

## Soul 招股说明书梳理

### 事件

- **6月30日，Soul提交港股招股书：Soul为国内开放式虚拟社交平台，社交元宇宙先行者，成长迅速。**公司为中国首个用户以虚拟身份 Avatar 方式互动的开放式社交平台，以年轻一代为用户主力打造沉浸式社交，基于独特兴趣图谱推荐算法，用户规模及营收高速增长。公司 19-21 年营收由 7070 万元增长至 12.81 亿元，年复合增长率增速超 325%。月活用户由 19 年的 1100 万增长至 3160 万，日活用户由 19 年的 330 万增长至 21 年的 930 万。

### 投资要件

- **Z世代引领移动社交行业增长。**根据艾瑞咨询数据，中国移动社交行业市场规模将由 2021 年 1610 亿元，增长至 2026 年的 4120 亿元，年复合增长率达 20.1%。Z 世代所具有的高消费实力和意愿将提升移动社交行业的变现潜力。
- **开放式社交平台增速发展，未来将成为行业驱动点。**年轻一代对深度关系的也将推动基于非颜值和兴趣驱动的开放式社交模式需求激增。未来，开放式社交平台将成为新的行业增长点，据艾瑞咨询的数据，2021 年中国开放式移动社交网络市场规模达到 500 亿元，2026 年将达到 2008 亿元，年复合增长率达到 32.1%，超过行业整体增长速度。
- **竞争优势：用户端、体验端、技术端三维度剖析。**1) 用户端：用户群体兼具质量与数量，形成良性闭环。21 年日活月活位居垂直行业前三，日均启动次数和私聊信息数量行业第一，高粘性用户和庞大的用户群体有助于吸纳广告商，基于元宇宙场景变现潜力较大。2) 体验端：基于 Avatars 打造虚拟身份，游戏化+音乐化带动互动模式创新，音视频派对赋予主题多样性，增值服务护航社交过程，有效契合 Z 世代用户的社交娱乐需求、独特性和审美心理，赋予年轻用户归属感。3) 技术端：基于灵犀和 Nawa，成熟大数据技术和扩展线上技术打造行业技术壁垒，基于兴趣图谱推荐的灵犀引擎国内首创，Nawa 引擎多点位识别，3D Avatar 捏脸功能业内领先。
- **募集资金主要用于强化自身技术、打造品牌、开发创新产品功能等。**公司本次募集资金，主要用于强化自身行业技术壁垒 (大数据&社交元宇宙&吸引研发人才)、打造品牌及扩大用户群体 (合作广告平台&执行多渠道营销&与优质 IP 合作&推广优质内容用户)、开发创新产品及功能 (基于专有引擎，升级沉浸式互动功能&开发游戏化功能&创造基于 Avatars 及去中心化的生态系统&优化内容社区，开发新内容发现方法)。

### 风险提示

- 平台用户增长不及预期；政策不确定风险；行业竞争加剧风险；功能开发不及预期。

许孟婕 联系人  
xumengjie@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 内容目录

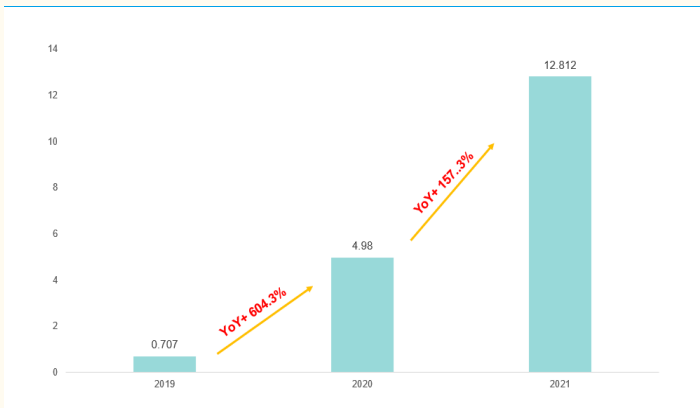
一、 Soul: 国内开放式虚拟社交平台，社交元宇宙的先行者.....	3
1.1 Soul: 主打陌生人社交的国内虚拟社交平台，社交元宇宙先行者，成长迅速.....	3
1.2 管理层及股权架构：背靠腾讯，创始人持股 28.5%，管理团队年轻 .....	4
二、 行业：Z 世代引领移动社交行业增长，开放式社交平台成行业驱动点 .....	5
2.1 Z 世代成为为中国移动社交行业变现核心驱动力，社交元宇宙发展正当时 .....	5
2.2 非颜值及兴趣驱动社交模式需求激增，开放式社交网络成为行业驱动点7	
三、 竞争力：技术端、体验端、用户端三维度剖析 .....	8
3.1 用户端： Soul 用户群体兼具数量与质量，未来变现潜力较大.....	8
3.2 体验端：基于 Avatars 打造虚拟身份，游戏化+音乐化带动互动模式创新 .....	9
3.3 技术端：灵犀+Nawa，大数据算法和扩展现实技术打造用户兴趣标签和个性化形象.....	11
四、 财务分析：付费用户变现能力增长带动营收，三费费用率收窄，亏损源于品牌前期推广 .....	13
4.1 变现方式逐渐多元化，用户持续的变现转化带动营收、毛利率高速增长 .....	13
4.2 期间费用率收窄，资产及融资资金情况良好，运营资金充足.....	13
五：募集资金投向 .....	14
六、风险提示 .....	15

## 一、Soul: 国内开放式虚拟社交平台，社交元宇宙的先行者

### 1.1 Soul: 主打陌生人社交的国内虚拟社交平台，社交元宇宙先行者，成长迅速

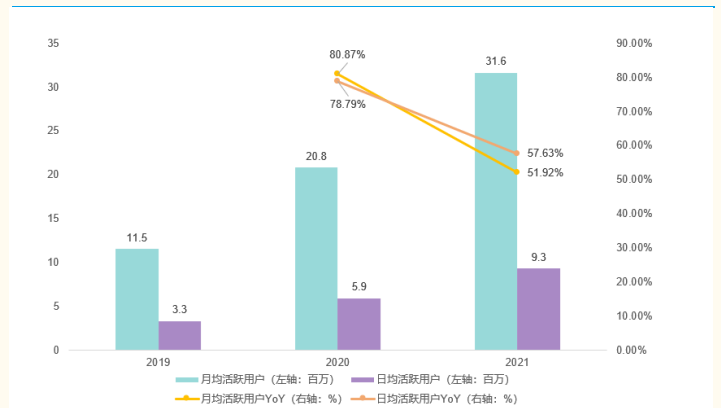
- **Soul 是国内社交元宇宙的先行者，致力于打造以 Soul 链接一切的社交元宇宙。** 公司为中国首个用户以虚拟身份 Avatar 方式互动的开放式社交平台；基于注册时的“灵魂测试”，将类似兴趣图谱和性格的用户推送至同一社交星球。功能方面，提供包括“内容广场”、“个人空间”等用户展示窗口；游戏化和音乐化的独特互动方式；涵盖“学习房间”、“模拟情侣争执房间”、K 歌房间”多样沙盒语音互动场景；以及基于 3D Avatar 技术不同主题的视频派对房间。
- **发展历程：从陌生人社交出发，用户规模及营收成长迅速。** 公司于 2015 年于上海成立，由最初的解决年轻人孤独感的社交 APP 逐步拓展至基于虚拟现实技术的社交宇宙。营收端：公司 19-21 年营收由 7070 万元增长至 12.81 亿元，年复合增长率增速超 325%。用户端：日活、月活用户增长明显，其中月活用户 19 年~21 年分别为 1150/2080/3160 万，日活用户 19 年~21 年分别为 330/590/930 万。截止 2021 年底，Soul 的日活及月活人数排名位于国内开放式社交平台前三，其中日均私聊量及日均启动次数为国内第一。
- **具体来看：公司的发展分为以下几个阶段：**
  - 1) 2015-2018: 发展期，打磨线上社交平台，积累初始用户。2017 年，Soul 上线了以兴趣图谱为推送算法的星球匹配功能，并在应用程序中引入游戏化互动功能，增添可玩性；2018 年，Soul 的日活用户超过 100 万人。
  - 2) 2019-2021: 成长期，用户规模进一步增长，APP 框架成型，开始业务变现。2019 及 2020 年，Soul 开始通过增值业务和广告业务开始变现，2021 年两项业务营收额分别达到 12.03 亿及 0.77 亿。
  - 3) 2022—: 元宇宙社交，上线 3D 视频派对房间功能。2022 年，开发了基于 3D Avatar 技术捏脸，虚拟形象可实时捕捉用户实际表情进行交互，正式迈入元宇宙社交阶段。

