

【广发传媒&海外】满帮（YMM）

交易抽佣驱动收入高增，货主&单量持续增长

核心观点：

- 满帮集团交易抽佣驱动收入高增，货主&单量持续增长，看好公司主业发展稳步向好。根据公司财报，24Q3，公司实现营收 30.31 亿元，YoY+33.9%，高于业绩指引 27.6~28.2 亿元的上沿，主要由于交易交易服务收入的显著增长。分业务看：（1）货运匹配服务收入 25.52 亿元，同增 34.0%。其中：货运经纪收入 12.81 亿元，YoY+19.7%；信息发布收入 2.23 亿元，YoY+4.9%；交易服务收入 10.48 亿元，YoY+68.6%，继续保持高增速，主要由订单量、抽佣覆盖率及单均抽佣的增长驱动。（2）增值服务收入 4.80 亿元，同增 33.4%。
- 利润端，24Q3 毛利率 55.0%，同比上升 5.4pct，环比上升 2.4pct。费用率优化带来净利率提升。24Q3，销售费用 4.13 亿元，销售费用率 13.6%，同比上升 0.8pct，环比上升 0.1pct；管理费用率及研发费用率同比环比都明显优化。24Q3，归母净利 11.2 亿元，对应归母净利率 36.5%，同比提升 9.4pct，环比提升 6.7pct；Non-GAAP 经调整净利润 12.4 亿元，同比增长 50.16%，Non-GAAP 经调整净利率 41.0%。
- 运营数据看，履约订单数和货主 MAU 继续创 19Q3 以来新高，履约订单量的增长仍主要由货主用户数量增长驱动，履约率稳步提升。24Q3，公司履约订单数同比增长 22.1%至 5190 万单，MAU 同比提升 33.6%至 284 万人，均创 19Q3 以来历史新高。
- 盈利预测与投资建议。我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 110.49、135.61 和 164.96 亿元，同比增速分别为 31.0%、22.7%和 21.6%。经调整净利 39.69、41.86 和 50.49 亿元。参考可比公司估值，维持公司 24 年 25X PE，对应合理价值 13.20 美元/ADS，维持“买入”评级。
- 风险提示。行业竞争加剧、公司业务发展不及预期、监管政策风险。

盈利预测：（注：如无特别说明，本文货币单位均为人民币，美元：人民币汇率为 7.19）

单位：人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,734	8,436	11,049	13,561	16,496
增长率（%）	44.6%	25.3%	31.0%	22.7%	21.6%
EBITDA（百万元）	73	1,268	2,606	3,088	4,088
NonGaap归母净利润（百万元）	1,395	2,797	3,969	4,186	5,049
增长率（%）	209.8%	100.4%	41.9%	5.5%	20.6%
EPS（元/ADS）	1.3	2.7	3.8	4.0	4.8
市盈率（x）	45.3	19.1	20.0	19.0	15.7
ROE（%）	4.1%	7.9%	9.5%	9.1%	9.9%
EV/EBITDA（x）	794.9	36.8	27.1	22.1	16.0

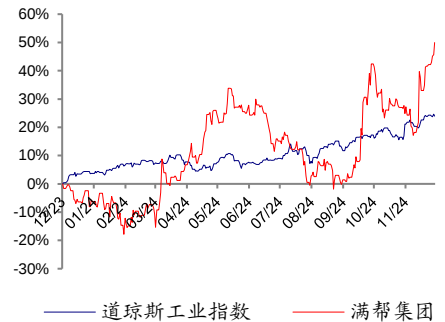
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	10.56 美元
合理价值	13.20 美元
前次评级	买入
报告日期	2024-12-06

