

以Soul的视角,看开放式社交的机遇与挑战

2022 年 07 月 20 日

【投资要点】

- ◆ 开放式社交产品经历了陌陌、探探以及 Soul 的产品模式演进,呈现出百家齐放的竞争态势。Soul 凭借着兴趣社交迅速崛起,2021 年其月活跃用户达到 3,160 万,年增长 51.6%,其中 Z 世代用户占比达到 74.9%。陌生人社交的传统痛点在于:1) 男女比例失衡:颜值本身是稀缺资源,互联网加大了中心化程度,大量用户处于“屡败屡战”和“不胜其扰”的极端情况。2) 破冰难:对于陌生人社交来说,难以迅速找到共同话题。Soul 通过兴趣算法匹配和游戏化玩法解决痛点。
- ◆ 开放式社交领域竞争激烈,难以形成一家独大。全球在线约会龙头 Match Group 曾表示在线约会行业有三大特征:1) 渗透率低;2) 并非赢家通吃;3) 用户平均同时使用至少 3 款类似产品。陌生人社交属于双边网络效应,用户增加仅减少匹配时间,边际效益递减,所以导致竞争较为激烈。护城河较低导致营销投入高企,Soul 营销月支出 13.6 元/日活/月,显著高于其他社交或社区公司。综合来看,陌生人社交的核心壁垒是玩法而非品牌。目前,Soul 依靠新颖的玩法获得一定的优势。但长期来看,对于非强护城河的行业,商业化能力就变成了重要的战略“粮仓”。
- ◆ 开放式社交以直播和增值服务为主要变现方式,商业化天花板较低。通常来说,去中心化程度越高、用户联系越紧密,商业化的天花板越低。抖音、快手、B 站、soul 的商业化能力逐步减弱(主要指广告、会员业务,不包括游戏、直播),用户关系越紧密,平台的控制权越弱,用户对于广告加载率的抵触越大。由于 Soul 聚焦非颜值社交,基于颜值的直播业务并不符合 Soul 的产品理念,但我们认为直播业务带来了陌陌商业化腾飞,直播仍不失为 Soul 商业化的重要选择。

【配置建议】

- ◆ 开放式社交是元宇宙探索的先驱。随着互联网监管常态化,新的互联网企业在港股上市有望提振资金信心。我们认为随着经济发展以及用户对虚拟世界的探索,社交、社区应用的重要性和商业化能力有望持续提升。谨慎看好:腾讯控股、哔哩哔哩;看好:快手。

【风险提示】

- ◆ 政策监管风险
- ◆ 宏观经济下行风险

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

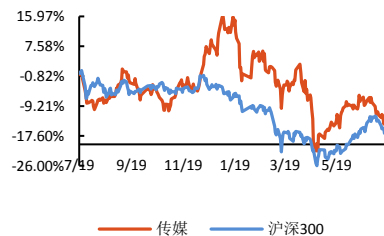
证券分析师:高博文

证书编号:S1160521080001

联系人:陈子怡

电话:021-23586305

相对指数表现



相关研究

《游戏版号重启,板块迎来戴维斯双击》

2022.04.13

《中美数字经济和元宇宙比较研究》

2022.04.07

《从 Keep 看中国运动健身行业发展》

2022.03.01

《优质内容正当道,版权运营恰逢时》

2022.02.22

《腾讯音乐:发掘内容新优势,平台升级稳流量》

2022.01.06

正文目录

1. 开放式社交经历怎样的发展？	4
1.1. 发展：以 Soul 为代表的兴趣社交崛起	4
1.2. 趋势：不基于颜值和游戏化解决痛点	5
2. 开放式社交的算法有什么不同？	8
2.1. 差异：非标品双向匹配对算法要求更高	8
2.2. 模式：基于兴趣和性格的算法匹配	9
3. 开放式社交的护城河有多深？	10
3.1. 深度：基于双边网络效应，竞争较为激烈	10
3.2. 挑战：用户持续高增长，但重合率高、获客成本高	12
4. 开放式社交的商业化潜力如何？	14
4.1. 财务：各有侧重，商业化能力较弱	14
4.2. 模式：增值服务聚焦匹配精准度，天花板有限	15
4.3. 未来：去中心化与商业化矛盾，直播是关键	16
5. 开放式社交是不是未来元宇宙的载体？	17
5.1. 方向：大概率诞生于重度游戏或轻度社交	17
5.2. 价值：技术新瓶旧酒，商业化别有洞天	17
6. 怎么给开放式社交选择估值方式？	19
6.1. 海外经验：适用市销率法，波动较为明显	20
6.2. 国内经验：从单用户市值到市销率，更看重减亏	21
7. 投资建议	22
8. 风险提示	22

图表目录

图表 1: Soul 平台拥有出色的用户增长和参与度	4
图表 2: Soul App 界面	5
图表 3: 陌生人社交应用性别分布	5
图表 4: 陌生人社交应用年龄分布	5
图表 5: 基于颜值的社交匹配失效	6
图表 6: 陌生人社交演变发展史	6
图表 7: Soul App 成熟游戏化玩法	7
图表 8: Soul App 星球实验室（即内测玩法）	7
图表 9: 推荐算法的单/双向匹配	8
图表 10: Soul 初阶灵魂测试	9
图表 11: Soul 包含单向和双向匹配	9
图表 12: 2022 年美国在线约会品牌使用情况	10
图表 13: 海外陌生人社交收入（单位：百万美元）	10
图表 14: 海外陌生人社交产品销售费用率	10
图表 15: 网络密度决定网络效应强弱	11
图表 16: 渐进网络效应临界点低	11
图表 17: 一种网络效应临界点的理解方式	11
图表 18: Soul 日活跃及月活跃用户（单位：百万）	12
图表 19: 典型社交及社区应用用户黏性	12
图表 20: 陌陌与 Soul 用户重合度	12

图表 21: 探探与 Soul 用户重合度	12
图表 22: Soul 日活跃用户月均营销开支	13
图表 23: 各社交产品日活跃用户月均营销开支	13
图表 24: IOS 社交类应用榜单	13
图表 25: Soul 营业收入和净利润 (单位: 百万)	14
图表 26: Soul 营业收入构成	14
图表 27: Soul 单用户商业化加速	14
图表 28: 各社交产品单用户商业化情况	14
图表 29: Soul 的付费模式	15
图表 30: Soul 月付费用户及付费率 (单位: 千)	15
图表 31: Soul 每名付费用户月收入	15
图表 32: 安卓渠道腾讯广告收入分布	16
图表 33: 苹果渠道腾讯广告收入分布	16
图表 34: 挚文集团收入构成	16
图表 35: 挚文集团历年收入 (单位: 百万)	16
图表 36: Soul 上市前股权结构及表决权结构	17
图表 37: 元宇宙是基于现有技术升级	18
图表 38: 传统估值方式一览	19
图表 39: Match Group 历史 PE 和 PS	20
图表 40: Bumble 历史 PE 和 PS	20
图表 41: 快手和 B 站单日活用户市值	21
图表 42: 快手和 B 站单月活用户市值	21
图表 43: 快手与 B 站股价趋同	21
图表 44: 行业重点关注公司	22

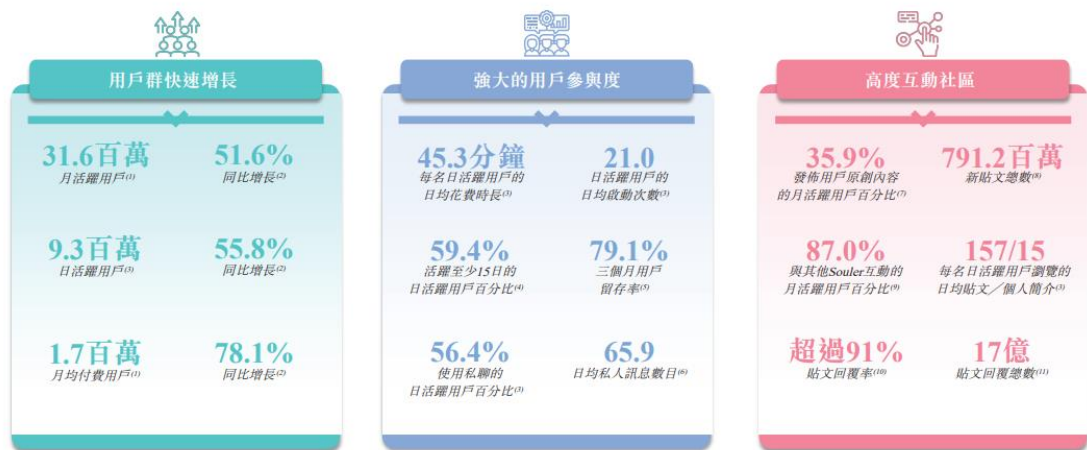
1. 开放式社交经历怎样的发展？

1.1. 发展：以 Soul 为代表的兴趣社交崛起

开放式社交产品经历了陌陌、探探以及 Soul 的产品模式演进，呈现出百家齐放的竞争态势。根据艾瑞咨询报告，在中国开放式移动社交网络（即陌生人社交，与“基于线下熟人关系的封闭式社交网络”相对应）中，Soul 拥有最多的私聊功能每名用户日均发送私人讯息数量和最高的每台设备日均启动次数。与国内其他社交网络平台不同，Soul 更加年轻化、基于兴趣图谱而非颜值、去中心化程度高并且以游戏化方式运作。

