

多点数智港股 IPO：关联交易占 7 成，高度依赖物美集团，上市前过度包装依旧难盈利

导语：实控人 3 年 5 闯港交所。

作者：市值风云 App：布偶

2024 年港股 IPO 递表的多点数智 (Dmall Inc, 公司), 自称是中国最大的零售云解决方案服务商。

一、营收高度依赖物美集团的输血

读者可能想问，什么是零售云解决方案？

简言之，它旨在解决零售行业的核心挑战：如何做到“货架上的商品正好是顾客想要的”。在过去，商家在商品备货时，常遭遇商品短缺或库存过剩的情况。商品短缺导致顾客流失，库存过剩又会导致额外的资金占用和成本。

零售数字化理论上可以通过深度学习等技术，对用户的多维度特征进行分析，如收入、性别、教育水平等，预测他们的购买偏好，以解决这个难题。甚至牛逼的模型上还能预测下一个可能的爆款。

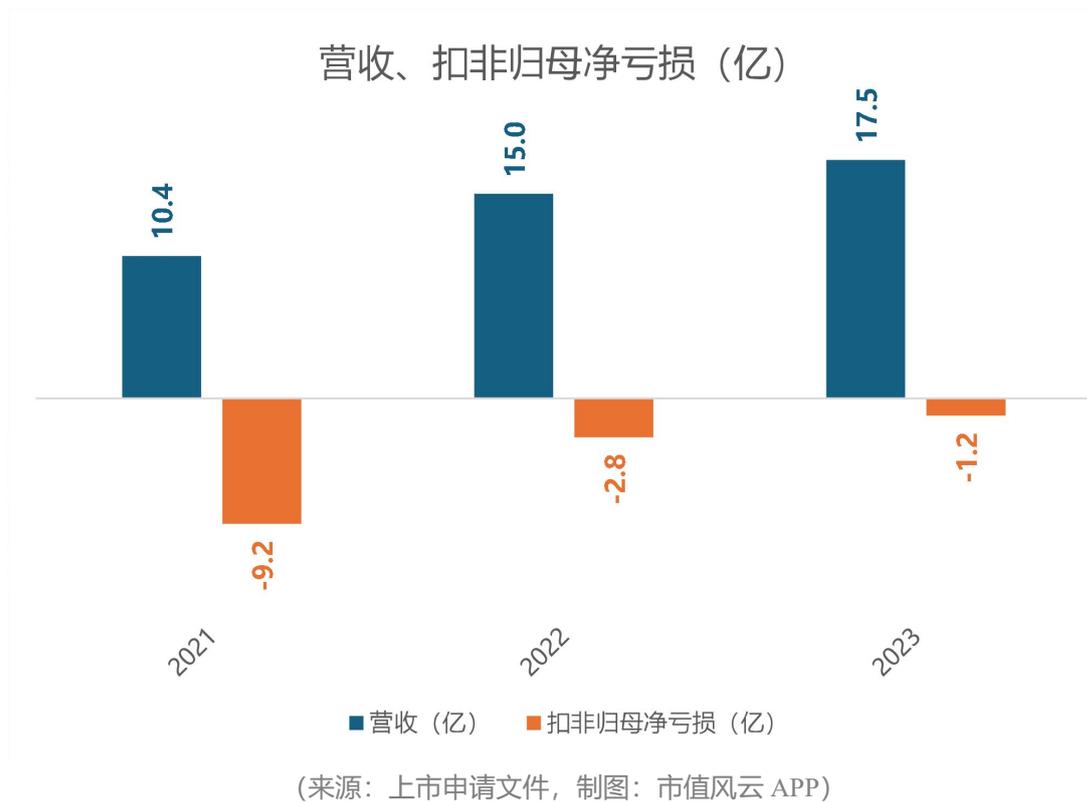
不过毕竟这是理想状态，实际上当下最好的模型和最强的算力，也很难长期稳定地预测瞬息万变的商业环境。

