



LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN
ANALYSIS PERFORMANCE
OPPORTUNITY
PROCESS RISK

每日收入分成凭证（DRO） 现金流预测及证券化信用评级研究

联合资信 结构评级二部 | 邵天 | 官雪 | 孙歌珊 | 吴鑫磊 | 游诗棋 | 李明

摘要

收入分成融资（Revenue Based Financing，即 RBF）是近年来新兴的一种资产类型。在中国地区，RBF 的代表性资产为每日收入分成凭证（Daily Revenue Obligation，即 DRO）。本研究以滴灌通集团（“滴灌通”）运营的 DRO 为分析案例，介绍了 DRO 作为基础资产进行资产证券化的信用分析框架，主要包含 DRO 资产现金流预测方法和证券化信用评级思路。

DRO 资产证券化的整体评级思路结合了收益权类资产与小微债权类资产证券化的评级逻辑，并兼顾了 DRO 资产自身具有的独特性。针对 DRO 未来现金流的预测，本研究通过对滴灌通所提供的历史数据进行分析，并结合线下消费行业逻辑，创新性地提出了基于“行业光谱”的行业分类方法对数据进行分组，并结合幂律分析方法对 DRO 的未来现金流进行预测。在现金流压力测试方面，本研究设定了与常规产品不同的压力参数和加压标准，从影响门店未来现金流的重要因素出发，以品牌风险、区域风险、行业风险三个维度作为压力因子，参数选取和压力标准方面在滴灌通提供的历史数据基础上引入了多种外部权威数据。

本研究旨在帮助投资人与相关参与方理解联合资信对 DRO 资产证券化产品的评级思路，并对未来其他 RBF 类资产进行证券化评级提供参考。

一、收入分成融资简介与发展现状

（一）收入分成融资类资产简介

收入分成融资（Revenue Based Financing）是一种新型的企业融资方式，企业无需提供抵押或担保，也不需要出让企业股权，而是通过与投资者共享企业未来一定期限内的收入增长来获得资金支持。RBF 理论上不改变企业的股权结构，也不构成债权债务关系，它被广泛认为是一种另类融资方式。在国际上，RBF 融资模式已经过一段时间的发展，特别是在美国、英国等国家。一些专业的 RBF 投资机构，如 Lighter Capital、Wayflyer 和 Uncapped 等，已经成功地为数千家企业提供了资金支持。在中国，RBF 融资模式还处于起步阶段，该模式的代表性机构为专注于大消费领域投资的滴灌通集团（下称“滴灌通”）。

图表 1 国际部分 RBF 机构

公司名称	成立时间	国家	投资领域
Royalty Pharma (NASDAQ:RPRX)	2020	美国	药物研发
Capchase	2020	美国	SaaS
Wayflyer	2019	爱尔兰	销售实体物品的电子商务公司
Uncapped	2019	英国	电子商务, SaaS, 直接面向消费者的游戏和应用程序开发公司
Lighter Capital	2010	美国	SaaS, 技术服务, 订阅服务和数字媒体科技公司

资料来源：联合资信根据公开信息整理

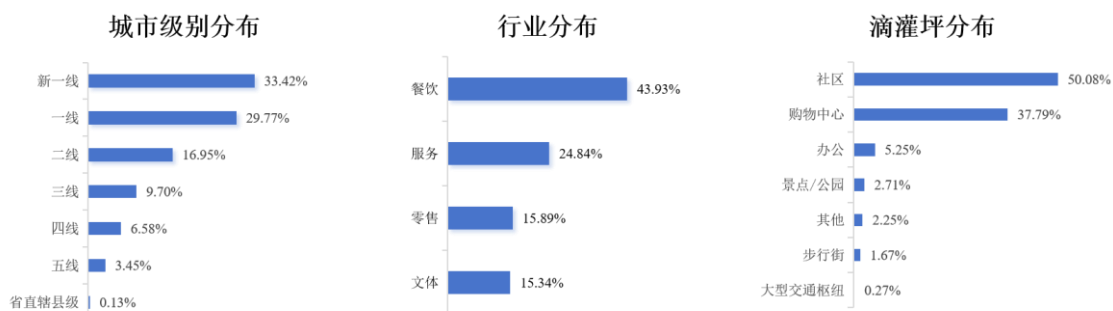
（二）滴灌通简介

滴灌通是国内发展最早且最大的 RBF 机构，其创立于 2021 年 8 月，专注于大消费领域的 RBF 运作，其通过全球唯一的 RBF 交易所—滴灌通澳交所（MECX），将国际资本以每日收入分成合约（以下简称“DRC”）+每日收入分成凭证（以下简称“DRO”）的产品模式（详见下文）投向中国内地的线下消费实体门店。

截至 2024 年 2 月末，通过滴灌通实现的累计投放额已超过 40 亿人民币，从地区分布上看，所投资的实体门店遍布全国 200 多个城市，且主要集中在新一线城市（占比 33.42%）和一线城市（占比 29.77%）；从行业分布上看，所投资的实体门店分布在餐饮、零售、服务、文体四大行业，涉及上百个品类；特别地，从滴灌通定义的滴灌

坪¹概念来看，所投资实体门店主要分布于社区（占比 50.08%）和购物中心（占比 37.79%）两类滴灌坪。

图表 2 城市级别、行业及滴灌坪分布



资料来源：滴灌通提供，联合资信整理

二、DRO 资产的特点与分析

（一）DRO 的形成

每日收入分成凭证（Daily Revenue Obligation, 即 DRO）是一种用于投资小微企业的新型工具，该工具可使投资人在约定时间内获取被投资企业每日收入的特定比例作为投资回报。DRO 的现金流来源于投资方通过资产服务机构与小微企业签署的每日收入分成合约（Daily Revenue Contract, DRC）中约定的门店收入分成，DRO 与 DRC 是一一对应的镜像关系，而一份 DRO 可以拆分为多个对应的 DRO Units。

DRC 的产品设计逻辑为，投资人用现在的一笔资金以联营方式换取小微门店未来合约期内一定比例的收入，直至合约结束。DRO 的产品设计旨在使得联营门店的收入按日通过滴灌通的归集与清分，以投资回报的方式流入投资人账户，最终形成资金流的闭环。

从融资端看，小微门店端作为融资人，该融资模式没有还本付息义务，有效降低了其刚性负债的压力。从投资端看，银行等投资机构，可以通过 DRO 产品参与到更广泛的线下消费行业投资中，这种投资方式产生回报的时间更短，且拥有更具潜力的未来收益水平。

图表 3 DRO 资产特点

名称	DRO 投资	传统股权投资	传统债权投资
----	--------	--------	--------

¹滴灌坪是以门店为中心辐射客群的范围，滴灌通根据门店周边辐射 500 米范围内的建筑类别不同，将门店分为 7 个滴灌坪类型，分别是购物中心类型、步行街类型、社区类型、办公类型、大型交通枢纽类型、特殊类型（大学、医院等）、其他类型。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/138053002024006117>