

满帮集团（YMM）

数字货运龙头，享新能源重卡红利

证券研究报告

2025 年 03 月 19 日

投资评级

6 个月评级

买入（首次评级）

数字货运龙头，盈利高增长

满帮集团是国内跨城货运数字平台龙头，盈利高增长。满帮集团是国内领先的数字货运公司，主要从事跨城货运数字平台业务，收入主要来自会员费、经纪业务、交易佣金、增值服务。2022 年开始抽佣覆盖率和佣金率快速上升，带动交易佣金收入快速增长，并使公司整体扭亏、盈利高增长。

市场份额领先，抽佣比例上升

数字货运平台能缩短车主接单时间、减少空驶里程、增加运费收入，降本增效是抽佣的基础。满帮集团在跨城数字货运的市场份额达到 50% 左右，远超竞争对手，并且优势还可能扩大，所以满帮集团有能力且正在提升抽佣覆盖率和佣金率，平均抽佣比例有望从 2024 年的 1% 上升到 2027 年的 2.5% 左右，带动净利润高增长。数字货运市场容量有限，龙头已经占据一半左右份额，难以容纳互联网巨头进入，提高佣金率的阻力较小。

分享新能源汽车和智能驾驶红利

新能源汽车运输和智能驾驶有望大幅降低运输成本，红利将由货主、车主、运输平台等分享。天然气重卡和新能源重卡销量快速增长，2025 年初渗透率都超过 20%，未来有望继续提高。如果 2025 年天然气重卡和新能源重卡销量都达到 18 万辆，那么数字货运平台的运费将下降 62 亿元左右。当车货双方自由交易，运输成本下降将大部分转化为运价下跌，货主享受大部分红利。我们认为，当数字货运平台参与定价，可以制定略微偏高的运价，使三方都能分享红利，避免燃油车亏损运输。

盈利高增长，目标价 17.52 美元

佣金率大幅上升、抽佣覆盖率小幅上升、数字货运平台渗透率上升共同驱动佣金收入高增长，有望带动满帮集团盈利高增长。预计 2024-26 年满帮集团净利润 30.7、44.3、63.3 亿元，同比增长 39%、44%、43%。考虑到满帮集团 2024-26 年净利润增速 40% 左右，按照 1 倍 PEG 对应 PE 为 40 倍；可比公司 2025 年平均预期 PE 在 20 倍左右，取两者平均值，给予满帮集团目标 PE 30 倍，对应目标价 17.52 美元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：公路货运市场萎缩风险，公路运价下跌风险，市场竞争加剧风险，监管要求降低佣金率风险，政府退税减少风险，现金贷利率过高风险，中概股退市风险，可比公司估值差异风险

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

李宁 联系人
liningb@tfzq.com

相关报告

内容目录

1. 数字货运龙头，盈利高增长	4
1.1. 发展历程与股权结构	4
1.2. 盈利模式与业务结构	5
1.3. 抽佣带动盈利高增长	8
2. 市场份额领先，抽佣比例上升	9
2.1. 货主降本、车主增效是抽佣基础	9
2.2. 市占率领先，保障抽佣比例上升	11
2.3. 利基市场，互联网巨头难以入局	13
3. 分享新能源汽车和智能驾驶红利	14
3.1. 新能源汽车快速渗透，降低成本	14
3.2. 智能驾驶技术进步，提升效率	15
3.3. 数字货运集中度高，分享红利	17
4. 盈利预测与目标价	18
4.1. 盈利有望持续高增长	18
4.2. 目标价 17.52 美元	19
5. 风险分析	19

图表目录

图 1：满帮集团的主要股东与持股比例（截止 2024 年 12 月 31 日）	4
图 2：满帮集团发展历程	5
图 3：满帮集团商业模式	6
图 4：满帮集团会员等级与收费	6
图 5：货运经纪服务模式	6
图 6：满帮集团的托运人 MAU 呈增长趋势	7
图 7：满帮集团各季度 GTV 呈增长趋势	7
图 8：满帮集团的收入快速增长	8
图 9：满帮集团的抽佣业务和经纪业务收入快速增长	8
图 10：满帮集团的营业收入高速增长	8
图 11：满帮集团的 Non-GAAP 净利润高速增长	8
图 12：满帮集团的佣金收入快速增长	9
图 13：满帮集团的平均每单佣金收入快速增长	9
图 14：2022 年以来，满帮集团的利息收入快速增长	9
图 15：满帮集团的短期和长期投资有所增加	9
图 16：传统物流匹配模式与数字化货运平台模式对比	10

图 17: 2023 年中国主要数字货运平台的 GTV 市场份额	12
图 18: 2023 年满帮集团在中国跨城数字货运市场规模领先	12
图 19: 2023 年满帮集团和货拉拉的利润规模领先	12
图 20: 满帮集团的销售费用领先, 且呈增长趋势	12
图 21: 满帮集团的整体平均佣金率有望大幅上升	12
图 22: 2023 年满帮集团的佣金率低于多数竞争对手	12
图 23: 预计 2027 年数字货运市场净利润不超过 300 亿元	13
图 24: 数字货运市场 GTV 有望超过万亿元	13
图 25: 数字货运的市场渗透率有望继续提升	13
图 26: 满帮集团和货拉拉在各自市场的份额在 50% 左右	13
图 27: 柴油重卡、天然气重卡、电动重卡的燃料成本依次下降	14
图 28: 柴油重卡、天然气重卡、电动重卡的总成本依次下降	14
图 29: 2023-24 年, 天然气重卡和新能源重卡渗透率上升	15
图 30: 2025 年 1 月, 天然气重卡和新能源重卡的渗透率都超过 20%	15
图 31: 天然气重卡的销量份额, 与柴油和天然气的价差正相关	15
图 32: 2024-29 年, 全球液化天然气产能有望大幅增长	15
图 33: 人工成本占柴油重卡运输总成本的 20% 左右	16
图 34: 重卡运用智能驾驶技术, 成本有望下降	16
图 35: 智能驾驶渗透率有望上升	17
图 36: 随着自动驾驶渗透率上升, 道路通过能力上升	17
图 37: 若替代全部柴油重卡, 2024 年跨城数字货运 GTV 降幅	17
图 38: 若替代 18 万辆柴油重卡, 2024 年跨城数字货运 GTV 降幅	17
图 39: 车货双方自由交易, 成本下降大部分转换为运价下跌	18
图 40: 数字货运平台参与定价, 可以延缓运价下跌	18
表 1: 数字货运平台的分类、特点、代表企业	11
表 2: 跨城数字货运比网约车复杂, 进入门槛更高	14
表 3: 2020 年以来, 国家陆续出台智能驾驶相关政策	16
表 4: 满帮集团的核心财务指标预测	19
表 5: 满帮集团的可比公司 Bloomberg 和 Wind 一致预期 EPS 和估值	19

1. 数字货运龙头，盈利高增长

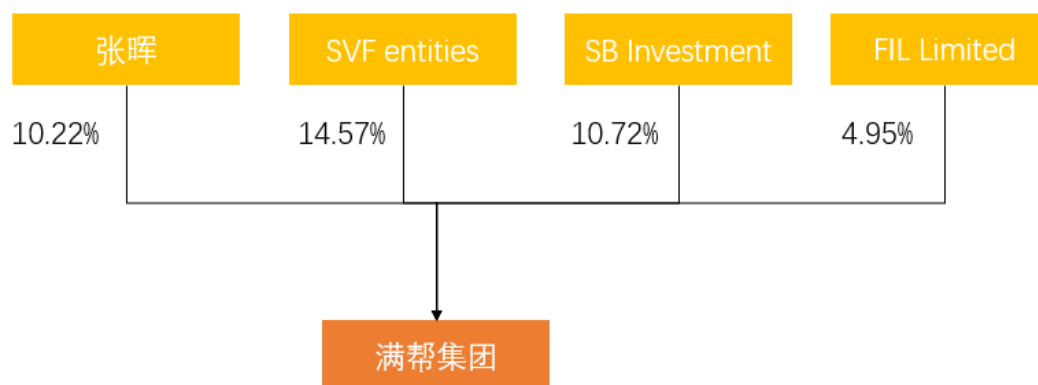
满帮集团是国内跨城货运数字平台龙头，盈利高增长。满帮集团是国内领先的数字货运公司，主要从事跨城货运数字平台业务，收入主要来自会员费、经纪业务、交易佣金、增值服务。2022 年开始平均每单佣金快速上升，带动交易佣金收入快速增长，并使公司整体扭亏、盈利高增长。

1.1. 发展历程与股权结构

满帮集团一家“互联网+物流”的科技企业，满帮集团连接货车司机及货主双端用户，将大数据、云计算、人工智能技术引入物流行业，不但解决了长久以来货运领域运力分散、供需不匹配、信息不透明等问题，而且通过重构货运物流链条，实现了线上信息广泛互联、线下资源优化配置、线上线下协同联动，全面提升社会物流效率，成为促进公路物流提质增效、助力实体经济发展的新动力。

满帮集团的董事长兼 CEO 是张晖，他也是运满满的创始人。截至 2024 年 12 月 31 日，满帮集团董事长兼 CEO 张晖持股比例为 10.22%，SVF entities 持股 14.57%，SB Investment 持股 10.72%，FIL 有限公司持股 4.95%。

图 1：满帮集团的主要股东与持股比例（截止 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

满帮集团具备竞争优势。满帮集团是全球最大、迅速增长的具有强大网络效应的数字货运平台，率先开发了全行业数字化、标准化和智能化的物流平台，通过全面的物流和增值服务吸引用户。满帮集团具有独特的技术和创新能力，资深的管理团队具有技术和物流基因。