截至 2021 年，Soul 的月活跃用户及日均活跃用户数分别达到 3,160 万和 930 万，分别年增长 51.6% 和 55.8%，其中 Z 世代用户占比达到 74.9%。平台提供虚拟身份、大规模及密集互动场景为基础的游戏化及沉浸式体验，进一步推动平台的用户活跃，2021 年每名日活跃用户的日均花费时长约 45.3 分钟，三个月用户留存率达 79.1%。此外，平台的用户的互动性也非常强，2021 年平均 35.9% 的月活跃用户创作内容，平均每月 87.0% 的月活跃用户与其他 Souler 互动，每名日活跃用户每日平均浏览 157 则贴文和 15 份个人简历。

图表 1：Soul 平台拥有出色的用户增长和参与度



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

简单看一下 Soul 的用户界面，主要分为四个部分：

- **用户匹配：**基于用户的基本信息（地理位置、兴趣爱好等）以及“灵魂测试”结果，通过各种玩法进行匹配，比如“灵魂匹配”（可定向同城、指定城市等）、“群聊派对”、“萌脸匹配”、“语音匹配”、“狼人杀”等多种玩法。通过游戏化匹配玩法，给用户创造新颖的交流空间。
- **广场：**类似于陌生人社交的“朋友圈”。每个用户可以发布瞬间，并且看到系统推荐的其他人瞬间，并且进行点赞和评论。“1 对 N”的社区模式，在信息获取和商业化等方面都更加高效。
- **聊天：**与匹配的、广场的、群聊中的用户开启私聊，并且可以查看自

已关注的以及关注自己的用户。“1对1”的社交模式，也是陌生人社交的基石功能。

➤ **主页：**能看到用户的历史瞬间以及个性化标签。

灵魂匹配模式部分解决了颜值正态分布导致的供需错配，多元化的游戏玩法帮助用户之间破冰。接下来，我们从陌生人社交产品的演变，分析 Soul 如何解决传统陌生人社交的痛点。

图表 2：Soul App 界面

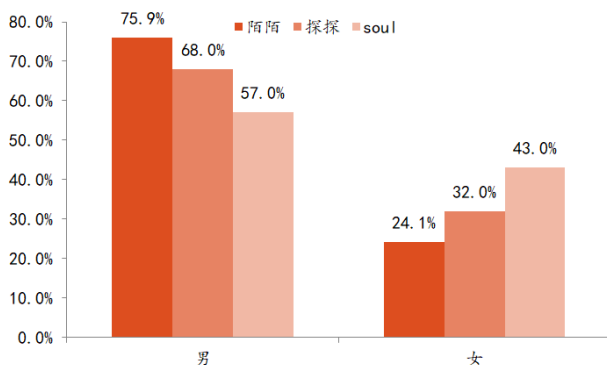


资料来源：Soul App，东方财富证券研究所

1.2. 趋势：不基于颜值和游戏化解决痛点

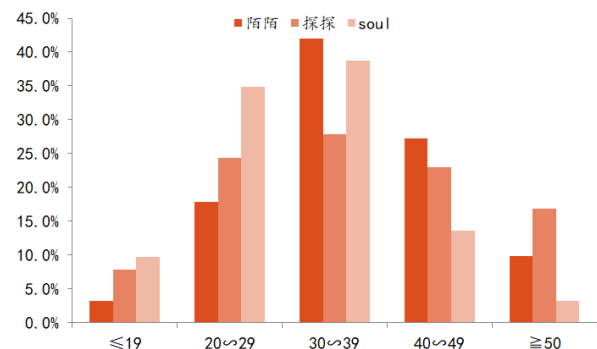
陌生人社交的传统痛点在于：1) **男女比例失衡**：颜值本身是稀缺资源，个人魅力呈现正态分布，互联网加大了中心化程度，人人眼中都是“帅哥美女”，但事实上，大部分人都是平凡而普通。大量用户处于“屡败屡战”和“不胜其扰”的极端情况，进一步导致应用中男女比例失衡。2) **破冰难**：“Hi”成了99%的开头语，但对于陌生人社交来说，如何迅速找到共同话题才是关键。兴趣匹配和游戏化的玩法，都进一步提升用户间的互动。根据百度指数，我们可以看到，Soul 的女性用户占比达43.0%，显著高于竞争对手。

图表 3：陌生人社交应用性别分布



资料来源：百度指数，东方财富证券研究所

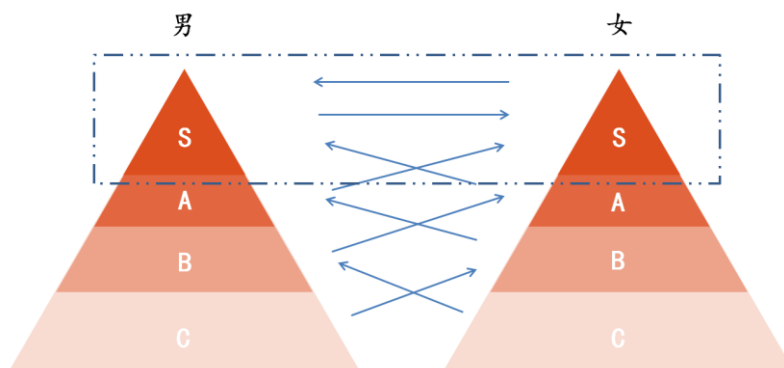
图表 4：陌生人社交应用年龄分布



资料来源：百度指数，东方财富证券研究所

我们简化一下陌生人社交匹配的模型。**基础假设**：男女用户数相同，并且其颜值均符合相同的分布规律（越好看的人越稀缺）；颜值是唯一选择标准（本假设过于极端，但在陌生人社交中具有一定适用性）；用户只会对于高于自己圈层的异性用户匹配。**结论**：只有“S-S”的组合匹配成功，A/B/C群体均无法成功匹配。从而导致头部颜值的用户“不胜其扰”，而非头部颜值的用户“屡败屡战”。**现实中**，男性用户的主动性更强（发起私信频率更高）、承受能力更强（接受信息不回的失落感更低），女性用户反之，从而导致大量女性用户流失，社交生态进一步恶化。

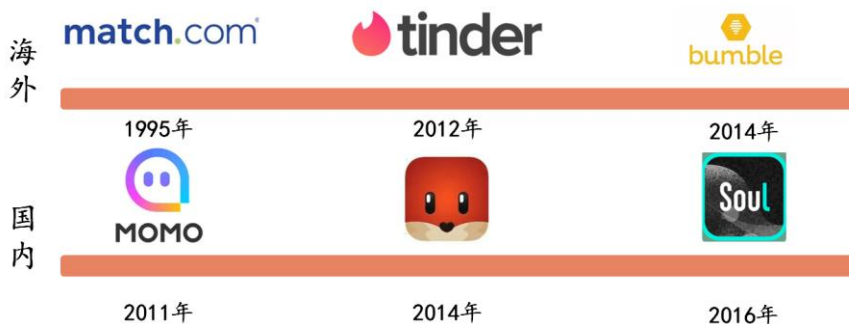
图表 5：基于颜值的社交匹配失效



资料来源：东方财富证券研究所绘制

回顾海外和国内的陌生人社交/约会应用，其核心都是更好地满足女性用户需求。Match Group 是全球交友领域的鼻祖，旗下矩阵拥有包括 match、okcupid、Hinge、Tinder 等众多婚恋社交领域产品。其中 Tinder 无疑是发展最迅猛的，其采用“左滑跳过、右滑喜欢”的设计，用户双方都喜欢才能够匹配聊天，极大程度上降低了对女性用户的打扰。（通常女性用户右滑比例 5% 左右，男性用户则超过 50%）社交新秀 Bumble 则是在“左滑右滑”的基础上限定仅女性用户主动开启聊天，并且规定时间内没有发起聊天，匹配自动取消，进一步遵循“女性优先”。国内情况类似，陌生人社交元老陌陌持续面临着男女比例失衡的问题，探探作为 Tinder 的追随者，通过“左滑右滑”进一步解决这类问题。相比之下，Soul 通过基于兴趣而非颜值的匹配方式，相当程度地解决了陌生人社交“看脸”导致的供需错配。

图表 6：陌生人社交演变发展史



资料来源：东方财富证券研究所绘制

陌生人之间该如何开启聊天，从而提升用户的体验和黏性，无疑是开放式社交的一大议题。Soul 给出了标准答案——游戏化的设计。其一，在界面中我们可以看到很多成熟的游戏化玩法，比如“萌面匹配”（用户通过虚拟头像聊天）、“恋爱铃”（系统根据用户基本信息和地理位置，推荐用户私聊）、“语音匹配”（匿名语音聊天）、“群聊派对”（进入感兴趣群组聊天）、“兴趣组群”等。

图表 7: Soul App 成熟游戏化玩法



资料来源: Soul App, 东方财富证券研究所

其二，也有一些内部测试的游戏化玩法，比如“蒙面闲聊”（双方匿名聊天，可以通过石头剪刀布进行提问）、“校园吧”（需在校认证，可以发布动态和回复）、声音星球（通过声音来决定是否“喜欢”）、泡泡池塘（可以选择感兴趣的“泡泡”留言，进行私聊）等。

图表 8: Soul App 星球实验室（即内测玩法）



资料来源: Soul App, 东方财富证券研究所

游戏化的玩法核心是创造“谈资”。陌生人之间由于缺乏话题和背景了解，很难短时间就一个话题开始聊起，这个时候游戏化的玩法就可以起到话题的作用，这也是为什么我们看到王者荣耀、剧本杀、密室等活动具有这么强的社交属性。

