

公司研究

数据&行业实践构成竞争壁垒，AI+零售 SaaS 前景广阔

——多点数智（2586.HK）首次覆盖报告

要点

中国本地零售行业面临困局，数字化转型箭在弦上。随着电商与即时配送的快速渗透，2019-2023 年中国本地商品零售市占率从 79.4%下降至 72.4%。在宏观环境不确定性增强背景下，本地零售行业数字化转型需求增强，多点数智专注于零售垂类行业 SaaS，AI 解决方案助力零售商降本增效。

多点数智专注于零售行业全栈解决方案。1) **优化门店运营效率：**提供数据分析驱动的精准营销服务，提供智能折扣电子价签、自助收银、自动清洁等功能。2) **优化供应链和库存管理效率：**实现供应链全流程监控，与仓储进行协同化管理减少延迟，提供实时库存监控、动态补货、智能包裹分拣等功能。3) **AI 解决方案：**提供 AI 出清、AI 客服、AI 质检、AI 导购等功能。

多点数智核心竞争力分析：数据+行业实践+品牌效益构筑竞争壁垒。

1) **与胖东来加深合作：**树立标杆客户，提升品牌知名度和市场影响力，客户倾向于以多点数智为载体学习物美集团和胖东来的先进运营经验。2) **客户议价能力：**多点数智产品覆盖零售产业链的多个环节，客户依赖度转换成本较高，关联方交易占比高的风险相对可控。3) **行业竞争格局：**多点数智为国内最大的零售 SaaS 供应商，本地零售业态涉及较多细节，大型互联网公司 and 通用型 SaaS 公司切入零售赛道门槛较高；AI 零售方面，多点数智积累大量零售数据，以数据流反哺 AI 模型，提升决策分析能力。4) **潜在替代品：**对于中小型零售商，自研数字化系统性价比较低。

财务分析：1) **营收端：**公司业务重组聚焦操作系统和 AIoT 解决方案，打开营收增长空间，收入增长动因包括：高用户粘性、客单价加速增长、市场渗透率和付费意愿提升、海外收入占比提升。2) **利润端：**AIoT 业务前期拓客较难，但用户付费意愿高、客单价提升较快，毛利率仍有较大的提升空间；公司积极采用 AI 工具优化运营效率，销售、研发、行政费用率快速下降。

投资建议：中国本地零售商数字化转型需求强劲，作为国内稀缺的聚焦本地零售数字化转型的 SaaS 公司，多点数智具备较高的行业实践经验和数据壁垒。考虑到多点数智与胖东来加深合作，有利于树立品牌效益、拓宽获客渠道，我们预测 2025-2027 年公司营收同比增长 16.7%、17.2%、16.4%，对应 PS 估值倍数 3.4x/2.9x/2.5x，Non-IFRS 归母净利润 1.22/2.71/4.08 亿元，同比分别增长 309.7%/121.6%/50.8%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险分析：零售行业低迷风险、客户拓展节奏不及预期、关联方交易占收入比例较高、行业竞争加剧风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,585	1,859	2,169	2,542	2,960
营业收入同比增速	19.4%	17.3%	16.7%	17.2%	16.4%
Non-IFRS 归母净利润（百万元）	-277	30	122	271	408
Non-IFRS 归母净利润同比增速	-	-	309.7%	121.6%	50.8%
经调整 EPS（元）	-0.31	0.03	0.14	0.30	0.45
P/S	4.7	4.0	3.4	2.9	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2025-5-21，2023-2027E 经调整 EPS 使用最新股本 9.0 亿计算，1 港币=0.9187 人民币

买入（首次）

当前价：9.02 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

联系人：宾特丽亚

binteliya@ebscn.com

市场数据

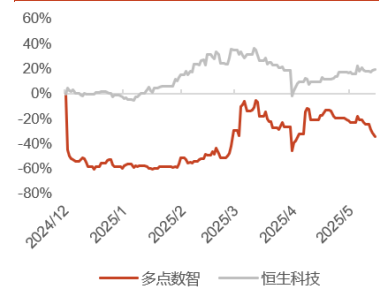
总股本(百万股)：899.63

总市值(亿港元)：81.15

一年最低/最高(港元)：4.78/21.75

近 3 月换手率 (%)：0.40%

公司与恒生科技指数对比图



资料来源：Wind

市场数据

	%	1M	3M	1Y
相对	-26.7	29.4	-	-
绝对	-17.4	26.5	-	-

资料来源：Wind

相关研报

多点数智“入通”迎利好，AI 数字化零售蓬勃发展——互联网传媒行业跟踪报告（2025-03-08）

海外 AI 应用全线梳理：美股 SaaS 大周期拉开帷幕，各细分领域如何布局？——海外 AI 应用 2025 年前瞻（2024-12-12）

从美股科技公司资本开支看国内互联网行业：AIDC 行情将如何演绎？——AI 产业前瞻系列报告（四）（2025-3-10）

目 录

1、中国本地零售行业面临困局，数字化转型箭在弦上	4
2、多点多智专注于本地零售数字化转型，AI 助力零售商降本增效	6
2.1 公司介绍与发展历程	6
2.2 业务介绍：以操作系统为基础，结合 AIoT 物联网解决方案，优化零售商运营效率	7
2.3 产品介绍：旨在建立门店、供应链、库存管理等全流程解决方案，助力零售商降本增效	8
2.4 AI 解决方案：将大模型能力无缝接入产品与服务	10
3、核心竞争力分析：数据+行业实践+品牌效益构筑竞争壁垒	11
3.1 多点多智与胖东来的合作互惠互利，将先进的运营经验普惠本地零售商	11
3.2 多点多智波特五力分析	12
4、财务分析：拓客节奏稳健，盈利能力尚待释放	13
4.1 公司业务重组后聚焦操作系统和 AIoT 解决方案，打开营收增长空间	13
4.2 收入增长动因分析：用户粘性高、客单价加速增长、市场渗透率和付费意愿提升、海外收入占比提升	14
4.3 盈利能力及未来展望	17
5、盈利预测与估值模型	18
5.1 收入与盈利预测	18
5.2 相对估值	20
6、投资建议	21
7、风险分析	21

图目录

图 1：2019-2027E 中国社会商品网上零售额和本地零售额的占比	4
图 2：2019-2027E 中国即时配送服务订单规模	5
图 3：2019-2027E 中国即时零售市场规模	5
图 4：多点多智公司发展历程	6
图 5：多点多智有限公司股权结构示意图	7
图 6：多点多智 OS 操作系统和 AIoT 解决方案两大业务板块介绍	8
图 7：2019-2024 年多点多智营收与同比增速	13
图 8：2021-2024 年多点多智分业务营收与同比增速	13
图 9：2019-2024 年多点多智分部门营收占比	14
图 10：2021-2024 年多点多智分业务营收占比	14
图 11：2021-2024 年多点多智各业务客户数量（个）	15
图 12：2021-2024 年多点多智各业务客单价（万元）	15
图 13：2021-2023 年多点多智通过系统处理的 GMV（十亿元）	16
图 14：2021-2023 年多点多智部门收入/通过系统处理的 GMV	16
图 15：2021-2024 年多点多智分地区收入贡献（百万元）	16
图 16：2021-2024 年多点多智关联方收入贡献（百万元）	16
图 17：2019-2024 年多点多智分部门毛利率	17
图 18：2021-2024 年多点多智分业务毛利率	17

表目录

表 1：多点多智零售核心服务云产品与服务一览表	9
表 2：2024 年胖东来帮助本地零售商调改的成果	11
表 3：2021-2023 年多点多智各业务收入/通过系统处理的商品交易总额	15
表 4：2023-2027E 多点多智分部门客户数和客单价预测表	18
表 5：多点多智 2023-2027E 分部门营收预测表	19
表 6：多点多智 2023-2027E 毛利率和费用率预测表	19
表 7：多点多智相对估值表	20
表 8：多点多智盈利预测与估值简表	21

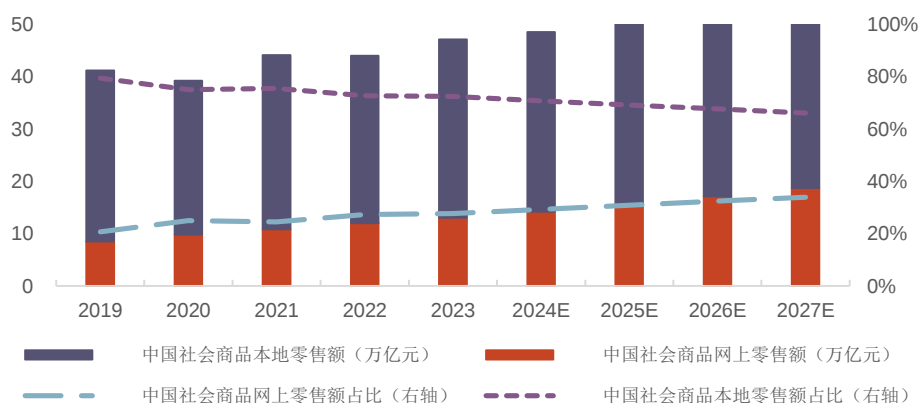
1、中国本地零售行业面临困局，数字化转型箭在弦上

近年来，随着电商平台与即时配送服务的快速渗透，本地零售市场呈现出明显的增速放缓趋势。国家统计局数据显示，截至 2023 年，中国实物商品网上零售额达 13 万亿元，较 2019 年复合增速达 11.2%；2023 年中国即时配送服务订单规模达 408.8 亿单。相较之下，2019 年至 2023 年间，全国本地商品零售占比从 79.4% 一路下降至 72.4%，标志着传统零售模式在电商和即时物流双重挤压下的结构性衰退，正面临困境。