满帮集团的战略清晰。一是扩大物流网络，促进平台交易量增长，这是核心战略；二是扩展服务范围，包括跨城运输、同城运输、零担运输，覆盖更多城市，提供更多增值服务；三是继续投资于基础设施和技术创新，如人工智能、大数据等；四是有选择地寻求战略联盟、投资和收购。

满帮集团的发展可以分为四个阶段，逐步成为数字货运龙头，盈利开始高增长。

第一阶段（2011-2017 年），运满满和货车帮初步整合完成。从 2011 年到 2017 年，中国货运行业开始快速线上化，吸引了大量资本涌入。这一时期，超过 200 家车货匹配平台在全国涌现，其中货车帮是最具代表性的先行者。

- 2011 年，货车帮成立，是面向货车司机与货主的交易匹配平台。最初通过 QQ 和微信群提供货运清单服务，积累了初始用户群体。
- 2013 年，运满满成立，致力于为货车司机与货主提供信息撮合服务，开始逐步进入市场。
- 2014 年，货车帮与运满满相继推出移动端 APP，进一步连接托运人和货车司机，实现了线上化的业务模式。
- 2017 年：运满满推出“运满宝”，为货主和货车司机提供从信息撮合到支付定金、

担保的全流程服务。同年，货车帮与运满满合并，成立了满帮集团，通过多年探索，逐渐发展出了更为成熟的商业化模式。

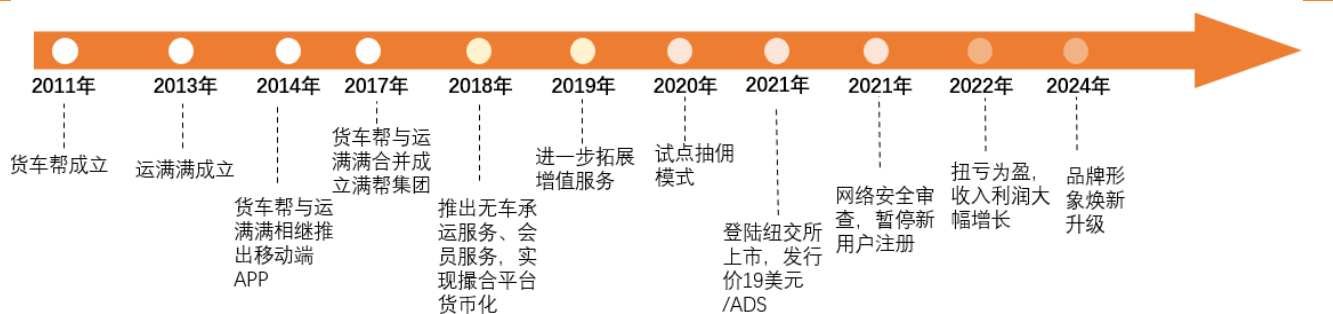
第二阶段（2018-2019年），满帮集团基础商业模式跑通。在2018年至2019年期间，满帮集团不断拓展其商业化空间。运满满和货车帮分别保留了各自的独立APP，继续按照分工协同发展的方式运营。运满满主要负责车货信息撮合业务，连接货主和货车司机。货车帮主要提供增值服务，进一步完善服务内容。2018年1月，推出无车承运服务，作为中间商，通过与托运人和司机签订合同，赚取平台服务费。满帮集团推出了货运经纪业务，成为公司的主要营收来源。同年，开始货运清单服务的货币化，推出会员服务，为有更多发货需求的货主提供额外的发布订单次数。

第三阶段（2020-2021年），满帮集团开始抽佣，同时在美国上市。2020年8月，满帮集团在杭州、湖州、绍兴三地上线了交易抽佣业务，此后陆续在更多城市收取佣金，开启了线上交易服务的货币化过程。2021年6月，满帮集团成功登陆纽约证券交易所，发行8250万ADS，发行价为19美元/ADS，市值突破200亿美元，进一步加速了其商业化进程。

2021年7月，受网络安全审查影响，APP暂停新用户注册，公司股价短暂大幅下跌。2022年下半年，满帮集团业绩表现良好，符合市场预期，同时中美交流改善、APP恢复新用户注册、疫情缓解等因素提振市场信心，股价逐步企稳回升。

第四阶段（2021年至今），满帮集团扭亏为盈，财务表现亮眼。2021年以来，满帮集团的营业收入稳步增长、Non-GAAP净利润大幅增长。

图 2：满帮集团发展历程



资料来源：公司公告，中证网、网信办、京报网，建行官网，天风证券研究所

1.2. 盈利模式与业务结构

满帮集团的核心商业模式是车货匹配。车货匹配平台连接了货主和车主，为货主提供运输需求，并为车主提供运输订单，通过车货匹配、智能调度、增值服务等多维度满足货主和车主的需求。平台赚取会员费、经纪收入、交易佣金、增值服务费。

图 3：满帮集团商业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

满帮集团提供四类服务，并获得业务收入：

- 会员服务：满帮集团通常会根据会员等级，提供不同的服务内容，吸引不同需求的用户加入。目前，满帮集团共有 3 种会员制度：1）发货次数包，288/年，可发货 30 次；2）普通会员，688/年，可发货 188 次；3）尊享会员，1688/年，可发货 2576 次。

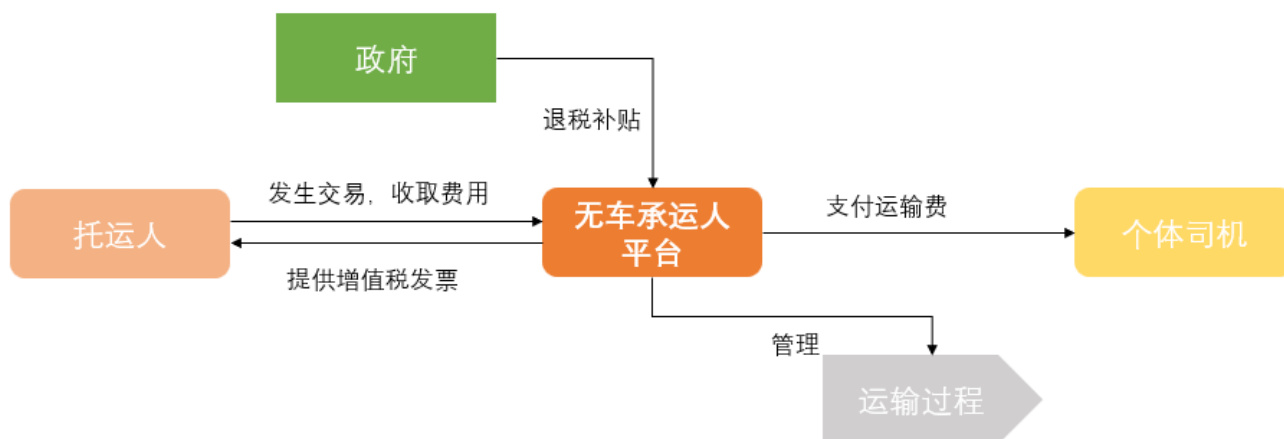
图 4：满帮集团会员等级与收费



资料来源：运满满 APP，天风证券研究所

- 货运经纪服务（无车承运人）：满帮集团同时与货主和司机签订合同，赚取货主支付的运费和司机收取的运费之间的差额。满帮集团还为没有开票资质的司机提供“挂靠开票服务”，将发票交给货主用来抵扣税款，然后直接从地方政府获得退税补贴。

图 5：货运经纪服务模式

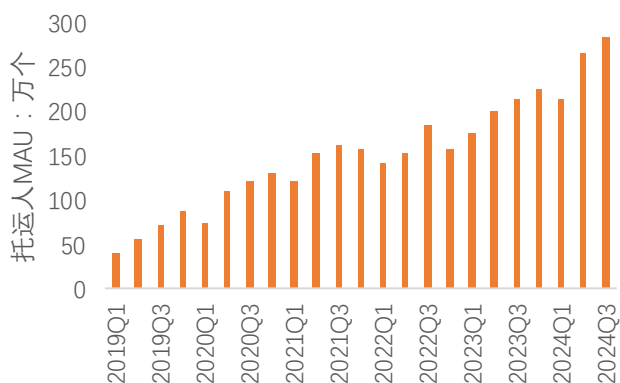


资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 交易佣金：对于中国某些城市的特定类型的运输订单，司机在平台上接单后，平台会收取一定比例的服务费，作为提供订单匹配和平台资源的回报。
- 增值服务：满帮集团提供的增值服务包括信贷解决方案、保险经纪、软件解决方案、ETC 服务、能源服务和卡车销售服务，向保险公司、加油站等收取服务费。

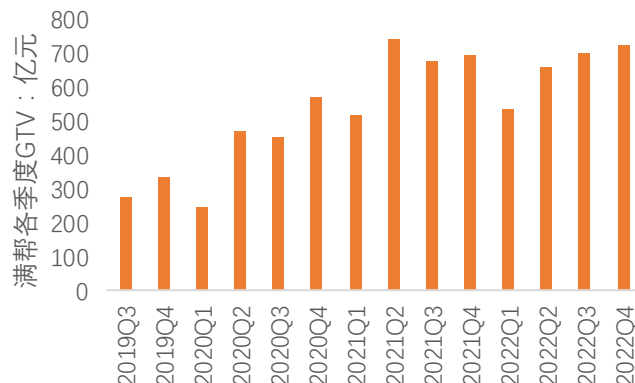
满帮集团的托运人数量、履约单量、GTV 呈增长趋势。2024Q3 满帮集团的托运人 MAU 达到 284 万个，2019Q3-2024Q3 年化增速 32%。满帮集团的 GTV 呈上升趋势，2019Q3-2022Q3 年化增速 36%。满帮集团每季度履约订单量不断增长，2019Q3-2022Q3 年化增速 39%，2024Q3 达到 5190 万。