2. 开放式社交的算法有什么不同？

2.1. 差异：非标品双向匹配对算法要求更高

移动互联网下半场，今日头条、抖音等产品凭借着推荐算法崛起，对于陌生人社交，推荐算法又有什么助力？常用的资讯、短视频和电商，都属于典型的以单向匹配和满意度为指标的产品，比如“电商中用户和商品”、“短视频中的用户和短视频”，只需要考虑用户的满意度，商品和短视频并没有反馈。然而，陌生人社交是以**双向匹配满意度**为目标的产品，从而使得其建模异常复杂。陌生人社交中唯一且非标是最大特点，其意味着每个用户都有不同的长相、职业、性格，甚至同一个人针对不同人的表现也不同。

图表 9：推荐算法的单/双向匹配



资料来源：东方财富证券研究所绘制

陌生人社交 App 的最终用户体验诉求就是匹配成功（即用户开始聊天，并且最后有着不错的满意度）。双向匹配存在着很多难点：1）**转化链路长，用户流失可能性大**。在双向匹配中，从展示到主动私信（相比之下，探探的链路更长，需要双方右滑确认），回复私信才能够开启聊天。考虑到用户是否在线、对私聊是否感兴趣，存在很长时间的反馈延迟，成功率也大幅下降。事实上，相比于其他竞争对手，Soul 在匹配方式、游戏化等方面的设计一定程度上解决了流失问题。2）**去中心化难度更大**。在资讯、电商等领域，一个商品、短视频可以海量地分发给各个用户，推荐算法的逻辑结果就是“爆款”，但是在社交领域，道德问题和双向匹配的满意度问题都限制了推荐算法。每个用户作为供给者，只能完成一定数量的匹配，同时与一定数量的人聊天。3）**优质供给持续出清，复用性较差**。陌生人社交 App 的用户体验目标是更好地匹配用户，让用户双方满意；但一旦达成这样的效果，通常用户双方就会转移到微信这类熟人社交应用，从而降低陌生人社交的使用。

通常来说，陌生人社交目标主要考虑三个维度：**活跃度**（包括新增账户数量、使用时长、每日访问、对话频率等）、**喜欢倾向**（喜欢比率等）、**吸引程度**（被喜欢比率、信息点击率、信息观看时长等）。智能推荐系统需要对双向概率预估，通过匹配双方“喜欢”概率进行预估，从而得到双方匹配私聊的成功率，反馈的及时程度和成功率都将影响用户的活跃度和留存。综合来看，陌生人社交的算法难度和效果都要低于资讯、短视频等。

2.2. 模式：基于兴趣和性格的算法匹配

数据是推荐算法的基础，传统陌生人社交多基于行为数据。而 Soul 的基础数据主要来自于两个方面：**兴趣和性格**。1) 兴趣：即引力签，包括在做（职业）、兴趣、特殊经历、个人特质、音乐、影视、游戏、运动、二次元等细分类型，每个类型都有细分标签可供选择。2) 性格：主要是基于 Soul 设置的灵魂自测游戏，包括初阶（6 道题）和高阶（26 道题）。根据用户对一系列问题的回答（如图标 10），从而得出用户的性格类型，分成外向、抽象、判断、理想四个指标，并分配到不同的“星球”。一般用户匹配结果会显示匹配度，根据性格测试和兴趣等数据的拟合成果，也会显示对方的引力签，并且重点标注共同的兴趣爱好。在技术一定的情况下，数据维度越丰富，匹配效果越好；转化链路越短，匹配效果越好，综合来看，Soul 在算法匹配上有较为明显的优势。

图表 10：Soul 初阶灵魂测试

测试	问题	选项 A	选项 B
问题 1	你更喜欢被认为是一个	坚决的	心肠软的
问题 2	在熟悉的朋友眼中，你是一个	善于帮助他们 了解自己情绪	会帮助朋友做符 合逻辑的决定
问题 3	在说话时，你更看重	人际感受	达成结果
问题 4	在工作上，你表现出更多的是	充满热忱	心思细腻
问题 5	在日常生活中，对一些要做的小事情	能清楚记住	常会忘记
问题 6	选择你比较喜欢的	捕捉生命的精 彩点滴	探寻生命的意义 和真谛

资料来源：Soul App，东方财富证券研究所

Soul 算法应用包含用户与用户的双向匹配，也包含用户与内容的单向匹配。单向匹配的算法难度更低，但相比于抖音中心化设置，Soul 为了保证互动性，去中心化程度更高；双向匹配的算法难度较高，数据维度多、匹配链路短保证效果优势。

图表 11：Soul 包含单向和双向匹配

双向匹配



单向匹配



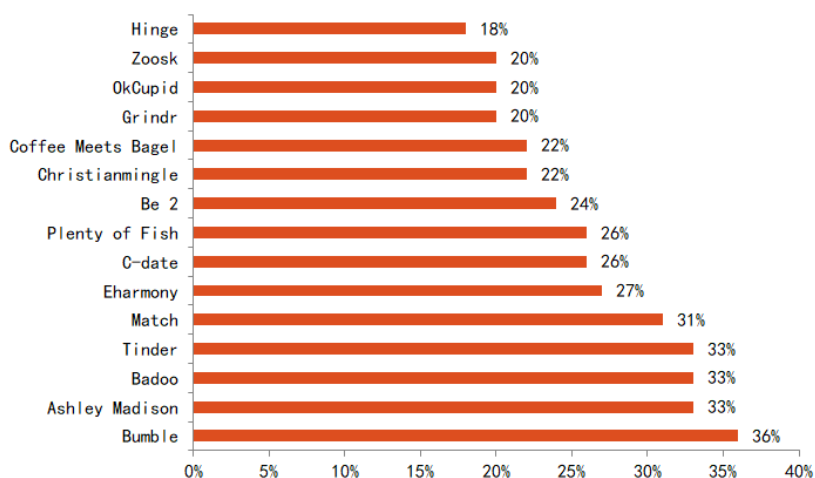
资料来源：Soul App，东方财富证券研究所

3. 开放式社交的护城河有多深？

3.1. 深度：基于双边网络效应，竞争较为激烈

陌生人社交领域竞争激烈，难以形成一家独大。全球在线约会龙头 Match Group 曾表示在线约会行业有三大特征：1) 渗透率低；2) 并非赢家通吃；3) 用户平均同时使用至少 3 款类似产品。根据 Statista 调查数据显示，2022 年美国在线约会品牌使用中大量产品保持着 30% 左右的渗透率，其中 Bumble 36%、Tinder 33% 等。事实上，Match Group 也践行着多产品矩阵的策略，旗下包括 Tinder、Match、OkCupid、Hinge 等数十款在线约会应用。

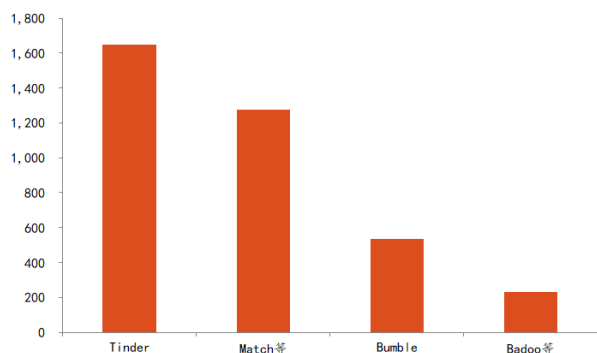
图表 12：2022 年美国在线约会品牌使用情况



资料来源：Statista，东方财富证券研究所

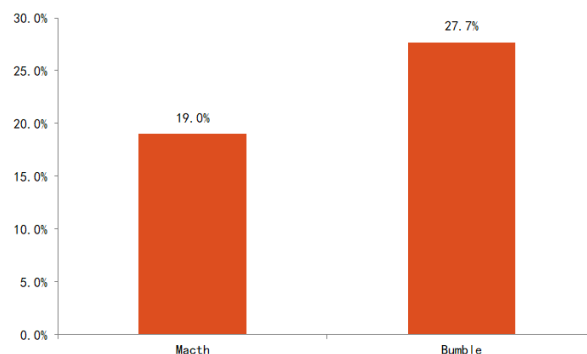
从 Match Group 和 Bumble 的财务数据也能看出竞争激烈。收入角度：2021 年 Tinder 收入 16.5 亿美元，Match Group 其他产品收入 12.7 亿美元，Bumble 收入 5.3 亿美元，Badoo 等其他产品 2.3 亿美元。营销支出角度：2021 年 Match Group 销售费用率 19.0%，Bumble 销售费用率 27.7%，营销支出比例相对较高。

