



行业研究报告



研究员
刘国辉

嗅
.COM



微信扫一下

成为虎嗅会员后
可阅读会员专享研究报告
还有更多会员专属权益

虎嗅
HUXIU.COM

前言

互联网金融的热潮已经出现了几年，第三方支付、P2P、网络理财等应用已经经历了一轮火热的发展，走进大量网民的生活，也在改变着金融生态。股权众筹作为一种一直被看好的互金业态，却长期处于不温不火的状态。2015 年至今，股权众筹行业正在悄然发生变化，巨头不断进入该领域，一些该领域的创业公司也相继获得融资，显示该行业的热度正在提升。

作为股权投资领域的新型金融中介，股权众筹面对的是一个比较成熟完善的投融资体系，天使投资、VC 投资完全市场化运作，已经具备很高的效率。股权众筹需要把握住市场上未被满足的需求，以及需要提高服务质量的需求，才有发展机遇。这种机遇表现在两方面，一方面是进一步解决股权融资市场的信息不对称，从项目信息对接、项目筛选审核、项目研究方面提升投融资对接的透明度，提升效率；另一方面是提供更多有价值的附加服务，帮助融资项目成长，提升平台本身的竞争力。这才有可能在残酷的股权投融资市场竞争中体现出价值来。

未来的市场格局演进与行业投资也将遵循这一逻辑，能够深度解决信息不对称、利用自身资源与生态提供更多有价值服务的股权众筹平台才会在市场上更有竞争力，也才会更有投资价值。

目前市场上已经有一些主体沿着这样的竞争路径在发展，如一些众筹平台针对同城的吃喝玩乐领域商户提供股权众筹服务，这是天使和 VC 难以覆盖到的领域。提供这方面信息就解决了这类领域创业项目在投融资双方的信息不对称。当然，这类项目对于风控能力提出了更高要求；再如京东众筹、蚂蚁达客等利用股东背景资源优势将众筹项目接入到自身生态，提供物流、渠道等方面的服务，天使汇等老牌平台通过与众创空间合作来服务融资企业。这对于提升股权众筹平台竞争力会有帮助。

随着股权众筹平台商业模式逐步完善，行业价值会逐步凸显出来。

目录

第一章 股权众筹模式价值辨析.....	5
1.1 股权众筹的本质.....	5
1.1.1 本质上是基于互联网的股权投资领域金融中介.....	5
1.1.2 在股权投资领域可以扮演四重角色.....	7
1.1.3 与 VC 等投资机构在股权投资生态中存在复杂的竞合关系.....	7
1.2 股权众筹商业模式的价值.....	8
1.2.1 传统的股权投资存在信息不对称、高门槛等问题.....	9
1.2.2 股权众筹价值在于解决三重信息不对称问题并提供有价值的附加服务.....	11
1.2.3 股权众筹实现价值的途径：平台和技术.....	13
1.3 股权众筹实现潜在商业价值应具备的能力.....	14
1.4 股权众筹模式的深层缺陷.....	16
1.4.1 资产端：广受关注的项目、有保密需要的项目都不太可能参与股权众筹.....	17
1.4.2 资金端：股东不超 200 使得单个投资者参与成本高，难以通过分散投资降低风险.....	17
1.5 总体判断：行业爆发需要平台能力提升.....	18
第二章 当前股权众筹现状、问题与解决思路.....	20
2.1 众筹行业还在发展初期，热度正在不断提升，生态趋向完善.....	20
2.1.1 融资规模、投资者数量等指标显示股权众筹行业还在发展初期.....	20
2.1.2 行业受到巨头和资本关注，活跃度提升.....	22
2.1.3 发展模式初步建立.....	23
2.1.4 行业生态系统处于搭建过程中，未来有望逐步完善.....	26
2.1.5 物权、收益权众筹平台涌现，股权众筹模式现变异版.....	28
2.2 股权众筹的宏观外部环境影响偏正面.....	28
2.2.1 中产阶层的崛起提供用户基础.....	28
2.2.2 创业热潮的兴起带来更丰富的项目资源.....	29
2.2.3 股权众筹的政策环境总体温和.....	31
2.2.4 国家一直默许股权众筹模式，这为长远发展提供政策保障.....	32
2.3 当前股权众筹行业发展存在多方面不足.....	33
2.3.1 资产端：能力存在局限性.....	33
2.3.2 投资端：金额大、风险高等因素制约投资者群体扩大.....	35
2.4 行业发展策略与创新思路.....	36
2.4.1 根本性策略：差异化、众创化.....	36
2.4.2 具体策略：完善运营模式、运用新技术、充实生态.....	37
第三章 股权众筹行业竞争研判.....	43
3.1 当前股权众筹领域的竞争态势.....	43
3.1.1 融资额京东家居首，蚂蚁达客、360 淘金发展迅猛.....	43
3.1.2 部分股权众筹平台案例.....	46
3.2 行业预测与投资逻辑.....	50
3.2.1 整体判断：行业经过积累、试错后有望迎来真正的发展期.....	50

3.2.2 股权众筹的潜在市场规模.....51

3.2.3 市场竞争与投资逻辑.....52

图表目录

图表 1: 股权众筹商业模式简图.....5

图表 2: 股权众筹概念内涵.....6

图表 3: 股权众筹功能与传统股权融资服务的异同.....7

图表 4: 股权融资生态.....7

图表 5: 传统股权投融资领域的痛点与股权众筹平台的机遇.....8

图表 6: 股权众筹平台面临的项目端机遇.....10

图表 7: 股权众筹平台解决信息不对称的三个层面.....11

图表 8: 股权众筹平台应搭建的能力体系.....14

图表 9: 2015 年 7 月-2016 年 4 月股权众筹融资规模变化情况.....21

图表 10: 知名企业在股权众筹领域的布局.....22

图表 11: 股权众筹领域融资事件汇总.....23

图表 12: 部分众筹平台领投人的资格、权利与义务.....24

图表 13: 部分众筹平台的风控体系.....25

图表 14: 行业巨头进入众筹领域丰富行业生态.....26

图表 15: 创业企业丰富众筹行业生态.....27

图表 16: 创业企业发展过程中面临的主要困难.....30

图表 17: 2015 年以来股权众筹领域政策回顾.....31

图表 18: 部分股权众筹平台跟投人财务门槛.....35

图表 19: 2016Q1 股权众筹平台融资金额排名.....43

图表 20: 2015 年股权众筹平台融资金额排名.....43

图表 21: 2015-2016Q1 国内股权众筹平台融资额排行.....44

图表 22: 股权众筹前 20 强企业股东背景与主要关注领域.....45

第一章 股权众筹模式价值辨析

股权众筹是一种基于互联网的新型股权融资中介，利用互联网的平台和技术，有望起到缓解股权投融资信息不对称的作用，对于提升股权融资效率、消除股权融资服务的空白点可以发挥积极意义。另外成熟的股权众筹往往也能够提供融资之外的企业成长服务。

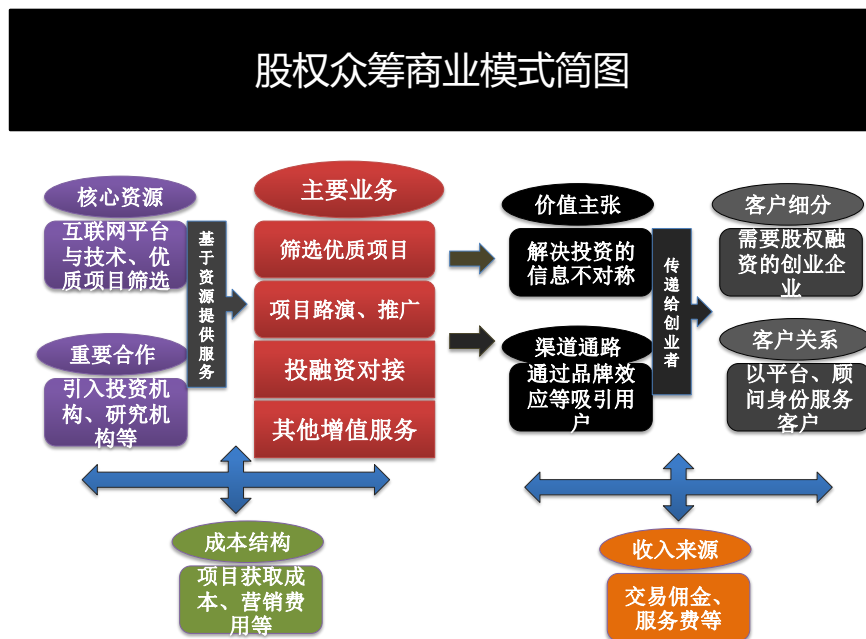
能够解决投融资信息不对称、提供项目孵化等附加服务的股权众筹平台将对完善股权投融资体系起到重要作用。如果不能在信息不对称、高价值附加服务方面有所作为，股权众筹平台也就不具有真正价值。

1.1 股权众筹的本质

1.1.1 本质上是基于互联网的股权投资领域金融中介

按照证监会的定义，股权众筹融资主要是指通过互联网形式，进行公开小额股权融资的活动，具有“公开、小额、大众”的特征。

图表 1：股权众筹商业模式简图

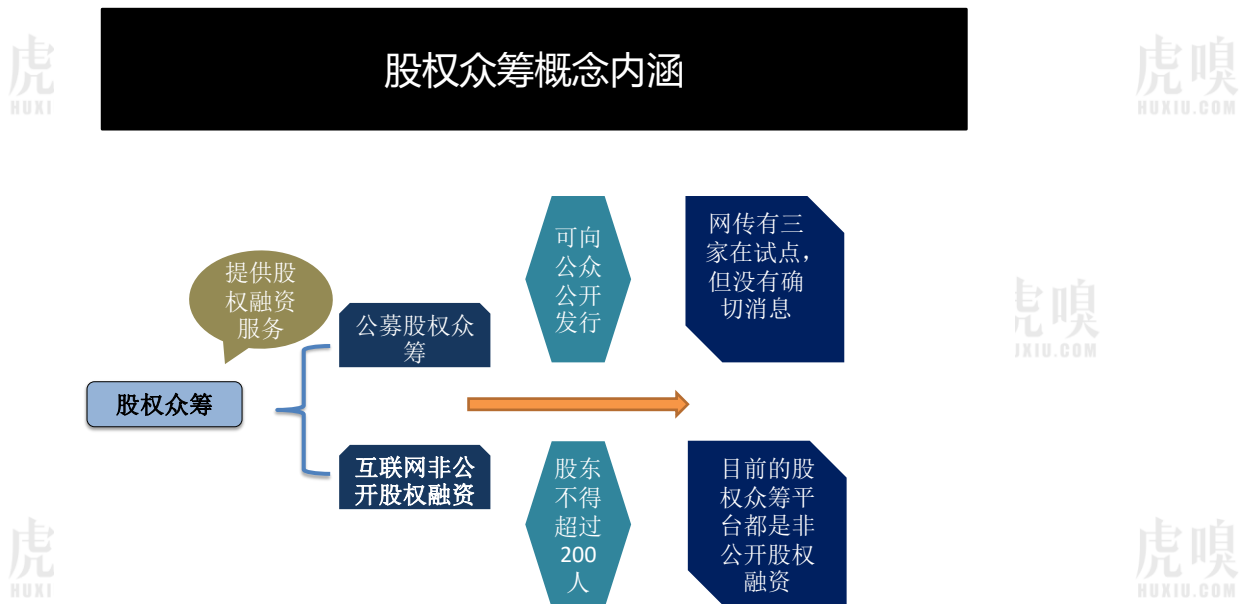


制图：虎嗅研究组

本质上，股权众筹平台是一种基于互联网的服务于股权投资领域的金融中介，凭借自身的平台、技术、信息优势，解决股权融资过程中的信息不对称问题，从而扩大股权投融资规模。

股权众筹名称经历了一些变化。2015年8月7日，证监会发布《关于对通过互联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》，规定“股权众筹”特指“公募股权众筹”，而现有“私募股权众筹”将用“私募股权融资”代替。2015年8月10日，中证协发布《关于调整场外证券业务备案管理办法》，将“私募股权众筹”修改为“互联网非公开股权融资”。

图表 2：股权众筹概念内涵



制图：虎嗅研究组

目前市场上的股权众筹基本都是互联网非公开股权融资，面向特定对象发行股权，受“融资公司股东不得超过200人”的限制。公募股权众筹可以向公众公开发行人股，据传有望不受股东200人的限制。但由于公募股权众筹的开展需要突破现有的法律法规体系，目前还在酝酿中。2015年6月底有消息称京东东家、蚂蚁达客以及中国平安获得公募股权众筹试点资格，但官方并未有确切消息，三家公司目前也并没有开展公募股权众筹业务。

由于互联网非公开股权融资的称谓较为繁琐，目前业界以及传媒界依然沿用

股权众筹的说法，指向的是互联网非公开股权融资。公募股权众筹业务尚未展开。为方便阅读，本报告也将互联网非公开股权融资这一官方称谓用股权众筹来代替。

1.1.2 在股权投资领域可以扮演四重角色

从功能上看，股权众筹可以具有四重属性，可以看做“股权交易所+财务顾问+创业投资+定向增发”一系列服务的综合体。

图表 3：股权众筹功能与传统股权融资服务的异同

股权众筹功能	相类似的传统金融服务	与传统金融服务的差异
提供创业项目的公开展示、股权交易平台	股权交易所	股权众筹为吸引投资者，不单纯做平台，还要对项目进行更严格的质量把关审核
对项目进行把关、初步筛选，再向投资机构推介	财务顾问	股权众筹更多通过线上平台和技术完成投资者与融资方对接
为创业企业提供股权融资渠道，并提供帮助企业成长的附加服务	风险投资	股权众筹提供创业投融资平台，自身一般不参与投资
发展到一定阶段的企业将某项资产放到平台上融资	定向增发	通过网络平台寻找投资者

图表制作：虎嗅研究组

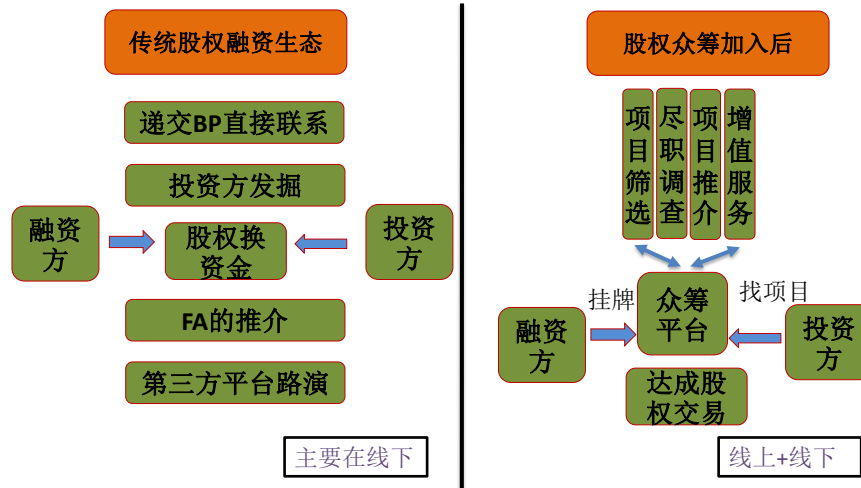
可以认为，股权众筹将一系列股权投资领域活动线上化。当然，股权众筹并不是简单地将投资过程线上化，在线上化的过程中，股权众筹给股权投资带来很多新东西，实现了投资项目与投资人的长尾化，拓展了投资项目与投资人队伍。

1.1.3 与 VC 等投资机构在股权投资生态中存在复杂的竞合关系

股权投资生态体系中包括融资项目方、天使 VC 等投资者、财务顾问、律所、会计师事务所等主体。

图表 4：股权融资生态

股权众筹介入后的股权融资生态



制图：虎嗅研究组

股权众筹加入到该生态系统中，与天使、VC 等投资机构存在比较复杂的关系。一方面，融资项目方与投资方通过递交 BP、路演等形式形成联系，可以直接对接，股权众筹平台加入进来，吸引融资方与投资方在自身平台上达成交易，与天使、VC 等投资机构形成了一定的竞争、替代关系；另一方面，股权众筹平台需要吸引天使、VC 等投资机构来自自身平台上寻找项目进行投资，二者又具有很强的合作关系。

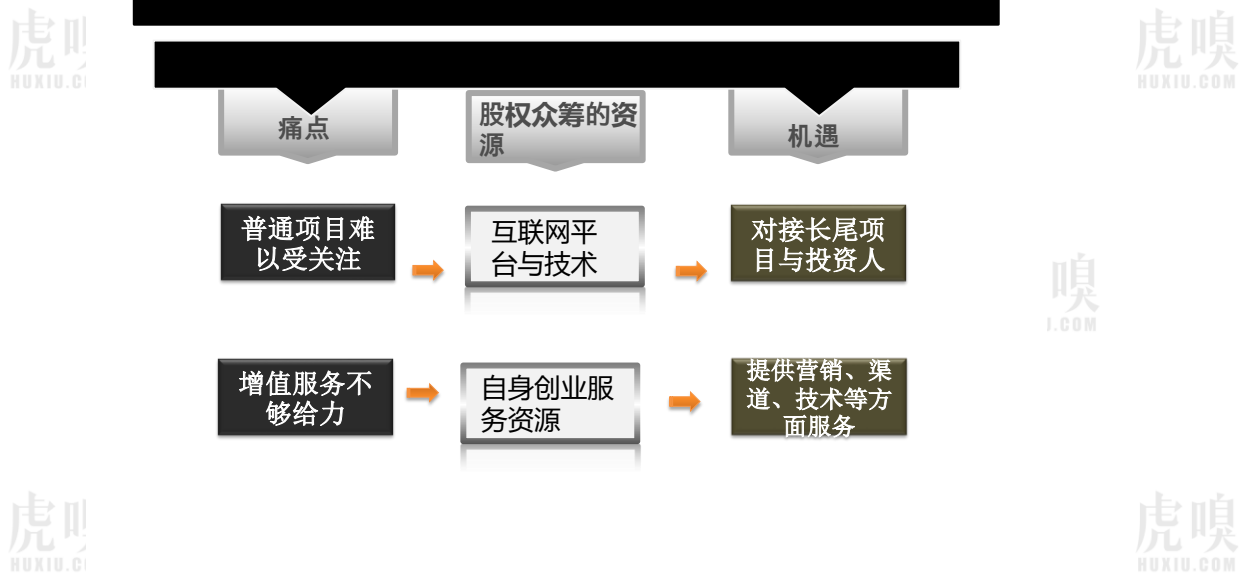
作为生态体系中的新进入者，股权众筹平台需要证明自身的价值，对融资方、投资方形成帮助，才会在股权投资领域占有一席之地。

1.2 股权众筹商业模式的价值

传统股权投资融资体系中存在信息不对称等问题，很多非明星项目、创业者缺乏知名度的项目较难获得股权融资。股权众筹作为股权投资领域的新进入者，需要解决行业痛点才能体现自身价值并获得发展。

图表 5：传统股权投融资领域的痛点与股权众筹平台的机遇

传统股权投资痛点与股权众筹机遇



制图：虎嗅研究组

梳理目前的投融资生态，对标 VC 等投资机构，股权众筹有两大市场机遇：一是通过消除市场信息不对称来解决 VC 等投资机构无法关注到的项目的融资问题；二是对于 VC 等投资机构关注到的项目，股权众筹可以通过自身资源提供媒介传播、营销渠道等附加服务，提升平台价值，增强吸引力。

1.2.1 传统的股权投资存在信息不对称、高门槛等问题

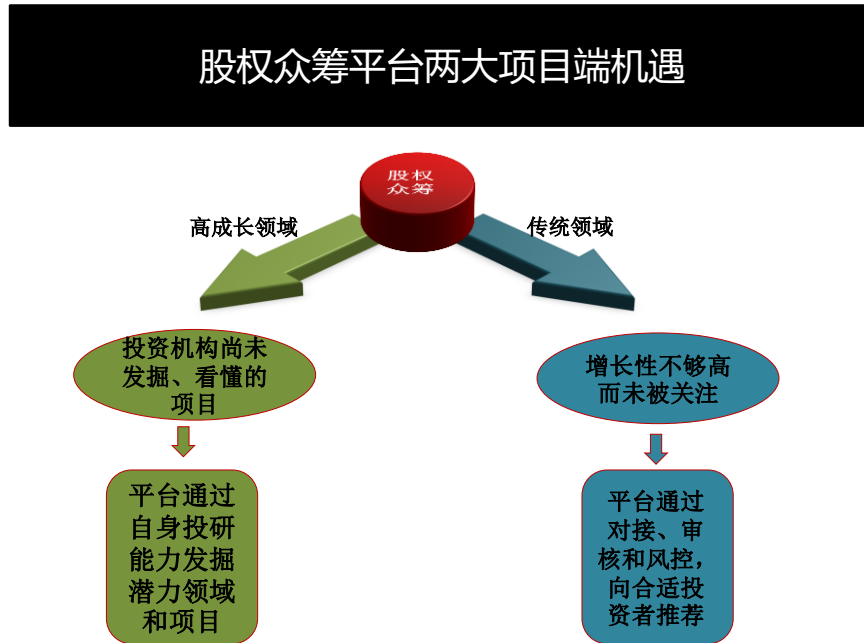
存在问题之一，传统的股权投资信息对称程度不足。投资实际上是基于投资人的人脉半径进行，这里的投资人既包括 VC、天使等机构的投资人，也包括个人投资者。每个人可接触到的投资项目都有一定限度，而项目方能关注到、接触到的投资人也有限。这就使得投融资资源的对接存在局限性，资源配置存在盲点，影响投融资效率。这种情况在明星企业、明星项目上不太明显，因为这些项目不乏关注。但在普通项目、规模较小的企业上就比较明显。

以上因素导致目前的股权融资体系对于大量中小企业尤其是小微企业的支持度不够。在目前的股权融资体系中，PE 投资主要针对有望进入上市通道的偏成熟型企业，离上市较远的初创企业、中小微企业都难以获得 PE 机构的支持；VC 与天使投资主要关注创新型企业与领域，对于传统领域与普通创业者的支持

度不够。

实际上，与明星项目相比，不入 VC 法眼的普通项目并非没有投资价值。

图表 6：股权众筹平台面临的项目端机遇



制图：虎嗅研究组

一方面，一些项目的价值尚未被市场、投资机构真正理解，待条件成熟后这类普通项目也有可能蜕变成明星项目。例如滴滴打车在天使轮资金用完后，投资机构对其模式缺乏足够的认可，以至于下一轮融资进展迟缓。之后滴滴打车在股权众筹平台天使汇上获得了 A 轮融资，度过了困难时期。股权众筹平台如果可以先于投资机构发现行业趋势与模式价值，将可以在创业投资领域占据更主动的地位。

另一方面，VC 关注高成长的项目，类似于投资于股市的创业板，高成长高风险高回报。而实体经济中有些经济模式具有单体规模小、增长速度适中、现金流较好等特点，如商业店铺方面，一些小的餐饮门店、花店等等，也可以通过股权众筹融资的形式引入合适的投资人，如该行业专家、消费者等，形成一个集投资、推广、咨询等环节于一体的产业发展模式，帮助小微企业成长，给投资人较为稳定的回报。

存在问题之二，高门槛使普通收入阶层无法通过专业投资机构参与到股权

投资中。证监会于 2014 年 8 月发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》规定，私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于 1000 万元的单位；（二）金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人。

也就是说，股权投资者通过私募基金参与股权投资，最低出资额不能低于 100 万，个人金融资产不能低于 300 万，这只有富豪阶层才能达到，普通收入阶层无法通过 VC、PE 参与股权投资。

当然，投资者个人可以对一些企业进行直接投资，但这又有明显的局限性：普通投资者人脉有限，能接触到的优质企业很少；即使可以接触到优质项目，优质项目出于引进知名股东、防止股东数量超过 200 人等考虑，很难接受普通个人投资者的入股。

1.2.2 股权众筹价值在于解决三重信息不对称问题并提供有价值的附加服务

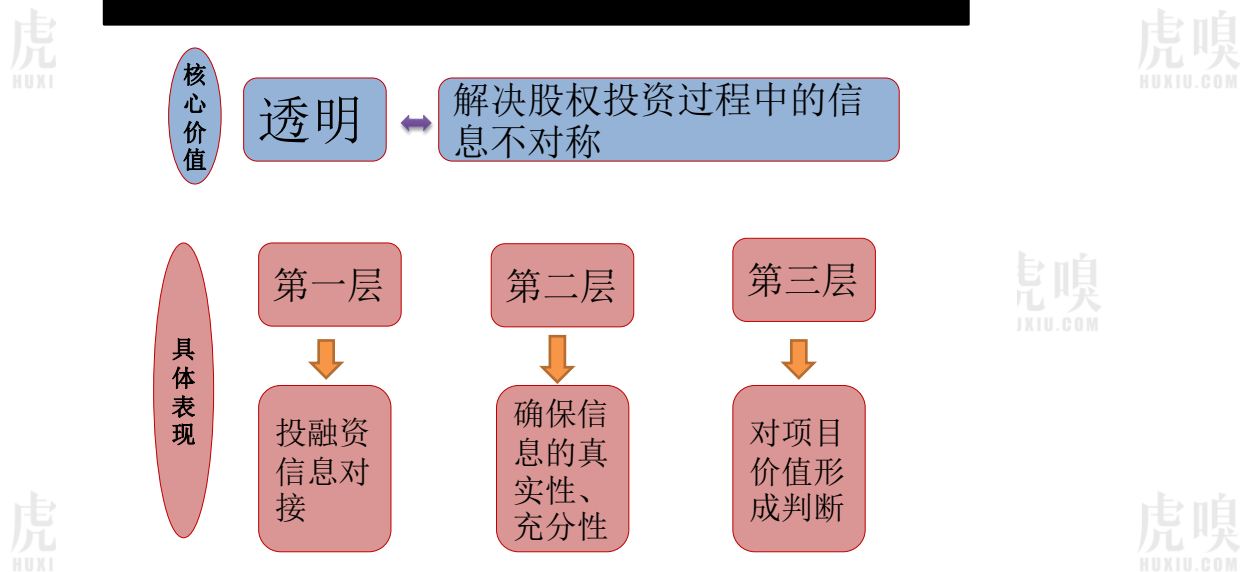
股权众筹是股权融资领域的新进入者，本来融资方与投资方可以通过递交 BP、线下发掘、人脉推荐、财务顾问推荐等方式建立联系，股权众筹的商业模式要挑战这些传统路径，将股权交易移到自己的线上平台上来。这就需要股权众筹提供传统路径所不能提供的价值。

依据传统路径存在的问题与痛点，股权众筹可以在两方面发挥价值，以达到改善传统股权融资效率与功用的目的。

第一方面是通过有深度和广度的服务，解决股权投融资过程中的信息不对称，使项目方与投资方的对接更加及时、迅速、高效。这种信息不对称包含三个层次：

图表 7：股权众筹平台解决信息不对称的三个层面

股权众筹需要在三个层面解决信息不对称



制图：虎嗅研究组

第一个层次是将融资项目的信息传达给投资者群体，这是最底层的信息链接；第二个层次是确定信息的真实性、准确性，并提供更多、更充分的信息，这是在底层信息基础上提出的更高的信息质量要求；第三个层次是对信息进行加工、分析，形成专业性研究成果，对投资价值与估值等关键性问题做出解答，降低投资者的介入成本，使股权投融资更加深度、高效地进行。当然，股权众筹平台本身不适合对项目是否值得投资以及估值多少作出判断。这一层次的信息对称功能的实现需要由生态系统内的其他主体来完成，如领投人、专业第三方研究机构等。例如，京东东家计划采用“众包投研”策略，帮助投资人提升投资判断力，降低投资风险。作为一个投融资生态，体系内有足够的投研实力是必备的，否则也就无法完成市场化合理定价的任务。

能否在不同层次上解决信息不对称问题，决定了不同股权众筹平台的价值。通过实现信息在更大程度上的对称，可以使更多项目找到资金和合适的投资人，也使普通投资人可以加入到直接投资股权的行列中。

第二方面，股权众筹平台附加价值在于在投融资之外提供企业发展需要的服务，建立高效可持续的跨界资源生态系统。

传统股权投资机构在投资之外进行投后管理时往往会为被投企业提供管理咨询、培训、招聘等服务。作为新型股权投资平台，股权众筹为增强竞争力，需要在提供投融资服务之外，基于自身与股东的资源，以及平台上投资人的资源，附加提供渠道推广、媒体推广、导师服务、培训等方面服务，以增强对优质项目的吸引力。

平台上的投资人除了为企业融资，还可以成为企业的第一批种子用户，对产品推广形成支持。这也是股权众筹平台的独特价值。如果能够做实做好，可以成为替代线下投融资的有力卖点。

实际上附加服务已经成为企业融资时选择平台的重要考虑因素。例如，官方资料显示，2016年5月，娱乐交易平台推特文化在京东东家不到2分钟内完成1000万元融资目标，项目超募151%。对于为何选择京东东家，推特文化创始人张力表示，看重的是京东东家的融资能力和京东众筹的孵化能力，平台不仅帮公司募资，随后还帮公司对接了京东众创生态圈体系内的各种资源，还向公司介绍了不少客户等，帮助公司快速成长。由此可见，利用自身资源提供附加服务，形成项目孵化、扶持能力，是股权众筹的重要竞争力。

除此之外，股权众筹平台可以凭借平台的影响力帮助企业进行品牌传播。这也是线下股权投资所不能高效提供的。企业在接受VC等机构投资后，往往发布关于获得融资的公关稿以增强品牌认知度。而股权众筹是一个开放的互联网平台，项目进行融资时就可以被很多意向投资者关注，融资成功后也可以通过媒体平台进行传播，项目的众多投资人也可以在自己的圈子里帮助企业树立形象。虽然目前股权众筹平台在这方面着力较少，但确实存在这样的机会和空间。

1.2.3 股权众筹实现价值的途径：平台和技术

股权众筹可以通过互联网平台为投融资双方构建对接平台，通过专业实力筛选优质项目，运用大数据等技术鉴别信息加强风控，为投融资双方提供信息更为对称的融资环境。

第一，通过网络平台实现投融资信息对接。股权众筹给股权投资领域带来的最明显最直观的变化是利用网络平台实现了项目与投资人的长尾化，引入更加社会化的资金，帮助不被天使资本、VC资本所关注的项目获得资金，如传统行业

的项目，不处在爆发性产业，但是可以提供稳定现金流，对于一些寻求稳定回报的资金来说也具有不错的投资价值。但这类项目可能不被天使资本、VC 资本所看好。另外众筹也使收入水平中等的投资者接触到更多优质股权投资项目。

利用网络平台，项目方和投资人都拓展了自己的触达半径，摆脱地理空间、人脉资源等方面的限制，使项目可以被更多投资人接触到，投资人也可以拓展更多的项目来源。

对于优质创业者或者比较好的创业项目，股权众筹可以形成展示平台，提高知名度和估值。另外，一些股东实力更好的众筹平台可以依据母公司的资源优势为融资企业提供附加服务，如大企业的流量加速、营销体系等，对于发展期企业会很有帮助。

第二，股权众筹有望通过技术、社群化运营等方式给股权投资行业带来一些更深度的变革。例如通过大数据技术收集更多线上线下数据，对创业者与创业项目进行更全面、深度地描述、刻画，多维度数据交叉验证，提升信息透明度。通过社群化运营，形成对创业项目的社会化分析解读，对项目的投资价值与估值逻辑形成更为科学化的评判。

第三，资源整合。这主要体现在附加服务的提供上。股权众筹平台可以整合自身资源、股东资源、第三方资源，找准融资企业成长所需的要素，提供针对性服务，帮助企业成长。

1.3 股权众筹实现潜在商业价值应具备的能力

从模式的推演看，股权众筹作为一种新兴的股权融资形式，可以基于互联网的平台、技术与影响力，改造传统股权融资路径，提升股权投融资资金配给的效率。与此相对应的是，股权众筹平台应具备相应的能力，才能发挥预想中的作用。

基于股权众筹的价值实现路径，其能力体系也可以分为两方面：消除信息不对称的能力、提供附加服务的能力。

图表 8：股权众筹平台应搭建的能力体系

大方面	能力体系	价值	整体意义
消除信息不对称的能力	优质项目获取能力、筛选能力	保障项目端供给	实现股权融资长尾项目的高效投融资

虎嗅 HUXIU.COM	对项目信息真实性的审核能力与尽调能力、投资中与投资后的风控能力	减少欺诈	对接
	投资研究能力	减低投资者研究成本	
	合格投资者的获取能力	保障资金端供给	
	匹配项目与投资者的能力	加速对接	
提供附加服务的能力	具备影响力的平台	加强媒介传播	增强平台对优质项目的吸引力；帮助融资企业成长，提升成功概率
	在某些领域的产品设计、开发、运营等方面经验，	帮助融资项目成长	
	渠道能力	加快销售速度	
	咨询与培训能力	提升创业者能力	

制表：虎嗅研究组

(1) 消除信息不对称方面

股权众筹平台需要搭建起一套生态系统，聚集融资企业、投资者、投资机构、融资服务机构、投研机构、律所、会计师事务所等。所以股权众筹应具备以下能力：

- 优质项目获取能力、筛选能力。这可以保障平台上有充足的优质投资标的；
- 对项目信息真实性的审核能力与尽调能力、投资中与投资后的风控能力。这可以保证投资者掌握真实的信息进而依据真实信息分析其投资价值，防止欺诈发生；
- 投资研究能力。股权众筹平台不能向投资者对项目的投资价值做出任何保证，但可以帮助投资者形成判断，降低投资过程中的门槛与成本。因此平台可以通过发展第三方投研机构来对项目进行分析研究，正反两方面全面剖析，帮助投资者决策；
- 合格投资者的获取能力。包括对天使投资人、VC 等可以充当领投人角色的投资者的吸引能力，以及对于跟投人的吸引力与获取能力，这可以保障平台上有充足资金可投资，并形成比较通畅的投资流程；
- 匹配项目与投资者的能力。平台可以依据项目的特点，向最合适的投资人

引荐，加速投融资双方高效对接。

（2）提供附加服务方面

股权众筹平台需要充分挖掘、利用自身、股东、投资人的资源与能力，在产品的设计、开发、运营、市场推广、创始人与团队能力提升等方面提供有价值的帮助，使融资方在获得资金的同时，也获取服务帮助企业成长，这类服务如果做得好可以比资金更有价值，提升项目的成功概率。提供这类服务可以增强平台对项目的吸引力，将更多更优质的项目吸引到平台上来。为此，平台上需要具备以下能力：

- 有影响力的网络平台。即平台有流量，有一定的媒体属性，这可以帮助融资项目的推广；

- 在某些领域的产品设计、开发、运营等方面经验，帮助融资项目成长；

- 渠道能力。可以帮助融资企业推广产品，加快销售速度；

- 咨询与培训能力。为融资企业的创始人与管理团队提供业务咨询与能力提升通道，帮助他们快速成长，带领企业发展。

当然，这样的能力体系不是需要每个平台都具备，如果能在某一项能力上做到极致，实现业界领先，形成服务品牌美誉度，对增强平台吸引力都会非常有帮助。另外，这些能力可以通过引入合作方、购买服务等方式来实现。

股权众筹能在多大程度上实现对线下股权投融资的改善，取决于自身的服务能力成熟到什么地步。

1.4 股权众筹模式的深层缺陷

股权众筹存在一些深层次缺陷，影响其功能的发挥以及在金融体系中的地位。缺陷主要包括对关注度高的项目、有保密需要的项目缺乏足够的价值、投资者较难通过投资大量项目来分散风险等。之所以称为深层次缺陷，是因为这是模式所固有的问题或政策难以放开导致的问题，很难通过发展来解决。

除了这些问题，股权众筹还存在发掘优质项目能力不足、风控能力有待于改进等表面性问题，这类问题有可能在发展中逐步得到解决。这类问题会在第二章中进行详尽分析。

1.4.1 资产端：广受关注的项目、有保密需要的项目都不太可能参与股权众筹

(1) 关注度高的项目可以与天使、VC 直接对接，众筹模式缺乏足够竞争力

目前的很多股权众筹平台无法提供附加值高的服务，对于关注度高的明星项目没有吸引力。对于这些明星项目而言，线下的股权投资是投资人与创业者对接，股权众筹的进入相当于多了一个平台方，增加了成本，违反了去中介化的趋势。如果平台不能提供有价值的附加服务，则明星项目没有必要在股权众筹平台挂牌融资。

例如，滴滴出行进行了最新一轮融资，由于是明星企业，行业关注度高，吸引了很多投资机构询价。滴滴与投资者双方经过相互筛选确定了入围名单以及投资额度。这个过程中股权众筹平台很难参与进去，投融资双方可以直接对接，信息对称程度高，股权众筹缺乏发挥作用的空间。

(2) 互联网的公开性与商业机密的矛盾

互联网平台的开放性会使一部分融资项目不选择股权众筹、例如一些创业企业为了避免业务曝光后被巨头以及潜在的模式模仿者盯上，会选择在线下寻找合适的投资人，悄无声息地进行融资，待业务发展到一定规模、构筑起一定优势后再宣布融资。另外在激烈竞争中，何时融资、融多少资金可能是某一阶段的核心机密。这类企业也会在融资时避股权众筹。

1.4.2 资金端：股东不超 200 使得单个投资者参与成本高，难以通过分散投资降低风险

(1) 投资者需要在单个项目投入较多资金

证监会明确，股权众筹应当采取非公开发行方式，并通过一系列自律管理要求以满足《证券法》第 10 条对非公开发行的相关规定：一是投资者必须为特定对象，即经股权众筹平台核实的符合规定条件的实名注册用户；二是投资者累计不得超过 200 人；三是股权众筹平台只能向实名注册用户推荐项目信息。

这其中，投资者累计不得超过 200 人对行业限制非常大。为防止投资者数量

超过 200，且在股权众筹中还要为未来的股东引入预留位置，这就使得每次融资可以引入的投资者数量有限，而融资额会比较大，这就使得每个投资人需要投入较多的资金，行业门槛无法下降，普通投资者无法参与进来。

因为投资者需要在单个项目上投入过多资金，限制了投资者投大量项目的能力，也就妨碍了投资者通过分散投资来降低风险的可行性。股权投资失败几率大，需要用成功项目的高回报来对冲失败项目和低回报项目的风险和损失。如果不能进行分散投资，投资者受损失风险大，会使投资者远离股权众筹。

数据显示，2015 年我国股权众筹融资金额约 51 亿元，投资人次约为 10 万人次。这样算来平均每人投资金额约在 5 万元左右。多数平台要求合格投资者金融资产不低于 100 万元。即使按比较积极的资产配置估算，投资者将两成资产配置于股权众筹，平均能投资的项目也只有四个。分散程度非常有限。

(2) 扩大投资者群体与股权投资高风险性的矛盾

股权众筹本质上是降低门槛让更多人参与到股权投资中来。但股权投资本身是一种风险极高、专业性很强的工作，其风险比债权融资更大，比二级市场上买卖股票风险也要大。如果项目失败，投资者投入的资金可能血本无归。做好风险投资，需要专业能力和经验。但随着投资者的扩大，必然带来投资者能力不足导致投资失利等问题。

面对这一问题，业界基本采用“领投+跟投”的方法来削弱这种矛盾。但“领投+跟投”也会衍生出问题，如领投人、融资企业处于信息优势地位，跟投人处于信息劣势地位，容易出现领投人与融资企业合谋，伤害跟投人利益的事件。例如，领投人可以将手中不太好的项目放到股权众筹平台进行融资，获取跟投人的资金，如果项目发展好了，可以实现股权增值，如果项目失败，则靠跟投人的介入分散了投资风险。跟投人则承受损失。

1.5 总体判断：行业爆发需要平台能力提升

综合以上分析，理论上股权众筹可以为融资方和投资人创造价值，但需要建立在提高自身服务能力的基础上。且股权众筹模式本身存在对优质项目吸引力不足、投资者难以大幅扩大的顽疾。梳理这些问题，资产端问题更迫切需要解决。平台上有了更多优质资产为投资人带来高额回报，会逐步解决资金端的合格投资

人、资金量不足等问题。而继续深挖资产端的问题，根源还在于股权众筹的模式与能力方面的局限性。

股权众筹行业的爆发，标志是平台上的融资规模持续扩大，这需要更多的优质项目从线下移到股权众筹平台上来融资。为此，平台需要加强筛选优质项目的能力以及风控能力，并通过提供更有价值的全方位创业支持服务，从更广的角度帮助融资企业。这会增强股权众筹平台的吸引力，使更多优质项目在融资时考虑股权众筹平台。

相比之下，政策放开 200 人限制可以使更多资金到股权众筹平台上来，但这只可能起到一个辅助的作用。股权众筹发展的根本还是在于通过平台能力的提升，增强服务能力，吸引更多融资企业。

第二章 当前股权众筹现状、问题与解决思路

从目前的行业数据看，股权众筹行业还处在发展初期，规模小，模式有待于健全，但好的迹象在于巨头携自身的生态能力开始进入该领域，也陆续有一些股权众筹平台获得融资，凸显行业正在逐步向好。当然，目前股权众筹行业在资产端、资金端都存在很多问题，需要完善模式加以克服。行业模式健全化、新技术大量使用、生态体系的扩大都将是行业发展的必由之路。

2.1 众筹行业还在发展初期，热度正在不断提升，生态趋向完善

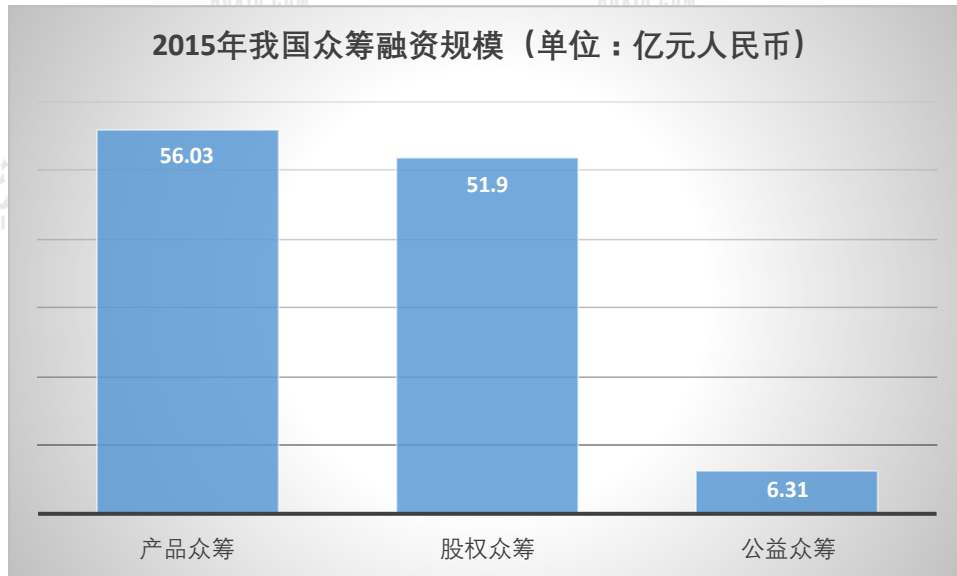
2.1.1 融资规模、投资者数量等指标显示股权众筹行业还在发展初期

从平台数量的角度看，目前股权众筹平台是各类众筹形式中平台数量最多的，盈灿咨询数据显示，截至 2015 年 12 月 31 日，全国共有正常运营众筹平台 283 家(不含测试上线平台)，非公开股权融资平台最多，有 130 家；其次是奖励众筹平台，有 66 家；混合众筹平台为 79 家；公益众筹平台有 8 家。

历史数据显示，2011 年我国有 2 家股权众筹平台创立，截止 2014 年 9 月，股权众筹平台数量达到 21 家。到 2015 年底平台数量 130 家，截止 2016 年 5 月，平台数量为 140 家。数量已经经历了大幅增长，进入比较稳定的状态。目前股权众筹平台数量在各类型众筹平台总数量中占比最大，比例达 40%。

在融资规模方面，网贷之家的统计数据显示，2015 年我国股权众筹融资规模为 51.90 亿元。规模略低于产品类众筹。产品类众筹 2015 年融资规模达到 56.03 亿元。

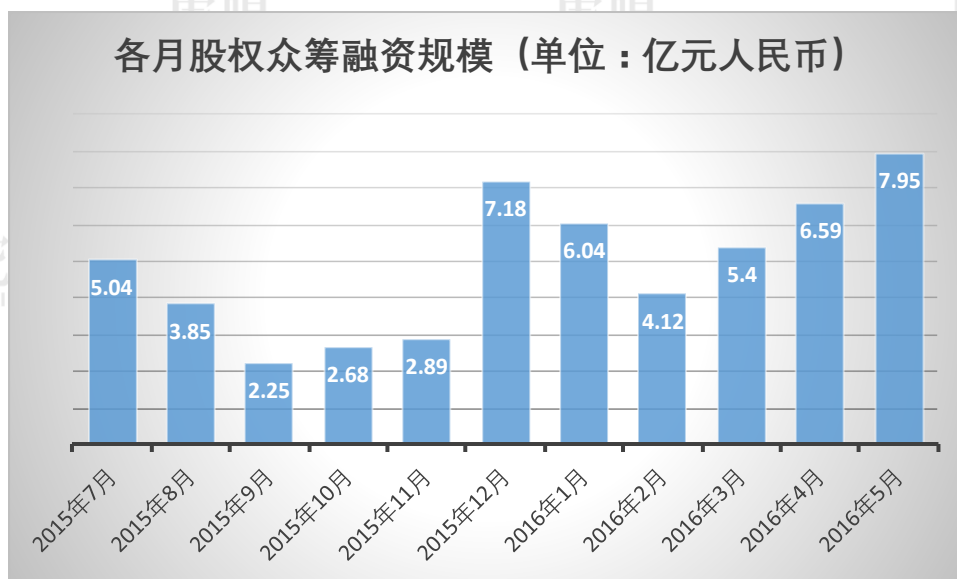
图表 8：2015 年我国各类型众筹融资规模



数据来源：网贷之家

从各月的股权众筹融资规模来看，最近 10 个月在 2 亿-8 亿之间徘徊，因为规模尚小，容易受当月某个大项目影响，目前还没有表现出明显的规律性和趋势性。

图表 9：2015 年 7 月-2016 年 4 月股权众筹融资规模变化情况



数据来源：网贷之家

投资者投资人次数也是如此。网贷之家数据显示，2015 年全年，全国众筹行业投资人次数达 7231.49 万人次。其中，公益众筹投资人次数最多，为 3957.22 万人次，占总人次的 54.72%；其次是产品众筹，占比为 45.14%，达 3264.06 万人次；非公开股权融资投资人次数最少，为 10.21 万人次，占全国总量的 0.14%。

从 2015 年 7 月至 2016 年 5 月，股权众筹各月投资人次数分别是 0.59、

0.47、0.42、0.40、0.73、0.72、0.48、0.67、0.76、0.85 万人次（2015 年 12 月未有相关数据发布），在低位徘徊，每月投资者投资人次在 4000-9000 之间，整体呈上升趋势但月份之间变化较大。

从单个项目融资金额看，2016 年第 1 季度成功募资的项目共计 209 个，单个项目平均筹资规模约 699 万元，筹款金额 300 万以下的项目有 112 个，占比 53.6%；1000 万元以上的项目共计 39 个，占 18.7%。

2.1.2 行业受到巨头和资本关注，活跃度提升

自 2015 年以来，股权众筹行业热度逐步提升，主要表现为行业巨头与知名企业的不进入以及初创企业获得融资。

图表 10：知名企业在股权众筹领域的布局

知名企业	股权众筹平台	时间
中证机构间报价系统股份有限公司	中证众创	2015 年 1 月 28 日上线
京东	京东东家	2015 年 3 月 31 日上线
36 氪	36 氪股权投资	2015 年 6 月正式上线
中科招商	云投汇	2015 年 7 月 30 日发布
平安	平安众+	2015 年 8 月中旬公测
阿里	蚂蚁达客	2015 年 11 月 18 日上线
360	360 淘金	2015 年 12 月 22 日上线
苏宁	苏宁私募股权	2016 年 4 月 6 日上线
百度	百度百众	2016 年 4 月上线
小米	米筹金服	2016 年 6 月 12 日宣布近期将上线
宜信	乐筹汇	资料不详

资料来源：网络公开资料

已进入股权众筹领域的知名企业可以分为互联网企业和金融企业两大阵营，互联网阵营中包括阿里、百度、京东、小米、360 等，也就是说，中国前几位的互联网企业中，除了腾讯都已经在股权众筹领域有所布局。金融阵营包括中国平安、宜信、中科招商、中证报价公司等。

图表 11：股权众筹领域融资事件汇总

企业	时间	融资情况
汇梦公社	2016年5月12日	汇梦公社是一家专注餐饮行业的股权众筹平台，获得获日1500万元A轮融资，由乾通资本领投。
众筹客	2016年3月	是一个针对生活类商户的股权众筹产品，获得数千万元A轮投资，小牛资本投资。
聚募网	2016年2月20日	获得数千万元A轮投资、估值1.5亿元，由鼎聚投资、达蓬资本创始人雨皮和挖财董事长兼CEO李治国联合投资。
点石微投行	2015年12月	已完成首轮融资
投投乐	2015年12月	获得千万元A轮投资，投资方包括能图资本等。
一塔湖图众筹	2015年11月	获得滨海金控天使轮投资
牛投网	不详	A轮融资
云投汇	不详	天使轮投资

资料来源：IT桔子

从股权众筹平台获得融资的情况看，融资案例逐渐增多，但与当前比较热门的文娱、企业级服务等相比，算不上热门领域，而且目前获得融资的平台主要是A轮及以前，投资方也还没有知名投资机构的身影。这也凸显目前行业发展热度还有待于进一步提升。

总体来说，股权众筹有趋热的迹象，巨头在跑马圈地，他们的进入有望为行业带来更多资源，树立行业的服务标准。而股权众筹领域创业企业逐步获得融资，也显示资本对于行业的看法并不悲观。

2.1.3 发展模式初步建立

(1) 投资方面，“领投+跟投”模式成为主流

目前大部分股权众筹平台在投融资机制方面都采用了“领投+跟投”模式，领投方一般是专业投资人或投资机构，有过成功投资项目并退出的经验。跟投方则是经平台验证后的普通投资者，有一定经济实力，但大多缺乏投资经验与项目

分析能力。通过领投方的专业投资经验与能力，对项目优劣进行判断，并与融资方建立起较为密切的联系，一般领投人可以进入融资方的董事会，及时跟进项目进展，树立跟投人的信心，提高项目融资的效率。

图表 12：部分众筹平台领投人的资格、权利与义务

平台	领投人资格	领投人权利	领投人义务
京东 东家	在某个行业或领域有丰富的经验，独立的判断力，丰富的行业资源和影响力；至少有1个过往非上市股权投资项目已退出，或领投人具有自主成功创业的经验；	对融资项目行使管理、监督等权利，跟投人应向领投人或领投人委托/指定的第三方支付管理费；	协助融资项目完善商业计划书、确定投后估值、投资条款和融资额，协助项目路演和完成本轮对跟投人的融资；协助融资人完成融资项目信息披露；对融资项目进行管理；
蚂蚁 达客	战略投资人通常是企业的生产制造商、分销商、营销机构、明星代言人等，财务投资人通常是 VC 等机构	--	在生产，渠道，影响力等多方面帮助企业；
众投 邦	熟悉股权投资领域，有成功的股权投资案例和投资经验（两个以上案例）；有丰富的行业资源和影响力，有很强的风险承受能力；	参与公司管理，退出时额外分成；	协助项目方完善商业计划书、尽职调查、投资协议编制，协助项目路演、召集跟投方以及投后管理；
百度 百众	在某领域有丰富经验，至少有1个非上市股权投资项目已退出，或有自主创业经验	向跟投人收取管理费；	项目管理，投后管理，协助信息披露；
天使 汇	在某个领域有丰富的经验，独立的判断力，丰富的行业资源和影响力；一年领投资项目不超过5个，有充分的时	协助项目完成跟投融资，获得项目1%的股权奖励； 领投人代表跟投人对项目进行投后管理，出席董	对某个细分领域领投的成绩和回报情况将会成为这名投资人在本领域的投资记录；

间可以帮助项目成长；至少 少有 1 个项目退出；	至 事会，获得 5%-20% 的利益 分成；	
-----------------------------	------------------------------	--

资料来源：各公司官网
作为报酬，领投方在入股价格、分红等方面可以享受一些优惠措施，从而激励领投方发挥专业能力，保障整个投融资过程的顺畅。

(2) 风控模式逐步建立

目前市面上的主要股权众筹平台都建立了风控体系，涵盖项目筛选、尽职调查、项目上线逐级审批机制、资金存管、资金划拨、投后管理等方面。

图表 13：部分众筹平台的风控体系

平台	项目筛选	尽调	上线审批	资金存管	资金划拨	投后管理
京东 东家	评审委员会对项目 和领投人进行 把关评审，还要 通过东家专业风 控团队的筛选	资料不详	资料不详	资料不详	设置托管 账户，项目 如需资金 扶持，需申 请审核	引入保险 产品，在一 定程度上 减少投资 人的损失
360 淘金	利用 360 大数据 平台中的搜索热 度、App 下载量 等进行辅助判断	财务、法 务、人事三 方面尽调	投委会多 样化成员 进行表决	实名认证、 短信认证、 第三方存 管	投资经理 全程负责 直至退出， 才能享受 收益分成	强制信息 披露，实时 监控项目 发展
苏宁 私募 股权 融资	严格项目准入条 件	需要领投 机构对项目 评审合格之后，方 能开启跟 投。	资料不详	投资人先 打款至指 定账户，工 商交割手 续后再将 账款转给 项目方	资料不详	资料不详
36 氪	审核项目方及领	监督和记	对于所有	资料不详	资料不详	针对可能

投资人所提供的相 关材料及核心信 息	录融资项 目的路演 过程及其 所进行的 信息披露	拟融资的 项目,风控 都拥有一 票否决权			存在的问 题进行专 项核查
--------------------------	--------------------------------------	-------------------------------	--	--	---------------------

资料来源：网络公开资料

风控体系是股权众筹平台的必备。当然，制度的建立只是一方面，更重要的是严格执行以及行之有效。从一些公开资料看，部分股权众筹平台的风控正在发挥作用。例如¹，5月12日，北京市海淀区法院受理了我国首例股权众筹纠纷案，该案原告诺米多餐饮委托被告“人人投”平台进行股权众筹融资。项目中86位投资者认购了总额为70.4万元股权融资。诺米多在临近开业前五天的要求“人人投”拨付融资款时被拒绝，“人人投”提出诺米多公司承租房屋存在违建、无房产证以及租金过高等问题。此案例争议点较多，但从众筹平台的风控角度看，无疑风控正在发挥作用避免日后的风险。

(3) 退出机制不多但基本成型

目前股权众筹平台上投资人的退出机制主要是下一轮融资时退出、企业上市时退出、企业或大股东回购股份等。

2.1.4 行业生态系统处于搭建过程中，未来有望逐步完善

股权众筹生态正在逐步完善，表现在两方面：一是行业巨头的加入带来了巨头的资源能力，丰富了股权众筹行业的服务边际；二是一些为股权众筹提供支持的创业公司兴起，使股权众筹发展根基更加牢固。