图 6：满帮集团的托运人 MAU 呈增长趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

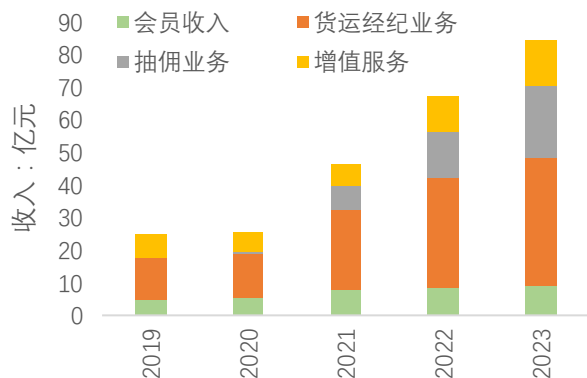
图 7：满帮集团各季度 GTV 呈增长趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

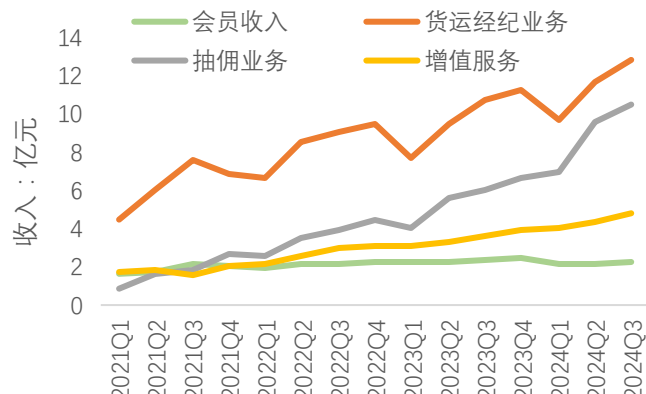
业务量增长带动收入快速增长。随着业务规模扩张，2019-2023 年满帮集团的收入年化增速 36%，其中经纪业务年化增速 32%，增值服务年化增速 19%，会员收入年化增速 18%，抽佣业务从无到有、对增量贡献大。到 2024Q3，经纪业务收入占比 42%，抽佣业务收入占比 35%，增值业务收入占比 16%。

图 8：满帮集团的收入快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：满帮集团的抽佣业务和经纪业务收入快速增长

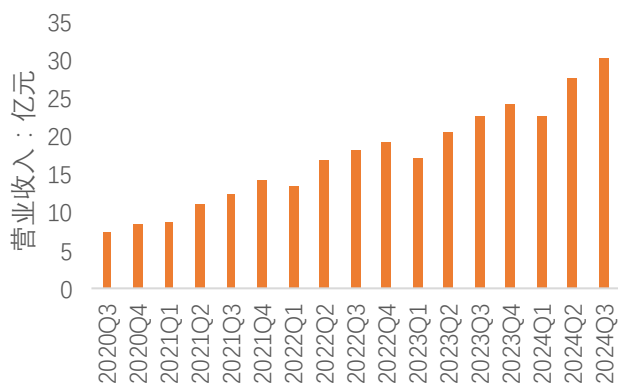


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 抽佣带动盈利高增长

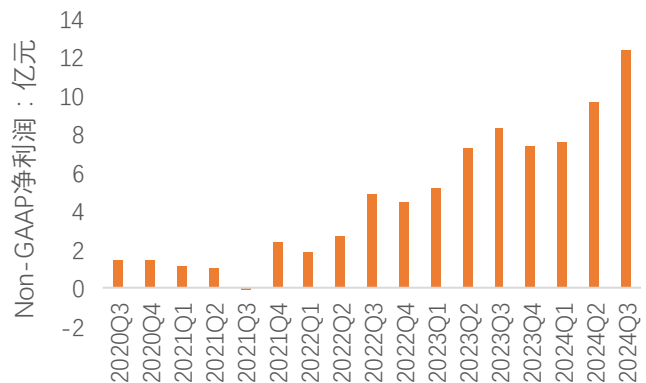
2020 年以来，满帮集团的营收和利润都较快增长。2020Q3–2024Q3，满帮集团的营业收入年化增速 43%，Non-GAAP 净利润复合增速 71%，利润高增长主要来自抽佣业务收入高增长。尽管经纪业务收入也高增长，但是经纪业务的盈利模式决定了利润率偏低。

图 10：满帮集团的营业收入高速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：满帮集团的 Non-GAAP 净利润高速增长

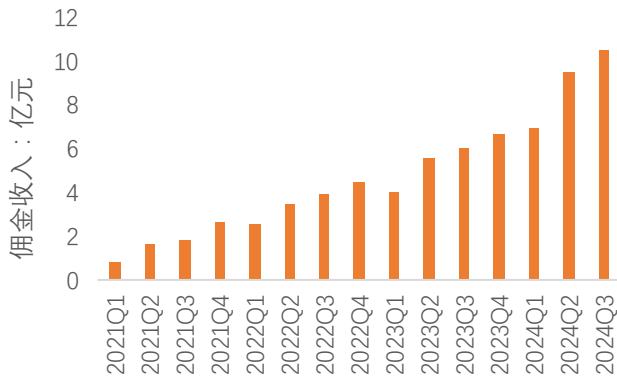


资料来源：公司公告，天风证券研究所

用户增加推动交易量上升，是收入和利润增长的基础。随着平台用户数量的增加，平台上匹配变得更加高效。这种网络效应促使了更多的货主和司机愿意加入并频繁使用平台，从而推动了平台交易量的上升，并带来更多的佣金收入和增值服务收入。满帮集团通过奖励机制和优惠政策，激励用户不断履约订单，推动了平台单量的持续增长。

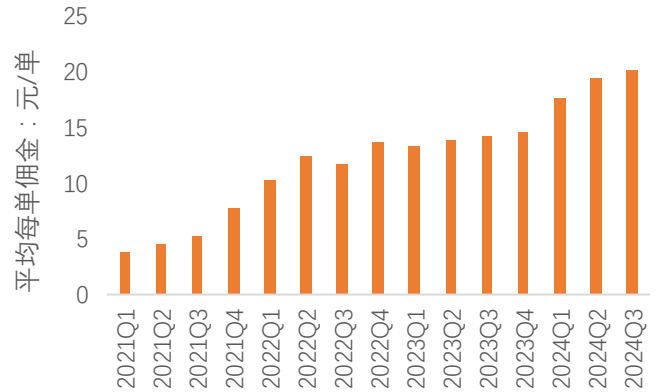
抽佣节奏加快带动盈利高增长。佣金收入增长，来自订单量的稳步增长、货币化订单渗透率的提高和每单交易服务费用的增加。满帮集团自 2020 年起开始试点抽佣，截止 2024 年一季度末，抽佣城市已提升至 234 个。2023Q3–2024Q3，货币化订单渗透率从 70.1% 提升至 82.8%，每单平均货币化金额从 20.9 元增加到 24.4 元（包含会员费和交易佣金）。满帮集团通过优化佣金策略和提升平台功能，进一步增强货币化能力。

图 12：满帮集团的佣金收入快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

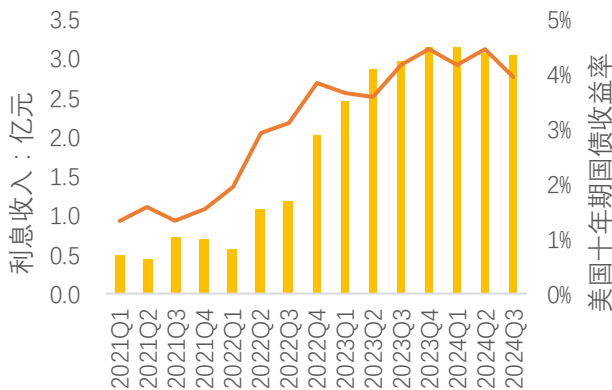
图 13：满帮集团的平均每单佣金收入快速增长



资料来源：公司年报，天风证券研究所

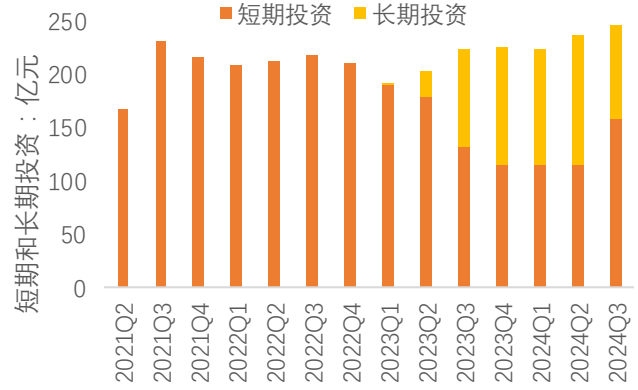
利息收入增加，对利润贡献较大。2022 年以来，满帮集团的利息收入增加，主要由于以美元计价的现金、短期投资、理财等收益增加，享受到美元利率上行。2024 年前三季度，满帮集团的利息收入超过 9 亿元，达到税前利润的 34%。未来满帮集团盈利有望增长导致现金增加，但是美元利率可能回落，所以利息收入也可能下降。

图 14：2022 年以来，满帮集团的利息收入快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：满帮集团的短期和长期投资有所增加



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 市场份额领先，抽佣比例上升

数字货运平台能扩大货主选择面、降低运输成本，能缩短车主等待时间、减少空驶里程，还能提升运输效率、改善运输服务，降本增效是抽佣的基础，也是抽佣的上限。满帮集团在跨城数字货运平台的市场份额达到 50% 左右，远超竞争对手，并且优势还可能扩大，所以满帮集团有能力且正在逐渐提升抽佣覆盖率和佣金率，带动净利润高增长。数字货运市场容量有限、龙头占据一半左右份额，难以容纳互联网巨头进入，所以潜在进入者威胁较小，未来提升抽佣率的阻力较小。