图表 13：海外陌生人社交收入（单位：百万美元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

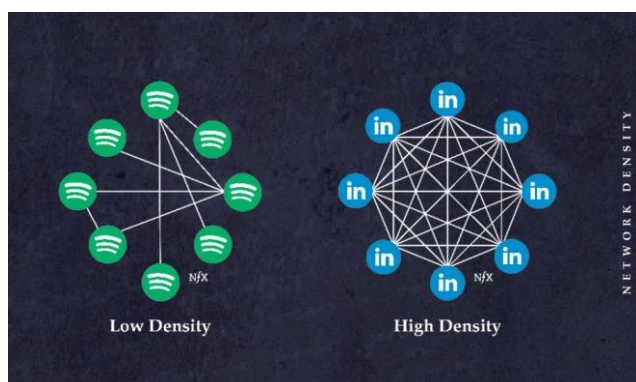
图表 14：海外陌生人社交产品销售费用率



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

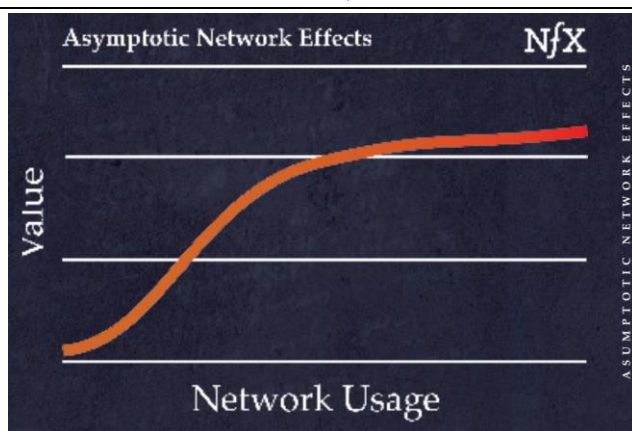
弱双边网络效应造就群雄逐鹿的竞争格局，陌生人社交的网络效应上下临界点较低。网络效应是互联网公司引以为傲的护城河，在数字世界建立可防御性的头号手段。网络效应通常包括直接网络效应和双边网络效应：1) 直接网络效应：网络的价值与连接用户数的平方成正比关系（梅特卡夫网络效应）。包括物理（电信、交通）、协议（以太网、以太坊）、个人效用（FB、微信）等。网络效应边际递减的临界点非常高，用户的加入会持续提升其他用户的效用，这种边际效用递减并不明显。2) 双边网络效应：供给侧和需求侧用户出于不同的原因加入网络，并且为对方提供了互补性的价值。包括市场型（电商、陌生人社交、支付）、平台型（主机、操作系统）等。临界点显著低于直接网络效应，到达一定用户规模后，这种边际效用递减明显。很明显，像微信这样的熟人社交属于直接网络效应，用户间的联系纵横交错；Soul 等陌生人社交属于双边网络效应，用户的增加更多是降低匹配时间和提升匹配效果的可能性。

图表 15：网络密度决定网络效应强弱



资料来源：NFX，东方财富证券研究所

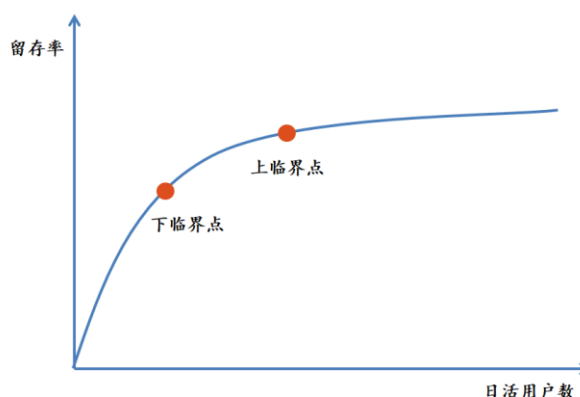
图表 16：渐进网络效应临界点低



资料来源：NFX，东方财富证券研究所

我们用上下临界点来进一步说明陌生人社交的护城河相对较弱的原因。以留存率为例，当陌生人社交的用户数相对较少的时候，匹配的时间长，用户体验效果差，随着用户数的增长，留存率会随着用户体验提升而提高。但随着用户数增加，每一个用户增长给其他用户带来的边际效用递减，突破上述临界点后，各平台的竞争优势就并不明显。陌生人社交既是上下临界点都比较低的模式。

图表 17：一种网络效应临界点的理解方式

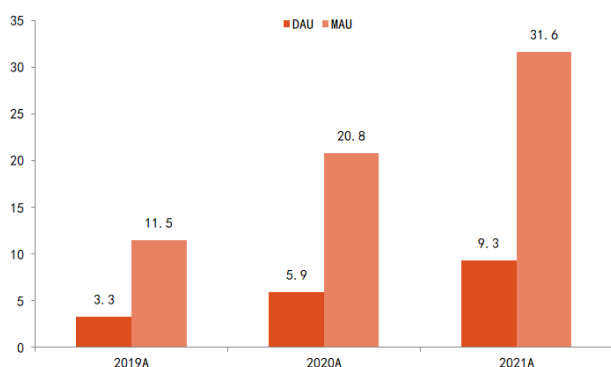


资料来源：东方财富证券研究所绘制

3.2. 挑战：用户持续高增长，但重合率高、获客成本高

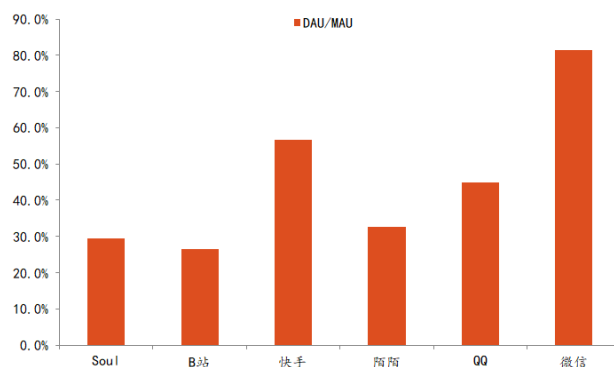
凭借着独特的产品设计和算法，Soul 保持高速增长。截至 2021 年，Soul 月平均活跃用户数达 3160 万，日平均活跃用户数达 930 万，基本是 2019 年的 3 倍。某种程度上，用户黏性决定了用户的天花板（即用户的留存情况），包括留存率和 DAU/MAU 等。我们可以看到，微信的 DAU/MAU 水平超过 80%，显著高于其他陌生人社交平台；Soul 的 DAU/MAU 约 29.4%，略低于陌陌。Soul 的月活跃用户数已经超过探探，其用户数天花板有望达到陌陌水平（即 1 亿月活）。

图表 18: Soul 日活跃及月活跃用户（单位：百万）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

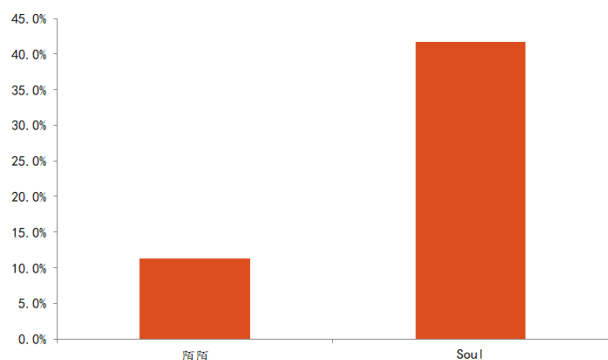
图表 19: 典型社交及社区应用用户黏性



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

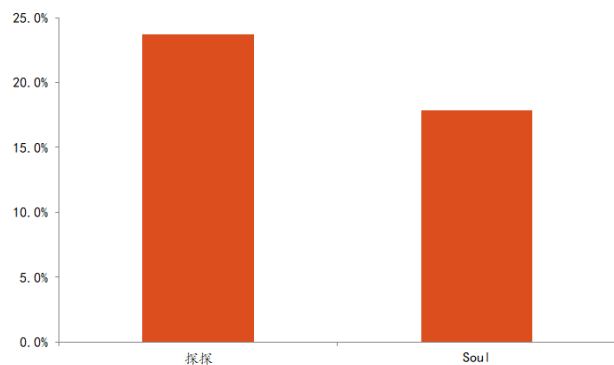
国内陌生人社交的重合度较高，但低于海外水平。陌生人社交是一个典型“非赢家通吃的市场”，新产品和玩法不断涌入加大竞争。根据 Questmobile 数据显示，陌陌与 Soul 用户重合度接近 40%（占 Soul 比重），探探与 Soul 用户重合度接近 20%（占 Soul 比重），尽管占比偏高，但格局明显好于海外同行。

图表 20: 陌陌与 Soul 用户重合度



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所

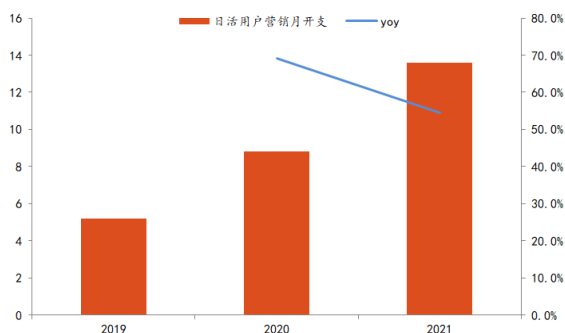
图表 21: 探探与 Soul 用户重合度



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所

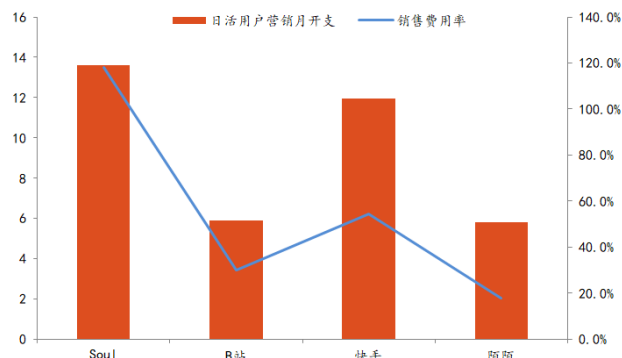
抛开投入谈增长是没有意义的。目前，Soul 处于快速增长期，营销投入相对较高。纵向来看，自 2019 年至 2021 年，Soul 单日活跃用户营销月支出金额从 5.2 元/日活/月上涨至 13.6 元/日活/月，随着用户增长支出上涨幅度较快。横向来看，Soul 的单日活跃用户营销月支出也较同类型社交和社区公司较高，其中陌陌营销月支出 5.8 元/日活/月、B 站 5.9 元/日活/月、快手 11.9 元/日活/月。获客成本较高的核心原因还是用户黏性较弱，用户间一旦变熟就会转移到微信等熟人社交平台。

