

# 2023年中国消费类企业融资发展与展望白皮书

2023 White Paper on Financing Development and Prospects of China Consumer Enterprises

2023年中国消費者企業の資金調達開発と展望に関する白書

报告标签：消费类企业、小微经济、融资、交易所、滴灌通澳交所

主笔人：蒋孟炜、张婷锐

报告提供的任何内容（包括但不限于数据、文字、图表、图像等）均系头豹研究院独有的高度机密性文件（在报告中另行标明出处者除外）。未经头豹研究院事先书面许可，任何人不得以任何方式擅自复制、再造、传播、出版、引用、改编、汇编本报告内容，若有违反上述约定的行为发生，头豹研究院保留采取法律措施、追究相关人员责任的权利。头豹研究院开展的所有商业活动均使用“头豹研究院”或“头豹”的商号、商标，头豹研究院无任何前述名称之外的其他分支机构，也未授权或聘用其他任何第三方代表头豹研究院开展商业活动。

# 摘要

近年来，中小企业呈现“量质齐升”的发展态势，以中小企业为主的民营企业已经跃升成中国第一大外贸经营主体、对外贸增长贡献度超半，为经济社会发展作出了重要贡献。中国是全球最大的消费市场，对全球投资者有着天然的吸引力，但消费类小微企业具有‘非标’特性，使得传统金融服务难以触达其融资需求。为加快构建中小微企业融资的良好生态，中国相关政府部门出台了多项政策以推动中小微企业高质量发展。

在此背景下，沙利文联合头豹研究院谨此发布《2023年中国消费类企业融资发展与展望白皮书》，旨在从政策、经济、社会、技术四个角度剖析中国企业整体的融资发展背景，通过研究消费类企业的融资现状及痛点，洞察科技创新如何赋能资本市场发展。

## □ 中国企业融资状况持续改善

近年来，中国着力扩大内需，优化民企发展环境和投融资环境，通过扩大消费、促进民间投资等措施全方位推动经济社会高质量发展。中国的企业营商环境和自身发展处于景气状态，且仍有上升空间，融资风险和成本在波动中下降，融资效率有所提升，随着融资供需结构的进一步优化，企业的融资状况将持续改善。

## □ 收入分成模式兼具股债融资优势

债权融资是中国企业最主要的外源融资方式，具有非稀释性、低风险性等特征，股权融资在流动性、融资规模方面具有相对优势，而收入分成融资模式凭借高灵活性、低融资成本、低风险性成为股和债之外的良好补充。

## □ 滴灌通澳交所联通国际资本与小微经济

科技进步、新基建发展推动中国数字化经济普及和深化，在此背景下，滴灌通开发设计出一套以收入分成模式为核心的完整生态系统进行投融资，将“资本之水”精准滴灌中国微小且分散的经济体。

## □ 未来消费类企业融资环境有望回暖

随着收入分成融资模式崭露头角，融资渠道的多元化、融资产品的个性化和金融科技进步将为消费类企业提供更多融资选择和机会，提升融资效率，降低融资成本并满足融资需求，消费类企业的融资主体数量及融资规模有望进一步扩大。

目录

|                   |    |
|-------------------|----|
| ◆ 中国消费类企业融资发展综述   | 06 |
| • 企业融资宏观背景        | 07 |
| • 企业融资发展历程        | 11 |
| • 消费类企业融资现状       | 12 |
| • 消费类企业融资痛点       | 15 |
| ◆ 主要融资方式对比分析      | 17 |
| • 概念界定与分类         | 18 |
| • 发展现状            | 21 |
| • 优劣势             | 28 |
| ◆ 主要交易所对比分析       | 30 |
| • 发展历程            | 31 |
| • 交易规则            | 34 |
| • 行业分布            | 36 |
| ◆ 滴灌通澳交所优势分析      | 37 |
| • 滴灌通澳交所交易模式创新    | 38 |
| • 滴灌通投资优势分析       | 40 |
| • 滴灌通发行优势分析       | 43 |
| ◆ 中国消费类企业融资发展趋势展望 | 45 |
| • 消费类企业融资规模展望     | 46 |
| • 消费类企业融资方式展望     | 49 |
| • 科技助力降低消费类企业融资成本 | 51 |
| ◆ 方法论             | 54 |
| ◆ 法律声明            | 55 |

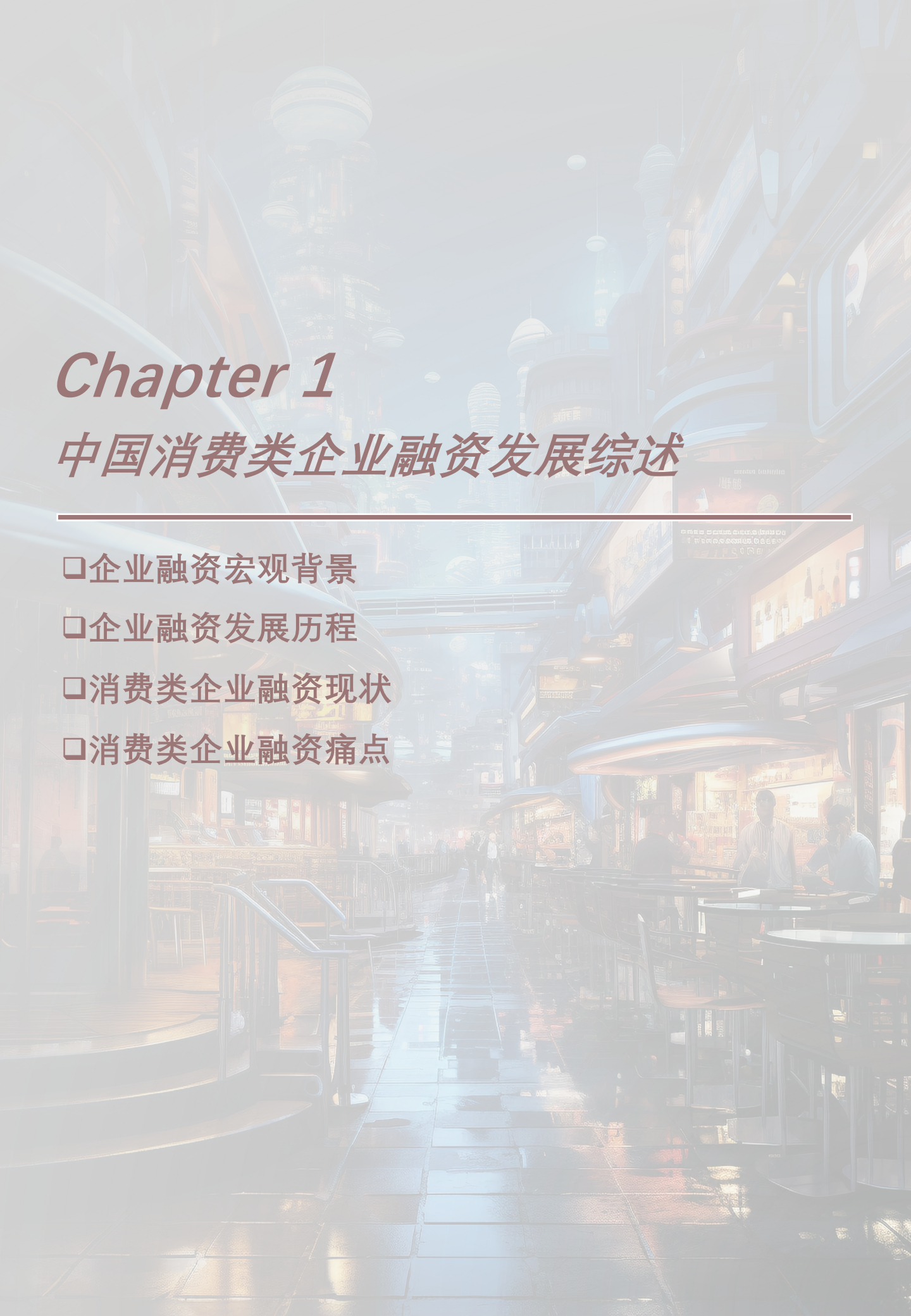
# Contents

|                                                                   |    |
|-------------------------------------------------------------------|----|
| ◆ Overview of Financing Development of China Consumer Enterprises | 06 |
| • Macroeconomic Background of Corporate Financing                 | 07 |
| • Development of Corporate Financing                              | 11 |
| • Financing Status Quo of Consumer Enterprises                    | 12 |
| • Financing Pain Points of Consumer Enterprises                   | 15 |
| ◆ Comparative Analysis of Principal Financing Methods             | 17 |
| • Definitions and Classifications                                 | 18 |
| • Current Development Status                                      | 21 |
| • Advantages and Disadvantages                                    | 28 |
| ◆ Comparative Analysis of Major Exchanges                         | 30 |
| • Development History                                             | 31 |
| • Trading Rules                                                   | 34 |
| • Industry Distribution                                           | 36 |
| ◆ Analysis of Advantages of MCEX                                  | 37 |
| • Transaction Model Innovation                                    | 38 |
| • Investment Advantages                                           | 40 |
| • Issuance Advantages                                             | 43 |
| ◆ Trends in Financing of China Consumer Enterprises               | 45 |
| • Prospects of Financing Scales                                   | 46 |
| • Prospects of Financing Methods                                  | 49 |
| • Technological Advancements Reducing Financing Costs             | 51 |
| ◆ Methodology                                                     | 54 |
| ◆ Legal Statement                                                 | 55 |



# 名词解释

- ◆ **MCEX:** Micro Connect Macao Financial Assets Exchange, 滴灌通澳门金融资产交易所股份有限公司, 简称滴灌通澳交所。
- ◆ **DRC:** Daily Revenue Contract, 即每日收入分成合约, 是一份联合经营的商业合约, 约定在一定时间内的投资额和对应收入分成关系。
- ◆ **DRO:** Daily Revenue Obligation, 即每日收入分成凭证产品, 是依据滴灌通澳交所规则挂牌、登记和交易的产品, 其挂牌申请人为中国及其他区域的小微企业, 投资者为滴灌通澳交所会员。
- ◆ **DRP:** DRP-Daily Revenue Pool, 即每日收入资产包, 按一定主题打包的DRO组合产品。
- ◆ **确钱抓手:** Repayment ARM-Automated Repayment Mechanism, 一套数字化的、自动的信息采集和现金抓取机制。滴灌通通过合作网络, 将“确钱抓手”嵌入每一家投资的门店, 每日准确自动采集门店的收入信息, 同时自动抓取DRC约定的收入分成现金。
- ◆ **小微企业:** 与《中小企业划型标准规定》一致。
- ◆ **小微经营者:** 符合《统计上大中小微型企业划分办法(2017)》划分的小型、微型企业和年营业收入不超过1,000万元的小微经营者。



# Chapter 1

## 中国消费类企业融资发展综述

---

- 企业融资宏观背景
- 企业融资发展历程
- 消费类企业融资现状
- 消费类企业融资痛点

# 企业融资宏观发展背景——政策背景

近年来，中国着力扩大内需，优化民企发展环境和投融资环境，通过扩大消费、促进民间投资等措施全方位推动经济社会高质量发展

中国消费及融资相关支持政策，2020-2023年8月

| 颁布时间    | 颁布主体        | 政策名称                            | 政策要点                                                                                                                | 政策解读                                                                                                                                |
|---------|-------------|---------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020.9  | 国务院         | 《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》        | <ul style="list-style-type: none"><li>推动线上线下消费有机融合，加快新型消费基础设施和服务保障能力建设</li><li>加大新型消费政策支持力度</li></ul>               | <ul style="list-style-type: none"><li>新业态新模式的发展对传统融资模式提出挑战，亦催生了创新型消费领域投融资模式的出现</li></ul>                                            |
| 2022.4  | 发改委<br>银保监会 | 《关于加强信用信息共享应用推进融资信用服务平台网络建设的通知》 | <ul style="list-style-type: none"><li>建立健全融资信用服务平台网络</li><li>加快推进涉企信用信息归集共享</li></ul>                               | <ul style="list-style-type: none"><li>精准、全面、安全的信息共享和数据交换有利于提高融资市场透明度，扩大企业融资渠道并改善融资环境，有利于提升融资效率、企业融资的灵活性和竞争力，促进经济的稳定和可持续发展</li></ul> |
| 2022.12 | 中共中央<br>国务院 | 《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》        | <ul style="list-style-type: none"><li>全面促进消费，加快消费提质升级</li><li>优化投资结构，拓展投资空间</li></ul>                               | <ul style="list-style-type: none"><li>经济和金融环境的改善将提高企业融资的便利性；政策支持力度的加大、产业结构的调整、消费和投资需求的增加为企业融资提供了更多机会和渠道，有利于减轻企业融资压力</li></ul>       |
| 2023.3  | 发改委         | 《关于进一步做好社会资本投融资合作对接有关工作的通知》     | <ul style="list-style-type: none"><li>建立健全社会资本投融资合作对接机制，加大盘活存量资产力度</li><li>实现项目信息便捷共享，推动创新投融资模式</li></ul>           | <ul style="list-style-type: none"><li>社会资本投融资合作对接有利于激活社会资本活力，为企业提供更多资源支持，拓宽融资渠道并满足企业资金需求</li></ul>                                  |
| 2023.7  | 发改委         | 《关于恢复和扩大消费的措施》                  | <ul style="list-style-type: none"><li>扩大餐饮服务消费，丰富文旅消费，促进文体体育会展消费，提升健康服务消费</li><li>加强金融对消费领域的支持，完善促进消费长效机制</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>恢复和扩大消费意味着消费需求的增加，促使企业增加生产和扩大规模，或将增加企业对资金的需求；金融支持力度的加强将改善企业融资环境</li></ul>                     |
| 2023.8  | 财政部<br>税务总局 | 《关于支持小微企业融资有关税收政策的公告》           | <ul style="list-style-type: none"><li>对金融机构与小微型企业签订的借款合同免征印花税</li><li>对金融机构向小微型企业、个体工商户发放小额贷款取得的利息收入免征增值税</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>优惠税收政策有利于推动缓解融资难、融资贵问题，持续降低企业融资成本，提升投资者投资兴趣和企业融资能力</li></ul>                                  |

## 消费潜力持续释放，中国融资环境有望持续改善

- 2020年以来，中国相关政府部门频繁发布促消费相关的政策，提出要将实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，拓展消费新空间，打造消费新场景，充分挖掘超大规模市场优势，中国消费市场潜力与经济社会发展动能有望进一步释放。
- 融资政策体系的完善对企业的融资发展具有积极影响，金融服务质效的提升有望进一步增加企业融资需求，拓宽融资渠道，持续改善融资环境，增强企业融资能力。资本市场活跃度的提升、创新资本形成速度的加快以及科技、资本和产业的紧密融合，将推动中国经济高质量发展。

