

油气产量稳步增长，成本优势持续深化

2025 年 04 月 30 日

➤ **事件：**2025 年 4 月 29 日，公司发布 2025 年第一季度报告。2025 年第一季度，公司实现营业收入 1068.5 亿元，同比下降 4.1%；实现归母净利润 365.6 亿元，同比下降 7.9%；实现扣非归母净利润 370.3 亿元，同比下降 6.2%。

➤ **石油量增价减，天然气量价齐升。1) 产量：**25Q1，公司实现油气净产量 1.89 亿桶油当量，同比增长 4.8%，以 2025 年产量目标 7.6~7.8 亿桶油当量的中值计算，已完成目标的 24.5%。分区域看，公司在国内/海外的油气净产量分别为 1.31/0.58 亿桶油当量，同比增长 6.2%/1.8%，占总产量的比重为 69.3%/30.7%，国内增长得益于渤中 19-6 等油气田的贡献，海外增长则得益于巴西 Mero2 等项目的贡献；分产品看，石油/天然气产量分别为 1.46 亿桶/2531 亿立方英尺，同比增长 3.3%/10.2%，占总产量的比重为 77.1%/22.9%。**2) 价格：**25Q1，布伦特原油期货结算价为 74.98 美元/桶，同比下降 8.3%，公司油价跟随市场波动，25Q1 实现油价为 72.65 美元/桶，同比下降 7.7%，气价则逆势上涨，实现气价为 7.78 美元/千立方英尺，同比增长 1.2%。

➤ **新项目稳步推进，助力产量接续增长。**公司已投产 7 个新项目，其中，国内的渤中 26-6 油田开发项目一期高峰产量 22300 桶油当量/天，且渤中 26-6 油田累计探明油气地质储量超 2 亿立方米，从发现到投产仅用三年时间；番禺 10/11 区块联合开发项目、文昌 19-1 油田二期项目、曹妃甸 6-4 油田综合调整项目高峰日产量均超万桶，分别为 13600、12000、11000 桶油当量/天；海外的巴西 Buzios7 项目 FPSO 设计原油日产能 22.5 万桶、天然气日处理能力 1200 万方，为世界最大的 FPSO 之一，助推巴西 Buzios 原油日产量下半年达 100 万桶。

➤ **成本管控良好，桶油成本进一步下降。**25Q1，公司桶油主要成本为 27.03 美元/桶，同比下降 2.0%；其中，除所得税外的其他税金同比下降 7.2%至 3.76 美元/桶，主要是国际油价下降的影响；桶油作业费用同比下降 3.2%至 6.69 美元/桶，主要是产量结构变化的影响；此外，桶油折旧折耗及摊销/弃置费/销售及管理费用分别为 13.91/0.74/1.93 美元/桶，同比+1.0%/-14.9%/-3.0%。

➤ **实控人拟增持总市值的 0.26%~0.52%。**公司于 4 月 8 日公告，实控人中国海油集团计划于 12 个月内增持公司 A 股和 H 股股份，拟增持金额不少于 20 亿元、不超过 40 亿元，占公司 4 月 29 日总市值的 0.26%~0.52%。

➤ **投资建议：**公司储产空间高，成本管控能力和分红意愿强，油价中枢维持高位的背景下具备高股息特点，且随着国资委将上市公司价值实现和市值管理分别纳入到公司绩效评价体系和央企负责人考核中，央企被低估的估值有望实现理性回归。我们预计，公司 2025~2027 年归母净利润分别为 1268.78/1306.44/1345.41 亿元，EPS 分别为 2.67/2.75/2.83 元/股，对应 2025 年 4 月 29 日的 PE 均为 9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**油气勘探建设不及预期，国际局势变动对原油价格造成冲击，宏观经济增长不及预期，能源政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	420,506	397,773	406,542	415,553
增长率 (%)	0.9	-5.4	2.2	2.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	137,936	126,878	130,644	134,541
增长率 (%)	11.4	-8.0	3.0	3.0
每股收益 (元)	2.90	2.67	2.75	2.83
PE	9	9	9	9
PB	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.11 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

