滴灌通

谢俊鹏先生
+852 2135 0248
john.siah@oriental-patron.com.hk

研究报告

科技赋能，释放小微经济投资价值的专家

- **每日收入分成合约(「DRC」)让专业金融投资者直接投资中国小微消费市场，同时向小微企业提供高效的融资渠道。**
- **滴灌通：释放小微经济价值的专家。专注投资于餐饮、零售、服务、文体等消费类品牌连锁小店。**
- **滴灌通中国基金让专业金融投资者可以投资多元化的小店投资组合**
- **即将开办的澳门滴灌通(澳门)金融资产交易所(「澳交所」)允许专业金融投资者自由构建定制的 DRO 产品组合**

每日收入分成合约(「DRC」)：通往中国充满活力的小微经济世界的门户。小微企业贡献中国超过 60%经济成长，以及提供 80% 就业职位。然而，由於抓取信息难度大、成本高昂，实操难度大，使得传统形式的金融很难企及小微企业。据艾瑞咨询估计，小微企业贷款需求与金融机构的小微企业贷款之间存在巨大缺口（53.7 万亿人民币）。DRC 是一种创新的商业合同，这种非股非债的现金流投资工具，让投资者可以获得每天运营收入分成，共享小微零售商户的发展成果。中国盛行无现金支付、支付信息流通、更多小微企业采用 SaaS 云企业管理工具的背景使 DRC 自动化收款变得可行，这使投资者可以通过 DRC 投资小微企业产品变得可行。DRC 使金融资本连结小微经济，将会显着推动小微企业金融市场，藉此释放小微企业的投资价值。

滴灌通：释放小微经济价值的专家。滴灌通建立了基于 DRC 和自动化收入分成机制的透明收益共享投资工具，藉此发掘小微经济蓬勃的投资机遇。 滴灌通专注投资于餐饮、零售、服务、文体业务，替有品牌和连锁小店分担部份开店成本的支出。DRC 不涉及变更股权，滴灌通通过实时抓取收入分成，分享企业能够共享收益。滴灌通大量投资小店，每项投资涉及金额小，小店之间经营关连性极弱，使滴灌通很好地分散了被投个别商店经营风险。

滴灌通中国基金（「MCCF」)让专业金融投资者可以投资多元化的小店投资组合。基金透过 DRC 投资大量线下消费场景小店。截至 2023 年 3 月 7 日，基金已在全国投资了超过 2,800 家实体店，已覆盖连锁品牌超过 240 个。基金自成立以来广受投资者欢迎，投资组合回报理想，向投资者很好地证实了透过 DRC 投资小微经济的新型投资模型的成功，只需承担小量风险便能获得丰厚回报。从滴灌通中国基金在 2022 年 2 月成立至 2023 年 1 月 31 日，滴灌通中国基金投资组合回报率达到 15.2%，波动率低至 3.6%，夏普比率 3.05 倍，与股市回报呈低相关性，反映滴灌通中国基金是分散投资组合风险的良好另类投资工具。

澳门滴灌通(澳门)金融资产交易所允许专业金融投资者自由构建定制的 DRO 产品组合。据了解，滴灌通澳交所在明天(3 月 25 日)开始试业，是全球第一间以交易每日分成合约的交易所。这个交易所允许专业投资者持有及买卖内地小微企业旗下门店的 DRO（Daily Revenue Obligation）资产，将投资者与门店之间实行对接，预期 3 到 4 个月后正式开业。我们将在澳交所成立后向各位详细介绍该交易所的运作。

风险：(1)零售市场持续疲弱拖累 DRC 的每日回报；(2) 每日收入合同的投资公司倒闭比率增加， (3)被投资商店的业务生命周期比预期缩短

滴灌通简介

滴灌通是连接全球资本与中国小微企业的新型金融市场投资平台。滴灌通通过基金平台、结构化产品解决方案、筹划中的交易平台，为全球专业投资者提供小企业投资的效率和流动性，提供影响力投资的新选择。

每日分成合同(DRC)：一种可以挖掘充满活力小微经济价值的新型投资工具

每日分成合同(DRC)

每日分成合同(DRC)是一种合约，投资者可以根据该合约获得广大小微企业，尤其是特许零售企业的未来现金流。 它既不是债务也不是股权，而是代表在约定时间段内从投资商店获得约定百分比的每日收入份额的合同权利。