来源：国务院，国家发展和改革委员会，头豹研究院

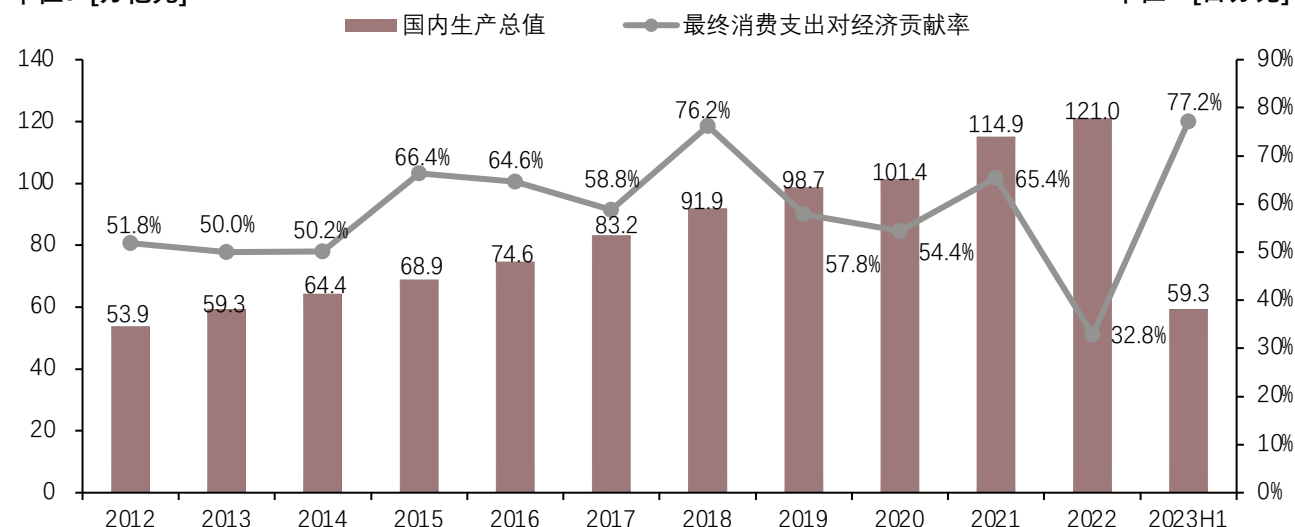
## 企业融资宏观发展背景——经济背景

长期来看，中国经济稳中向好，消费市场发展韧性强劲。进入2023年后，随着经济社会全面恢复常态化运行，市场活力逐步恢复

中国国内生产总值及最终消费支出对经济的贡献率，2012-2023H1

单位：[万亿元]

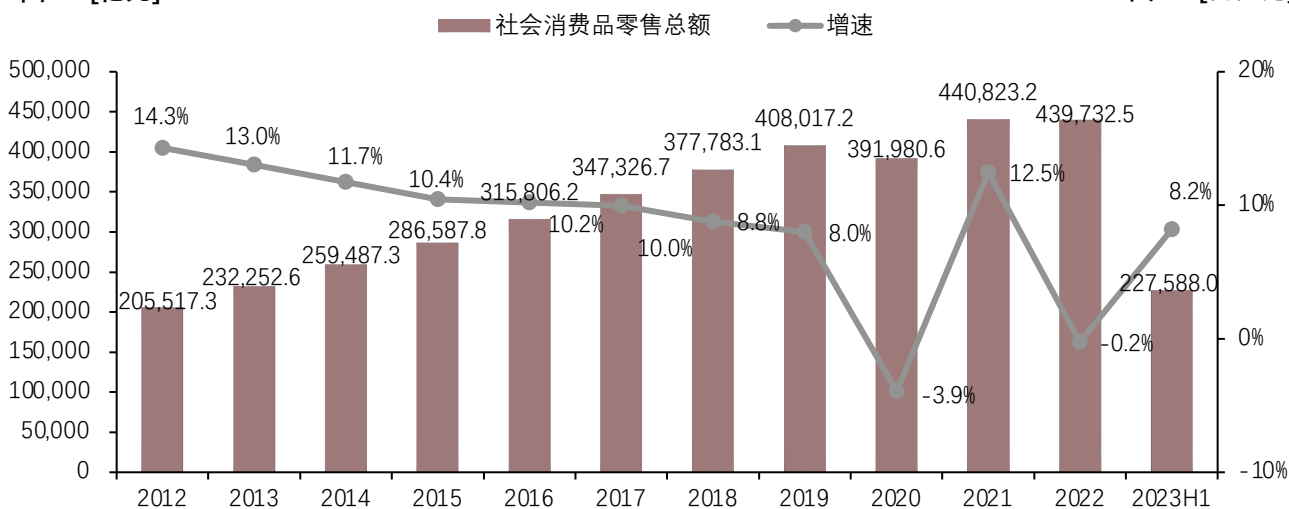
单位：[百分比]



## 中国社会消费品零售总额及增速，2012-2023H1

单位：[亿元]

单位：「百分比」



■ 2023年中国消费需求迈入复苏阶段，消费对经济增长的拉动性明显增强，企业融资可行性增加

中国经济稳中向好，中国国内生产总值自2012年的53.9万亿元增长至2022年的121.0万亿元。随着中国社会全面恢复常态化运行，消费市场逐渐复苏回暖，2023年上半年，中国社会消费品零售总额为227,588.0亿元，同比增长8.2%，最终消费支出对经济增长的贡献率达到77.2%，表明消费对中国经济增长的拉动作用明显增强。与此同时，经济环境的持续改善带动市场需求的变化，直接影响消费类企业的盈利能力、融资意愿和需求，投资者对其前景及回报的预期愈为乐观，使得企业获取融资的可能性增加，融资难度得以降低。

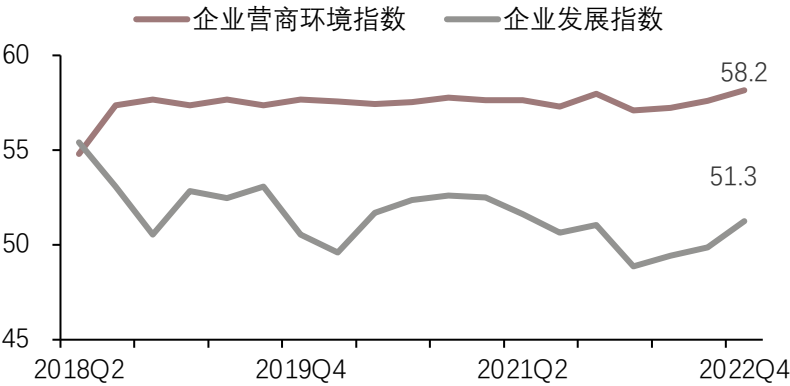
来源：国家统计局，头豹研究院



企业融资宏观发展背景——社会背景

中国企业营商环境和自身发展处于景气状态，且仍有上升空间，融资风险和成本在波动中下降，融资效率有所提升，融资压力逐步缓解，随着融资供需结构的进一步优化，企业的融资状况将持续改善

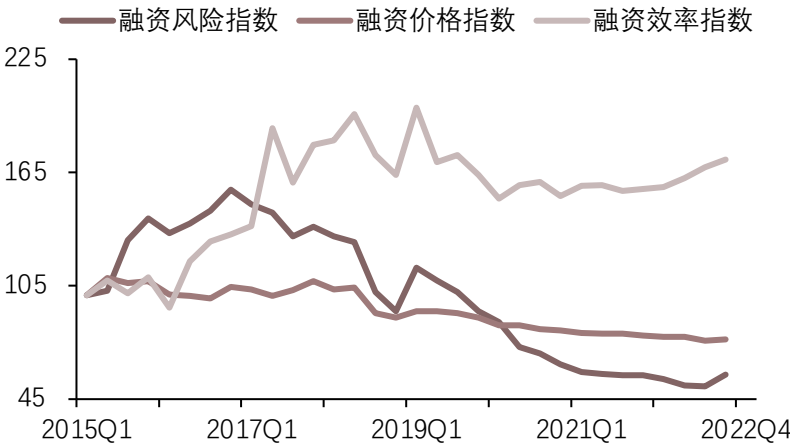
中国小微企业营商环境及发展指数，2018Q2-2022Q4



小微企业发展信心有望释放

2018年以来，中国企业营商环境指数基本保持稳定，2022年第四季度达58.2点，环比上升约1%。2022年，中国小微企业发展指数触底反弹，整体发展恢复景气状态，且仍存在提升空间。随着国民经济及消费需求持续恢复，中国经济高质量发展扎实推进，小微企业的发展信心将进一步加强。

中国小微企业融资指数，2015Q1-2022Q4

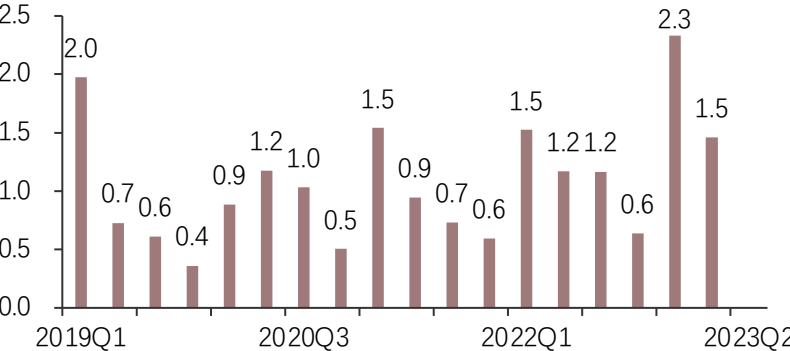


小微企业融资环境有待优化

2020年起，中国小微企业的不良贷款率大幅下降，企业融资风险开始走低。2022年，受贷款利率、融资费率等因素共同影响，小微企业融资价格指数基本维持稳定，第四季度为76.6点，同比下降2.1点，环比上升0.6点，融资成本仍存在优化空间。2022年第四季度，由于金融机构贷款申办时长的下降，小微企业融资效率指数环比上升2.3%达到171.8点，但金融机构融资业务的申办周期仍是小微企业的融资痛点，存在进一步调整空间。

中国银行业金融机构普惠型小微企业贷款余额增量规模，2019Q1-2023Q2

单位：[万亿元]



小微企业贷款余额持续增加

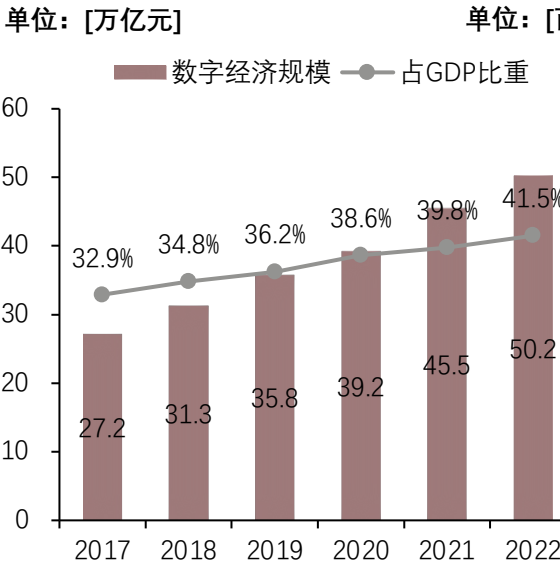
截至2022年末，中国银行业金融机构用于小微企业的贷款余额\*达59.7万亿元，其中普惠型小微企业贷款\*余额为23.6万亿元，同比增长23.6%，小微企业的融资需求仍然活跃。2023H1，普惠型小微企业贷款余额共增加3.8万亿元，贷款余额的持续增长将带动金融机构加大对小微企业的融资供给力度。

来源：国家金融监督管理总局，中国经济信息社，中国建设银行，头豹研究院  
\*小微企业贷款：包括小微企业贷款、个体工商户贷款、小微企业主贷款三种类型。2018年后，普惠型小微企业贷款统计口径调整为单户授信总额在1,000万元以下(含)的小微企业贷款。

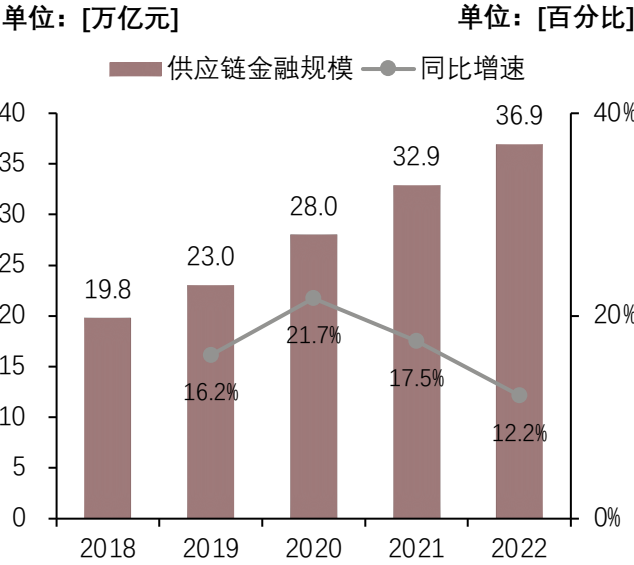
企业融资宏观发展背景——技术背景

数字经济已成为企业稳增长、促转型的重要引擎，金融科技与数字经济深度融合，供应链金融数字化加快叠加移动支付迅猛发展，企业融资环境将进一步改善

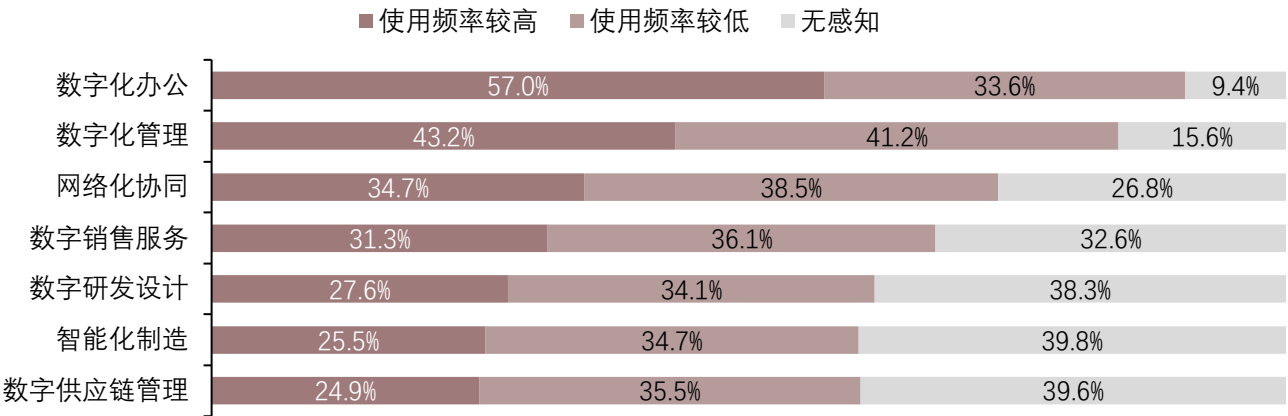
中国数字经济规模及占GDP比重，2017-2022年



中国供应链金融规模及增速，2018-2022年



中国企业数字化转型感知情况，2022年



金融科技发展助推数字经济进一步深化，其中供应链金融数字化将逐步降低企业融资门槛

随着新一轮科技革命和产业变革的持续深入及数字基础设施建设的持续推进，数字中国建设全面赋能经济社会发展，2022年中国数字经济规模达到50.2万亿元，总量稳居全球第二，企业数字化转型不断加快。而供应链金融作为连接金融与实体经济的重要枢纽，已与数字化技术高度融合，为实体提供通链、纾困的支撑作用。2022年中国供应链金融行业市场规模达到36.9万亿元，过去五年的复合年均增长率为16.8%，高于中国企业贷款规模增速和小微企业贷款规模增速。中国供应链金融数字化趋势加快，未来业务流程线上化、运营管理可视化、数据交易可视化、信用评估数据化、风险监测动态化等场景应用将逐渐落地，可有效解决企业尤其是中小微经营主体融资方面的痛点。

