

满帮集团 (YMM.N)

Q3 表现超预期，抽佣收入持续高增长

公司 2024Q3 收入为 30.3 亿/+33.9%，净利润 11.2 亿/+81.4%，Non-GAAP 净利润 12.4 亿/+50.2%。24Q3 公司货主 MAU 达到 284 万/+33.6%，平台履约单量达 5190 万单/+22.1%。公司是公路跨城数字货运平台龙头，双边网络效应下，货主及司机数双端领先带来强壁垒。当前公司司机供给充沛，货主数及单量持续高增长，经纪+会员+抽佣+增值服务四大业务协同变现驱动增长，其中抽佣业务抽佣率及抽佣覆盖率双升下，收入增长确定性强。维持“强烈推荐”评级。

□ Q3 表现超预期，抽佣收入持续高增长。2024Q3 公司营业收入为 30.3 亿/+33.9%，净利润 11.2 亿/+81.4%，Non-GAAP 净利润 12.4 亿/+50.2%。分业务板块看，24Q3 公司货运经纪业务收入 12.8 亿/+19.7%，会员业务收入 2.2 亿/+4.9%，抽佣业务收入 10.5 亿/+68.6%，增值服务收入 4.8 亿/+33.4%。抽佣收入持续高增长，主要受益于订单量增长、抽佣覆盖率及单均抽佣的提升；当前抽佣收入占比达到约 35%，已成为公司新增长引擎。展望 Q4，公司预计收入同比增长 22.3%-24.8%至 29.4-30.0 亿元。

□ 货主 MAU 高增长，平台履约单量创新高。24Q3 公司货主 MAU 达到 284 万/+33.6%，用户粘性和活跃度持续提升；平台履约订单量达到 5190 万单/+22.1%。此外，运力质量及履约能力的提升驱动下，本季度履约率达到 34.5%，同比明显提升 5.5pct。综合来看，公司增长速度明显快于公路货运整体增速，线上平台渗透率持续提升。

□ 公司毛利率、净利率提升明显。Q3 公司毛利率 55.0%/同比+5.4pct/环比+2.4pct；销售费用率 13.6%/同比+0.8pct/环比+0.1pct；管理费用率 7.5%/同比-5.3pct/环比-0.4pct；研发费用率 6.4%/同比-4.1pct/环比-2.0pct。受益于毛利率水平提升和费用率下降，Q3 公司 Non-GAAP 净利率达到 40.9%/同比+4.4pct/环比+5.8pct。

□ 投资建议。公司为跨城数字货运平台龙头，市占高壁垒强，货主及单量持续高增长，经纪+会员+抽佣+增值服务协同加速变现，预计公司 24E/25E/26E Non-GAAP 净利分别为 39.5/49.7/63.1 亿，参考可比公司估值，给予公司 24 年 Non-GAAP 净利 22 倍 PE，对应目标价约 11.9 美元/DR，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：抽佣率提升不及预期、货主 MAU、单量增长不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	6734	8436	11041	13450	16036
同比增长	45%	25%	31%	22%	19%
营业利润(百万元)		1194	2250	3462	4964
同比增长	-100%	-7851%	89%	54%	43%
Non-GAAP 净利润(百万)	1396	2725	3950	4971	6305
同比增长	210%	95%	45%	26%	27%
每股收益(元)	0.39	2.12	3.06	4.11	5.38
P/E NON-GAAP(倍)	52.3	26.8	18.5	14.7	11.6
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/商业

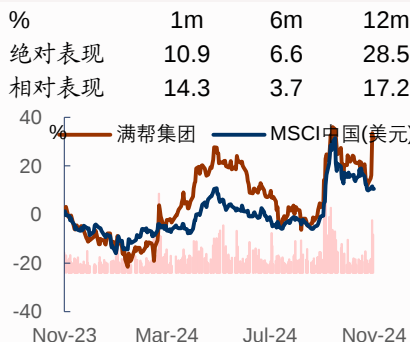
目标估值：11.90 美元

当前股价：9.84 美元

基础数据

总股本(万股)	2091500
海外股(万股)	1878314
总市值(亿美元)	103
海外股市值(亿美元)	
每股净资产(美元)	0.25
ROE(TTM)	0.00
资产负债率	0.0%
主要股东	SVF entities
主要股东持股比例	14.6%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《满帮集团 (YMM) 一货主数持续高增长，抽佣变现稳步推进》2024-08-25
- 2、《满帮集团 (YMM) 一跨城货运平台龙头，高市占强壁垒稳变现》2024-07-10