Dmall Inc, 中文名字是多点数智，背后的资方包括联想创投、福田引导基金、腾讯、IDG 资本，而此次上市的联席保荐人为瑞银集团、招商国际、招商证券国际。

创始人张文中作为实控人，合计间接持有公司 58.4% 的股份。

2023 年，公司营收 17.5 亿 (同比 + 16.6%)，扣非归母净亏损 1.2 亿 (上年同期净亏损 2.8 亿)。

扣非归母净亏损扣除了多个非经常项目，包括以权益结算的股份为基础的付款开支和可转换可赎回优先股的公允价值变动后的净亏损。



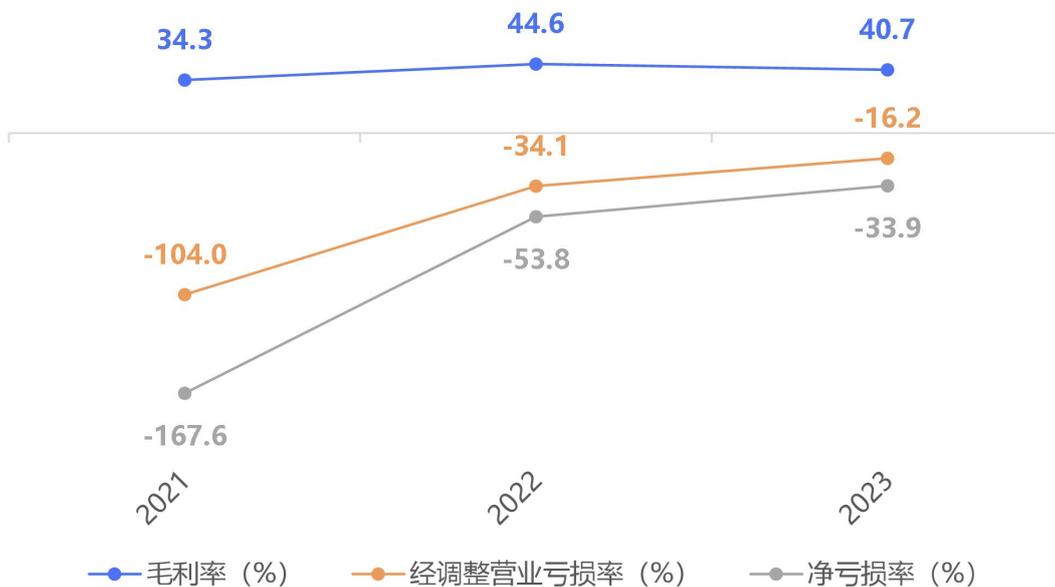
2023 年, 公司营收增长主要得益于两大业务线的增长: 零售核心服务云和电子商务服务云业务。

其中, 零售核心服务云业务线的增长主要来自商品交易总额增加、新增用户、AIoT 解决方案业务增长以及现有客户定制化服务增长等因素。电子商务服务云业务线的增长主要来自 O2O 服务量增加和抽佣率提升。

同时, 公司通过减少 O2O 业务投资、优化研发和行政人员结构、减少对零售消费者的推广优惠等措施, 将扣非归母净亏损逐年收窄。

这些成本控制措施的效果直接反映在公司盈利能力的改善上。2023 年, 公司毛利率虽然降至 40.7%, 但经调整营业亏损率和净亏损率分别为 -16.2%和 -33.9%, 较上年同期均有所改善。

毛利率、经调整营业亏损率、净亏损率 (%)



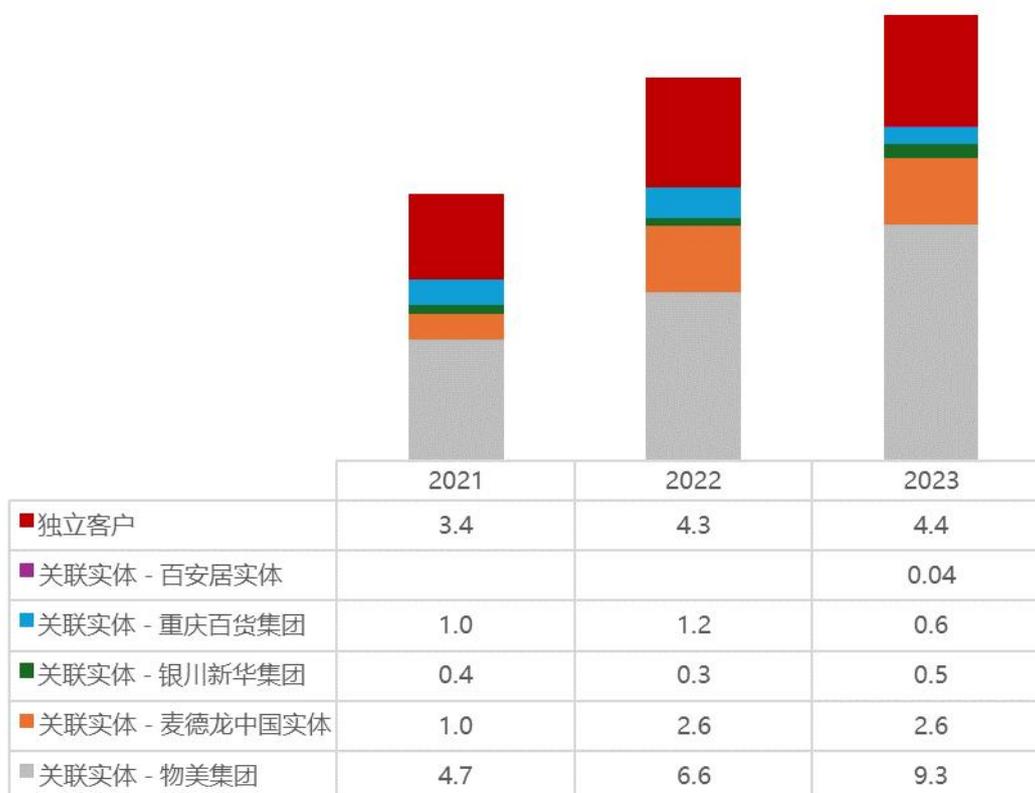
(来源：上市申请文件，制图：市值风云 APP)

然而，仅凭财务数据，我们难以窥见多点数智的全貌。这家公司本质上是从物美体系中拆分的一条业务线，它高度依赖物美体系。

2021-2023 年间，关联实体（包括麦德龙中国、重庆百货 (600729.SH)、新华百货 (600785.SH) 及百安居中国) 贡献了公司约 7 成总营收，且占比逐年上升，2023 年已达到 3/4 (具体为 74.9%)，为 13.1 亿。

物美集团与上述实体的具体关联如下：1. 持有麦德龙中国 80% 的股份；2. 通过持有商社集团 45% 的股权间接持有重庆百货 20.3% 的股份；3. 持有银川新华百货 27.7% 的股份，并为其实际控制人；4. 持有百安居中国 70% 的股权。

营收构成 - 按是否为关联实体分类 (亿)



(来源: 上市申请文件, 制图: 市值风云 APP)

高度依赖物美系的商超和百货业务，对多点数智来说并不是好事。物美系的零售业务不仅增长缓慢，盈利能力也十分有限，很难支持多点数智的业务增长。

无论是物美集团自有的零售业务，还是重庆百货、新华百货等关联企业，在 2018 至 2023 年间的营收 CAGR 均未超过 3%，且营业利润率普遍维持在 5% 左右。

过往的递表材料反映出，物美集团的商超零售业务营收爆发式增长主要归功于收购，如果只考虑物美科技自有的零售业务，2019 年和 2020 年的增速均未超过 10%。

此后，集团的零售业务线的表现更是下滑。风云君在麦德龙供应链的 IPO 项目分析覆盖中，提到 2020-2022 年间，物美商业的年营收从 30 亿下滑至 24 亿，三年间累计净亏损 3.4 亿。

表 17- 12 物美商业近三年及一期盈利情况

单位：万元

项目	2023 年 1-6 月	2022 年	2021 年	2020 年
营业收入	122,023.18	244,266.10	306,857.36	302,268.12
利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1,382.66	-1,837.49	818.10	-24,365.23
净利润（净亏损以“-”号填列）	424.77	-5,568.21	-2,063.44	-26,190.65

(来源：嘉实物美 REIT 招募发行书)



(来源：市值风云 APP)

尽管多点数智表示正在积极拓展外部客户以实现收入多元化，但公司当下趋势除了愈发依赖“物美系”，销售和营销的投入也在持续减少，销售费用率呈现逐年下降趋势，从 2021 年的 58.2% 一路降至 2023 年的 10.3%。

按理说，零售云系统服务普遍依赖各行业的龙头企业作为主要客户，行业内销售费用率不低于 40% 是常态。作为参考，以 ERP 和 SaaS 服务为核心的金蝶国际 (00268.HK) 在这期间的销售费用率平均为 41.4%。