图表 22: Soul 日活跃用户月均营销开支



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 23: 各社交产品日活跃用户月均营销开支



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

陌生人社交的核心壁垒是玩法而非品牌。Soul 是款好产品，但陌生人社交的模式不足以建立宽厚的护城河，陌陌、探探以及后起之秀的积目和 Uki 都与 Soul 有着相同的用户。目前，Soul 依靠新颖的玩法获得一定的优势。但长期来看，对于非强护城河的行业，商业化能力就变成了重要的战略“粮仓”。

图表 24: IOS 社交类应用榜单

免费榜	付费榜	畅销榜
数据更新时间: 07月10日 14:54-至今	数据更新时间: 07月10日 14:54-至今	数据更新时间: 07月10日 14:45-至今
1 微信 应用榜:5名 WeChat	1 他趣-附近随时有人聊 (plu... 应用榜:14名 Xiamen HalBao Inf...	1 QQ 应用榜:12名 Tencent Technolog...
2 QQ 应用榜:9名 Tencent Technology...	2 JSPP-阅后即焚安全加密聊... 应用榜:60名 JSPP (Shanghai) ...	2 微信 应用榜:15名 WeChat
3 小红书-你的生活指南 AD 应用榜:11名 Xingin	3 VVebo 应用榜:66名 Songshuai Zheng	3 知乎-高质量问答社区, 精... 应用榜:16名 Beijing Zhizhetianx...
4 微博 AD 应用榜:33名 SINA Corporation	4 CNU-顶尖视觉精选 应用榜:81名 Hual Song	4 Soul-不开心, 就来Soul AD 应用榜:19名 Shanghai Soul Gat...
5 知乎-高质量问答社区, 精... 应用榜:52名 Beijing Zhizhetianx...	5 Threema. The Secure Me... 应用榜:100名 Threema GmbH	5 微博 AD 应用榜:20名 SINA Corporation
6 Soul-不开心, 就来Soul AD 应用榜:118名 Shanghai Soul G...	6 TeamSpeak 3 应用榜:114名 TeamSpeak Syst...	6 探探-探索精彩探索爱 AD 应用榜:25名 Tantan Cultural De...
7 MOMO陌陌 AD 应用榜:129名 Beijing Momo Tec...	7 TA-一对一聊天, 遇见对... 应用榜:173名 YIXIN SHI	7 狼人杀-经典版本 AD 应用榜:26名 Langren World Net...
8 探探-探索精彩探索爱 AD 应用榜:131名 Tantan Cultural D...	8 韩剧网-专注韩剧TV交流社区 应用榜:176名 Yaqiang Zhang	8 MOMO陌陌 AD 应用榜:34名 Beijing Momo Tech...
9 百度贴吧-聊兴趣, 上贴吧 应用榜:143名 Beijing Baidu Net...	9 汤不热-汤不热客户端 应用榜:261名 nuer chou	9 小红书-你的生活指南 AD 应用榜:35名 Xingin
10 豆瓣 应用榜:178名 Douban Inc.	10 恩慕至尊版 应用榜:305名 齐芳 彭	10 爱聊-零距离交友 应用榜:38名 Shenzhen Jinyun ...

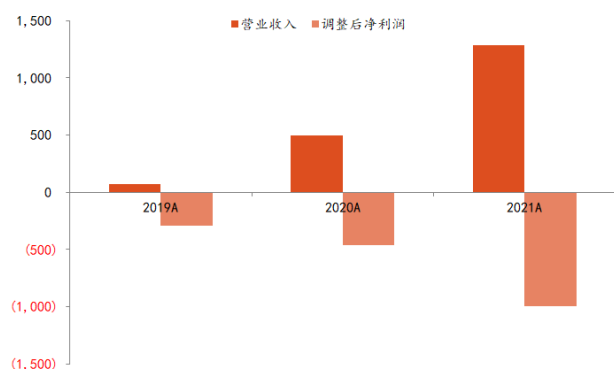
资料来源：七麦数据，东方财富证券研究所

4. 开放式社交的商业化潜力如何？

4.1. 财务：各有侧重，商业化能力较弱

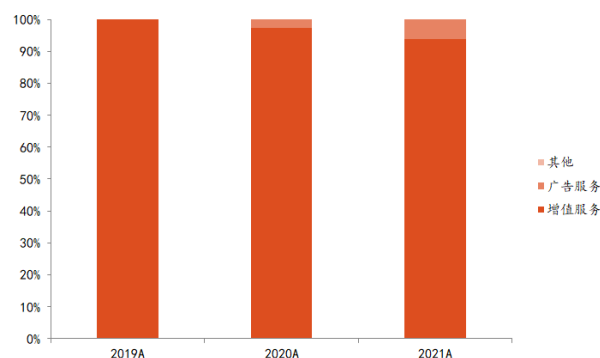
开放式社交的商业化能力相对较弱，陌陌以直播为主，Soul 以增值服务为主。2021 年 Soul 实现营业收入 12.8 亿，同比增长 157.3%，调整后归母净利润-10.0 亿，调整后净利润率-78.0%。从 Soul 的收入构成上来看，增值服务占据了绝大部分，占比 94%，广告等其他业务占比 6%。

图表 25: Soul 营业收入和净利润（单位：百万）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

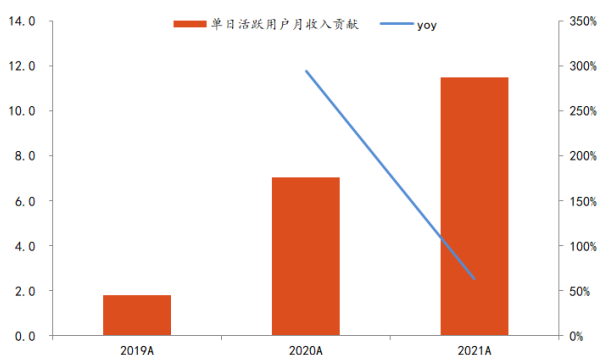
图表 26: Soul 营业收入构成



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

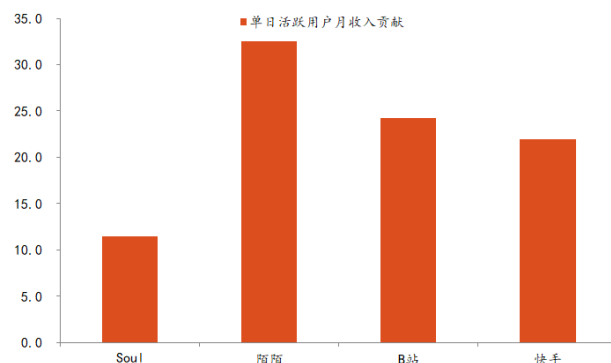
近年来，Soul 商业化明显加速，但相比其他产品，商业化能力仍然较弱。2021 年 Soul 单日活跃用户月收入贡献约 11.5 元/日活/月，同比增长 63.2%，越来越多的付费点增加了用户的付费意愿及金额。但与其他社交/社区产品相比，Soul 的商业化能力仍然有限，2021 年陌陌单日活跃用户月收入贡献约 32.5 元/日活/月，B 站约 24.2 元/日活/月，快手约 21.9 元/日活/月，Soul 仅为其的 50%左右水平。（广告模式主要是开屏和广场中的信息流广告，变现效率较低）

图表 27: Soul 单用户商业化加速



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 28: 各社交产品单用户商业化情况

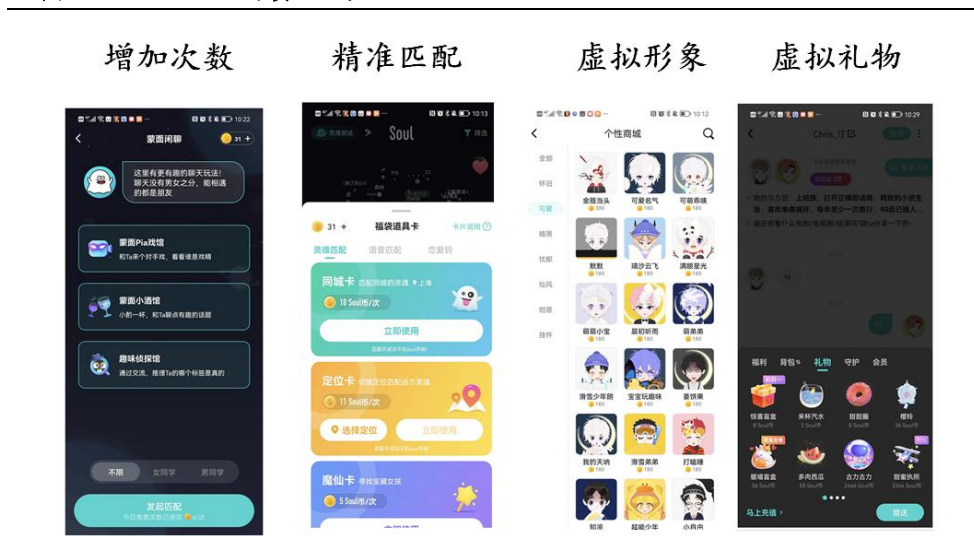


资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（日活跃用户为年度平均值）

4.2. 模式：增值服务聚焦匹配精准度，天花板有限

Soul 主要以增值服务为主，其付费模式聚焦增加匹配次数、精准匹配、虚拟形象以及虚拟礼物等方面。1) 增加匹配次数：Soul 不同模式有匹配次数限制，超过每日的匹配次数后，需要额外付费；2) 精准匹配：可以对地理位置、性别等要素进行限制，这样的匹配需要额外付费；3) 虚拟形象：每个用户可以购买道具装扮自己的形象；4) 虚拟礼物：购买虚拟道具送给其他 Souler。可以看到这些付费模式，单个用户的付费天花板比较低，主要依赖于付费用户数量。