来源：中国互联网络信息中心，人民银行，头豹研究院

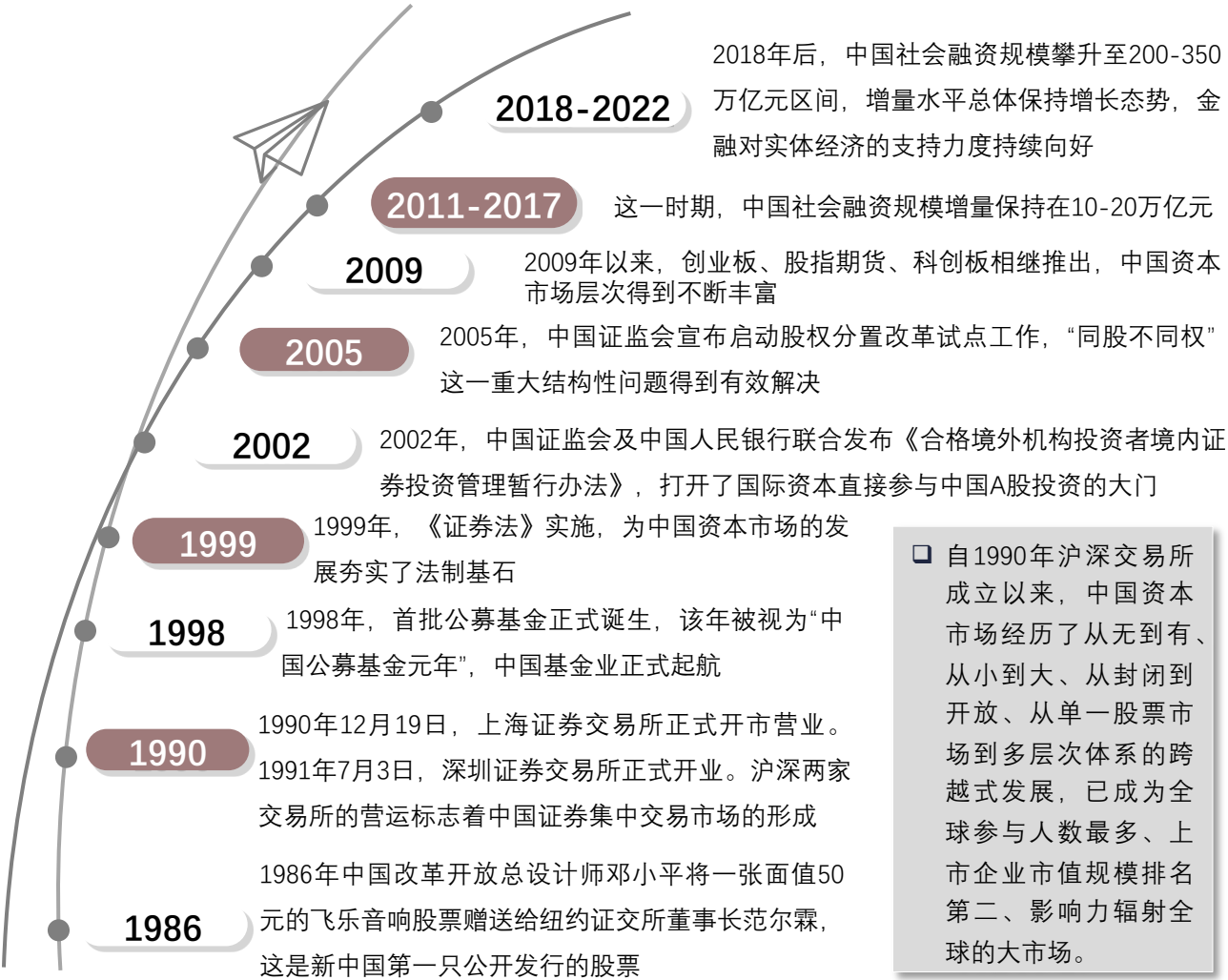
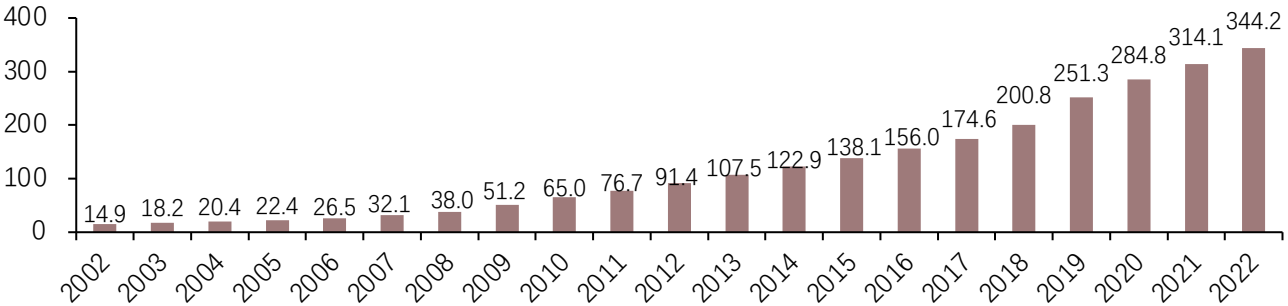
企业融资发展历程

自1990年沪深交易所成立，到2005年股权分置改革，再到2019年注册制改革，中国资本市场从建立到成熟经历了多个发展阶段，逐渐形成了多层次资本市场体系

中国企业融资市场重大事件梳理

单位：[万亿元]

中国社会融资规模存量，2002-2022年



自1990年沪深交易所成立以来，中国资本市场经历了从无到有、从小到大、从封闭到开放、从单一股票市场到多层次体系的跨越式发展，已成为全球参与人数最多、上市企业市值规模排名第二、影响力辐射全球的大市场。

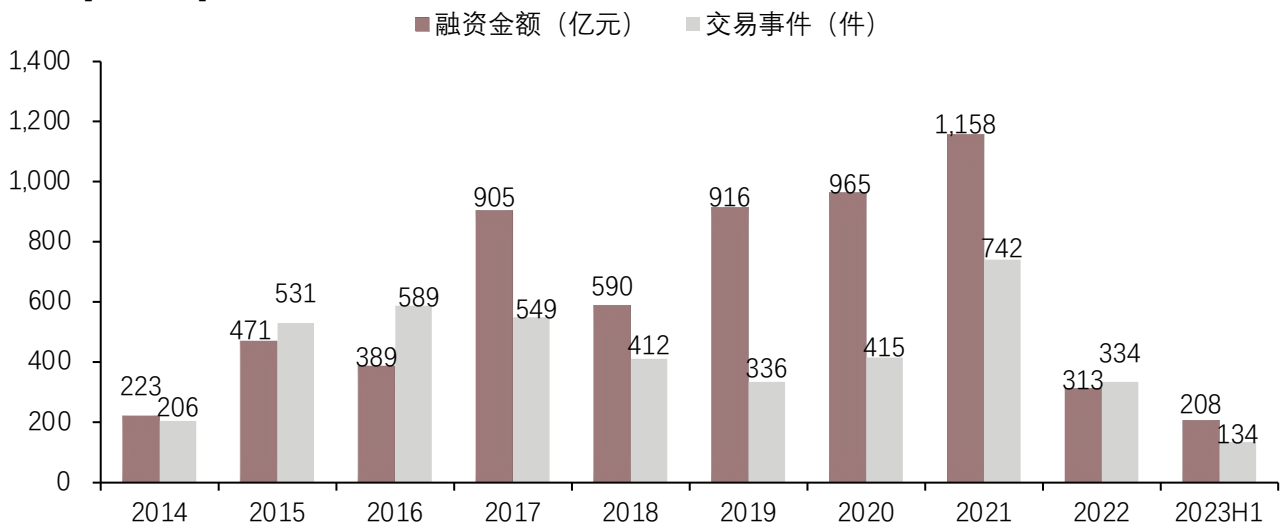
来源：国家统计局，头豹研究院

消费类企业融资现状——一级市场（1/2）

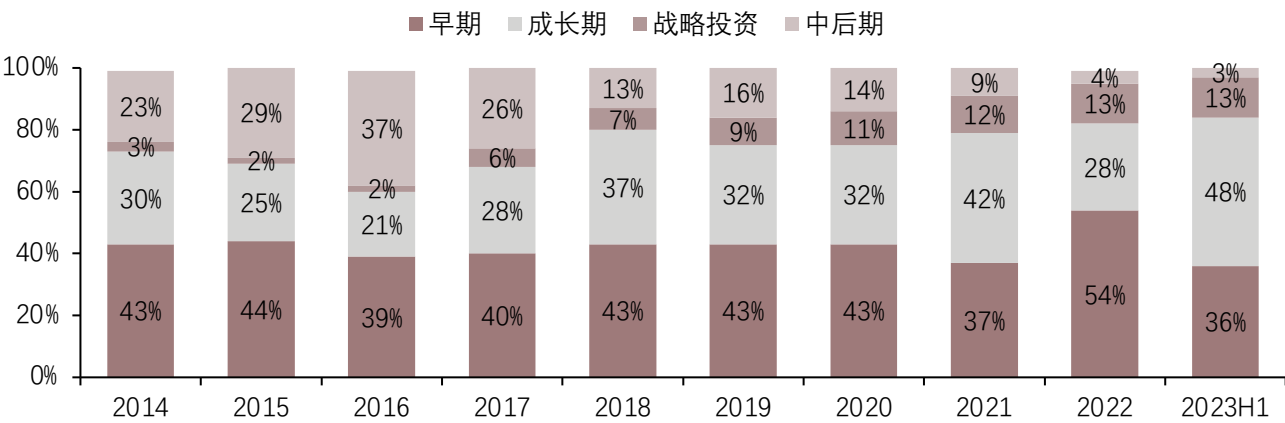
消费类融资在经历2021年的热潮后，流量红利逐渐退却，资本的投资回归理性，投融资轮次集中分布于早期和成长期阶段

中国消费类企业一级市场股权融资情况，2014-2023H1

单位：[亿元，件]



中国消费类企业一级市场融资轮次分布，2014-2023H1



\*注：此数据统计范畴中早期包括 Pre-A 轮、天使轮、种子轮；成长期包括 A 轮、B 轮、B+轮；中后期为 C 轮及以后。

新消费投融资热潮起伏，融资轮次集中于早期及成长期

2021年，中国消费领域的私募股权融资活动达到顶峰，该年相关投融资事件总数达到742起，同比增长78.8%，融资总金额突破千亿元人民币。2022年，中国消费类企业一级市场股权融资事件总数为334起，融资规模为313亿元人民币，同比分别下降55.0%、73.0%，低于往年同期水平，投资领域聚焦于食品饮料、化妆品、服装、百货零售、生鲜、母婴、家居家纺、跨境电商等零售业态，投资轮次集中于早期。进入2023年，消费类企业一级市场融资活动有序复苏，上半年融资规模已达2022年的66.5%，成长期融资轮次占比亦显著提升。

来源：IT桔子，头豹研究院

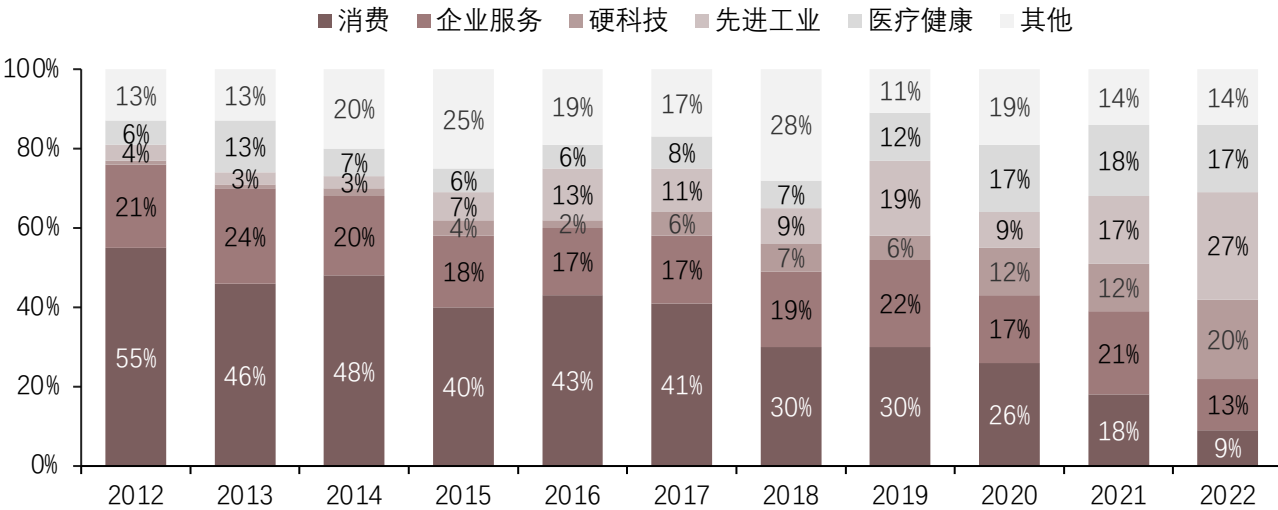


消费类企业融资现状——一级市场（2/2）

一级市场消费领域投融资逐年降温，近十年来一级市场融资重心逐渐从消费转向硬科技及先进工业，消费领域单笔融资规模同样呈现下降趋势

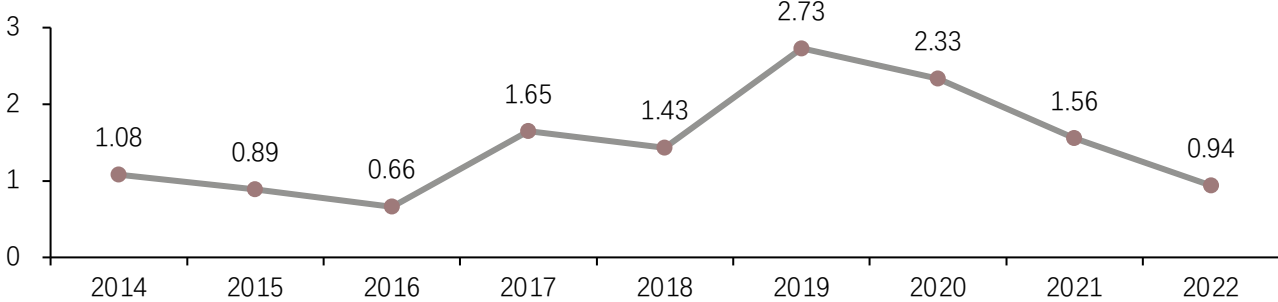
中国一级市场融资金额行业分布，2012-2022年

单位：[百分比]