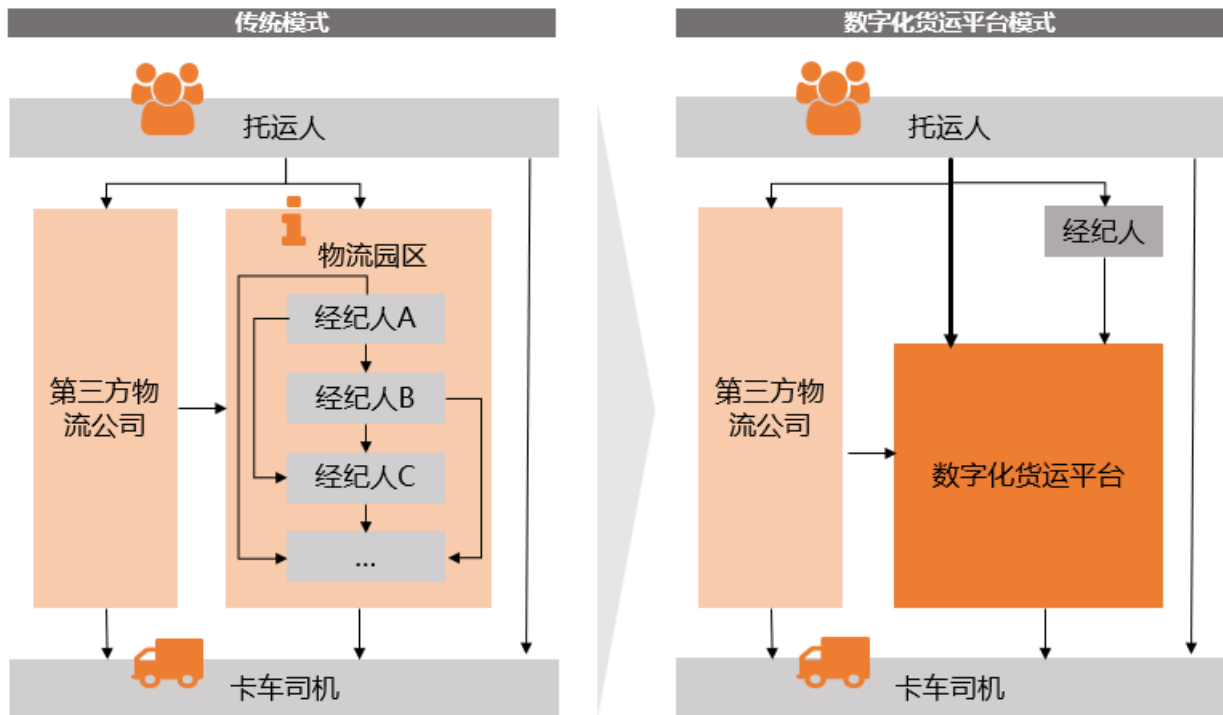
2.1. 货主降本、车主增效是抽佣基础

满帮集团能降低成本、提高效率、节能减排，使多方受益。满帮集团能够高效、快速地完成车货匹配，对货主能快速发布订单、增加车辆选择、降低运输成本、实时跟踪货物、享受高质量服务，对司机能快速匹配订单、减少空驶里程、增加运输时间、改善运费回款、享受增值服务，对社会能减少燃油消耗、降低物流成本、改善服务质量、提高运输效率。帮货主省钱、帮车主多赚钱，是满帮集团抽佣的基础。

端到端解决方案和智能运营。满帮集团为托运人和卡车司机提供具有交易能力的端到端解决方案，使他们能够以更加智能和高效的方式运营。软件支持托运人改善其运营，例如运

输管理系统，以及人工智能（AI）模型，为托运人推荐合适的定价。软件支持卡车司机推荐合适的托运人，并简化其运营。货主、司机等标签逐渐细化到行业、线路、车型、服务等颗粒度，能够帮助货主高效地找到并形成专业适配、服务优质的私有运力池。

图 16：传统物流匹配模式与数字化货运平台模式对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

高效的货运匹配，节省时间、减少空驶、降低成本。托运人可以在任何时间、任何地点以标准化的方式在手机上发布运输订单，而无需通过中介或前往物流园区。托运人可以在几分钟内而不是几天内从可靠的卡车司机那里获得报价，并根据卡车司机的基本信息和过往记录做出合适的选择。卡车司机可以在几分钟内通过移动设备找到运输订单，而无需前往物流园区并等待数天。满帮集团利用大数据和人工智能技术，通过智能匹配系统将合适的货物需求与司机及时匹配。托运人和车主直接交易，减少中介费用（运费的 10%-15%）和租赁物流园区的成本。

卡车空载里程减少、重载里程增加，运输成本下降。平台根据货物的类型、运输路线、时效要求等因素，高效地完成车货匹配，能缩短等待时间、减少空驶里程，空驶的燃油费、过路费将减少；同时意味着重载里程增加，单公里的折旧、人工、维修、保险等成本下降。交通部数据显示，根据典型企业的调查分析，试点企业的车辆里程利用率较传统运输企业提高 50%，平均等货时间由 2~3 天缩短至 8~10 小时，交易成本下降约 6%~8%。所以平均的单公里运输成本会下降，货主也能受益于运价下跌。

卡车运输订单增加，收入增加，盈利改善。平台可以根据空闲司机的位置进行动态调度，迅速安排货物运输，卡车每个月完成的订单量、重载里程会增加，运费收入也有望增加，盈利有望改善。根据中投的调研数据，使用数字货运平台后，63% 的受访者发现每月订单量增加。本质上是卡车的资产周转效率上升，产能利用率上升，带动盈利改善。

车主运费回款改善。满帮集团平台通过引入数字化支付系统，实现了快速、便捷的运费结算。满帮集团还全面升级了“运费必追”“放空必赔”“定金必保”3 项保障服务，为货车司机免费提供运费赔付、追讨服务。针对运费纠纷，满帮集团成立了专业团队，对于非司机责任出现的纠纷，其可在 APP 端发起投诉，平台会配置专门人力及法律支持，一追到底。

改善服务质量，减少争议，降低交易成本。一是平台上的历史交易和评价可供车货双方查看，迫使双方改善服务。二是平台可以作为托管代理，货运押金由 FTA 平台收取并保管，

直到托运人确认相关交易完成，从而让托运人和卡车司机在更大程度上保证交易。三是平台上记录交流和交易过程，为解决争议提供依据。四是满帮集团提供专门的客服和及时的争议解决协议。

及时沟通交流，跟踪货物动态，提高供应链效率。货主可以随时与司机沟通，跟踪货物运输情况。平台还能够实时监控车辆位置、货物状态及运输进度。工厂生产备货、零售商库存等都可以及时调整，降低库存水平。

根据车辆运营状态，提供增值服务。满帮集团为托运人和卡车司机提供一系列全面的增值服务，以满足他们多样化和复杂的需求，并解决各种痛点。车辆运营记录，给贷款、保险等定价和风险评估提供依据。

数字货运平台作为新质生产力，对全社会有利。平台缩短传统物流的链路，是物流业降本增效一个非常重要的手段。数字化货运平台将这些零散的、庞大的物流资源进行重新组合和优化，通过集约化管理，形成规模效应。平台重塑生产关系、提升效率并改变了成本结构使运力和货源可以相互匹配，避免了重复调度和资源浪费，从而降低了成本。

数字货运平台还能减少燃油消耗。通过优化运输路线和车辆调度，数字化货运平台减少了不必要的绕行和空驶，进而降低了燃油消耗和碳排放。万维易源研究表明，合理的路径规划可以使运输时间缩短 10%–15%，油耗降低 8%–12%。这不仅为企业节省了能源费用，还符合环保政策要求。

2.2. 市占率领先，保障抽佣比例上升

数字货运平台快速发展，各类型平台百花齐放。截止 2024 年 6 月底，全国共有 3286 家数字货运企业（含分公司），接入社会运力 804.4 万辆，驾驶员 737.7 万人，占全国货车司机数量的 40%。数字货运经历了“车货匹配——无车承运人——网络货运——数字货运”的发展过程，形成了物流类、商流类和服务类平台。

表 1：数字货运平台的分类、特点、代表企业

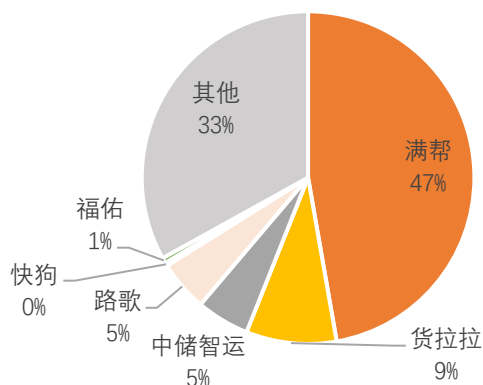
分类	特点	代表企业
物流类	第三方高效匹配货源和车辆，提升效率、降低成本。车货两端开放，业务增长空间大。	撮合平台：满帮集团、货拉拉、快狗打车 承运平台：福佑卡车、维天运通（路歌） 垂直平台：快成、拉货宝、滴滴集运、恰途
	货主或货源方，利用网络货运扩充运力、降低成本。受限于货源，业务规模偏小。	合同物流：安得、一站网、申丝、新杰、大田 大宗/危化品：货达、世德现代、安达、运友 电商：京驿货车、苏宁物流
服务类	提供技术、税务、金融、加油、修车等服务。	园区型：传化、卡行天下、天地汇、黑豹 科技型：中交兴路、G7 综合型：共生、物润船联