在需求端，消费行为出现明显年龄分层：年轻群体更倾向于通过前置仓模式购买生鲜产品，中年客群转向社区团购获取价格优势，而仅有老年消费者因不熟悉数字技术仍高度依赖实体店。这导致传统门店客流量及销售额均在下降，如永辉超市门店由 2021 年的 1057 家减少至 2023 年的 1000 家；高鑫零售也面临同样困境，2024 财年（2023 年 4 月至 2024 年 3 月）营业收入下降 13.3%，净亏损为人民币 16.1 亿元。供给端则面临商业租金逐年增长、基层员工薪酬增加等成本压力以及商品差异化竞争的逐步消失等困境。

因此为突破当前困局，本地零售行业面临数字化转型，企业可通过全渠道生态构建、线下场景数字化及智能引流技术的三维联动，实现传统门店的数字化转型与经营效能提升。首先企业应建设数字化社群及全渠道运营平台。例如：1) 通过 LBS 虚拟定位技术实现线上用户向周边实体网点的精准导流，有效贯通公域流量与实体门店的销售链路。2) 构建跨国界、跨业态的社群运营矩阵，通过线上线下物流体系与社交平台的无缝对接，形成全域营销闭环，最终构建完整的全渠道商业生态。3) 构建线下消费场景的数字化闭环，通过部署物联网智能终端（如智能购物车）完成用户身份识别与消费轨迹捕捉，实现线下客群数字化建档，形成包含会员属性、消费偏好的数据图谱。

图 1：2019-2027E 中国社会商品网上零售额和本地零售额的占比



资料来源：国家统计局，IMF，世界银行，弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所整理

在此基础上，企业还可以实施 O2O 精准营销策略。例如：1) 基于距离向用户投放定向券，以微信公众号、小程序等线上渠道作为流量枢纽驱动线上用户到店核销率。2) 通过铺设社区智能云柜可以将实体门店服务半径扩展、营业时间延长至 24 小时，形成“中心店+卫星终端”的分布式零售网络。

门店可通过智能交互终端、语音导购系统及自动驾驶服务车的协同部署，实现数字化引流与消费体验的双重升级。1) 部署 AI 交互式数字屏，通过人脸识别与行为追踪算法实现广告内容实时优化，提升进店率。2) 配置智能语音导购系

统，自动播放商品广告语。3) 启用自动驾驶服务车，在商圈 3 公里半径内开展动态品牌巡展，提升试吃服务触达效率。

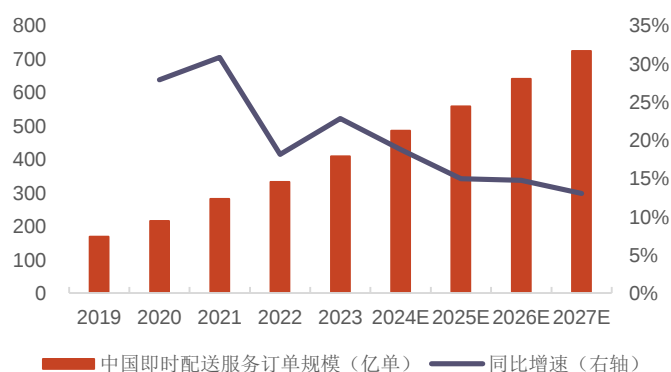
O2O 业态作为零售业数字化转型的重要成果，正深度重构零售业的生态格局。

国家统计局数据显示，2023 年中国 O2O 零售市场规模达 8862 亿元，同比增长 52.2%，弗若斯特沙利文预计 2024 年将进一步攀升至 1.1 万亿元，展现出强劲的发展势头。这一增长得益于数字经济的全面渗透——2020 年中国数字经济规模已达 39.2 万亿元，占 GDP 比重 38.6%，其中第三产业数字化渗透率高达 40.7%，为 O2O 模式提供了坚实的技术底座。

当前 O2O 业态呈现三大核心特征：其一，多场景即时消费习惯养成，用户需求从应急向常态化延伸，覆盖餐饮、日用品、消费电子等品类，其中手机、电脑数码、家电等耐用品的即时消费需求显著增长，2023 年美团闪购日订单峰值突破 1300 万单，手机、电脑数码、家电品类 GMV 在“双十一”期间同比增幅最高达 834%（游戏设备）。其二，用户群体年轻化，18-43 岁消费群体占比超 50%，偏好“即买即用”的便捷性与品质保障，推动 O2O 向高客单价、长生命周期商品拓展。其三，技术驱动服务升级，依托即时配送网络（如美团闪购覆盖全国 3000+ 县市区，平均 30 分钟送达）、数据中台及智能推荐系统，实现“人货场”高效匹配，2023 年 iPhone15 系列通过即时零售渠道预售销量同比增长 13 倍，彰显渠道爆发力。

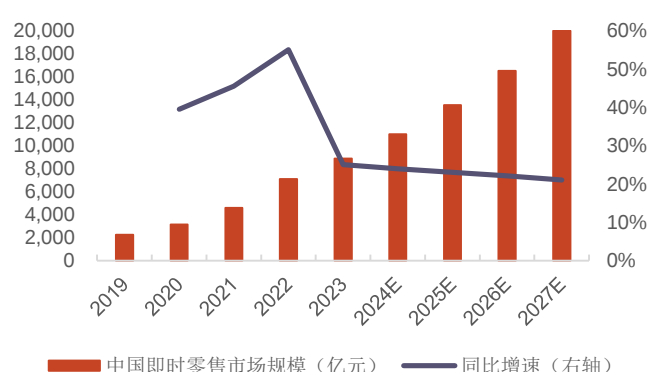
目前的即时配送服务仍受到一定限制。如大家电配送安装仍需突破，需强化四轮运力与第三方服务协作。未来，O2O 将进一步向全渠道融合、供应链柔性化及用户全生命周期运营深化，成为零售企业数字化升级的核心战略方向。

图 2：2019-2027E 中国即时配送服务订单规模



资料来源：弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所整理

图 3：2019-2027E 中国即时零售市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所整理

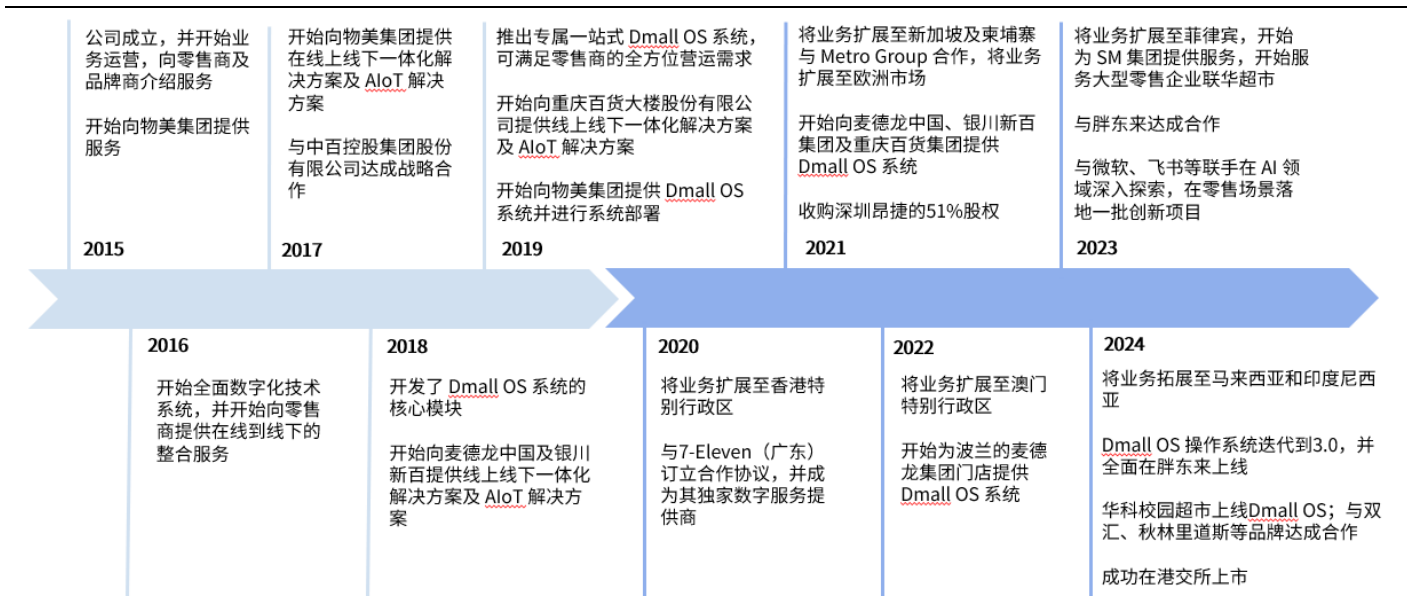
2、多点数智专注于本地零售数字化转型，AI 助力零售商降本增效

2.1 公司介绍与发展历程

多点数智有限公司自 2015 年成立以来，在本地零售数字化领域稳步前行。公司早期专注于搭建技术基础，推出零售核心服务云与电子商务服务云雏形，为后续发展奠定基础。2021 - 2024 年，公司营收从 8.5 亿元增长至 18.6 亿元，其中零售核心服务云营收占比从 2021 年的 51.7% 攀升至 2024 年的 97.3%，成为增长主引擎。当下，公司凭借成熟的 Dmall OS 系统及 AIoT 解决方案，服务众多零售商，优化其运营流程。展望未来，多点数智计划进一步深耕现有业务，持续升级产品功能，以适应不断变化的零售市场需求，同时探索新的业务增长点，力求在数字化浪潮中保持领先地位，为本地零售行业数字化转型持续贡献力量。