DRC 在法律上的优先级可能低于债券和股票，但**他们在收取企业现金收入的优先级别最高，因为他们可以直接收取投资项目产生的协议收入部份**。

投资于 DRC 的投资者可以收到被投资小微企业每日收入的一部份。

不同消费类子行业的每日分成合同（DRC）各有不同。滴灌通公布，截至 2023 年 2 月 16 日，机构预测单店平均回本期平均约 22 个月。

图表1. 滴灌通通过每日分成合同（DRC） 投资于小微企业与例子

*实际情况或与上述例子有异，仅作为一个参考

数据源：滴灌通演示材料

金融科技使投资者通过 DRC 投资小微经济变得可行

数字建设使金融机构能够以更低的成本评核小微企业的运营绩效。例如，无现金支付在中国盛行，使金融机构能够更容易跟踪和细分收入。此外，金融科技技术还降低了隐性成本，例如处理小微企业融资申请的时间。这大大提高了金融机构在服务小微企业融资需求时的风险回报率。

作为小微企业与资本市场对接的先行者，滴灌通搭建了基于连接被投企业 POS 系统和 SaaS 平台的自动化还款机制（「ARM」）。 它旨在自动从面向消费者的连锁店和特许经营店获取收入，这些企业已经广泛采用数字支付。

滴灌通的数字基础设施使 DRC 能够通过与各种 POS、SaaS 和集成支付系统的连接系统自动计算、捕获和分配现金流。

图表2.滴灌通如何通过自动还款机制确保收到投资回报

数据源：滴灌通演示材料

滴灌通與希望获得 DRC 投资的公司实现 SaaS、数字支付系统直联，并获得从后者的企业账户中分享收入的授权。这样滴灌通便能通过连接能够安装自动还款系统，以自动分享来自被投资公司的收入。

图表3.滴灌通建立「滴灌星」市场操作系统，实现规模化、精准化投资

数据源：滴灌通演示材料

图表4.滴灌通建立全流程业务评估与监测体系，作出精准与监测风险

数据源：滴灌通演示材料

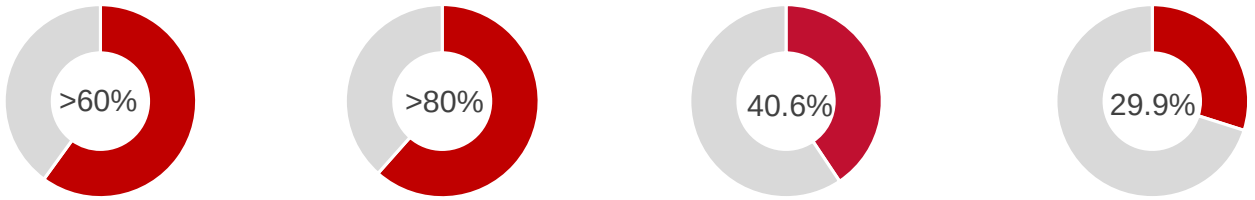
每日收入分成合约(「DRC」)可以发挖小微经济的巨大价值

对于金融机构投资者而言，小微企业是一片尚未开发的蓝海。

小微企业对中国的 GDP 和就业贡献巨大。然而，中国金融市场对他们的服务相当不足。 根据艾瑞咨询的数据，2021 年底普惠小微贷款授信户数占小微整体户数比例只有 29.9%。