资料来源：运联智库公众号，天风证券研究所

我们认为撮合型平台的发展潜力较大。撮合型平台的业务以临时性整车订单为主，倾向于做信息撮合，平台自身不参与物流环节，价值是解决车货信息匹配问题，降低货主、司机的交易成本。承运型平台的业务以计划型整车订单为主，倾向于做承运本身，价值是通过管理降低运输成本。专业型平台专注于特殊市场，比如能源炼化、港口配送，或者是局部的、区域内的运力整合。由此可见，车货两端都开放的撮合型平台，未来发展空间最大。

满帮集团是中国领先的跨城数字货运平台。2023 年，我们估计满帮集团的数字货运 GTV 在 3300 亿元左右，市场份额接近 50%，远高于同行。在跨城数字货运领域，我们估计 2023 年满帮集团的 GTV 在 3000 亿元左右，也远高于同行。2023 年满帮集团的履约订单量为 1.59 亿单、活跃托运人 224 万家、活跃车主 390 万个。

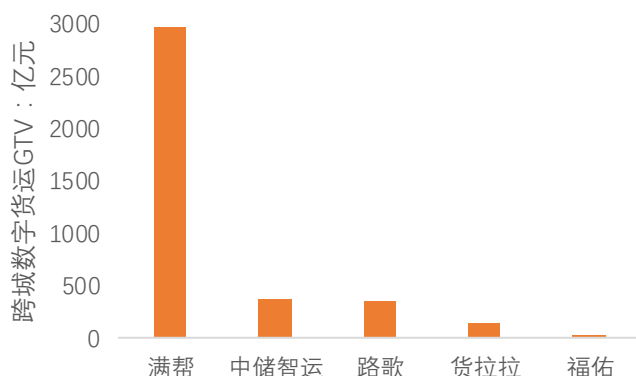
图 17：2023 年中国主要数字货运平台的 GTV 市场份额



注：福佑为 2020 年数据，其他公司为 2023 年数据

资料来源：各公司公告，中国物流与采购联合会等，天风证券研究所

图 18：2023 年满帮集团在中国跨城数字货运市场规模领先

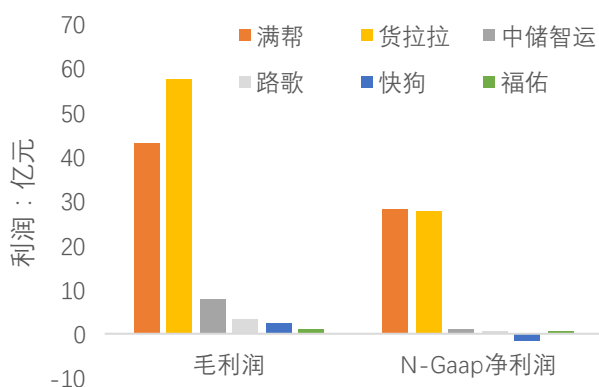


注：福佑为 2020 年数据，其他公司为 2023 年数据

资料来源：各公司公告等，天风证券研究所

满帮集团有望维持领先的市场地位。满帮集团和货拉拉的盈利规模领先，意味着发展的持续性更强；销售费用领先，意味着业务增长动力更强。所以满帮集团和货拉拉有望保持市场领先地位。其中满帮集团的业务重心在跨城数字货运，货拉拉在同城数字货运，形成差异化竞争。领先的市场地位，是提高抽佣比例的重要保障。

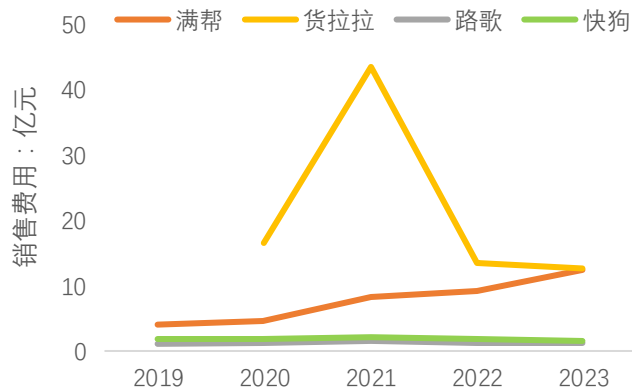
图 19：2023 年满帮集团和货拉拉的利润规模领先



注：福佑为 2020 年数据，其他公司为 2023 年数据

资料来源：各公司公告，中国物流与采购联合会等，天风证券研究所

图 20：满帮集团的销售费用领先，且呈增长趋势



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

未来抽佣渗透率和佣金率有望上升。2023 年底抽佣覆盖率在 72%左右，公司预计 2024 年底到达 83%左右，未来仍有上升空间；2023 年抽佣订单的平均佣金率在 1%左右，我们预计 2024 年到达 1.3%左右，未来有望逐渐上升。所以未来佣金收入有望快速大幅增长。

图 21：满帮集团的整体平均佣金率有望大幅上升

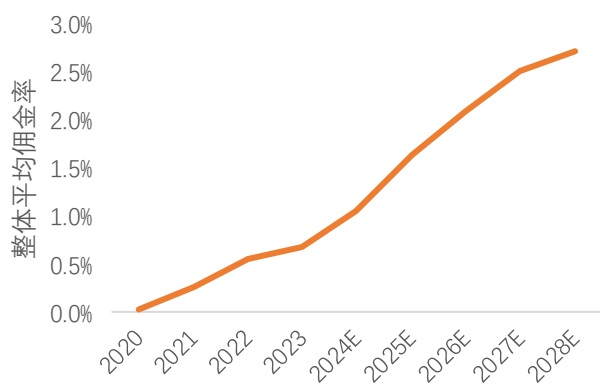
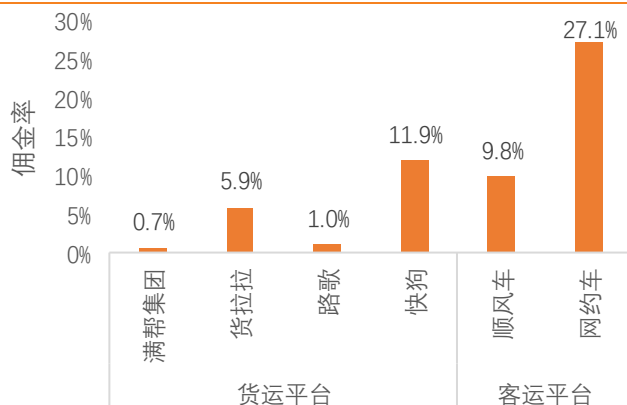


图 22：2023 年满帮集团的佣金率低于多数竞争对手



资料来源：公司公告，天风证券研究所

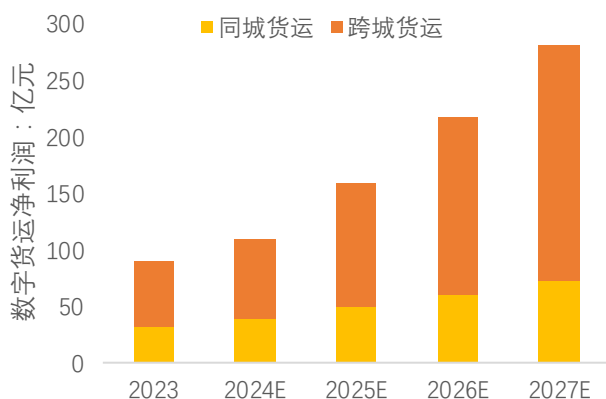
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.3. 利基市场，互联网巨头难以入局

我们认为互联网巨头难以进入数字货运市场。一方面，数字货运市场的利润空间有限，难以容纳互联网巨头；另一方面，数字货运供需零散、产品非标、依赖线下交易，进入门槛较高。所以现有的头部公司有望获得较高利润。

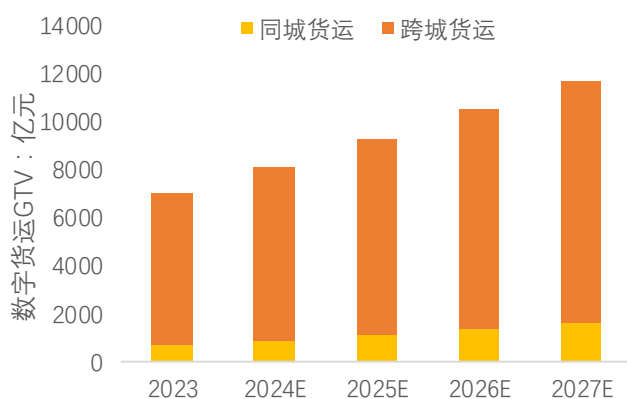
预计 2027 年数字货运市场的净利润不超过 300 亿元。根据同城和跨城货运市场规模，数字货运市场渗透率，满帮集团和货拉拉的利润率、市场份额，估算 2023 年数字货运市场净利润在 90 亿元左右。考虑到货运市场规模增长、数字货运渗透率提升、利润率提升，我们预计到 2027 年数字货运市场净利润有望增长到 280 亿元左右。