多点数智通过为零售商提供零售核心服务云（包括 Dmall OS 系统及 AIoT 解决方案）助力本地零售业的数字化转型。零售核心服务云整合多种功能帮助零售商数字化及优化运营，客户可灵活选择模块，定价模式多样，如零售核心服务云的 Dmall OS 系统可按商品交易总额一定百分比收费或收取固定订购费，AIoT 解决方案收取一次性付款或月订购费等。2023 年及以前公司也提供电商 O2O 平台服务，目前已基本剥离该部分业务，专注于零售核心服务云。

图 4：多点数智公司发展历程

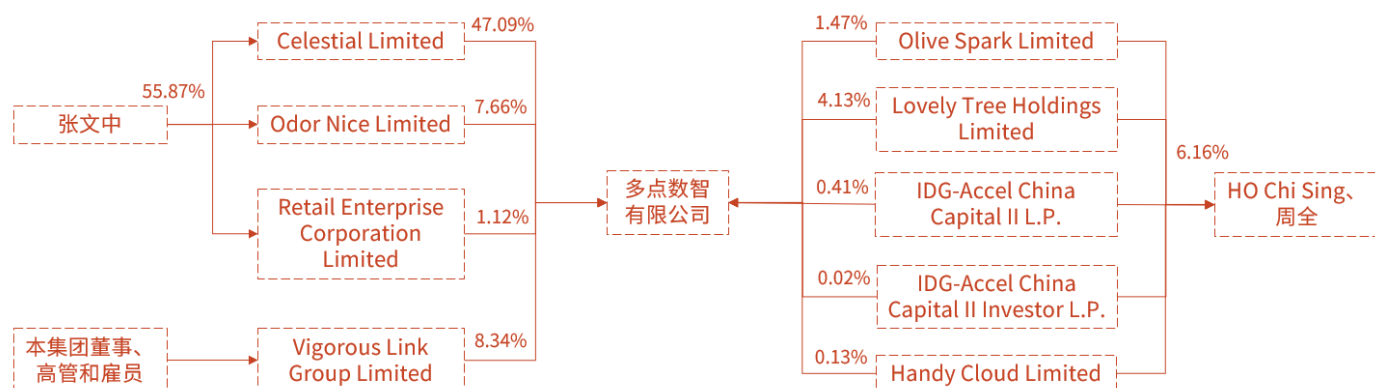


资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

截至 2024 年 12 月 31 日，多点数智有限公司股权结构如下：

- 1) 张文中博士持股 55.87%，通过 Celestial Limited、Odor Nice Limited、Retail Enterprise Corporation Limited 持股 47.09%、7.66%、1.12%。
- 2) 多点数智董事、高管和雇员通过 Vigorous Link Group Limited 持股 8.34%。
- 3) HO Chi Sing 和周全先生通过 Olive Spark Limited、Lovely Tree Holdings Limited、IDG-Accel China Capital II L.P.、IDG-Accel China Capital II Investor L.P.、Handy Cloud Limited 持股 1.47%、4.13%、0.41%、0.02%、0.13%。

图 5：多点数智有限公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-31

2.2 业务介绍：以操作系统为基础，结合 AIoT 物联网解决方案，优化零售商运营效率

多点数智通过 Dmall OS 系统升级，推出四大创新功能模块：1) **打造轻餐饮系统**：创新快餐模式，主打鲜食现制，通过全流程集成优化运营效率，提升顾客体验与门店坪效，为实体零售开拓新增长点。2) **公域平台对接**：打通抖音、快手等平台，优化券种管理、核销及对账流程，助力商家高效转化公域流量，提升销售表现。3) **业财一体化平台**：Dmall Solution 3.0 整合合同、费用、应收应付及会计档案管理，推动财务共享转型，提升管理效率。4) **人力资源管理升级**：采用计件化薪酬体系，结合数据分析精准核算工资，激发员工积极性；通过智能设备管理优化资源调配，并借助岗位工作台实现任务可视化，推动量化管理与多劳多得机制。

多点数智实施了 AIoT 解决方案，深度融合 AI 与物联网技术，为零售业打造智能化管理新范式：1) **智能防损解决方案**：通过 AI 识别技术和远程值守系统，实现异常行为预警和 24 小时无人零售管理，已成功应用于多家商业集团。2) **智能商品补货方案**：利用 AI 算法优化库存管理，自动触发补货任务，提升商品流转效率并实现数字化管理。3) **智能收银系统**：整合 POS 与自助设备，通过数据驱动计件薪酬，提高收银效率并优化人员管理。4) **智能配送方案**：聚合运力资源，稳定供应并降低物流成本，已覆盖全国 400 多个城市，日均处理 15 万+订单。5) **智能包裹分拣系统**：采用大数据建模优化拣货路径，提升分拣效率和准确性，降低全渠道订单处理成本。6) **智慧能效方案**：结合物联网与 AI 技术，实现能耗智能监控与优化，助力企业节能减排并降低运营成本。

图 6：多点多智 OS 操作系统和 AIoT 解决方案两大业务板块介绍



资料来源：公司公告

2.3 产品介绍：旨在建立门店、供应链、库存管理等全流程解决方案，助力零售商降本增效

优化门店运营效率：

- 1) 数据分析驱动精准营销：**通过对已有数据的分析和对零售行业理解的优势，多点提供智慧营销、会员积分体系等服务。通过量化消费者的行为，刻画精准的用户画像，来进一步部署线上线下结合的营销活动。
- 2) 提高门店人效比：**利用其 AIoT 业务板块的物联网技术，精细化门店任务、优化员工排班系统，提高门店运营效率。
- 3) 提高监管机制效率：**利用数字化管理商品，定期提醒门店滞销检查。同步各门店业务情况给总部，使经营管理层获得一手数据，及时进行精细化决策。
- 4) 自动清洁管理：**自主研发 DCS 系统实现人机协同清洁管理，已应用于万达、龙湖、大润发等企业，助力降本增效。

优化供应链效率：利用 TMS 智能化运输管理系统，实现对于计划、下单、运输的全流程监控，并与仓库储存进行协同化管理，减少供应链与库存的延迟。

优化库存管理：

- 1) 实时库存监控：**其服务可围绕库存变化构建数字化的门店管理系统，结合 AIoT 的物联网解决方案，使零售商可以实时查询和分析现有库存。
- 2) 数据推动决策：**利用 Dmall 操作系统提前搭建的对于销售的预测算法，实现动态存货规划与自动智能仓补。
- 3) 智能包裹分拣：**通过优化拣货路径与电子化流程，提升分拣效率与准确率，进一步缩短库存周转周期。
- 4) 仓库管理智能化：**与物流机器人龙头合作，通过自动化入库、存储、拣选和出库，提升效率并降低成本。

表 1：多点数智零售核心服务云产品与服务一览表

场景	产品服务	简介	使用场景
全渠道会员体系	会员体系	成长值量化会员行为，从而保证会员的活跃度，提升客户粘性	线上线下业务融合
	积分体系	消费积分可兑换奖励，产生多次消费的动力，提高客户复购率	连锁零售与电商平台来搭建积分商城和体系
	智慧营销	利用对用户画像的精准刻画，进行营销活动的配置	提供线上线下多维度的促销活动和优惠券工具等
	预付卡 / 提货券	线上+线下全场景融通的预付卡管理系统，结合营销策略促进消费	节日礼品卡，与其他品牌联名，增加自身曝光
	微信私域运营	私域会员运营与微信小程序商城结合，高效进行会员拉新和留存复购	适用于有社交媒体连接的零售商
门店管理	POS 收银	多零售场景的智慧收银解决方案	线上线下结合销售的大型销售商
	门店库存管理	围绕门店库存变化的数字门店管理系统 利用库存数字化管理，进行存货成本核算，智能补货，预警与分析	针对门店收货、退货等业务场景，汇单订货、现采订货、加急订货、自动订货等多模式，在不同店间进行调拨
	价签管理	电子价签准确刷新，纸质价签及时打印	对电子价签，设备管理和数据监控；对纸质价签，通用打印、折扣打印、数据自定义
	鲜度管理	利用数字化管理保质期商品，自动建立商品效期批次，定期提醒门店滞销检查。一键处理商品的出清、废弃、临期贴码、POS 销售拦截，彻底规避临期销售风险	通过鲜度效期管理系统，可考核监控门店执行情况定期提醒临期风险通过对商品进行贴码，可杜绝过期销售风险
	出清管理	针对商品的汰换、临期处理等，实现系统自动或手动出清，当出清完成后，通过分析出清相关的数据，可对未来的出清行为提供指导意见	主要针对日常生鲜产品和保质期短的产品，利用大数据和 AI 大模型，计算分时段剩余单品，给出合理的出清折扣
	门店任务管理	任务量化管理工具	有意愿提高工作效率减少用工成本的大型商超卖场
	排班管理	通过在线协同实现无纸化办公，为企业提供排班合理性建议的同时，推动资源配置优化、人力成本优化	有员工考勤难管理问题的企业
	全移动端作业	通过在 APP、Pad 提供功能，使得门店店员可移动设备上完成各类运营工作	便利店去后仓电脑
商品管理	品类管理	细化品类机构，打造商品组合	细致进行商品结构分类
	品牌管理	搭建基础的品牌数据库	商品品牌库的创建和管理
	陈列管理	实现从总部陈列规划到门店陈列执行全流程可跟踪、可考核	
	自动补货	自动识别补货周期和备货周期，自动根据销量预测、安全库存、可用库存、陈列、损耗等，每日自动计算补货需求量	常规补货；促销补货；新品新店；生鲜（损耗）
供应链管理	供应商管理	通过供应商档案字段灵活配置，实现零售商对不同类型供应商的引入、订货协同、结算协同的在线化及精细化管理	快速完成新老供应商转场:实时监控在途数据、财务数据，实现转场风险评估，自动进行库存成本调整、货源变更等操作，提高零售商转场效率，降低转场风险
	招商管理	公开公正招标，将店铺的货架、堆头、铺位（银线内）资源进行整合和变现（进价、费返）	自营招商和生鲜招商
	采购管理	从计划、下单、订单流到执行全过程跟踪	门店日常高效订货；仓库周期备货；总部低价采购，为门店铺货
	库存管理	零售商可实时查询和分析库存健康，实现用数据驱动决策应用中，实现全流程自动化，从入库到存货再到订单挑选和出库	仓库库存管理；精准管理门店线上可售库存
	物流管理	智能运输管理系统 TMS，无缝与 WMS/订单/财务系统对接；多级配送构建立体式配送网络，实现全区域物流配送资源整合	与优质第三方厂商数据打通，基础监控数据搭建考核场景，配送及时性自动考核，在途温度考核，服务投诉关联考核
	仓库管理	全供应链的协同仓储管理，高效上下架，多包装拣配作业	供应商在供商协同平台预约送货信息等，同步至物流平台，仓库工人在收货时，物流系统直接加载，收货工人只需核对与实物一致即可，提高收货效率
总部管理	业财融合	业务与财务系统融合的完整解决方案设计，包含财务基础、核算规则等，适用于销售收入集成、支付明细等数据收集	按单据类型配置专有凭证模型；监控各场景业务数据接收、处理、异常等状态统计
	数据报表	帮助企业及时掌握各个维度的业绩情况，助力经营管理层及时进行精细化经营决策	实时业绩盯盘；每日业绩分析及回顾；月度经营分析
	加盟管理	支撑分润式强加盟模式和订货式弱加盟模式的加盟全生命周期管理	加盟商管理；加盟体系结算；加盟运营管理
多点智联	智能仓补	基于实时数据分析或视觉算法的智能卖场补货系统	
	智能银线	通过 pos 和智能购时段销售数据的分析，结合 AI 摄像头视觉算法将零售企业收银区域数字化，动态排班到人、按件计费	大数据预测用工需求动态排班；提升收银效率
	智能防损	使用视觉 AI 行为分析系统，对顾客自行完成商品扫码结算全过程中的漏扫商品、遮挡条码等异常行为，进行自动标记和视频取证	自助购防损；人工银台防损；自助称重防损
	远程值守	日间人工+夜间智守	到店，购物，结算全流程
	自助夜收	AIOT 技术赋能，平台远程监管；确保收货可以在任何时段安全进行	夜间收货，司机到店自助扫码开门，安防系统撤防，完成卸货后，司机自助离店关门
	AI 智能秤	基于 AI 商品识别技术和 AI 智能防损算法的结合，实现商品自动识别、自动结算，智能防损、智能推荐	自助称重与收银
	智能巡店	基于数字化的高效巡店工具	远程巡检

