

## 满帮集团 (YMM)

# 2023 年四季报点评：业绩超预期，各运营指标实现强劲增长

买入（维持）

2024 年 03 月 11 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

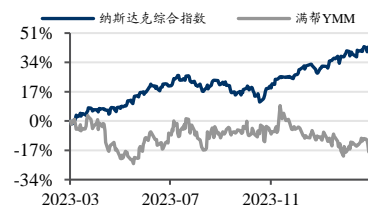
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,734	8,436	10,503	13,475	17,226
同比（%）	45%	25%	25%	28%	28%
Non-GAAP 净利润（百万元）	1,395	2,797	3,521	4,763	6,309
同比（%）	210%	100%	26%	35%	32%
调整后每股收益（元/ADS）	1.30	2.61	3.29	4.45	5.89
PE（Non-GAAP）	35.50	17.71	14.07	10.40	7.85

关键词：#业绩超预期

### 投资要点

- **事件：**23Q4，公司实现营收 24.08 亿元，同比增长 25.3%；Non-GAAP 净利润达 7.33 亿元，同比增长 64.4%。24Q1，公司预计营收将达 21.1-21.6 亿元，同比增长 23.9-27.1%。
- **货主结构持续优化，履约率达历史新高。**23Q4，直客货主比例持续提升，贡献超过 45% 的履约订单；直客货主的稳步拓展带动公司各项运营指标提升，履约率、货主 MAU 均达历史新高。23Q4，公司平均托运人 MAU 为 224 万，同比增长 18.7%；履约率达 32%。此外，23Q4 公司履约订单量达 4580 万单，同比提升 40.4%，实现强劲增长。我们预计，随公司 2024 年通过多种手段获取用户，直客渗透率仍将提升，并将带动履约率、订单量等进一步提升。
- **推进试点城市高佣金率压力测试，预计 24 年佣金收入仍将实现强劲增长。**23Q4，佣金收入提升主因订单数量及渗透率的提升，佣金业务收入达 6.4 亿元，同比增长 44.0%；拆分来看，公司每单抽佣金额为 23.7 元，抽佣订单渗透率达 59%。23Q4，公司在抽样城市中对更高的佣金率进行了压力测试，并且验证其可行性。随着公司提升双边网络效应及匹配效率，我们预计 24 年佣金收入将保持强劲的同比增长，并带动盈利提升。
- **加大营销力度获取用户，预计营收规模提升将增厚利润率。**23Q4，公司毛利率达 52.1%，同比提升 1.7pct，主因毛利较高的抽佣业务占比提升；Non-GAAP 归母净利率达 30.3%，同比提升 7.2pct。23Q4，公司积极获取新用户，销售/管理/研发费用率分别达 17.5%/11.0%/10.6%，同比分别变动 2.9/-10.2/-2.4pct。24 年，公司仍将采用积极的用户获取策略，扩大用户规模、优化用户结构，预计销售费用仍将继续提升。但随收入快速增长，高毛利率的佣金收入占比提升，我们预计净利率仍将保持上涨态势。
- **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，考虑到公司用户及订单规模持续提升，抽佣进展稳健，我们将公司 2024-2025 年收入预测由 101/119 亿元上调为 105/135 亿元，同比增速为 25%/28%，预计 2026 年收入为 172 亿元，同比增长 28%；将 2024-2025 年 Non-GAAP 净利润由 35/45 亿元调整至 35/48 亿元，同比增速为 26%/35%，预计 2026 年 Non-GAAP 净利润为 63 亿元，同比增长 32%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单量增长不及预期风险，抽佣进展不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(美元)	6.52
一年最低/最高价	5.41/8.30
市净率(倍)	1.38
流通股市值(百万美元)	6,223.8
总市值(百万美元)	6,979.1

### 基础数据

每 ADS 净资产(元)	33.53
资产负债率(%，LF)	8.78
总股本(百万股)	21408.4
流通股(百万股)	19091.4

### 相关研究

《满帮集团(YMM): 2023 年三季度点评：业绩超预期，直客拓展稳步推进》

2023-11-23

《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

## 满帮集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	23,997	28,161	33,308	40,696	<b>营业总收入</b>	8,436	10,503	13,475	17,226
现金及现金等价物	6,771	9,328	14,410	19,907	营业成本	4,119	4,898	6,178	7,751
应收账款及票据	2,073	3,455	3,283	4,920	销售费用	1,239	1,468	1,734	2,031
存货	0	0	0	0	管理费用	938	951	1,041	1,160
其他流动资产	15,153	15,378	15,615	15,869	研发费用	947	1,005	1,121	1,293
<b>非流动资产</b>	15,351	15,588	15,715	15,834	其他费用	0	0	0	0
固定资产	195	221	240	253	<b>经营利润</b>	1,194	2,181	3,401	4,991
商誉及无形资产	3,710	3,891	3,971	4,051	利息收入	1,142	1,083	1,119	1,159
长期投资	11,076	11,106	11,134	11,160	利息支出	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	其他收益	-2	-8	-8	-7
其他非流动资产	371	371	371	371	<b>利润总额</b>	2,334	3,257	4,513	6,142
<b>资产总计</b>	39,348	43,750	49,023	56,530	所得税	107	212	226	307
<b>流动负债</b>	3,275	4,632	5,618	7,290	<b>净利润</b>	2,227	3,045	4,287	5,835
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	14	19	36	41
应付账款及票据	25	97	57	137	<b>归属母公司净利润</b>	2,213	3,026	4,251	5,794
其他	3,249	4,534	5,561	7,153	EBIT	1,194	2,181	3,401	4,991
<b>非流动负债</b>	178	178	178	178	EBITDA	1,264	2,274	3,502	5,098
长期借款	0	0	0	0	Non-GAAP 净利润	2,797	3,521	4,763	6,309
其他	178	178	178	178					
<b>负债合计</b>	3,453	4,810	5,796	7,468	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	609	609	609	609	调整后每股收益(元)-ads	2.61	3.29	4.45	5.89
少数股东权益	290	309	345	386	每股净资产(元)-ads	33.53	36.38	40.38	45.83
归属母公司股东权益	34,995	38,021	42,272	48,066	发行在外股份(百万股)	21,408.4	21,408.4	21,408.4	21,408.4
<b>负债和股东权益</b>	39,348	43,750	49,023	56,530	ROIC(%)	3.3%	5.5%	7.9%	10.3%
					ROE(%)	6.3%	8.0%	10.1%	12.1%
					毛利率(%)	51.2%	53.4%	54.2%	55.0%
					销售净利率(%)	26.2%	28.8%	31.5%	33.6%
					资产负债率(%)	8.8%	11.0%	11.8%	13.2%
					收入增长率(%)	25.3%	24.5%	28.3%	27.8%
					净利润增长率(%)	444.0%	36.7%	40.5%	36.3%
					P/E (Non-GAAP)	17.71	14.07	10.40	7.85
					P/B	1.38	1.27	1.15	1.01
					EV/EBITDA	33.85	17.68	10.03	5.81

现金流量表 (百万元)				
	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,784	3,095	5,517	5,930
投资活动现金流	-713	-538	-436	-433
筹资活动现金流	161	0	0	0
现金净增加额	2,229	2,557	5,082	5,497
折旧和摊销	70	92	101	107
资本开支	-108	-300	-200	-200
营运资本变动	485	-50	1,122	-19

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2024年3月8日的7.10,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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>