

公司研究

增量降本成效显著，油价波动期业绩韧性凸显

——中国海油（600938.SH）2025年一季报点评

买入（维持）

当前价：25.11元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

分析师：王礼沐

执业证书编号：S0930524040002

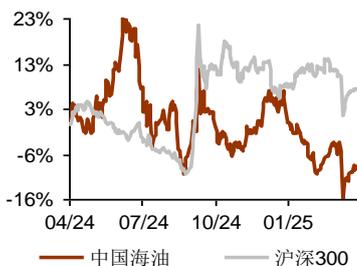
010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	475.30
总市值(亿元)	11934.77
一年最低/最高(元)	23.11/34.17
近3月换手率	5.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.42	-6.61	-14.76
绝对	-3.31	-7.14	-10.59

资料来源：Wind

相关研报

24年归母净利润大涨11%，产储量再创历史新高——中国海油（600938.SH）2024年报点评（2025-03-30）

要点

事件：

公司发布2025年一季报。2025Q1，公司实现营业总收入1069亿元，同比-4.14%，环比+13.09%；实现归母净利润366亿元，同比-7.95%，环比+71.84%。

点评：

增储上产叠加提质增效，25Q1业绩韧性凸显

2025Q1油价高位震荡，布油均价为74.98美元/桶，同比-8.3%，环比+1.3%，境内天然气需求同比增长0.8%。公司继续增储上产、降本增效，成本竞争优势持续巩固，归母净利润降幅低于油价降幅，体现了公司在油价下行期的经营韧性。公司现金流维持高位，25Q1经营活动现金流为573亿元，同比-4.5%。资产创效能力维持高位，25Q1年化ROE为19.1%，同比-4.0pct。公司坚持审慎的财务政策，截至25年3月底的资产负债率为28.7%，同比-4.2pct。

25Q1油气当量产量维持高增，天然气产量同比增长10.2%

公司持续加快上产步伐，25Q1实现净产量188.8百万桶油当量，同比增长4.8%。其中，原油产量同比+3.4%，天然气产量同比+10.2%；中国净产量130.8百万桶油当量，同比+6.2%，主要得益于渤中19-6等油气田的贡献；海外净产量58百万桶油当量，同比+1.9%，主要由于巴西Mero2等项目的贡献。实现价格方面，25Q1公司平均实现油价72.65美元/桶，同比-7.7%，平均实现天然气价格为7.78美元/千立方英尺，同比+1.2%。2025Q1，公司资本支出277亿元，有力支撑新项目建设和产量增长。

25Q1公司共获得2个新发现，并成功评价14个含油气构造。其中，惠州19-6油田探明地质储量超1亿吨油当量，涠洲10-5油气田展示了北部湾盆地潜山领域广阔的勘探前景；成功评价缓中36-1南，有望成为中型油田。期内，番禺10/11区块联合开发项目、东方29-1气田开发项目、渤中26-6油田开发项目（一期）、文昌19-1油田二期项目以及巴西Buzios7项目等多个新项目已成功投产。其他新项目正在顺利推进。

成本控制能力优异，25Q1桶油成本同比下降0.56美元/桶

公司进一步夯实成本竞争优势，25Q1桶油主要成本27.03美元/桶油当量，同比-2.0%。其中，桶油作业费用为6.69美元/桶油当量，同比-3.2%，桶油DD&A为13.91美元/桶油当量，同比+1.0%，主要原因是产量结构变化以及汇率变动的综合影响。桶油除所得税外的其他税金同比-7.2%，主要是国际油价下降的影响。公司将持续加强成本管控，坚持成本领先战略，在油价波动期为公司业绩筑牢基石。

25年公司将维持高额资本开支，支持产量稳定增长

公司2025年资本开支预算为1250-1350亿元，其中勘探、开发、生产资本支出占比分别为16%、61%、20%，国内、海外资本支出占比分别为68%、32%。25年产量目标为760-780百万桶油当量，目标中枢同比增长5.9%，26年产量目标为780-800百万桶油当量，目标中枢同比增长2.6%，27年产量目标为810-830百万桶油当量，目标中枢同比增长3.8%，远期产量增速趋于稳定。公司将专注高质量发展，追求有效益的产量，保持生产规模稳步增长。

盈利预测、估值与评级

得益于优秀的产量增长和成本控制，公司在油价下行期业绩韧性凸显。考虑到近期油价快速下跌，全年油价预期下行，我们下调对公司的盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 1354（下调 10%）/1398（下调 11%）/1443（下调 11%）亿元，折合 EPS 分别为 2.85/2.94/3.04 元/股，我们依然看好公司“增储上产”的潜力和成本控制能力，公司业绩有望穿越油价周期实现长期增长，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：原油和天然气价格大幅波动、项目进度不及预期、成本波动风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	4,166	4,205	4,266	4,358	4,452
营业收入增长率	-1.33%	0.94%	1.46%	2.13%	2.17%
归母净利润（亿元）	1,238	1,379	1,354	1,398	1,443
归母净利润增长率	-12.60%	11.38%	-1.85%	3.23%	3.22%
EPS（元）	2.60	2.90	2.85	2.94	3.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.58%	18.45%	16.49%	15.53%	14.70%
P/E	9.6	8.7	8.8	8.5	8.3
P/B	1.79	1.60	1.45	1.33	1.22

