

携手胖东来，聚焦零售数智化

核心观点

胖东来 2024 年全面接入多点系统带来积极示范效应，在全国掀起回归零售本质的调改运动中，多点系统将获得更多潜在的独立第三方客户。公司作为全流程全方位数字化解决方案提供商，可以从超市卖场横向拓展到其他零售业态。在零售垂类更好的付费基础上，伴随 AIoT 应用的落地，抓住 AI+零售的发展红利，开发更多有效模块，持续提高客单价。

要点

国内最大零售数字化解决方案提供商

公司成立于 2015 年，通过与物美的合作逐步开发完善了针对零售行业的全方位全渠道数字解决方案，开发出从采购、物流、存货到商品、门店、总部管理的丰富模块，逐步拓展重百、新华、牛奶、罗森等知名客户，其 Dmall OS 系统已成为国内首屈一指的零售数字化方案。

行业资本开支周期见底，胖东来合作带来积极示范

近年来零售行业的资本开支逐渐下行，互联网参与方带来的竞争压力趋缓，线下运营方开始重视对消费者体验的管理。以胖东来为典型的品质零售理念快速得到消费者认可，获得巨大成功。多点与胖东来达成深度合作，助力其进一步数字化提升经营效果，这一合作有望形成积极示范效应，为公司横向纵向带来更多的零售行业潜在客户。

零售云市占率第一，抽佣和订购模式推动毛利率上行

凭借在零售市场的深耕，公司在零售云市场份额领先谷歌、SAP、金蝶等头部 SaaS 企业，其中 2023 年在亚洲/国内零售云市场分别以 10.9%/13.3% 的份额排名第一。受益于抽佣和订购良好的商业模式，公司毛利率呈上行趋势，2021-2024 年分别为 20.4%/38.0%/35.0%/40.1%，为公司业绩增长赋能。

聚焦痛点，致力打造“AI+零售”新业态

“AI+零售”可以很好地解决超市行业目前的痛点，三位一体地满足消费者对高质量商品、品牌信任和优质服务的需求。公司现已接入 DeepSeek、豆包等大模型，用以赋能 Dmall OS 操作系统，全面提升供应链管理与管理效率、精准匹配客户需求、全面提升购物体验。经我们测算，国内“AI+零售”操作系统市场空间约为 1070 亿元。未来公司将进一步深耕“AI+零售”板块业务，在百亿市场中做大增量，打造行业标杆。

投资建议：预计 2025~2027 年公司实现归母净利润 1.25/2.70/4.17 亿元，当前股价对应 PE 分别为 94X/44X/28X，首次覆盖给予“买入”评级。

多点数智 (2586. HK)

首次评级

买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

应瑛

yingying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100010

于芳博

yufangbo@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522030001

SFC 编号:BVA286

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

发布日期：2025 年 03 月 23 日

当前股价：12.86 港元

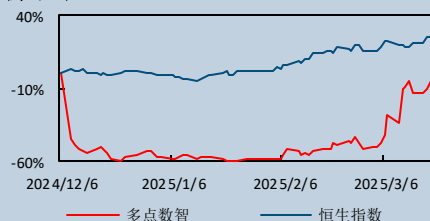
目标价格 6 个月：18.01 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
93.09/87.53	106.09/83.47	/
12 月最高/最低价 (港元)		13.80/5.48
总股本 (万股)		89,925.77
流通 H 股 (万股)		89,925.77
总市值 (亿港元)		115.64
流通市值 (亿港元)		115.64
近 3 月日均成交量 (万)		335.35
主要股东		
Celestial Limited		47.76%

股价表现



目录

一、中国最大的零售数字化解决方案提供商	1
（一）十年内发展成为国内最大的零售数字化解决方案提供商	1
（二）募投项目聚焦多业态发展、技术研发、海外拓展	2
二、行业：超市零售走出低谷，质价比时代到来	4
（一）商超行业资本开支见底，优秀经营者逆势而上	4
三、零售垂类 SaaS 模式的规模化扩张	7
（一）零售云解决方案服务商，SaaS 模式规模化扩张成本低	7
（二）线下零售商谋求数字化转型，零售数字化行业市场规模将持续增长	9
（三）电商服务云：客户自营平台趋势明显，电商业务终止	13
四、AI 赋能超市零售业务展望	14
（一）“AI+零售”具有广阔的应用前景	14
1. “AI+零售”对超市业务的促进逻辑	14
2. “AI+零售”赋能实际案例	15
（二）市场空间广阔，借力 AI 持续发展	17
五、海外展望：增速较快，星辰大海	18
六、预测与估值	21
（一）盈利预测	21
1、收入预测	21
2、盈利预测	22
（二）估值分析与投资建议	23
1、估值分析	23
2、投资建议	24
风险分析	25

一、中国最大的零售数字化解决方案提供商

（一）十年内发展成为国内最大的零售数字化解决方案提供商

多点数智（2586.HK）于 2024 年 12 月在港交所上市，主要为本地零售业（包含线上和线下）的零售商提供零售数字化解决方案。根据弗若斯特沙利文资料，以 2023 年收入计算，公司是中国最大的零售数字化解决方案服务商，市场份额为 6.5%，以及亚洲第三大，市场份额为 4.2%。

始于物美孵化，逐渐积累头部客户。公司成立于 2015 年，从与物美合作开始，在其零售网络内实施各类云解决方案并不断开发适用于各类零售业态的功能模块，2018 年研发 Dmall 系统核心模块，并进一步发展重庆百货、新华百货等客户，在 2020 年开始进军海外，开拓 DFI（牛奶公司）、麦德龙等国际客户，2021YE-2024H1 期间，公司分别为 236/436/533/444 名涵盖超市、便利店、专业零售等多种零售业态的客户提供服务。

图 1:公司发展历程



数据来源：公司官网，中信建投

创始人持股比例集中，高管团队经验丰富。公司创始人张文中博士亦为物美集团创始人，持有多点数智 56.67% 的股份。公司董事、高管及雇员通过 Vigorous Link Group Limited 持股 8.46%，公司通过 ABC 共六轮融资吸引到 IDG 资本、腾讯、深投、金蝶等机构成为上市前股东。公司高管团队履历丰富，国内籍高管均在 40 岁左右的年轻水平，在技术和营销领域拥有丰富经验，外籍高管则拥有丰富的零售行业经验。

表 1:公司主要高管简介

姓名	职务	年龄	简介
张峰先生	执行董事兼总裁	42	联合创始人，张博士外甥，2004 年毕业于华中科技大学计算机系，于 2015 年共同创立公司并负责整体战略规划、业务运营及整体管理。
冯广晟先生	主席兼非执行董事	66	Curtis Alan FERGUSON 先生，在可口可乐公司任职 37 年，2020 年起为上海美国商会董事，2021 年担任 Ventech China 管理合伙人，2022 年起担任主席及董事，提供专业建议、意见和指导。
杨凯先生	CTO 兼国际业务 CEO	40	2010 年起任京东集团成都研究院主任，2015 年加入公司，负责整体战略、Dmall OS 系统开发及国际市场。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

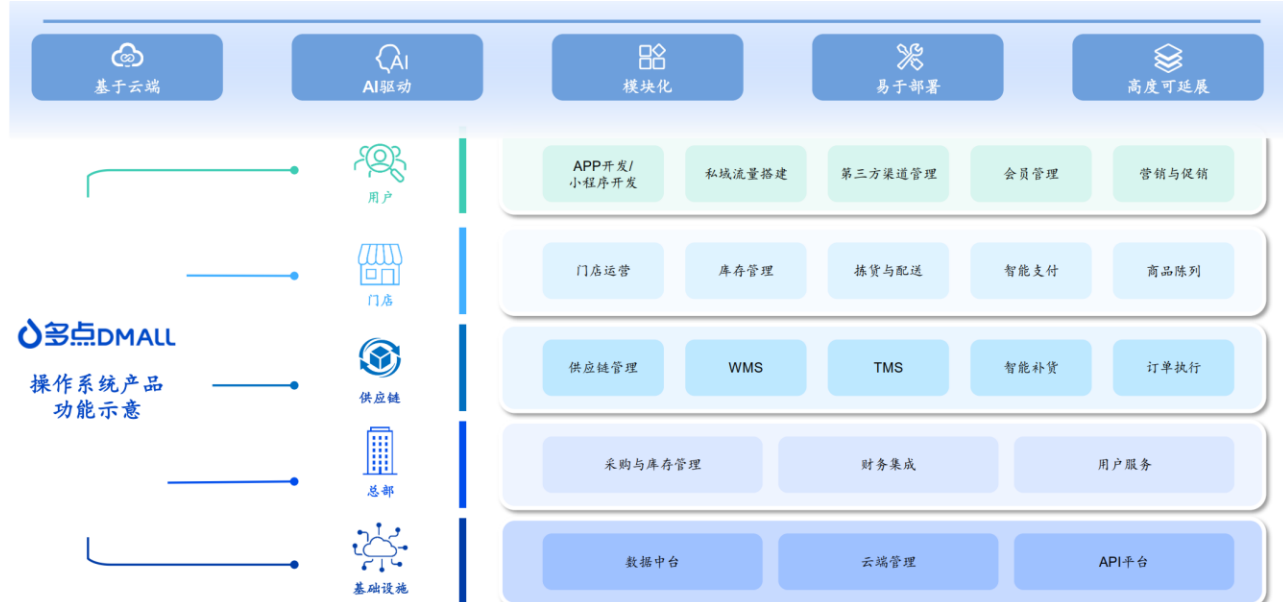
任中伟先生	首席战略官	45	2007 年起任职于联想集团，2018 年加入公司，负责整体战略、Dmall OS 系统开发及营销。
刘桂海先生	首席营销官	42	2007 年起任职于凤凰新媒体、2014 年任职于三人行，2015 年加入公司，负责整体战略、品牌建设及营销活动
Marcus SPURRELL	国际业务联席 CEO	61	2012 年起任职于 Ahold Delhaize Group，2018 年起任职于牛奶公司，2023 年加入公司，负责国际市场整体战略与开发。
先生			

资料来源：公司公告，中信建投

零售行业数字化长坡厚雪，多模块全流程服务零售行业经营者。零售行业属于充分市场化竞争的薄利行业，市场格局瞬息万变，经营者需要时刻关注方方面面的细节，既包括前端获客和服务，又包含后端运营效率。特别在信息化时代，行业头部参与者始终致力于通过各类技术手段来提升经营效率，沃尔玛在上世纪 80 年代就建设自己的通讯卫星，并持续投入物流仓储自动化技术和线上运营平台，才脱颖而出成为全球首屈一指的零售运营商。中国零售业已经历经数轮技术革命，在即将到来的人工智能时代，进行彻底的数字化改造成为至关重要的生存要素。由于信息交互效率愈发高效，依赖地方信息不对称维持经营的模式愈发不可行，“上系统”相比于人员管理、租金谈判、渠道更替、供应链建设而言是相对投入产出比最高的一项选择。