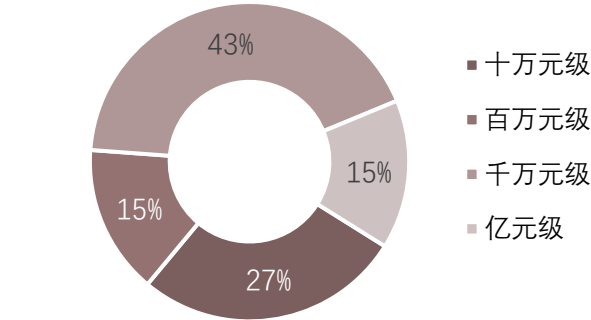


中国消费品领域单笔融资金额均值，2014-2022年

单位：[千万元]



中国消费领域融资量级分布，2022年



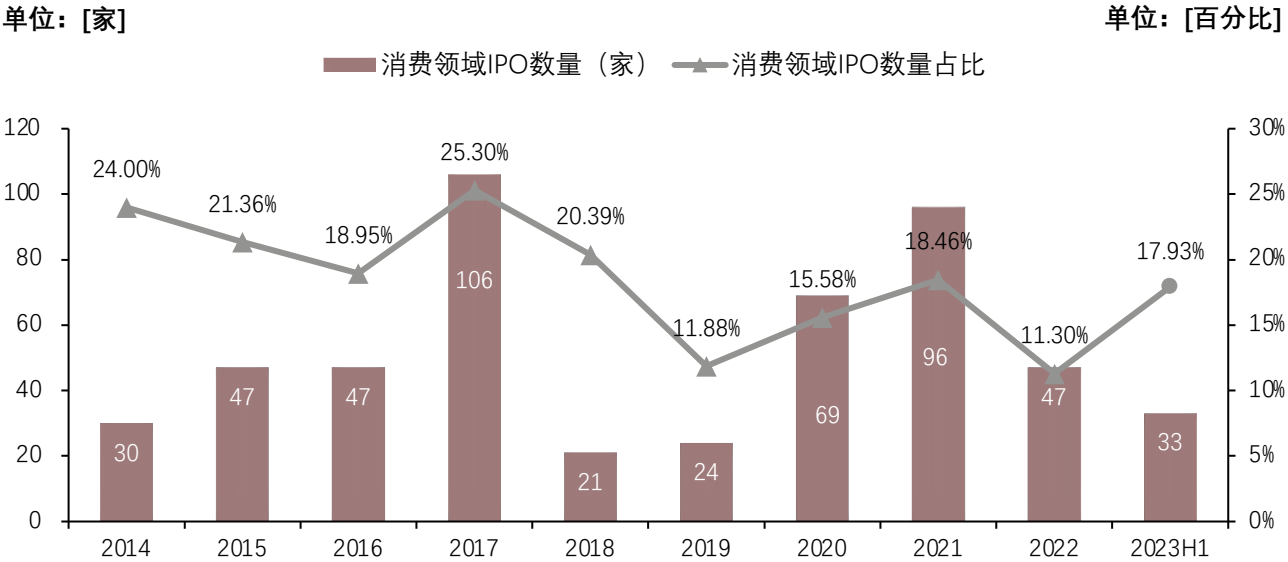
- 2012年至2022年，中国一级市场融资逐渐由消费领域转向先进工业、硬科技等领域。2022年，中国消费领域融资总额占比为9%，约为先进工业融资总额的三分之一。
- 2019年至2023年9月，中国消费领域单笔融资规模呈现逐年下降趋势。2022年，中国消费领域单笔融资金额均值为940万元，同比降低39.74%，从融资量级来看，仅有27%的消费品领域融资规模小于百万元级。

来源：IT桔子，头豹研究院

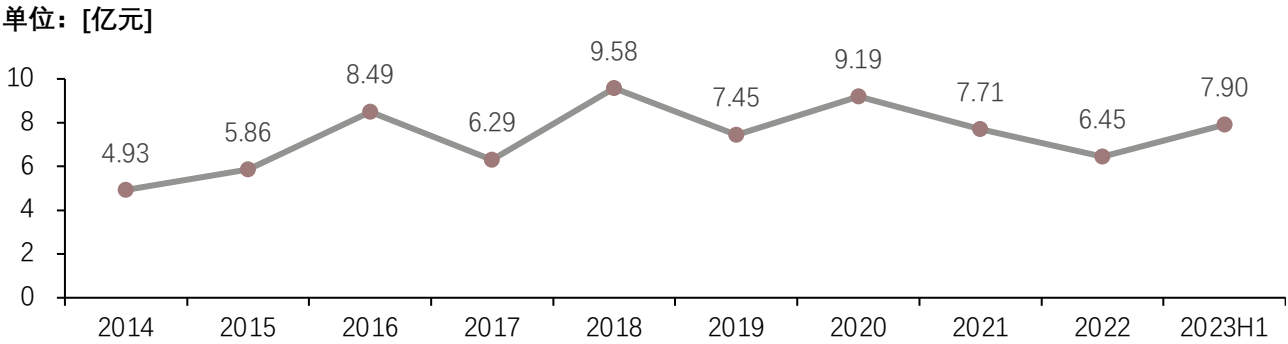
消费类企业融资现状——IPO市场

在新消费投资热和全面注册制落地的背景下，消费领域上市企业数量明显增加，但消费领域IPO数量占比总体呈下降趋势

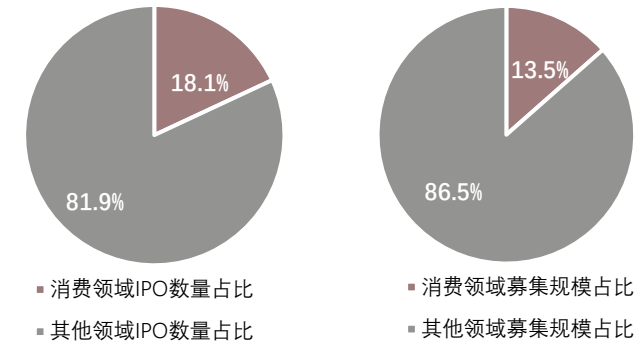
中国消费领域\*IPO数量，2014-2023H1



中国消费领域\*单笔IPO募集规模均值，2014-2023H1



中国消费领域\*占总IPO比例，2014-2022年



□ 2014-2022年，中国消费领域新上市公司数量占整体比重呈现下降趋势，且单笔IPO募集规模均值自2018年达到9.58亿元的峰值后亦开始呈逐年下降趋势。2014-2022年，中国消费领域新上市公司数量共520家，占新上市公司总数的18.06%，消费领域募集金额为3,807.88亿元，占比13.5%，侧面反映出消费领域单个IPO募集资金规模总体低于其他行业。由此可见，近年来中国消费类企业融资需求虽持续上升，但在IPO市场的竞争力减弱，投融资供需缺口或将日益扩大。

消费类企业融资痛点（1/2）

消费行业在融资需求高企的同时融资需求方众多，小微企业作为行业主体通常面临融资成本过高的痛点。消费行业对环境形势的变动极为敏感，宏观形势的不稳定或将导致消费类企业面临的风险加大

消费类企业融资痛点

中国消费类企业在四大类外源融资方式上均面临不同程度的压力

企业外源融资方式主要包含四大类，分别为银行贷款、非标融资、债券融资以及股权融资。从具体融资模式看，贷款是消费类企业融资首要来源，其增速长期保持平稳，但2017年下半年以来出现结构性失衡。非标融资是消费类企业第二大融资来源，规模随金融监管发展趋势变化明显，2018年进入规模显著下降阶段。债券融资作为企业融资第三大方式，近年来增速下滑，“大开大合”的融资形势使得2023年以来大量债券到期，再融资受阻，信用违约事件频发。股权融资是企业融资来源第四位，包括股票及私募股权融资，近年来增速呈现下滑趋势。



融资成本高



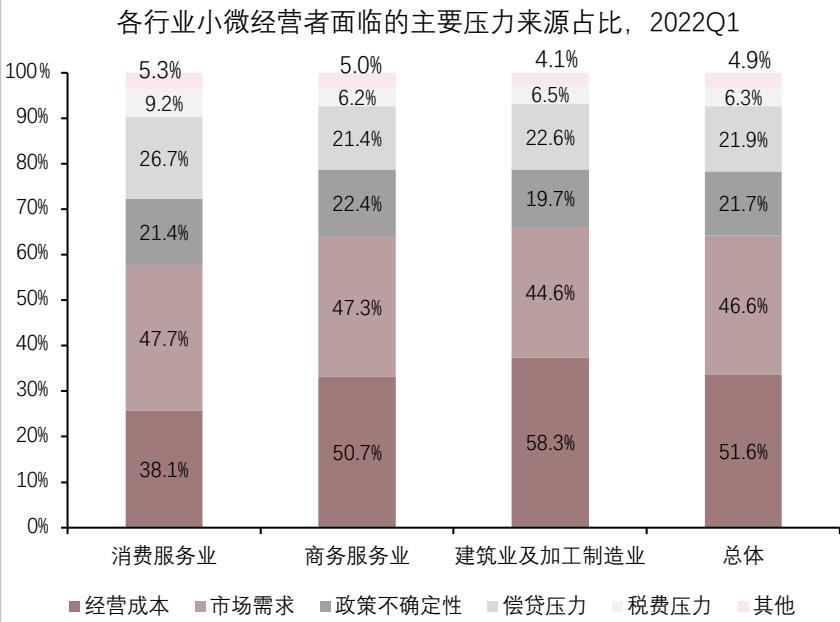
融资风险大

行业总融资需求大，个体融资成本高

消费行业整体的准入门槛较低，致使行业参与者众多，小微企业是消费行业各赛道的参与主体，行业总融资需求庞大。而小微企业在消费行业中通常面临着融资成本高的难点，2023年第二季度，小微经营者通过线上贷款获得融资的年化利率为8.4%，线下贷款为6.2%，环比均有所上升。一方面是由于2023年以来企业纾困政策覆盖范围有所缩减，针对中小微企业的优惠政策减少，导致融资利率逐步回归市场化。另一方面则是由于前几年来小微企业的融资规模增长较快，导致违约风险逐渐暴露，金融机构经营压力上升。

消费行业对宏观经济形势敏感，环境变动或将导致融资风险增大

消费类企业的融资风险受环境影响较大，宏观环境的变动将使消费类企业经营者的偿贷压力高企，继而加大消费类企业的违约风险。2022年第一季度，消费服务业小微经营者在面面对宏观环境变动时，偿贷压力占比在可比行业中最高。

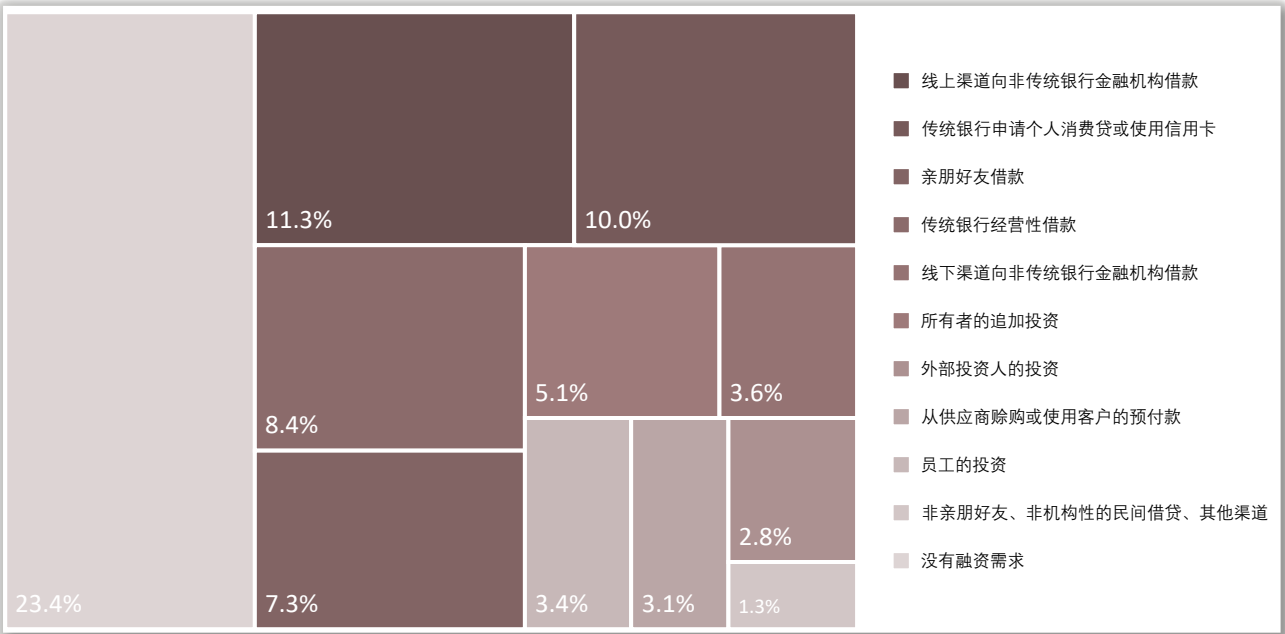


来源：国家统计局，北京大学企业大数据研究中心，头豹研究院

消费类企业融资痛点（2/2）

消费类企业通常规模较小，部分企业因资产规模不足而无法达到银行授信准入门槛，缺乏融资途径。消费行业小规模店铺受企业规模及配置限制，经营数据收集困难，致使融资审核周期漫长