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

魏芸 S1090522010002

weiyun@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	31004	23997	27690	31439	36165
现金及现金	5137	6771	9788	12912	16967
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	23736	15037	15037	15037	15037
应收账款及	13	23	31	37	44
其它应收款	2034	2050	2683	3268	3896
存货	0	0	0	0	0
其他流动资	84	116	151	184	220
非流动资产	5692	15351	15403	15430	15444
长期投资	1774	11076	11076	11076	11076
固定资产	109	195	247	274	288
无形资产	3759	3710	3710	3710	3710
其他	50	371	371	371	371
资产总计	36696	39348	43093	46869	51609
流动负债	2732	3275	3825	4230	4598
应付账款	28	25	31	36	39
应交税金	774	940	940	940	940
短期借款	0	0	0	0	0
其他	1930	2310	2854	3255	3619
长期负债	158	178	178	178	178
长期借款	0	0	0	0	0
其他	158	178	178	178	178
负债合计	2889	3453	4003	4409	4777
股本	1	1	1	1	1
储备	31454	33656	35603	38778	42119
少数股东权	150	290	311	340	377
归属于母公司所	33657	35605	38779	42120	46455
负债及权益合计	36696	39348	43093	46869	51609

现金流量表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(16)	2270	1967	3032	4296
净利润	407	2213	3195	4300	5625
折旧与摊销	88	75	96	122	135
营运资本变	(1700)	(732)	(126)	(219)	(303)
其他非现金	1190	714	(1199)	(1170)	(1161)
投资活动现金流	2131	554	1071	1050	1050
资本性支出	(86)	(100)	(150)	(150)	(150)
出售固定资	1	1	1	1	1
投资增减	171508	42537	0	0	0
其它	(79)	0	1220	1198	1198
筹资活动现金流	(1330)	(1167)	(21)	(959)	(1290)
债务增减	(9)	0	0	0	0
股本增减	(884)	(1348)	0	0	0
股利支付	0	0	21	959	1290
其它筹资	(437)	181	0	0	0
其它调整	0	0	(42)	(1917)	(2580)
现金净增加额	858	1675	3017	3124	4056

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	6734	8436	11041	13450	16036
主营收入	6734	8436	11041	13450	16036
营业成本	3515	4119	5089	5805	6454
毛利	3219	4317	5952	7645	9582
营业支出	3234	3124	3701	4183	4618
营业利润	(15)	1194	2250	3462	4964
利息支出	0	0	0	0	0
利息收入	484	1142	1222	1200	1200
权益性投资	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他非经营	41	1	1	1	1
非经常项目	0	0	0	0	0
除税前利润	508	2334	3470	4661	6162
所得税	96	107	254	332	500
少数股东损	5	14	21	28	37
Non-GAAP 净利润	1396	2725	3950	4971	6305
EPS (元/DR)	0.39	2.12	3.06	4.11	5.38

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	45%	25%	31%	22%	19%
营业利润	-100%	-7851%	89%	54%	43%
净利润	-110%	444%	44%	35%	31%
获利能力					
毛利率	47.8%	51.2%	53.9%	56.8%	59.8%
净利率	6.0%	26.2%	28.9%	32.0%	35.1%
ROE	1.2%	6.2%	8.2%	10.2%	12.1%
ROIC	1.2%	6.2%	8.3%	10.2%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	7.9%	8.8%	9.3%	9.4%	9.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	11.3	7.3	7.2	7.4	7.9
速动比率	11.3	7.3	7.2	7.4	7.9
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
应收帐款周转率	4.2	4.1	4.6	4.5	4.4
应付帐款周转率	122.5	154.8	180.7	174.2	172.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.4	2.1	3.1	4.1	5.4
每股经营现金	0.0	2.2	1.9	2.9	4.1
每股净资产	32.2	34.0	37.1	40.3	44.4
每股股利	0.0	0.0	0.9	1.2	1.6
估值比率					
PE Non-GAAP	52.3	26.8	18.5	14.7	11.6
PB	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	114.0	28.2	19.1	14.2	10.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。