

# 满帮集团 (YMM)

## 2023年三季度报点评：业绩超预期，直客拓展稳步推进

买入（维持）

2023年11月23日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 晋晨曦

执业证书：S0600122090072  
jincx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	6,734	8,342	10,069	11,861
同比（%）	45%	24%	21%	18%
归母净利润（百万元）	407	2,126	2,996	4,053
同比（%）	-111%	423%	41%	35%
Non-GAAP 净利润	1,395	2,706	3,485	4,455
同比（%）	210%	94%	29%	28%
调整后每股收益（元/ADS）	1.30	2.53	3.26	4.16
P/E（倍）	146.51	28.04	19.89	14.70
PE（Non-GAAP）	42.71	22.02	17.10	13.38

关键词：#业绩超预期

### 投资要点

- **3Q23 公司业绩超预期：**公司 23Q3 实现营收 22.64 亿元，同比增长 25.2%；Non-GAAP 净利润达 8.27 亿元，同比增长 67.6%。23Q4，公司预计营收将达 22.7-23.2 亿元，同比增长 18.2-20.6%。
- **双端用户持续提升，直客端拓展稳步推进：**23Q3，平均托运人 MAU 为 213 万，同比增长 15.0%，环比增长 6.5%，MAU 数突破历史新高，货主用户增长迅速主因直客货主增长拉动。司机端，截至 23Q3，过去 12 月内履约活跃司机数达到 379 万，卡车司机用户数环比稳步增长。用户结构来看，直客端稳步拓展，23Q3，公司 688 会员及非会员履约订单同比增长 32%，占总体订单比例达 45%。后续预计随直客占比提升，公司用户数及履约率有望持续提升。
- **随用户增长，订单量有望环比提升：**根据国家统计局，我国 23Q3 公路货运量同比增长 7.6%。23Q3，公司履约订单量达 4250 万单，同比提升 27.0%，超大盘增速。规模庞大的双端用户及订单量增强公司网络效应，用户匹配行为逐步从线下转移至更高效的线上平台。我们预计，随用户数、用户粘性不断提升，Q4 履约订单量有望实现环比增长。
- **抽佣渗透率环比略降，主因会计计提方法影响：**23Q3，公司每单抽佣收入提升驱动佣金收入提升，佣金业务收入达 6.02 亿元，同比增长 54.3%。拆分来看，23Q3，公司每单抽佣提升至 24.3 元，抽佣渗透率由 23Q2 的 59% 降至 58%。抽佣渗透率环比略降主因同城业务订单增长较快，而公司同城收入计入增值业务，渗透率分子不包括短途订单，分母包括长途和短途订单；但长途订单的佣金渗透率环比仍稳定。
- **受一次性诉讼费用影响，费用端同比提升：**23Q3，毛利率达 49.6%，同比提升 2.2pct。销售/管理/研发费用率分别为 12.8%/12.8%/10.5%，同比分别变动 0.0/1.4/-2.0pct。管理费用率同比提升，主因一次性诉讼费用影响，预计后续将不会产生大额费用。
- **盈利预测与投资评级：**作为数字货运平台龙头，满帮为车主及货主带来增量价值。我们将公司 2023-2025 年收入预测由 82/97/114 亿元调整至 83/101/119 亿元，同比增速为 24%/21%/18%；将 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润由 24/31/41 亿元调整至 27/35/45 亿元，同比增速为 94%/29%/28%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单量增长不及预期风险，宏观经济恢复不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(美元)	7.80
一年最低/最高价	5.41/10.18
市净率(倍)	4.72
流通股市值(百万美元)	7,445.6
总市值(百万美元)	8,349.3

### 基础数据

每 ADS 净资产(元)	33.06
资产负债率(%，LF)	8.45
总股本(百万股)	21,408.4
流通股(百万股)	19,091.3

### 相关研究

《满帮集团(YMM)：23Q2 业绩点评：利润超预期，订单量持续提升》

2023-08-25

《满帮集团(YMM)：23Q1 业绩点评：业绩超预期，双端用户活跃度稳步提升》

2023-05-24

## 满帮集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	31,004	34,023	34,607	38,611	<b>营业总收入</b>	6,734	8,342	10,069	11,861
现金及现金等价物	5,137	7,577	7,623	11,129	营业成本	3,515	4,096	4,608	5,102
应收账款及票据	2,047	2,343	2,692	2,956	销售费用	902	1,111	1,299	1,426
存货	0	0	0	0	管理费用	1,418	910	924	852
其他流动资产	23,819	24,102	24,292	24,525	研发费用	914	931	966	995
<b>非流动资产</b>	5,692	8,309	9,791	10,567	其他费用	0	0	0	0
固定资产	109	161	198	223	<b>经营利润</b>	-15	1,293	2,272	3,485
商誉及无形资产	3,759	3,940	4,020	4,100	利息收入	484	1,027	909	836
长期投资	1,774	4,158	5,523	6,194	利息支出	0	0	0	0
其他非流动资产	50	50	50	50	其他收益	40	49	59	69
<b>资产总计</b>	36,696	42,332	44,397	49,178	<b>利润总额</b>	508	2,369	3,240	4,391
<b>流动负债</b>	2,732	3,875	4,570	5,268	所得税	96	235	227	307
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	412	2,135	3,013	4,083
应付账款及票据	28	74	41	87	少数股东损益	5	9	17	30
其他	2,704	3,801	4,529	5,181	<b>归属母公司净利润</b>	407	2,126	2,996	4,053
<b>非流动负债</b>	158	158	158	158	EBIT	-15	1,293	2,272	3,485
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	73	1,360	2,355	3,580
其他	158	158	158	158	<b>Non-GAAP 净利润</b>	1,395	2,706	3,485	4,455
<b>负债合计</b>	2,889	4,033	4,728	5,425					
股本	1	1	1	1	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	150	159	175	206	调整后每股收益(元)-ads	1.30	2.53	3.26	4.16
归属母公司股东权益	33,656	38,139	39,493	43,546	每股净资产(元)-ads	31.58	35.78	37.06	40.87
<b>负债和股东权益</b>	36,696	42,332	44,397	49,178	发行在外股份(百万股)	21,408.4	21,408.4	21,408.4	21,408.4
					ROIC(%)	0.0%	3.3%	5.4%	7.8%
					ROE(%)	1.2%	5.6%	7.6%	9.3%
					毛利率(%)	47.8%	50.9%	54.2%	57.0%
					销售净利率(%)	6.0%	25.5%	29.8%	34.2%
					资产负债率(%)	7.9%	9.5%	10.6%	11.0%
					收入增长率(%)	44.6%	23.9%	20.7%	17.8%
					净利润增长率(%)	-111.1%	422.6%	41.0%	35.3%
					P/E	146.51	28.04	19.89	14.70
					P/B	1.77	1.56	1.51	1.37
					EV/EBITDA	745.13	38.25	22.07	13.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2023年11月22日的7.14,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>