公司业务主要分为零售核心服务云和电子商务云服务。零售核心服务云包括公司专业开发的 Dmall OS 系统（以下简称多点系统）及 AIoT 解决方案。多点系统涵盖零售经营者所重点关注的客户运营、门店管理、供应链管理、总部支持及线上基础设施建设的模块。

图 2:公司操作系统功能示意图



数据来源：公司官网，中信建投

（二）募投项目聚焦多业态发展、技术研发、海外拓展

公司此次公开发行每股发行价 30.21 港元，共计发行 2577.4 万股，扣除发行费用后共计募集资金净额为 6.24 亿港币，其中 42.1% 用于海外业务的扩展以及便利店、专卖连锁等业态的模块开发、AIoT 技术的研发；30.0% 用于扩张相关的人才布局。

表 2: 公司 IPO 募投项目（万元）

项目名称	投资总额/百万港元	具体用途
开发新应用程式及新服务模块	262.6（42.1%）	推动海外扩张相关的开发；开发专卖连锁、社区便利店等零售业态的解决方案；强化 AIoT 的研发
业务扩张	187.1（30.0%）	业务扩张相关的海外及客户成功人才招聘
收并购	62.4（10.0%）	寻求互补的战略合作、投资并购机会。
渠道建设	49.3（7.9%）	扩大销售网络及强化品牌声誉。
补流	62.4（10.0%）	营运资金及一般企业用途
合计	623.7（100.0%）	

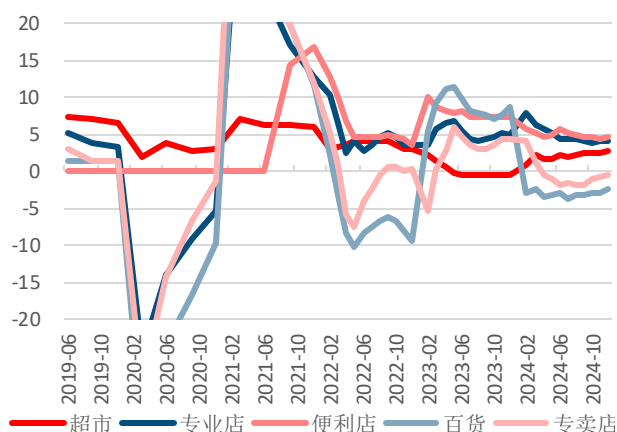
资料来源：公司公告，中信建投

二、行业：超市零售走出低谷，质价比时代到来

（一）商超行业资本开支见底，优秀经营者逆势而上

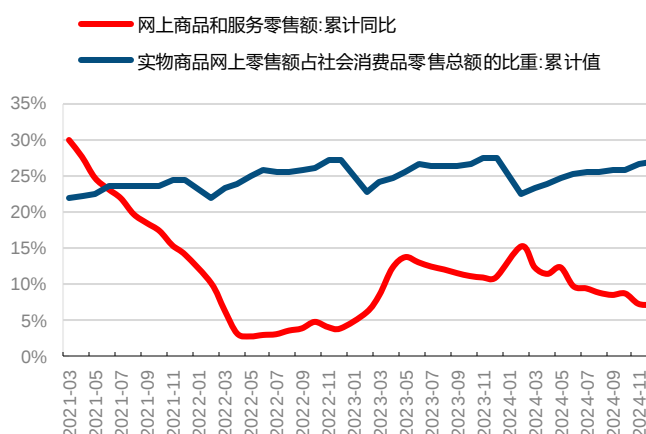
分业态角度：超市行业定位基础消费，因此在过去 5 年中表现是主要零售业态中最为稳定的，同样偏向于基础消费的便利店业态表现优于超市，反映越贴近必需品表现越好。可选消费中专业店表现明显好于专卖店，百货店表现最差，侧面反映服务的作用大于品牌作用。2024 年下半年开始，超市及专卖店销售逐步走强，侧面反映两种业态的供给端存在出清。

图 3:中国:限额以上消费品零售额分业态累计同比 (%)



数据来源：统计局，中信建投

图 4:中国网上消费情况统计



数据来源：统计局，中信建投

线下开始侧重消费者：过去两年诸多线下运营者开始强调“回归零售本质”的策略，我们认为一方面是战略选择问题，原先的大卖场+通道收入模式侧重于商家端获利，而现阶段生产端充分丰富，且线上带来的价格透明度高，这一类业态已经完全不适应需求，原先的资本开支大多被证明难以应对快速的互联网变化（重置成本高于线上），典型如家乐福在国内鼎盛时期 300 多家门店，在过去两年快速关闭到仅剩个位数。另一方面是消费需求分化，品质需求和服务成为线下差异化的吸引点，具备构成优质商品+服务与适当溢价之间社会契约的条件，典型如河南许昌胖东来的持续爆火。

由于上市公司层面同店数据不完整，我们采用连锁经营协会数据，可以看到 TOP100 超市连锁企业的收入自 2019 年的 9792 亿元下降至 2023 年的 8680 亿元；以 2018 年为基数，进入前 10、前 30 和前 100 的销售额门槛分别下降了 39.8%、13.4%、43.5%，说明头部和尾部企业下行较为明显，位于腰部企业相对下滑幅度不大。头部企业大部分为全国性龙头，在过去几年进行了多轮业务拓展尝试，大部分并未能与互联网模式进行较好的竞争，腰部企业大多数属于省级或区域性质的龙头，而尾部企业大多数属于市级水平的龙头，说明区域内优胜劣汰在推进。

表 3:全国超市连锁 TOP100 数据统计

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
销售总额/亿元	9,406	9,792	9,680	9,076	9,369	8,680
门店总数	24,584	26,207	30,536	28,502	28,413	23,806
店均销售额/万元	3,826	3,736	3,170	3,184	3,297	3,646
前 10 门槛/亿元	228	243	237	194	179	137
前 30 门槛	55	60	60	52	53	48
前 100 门槛	10	6	6	6	6	5

资料来源：中国连锁经营协会，中信建投 注：仅包括各公司超市经营业务部分

另一方面，以 2018 年为基数，TOP100 的销售总额、门店总数、店均销售额分别下滑了 7.7%、3.2%、4.7%。店均销售额和门店总数下滑略少于销售总额，且均小于销售门槛的下滑幅度，这说明部分企业仍在扩张且这也反映有部分企业实现了逆势增长。伴随行业资本开支的减少，门店数量减少是正相关的，而店均销售额在过去两年有所上升则说明仍有逆势增长的商业模式跑出，占据更多的市场份额。

联手胖东来打造品质零售，质价比时代筑巢引凤。如前述胖东来的火爆来自于优质商品+服务带来的消费者认可，山姆会员店、奥乐齐等运营方亦在自己经营范围内复现“品质零售”，消费者从性价比走向质价比的区别在于对质量和服务存在底线要求。在这过程中，最为关键的是自有商品打造和供应链管理。

多点数智在 2022 年 9 月起与胖东来在会员系统和线上模块展开合作，帮助其优化排队难问题，并且在 2024 年 4 月与胖东来签署了整体 OS 战略合作协议并在 10 月份上线 Dmall OS3.0 系统，为其提供全套数字化解决方案，帮助胖东来将数十年的零售经验更加精准的落实到经营的各个层面。自 2024 年起，胖东来逐步对嘉百乐、真实惠、步步高、永辉超市等同业进行帮扶调改。步步高 2025 年 1 月发布公告签订《多点 OS 技术服务协议》，公司从超市业务切入，对供应链及商品业务、运营及门店业务等多方面进行数字化改造，决定全面接入多点 DMALL 先进的数字化系统。

公司目前剔除关联方后依旧有将近 600 名独立客户，平均客单价从 2023 年的约 46 万元提升至 2024 年的 69 万元。一方面，超市行业内各区域性零售商存在积极调改的诉求，我们认为通过与胖东来的深度合作，能够有效打消同业对于多点数智与物美之间合作关系的顾虑，使得多点作为独立第三方提供中立客观且具有充分数据安全性的服务。另一方面，在便利店、专业零售等新领域，多点可以最大化利用现有技术积累，开发适应的模块，带动客户群体多样性的扩张。

图 5:胖东来帮扶及调改门店公示（2024 年 12 月 15 日）

胖东来帮扶及调改门店公示

目前胖东来帮扶和调改的13家联商学员企业以及永辉、步步高高的门店，在商品、环境、服务等各方面都有了非常大的提升和改变！他们也在持续地学习和践行胖东来文化理念、经营方法和管理标准，坚定地带好团队、做好商品，希望能够为当地的顾客带来品质和信任，为所在的城市创造和分享美好！

各企业调改后的门店，商品方面参考了胖东来的商品结构，都是一线品牌和优选的特色品牌，品质和价格能够得到很好的保障，同时也有部分胖东来自有品牌商品。同城或临近的顾客，可以在本地的调改门店进行购物，更方便快捷！

胖东来一直希望为行业和社会提供一个公平、真诚、健康的经营模式和运营体系样板，帮助更多企业走向健康和美好，为更多城市的人们带来真诚、信任和幸福！未来，我们也会持续地对这些企业进行帮扶和指导，相信他们一定会变得越来越好，一起让社会和国家更美好！

胖东来帮扶企业及调改门店信息			
备注：红色字体门店为胖东来团队帮扶调改门店，其他门店为胖东来指导企业自主调改			
企业	地区	门店名称	调改进度
惠百乐	上饶市	上饶万力店	已调改
		上饶恒基店	已调改
		上饶万达店	已调改
		上饶友邦店	已调改
		上饶特特龙店	已调改
		上饶金龙城店	已调改
		广丰新东街店	已调改
		广丰兴旺店	已调改
万家惠	丽水市	万家惠云和店	调改中
润兴万家	安宁市	安宁喜悦广场店	已调改
	盐城市	家得利体育路店	已调改
		玖悦桐庐店	已调改
		玖悦福源店	已调改
玖悦里	杭州市	玖悦义桥店	已调改
		德原中心店	已调改
		德原银河南店	已调改
德原	泰安市	德原上高店	已调改
		巨野佳和中心店	已调改
		巨野佳和天悦店	已调改
佳和	菏泽市	菏泽佳和中心店	已调改
		菏泽佳和城店	已调改

满家欢	清远市	满家欢万福店	已调改
		满家欢高裕店	已调改
		鲤鱼圈	已调改
		鲤鱼圈店	已调改
真实惠	大石桥市	万达店	已调改
		购物中心店	已调改
		鑫盛家园店	已调改
		老边生活广场	已调改
新乐	甘州区	西关一店	已调改
		鑫汇店	已调改
		绿篮子海美官邸店	已调改
		绿篮子福兴城	已调改
绿篮子	六安市	绿篮子纺织店	已调改
		绿篮子万康店	已调改
		绿篮子城悦店	已调改
		新都店	已调改
邻你超市	成都市	蒲江店	已调改
		大庆店	已调改
		万达店	已调改
		南充店	调改中
惠友	保定市	惠友超市军校广场店	已调改
		惠友超市钻石店	已调改
		惠友超市容城店	已调改
		惠友超市西苑店	已调改
步步高	长沙市	梅溪湖店	已调改
		星城天地店	已调改
		砂之船奥莱店	已调改
		金星店	调改中
步步高	湘潭市	九华新天地店	已调改
		易俗河广场店	已调改
		响广超市店	已调改
		金海店	已调改
步步高	邵阳市	邵阳新天地店	已调改
		金鸭店	已调改
步步高	岳阳市	岳阳新天地店	调改中
		华容新天地店	调改中
		郴州广场店	已调改
		株洲天元店	已调改
步步高	衡阳市	衡阳广场店	调改中
		娄底店	调改中
永辉超市	郑州市	郑东新区五洲店	已调改
		郑州信万广场店	已调改
		郑州裕华广场店	已调改
		新郑龙湖艺城店	已调改