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-29 注：2024 年 9 月 23 日公司注销回购股份，总股本变为 475.30 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4166	4205	4266	4358	4452
营业成本	2088	1950	2089	2120	2150
折旧和摊销	664	720	744	785	864
税金及附加	243	203	171	174	178
销售费用	35	35	36	37	37
管理费用	70	72	73	75	76
研发费用	16	17	17	18	18
财务费用	8	28	29	26	23
投资收益	47	25	25	25	25
营业利润	1729	1900	1882	1942	2005
利润总额	1730	1900	1882	1942	2005
所得税	489	520	527	544	561
净利润	1241	1380	1355	1399	1444
少数股东损益	2	0	1	1	1
归属母公司净利润	1238	1379	1354	1398	1443
EPS(元)	2.60	2.90	2.85	2.94	3.04

现金流量表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2097	2209	2190	2208	2306
净利润	1238	1379	1354	1398	1443
折旧摊销	664	720	744	785	864
净营运资金增加	-125	13	56	4	27
其他	320	96	36	22	-27
投资活动产生现金流	-781	-1754	-1418	-1335	-1335
净资本支出	-1209	-1233	-1350	-1350	-1350
长期投资变化	513	485	0	0	0
其他资产变化	-85	-1006	-68	15	15
融资活动现金流	-842	-979	-684	-629	-644
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-155	-287	-40	3	3
无息负债变化	226	-21	-83	33	9
净现金流	478	-522	88	244	327

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	49.9%	53.6%	51.0%	51.3%	51.7%
EBITDA 率	58.2%	65.2%	61.7%	62.6%	64.4%
EBIT 率	42.2%	48.0%	44.3%	44.6%	45.0%
税前净利润率	41.5%	45.2%	44.1%	44.6%	45.0%
归母净利润率	29.7%	32.8%	31.7%	32.1%	32.4%
ROA	12.3%	13.1%	12.1%	11.7%	11.3%
ROE (摊薄)	18.6%	18.5%	16.5%	15.5%	14.7%
经营性 ROIC	17.0%	18.6%	15.8%	15.2%	14.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	34%	29%	26%	25%	23%
流动比率	2.02	2.23	2.31	2.47	2.74
速动比率	1.97	2.18	2.26	2.42	2.69
归母权益/有息债务	5.93	8.94	10.32	11.26	12.24
有形资产/有息债务	8.52	12.09	13.48	14.46	15.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	10056	10563	11177	12002	12828
货币资金	1506	1542	1630	1874	2201
交易性金融资产	443	458	458	458	458
应收账款	363	329	355	359	361
应收票据	1	2	1	1	1
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	65	57	64	64	65
其他流动资产	93	105	105	105	105
流动资产合计	2503	2646	2645	2893	3223
其他权益工具	9	0	0	0	0
长期股权投资	513	485	485	485	485
固定资产和油气资产	5913	4751	5733	6578	7272
在建工程	16	1573	1190	902	687
无形资产	37	38	37	37	36
商誉	151	153	153	153	153
其他非流动资产	396	463	463	463	463
非流动资产合计	7553	7917	8533	9108	9605
总负债	3377	3068	2946	2981	2993
短期借款	44	43	0	0	0
应付账款	614	597	628	637	650
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1239	1189	1143	1171	1175
长期借款	113	58	61	64	67
应付债券	769	555	555	555	555
其他非流动负债	32	30	33	38	42
非流动负债合计	2138	1880	1803	1810	1818
股东权益	6679	7494	8232	9020	9835
股本	752	752	752	752	752
公积金	729	729	729	729	729
未分配利润	5153	5901	6637	7424	8238
归属母公司权益	6666	7475	8211	8999	9812
少数股东权益	13	19	20	21	23

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%
管理费用率	1.68%	1.72%	1.72%	1.72%	1.72%
财务费用率	0.20%	0.67%	0.68%	0.60%	0.51%
研发费用率	0.39%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%
所得税率	28.26%	27.37%	28.00%	28.00%	28.00%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.14	1.30	1.28	1.32	1.37
每股经营现金流	4.41	4.65	4.61	4.65	4.85
每股净资产	14.01	15.73	17.28	18.93	20.64
每股销售收入	8.76	8.85	8.98	9.17	9.37

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	9.6	8.7	8.8	8.5	8.3
PB	1.79	1.60	1.45	1.33	1.22
EV/EBITDA	7.8	6.8	7.0	6.7	6.3
股息率	4.5%	5.2%	5.1%	5.3%	5.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP