

贩卖“情绪价值”的Soul四闯IPO 剑指“Z世代社交第一股”

◆ 导报记者 石满懿 济南报道

2025年11月27日，港交所披露易平台显示，Soulgate Inc.（下称“Soul”）向港交所递交上市申请，拟主板挂牌，中信证券担任其独家保荐人。

这已经是该公司第四次冲击资本市场。在经历了赴美上市中途暂停以及两度港股递表失败的曲折历程后，Soul携连续盈利的财务数据再度冲击港交所，目标直指“Z世代社交第一股”。然而在亮眼数据背后，其商业化故事的可持续性正接受市场检验。

第四次“叩门”

Soul的故事始于2016年。彼时，创始人张璐注意到，年轻人在线上社交中面临双重困境：在熟人社交中因身份束缚感到“表演压力”，而在陌生人社交中又常被忽视、难以建立真实连接。为此，她决定打造一个让年轻人能够“无压力倾诉”的社交空间。

成立初期，Soul以“灵魂匹配”为核心，凭借“让天下没有孤独的人”的口号迅速进入陌生人社交赛道。平台采用无头像的匿名模式，用户需完成心理测试以生成兴趣图谱，系统再根据该图谱推荐匹配对象，且首次交流只能通过文字或语音进行。这种“去颜值化”的匿名设定吸引了众多Z世代用户将Soul视为“树洞”，推动其实现早期自传播。

随着用户规模逐步扩大，Soul开始寻求资本化发展。2021年，Soul首次向美国证监会递交招股书，计划登陆纳斯达克，募资目标为2.28亿美元。当时公司以“社交元宇宙”为定位，试图为用户打造一个可以摆脱现实枷锁、安放数字自我的“第二人生”。然而，其IPO进程于当年6月主动暂停。外界普遍认为这与当时中美监管环境的不确定性有关，同时也受到竞争对手Uki发起的诉讼影响，公司账户资金一度被冻结2693万元。此后Soul转向港股市场，先后于2022年6月和2023年3月两次递表，均因招股书过期而未能成功。有市场人士向经济导报记者分析指出，其持续亏损、用户增长放缓、商业模式单一等问题，是其港股上市受阻的主因。

面对资本市场的挑战，Soul在2023年底进行了战略调整，不再强调“元宇宙”，转而将自研的“Soul X”情绪价值大模型作为新叙事核心。据了解，该模型基于平台海量用户数据训练，具备多模态感知与实时情绪响应能力，用于优



化匹配、生成AI内容并提升粘性。

这一转型也顺应了快速增长的赛道前景。弗若斯特沙利文报告显示，2024年中国“AI+沉浸式情绪经济”市场规模为71亿元，预计2030年将达到900亿元，年复合增长率高达52.8%。而Soul在本轮递交的招股书中明确将自己定义为“AI+沉浸式社交平台”，“AI”这个关键词在招股书中出现了266次，其技术转型的决心可见一斑。2025年前8个月，Soul的技术及开发开支达4.07亿元，占总营收24%，截至8月底，公司技术及开发团队共有343人，占总人数的44%。

值得注意的是，在Soul的发展过程中，腾讯的投资成为关键支持。2020年5月，腾讯通过旗下意象架构对Soul进行投资，但不参与其日常管理及业务运营。目前，腾讯持有Soul49.9%股权及28.5%投票权。此外，米哈游、元生资本、晨兴资本分别持股5.47%、5.34%和3.77%，创始人张璐持股28.5%，拥有49.9%投票权，保持了对公司的主导权。

毛利率稳定在80%以上

Soul此次冲击上市的底气，主要来自财务数据的改善。招股书显示，2020年至2022年，Soul处于持续亏损状态，净亏损分别为5.79亿元、13.24亿元和5.08亿元。值得注意的是，平台于2023年实现盈利拐点，经调整净利润达3.61亿元，2024年维持在3.37亿元，2025年前8个月同比激增73%至2.86亿元，毛

利率稳定在80%以上。公司总营收从2022年的16.67亿元增长至2024年的22.11亿元，复合年增长率超过15%；2025年前8个月营收已达16.83亿元，同比增长17.86%，接近2022年全年水平。

截至2025年8月31日，Soul累计注册用户达3.9亿，日均活跃用户稳定在1100万，活跃用户的日均应用启动次数为20.1次，根据弗若斯特沙利文报告，Soul的这三项指标在中国“AI+沉浸式情绪经济”行业的社交平台中均排名第一。此外，招股书披露的数据显示，Soul的日均使用时长超50分钟，月均3个月用户留存率达80%，人均每日私信量75条，远超传统社交平台的互动水平。