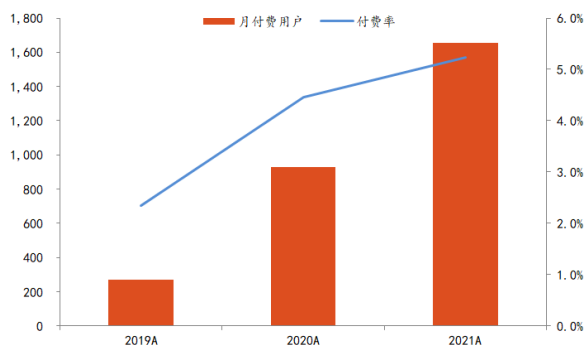
图表 29: Soul 的付费模式



资料来源：Soul App，东方财富证券研究所

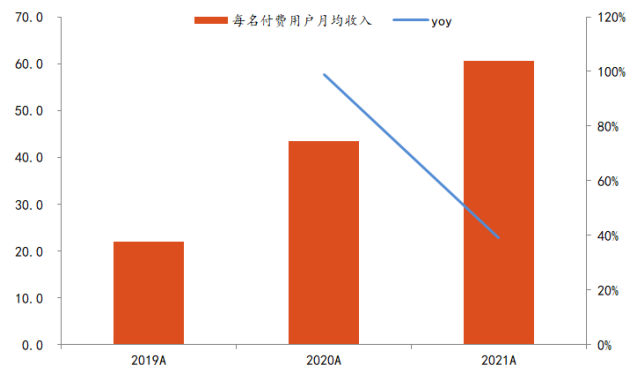
2021 年 Soul 月付费用户达 165.5 万，同比增长 78.1%，付费率从 4.5% 上升至 5.2%。每名付费用户月收入 60.5 元，同比增长 39.1%，随着付费模式多元化，用户付费金额提升较为明显。

图表 30: Soul 月付费用户及付费率（单位：千）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 31: Soul 每名付费用户月收入

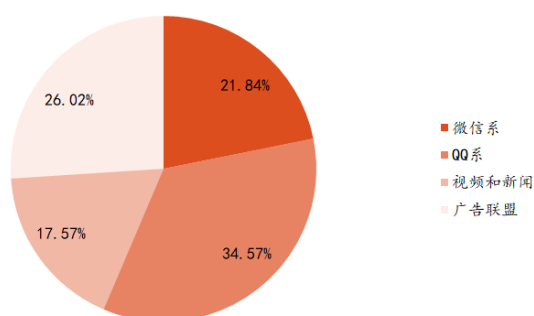


资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

4.3. 未来：去中心化与商业化矛盾，直播是关键

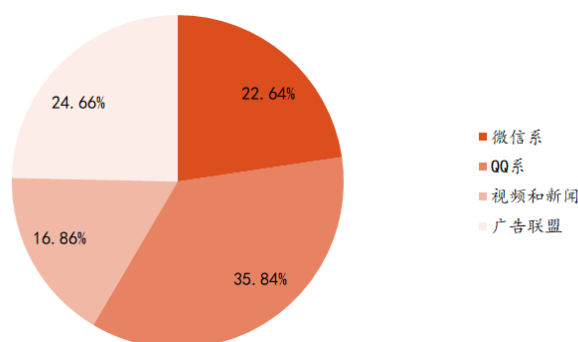
通常来说，去中心化程度越高、用户联系越紧密，商业化的天花板越低。其一，根据上文数据显示（图表 28），抖音、快手、B 站、soul 的商业化能力逐步减弱（主要指广告、会员业务，不包括游戏、直播），用户关系越紧密，平台的控制权越弱，用户对于广告加载率的抵触越大。其二，对比 QQ 和微信的广告商业化能力，微信显著弱于 QQ。截至 2022 年第一季度，微信月活跃用户 12.9 亿，QQ 月活跃用户 5.6 亿；而 QQ 系在腾讯广告收入的份额却是微信系的 1.6 倍。

图表 32：安卓渠道腾讯广告收入分布



资料来源：腾讯广告游戏营销顾问，东方财富证券研究所

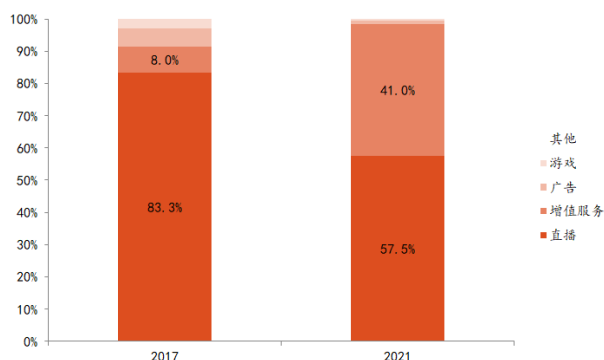
图表 33：苹果渠道腾讯广告收入分布



资料来源：腾讯广告游戏营销顾问，东方财富证券研究所

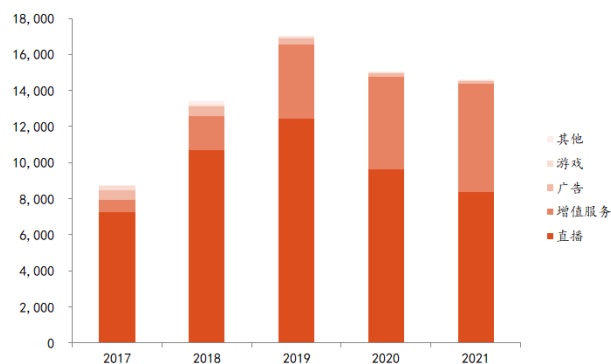
与广告、会员业务的变现逻辑不同，游戏和直播是典型的大 R 付费模式。直播业务给陌陌带来了商业化的飞跃。2017 年，陌陌直播业务收入占比达 83.3%，2021 年，陌陌直播业务收入占比约 57.5%，主要由于 2018 年收购探探，而探探主要以增值服务变现为主。直播对于陌陌的意义是质变：其一，解决了男女不均衡导致的供需不匹配问题，传统的陌生人社交是“1 V 1”模式，但陌陌的男女比例极为失衡，而直播则是“1 V N”模式，解决了内容匹配问题。其二，正如所有陌生人社交应用面临的问题，社交的商业化天花板低，直播极大扩大了商业化能力。由于 Soul 聚焦非颜值社交，基于颜值的直播业务并不符合 Soul 的产品理念，但我们认为直播业务仍不失为 Soul 商业化的重要选择。

图表 34：挚文集团收入构成



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 35：挚文集团历年收入（单位：百万）



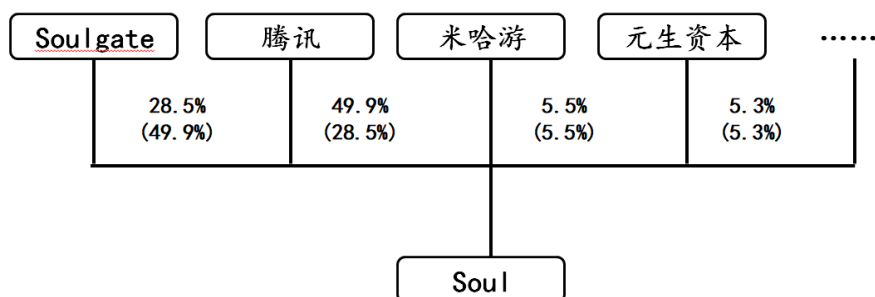
资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

5. 开放式社交是不是未来元宇宙的载体？

5.1. 方向：大概率诞生于重度游戏或轻度社交

“元宇宙”的概念最早出现在 1992 年美国知名科幻作家尼尔·斯蒂芬森出版的小说《雪崩》之中，这也是第一本以虚拟现实为特色的赛博朋克小说。斯蒂芬森的“虚拟实境”包含着现代游戏和社交的多种特征，深刻地影响了互联网行业的发展。世界上最早的图形 MMORPG 游戏《网络创世界》(Ultima Online) 于 1997 年完成，最早的社交应用 Friendster 诞生在 2002 年，而全球覆盖用户体量最大的社交应用 Facebook 于 2004 年上线，同年 MMORPG 的扛鼎之作《魔兽世界》在北美公测。从某种角度上说，所有的游戏和社交应用都传承了《雪崩》中“虚拟实境”的理念，但又有所不足。

图表 36: Soul 上市前股权结构及表决权结构



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所（括号里为表决权）

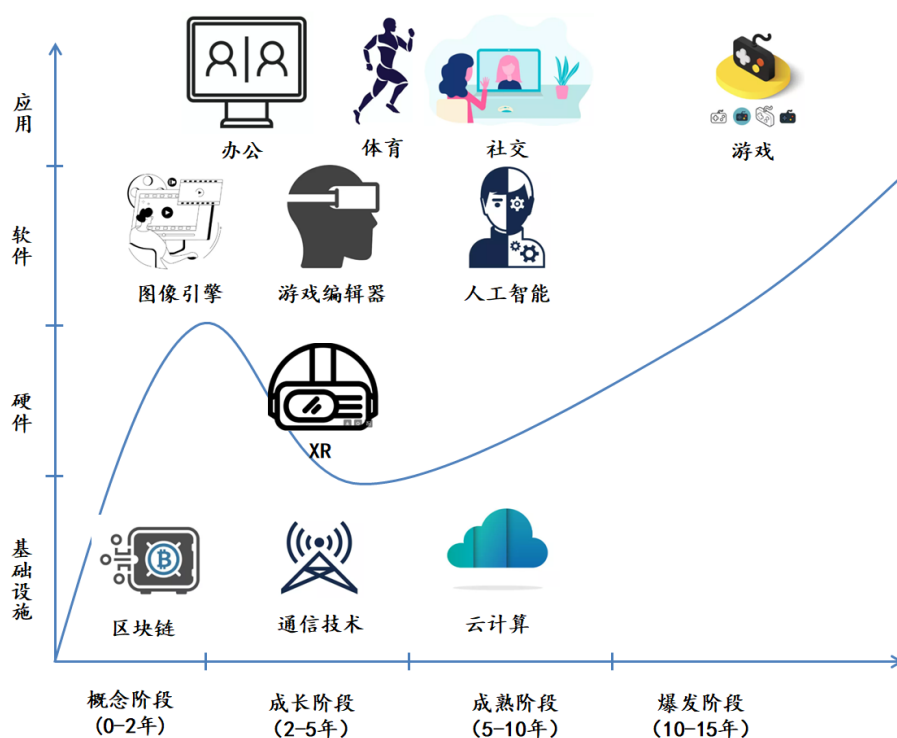
在 Soul 的股权结构中，我们可以发现腾讯（上市前持股 49.9%）和米哈游（上市前持股 5.5%）的身影，进一步佐证了 Soul 元宇宙的定位。作为国内最强的二次元游戏公司之一，抢占元宇宙入口是非常关键的一步。从米哈游的视角来说，未来元宇宙的载体大概率诞生于重度游戏或轻度社交中。路径 1：重度游戏。正如《头号玩家》里展现的一样，用户可能在一个由大量游戏拼接的世界里实现元宇宙，这个游戏世界符合“多元化”、“沉浸感”以及“经济系统”等要素，《原神》或者米哈游未来的 FPS 类型游戏都有可能成为这样元宇宙的载体。路径 2：轻度社交。正如 QQ 秀被成为“Avatar”，陌生人社交正是用户以一种虚拟的身份去与其他用户进行交互的过程，通过游戏化的填充以及未来 VR 的普及，实现更真实的交互。从轻度社交的角度，Soul 无疑将是元宇宙的先驱之一。

5.2. 价值：技术新瓶旧酒，商业化别有洞天

直观来看，元宇宙仿佛更多是各类技术整合的全新概念，比如区块链、5G 通信技术、云计算、XR、图像引擎、人工智能等。当前，NFT 和数字人是两个有望率先落地的元宇宙分支脱颖而出。1) NFT 被视为元宇宙经济体系的基础设施，以去中心化为基础的信任经济体系。国内上市公司在 NFT 领域布局主要集

中在数字艺术品交易平台和 IP 变现。具有社交和流量优势的 NFT 交易平台更具优势。各平台规定数字收藏品不作为商业用途，仅具备收藏和炫耀属性。由于现在技术，跨链成本较高，不同平台仅能交易自己链上的商品，并不像海外以太坊及侧链独大。在这种情况下，能够满足 NFT 炫耀性的平台价值更大。2) 虚拟数字人是由计算机图形学、图形渲染、动作捕捉、深度学习、语音合成等计算机手段创造及使用，并具有外貌特征、人类表演能力、人类交互能力等多重人类特征的综合产物。在未来的元宇宙中，不只是人与人的交互，也会有很多人 AI 的交互，甚至人类的意识会以“数字人”形式实现“永生”。对于 2C 的数字人，内容创作、技术支撑和商业运营是身份型虚拟数字人的三个关键要素，而内容是决定一个虚拟数字人成功与否最关键的因素。

图表 37：元宇宙是基于现有技术升级



资料来源：东方财富证券研究所绘制

陌生人社交应用在 NFT 和数字人领域都有非常大的潜力和先发优势。但事实上，元宇宙的概念进一步深化了“虚拟世界”生产的价值。根据马克思主义劳动价值论，价值是一种凝结在商品中的无差别人类劳动，那么无论是现实中的劳动还是虚拟中的劳动，都应该产生价值。包括 Soul 在内的元宇宙载体将成为价值“贮藏”的土壤，其商业化价值不言而喻。

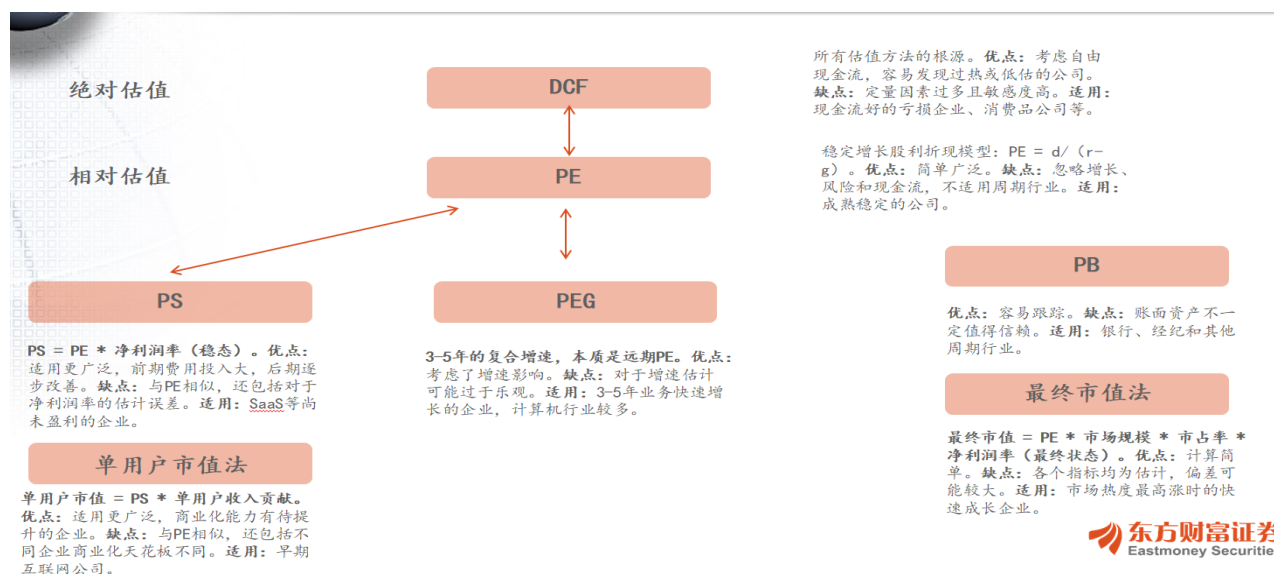
6. 怎么给开放式社交选择估值方式？

我们先回顾一下传统的估值方法的逻辑和适用条件：

- ◆ **PE（市盈率）**：相对估值法，在稳定增长股利折现模型中。优点是简单广泛；缺点是忽略增长、现金流和风险，适用成熟稳定的公司。
- ◆ **PS（市销率）**：PE 基于净利润率放宽预期。对于未来净利润率进行估计和改良，即 $PS = PE * \text{净利润率（稳态）}$ 。优点是考虑前期费用投入较大、后期改善明显的商业模式；缺点是与 PE 问题类似，并且净利润率的估计容易理想化，适用于尚未盈利的企业。
- ◆ **单用户市值法**：PS 基于单用户收入贡献放宽预期。对于未来单用户收入进行估计，即 $\text{单用户市值} = PS * \text{单用户收入贡献（稳态）}$ 。优点是考虑前期商业化较弱、后期改善明显的商业模式，缺点是与 PE 问题类似，并且不同平台的稳态单用户收入贡献不同从而单用户市值存在差异，适用早期互联网平台。

随着产品所处阶段以及市场环境的不同，陌生人社交所适用的估值方式不同。一般来说，从发展阶段角度来看：初级阶段，以用户增长为主、商业化程度较低，主要采取“单用户市值法”；中级阶段，商业化逐步显现、营销等费用支出仍较高，主要采取“市销率法”；终级阶段，商业化逐步成熟、规模效应导致费用率水平趋于稳定，主要采取“市盈率法”。从市场环境角度，市场越为宽松，越倾向于“放宽预期”，依次为“市盈率法”、“市销率法”、“单用户市值法”。

图表 38：传统估值方式一览



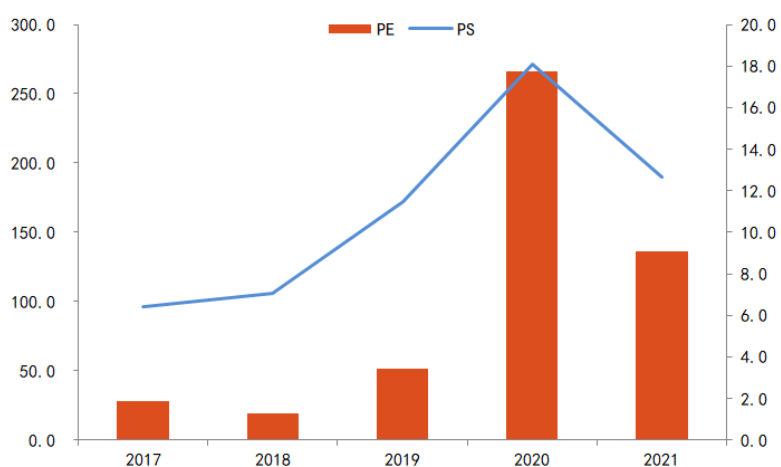
资料来源：东方财富证券研究所绘制

6.1. 海外经验：适用市销率法，波动较为明显

海外陌生人社交上市公司有 Match Group（包含海外最火约会应用 Tinder）和 Bumble 等。由于 Bumble 净利润仍为负数，Match Group 的 PE 波动较大，我们认为市销率更为合适。综合来看，海外约会应用上市公司的估值水平随市场波动较大。

以 Match Group 为例，近 5 年公司 PE（年底）位于 19.2 至 266.4 之间，PS（年底）位于 6.4-12.7 之间。2017 年至 2021 年，公司营业收入从 13.3 亿美元增长至 29.8 亿美元，净利润从 3.1 亿美元下降至 2.8 亿美元，净利润波动比较大。

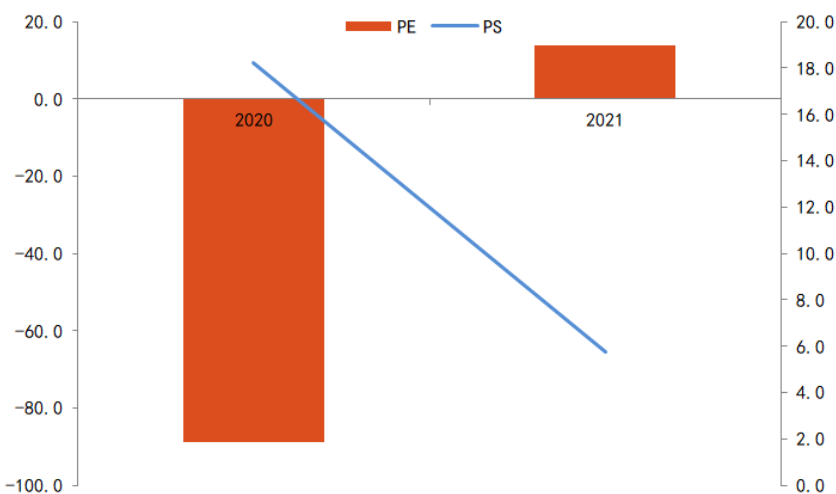
图表 39：Match Group 历史 PE 和 PS



资料来源：公司财报，Choice，东方财富证券研究所（PE、PS 均为年底市值/年底净利润或营业收入）

以 Bumble 为例，近 2 年公司 PE（年底）位于 -89.0 至 13.9 之间，PS（年底）位于 5.7-18.2 之间。2020 年至 2021 年，公司营业收入从 5.4 亿美元增长至 7.7 亿美元，净利润从 -1.1 亿美元上涨至 3.2 亿美元，净利润波动比较大。

图表 40：Bumble 历史 PE 和 PS

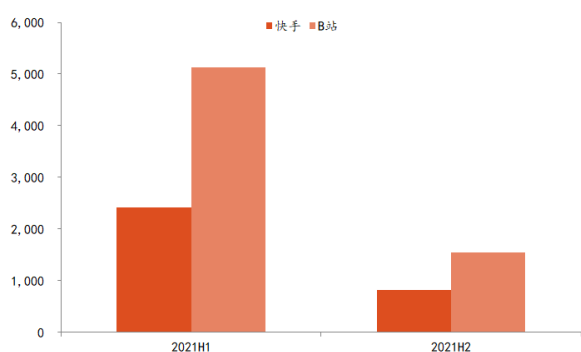


资料来源：公司财报，Choice，东方财富证券研究所（PE、PS 均为年底市值/年底净利润或营业收入）

6.2. 国内经验：从单用户市值到市销率，更看重减亏

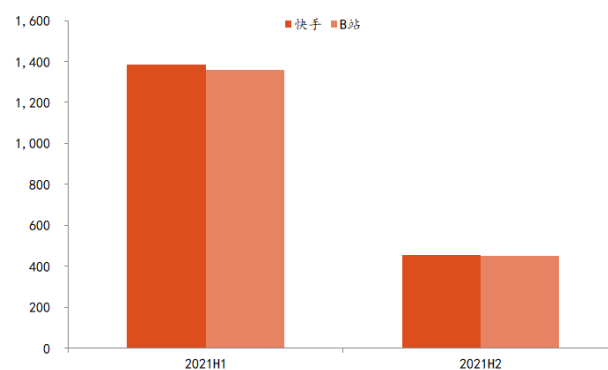
单用户市值法是一种波动的、相对的估值方式，一般在市场比较乐观的情况下使用。2021 年底，按照日活用户计算，快手单用户市值 817 元，B 站单用户市值 1,699 元，较年中下降 60%-70%；按照月活用户计算，快手单用户市值 457 元，B 站单用户市值 451 元，较年中下降 60%-70%。我们可以发现从月活跃用户角度，2021 年快手和 B 站单用户市值相近，这个市值可以作为 Souf 的参考。事实上，日活用户角度更有意义（收入为日活跃用户贡献），但日活用户角度的单用户市值，2021 年 B 站是快手的 2 倍左右，可以认为 B 站的用户增长潜力更大；自 2022 年开始二者的日活用户单用户市值逐步趋近。

图表 41：快手和 B 站单日活用户市值



资料来源：公司财报，Choice，东方财富证券研究所

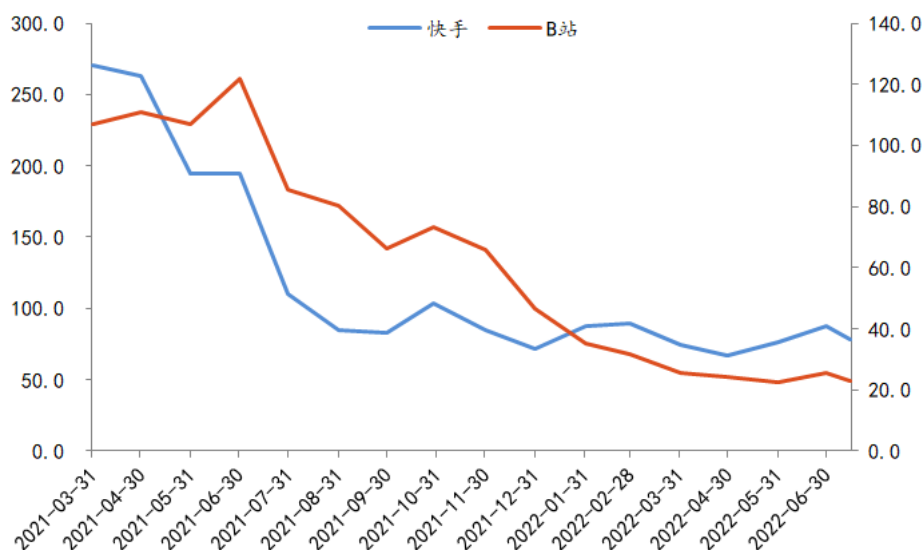
图表 42：快手和 B 站单月活用户市值



资料来源：公司财报，Choice，东方财富证券研究所

自快手上市来看，快手与 B 站股价较为趋同，二者相关系数约 0.8。但是自 2021 年四季度以来，快手股价表现相对平稳，B 站却出现较大幅度下降。可以看到，随着港股互联网承压，市场逐步偏好于逐步盈亏平衡的企业，而亏损较大的企业股价仍显著承压。

图表 43：快手与 B 站股价趋同



资料来源：公司财报，Choice，东方财富证券研究所

7. 投资建议

开放式社交是社交元宇宙探索的先驱。随着互联网监管常态化，新的互联网企业在港股上市有望提振资金信心。我们认为随着经济发展以及用户对虚拟世界的探索，社交、社区应用的重要性和商业化能力有望持续提升。谨慎看好：腾讯控股、哔哩哔哩；看好：快手。

图表 44：行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿港元)	EPS			PE			股价 (港元)	评级
			2021	2022E	2023E	2017	2018E	2019E		
00700. HK	腾讯控股	31292.9	13.0	12.4	15.4	20.4	21.4	17.3	325.0	增持
01024. HK	快手-W	3348.1	-4.7	-1.3	1.6	-13.7	-48.3	40.1	78.0	买入
09626. HK	哔哩哔哩	684.9	-17.9	-16.5	-14.2	-8.4	-9.1	-10.6	176.7	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（股票价格截至 2022 年 7 月 15 日）

8. 风险提示

政策监管风险；

宏观经济下行风险。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。