

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。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

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》	- 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 - 加大新型消费政策支持力度	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
2022.4	发改委 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》	- 建立健全融资信用服务平台网络 - 加快推进涉企信用信息归集共享	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
2022.12	中共中央 国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	- 全面促进消费，加快消费提质升级 - 优化投资结构，拓展投资空间	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
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》	- 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 - 实现项目信息便捷共享，推动创新投融资模式	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
2023.7	发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	- 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 - 加强金融对消费领域的支持，完善促进消费长效机制	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
2023.8	财政部 税务总局	《关于支持小微企业融资有关税收政策的公告》	- 对金融机构与小微型企业签订的借款合同免征印花税 - 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	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

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

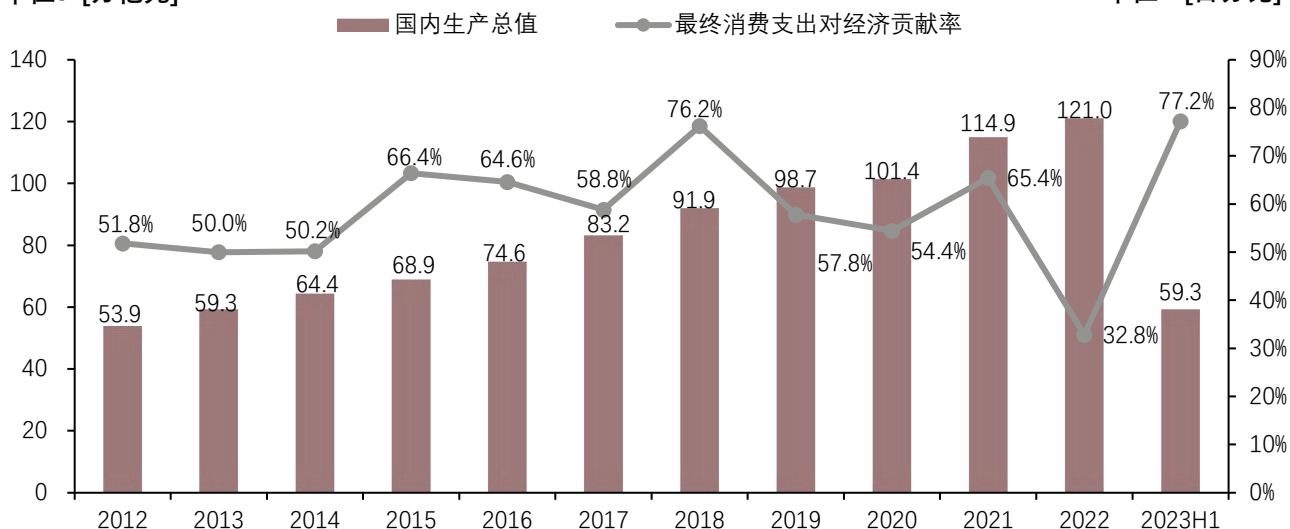
企业融资宏观发展背景——经济背景

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]

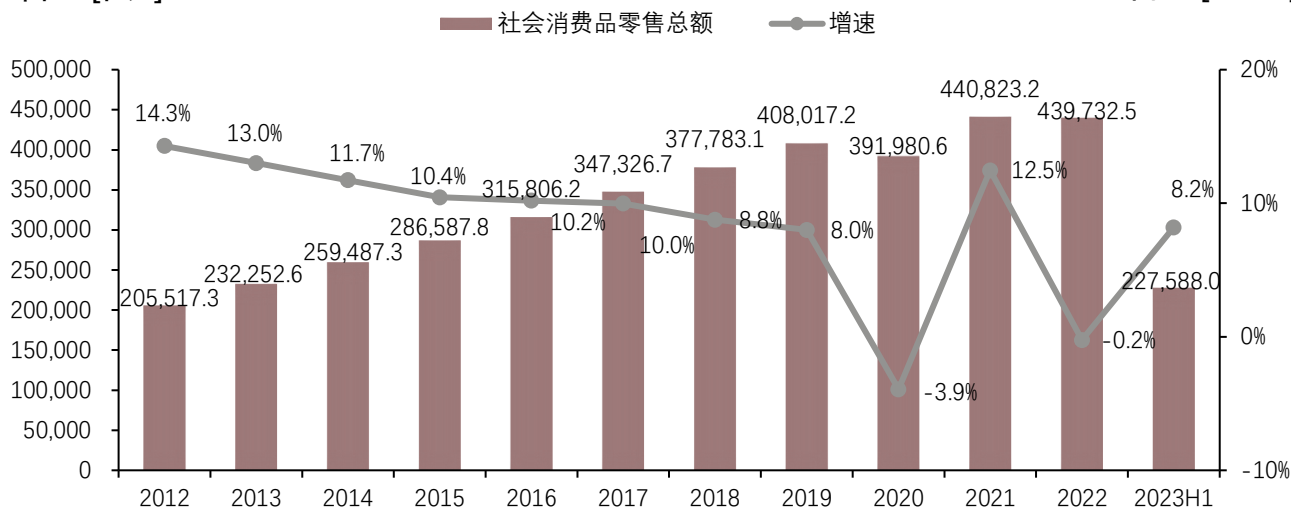
单位：「百分比」



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

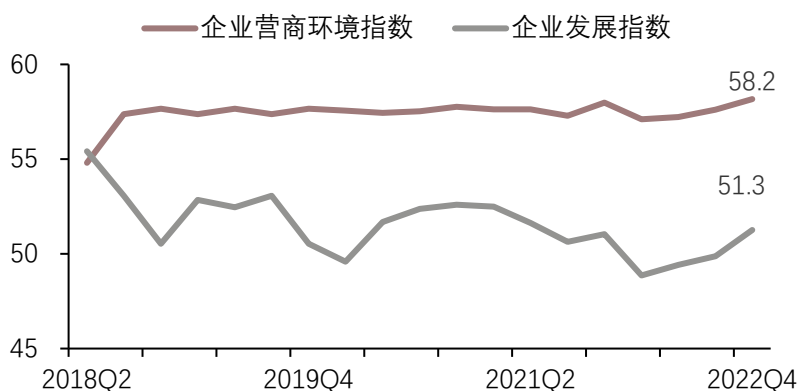
中国经济稳中向好，中国国内生产总值自2012年的53.9万亿元增长至2022年的121.0万亿元。随着中国社会全面恢复常态化运行，消费市场逐渐复苏回暖，2023年上半年，中国社会消费品零售总额为227,588.0亿元，同比增长8.2%，最终消费支出对经济增长的贡献率达到77.2%，表明消费对中国经济增长的拉动作用明显增强。与此同时，经济环境的持续改善带动市场需求的变化，直接影响消费类企业的盈利能力、融资意愿和需求，投资者对其前景及回报的预期愈为乐观，使得企业获取融资的可能性增加，融资难度得以降低。

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

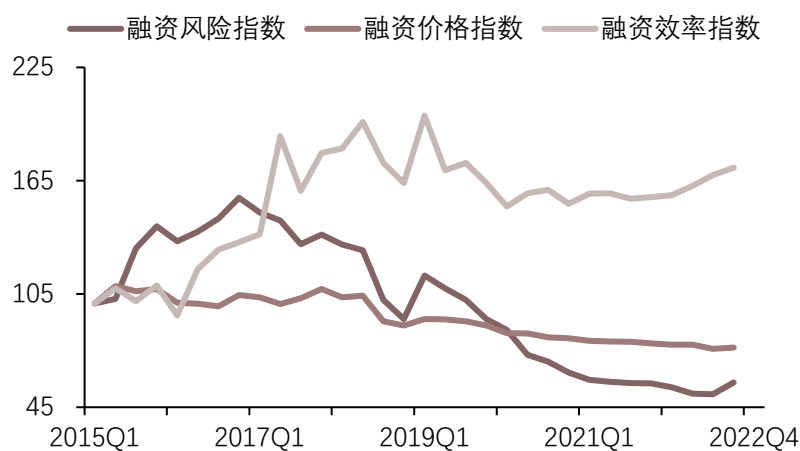
中国小微企业营商环境及发展指数，2018Q2-2022Q4



□ 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

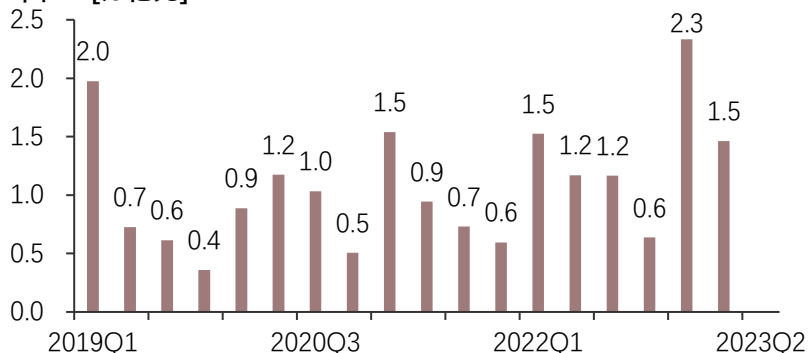


□ 小微企业融资环境有待优化

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

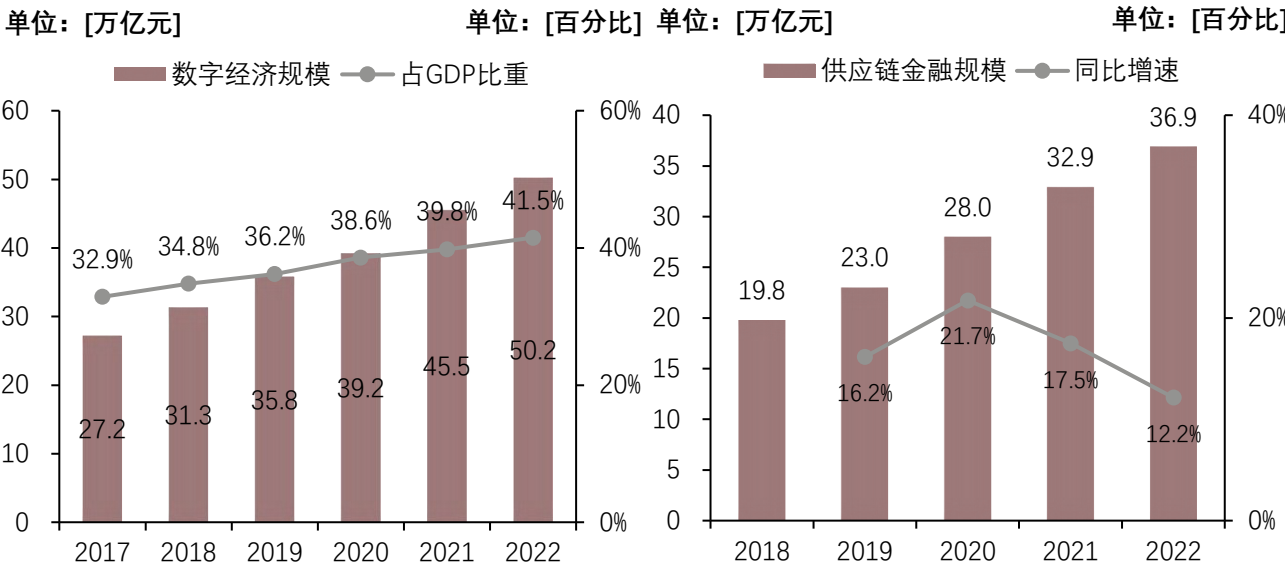
*小微企业贷款：包括小微企业贷款、个体工商户贷款、小微企业主贷款三种类型。2018年后，普惠型小微企业贷款统计口径调整为单户授信总额在1,000万元以下(含)的小微企业贷款。

企业融资宏观发展背景——技术背景

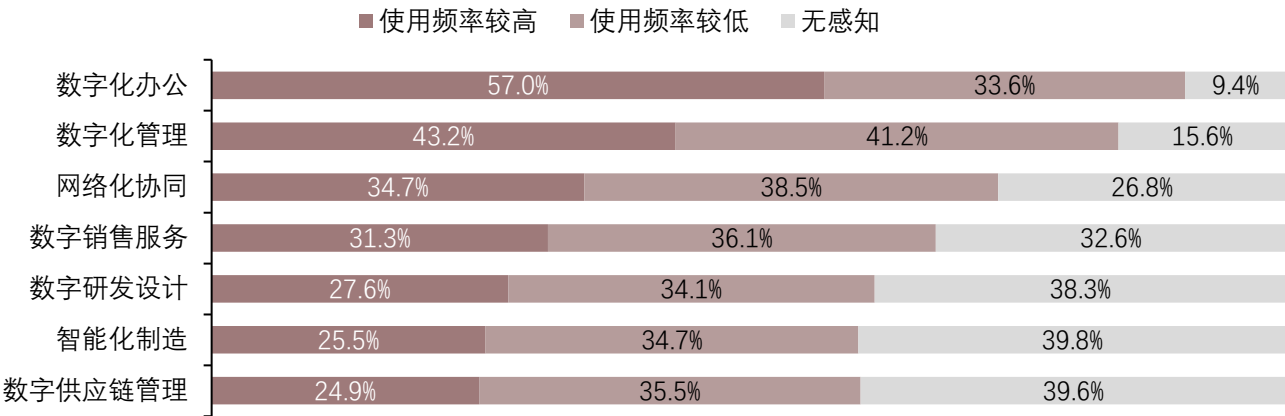
数字经济已成为企业稳增长、促转型的重要引擎，金融科技与数字经济深度融合，供应链金融数字化加快叠加移动支付迅猛发展，企业融资环境将进一步改善

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。

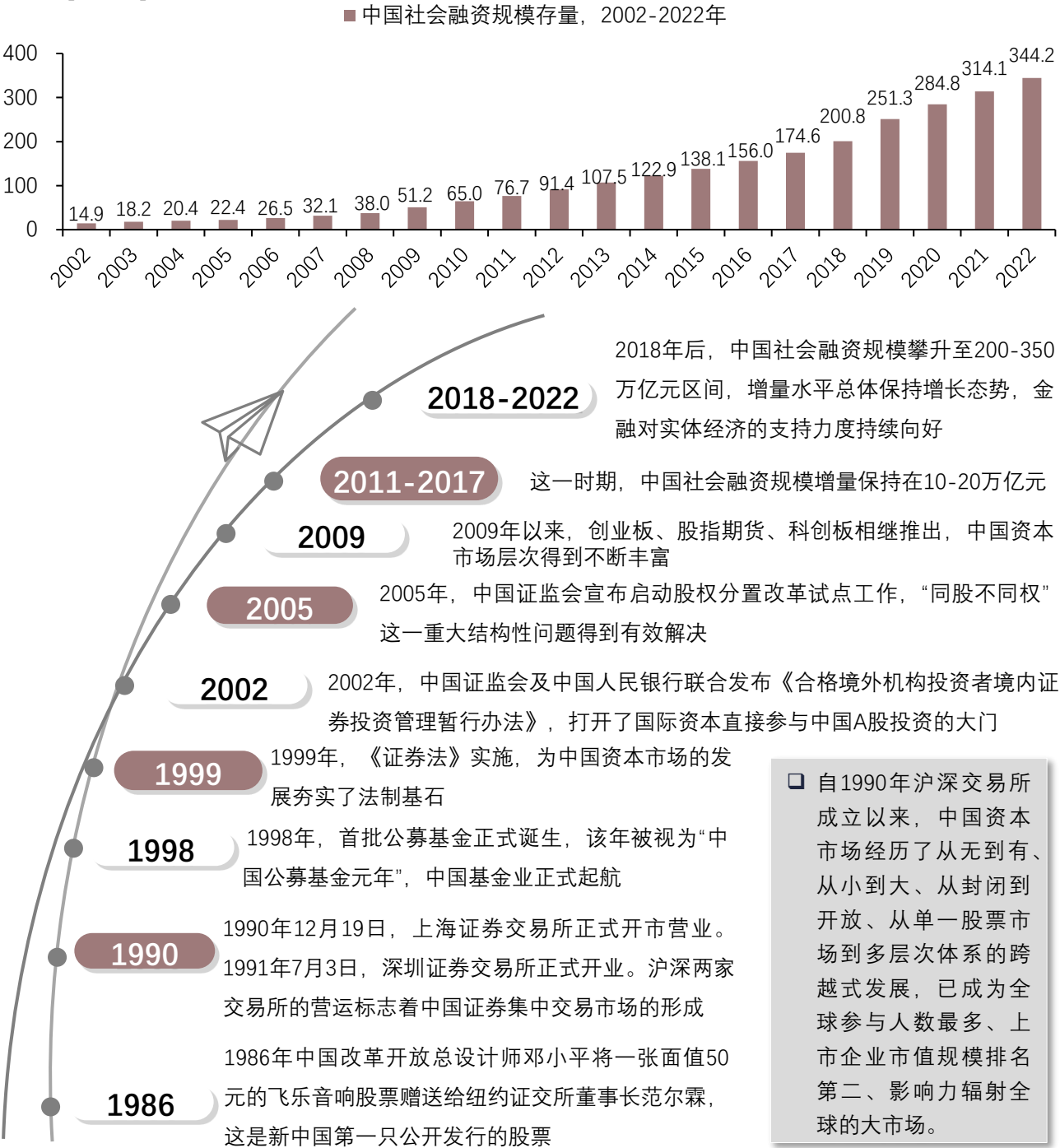
来源：中国互联网络信息中心，人民银行，头豹研究院

■ 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]



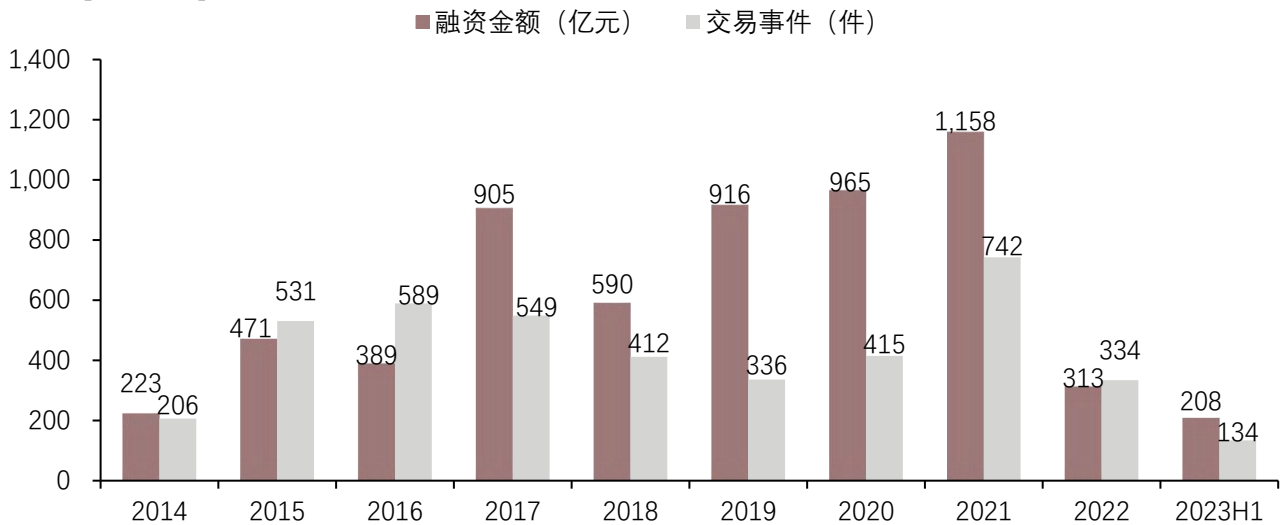
来源：国家统计局，头豹研究院

消费类企业融资现状——一级市场（1/2）

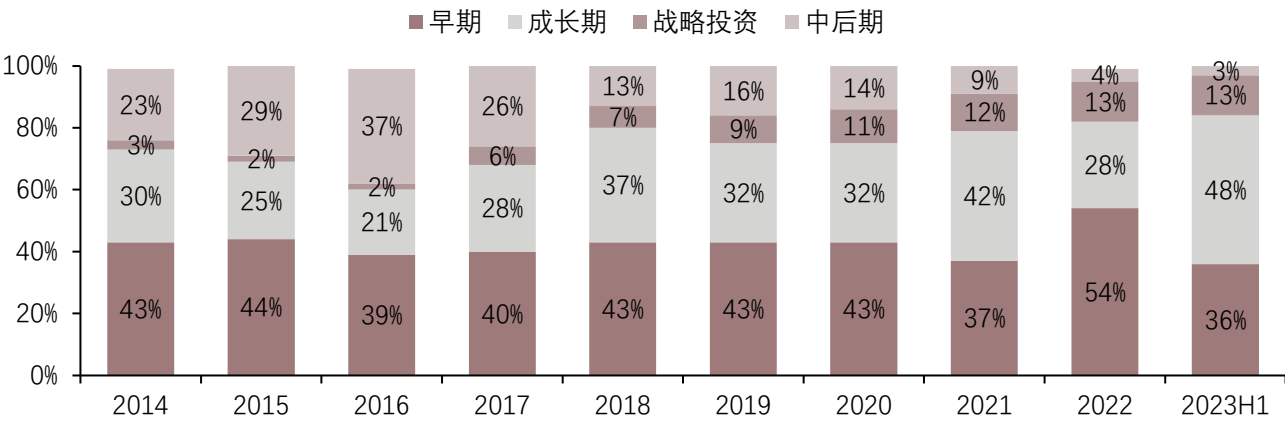
消费类融资在经历2021年的热潮后，流量红利逐渐退却，资本的投资回归理性，投融资轮次集中分布于早期和成长期阶段

