

满帮集团 (YMM)

2025Q1 业绩点评: 业绩超预期, 科技方向布局加码

买入 (维持)

2025年05月25日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 郭若娜

执业证书: S0600524080004
guorn@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 8,436 | 11,239 | 12,633 | 15,119 | 18,300 |
| 同比 (%) | 25% | 33% | 12% | 20% | 21% |
| Non-GAAP 归母净利润 (百万元) | 2,783 | 3,967 | 5,390 | 7,007 | 8,863 |
| 同比 (%) | 100% | 43% | 36% | 30% | 26% |
| Non-GAAP EPS (元/ADS) | 2.66 | 3.79 | 5.15 | 6.70 | 8.47 |
| PE (Non-GAAP) | 30.14 | 21.15 | 15.56 | 11.97 | 9.46 |

关键词: #业绩超预期

投资要点

■ **事件:** 25Q1 公司实现营业收入 27 亿, 同比增长 19%, 其中交易服务收入同比增长 51%, 占集团总收入比例达 39%。Non-GAAP 运营利润同比提升 171.5% 至 13.2 亿元, Non-GAAP 运营利润率同比提升 27pct; Non-GAAP 净利润同比增长 84% 至 13.9 亿元。公司业绩超预期。公司预计 25Q2 收入将在 30.6-31.2 亿元, 同比增长 10.6% 至 12.9%。

■ **用户数、履约率及完单量增长亮眼, 我们看好全年收入超预期潜力。** Q1 公司履约订单量同比增长 22.6% 至 4820 万单, 远超货运大盘表现, 主要得益于货主数量增加和结构优化, 以及履约效率提高。1) 货主端: 受益于公司运营优化, 25Q1 公司平均托运人 MAU 为 276 万人, 同比增长 28.8%, 截至 3 月末货主会员总数超过 110 万, 主要系直客增长: 25Q1 直客货主履约订单贡献比例环比提升至 51%。2) 司机端: 受益于平台订单需求的活跃及算法运营优化等, 截至 2025 年 3 月底的 12 个月内, 通过满帮完成订单的活跃卡车司机数量达 418 万, 且司机参与度和忠诚度进一步提高, 响应订单的司机次月留存率超过 85%, 履约率同比增长 6pct 达 39.2%, 再创历史新高。

■ **抽佣业务继续高增, 平台变现价值进一步释放。** 25Q1 公司交易服务收入 (即抽佣业务) 为 10.5 亿元, 同比增长 51.5%, 占总收入比例提升至 39%。拆解来看, 抽佣订单渗透率环比提升至 85.2% (24Q4 为 82.9%), 每单变现金额环比提升至 25.5 元 (24Q4 为 24.6 元), 且仍有提升空间, 主要得益于公司对货运匹配系统的精细化管理, 通过持续迭代和优化多维佣金模式, 及针对低、中、高频货主的差异化货运定价, 核心货主用户留存率持续加强, 长尾用户群体的变现潜力进一步释放。我们看好订单量快速增长叠加稳健变现节奏下, 交易服务收入继续保持高增。

■ **业务结构优化推动毛利率创新高, 短期加大投资影响利润。** 25Q1 公司毛利率较低的货运经纪业务收入同比持平, 毛利率较高的交易服务收入及会员收入等增长超预期, 驱动总体毛利率超预期, 同比提升 19.6pct。销售/管理/研发费用率同比分别下降 1pct/4.8pct/3.8pct, 驱动经调整运营利润率同比显著提升。但考虑到公司计划加大对 AI、科技等领域的投资 (向自动驾驶技术公司智加追加 1.25 亿美元投资), 我们预计相关投资会对 Q2 及 2025 年全年利润产生一定不利影响。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们看好公司在货主/司机端的份额进一步提升, 带动收入高增, 同时考虑到公司投资力度增加, 我们维持公司 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测 54/70/89 亿元, 对应 PE 分别为 16/12/9 倍, 公司注重股东回报, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 短期投资影响利润, 货运经纪业务低预期, 业务拓展低预期

股价走势



市场数据

| | |
|------------|------------|
| 收盘价(美元) | 11.17 |
| 一年最低/最高价 | 9.45/13.73 |
| 市净率(倍) | 2.20 |
| 流通市值(百万美元) | 10,491.99 |
| 总市值(百万美元) | 11,682.64 |

基础数据

| | |
|---------------------|-----------|
| 每 ADS 净资产(人民币元, LF) | 36.46 |
| 资产负债率(% LF) | 8.73 |
| 总股本(百万股) | 20,917.88 |
| 流通股(百万股) | 18,786.02 |

相关研究

《满帮集团(YMM): 2024Q4 业绩点评: 收入利润双超预期, 继续看好平台价值显现》

2025-03-09

《满帮集团(YMM): 2024Q3 业绩点评: 供需侧份额双提升, 成长变现均超预期》

2024-11-24

满帮集团三大财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 27,256 | 29,874 | 34,455 | 41,056 | 营业总收入 | 11,239 | 12,633 | 15,119 | 18,300 |
| 现金及现金等价物 | 5,810 | 7,281 | 11,290 | 17,032 | 营业成本 | 5,101 | 4,393 | 4,639 | 5,143 |
| 应收账款及票据 | 2,143 | 2,290 | 2,362 | 2,721 | 销售费用 | 1,597 | 1,755 | 1,981 | 2,295 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 914 | 832 | 907 | 996 |
| 其他流动资产 | 19,303 | 20,303 | 20,804 | 21,303 | 研发费用 | 880 | 889 | 954 | 1,026 |
| 非流动资产 | 14,031 | 13,982 | 13,966 | 13,950 | 其他费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 290 | 286 | 284 | 282 | 经营利润 | 2,748 | 4,764 | 6,638 | 8,840 |
| 商誉及无形资产 | 3,634 | 3,620 | 3,606 | 3,592 | 利息收入 | 1,073 | 1,087 | 1,190 | 1,190 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利息支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 10,108 | 10,076 | 10,076 | 10,076 | 其他收益 | -458 | -121 | -205 | -256 |
| 资产总计 | 41,287 | 43,856 | 48,421 | 55,007 | 利润总额 | 3,363 | 5,730 | 7,622 | 9,773 |
| 流动负债 | 3,020 | 3,300 | 3,964 | 4,778 | 所得税 | 239 | 727 | 991 | 1,271 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 3,123 | 5,003 | 6,632 | 8,503 |
| 应付账款及票据 | 31 | 15 | 34 | 20 | 少数股东损益 | 54 | 41 | 54 | 69 |
| 其他 | 2,989 | 3,285 | 3,931 | 4,758 | 归属母公司净利润 | 3,070 | 4,962 | 6,578 | 8,434 |
| 非流动负债 | 132 | 130 | 110 | 90 | EBIT | 2,748 | 4,764 | 6,638 | 8,840 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 2,828 | 4,882 | 6,754 | 8,955 |
| 其他 | 132 | 130 | 110 | 90 | Non-GAAP 归母净利润 | 3,967 | 5,390 | 7,007 | 8,863 |
| 负债合计 | 3,152 | 3,430 | 4,074 | 4,868 | | | | | |
| 股本 | 1 | 1,194 | 2,387 | 3,580 | 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | 458 | 499 | 553 | 622 | Non GAAP 每股收益(元)-ads | 3.79 | 5.15 | 6.70 | 8.47 |
| 归属母公司股东权益 | 37,675 | 38,733 | 41,407 | 45,937 | 每股净资产(元)-ads | 36.46 | 38.65 | 42.40 | 47.94 |
| 负债和股东权益 | 41,287 | 43,856 | 48,421 | 55,007 | 发行在外股份(百万股) | 20,917.9 | 20,917.9 | 20,917.9 | 20,917.9 |
| | | | | | ROIC(%) | 6.9% | 10.6% | 13.6% | 16.3% |
| | | | | | ROE(%) | 8.1% | 12.8% | 15.9% | 18.4% |
| | | | | | 毛利率(%) | 54.6% | 65.2% | 69.3% | 71.9% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 27.3% | 39.3% | 43.5% | 46.1% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 7.6% | 7.8% | 8.4% | 8.9% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 33.2% | 12.4% | 19.7% | 21.0% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 38.7% | 61.6% | 32.6% | 28.2% |
| | | | | | P/E-Non GAAP | 21.15 | 15.56 | 11.97 | 9.46 |
| | | | | | P/B | 2.20 | 2.07 | 1.89 | 1.67 |
| | | | | | EV/EBITDA | 27.61 | 15.69 | 10.75 | 7.46 |

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2025年5月25日的7.18,预测均为东吴证券研究所预测。注:公司2024年现金流量表为我们预测值。

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>