中位列版权方第一，境外收入占比突破 40%。

(三) 昆仑万维 (300418.SZ)

自研大模型制作降本，短剧平台矩阵完整。2025 年全年实现营收 81.98 亿元/同比+44.78%，归母净亏损 15.93 亿元。短剧业务收入 16.17 亿元/同比+864.92%，毛利率 79.19%。DramaWave（付费平台）MAU 2800 万，下载量破亿，2025 年收入

约 1.18 亿美元；FreeReels（免费平台）MAU 超 4000 万，下载量海外第一，26Q1 下载 1.15 亿次（环比+137%），累计突破 2 亿次。双平台合计 MAU 海外短剧市场全球第一。26Q1 经营现金流转正（0.89 亿元），合同负债+74.1%，单月流水超 4,800 万美元，ARR 突破 5.7 亿美元。自研 SkyReels 大模型将单部制作成本降至约 2 万美元（降幅 90%+），在 Artificial Analysis 评测中登顶全球第一。

六、投资建议

当前行业处于买量成本高企、平台补贴退潮与精品化门槛抬升的叠加期，我们认为，投资机会集中在两个方向：一是具备海外 APP 品牌壁垒和用户资产的平台建设者，二是轻资产、确定性强的 IP 提供商。建议关注：阅文集团、中文在线、昆仑万维。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
 李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
 李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
 李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。**本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637