永辉超市	郑州市	郑州盛华里店	调改中
		郑州大学路店	调改中
		北京石景山区喜隆多店	已调改
		房山区长阳半岛店	调改中
永辉超市	北京市	通州万达广场店	调改中
		成都锦江文华广场店	已调改
		成都爱琴海店	调改中
		成华区龙湖滨江天街店	调改中
永辉超市	成都市	成都银泰城店	调改中
		福州闽江世纪金源店	已调改
		福州金山公园路店	已调改
		福州长乐万星店	已调改
永辉超市	福州市	福州五四北店	已调改
		福州大儒世家店	调改中
		福州奥体中心广场店	调改中
		福州爱琴海购物中心店	调改中
永辉超市	广州市	广州南沙万达广场店	调改中
		贵阳金源购物中心店	已调改
		贵阳新世界花园店	调改中
		杭州滨江宝龙店	已调改
永辉超市	杭州市	杭州临平万宝城店	调改中
		肥东东风大酒店	已调改
		合肥滨湖万象汇店	已调改
		合肥滨湖金源店	已调改
永辉超市	合肥市	合肥祁门路店	调改中
		合肥包河万达店	调改中
永辉超市	淮南市	安徽寿县东津花园淮河广场店	调改中
		兰州中海锦宇店	已调改
		莆田九华店	调改中
		上海金山万达广场店	调改中
永辉超市	深圳市	深圳卓悦汇购物中心店	已调改
		深圳前海滨海花园店	调改中
		深圳罗湖益田假日广场店	调改中
		深圳城市广场店	调改中
永辉超市	沈阳市	沈阳新城吾悦店	已调改
		太原井州路店	调改中
		天津东丽区SM广场店	调改中
		武汉五里墩万科未来中心店	调改中
永辉超市	西安市	西安中贸广场店	已调改
		西安曲江池东路店	已调改
		西安坊间路店	调改中
		西安阳光天地店	调改中
永辉超市	重庆市	南岸区万达广场店	已调改
		重庆普悦广场店	调改中
		重庆湖彩路店	调改中
		遵义仁怀酒都万商荟购物广场店	调改中

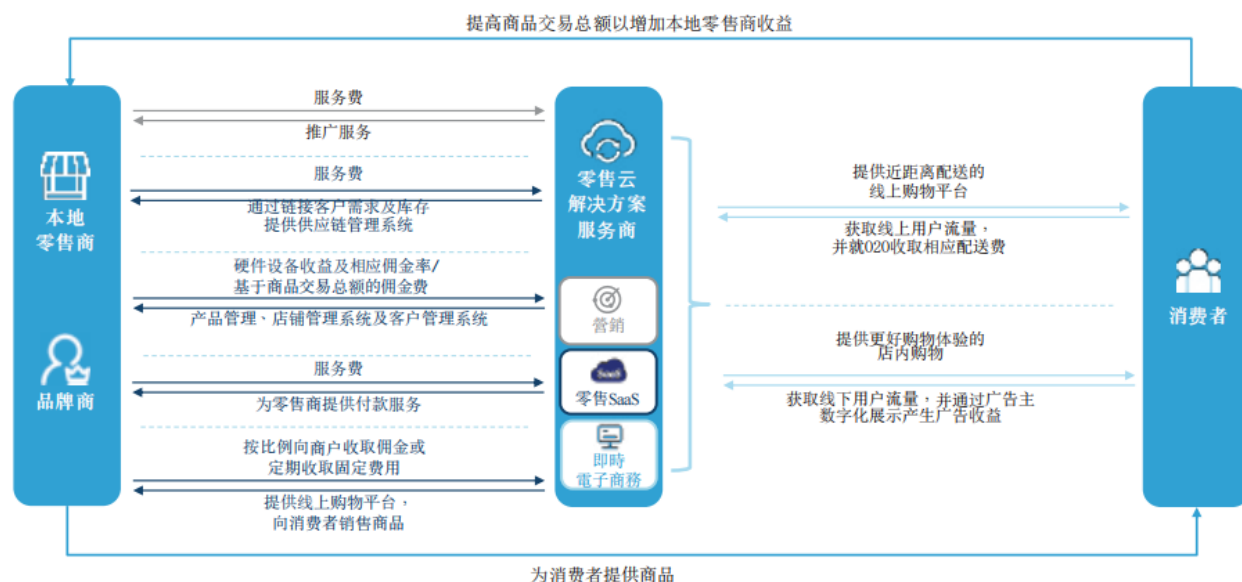
数据来源：胖东来公众号，中信建投

三、零售垂类 SaaS 模式的规模化扩张

（一）零售云解决方案服务商，SaaS 模式规模化扩张成本低

零售云解决方案服务商，SaaS 模式规模化扩张成本低。作为零售云解决方案服务商，多点数智通过提供零售 SaaS、营销及广告增值服务及即时电子商务服务，为本地零售行业客户解决与客户留存、运营效率、决策响应速度、广告效率及数据孤岛相关的痛点。从商业模式看，公司将软件作为提供给客户的服务，基于商品交易总额等收取一定比例的佣金费，或定期收取固定费用，均具备较好的业务长尾效应；同时，一旦公司跨越产品前期研发投入过程，进入业务规模化扩张阶段，则边际成本仅包括实施人员和定制化费用；而随着公司将客户需求拆解，使客户定制化需求转化为标准化模块的选取，更能进一步降低成本。

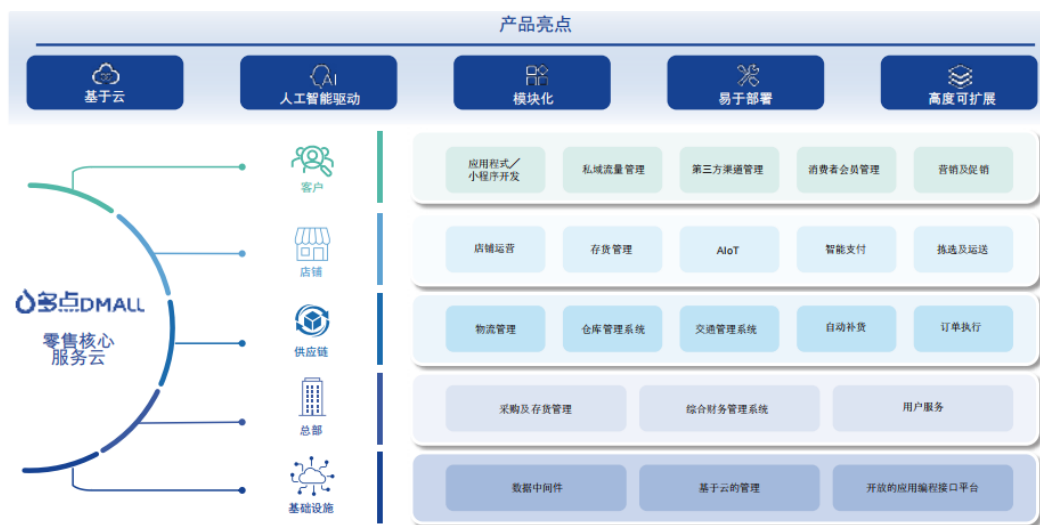
图 6:零售云解决方案行业概览



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，中信建投

公司零售核心服务云主要包括 Dmall OS 操作系统和 AIoT 解决方案，覆盖本地零售行业全流程。多点数智零售核心服务云主要包括 Dmall OS 操作系统和 AIoT 解决方案。前者包括产品采购流程管理、供应链管理、产品管理、店铺管理、消费者会员管理、总部管理、分布式电商系统等多个模块，覆盖本地零售客户经营全流程；而后者则涉及防损、清洁、商品补货、包裹分拣、收银、配送等一系列流程，和操作系统共同构建了本地零售全方面的解决方案。

图 7：多点数智零售数字化解决方案

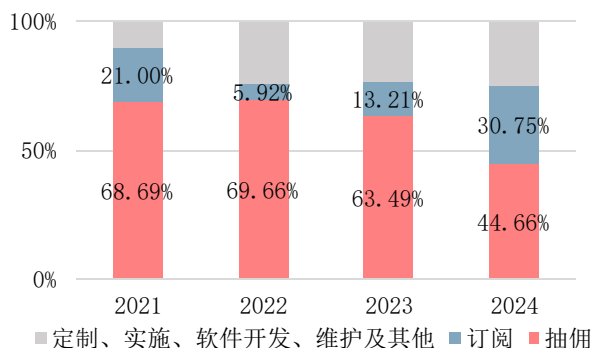


资料来源：公司招股说明书，中信建投

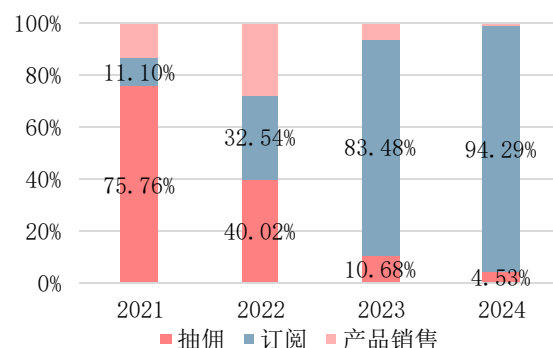
抽佣和订阅模式占比逐步提高，带动收入及毛利率上行。2021-2024 年，公司零售核心服务云抽佣和订阅占比合计分别达到 88.73%/74.67%/85.01%/88.65%。其中，在公司操作系统业务中，2021-2024 年抽佣和订阅占比合计分别达到 89.7%/75.6%/76.7%/75.41%，整体维持在 75%以上高位；AIoT 业务 2021-2024 年抽佣和订阅占比合计分别达到 86.9%/72.6%/94.2%/98.81%，上行趋势显著。同时，历经前期通过较低的产品及服务成本吸引客户后，公司逐步提高平均抽佣率，进一步促进业务增长，其中操作系统 2021-24H1 平均抽佣率为 0.3%/0.4%/0.4%/0.5%。

受益于公司良好的商业模式，以及 SaaS 产品前期投入逐步完成，进入业绩释放期，公司收入及毛利率持续上行。2021-2024 年，分别录得收入增速 74.25%/56.6%/19.4%/17.26%，保持较高水平；毛利率则分别为 20.4%/38.0%/35.0%/40.1%，整体呈上行趋势。