中国小微经营者主要对外融资渠道， 2023Q2



融资途径少



融资周期长

行业主体融资渠道少，且从银行获款难度大

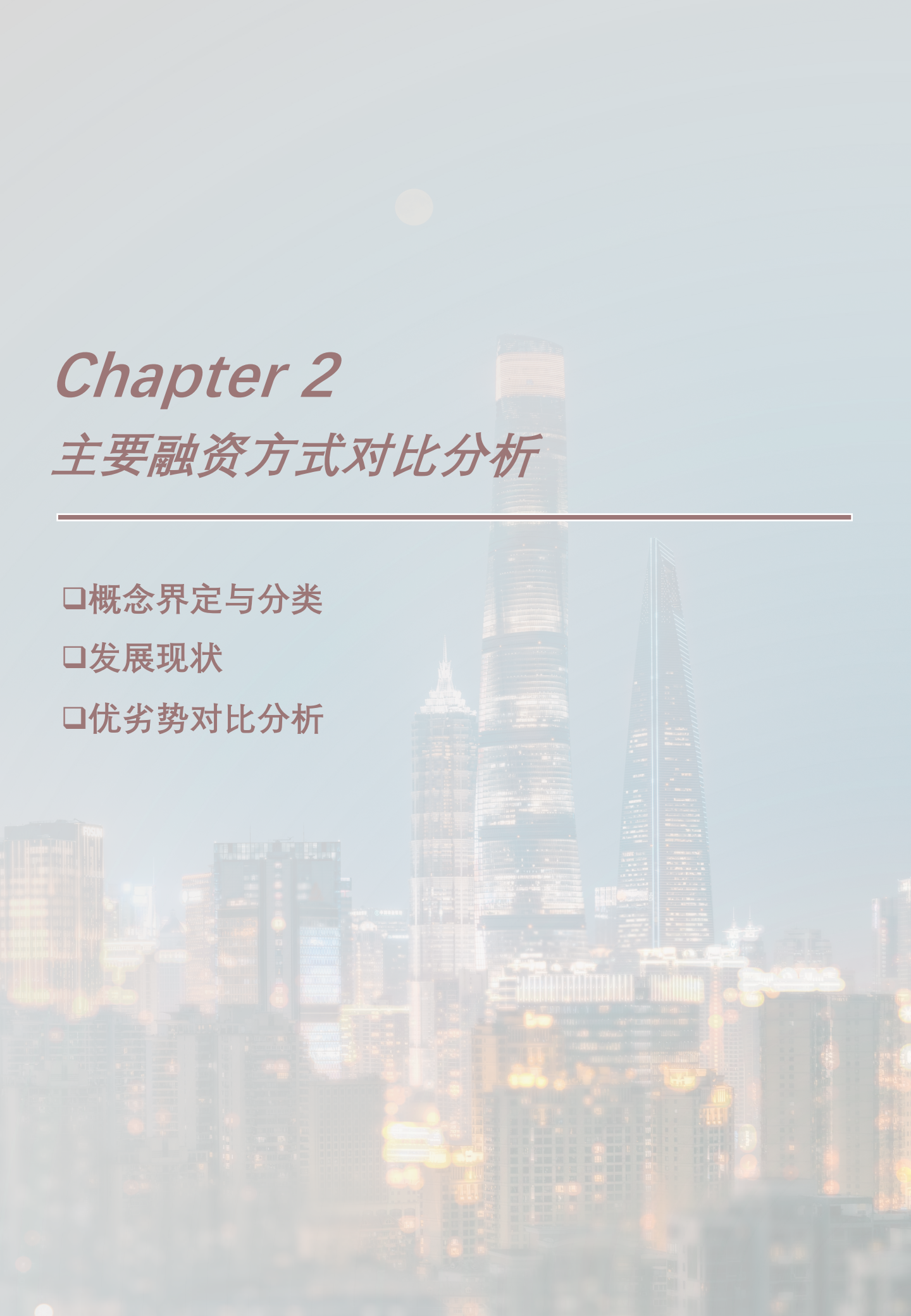
消费类企业的资产规模通常有限，企业所能提供的抵押物价值难以达到银行贷款的标准，导致消费类企业主体面临着融资渠道较少的困境。在2023年第二季度小微经营者的主要对外融资渠道中，融资金额最大的渠道是通过线上渠道向非传统银行的金融机构借款，该类型机构通常为科技平台，借贷成本较高，而传统的银行经营性贷款途径仅占整体途径的8.4%。

小微企业材料审核难，融资周期长

消费行业中的小规模店面经营者受经营规模有限及人员配备等方面的影响，可用于对小微企业的违约风险和盈利能力进行评估的数据有限，再叠加小微企业数字化转型程度普遍不高，导致消费行业的小微主体进行融资时材料审核困难，门店经营状况亦难以实现实时的跟踪，最终致使大部分的消费类企业融资贷款周期过长，严重影响融资贷款的实际应用价值。

来源：国家统计局，北京大学企业大数据研究中心，头豹研究院





# Chapter 2

## 主要融资方式对比分析

---

- 概念界定与分类
- 发展现状
- 优劣势对比分析

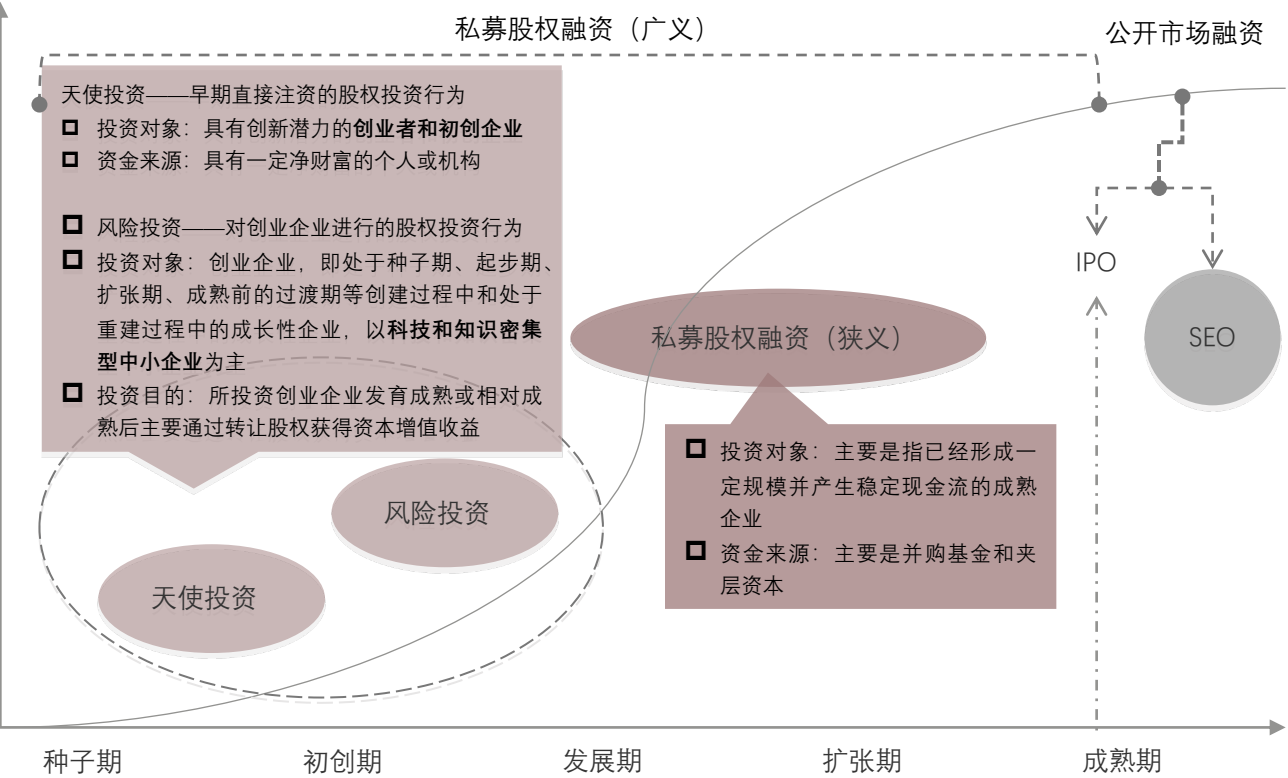
概念界定：股权融资

股权融资是由企业股东出让部分企业所有权，通过增资的方式引进新的股东并增加总股本的融资方式。股票是股份公司所有权的一部分，是公司签发的证明股东所持股份的凭证

股权融资特征及渠道

| 特征                                                                                                                                          | 渠道      |                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div>□ 股权是企业的初始产权，是企业承担民事责任和自主经营、自负盈亏的基础，也是投入者对企业实行控制和取得利润分配的基础</div> <div>□ 股权融资形成的所有权的分布特点、股本额的大小和股东的分散程度，决定企业的控制权、监督权和剩余价值索取权的分配结构</div> | 内源性股权融资 | 企业从内部获取资金，如企业初期的股本、资产折旧和留存收益等                                                                                                                                                                                                                                                 |
|                                                                                                                                             | 外源性股权融资 | 私募股权融资                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|                                                                                                                                             |         | <div>□ PE：具有融资意向的非上市企业通过协商、招标等非公开方式向少数机构投资者或个人投资者出售股权筹集的权益性融资，包括股票发行以外的各种组建企业时的股权筹资和增资扩股融资行为</div> <div>□ 资金来源：私募股权融资（广义）的相关资本按投资阶段可划分为风险投资、发展资本、并购基金、夹层资本、重振资本、Pre-IPO资本，以及其他如私募股权投资已上市公司股份（PIPE）、不良债权和不动产投资等</div> <div>□ 投资目的：通过首次公开募股、兼并与收购或管理层回购等退出机制，在产权流动中实现投资回报</div> |
|                                                                                                                                             |         | 公开市场融资                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|                                                                                                                                             |         | <div>□ 首次公开募股（IPO）：一家企业或公司（股份有限公司）首次向社会公众公开招股，属于增量发行</div> <div>□ 再融资（SEO）：上市公司通过配股、增发和发行可转换公司债券等融资方式在证券市场上进行的直接融资</div>                                                                                                                                                      |

企业成长路径及融资工具



来源：中国证券监督管理委员会，头豹研究院

概念界定：权益类及其他融资

混合型融资是带有股权和债权特征的特殊融资方式，如股债混合类再融资，其融资工具包括可转债、可交换债和优先股等，而收入分成属于权益联营融资模式，募集资金规模小数量大且高度分散化

再融资渠道及发行规定（节选）

|            |         |                                                                      |                                                  |
|------------|---------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 纯权益类再融资渠道  | 定向增发    | 向不超过35名的特定投资者发行股份                                                    | 近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%；自发行结束之日起6个月内不得转让        |
|            | 公开增发    | 向不特定对象募集股份                                                           | 近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%                         |
|            | 配股      | 上市公司向原普通股股东按其持股比例、以低于市价的某一特定价格，配售一定数量新发行股票                           | 拟配售股份数量不超过本次配售前股本总额的50%                          |
| 股债混合类再融资渠道 | 发行可转换债券 | 上市公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可转换成股份的公司债券                                    | 近3年平均可分配利润足以支付公司债券1年的利息                          |
|            | 发行可交换债券 | 股份持有人通过抵押其持有的股票于托管机构而发行的公司债券，债券持有人在一定期限内，可依据约定条件将持有的债券换取发债人抵押的上市公司股权 | 近1期末的净资产额不少于人民币3亿元；近3个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券1年的利息 |
|            | 发行优先股   | 优先股可采用固定股息率或浮动股息率，其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制         | 近3个会计年度实现的年均可分配利润应当不少于优先股1年的股息                   |

权益联营融资模式：基于收入分成的融资

- ☒

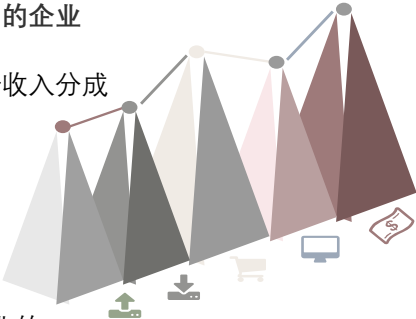
基于收入分成的融资是投资方为企业提供资金以换取其未来收入份额的非稀释性融资模式，适合各类有稳定收入来源但缺乏传统贷款所需的抵押品的企业
- ☒

分成比例：投融资双方签署联合经营协议，按照一定的比例进行收入分成
- ☒

分成频率：每月、每周或每天
- ☒

投融资金额：以数据为支撑进行投融资方案制定与调整，例如投资上限不超过单店总额的60%
- ☒

投融资期限：联营期限合约到期实现退出，投资者可从融资企业的总收入中获得固定比例的收益，直至全额还清为止，通常为3-5年



来源：中国证券监督管理委员会，滴灌通，头豹研究院

概念界定：债权融资

债权融资是企业通过举债获得资金使用权的融资方式。债权融资所获得的资金，企业须承担资金的利息，并在借款到期后要向债权人偿还资金的本金

债权融资渠道

银行贷款

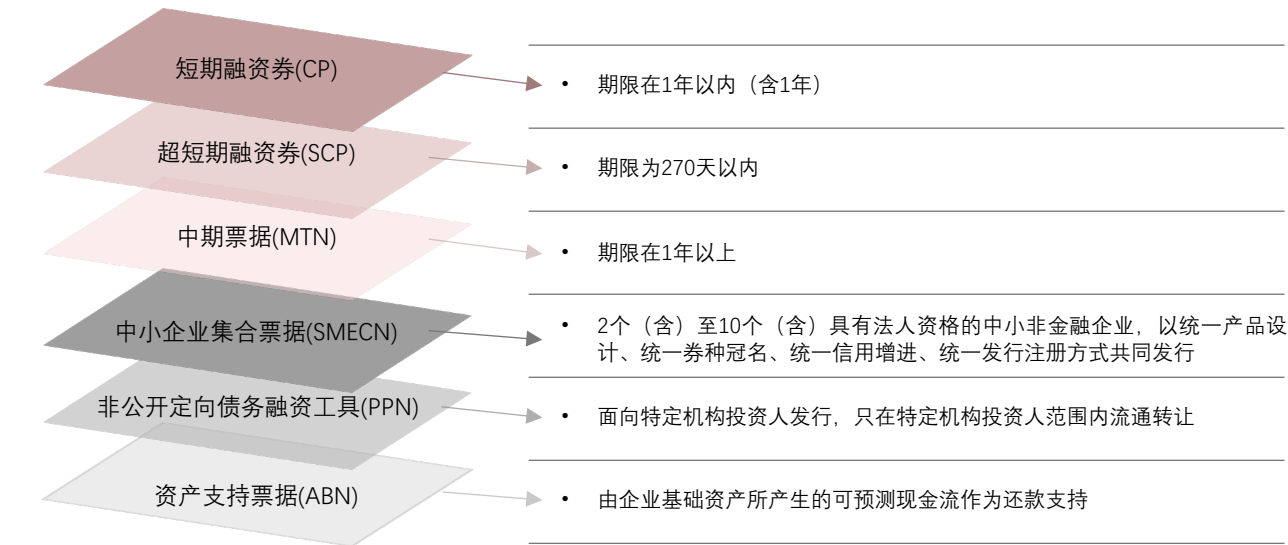
- 银行贷款是银行根据国家政策以一定的利率将资金贷发放至资金需要者，并约定期限归还的一种经济行为。
- 2023年8月21日，中国银行间同业拆借中心发布的1年期（5年期以上）贷款市场报价利率（LPR）为3.45%（4.20%）。