在中国强调促进“内循环”的情况下，小微企业受益于内需增加。 他们还受益于城市化进程的加速，以及金融科技降低创业门坎。

图表5.小微企业对经济的贡献和小微企业融资概况



小微企业对中国经济发展贡献超过 60%

小微企业提供超过 80%的就业

2021 年小微企业贷款占贷款总量的百分比

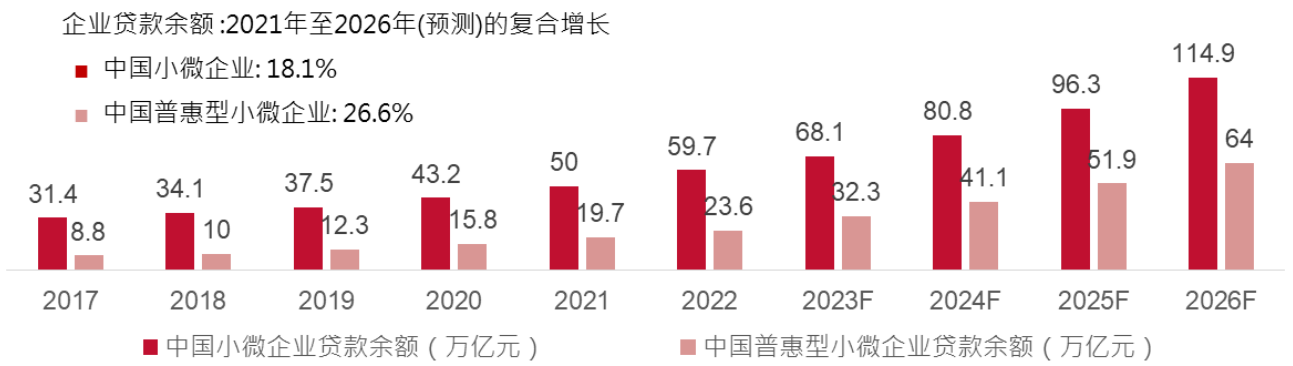
2021 年底普惠小微贷款授信户数占小微整体户数比例

数据源：中国人民银行行长易纲在“第十届陆家嘴论坛（2018）”的主旨演讲《关于改善小微企业金融服务的几个视角》、央行、银保监会、国家工商总局，艾瑞研究院自主研究测算

小微企业被金融行业忽视

小微企业急需资金拓展业务。 截至 2022 年 12 月，小微企业贷款余额达 59.7 万亿元。 艾瑞咨询预计 2021 年至 2026 年未偿还贷款余额将以 18.1% 的复合年增长率增长。

图表6. 2017-2026 年中国小微企业贷款余额及普惠小微企业贷款余额（单位：万亿人民币）

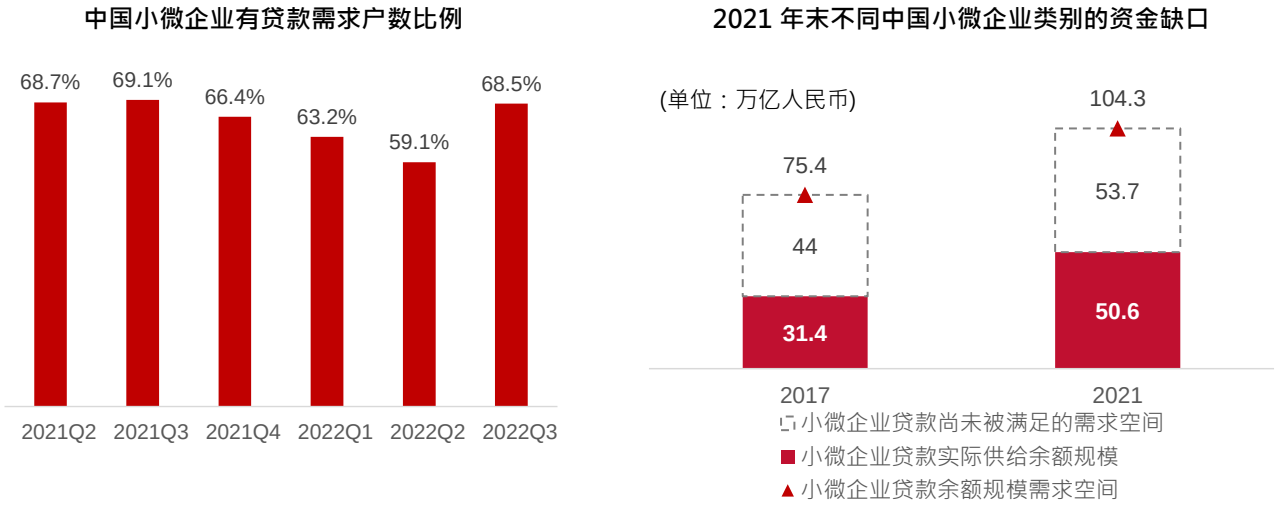


数据源：中国政府网，中国人民银行，中国银行业协会、银保监，艾瑞数据评估模型，艾瑞研究院自主研究测算

艾瑞咨询认为，小微企业融资需求巨大。2021 年末，1.03 亿户的“小店”中只有 21%“小店”获银行业金融机构的贷款支持。

小微企业往往发现难以从普通渠道获得融资，原因是 (1)缺乏抵押品，(2)没有企业信用标准的有效评估，以及(3)没有有效满足金融机构的财务数据报表及信息披露机制。艾瑞咨询指出，小微企业实际需求与贷款余额存在巨大缺口。