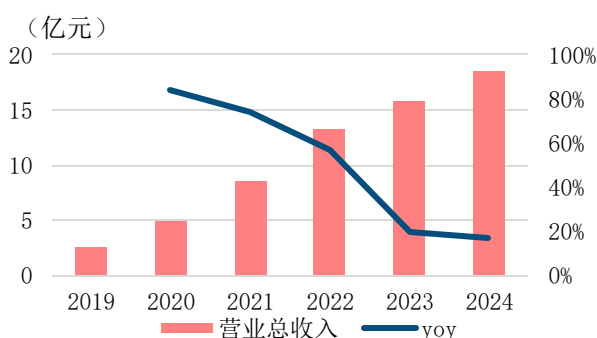
我们认为，公司为本地零售客户提供全流程解决方案，能够助力客户实现降本增效，而公司根据客户营收抽佣的收入将伴随客户业务拓展同步提升，实现正向反馈；同时公司逐步提高平均抽佣率的战略亦将进一步放大商业模式优势，为实现较快增长赋能。

图 8：多点多智 2019-2024 年操作系统业务收入构成


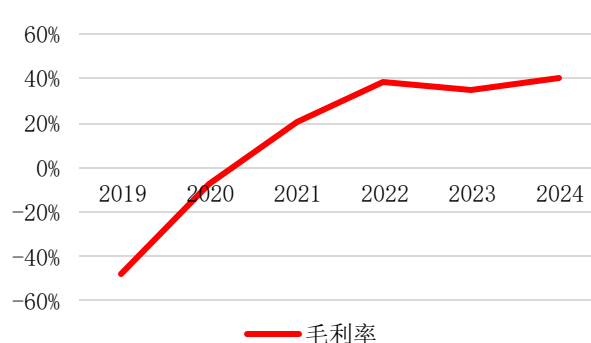
资料来源：Wind，公司招股说明书，公司公告，中信建投

图 9：多点多智 2019-2024 年 AIoT 业务收入构成


资料来源：Wind，公司招股说明书，公司公告，中信建投

图 10：多点多智 2019-2024 年营收及增速


资料来源：Wind，公司招股说明书，公司公告，中信建投

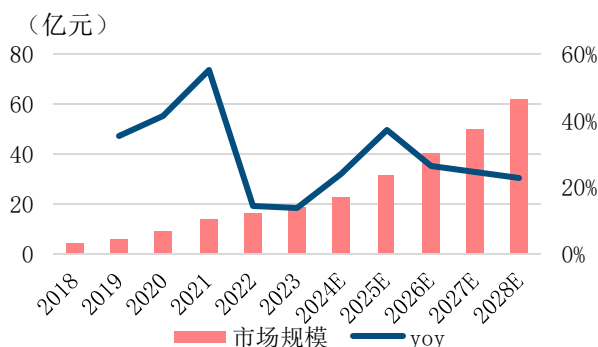
图 11：多点多智 2019-2024 年毛利率


资料来源：Wind，公司招股说明书，公司公告，中信建投

（二）线下零售商谋求数字化转型，零售数字化行业市场规模将持续增长

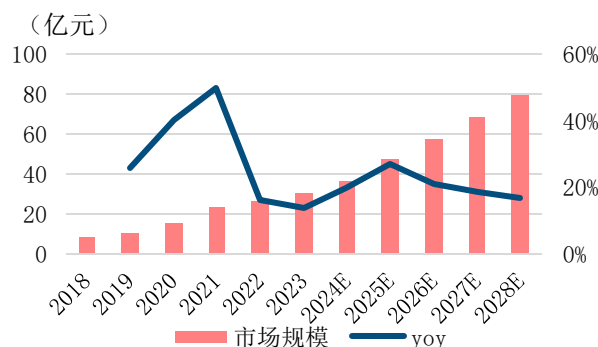
随着市场竞争加剧，线下零售商对数字化转型的需求日益渐增，亟待利用数据驱动业务决策需求，对应数字化解决方案行业市场规模同步扩大。据弗若斯特沙利文测算，2018 年至 2023 年，中国零售数字化解决方案行业的市场规模由 48 亿元增加至 187 亿元，CAGR 达 31.0%，同时预计 2024 年至 2028 年期间将以 27.7% 的复合年增长率进一步增长至 618 亿元。将范围扩大到亚洲市场，则对应行业的市场规模由 2018 年 88 亿元增加至 2023 年的 310 亿元，CAGR 为 28.5%，并将以 21.1% 的复合年增长率进一步增长到 2028 年的 800 亿元。

图 12：中国零售数字化解决方案行业市场规模，按收益



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，中信建投

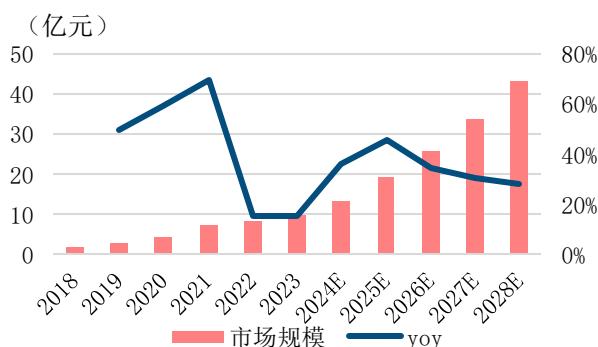
图 13：亚洲零售数字化解决方案行业市场规模，按收益



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，中信建投

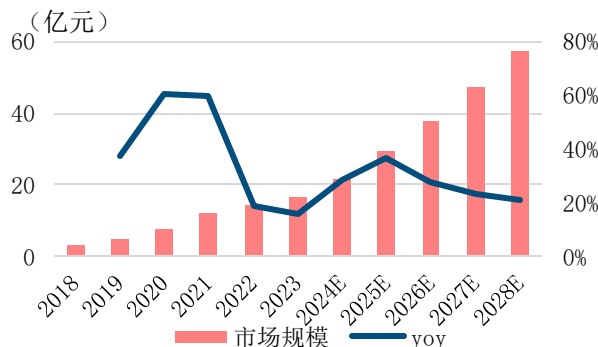
零售 SaaS 为零售数字化核心组成，云化趋势下增速更快。零售 SaaS 为零售数字化解决方案行业的核心服务组成部分，其中中国市场由 2018 年的 18 亿元增长至 2023 年的 97 亿元，CAGR 达到 40.0%；同期亚洲市场由 35 亿元增长至 169 亿元。CAGR 为 36.9%。总体而言，中国及亚洲零售 SaaS 市场增速均高于零售数字化行业，主因大数据、人工智能等技术发展下，企业选择云化方式部署软件的趋势也愈加明显。

图 14：中国零售 SaaS 行业市场规模，按收益



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，中信建投

图 15：亚洲零售 SaaS 行业市场规模，按收益

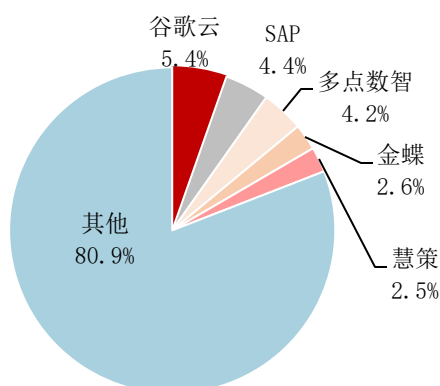


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，中信建投

多点数智深耕零售云市场，份额显著领先。从零售数字化市场竞争格局看，多点数智分别在亚洲市场和中国市场占据第三和第一。而聚焦零售云市场，玩家主要包括传统 ERP 供应商及零售 SaaS 供应商，为线下零售商提供零售 SaaS 服务和部分特定场景的功能模块。根据公司招股说明书及弗若斯特沙利文报告，2023 年亚洲零售云解决方案服务商的市场 CR5 为 28.3%（按商品交易总额计算），公司以 10.9% 份额排名第一，根据报告附注说明推测，其他竞争对手如 SAP、京东到家、谷歌云、金蝶市场份额分别为 5.0%、4.8%、4.8%、2.8%；而按照同样口径计算，中国零售云解决方案服务商市场 CR5 为 35.6%，公司同样以 13.3% 的份额为例第一，超过京东到家（8.1%）、SAP（4.9%）、金蝶（4.7%）、慧策（4.5%）。

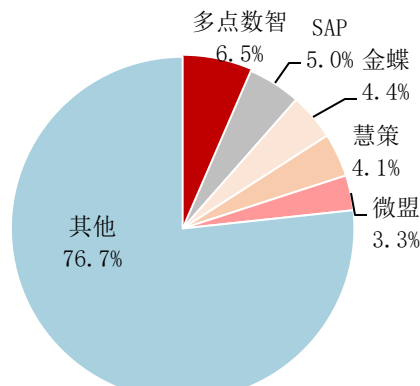
我们认为，多点数智在零售 SaaS 细分领域领先谷歌、SAP、金蝶等头部厂商，主要系其深耕零售市场，积累了较多的行业 Know-How，较通用型 SaaS 企业具备差异化优势。随着企业数字化转型加速，尤其 AI 技术发展下垂直领域数据和技术积累重要性进一步凸显，预计公司将迎来更好的发展机遇。

图 16：亚洲零售数字化市场格局（按收益，2023 年）



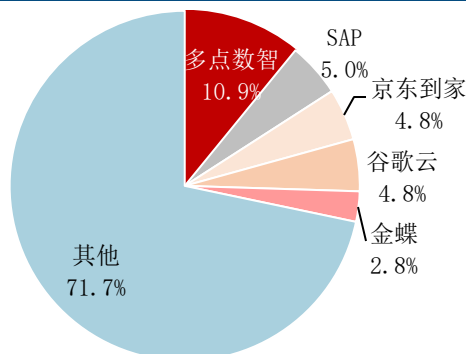
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，中信建投

图 17：中国零售数字化市场格局（按收益，2023 年）



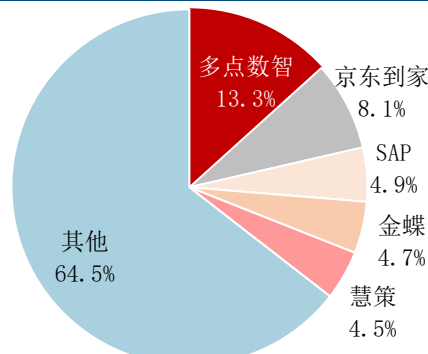
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，中信建投

图 18：亚洲零售云市场格局（按商品交易总额，2023 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，中信建投

图 19：中国零售云市场格局（按商品交易总额，2023 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，中信建投

对比多点数智 OS 系统和其他通用/垂直 SaaS 产品价格，客单价显著更高。我们对比多点数智、金蝶国际、广联达、石基信息等通用/垂直 SaaS 企业产品。我们认为零售赛道直接面向终端消费者，竞争更加激烈且经营效益的升降会立竿见影的反馈，因此数字化解决方案如果有效，也会粘性更强。另外，行业涉及到的经营链条长，决策模块多，可以开发的点也会带来持续提升的客单价。