多点数智	智慧安防	中心 24 小时有人值守、警情视频联动，边、端结合的 AI 能力 利用门店现用的监控设施，通过 CV 算法和多模态大模型多种编排方案构建智能监控场景库	远程监控/报警 消防通道检测/监控联动 厨房火灾检测/报警联动
	自助购	全场景自助收银方案 利用 AI 大模型，使用人们习惯的交互方式进行问题的解答和商品推荐，了解客户需求	大中型商超「自助购」；小型便利店「MINI 购」
	店外购收银	满足银线外交易的收银工具	高效售卖，收银，换购
	智能存包柜	低成本加装物联网模块，通过 APP 扫码使用，实现存包柜数字化	大中型商超
	智慧能效	基于 AIoT 技术将零售企业用能情况数字化，智能挖掘低效浪费环节	零售门店将冷柜、照明、空调等用电场景数字化，根据大数据分析预测，生成节能方案，并将任推送到人
	物联平台	提供在线化、数字化的统一设备管理服务，通过物联网平台，可以实现设备的智能化管理和运营优化	连锁商超统一管理智联设备
	飞拓&星拓	后台管理系统包含档案、采购、库存、配送、营运、线上、营销、批发、加盟、财务、数据、设置、应用等功能，前台 POS 系统提供给收银员及收银管理人员使用	为零售商提供数字化方案，飞拓适用于成长型零售企业数字化转型，星拓适用于中小型零售企业数字化转型
多点莱特	莱特云商城	在线商城服务，提供到店 & 到家服务，支持门店管理、商品管理、订单管理、接单管理、自提配送管理及售后管理等。同时提供在线会员服务	线上业务经营 会员营销管理 场景化营销
	莱特管家	为商超提供移动办公与移动作业的手机应用 APP，在店务、库存、营运等多个场景，实现移动化作业的需求	商场老板实时掌握门店运营状态，及时调整经营策略，随时随地了解业务业绩表现，实时查看达成情况，有效跟踪异常数据

资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

2.4 AI 解决方案：将大模型能力无缝接入产品与服务

基于 OS 操作系统，结合 AIoT 解决方案，多点数智提供的零售核心服务云将 AI 智能技术渗透进商品零售的各个环节，优化零售商运营效率。

- 1) AI 出清：**2024 年，物美集团在 200 余家门店部署 AI 出清系统，针对肉类、叶菜等短保商品，通过智能算法生成动态折扣方案，并与补货系统协同运作，实现年利润增长超百万，未来将扩大应用范围。
- 2) AI 客服：**该系统可即时处理顾客咨询，并根据反馈优化营销策略，上线后显著降低人工成本，同时保持高满意度，80%的问题在线解决，复杂情况自动转人工确保服务质量。
- 3) AI 质检：**从客服质检延伸至配送场景的语音内容分析，实现全量检测，替代原 2%-5%的人工抽检，准确率超 99%，大幅提升质检效率与精准度。
- 4) AI 巡检：**通过 AI 模型与安防监控结合，对重点区域进行智能视觉监测，可识别货架缺货等异常并报警，交由人工处理，有效减少巡检人力，提高整改率，优化顾客体验并降低门店风险。
- 5) AI 导购：**基于自然语言交互，在 APP 端为消费者提供商品咨询、推荐及加购引导，改善购物体验。
- 6) AI 补货：**整合库存等数据实时分析，利用 AI 视觉算法数字化补货流程，根据销售预测自动下单，提升供应链效率与准确性，降低成本并增强经营能力。

3、核心竞争力分析：数据+行业实践+品牌效益构筑竞争壁垒

3.1 多点数智与胖东来的合作互惠互利，将先进的运营经验普惠本地零售商

多点数智与胖东来的合作始于 2022 年，最初多点数智为胖东来提供集团大会员和超市线上商城的产品及技术服务。2024 年 4 月，双方合作进一步深化，多点数智为胖东来提供端到端数智化系统和智能物联服务。2024 年 10 月 28 日，Dmall OS 系统在胖东来全面上线，实现了会员、商品、供应链、门店运营等全链条的数字化覆盖。

1) 对多点数智而言，借助胖东来商学院的影响力，其品牌知名度和市场影响力得到了提升。胖东来商学院的学员企业多为区域性零售企业，因看到胖东来数字化转型的成功，加强了对多点数智系统的信任，倾向于与多点数智合作。良好的行业标杆加速了多点数智拓展新客户和提升客单价的节奏，有助于降低前期品牌宣传和拓展新客户的成本。

多点数智与物美集团和胖东来的合作，有利于多点数智将先进的零售运营模式带给更多客户，加速存量客户客单价提升和新客户的拓展。2025 年 3 月 21 日，物美集团首家“学习胖东来”的自主调改店——北京学清路店正式营业。调改完成后，该门店员工工资上涨 30%至 50%，员工年假增加到 10 天。2025 年内物美集团计划在全国范围内完成 30 多家门店的调改升级。胖东来计划通过与多点数智的合作，探索“东来模式”的可复制之路，普惠更多本地零售商。

2) 对胖东来而言，多点数智的平台与服务助力其形成了标准化的帮扶服务模式。通过 Dmall OS 系统和 AIoT 解决方案，胖东来能够将自身先进的管理理念和服务模式进行沉淀，以标准化服务的形式向其他零售商推广。与多点数智合作提升了胖东来的服务质量和调改效率，进一步巩固了其在零售行业的地位。

表 2：2024 年胖东来帮助本地零售商调改的成果

帮扶公司	门店	成果
嘉百乐	上饶万力店	经过近一个月的调改，万力店焕然一新，客流日均达到 5000 人，工作日销售 40-45 万元，周末突破 50 万元，相比调改前增长了一倍多。
	上饶恒基店	调改一周后，恒基店日均销售额，从 12.5 万元增长到 22 万元，周末实现 25 万元，同样是翻倍增长。
步步高	长沙市梅溪湖店	调改前，该门店平均日销 15 万元左右，日均客流 2000 人。调改第一天，销售额达到 21 万元，客流达到 4200 人。4 月 20 日和 21 日（调改后的第二个周末），门店连续两天销售额均突破 142 万元。在调改第四天（即第一个周日），步步高门店销售就已经突破 100 万元。在随后的几个工作日中，门店日销相比周末稍有回落。 4 月 15 日，销售额 61 万元，客流 8175 人；4 月 16 日，销售额 58 万元，客流 7152 人；4 月 17 日，销售额 75 万元，客流 9382 人；4 月 18 日，销售额 80 万元，客流 9083 人；4 月 19 日，销售额 91 万元，客流 10587 人。 4 月 20 日，调改后的第二个周末，销售额和客流双双再创新高，分别为 142 万元和 15095 人。 帮改半月时间，日均营业额平均值已达 74.7 万，相较原来日均 20 万，提升 3.7 倍。
永辉超市	郑州信万广场店	此次调改时间持续了约 20 日。首日销售 188 万元，是之前的 13.9 倍；当日客流 12926 人，是之前的 5.3 倍。
	郑州瀚海海尚店	开张半月内，日均销售额飙升至 108 万元，相较于改造前的业绩增长了 8.2 倍，客流量提升近 10 倍。

资料来源：证券日报之声，潇湘晨报，大河报，光大证券研究所整理

3.2 多点多智波特五力分析

1) 供应商议价能力

多点多智于 24M8 与字节跳动火山引擎合作，融合豆包大模型，将生成式 AI 功能引入门店购买、产品体验、供应链管理等多个环节。多点多智与云厂商的合作主要取决于云成本及 AI 模型能力，当前国内公有云 IaaS+PaaS 市场竞争激烈，软件供应商的云成本相对可控。

2) 客户议价能力

多点多智旗下产品覆盖零售产业链的多个环节，客户转换成本较高。虽然多点多智的关联方交易占比接近 80%，但物美集团等关联方零售企业已深度融合 Dmall、AloT 等解决方案，对多点多智的依赖度较高。另一方面，本地零售商面临经济增速放缓、线上零售瓜分市场份额的困境，对零售数字化转型有较为迫切的需求。虽然前期多点多智需要依靠压缩利润空间、劳务承包等方式拓展新客户，但长期来看多点多智具备较强的对客户议价能力。

3) 潜在竞争者进入的能力

本地零售行业涉及门店运营、折扣促销、供应链管理等诸多细节，主流互联网公司和 SaaS 厂商切入零售行业的难度较高。多点多智脱胎于物美集团，与胖东来达成紧密合作，有利于吸收物美集团、胖东来等零售商的运营管理模式，将先进经验普惠给更多本地零售商。在 AI 零售解决方案方面，多点多智掌握大量的零售运营数据，有利于提升数据分析能力，以数据流反哺 AI 模型，形成正向循环。数据+行业实践+品牌效益构成多点多智的竞争壁垒。

4) 潜在替代品

沃尔玛、大润发等大型零售商倾向于自研数字化系统，以保护企业数据安全，避免运营模式的泄露。但对于大多数中小型零售商，投资自研数字化系统性价比较低。由于本地零售商多为区域化竞争，大多数零售商对于自身运营模式泄露的问题不敏感，反而希望通过多点多智学习胖东来、物美集团的先进运营经验。由于多点多智仅使用客户的脱敏数据进行分析，不存在数据泄露的风险。

5) 行业内竞争者实力

多点多智竞争对手多为通用型 SaaS 产品，在零售垂类 SaaS 领域的竞争对手较少。当前中国零售 SaaS 的数字化渗透率较低，行业竞争较为分散，多点多智旨在替换掉零售企业使用的通用型 SaaS 工具，推广更符合零售行业需求的全链条解决方案，拥有较大的市场渗透率提升空间。阿里巴巴、美团等互联网公司一定程度上挤占了电商 O2O 的市场份额，但多点多智专注于本地零售商的数字化升级，对于零售行业的深入理解构成了最坚固的竞争壁垒。

4、财务分析：拓客节奏稳健，盈利能力尚待释放

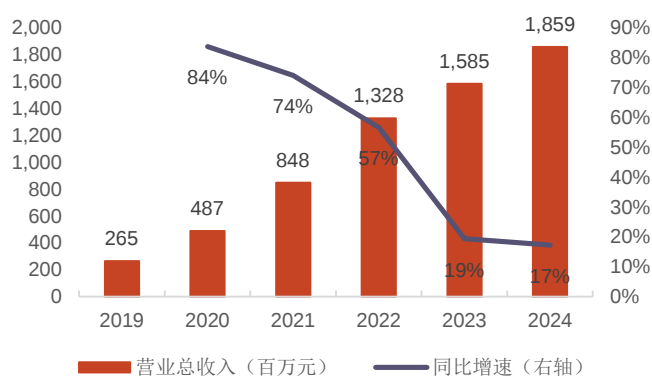
4.1 公司业务重组后聚焦操作系统和 AIoT 解决方案，打开营收增长空间

2021-2022 公司营收的强劲增长来自提供零售核心服务云及电子商务服务云的共同贡献。主要由于：1) 公司 O2O 平台处理的商品交易总额增加及客户群的扩大；2) 业务战略调整，优化收入结构，提高向若干零售商客户收取的抽佣率，为公司收入增长提供较大动力。

2023 年营业收入增速放缓，同比降至 19.4%，主要受到两方面因素的影响：1) 2023 年全球宏观经济形势依然面临诸多挑战，经济复苏的不稳定性和不确定性依然存在，整体经济环境的低迷对零售行业产生了较大的压力。多点多智作为零售数字化解决方案提供商其服务需求及收入增长首当其冲。2) 随着客户逐步转型至内部 O2O 运营，多点多智逐步淘汰了大部分电子商务服务云下的系统及交付服务，该板块业务营收大幅减少。

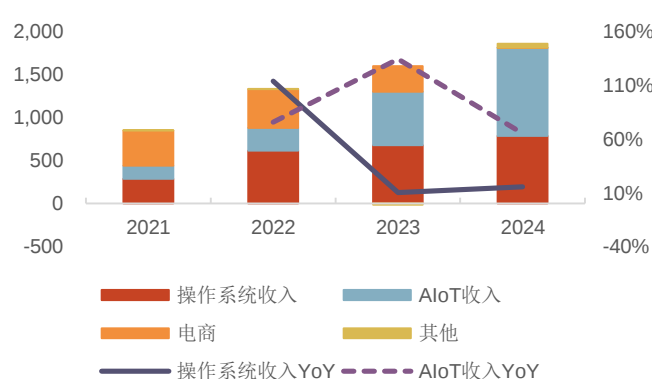
公司业务重组短期内对营收增速产生负面影响，但有助于公司聚焦核心业务，打开营收增长空间、释放盈利潜力。2022 年至 2023 年公司终止了曾向 DFI Retail Group 提供的 O2O 电子商务业务以及于 22M4 出售 DFI Digital 香港；2023 年底，多点多智客户逐步转型至内部 O2O 运营自行管理日常线上商店及配送服务，因此公司逐步淘汰大部分电子商务服务云下的系统导致该业务板块的收入大幅减少。此外，24M4 完成的重组进一步剥离了多点多智（北京）的全部股权，导致 Dmall APP 及小程序停止运营，终止了在线广告及支付处理服务。公司业务重组后收入构成主要分为操作系统和 AIoT 解决方案两部分，其中操作系统收入同比增速较 2022 年高位下滑，2023-2024 年 AIoT 解决方案收入同比增速分别为 134.4%、65.4%，为公司整体营收增长带来动能。

图 7：2019-2024 年多点多智营收与同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

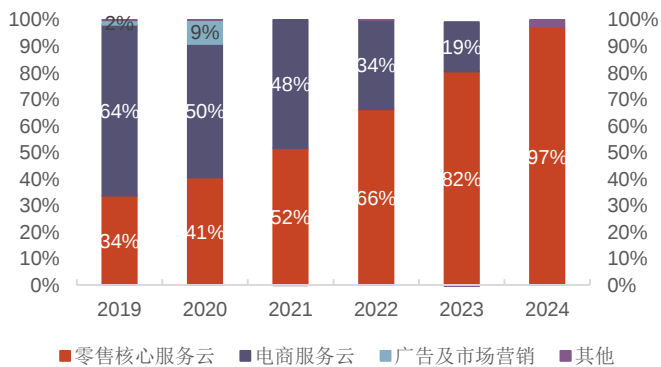
图 8：2021-2024 年多点多智分业务营收与同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，营收单位：百万元，右轴为同比增速

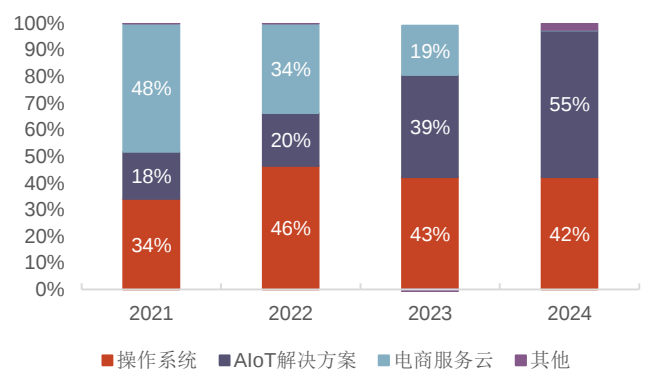
公司主营业务经历调整，从多元服务逐渐聚焦零售核心服务云。公司初期聚焦多元服务，通过零售核心服务云、电子商务服务云以及其他业务三个主要分部经营。零售核心服务云整合功能助力零售商数字化运营；电子商务服务云提供 O2O 平台及物流服务；其他业务涵盖线下营销等服务。2023 年底，随着客户将 O2O 运营转型为内部运营，公司逐步淘汰大部分电子商务服务云产品。2024 年 4 月重组后，公司专注提供零售核心服务云解决方案。2024 年操作系统和 AIoT 解决方案收入占比分别为 42.3%和 55.0%。

图 9：2019-2024 年多点数智分部门营收占比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：2021-2024 年多点数智分业务营收占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