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。

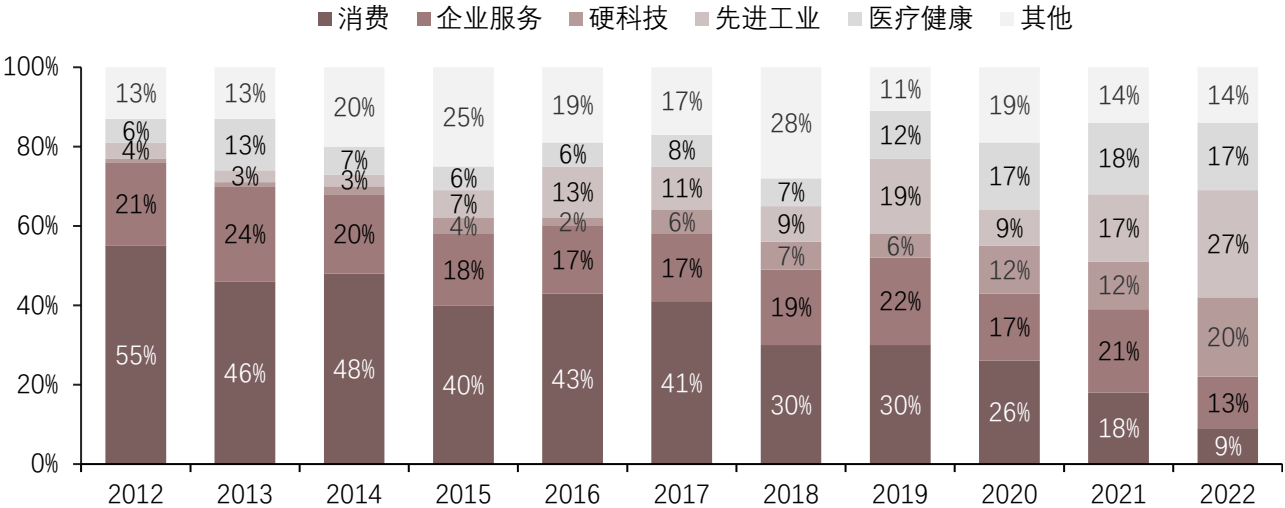
来源：IT桔子，头豹研究院

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

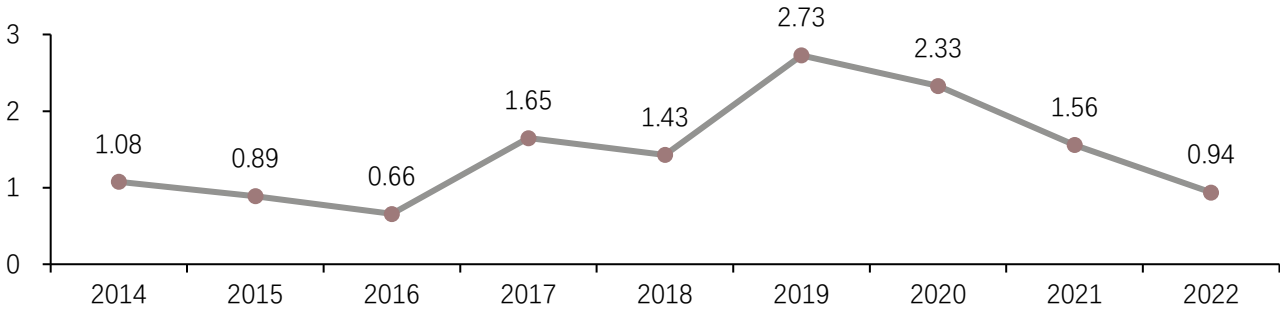
中国一级市场融资金额行业分布，2012-2022年

单位：[百分比]

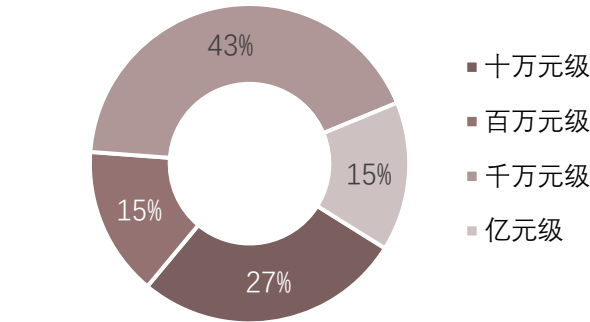


中国消费品领域单笔融资金额均值，2014-2022年

单位：[千万元]



中国消费领域融资量级分布，2022年



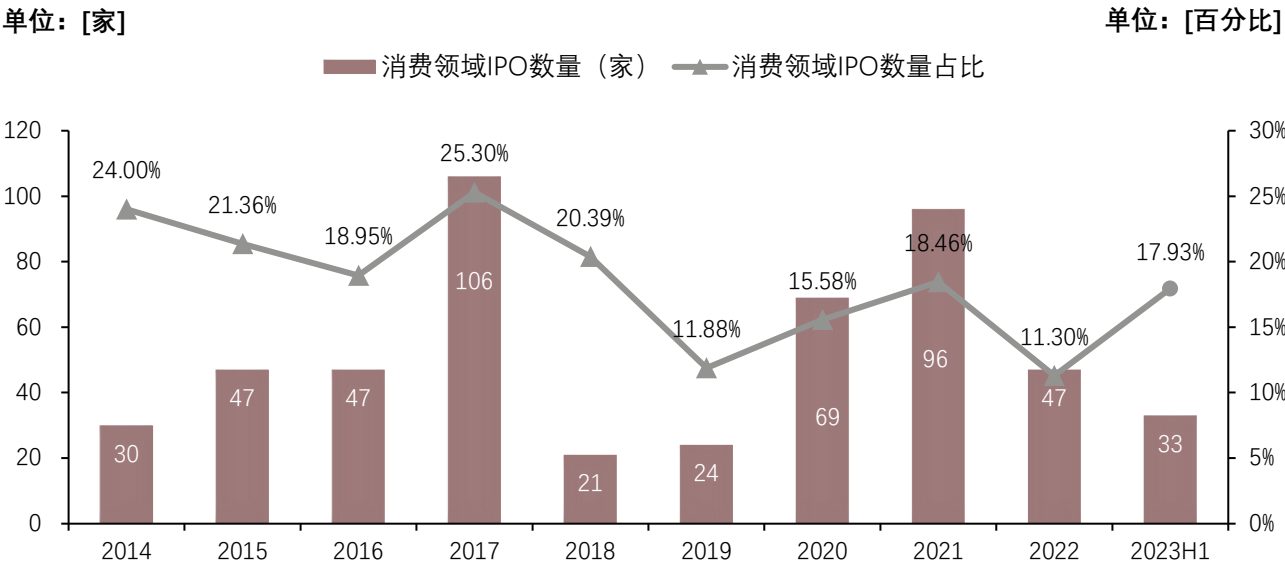
- 2012年至2022年，中国一级市场融资逐渐由消费领域转向先进工业、硬科技等领域。2022年，中国消费领域融资总额占比为9%，约为先进工业融资总额的三分之一。
- 2019年至2023年9月，中国消费领域单笔融资规模呈现逐年下降趋势。2022年，中国消费领域单笔融资金额均值为940万元，同比降低39.74%，从融资量级来看，仅有27%的消费品领域融资规模小于百万元级。

来源：IT桔子，头豹研究院

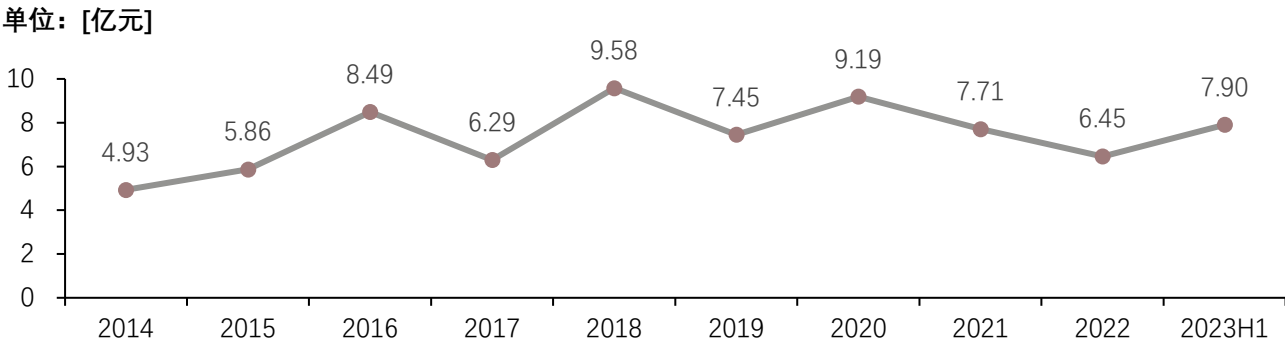
消费类企业融资现状——IPO市场

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

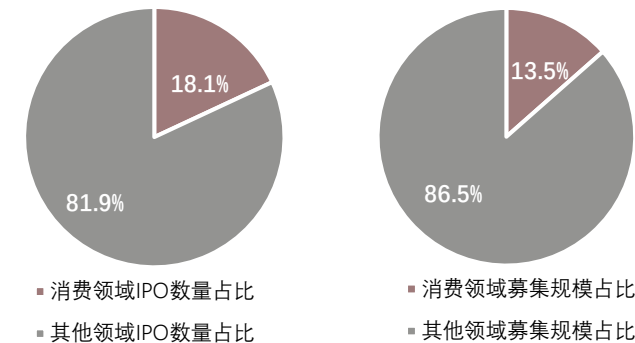
中国消费领域*IPO数量，2014-2023H1



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



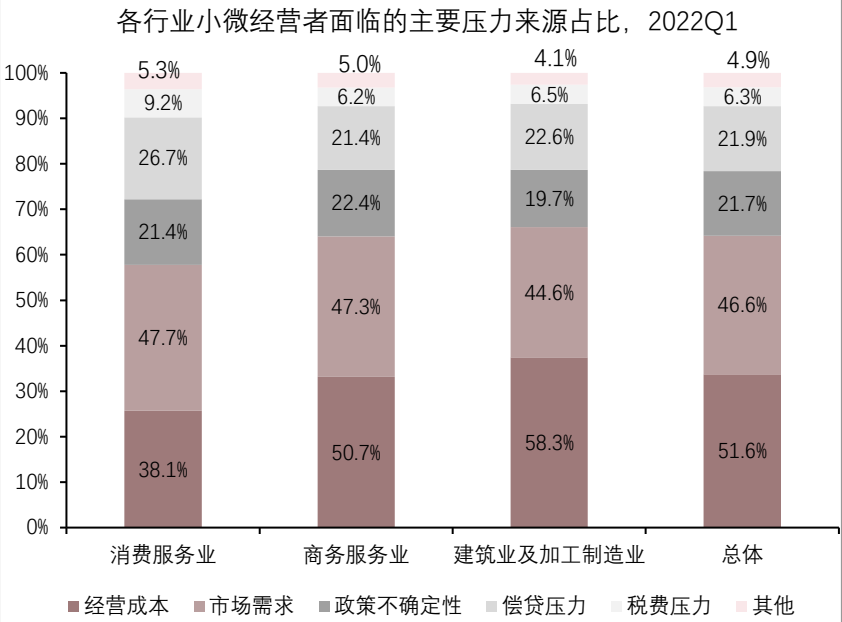
融资风险大

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。

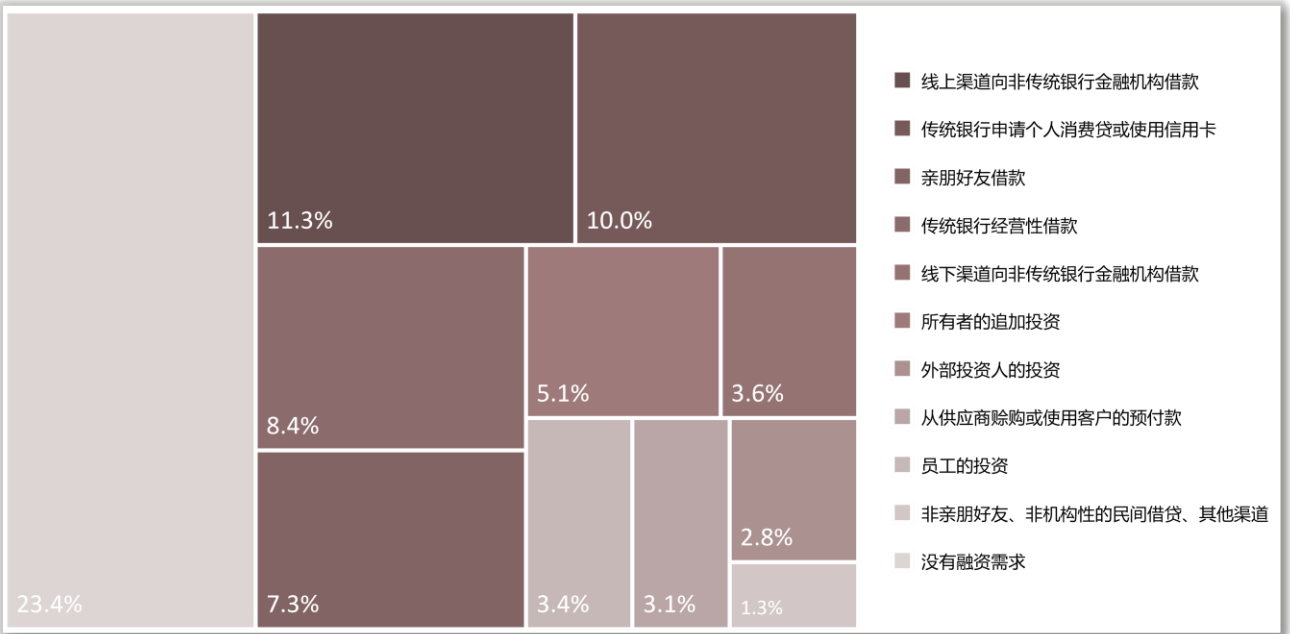


来源：国家统计局，北京大学企业大数据研究中心，头豹研究院

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

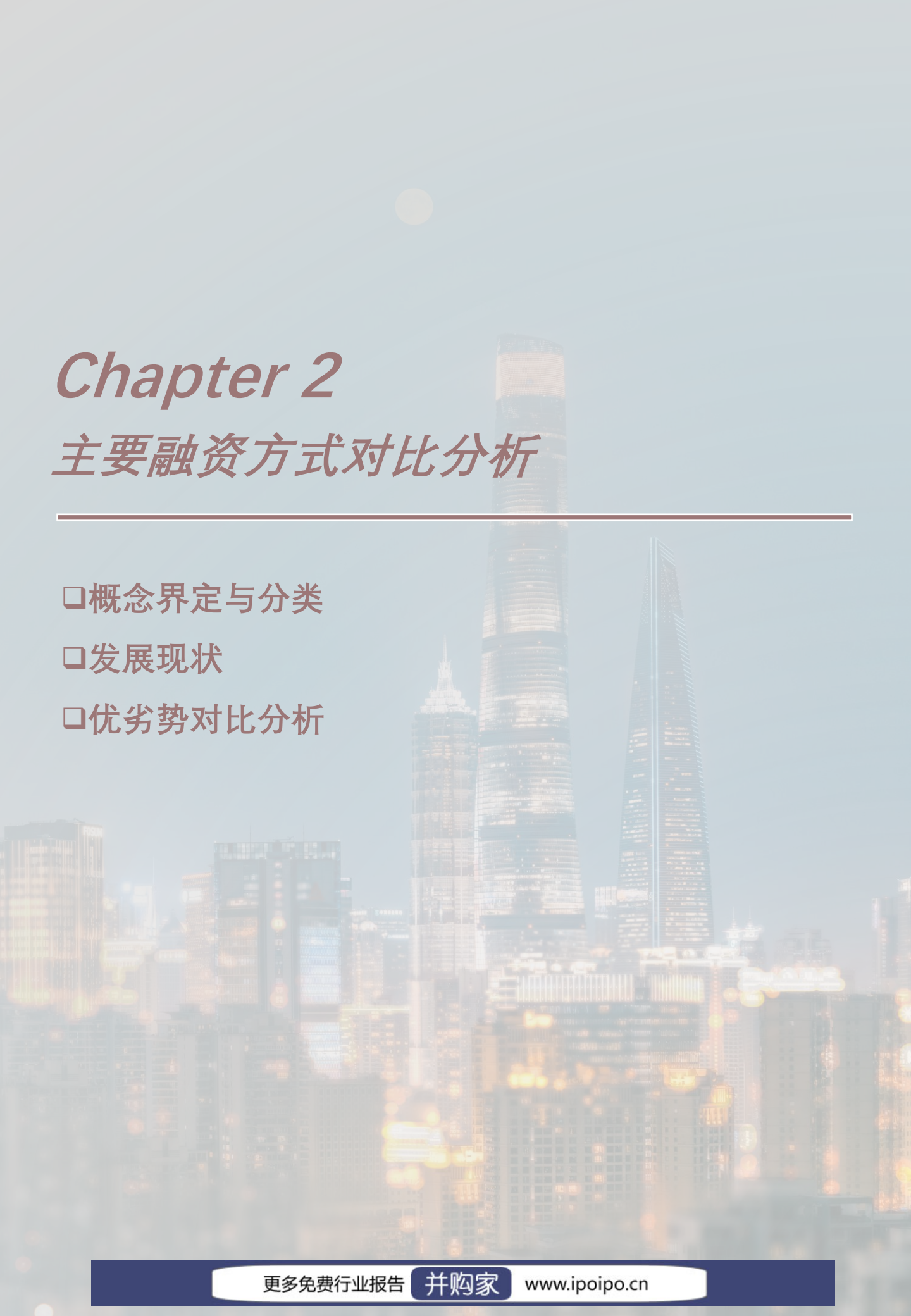
■ 行业主体融资渠道少，且从银行获款难度大

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

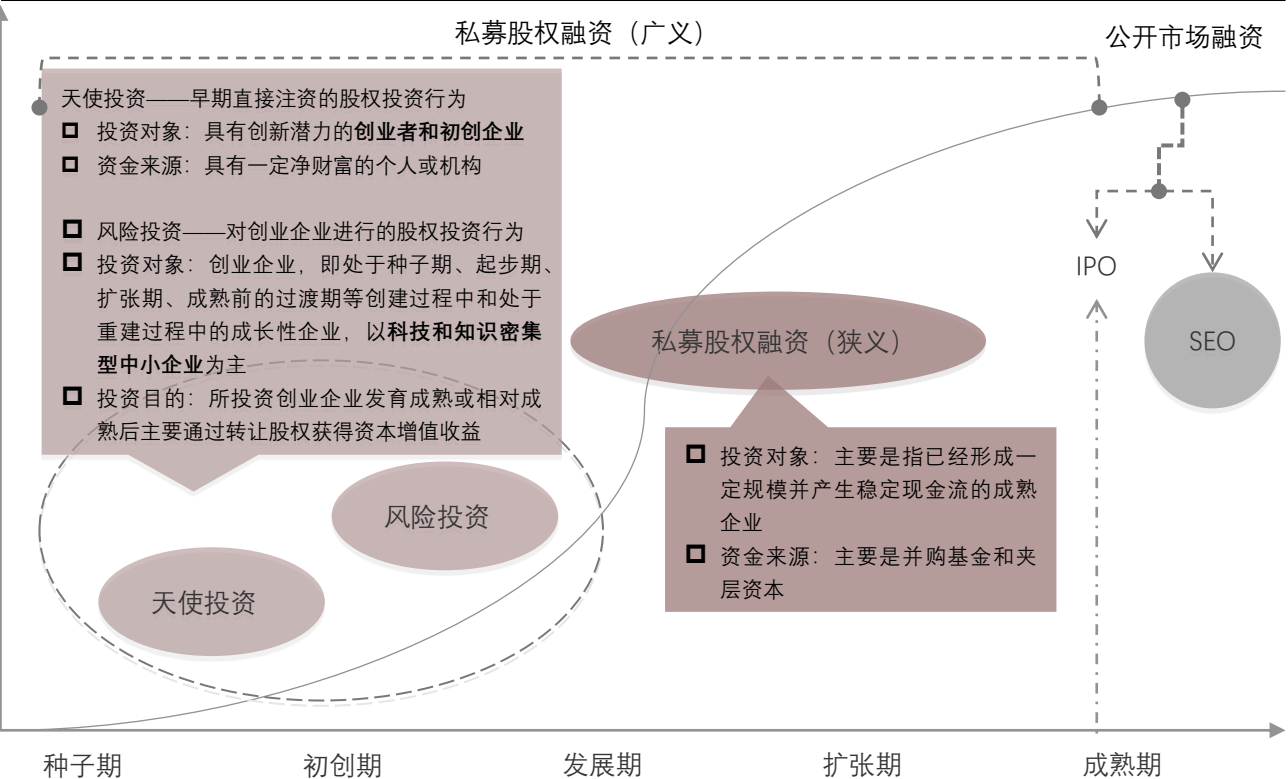
■ 概念界定：股权融资

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	
□ 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 □ 股权融资形成的所有权资金的分布特点、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	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
		□ 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 □ 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 □ 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
		公开市场融资

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 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	中国境内中小微型企业	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

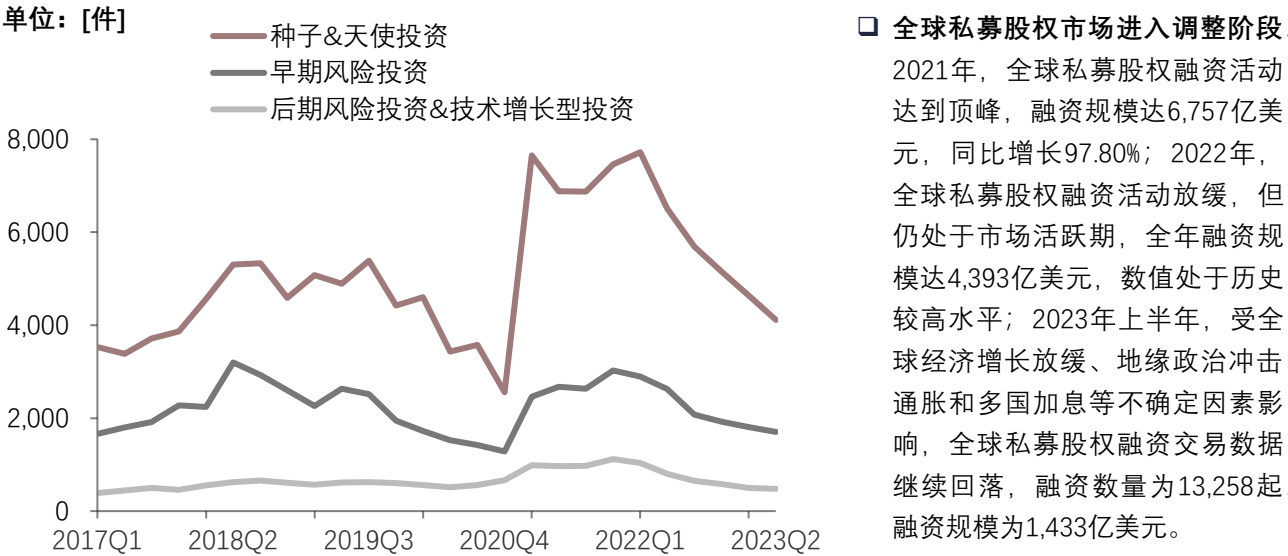
短期融资券(CP)	• 期限在1年以内（含1年）
超短期融资券(SCP)	• 期限为270天以内
中期票据(MTN)	• 期限在1年以上
中小企业集合票据(SMECN)	• 2个（含）至10个（含）具有法人资格的中小非金融企业，以统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册方式共同发行
非公开定向债务融资工具(PPN)	• 面向特定机构投资者发行，只在特定机构投资者范围内流通转让
资产支持票据(ABN)	• 由企业基础资产所产生的可预测现金流作为还款支持

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

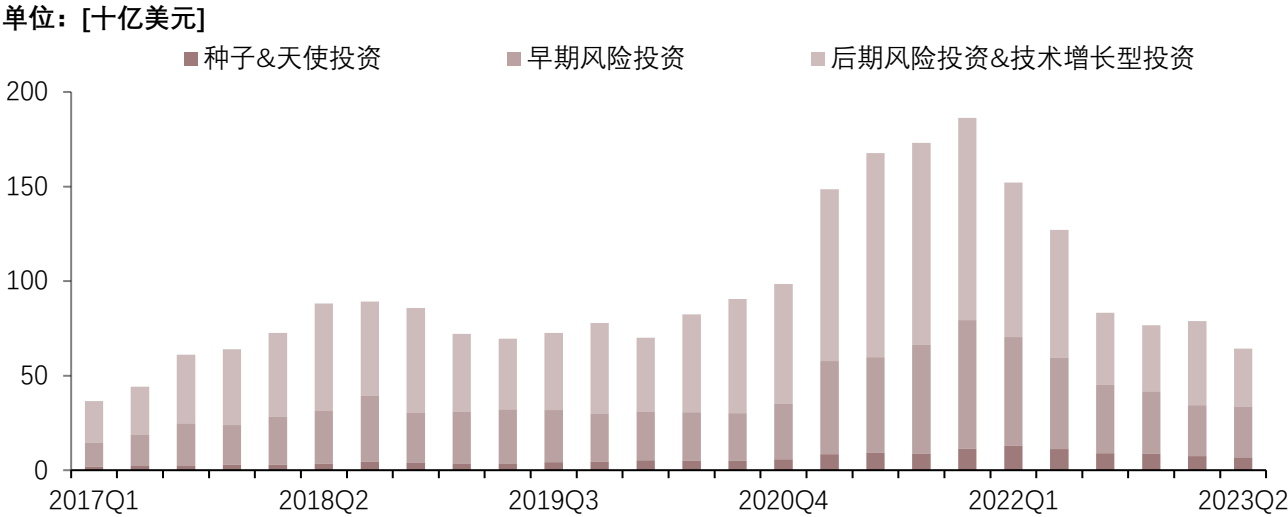
全球企业融资：私募股权融资市场处于调整期

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

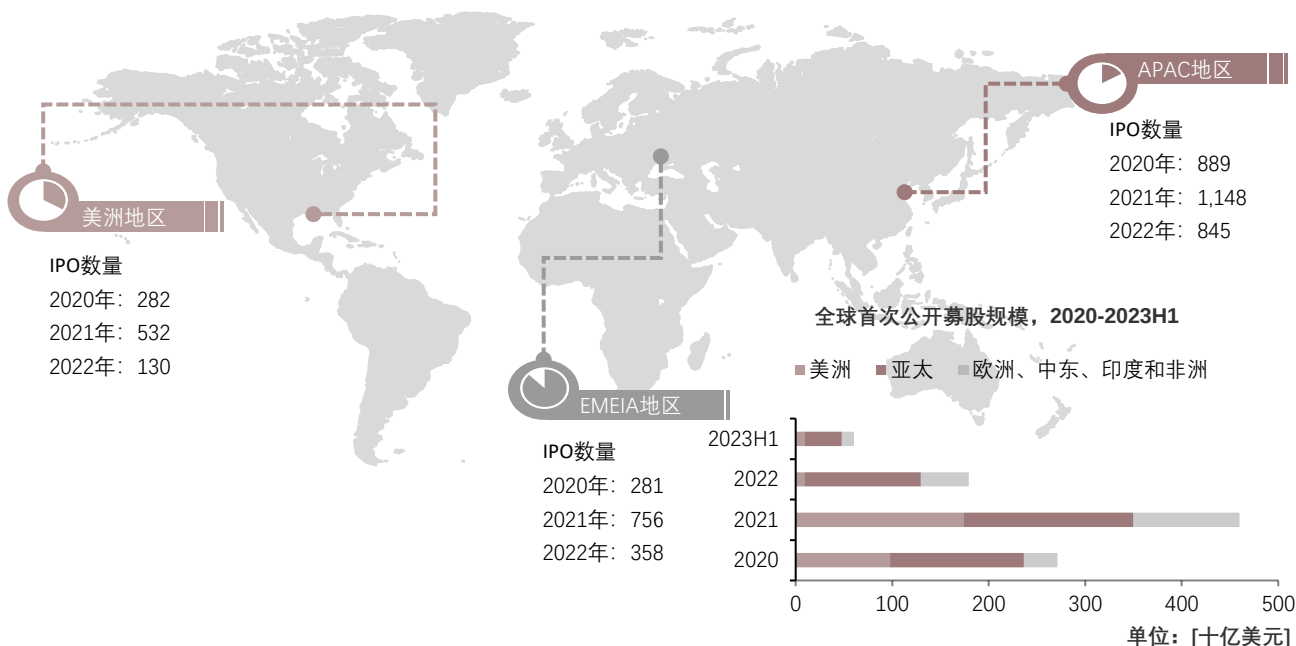
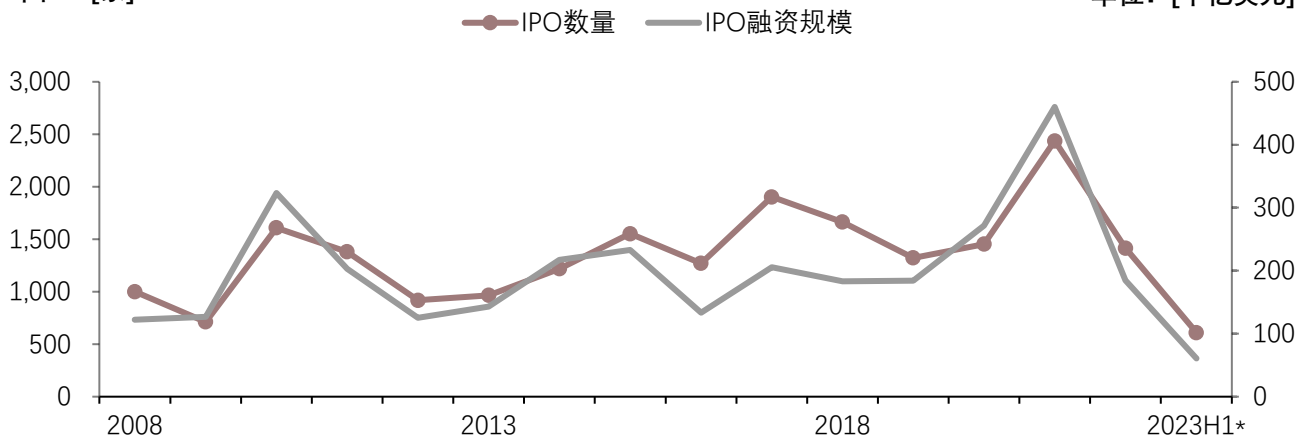
全球企业融资：亚太地区IPO活动最为活跃

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*

单位：[家]

单位：[十亿美元]



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

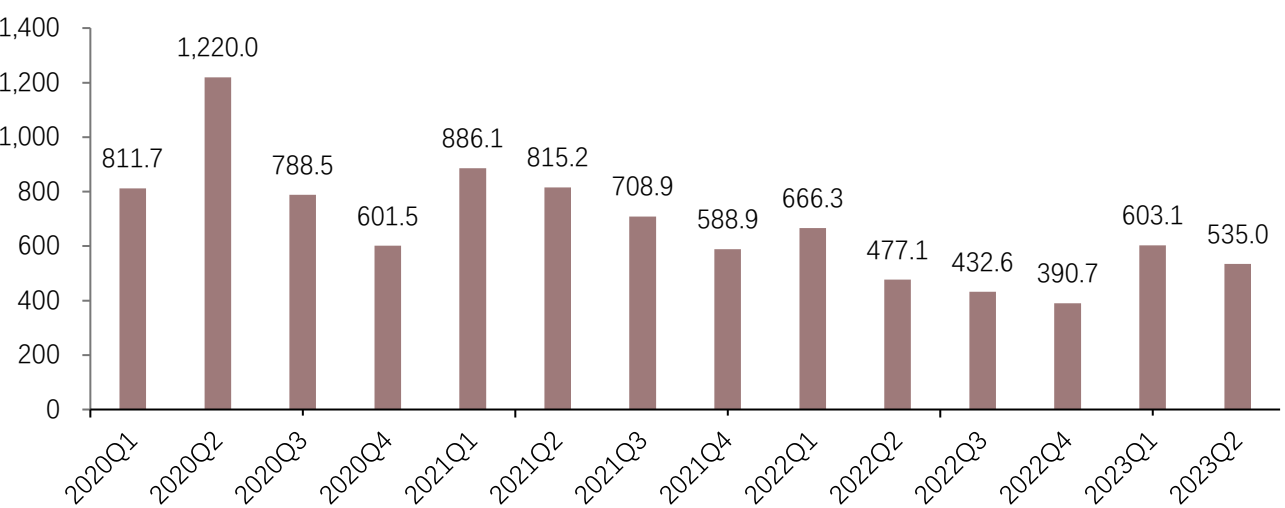
*2023H1的数据统计范围为2023年1月1日至2023年6月19日期间完成的首次公开募股，以及2023年6月前的预期首次公开募股。

■ 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

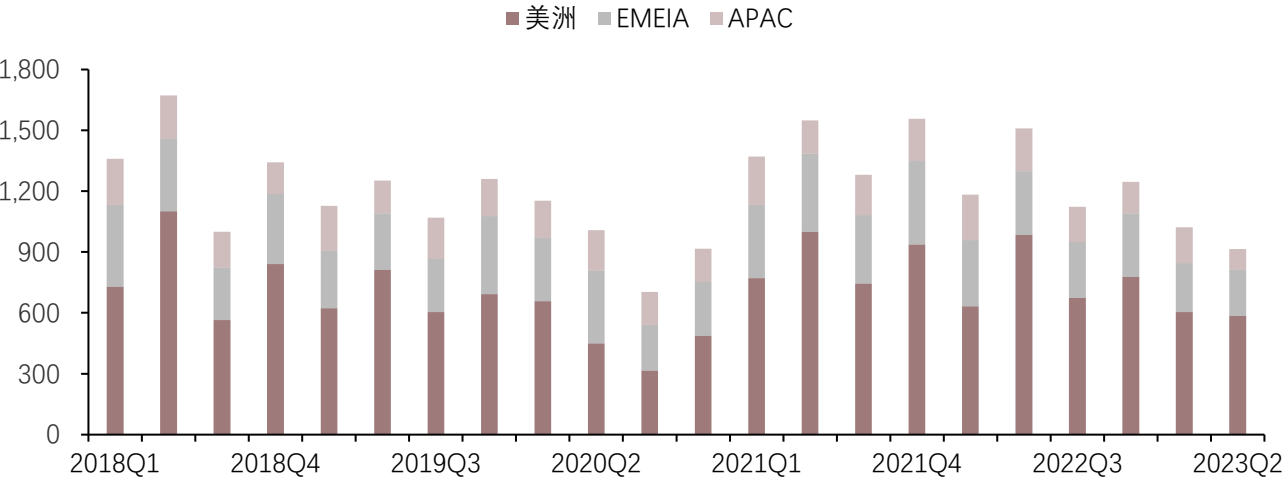
全球企业债券发行规模，2020Q1-2023Q2

单位：[十亿美元]



全球各地区贷款规模，2018Q1-2023Q2

单位：[十亿美元]



□ 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。

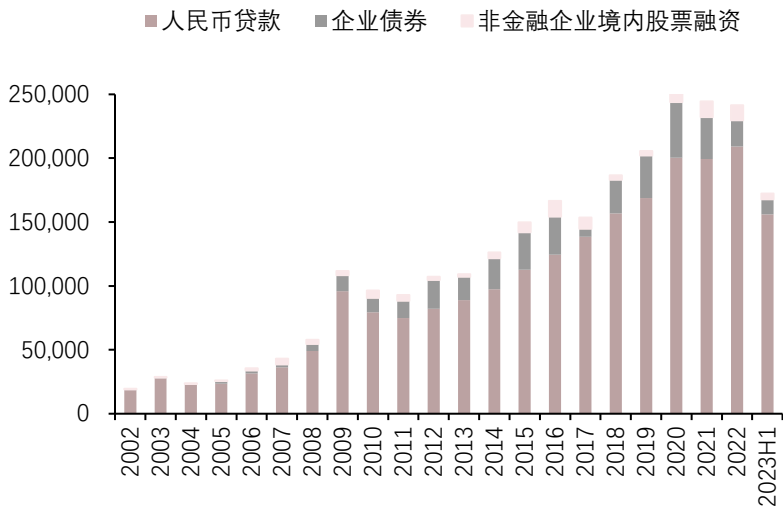
来源：Dealogic，头豹研究院

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]

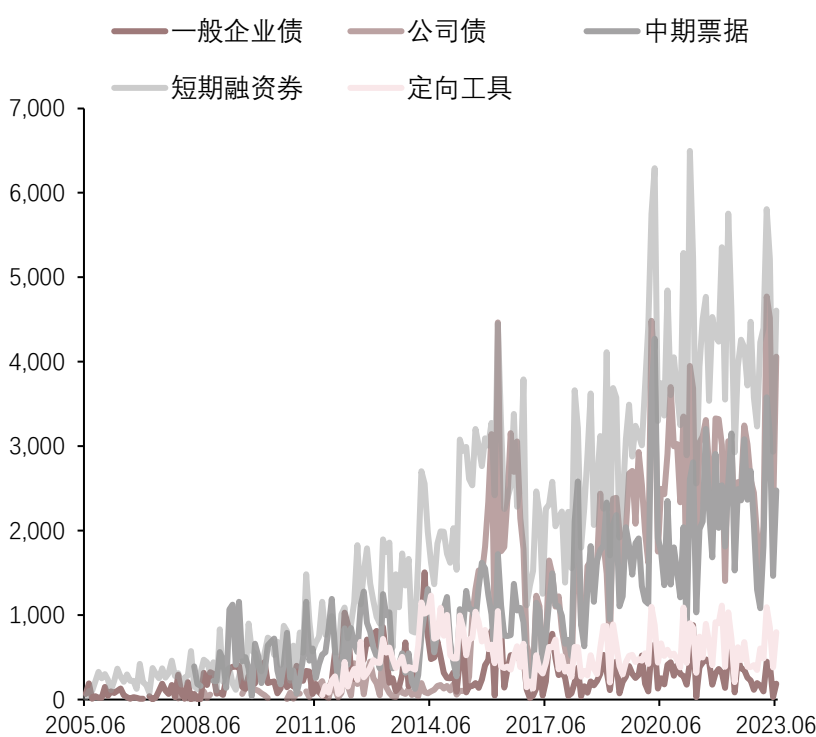


直接融资比重较低

- 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

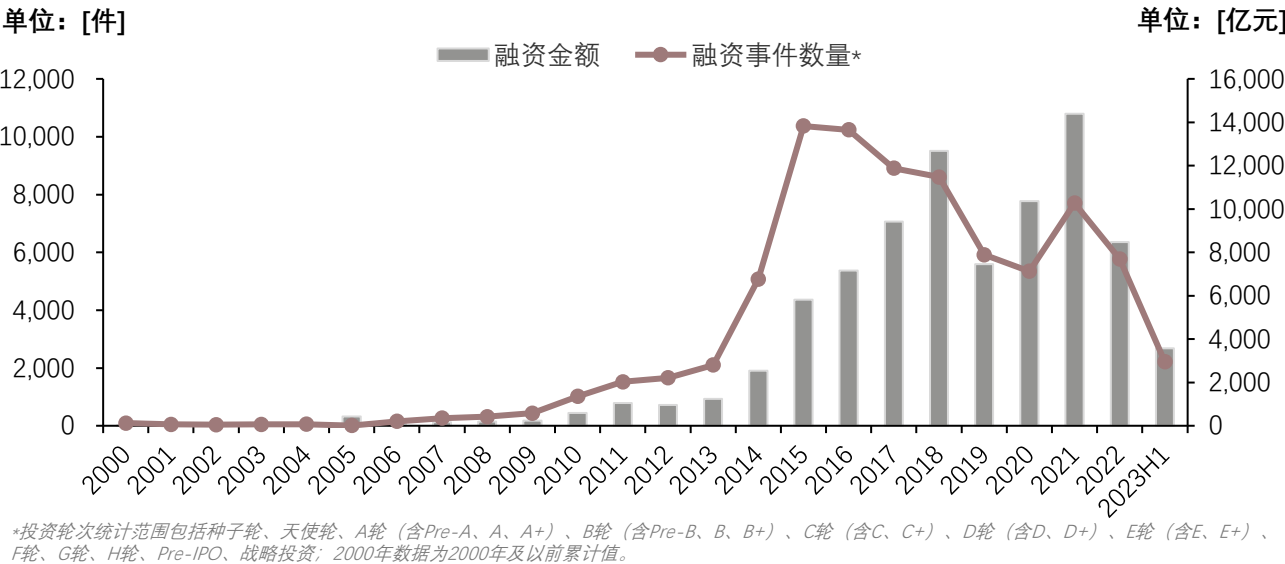
- 2023年上半年，中国企业债券净融资额为1.17万亿元。截至2023年6月底，中国企业债券余额为31.34万亿元人民币。
- 从结构上看，中国企业债券融资方式以非金融企业债务融资工具为主，其中，短期融资券的发行规模逐渐超过中期票据，成为最主流的债券融资方式；2023年上半年，短期融资券发行数量为2,861只，发行额为27,191.9亿元，分别占比中国一级市场债券发行总只数及总量的11.11%、7.86%。
- 公司债是仅次于非金融企业债务融资工具的第二大融资方式。2023年上半年，中国公司债发行数量为2,420只，发行额为19,068.79亿元，分别占中国一级市场债券发行总只数及总量的9.39%、5.51%。

来源：国家统计局，头豹研究院

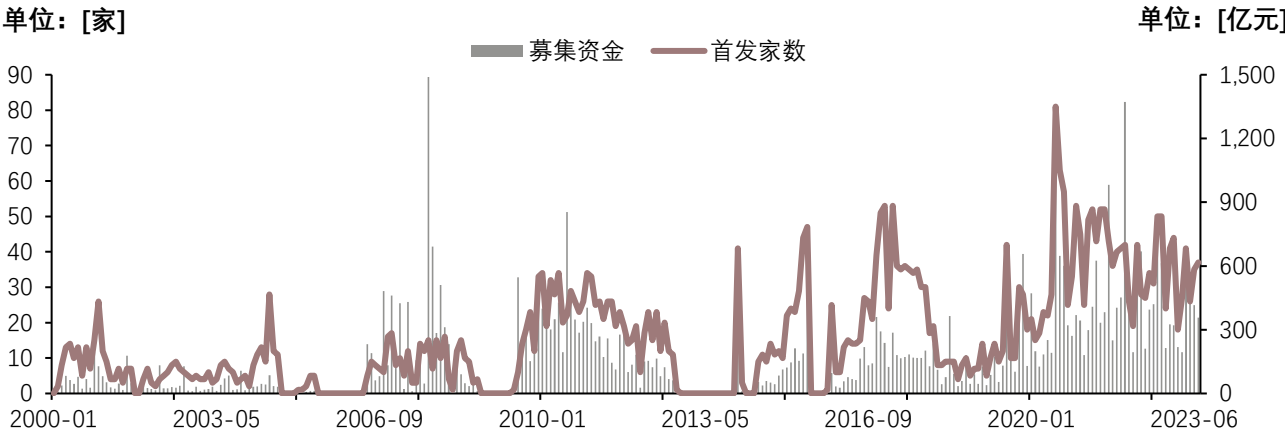
中国企业融资：股权市场活跃度下降

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



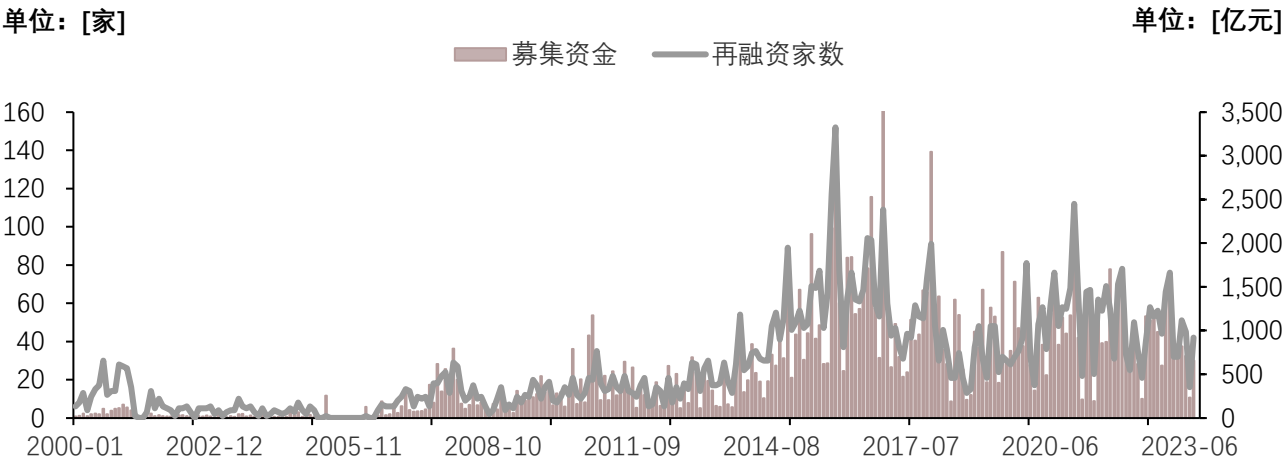
- ❑ 2004-2007年，股权分置改革基本打通了中国私募股权投资的退出渠道，修订后的《中华人民共和国合伙企业法》的实施拓宽了私募股权基金的筹集渠道，中国私募股权融资行业进入高速发展阶段。2015-2017年是中国一级市场投资交易最活跃的时期，而融资金额则在2018、2020、2021年较为突出，均突破1万亿元。2021年，中国私募股权融资总额达约1.44万亿元，同比增加38.8%。2023年上半年，融资金额合计约3,570.2亿元，融资事件数量为2,218起。
- ❑ IPO融资受市场景气程度影响较大，融资主体数量及规模波动较为频繁。2022年以来，中国A股市场IPO融资呈现下降趋势，但融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

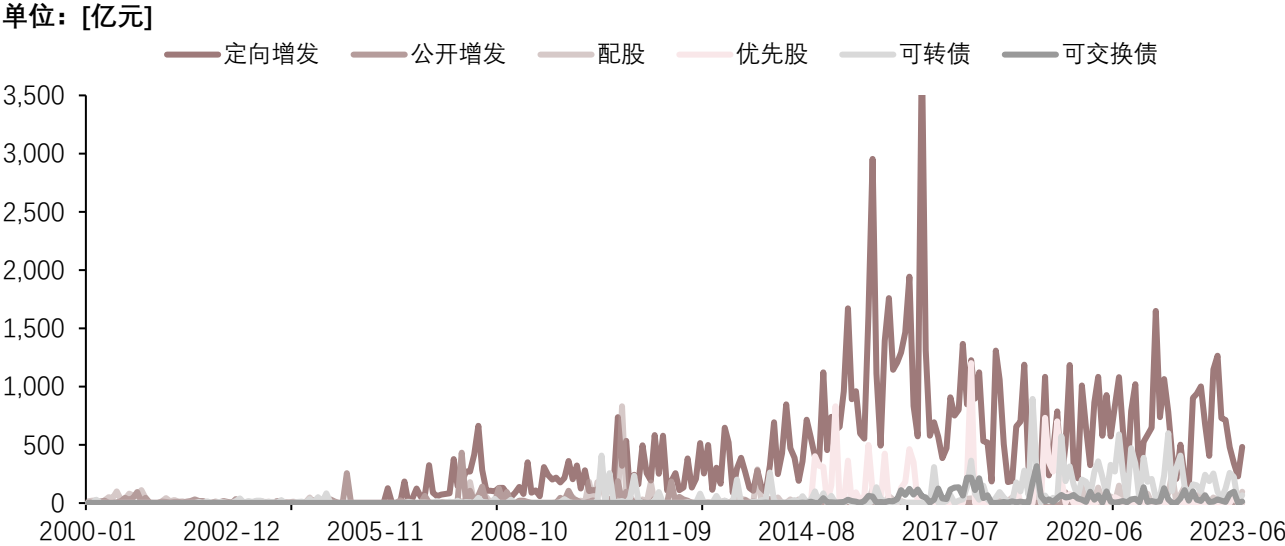
再融资占A股上市公司融资规模的比例明显上升，定向增发、发行可转换债券逐渐成为再融资的主要路径。2023年上半年，定增发行规模已达IPO融资规模的1.36倍

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。

来源：，头豹研究院
*修改后的《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》统称为“再融资新规”。

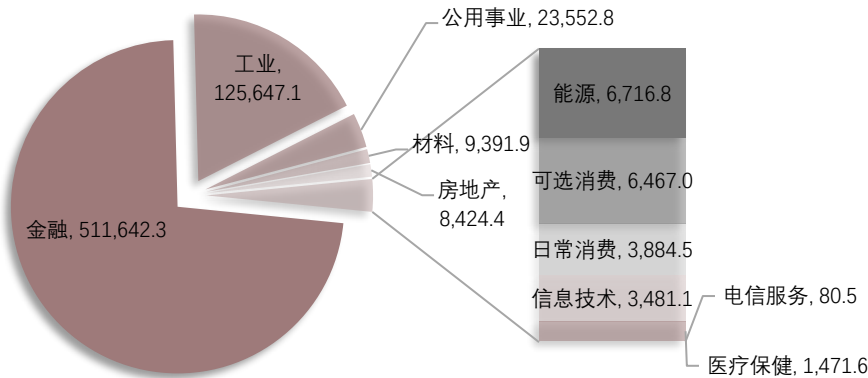
中国

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%

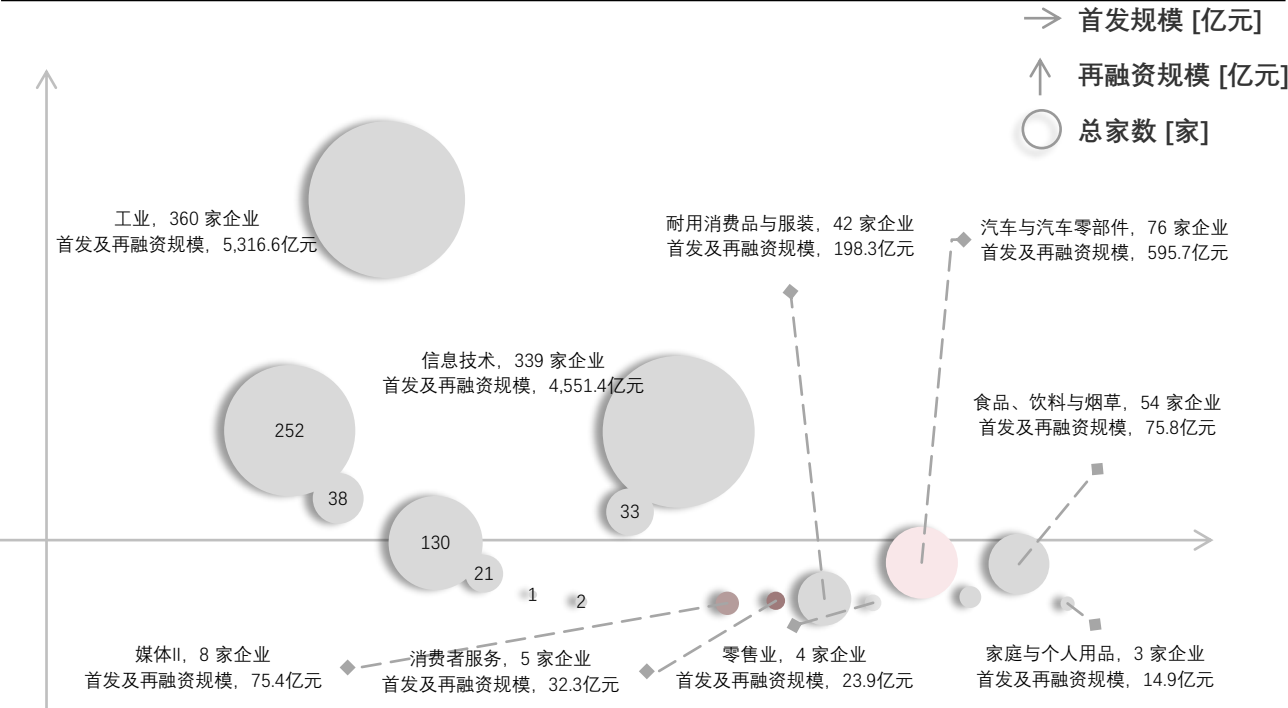
中国一级市场债券融资总额（按行业划分）， 2022-2023H1

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%。

来源：EY，头豹研究院
*可选消费：媒体 II、消费者服务 II、耐用消费品与服装、零售、汽车与汽车零部件；日常消费：食品与主要用品零售、食品、饮料与烟草、家庭与个人用品

■ 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

➤ 股权融资方式的优点

□ 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。

➤ 债权融资方式的优点

□ 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。

➤ 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。

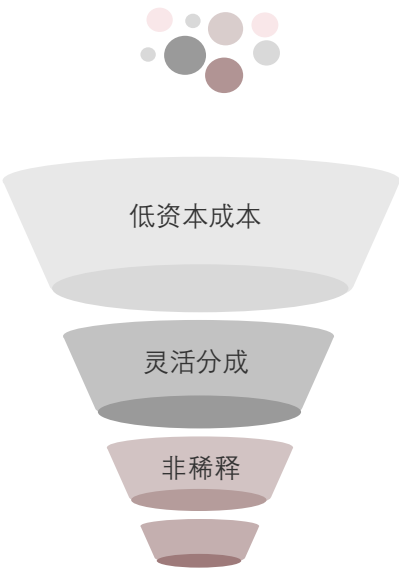
	2023H1	融资规模 (亿元)	融资事件 数量 (件)	融资规模均值 (亿元)
企业债券发行		65,386.28	7,601	8.60
私募股权融资		3,570.20	2,218	1.61
A股市场首发上市		2,187.20	184	11.89
A股市场再融资		4,042	218	18.54

■ 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

- 01
- 市场风险
- 02
- 流动性与收益性
- 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



Chapter 3

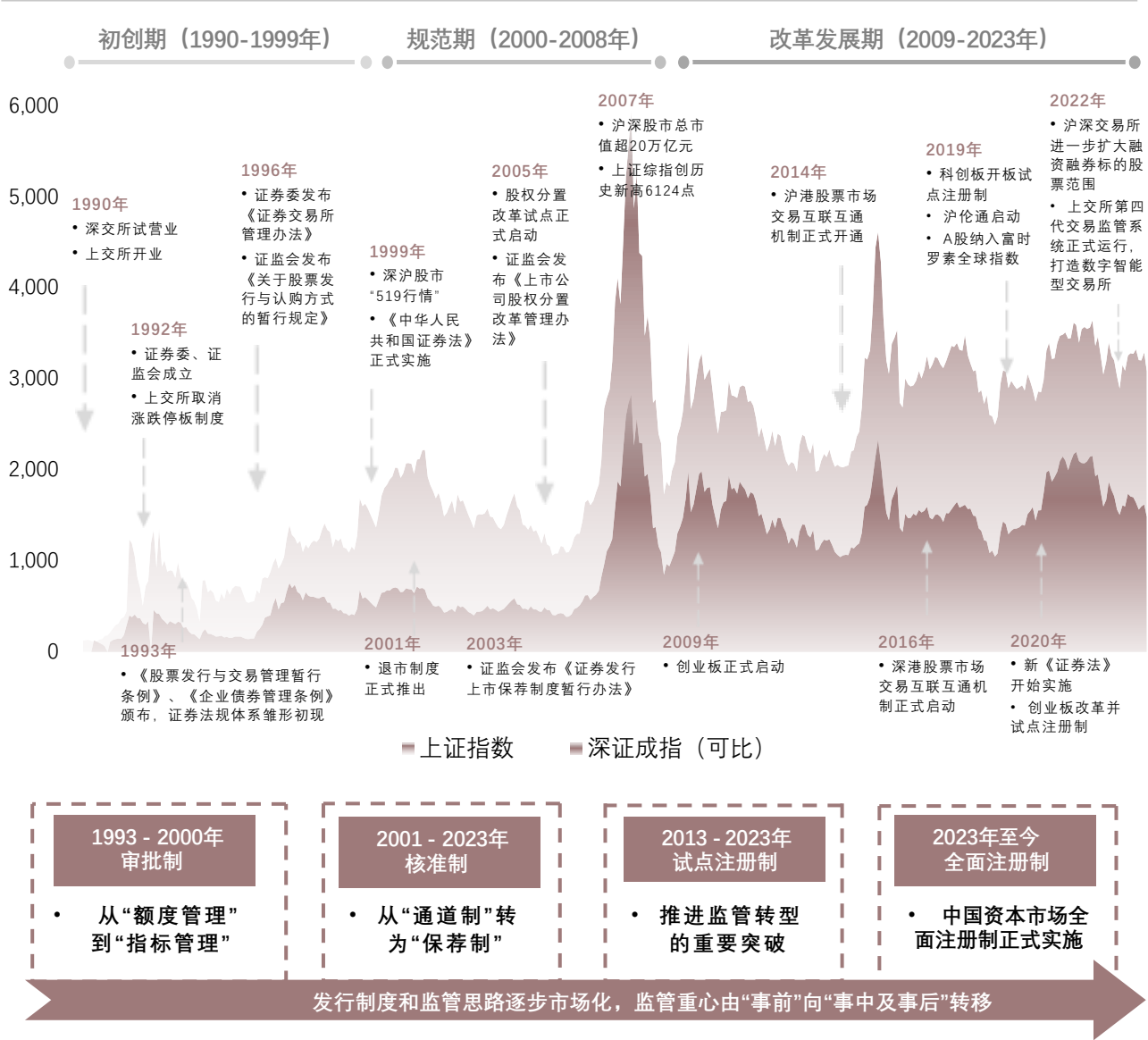
主要交易所对比分析

- 发展历程
- 交易规则
- 行业分布

主要交易所发展历程（1/3）

沪深两市历经30年坎坷发展，法律体系及监管制度日益健全，交易机制、品种不断丰富完善，已逐步形成多层次资本市场

沪交所及深交所发展历程，1990-2023年



中国资本市场激荡三十余载，其中有三座极为重要的里程碑

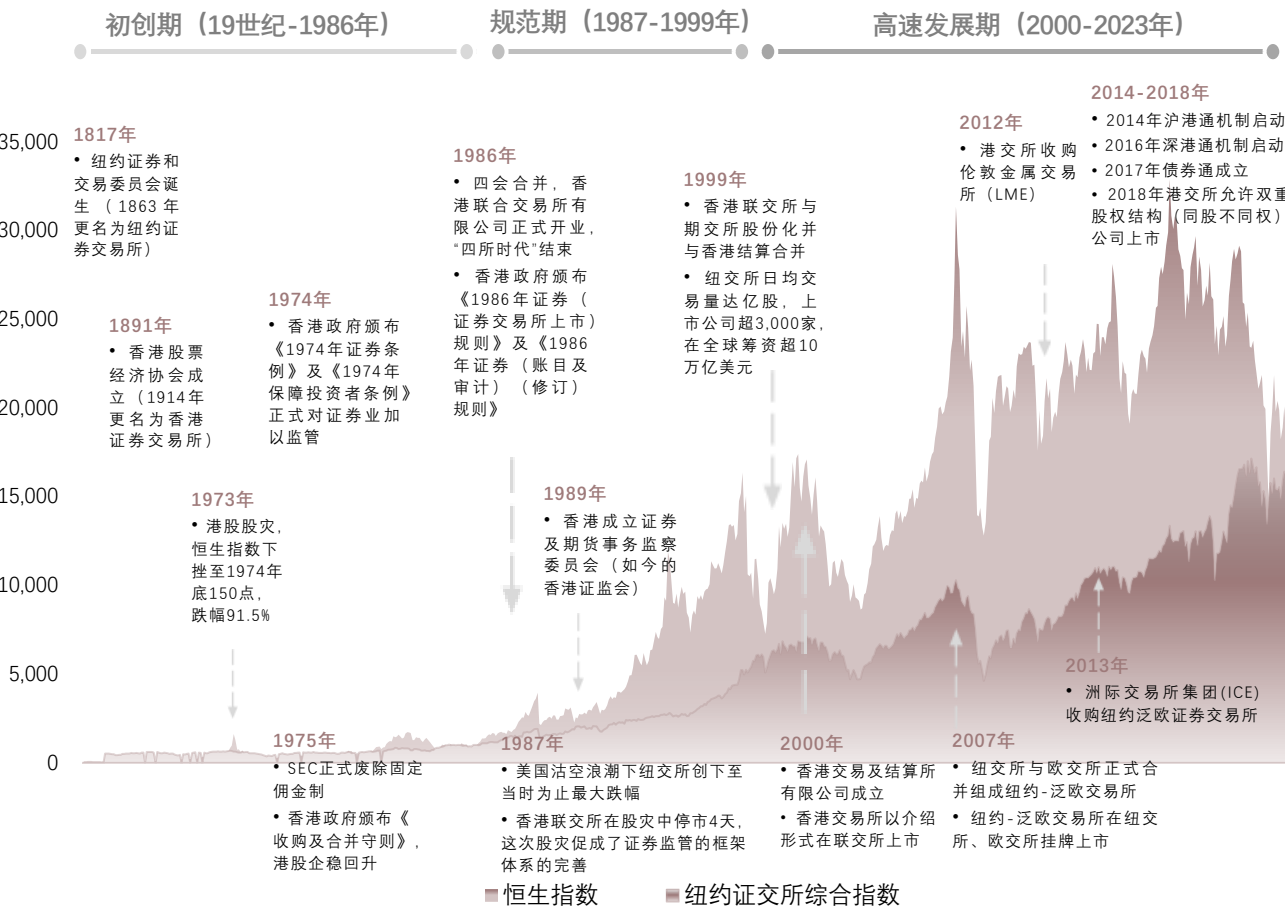
1990年底，沪、深交易所的设立与运行是中国资本市场发展史上第一座里程碑，拓宽了过去以商业银行贷款为主的社会融资渠道。第二座里程碑是2005年股权分置改革，改革激励与利益分配机制，开启了中国资本市场制度规范的时代，意味着中国资本市场全流通时代的到来。2019年科创板试点注册制是第三座丰碑，不仅适应了资本市场发展的实质性要求，还正式拉开了中国资本市场全面市场化时代的序幕。

来源：，各大交易所官网，界面新闻，经济日报，头豹研究院

主要交易所发展历程（2/3）

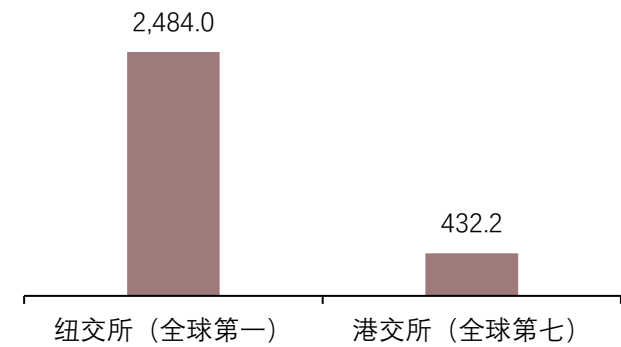
香港、纽约作为国际三大金融中心，二者的交易所历经资本市场三个世纪的风云变幻，现已成为全球主要的国际资本周转地

港交所及纽交所发展历程，1964*-2023年



港交所及纽交所市值（截至2023年6月30日）

单位：[百亿美元]



来源：，各大交易所官网，头豹研究院
恒生指数以1964年7月31日为基数日。

纽交所及港交所均为全球主要交易中心

纽交所与港交所诞生于19世纪，二者历史悠久，经历过多次股灾洗礼而屹立不倒。纽交所与欧交所合并后被洲际交易所集团（ICE）收购，已成为信息服务优先的全球综合型交易所，在持续发展技术和基础设施的同时不断通过收购及战略联盟加强自身竞争力，截至2023H1其市值排名全球第一。港交所历经多年发展已成为国际领先的亚洲时区交易所，在立足中国的基础上持续优化互联互通机制、革新核心技术系统，连接着全球资本市场。

主要交易所发展历程（3/3）

多数交易所监管框架以行政监管为主，自律监管为辅，但相对于中国内地交易所而言，港交所、纽交所上市后都将监管与运营职能进行一定程度的分离

港交所、纽交所政策及监管演变历程



北交所、滴灌通澳交所发展历程



来源：各大交易所官网，滴灌通，头豹研究院

■ 主要交易所交易规则对比——发行方式与互联互通机制

当前主要交易所发行制度多采用注册制，发行方式以IPO为主并辅
以其他发行方式作为补充。中国交易所互联互通机制方面近年来发
展迅速，与国际资本市场连接日益紧密

各大交易所发行方式及互联互通机制对比分析

交易所	发行方式	互联互通机制
上交所	1、首次公开发行（IPO） 2、增资发行 (1) 配股 (2) 增发 (3) 定向增发 (4) 发行可转债	1、沪港通 2、债券通 3、跨境理财通 4、基金互认 5、衍生品互换通 6、沪伦通、中日、沪新ETF互通等 7、B股市场 8、全球存托凭证(Global Depository Receipts, GDR)
深交所	与上交所基本一致	除深港通外与上交所基本一致
北交所	1、向不特定合格投资者公开发行 2、向特定对象发行 3、授权发行、储架发行、自办发行 等灵活发行机制	1、将区域性股权市场、新三板等多层次市场互联互通 2、转板制度将北交所与沪深所互联互通
港交所	1、发售以供认购 2、发售现有证券 3、配售（类似A股的定向增发） 4、公开招股 5、供股（类似A股的配股） 6、介绍上市	1、港股通、沪港通、深港通 2、债券通（2023年1-7月债券通北向通交易量5.58万亿元人民币，日均交易量338亿元人民币） 3、互换通 4、基金互认 5、港币-人民币双柜台模式 6、香港国际碳市场Core Climate
纽交所	1、首次公开发行(IPO: Initial Public Offering) 2、直接上市 (DPO: Direct Public Offering，分为出售已注册股份以及发行新股上市筹资)	1、推出追踪海外股票、债券指数的ETF产品，延长跨时区交易时间 2、建立北美—欧洲交叉挂牌上市通道 3、“市场互联+股权合作”模式，合并组建纽约泛欧交易所集团 4、ICE Link、NYSE Pillar等系统（实现股票等现货交易与股票衍生品交易一体化）
滴灌通 澳交所	1、首次发行(Initial Offering或 IO) 2、新增发行(Add-on Offering或 AO) 3、二手发行转让(Secondary Offering或 SO)	连接全球资本与中国小微经济，助力小微企业成长

□ 滴灌通澳交所创新性的发行方式相较于其他交易所极大地降低了挂牌门槛，发行主体覆盖范围极为广泛

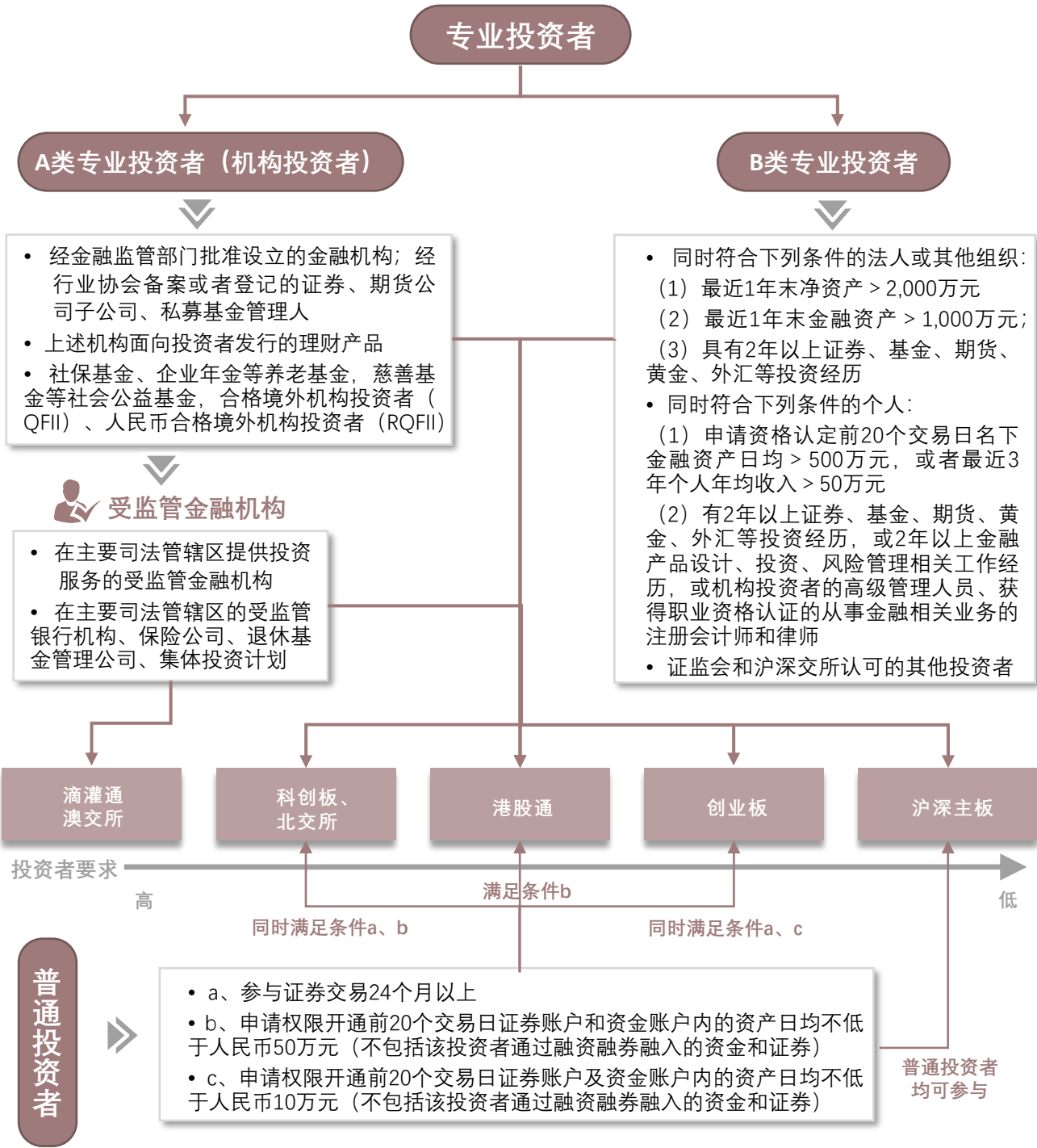
中国各大交易所均在按照证监会的统一部署，推进国际化战略，积极探索和优化境内外证券市场互联互通机制，对拓宽双向融资渠道、持续深化完善跨境合作和互联互通机制、增强全球资源配置能力、更高效地服务资本市场制度型双向开放、支持实体经济发展发挥了积极作用。滴灌通澳交所未来将有效填补资本对小微经济支持的空白，可作为转换器使国际资本与中国小微经济互联互通。

来源：各大交易所官网，滴灌通，头豹研究院

主要交易所交易规则对比——投资者适当性

由于成立时间较短、产品创新性较强，在各交易所中滴灌通澳交所对投资者要求较高，目前仅向受监管的金融机构开放

主要交易所投资者适当性对比



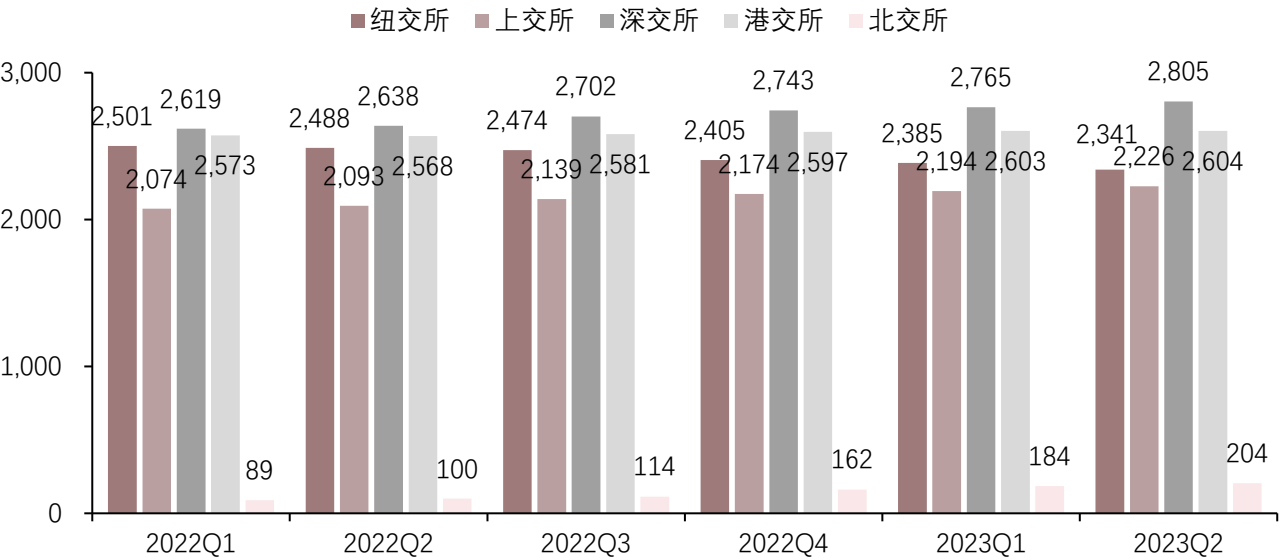
来源：各大交易所官网，证监会，头豹研究院

主要交易所行业分布特征

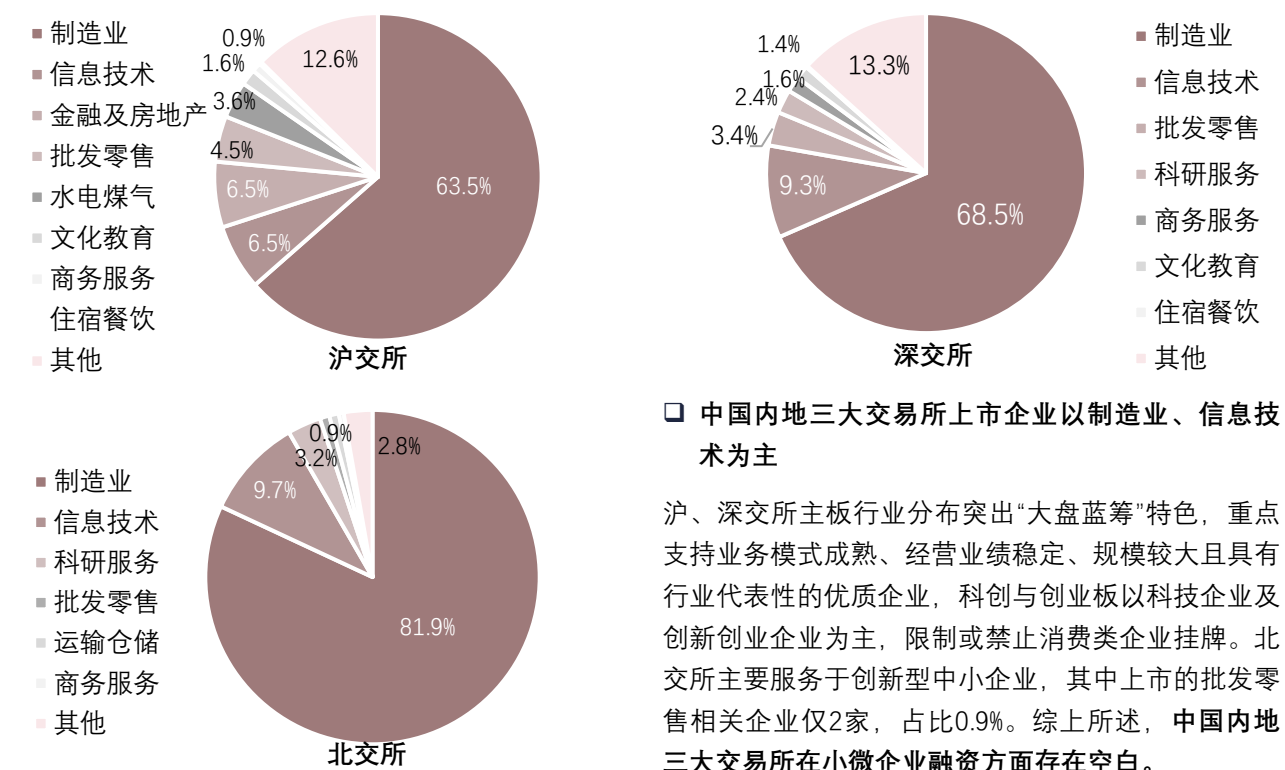
从上市公司数量角度来看，中国沪深北港四大交易所整体数量呈现持续上升趋势，而纽交所却逐渐下降，说明中国仍有众多企业存在大量融资需求，但上市门槛较高，且行业分布以制造业为主

各大交易所上市公司数量，2022Q1-2023Q2

单位：[家]



中国内地交易所行业分布，2023年9月1日



中国内地三大交易所上市企业以制造业、信息技术为主

沪、深交所主板行业分布突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大且具有行业代表性的优质企业，科创与创业板以科技企业及创新创业企业为主，限制或禁止消费类企业挂牌。北交所主要服务于创新型中小企业，其中上市的批发零售相关企业仅2家，占比0.9%。综上所述，中国内地三大交易所在小微企业融资方面存在空白。

来源：各大交易所官网，世界证券交易所联合会，头豹研究院

Chapter 4

滴灌通澳交所优势分析

- 滴灌通澳交所交易模式创新
- 滴灌通投资优势分析
- 滴灌通发行优势分析

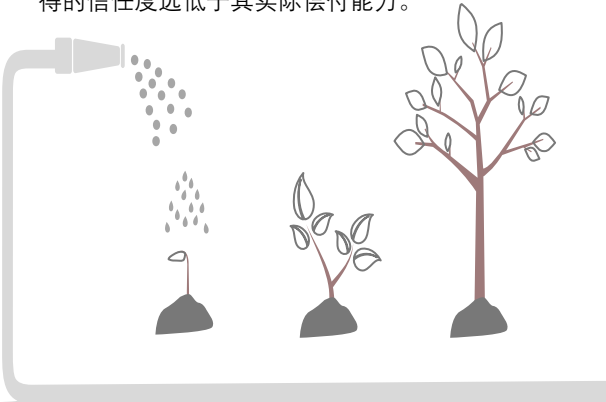
滴灌通澳交所交易模式创新（1/2）

传统融资模式的门槛要求和融资成本限制了企业的融资能力，与小微企业融资需求的适配性不足，滴灌通澳交所开创的收入分成模式具备较高的流动性、灵活性和优越性

传统融资模式的局限性

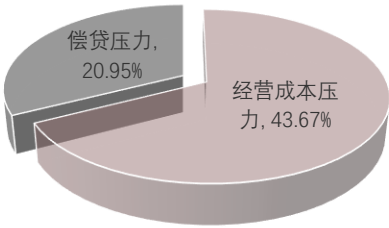
❑ 较高的融资门槛限制企业的融资能力

- 中国多层次的资本市场体系已初步建立，但股权融资的难度仍然较高。资本市场偏好于成熟阶段的企业，且大部分中小企业难以达到股票融资在历史盈利情况等方面的硬性门槛要求。
- 债务类融资模式通常要求抵押担保，投资交收需大型金融机构担保，而中小企业常缺乏土地、厂房等固定资产作为融资抵押品，同时缺乏资金实力强大且符合投资机构认可的主体为其担保，使得部分金融机构与其合作的意愿较低。其次，中小企业的成立时间通常较短，缺乏良好的信用记录与足够的信用积累，可获得的信任度远低于其实际偿付能力。



❑ 高昂的融资成本限制企业的融资能力

- 传统的权益类融资模式通常会部分稀释企业所有权；传统金融市场的信息披露和价格发现机制较为复杂，监管审查和批准要求较为严格，企业上市融资需要专业人士的服务和金融机构的背书，须支付审计验资费用、保荐与承销费用等一系列昂贵的中介费用，融资成本较高。
- 传统的债务类融资模式的还本付息要求使得企业的偿债压力较大。2022年初至2023年第二季度，感受到偿还贷款压力的中国小微经营者平均占比达20.95%。而银行借款占据了我国融资市场的绝大部分份额，融资结构的不合理使得融资成本难以降低。



❑ 传统融资模式的流动性较弱

- 股权投资的流动性来自于一级市场的转让或二级市场的上市退出，而小微企业投资者难以通过转让或退出实现股权的流动。一方面，小微门店缺乏经过验证的财务报表，其历史成本难以完整、透明、清晰、稳定地通过数据体现出来，信息完整度和透明度的短板及投资者的购买意愿不足，使得单个小微门店的股权实现一级市场转让的难度极大；另一方面，相较于门店分布范围广泛的连锁品牌，小微门店进入传统意义上的二级资本市场的机会微乎其微。
- 债权融资具有明确的还本付息期限，小微企业面临较大的现金流流动性和资产流动性压力，债券的市场流动性受交易价格、剩余期限、市场风险，以及发行规模等各种因素的共同影响。

