

本周（8月21日-8月25日），我们选择了金山办公、恒瑞医药、爱玛科技、三花智控与海螺水泥五家关注度较高的上市公司，并精选了包括国元证券、西南证券、东吴证券、国信证券、民生证券等机构在内的明星分析师所出具的研报，为大家带来本周个股研报精选。

一、金山办公（股票代码：688111）

公司属于软件开发行业。8月22日，公司发布2023年中报，上半年营业收入21.72亿元，同比增长21.25%；归母净利润5.99亿元，同比增长15.32%；归母扣非净利润5.76亿元，同比增长39.88%。

针对以上事件，本周，我们精选了国元证券、国信证券两家机构的明星分析师所出具的研报。

本周股价走势：

8月25日收盘价：356.40元，股价本周累计下跌3.26%。

1. 机构：国元证券

分析师：耿军军

目标价：535.52元

评级：买入

研报内容摘要：

1) 扣非归母净利润实现快速增长，订阅占比持续提升。2023年上半年，公司实现营业收入21.72亿元，同比增长21.25%；实现归母净利润5.99亿元，同比增长15.32%；实现扣非归母净利润5.76亿元，同比增长39.88%。主营业务中，国内个人办公服务订阅业务收入12.52亿元，同比增长33.24%；国内机构订阅及服务业务收入4.18亿元，同比增长40.38%；国内机构授权业务收入3.61亿元，同比减少13.96%；互联网广告及其他业务收入1.41亿元，同比增长4.94%。上半年订阅业务总体收入16.70亿元，同比增长35%，收入占比77%，同比提升8个百分点。

2) 月度活跃设备数实现稳定增长，公有云SaaS业务进展顺利。个人办公服务订

阅业务方面，公司主要产品月度活跃设备数保持稳定增长。截至 2023 年 6 月 30 日，公司主要产品月度活跃设备数为 5.84 亿，同比增长 2.46%，其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.53

亿，同比增长9.05%；公司累计年度付费个人用户数达到 3324 万，同比增长16.36%。机构客户业务方面，公司面向组织级客户发布数字办公全家桶 WPS 365，提供内容创作、办公协作、开放生态及数字资产管理等能力，上半年公有云领域 SaaS 付费企业数同比增长 54%，付费企业续约率超 70%，金额续费率超 100%，带动公有云领域相关收入同比增长 100%。

3) 持续加大研发投入，发布智慧办公助手 WPS AI。上半年，公司研发投入达 7.17 亿元，同比增长 11.42%，研发费用率约 33%，研发人员共计 2832 人，占总员工总数的 66%。公司发布了基于大语言模型的智能办公助手 WPS AI，并定位为大语言模型应用方，锚定 AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助手）、Insight（知识洞察）三个战略方向发展，将 AI 在国内办公软件领域率先落地的成果带给用户。WPS AI 作为协同办公赛道的类 ChatGPT 式应用，已接入 WPS 文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线，解决用户在内容生成、内容理解、指令操作等方面的日常办公难题。

4) 盈利预测与投资建议：公司是国内领先的办公软件和服务提供商，在政策及技术变革驱动下，成长空间广阔。参考上半年的经营情况，调整公司 2023-2025 年的营业收入预测至 49.45、64.77、84.85 亿元，调整归母净利润预测至 14.24、18.83、24.89 亿元，EPS 为 3.08、4.08、5.39 元/股，对应 PE 为 123.64、93.53、70.75 倍。目前各项费用投入较多，净利润率偏低，适用 PS 估值法。过去三年，公司 PS 主要运行在 20-100 倍之间，考虑到行业估值水平的变化，调整 2023 年的目标 PS 至 50 倍，对应的目标价为 535.52 元，维持“买入”评级。

2. 机构：国信证券

分析师：熊莉、库宏焱

评级：买入

研报内容摘要：

1) 上半年扣非净利润高增长。公司发布23H1中报，上半年公司实现收入21.72亿元（+21.25%），归母净利润5.99亿元（+15.32%），扣非净利润5.76亿元（+39.88%）。单Q2来看，公司实现收入11.21亿元（+21.37%），归母净利润3.32亿元（+23.46%），扣非净利润3.26亿元（+55.24%）。公司收入保持稳健增长，且

扣非利润高增长。

2) 人员控制较好,费用控制效果明显。公司23H1研发人员2832人,同比增长仅16人,人员控制下费用得以优化。公司销售、管理、研发费用同比增长33.66%、1.70%、11.42%;销售费用增长较快,也是因为22年低基数。公司合同负债为17.03亿元(+7.44%),经营活动现金净流量5.96亿元(-3.46%)。

3) 订阅保持高增长,月活稳定增长。个人订阅收入12.52亿元(+33.24%),机构订阅收入4.18亿元(+40.38%),机构授权业务收入3.61亿元(-13.96%),互联网广告收入1.41亿元(+4.94%)。上半年整体订阅收入达到16.7亿元(+35%),占比达到77%,提升8个百分点。截止23H1,公司主要产品月活数为5.84亿(+2.46%),其中PC版月活达到2.53亿(+9.05%),移动月活3.27亿(-2.10%)。公司累计付费个人用户数达到3324万(+16.36%)。公司在个人订阅方向做了全新升级,坚持长周期会员策略的同时,合并功能型与资源型会员,化繁为简,原有会员体系升级为超级会员/超级会员Pro两大类会员。通过AI新技术逐步对原有增值功能和服务进行升级,进一步提升付费空间。

4) 数字办公平台和公有云saas等创新业务表现突出,全面拥抱AI。公司数字办公平台相关订单持续增长,数字办公产品新增政企客户(不含SaaS)1,700余家。SaaS付费企业数同比增长54%,付费企业续约率超70%,金额续费率超100%,带动公有云领域相关收入同比增长100%。公司发布了基于大语言模型的智能办公助手WPSAI,并定位为大模型应用方,锚定AIGC(内容创作)、Copilot(智慧助手)、Insight(知识洞察)三个战略方向发展。WPSAI已接入WPS文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线。参考微软officecopilot定价水平,随着wpsai逐步成熟,产品提价空间较大。

5) 投资建议:维持“买入”评级。由于信创节奏的影响,预计2023-2025年营业收入由51.72/68.50/90.08亿元,下调为49.14/65.09/85.66亿元,增速分别27%/33%/32%,归母净利润为14.10/18.65/24.35亿元,对应当前PE为125/94/72倍,维持“买入”评级。

二、恒瑞医药(股票代码:600276)

公司属于化学制药行业。8月18日,公司公告,2023年上半年营收111.68亿元,同比增加9.19%,归母净利润23.08亿元,同比增加8.91%,扣非后归母净利润22.43亿元,同比增加11.68%。2023年二季度营收56.76亿元,同比增加19.51%;归母净利润10.69亿元,同比增加21.17%,扣非后归母净利润10.23亿元,同比增加23.48%。

针对以上事件，本周，我们精选了国联证券、西南证券两家机构的明星分析师所出具的研报。

本周股价走势：

8月25日收盘价：40.72元，股价本周累计上涨1.93%。

1. 机构：国联证券

分析师：夏禹、郑薇

目标价：50.26元

评级：买入

研报内容摘要：

1) Q2经营表现好，创新药贡献增长，仿制药销售企稳。公司二季度收入同比近20%增长，一是创新药收入达到49.62亿（含税），相比2022年全年的新药收入占比提升，报告期内达尔西利、瑞维鲁胺、恒格列净新入医保，阿得贝利、瑞格列汀、奥特康唑获批上市；二是仿制药销售企稳，医院机构诊疗复苏背景下需求释放，抵消掉紫杉醇（白蛋白结合型）、阿比特龙集采续约未中标和降价因素、以及第七批集采因素的影响。短期来看剩余大品种中仅卡泊芬净有集采风险，仿制药集采的影响减弱。

2) 新药储备丰富提供长期业绩驱动力。2023年公司吡咯替尼获批乳腺癌晚期1线治疗、达尔西利获批HR阳性、HER2阴性乳腺癌的1线治疗，今年或将通过谈判加快渗透。目前已进入NDA的产品有6个，包括PCSK9药物（高胆固醇血症）、JAK1抑制剂（特应性皮炎）、IL-17A药物（银屑病）、环孢素A（干眼病）、NOVO3（干眼病）、HRX0701（糖尿病），为远期增长提供驱动力。

3) 产品出海持续推进。出海进程方面，2月公司将EZH2抑制剂对外授权给Treeline Biosciences，获得1100万美元首付款，8月公司将广谱的哮喘药TSLP抗体对外授权给OneBio获得2500万美元首付款和近期里程碑。产品申报方面，公司的卡瑞利珠+阿帕替尼用于晚期肝癌治疗的上市申请已经被美国FDA受理，且该研究在Lancet上发表。

4) 盈利预测、估值与评级：我们预计公司2023-25年收入分别为253.97/294.78/337.69亿，对应增速分别为19.37%/16.07%/14.56%，归母净利润分别为47.74/5

5.28/63.08亿，增速分别为22.22%/15.79%/14.11%，EPS分别为0.75/0.87/0.99元/股，三年CAGR为17.32%。鉴于公司新药布局丰富，参照可比公司估值我们给予2024年58倍PE，目标价50.26元，维持“买入”评级。

2. 机构：西南证券

分析师：杜向阳

评级：买入

研报内容摘要：

1) 创新药收入增长驱动业绩增速持续加快，利润率和费用率较为稳定。2023上半年公司业绩增速持续加快，主要系创新药临床价值凸显，驱动收入增长，创新药收入达49.62亿元(含税)；仿制药收入同比基本持平，手术麻醉、造影等产品以及新上市仿制药销售同比增长较为明显。上半年毛利率84.2%(+0.7pp)；净利率20.5%(+0.3pp)，利润率较为稳定。费用率管控良好，研发费用率20.9%(-0.5pp)，销售费用率32.9%(+1pp)，管理费用率9.7%(+0.1pp)。

2) 3款1类新药获批上市，新药研发和国际化推进顺利。报告期内，公司1类创新药阿得贝利单抗、磷酸瑞格列汀、奥特康唑获批上市，改良型新药盐酸右美托咪定鼻喷雾剂获批上市，卡瑞利珠单抗和阿帕替尼联用一线治疗晚期肝癌、马来酸吡咯替尼片联合曲妥珠单抗加多西他赛一线治疗HER2阳性复发/转移性乳腺癌、羟乙磺酸达尔西利联合来曲唑或阿那曲唑一线治疗HR+、HER2-局部复发或晚期转移性乳腺癌获批上市。6项上市申请获NMPA受理，6项临床推进至III期，17项临床推进至II期，18项临床推进至I期。EZH2项目、TSLP单抗授权出海，交易总额分别有望超7亿美元、10亿美元。

3) 建设先进技术平台，构建全球创新体系。公司建设一批具有自主知识产权、国际一流的新技术平台，如PROTAC、分子胶、ADC、双/多抗、AI分子设计等。已有8个新型、具有差异化的ADC分子获批临床，抗HER2ADC产品SHR-A1811进入临床III期阶段；2个PROTAC分子已处于临床阶段；PD-L1/TGFβ双抗SHR1701快速推进多项临床III期，新一代TIGIT/PVRIG融合蛋白已顺利开展临床研究，还有10多个FIC/BIC双/多抗在研。

4) 盈利预测与投资建议。预计公司2023-2025年归母净利润分别为46.5/55/67.1亿元，对应PE为55X/46X/38X。创新药占比不断提升，创新升级加速，创新药国际化即将迎来质变，仍然是国内创新药投资首选，维持“买入”评级。

三、爱玛科技（股票代码：603529）

公司属于交运设备行业。8月21日，公司发布2023年半年报，2023H1公司实现营业收入102.17亿元，同环比分别为+8.25%/-10.10%；实现归母净利润8.95亿元，同环比分别为+29.69%/-24.40%；实现扣非规模净利润为8.34亿元，同环比分别为+19.97%/-24.39%。2023Q2公司营业总收入为47.75亿元，同环比分别为-1.57%/-12.26%；实现归母净利润4.17亿元，同环比分别为+11.97%/-12.71%；实现扣非归母净利润为3.65亿元，同环比分别为-1.72%/-22.15%。

针对以上事件，本周，我们精选了东吴证券、太平洋证券两家机构的明星分析师所出具的研报。

本周股价走势：

8月25日收盘价：27.46元，股价本周累计下跌12.41%。

1. 机构：东吴证券

分析师：黄细里、孟璐

评级：买入

研报内容摘要：

1) Q2行业竞争加剧影响公司单季度量价表现。①营收毛利端：Q2公司单季度营收同环比均下滑，单季度毛利率为15.30%，同环比分别+0.10/-0.51pct，主要原因为二季度终端竞争加剧。②费用端：Q2期间费用率同环比均上行。Q2单季度销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为3.25%/2.19%/2.66%，同比分别+0.10/+0.12/+0.38pct，环比分别+0.66/+0.10/+0.49pct，费用率同环比增长主因为公司加大营销宣传/技术研发投入以及信息化大数据平台软硬件折旧及摊销增加。③净利端：Q2公司实现归母净利润4.17亿元，同环比分别为+11.97%/-12.71%，销售净利率为8.75%，同环比分别+1.08/-0.10pct。

2) 未来核心看点：产能放量+渠道提效+产品升级。1) 产能——积极扩产，产能持续释放。爱玛通过2021年IPO+2023年发行可转债20亿元提升资金实力，积极进行扩产，目前在建生产基地包括重庆基地二期、台州基地、丽水基地、贵港基地等，我们预计2025年爱玛实际投产年产能可达1845万辆，同比2022年底增速+98%。2) 渠道——公司持续推进渠道拓展，实施渠道下沉策略，加大城市社区和乡镇的网点建设；借助数智化系统提升门店运营效率，加强精细化管理。3) 产品——

持续推进“差异化、高端化”的品牌策略，持续推进电机、控制器、智能化技术的研发工作，提升公司产品性能。

3) 盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧，我们下调公司2023-2025年业绩预期，我们预计2023-2025年公司归属母公司净利润为20.39/28.80/38.20亿元（23.94/29.80/39.53亿元），同比+9%/+41%/+33%，对应PE为12/9/6倍。维持公司“买入”评级。

2. 机构：太平洋证券

分析师：李鑫鑫、刘洁冰

评级：买入

研报内容摘要：

1) 收入端，Q2销量同比承压致使收入微跌。公司上半年整体取得个位数收入增长，主要来自Q1的收入增长驱动，Q2营收同比微跌，系外部消费环境持续低迷，行业竞争加剧，我们估计，今年Q2出货起量有所承压，在去年同期的较高基数上同比个位数下滑，但环比Q1基本持平，根据此前我们对Q1销量在250-270万辆之间的估计，整个上半年公司电动两轮车的销量预计在500-540万辆之间；均价方面，今年以来低价竞争延续，我们认为公司单车价格环比22年末及23Q1呈现小幅下降，但较去年同期会有基于产品结构改善的同比提升。

2) 盈利端，毛利率同比保持轻微提升。23H1公司整体毛利率为15.58%/+0.92pct，Q2同比+0.10pct至15.30%，系新品驱动的盈利结构优化；上半年销售费率同比22H1持平为2.90%，管理和研发费率微增0.07/0.14pct至2.14%、2.40%，整体控费得当，其中Q2销售/管理/研发费率同比+0.10/+0.12/+0.38pct至3.25%/2.19%/2.66%；23H1净利率同比+1.51pct至8.80%，其中Q2为8.75%/+1.08pct,主要得益于生产基地获取的政府补助。

3) 投资建议：在消费复苏不及预期、行业低价竞争加剧的外部环境下，公司Q2收入暂时承压，建议关注长期中新品拓展驱动的结构优化及随着消费修复的龙头优势体现。我们调整公司23-25年收入至224/248/273亿元，归母净利润20/22/24亿元，对应EPS（摊薄）2.26/2.51/2.82元，对应PE为15/14/12倍，维持“买入”评级。

四、三花智控（股票代码：002050）

公司属于家电行业。8月22日，公司发布2023年半年报，2023H1营收125.29亿元，同比+23.32%；实现归母净利润13.95亿元，同比+39.03%。其中Q2营收68.50亿元，同比+27.89%，环比+20.63%；实现归母净利润7.93亿元，同比+44.22%，环比+31.97%，其中H1汇兑合计影响0.5亿元，即使剔除汇率波动影响，业绩仍超市场预期。

针对以上事件，本周，我们精选了国信证券、东吴证券两家机构的明星分析师所出具的研报。

本周股价走势：

8月25日收盘价：27.68元，股价本周累计上涨4.45%。

机构观点：

1. 机构：国信证券

分析师：唐旭霞

评级：买入

研报内容摘要：

1) 汽零业务保持高增，制冷业务稳步增长，业绩增长稳健。三花智控2023年上半年实现营业收入125.29亿元，同比+23.3%，实现归母净利润13.95亿元，同比+39%。业绩增长得益于：1、公司新能源汽车业务订单持续放量，以标杆客户强化先发优势，保持高增长，对应汽车零部件营收48.23亿元，同比+50.8%；2、制冷空调电器业务公司主导产品市场份额稳步提升，以及公司积极抓住能效升级、冷媒切换、多联机、厨电、热泵、储能等相关业务的发展，业绩稳步增长，对应制冷业务营收77.06亿元，同比+10.7%，稳步增长；3、上半年公司的储能业务已突破行业标杆客户并实现营收。

2) 公司聚焦高毛利产品，受益于规模效益以及汇兑收益，二季度盈利能力同比、环比均改善。公司2023Q2销售毛利率为26%，同比+1.01pct，环比+0.43pct，归母净利率11.58%，同比+1.31pct，环比+0.01pct。费用方面公司2023Q2财务费用率环比下降3.83pct主要是汇兑收益增加。公司聚焦高毛利产品，公司多款主导产品市占率全球第一，新能源订单持续放量带来规模效益。新能源热管理零部件品类拓展，并积极开发组件集成与子系统解决方案，从“机械部件开发”向“电子控制集成的系统控制技术解决方案”升级，提升自动化以及组件产品的自制率，提升

盈利能力。

3) 开拓储能、机器人等业务，布局新的成长点。上半年公司储能业务已突破行业标杆客户并实现营收，力争成为全球储能热管理解决方案领先供应商。机器人方面，公司重点聚焦仿生机器人机电执行器业务，并已与多个客户建立合作，具备先发优势，公司将同步配合客户产品研发、试制、调整与落地，并积极筹划机电执行器海外生产布局；与绿的谐波签署战略合作框架协议，加强产业链协同；推动GDR发行，拟用于全球化经营布局，包括机器人机电执行器业务的生产制造等。

4) 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。公司业绩增长稳健，新业务逐步落地，预计公司2023-2025年归母净利润为31.43/38.26/46.55亿元（原为31.37/37.41/44.61亿元），同比增长22.1%/21.8%/21.7%，当前股价对应PE为31/26/21倍，维持“买入”评级。

2. 机构：东吴证券

分析师：曾朵红、谢哲栋

目标价：39.2元

评级：买入

研报内容摘要：

1) 产品结构、规模效应、汇率等多因素带动盈利能力持续改善。23H1/Q2毛利率25.81%/26.00%，同比+1.62pct/+1.02pct，分产品看，23H1新能源车毛利率25.73%，同比+0.37pct；家电业务毛利率25.85%，同比+2.20pct，主要系：1) 自制率高的产品占比提升；2) 规模优势；3) 汇率变化；4) 海运费持续下降。23H1/23Q2归母净利率分别为11.13%/11.58%，分别同比+1.26pct/+1.31pct，主要系毛利率改善所致。

2) 新能源车绑定头部客户持续高增、降本增效带动盈利能力提升。23H1汽零收入48.2亿，同比+51%。全年汽零板块我们维持收入同比高增：客户端除美国大客户外，国内头部客户销量高增，有望显著贡献增量，在手订单充沛，保障中长期增长；产品由零部件逐步向标准化组件发展提升规模效应，同时公司持续推动智能制造及精益生产并提升装备自动化及自制能力，带动毛利率提升。

3) 传统制冷稳健增长、储能&微通道结构性拉动、人形机器人量产可期。23H1传统制冷收入77.1亿，同比+11%。拆分来看，我们预计：1) 家电业务，俄乌战争影

响商用产品销售；微通道增长较快；继续加大海外越南、墨西哥、泰国工厂的全球化布局；2) 储能汽零&整机部分归入制冷板块，公司突破业内标杆客户、处于量产阶段，后续抓住储能行业需求爆发，贡献业绩增量。3) 人形机器人领域有望凭借汽车热管理的工艺积累和客户配合上的优势，在核心机电执行器上占据主导份额，丝杠等核心部件最终也有望实现自制，提升盈利能力。

4) 盈利预测与投资评级：考虑到公司新能源汽车长单支撑业绩及人形机器人后续起量，维持公司2023-24年归母净利润分别32.1亿/41.9亿，上调25年归母净利润至52.5亿（原值为51.4亿），同比+25%/+31%/+25%，对应现价PE分别32倍、25倍、20倍，考虑到公司是全球热管理龙头，给予24年35倍PE，目标价39.2元，维持“买入”评级。

五、海螺水泥（股票代码：A股：600585，港股：00914）

公司属于水泥建材行业。8月21日，公司发布2023年半年报：23H1实现营收654.36亿元，同比+16.28%，归母净利64.68亿元，同比-34.26%，扣非归母净利61.58亿元，同比-33.77%。其中，23Q2营收340.68亿元，同比+10.56%，归母净利39.18亿元，同比-20.28%，扣非净利40.03亿元，同比-15.28%。23H1公司毛利率19.43%，同比-9.04pct，净利率16.69%，同比-7.66pct，其中Q2毛利率22.13%，同比-3.97pct、环比+5.63pct。

针对以上事件，本周，我们精选了天风证券、民生证券两家机构的明星分析师所出具的研报。

本周股价走势：

8月25日收盘价：A股：26.09元，股价本周累计上涨1.60%；港股：22.00港元，本周股价累计上涨4.27%。

机构观点：

1. 机构：天风证券

分析师：林晓龙、鲍荣富、王涛、朱晓辰

目标价：36.42元

评级：买入

研报内容摘要：

1) 价格下降拖累收入，骨料保持高增。公司 23H1 自产水泥熟料收入 397.44 亿元，同比-10.84%，主要受价格下滑所致，23H1自产自销水泥 1.30 亿吨，同比+1.56%，高于行业整体水平，市场份额或进一步回升。计算吨均价同比-42.52 元达 305.72 元/吨，吨成本同比-7.36 元达 224.0 元/吨，最终实现吨毛利 81.72 元，同比-35.16 元/吨。23H1 公司骨料销售收入 16.88 亿元，同比+116.84%，毛利率 57.55%，同比+1.78pct，我们预计未来骨料业务有望继续保持较快增长。上半年公司积极延伸产业链，马鞍山绿色建材、芜湖建科等八个骨料项目顺利投产，并通过新建、并购和租赁等方式新增了八个在运营商品混凝土项目，新增骨料产能 2160 万吨、商混 780 万立方米，光储发电装机容量 38MW，资本性支出 97.34 亿元。截至 23H1 熟料产能 2.69 亿吨，水泥产能 3.88 亿吨，骨料产能 1.30 亿吨，商品混凝土 3330 万立方米，光伏发电装机容量 513MW。

2) Q2 毛利率环比提升，现金流依旧充沛。上半年公司整体毛利率 19.43%，同比-9.04pct，其中 Q2 单季度毛利率 22.13%，同比/环比分别-3.97/+5.62pct，Q2 改善预计主要受益于煤炭价格下降。上半年期间费用率 7.10%，同比-0.19pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.22/-0.02/-0.37/+0.43pct。上半年公司净利率 10.40%，同比-7.65pct，盈利已处于相对底部区域。公司上半年资产负债率 19.32%，同比+1.37pct，资本结构仍保持良好。经营性现金流净额 50.77 亿元，同比+6.09 亿元，在手货币资金 607.41 亿元，现金流保持充沛。

3) 公司仍具价值优势，维持“买入”评级。我们判断在新开工逐渐接近周期底部情况下，水泥需求也将逐步企稳，下半年随着基数的降低，公司盈利同比有望转正。22 年公司股利支付率已提升至 50%，对应当前股息率 5.8%，仍具价值优势。考虑到上半年业绩下滑，下调公司 23-25 年归母净利润预测至 136/165/185 亿元（前值：183/199/209 亿元），参考可比公司，给予公司 23 年 1 倍 PB，目标价 36.42 元，维持“买入”评级。

2. 机构：民生证券

分析师：李阳

评级：推荐

研报内容摘要：

1) 水泥主业同比继续承压。受下游需求趋弱影响，上半年公司42.5级水泥、32.5级水泥、熟料分别实现收入306.65亿元、50.54亿元、40.25亿元，分别同比-5.08%、-7.96%、-40.62%，水泥及熟料（自产品）合计占营收比重为60.73%，同比-18.47pct。骨料业务贡献收入16.88亿元，同比高增116.84%，占比2.58%；贸易业务实现收入13.12亿元，同比+46.37%，占比2.01%；商品混凝土实现收入9.77亿元，同比+21.80%，占比1.49%；其他业务贡献收入217.15亿元，同比+135.44%，占比33.19%。

2) 水泥熟料单位盈利回落，骨料盈利能力提升。上半年公司水泥熟料实现净销量1.34亿吨，同比+3%，其中自产品销量1.30亿吨，同比+1.78%，（自产品）吨售价约326元，同比-32元（-8.93%），吨成本236元，同比-2.8元（-1.18%），吨毛利90元，同比-29.2元（-24.45%），吨能源成本同比-4.75%，主要系煤炭价格下降及煤电耗降低所致。上半年单吨期间费用约36元，同比+3.7元（+11.56%）。骨料及机制砂毛利率为57.55%，同比+1.78pct；商品混凝土毛利率12.62%，同比-9.73pct。

3) 做强水泥，做大产业链布局。截至23H1末，公司拥有熟料产能2.69亿吨，水泥产能3.88亿吨，骨料产能1.30亿吨（较年初+2160万吨），商品混凝土产能3330万立方米（较年初+780万立方米），光储发电装机容量513MW（较年初+38MW）。①水泥主业方面，水城海螺低碳减量置换项目建成投产，乌兹别克斯坦塔什干海螺、上峰友谊公司和柬埔寨金边海螺的水泥熟料生产线项目建设有序推进，八菱海螺粉磨站迁建项目和蒙城海螺粉磨站项目顺利开工。②“水泥+”方面，马鞍山绿色建材、芜湖建科等8个骨料项目顺利投产，公司通过新建、并购和租赁等方式新增了8个在运营商品混凝土项目，“水泥+”产能进一步提升。

4) 其他关注点包括：①23H1公司管理费用为31.35亿元，同比+15.75%，管理费用率为7.17%，同比+1.41pct，主要由于集团财务报表合并范围内子公司数量增加，以及《企业安全生产费用提取和使用管理办法》中要求非煤矿山安全费用计提标准上升所致。②上半年公司经营性活动现金流净额为50.77亿元，同比+13.63%，主要系上半年缴纳税费的同比减少。

5) 投资建议：当前水泥行业处于相对底部位置，公司龙头地位稳固，竞争优势显著，22年公司股息率高达5.41%，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为159.74、165.09、167.79亿元，8月22日股价对应动态PE为8x、8x、8x，维持“推荐”评级。