图表7.小微企业贷款需求与实际贷款余额存在巨大缺口



数据源: 中国政府网，中国银行保险监督管理委员会，中国人民银行，中国银行业协会、银保监，《中国小微经营者调查》各季度报告，艾瑞研究院自主研究测算。

DRC 作为一种融资产品越来越受到小微企业的青睐，因为：(i) 作为一种非债务工具，投资标的不承担刚性还款义务；(ii) 与投资者分享的收益仅限于商定的时间段及商定的收入分成比例；以及(iii) 回本后给予让利，放大品牌门店收益。

滴灌通 – 连结资本市场和小微经济的专家

滴灌通是通过具有自动还款系统的每日收入合同(「DRC」)挖掘中国零售经济商机的专家。 它专注于投资实体店，涵盖整个消费领域，包括餐饮、零售、服务、文体。

差异化的投资选项

滴灌通专注线下投资于零售业务，例如餐厅、杂货店、沙龙、健身室、奶茶店等。

滴灌通通过 DRC 投资于基层经济。 与传统资产类别相比，它具有实时的收入披露和实时收取投资回报的好处。

图表8.与传统资产类别相比，滴灌通产品为专业金融投资者提供差异化的选择

	滴灌通资产模型	传统资产
规模	数量众多的小型投资	每项投资支出较大
风险特征	完全分散投资	公司层面（发行人）
入场估值	成本	溢价（股本倍数）
披露	每天实时数据	由中介机构准备，有时间滞后
退出/返回	立即和持续	IPO 或交易出售（股权投资）/到期日（信用投资）
风险管理	每天按时收取收益	监管制度
投资部署模型	渐进的、在商店级别	股票挑选/债券挑选

数据源：滴灌通、东英亚洲证券研究部整理

DRC 如何让金融投资者受惠

DRC 向金融投资者投资真实、有效、完善的每日现金流数据，信息披露量的频率远超上市公司。DRC 作为高度透明数据披露的投资产品。

通过每日收取小店的现金流分成，这容许投资者建立多元化和持续收入贡献的投资组合。由于投资回报期短而且可以持续获取收益，投资者可以迅速进行再投资从而进一步提高综合收益率。

图表9.收入分成模式、私募投资/风险投资、以及私人信贷的投资特性比较

	收入分成模式	私募投资/风险投资	私人信贷
资质要求	1. 无抵押和无担保 2. 标准和系统化流程使尽职效率提高 3. 真实完整的门店经营数据，可投新店	1. 无抵押但或有担保要求 2. 尽调要求高 3. 高成长性和想象空间的业务	1. 需要抵押和担保 2. 尽调要求高，标准不透明 3. 真实完整门店经营数据，一般不投新店
所有权	不稀释股权	需出让股权	不稀释股权
企业经营管理	不干预经营	1. 干预经营管理 2. 可能派驻董事	不干预经营
利益分配	1. 无固定回报要求 2. 分成有约定期限 3. 接受经营风险	1.无固定回报要求 2.永续分配利润 3.接受经营风险 4.或有兜底退出机制	1. 有保本和固定回报要求 2. 按期还本付息，有资金压力 3. 与企业营收弱相关 4. 或有担保费用
直接获取现金流	可以	不可以	不可以
每天收入回款	第一天起可以	不可以	部份
使用投资现金流再投资	可以	不可以	不可以
再投资频率	高	低	低
投资回报的波动性	稳定	波动性高	稳定
收入信息披露	完整和实时	延迟和有限	延迟和有限

数据源：滴灌通、东英亚洲证券研究部整理

图表10. 以下市场事件对投资回报的影响

	收入分成模式	私募投资/风险投资	私人信贷
新股发行	没有	潜在高回报(视乎进场时的投资估值)	没有
维持私人公司状态	没有	0	没有
中止经营	投资回报降低(如果已经收回本金投入，则整项投资仍然有盈利)	全数损失	处置抵押品回收部份价值