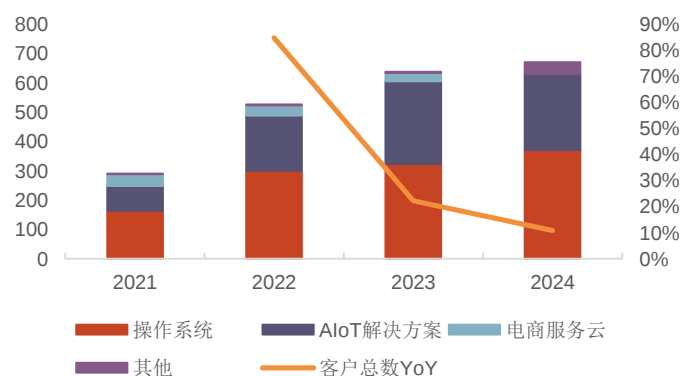
4.2 收入增长动因分析：用户粘性高、客单价加速增长、市场渗透率和付费意愿提升、海外收入占比提升

客户数量稳步增长，高净收益留存率彰显客户粘性。2021-2023 年，公司客户数量从 236 个增至 533 个，年复合增长率为 50.3%，2024 年全年客户数量增至 591 个，同比增长 10.9%。当前阶段公司营收相对依赖关联方，但 2024 年独立第三方客户占比有所提升。虽然客户数量增速有所放缓，但 2024 年客户净收益留存率达 114%，且持续保持高于 100% 的水平，表明公司客户粘性较高，可通过存量客户拓展购买新模块来提升客单价，未来有望通过深耕现有客户和拓展海外市场进一步突破增长瓶颈。

相对于更加成熟的操作系统业务，AIoT 解决方案业务由于前期拓客成本较高、行业认知度不足等问题，新客户拓展进度较慢。客户结构来看，2024 年零售核心服务云客户数量达 557 个，同比增长 5.7%；操作系统客户数量为 370 个，同比增长 14.2%；AIoT 解决方案客户数量达 260 个，同比下降 7.5%。AIoT 解决方案客户数量下滑，反映出当前客户拓展仍较为依赖成熟的操作系统业务，随着 AIoT 解决方案业务逐渐成熟，有望提升新客拓展速度，并减少前期拓客成本。

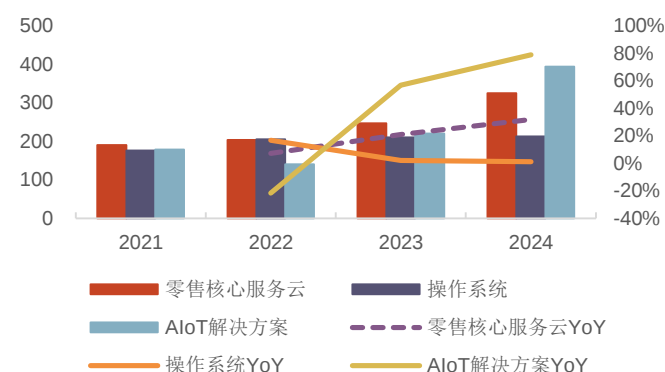
零售核心服务云客单价加速增长，AIoT 解决方案客单价高于操作系统，且客单价提升幅度较大。2024 年零售核心服务云客单价 324.9 万元，其中操作系统客单价 212.5 万元，AIoT 解决方案客单价 393.5 万元，2022-2024 年零售核心服务云客单价同比增长 7.3%、20.9%、31.8%，呈加速增长趋势；操作系统客单价趋于稳定，2022-2024 年同比增速分别为 16.8%、2.1%、1.2%，AIoT 解决方案客单价快速提升，2022-2024 年同比增速分别为 -21.5%、56.8%、78.7%。

图 11: 2021-2024 年多点多智各业务客户数量 (个)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理, 右轴为同比增速

图 12: 2021-2024 年多点多智各业务客单价 (万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理, 右轴为同比增速

在疫情影响下本地零售行业经营面临困境，多点多智的产品通过协助本地零售商降本增收，其市场渗透率逐渐提升。根据公司招股说明书，2023 年通过多点多智系统处理的交易总额为 1565 亿元（其中大部分通过公司操作系统处理），同比增加 8.6%，相比 2022 年的同比增长 24%增速明显放缓。但 2022、2023 年中国本地零售行业销售额市场规模同比增速分别为-3.8%、4.7%（资料来源：亚洲开发银行、中国国家统计局、弗若斯特沙利文报告），通过多点多智系统处理的交易总额增速高于中国本地零售行业销售额增速。

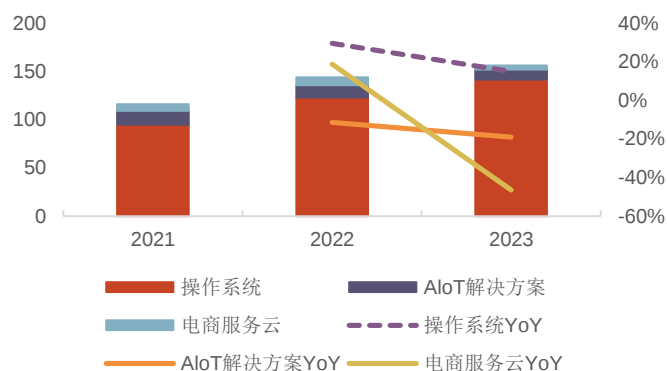
多点多智营收占通过公司系统处理的交易总额比例逐年提升，显示客户付费意愿提升。2021-2023 年多点多智总营收/通过公司系统处理的商品交易总额（下文简称营收转化率）分别为 0.73%、0.92%、1.01%，其中操作系统业务的营收转化率分别为 0.30%、0.50%、0.48%，2023 年略有回落，独立客户营收转化率高于关联方；AIoT 解决方案的营收转化率分别为 1.06%、2.10%、6.07%，2023 年有明显提升。

表 3: 2021-2023 年多点多智各业务收入/通过系统处理的商品交易总额

	2021	2022	2023
所有业务	0.73%	0.92%	1.01%
零售核心服务云	0.40%	0.65%	0.85%
操作系统	0.30%	0.50%	0.48%
抽佣客户	0.34%	0.40%	0.38%
关联方	0.34%	0.43%	0.43%
其他关联方	0.18%	0.27%	0.26%
独立客户	1.79%	0.56%	0.51%
订阅客户	0.17%	0.21%	0.32%
AIoT 解决方案	1.06%	2.10%	6.07%
电商服务云	5.93%	5.46%	6.82%

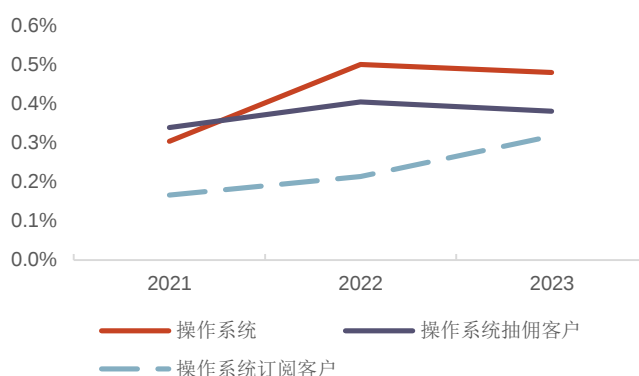
资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

图 13: 2021-2023 年多点数智通过系统处理的 GMV (十亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理, 右轴为同比增速

图 14: 2021-2023 年多点数智部门收入/通过系统处理的 GMV

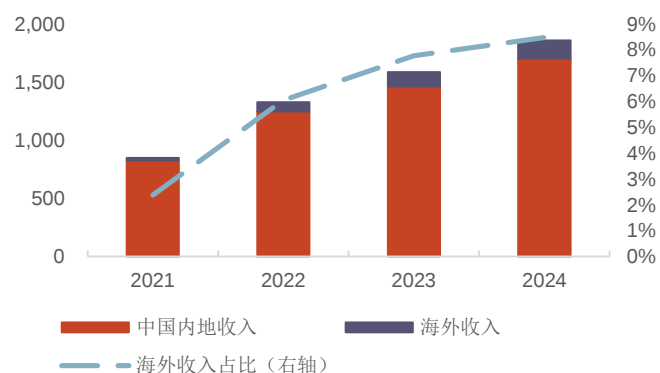


资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

作为少数具备出海能力的中国 SaaS 公司，多点数智以中国市场为根基，积极拓展海外客户，贡献额外收入增量。2024 年公司海外收入 1.58 亿元，同比增长 27.8%，占总营收的比例从 23 年的 7.8% 提升至 24 年的 8.5%。公司通过与香港的 DFI Retail Group (Dairy Farm) 及其旗下品牌万宁 (Mannings)、菲律宾的 SM 集团以及麦德龙集团等国际客户合作，成功推进东南亚及欧洲市场布局。此外，与关联方（如物美集团）的合作形成行业标杆，进一步助力海外拓客，提升国际市场竞争能力。

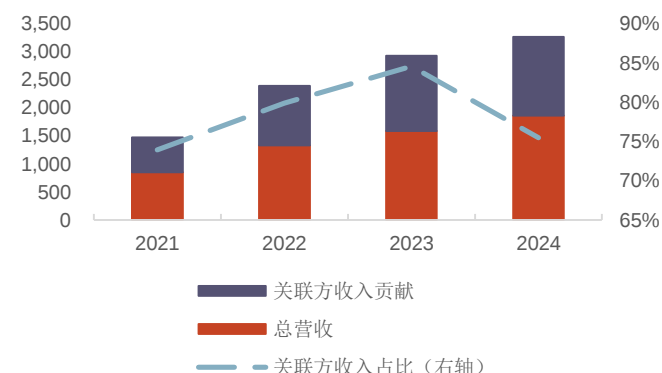
公司关联方交易占比高且合作稳固，作为标杆客户形成良好行业案例，助力新客拓展。2024 年公司关联方贡献的营收占比为 75.5%，相比 2023 年的 84.6% 有所下降。多点数智的营收结构中关联方占比较高，但物美集团、麦德龙集团等关联方同样依赖多点数智的系统，若更换系统将面临较高的转换成本，双方合作稳固。多点数智通过与关联方深度合作，可以树立良好的行业标杆案例，有望吸引更多独立第三方客户，加速新客拓展。