2015年至今，已有京东、360、百度、苏宁、蚂蚁金服等大企业以及36氪等知名企业加入到股权众筹行业，巨头的加入带来的明显变化就是将自身的资源能力融入到股权众筹服务中，为在平台融资的企业提供附加服务，拓展了服务边际，增强了行业竞争力。

图表 14：行业巨头进入众筹领域丰富行业生态

股权众筹	股东	股东带来的资源能力
------	----	-----------

¹ 资料原文网址：<http://www.xsdjr.com/news/trade/detail/3105>

平台		
京东东家	京东	构建众创生态圈，覆盖京东资源、投资、服务对接、培训等四大体系。京东资源包含京东商城、京东到家以及京东金融体系内资源，涵盖渠道、物流、仓储、信息、支付等；投资包括京东众筹雏鹰计划以及京东众创基金；服务对接，涵盖京东金融线上 B2B 平台以及线下的赴筹者联盟，为创业创新企业对接营销、品牌、运营、设计、法律、财务、咨询等；培训体系则包含京东众创学院。
百度万众	百度	提供基于百度生态的全生命周期服务，包括营销推广、金融服务、投后管理、退出等。其中金融服务由百度钱包和百度金融组成，投后管理由百度万众负责，退出则由百度万众、百度 MA、以及百度战略合作伙伴负责。
蚂蚁达客	蚂蚁金服	与 IDG、红杉等多家创投机构及淘宝众筹、创客+等平台形成合作，为创业项目提供从初创融资，到产品销售等全成长周期的服务
苏宁私募	苏宁	整合全方位资源提供创业孵化服务。2016 年，苏宁将投资 3 亿元打造创业营，向创业者提供云计算、大数据、财务、税务、人力等服务。
爱创业	飞马旅、唯众传媒、《东方企业家》	创业导师资源、投资人合作资源、媒体宣传和营销资源。

资料来源：网上公开资料

股权众筹服务领域的创业也趋于活跃，丰富了行业生态体系。如一些创业公司利用大数据进行股权众筹项目风控、对众筹项目进行行业分析研究确定投资价值等，对于消除信息不对称具有积极作用。专门为股权众筹平台开发底层系统的企业数量也很多。

图表 15：创业企业丰富众筹行业生态

企业	特色功能
因果树	官方资料称，研发出透视创投行业的数据产品“偶+”，投融资双方都能洞悉

	行业资本概况、行业发展现状，验证创业梦想是否可行，使得创业和投资均有“据”可循。用机器代替人，利用智能化检索梳理投资者的喜好，通过数据构建关联图谱，再用数据更科学地替投资者选择最合适的投资机会。
变革家	项目评估分析。变革家站在独立第三方的角度针对项目做独立判断，帮助股权投资者把关，帮助个人股权投资者更全面的考虑问题和尽可能的规避风险。
雄猫软件等	股权众筹系统开发
种财网、众筹之家	股权众筹行业门户网站

资料整理：虎嗅

股权众筹生态需要进一步完善，使平台上的服务更加健全，融资者、投资者都可以获取有价值服务以降低众筹的使用成本。随着众筹生态的进一步做大，更加精细化的服务有望逐步加入进来，这也会增强生态系统的稳定性。

2.1.5 物权、收益权众筹平台涌现，股权众筹模式现变异版

典型的股权众筹投资标的是企业股权，投资周期长，风险大。针对这一问题，目前兴起了一些物权众筹、收益权众筹模式。投资标的不再是企业的股权，而是某项资产的股权。例如一些二手车众筹平台，通过平台汇集资金收购二手车，投资人是收购来的二手车的权益所有者，平台通过将二手车资产溢价出售后，所得收益由投资者获得。这种模式本质上也算是股权众筹的一种形式，投资者获得的也是股权，但不再是企业股权，而是具体的实物或某项资产。相比之下，这种模式变现快，流动性强，风险相对较低，与传统意义上的股权众筹有所差别。

2.2 股权众筹的宏观外部环境影响偏正面

2.2.1 中产阶层的崛起提供用户基础

我国中产阶层的持续增多为股权众筹发展提供用户基础。瑞信研究院发布的《2015 年度财富报告》报告显示，中国中产阶级 2015 年的财富为 7.34 万亿美元，仅次于美国与日本。瑞信称，中国的中产阶级按绝对值计算是全球最多，达

1.09 亿人。中国的百万富翁（按美元衡量）与超高净值人士的数量也增长颇快。瑞信预计，未来 5 年，中国财富将继续以 9.4% 的速度逐年递增。

澳新银行预计，到 2030 年中国的中产阶级人数将占到城市人口总数的 93%。考虑到城镇化和工资收入的增长，在 2014-2030 年间将会有超过 3.26 亿人加入到城市中产阶级的行列，总人数达到 8.54 亿。

管理咨询公司埃森哲发布的报告也认为，2009 年中国的中产阶级仅占 12%，绝大部分是温饱人群。但随着经济的发展和收入差距的缓解，预计到了 2030 年，中国中产阶级将占总人口的 70%，这将是巨大的消费潜力。

目前很多股权众筹平台对于投资者的要求是年收入超过 30 万。早在 2008 年发布的国内首份关于“新富阶层”的研究报告提供的调查结果显示，目前中国的新富阶层占据了社会总人口数量的 5%。其中税后年收入在 30 万-100 万之间的人口数量为 5000 多万，税后年收入在 100 万元以上的约有 500 万人。

当然，富裕阶层可选择的理财方式非常丰富，包括银行存款、理财产品、保险、证券投资、信托、基金、股票等等，成熟而有吸引力的理财方式很多，富裕阶层的崛起不直接意味着股权众筹用户增长，但富裕阶层的成长为股权众筹资金端的拓展提供了更大的可能性。如果股权众筹能够把握机会做好项目筛选与风控，使优质项目云集到众筹平台上来，会有更多富裕阶层将财富分配到股权众筹。

2.2.2 创业热潮的兴起带来更丰富的项目资源

我们正处在一个创业的时代。政府已经将创业作为经济增长新动力，而我国庞大的市场以及部分领域的低效率则为创业提供了充足的空间。而社会上支持创业的风险投资机构、媒体机构等创业支持形态愈加丰富和成熟，各行各业人才也越来越丰富，为创业提供坚实保障。

当前我国社会创业热潮空前高涨，新注册企业大量涌现。国家工商总局数据显示，我国自 2014 年 3 月 1 日商事制度改革以来，2014 年 3 月至 2015 年 1 月，全国新登记注册市场主体 1262.29 万户，同比增长 16.60%，其中企业 358.33 万户，增长 47.61%，平均每天新登记注册企业 1.06 万户²。2014 年全年，我国新增注册企业数量达 365.1 万，增长 45.88%，首次参与投资创业的自然人达到 291

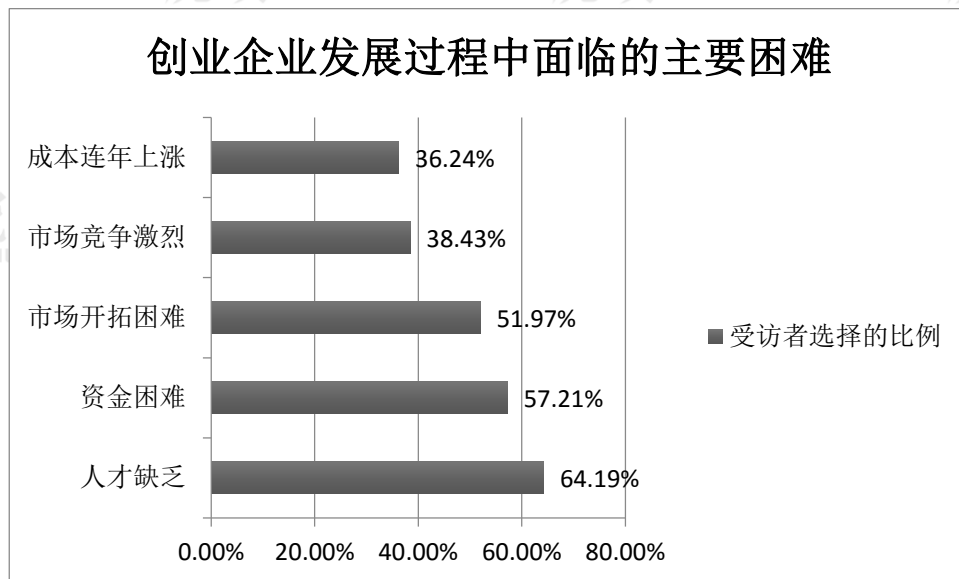
² 来源：http://www.saic.gov.cn/zwgk/tjzl/zxtjzl/xxzx/201502/t20150215_152113.html...

万余人³，几乎相当于韩国的中小企业存量（300 万左右）。相比之下，2013 年底全国实有各类市场主体 6062.38 万户，同比增速为 10.33%。全国新登记注册企业 250.27 万户，同比增速为 27.63%。商事制度改革之后的增速较之 2013 年有了明显提升。

当前民众的创业热情非常高涨。安利公司与德国慕尼黑工业大学管理学院合作完成的 2015 安利全球创业报告显示，中国公众的创业意愿强，中国受访者中约 85%表现出强烈的创业意愿，对比数据显示日本的数据只有 29%，韩国为 62%，美国、德国、英国创业意愿分别为 57%、26%、44%。73%的中国受访者认为社会有利于创业，排在全球第五位，而全球平均水平为 50%。美国、日本、韩国的相关数据分别为 67%、30%、48%⁴。

创业潮的兴起、创业时代的来临有望给股权众筹平台提供丰富的项目资源。股权融资是创业企业融资的主要途径。虽然目前天使、VC、PE 构成的未上市企业股权投资市场已经比较活跃，但不可否认的是目前创业企业融资难问题并未根本解决，这也给了股权众筹平台市场机会。

图表 16：创业企业发展过程中面临的主要困难



资料来源：创业邦

据创业邦发布的 2014 年创业者调查报告显示⁵，对于企业发展中遇到的主要困难，64.19%的创业者认为是“人才缺乏”，57.21%的创业者选择“资金困难”，

³ 网址：<http://finance.eastmoney.com/news/1682,20150123471316138.html>

⁴ 网址：<http://news.163.com/15/1117/15/B8KQ0U9K00014Q4P.html>

⁵ 网址：<http://biz.zjol.com.cn/system/2014/12/19/020421753.shtml>

51.97%的创业者选择“市场开拓困难”，38.43%的创业者选择“市场竞争激烈”，36.24%的创业者选择“房租、人力等成本连年上涨”，可见，融资难是创业者普遍面临的重大问题。这对于股权众筹而言是机会。

2.2.3 股权众筹的政策环境总体温和

目前政策管理层对于互联网金融的监管趋于严格，但对于股权众筹总体持支持鼓励其发展的态度。政府寄望于通过股权众筹解决中小企业、小微企业融资难问题，同时对于利用股权众筹概念进行自融、诈骗等行为正在开展监管行动。虽然“股东不超过200名”的这一重大限制目前看没有修改的迹象，但总体来说政策环境偏温和。

图表 17：2015 年以来股权众筹领域政策回顾

时间	政策
2015 年 3 月	全国两会召开，李克强总理高度肯定互联网金融的积极作用。他提出，积极发展“互联网+金融”等新业态，开展私募股权融资试点。
2015 年 4 月	第十二届全国人大常委会第十四次会议审议了《证券法》的修订草案，规定股权众筹将纳入新《证券法》，为金融创新提供法律支持。
2015 年 7 月 18 日	央行等十部门发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》。证监会成为我国互联网股权众筹行业的监管部门。
2015 年 8 月 7 日	证监会发布《关于对通过互联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》，规定“股权众筹”特指“公募股权众筹”，而现有“私募股权众筹”将用“私募股权融资”代替，规定单个项目可参与的投资者上限为 200 人。
2015 年 8 月 10 日	中国证券业协会发文称，根据中国证监会《关于对通过互联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》精神，现将《场外证券业务备案管理办法》第二条第(十)项“私募股权众筹”修改为“互联网非公开股权融资”。
2015 年 9 月	国务院出台《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》，从顶层设计的高度首次直接点明众筹对于双创的重要意义。
2015 年 11 月	证监会派出专项检查人员调查以“原始股”为名义进行众筹融资的公司。
2015 年 11 月 23 日	中国基金业协会发布《私募投资基金登记备案的问题解答（七）》，首度明确包括 P2P/P2B、众筹等在内的相关平台将不予登记私募基金管理人资格。

制表：虎嗅研究组

总体上，政策对于股权众筹的管理张弛有度，一方面希望股权众筹的模式可以改善传统股权投融资的效率，弥补盲点，在一定程度上解决创业企业、小微企业融资难问题；另一方面，希望控制金融风险，一些打着股权众筹旗号进行非法融资活动的行为将被禁止。这种政策氛围对于行业发展总体有利。

2.2.4 国家一直默许股权众筹模式，这为长远发展提供政策保障

实际上，政策对于股权众筹一直较为宽容，对创新持开放态度。股权众筹从出现开始，事实上对证券法、股权承销制度和非法集资管理一直构成挑战，但政策一直在默许股权众筹的存在，表明政策的宽容。

股权众筹行为可能冲破公司法与证券法关于股东人数的规定。根据《公司法》规定，有限责任公司和股份有限公司的股东数上限分别是 50 人、200 人；另据《证券法》规定，公开发行证券必须依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准，而向不特定对象或者向特定对象发行证券累计超过 200 人，都属于“公开发行”。股权众筹作为一种新的融资方式，人数和数额都极易触及法律所严令禁止的“红线”。作为应对，股权众筹平台一般将注册用户作为会员，向会员发行股票，而不是向全体公众发行股票，来规避政策监管。