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

叶敏婷



SAC 执证号：S0260519110001



021-38003665



yeminting@gf.com.cn

分析师：

毛玥



SAC 执证号：S0260524070007



021-38003774



maoyue@gf.com.cn

请注意，叶敏婷、毛玥并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	31004	23997	41414	45775	51071	经营活动现金流	-16	2270	3114	3359	4051
货币资金	5137	6771	8880	11108	14026	净利润	412	2227	3430	3686	4549
短期投资	21087	11516	25635	26635	27635	折旧摊销	88	75	75	77	79
贸易应收款	13	23	33	38	41	营运资本变动	-1689	-535	-883	-904	-1077
应收关联方款项	0	0	11	14	16	其它非现金调整	1174	503	491	500	500
预付款项及其他流动资产	4767	5686	6855	7981	9353	投资活动现金流	2131	554	-1130	-1131	-1133
非流动资产	5692	15351	4144	4197	4251	资本支出	-86	-100	-130	-132	-134
物业和设备	109	195	192	222	252	投资变动	2302	9977	-1000	-1000	-1000
无形资产	502	450	644	669	693	其他	-85	-9323	0	1	1
商誉	3125	3125	3125	3125	3125	筹资活动现金流	-1330	-1167	0	0	0
其他非流动资产	1824	11436	173	171	171	股权融资	0	0	0	0	0
资产总计	36696	39348	45558	49972	55323	债务融资	-9	0	0	0	0
流动负债	2732	3275	3531	3765	4068	其他	-1321	-1167	0	0	0
应付帐款	28	25	51	62	75	现金净增加额	857	1675	1984	2228	2918
应付关联方款项	122	0	0	0	0	期初现金余额	4364	5221	6896	8880	11108
预付运费和其他服务费	462	549	884	1058	1270	期末现金余额	5221	6896	8880	11108	14026
其他应付和应计负债	2075	2663	2597	2645	2723						
非流动负债	158	178	122	117	116						
递延所得税负债	122	109	122	117	116						
负债合计	2889	3453	3653	3883	4184						
普通股	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4						
库存股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
留存收益	-16613	-14401	-10971	-7285	-2736						
归属母公司股东权益	33657	35617	41905	46089	51138						
少数股东权益	0	13	0	0	0						
负债、夹层股本和股东权	36696	39348	45558	49972	55323						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6734	8436	11049	13561	16496
营业成本	3515	4119	5097	6238	7505
销售费用	902	1239	1558	2007	2342
研发费用	914	947	914	1220	1402
管理费用	1418	938	950	1085	1237
投资收入	5	56	62	0	0
利息收入	484	1142	1183	999	880
减值损失	0	0	0	0	0
汇兑净收益	15	-2	3	0	0
其他收入	166	141	127	0	0
除税前溢利	508	2334	3635	3860	4738
所得税	96	107	246	174	190
净利润	412	2227	3430	3686	4549
归母净利润	407	2213	3382	3686	4549
Non-GAAP 净利润	1395	2797	3969	4186	5049

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)					
营业收入	44.6%	25.3%	31.0%	22.7%	21.6%
Non-GAAP 归母净利润	210%	100%	42%	5%	21%
获利能力 (%)					
毛利率	48%	51%	54%	54%	55%
净利率	21%	33%	36%	31%	31%
ROE	4%	8%	9%	9%	10%
偿债能力 (%)					
资产负债率	8%	9%	8%	8%	8%
流动比率	11.35	7.33	11.73	12.16	12.55
速动比率	9.60	5.59	9.79	10.04	10.26
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.22	0.26	0.28	0.31
应收账款周转率	319	463	391	381	417
每股指标 (元/ADS)					
每股收益	1.3	2.7	3.8	4.0	4.8
每股经营现金流	0.0	2.2	3.0	3.2	3.9
每股净资产	32.2	34.1	40.1	44.1	48.9
估值比率					
P/E	45.3	19.1	20.0	19.0	15.7
P/B	1.9	1.5	1.9	1.7	1.6
P/S	9.4	6.3	7.2	5.9	4.8
EV/EBITDA	794.9	36.8	27.1	22.1	16.0

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

毛 玥：高级分析师，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。