图 15: 2021-2024 年多点数智分地区收入贡献 (百万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 16: 2021-2024 年多点数智关联方收入贡献 (百万元)



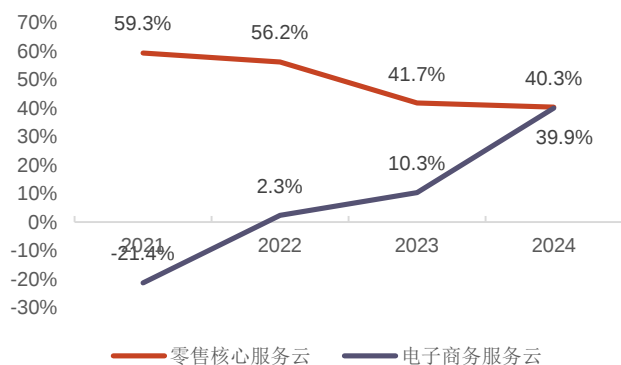
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

4.3 盈利能力及未来展望

公司在业务结构调整的驱动下，多项关键财务指标表现亮眼，营收、毛利、净利均实现突破性增长，财务状况全面向好。2024 年公司总营收 18.59 亿元，同比增长 17.3%；毛利率同比上升 5.1pcts 至 40.1%，主要系 2024 年收入占比 42.3%的操作系统业务毛利率同比增长 7.1pcts 至 77.4%；公司持续经营业务经调整净利润达 2979.5 万元，成功实现经营层面首次盈利。此外，现金及现金等价物增至 8.01 亿元，同比增长 50.2%，截至 2024 年 12 月 31 日，公司净资产转正。整体来看，公司通过业务结构优化有效实现了毛利率提升和盈利改善。

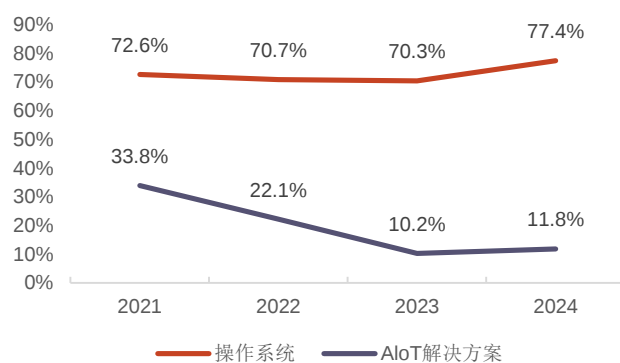
2021 至 2024 年，公司盈利能力呈上升趋势，业务结构调整带来新契机。2021 年至 2024 年，公司毛利率由 20.4%增长至 40.1%。2022 年 AIoT 解决方案收入占比上升。由于 AIoT 解决方案毛利率相对较低，持续经营业务的经调整净利润率处于低位，影响了公司整体盈利能力。2024 年，公司通过调整成本结构，盈利能力显著回升。公司实施聚焦高毛利率经营分部的战略，加大零售核心服务云业务的投入与发展，该业务凭借高附加值特性，对公司收益贡献逐步增大，带动公司整体毛利率大幅提升，盈利能力得到有效改善。

图 17：2019-2024 年多点数智分部门毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 18：2021-2024 年多点数智分业务毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司未来预期将针对不同业务的特点和市场环境，制定相应的发展策略，以提升整体盈利能力和市场竞争力。

1) 优化业务结构：公司将战略重心锚定在毛利率较高的零售核心服务云业务，同时着力降低低毛利业务与亏损业务的占比。具体而言，公司逐步淘汰电子商务服务云业务，优化业务结构，增强高毛利率业务对整体收益的贡献度，最终实现整体利润率的有效提升。

2) 控制成本：公司实施系统性成本管控策略，从多维度降低运营成本。在人力及场地管理方面，通过优化劳动力架构，合理精简人员配置，同时不再续约部分办公室租赁，有效降低人力与场地开支。

3) 提升运营效率：公司持续优化业务开发、项目实施与产品研发等部门间的跨职能协同机制，以高效的协作模式削减业务成本与运营开支。同时公司采取从研发至产品落地的关键人才保留计划，将有效提升运营环节的执行效率，推动业务收益稳步增长，进一步拓展利润空间，达成利润率的持续提升。

5、盈利预测与估值模型

5.1 收入与盈利预测

多点多智的两大业务模块中，相对成熟的操作系统业务拓客稳健、客单价稳定；AloT 业务前期拓客较难，但用户付费意愿高、客单价提升较快。2022-2024 年，公司操作系统客户数分别同比增长 82.9%、8.0%、14.2%至 370 个，AloT 解决方案客户数同比增速分别为 123.8%、49.5%、-7.5%，2024 年为 260 个。我们以操作系统和 AloT 解决方案的年度营收/客户数计算客单价，2022-2024 年，公司操作系统业务客单价分别同比增长 16.8%、2.13%、1.25%，2024 年达到 212.5 万元/年，三年复合增速为 6.5%；AloT 解决方案客单价同比增速分别为-21.5%、56.8%、78.7%，2024 年达到 393.5 万元/年，三年复合增速为 30.0%。

操作系统收入关键假设：考虑到中国本地零售行业面临经营困境，数字化转型需求增强，我们假设操作系统客户数在 2024 年的基础上继续维持稳健增长，2025-2027 年同比增速分别有望达到 11.5%、10.3%、9.4%；操作系统客单价取决于不同客户上线模块数量和不同模块的单价，增速波动性较大，我们假设操作系统客单价在 2022-2024 年复合增速 6.5%的基础上继续维持稳健增长，2025-2027 年同比增速有望达到 6.5%、4.7%、3.5%。

AloT 解决方案收入关键假设：AloT 解决方案尚处于早期阶段，客户数增长受限于前期拓客成本和行业认知度，2024 年客户数量同比下滑 7.5%。考虑到多点多智与胖东来加深合作提升品牌影响力、拓展获客渠道，我们假设 2025 年公司 AloT 解决方案客户数恢复正增长，2025-2027 年 AloT 解决方案客户数分别同比增长 5%、5.8%、6.5%。AloT 解决方案通过智能防损、补货等功能优化零售商效率，随着 AI 智能技术融入系统，有望进一步提升客户付费意愿，我们假设操作系统客单价在 2022-2024 年复合增速 30%的基础上继续维持稳健增长，2025-2027 年同比增速有望达到 15%、12%、11.5%。

其他业务收入关键假设：2024 年公司其他业务收入大幅增长主要因剥离多点新鲜（北京）股权产生一次性收益（2024 年 4 月完成剥离）。我们认为，公司聚焦零售核心服务云业务，其他业务收入增长空间有限，我们假设 2025 年公司其他业务收入为前三年平均值，2026-2027 年同比增速维持 10%，主要来源于小型项目服务费和少量资产处置收益。

表 4：2023-2027E 多点多智分部门客户数和客单价预测表

指标	业务	2023	2024	2025E	2026E	2027E
客户数（个）	操作系统	324	370	413	455	498
	同比增速	8.00%	14.20%	11.5%	10.3%	9.4%
	AloT 解决方案	281	260	273	289	308
	同比增速	49.47%	-7.47%	5.0%	5.8%	6.5%
客单价（千元/年）	操作系统	2098.9	2125.1	2263.3	2369.8	2452.9
	同比增速	2.13%	1.25%	6.5%	4.7%	3.5%
	AloT 解决方案	2201.7	3935.5	4525.8	5068.9	5651.8
	同比增速	56.81%	78.74%	15.0%	12.0%	11.5%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，客单价=年度营收/客户数，标红数值为光大证券假设

综上所述，我们预测 2025-2027 年公司操作系统收入分别同比增长 18.8%、15.5%、13.2%至 9.3、10.8、12.2 亿元，AloT 解决方案收入分别同比增长 20.8%、18.5%、18.7%至 12.4、14.6、17.4 亿元。我们预测 2025-2027 年公司总营收分别同比增长 16.7%、17.2%、16.4%至 21.7、25.4、29.6 亿元。

表 5：多点数智 2023-2027E 分部门营收预测表

单位：千元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,585,357	1,859,002	2,169,257	2,542,385	2,959,541
操作系统	680,043	786,290	933,721	1,078,325	1,221,006
AIoT 解决方案	618,687	1,023,218	1,235,536	1,464,060	1,738,535
电商服务云	300,006	4,279	0	0	0
其他	-13,379	45,215	10,704	11,774	12,951
营收同比增速	19.4%	17.3%	16.7%	17.2%	16.4%
操作系统	10.3%	15.6%	18.8%	15.5%	13.2%
AIoT 解决方案	134.4%	65.4%	20.8%	18.5%	18.7%
电商服务云	-33.0%	-98.6%	-	-	-
其他	-	-	-76.3%	10.0%	10.0%
营收占比	100%	100%	100%	100%	100%
操作系统	42.9%	42.3%	43.0%	42.4%	41.3%
AIoT 解决方案	39.0%	55.0%	57.0%	57.6%	58.7%
电商服务云	18.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	-0.8%	2.4%	0.5%	0.5%	0.4%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

毛利率关键假设：考虑到公司操作系统业务付费方式以订阅制为主，随着客户数量的增长，营业成本呈下降趋势，我们假设 2025-2027 年操作系统业务的毛利率分别为 77.6%、77.8%、78.0%。考虑到 AIoT 解决方案业务前期拓客成本较高，需支付一定的硬件成本和劳务成本，为了获取更多新订单在谈判时利润空间有限，但随着行业认知度提升和公司逐渐梳理品牌效益，该业务毛利率有较大的提升空间，我们假设 2025-2027 年 AIoT 解决方案业务的毛利率分别为 14.3%、17.3%、20.8%。