图 23：预计 2027 年数字货运市场净利润不超过 300 亿元



资料来源：拉拉科技公司公告，天风证券研究所

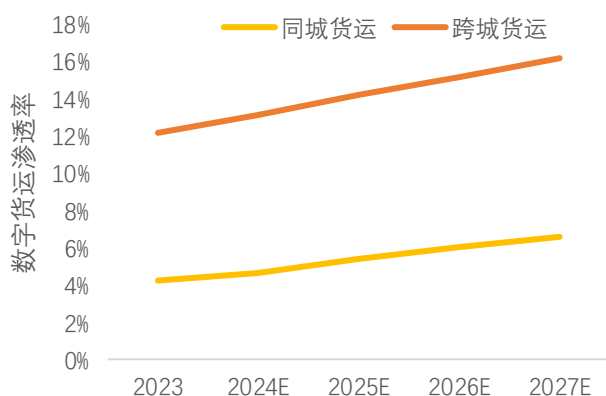
图 24：数字货运市场 GTV 有望超过万亿元



资料来源：拉拉科技公司公告，天风证券研究所

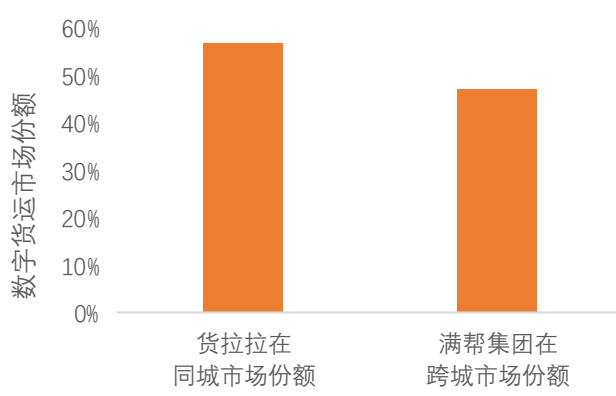
新进入者的市场份额和利润空间有限。考虑到满帮集团在跨城、货拉拉在同城的市场份额已经各自达到 50% 左右，新进入者难以获得较高的市场份额。即使新进入者在跨城和同城的市场份额都达到 1/3，那么 2027 年净利润也不足百亿元。而且新进入者要占据 1/3 市场份额，很可能导致行业利润率下降，最后市场利润空间缩小。

图 25：数字货运的市场渗透率有望继续提升



资料来源：拉拉科技公司公告，天风证券研究所

图 26：满帮集团和货拉拉在各自市场的份额在 50% 左右



资料来源：拉拉科技公司公告，天风证券研究所

数字货运的客户开发、商业运营等门槛较高。一方面，以往货车司机和托运人通常在物流园区等线下交易，同时跨城运输的货物货值和运费偏高，我们认为新进入者难以通过网络营销、补贴等方式快速获得大量用户。满帮集团当初依靠强大的地推团队，深入城镇，对接物流园区，获得货主和司机用户。另一方面，运输货物包括生鲜、谷物、矿石、建材、塑化产品、机器设备等，所需车辆的车型、长度、运输线路、时间要求等都不同，高度差异化导致车货匹配难度较大、运营门槛较高。所以新进入者难以短期内获得大量用户和订单，难以形成网络效应和规模效应，难以与行业龙头竞争。匹配数百万托运人、数百万卡车司机、数百万件货物的高度复杂、动态算法复制，构成满帮集团的进入壁垒。

表 2：跨城数字货运比网约车复杂，进入门槛更高

	网约车平台	跨城数字货运平台
获客渠道	线上	城镇、工业园区、物流园区、高速公路服务区、加油站等
运输对象	旅客	生鲜、谷物、矿石、建材、塑化产品、机器设备等
车辆类型	轿车、商务车	箱式卡车、平板卡车、高栏卡车、冷藏车等
车辆尺寸	4 座、6 座	4.2 米、6.8 米、9.6 米、13 米、17.5 米等
服务要求	线路、时间	运输时间、装卸时间、货损货差、运费结算等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

物流大数据和完善的匹配算法，构成竞争壁垒。基于交易、托运人和卡车司机的大量数据，满帮集团可以更智能地匹配交易和定价，从基于搜索转变为基于推荐达成交易。积累的大数据提供推荐依据，成为潜在进入者的门槛，是满帮集团显著的竞争优势。

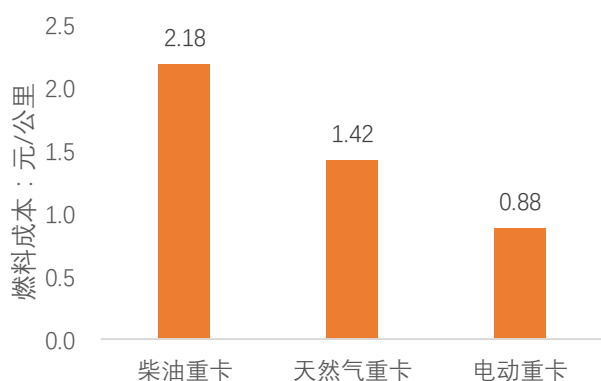
3. 分享新能源汽车和智能驾驶红利

新能源汽车运输和智能驾驶有望大幅降低运输成本，红利将由货主、车主、运输平台等分享。天然气重卡和新能源重卡销量快速增长，2025 年初渗透率都超过 20%，未来有望继续提高。如果 2025 年天然气重卡和新能源重卡销量都达到 18 万辆，那么数字货运平台 GTV 将下降 62 亿元左右。当车货双方自由交易，运输成本下降将大部分转化为运价下跌，货主享受大部分红利。我们认为，当数字货运平台参与定价，可以制定略微偏高的运价，使三方都能分享红利，并延缓运价下跌对车主的冲击。

3.1. 新能源汽车快速渗透，降低成本

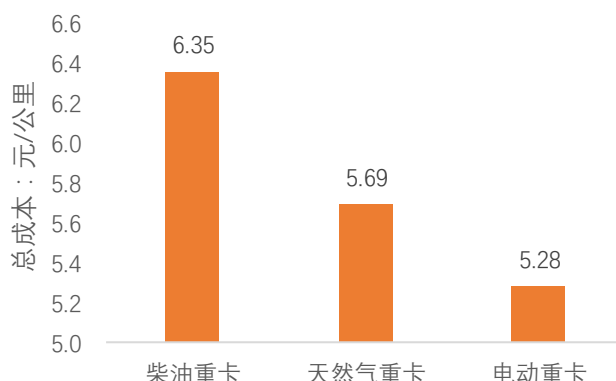
天然气重卡和新能源重卡销量增长，推动公路运输成本下降。重卡装载量大，适合跨城长距离运输。由于电动重卡和天然气重卡的能源成本远低于柴油重卡，两者的单公里运输总成本也低于柴油重卡。随着天然气和动力电池价格下降，天然气重卡和电动重卡有望加速替代柴油重卡，公路运输成本有望继续下降。成本下降的红利，将由货主、司机、主机厂、数字货运平台分享。

图 27：柴油重卡、天然气重卡、电动重卡的燃料成本依次下降



资料来源：Wind，人民网，第一商用车网等，天风证券研究所

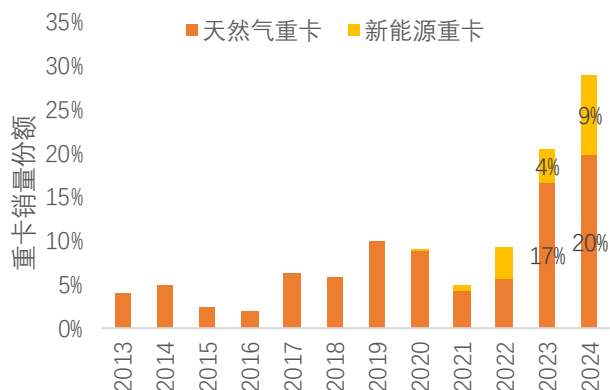
图 28：柴油重卡、天然气重卡、电动重卡的总成本依次下降



资料来源：Wind，人民网，第一商用车网等，天风证券研究所

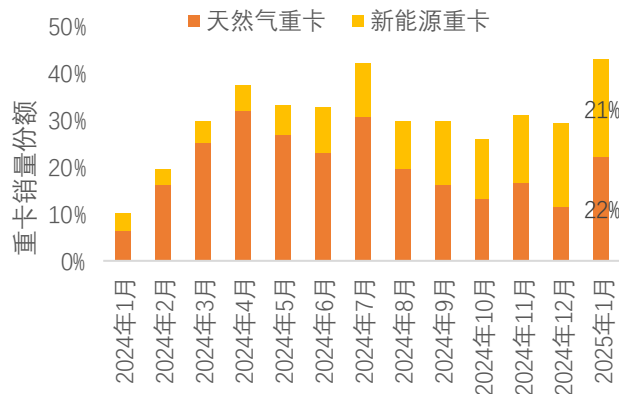
2023 年以来，天然气重卡和新能源重卡的销量渗透率快速上升。2023 年，天然气重卡销量渗透率大幅上升到 17%；2024 年，新能源重卡销量渗透率大幅上升到 9%。2025 年 1 月，天然气重卡和新能源重卡的渗透率都超过 20%。