债券发行

- 债券是企业依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券，其本质是债的证明书，具有法律效力，具有转让性、流通性和可继承性。
- 主要券种：企业债券（一般企业债券、中小企业集合债券等）、公司债券、非金融企业债务融资工具、中小企业私募债券等。

| 企业信用债券类型        | 发行主体          | 发行注册机构       | 发行和交易市场     |
|-----------------|---------------|--------------|-------------|
| 企业债券            | 中国境内具有法人资格的企业 | 中国证券监督管理委员会  | 银行间及交易所债券市场 |
| 公司债券            | 上市公司或非上市公众公司  | 中国证券监督管理委员会  | 交易所债券市场     |
| 非金融企业<br>债务融资工具 | 具有法人资格的非金融企业  | 中国银行间市场交易商协会 | 银行间债券市场     |
| 中小企业私募债券        | 中国境内中小微企业     | 未设置行政许可      | 交易所债券市场     |

● 非金融企业债务融资工具类型



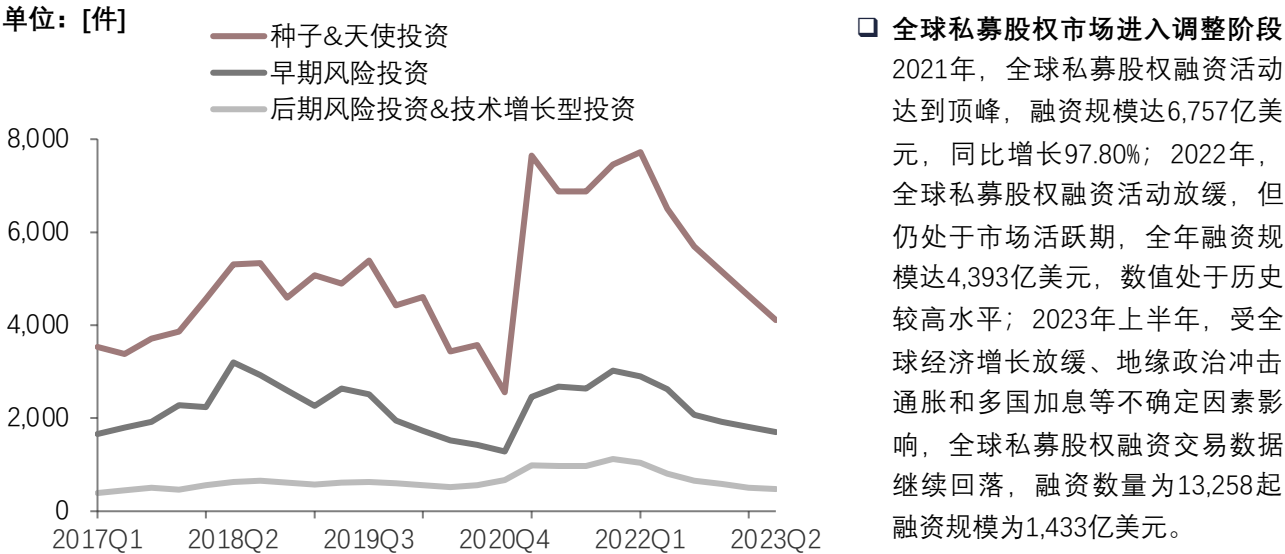
来源：中国人民银行，中国证券监督管理委员会，中华人民共和国国务院，CCDC，头豹研究院



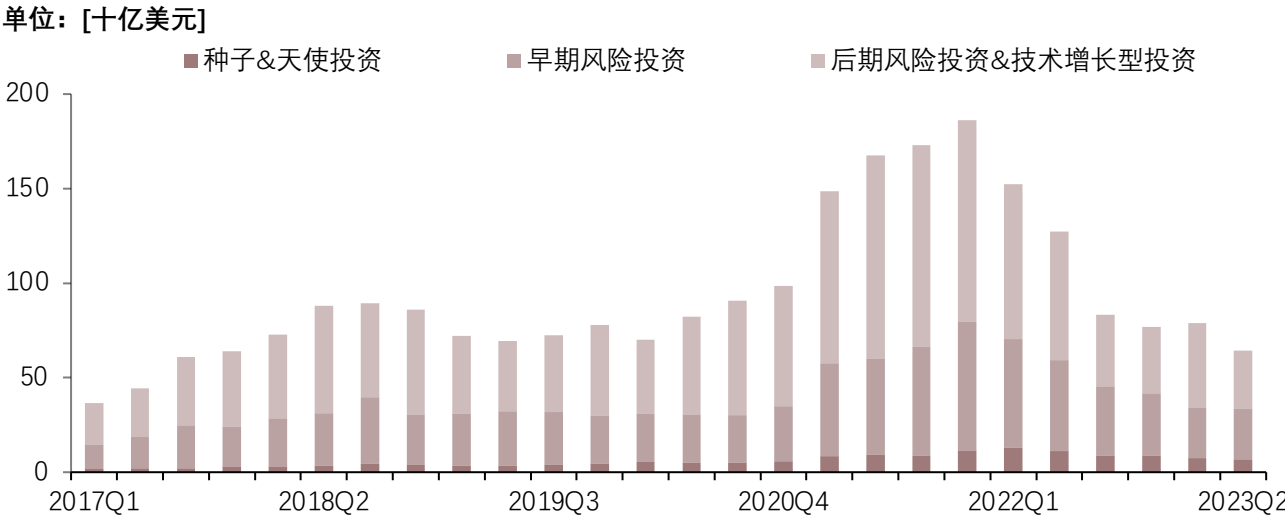
## 全球企业融资：私募股权融资市场处于调整期

全球私募股权融资的交易数据持续回落，投资轮次仍以成熟期为主。2022年，全球私募股权融资规模同比下降34.63%，后期风险投资及技术增长型投资规模占比超过54%

全球私募股权融资数量，2017Q1-2023Q2



全球私募股权融资规模，2017Q1-2023Q2



全球私募股权市场仍以成熟期投资为主。全球资本市场风险投资的规模约为种子及天使轮投资规模的10倍，而前者的交易数量仅为后者交易数量的0.5倍。2023年上半年，全球种子期、天使期和早期风险投资交易数量的波动性减退，而早期、后期风险投资和技术增长阶段是交易规模下滑最明显的融资阶段。2023年第二季度，种子和天使期的投资额达68亿美元，同比下降39.29%，环比下降8.11%；交易数量为4,117起，同比下降36.78%，环比下降11.23%；风险投资和技术增长阶段的融资额为576亿美元，同比下降50.34%，环比下降19.44%。

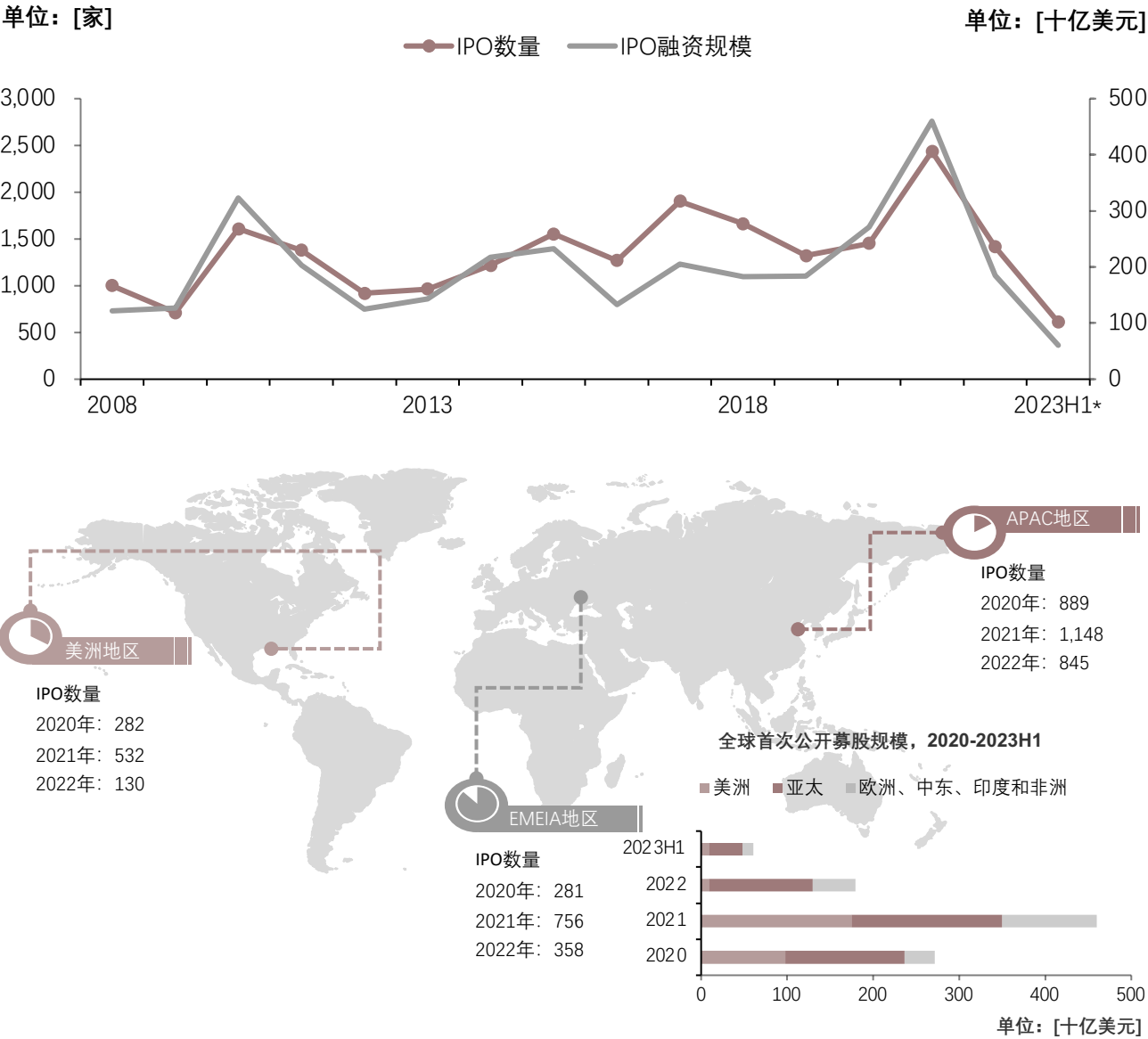
来源：Crunchbase，Dealogic，头豹研究院



全球企业融资：亚太地区IPO活动最为活跃

全球资本市场IPO活动持续放缓，2022年，全球IPO数量及融资规模均同比下降超过40%；而APAC地区的IPO活跃度明显高于美洲及EMEIA地区

全球首次公开募股情况，2008-2023H1\*



全球首次公开募股活动大幅回落

2022年，全球IPO数量达到1,415家，同比下降约41.91%。IPO融资规模达1,843亿美元，同比下降约59.93%。

2023年上半年，全球资本市场IPO活动持续放缓，IPO数量为609家，IPO融资规模为605亿美元。

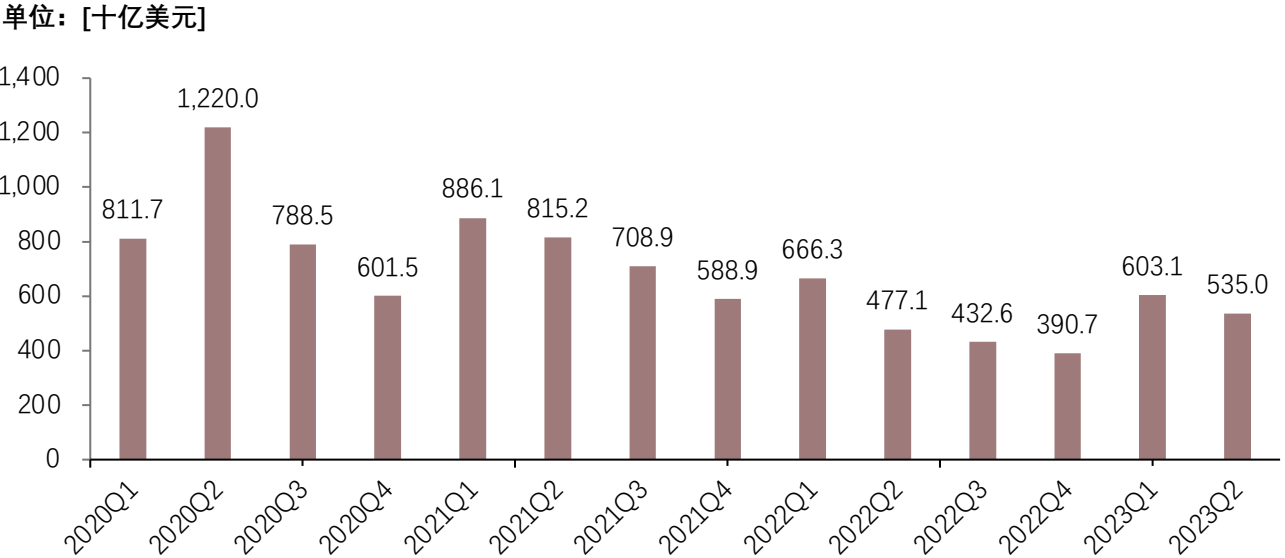
2023年上半年，亚太地区IPO数量为364起，占全球总数的59.93%，融资规模为390亿美元，占全球总数的64.46%。利率上升和货币政策的不确定性影响着美洲和欧洲地区IPO的复苏步伐。

来源：Dealogic, EY, 头豹研究院  
\*2023H1的数据统计范围为2023年1月1日至2023年6月19日期间完成的首次公开募股，以及2023年6月前的预期首次公开募股。