数据源：滴灌通、东英亚洲证券研究部整理

滴灌通向专业金融投资者投资小微经济的途径

滴灌通中国基金为专业金融投资者提供风险高度分散而且拥有稳定回报的小微经济投资平台。在滴灌通澳门金融资产交易所 (「澳交所」) 开业后，专业金融投资者亦可以通过交易所自行组合 DRO 的投资组合。

滴灌通中国基金

滴灌通中国基金通过投资于高度多元化的中国小型企业 DRC，为投资者提供稳定的年收入增长和资本增值。 截至 2023 年 1 月 31 日，该基金的资产管理规模 (AUM) 达到 8,020 万美元。

图表11. 滴灌通中国基金的投资特色(截至 2023 年 2 月 16 日)

数据源：滴灌通、东英亚洲证券研究部整理

滴灌通中国基金采用贴现现金流模型对 NAV 进行月度估值，反映了基于门店产生的基础收入对收入分配权的估值。

初始估值是根据品牌合作伙伴提供的财务信息进行的，并进行了额外分析以微调所投资商店的财务预测。

图表12.滴灌通中国基金的投资亮点

数据源：滴灌通演示材料

从滴灌通中国基金在 2022 年 2 月成立至 2023 年 1 月 31 日，滴灌通中国基金投资组合回报率达到 15.2%。

滴灌通中国基金独特的资产性质有助抵御传统资产市场中负面情绪和波动的影响。滴灌通中国基金与股票指数的相关性较低，标志着它是分散投资组合风险的可行工具。

图表13.滴灌通中国基金從 2022 年成立至 2023 年 1 月 31 日，滴灌通中国基金的产品风险属性

	滴灌通中国基金	沪深 300	标普中国综合债券指数
波动率	3.6%	22.1%	7.9%
夏普比率(“Sharpe ratio”)	3.05	-0.59	-1.48
与滴灌通中国基金的相关性	N/A	0.01	0.20

数据源：滴灌通、东英亚洲证券研究部整理

滴灌通澳门金融资产交易所—自由投资 DRO 投资组合的平台

环球第一家以交易「现金分成合约」的滴灌通澳门金融资产交易所(“澳交所”) 将在 2023 年 3 月 25 日开始试营业，为专业金融投资者提供前所未有的进入中国小微零售行业的新资产类别——Daily Return Obligation (「DRO」)。 DRO 可以让投资者获得小微企业每日收入份额的权利。

图表14.滴灌通澳门金融资产交易所开办的时间表

数据源：滴灌通、东英亚洲证券研究部整理

澳交所为资本市场提供全新的投资工具，直接投资于中国消费领域。相信该交易所将加速 DRO 的采用并释放小微经济的增长潜力。

澳交所提供了一个高效透明的市场平台，连接中国微观经济与全球资本，同时为全球投资者提供新的投资机会。 在适当的时候，交易所计划提供与其他金融资产交易相关的服务。

据了解，滴灌通澳交所成立后，滴灌通中国基金将转变成为滴灌通中国引领基金，专注于小额投资目标门店，随后进行为期 3 个月的观察，以确保业绩预测结果准确性。合资格门店将提高可供交易的每日分成比例，用于向投资者在滴灌通澳交所集资。

附录：滴灌通简介

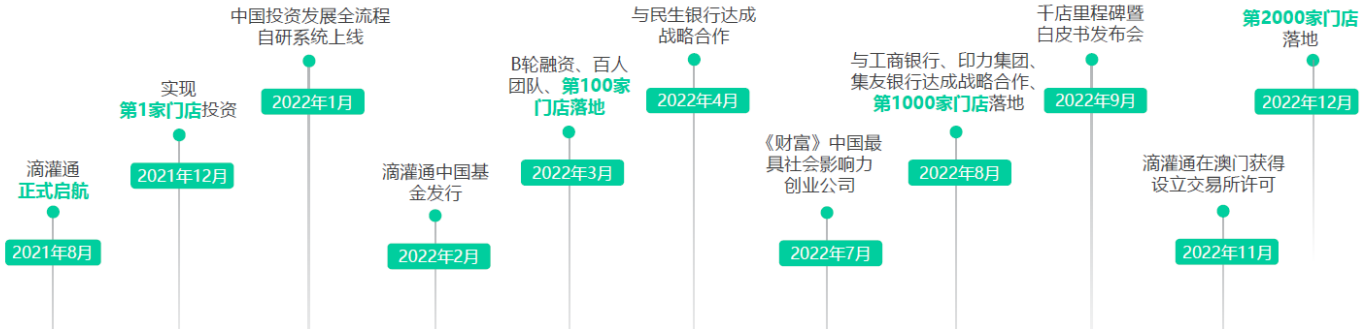
滴灌通是连接全球资本与中国小微经济的新型金融科技平台，让小微企业更容易获得和负担得起资金。

滴灌通创建基于自动收入分成科技基础的每日收入分成(「DRC」)产品。这使滴灌通和投资者能够利用中国的数字化经济以安全的方式获得投资回报。

图表15.滴灌通如何改善微型和小型企业的融资渠道

数据源：滴灌通、东英亚洲证券研究部整理

图表16.滴灌通发展里程碑



数据源：滴灌通演示材料

图表17. 滴灌通主要管理层介绍

名称	职位	介绍
李小加先生	创始人&主席	- 资深金融家，拥有丰富的中国和国际金融市场和监管经验 - 前香港交易所集团行政总裁。任内推动沪港通、深港通、债券通、同股不同权机制、人民币股票发行等众多关键改革 - 加入香港交易所前，曾任摩根大通中国区主席及美林中国区总裁
张高波先生	创始人&行政总裁	- 中国金融市场改革的积极参与者，为中国企业引进国际资本的先驱 - 东英金融集团创办合伙人、行政总裁。带领东英与南方基金合资成立南方东英，是跨境资产管理的积极推动者 - 创办东英之前，曾任职海南省政府和人民银行海南省分行，期间积极推动金融市场的改革和发展
李辉先生	中国投资管理公司 CEO	- 领导滴灌通在中国的业务扩展 - 曾任中国领先的汽车后市场服务商之一途虎养车的首席运营官 - 在 2019 年加入途虎之前，曾担任麦当劳中国区首席发展官

数据源：滴灌通、东英亚洲证券研究部整理

专业团队

Micro Connect 拥有来自超过 30 个行业的超过 160 名专业人员。 他们精通零售连锁运营、投资、金融科技、实体店和主要消费行业。

图表18. 滴灌通专业团队

深圳			香港	
商业发展	商业智能	商业科技	投资者关系	投资组合管理
由资深行业与投资专家对接品牌与小微门店，寻找合适的投资目标	深谙行业数据与趋势，投前 / 投后全方位分析研究	对于市场的金融科技基础设施了如指掌，完整的评估拟投品牌 / 门店的数字化能力	面向全球机构投资者及高净值人士，探讨资金融资与战略合作	投资组合动态平衡及风险管理

数据源：滴灌通

集资

滴灌通得到了全球顶级投资者的认可和支持。 2022 年 3 月，它从全球顶级投资者那里筹集了 7000 万美元的 B 轮融资。

图表19. 滴灌通股东

数据源：滴灌通演示材料

合作伙伴

图表20.滴灌通合作伙伴

数据源：滴灌通演示材料

投资过程

滴灌通将品牌合作伙伴（品牌、连锁店和特许经营权）视为挖掘小微经济机遇的切入点。滴灌通利用品牌合作伙伴实现规模（他们可能拥有数百家小型企业）、提高投资质量并通过自动收入分成科技基础将支付风险降至最低。

图表21.滴灌通投资全流程

数据源：滴灌通演示材料

滴灌通不会投资存在以下问题的公司

1. 数据造假
2. 对加盟门店缺乏约束
3. 纠纷法律风险不清
4. 不符合测算模型.

图表22.滴灌通如何识别小微经济的投资机会

收入系统	1.	系统可以管控 100% 收入数据（加盟模式特别注意）
	2.	必须有明确确认收入规则、制度及数据，系统可以直接导出.
	3.	拥有 IT 团队，可自研系统可加分
合规	1.	各门类须有相关相应资质
	2.	加盟类门店，需要特许经营许可备案
	3.	有明确的预收款管理制度，符合国家及地方政府的要求
企业规模	1.	品牌成立 2 年以上
	2.	至少拥有 10 家以上连锁门店，越多越好
	3.	有过融资历史优先
单店模型	1.	单店投资理想区间 20-200 万，具体据测算确定
	2.	滴灌通出资比例 50%
	3.	回本期和联营期挂钩