图 29：2023-24 年，天然气重卡和新能源重卡渗透率上升



资料来源：Wind，第一商用车网，天风证券研究所

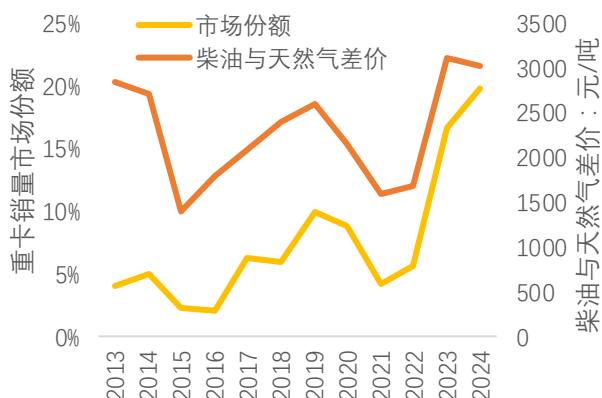
图 30：2025 年 1 月，天然气重卡和新能源重卡的渗透率都超过 20%



资料来源：Wind，天风证券研究所

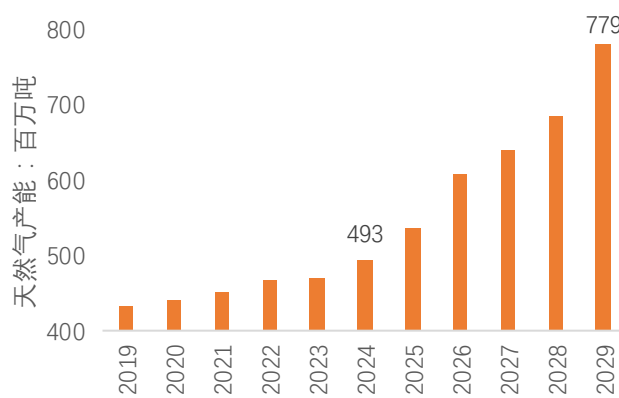
天然气价格有望下降，天然气重卡的渗透率有望继续上升。天然气重卡销量的市场份额，与柴油和天然气的价差正相关。价差越大，意味着天然气重卡的经济性越强，销量越高。2024-29 年，全球液化天然气产能年化增速有望达到 10%，远高于 2019-24 年 3% 左右的产量年化增速，意味着未来五年天然气产量可能过剩、价格可能下降。

图 31：天然气重卡的销量份额，与柴油和天然气的价差正相关



资料来源：Wind，第一商用车网，天风证券研究所

图 32：2024-29 年，全球液化天然气产能有望大幅增长



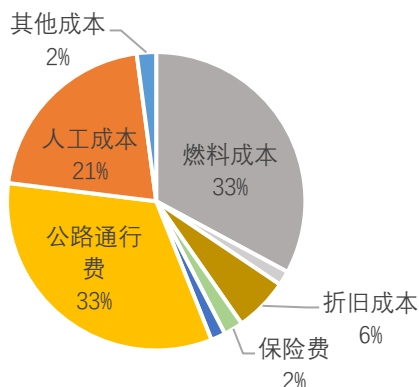
资料来源：Clarkson，天风证券研究所

锂电池价格下降，电动重卡的渗透率有望继续上升。电池级碳酸锂价格从 2022 年底的 57 万元/吨，下跌到 2025 年初的不足 8 万元/吨，带动动力电池和电动重卡价格大幅下跌。400 多度电的重卡价格从 2022 年的 70 多万元，下降到 2024 年的不足 50 万元。电动重卡的经济性上升，带动销量渗透率大幅上升。

3.2. 智能驾驶技术进步，提升效率

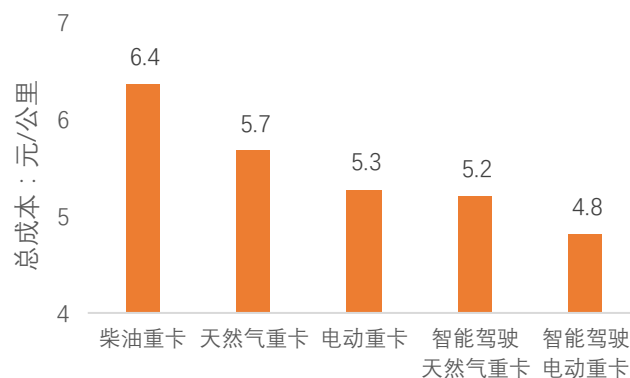
智能驾驶有望使人工成本下降。传统重卡往往配置 2 名司机，轮流开车。配置智能驾驶系统后，有望缩减为一人一车，并且大幅降低司机的工作强度。无人驾驶普及后，重卡运输的人工成本有望继续下降。即使智能驾驶汽车的价格更高，运输总成本也有望明显下降，车辆周转效率有望上升。成本下降、效率提升的红利，将由货主、司机、主机厂、数字货运平台分享。

图 33：人工成本占柴油重卡运输总成本的 20%左右



资料来源：Wind，人民网，第一商用车网等，天风证券研究所

图 34：重卡运用智能驾驶技术，成本有望下降



资料来源：Wind，人民网，第一商用车网等，天风证券研究所

政策推动智能驾驶发展。2020 年以来，国家出台了一系列智能驾驶相关政策，推动智能驾驶发展。智能驾驶卡车在港口、快递、矿山等领域率先应用，技术不断成熟。

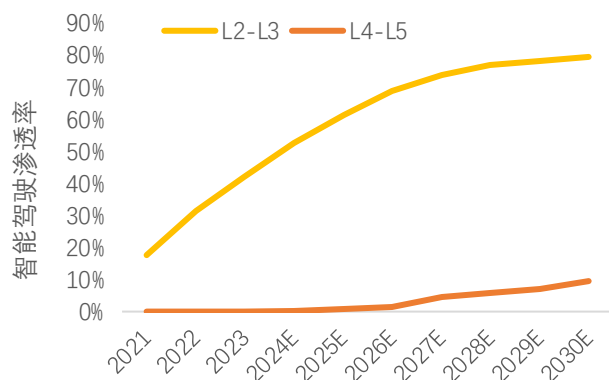
表 3：2020 年以来，国家陆续出台智能驾驶相关政策

时间	发布机构	政策文件	内容要点
2024 年 11 月	中共中央、国务院	有效降低全社会物流成本行动方案	推广无人车、无人船、无人机、无人仓以及无人装卸等技术装备
2024 年 7 月	工信部、公安部、交通部等	关于公布智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市名单的通知	在北京、上海、广州、深圳、重庆等 20 个城市开展智能网联汽车“车路云”一体化应用试点
2024 年 1 月	工信部、公安部、交通部等	关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知	建成一批架构相同、标准统一、业务互通、安全可靠的城市级应用试点项目
2023 年 12 月	交通部	自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）	对自动驾驶汽车适用范围、应用场景、人员配备、运输车辆、安全保障等作出明确要求
2023 年 11 月	工信部、公安部、交通部等	关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知	遴选具备量产条件的搭载自动驾驶功能的智能网联汽车产品，在限定区域内开展上路通行试点。
2021 年 12 月	国务院	“十四五”现代综合交通运输体系发展规划	稳妥发展自动驾驶和车路协同等出行服务，鼓励自动驾驶在港口、物流园区等限定区域测试应用
2021 年 7 月	工信部、公安部、交通部	智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范（试行）	推动汽车智能化、网联化技术应用和产业发展，规范智能网联汽车自动驾驶功能测试与示范应用。
2021 年 2 月	中共中央、国务院	国家综合立体交通网规划纲要	推进智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）应用，鼓励物流园区、港口、机场、货运场站应用
2020 年 12 月	交通部	关于促进道路自动驾驶技术发展和应用的指导意见	到 2025 年，自动驾驶基础理论研究取得积极进展；建成国家级自动驾驶测试基地和先导应用示范工程。
2020 年 3 月	工信部	汽车驾驶自动化分级	规定了汽车驾驶自动化功能的分级标准，将驾驶自动化分成 0~5 级

资料来源：中国政府网、交通部，工信部，央视网，天风证券研究所

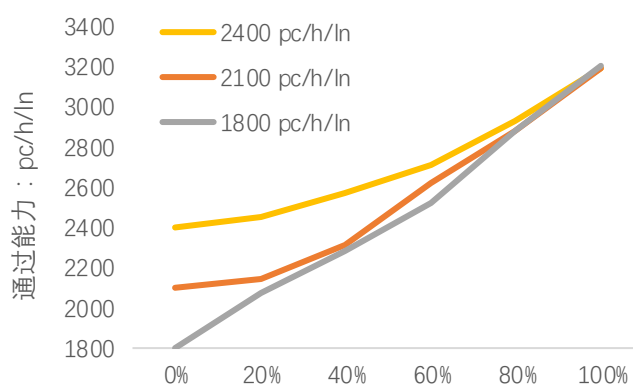
智能驾驶渗透率上升，带动公路通行能力上升。L2-L3 级智能驾驶的渗透率正在快速上升，未来 L4-L5 级渗透率或将上升。美国国家科学院下设的交通运输研究委员会发布了《道路通行能力手册》，研究标明：随着自动驾驶渗透率上升，道路通行能力将上升。

图 35：智能驾驶渗透率有望上升



资料来源：如祺出行公司公告，天风证券研究所

图 36：随着自动驾驶渗透率上升，道路通过能力上升

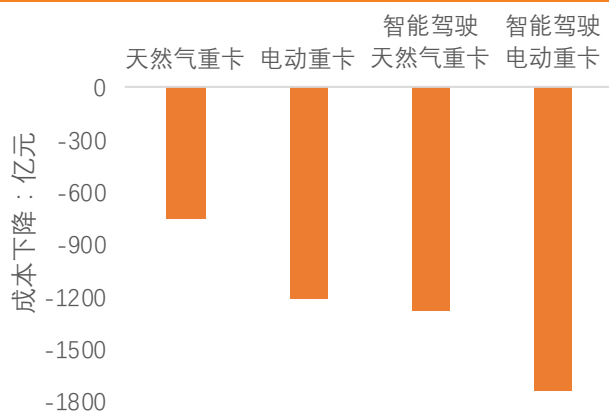


资料来源：北京交通发展研究院公众号，天风证券研究所

3.3. 数字货运集中度高，分享红利

新能源重卡 and 智能驾驶重卡带来成本下降红利。新能源重卡 and 智能驾驶重卡的成本低于传统柴油重卡。以 2024 年跨城数字货运平台 GTV 总额 7205 亿元计算，如果各类重卡分别全部替代传统柴油重卡，那么 GTV 都将下降千亿左右。如果天然气重卡 and 电动重卡一年分别替代传统重卡 18 万辆，那么这些货车的 GTV 将下降 62 亿元左右。下降的成本，就是运输环节的红利。

图 37：若替代全部柴油重卡，2024 年跨城数字货运 GTV 降幅



资料来源：Wind，人民网，第一商用车网等，天风证券研究所

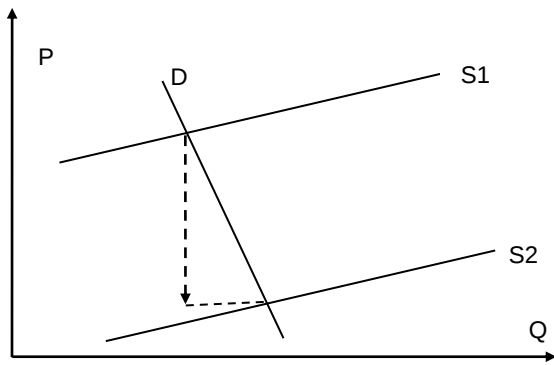
图 38：若替代 18 万辆柴油重卡，2024 年跨城数字货运 GTV 降幅



资料来源：Wind，人民网，第一商用车网等，天风证券研究所

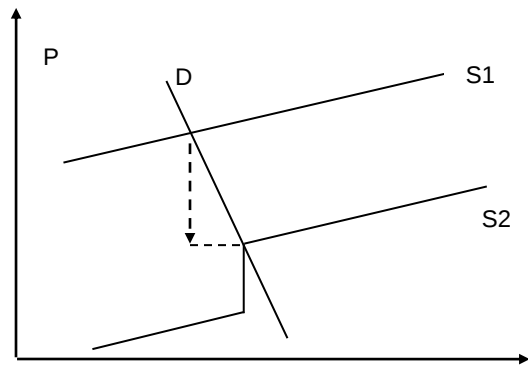
数字货运平台集中度高，或将享受部分红利。货运需求是派生需求，需求价格弹性较小。货车数量众多、比较分散，需求价格弹性较大。所以在双方自由交易的市场中，运输成本下降将大部分转化为运价下跌。我们认为，当数字货运平台参与定价，由于车货双方对平台依赖度较高、平台集中度较高，平台可以制定略微偏高的运价，使三方都能分享红利。

图 39：车货双方自由交易，成本下降大部分转换为运价下跌



资料来源：天风证券研究所

图 40：数字货运平台参与定价，可以延缓运价下跌



资料来源：天风证券研究所

数字货运平台应该合理定价，使各方都享受红利。如果任由车货双方自由定价，那么运价或将大幅下跌，传统柴油重卡可能陷入亏损。如果数字货运平台利用高效车货匹配的优势，对柴油重卡、新能源重卡 and 智能重卡的运费进行合理定价，缓和市场运价下跌，那么车货双方都有望享受成本下降的红利，货运行业有望健康、平稳发展。

无人驾驶时代，数字货运平台有望获得更高佣金。新能源重卡 and 智能重卡的单公里运输成本下降，每天重载运输时间越长效益越好，所以更加依赖数字货运平台。无人驾驶重卡，司机的揽货功能被数字货运平台取代，平台有望获得更高的佣金。

4. 盈利预测与目标价

佣金率上升有望带动盈利高增长。满帮集团 2024-26 年盈利增长的核心驱动力是佣金收入高增长，增值业务收入较快增长也有贡献。佣金收入高增长来自佣金率大幅上升和抽佣比例小幅上升，数字货运平台渗透率提升驱动的 GTV 增长也有贡献。考虑到满帮集团 2024-26 年净利润增速 40% 左右，按照 1 倍 PEG 对应 PE 为 40 倍；可比公司 2025 年平均预期 PE 在 20 倍左右，取两者平均值，给予满帮集团目标 PE 30 倍，对应目标价 17.52 美元。首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 盈利有望持续高增长

假设跨城数字货运平台渗透率提升，带动 GTV 较快增长。我们估计 2024 年跨城数字货运平台的渗透率在 13% 左右，假设未来稳步上升，带动 GTV 增速 10% 左右。

假设抽佣比例和佣金率上升，带动交易佣金收入快速增长。满帮集团不断扩大抽佣城市覆盖面，未来有望全覆盖；满帮集团不断提高抽佣订单的佣金率，有望从 2024 年底的 1.3% 左右，上升到 3% 左右。

假设增值服务覆盖面和服务项目增加，带动收入快速增长。满帮集团提供保险、加油、ETC、保养、维修等增值服务，客户覆盖面越来越广，每个客户的服务项目增加，带动增值服务收入较快增长。

假设会员收入稳定，经纪收入萎缩。随着客户渗透率提升，满帮集团新开发的客户以中小企业为主，客均会员收入较低，所以会员收入增速放缓。由于税收返还政策收紧，我们假设满帮集团逐渐收缩货运经纪业务，所以收入萎缩。

表 4：满帮集团的核心财务指标预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入：亿元	46.6	67.3	84.4	112.4	140.6	171.5	204.1	234.5
yoy	4%	45%	25%	33%	25%	22%	19%	15%
会员收入：亿元	7.5	9.3	8.8	9.1	9.4	9.6	9.8	9.9
货运经纪收入：亿元	25.0	33.6	39.2	47.3	44.9	42.7	40.5	38.5
交易佣金收入：亿元	7.0	14.4	22.0	38.5	64.5	92.7	122.0	148.6
GTV：亿元	2623	2611	3307	3696	4214	4873	5539	6189
平均佣金率	0.3%	0.6%	0.7%	1.0%	1.5%	1.9%	2.2%	2.4%
增值业务收入：亿元	7.1	10.8	13.9	17.8	22.0	26.8	32.0	37.6
毛利润：亿元	21.2	32.2	43.2	61.4	85.8	113.8	143.1	170.4
yoy	17%	52%	34%	42%	40%	33%	26%	19%
利息收入：亿元	2.3	4.8	11.4	10.7	10.4	9.4	8.4	7.2
净利润：亿元	-36.5	4.1	22.1	30.7	44.3	63.3	83.8	104.0
yoy				39%	44%	43%	32%	24%

资料来源：Wind，天风证券研究所

假设未来美元利率下降，利息收入下滑。满帮集团的利息收入来自于大量的短期投资和长期投资，受益于美元高利率，2024 年投资平均回报率达到 4.3% 左右。假设未来投资规模上升、利率下降，利息收入也逐渐下降。

4.2. 目标价 17.52 美元

2025 年可比公司 Bloomberg 和 Wind 一致预期平均 PE 在 20 倍左右，满帮集团 2024–26 年盈利增速在 40% 左右，按照 1 倍 PEG 对应 PE 为 40 倍，取两者平均值给予满帮集团目标 PE 30 倍，对应 2025 年目标价为 17.52 美元。首次覆盖，给予“买入”评级。可比公司选择网约车、第三方物流、快递快运公司等，如罗宾逊国际物流、Uber、滴滴出行、京东物流、顺丰控股等。

表 5：满帮集团的可比公司 Bloomberg 和 Wind 一致预期 EPS 和估值

代码	名称	股价 2025/3/18	单位	EPS				PE			
				2023	2024 E	2025E	2026 E	2023	2024 E	2025 E	2026 E
罗宾逊全球物											
CHRW.O	流	100.06	美元	2.74	3.89	4.97	5.87	37	26	20	17
Uber.N	Uber	72.73	美元	0.93	4.71	2.51	3.50	78	15	29	21
				-0.0				-50			
DiDiY.OO	滴滴出行	5.09	美元	1	0.09	0.23		9	57	22	
2618.HK	京东物流	13.82	港元	0.11	1.08	1.15	1.35	125	13	12	10
6936.HK	顺丰控股	40.50	港元	1.88	2.20	2.58	3.05	22	18	16	13
平均								-50	26	20	15
YMM.N	满帮集团	13.53	美元	0.30	0.41	0.58	0.84	45	33	23	16

资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

5. 风险分析

公路货运市场萎缩风险

为了降低物流成本，国家推行“公转铁”、“公转水”，可能导致公路货运需求下降，尤其

是长距离的整车运输，对满帮集团所在的跨城货运市场影响较大。

公路运价下跌风险

一方面，公路货运需求被水路和铁路运输分流，可能导致运价下跌；另一方面，天然气重卡、电动重卡替代燃油重卡，导致运输成本下降，城际货运 GTV 可能随之下降。

市场竞争加剧风险

数字货运平台数量还在增加，货拉拉、福佑卡车、路歌、中储智运等公司的跨城数字货运竞争力较强，可能导致满帮集团市场份额下降。

监管要求降低佣金率风险

交通运输部可能会督促满帮集团、货拉拉、快狗打车、滴滴货运等主要互联网道路货运平台企业降低过高抽成比例或会员费上限，保障货车司机合理劳动报酬。

政府退税减少风险

货运经纪业务的盈利依赖政府增值税退税，一旦退税政策发生变动，该盈利模式将难以持续。在国务院全面审查、清理各地税收优惠、财政奖补的情况下，退税或将减少。

现金贷利率过高风险

部分媒体报道满帮集团的贷款业务利率过高，遭到客户投诉。尽管满帮集团回应 30% 的利率系个别案例的综合费用，但是如果未来贷款利率下降，增值业务收入增速可能下降。

中概股退市风险

美国证监会的《外国公司问责法案》要求在美上市的外国公司，向美国上市公司会计监管委员会开放该公司的审计底稿，这与《中华人民共和国证券法》及相关法规禁止或限制档案、数据出境存在冲突，可能导致在美上市中概股退市。

可比公司估值差异风险

选取的可比公司包括网约车、第三方物流、快递快运公司等，与满帮集团的数字货运平台业务存在差异，估值可能也存在差异，导致满帮集团的目标 PE 存在偏差风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com