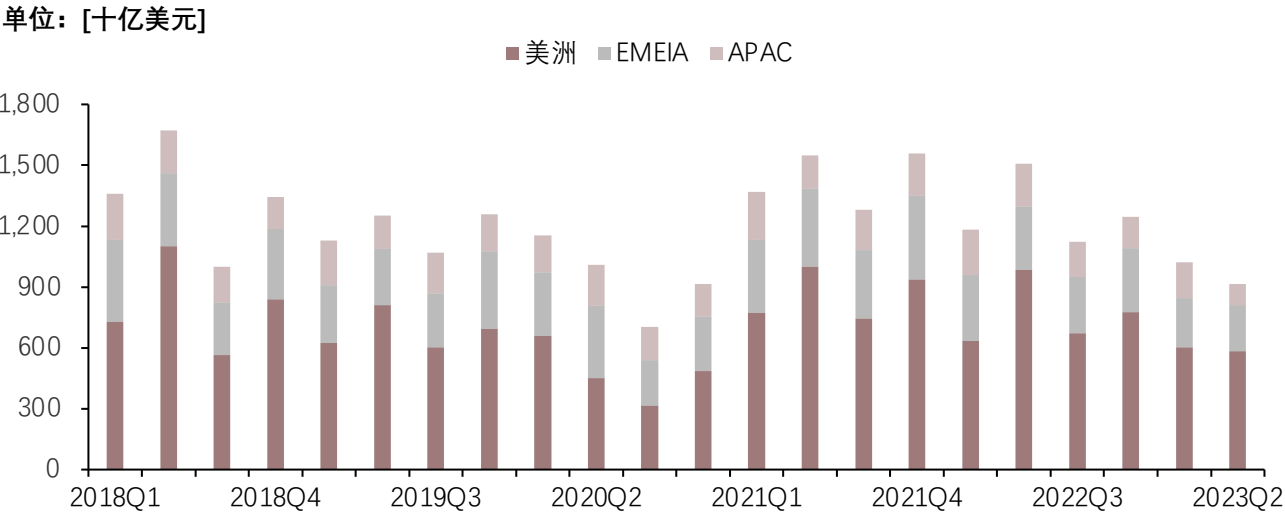
■ 全球企业融资：债权融资交易数据未出现明显上升趋势

2022年，全球企业债券发行规模占全球债券市场总规模的30%，同比下降34.43%。2023年上半年贷款额略低于近年水平，APAC地区的贷款融资活动活跃度最低

全球企业债券发行规模，2020Q1-2023Q2



全球各地区贷款规模，2018Q1-2023Q2



□ 全球债权融资活动放缓

2023年上半年，全球企业债券发行规模达11,381亿美元，与2022年同期基本持平；全球贷款额达到19,367亿美元，同比下降28.05%，为2012年以来的最低水平。在通胀持续和货币政策收紧的情况下，美洲和欧洲、中东和非洲地区的贷款量仍表现相对较好，降幅较为温和，贷款额同比下降约27%。2023年上半年，亚太地区的贷款额达到2,798亿美元，同比下降35.83%，为2009年以来的最低值。

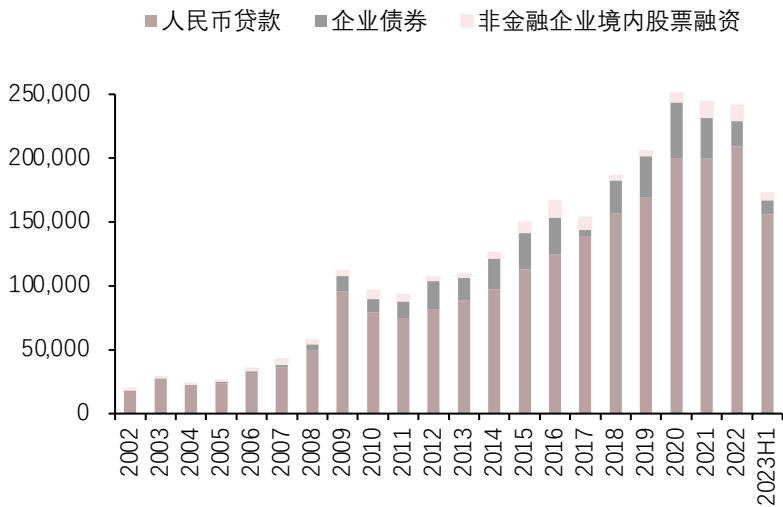
来源：Dealogic，头豹研究院

# 中国企业融资：债权融资是最主要的外源融资渠道

中国社会融资规模呈现稳步增长的态势，实体企业长期以来最主要的外源融资工具是人民币贷款；企业的债券融资工具以非金融企业债务融资工具为主，其次是公司债

中国社会融资规模增量结构，2002-2023H1

单位：[亿元]

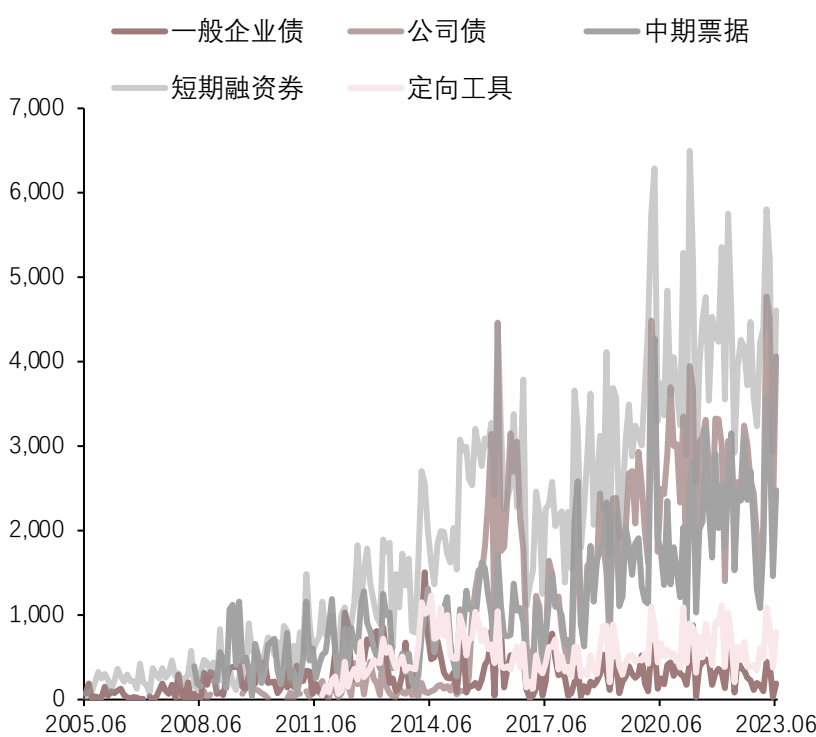


### 直接融资比重较低

- 2022年，中国社会融资规模增量累计为32.01万亿元，2012-2022年CAGR达7.34%；其中，人民币贷款占比为65.32%，企业债券占比约6.40%，非金融企业境内股票融资占比仅3.69%。
- 2023年上半年，中国人民银行通过降准0.25个百分点释放长期流动性，人民币贷款规模的持续增长显著拉动了社会融资规模的增加，社会融资规模增量累计21.55万亿元，其中人民币贷款增加15.6万亿元。截至2023年6月底，中国社会融资规模存量达365.45万亿元。

中国企业债券发行规模（按债券类型分类），2005.06-2023.06

单位：[亿元]



### 债券融资规模增长承压

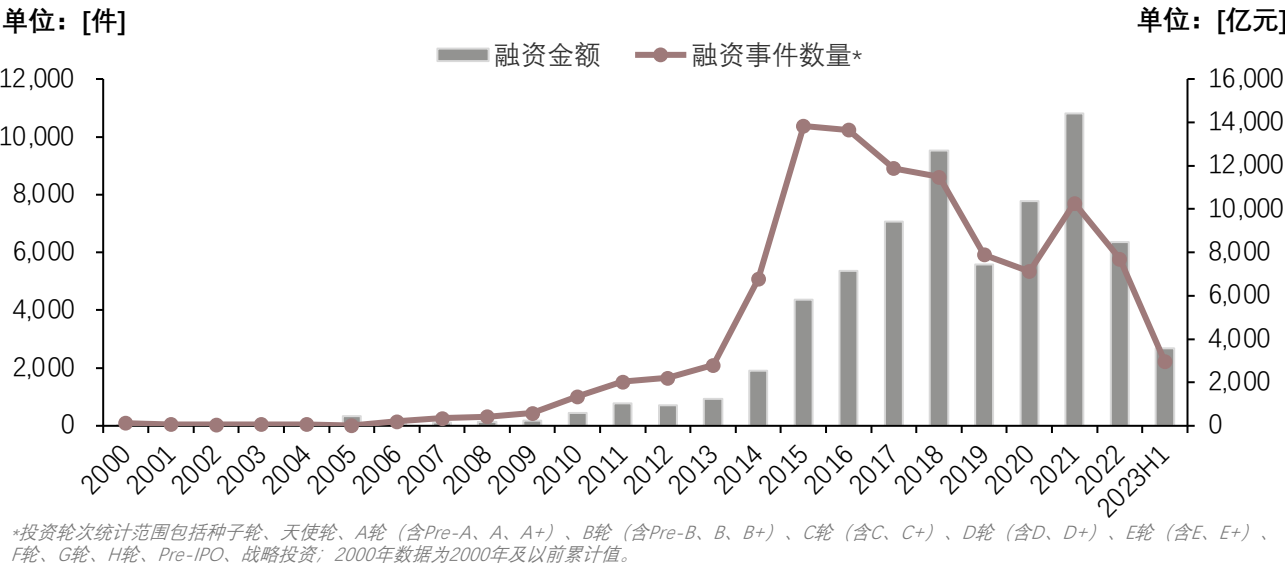
- 2023年上半年，中国企业债券净融资额为1.17万亿元。截至2023年6月底，中国企业债券余额为31.34万亿元人民币。
- 从结构上看，中国企业债券融资方式以非金融企业债务融资工具为主，其中，短期融资券的发行规模逐渐超过中期票据，成为最主流的债券融资方式；2023年上半年，短期融资券发行数量为2,861只，发行额为27,191.9亿元，分别占比中国一级市场债券发行总只数及总量的11.11%、7.86%。
- 公司债是仅次于非金融企业债务融资工具的第二大融资方式。2023年上半年，中国公司债发行数量为2,420只，发行额为19,068.79亿元，分别占中国一级市场债券发行总只数及总量的9.39%、5.51%。

来源：国家统计局，Wind，头豹研究院

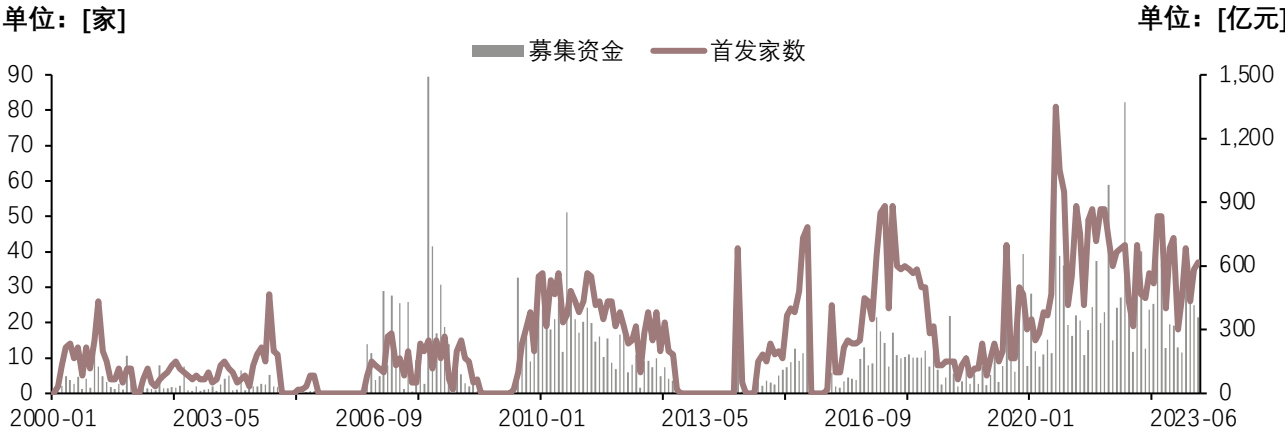
## 中国企业融资：股权市场活跃度下降

中国股权融资市场处于下滑态势。2022年，私募股权市场融资事件数量和融资规模分别同比下滑25.09%、41.16%，A股市场IPO首发家数和募资规模分别同比下降20.00%、13.39%

中国私募股权投融资情况，2000-2023H1



A股市场首次公开募股情况（按发行日统计），2000.01-2023.06



- ❑ 2004-2007年，股权分置改革基本打通了中国私募股权投资的退出渠道，修订后的《中华人民共和国合伙企业法》的实施拓宽了私募股权基金的筹集渠道，中国私募股权融资行业进入高速发展阶段。2015-2017年是中国一级市场投资交易最活跃的时期，而融资金额则在2018、2020、2021年较为突出，均突破1万亿元。2021年，中国私募股权融资总额达约1.44万亿元，同比增加38.8%。2023年上半年，融资金额合计约3,570.2亿元，融资事件数量为2,218起。
- ❑ IPO融资受市场景气程度影响较大，融资主体数量及规模波动较为频繁。2022年以来，中国A股市场IPO融资呈现下降趋势，但融资事件数量及规模仍高于2021年前同期水平。2023年上半年，A股市场共184家企业首发上市，融资额为2,187.20亿元，分别占全球总数的30.21%和49.59%。

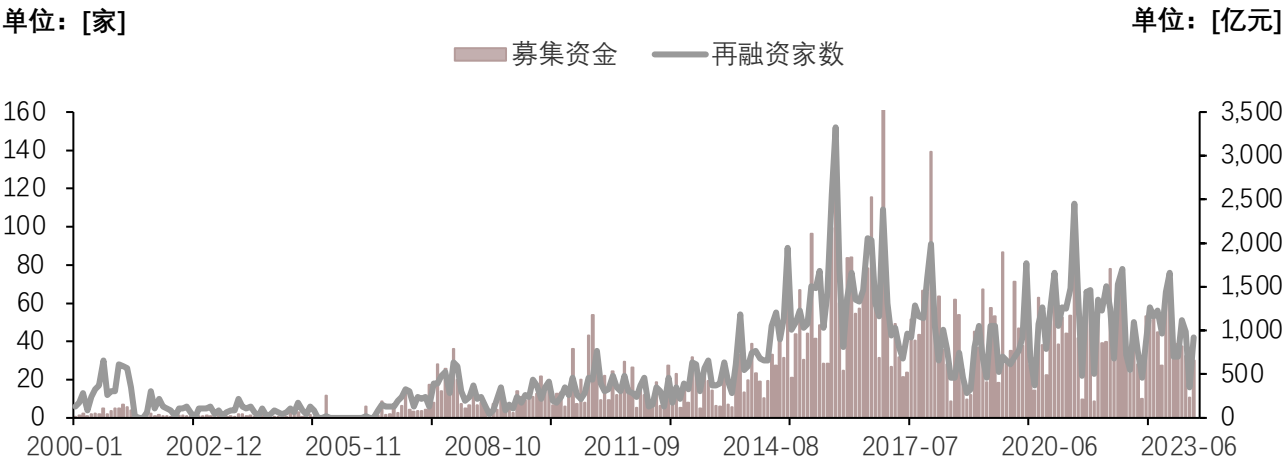
来源：IT桔子，Wind，头豹研究院



■ 中国企业融资：再融资占据A股企业股票融资的主导地位

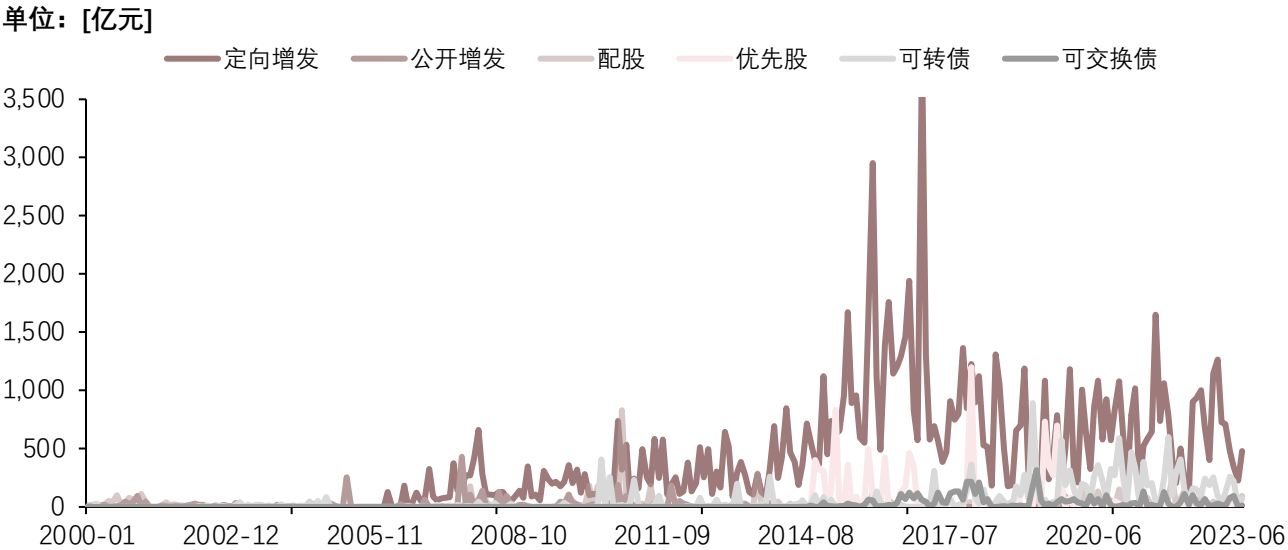
再融资占A股上市公司融资规模的比例明显上升，定向增发、发行可转换债券逐渐成为再融资的主要路径。2023年上半年，定增发行规模已达IPO融资规模的1.36倍