费用率关键假设：SaaS 商业模式在前期需要承担较高的销售和研发成本，但随着客户数量的提升将持续稳定贡献现金流，驱动费用率降低。多点数智拓展新客户阶段的合同谈判周期较长、销售成本较高，但随着客户上线更多门店、采购更多模块，销售费用率呈现边际递减趋势，因此我们假设 2025-2027 年公司销售费用率分别为 4.9%、4.1%、3.8%。考虑到公司积极优化运营成本，采用生成式 AI 工具提升研发人员和行政人员工作效率，员工数量持续减少，我们假设 2025-2027 年公司研发费用率分别为 19.8%、18.6%、17.8%，行政费用率分别为 12.8%、11.3%、10.6%。

表 6：多点数智 2023-2027E 毛利率和费用率预测表

单位：千元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	35.0%	40.1%	42.0%	43.3%	44.8%
操作系统	70.3%	77.4%	77.6%	77.8%	78.0%
AIoT	10.2%	11.8%	14.3%	17.3%	20.8%
电商	10.3%	39.9%	-	-	-
其他	133.6%	34.9%	89.5%	89.5%	89.5%
经营利润率	-16.6%	-9.4%	4.5%	9.4%	12.6%
营销费用率	5.8%	8.1%	4.9%	4.1%	3.8%
研发费用率	32.9%	22.2%	19.8%	18.6%	17.8%
行政费用率	16.4%	16.6%	12.8%	11.3%	10.6%
Non-IFRS 归母净利润	-276,704	29,795	122,083	270,516	407,969
同比增速	-	-	309.7%	121.6%	50.8%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，标红数值为光大证券假设

综上所述，我们预测 2025-2027 年公司毛利率分别为 42.0%、43.3%、44.8%，经营利润率分别为 4.5%、9.4%、12.6%，Non-IFRS 归母净利润分别为 1.22、2.71、4.08 亿元，同比分别增长 309.7%、121.6%、50.8%。

5.2 相对估值

多点数智的主营业务包括操作系统和 AIoT 解决方案，操作系统为成熟的 SaaS 业务，2024 年毛利率高达 77.4%，AIoT 解决方案为商业模式为物联网+技术服务，前期拓客成本较高，2024 年毛利率为 11.8%，后续仍有较大的利润释放空间。考虑到公司客户付费模式为订阅制+抽佣制，且订阅制占比持续提升，符合 SaaS 公司的基本特征，我们选取同为港股 SaaS 公司的商汤、金蝶国际、微盟集团、北森控股、明源云科技作为可比公司。

- 1) **商汤**：专注于提供 AI 解决方案，布局智慧城市、智能终端等 AIoT 场景，与多点数智业务模式和 AI 战略布局有一定的相似性。
- 2) **金蝶国际**：提供企业云服务及数字化解决方案，涵盖 ERP、供应链管理等，与多点数智的零售数字化操作系统业务 Dmall 的产品服务类似。
- 3) **微盟集团**：提供企业 SaaS 解决方案与精准营销服务，聚焦零售、餐饮、本地生活等垂类行业，帮商户运营私域流量并实现全渠道销售，与多点数智服务的本地零售行业有一定的可比性。
- 4) **北森控股**：提供企业 HR SaaS 服务，覆盖招聘、绩效管理等场景，2024 年推出 AI Agent 产品，其 SaaS 商业模式定位和 AI 战略与多点数智较为相似。
- 5) **明源云科技**：专注房地产行业 SaaS 解决方案，涉及 AI 和大数据应用，与多点数智的垂直行业数字化服务模式类似。

考虑到 SaaS 业务具备较强的规模效应，但前期需要承担较高的销售和研发成本，我们选取 PS 估值方法。可比公司 2025E-2027E 平均 PS 估值分别为 5.3x/4.6x/4.3x，2026E 平均 PSG 估值为 0.6 倍。多点数智 2025E-2027E PS 估值分别为 3.4x/2.9x/2.5x，2026E PSG 估值为 0.2 倍，相较可比公司估值具备性价比。

表 7：多点数智相对估值表

代码	公司名称	市值 (亿港元)	营业收入 (百万元)				营收 CAGR 24-27E	PS			PSG 26E
			24	25E	26E	27E		25E	26E	27E	
0020.HK	商汤	521.8	3,772	4,754	5,966	7,529	25.9%	10.1	8.1	6.4	0.3
0268.HK	金蝶国际	455.0	6,256	7,107	8,195	9,434	14.7%	5.9	5.1	4.4	0.3
2013.HK	微盟集团	67.6	1,339	1,674	1,882	2,069	15.6%	3.7	3.3	3.0	0.2
9669.HK	北森控股	41.0	952	1,111	1,306	-	17.1%	3.4	2.9	-	0.2
0909.HK	明源云科技	53.7	1,435	1,421	1,447	1,503	1.6%	3.5	3.4	3.3	2.2
	平均值							5.3	4.6	4.3	0.6
2586.HK	多点数智	81.1	1,859	2,169	2,542	2,960	16.8%	3.4	2.9	2.5	0.2

资料来源：公司公告，彭博，多点数智 2025E-2027E 营收为光大证券研究所预测，可比公司 2025E-2027E 营收为彭博一致预期，数据截止时间 2025/5/21，1 港币=0.9187 人民币

6、投资建议

受电商和零售配送渗透率提升等因素影响，中国本地零售商面临经营困境，通过数字化转型降本增效的需求提升，为多点数智的业务拓展提供土壤。零售 SaaS 具备较高的前期投入成本和准入门槛，作为国内稀缺的聚焦本地零售数字化转型的 SaaS 公司，多点数智关联方包括物美集团，麦德龙集团等国内外零售商，深耕中国本地零售行业的同时具备国际化视野，具备较高的行业实践经验和数据壁垒。

考虑到多点数智与胖东来加深合作，有利于树立品牌效益、拓宽获客渠道，我们预测 2025-2027 年公司营收达到 21.7/25.4/29.6 亿元，同比分别增长 16.7%、17.2%、16.4%；考虑到随着行业认知度和公司产品市场认可度的提升，AIoT 解决方案仍有较大的利润释放空间，我们预测 2025-2027 年公司 Non-IFRS 归母净利润分别为 1.22/2.71/4.08 亿元，同比分别增长 309.7%、121.6%、50.8%。对应 2025-2027 年 PS 估值倍数 3.4x/2.9x/2.5x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：多点数智盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,585	1,859	2,169	2,542	2,960
营业收入同比增速	19.4%	17.3%	16.7%	17.2%	16.4%
Non-IFRS 归母净利润（百万元）	-277	30	122	271	408
Non-IFRS 归母净利润同比增速	-	-	309.7%	121.6%	50.8%
经调整 EPS（元）	-0.31	0.03	0.14	0.30	0.45
P/S	4.7	4.0	3.4	2.9	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2025-5-21，2023-2027E 经调整 EPS 使用最新股本 9.0 亿计算，1 港币=0.9187 人民币

7、风险分析

- 1) 零售行业低迷风险：**公司部分业务基于抽佣制收费，若零售行业不景气可能影响公司收入增长；
- 2) 客户拓展节奏不及预期：**公司未来收入增长较依赖新客户的拓展，合同谈判周期和合约价格具备较大的不确定性；
- 3) 关联方交易占收入比例较高：**2024 年公司关联方交易占公司总收入的比例为 75.5%，若与关联方合作弱化会对收入造成较大影响；
- 4) 行业竞争加剧风险：**当前国内外 SaaS 行业面临激烈竞争，可能因行业竞争加剧而挤压利润空间。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,585	1,859	2,169	2,542	2,960
营业成本	1,031	1,113	1,259	1,440	1,635
折旧和摊销	58	61	24	26	29
销售费用	151	92	107	105	113
管理费用	259	308	277	286	313
研发费用	521	413	430	473	527
营业利润	-263	-174	97	238	372
利润总额	-752	-2,454	97	238	372
所得税	-3	-1	0	0	0
净利润	-655	-2,220	97	238	372
Non-IFRS 归母净利润	-277	30	122	271	408

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-179	-74	47	182	305
净利润	-277	30	122	271	408
折旧摊销	58	61	24	26	29
净营运资金增加	206	399	229	262	293
其他	-167	-564	-328	-376	-426
投资活动产生现金流	-31	-32	-32	-42	-49
净资本支出	-6	-8	-32	-42	-49
长期投资变化	0	1	0	0	0
其他资产变化	-25	-24	0	0	0
融资活动现金流	207	373	-4	9	-90
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	199	7	30	39	-60
无息负债变化	559	-7,132	28	18	20
净现金流	-3	267	10	149	167

资料来源：多点数智公告，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,378	1,659	1,814	2,110	2,442
货币资金	554	858	868	1,017	1,184
应收账款	165	248	322	378	440
存货	11	5	5	6	7
其他流动资产	110	170	233	307	391
流动资产合计	844	1,284	1,430	1,710	2,023
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产	77	70	64	67	73
无形资产	84	144	158	171	184
商誉	152	152	152	152	152
非流动资产合计	534	376	384	400	419
总负债	8,143	1,018	1,076	1,134	1,094
短期借款	202	445	465	495	425
应付账款	87	99	111	128	145
其他流动负债	448	286	286	286	286
流动负债合计	7,794	918	970	1,018	968
长期借款	112	84	94	104	114
应付债券	209	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
非流动负债合计	349	100	106	116	126
股东权益	-6,765	641	738	976	1,348
股本	0	1	1	1	1
公积金	0	0	0	0	0
未分配利润	-6,865	565	687	957	1,365
归属母公司权益	-6,865	566	688	958	1,366

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP