

满帮集团 (YMM.N)

强烈推荐 (维持)

Q1 表现超预期，智能化投资强化长期发展势能

公司 25Q1 收入 27.0 亿/+19.0%，净利 12.8 亿/+118.1%，Non-GAAP 净利 13.9 亿/+84.0%。货运匹配收入 22.5 亿/+20.2%，其中经纪业务 9.7 亿/+0.0%，会员收入 2.3 亿/+10.0%，抽佣收入 10.5 亿/+51.5%。增值服务 4.5 亿/+13.5%。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，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。

□ Q1 表现超预期，抽佣收入持续高增长。公司总收入达到 27.0 亿/+19.0%，表现超预期；公司 25Q1 净利为 12.8 亿/+118.1%，Non-GAAP 净利为 13.9 亿/+84.0%，表现亦超出预期；Non-GAAP 净利率为 51.5%/同比+18.2pct/环比+18.4pct。收入拆分来看，公司货运匹配业务收入 22.5 亿/+20.2%，其中经纪业务收入 9.7 亿/+0.0%，会员收入 2.3 亿/+10.0%，抽佣收入 10.5 亿/+51.5%。此外，公司增值服务收入为 4.5 亿/+13.5%。展望 25Q2，公司预计 25Q2 收入约为 30.6-31.2 亿/+10.6%-12.9%，延续较快增长趋势。

□ 货主 MAU、直客订单占比及履约率继续提升。25Q1 公司货主 MAU 达到 276 万/+28.8%，同时直客货主履约订单占比达到 51%，平台会员货主突破 110 万，用户高增长的同时用户结构持续优化。本季度履约单量 4820 万/+22.6%。此外，过去 12 个月的履约活跃司机数量上升到 418 万人，运力质量及货主结构优化驱动下，25Q1 季度履约率提升到 39.2%，同比提升约 6pct。

□ 公司毛利率、净利率提升明显。Q1 公司毛利率 74.1%/同比+19.6pct/环比+18.0pct，毛利率大幅提升主要来自货运经纪业务毛利率改善，及高毛利业务收入占比提升。25Q1 公司销售费用率 14.0%/同比-1.0pct/环比-0.9pct；管理费用率 6.9%/同比-4.8pct/环比+0.5pct；研发费用率 7.2%/同比-3.8pct/环比+0.7pct。受益于毛利率水平提升和费用率下降，Q4 公司 Non-GAAP 净利率达到 51.5%/同比+18.2pct/环比+18.4pct。

□ 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+增值服务协同变现，预计公司 25E/26E/27E Non-GAAP 净利分别为 52.7/67.8/83.9 亿，参考可比公司估值，给予公司 24 年 Non-GAAP 净利 20-22 倍 PE，对应目标价约 14.4-15.8 美元，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	8436	11239	12564	14623	17092
同比增长	25%	33%	12%	16%	17%
营业利润(百万元)	1194	2748	4480	6345	8247
同比增长	-7851%	130%	63%	42%	30%
Non-GAAP 净利润	2725	4020	5271	6777	8394
同比增长	95%	48%	31%	29%	24%
每股收益(元)	2.12	2.94	3.98	5.41	6.73
P/E NON-GAAP(倍)	30.8	20.9	15.9	12.4	10.0
P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值：14.40 - 15.80 美元

当前股价：11.17 美元

基础数据

总股本(百万股)	2091788
海外股(百万股)	0
总市值(十亿美元)	117
海外股市值(十亿美元)	
每股净资产(美元)	0.25
ROE(TTM)	0.00
资产负债率	0.0%
主要股东	张晖
主要股东持股比例	10.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.8	20.2	25.9
相对表现	-6.9	1.2	3.7

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《满帮集团(YMM) — Q4 表现超预期，单量与变现能力双升》
2025-03-11
- 《满帮集团(YMM) — Q3 表现超预期，抽佣收入持续高增长》
2024-11-22
- 《满帮集团(YMM) — 货主数持续高增长，抽佣变现稳步推进》
2024-08-25

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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	23997	27256	31215	35794	41516
现金及现金	6771	5810	9505	13674	18903
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	15037	19203	19203	19203	19203
应收账款及	23	20	22	26	30
其它应收款	2050	2123	2373	2762	3228
存货	0	0	0	0	0
其他流动资	116	101	112	131	153
非流动资产	15351	14031	14087	14125	14150
长期投资	11076	9876	9876	9876	9876
固定资产	195	290	345	383	409
无形资产	3710	3634	3634	3634	3634
其他	371	231	231	231	231
资产总计	39348	41287	45302	49919	55667
流动负债	3275	3020	2709	2704	2877
应付账款	25	31	26	26	29
应交税金	940	1235	1235	1235	1235
短期借款	0	0	0	0	0
其他	2310	1754	1449	1444	1614
长期负债	178	132	132	132	132
长期借款	0	0	0	0	0
其他	178	132	132	132	132
负债合计	3453	3152	2841	2836	3009
股本	1	1	1	1	1
储备	33656	35603	37675	41820	46233
少数股东权	290	458	639	849	1083
归属于母公司所	35605	37677	41822	46234	51575
负债及权益合计	39348	41287	45302	49919	55667

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2270	2970	3167	4905	6763
净利润	2213	3070	4166	5662	7039
折旧与摊销	75	78	93	111	123
营运资本变	(732)	(1411)	(575)	(416)	(320)
其他非现金	714	1233	(517)	(453)	(80)
投资活动现金流	554	(2420)	548	514	165
资本性支出	(100)	(75)	(150)	(150)	(150)
出售固定资	1	1	1	1	1
投资增减	42537	26757	100	100	100
其它	0	(142)	597	563	214
筹资活动现金流	(1167)	(1520)	(21)	(1250)	(1699)
债务增减	0	0	0	0	0
股本增减	(1348)	(489)	0	0	0
股利支付	0	1064	21	1250	1699
其它筹资	181	34	0	0	0
其它调整	0	(2129)	(42)	(2500)	(3397)
现金净增加额	1675	(946)	3695	4169	5229

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	8436	11239	12564	14623	17092
主营收入	8436	11239	12564	14623	17092
营业成本	4119	5101	4213	4198	4692
毛利	4317	6138	8352	10425	12400
营业支出	3124	3391	3871	4080	4153
营业利润	1194	2748	4480	6345	8247
利息支出	0	0	0	0	0
利息收入	1142	1073	1035	1000	652
权益性投资	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他非经营	1	(434)	(434)	(434)	(434)
非经常项目	0	(21)	(21)	(21)	(21)
除税前利润	2334	3363	5057	6887	8440
所得税	107	239	810	1114	1266
少数股东损	14	54	81	110	135
Non-GAAP 净利润	2725	4020	5271	6777	8394
EPS (元/DR)	2.12	2.94	3.98	5.41	6.73

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	25%	33%	12%	16%	17%
营业利润	-7851%	130%	63%	42%	30%
净利润	444%	39%	36%	36%	24%
获利能力					
毛利率	51.2%	54.6%	66.5%	71.3%	72.5%
净利率	26.2%	27.3%	33.2%	38.7%	41.2%
ROE	6.2%	8.1%	10.0%	12.2%	13.6%
ROIC	6.2%	8.2%	10.2%	12.5%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	8.8%	7.6%	6.3%	5.7%	5.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.3	9.0	11.5	13.2	14.4
速动比率	7.3	9.0	11.5	13.2	14.4
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	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	4.1	5.3	5.5	5.6	5.7
应付帐款周转率	154.8	180.9	147.9	163.2	172.6
每股资料 (元)					
每股收益	2.1	2.9	4.0	5.4	6.7
每股经营现金	2.2	2.8	3.0	4.7	6.5
每股净资产	34.0	36.0	40.0	44.2	49.3
每股股利	0.0	0.0	1.2	1.6	2.0
估值比率					
PE Non-GAAP	30.8	20.9	15.9	12.4	10.0
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	32.7	22.7	15.2	11.2	9.2

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。