A股市场股权再融资情况（按发行日统计），2000.01-2023.06



❑ IPO与再融资结构不平衡。A股市场再融资的整体规模呈现持续扩张的趋势。2023年上半年，A股市场再融资家数为218家，募集资金总额达4,042亿元，分别为IPO数量和融资规模的1.18、1.85倍。

A股市场股权再融资募资规模（按融资方式划分），2000.01-2023.06



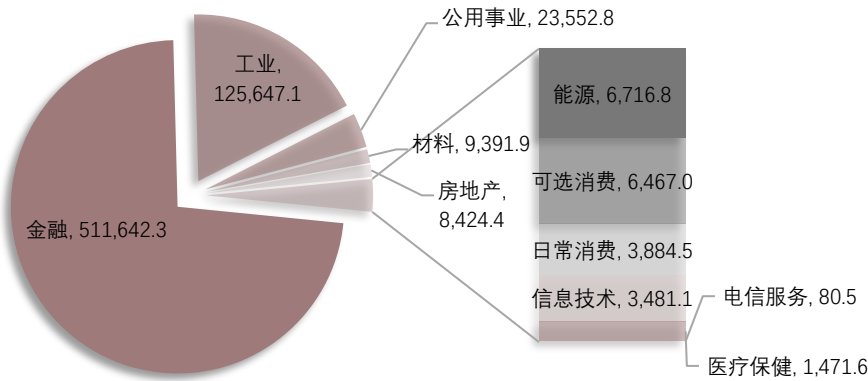
❑ 再融资工具内部结构不平衡。2020年2月，再融资新规\*的发布从认购者限售期、定向发行对象、最高发行折价等方面显著放宽了对主板、创业板上市公司定向增发股票的监管要求，刺激再融资市场规模恢复增长。定向增发凭借发行条件较低、流程相对简单、信息披露要求较低等优势逐渐成为上市公司的首选再融资工具。2020年至2023年上半年，中国A股市场定向增发项目数量及融资金额分别占据再融资总体项目数量及融资金额的近70%。2023年上半年，中国A股市场定增发行149起，募资规模达2,969.19亿元，分别为可转债、可交换债券发行规模的4.18、14.06倍。

■ 中国企业融资：以金融、工业等行业为主

中国传统的企业融资活动聚焦于金融、工业、材料等赛道，消费相关行业融资活动的活跃度不高；2022至2023年上半年，中国债券发行总额和股权融资总额中消费行业分别占比1.48%、8.29%

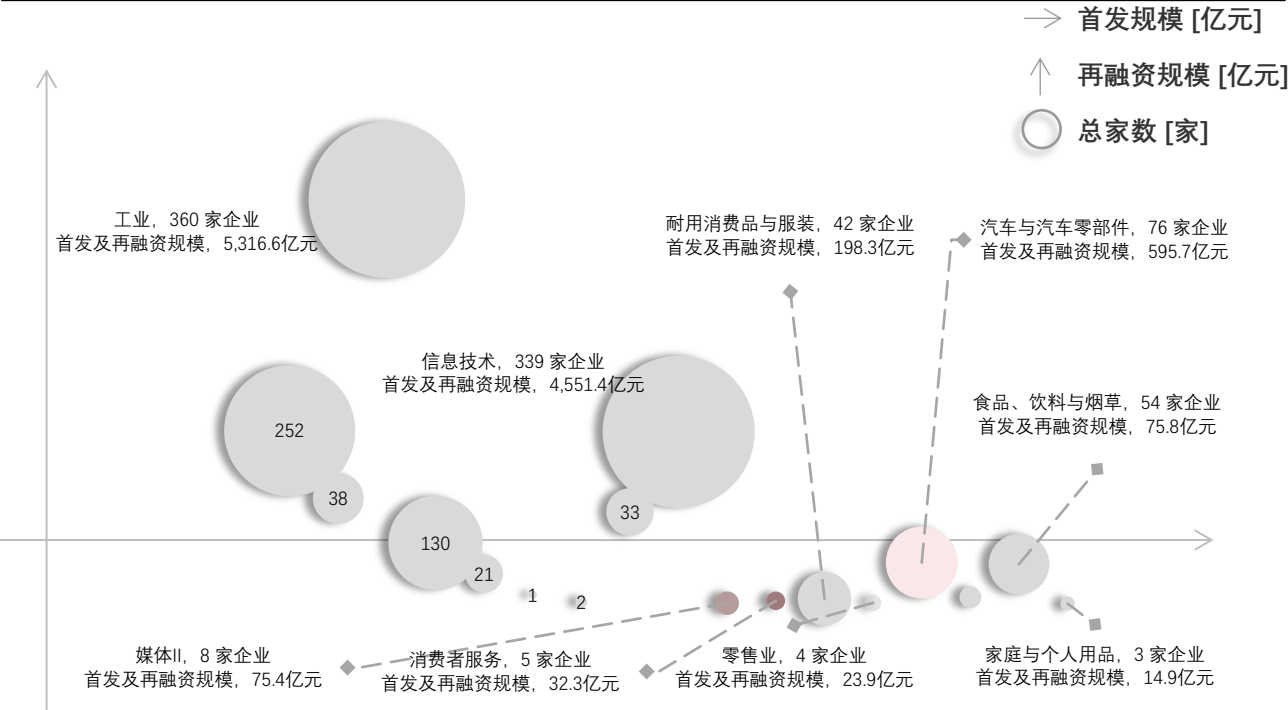
中国一级市场债券融资总额（按行业划分）， 2022-2023H1

单位：[亿元]



□ 2022年至2023年上半年，中国一级市场债券发行融资总额中金融业占比高达73.01%，可选消费\*占比为0.92%，日常消费\*占比仅为0.55%。债券发行总只数中金融业占比69.63%，可选消费占比为1.45%，日常消费占比仅为0.32%。

中国公开市场股权融资总额及家数（按行业划分）， 2022-2023H1



□ 科技及工业类企业在全 球 IPO 活动中保持领先地位。2023 年上半年，全球科技及工业类企业的融资规模、IPO 数量合计占比分别为 44.50%、40.16%，消费类企业的融资规模、IPO 数量占比分别为 15.11%、16.75%。在中国公开市场股权融资活动中，可选消费和日常消费的融资总额、IPO 总家数合计占比分别为 8.29%、14.47%。

## ■ 融资方式对比：股权及债权融资方式有利有弊

股权融资和债权融资方式各有优劣，股权融资在流动性、无抵押要求、单笔融资规模方面优于债权融资，而债权融资在风险性、融资成本、融资门槛方面优于股权融资

➤ 股权融资方式的劣势

❑ 长期性

企业通过股权融资获得的资金是权益性资本，具有永久性。企业在延续期间无须偿还本金，不会对现金和资产的流动性产生较大压力。

❑ 无抵押

企业通常无需抵押担保，无需还本付息，无需承担资金使用成本，股利的支付由企业自身决定，其经营过程中的财务风险得以降低。

❑ 公开性

公开市场融资活动处于制度化的交易场所，是在一定的市场准入、信息披露、公平竞价交易、市场监督制度下规范开展的，信息透明化程度较高。

➤ 债权融资方式的劣势

❑ 税盾效应

债券融资的成本可抵减应纳税所得额，企业发行长期债券筹集资金所支付的利息，允许在税前列支，可增加企业的股东利益。

❑ 非稀释性

债务类融资方式不会稀释企业的所有权和控制权，且能够提高企业所有权资金的资金回报率，具有财务杠杆作用。

❑ 安全性

债券持有人拥有转出债券收回本金的灵活性，也可按期收回本金，收益相对固定。

融资方式对比

➤ 股权融资方式的劣势

❑ 融资成本高

股权融资模式的融资成本较高：（1）企业所有权被部分稀释，丧失部分控制权；（2）股利从税后利润中支付，不具备抵税的作用，且投资人通常具有高偿还要求；（3）股票的发行费用通常高于其他证券，上市中介费用包括审计验资费用、保荐与承销费用、律师费用等；（4）企业上市的时间成本较高，IPO周期较长，时效性较低。2020-2022年，超过85%的A股上市公司从成立到成功上市花费超过10年的时间。

❑ 准入门槛高

上市规定在营收、盈利、研发投入等方面对企业股权融资设置了严格的门槛条件。例如，A股上市公司通过纯股权类融资工具融资及交易所主板上市公司通过向不特定对象发行可转债融资的，均要求其近3个会计年度盈利。

➤ 债权融资方式的劣势

❑ 抵押担保

企业需抵押担保，获取的负债资金具备使用成本，企业须支付利息且到期须归还本金，企业面临的流动性压力较大；若企业经营不善或经营状况恶化，企业经营管理者将承担因破产而带来的控制权丧失。

❑ 非适配性

债权融资可解决短期资金周转问题，但难以满足企业长期的资本需要。债务类融资模式通常需根据发行人使用资金的时间、市场利率的发展趋势、流通市场的发达程度及投资人的投资意向等因素确定偿还期限和利率，以相应期限内可实现的现金流流入预期和一定的盈利空间作为还款来源参考，对于处于早期阶段的小微企业而言，通常难以自证，从而造成企业需求与阶段不匹配的现象；且小微企业投资金额细小，不适用中央对手方式的清算结算模式。

2023年上半年，中国企业债券\*发行规模约为内地股票市场包含IPO、增发和配股等多种方式在内的全口径募资产事件总规模的10.5倍，但从单一事件的融资规模来看，A股市场IPO和再融资的规模均值分别为债券发行募资规模均值的1.38、2.16倍。

| 2023H1   | 融资规模<br>(亿元) | 融资事件<br>数量 (件) | 融资规模均值<br>(亿元) |
|----------|--------------|----------------|----------------|
| 企业债券发行   | 65,386.28    | 7,601          | 8.60           |
| 私募股权融资   | 3,570.20     | 2,218          | 1.61           |
| A股市场首发上市 | 2,187.20     | 184            | 11.89          |
| A股市场再融资  | 4,042        | 218            | 18.54          |

■ 融资方式对比：收入分成模式结合股债类融资模式的优势

基于收入分成的融资本质上是一种混合融资模式，是短期现金流的折现，也是阶段性递减的类股权融资，其高灵活性、低成本性和低风险性是股和债之外的良好补充

收入分成融资方式的优势——对融资方而言

❑ 融资成本低

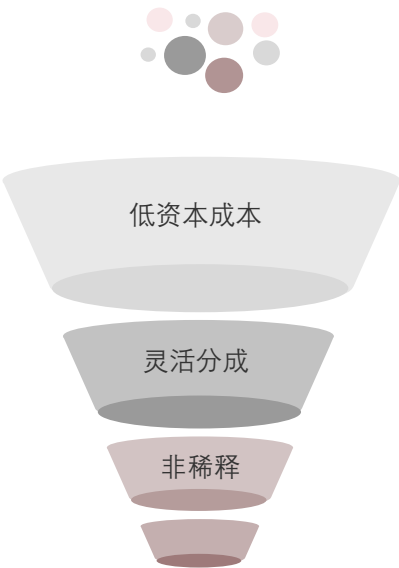
收入分成融资模式不要求融资方的担保承诺，不会稀释企业的所有权、控制权和决策权，不要求创业者永久出让企业股份；企业无实施IPO或并购退出的压力，无刚性还债压力，联营期限内的收入分成总额具有上限。企业募集资金无须经历繁琐的评估与审查流程，边际成本低，筹资时间最短仅需1周，时间成本低。

❑ 灵活性高

收入分成融资模式对企业的存续时间、经营规模、营收能力等方面的门槛要求相比于股权及债权融资模式较为宽松，资金可获得性较强，可根据不同行业及企业的情况制定不同的融资方案和风险评级，尤其适合初期现金流不稳定的小微企业；所募集的资金具备小规模、大数量、高度透明的特性。收入分成比例浮动化，还款与业绩挂钩，使得融资成为企业可变成本而非固定成本，暂时的销售规模或营业收入放缓不会影响企业的支付能力，企业经营的灵活性得以保持。

❑ 风险性低

融资方获取的是资源共享、风险共担的长期资本；投资方与企业分享未来的收入，使得双方利益紧密相连，避免道德危机和逆向选择问题的产生，并激励投资方监督企业的经营管理。



收入分成融资方式的优势——对投资方而言

02

流动性与收益性

01

市场风险

- 投资周期非永久，投资方具有固定退出时间，退出方式明确。
- 收入分成模式的流动性和收益性来源于约定分红周期的收入分成，流动性相对较强。投入成本和联营期限内收回现金流不受任何估值因素影响，收益较稳定。
- 投资回报取决于企业能否产生足够的收入进行每月、每周或每日分成。唯一的收益不稳定性来源于企业未来的营业表现或外部不可抗力因素影响。如果企业业绩不如预期或完全失败，投资者可能无法获得预期回报。
- 投资价值随着整体经济环境和金融市场的变化而产生波动，可能使基于收入分成的投资面临市场风险。

来源：滴灌通，Eastmoney，头豹研究院