图表 1: Soul 2019-2021 营收及增速 (单位: 亿元)



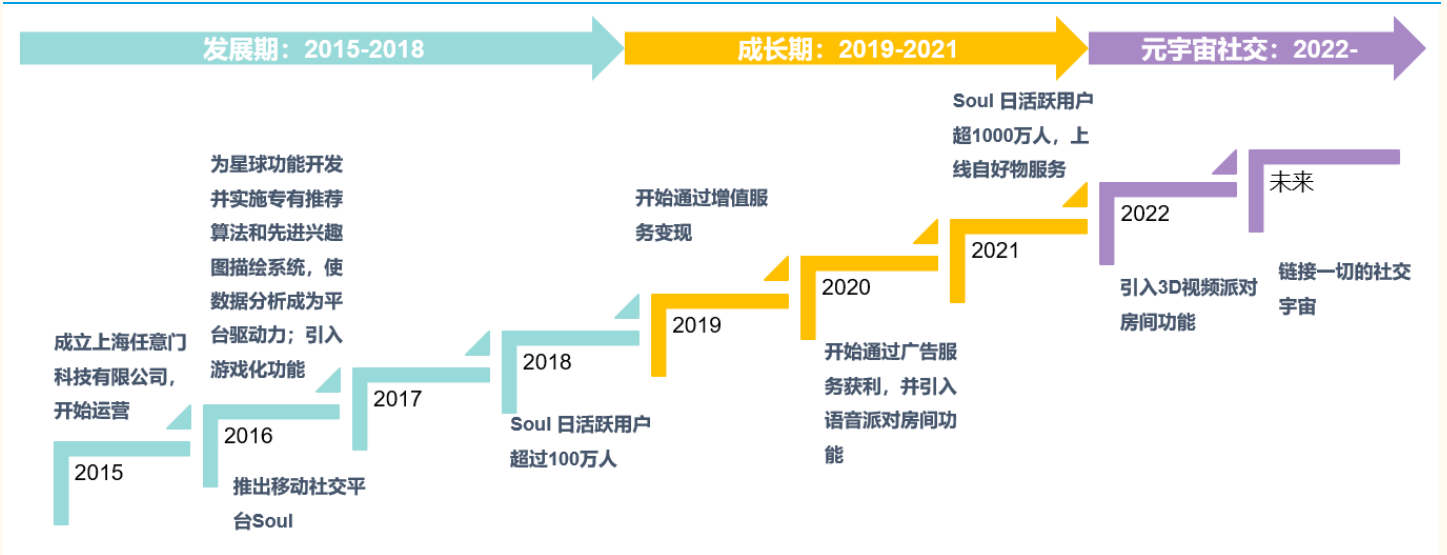
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 2: Soul 2019-2021 用户规模及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 3: Soul 发展历程

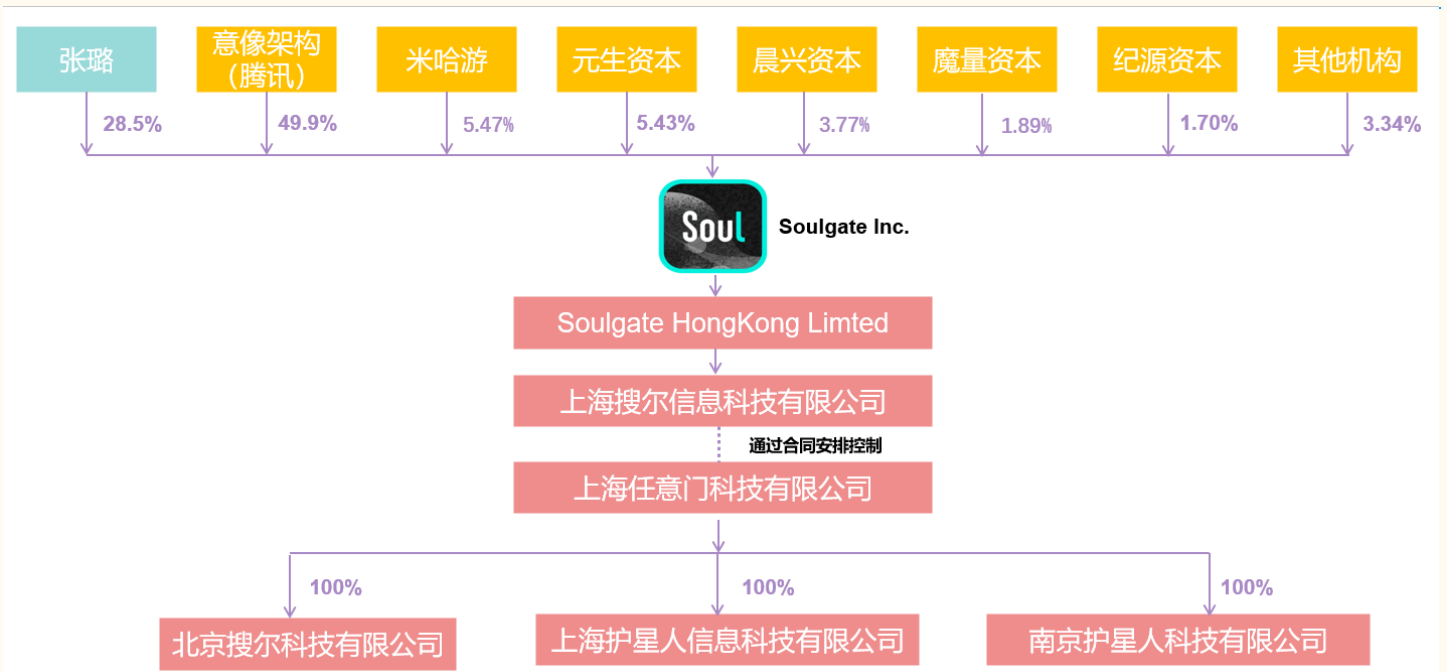


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.2 管理层及股权架构: 背靠腾讯, 创始人持股 28.5%, 管理团队年轻

- **股权架构:** 创始人张璐为实际控制人, 腾讯为其最大股东控股 49.9%。公司首席执行官张璐自身持有公司 28.5% 的股份, 享有 49.9% 的投票权。同时, 腾讯全资子公司意像架构所持有股份的 28.5% 的投票权也交由张璐女士代理。米哈游、元生资本为其第三、第四大股东分别持股 5.47% 及 5.43%。剩余投资机构中, 晨兴资本持股 3.77%。魔量资本持股 1.89%, 纪源资本持股 1.7%。

图表 4: Soul 股权架构



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **管理层:** 公司拥有年轻化的管理团队, 核心管理层平均年龄仅 36 岁。创始人兼首席执行官张璐女生负责集团行政、业务方向及整体管理, 08-09 年曾任职于咨询公司尼尔森, 于数据驱动领域有着丰富经验, 对在线社交产品有着深刻理解。首席技术官陶明先生负责监督及建立公司技术开发团队, 历任搜狗研发工程师, Wasterdrop 技术领导。执行董事兼技术副总裁

张高政先生于 2017 年加入公司，负责监督本集团技术研发及风险管理，曾任搜狗高级研发工程师，在公司广告业务及商业平台研发方面具有深厚积累。首席财务官王然先生，2022 年加入公司，负责运营资本及财务工作，在该领域具有近 20 年的丰富经验。技术副总监陈炜鹏先生，在自然语言处理、搜寻算法及数推送方面具有丰富经验，曾任职于搜狗，担任研发总监。

图表 5: Soul 高级管理层资料

姓名	年龄	职务	加入集团日期	简历
张璐	37	执行董事、董事长、首席执行官兼创始人	2015 年 6 月 17 日	学士，2007 年获中国中山大学英国文学学士学位；2008 至 2009 于尼尔森公司任职；2009 年至 2015 年于 Innex 中国担任顾问，后成为首席执行官；2015 年创立立上海任意门科技有限公司，负责集团行政、业务方向及整体管理
陶明	33	执行董事兼首席技术官	2017 年 2 月 23 日	硕士，2013 年获中国北京邮电大学计算机技术硕士学位；曾于搜狗担任研发工程师；2016 年于 Waterdrop 担任技术领导；2017 加入集团后担任首席技术官；2018 年起担任执行董事；负责监督及建立集团技术及开发团队
张高政	35	执行董事兼技术副总裁	2017 年 12 月 4 日	硕士，2013 年或中国北京航空航天大学计算机技术硕士学位。历任搜狗高级研发工程师，负责支援广告业务和商业平台开发；2017 年加入集团后担任技术副总裁；2021 年 10 月起担任执行董事，负责监督本集团技术研发及风险管理
王燕	41	首席财务官	2022 年 4 月 1 日	硕士，2003 年 7 月获得中国北京外国语国际贸易学士学位；2004 年 11 月获应该伦敦政治经济学法律及会计硕士学位；2005 年至 2013 年 9 月与于 HSBC Bank 及 HSBC Market (Asia) Limited 担任多职位；2013 年 9 月至 2022 年 3 月与瑞银香港分行担任多职位，最后职位为环球银行部董事总经理，2022 年加入集团担任首席财务官，负责资本运营及财务工作
陈炜鹏	35	技术副总裁	2021 年 8 月 23 日	硕士，2010 年获中国哈尔滨工业大学计算机科学与技术学士学位；2012 年获哈尔滨工业大学社会计算与信息检索研究总线的计算机科学与技术硕士学位；2012 年至 2021 年于搜狗担任多职位，负责自然语言处理、搜寻算法及数据推荐，最后职位为公司研发总监；2021 年加入集团担任技术副总裁，负责监督本集团技术研发

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

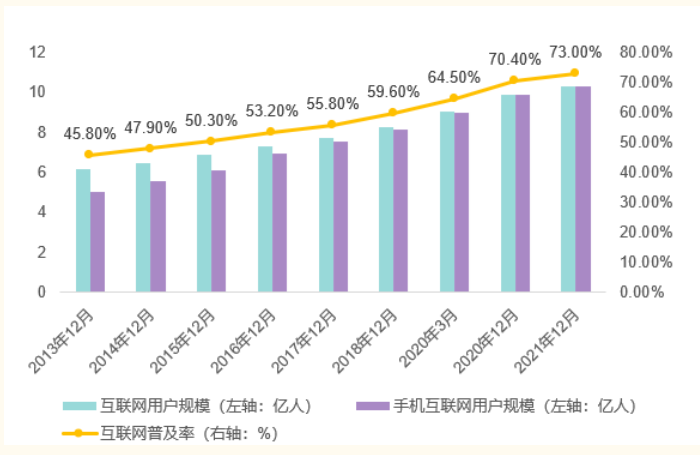
## 二、行业：Z 世代引领移动社交行业增长，开放式社交平台成行业驱动点

### 2.1 Z 世代成为为中国移动社交行业变现核心驱动力，社交元宇宙发展正当时

- 互联网用户及普及率持续攀升，中国移动社交行业规模持续增长。**截止 2021 年 12 月，中国互联网用户已达 10.32 亿，网络普及率达 73%，其中移动互联网用户达 10.29 亿，占比达 99.7%。社交作为用户的基础需求渗透率较高，根据 CNNIC，截止 2021 年 12 月，移动社交用户渗透率达到 94.9%，持续增长的互联网用户数将带动移动社交行业规模进一步扩大。根据艾瑞咨询，中国移动社交行业市场规模将由 2021 年 1610 亿元，增长至 2026 年的 4120 亿元，年复合增长率达 20.1%，用户规模将由 2021 年的 9.77 亿增长 2026 年的 12.04 亿，年复合增长率达 4.0%。



图表 6: 互联网用户规模、普及率持续增长



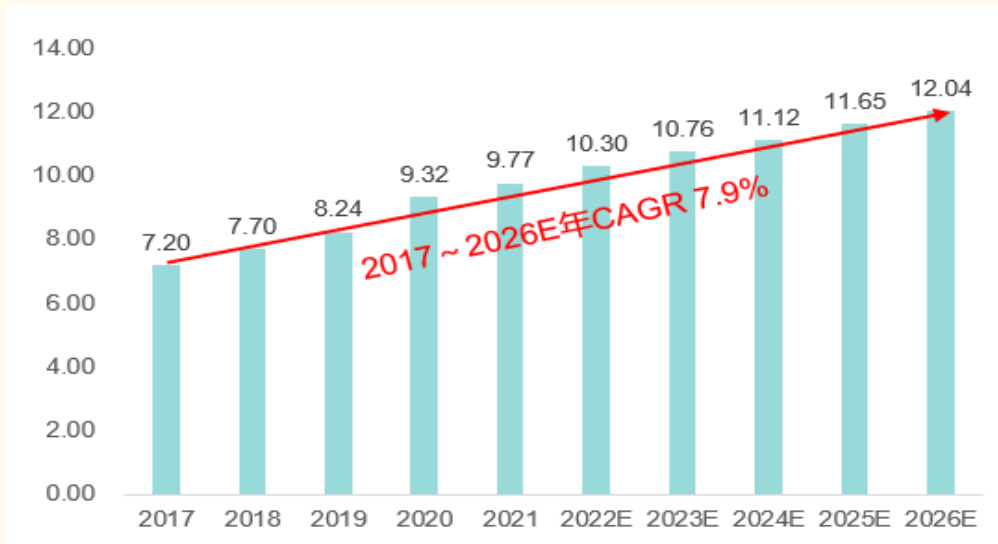
来源: CNNIC, 国金证券研究所

图表 7: 2017-2026E 中国移动社交网络市场规模 (单位: 十亿元)



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

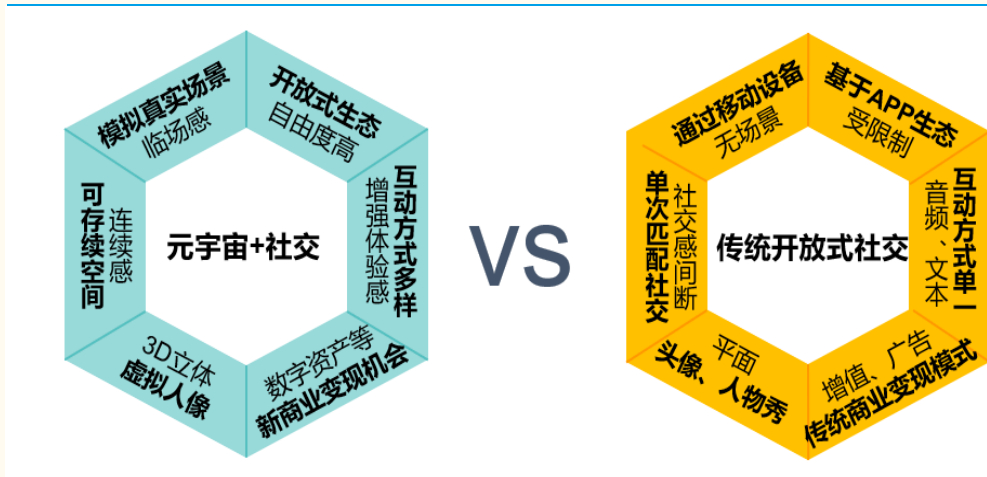
图表 8: 2017-2026E 中国移动社交网络用户规模 (单位: 亿人)



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

- 元宇宙: 数字化+智能化发展应运而生, 社交+元宇宙解决在线社交真实感痛点, 有望成行业新风口。** 随数字经济和软硬件技术的发展, 打破孤立应用, 突破固化平台的新数字化模式的条件已然成熟, 元宇宙作为现有前沿IT技术 (VR、区块链、大数据 AI、物联网、5G) 和高端软硬件发展的集成者出现是历史的必然。在线社交的一大痛点在于真实感和临场感, 社交+元宇宙基于虚拟镜像, 打造开放式生态系统, 赋予用户更真实互动感受, 更深沉浸式体验, 以及连续性社交感。同时基于元宇宙生态的数字资产、广告及新营销策略也必将创造新一轮的行业变现机会。

图表 9：元宇宙+社交与传统开放式社交模式对比

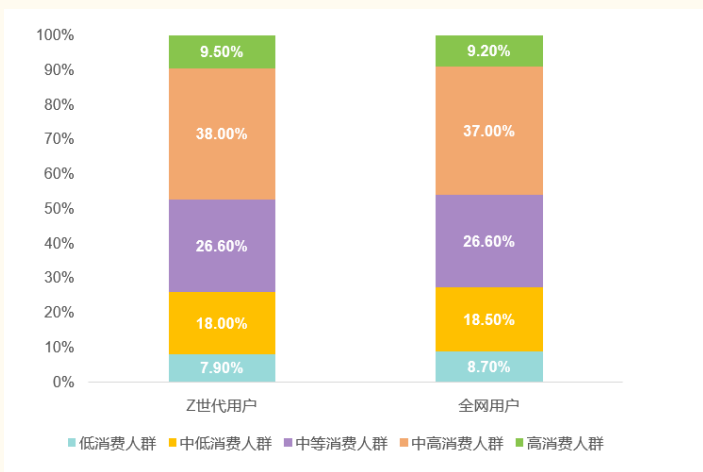


来源：公司招股说明书，国金证券研究所绘制

## 2.2 非颜值及兴趣驱动社交模式需求激增，开放式社交网络成为行业驱动点

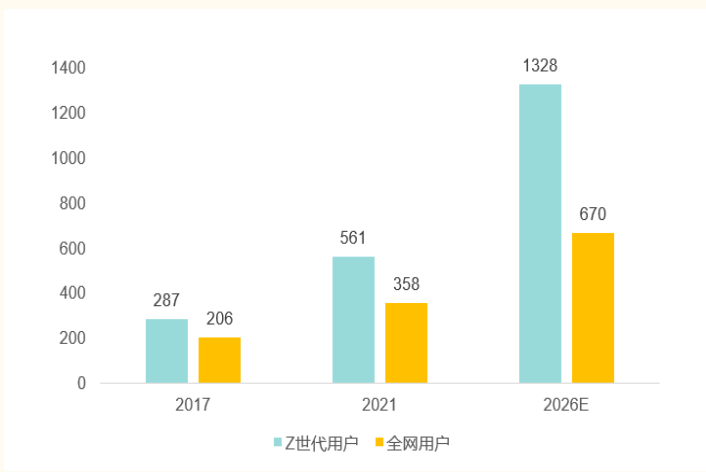
- **Z世代用户对深度关系的渴望推动基于非颜值和兴趣驱动的开放式社交模式需求激增。**Z世代生于互联网，成为了被互联网算法渗透描绘最深刻的人群。一方面得益于智能技术和手机产物带来的便利，一方面囿于虚拟世界营造的牢笼。这使得该世代更渴望在社交圈子外建立真正的联系和深入的关系。与传统“熟人社交”不同，开放式的“陌生人社交”模式，藉由虚拟形象。摒弃了用户原有的颜值和身份地位等因素，用户得以凭借兴趣与志同道合之人建立真正的联系，得以敞开心扉，畅所欲言。
- **Z世代：更高的消费实力和更强的消费意愿带来较高的变现潜力。**中国社交网络的主要变现模式为增值服务及广告服务，2021年两项业务分别占移动社交网络的市场的44.0%及49.0%。根据易观千帆，伴随互联网长大的Z世代总人数已达2.6亿。其特征为高学历、信息化，具有更好的经济水准和消费实力，消费自主决策度高，更愿意为在线数字产品“买单”。截止2021年，中国移动社交网络Z世代付费用户产生的平均费用收入由2017年人民币287元增长至2021年的561元，预计2026年将进一步增长至1328元。根据艾瑞咨询，以Z世代为主力的新一代网络社交用户将带动增值服务市场逐步扩大，预计2026年增值服务收入增长至社交网络市场总额的48.6%。

图表 10：Z世代消费能力更强



来源：易观千帆《数字全景白皮书：Z世代用户洞察》，国金证券研究所

图表 11：中国移动社交每名用户产生平均收入对比

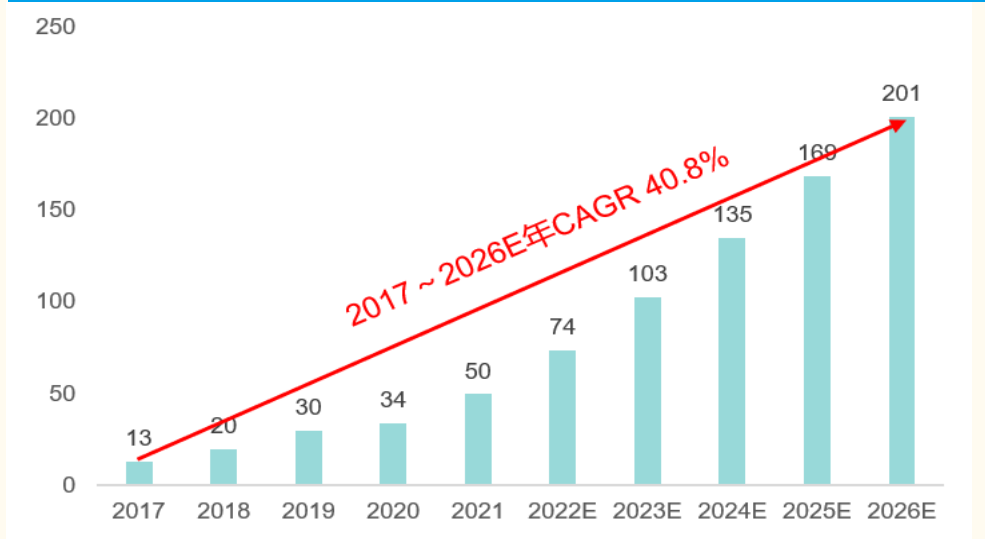


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- **开放式社交网络：基于沉浸式体验技术创新和社交元宇宙的庞大潜力，将成为移动社交网络驱动点。**随云计算、VR及通信技术的发展，开放式社交

网络将由目前主流的 2D 平面模式转入 3D 元宇宙模式，凭借数字化 avatars 获取新身份与探索 3D 环境并与其他人互动。未来开放式社交平台的沉浸式体验感将进一步增强，元宇宙与社交模式的结合将进一步吸纳用户。根据艾瑞咨询，2021 年中国开放式移动社交网络市场规模达到 500 亿元，2026 年将达到 2008 亿元，年复合增长率达到 32.1%，超过行业整体增长速度。

图表 12: 2017-2026E 中国开放式移动社交网络市场规模 (单位: 十亿元)



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

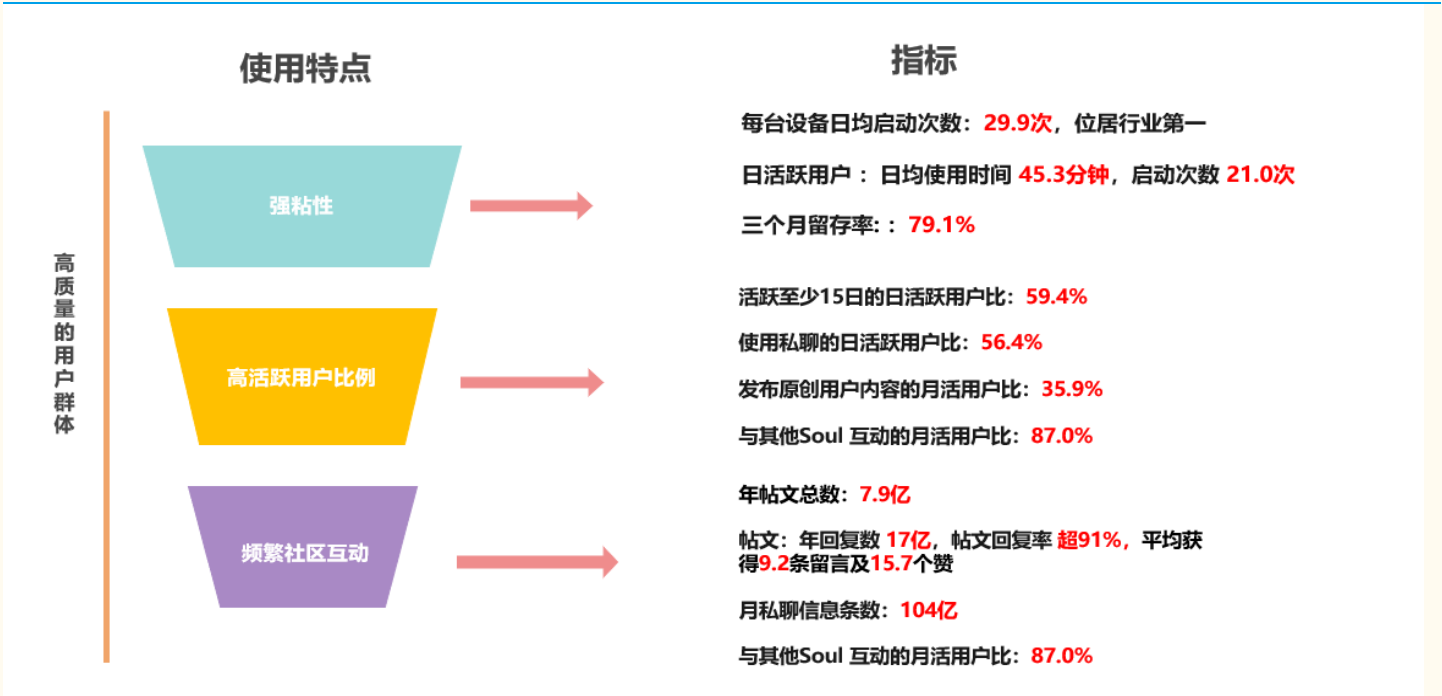
### 三、竞争力: 技术端、体验端、用户端三维度剖析

#### 3.1 用户端: Soul 用户群体兼具数量与质量, 未来变现潜力较大

- **从数量上来看: Soul 用户增长迅速, 规模庞大。** Soul 用户规模近年来增长迅速, 日活及月活用户同比增速皆超 50%。截止 2021 年, Soul 日活用户数达到 930 万, 月活用户达到 3160 万, 位居垂直行业前三。用户规模的增长将完善使用者年龄层和多元化兴趣的组合。从而进一步吸纳志同道合的新用户群体, 扩大活跃用户群, 形成良性循环的用户壁垒。
- **从质量上来看: 用户活跃及粘性极高, 日均启动次数、私聊互动频率, 领跑垂直行业。** 从用户粘性和活跃度来看, Soul APP 的用户群体质量极高, Soul 日均启动次数为 29.9 次, 位居行业第一, 日均使用时间 45.3 分钟, 三个月用户留存率达到 79.1%。高粘性和强大的用户参与度塑造了优质社交社区, 月活创作比例达 35.9%, 回帖次数超 17 亿次, 更好的帮助用户发现其他志同道合的 Souler。而在一对一私聊互动中, 有 33.2% 的对话超过了二十轮形成深度对话, 平均每名用户每日发送 65.9 条信息, 对话质量和互动次数极高。在线社交平台的核心为交友, 最终落脚点在于建立真诚而持久的关系, Soul 优质的社交社区和深入的聊天交流群体, 也将促使新用户迅速沉淀为高活跃用户。
- **高消费水准用户群体持续吸引广告商, 未来基于元宇宙场景变现潜力较大。** Soul 的主力用户为 Z 世代及年轻一代, 具有很高的消费水准。随着品牌知名度的打开, Soul 的高数量和质量的用户群体将逐步吸纳广告商, 广告业务未来增长空间较大。作为国内社交元宇宙先行者, 未来基于元宇宙广告和元宇宙的场景营销机会都将成为新的变现链路, 进一步开拓广告市场。

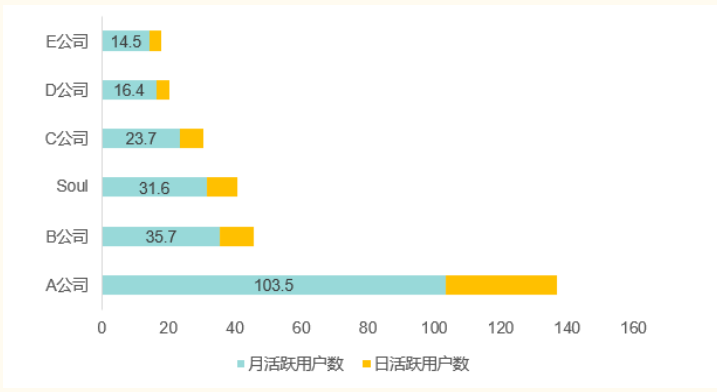


图表 13: Soul 极高的用户质量



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所绘制

图表 14: Soul 月活日活数位居行业前三



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 15: 元宇宙广告营销



来源: 凤凰都市传媒, 国金证券研究所

### 3.2 体验端: 基于 Avatars 打造虚拟身份, 游戏化+音乐化带动互动模式创新

- Soul 定位于创造年轻人的社交元宇宙。根据公司招股说明书, 2021 年 Soul 月活跃用户中, 有 74.9% 为 Z 世代用户, 契合年轻人一代的体验。
- 虚拟身份社交下的灵魂共鸣, 解决 Z 世代用户孤独感。Z 世代用户被称为孤独的一代, 随着 Z 世代逐渐成为互联网主力用户, 解决孤独感也成为当代互联网用户的主要诉求之一。和探探, 陌陌等基于主流颜值社交的开放式平台不同, Soul 是主打基于 Avatars 创造虚拟身份, 凭借兴趣和三观进行交友。同时虚拟身份也有利于用户更好的敞开心扉, 畅所欲言, 解决孤独感问题。
- 创新性的游戏化互动模式: 契合 Z 世代用户娱乐心理。游戏化的社交体验是 Soul 的核心特征之一, 深度契合当代年轻人的爱玩, 热爱娱乐的心理。通过 Soul 平台, 用户既可以体验包括蒙面 Pia 戏及蒙面小酒馆等基于文本和音频的角色扮演游戏, 也可以体验诸如爆弹喵和狼人杀, 用户之间相互组队竞争的派对游戏。除此以外, 用户还可体验有关 Soul 宠物开放性生态及私聊互动界面的互动等其他游戏化模块。

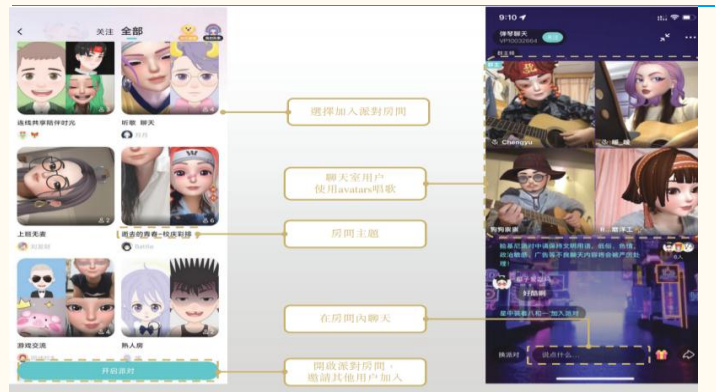
- **沙盒互动，开放性音视频派对，模拟 Z 世代社交多样化需求。** 在线社交的一大痛点在于真实感，Z 世代的年轻人对声音社交的认同感和渴望感更为强烈。Soul 平台提供开放性的音视频主体派对房间，用户可自由选择派对的主题，通过自主命名派对房间，吸引其他具有相同兴趣的 Souler。常见的主题涵盖桌游、K 歌、学习、乐器演奏，甚至模拟情侣争执等年轻一代充满活力的社交场景，充分满足 Z 世代多样化的社交需求。
- **增值服务：护航用户社交体验，满足 Z 世代独特性和审美心理，用户付费率持续提升。** Soul 的增值服务主要分为会员订阅和通过 Soul 币购买虚拟物品，整体增值服务覆盖整个社交场景。增值服务为增添社交体验感服务，良好的体验感激发用户付费意愿。例如：Soul 的会员的又叫超级星人，主要功能覆盖：匹配加速，消息漫游，访问查看的传统社交，以及专属礼物和专属捏脸装扮满足用户在社交和互动过程中的独特性需求。Soul 币的用途则涵盖购买特殊装扮（包括捏脸装扮和宠物）、深度匹配服务、专属守护和礼物互动。Z 世代的对于独特性、便捷性的付费意愿及审美天性，将持续驱动他们为增值服务买单。**2019/2020/2021 月均付费用户分别为 26.89 万/92.93 万/170 万,付费用户比例为 2.3%/4.5%/5.2%。**

图表 16: Soul 提供的游戏场景：炸弹喵及狼人杀游戏



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 17: Soul 多样性音视频派对场景



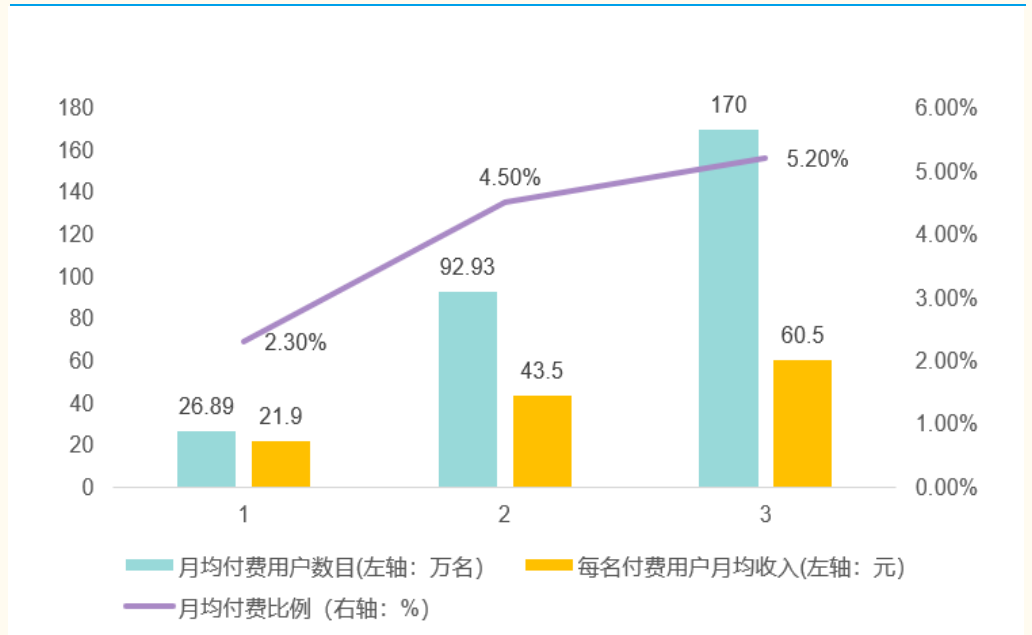
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 18: Soul 增值服务功能



来源：国金证券研究所绘制

图表 19: Soul 付费用户及变现能力持续增长



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

### 3.3 技术端: 灵犀+Nawa, 大数据算法和扩展现实技术打造用户兴趣标签和个性化形象

- 灵犀引擎: 基于兴趣图谱, 成熟完善的大数据算法, 覆盖整个社交社区。**  
 灵犀是 Soul 内部开发的智能推荐系统, 是国内唯一以兴趣图谱驱动算法。每名注册 Soul 的用户都会进行一次“灵魂测试, 衡量每名 Souler 的性格及愿景, 相近特征及性格的用户会到访同一“星球”。基于灵魂测试和自我探索, 每名用户可以在个人空间中打造独特的兴趣标签。根据个人兴趣标签和性格简介, Soul 会在内容广场或一对一匹配中推荐相似经历和兴趣的用户推文或用户。并在一对一聊天过程中, 聊天界面上展示了对方的基本资料及 Soul 根据双方经历、兴趣推送智能的话题和破冰建议, 以促进双方沟通。

图表 20: Soul 灵魂测试界面



来源: Soul APP, 国金证券研究所

图表 21: Soul 个人空间: 可打造独特兴趣标签



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所



图表 22: 基于兴趣图谱推送的内容广场



来源: Soul 官网, 国金证券研究所

图表 23: 一对一私聊界面: 智能推荐破冰建议

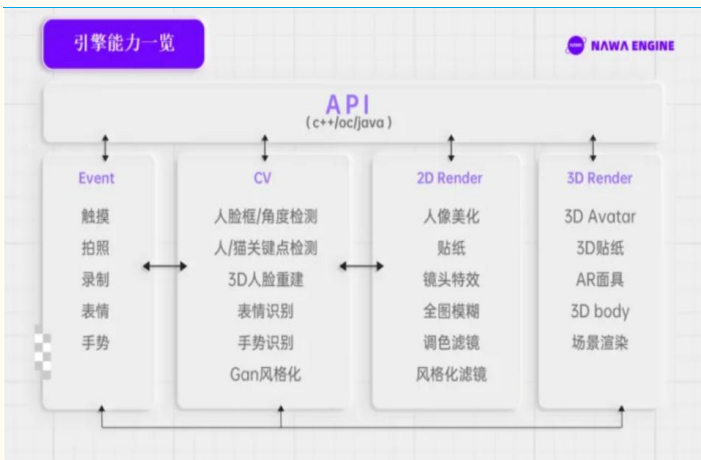


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

■ **Nawa: 自研赋能元宇宙社交, 多项能力居行业前列。**Nawa 引擎为 Soul 专有的多媒体技术, 是一个集 AI、渲染与图像处理于一体的集成化 SDK。从功能上可以分为 2/3D 两大类, 2D 能力包括人像美化、贴纸、镜头特效、风格化滤镜等; 3D 能力中主要涵盖 3D Avatar、3D 贴纸、AR 面具、场景渲染等, 其中部分能力已达行业头部水准。

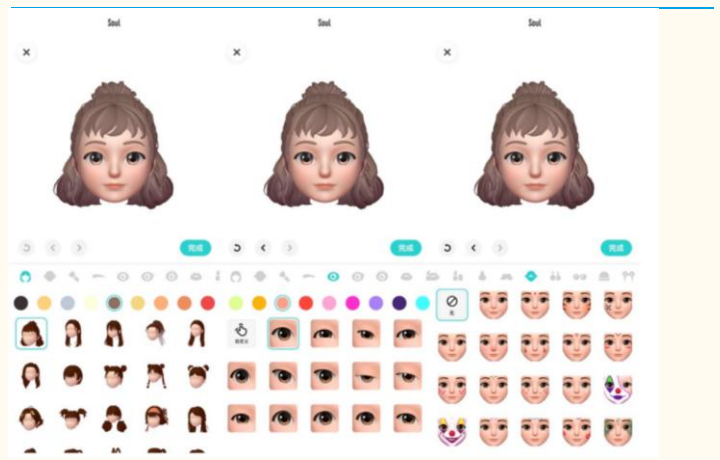
- 1) 美术表现和设计风格独树一帜, 融合文化元素, 符合国人审美。3D 捏脸延用了平台标志性的 2D「超萌捏脸」, 将亚洲人的容貌特征与可爱的特性相结合, 风格上融入了中国风元素, 契合中国市场。
- 2) 多点位识别生动表情, 赋予社交温度。Nawa 共有 56 个基础表情支持嘴形、舌头、眼睛等多点位识别。其中, 仅眼部和嘴部的识别都均有 20+ 表情维度变化, 并支持识别眼球跟随、吐舌头、鼓腮等生动表情, 精确区分大笑、浅笑、悲伤、哭泣等不同情绪程度的复杂表情, 更好的传递用户在社交过程中的情感和温度。
- 3) 虚拟形象: 丰富的素材和多元化构建。NAWA 对虚拟原型进行了重构, 包括结构、布线、UV 等, 将捏脸系数提升至 74 个维度, 让虚拟形象具备多维度捏脸系数与生动的表情成为可能。
- 4) 3D Avatars 渲染性能增强, 整体帧率优化。Nawa 团队自研开发了 CG 渲染、动画、场景调节、材质与灯光渲染等相关的 3D 能力。同时, 考虑到网络传输和手机端硬件的限制: Nawa 团队选择了轻量级的模型结构, 在此基础上进行了大量的加速工作, 并通过变形计算和优化方式提升渲染效果。在帧率的优化上, 引入表情预测能力, 使呈现效果更加平滑。

图表 24: Nawa 引擎能力一览



来源: 凤凰网, 国金证券研究所

图表 25: 3D 中国风捏脸



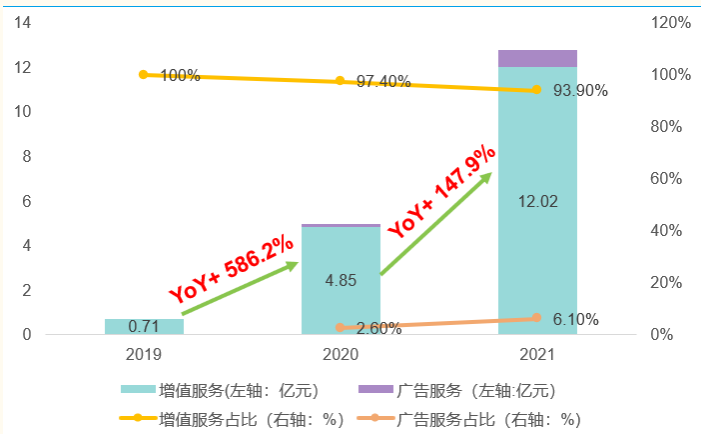
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

#### 四、财务分析：付费用户变现能力增长带动营收，三费费用率收窄，亏损源于品牌前期推广

##### 4.1 变现方式逐渐多元化，用户持续的变现转化带动营收、毛利率高速增长

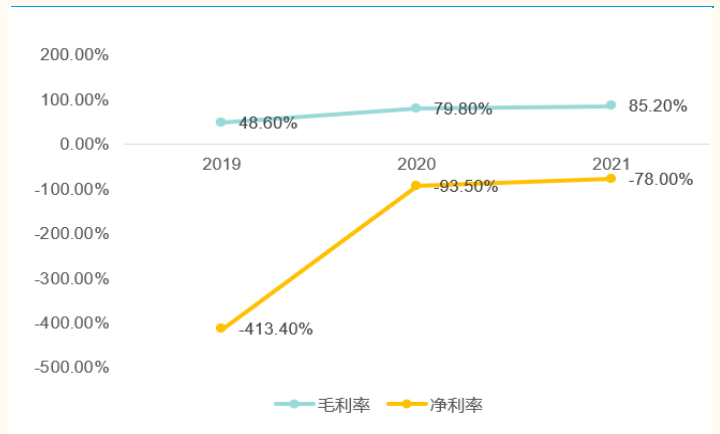
- 2019、2020 及 2021 年公司营收分别为 0.71 亿、49.8 亿及 12.81 亿元，营收同比增速分别为 +604.3%/+157.3%。增长主要来源于付费用户增长和变现能力的提升带动增值服务业务的提升。
- 公司主营业务为增值服务，无线下实体成本。随营收高速增长，毛利率上上升较快，2019/2020/2021 公司毛利率分别为 48.6%/79.8%/85.2%。净利润端：净利率亏损呈收窄趋势，由于公司购回及购回责任股份的金账面值变动及股份开支的影响，2019/2020/2021 调整后净利率为 -413.40%/-93.50%/-78.00%。

图表 26: Soul 分业务营收及占比



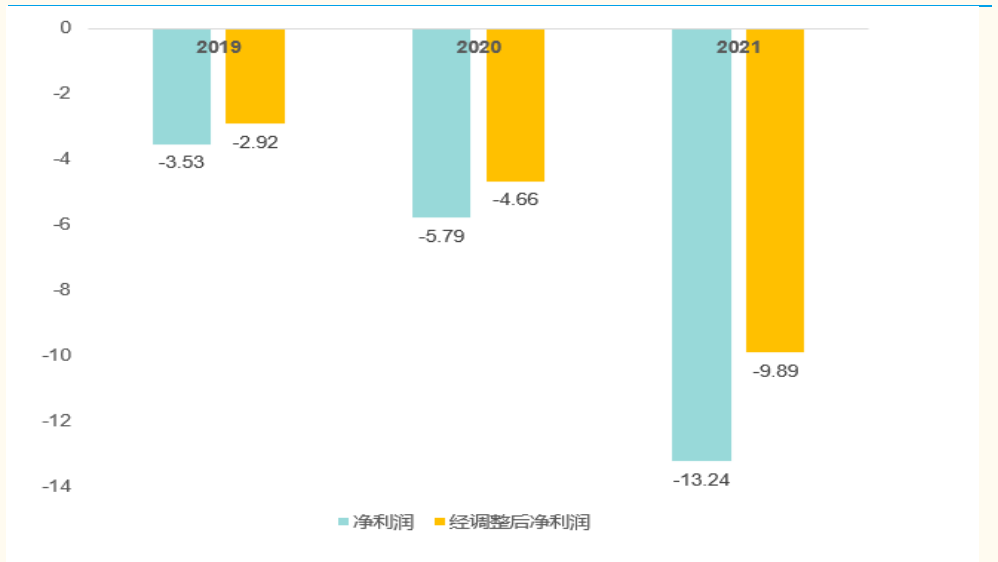
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 27: Soul 毛利率及调整后净利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 28: Soul 净利润及调整后净利润 (单位: 亿元)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

##### 4.2 期间费用率收窄，资产及融资资金情况良好，运营资金充足

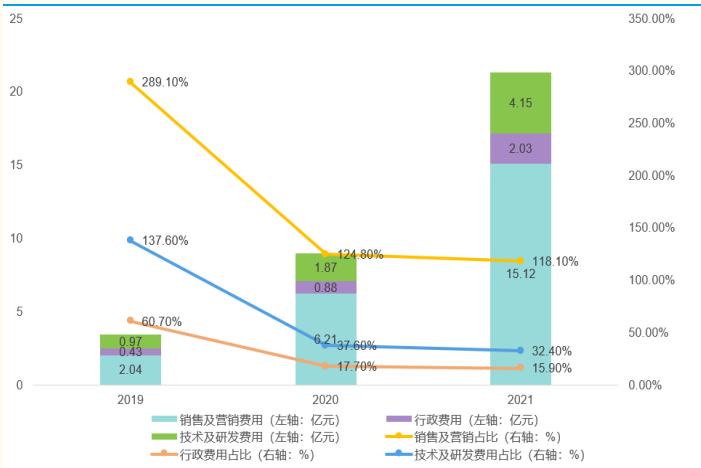
- 公司期间费用率呈下降趋势，亏损主要源于庞大的销售及营销费用开支。2019、2020 及 2021 年，公司三费费用率逐年下降。公司业务尚处于发展期，获客成本及难易度随市场变动处于波动期，目前阶段的业绩亏损主要来源于前期提高品牌知名度及打开市场所花费的高额营销开支。公司 2019



年、2020年及2021年销售及营销费用分别为2.04亿元、6.21亿元及15.12亿元，同比增长分别为+204.4%/+143.44%。

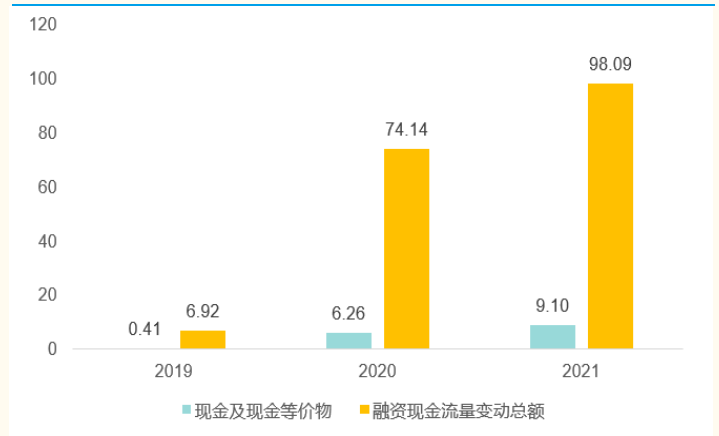
- 公司资产及融资情况良好，运营资金充足。2019、2020、2021年末现金及现金等价物分别为0.41亿/6.26亿/9.10亿。融资现金流量总额由2019年末6.92亿增长至2021年末98.09亿。

图表 29: Soul 三费用及费用占营收比例



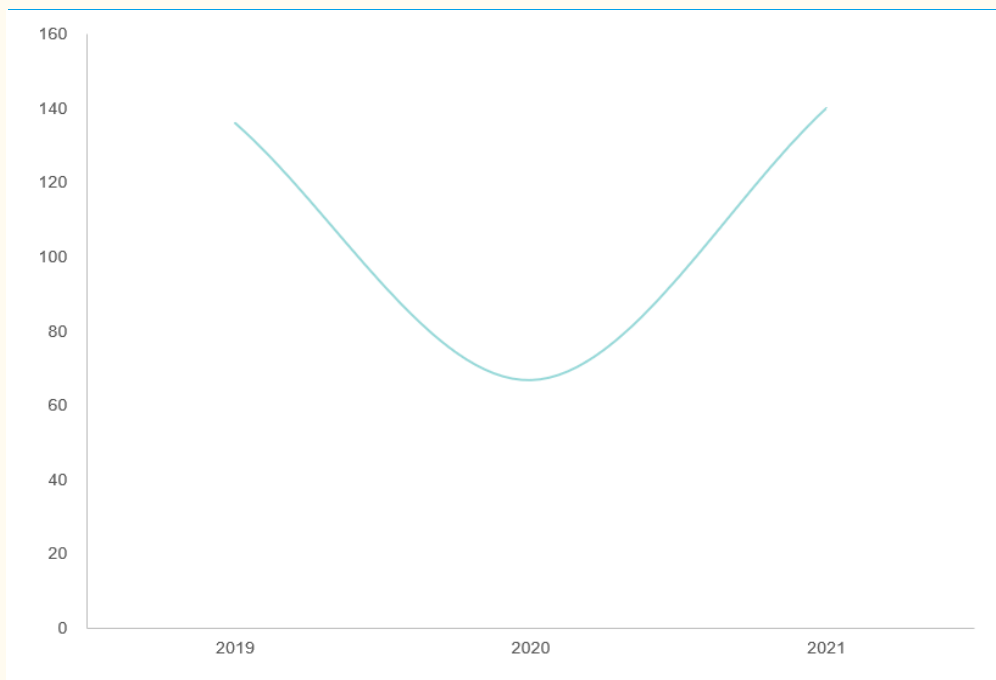
来源：国金证券研究所

图表 30: Soul 现金及现金等价物，融资流量变动总额



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 31: 获客成本仍处于波动阶段 (单位: 元/人)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：获客成本计算公式为：年销售及营销费用/年月活用户增加值

## 五：募集资金投向

- 公司本次募集资金，主要用于强化自身行业技术(大数据&社交元宇宙&吸引研发人才)、打造品牌及扩大用户群体(合作广告平台&执行多渠道营销&与优质 IP 合作&推广优质内容用户)、开发创新产品及功能(基于专有引擎, 升级沉浸式互动功能&开发游戏化功能&创造基于 Avatars 及去中心化的生态系统&优化内容社区, 开发新内容发现方法)。

**图表 32: 募集资金用途**

募集资金用途	具体资金用途
强化自身行业技术	<b>投资大数据及数据分析:</b> 增强大数据分析技术; 提升数据处理能力; 利用深度学习及大数据分析用户画像; 开发优质工具以创建分配内容; 提高推荐系统搜索相关性及用户体验; 增强内容安全及反垃圾邮件能力
	<b>投资元宇宙相关技术: 优化识别技术, 图像构建及自动编辑能力:</b> 扩大算法、图像及引擎结构能力促进全身和室内外虚拟化; 探索技术帮助用户发现和创造有趣内容
	提升基础设施, 吸引研发人才: 升级扩展信息技术基础设施, 提升数据存储, 网络带宽及服务可靠性能力; 吸引、保留及鼓励研发人才
打造品牌及扩大用户群体	<b>合作专有广告管理平台, 提升获客能力及效率:</b> 通过多媒体平台及线下活动与年轻一代互动; 开发升级广告管理平台, 为营销活动提供针对性和精确用户获取
	<b>执行多渠道营销策略及推广活动:</b> 吸引年轻一代营销和伙伴, 通过移动程序进行营销活动, 开展线上及线下联合主题活动吸引潜在用户
	<b>与优质 IP 合作, 提高品牌知名度:</b> 将 IP 与平台内容结合; 与网红合作, 提高主题及主题节日活动影响力; 通过融合优质 IP 及数字化资产创造营销话题
	<b>推广优质用户原创内容:</b> 鼓励用户创造更多优质原创内容; 扩大内容库以覆盖用户感兴趣的新类别
开发创新产品及功能	<b>利用灵犀和 Nawa 引擎及积累的大量用户行为数据升级沉浸式互动功能:</b> 升级语音及视像派对等群组互动功能; 构建多用户互动场景; 定期组织网站范围推广活动; 投入资源增强用户兴趣图谱和灵犀引擎模型精度
	开发更多游戏化功能: 加强基于游戏化功能的沟通及互动, 升级派对游戏获取更多沉浸体验
	创造基于个性化 Avatars 及配件的去中心化内容共创生态系统: 投入资源建立闭环生态系统; 通过激励计划吸引内容创作者; 开发符合用户生命周期及支付能力的变现方式; 扩展优质广告主网络, 尤其是吸引年轻一代的广告主, 探索沉浸式广告
	优化现有内容社区, 开发新内容发现方法: 探索新的内容聚合方法; 进一步增强自动标签及兴趣发现算法; 积累更多数据以优化灵犀引擎

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

## 六、风险提示

- **平台用户增长不及预期:** 互联网用户变动性较大, 若后续公司营销费用未能维持用户或增加用户群体或维持及提高用户参与度, 将对公司的经营或盈利状况产生不利影响。
- **政策不确定风险:** 国家及运营地区法律法规不确定性变化, 可能会导致运营成本增加; 新业务开展受阻; 减少用户增长及参与度。
- **行业竞争加剧风险:** 移动社交市场快速增长趋势使市场生态更加开放, 有可能会带来大量中小公司参与竞争, 造成行业竞争加剧。
- **功能开发不及预期:** 公司绝大部分收入来源于增值收入, 若公司后续未能推出更具吸引力的功能, 增加付费用户及提高付费用户变现能力, 将对公司的盈利及业务增长产生不利影响。

**特别声明:**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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

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

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402