股权众筹平台有可能违反关于股票发行的行政规定。根据 2006 年《国务院办公厅关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》之规定，严禁非法经营证券业务，如从事股票承销、经纪、证券投资咨询等证券业务，需由证监会依法批准设立的证券机构经营。我国没有为股权众筹平台颁发牌照。股权众筹平台所从事的股权推介和股权投资服务并未得到证监会的批准以证券机构的形式来开展，所以可能触犯该通知规定，缺少获批开展相关业务的法律支持。

股权众筹可能陷入非法集资的陷阱。央行出台的《关于取缔非法金融机构和非法金融业务活动中有关问题的通知》规定，未经批准的以发行股票并承诺在一定期限内以货币、实物以及其他方式向出资人还本付息或给予回报的行为均属非法集资。根据我国《刑法》及其解释可知，这可能触犯擅自发行股票罪、非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款罪、集资诈骗罪、非法经营罪等。如果股权众筹平台和平台上的融资企业不经相关部门批准就以发行股票等方式向公众募集

资金，则存在很大的法律风险。

在以上三方面，如果政府不支持股权众筹，实际上可以依据以上三方面法规对于股权众筹模式予以严管甚至取缔，但自股权众筹出现以来，政府一直在默许其合法性，没有强制性管制政策出现，反而不断强调发展股权众筹。可以预期这样的支持态度可以继续延续下去。这对于股权众筹发展有基础性保障作用。

2.3 当前股权众筹行业发展存在多方面不足

当前股权众筹还处在发展初期，面临着资产端、投资端诸如优质资产不多、合格的领投人缺乏、流动性不足、信息披露不够等多种问题，可谓错综复杂。当然，与第一章所分析的模式缺陷不同，这些问题有望在发展和探索中逐步解决。

2.3.1 资产端：能力存在局限性

(1) 对资产端的开发能力存在不足，适合股权众筹的领域需要进一步去挖掘

目前整个互联网金融都在面对的问题是资产荒，可以对接的优质资产越来越少。股权众筹也是如此，一方面很多资产都已经通过 P2P 等形式触网，另一方面，并非所有资产都适合股权融资。

股权众筹平台开发优质资产的能力需要进一步提升。目前平台对接的资产主要是 TMT 领域、大消费领域的创业与投资项目，如何在该领域深耕细作以及开发新的领域是平台需要去考虑的问题。

(2) 对资产端的风控手段需要进一步丰富，风控能力有待于进一步提升

目前国内股权众筹平台对融资项目的尽调、风控能力不足，制约着平台稳健发展。一个典型的例证是，作为行业内知名度较高的平台，36 氪股权众筹在推介众筹项目“宏力能源”时尽调审查未能发现其业绩大幅下滑、涉嫌欺诈等问题，给投资者带来损失，引发众多投资者意见反弹。知名平台尚如此，大量新出现的股权众筹平台风控能力如何更是让人怀疑。

股权众筹的风控能力提升面临一些困难，有待于进一步增强，手段需要进一步丰富。

首先，众筹能否接入央行征信系统目前尚没有说法，这对于提升股权众筹平

台的风控水平是不小的阻碍。如果股权众筹平台可以接入金融机构专网查询融资方的信用信息，可以对平台上项目的真实性、投资价值形成较大帮助。

其次，很多在众筹平台融资的企业是初创企业，历史运营数据与财务数据很少，可判断的依据较少，众筹平台主要通过查询创始人相关信息（如教育背景、从业背景、贷款信息等）来增强研判质量。需要进一步扩大信息来源，未来大数据的应用将是平台标配，通过收集项目方创始人在网上的社交信息、信用状况等增强对项目的评判。

（3）信息披露的两难抉择

一方面，加强信息披露是股权众筹风控的重要环节。保持项目运作的透明度，及时向股东报告项目进展情况，是保护投资者利益的重要举措。但另一方面，很多通过股权众筹融资的初创企业缺乏足够的财务实力，大量的信息披露对于其而言是不小的成本。信息披露做到什么程度需要在收益与成本之间做出一定权衡。

（4）融资企业的公司治理问题

这表现在以下几方面：一方面，参与众筹的投资者尤其是跟投人如何参与公司管理是一个难题。现实中往往跟投人缺乏途径参与公司运营，投资后只能被动等待管理层发布的消息。其利益也就难以得到保障。如果领投人没有进驻企业董事会参与公司管理，或者领投人不作为，甚至与管理层合谋，都会加大跟投人的受损风险。

另一方面，大量投资者参与企业管理，又会带来企业的管理混乱，出现企业经营良好时都来抢功、运营不好时相互推诿无人负责等情况。

另外，一些股权较为分散的众筹项目可能出现相互推诿、无人重度参与、无人负责的局面，使企业在创立时就具有失败的基因。例如，据媒体报道⁶，2013年8月，66位互不认识的海归女性每人投资2万元，共同筹集132万元，打造出了中国首家女性众筹咖啡馆 Her Coffee，吸引了不少关注。然而时隔一年，这个以众筹起家的创业项目却面临着闭店的窘境。究其原因，66个股东都不是精于此道的管理者，且工作繁忙，在咖啡馆的管理上能够投入的时间、精力有限，对餐饮也并不熟悉。咖啡馆缺少真正有担当的核心人物，失败也就在所难免。这一案例凸显了股权众筹形成的股权分散企业在公司治理方面面临的困境。

⁶ 资料网址链接：http://media.sj998.com/html/2014-08-29/441399_2.shtml

2.3.2 投资端：金额大、风险高等因素制约投资者群体扩大

(1) 风险大，参与门槛依然很高，受众群难以大幅增加

股权众筹本质上是进行股权融资，而且多是早期投资，风险很大，相对于债权融资而言风险更高，而大部分人是风险厌恶者。受众群相对于 P2P 会更小。

图表 18：部分股权众筹平台跟投人财务门槛

平台	跟投人门槛（需满足条件之一）
京东东家	(1) 最近三年个人平均年收入不低于 30 万元人民币；(2) 金融资产不低于 100 万元人民币
蚂蚁达客	(1) 最近三年个人平均年收入不低于 30 万元人民币；(2) 金融资产不低于 100 万元人民币
百度百众	(1) 最近三年个人平均年收入不低于 30 万元人民币；(2) 金融资产不低于 100 万元人民币；(3) 专业机构投资人
360 淘金	(1) 最近三年个人平均年收入不低于 30 万元人民币；(2) 金融资产不低于 100 万元人民币；(3) 曾在机构投资任职
苏宁私募股 权融资	(1) 最近三年个人平均年收入不低于 50 万元人民币；(2) 金融资产超过 300 万元人民币；(3) 投资单个融资项目金额不低于 100 万元

来源：盈灿咨询

股权众筹将投资者的参与门槛从金融资产 300 万降到 100 万左右。但金融资产 100 万的门槛依然将大量有理财需求的潜在用户挡在门外。

相比之下 P2P 用户远大于股权众筹。据网贷之家数据，2015 年网贷行业投资人数高达 586 万人，比 2014 年翻了四倍。网贷投资者中 80 后成为主力军，投资人以男性、草根和工薪阶层为主。网贷的参与门槛也远低于股权众筹。网贷之家数据显示，84.92% 的投资人月收入低于万元。38.59% 的投资人目前网贷投资金额合计为 10 万元以下。

(2) 合格领投人队伍缺乏

领投人在股权众筹过程中扮演着重要角色，对于项目质量把控、树立普通投资者信心、保障投融资顺畅、融资项目运营的持续监督等环节都发挥着重要作用。目前股权众筹行业发展面临的一个突出问题就是领投人数量与质量都不足以带

领行业发展。

有数据显示，近年来，美国平均每年的天使投资总额约为 200 亿美元；有近 30 万天使投资人，个人数量是机构数量的 100 倍左右。而在我国，个人天使数量不足一万，这其中参与到股权众筹的人数就更少。VC 等机构对于股权众筹参与度也不高，也限制了领投人数量与质量的增长。

网贷之家数据显示，2015 年我国非公开股权众筹融资项目为 7532 个，预计融资项目还将持续增长。领投人规模需达到 8000 人次以上才能满足目前的需求。再考虑到还有大量融资未成功的项目也需要领投人的评判，市场对于领投人的需求就更大。

（3）交投不活跃，退出机制狭窄，流动性不足

目前的退出机制主要是下一轮融资、企业在公开市场挂牌上市、企业回购股份等，渠道比较狭窄，而且由于目前投资者规模小，交投不活跃，股权投资很难形成一个充分流动的二级市场，进一步限制了退出的实现。企业再进行下一轮融资、挂牌上市时往往需要几个月、一两年甚至更长时间，投资者的资金将在很长时间内无法回收，形成风险敞口。另外能进入下一轮融资甚至上市的公司占比很小。

在这样的流动性困境下，很多投资者选择观望。这带来的后果是新资金进入股权众筹的规模有限，流动性受限的局面始终无法大幅改观。

2.4 行业发展策略与创新思路

股权众筹行业的发展路径，是要在不断增进信息对称水平的基础上，向众创生态化方向发展，为投资者提供更优质的项目，为项目方提供更全方位的服务。股权众筹的未来预计将社群化、众创服务化、技术化方向推进。大平台综合性略强，小平台走向重度垂直。

2.4.1 根本性策略：差异化、众创化

依据第一章对于发展路径的推演，股权众筹要对决 VC 等投资机构的线下投资，将更多优质项目吸引到平台上来进行公开融资，需要解决信息不对称问题，并通过提供有价值的附加服务来提升价值。

具体而言，股权众筹平台一方面需要与 VC 等机构差异化发展，寻找不被传统投资机构所关注的领域，构筑起核心优势。目前这一领域主要集中在实体店铺，下一步可以在农业农村、传统制造业、三四线城市等领域挖掘规模在中小型的项目，虽然爆发潜力不及新兴领域，但在经营步入正轨后可以提供稳定现金流，保障较为稳定的收益。这一过程中需要大量的线下挖掘、审核，平台运营将进入重资产模式。当然，这一路线也可能出现以技术见长的金融科技公司，通过新兴技术来实现目标项目的挖掘。

另一方面，众筹平台提升优质项目的发掘能力，这需要加强投研能力，形成比天使资本、VC 等更敏锐的嗅觉，提前判断可能爆发的行业以及具体的爆发点。

另外，平台要充分发挥自身、股东、投资人的资源与能力，或者通过引入第三方资源、购买第三方服务等形式，完善平台的附加服务，使股权众筹平台不仅是一个融资平台，更是一个资源配给平台、赋能平台，形成众创服务体系。融资企业到平台来，不仅为融资，更为了获取品牌推广、营销渠道、管理咨询、技术培训等服务。平台形成一种社群化投资氛围，聚集该领域的专家、爱好者、传媒、渠道方等群体，投资该领域的项目，搭建积木式创新模型，助力融资企业成长。

2.4.2 具体策略：完善运营模式、运用新技术、充实生态

在具体的行业发展策略上，投资端、资产端都需要做出模式上的改进与完善，尝试新技术的运用，并通过引入各类服务来充实整个生态，使众筹生态更加稳固，运营更加顺畅。

(1) 资产端

① 投资人出资方式的革新：知识产权、场地、咨询服务等方式入股，即可以通过股权众筹平台寻找项目所需的合伙人

股权众筹平台功能不止在于融资，还在于为融资企业获得除资金外的其他资源，帮助企业成长。因此在出资方式上，可以考虑以知识产权、场地、咨询服务、营销渠道等形式入股，在产品、技术、运营等方面可以直接投入到企业，产生价值。毕竟企业在融资后也要耗资购买或者自己开发这类服务。

另外，股权众筹平台也可以凭借自身的影响力，成为创业企业寻找合适伙

人加入的渠道，发挥消除信息不对称的作用，帮助融资企业和人才建立起联系。平台可以建设“寻找合伙人”等类似栏目，做成品牌，使想创业又苦于找不到同伴的人才找到适合自己的团队。

当然，提供以上服务，很重要的问题是做好定价，以知识产权、场地、咨询服务等方式入股的投资方如何作价、估值，是一个需要投资人群策群力的问题，以对知识产权、场地、咨询等服务带来的价值进行公允计量，避免不必要的纠纷。

②为融资方构建“最优投资人推荐”服务，帮助企业找到能提供最好帮助的投资人

股权融资不是简单地融钱，也是融资源。选择谁作为股东，就是将谁的利益与自身绑定。对于融资方而言，不仅需要资金，也需要投资者在企业发展上提供更大帮助。

为满足这一需求，股权众筹平台可以对融资方的需求做分析，对投资者进行细分，做更细致了解，依据投资者的能力、资源、兴趣爱好、既往业绩等要素，向融资方推荐最合适的投资人。例如融资方目前缺种子用户，平台方可以向融资方推荐对该领域感兴趣并有一定传播影响力的投资者作为第一批种子用户；融资者缺乏渠道资源，平台可以向其推荐在渠道方面有资源的投资者，以切实帮助到融资方。

通过这样的服务，可以使众筹不仅仅是资金与股权的交易，也是一个资源整合过程，股东与融资方不仅是简单地资金供求，也在业务方面有更多交流合作。这会使投融资双方都受益。融资方得到多渠道帮助，投资方则更加深入了解融资方的进展，也通过自己的服务提升项目成功的概率。

③应用新技术来加强项目筛选、风控

预计未来会对股权众筹行业产生重要影响的技术主要包括大数据、人工智能、VR、区块链等。大数据与人工智能在行业内的应用已经开始，未来会逐步显现出作用。虚拟现实、区块链的影响目前还是概念性的，不过凭借这类技术和产品的颠覆性，未来在股权众筹领域会有重大应用。

1) 大数据与人工智能

大数据与人工智能可以在融资项目背景调查、项目投资价值判断等方面发挥重要作用，提升项目透明度。

在一些小微项目的融资背景调查中，可能会面临其资料少以至于难以有效判断的局面。互联网则可以提供更多碎片化信息，通过这些信息的收集、清洗、分析、交叉验证等环节，可以为背景调查提供支持。如创始人的社交媒体信息、购物信息、历史位置信息、好友互动信息、相关新闻采访纪录等，辅助现实空间的教育背景、工作经历、社保、贷款、信用卡、银行流水、水电费等，进行交叉验证，可以对融资人进行更加精细的画像，确定信息的真伪。