多点数智：门店 OS 系统服务费单价约为 10-22 万元/店/年。

1) 2025 年 1 月 4 日，步步高公告《多点 OS 技术服务协议》，超市业务全面接入多点 DMALL 先进的数字化系统，服务期限为 10 年，产品建设费 1300 万元，包含门店数量四十家及以内。其中第 1-5 年的产品服务费为 800 万元/年，对应服务费单价为 20 万元/店/年；第 6-10 年的产品服务费为 400 万元/年，对应服务费单价为 10 万元/店/年。

2) 根据重庆百货披露的 2024 年半年报，2024 年上半年，多点数字科技与重庆百货发生的关联交易包括配送服务 1171.38 万元、系统运维费 2159.17 万元、OS 系统技术服务费 893.87 万元、隐号/短信费 13.57 万元、商品采购 62.85 万元；此外，重庆百货通过多点 APP 结算的资金流为 11.32 亿元，其中多点新鲜结算资金流为 11.19 亿元。由于结算资金流主要为多点新鲜，且多点数智已剥离多点新鲜股权，则我们以系统运维费、OS 系统技术服务费和隐号/短信费估算多点数智为重庆百货提供 OS 系统的费用，合计达到 3066.61 万元。考虑到重庆百货

截止 2024 上半年经营网点共计 274 个业态，则我们估算多点为重庆百货提供 OS 的平均费用为 22.38 万元/店/年。

金蝶国际：金蝶云星空单客户服务费单价约为 5 万元/个/年。

考虑到物美集团 23 年共计 1122 个门店，总销售额达到 566 亿元，则单门店平均销售额超过 5000 万，对应金蝶云星空产品。据金蝶国际 2024 年年报，金蝶云星空 2024 年实现收入 21.53 亿元，客户数达 4.4 万家，则单客户服务费单价为 4.89 万元/个/年，该单价同样基本符合金蝶云星空的销售价格。

表 4:金蝶云星空起始价格表

软件名称	规格	起始价格
金蝶云·星空标准版私有云（订阅）	总账+报表/主页应用组/1 年	¥5,000 元/起
金蝶云·星空标准版私有云（订阅）	基础财务+简单供应链/主页应用组/1 年	¥15,100 元/起
金蝶云·星空企业版私有云（订阅）	总账+报表/专业应用组/1 年	¥8,300 元/起
金蝶云·星空企业版私有云（订阅）	基础财务+简单供应链/专业应用组+多组织/1 年	¥26,500 元/起
金蝶云·星空企业版公有云	基础财务+简单供应链/专业应用组+多组织/1 年	¥31,900 元/起
金蝶云·星空旗舰版基础套件公有云	3 用户，财务、供应链、渠道管理、项目管理、员工服务；协同办公，简单的定制化能力	¥13,800/年起
金蝶云·星空旗舰版专业套件公有云	5 用户，财务、供应链、制造管理、渠道管理、项目管理；员工服务、协同办公，简单的定制化能力	¥31,800/年起
金蝶云·星空旗舰版高级套件公有云	10 用户，除了 ERP 之外，还支持 PLM、SRM；更多智能应用与创新应用；提供深度自定义的能力、可选专属资源	¥63,800/年起
金蝶云·星空旗舰版高级套件私有云	10 用户，除了 ERP 之外，还支持 PLM、SRM；更多智能应用与创新应用；提供深度自定义的能力、可选专属资源	¥63,800/年起

资料来源：金蝶国际，中信建投

广联达：预计公司核心数字造价云软件客单价约 6000 元/个/年。

根据公司 2020 年 11 月 10 日投资者调研纪要，公司表示“数字造价业务目前尚未完成转型，云化部分的客单价仍然维持在 4000 至 5000 元人民币的区间，其中不同省份之间会存在一定差异”。经过 4 年的发展，预计公司数字造价云软件客单价提升至 6000 元/个/年。

石基信息：预计公司酒店信息业务系统客单价约 5 万元/家/年；社会餐饮信息管理系统客单价约 5000 元/家/年；零售信息管理系统单价客约 10-20 万元/家/年。

1) 酒店信息系统业务：根据石基信息 2024 年半年报，公司 2024 上半年酒店信息管理系统业务实现收入 5.52 亿元（含浩华咨询业务和畅联渠道业务），对应国内高星级酒店用户、杭州西软、广州万迅、石基昆仑、国际化酒店及餐饮信息系统业务合计服务酒店 23310 家，则我们估算公司酒店信息业务系统客单价约 4.74 万元/家/年。

2) 社会餐饮信息管理系统：根据石基信息 2024 年半年报，公司 2024 上半年社会餐饮信息管理系统业务实现收入 2318.91 万元，对应客户总数超过 10000 家，则我们估算公司社会餐饮信息管理系统客单价约 4638 元/家/年。

3) 零售信息管理系统业务：根据石基信息 2024 年半年报，石基零售专注于为零售与快消品行业提供从工厂厂门到消费者家门的全渠道、全业态、全场景的解决方案与数字化服务，基本具备单客价在 10-20 万元之间的数字化解决方案的产品交付能力。

（三）电商服务云：客户自营平台趋势明显，电商业务终止

电商服务云业务早年为公司的核心业务，但到 23 年底业务基本收缩。该业务主要帮助客户建设及运营其自身的在线商城，通过抽佣实现收入。2021 年，公司的电子商务服务云收入为 4.1 亿，占总收入的比重达到 48.3%，但近年收入规模与占比下降明显，2022-2023 年电商服务云的收入分别为 4.5 亿、3 亿，占总收入比重下降至 33.7%、18.9%，到 2024 年，收入规模大幅下降至 428 万，业务基本收缩完毕，背后主要是客户近年选择自营 O2O 电商业务，导致该业务大部分服务已经终止。

电商服务云收入主要分为平台服务费与配送费两部分，一部分是客户支付的 O2O 平台服务费，一部分是消费者支付的配送费。O2O 平台服务费主要采用抽佣率收费，公司 2021-2023 年对电商服务云的平均抽佣率分别为 4.5%、4.3%、5.6%。2023 年底，公司的电子商务服务云所有客户均已转型至内部 O2O 运营，客户选择由其管理自己日常的 O2O 运营，包括更新产品列表、维护产品信息、处理查询及售后以及管理商店促销。

由于公司已经终止电子商务服务云解决系统和配送服务，因此 2024 年在电子商务服务云解决方案项下并无产生任何商品交易额。

图 20：公司电商服务云收入收缩并已终止（百万）

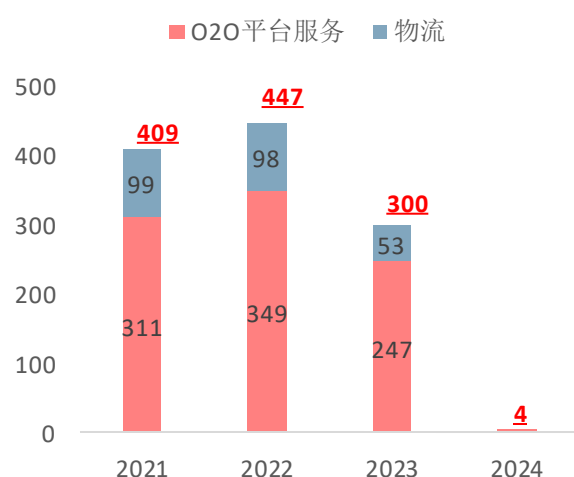
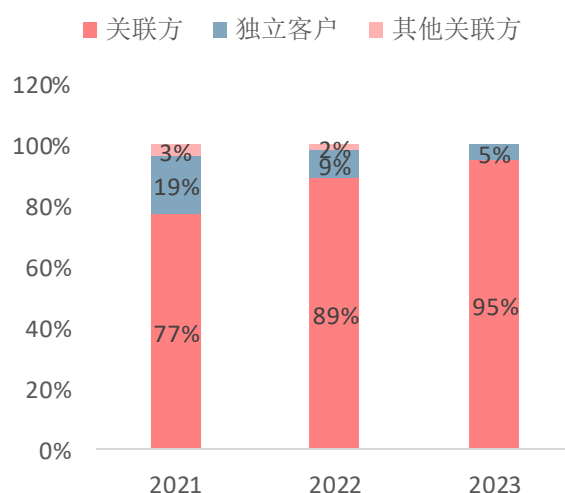


图 21：O2O 平台服务收入按照关联方/非关联方划分



注：24 年末拆分电商服务云收入，假设均来自 O2O 平台服务

资料来源：wind，公司招股书，中信建投

资料来源：wind，公司招股书，中信建投

四、AI 赋能超市零售业务展望

（一）“AI+零售”具有广阔的应用前景

我们认为中国超市行业发展趋势表现为：高质量商品、品牌信任和优质服务需求齐头并进。其中，高质量商品与透明定价往往强依赖于高效运转的供应链。沃尔玛已经证明，供应链中的影响力能够直接转化为在整条供应链中的定价权，进而降低经营成本、增加企业效益；而对供应链的管控力也能提升产品供货、定价、质量透明度，进而提升品牌信任度，与消费者建立稳固的信任约定，从而大大提升客户粘性。因此良好的供应链管理能直接决定产品性价比并建立消费者信任。

另一方面，消费者对优质服务的需求总量逐年增大。随着国内消费者群体收入水平、知识水平、消费偏好的不断升级，消费者对于高性价比、高品质、高频次、高度个性化的商品需求正快速增长，围绕新消费需求所开展的各项服务作为提升消费供给方竞争力的重要因素，对国内超市经营业绩的拉动作用愈发明显。而消费者往往对差异化服务的需求弹性很大，高品质服务能够带来更高的边际收益。因此对于高质量、个性化的服务供给也成为了现如今超市行业竞争的重要领域。

1. “AI+零售”对超市业务的促进逻辑

我们认为“AI+零售”可以很好地解决超市行业目前的痛点，其在线下超市诸多应用场景上都有很大的应用空间。“AI+零售”是指将（AI）技术应用于零售行业的各个环节，以增强零售业务的智能化水平，提高运营效率，优化顾客体验，并推动零售行业的创新和转型。对于线下超市（用户层）而言，应用开发与服务层是提供其 AI 赋能业务的主要来源。AI 正从“效率工具”逐步升级为“体验引擎”。未来，AI+零售将进一步提升线下超市客户满意度、销售额与运营效率，并有望进化为“全场景智能体验中心”，让消费者真正能够实现“所想即所得”。

图 22：“AI+零售”可能的应用场景



数据来源：德勤，中国连锁经营协会，中信建投

（1）“AI+零售”改善超市运营效率

在供应链管理与运营管理方面，AI可通过实时对齐需求、智能自动决策、供应商高效协同等方式重构传统供应链逻辑。对于超市而言，供应链管理主要包括两个方面，一是对于上游各供货商的进货与价格管理，二是对于自身各门店的库存管理与及时出清。二者均有信息总量大、即时性强的特点，因此对于信息流通速度有非常高的要求，而AI赋能的供应链管理系统能在第一时间拉齐各层级信息并提供实时智能决策，能够极大提升超市尤其是大型连锁商超的管理能力，降低库存与供货冗余，提高运营效率。

（2）“AI+零售”提升顾客购物体验

“AI+零售”对服务质量的提升主要体现在四个方面：精准匹配消费者需求、提升购物体验、重构消费场景、客服质效升级。在匹配消费者需求的层面上，通过AI赋能的个性化商品推荐、货架导航系统能够更好地让消费者在最短的时间内匹配到自己需要的商品，同时超市侧可以通过智能推荐等功能进一步探索消费者需求增量。在提升购物体验方面，智能库存系统、智慧结算系统等也已开始在全球超市落地应用。基于时段、客流与库存进行智能补货与定价，让消费者所想所需随时“有货”并加以适当折扣，既提升销量又减少冗余。重构消费场景方面，依托AIGC能力大幅提升营销生产力，依托AI、XR等打造沉浸式、多元化的购物场景，能够大幅激发消费者的购物需求，进而提升超市商品销量。而在客服质量升级层面，通过AI提升智慧客服响应效率，构建AI+人的客服工单处理系统，全面提升问题解决效率与成功率，以不断提升的消费者满意度打造高粘性客户群体。

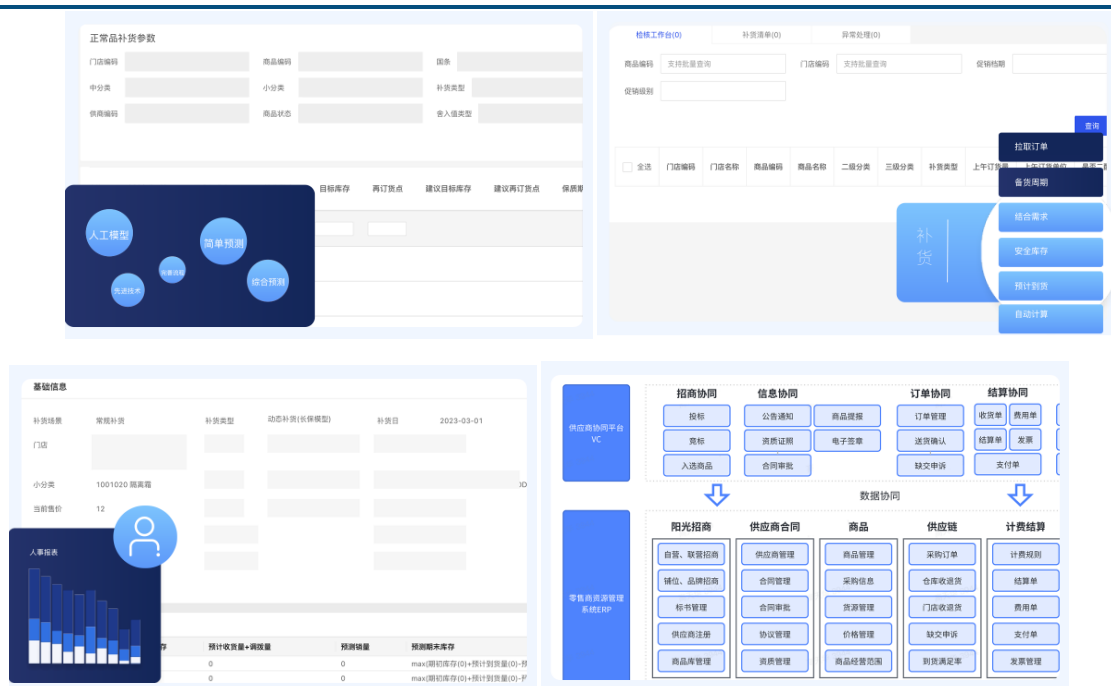
2. “AI+零售”赋能实际案例

多点数智在“AI+零售”领域的布局已经基本形成从数字化基础设施到垂直场景应用的完整生态。公司主要针对本地零售业创造价值增量，具体体现在：(1)消费者体验升级，(2)经营效率提升，(3)系统安全保障，(4)践行ESG责任。公司核心技术底座Dmall OS系统接入DeepSeek、豆包等大模型，依托强有力的模型保障构建了覆盖商品管理、供应链优化、智能客服、防损巡检等八大场景的AI解决方案。公司还与微软合作推进营销AI落地，并通过AI大赛孵化创新场景。在国际化方面，其AI技术已服务香港、东南亚及欧洲等全球各地客户，助力全球零售企业降本增效。多点数智的AI出清模块自动生成调价策略，帮助企业降低损耗率；其无人值守便利店系统已在2000+门店落地。智能导购系统基于多维度数据构建用户画像，实时推荐个性化商品组合及专属促销信息。以下进行详细介绍。

（1）案例1：Dmall智能补货系统以销定采

公司某客户是一家大型连锁商超公司，以往依赖经验订货进货，由每家门店人工经验预测销量，不能实现标准化，使得经验差的门店缺货率高，同时难以摆脱“人情”订货。为了实现精准订货，降低商品缺货率，客户通过与多点Dmall公司合作，使用智能订货系统，基于商品库存和销售数据实时分析、预测，以销定采，自动生成订单，提高订货精准度、规避“人情”难题、节省人工成本，打造了新型、高效的零供关系。

图 23:多点通过 AI 预测、智能补货、订单可视、零供协同实现以销定采

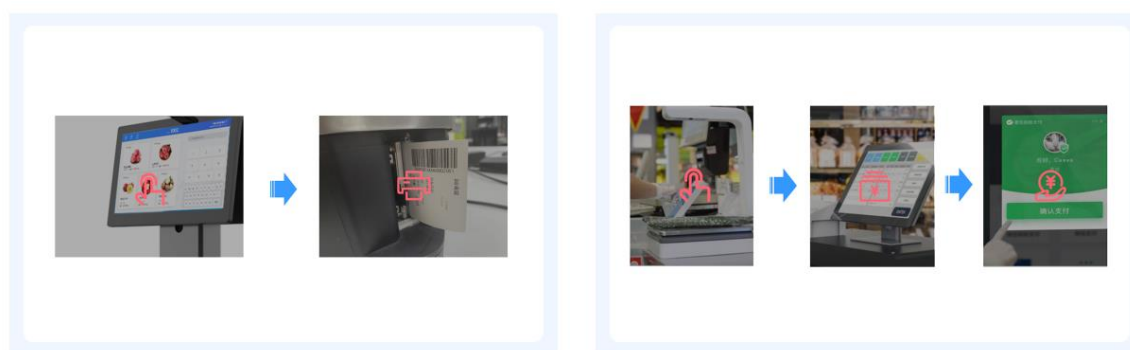


数据来源: 3w.dmall.com, 中信建投

(2) 案例 2: Dmall AI 自助银秤提升收银效率

公司某客户是一家大型连锁商超公司, 为了优化消费者购买散装生鲜产品时称重、结账的流程, 同时降低人工收银的成本, 通过与多点 Dmall 公司合作, 在商超内安装 AI 自助银秤, 通过软硬件+AI 一体化解决方案, 节省了人工称重员, 减少了人工收银员, 同时解除了消费者忘记称重、反复排队的困扰, 提升门店经营业绩。

图 24:多点通过智能收银系统实现自助称重、银秤合一



自助称重

顾客自己将商品放置在秤台, 根据识别结果打印价签

银秤合一

在人工收银台、自助收银区, 称重后, 将称重结果直接传输至收银系统, 无需打印价签

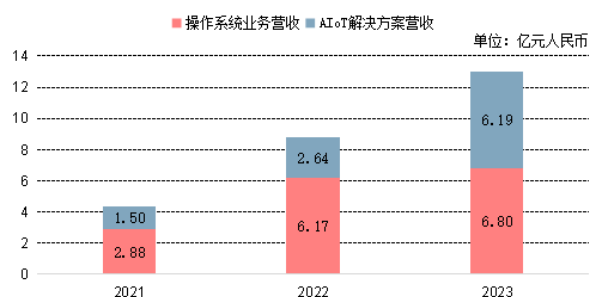
数据来源: 3w.dmall.com, 中信建投证券

（二）市场空间广阔，借力 AI 持续发展

国内零售行业正处于数字化转型关键期，目前处于政策推动与企业降本增效需求叠加阶段。随着 AI 相关衍生技术对零售业的逐步渗透，市场也将在未来一段时间内加速催化。多点数智凭借技术壁垒与头部客户资源，有望深度受益于零售数字化浪潮，并成为“AI+零售”赛道的标杆企业。以下分业务板块测算公司“AI+零售”在超市百货领域的市场规模。

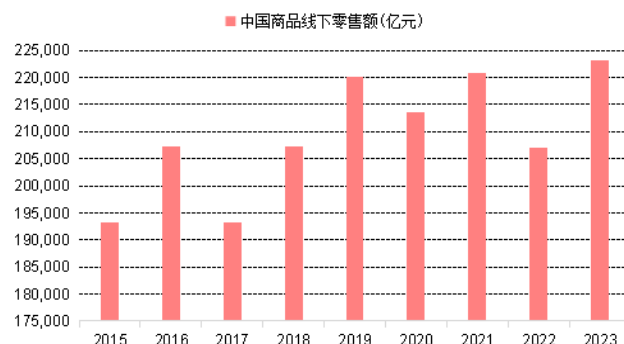
对于操作系统业务而言，2023 年，Dmall OS 操作系统业务营收占总收入的 52.4%，其中绝大多数以抽佣方式计费。而公司 2023 年通过 Dmall OS 等系统处理的商品交易总额为 1419 亿元人民币，该板块营收为 6.80 亿元人民币，因此可以认为操作系统板块业务平均抽佣率为 0.48% 左右，该费率作为计算公司未来市场空间的基准。根据国家统计局数据，2023 年中国线下商品销售额约为 22.3 万亿元，按照上述计算所得公司平均抽佣率计算，“AI+零售”操作系统业务市场空间约为 1070.4 亿元。

图 25:多点数智零售核心服务云业务营收



数据来源：公司招股书，中信建投

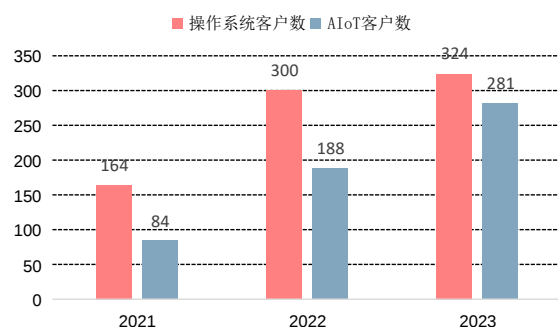
图 26:中国线下零售额



数据来源：国家统计局，wind，中信建投

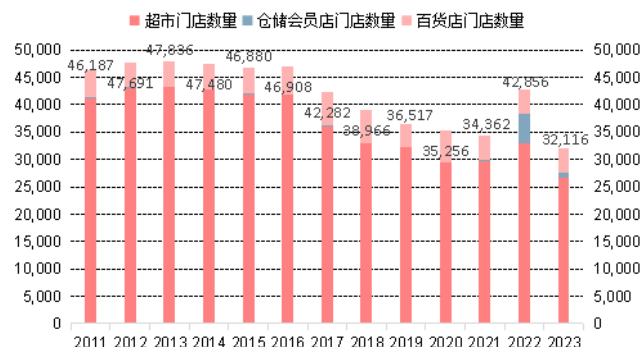
AIoT 业务方面，公司 AIoT 业务客户主要来自于现有的 Dmall OS 客户，收费方式主要为订阅式收费，费率由订购模块数量、订购期决定，这里我们假设平均单价为 65 万元。根据公司招股书披露信息，公司客户主要包括连锁超市、仓储式超市、百货商店等，根据统计局数据，国内相应各连锁店门店总数约为 32,116 家，因此可以判断在业务不发生颠覆式革新的前提下，与公司 AIoT 业务对应的细分行业市场空间约为 208.8 亿元。

图 27:多点数智 AIoT 业务服务客户数量与客户总量



数据来源：公司招股书，中信建投

图 28:国内商超门店数量



数据来源：国家统计局，wind，中信建投

五、海外展望：增速较快，星辰大海

公司从 2015 年成立以来，公司积极拓展海外市场，特别是在亚洲和欧洲地区。多点数智的海外业务在 2021 年至 2023 年间实现了显著增长，2021 年，海外业务收入为 2030 万，占总收入的 2.4%，到 2023 年，海外业务收入进一步增长至 1.23 亿元，占总收入的 7.8%。2024 年全年，海外业务继续保持强劲增长势头，海外业务收入为 1.6 亿元，占总收入的 8.5%，同比增长 28%。

公司海外业务主要集中在亚洲市场。包括香港特别行政区、柬埔寨、新加坡、马来西亚、澳门特别行政区、印尼、菲律宾及文莱。其中，香港和新加坡的业务可能因与 DFI Retail Group（旗下品牌包括惠康、万宁、Guardian 等）的合作而占比较高。海外市场的典型客户包括 1）DFI Retail Group，旗下品牌如香港的惠康超市、万宁药妆、Guardian 连锁店，以及新加坡的 Giant 超市和 7-Eleven 便利店；2）菲律宾最大的零售企业 SM 集团；3）国际零售品牌麦德龙实体。

- ✓ 2018 年，多点数智开始将业务扩展至海外市场，首个合作对象是国际零售品牌麦德龙，在香港地区开展了合作。通过与麦德龙集团的合作，多点数智成功将其零售数字化解决方案引入香港市场，为当地零售商提供了全方位、一站式的数字化解决方案，包括智能收银、智能防损、智能商品补货等。
- ✓ 2019 年，多点数智进一步扩大了海外业务版图，与柬埔寨的零售企业建立了合作关系。在柬埔寨，多点数智帮助当地零售商实现了从传统零售向数字化转型，提升了运营效率和顾客体验。
- ✓ 2020 年，多点数智在东南亚市场取得了重要突破，与新加坡的零售巨头建立了合作关系。通过提供智能化的零售解决方案，多点数智帮助新加坡零售商提高了商品管理效率，降低了运营成本。
- ✓ 2021 年，多点数智继续深耕东南亚市场，与马来西亚的零售企业展开了合作。在马来西亚，多点数智通过其智能化的零售解决方案，帮助当地零售商实现了数字化转型，提升了顾客体验和运营效率。
- ✓ 2022 年，多点数智的海外业务进一步拓展至欧洲市场，与波兰的零售企业建立了合作关系。在波兰，多点数智通过提供智能化的零售解决方案，帮助当地零售商实现了数字化转型，提升了商品管理效率和顾客体验。
- ✓ 2023 年，多点数智的海外业务继续保持稳健增长，与澳门特别行政区的零售企业建立了合作关系。在澳门，多点数智通过提供智能化的零售解决方案，帮助当地零售商实现了数字化转型，提升了商品管理效率和顾客体验。
- ✓ 2024 年，多点数智的海外业务进一步拓展至印尼市场与菲律宾市场。在印尼，多点数智通过提供智能化的零售解决方案，帮助当地零售商实现了数字化转型，提升了商品管理效率和顾客体验。在菲律宾，多点数智协助 SM 集团成功上线收银系统与店铺管理系统，并成功在部分门店进行试点工作，大大简化了操作流程、提高了客户体验与管理效率。

图 29:公司海外收入与占比情况

	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年	
	收入(百万)	占比(%)	收入(百万)	占比(%)	收入(百万)	占比(%)	收入(百万)	占比(%)
中国内地	827.9	97.6	1,248	94.0	1,462	92.2	1,701	91.5
香港	18.3	2.2	77	5.8	113	7.2	155	8.4
柬埔寨	1.0	0.1	3	0.2	5	0.3		
新加坡	1.0	0.1	1		2	0.1		
马来西亚					2	0.1		
澳门					0			
印尼								
菲律宾								
文莱								
波兰					1		2.8	0.1
总计	848.2	100.0	1,328	100.0	1,585	100.0	939.2	100.0

资料来源: wind, 公司招股书, 中信建投

与 DFI Retail Group 的合作: 助力开发零售会员 APP 和数字化业务系统。DFI Retail Group 是一家总部位于中国香港的泛亚洲零售商, 业务涵盖食品(包括超市和便利店)、健康美容、家居用品、餐饮等多个领域。旗下经营多个知名品牌, 包括惠康、万宁、Giant、Cold Storage 及 Guardian 等。截至 2024 年 6 月 30 日, DFI Retail Group 及其联营公司和合资企业在亚洲的 13 个市场共运营约 11,000 家门店, 拥有约 21.3 万名员工。24 年全年公司收入 338 亿美元, 同比下降 5.1%。

多点与 DFI 的合作始于 2019 年, 合作范围广、时间长。

1) 2019 年多点与 DFI Retail Group 成立合资公司 Retail Technology Asia, 双方分别持股 50%, 为中国以外的零售商提供技术解决方案及服务, 帮助他们进行运营流程及营销、供应、支付及商品管理的数字化转型。

2) 多点助力 DFI 打造了零售会员 APP “yu” , 用户线上购买食品/日用品并及时配送到家, 目前已接入惠康、万宁、7-Eleven、IKEA、肯德基等多个餐饮和超市品牌。yu 在 2020 年上线, 截至 24 年底, yu 在香港地区拥有 530 万用户、300 万月活, 是香港最多注册会员数量的零售会员 APP; 同时进军新加坡并已拥有超过 180 万用户。

3) 多点还与 DFI 在多个板块展开合作, 加速其数智化转型, 2024 年为东南亚地区的健康与美容零售商 Guardian 提供全面的系统支持, 提升 Guardian 的运营效率, 并完成了香港地区 7-Eleven 和万宁品牌的收银管理系统、店铺管理系统和仓库管理系统的全面上线, 实现业务流程的数字化转型。

图 30:公司协助 DFI 集团打造的线上零售会员 APP “yuu”，用户线上购买食品/日用品并及时配送到家



资料来源：七麦数据，中信建投

与 SM 集团的合作：SM 控股公司是东南亚最大的综合性地产开发商之一，业务覆盖购物中心、住宅、商务办公、酒店和会展中心的开发和运营。购物中心是 SM 的核心业务板块，目前已在全球拥有 95 家大型综合购物中心，总建筑面积约 1138 万平方米。其中 SM Megamall，SM City North EDSA，SM Mall of Asia 位居世界十大购物中心之列。

多点与 SM 集团的合作始于 2023 年 8 月。作为其合作伙伴，多点助力 SM 集团实现门店数字化转型。多点与 SM 集团合作的业务范围覆盖 SM Hypermarket、SM Supermarket、Savemore 等多个东南亚知名零售品牌。至 2024 年末，SM 集团成功上线收银系统和店铺管理系统。双方合作的下一阶段项目，包括商品主数据、供应链系统和仓储管理系统，按计划将在 2025 年上线，进一步推动 SM 集团的数字化转型。

六、预测与估值

（一）盈利预测

1、收入预测

技术发展推动下，线下零售商对数字化转型的需求日益渐增，其中零售 SaaS 作为零售数字化解决方案的核心服务组成部分，有望迎来快速增长。多点数智经过十年发展，已成为国内最大的零售数字化解决方案提供商，有望伴随行业发展。综上，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 22.28/26.01/29.53 亿元，同比增速分别为 19.85%/16.76%/13.51%，毛利率分别为 42.77%/42.93%/43.52%。

零售核心服务云：公司 Dmall OS 操作系统和 AIoT 解决方案构建了本地零售全方面的解决方案，助力本地零售企业数字化和智能化转型，我们预计 2025-2027 年零售核心服务云营收增速分别为 20.38%/16.88%/13.59%，毛利率分别为 43.52%/43.74%/44.37%；

1) 操作系统：包括产品采购流程管理、供应链管理、产品管理、店铺管理、消费者会员管理、总部管理、分布式电商系统等多个模块，覆盖本地零售客户经营全流程。公司操作系统前期投入已逐步完成，进入客户规模化扩张阶段，预计操作系统业务 2025-2027 年营收增速分别为 9.31%/9.97%/9.28%，毛利率受规模效应促进分别为 84.20%/85.30%/85.90%；

2) AIoT 解决方案：顺应人工智能发展趋势，利用 AI 赋能防损、清洁、商品补货、包裹分拣、收银、配送等一系列流程，随着公司产品为用户带来实际价值，叠加公司持续拓展新的 AI 应用场景，预计 AIoT 解决方案业务 2025-2027 年营收增速分别为 28.89%/21.39%/16.13%，毛利率分别达到 17.00%/19.20%/21.30%；

电子商务服务云：由于客户选择自营 O2O 电子商务业务，公司相应地停止为该等客户提供电子商务服务云解决方案项下的系统及交付服务，预计公司电子商务服务云收入收缩为 0。

表 5:多点数智收入拆分与预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
零售核心服务云					
收入	1298.73	1809.508	2178.344	2546.127	2892.088
同比增速	47.50%	39.33%	20.38%	16.88%	13.59%
毛利率	41.71%	40.28%	43.52%	43.74%	44.37%
操作系统					
收入	680.04	786.29	859.53	945.19	1032.94
同比增速	10.30%	15.62%	9.31%	9.97%	9.28%
毛利率	70.34%	77.40%	84.20%	85.30%	85.90%
AIoT 解决方案					

收入	618.69	1023.22	1318.81	1600.94	1859.15
同比增速	134.38%	65.39%	28.89%	21.39%	16.13%
毛利率	10.25%	11.75%	17.00%	19.20%	21.30%
电子商务服务云					
收入	300.01	4.28	0.00	0.00	0.00
同比增速	-32.96%	-98.57%	-100.00%	-	-
毛利率	10.29%	39.92%	-	-	-
其他					
收入	-13.38	45.22	49.63	55.14	60.65
同比增速	-4965.09%	-437.96%	9.76%	11.11%	10.00%
毛利率	133.63%	34.92%	10.21%	5.65%	2.64%
合计					
总收入	1585.36	1859.00	2227.97	2601.27	2952.74
同比增速	19.36%	17.26%	19.85%	16.76%	13.51%
毛利率	34.99%	40.15%	42.77%	42.93%	43.52%

资料来源：iFind，公司公告，中信建投测算

2、盈利预测

随着公司营收持续增长，以及对费用的持续管控，我们预计公司各项费用占收入比重将逐步下滑，2025-2027 年销售费用率分别为 3.84%/3.24%/2.81%；管理费用率分别为（港股损益表管理费用含研发费用）32.33%/28.55%/25.71%；财务费用率分别为 0.48%/0.01%/-0.04%。综合以上内容，我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为 1.25/2.70/4.17 亿元，同比增速分别为 105.69%/116.05%/54.33%。

表 6:多点数智盈利预测

会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	1500.96	1749.69	1859.00	2227.97	2601.27	2952.74
增长率(%)	43.69%	16.57%	6.25%	19.85%	16.76%	13.51%
归属于母公司股东利润	-807.41	-592.36	-2195.28	124.97	270.00	416.69
增长率(%)	53.88%	26.63%	-270.60%	105.69%	116.05%	54.33%
每股收益EPS(元)	-0.90	-0.66	-2.44	0.14	0.30	0.46
每股股利DPS(元)	0.00	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
每股净资产BPS(元)	-6.85	-7.63	0.63	0.77	1.07	1.53
每股经营现金流(元)	-0.23	-0.20	0.00	0.52	0.43	0.60
销售毛利率	44.58%	40.72%	40.15%	42.77%	42.93%	43.52%
销售净利率	-56.00%	-37.46%	-119.43%	5.90%	10.91%	14.84%
净资产收益率(ROE)	13.11%	8.63%	-388.08%	18.09%	28.09%	30.22%
投入资本回报率(ROIC)	10.37%	4.51%	-2.51%	35.64%	229.78%	698.89%
市盈率(P/E)	-14.55	-19.83	-5.35	93.98	43.50	28.18
市净率(P/B)	-1.91	-1.71	20.76	17.00	12.22	8.52
股息率(分红/股价)	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%

资料来源：公司公告，中信建投测算

（二）估值分析与投资建议

1、估值分析

我们考虑使用 P/S 方法对多点数智进行估值，选取 SAP、金蝶国际、用友网络、石基信息、税友股份作为可比公司。根据截止 2025 年 3 月 19 日的 Wind 一致预期，可比公司 2025-2027 年平均 P/S 为 7.27/6.34/5.40x，则多点数智 2025 年目标市值为 162.00 亿元。

表 7:多点数智可比公司 P/S 估值

公司简称	代码	总市值 (百万元)	销售收入(百万元)			P/S		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
SAP	SAP.N	2383798.96	309145.64	345191.01	-	7.71	6.91	-
金蝶国际	0268.HK	50937.90	7336.00	8504.50	9331.50	6.94	5.99	5.46
用友网络	600588.SH	56756.33	10369.58	11468.37	12808.28	5.47	4.95	4.43
石基信息	002153.SZ	21778.97	3228.23	3809.30	4516.86	6.75	5.72	4.82
税友股份	603171.SH	19504.30	2057.05	2391.85	2825.03	9.48	8.15	6.90
平均值						7.27	6.34	5.40
多点数智	2586.HK	10837.41	2227.97	2601.27	2952.74	4.86	4.17	3.67

资料来源：Wind，公司公告，中信建投测算

注：可比公司数据来源于 Wind 一致预期，时间截止 2025 年 3 月 19 日

2、投资建议

投资建议：预计 2025~2027 年公司实现归母净利润 1.25 亿元、2.70 亿元、4.17 亿元，当前股价对应 PE 分别为 94X、44X、28X，首次覆盖给予“买入”评级。

图 31:盈利预测

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	844.18	1,283.53	1,302.95	1,745.68	2,333.56	营业收入	1,749.69	1,859.00	2,227.97	2,601.27	2,952.74
现金	554.10	857.64	866.96	1,251.23	1,784.08	营业成本	1,037.21	1,112.63	1,274.98	1,484.53	1,667.85
应收账款及应收账款合计	165.14	248.24	238.84	278.85	316.53	营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	180.17	92.44	85.50	84.40	83.10
预付账款	55.69	83.39	80.80	94.34	107.08	管理费用	815.29	720.72	720.34	742.67	759.09
存货	1.39	0.00	0.93	1.08	1.22	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	67.85	94.26	115.43	120.18	124.65	财务费用	13.34	4.47	10.76	0.38	-1.22
非流动资产	533.59	375.65	340.70	365.75	270.81	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.20	0.59	0.59	0.59	0.59	信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	76.80	69.81	58.87	47.94	37.00	其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	83.68	144.07	120.06	96.05	72.04	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	372.91	161.19	161.19	161.19	161.19	投资净收益	0.00	-0.22	0.00	0.00	0.00
资产总计	1,377.77	1,659.19	1,643.66	2,051.44	2,604.37	营业利润	-296.32	-71.47	136.40	289.28	443.92
流动负债	7,793.60	918.27	771.11	894.51	1,008.55	其他非经营损益	-362.44	-2,382.92	-4.66	-4.66	-4.66
短期借款	202.08	445.30	0.00	0.00	0.00	利润总额	-658.76	-2,454.39	131.74	284.62	439.26
应付票据及应付账款合计	86.56	98.53	105.69	123.06	138.26	所得税	-3.32	-234.11	0.33	0.72	1.11
其他流动负债	7,504.96	374.44	665.42	771.45	870.30	净利润	-655.44	-2,220.28	131.40	283.90	438.15
非流动负债	349.30	99.89	99.89	99.89	99.89	少数股东损益	-63.08	-25.00	6.43	13.90	21.45
长期借款	320.68	84.35	84.35	84.35	84.35	归属母公司净利润	-592.36	-2,195.28	124.97	270.00	416.69
其他非流动负债	28.62	15.54	15.54	15.54	15.54	EBITDA	-587.14	-2,449.91	177.44	319.95	472.99
负债合计	8,142.90	1,018.16	871.00	994.40	1,108.45	EPS（元）	-0.66	-2.44	0.14	0.30	0.46
少数股东权益	99.70	75.35	81.79	95.69	117.14	主要财务比率					
股本	0.32	0.59	1,000.59	2,000.59	3,000.59	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	-6,865.15	565.08	-434.92	-1,434.92	-2,434.92	成长能力					
留存收益	0.00	0.00	125.19	395.67	813.10	营业收入(%)	16.57	6.25	19.85	16.76	13.51
归属母公司股东权益	-6,864.83	565.68	690.86	961.34	1,378.78	净利润(%)	22.02	-238.75	105.92	116.05	54.33
负债和股东权益	1,377.77	1,659.19	1,643.66	2,051.44	2,604.37	获利能力					
现金流量表（百万）						毛利率(%)	40.72	40.15	42.77	42.93	43.52
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率(%)	-37.46	-119.43	5.90	10.91	14.84
经营活动现金流	-179.248	0	469.7926485	388.824178	535.5365086	ROE(%)	8.63	-388.08	18.09	28.09	30.22
净利润	-655.44	-2,220.28	131.40	283.90	438.15	ROIC(%)	4.51	-2.51	35.64	229.78	698.89
折旧摊销	58.28	0.00	34.95	34.95	34.95	偿债能力					
财务费用	13.34	4.47	10.76	0.38	-1.22	资产负债率(%)	591.02	61.36	52.99	48.47	42.56
其他经营现金流	404.57	2,215.80	292.68	69.59	63.66	净负债比率(%)	0.46	-51.17	-101.29	-110.39	-113.62
投资活动现金流	-31.03	0.00	-4.65	-4.65	-4.65	流动比率	0.11	1.40	1.69	1.95	2.31
资本支出	-2.98	13.08	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.10	1.39	1.65	1.91	2.28
其他投资现金流	-28.05	-13.08	-4.65	-4.65	-4.65	营运能力					
筹资活动现金流	207.06	0.00	-455.83	0.10	1.96	总资产周转率	1.27	1.12	1.36	1.27	1.13
短期借款	131.99	243.22	-445.30	0.00	0.00	应收账款周转率	10.60	7.49	9.33	9.33	9.33
长期借款	67.08	-236.33	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
其他筹资现金流	7.99	-6.89	-10.54	0.10	1.96	每股收益(最新摊薄)	-0.66	-2.44	0.14	0.30	0.46
现金净增加额	-3.22	0.00	9.31	384.27	532.85	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.20	0.00	0.52	0.43	0.60
						每股净资产(最新摊薄)	-7.63	0.63	0.77	1.07	1.53
						估值比率					
						P/E	-19.83	-5.35	93.98	43.50	28.18
						P/B	-1.71	20.76	17.00	12.22	8.52
						EV/EBITDA	-0.36	0.06	70.46	78.85	79.95

数据来源：Wind，中信建投证券

风险分析

1、关联交易比例高，公司在 2023 年与第一大股东物美集团的关联交易占收入 52%；前五大客户均为公司关联方，占收入比重达到 76%，这一比例明显高于同类公司且客户头部集中度高，如果关联方出现经营问题，则对公司业务稳定性构成重要风险

图 32:公司前五大客户情况

前五大客户占比%	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
物美集团	45%	42%	52%	52%	52%
麦德龙供应链集团	10%	19%	16%	16%	20%
银川新华集团	4%	2%	3%	4%	3%
重庆百货集团	11%	9%	4%	5%	3%
百安居实体		0%	0%	0%	1%
关联方	71%	73%	76%	77%	78%
其他关联方	3%	7%	9%	9%	8%
独立客户	26%	20%	15%	14%	13%
总计	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司招股说明书，中信建投

2、数据泄露风险，公司提供的服务对客户的日常经营采集大量数据，如果出现数据泄露则会对公司信誉造成极大风险，并且存在客户流失的风险；

3、同业竞争加剧的风险，如果国际头部竞争对手如 SAP 或 CRM 也针对性开发零售行业专属的全流程数字化解决方案，可能会带来更多的竞争压力；

4、研发风险，在 AI 技术快速发展的过程中，公司 AIoT 业务的研发方向可能存在落后或者错过重要节点的风险，进而导致公司业务模式受到挑战的可能性；

5、盈利不及预期的敏感性分析，前述报告的盈利预测内容是基于业务正常发展的中性判断，假如出现各项业务超预期发展，我们乐观判断 2025-2027 年收入 22.84/27.35/31.86 亿元，较中性增速提高 3pct，对应业绩 1.29/2.84/4.50 亿元；若出现市场竞争加剧，下游客户需求不及预期，我们悲观判断 2024-2026 年收入 21.72/24.71/27.31 亿元，较中性增速下修 3pct，对应业绩 1.21/2.56/3.85 亿元。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

应瑛

中信建投证券计算机行业首席分析师，伦敦国王学院硕士，5年计算机行业研究经验。2021年加入中信建投，深入覆盖医疗信息化、工业软件、云计算、网络安全等细分领域。

于芳博

中信建投人工智能组首席分析师，北京大学空间物理学学士、硕士，2019年7月加入中信建投，主要覆盖人工智能等方向，下游重点包括智能汽车、CPU/GPU/FPGA/ASIC、EDA和工业软件等方向

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk