

## 证券研究报告

### 产品团队

单丹：产品分析师  
 执业编号：S1500512060001  
 联系电话：+8683326845  
 邮箱：shandan@cindasc.com

### 市场指数表现

指数	收盘价	涨跌幅
上证综指	2322.48	0.06%
深证成指	993.70	-1.05%
创业板指	11193.59	-0.12%
沪深300	4001.30	0.21%
中证500	5899.92	-0.20%
科创50	3130.24	0.23%
香港恒生	20697.36	2.89%

行情数据为2022年5月27日收盘价

### 6月十大金股

行业	简称	调入时间
能源	兖矿能源	20220529
石化	中国海油	20220529
化工	赛轮轮胎	20220529
石化	恒逸石化	20220529
传媒	美团	20220529
家电	小熊电器	20220529
能源	平煤股份	20220529
有色	立中集团	20220529
机械	恒润股份	20220529
军工	苏试试验	20220529

信达证券股份有限公司  
 CINDASECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

## 晨会速递

2022年5月30日

### 重要财经资讯：

- 内蒙古发展新能源全产业链 规划2030年发电量占比过半
- 神舟十四号飞船组合体转运至发射区 计划近日择机实施发射
- 生态环境部丁辉：气候投融资试点基本完成评审工作 即将全面启动运行
- 市场监管总局发布三项中小学数字教材推荐性国家标准
- 首届“东数西算”粤港澳大湾区（广东）算力产业大会开幕
- 上海：进一步扩大民间投资领域
- 上海：加大财政跨周期调节力度
- 上海：本轮经济恢复和重振行动有三大特点
- “世界铜都”鹰潭开通国际陆港
- 全国“三夏”大规模小麦机收全面展开

### 报告速览：

- 【宏观】宏观深度报告：稳经济靠财政——2022年中期财政政策展望（解运亮）
- 【石化】恒逸石化(000703)公司深度报告：东南亚炼化景气向上长周期+聚酯盈利长期中枢抬升，盈利有望大幅提升（陈淑娴）
- 【宏观】宏观专题报告：企业盈利降至冰点，但回暖之日不远（解运亮）
- 【固收】债券专题报告：5月超储下滑不改宽松格局 6月央行或将加大投放应对扰动——2022年6月流动性展望（李一爽）
- 【电新】天赐材料(002709)公司首次覆盖报告：一体化布局持续深入，龙头穿越周期（武浩）
- 【金工】金工点评报告：基差贴水幅度整体扩大，前期建仓获正收益（于明明）
- 【石化】行业点评报告：每日原油：英国将向油气企业征收临时暴利税（陈淑娴）
- 【传媒互联网及海外】知乎(02390.HK)公司点评报告：内容生态价值凸显，后续注重降本增效（冯翠婷）

- 【传媒互联网及海外】心动公司(2400.HK)公司点评报告：《T3 Arena》海外正式上线，横扫全球 IOS 免费榜(冯翠婷)
- 【传媒互联网及海外】百度(9888.HK)公司点评报告：云及智能驾驶表现出色，规模与商业化未来可期(冯翠婷)
- 【传媒互联网及海外】快手-W(1024.HK)公司点评报告：主营业务逆势增长，降本增效稳中向好(冯翠婷)

## 重要财经资讯

### 内蒙古发展新能源全产业链 规划 2030 年发电量占比过半

近年来，内蒙古自治区坚持一体推进新能源发电项目建设和装备制造业发展，统一规划布局新能源装备制造基地。截至目前，已形成较为完备的风电装备制造产业链，初步形成光伏产业链。计划到 2030 年新能源装机规模超过 2 亿千瓦，比重超过 70%，发电量占比超过 50%。

### 神舟十四号飞船组合体转运至发射区 计划近日择机实施发射

据中国载人航天工程办公室消息，北京时间 2022 年 5 月 29 日，神舟十四号载人飞船与长征二号 F 遥十四运载火箭组合体已转运至发射区。目前，发射场设施设备状态良好，后续将按计划开展发射前的各项功能检查、联合测试等工作。

### 生态环境部丁辉：气候投融资试点基本完成评审工作 即将全面启动运行

生态环境部应对气候变化司处长丁辉在第十届（2022）SIIFC 国际研讨会上发表主旨演讲时表示，目前气候投融资试点已基本完成了评审工作，即将全面启动运行。根据国内有机构测算，中国 2021 年至 2030 年间实现碳达峰的资金需求约为 14 万亿元至 22 万亿元，而从 2030 年碳达峰到 2060 年实现碳中和的资金需求则在百万亿元级别。

### 市场监管总局发布三项中小学数字教材推荐性国家标准

据市场监管总局官方微信 29 日消息，国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会于 4 月 15 日批准发布《数字教材中小学数字教材元数据》《数字教材中小学数字教材质量要求和检测方法》《数字教材中小学数字教材出版基本流程》三项推荐性国家标准。三项标准将从 2022 年 11 月 1 日起正式实施。

### 首届“东数西算”粤港澳大湾区（广东）算力产业大会开幕

算联全球·数聚韶关——首届“东数西算”粤港澳大湾区（广东）算力产业大会 29 日在广东韶关开幕。大会是国家“东数西算”工程正式启动以来召开的第一个全国性大会，采取“线上+线下”的方式，打造“1+2+3”的交流平台，即 1 个主会场，2 个分会场，3 个主题活动。

### 上海：进一步扩大民间投资领域

《上海市加快经济恢复和重振行动方案》提出，进一步扩大民间投资领域，鼓励和吸引更多社会资本参与区域铁路、新型基础设施等一批重大项目，鼓励民间投资以城市基础设施等为重点，通过综合开发模式参与重点项目建设。实施社会投资项目“用地清单制”改革，支持扩大企业债券申报和发行规模。

### 上海：加大财政跨周期调节力度

《上海市加快经济恢复和重振行动方案》提出，加大财政跨周期调节力度。进一步加大财政支持稳增长力度，加快财政支出进度，统筹使用各类收入和专项资金，调整优化支出结构。加快各类涉企专项资金的拨付和执行进度，做到早分配、早使用、早见效。完善专项资金使用和评价方式，统筹用于对经营困难的企业给予房租、贷款利息、担保费、稳岗就业等补贴。

### 上海：本轮经济恢复和重振行动有三大特点

上海市委常委、常务副市长吴清介绍，总体来看，这次形成的八个方面 50 条政策具有这样几个特点：一是既立足当下解决突出问题，又着眼长远增强发展后劲。二是既兼顾面上各类企业，又重点聚焦中小微企业。三是既全面落实国家政策，又突出应对疫情冲击的上海特点。

### “世界铜都”鹰潭开通国际陆港

鹰潭国际陆港总规划面积 13.4 平方公里，总投资约 16.8 亿元，是响应江西内陆开放型经济试验区建设的赣

东北地区唯一一个国际陆港。鹰潭国际陆港建成后，将实现“港口内移、就地办单、海铁联运、无缝对接”，大大降低货主企业库存，提高运输时效，减少流动资金占用，企业运输成本预计可降低20%。

### 全国“三夏”大规模小麦机收全面展开

据农业农村部，截至5月28日，全国已收获冬小麦面积3798万亩，日机收面积678万亩，四川麦收进入尾声，湖北进度过八成，河南、安徽进入集中收获期、进度过一成，江苏、陕西、山西等省陆续开镰，标志着全国“三夏”大规模小麦机收全面展开。

## 报告速览

### 【宏观】宏观深度报告：稳经济靠财政——2022年中期财政政策展望(解运亮)

上半年减税降费、新增专项债等存量政策加快落地，增量政策蓄势待发。我们依然认为超万亿的建设国债将是主要的增量工具，施行后或可有力拉动下半年GDP增长至6%，届时全年增速可达4.3%。

以留抵退税为主的减税降费的执行进度已超60%，其他减负举措覆盖面广。5月23日国常会决定扩大预算草案安排的2.5万亿元减税降费至2.64万亿元，上半年留抵退税进度自二季度起明显加快。其他减税措施覆盖消费、出口、就业等各大基本面，后续还将灵活出台更多减负措施。

疫情冲击下财政收支依然保持平稳，虽然地方土地收入大幅下滑，但相关调节项可保障支出强度不受影响。公共财政方面，税收收入虽然回落，但非税收入具备相当韧性。政府性基金预算收入进度受土地收入下降的影响明显放缓，但专项债作为资金补充依然保障支出进度保持平稳。后续随着专项债加快落地和增量政策的施行，支出端的强度依然有保障。

专项债发行节奏“史无前例”，投向基建比例远高于去年。今年专项债发行显著前置，继一季度发行1.3万亿元及4月份蓄力后，5月发行量已创下今年单月的新高，但距离6月底还有约1.5万亿的额度未发完。由于政策要求6月底前基本发行完，8月底前使用到位，所以6月的发债压力空前巨大。截至5月25日，投向基建比例达到66.24%，显著高于去年，用做项目资本金的1612亿元主要投向了铁路公路。

下半年稳住经济，需要推出重磅增量政策：增发超万亿国债。结合4月份的消费、出口、就业和金融数据，二季度的经济可能为零增长。届时，上半年只能实现2.3%，即使三季度和四季度能分别实现5%和5.5%，全年增速也不及4%。这样巨大的压力下，超万亿的建设国债可能是最直接、最有效的增量工具，预计或可推动下半年经济实现约6%的增长，进而全年增速可达4.3%。

风险因素：疫情反复持续，增量政策尚不明朗。

### 【石化】恒逸石化(000703)公司深度报告：东南亚炼化景气向上长周期+聚酯盈利长期中枢抬升，盈利有望大幅提升(陈淑娴)

二十余年砥砺前行，造就炼化-化纤一体化龙头。公司作为“炼化—化纤”一体化龙头公司，始终紧紧围绕“巩固、突出和提升主营业务竞争力”的战略发展方针，坚持做大做强主业，目前已形成以石化产业链为核心业务，以供应链服务业务为成长业务，以差别化纤维产品、工业智能技术应用为新兴业务的多层次立体产业布局。经过二十余年砥砺前行，公司形成了“炼油-PXPTA-聚酯”和“原油-苯-己内酰胺-聚酰胺”一体化产业链。大炼化方面，2019年11月文莱一期800万吨/年常减压正式投产。2020年9月公告文莱二期1400万吨/年，新增烯烃-聚烯烃产业链。未来伴随公司二期持续推进建成投产，产业链协同程度将进一步提升，公司有望迎来全新发展机遇。PTA方面，公司目前拥有参控股PTA产能1900万吨。在涤纶长丝方面，公司实现POY产能302万吨、FDY产能246万吨、DTY产能66.5万吨；在短纤方面，公司实现短纤产能88万吨；在聚酯切片方

面，公司实现切片产能 74 万吨；聚酯瓶片产能达到 270 万吨。

**三大优势助力炼化业绩放量。**恒逸文莱炼化项目是我国目前民营企业最大海外投资项目，同时作为“一带一路”重点发展项目，其对公司产业链一体化发展和东南亚地区油品供应都具备战略意义。整体来看，恒逸文莱项目具备三个优势：**1) 先发优势：**在石化行业整体转型升级的趋势下，具有炼化一体化先发优势的企业能够有效节约成本，获取产业链全环节利润。尽管公司项目位于文莱，但项目产品除了成品油在东南亚国家进行销售以外，用于下游生产的芳烃等重要聚酯原料均运输至国内用于公司参控股的聚酯工厂用于生产，实现全产业链的原料自给。**2) 税收优势：**根据文莱政策，公司享有盈利后 8 年内所得税（18.5%）免税优惠，产品在文莱国内销售不考虑增值税和营业税，同时根据中国-东盟自贸区协定，公司 PX、纯苯和部分重油销往国内时关税税率为零，综合税赋比国内少约 40%，优势十分明显。**3) 项目单位投资成本最低：**恒逸石化加工原油为轻油和凝析油，对炼油装置的复杂度要求相对不高，装置投入更小，此外，恒逸文莱项目深加工比例小，成品油比例高，单位投资成本相对较低，同时也更受益于东南亚成品油市场景气上行。

**东南亚成品油紧缺将持续，炼化景气度开启上行长周期。****供给端：**1) 受 2020 年以来疫情影响，成品油需求下降炼厂盈利低下，但我们认为更重要的是，能源结构转型加速了东南亚和澳洲地区炼厂的关停，2020-2022 年期间已经关闭炼厂规模达 3044 万吨。我们认为欧洲系国际石油巨头在加大新能源领域投资，而在传统油田和炼化领域投资意愿不足，甚至在 2022 年高油价下也计划削减油气产量，并将长期削减产量，与此同时，欧洲系国际石油巨头也在关闭传统炼厂。随着疫情的好转，东南亚各国也正在逐步计划和投放新的炼化产能，但 2022-2025 年内投产计划有限，根据我们的整理，预计 2022-2025 年分别将有 1254、2574、498 和 1600 万吨炼化新产能建成，合计 5926 万吨，但考虑到东南亚地区技术条件有限，炼厂正式投产前预计还需半年左右时间进行调试，实际产量贡献要低于 5926 万吨。我们用 2022-2025 年预计新增产能扣除 2020-2022 年已经淘汰的产能，2022-2025 年净炼化产能增长仅 2882 万吨。而东南亚炼油能力约 3 亿吨，相当于 2022-2025 年内仅累计净新增 9.6% 左右炼化产能，年均产能增速 2.3%，而东南亚国家（越南、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾）2011-2021 年平均 GDP 增速在 5-10%，且东南亚本身就存在成品油缺口约 1.07 亿吨，东南亚人口约 6.41 亿人，东南亚地区成品油需求增长潜力大，叠加东南亚疫情好转+外贸订单转移，东南亚制造业用油和交通用油等需求将快速增长，炼厂规模增速将低于成品油需求增速。我们认为 2022-2025 年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022 年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025 年东南亚将进入长期炼化景气周期。2) 欧洲和美国限制进口俄罗斯的成品油，并转向中东进行采购。而西方尤其是欧洲的成品油很大程度上依赖于俄罗斯，同时欧洲也是俄罗斯最主要的成品油出口市场。2021 年，欧盟市场占俄罗斯油品出口市场的 43%，加上欧洲其他地区，西欧地区占据了超过 50% 的俄罗斯油品出口市场。美国和英国宣布对俄罗斯石油进口实行禁运后，4 月俄罗斯对英国和美国的石油出口量几乎已降至 0。因此对俄罗斯制裁的实施导致了欧美大量的成品油采购新增订单流入中东，中东减少了向东南亚的出口量，使得东南亚成品油市场供应链紧张。3) 2021 年，中国政府出台碳达峰、碳中和政策，查处消费税整顿地炼，下调原油非国营贸易进口配额以及成品油的出口配额，以缓解国内炼油行业高耗能、高碳排、高污染的问题。2021 年下半年开始，国内成品油出口配额大幅下降，导致成品油出口大幅缩水。作为中国成品油的主要出口地区，东南亚国家从中国进口的成品油数量也因此大幅下降，进一步使东南亚成品油市场供给端承压。**需求端：**1) 东南亚地区疫情缓解让投资者对远期全球经济走势更加乐观，带动了东南亚各国制造业 PMI 走强，从而拉动东南亚内需。2) 中国疫情的反复导致了中国疫情防控措施收紧，相关外贸出口受到严重影响，使得海外订单回流东南亚。

**聚酯行业底部反转+政策强化扩产约束，聚酯化纤行业盈利中枢将抬升。**短期来看，考虑上海疫情缓和，防控措施逐渐松动，下游需求有望迎来大幅反弹，聚酯行业上行拐点即将来临。另外，进入 2022 年至今，受海外汽油裂解价差走强影响，日韩炼厂 PX 装置转产 MX 用于调和油，导致全球 PX 供给收缩，PX 价格一路走高。但考虑未来 PX 产能投建压力仍然较大，PX 环节利润向下游 PTA 及聚酯转移成为产业链结构性大趋势，但是转移幅度和速度还与 PX 产能释放进度、PTA 自身供给增速和下游终端需求增速有关。长期来看，在减存量、控新量的行业政策指导下，叠加双碳目标的逐步落实，聚酯化纤行业总体产能放量受限。结合近两年中央和地方发布的相关政策，可以发现未来化纤（聚酯）产业的发展朝着绿色化、差异化、功能化等方向转型升级，在转型升级、炼

化一体化的政策要求下，聚酯行业将加速淘汰落后中小产能。浙江省也提出要“严控新上石化、化工、化纤等高耗能项目”，2022年浙江省虽暂缓了化纤等行业产能置换政策的实施，但限制行业总产能、严控新上产能的政策基调未发生变化。我们认为，化纤行业投资周期性将削弱。根据历史数据，化纤行业投资完成情况与产能投放情况具备较强的正相关性。2012年以前，化纤行业投资的周期性较强，当行业的利润率出现明显改善，就会引发新一轮的投资扩产潮，而产能的集中投放又会引发产能过剩，从而导致行业利润率快速下滑，进而抑制企业的投资意愿，直到下一轮周期的来临。化纤行业在2004年初、2005年初、2007年初和2011年初分别经历了四轮扩张周期，特别是2007年和2011年迎来了大规模新增产能释放。2012年后，化纤行业产能格局趋于稳定，投资的周期属性逐步减弱。2015年后，化纤新增产能逐年下降，我们认为，后续随着双碳政策继续强化对行业的扩产约束，化纤行业产能增长有限。目前聚酯行业的大规模扩产已接近尾声，而近几年民营大炼化落地带动聚酯上游PX产能快速释放。2019-2021年，PX、PTA、聚酯累计新增产能分别为1745万吨/年、2080万吨/年和1348万吨/年，上游扩产规模和扩产速度都大幅高于聚酯行业。从价差结构来看，2019年后，PX价差逐步收窄，长丝价差有扩大趋势。据CCFEI统计数据，2022年，聚酯上游PX和PTA预期新增产能分别为1260万吨/年和1360万吨/年，乙二醇新增产能预计为795万吨/年，聚酯预期新增产能为680万吨/年，上游扩产规模远高于下游需求，下游聚酯端的成本红利有望扩大，聚酯化纤行业盈利中枢有望抬升。

**与市场不同之处：**我们认为，市场对于恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等国内民营大炼化项目给予了较多关注，而对于恒逸文莱炼化项目的关注度不够，我们认为东南亚成品油价差扩大不是短期现象，2022-2025年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025年东南亚将进入长期炼化景气周期，市场一定程度上低估了恒逸文莱项目在景气爆发下的业绩增厚能力。当前东南亚成品油市场迎来超景气周期，成品油裂解价差快速扩大，恒逸文莱凭借区位优势、税收优势、产品结构优势以及单位投资成本低等优势，在高景气周期下具备更大的业绩增长弹性。另外，我们认为聚酯行业底部反转不是短期现象，在减存量、控新量的行业政策指导下，叠加双碳目标的逐步落实，聚酯化纤行业总体产能放量受限，化纤行业投资周期性将削弱，而聚酯上游扩产规模远高于下游需求，下游聚酯端的成本红利有望扩大，聚酯化纤行业盈利中枢有望抬升。此外，经过二十余年砥砺前行，公司已形成了“炼油-PX-PTA-聚酯”和“原油-苯-己内酰胺-聚酰胺”一体化产业链，盈利周期性波动风险降低，凭借一体化优势更能享受行业景气上行红利。

**盈利预测与投资评级：**我们预测2022-2024年公司营收分别为1583、1727和1846亿元，增速为22.7%、9.1%和6.9%，归母净利润分别为51.48、55.73和61.05亿元，增速为51.1%、8.2%和9.5%，EPS（摊薄）分别为1.40、1.52和1.67元/股。对应动态市盈率（以2022年5月27日收盘价计算）分别为6.96、6.43和5.87倍，低于公司历史估值和可比公司估值。我们认为2022-2025年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025年东南亚将进入长期炼化景气周期，恒逸文莱项目将持续受益。聚酯行业底部反转，政策强化扩产约束，聚酯化纤行业盈利中枢将抬升。公司涤纶和锦纶产业链将陆续放量，公司产业链横向扩张的同时也在纵向上进一步延伸，公司业绩有望持续扩张。首次覆盖给予“买入”评级。

**股价催化剂：**聚酯行业景气度底部反转；海外成品油行业景气大幅上升；恒逸文莱二期项目进度加速。

**风险因素：**原油价格大幅波动的风险；东南亚市场疫情反弹风险；地缘政治风险；成品油价格大幅下跌风险；国内PTA产能加剧导致利润持续摊薄的风险；炼化产能过剩的风险；下游产品利润修复缓慢的风险；恒逸文莱二期项目审批延期风险。

## 【宏观】宏观专题报告：企业盈利降至冰点，但回暖之日不远(解运亮)

4月疫情之下，企业利润增速大幅下降，价格和产量的推动力度减弱，利润率拖累程度加剧，但这只是暂时性的承压。冷春之后将是盛夏，随着一系列增量政策的加码和复产复工的推进，企业盈利的回暖之日可期。

**工业企业利润增速大幅回落，利润率的拖累更进一步。**4月单月实现利润7000余亿元，环比和同比分别下降11.9%和8.5%，绝对量上比3月下降了约950亿元。受4月的拖累，1-4月工业企业利润同比增长3.5%，较1-3月回落5个百分点，利润率同比下降7.57个百分点，拖累程度加剧。

减税降费下，工业企业费用率有所下降，私营企业最明显。随着二季度以留抵退税为主的减税降费加快落地，工业企业费用率较1-3月下降了0.12个百分点，较去年同期下降了0.48个百分点。其中私营企业的对应降幅分别为0.2和0.21个百分点，政策的减负效果最显著。

从大类看，加工制造业利润的降幅最多，消费品行业利润增速较为稳定。1-4月中游加工业和下游制造业较1-3月的环比降幅分别达到了5.4个百分点和7.8个百分点，而消费品行业降幅为0.7个百分点。利润率方面，和去年同期比较，也是加工业和制造业的降幅最大，分别下降了1.3和1.2个百分点。

企业盈利的冰点主要还是疫情所致，但随着企业复工复产的推进、增量政策的加码和内需的恢复，企业的利润增速将迎来回升。上海疫情的拐点已经过去，6月底正常的生产生活或将得到全面恢复，北京新增病例逐日下降，同时中央一系列的增量政策将推动内需持续修复，故企业只是短期承压。从长期看，企业盈利的回暖拐点预计在二季度末。

风险因素：疫情反复持续，增量政策落地缓慢。

### 【固收】债券专题报告：5月超储下滑不改宽松格局 6月央行或将加大投放应对扰动——2022年6月流动性展望(李一爽)

4月降准释放5300亿中长期流动性，留抵退税落地超8000亿，政府存款增速远低于往年同期，但由于央行在逆回购之外其他的回笼措施，央行对其他存款性公司债权超预期下滑，叠加现金回流偏慢，仍然使超储率小幅回落至1.6%，但总体仍高于往年同期均值0.3pct。

尽管5月集中开展小型、中型企业存量留抵退税仍将扩大财政赤字，但地方债逐步放量，政府债净供给规模超万亿，仍对流动性形成拖累，预计5月超储率将进一步降至1.4%左右，但总体仍维持在往年同期均值水平。而当前资金缺口指数仍显著低于中性水平，叠加部分机构加速跨月，预计月末待跨资金堆积压力较小，机构平稳跨月将大概率实现。

展望6月，6月实体需求恢复后、宽信用政策持续发力，缴准规模上升将对流动性形成负面影响；此外，地方债集中发行，政府债券净融资规模仍将维持在万亿以上，仍将继续消耗超储，但大型企业存量留抵退税集中于6月开展仍将使财政赤字扩张，6月财政存款有望小幅下行，对流动性形成一定补充。如果假设央行不进行额外的流动性投放，那么6月超储率可能持平5月于1.4%，但这在跨半年的时点仍相对偏低。

尽管存在外生因素的冲击，但决定流动性变化的核心因素还是央行的政策导向。事实上，4月以来资金利率较政策利率偏低的状态已经持续了超过1个月的时间，如果央行在5月没有通过其他渠道投放流动性，那么以我们估计的5月1.4%的超储率，相较于历史经验而言，似乎也并不支持银行如此大规模的融出，同时将资金利率维持在如此低的状态。

从央行的意愿看，现阶段由于外部因素使得MLF利率降息变得敏感，央行的思路可能是绕开MLF利率，通过引导市场利率的下降降低企业融资成本，进而实现事实上的降息。在一季度货币政策执行报告中，央行也弱化了资金利率围绕政策利率为中枢波动的说法，此后也表示下阶段要“确保货币政策力度到位，将流动性总量保持在较合理充裕略高的水平”。这从另一个层面也说明了，在当前的经济秩序因为疫情冲击而未恢复正常的状态下，当前流动性宽松的状态仍有望继续维持。

因此，我们估计，在6月跨半年的时间点，央行可能仍会通过逆回购或其他方式，为银行体系适度补充流动性，继而使资金面的环境维持在偏低的状态。

风险因素：季末财政投放力度不及预期、货币政策超预期。

### 【电新】天赐材料(002709)公司首次覆盖报告：一体化布局持续深入，龙头穿越周期(武浩)

中国电解液市场龙头，行业深耕十五余年。公司主营锂离子电池材料、日化材料及特种化学品两大业务板块，

公司为国内电解液龙头企业，已切入 CATL 和 ATL 供应链，获得 AEC、Northvolt、Dyson、SDI、宝马、松下、LG、村田、特斯拉等国际客户认证。高管团队拥有多年精细化工行业的从业经验，对日化、电解液行业有深刻认知，高管曾任职于道明化学（今蓝月亮）、浙江巨化、中石化，以及中科院等日化、电新材料领域。

**新能源汽车销量拉动电解液需求暴增。**各国政府部门战略性布局新能源汽车产业的发展，制定相关政策，并不同程度地规划了新能源汽车的渗透程度。我们预计至 2030 年全球新能源乘用车销量将达到 3651 万辆，2021-2030 年复合增长率达 22%。新能源汽车增长推动动力电池需求上升，拉动核心原材料电解液需求上涨。2021-2025 年中国动力电池出货量复合增速达到 42%，2025 年出货量将接近 680GWh。EVTank 预计到 2025 年，我国电解液总体出货量可达到 135.7 万吨，年复合增速约为 31.2%，我国电解液总体市场规模将达到 489.7 亿元，年复合增速约为 18.1%。全球电解液总体出货量可达到 161.33 万吨，2021-2025 年年复合增速约为 30.4%

**电解液行业格局集中，公司加大扩产进一步稳固龙头地位。**2017-2020 年国内电解液出货量前三企业市场总占比分别为 50.8%、53.5%、50.0%、53.9%。公司市占率一路攀升，2021 年国内市占率提升至 33%。2020 年公司电解液产能为 10.6 万吨，产能利用率达 70%，2022-2024 年天赐材料在建电解液项目 115 万吨，远超同业扩产规模。

**一体化布局上游，打造成本优势。**电解液核心原材料六氟磷酸锂出现供应缺口，短期内厂商产量难以大幅上升，掌握六氟产能成为企业关键优势。目前天赐材料拥有液体 6F 折固产能 3.2 万吨，新建 9 万吨液体六氟磷酸锂改扩建项目预计年中完工，六氟磷酸锂规划项目覆盖 2022-2024 年需求。公司通过完善“硫酸-氢氟酸-氟化锂/五氟化磷-六氟磷酸锂-电解液”产业链一体化，全面提升原材料自产率，持续强化公司核心竞争力及成本优势。

**盈利预测和估值：**公司是电解液龙头企业，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 212.5、262.9、307.5 亿元，同比增长 92%、24%和 17%，归母净利润分别为 52.0、57.8、67.7 亿元，EPS 分别为 2.70、3.00、3.52 元/股，同比增速 15%、11%、17%。我们选取新宙邦、多氟多、江苏国泰作为可比公司，22-24 年可比公司 PE 均值分别为 13.36X、10.77X、10.40X，公司 PE 为 14.14X、12.73X、10.87X，考虑公司良好的竞争力，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险因素：**新能源车需求不及预期风险；锂电池技术迭代变化风险；原材料价格波动超预期风险；环保及安全生产风险等。

### 【金工】金工点评报告：基差贴水幅度整体扩大，前期建仓获正收益(于明明)

**股指期货合约基差震荡下跌，基差贴水幅度扩大。**2022 年 5 月 27 日，我们预测中证 500 指数未来一年分红点位为 93.75，沪深 300 指数分红点位为 75.57，上证 50 指数分红点位为 69.34。近日 IC、IF、IH 合约分红调整年化基差多数震荡下跌，基差贴水幅度整体扩大。IC 合约持仓额略高于去年七月以来中位数，而 IF 与 IH 合约持仓额均处于去年七月以来较低水平。其中，IC、IF 及 IH 季月合约分红处理过的基差年化贴水率分别为-6.4%、-0.002%以及 1.18%。

**期现对冲策略表现：**2018 年 1 月开始，三大指数季月合约连续对冲表现优于当月合约，本周三大期指基差贴水幅度整体扩大，有利于前期建仓的期现对冲策略。其中，今年以来 IC 合约当月连续对冲收益-0.85%，季月合约对冲收益-0.73%，最低贴水策略收益-0.17%。截止 5 月 27 日，最低贴水策略选择 IC、IF 与 IH 均选择次月合约进行对冲。

**跨期套利策略表现：**自 2018 年 1 月以来，跨期套利策略表现最优且较为稳定。其中，今年以来 IC 合约跨期套利策略收益 2.39%，IF 跨期套利收益率 2.02%，IH 套利收益率 1.62%。截止 5 月 27 日，IC 与 IF 跨期套利策略选择次月合约空头与下季月合约多头进行对冲，IH 跨期套利策略选择次月合约空头与当月合约多头进行对冲。

**基差收敛变动分析：**本周指数继续震荡收跌，基差贴水幅度整体扩大，三大期指合约市场收益率因子影响开始

减弱，基差因子影响逐渐增强，后续对冲应选择基差贴水幅度最小的合约进行对冲。

风险因素：以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

## 【石化】行业点评报告：每日原油：英国将向油气企业征收临时暴利税(陈淑娴)

新闻：

1、英国政府 26 日宣布，将向石油和天然气企业征收“暴利税”，作为缓解民众生活成本飙升的部分财源。英国财政部发表声明，宣布将向石油和天然气企业征收“临时性”能源利润税，税率为 25%，税收反映了能源企业的超额利润，并称如果企业增加投资，可以少缴税。英国政府同一天发布金额达 150 亿英镑的缓解民众生活成本危机方案。预计“暴利税”一年内将给财政增收 50 亿英镑，将作为缓解民众生活成本危机方案的资金来源之一。而当油价回归正常后，将不再征收暴利税。

2、英国石油(BP.N)：正在研究暴利税对英国投资计划的影响，认为对石油、天然气暴利税将产生多年影响。

3、据英国媒体报道，近期英国汽油平均价格超过每升 1.7 英镑（约合人民币 14.26 元）创历史新高。同时，柴油价格也升至创纪录的高位，达到每升 1.81 英镑（约合人民币 15.19 元）。英国大约 6%到 8%的原油来自俄罗斯，大约 18%的柴油来自俄罗斯。

我们认为：

1、欧洲系石油巨头公司本来就致力于转向在可再生能源，在新能源领域加大投资，向综合型能源公司转型，甚至像 BP 和壳牌计划未来 10 年持续降低原油产量，我们认为英国征收临时暴利税不会大幅激发油气公司资本开支的意愿。

2、BP：2018 年后，BP 上游业务开支占比降到 70%以下，之前在 80%以上。2022 年的资本计划支出为 140-150 亿美元，较 2021 年增加了 9-17%，2022-2030 年，BP 每年计划支出 140-160 亿美元，基本保持不变，但明显低于 2019 年以前水平。到 2030 年，上游业务开支占比将继续下降到 50%。到 2025 年，能源转型支出（生物燃料、零售和便利性、电动汽车充电、再生能源、氢气）增加到 40%以上；到 2030 年，增加到 50%左右。2022-2025 年，BP 每年在碳氢化合物方面支出 90-100 亿美元，其中，石油和天然气上投资约 75 亿美元的计划保持不变，其余 15-25 亿美元用于生物燃料。随着上游油气业务资本开支不足和油气资源自然衰减，在 2030 年，BP 油气产量将较 2021 年下降 32%至 150 万桶/天。2021-2030 年 BP 将保持油气生产量每年下降 3-5%。

3、壳牌：壳牌的传统油气上游业务支出占比逐年下降，由 2017 年的 50%下降至 2021 年的 30%。2016 年收购 BG（英国天然气公司）后，壳牌天然气综合加工业务的支出占比提升，到 2021 年天然气综合加工业务占比扩大到 30%，与上游业务占比持平。2022 年，壳牌计划资本开支在 230-270 亿美元靠低区间，较 2021 年增长 20-40%，已恢复到 2019 年疫情前水平。其中，上游业务开支较上年增长 33%，金额为 80 亿美元，仍低于 2019 年时期的 100 亿美元。2022 年，壳牌炼化和天然气加工业务计划支出稳定在 80-100 亿美元；再生能源业务计划支出占比同比增长 60-80%，为 80-90 亿美元。2025 年，上游支出占比将降至 25-30%，再生能源开支将升至 35-40%，大力推动新旧能源转型。2022 年，壳牌计划能源总产量为 276-302 万桶油当量/天，其中，油气上游业务产量为 200-220 万桶/天，占比 73%；天然气加工和再生能源业务产量为 76-82 万桶油当量/天，占比 27%。2021-2030 年，壳牌原油产量将每年下降 1-2%。在油气产量中，原油产量在 2021 年占比为 53%，计划到 2030 年降低到 45%，届时天然气产量占比将达到 55%。

4、2015-2021 年全球原油上游投资不足导致当下原油供应紧张，2022 年资本开支计划较 2021 年平均有增长，仍明显低于 2019 年疫情前水平，对应到 2022 年产量计划有增长，但是产量增幅有限，且低于资本开支增幅。在新旧能源结构转型过程中，2025 年后原油需求或将达峰，如果现在加大力度投资，传统油田开发生产周期需 3-5 年，投产后需求反而下降，传统原油项目长期回报率存在不确定性，这导致当下油气公司投资意愿不强。

5、2021 年俄罗斯成品油（汽油、柴油、石脑油、燃料油等）出口约 300 万桶/日，其中欧盟和美国分别占比 43%

和18%，在向欧盟出口的成品油中，柴油占比最多为42%。2022年4月俄罗斯成品油出口量较1-2月平均水平减少52万桶/日，其中俄罗斯对美国、欧盟和英国的出口下降量分别为46万桶/日、22万桶/日和11万桶/日，合计为79万桶/日，仅有一部分被未公开目的地的增量（45万桶/日）所抵消。4月，俄罗斯柴油出口量环比下降6万桶/日至81.5万桶/日，较1-2月平均水平下降15.5万桶/日。与1-2月平均水平相比，俄罗斯对欧盟柴油出口量下降了4.3万桶/日，对英美等其他地区柴油出口下降幅度更大。俄乌冲突后，俄罗斯成品油出口下降，也导致了欧洲和美国汽柴油价格飙升，加剧国内通胀压力。

**产能周期引发能源大通胀，继续看好原油等能源资源的历史性配置机会。**我们认为，无论是传统油气资源还是美国页岩油，资本开支是限制原油生产的主要原因。考虑全球原油长期资本开支不足，全球原油供给弹性将下降，而在新旧能源转型中，原油需求仍在增长，全球将持续多年面临原油紧缺问题，2022年国际油价迎来上行拐点，中长期来看油价将长期维持高位，未来3-5年能源资源有望处在景气向上的周期，继续坚定看好本轮能源大通胀，继续坚定看好原油等能源资源在产能周期下的历史性配置机会。

风险因素：全球新冠疫情再次扩散的风险；新能源加大替代传统石油需求的风险；OPEC+联盟修改增产计划的风险；OPEC+产油国由于产能不足、增产速度不及预期的风险；美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险；美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险；全球2050净零排放政策调整的风险。

### 【传媒互联网及海外】知乎(02390.HK)公司点评报告：内容生态价值凸显，后续注重降本增效(冯翠婷)

事件：知乎(02390.HK)于2022年5月25日（北京时间）发布2022年第一季度业绩报告。

点评：

**营收同比增长超50%，Non-GAAP亏损扩大，优于彭博预期。**2022年Q1公司整体业绩表现优于市场预期，其中1)盈利表现：22Q1知乎实现营业收入7.43亿元，同比增长55.4%，彭博一致预期为7.22亿元，超出预期2.9%。公司毛利为3.36亿元，同比增长23.1%；毛利率达45.1%。Non-GAAP归母净利润-3.67亿元，同比亏损扩大89.8%，但优于彭博一致预期的-3.84亿元，超出预期4.3%。2)成本费用结构：毛利及净利润的下降主要是营业成本、费用开支同比较大幅度的增长所致。其中，营业成本达4.08亿元，同比增加98.3%，主要是支持业务增长而带来的广告执行成本、内容相关成本等增长所致。22Q1公司运营费用也同比增加59.9%，其中管理费用增长幅度较大达91.5%，主要受股权激励费用增加，及港交所上市的一次性费用影响。在公司扩充技术基础设施和研发人员投入的背景下，22Q1研发费用达到1.67亿元，同比增长56.6%。因此降本增效将是公司在未来1-2年的核心目标之一。

**“生态第一”战略下，打造高质量内容以拉动用户优质增长。**22Q1知乎MAU达101.6百万人，同比增长19.4%。而月度付费会员达6.9百万人，同期增长72.8%，用户付费意愿进一步增强。用户增长的背后，反映了公司2022年提出的“生态第一”战略，即公司对创作者体验、内容获得感、社区氛围与商业化增速四大问题给予更多关注与优化的阶段性成果，用户增长有原先的高速扩张转型优质增长。内容高质量改造主要体现在三个方面。首先，从创作者端，5月18日，知乎发布“海盐计划4.0”，以更新版的创作分体系与收益体系加大对高质量创作者的扶持，激发创作者创作活力。截至22Q1高排名创作者每日创作量同比增长125%以上。其次在内容媒介上，多媒介的内容形式，覆盖不同用户对内容需求的及时性差异，助力用户持续增长。其中，视频类内容消费积极发展，22Q1日均活跃用户中有45%的用户进行过视频内容的消费。最后在内容垂类上，校园生活、教育职业、互联网科学等垂直领域的创作内容增长，更好地满足了18-36岁主用户群个性化需求，以提高用户留存率。

**内容商业化变现贡献方式丰富，商业化解决方案成第一大增长引擎。**知乎目前内容商业化变现收入主要分成5类：1)2B端广告收入：22Q1收入为2.17亿元，同比增长1.7%，占收入总比例29.2%。尽管疫情下宏观广告需求疲软，但22Q1知乎广告收入仍实现1.7%的同比正增长，意味着公司在广告端收入仍有积极的增长驱动，其中IT和3C的品牌广告表现最为亮眼，两者均实现超1倍的同比增长；而快消、电商类广告也仍保持两位数的增长态势。2)2C端会员付费收入：22Q1会员付费收入为2.22亿元，同比增长75.1%，占收入总比例29.8%。会员

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

付费端业务，在优质内容的驱动下仍保持良好的增长速度，月度续费率保持在 65%；3) 2B 端内容服务解决方案收入：22Q1 内容服务解决方案收入为 2.27 亿元，同比增长 87.7%，占收入总比例 30.5%；这是自 2020 年内容服务解决方案业务提出以来，该业务首次超过广告业务，成为公司第一收入类型。为商家与品牌创作者在其回答内容提供商业化的营销方案的模式，带来了客户群的增长和客户的额外支出。4) 其他业务收入：22 年 Q1 内容服务解决方案收入为 0.77 亿元，同比增长 351.9%，占收入总比例 10.4%。2022 年 Q1 公司首次将职业培训收入从其他业务中单列，财报数据显示，22 年 Q1 职业教育收入为 0.39 亿元，同比增长近 12 倍，占收入总比例 5.3%。

**投资建议：考虑到 2022 年 3 月以来宏观疫情的影响，公司 2022 年 Q1 的业绩表现出较好的抗风险韧性，整体业绩表现优于彭博一致预期。**2022 年提出的“生态第一”战略，及 5 月 18 号提出的“海盐计划 4.0”对内容优质化发展及用户优质增长均有积极贡献，而 2020 年提出的创新 2B 端商业变现模式“内容服务解决方案”通过快速增长，已成为第一大收入增长引擎。截至 5 月 26 日收盘，Bloomberg 一致预期 22-24 年收入为 44.28/65.16/90.19 亿元，同比增长 49.64%/47.14%/38.42%。经调整净利润为-13.06/-9.22/-2.41 亿元，同比增长 12.43%/29.40%/73.83%，建议密切关注。

风险因素：宏观经济与行业竞争压力下，短期亏损扩大；用户增长放缓；用户活跃度和粘性下降；广告、内容及数据安全等监管风险。

### 【传媒互联网及海外】心动公司 (2400.HK) 公司点评报告：《T3 Arena》海外正式上线，横扫全球 IOS 免费榜 (冯翠婷)

事件：心动公司 (2400.HK) 的自研游戏《T3 Arena》于 2022 年 5 月 26 日 (北京时间) 正式上线海外。

点评：

**自研新游《T3 Arena》表现亮眼，公司出海产品储备丰富。**截至 5 月 26 日 19 时，《T3 Arena》在 TapTap 海外版的下载量达 75 万，同时在 17 个国家的 IOS 免费榜上排名第一，位居 92 个国家 IOS 免费榜的 Top10，开局表现超预期。同时《T3 Arena》整体游戏风格和品类适合全球化运营，UA 表现优异，获客成本在合理区间。此外，公司加码视频赛道以扩大影响力，截至 5 月 26 日在 YouTube 平台上的短视频播放量可观，最高的视频播放量达 224 万，有引发爆款的潜力。公司后续游戏储备充足，暗黑类游戏《火炬之光：无限》在 4 月 25 日开启封闭测试，战棋类游戏《铃兰之剑》在 4 月 14 日-4 月 21 日进行限量删档不计费测试，两款新游均预计在今年下半年在海外上线，《心动小镇》也在积极推进中，这些新游有望凭借全球化题材打开海外市场，充分释放业绩增量，带动游戏业务重回增长。

**《T3 Arena》是一款“MOBA+FPS”的游戏，具备轻量化、快节奏、个性化英雄的亮点。**在游戏结构上，它大量做减法，贯彻“轻量化”的设计理念。首先，《T3》采用“自动射击”的形式。玩家只需要拖动屏幕将“准心”瞄准敌人便能自动完成射击操作，并且在角色移动方面只保留简单的“跳跃”，这使得《T3 Arena》的操作门槛几乎为零，新玩家也能迅速上手并体会到射击游戏所带来的刺激与乐趣。其次《T3 Arena》加快游戏节奏，聚焦射击的核心体验。它的地图没有太多遮挡视野的建筑和复杂分层设计，既方便玩家们理解，降低游戏的学习成本，又可以让对战双方都保持高频率的冲突。与此同时，《T3 Arena》在单局对抗里面，采用更少的比赛人数 (3v3) 和相对更短的击杀目标 (20 个)，以此加快游戏的节奏，将时长控制在 5 分钟之内。在游戏体验上，《T3》拥有生动形象的英雄角色以及差异化的技能体系，同时它具有丰富的玩法模式，使得游戏能够给玩家带来丰富且差异化的游戏体验。

**专注用户规模与粘性培养，秉持长线运营思维。**《T3 Arena》作为一款大 DAU 的休闲竞技游戏，公司在上线初期会更关注用户规模与留存，逐步提升产品的品牌认知和商业价值。一方面，大 DAU 产品自身的商业性可从《香肠派对》的发展中验证逻辑自洽性，《香肠派对》上线四年用户规模、活跃度仍不断提升，流水表现保持增长，成为心动公司 2021 年收入最高的游戏，春节期间也取得了收入和 DAU 的新高，因此《T3》也有望逐步迈入收获期。另一方面，公司秉持游戏和 TapTap 平台双向赋能的战略，《T3》作为公司的独占内容，在安卓端只保留

TapTap 用户登录渠道，而独占游戏上线对于提升 TapTap 的用户活跃度具有明显作用，可为平台吸引大量流量。

投资建议：公司自研游戏《T3 Arena》是《Flash Party》后第二款在海外上线的产品，上线表现亮眼，登顶多国 IOS 免费榜，继《香肠派对》打开东南亚市场，《Flash Party》打开日本市场后，《T3 Arena》突破欧美市场，为后续新游出海打下基础，同时有望为 TapTap 国际版吸引更多的用户，再凭借 TapTap 平台的社区氛围实现用户留存，从而推动其成长。此外，公司后续自研游戏产品储备丰富，包括 22 年 H2 上线的《火炬之光：无限》和《铃兰之剑》，以及《心动小镇》，再加上国内版号恢复弹性。我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 36.23/48.54/65.71 亿元，同比增长 34.03%/33.96%/35.38%，当前股价对应 2022 年 PS 估值为 2.2x，我们根据 SOTP 估值法给予 22 年公司市值为 208.1 亿港元，对应目标价 43.3 港元/股，维持“买入”评级。

风险因素：游戏行业监管持续趋严风险；TapTap 平台建设不及预期风险；游戏上线效果不及预期风险；汇率波动导致的游戏海外收入业绩风险；核心人才流失风险。

### 【传媒互联网及海外】百度(9888.HK)公司点评报告：云及智能驾驶表现出色，规模与商业化未来可期(冯翠婷)

事件：百度于 2022 年 5 月 26 日（北京时间）发布未经审计的 2022 年第一季度业绩报告。

点评：

**新 AI 业务推动百度长期发展，智能云带动下核心业务增长强劲。**22Q1 百度核心业务实现营收 214 亿元，同比增长 4.4%，其中非在线营销收入 57 亿元人民币，同比增长 35%，对收入的贡献比例从上年同期的 21%大幅提升至 27%，主要受到云计算和其他人工智能业务的推动，百度智能云本季度同比增长 45%。通过 AI 标准化解决方案，AI 云为实体经济的传统行业、公共部门以及相关垂直领域均带来驱动因素，为这些行业的发展提供数字化转型，实现效率的提升。截至 2022 年 5 月 20 日，Paddle Paddle 累计开发者增加至 477 万，服务 18 万家企业并创造了 56 万个模型。ACE 智能交通解决方案已在 41 座城市开始部署，较去年的 16 座城市大幅增加。

**萝卜快跑订单量几何式增长，商业化进程未来可期。**2022 年第一季度，萝卜快跑供应 19.6 万单无人车订单，根据业绩会披露，Apollo 系列解决方案在全球保持领先地位，萝卜快跑出行订单让百度成为全国最大的无人共享出行提供商，出行订单量比一年前增长 11 倍左右，现已覆盖北京、上海、广州、深圳、重庆、长沙、沧州、阳泉、乌镇及武汉十个城市，并在乌镇及武汉向公众开放。与此同时，百度智能驾驶对整车厂来说颇具吸引力，在年初与比亚迪合作后，于 4 月收到第三大国内汽车制造商东风汽车的合作意向。此外，集度将于 6 月初初步引入第一款量产车，并于 2023 年按计划向市场接受订单。我们认为，百度在智能驾驶领域已取得绝对领先的位置，且仍有进一步发展空间，随着萝卜快跑陆续在部分城市实施收费，商业化进程随之加速，变现可期。

**基本盘依旧稳固，互联互通持续受益。**22Q1 百度核心在线营销收入 157 亿元，同比下降 4%，在宏观环境承压之下，百度基本盘依旧表现稳固，Q1 在线营销业务虽短期承压，但移动生态整体对用户的赋能欣欣向荣。百度移动生态的三大引擎——智能小程序、托管页、百家号，疫情期间为用户提供多元化体验，实现移动生态闭环。截至 22 年 3 月，百度 APP 月活达到 6.32 亿，同比增加 13%，每日登录用户占比达到 83%。百度智能小程序的月活跃用户达到 5.08 亿，同比增加 22%，小程序数量也有大幅增长。同时，在平台互联互通方面，百度平台促成了更多的交易，电商 GMV 同比增幅达十几倍，

**费用结构优化健康，小度持续领跑。**2022Q1，公司销售管理费用 46.6 亿元，同比下降 11.2%，费用率为 16.4%，主要系渠道支出、市场推广及预期信用损失减少所致；研发费用 56.1 亿元，同比上升 10%，费用率为 19.7%，主要系研发人员相关支出有所增加。智能硬件方面，据 Strategy Analytics、IDC 及 Canalys 数据显示，2021 年全年小度继续在全球智能屏出货量中排名第一，再次在中国智能音箱出货量中排名第一。随着百度在智能云、AI、智能硬件、数字人等领域的逐步推进，有机会成为元宇宙领域基础平台。

**爱奇艺首次实现盈利，会员数及 ARM 创新高。**本季度爱奇艺实现 Non-GAAP 净利润 1.62 亿元，首次实现盈利，净利润率为 2%。会员服务营收 45 亿，同比增长 4%，日均订阅会员数达到 1.01 亿，净增加 440 万，月度平均单

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

会员收入 (ARM) 14.69 元, 同比增长 8%。优质新内容和丰富的片库内容是业绩背后的主要驱动力, 为会员提供的更高价值促进了会员拉新、留存和 ARM 的提升, 据公司公开业绩会, 预计在接下来的几个季度里, 会员收入将继续同比稳步增长。

**投资建议:** 尽管网络营销处于短期承压中, 百度在线营销表现整体稳健, 同时智能云、自动驾驶等非在线营销业务增长迅猛强劲。随着互联互通深度合作的推进、AI 与云技术的进一步发展, 有望进一步巩固领先的地位。根据 Bloomberg 一致预期, 截至 5 月 26 日, 公司 22-24 年 Non-GAAP 净利润为 146.44/206.27/254.70 亿, 同比增长-22.2%/40.9%/23.5%, PE 分别为 18.58X/13.19X/10.68X, PS 分别为 2.08X/1.83X/1.63X, 建议重点关注。

风险因素: 在线营销竞争加剧; 智能云业务增长不及预期; 自动驾驶进程不如预期等。

### 【传媒互联网及海外】快手-W(1024.HK)公司点评报告: 主营业务逆势增长, 降本增效稳中向好 (冯翠婷)

事件: 快手于 2022 年 5 月 24 日 (北京时间) 发布未经审计的 2022 年第一季度业绩报告。

点评:

**22Q1 收入和亏损均好于预期, 用户和时长均保持健康增长。** 22Q1 快手实现收入 210.7 亿元人民币, 同比增长 23.8%, 彭博一致预期为 206 亿元, 超出一致预期; 实现 Non-GAAP 归母净利润-37.2 亿元, 亏损同比减少 24.3%, 彭博一致预期为-44.6 亿元, 亏损好于市场预期。22Q1 平均 MAU 为 5.98 亿, 同比增长 15%, 环比增长 3.4%; 平均 DAU 为 3.46 亿, 同比增长 17%, 环比增长 6.9%; 单 DAU 日均使用时长 128.1 分钟, 同比增长 29%。

**广告业务继续提升市场份额, 内外循环广告承压下稳健增长。** 22Q1 线上营销服务收入 113.5 亿元, 同比增长 32.6%, 环比减少 14.2%, 彭博一致预期为 112.7 亿元, 超出一致预期。快手的广告业务表现与宏观经济有着紧密关联, 今年疫情反复导致宏观经济持续承压, 使广告行业整体受到不小冲击, 但快手凭借自身在流量、生态、产品、技术、服务等多方面优势, 在 Q1 仍然保持市场份额提升的节奏。但预计 Q2 以来随着疫情的影响, 快手的广告业务面临较大压力, 尤其是外循环和品牌广告, 因此 Q2 广告收入增速或将大幅放缓。

**电商业务增长超预期, 强化“大搞”战略构建闭环生态。** 22Q1 快手电商业务实现 GMV1750.8 亿, 同比增长 47.7%, 好于市场一致预期 (1664.2 亿)。快手其他 (主要是电商) 业务实现收入 18.7 亿元, 同比增长 54.6%; 电商货币化率达到 1.07%。快手自建的电商体系贡献了 99% 以上的电商 GMV, 电商收入的强劲增长得益于快手独特的基于信任的电商生态、持续完善的品牌电商和不断发展的服务商体系, 以其独特的强信任用户体验、优质的商品服务和电商内容供给、行业领先的推荐技术, 改变了越来越多的用户消费心智。Q2 电商 GMV 增速受宏观影响亦将有所放缓, 但整体预计仍将保持健康增长。

**直播业务持续改善, 优质内容供给促进消费端回暖。** 22Q1 快手直播业务实现收入 78.4 亿元, 同比增长 8.2%, 主要得益于内容质量和运营效率的不断提升, 推动直播业务的平均月度付费用户人数 (ARPPU) 同比增长 7.8%。快手低门槛和普惠的直播业务模式展现出了更强的韧性和增长动力, 快招工等直播场景和内容作为直播生态产业化探索的起点, 也为直播业务带来更多的新的用户和流量。虽然近期监管措施对直播业务有一次性的影响, 但我们认为总体影响有限, 预计 Q2 直播业务仍将保持较稳定的增长。

**组织架构调整初显成效, 降本增效效果明显。** 2021 年 9 月快手进行了管理层和组织架构的重大调整, 运营、变现能力和组织效率明显提升。22Q1 在实现流量和收入健康增长的前提下, 销售费用率缩减至 45%, 同比明显下降; Non-GAAP 净亏损率降至-17.7%, 同比大幅收窄。预计公司的整体经营效率仍将进一步优化, 未来的获客效率和盈利能力也将持续改善。

**投资建议:** 我们认为快手作为中国互联网行业“用户数×时长”排名第三的超级流量池, 是一个规模庞大、商业化潜力深厚的短视频平台和直播平台。各业务条线的多增长引擎和差异化的价值主张, 根植于独特的以信任为基础的生态体系, 将驱动快手市场份额的进一步扩大, 最终成为一个立足于超级流量池的商业综合体。建议

持续保持对公司的关注。我们预计快手 22/23/24 整体收入为 1000/1180/1397 亿元，同比增长 23%/18%/18%；Non-GAAP 归母净利润为-130/-49/72 亿元，Non-GAAP 归母净利润率为-13.0%/-24.2%/5.2%。我们按照分部加总方法（SOTP）对快手进行估值，计算出快手 2023 年的目标市值为 3095 亿元人民币/3700 亿元港币，对应 2023 年目标价为 86.7 港元。

风险提示：短视频行业竞争格局恶化；短视频内容监管升级；直播电商行业整顿；广告行业受宏观经济影响下滑；用户增长空间变小；获客效率和盈利能力恶化；中概股系统性风险等。

## 近期电话会议提示

### 近期电话会议预告及回顾

表：近期电话会议预告及历史一周会议

会议主题	行业	日期	参会方式
2022 年 5 月份房地产市场销售总结及下半年展望	房地产	6 月 1 日（周三）	请联系对口销售
信达大制造周度电话会议	军工/电新/机械	6 月 1 日（周三）	请联系对口销售
信达 TMT 每周谈电话会议	通信	6 月 5 日（周日）	请联系对口销售
信达能源周期半月谈	宏观/能源/石化/化工/有色/地产/建材	6 月 5 日（周日）	请联系对口销售

资料来源：信达证券研发中心

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。