数据源：滴灌通、东英亚洲证券研究部整理

图表23.滴灌通的风险管理框架

数据源：滴灌通演示材料

滴灌通前景

图表24.滴灌通投资行业

数据源：滴灌通演示材料

报告的条款，免责声明和披露事项

通过接受本报告，阁下声明及保证阁下有权按下列所设的限制规定收取该报告并同意受载于本文之限制所约束。任何不履行遵守该等限制可能会构成违法或终止提供予阁下的该等服务。

免责声明

在香港派发的研究资料目的只适用于有专业投资经验的机构投资者而其主要的业务包括投资于证券，债券和有关连的证券及/或衍生证券。任何非机构投资者的人士不应该依赖本通讯。

载于本文的信息和材料并非针对或意图被任何人士或实体作派发或使用，而该等人士或实体属任何司法管辖范围内市民或居民或居于此，在该司法管辖范围内分发，发布，提供或使用将会违反适用的法律或条例或会导致东英亚洲证券有限公司(“东英亚洲”)及/或其联系公司及/或其联属公司(统称为“东英”)需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

本文的信息和材料只供作提供消息用途和非用作或被视为一种报价或邀约出售，或报价或邀约购入或认购证券，投资产品或其他金融工具，亦非构成对该等证券，投资产品或其他金融工具的任何意见或推荐。

本研究报告是作为一般性传阅之用。其没有就任何将收取本报告的指定人士的特定投资目的，财务状况上和特别的需要作出考虑。本报告并非用作代替运用独立判断。东英有可能发出其他与本报告所载的数据不一致和得出不同结论的报告。该等报告反映该分析员的不同假设，观点和分析方法。阁下对本报告提及的有关证券作任何投资或任何交易前，应当独立地评估特定的投资和咨询独立的财务顾问。

东英相信于本报告所采纳或取得的资料和意见其来源都是可靠的，但东英不会对其准确性或完整性作出陈述和在法律及/或规例的许可下，东英不会就因为使用本报告上的数据而导致的损失负责。再者，更改本报告的意见是无须要发出通知的。东英不会就因为使用本报告所载的数据负上直接或间接上所产生的任何责任。

主要负责预备本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或隐含，是为针对未来的表现而作出的。东英、其董事、职员和员工可能对本报告提及的任何公司的证券或衍生工具有投资，并且可能作出与本报告所表达之观点有不一致的投资决定。

一般披露

东英、其董事、职员和员工，包括牵涉制备或发出本报告的人士，在法律许可的情况下，可不时参与或投资在本报告里提及的证券发行人的金融交易，为该等发行人履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。并且，其有可能涉及在本报告里所陈述的证券进行庄家活动。在法律许可的情况下，东英可在数据出版前，使用载于本文的数据或研究或分析。一位或多位的东英董事、职员及/或员工可能是本报告提及的证券发行人的一位董事。东英可能在过去三年内，曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

证监会要求的监控披露

有关可能导致东英(包括东英亚洲)其在香港经营投资银行，自营交易或庄家活动或代理经纪[和授权分析员]的业务与投资者或潜在投资者之间产生潜在利益冲突的特别事项，现披露如下:

截至本报告的发行日，东英与目标公司有投资银行业务的关系及在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证:

本研究报告所表达的观点准确地反映该分析员对任何和全部目标股票或发行人的个人观点; 并且分析员过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

评级和相关定义:

买入 (B)	**我们预计该股票在未来 12 个月内的表现优于相关基准 15% 以上。**
持有 (H)	**我们预计该股票在未来 12 个月内的表现与相关基准一致。**
卖出 (S)	**我们预计该股票在未来 12 个月内的表现将低于相关基准 15% 以上。**
相关基准	**代表截至本报告所报日期的股票收盘价。**

Copyright © 2017 东英金融集团. 版权所有

本报告是严格基于其会被保持机密的前提下提供予阁下的。除非经特别的批准，否则本陈述的任何部份不可在未经东英的书面批准下以任何形式被复制或发布。东英不会就第三者在这方面的行动负上任何责任。

联 络

香港中环康乐广场 8 号交易广场 2 期 27 楼 2704-08 室

www.oriental-patron.com.hk

john.siah@oriental-patron.com.hk

电话:(852) 2135 0248

传真 (852) 2135 0295