❑ 投资收益的不确定性较大

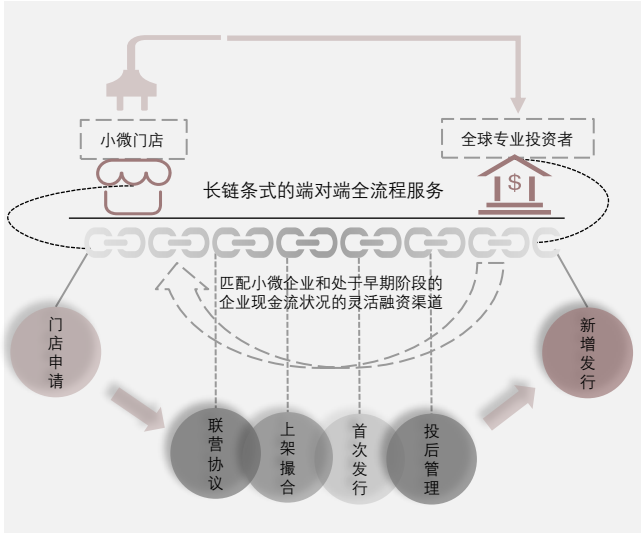
- 股权投资的分红基于利润确定的浮动股息，具有不确定性，其增值收益来源于投入金额与转让或退出金额的差值，受营业收入、成本管控、行业竞争格局、资本市场估值倍数变化等多种因素的影响，其上下限均高于收入分成模式所带来的投资收益，但估值倍数存在巨大不确定性。此外，股权投资人对现金流收取的优先级较低。若以小微企业为投资对象，单体规模较小，投资人履行股东权益的成本较高。
- 债权投资的利息回报基于固定或浮动的利息付款，收益具有上限。债券投资的资本利得基于债券到期前在流通市场卖出所得价差收入，或买进未到期债券在到期时所得价差收入，受基准利率水平、剩余期限、市场流通性、发行人信用度等多种因素影响。

来源：北京大学企业大数据研究中心、滴灌通、头豹研究院

滴灌通澳交所交易模式创新（2/2）

传统融资模式的门槛要求和融资成本限制了企业的融资能力，与小微企业融资需求的适配性不足，滴灌通澳交所开创的收入分成模式具备较高的流动性、灵活性和优越性

收入分成模式的创新优势



- 投资质量和回报的保证性及优越性
- 滴灌通引领基金作为引擎，先行投资于小微门店，验证发行人数字化系统的安全性、信息抓取的准确性，将门店真实业绩和收入预测做对比，通过海量数据确保投资质量。
 - 滴灌通澳交所解决了披露风控不匹配的问题，通过系统抽查、线上预警、视频识别、线上对账确认等方式进行经营过程监督，通过确钱交收系统和SaaS系统的完备性进行风险管理。
 - 收入分成模式的投资回报聚焦于每日营业额现金流分红的自动支付，通过实时、透明的数字化投资数据披露即时抓取每日投资收益，无任何估值因素影响，资金利用率和复合回报率高，流动性远优于股权融资。收入分成模式利用多元、海量、分散的投资大幅降低风险波动率，其投资回报与现有资产类型的关联度较低，具备超越同类债务型投资的潜在上涨收益，是可实现有效投资退出和风险管控的最佳安排。

- 投资组合的灵活性
- 投资者可根据自身风险偏好、资金成本，通过滴灌通澳交所选择不同DRO或DRP，构建和交易定制化的投资组合。每日收入分成产品具备多维度化且细致化的标签，其底层资产因行业、城市等级、商圈类型等因素的差异化而具有非一致性。通过对拥有共同标签的DRO产品进行DRP组合构建，DRP产品可为投资者实现行业、地域、品牌或其他高度定制化投资主题的精确投资，从而形成差异化收益。

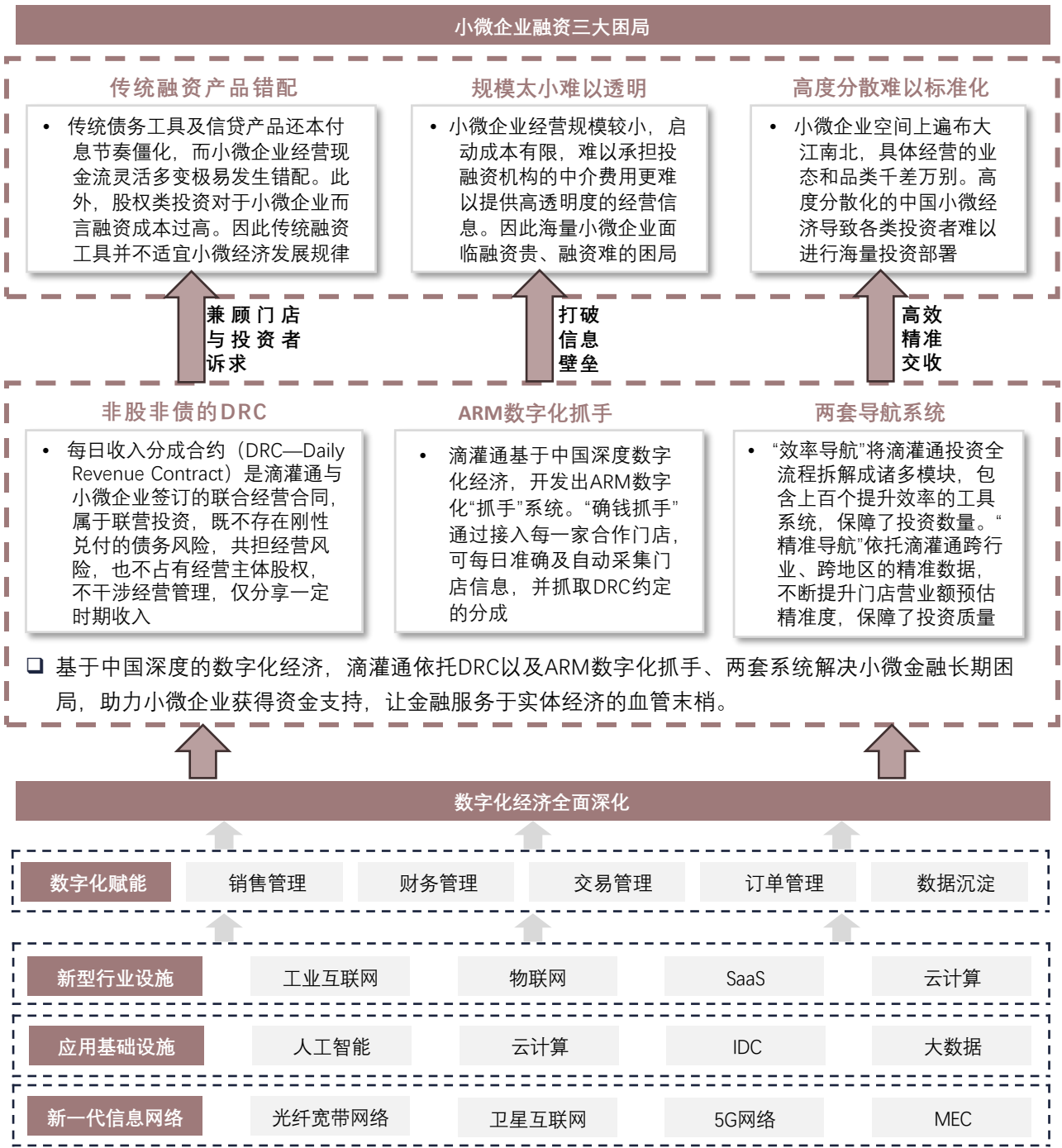
- 融资门槛和分成比例的灵活性
- 收入分成模式可根据不同行业、企业、品类的发展情况制定不同的融资方案和风险评估。品牌类节点企业及小微企业、平台类节点企业及小微企业拥有差异化的挂牌条件。
 - 收入分成模式基于门店层面融资，如基于门店未来的预测现金流确定分成比例，基于首次融资额确定融资总规模，基于门店租期确定合作周期，募集资金可一次定价，实现新店直融或老店融新。首次融资的数据收集、系统对接周期仅需1-2个月，出资周期为1-2周。企业无须工商确权和繁琐的评估与审查流程，所负担的时间成本较低。
 - 收入分成模式向企业注入长期资本，但不会摊薄老股东权益，也不会永久参与收入分成。收入分成模式无固定还款要求，避免了强制到期还款风险。企业在联营合同有限期内按照预定的比例分享收入，还款率和还款额随企业收入的变化而波动，在达到投资盈亏平衡后的收入分成比例可浮动。例如，达到投资盈亏平衡点后，每日收入的分成比例从8%降为3%。

来源：滴灌通，头豹研究院

滴灌通澳交所投资优势分析（1/3）

科技进步、新基建发展推动中国数字化经济普及和深化，滴灌通开发设计出一套以收入分成为核心进行投融资的模式，将“资本之水”精准滴灌中国微小且分散的经济体

滴灌通模式破解小微企业融资的长期困局

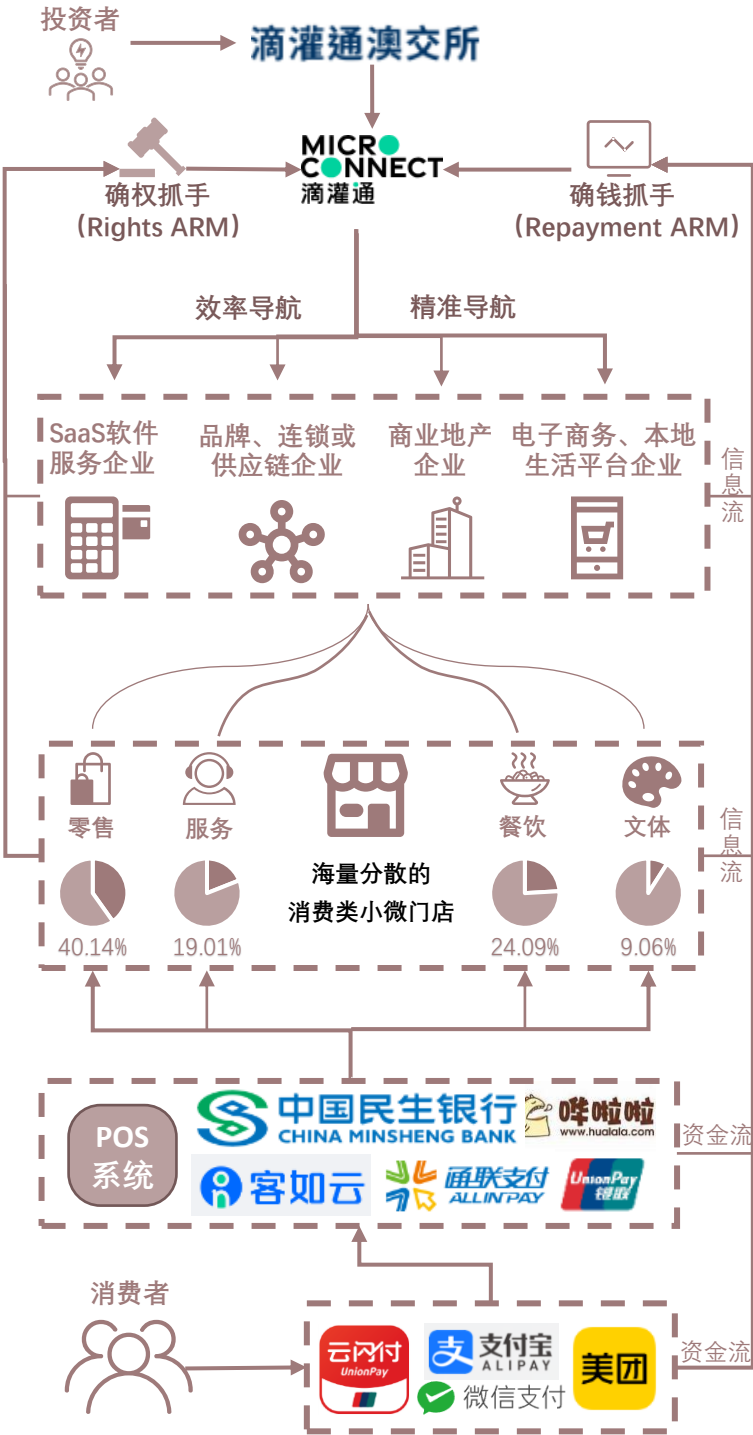


来源：滴灌通，头豹研究院

■ 滴灌通澳交所投资优势分析（2/3）

滴灌通为实现资本和小微经济的互联互通，构建了一套完整的生态系统，ARM数字化抓手解决了信息壁垒和交收安全等核心问题，两套系统保障了投资的效率与精准

百万生态，滴滴灌溉，粒粒回收——滴灌通生态系统



来源：滴灌通，头豹研究院

□ 滴灌通澳交所连接国际资本与中国小微经济

滴灌通澳交所将中国小微经济中大量分散的投资机会通过三级转换变为标准投资产品，在具有结构性差异与断裂的国际国内市场之间、传统金融与小微金融之间创造性地建立起了互联互通机制。

□ 滴灌通基于DRC创新出一套投资模式

DRC是滴灌通与小微企业签署的一份联营合同，约定双方在一定时间内的投资和日收入分成关系。滴灌通为了高效、规模化地与小微企业签署DRC，开发了两套导航。效率导航（贯穿业务全流程，依托战略合作伙伴网络持续提高业务和投资拓展速度）、精准导航（基于机器学习系统，对小微门店数据进行智慧分析和收入预测精算），前者保证滴灌通投资数量，后者保障投资质量。基于上述一对导航，滴灌通采取“顺藤摸瓜”的投资战略，从品牌连锁企业、SaaS、商业地产、电子商务等可对小微门店进行有效数字化管控的节点企业入手，建立起一个高效精准的投融资闭环，将资本持续送达至小微企业，当前签约主体为消费类小微企业，但未来可扩大到任何具有收入分成的最小经济单元（一个充电桩甚至一道菜）。

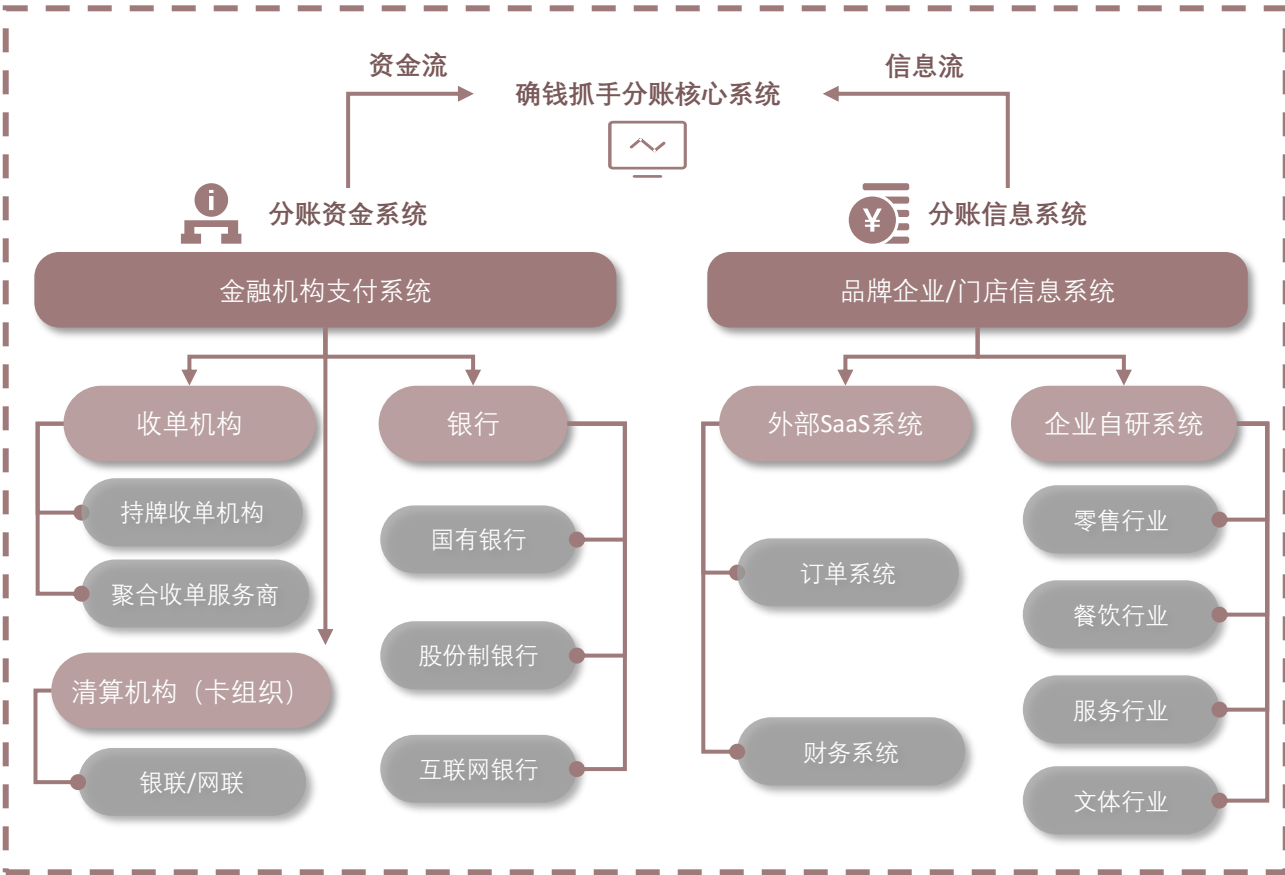
□ “确钱抓手”确保信息透明、交收安全

滴灌通开发出“确钱抓手”，嵌入每家门店数字网络，依托数字化经济实现经营信息流和资金流的双流合一，真正做到“日日收钱”。

滴灌通澳交所投资优势分析（3/3）

ARM系统通过精准采集小微门店每日经营数据，实现了每日收入可验证，合约各方资金分配可执行，使数据和资金在投资人与小微企业间高效传输，极大简化DRC交付流程

连接小微企业与投资人的基础设施——ARM系统



□ “确钱抓手”是一套数字化的、自动的信息采集和现金抓取系统，确保了DRC的执行与交收

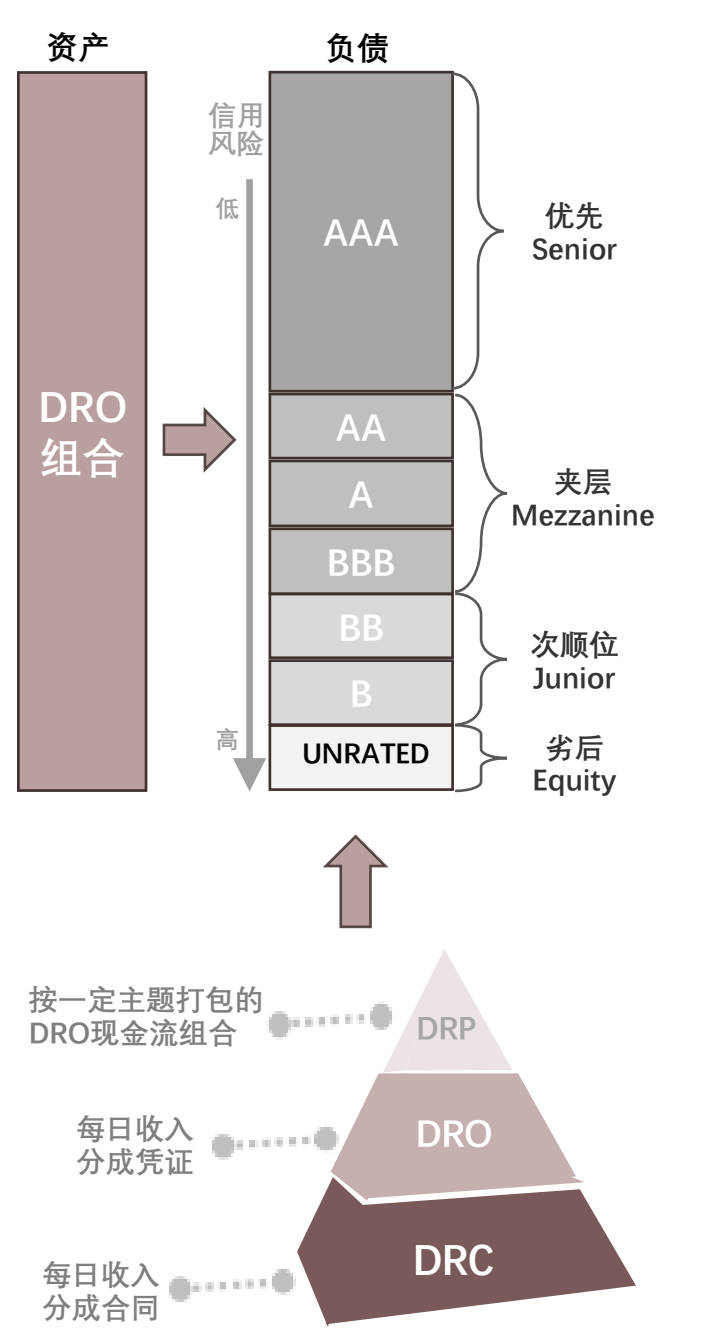
滴灌通DRC的关键在于门店每日收入金额可验证，资金分成可执行，在数字化经济时代前，这两点难以攻克。但如今中国已逐步进入无现金社会，网络支付用户规模达到9.11亿，网络支付使用率达85.4%，多数成熟的连锁品牌都有完善的门店现金收入管控系统。中国小微经济数字化程度的持续深化，为ARM系统的生长发展提供了肥沃土壤，“确钱抓手”不仅是一个工具，更是一张滴灌通与诸多合作伙伴联结成的数字网络。“确钱抓手”的分账核心系统由信息系统和资金系统构成，信息系统将前置接入门店订单系统从而获取门店营业和收入数据流。数据流将实时同步到资金系统，再依次由账务计算中心、异常校验中心、划扣驱动中心、对账清结算中心使用，并完成最终收入信息确认和分成执行。每笔信息不仅细化到品牌企业、门店，更能下沉到门店的每笔消费订单，确认好的资金结果通过下游银行等金融机构，并通过滴灌通财务系统，最终实现算帐、扣账、对账、记账的资金全流程操作。投资人还可通过抓取到的小微门店经营数据判别标的资产的风险-收益特征。

来源：滴灌通，头豹研究院

滴灌通澳交所发行优势分析（1/2）

滴灌通澳交所将海量分散化的投资机会进行三级转换成极为多样的标准投资产品，在规模潜力巨大的小微经营单元与全球投资人间构建一条通路，在高效的同时兼具灵活性

滴灌通以DRO为底层的各类型投资产品



滴灌通澳交所底层产品DRO可衍生无数投资组合

滴灌通澳交所核心产品是每日收入分成，包含DRC、DRO、DRP三种形态，DRC是中国境内的联营商业合同，该资产形态无法直接交易，因此与DRC一一对应的DRO负责将资产端的DRC转换到资金端的权益凭证被投资者持有。DRP是众多DRO打包成的资产包。DRP的优先层类似传统金融的债，适合银行、保险等固收投资者以债券形式参与投资；劣后层类似传统金融的股，适合投行、对冲基金等股票投资者以股权形式参与投资；中层类似私募基金，适合主权基金、退休基金等以基金份额参与投资。多样组合式的投资不仅可最大化分散风险，也可让投资者在行业、区域和影响力等方面实现多元配置。

滴灌通澳交所挂牌主体为门店，规模潜力极大

传统标准交易所主要服务于成熟企业，挂牌主体为公司，而滴灌通澳交所致力于为小微门店提供资金，挂牌主体为门店。挂牌主体不需聘请大量中介机构，时间成本低，同一门店可根据市场情况和资金需求多次增发获取融资。

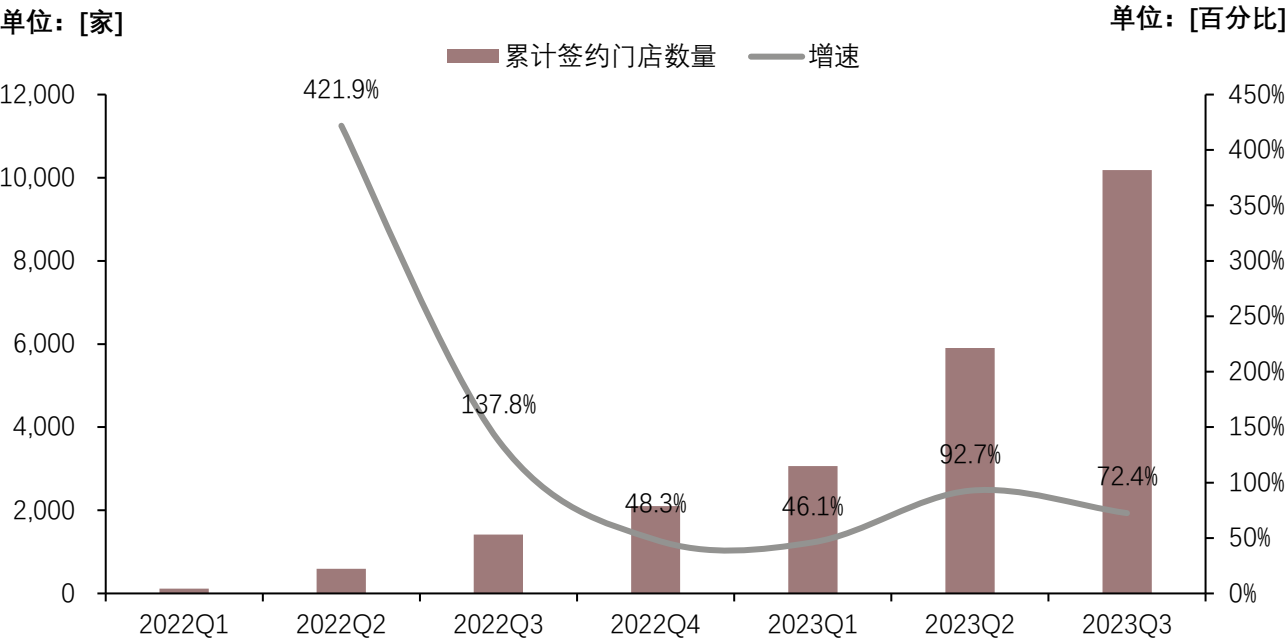
在这种高效灵活的制度安排下，滴灌通可在短时间内签约海量DRC，将其转化为DRO并打包成各种类型的资产组合。海量发行主体的规模潜力及多样性使得未来滴灌通澳交所的投资产品将极为丰富。

来源：滴灌通澳交所，中证鹏元国际，头豹研究院

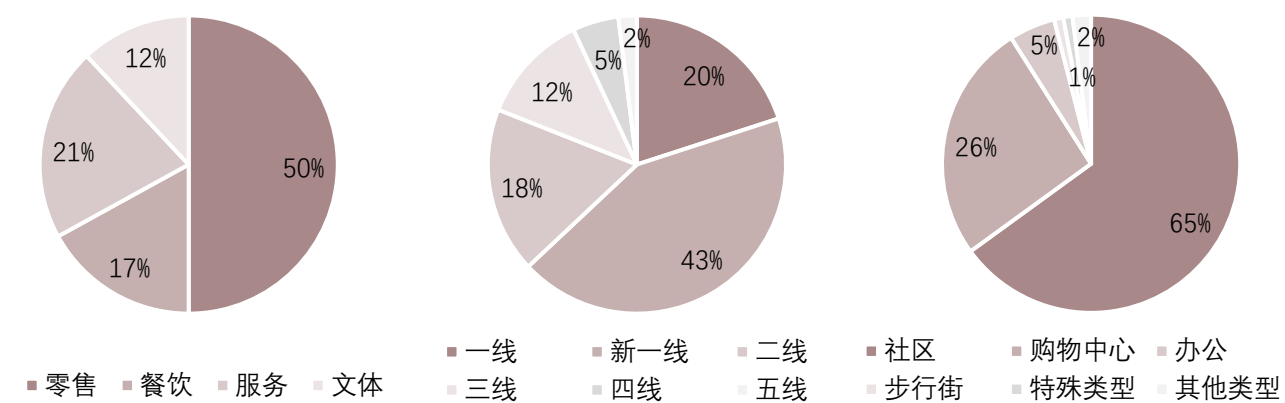
■ 滴灌通澳交所发行优势分析（2/2）

滴灌通澳交所多样化的底层产品DRO数量迅速增长，分散化的投资模式已得到验证。DRO每日收集的高频数据可为评级机构的分析评级提供坚实基础，能有效帮助投资者评估信用风险

滴灌通签约门店增长情况，2022Q1-2023Q3*



滴灌通DRO行业、城市等级、商圈类型分布，2023年7月



□ 滴灌通签约门店数量增长迅速，以新一线城市的社区零售为主，其分散投资模式具有高抗风险能力

滴灌通主要投资的ToC实体店属于大消费领域，受行业周期波动影响小，较为稳定，且存在大量已成功的全国或区域性品牌正在寻找投资者合作扩大门店规模。滴灌通当前签约节点企业517家，节点平均门店数19.7家，通过“顺藤摸瓜”战略滴灌通签约门店数量迅速增加，且广泛分布于中国各等级城市、不同商圈的各行各业，分散性极强、相关性较低。因此，由多个DRO组成的DRP所具备的多样化特性确保了现金流的稳定和可预测，降低了单个DRO带来的特异性风险，但为投资者保有了更高的收益潜力。

来源：滴灌通，中证鹏元国际，头豹研究院
*2023Q3数据统计时间截至2023年9月11日。

Chapter 5

中国消费类企业融资发展趋势展望

- 消费类企业融资规模展望
- 消费类企业融资方式展望
- 科技助力降低消费类企业融资成本

中国小微企业的融资需求未被完全满足

超过50%的小微企业面临资金周转问题且无法及时获得融资，超过60%的小微经营者的现金流维持时间不足3个月，以“小店”为典型代表的小微企业的融资需求满足率仍存在上升空间

中国小微企业融资情况*，2022Q2-2022Q4

单位：[%]

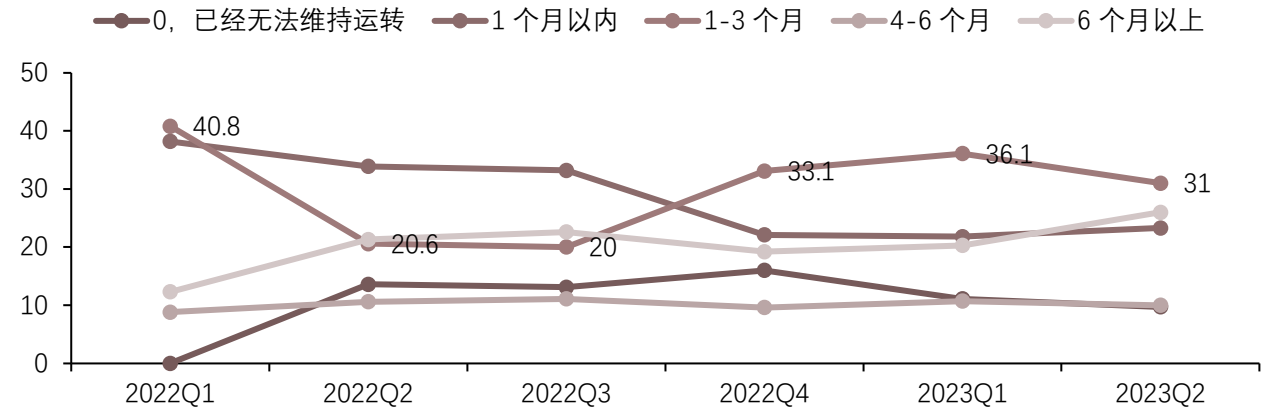
小微企业资金周转情况	情况非常好	情况良好	情况稳定	稍有困难	很困难
	0.73	9.91	35.03	27.18	27.15

小微企业融资满足度	非常满足 (80%-100%)	较满足 (60%-80%)	适中 (40%-60%)	较不满足 (20%-40%)	不满足 (0-20%)
	7.92	29.68	33.96	16.42	12.02

小微企业融资获得及时性情况	提前获取资金	及时获取资金	未及时获取资金	遥遥无期
	3.53	44.03	34.6	17.84

中国小微经营者现金流维持情况，2022Q1-2023Q2

单位：[%]



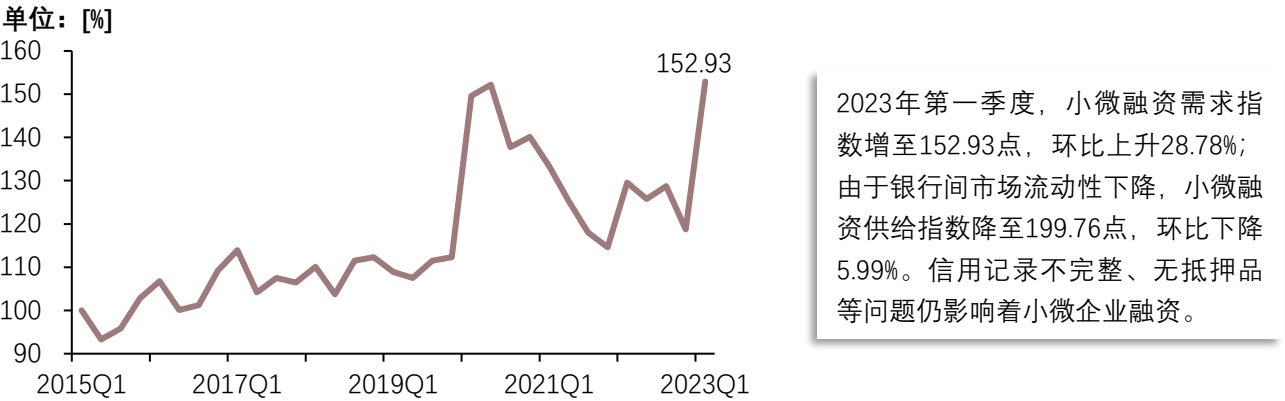
- 小微企业占中国各类市场主体的比例逐年增长。截至2022年7月22日，小微企业在市场主体总量中的占比为91.68%。2022年第二季度至第四季度，54.33%的小微企业面临资金周转困难的问题，仅10.64%的小微企业资金周转情况良好或非常好；28.44%的小微企业认为融资金额不能满足其经营发展需求；超过50%的小微企业未及时获取募集资金或获取时间遥遥无期。
- 市场份额有限，销售额波动频繁，资金周转周期较长，资金需求大于资金来源，债务压力等问题，通常使得小微企业现金流不稳定。2023年第二季度，小微经营者现金流平均可维持时间仅为2.8个月，现金流已无法维持运转的占比为9.7%。

来源：北京大学企业大数据研究中心，中国建设银行，中国经济信息社，头豹研究院
*小微企业统计口径：样本遍及18个行业，其中批发与零售业平均占比约25.34%，农林牧渔业平均占比约18.50%，制造业平均占比超过12.50%。

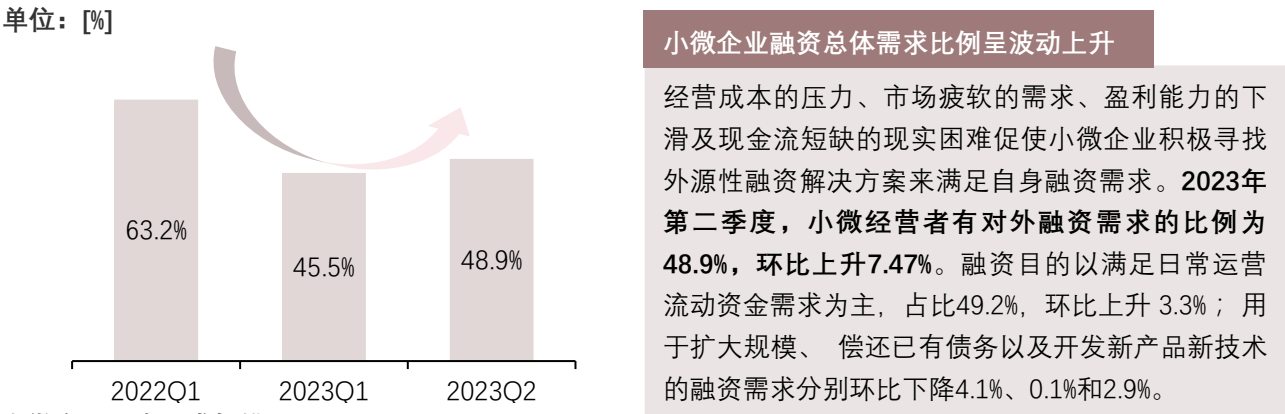
中国小微企业的融资需求回暖

小微企业融资需求指数回调，拥有外源性融资需求的小微企业比例回升。2022年，融资需求规模在10-50万元的小微企业平均占比35.45%，呈现高额度需求增加的趋势

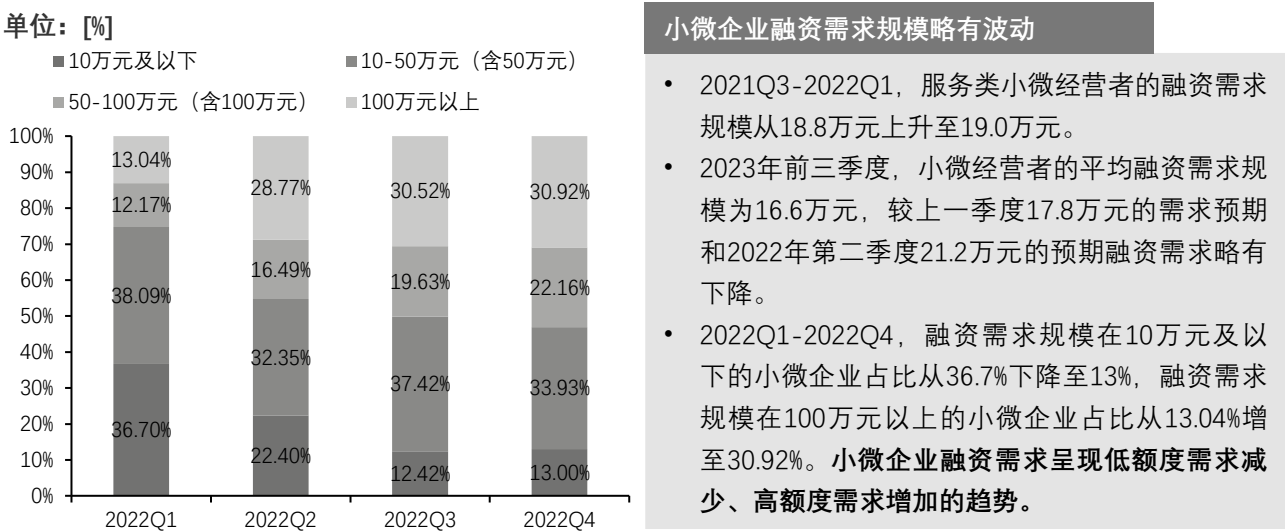
小微企业普惠金融-融资需求指数*，2015Q1-2023Q1



小微企业融资需求比例，2022Q1-2023Q2



小微企业融资需求规模

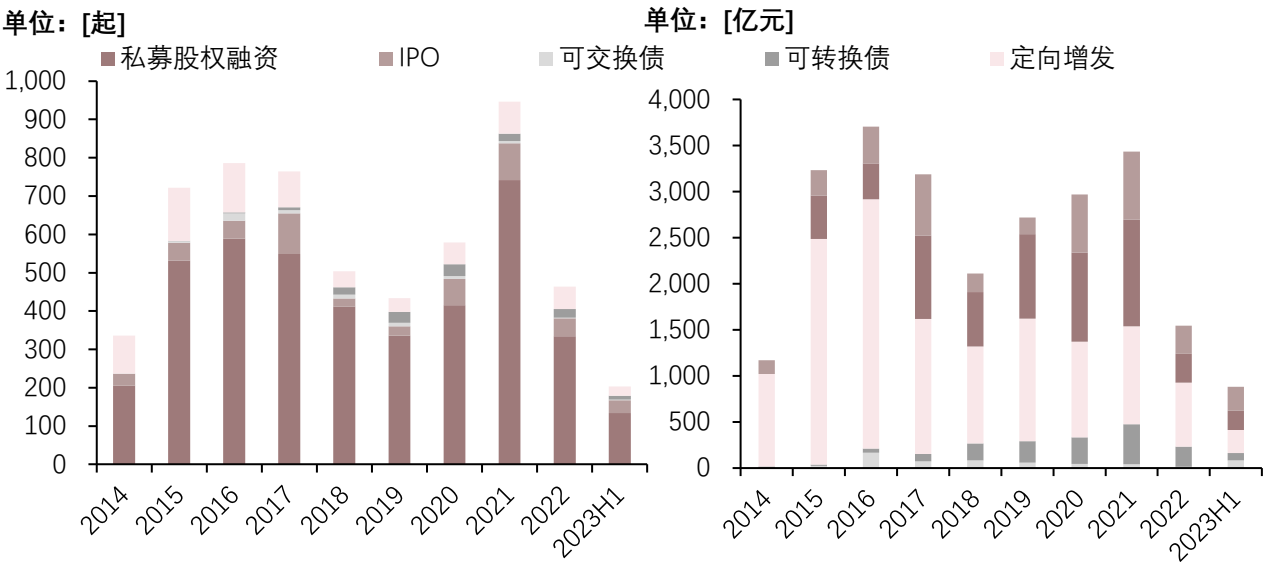


来源：北京大学企业大数据研究中心、中国建设银行、中国经济信息社、头豹研究院
*融资需求指数：包括贷款增加额、贷款利用率等指标；融资供给指数：包括融资企业数量、申贷通过率等指标。