二、零售数字化服务的业务推广难

除了上市融资以填补持续亏损的窟窿，多点数智的上市背后，似乎还隐藏着创始人张文中个人的执念。

张文中在过去 3 年，带着物美集团 5 闯港交所。

物美集团旗下原本就有于 2003 年在港股上市的物美商业，然而最终在 2016 年私有化退市。

2021 年，张文中张罗着让公司重新上市的事宜，他曾试图将物美超市和麦德龙中国整合，以“物美科技”的名称冲击港股 IPO，但未能成功。

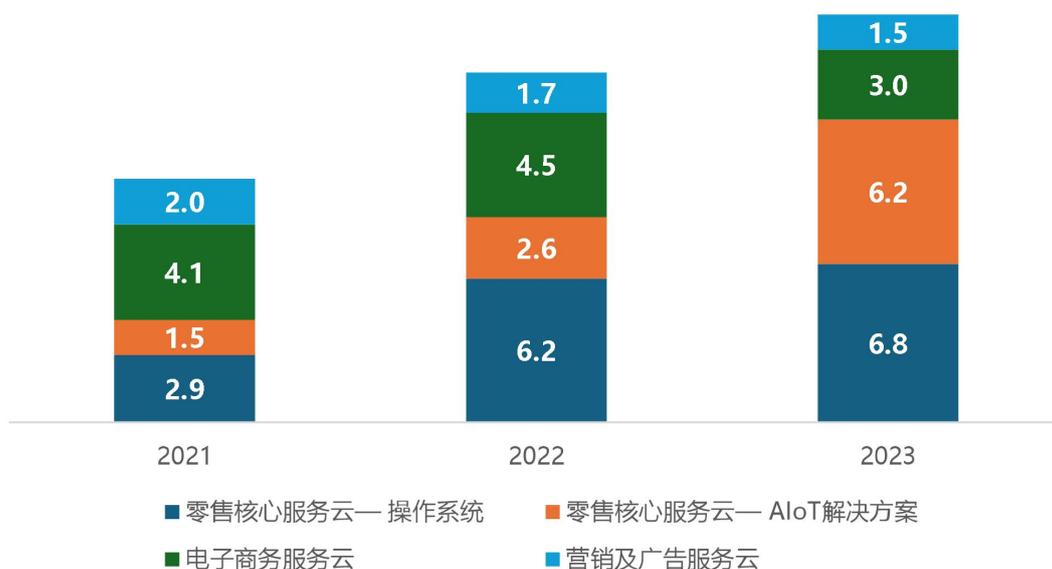
2024 年，他再次尝试冲击港股上市，将旗下部分资产分别打包成两个公司，麦德龙供应链和多点数智，一起申请上市。

其中，麦德龙供应链对应的是物美旗下的麦德龙中国超市和物美超市的供应链，而多点数智则对应的是供应链的数字化系统。

当下公司的业务虽然也包括营销及广告服务云（提供广告投放策略和数据洞察）和电子商务服务云服务（提供线上到线下平台服务和配送服务解决方案），但是公司在不断向一体化和服务深化转型，努力推动操作系统和 AIoT 解决方案业务。

2023 年，操作系统和 AIoT 解决方案合计给公司贡献了 91.5% 的营收，为 10.2 亿。

营收构成 - 按业务线（亿）



(来源：上市申请文件，制图：市值风云 APP)

总体来说，无论是营销及广告服务云，还是 Dmall 操作系统和 AIoT，多点数智的核心业务都围绕着零售数字化解决方案展开。

然而，零售数字化解决方案落地的一大挑战在于数据获取和优化空间。

首先，零售数字化涉及的数据处理工作纷繁复杂。POS 系统、自助结账机、智能货架、RFID 等设备和系统各自有不同的运营商，所采用的数据统计系统和数据库也各不相同。

此外，零售渠道日益多元化，常包括官方网站、电商平台、社交媒体、自有 App、小程序等，数据来源分散，使得线上线下多渠道数据的融合变得复杂，涉及大量数据清洗和整合工作。

由于每个企业都有其独特的业务流程和需求，零售数字化解决方案几乎等同于量身定制，需要投入大量的人力物力进行开发、测试和后期运维。随着业务和渠道的不断拓展，维护成本也会随之增加。

因此，这类服务的价格通常较高，常达到百万甚至千万级别。即便如此，如果能为零售商带来 5% 左右的净利润增长，就已算是效果显著。

高昂的服务费用决定了多点数智的目标客户主要是财力雄厚的头部零售商，他们才有足够的利润空间，愿意为这种能带来几个百分点净利润提升的服务付费。目前，多点数智的客户主要是 7-Eleven 和罗森这类公司，也印证了这一点。

其次，大型零售商通常视运营数据为核心机密，不愿与同为零售企业的物美共享。毕竟，零售业的核心竞争力之一就是供应链管理，将运营数据拱手相让，意味着将商业机密泄露给竞争对手。

一般来说，大型零售商对零售数字化解决方案商非常谨慎，通常只愿意开放部分渠道（如 1-2 个电商平台店铺）或部分商品的运营数据，供其进行分析和优化。例如，7-Eleven 仅在广东门店采用了多点数智的 Dmall 系统。

这种数据和优化空间壁垒，无疑会限制多点数智的服务效果。数据越全面，可供优化的业务层面越多，优化效果越好。

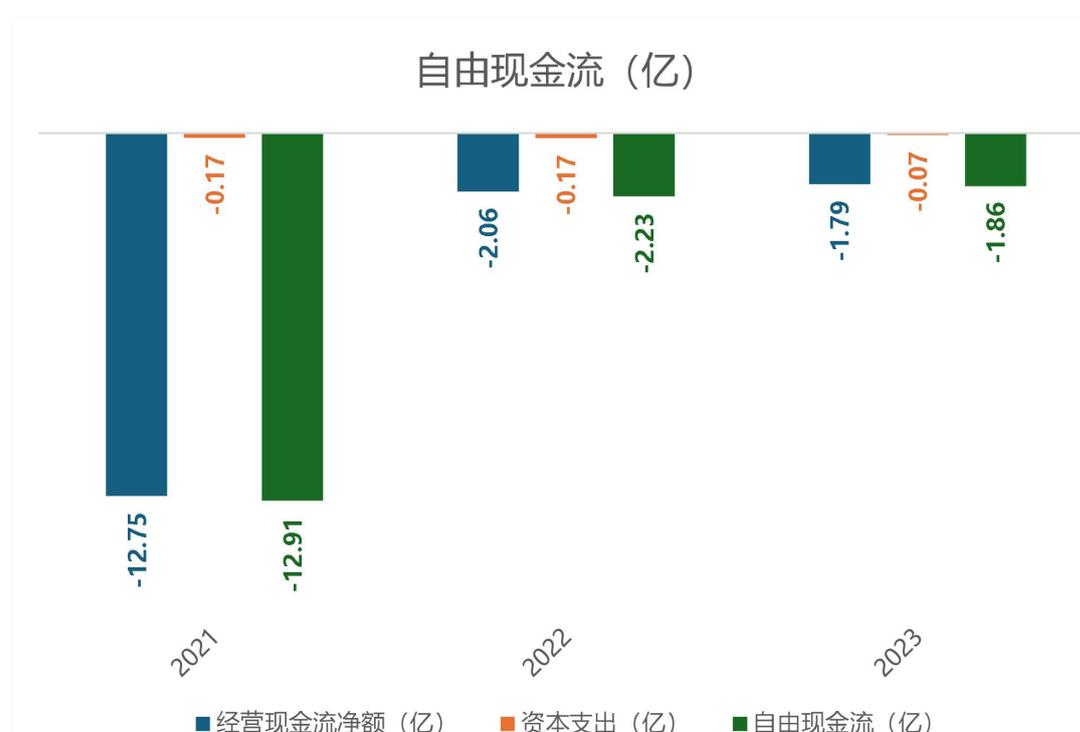
反之，优化效果会打折扣，客户的满意度和续费意愿也会受到影响（公司主要以订阅制或按交易总额收费）。

三、瘦身减亏现金持续流出

公司整体处在烧钱模式，自由现金流为负。

公司减少了包括研发支出，销售和营销支出在内的多项开支，使得经营现金流净额的亏损收窄。此外，公司主要依靠自主研发的系统和租赁的服务器，因此资本支出相对较低。

2023 年，公司的自由现金流为 -1.9 亿。



(来源：上市申请文件，制图：市值风云 APP)

按公司当下的可用现金总量 (5.6 亿)，以及若保持正常运营将带来的每年至少 2 亿的资金消耗，大概只能维持 2-3 年的时间。

随着持续亏损带来的资金需求，公司的有息负债率也有所提高，截至 2023 年末，公司的有息负债率为 37.9%，经调整可赎回优先股后的资产负债率为 85.5%。

投资方持有的优先股，由于其可赎回特性，根据国际会计准则被重新分类为负债。负债率和ROE的计算是将这些优先股按照股东权益进行调整后得出的。