在项目投资价值判断的环节，可以通过收集相关关键词的搜索量、APP 下载量、相关产品网络销量、上下游产品网络销量、网络舆情口碑分析等数据来判断行业速度、规模、趋势，通过创始人的社交网络信息、网络留言、朋友圈信息等经过语义分析可以在一定程度上分析出创始人的性格特征，进而判断其是否适合创业。

2) 虚拟现实

虚拟现实可以营造一个虚拟空间，使观众在观看内容时有身临其境的体验。这类技术和产品的应用对于股权众筹项目的尽调可能会有所帮助。

很多投资人尤其是跟投人在投资众筹项目时很难对项目进行实地探访，这限制了跟投人了解投资标的的能力。虚拟现实技术可以引入到股权众筹尽调过程中来，领投人或股权众筹平台对公司进行尽调时，可以将实地调研的情形通过虚拟现实设备制作出全景视频，供平台上的跟投人观看。这可以使无法实地调研的广大投资人更高效地、精确地了解融资项目，也减少融资项目资料造假的可能性。

虚拟现实在未来还会有一种重要的应用，即虚拟社交。用户在虚拟空间可以真实交流，在所创设的虚拟环境中如办公室、酒店大厅、咖啡厅等和其他用户进行社交互动，而这种互动既包括文字互动，也包括语言、表情、动作等互动。待技术与应用推广后，可以在股权众筹尽调过程中使用，进行虚拟项目路演活动，无法达到现场与融资方进行直接交流的投资人可以通过虚拟现实社交参与路演，提问与高管交流，加深对项目的认知度，辅助进行投资判断。

3) 区块链

区块链是一种崭新的底层构架技术，在区块链中，每个用户都是一个节点，每两个节点之间都可以直接进行交易，每一项历史交易都会发送到所有的节点，形成一种去中心化的分布式记账系统，每个节点的每一项交易都会被其他节点记

录，彻底消除某个节点造假的可能性。这使得区块链技术在银行、支付、股权交易领域有可预期的应用前景。

例如，纳斯达克已向全球超过 100 家市场运营者提供区块链服务，为使用纳斯达克金融基础设施服务的用户提供端对端的解决方案。在 2015 年 5 月，纳斯达克宣布筹建 Linq，这是一个基于区块链发行 Pre-IPO 股票的服务，同年 12 月，纳斯达克第一次基于此平台发行了股票。

具体到股权众筹，区块链技术的影响可以分为早期和远期两层。在发展早期，区块链可能在股权登记、股权交易、资金划拨等方面发挥作用。股权众筹平台可以开发基于区块链的交易系统和支付系统，融资者与投资者、投资者之间在基于区块链技术的平台上进行交易，交易时间、价格、交易对手等关键信息都是透明的，实现信息的去伪存真，股权交易的价格体系更加有效。

而在远期，各类基于区块链的平台实现打通，融资方的各种历史交易信息都可以被记录、被查阅，无法更改，基于这些真实信息，可以对融资方的真实资信情况有更清晰的认识。这对于加强风控将有很大帮助。另外，投资者的各类信息也可以系统收集到，通过这些信息可以确定该投资者的资金实力、风险承受能力、投资偏好等，股权众筹平台可以据此向融资方更精准地推荐投资人，使更合适的投融资双方对接成功。

(2) 投资端

① 投资方式的完善：通过多样化投资产品帮助投资者进行组合投资分散风险

股权众筹风险很大，存在着融资项目失败后本金血本无归的风险。这也阻挡了很多投资者涉足股权众筹投资。将投资分散化是降低投资风险的重要途径，为此平台可以在产品设计上做一定安排，帮助投资者分散风险，如平台可以与有资质的私募基金合作可以推出组合投资类产品，投资于平台上若干个项目，项目可以按领域、按融资阶段进行分层，投资者购买该产品的份额，相当于将资金分散投资于若干个项目，使风险降低。在此基础上可以成立 FOF 基金，进一步分散风险。这样可以吸引更多资金加入到股权众筹中来。

当然，在产品设计中，需要考虑到融资公司股东人数 200 人的限制。因此产

品发售的量也是有限的，需要针对投资者白名单进行发行，防止融资公司经穿透后股东人数超限的问题。

②探索股权众筹领域的做市制度来增强流动性

在流动性不佳的市场，引入做市商制度是比较流行的做法。在股权众筹领域可以对做市商制度进行探索。可以考虑引入资金实力较为雄厚的投资公司，对股权众筹里的明星项目提供做市商服务，当有投资者出于急需资金或者想及时套现等角度考虑出售股权时，做市商按照公允价格接受该股份。当有新投资者看中该项目想入局时，可以向做市商购买股份。

落实做市商制度，关键有以下几点：第一，做市商要有比较雄厚的资金实力，可以承接转移大量股份；二是形成比较公允的估值方法，各方都能接受，这样在股份买卖中会比较顺畅；三是形成一套标准来圈定可以做市的股权众筹项目。这类项目需要是比较优质、前景被广泛看好的项目。

(3) 完善生态体系使投融资更加顺畅

目前的股权众筹生态系统主体比较少，主要是融资方、投资者、平台等，缺乏为三者进行服务的群体。行业规模要做大，必须先做大生态系统，将各类服务资源引入进来，提升各类主体的效用，使投融资更加顺畅。

在融资方的服务方面，可引入的服务主要是为融资方提供融资之外的其他创业支持服务，帮助企业成长。这方面服务可以包括品牌推广服务、营销渠道服务、管理咨询服务、培训服务、产品设计生产运营相关服务、供应链服务等等。服务可以由股权众筹平台提供，可以由投资者提供，也可以与独立第三方企业达成合作，为平台上的融资方提供支持。这方面趋势已经很明显。如阿里、百度、京东等巨头入局股权众筹，都带来了自身生态系统内的营销、渠道、产品开发、培训等服务。一些创业公司缺乏巨头拥有的资源，则通过合作等方式来壮大服务规模。例如募聚网，构建募聚联盟招募合作伙伴，引入孵化场所、商务服务、媒体等资源，形成自身的众创服务生态系统。

在投资者的服务方面，生态系统内比较需要补充的是第三方的尽调服务以及独立第三方的投研服务。第三方的尽调可以帮助投资者从更真实角度认识融资项目，第三方投研服务则可以帮助投资者从多种角度审视融资项目的投资价值。引

入第三方投研服务并不是为了提供融资项目的公允价值，而是为投资者提供决策参考。此外，还需要引入银行或第三方支付机构，为投资者的资金提供托管渠道，保障资金安全，不被平台挪用。

在股权众筹平台方面，生态系统内需要由股权众筹平台系统开发商、网络安全厂商等为其提供软件开发、网络安全等方面服务。

这样，就可以构建以股权交易为中心、创业服务为支撑、各类细节为辅助的完善生态系统。在一个较为完整的生态系统内，融资方、投资者、平台作为核心主体，投融资活动更加顺畅，规模也有望逐步做大，系统也会越来越稳定。

第三章 股权众筹行业竞争研判

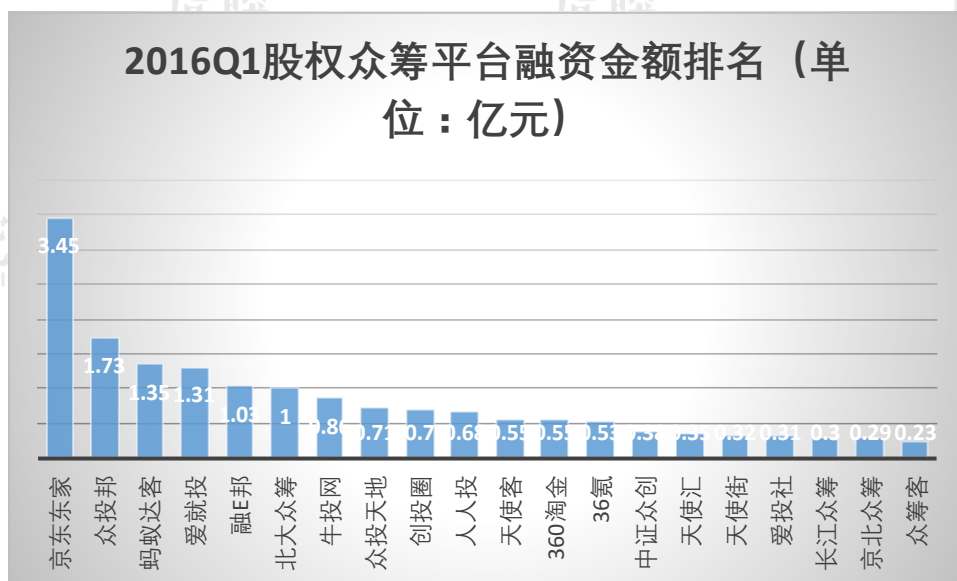
股权众筹行业还在发展初期，行业格局并不稳固，京东东家初步确立了领先优势，众投邦、人人投等平台也暂时排在前列，但蚂蚁达客、360 淘金等“富二代”企业后发优势也不可小觑。长远来看，能切实解决信息不对称以及提供高价值创业支持服务的平台将逐步胜出。

3.1 当前股权众筹领域的竞争态势

3.1.1 融资额京东东家居首，蚂蚁达客、360 淘金发展迅猛

零壹财经数据显示，2016 年 1 季度我国股权众筹平台已筹金额排名中，京东东家、众投邦、蚂蚁达客筹资规模位居前三，分别为 3.45 亿元、1.73 亿元和 1.35 亿元。

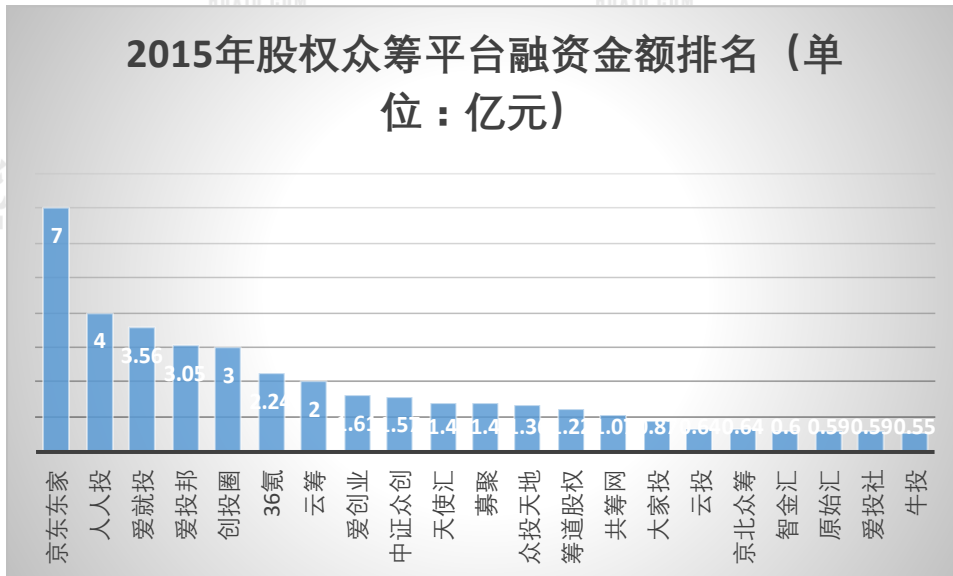
图表 19：2016Q1 股权众筹平台融资金额排名



数据来源：零壹财经

而在 2015 年全年，我国股权众筹平台融资额前三分别是京东东家、人人投、爱就投。

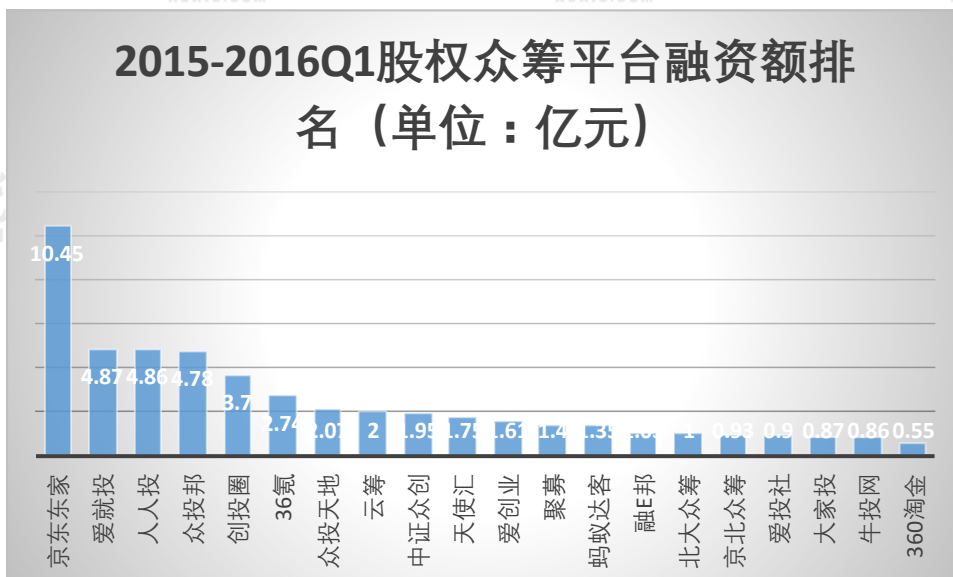
图表 20：2015 年股权众筹平台融资金额排名



数据来源：零壹财经

综合 2015 年全年与 2016Q1 的融资额，我国股权众筹平台融资额前二十名分别是：京东东家、爱就投、人人投、众投邦、创投圈、36 氪、众投天地、云筹、中证众创、天使汇、爱创业、聚募、蚂蚁达客、融 E 邦、北大众筹、京北众筹、爱投社、大家投、牛投网、360 淘金。

图表 21：2015-2016Q1 国内股权众筹平台融资额排行



数据来源：零壹财经

前 20 强名单及融资数字反映了以下几点情况：

目前股权众筹行业处于发展初级阶段，平台融资额普遍较低。京东东家作为行业龙头，五个季度内融资总额而只有 10 亿元；其他平台甚至都没有超过 5 亿。

在竞争格局上，京东东家一枝独秀，领先地位明显；互联网大企业旗下的股

权众筹业务起步晚但发展迅猛，蚂蚁达客和 360 淘金融资额均增长迅速；天使汇等老牌股权众筹平台也依然保持较高竞争力。

图表 22：股权众筹前 20 强企业股东背景与主要关注领域

平台	主要关注的领域	股东与团队背景
京东东家	关注如品质生活类、服务升级类、智能科技类、社群社交类等项目	京东集团
爱就投	TMT、大健康	创业企业
人人投	实体店铺	创业企业
众投邦	针对新三板项目	创业公司
创投圈	综合性	天使会和创新工场共同投资
36 氪股权	泛互联网领域	36 氪
众投天地	生活消费行业众投，包括：餐饮，儿童娱乐，汽车服务，住宿等	主创团队来自于汤森路透，使得众投天地在众投（众筹）行业具有金融和媒体属性
云筹	影视、互联网、现代服务	获红岭创投投资
中证众创	综合性	中证机构间报价系统股份有限公司依托机构间私募产品报价与服务系统搭建的私募股权融资公共平台
天使汇	综合性	创业企业
爱创业	综合性	飞马旅、《东方企业家》、唯众传媒共同发起
聚募	互联网、IT 软硬件、文创、新能源、生物医药	创业企业
蚂蚁达客	TMT、健康、环保等	蚂蚁金服、阿里巴巴
融 E 邦	TMT、农业、影视	创业企业
北大众筹	互联网、智能硬件	北京大学科技开发部发起，燕园创投战略投资

京北众筹	综合类	创业企业
爱投社	互联网、硬件、消费连锁、文化娱乐、教育	创业企业
大家投	互联网、文娱、影视、演艺	创业企业
牛投网	综合类	创业企业
360淘金	TMT、生活娱乐	奇虎 360

资料来源：各公司官网

从收集国内主要股权众筹平台所关注的领域来看，股东背景较好的众筹平台项目涉及领域往往也比较广，目前做得比较出色的涉足股权众筹的创业公司则主要是聚焦于某个领域，形成核心优势。

3.1.2 部分股权众筹平台案例

目前的股权众筹平台按发起背景可以分为两类，一类是具备一定股东背景的玩家，主要包括京东东家、蚂蚁达客、360淘金、百度百众等。这类平台背靠有一定实力的企业作为股东，具备一定行业发展优势。大企业探索股权众筹业务，一方面是探索新的业务增长点与变现模式，另一方面也是为了将更多优秀的初创企业纳入到自身的生态系统中来，更有效率地壮大自身实力；

另一类是无明显背景的创业类企业，主要包括爱就投、众投邦、人人投、聚募等。这类平台往往深耕某一领域，具备了一定的行业竞争力。

国内部分股权众筹平台案例如下：

（1）京东东家：目前的行业龙头

●目前发展情况

按融资规模计算，京东东家是目前国内最大的股权众筹平台，截止 2016 年 4 月，上线一年来，已经为 89 家创新创业企业实现融资，总融资成功率 92%，总融资额超 11 亿元人民币。其中，23 个项目正筹备登陆新三板。

●商业模式特色

在投资模式上，京东东家采用了业界普遍的“领投+跟投”模式。领投方方面，官方资料显示，目前东家已与国内红杉资本、经纬创投、真格基金、IDG 资

本，戈壁创投等 50 余家投资机构建立合作。在跟投方方面，超 6 万高净值用户在京东东家平台参与股权投资，重复投资率超 30%，10%的投资人在平台投资项目超 5 个。为了进一步帮助投资者作出决策，京东众筹之中也将引入“众包”理念。未来京东东家将实施“众包投研”战略，发挥大众投资人智慧，和平台一起对项目进行投资分析和决策。

在资产端的风控方面，项目募集资金前，首先要经过项目海选，海选通过后将由东家评审委员会对项目进行把关，评审委员会不仅评审项目，还要评审领投机构，同时领投机构也要对项目进行评审，通过以上筛选后，还要通过东家风控团队的筛选。经过筛选后，仅有不足 2%的项目可以登陆平台。

在为创业项目提供附加服务方面，京东东家背靠京东集团，优势较为明显，通过营造双创生态，来推动项目进一步成长。

(2) 蚂蚁达客：将投资人分为战略投资人、财务投资人、用户投资人三类

● 目前发展情况

蚂蚁达客是蚂蚁金服旗下的股权众筹平台，于 2015 年 11 月低调上线，背靠蚂蚁金服和阿里巴巴，可谓含金汤钥而生。在资产端，首批上线的四个项目共募资超 1.05 亿元，其中用户投资人认购 5509 万元。首批参与募资的有 4 个项目包括连咖啡、人人湘、零碳科技、芥末金融等公司。截至目前蚂蚁达客有一个新项目在预热中。

● 商业模式特色

在投资端，目前蚂蚁达客平台上的合格用户投资人已超过 4 万人。平台将投资人分为三类，包括战略投资人、财务投资人、用户投资人。战略投资人通常是企业的生产制造商、分销商、营销机构、明星代言人等，本质上需是能帮助企业直接发展的业务资源型的投资人。财务投资人，是指 VC 或其他专业投资机构/人，帮助企业解决发展中的资金问题。用户投资人既是企业产品或服务的直接消费者、用户，也是投资人。

这种投资模式本质上也是“领投+跟投”模式，但这种模式更强调打造生态，让产业资本、金融资本、个人投资者都参与到对融资企业的帮扶中来。缺点在于需要平台具备很高的聚合各类合适投资者的能力。毕竟适合做战略投资者的企业以及想身兼用户身份的投资人数量可能不高。

(3) 360 淘金：独特的远期定价模式

● 目前发展情况

奇虎 360 旗下股权众筹平台“360 淘金”于 2015 年 12 月 22 日正式上线，陆续推出了艾企锐、唱吧麦颂 KTV、华尔街见闻、机手代班和星路“萌萌哒天团”等多个融资项目。

● 商业模式特色

360 淘金特色在于没有采用业界普遍的“领投+跟投”模式，而是采用了所谓的“远期定价”模式。具体流程是，一旦创业公司在规定时间内拿到新一轮机构股权融资，众筹资金按照新估值的一定折扣转换成股份，如未能在规定时间内完成，资金按照上一轮估值或约定估值折算成股权，也可能以一定的约定价格回购投资额度。

在项目筛选上，为了确保项目质量，360 淘金规定，项目必须曾经有一轮专业机构投资人的投资，且占股不低于 5%。

模式具有一定的创新性，但可行性还有待于市场检验。另外，如何保证平台项目的持续性也是需要 360 淘金考虑的问题。

(4) 中证众创：国有背景众筹平台

● 目前发展情况

中证众创独特之处在于其“国家队”背景以及独特的平台模式。与其他众筹平台的民营背景不同，中证众创是中证机构间报价系统股份有限公司旗下的原股权众筹平台。中证机构间报价系统股份有限公司由中国证券业协会管理，由沪深交易所、中金所、上期所和结算公司及多家券商、上市公司出资组建，注册资本达 75 亿元，定位于国家级的私募产品报价转让平台。报价系统是目前场外证券市场的中心。

中证众创平台于 2015 年 1 月 28 日正式启动。首批上线的 10 个股权众筹项目涉及领域较广，包含户外用品生产与销售、体育产业、农业、高科技、互联网安全、文化传媒等行业。其中，有 5 个项目已有投资者进行了认购，首日累计募集金额 557 万元。

● 商业模式特色

中证众创平台最大的特点是它并不直接对接融资方，而是由经报价系统认证

注册、宣传推广、公开课培训、创业保险等服务。

在投资方式上，天使汇采用闪投与快速合投的形式。闪投是一种线下路演产品，创业项目在上午集中路演，中午和投资人共进午餐，下午和有投资意向的投资人进行一对一私密约谈，傍晚签订投资意向书。快速合投则是线上股权认购服务。

总体而言，天使汇作为老牌股权众筹平台，在线上与线下都搭建了服务体系，并在众创服务方面为企业提供支持，相对来说模式较为成熟。

3.2 行业预测与投资逻辑

3.2.1 整体判断：行业经过积累、试错后有望迎来真正的发展期

综合以上分析论证，我们认为，股权众筹模式在消除股权投融资领域的信息不对称方面具有一定价值，可以满足部分小微企业的股权融资需求，同时满足一些专业投资机构、个人投资者寻找股权项目进行投资的需求。如果股权众筹平台能够在投融资之外向融资项目提供产品开发设计、营销推广、咨询培训等方面创业服务体系，则对融资项目更具吸引力，创造更大商业价值。这就需要股权众筹平台具备解决信息不对称、提供众创服务体系的多方面能力。

从目前的状态看，股权众筹平台还在发展初期，普遍不具备上述能力。距离行业真正发挥大价值、迎来爆发期还有一段时间的势能储备。

不过行业正在发生积极变化，第一，京东、360、百度等巨头开始进入该领域，带来了自身生态系统中的资源与能力，不仅在吸引优质项目上有优势，也带来了可以帮助创业企业的众创服务，有望进一步升级股权众筹服务的标准，提升行业对于优质项目的吸引力。第二，一些平台尝试拓展传统 VC 所不涉及的领域的股权投资，形成一定的差异化竞争。如果能够做好风控，会是比较有前景的发展方向；第三，新技术如大数据等在日益广泛地应用到股权众筹领域，越来越多的平台尝试利用大数据技术改善业务，对于提升行业风控能力有望形成一定帮助。

随着模式的逐步做实、成型，生态系统的日益完善，行业相对于传统模式的竞争力会逐步凸显出来，这一过程可能需要行业至少再进行两年左右的积累、试错，优胜劣汰，有竞争力的平台将最终涌现出来。

3.2.2 股权众筹的潜在市场规模

股权众筹对标的线下股权投资市场规模在数千亿级别，这些线下投资不会全部转移到线上，但即使有 10% 的融资转移到线上，也将是很大的数量级。且我国的股权融资还在持续上升通道，未来股权融资比例增加、债权融资比例下降仍将是主要趋势。这决定了股权众筹的潜在市场规模比较可观。

(1) 潜在的替代对象：天使、VC 投资

股权众筹对应的天使、VC 投资规模在上千亿以上。清科发布的数据显示，2015 年，中国股权投资市场投资金额为 5255 亿元，其中，天使投资投资 102 亿元，VC 投资 1293 亿元。

股权众筹主要为初创企业提供股权融资，对应的线下市场主要是天使投资和 VC 投资的领域。按照清科的数据，2015 年这部分市场的规模加起来在 1400 亿元左右，且还在快速增长中。

(2) VC、天使未开发的股权投资领域

另外，股权众筹并非简单对标线下的天使和 VC 投资，天使和 VC 投资都是典型的风险投资，投资的领域主要是高增长的新兴领域，追逐的是明星项目与精英创业者。而对于传统经济，如线下开店等，以及普通创业者的创业活动，天使和 VC 投资涉猎不多，也缺乏足够的能力与精力进行覆盖。股权众筹则可以聚集一批对这类经济模式感兴趣以及有一定经验与阅历的投资人，为创业者提供资金支持。这部分投资目前主要通过创业者自筹资金来解决，未来则可以通过股权众筹平台来解决。

这部分创业行为的投资额没有明确的数据，可以通过公开数据简单预估。

国家工商总局数据显示，2015 年全国新登记企业 443.9 万户，比去年增长 21.6%，注册资本（金）29 万亿元，增长 52.2%，均创历年新登记数量和注册资本（金）总额新高。平均每天新登记企业 1.2 万户，比去年日均新登记企业 1 万户有了明显提升。

根据以上数据测算，2015 年我国新注册企业平均注册资本为 653 万元。而新注册企业中也并非都是创业企业，也有很多大企业新注册的公司。我们保守预估每年有 100 万新创立的草根型企业，其注册资本又以 50 万保守预估，则规模

仍将达到 5000 亿元。考虑到 2015 年我国民间投资 354007 亿元，5000 亿元的规模并不高。

也就是说，股权众筹面对的可改造的线下市场规模非常巨大。而目前股权众筹的融资规模还很有限。零壹财经数据显示，2015 年我国股权众筹筹款金额在 45 亿元左右，整体规模估计在 50-55 亿元之间。网贷之家的统计数据显示，2015 年我国股权众筹融资规模为 51.90 亿元，与零壹财经的数据相当。可以认为目前股权众筹年度融资额在 50 亿元左右，数量非常低，还有很大的发展空间。

3.2.3 市场竞争与投资逻辑

未来的股权众筹行业竞争将围绕两条主线进行，一方面是解决信息不对称问题，另一方面是基于自身资源为企业提供更全面创业与发展服务。行业投资逻辑也围绕这两点：能够在某个层面解决信息不对称问题的平台以及能够提供更多高附加值服务的平台将更具投资价值。

初步判断，在未来成功的股权众筹公司可能分为三类，一种是拥有众多扶持资源的大型企业，可以为参与众筹的企业提供生态体系内的高附加值服务；二是垂直领域的重度布局者，在某些领域形成独特优势；三是金融科技公司，通过新技术完成项目筛选、风控等核心环节。

当前的市场格局还非常不稳固，往往一两个大项目就可以决定该月份股权众筹行业的排名。未来两三年市场服务趋于成熟、完善，市场也进一步优胜劣汰，行业格局有望进一步清晰，真正具有服务能力和竞争优势的企业将逐步脱颖而出。

总之，股权众筹存在一些显而易见的问题亟待解决。但只要找准行业 and 平台定位，增强股权众筹对于融资项目和投资者的服务能力，股权众筹行业会绽放别样的精彩。

THANKS

虎嗅
HUXIU.COM

一个有视角的商业资讯与交流平台

精选 · 干货 · 有料 · 犀利

内容邮箱

tougao@huxiu.com