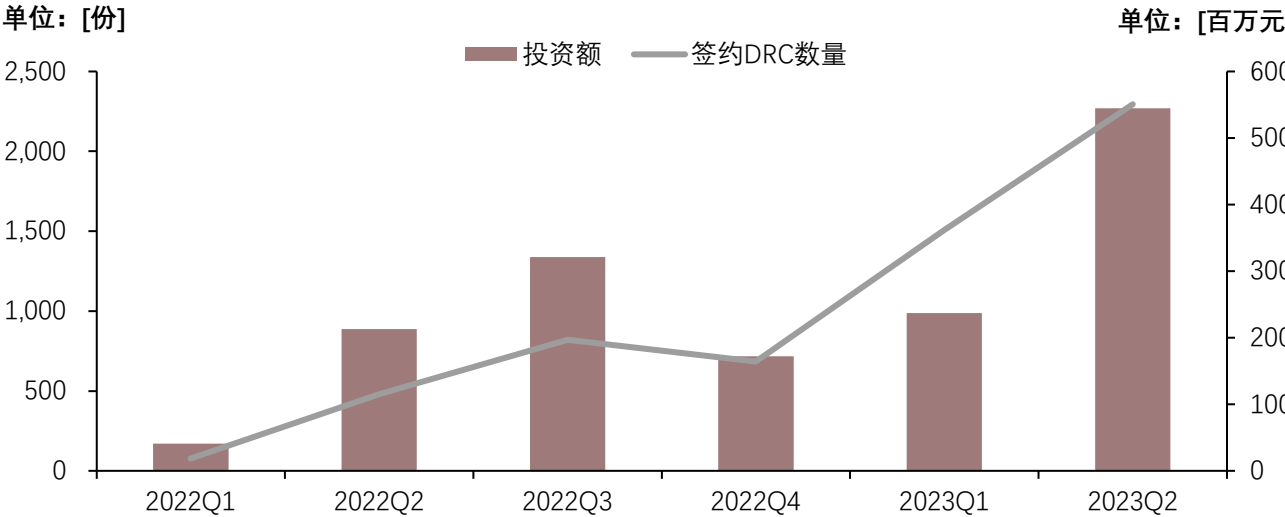
消费类企业收入分成模式的融资规模持续扩大

受市场需求走弱影响，消费类企业的融资发展承压，但整体消费存在韧性，收入分成模式将推动消费类企业融资的有序复苏

中国消费类企业融资事件数量及规模，2014-2023H1



滴灌通签约DRC数量及投资额，2022Q1-2023Q2



中国消费领域融资活动在2021年达到顶峰后开始降温，但由于打通了消费类小微企业的融资渠道，滴灌通签约DRC数量及投资额仍保持总体增长趋势。2023年，“易改衣”、“绿树电竞”、“京腔调”先后获得滴灌通投资。截至2023年9月11日，滴灌通已签约DRC数量累计超过10,000份。随着消费类企业传统融资规模的下滑及消费行业IPO的收紧，传统融资供给愈加难以支撑庞大的小微企业融资需求。进入2023年，消费需求全面恢复，各项稳经济增长的政策持续推进，依托国产替代、单身经济、白发经济等驱动，叠加收入分成融资模式的催化，消费类企业融资主体数量和规模有望重回增长快车道。

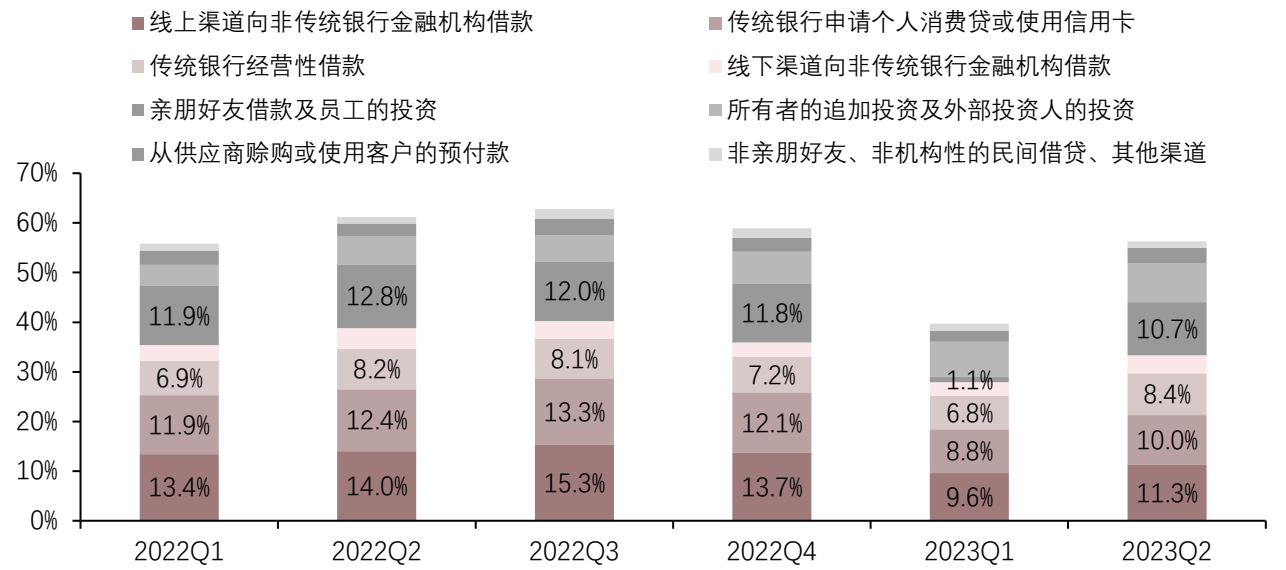
来源：IT桔子，头豹研究院

消费类企业融资方式多元化（1/2）

消费类企业的融资方式主要包括线上或线下渠道的股权融资、银行借款、债券融资、股债混合类融资以及收入分成融资

小微经营者主要对外融资渠道占比，2022Q1-2023Q2

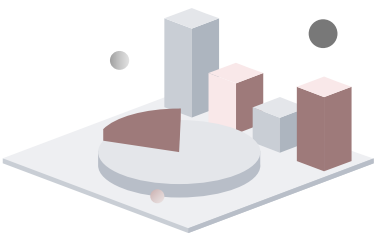
单位：[百分比]



线上渠道成为小微经营者融资的主要路径，2022年至2023年第二季度，小微企业经营者通过线上渠道向非传统银行金融机构借款的平均占比达12.88%。

消费类企业的融资方式

中国现有的融资渠道包括股权融资、银行借款、发行债券、信托融资等方式，其中股权融资与发债的门槛过高，不适用于中小企业，信托融资以投向利润率较高的房地产行业为主。银行借款占融资市场70%以上的份额，但伴随经济增长的不确定性和对银行杠杆效应的担忧，银行等金融机构为小微企业提供信贷的意愿不足。金融市场缺乏专门为中小企业提供服务的金融机构，中小企业融资能力与其地位呈现不相匹配的情况。



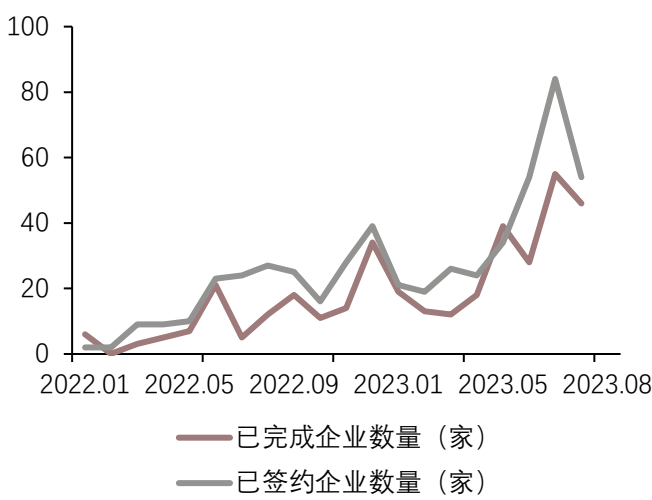
2023H1	融资规模 (亿元)	融资事件数（件）/ 门店数（家）	融资规模均值 (百万元)
私募股权融资	208.0	134	155.2
A股首次公开发行	260.9	33	790.5
定向增发	249.1	24	1,037.9
滴灌通收入分成模式	7.8	3,802	0.2

来源：北京大学企业大数据研究中心、滴灌通、头豹研究院

消费类企业融资方式多元化（2/2）

收入分成融资模式为消费类企业提供了灵活化、低门槛的融资解决方案，助力消费类企业融资方式的多元化发展。截至2023年9月5日，滴灌通澳交所发行规模已超2.98亿美元

滴灌通签约企业增量，2022-2023.08



滴灌通澳交所挂牌的企业情况

	截至 2023年9月5日
总发行金额 (亿美元)	2.98 +
总发行门店 (家)	8,000+
覆盖城市 (个)	240
覆盖省份/品牌数 (个)	403个品牌

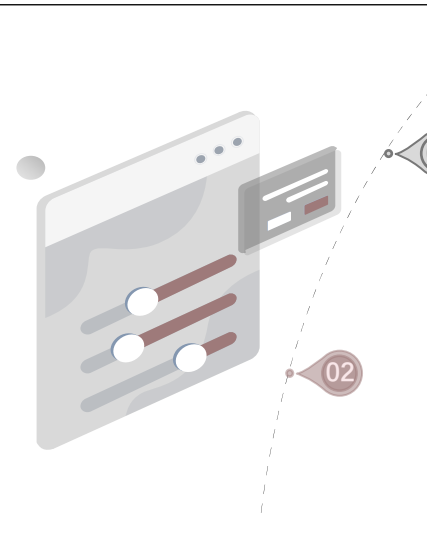
滴灌通投资规模持续放量

截至2023年9月，滴灌通已累计签约节点企业517家，每家节点企业的平均门店数为19.7家，投资领域覆盖消费行业的零售、餐饮、文体、服务赛道，已完成的376家节点企业中，零售企业占比15.43%，餐饮企业占比50.00%，服务类企业占比21.28%，文体类企业占比13.3%。

滴灌通澳交所发行规模迅速增长

截至2023年9月，滴灌通交易所挂牌企业已涵盖403个品牌，覆盖240个城市，总发行规模超过2.98亿美元。

投资领域与收入分成模式的多样性



滴灌通的投资对象包括品牌、连锁或供应链企业、SaaS软件服务企业、商业地产企业、电子商务或本地生活平台企业，不仅局限于“小微门店”，未来还将覆盖线上电商、充电桩、无人餐厅、无人服务等多种新兴业态，未来将扩展至任何具有收入分成的最小经济单元。

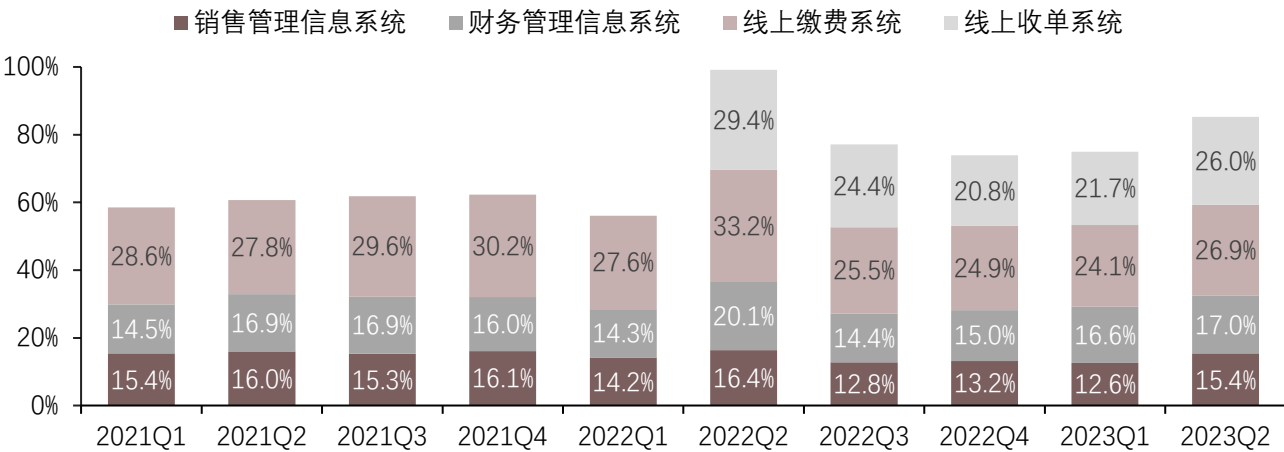
收入分成模式将不局限于按每月营业额分成，可根据不同经济单元的性质细分至“度”、“单”或“份”等单位进行分成。此外，滴灌通澳交所还将推出“零押金、无底租、纯扣点”的每日分成租金模式，让商业地产房东即使提现全期租金，同时大幅降低开店初始投入和收入爬坡或突发事件发生时面临的刚性成本，让投资者成为门店主的“收入分成式房东”。

来源：滴灌通，头豹研究院

科技助力降低小微企业融资成本

各类电子信息系统的使用已成为小微企业数字化的重要举措，57.1%的小微经营者采用了电子信息系统，借助大数据和信息共享，小微企业画像得到多维度刻画，可解决信息不对称带来的融资障碍

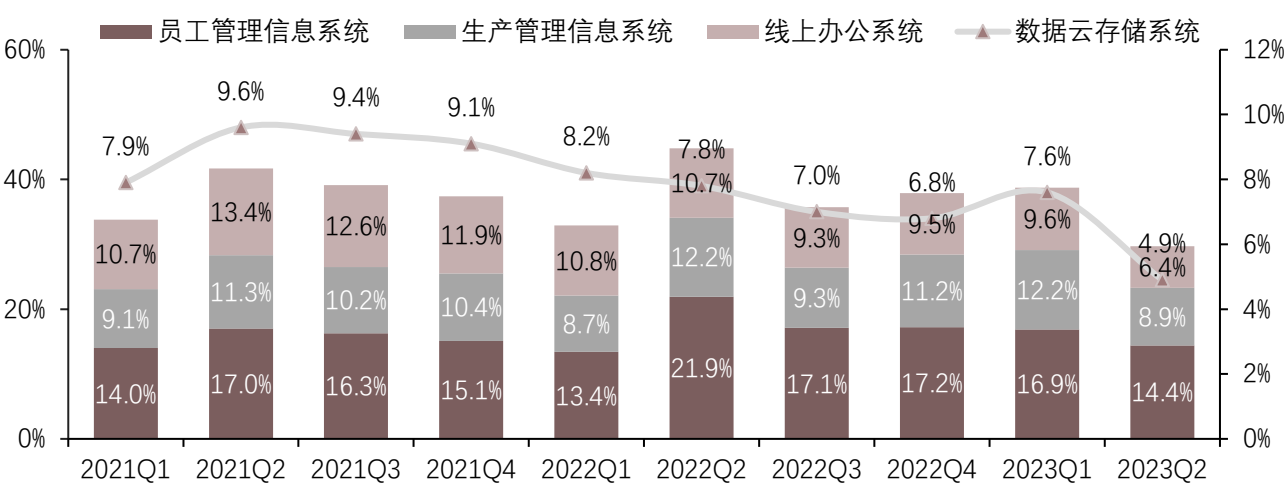
小微经营者财务类电子信息系统使用情况，2021Q1-2023Q2



中国小微经营者销售及财务管理信息系统使用率整体呈现上升趋势，逐步实现资金交易信息透明化

随着数字科技的发展，各类数字化系统在消费类小微企业内逐步普及，线上缴费及线上收单系统是被企业采用最多的电子信息系统，其次是财务和销售管理信息系统。这四类系统的普及可有效打破消费类小微企业与投资方的数据壁垒，助力破解信息不对称的难题。

小微经营者运营类电子信息系统使用情况，2021Q1-2023Q2



员工及生产管理信息系统深化了消费类小微经营主体信息的开发利用，有助于实现企业的精准画像

后疫情时代，消费类小微企业线上办公系统使用率出现下降趋势，但员工、生产管理信息系统使用率仍呈现波浪上升趋势，上述几类数字系统可帮助投资方强化对企业信用状况的动态监测，提高风险预警和处置能力。众多数字化系统从多方面加强信息共享整合，在融资方与投资方间架起“信息金桥”，而数据云存储系统可将资金交易等信息上传云端，有利于建立完备的信息安全管理制度。

来源：北京大学，蚂蚁集团，网商银行，头豹研究院

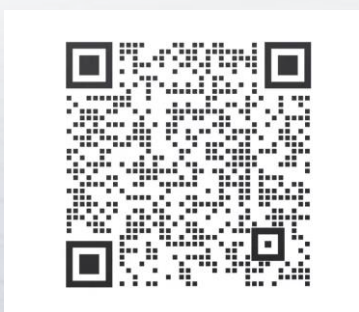
研报阅读渠道

- ◆ 头豹官网：登录 www.leadleo.com 阅读更多研报
- ◆ 头豹小程序：微信小程序搜索“头豹”、手机扫上方二维码阅读研报



扫一扫
进入头豹微信小程序阅读报告

- ◆ 合作沟通、行业精英交流分享群：邀请制，请添加右下侧头豹研究院主理人微信



扫一扫
与头豹深度沟通、合作



客服电话

400-072-5588



上海

王先生：13611634866

李女士：13061967127

深圳



李先生：13080197867

刘先生：13631510331



南京

杨先生：13120628075

唐先生：18014813521

头豹研究院简介

- ◆ 头豹是中国领先的原创行企研究内容平台和新型企业服务提供商。围绕“协助企业加速资本价值的挖掘、提升、传播”这一核心目标，头豹打造了一系列产品及解决方案，包括：**报告/数据库服务、行企研报定制服务、微估值及微尽调自动化产品、财务顾问服务、PR及IR服务**，以及其他以企业为基础，利用大数据、区块链和人工智能等技术，围绕产业焦点、热点问题，基于丰富案例和海量数据，通过开放合作的增长咨询服务等
- ◆ 头豹致力于以优质商业资源共享研究平台，汇集各界智慧，推动产业健康、有序、可持续发展



备注：数据截止2022.6

四大核心服务

企业服务

为企业提供定制化报告服务、管理咨询、战略调整等服务

云研究院服务

提供行业分析师外派驻场服务，平台数据库、报告库及内部研究团队提供技术支持服务

行业排名、展会宣传

行业峰会策划、奖项评选、行业白皮书等服务

园区规划、产业规划

地方产业规划，园区企业孵化服务

■ 方法论

- ◆ 头豹研究院布局中国市场，深入研究19大行业，持续跟踪532个垂直行业的市场变化，已沉淀超过100万行业研究价值数据元素，完成超过1万个独立的研究咨询项目。
- ◆ 头豹研究院依托中国活跃的经济环境，研究内容覆盖整个行业发展周期，伴随着行业内企业的创立，发展，扩张，到企业上市及上市后的成熟期，头豹各行业研究员积极探索和评估行业中多变的产业模式，企业的商业模式和运营模式，以专业视野解读行业的沿革。
- ◆ 头豹研究院融合传统与新型的研究方法论，采用自主研发算法，结合行业交叉大数据，通过多元化调研方法，挖掘定量数据背后根因，剖析定性内容背后的逻辑，客观真实地阐述行业现状，前瞻性地预测行业未来发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现行业的过去，现在和未来。
- ◆ 头豹研究院密切关注行业发展最新动向，报告内容及数据会随着行业发展、技术革新、竞争格局变化、政策法规颁布、市场调研深入，保持不断更新与优化。
- ◆ 头豹研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，以战略发展的视角分析行业，从执行落地的层面阐述观点，为每一位读者提供有深度有价值的研究报告。

法律声明

- ◆ 本报告著作权归头豹所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复刻、发表或引用。若征得头豹同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“头豹研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改。
- ◆ 本报告分析师具有专业研究能力，保证报告数据均来自合法合规渠道，观点产出及数据分析基于分析师对行业的客观理解，本报告不受任何第三方授意或影响。
- ◆ 本报告所涉及的观点或信息仅供参考，不构成任何证券或基金投资建议。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或证券研究报告。在法律许可的情况下，头豹可能会为报告中提及的企业提供或争取提供投融资或咨询等相关服务。
- ◆ 本报告的部分信息来源于公开资料，头豹对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映头豹于发布本报告当日的判断，过往报告中的描述不应作为日后的表现依据。在不同时期，头豹可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告或文章。头豹均不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，头豹对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，读者应当自行关注相应的更新或修改。任何机构或个人应对其利用本报告的数据、分析、研究、部分或者全部内容所进行的一切活动负责并承担该等活动所导致的任何损失或伤害。