然而，值得警惕的是，招股书披露的亮眼数据背后亦存隐忧。招股书显示，若按国际财务报告准则（IFRS）计算，2022年至2025年前8个月，Soul始终处于净亏损状态，累计净亏损超过10亿元。其经调整净利润的转正，主要依赖于“可赎回股份及赎回义务”等非经营性项目带来的收益。有市场人士向经济导报记者分析指出，在业内看来，这也意味着Soul的盈利改善并非完全来自主营业务的内生增长，而在相当程度上依赖于资本运作的会计处理。

此外，Soul的用户增长已显疲态。尽管其日均活跃用户数在7年之间增长10倍，但当前增速远不及早期。招股书数据显示，平台累计注册用户达3.9亿，但月均活跃用户数为2800万，日均活跃用户数约1100万，用户活跃度呈

现“金字塔结构”，多数用户为轻度浏览者。值得注意的是，其三年多来累计投入的广告及推广费用接近29亿元，远超同期净利润总和。上述市场人士向经济导报记者分析时指出，从高企的广告和推广费用来看，Soul的用户获取成本较高，其增长模式高度依赖资本投入。

“情绪价值服务”收入占比超90%

值得注意的是，Soul的收入结构高度集中。招股书显示，2025年前8个月，“情绪价值服务”的收入占公司总收入的90.8%。该业务主要包括虚拟物品（如Avatar、礼物、道具等）和会员特权，而广告等其他收入占比不足一成。此外，数据显示，Soul的月均每付费用户收益（ARPPU）为104.4元，但付费率仅为6.5%。这也意味着在约2800万月活跃用户中，仅有约180万用户贡献了绝大部分收入。Soul亦在招股书中坦言：“倘我们未能维持现有用户或进一步扩大用户群，或若我们的用户参与度下降，则我们的业务及经营业绩或会受到重大不利影响。”

Soul高度依赖Z世代用户的结构，进一步放大了其单一收入模式的风险。招股书显示，在Soul的用户群体中，Z世代用户占比高达78.7%。Z世代（Generation Z）通常是指1995年至2009年出生的这一代人，这一群体消费决策自由度较高，但整体支付能力与付费习惯仍在培育中。

此外，Z世代对新鲜事物的偏

好迭代极快，而在争夺用户注意力方面，Soul亦面临多重竞争：在陌生人社交赛道，探探、积目等平台持续角逐；在新兴的AI陪伴赛道，则有Minimax的“星野”、阅文的“筑梦岛”等产品，凭借更低的使用门槛和更丰富的交互体验吸引年轻用户。此外，像小红书、B站这类内容生态强大的综合性平台，也在不断强化社交功能，其用户画像与Soul高度重

<<上接1版

对于“高端护肤品牌”这一概念，林清轩在招股书中提到三个要点：一是主要产品价格高至少50%；二是拥有优异的品牌形象，具备进入高端零售渠道的能力；三是具备研发护肤技术和核心成分。从定价角度来看，林清轩确实迈入了高端门槛。

不过，林清轩在产品定价上也曾引发争议。公司曾在2023年底试水轻奢产品，上架了一款“沉迷山茶花”香水，75毫升的规格售价达1702元。新品一上架就被消费者质疑价格太高，随着舆论发酵，林清轩曾一度下架该产品。

在盘古智库高级研究员江瀚看来，要从“价格高端”迈向“价值高端”，国货品牌必须完成核心技术自主化突破。这意味着不仅要有专利成分，还需建立完整的功效验证体系，使“贵得

有理”成为消费者共识。还需构建高端品牌叙事与用户体验闭环，价格只是表象，价值源于情感共鸣与使用体验。

值得一提的是，港股IPO进程开启之前，各路资本已陆续布局林清轩。其资本之路始于2021年，当年1月完成头头是道投资基金、远隆发展等机构参与的1.5亿元A轮融资；仅8个月后，碧桂园创投、海纳亚洲等又携1.81亿元完成B轮融资。

股权结构上，上市前创始人孙来春直接持有林清轩38.21%的股份，为第一大股东，通过上海房角石、上海元涸以及上海元淦间接合计持有林清轩已发行股本总额约79.27%的权益。

此外，雅戈尔时尚持股4.49%为最大的外部股东；碧桂园创投通过佛山海禹嘉和佛山汇碧二号分别持股2.69%和1.26%；吴晓波关联的头头是道投资基金持股3.59%；分众传媒董事长江南春持股的远隆发展持股0.9%。

经济导报 公益广告

推动绿色发展
促进人与自然和谐共生