- 1.中国海油 (600938.SH) 2024 年年报点评：海上油气龙头稳步上产，承诺分红率提高彰显股息价值-2025/03/28
- 2.中国海油 (600938.SH) 事件点评：提高未来 3 年分红比率，攻守兼备属性深化-2025/01/23
- 3.中国海油 (600938.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 利润同比增长，新签巴西区块潜力可期-2024/10/29
- 4.中国海油 (600938.SH) 2024 年半年报点评：24Q2 产量延续高增，业绩同环比增长-2024/08/29
- 5.中国海油 (600938.SH) 2024 年一季报点评：产量业绩超预期，成本压降空间持续挖潜-2024/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	420506	397773	406542	415553
营业成本	194993	190097	193488	196978
营业税金及附加	20276	19298	19443	19581
销售费用	3532	3341	3415	3490
管理费用	7213	7080	7271	7468
研发费用	1711	1619	1654	1691
EBIT	193600	177223	182176	187270
财务费用	2832	2591	2087	1528
资产减值损失	-8047	-3172	-3521	-3888
投资收益	2497	2362	2414	2468
营业利润	189964	173851	179012	184352
营业外收支	12	12	12	12
利润总额	189976	173863	179024	184364
所得税	51994	46943	48336	49778
净利润	137982	126920	130687	134586
归属于母公司净利润	137936	126878	130644	134541
EBITDA	268206	253559	261975	270542

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	154196	164646	177360	188707
应收账款及票据	33078	32412	33126	33860
预付款项	2924	2877	2928	2981
存货	5732	5342	5437	5536
其他流动资产	68679	56455	56354	50686
流动资产合计	264609	261732	275207	281770
长期股权投资	48491	48491	48491	48491
固定资产	6739	8239	9739	11239
无形资产	3762	3762	3762	3762
非流动资产合计	791672	847160	900606	954041
资产合计	1056281	1108892	1175812	1235811
短期借款	4303	4103	3903	3703
应付账款及票据	59685	57419	58444	59498
其他流动负债	54887	48780	47283	36631
流动负债合计	118875	110302	109630	99832
长期借款	5786	4786	3786	2786
其他长期负债	182184	181263	176263	171263
非流动负债合计	187970	186049	180049	174049
负债合计	306845	296351	289679	273881
股本	75180	75180	75180	75180
少数股东权益	1888	1930	1974	2019
股东权益合计	749436	812541	886133	961929
负债和股东权益合计	1056281	1108892	1175812	1235811

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.94	-5.41	2.20	2.22
EBIT 增长率	12.42	-8.46	2.79	2.80
净利润增长率	11.38	-8.02	2.97	2.98
盈利能力 (%)				
毛利率	53.63	52.21	52.41	52.60
净利率	32.80	31.90	32.14	32.38
总资产收益率 ROA	13.06	11.44	11.11	10.89
净资产收益率 ROE	18.45	15.65	14.78	14.02
偿债能力				
流动比率	2.23	2.37	2.51	2.82
速动比率	2.01	2.25	2.39	2.69
现金比率	1.30	1.49	1.62	1.89
资产负债率 (%)	29.05	26.72	24.64	22.16
经营效率				
应收账款周转天数	29.63	29.50	28.90	28.90
存货周转天数	11.25	10.49	10.03	10.03
总资产周转率	0.41	0.37	0.36	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	2.90	2.67	2.75	2.83
每股净资产	15.73	17.05	18.60	20.20
每股经营现金流	4.65	4.51	4.51	4.59
每股股利	1.34	1.20	1.24	1.27
估值分析				
PE	9	9	9	9
PB	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.09	4.32	4.19	4.05
股息收益率 (%)	5.32	4.78	4.93	5.07

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	137982	126920	130687	134586
折旧和摊销	74606	76336	79799	83272
营运资金变动	-5777	6585	391	-3197
经营活动现金流	220891	214314	214438	218281
资本开支	-123309	-130169	-133966	-137789
投资	-57099	0	0	0
投资活动现金流	-175426	-130094	-131552	-135321
股权募资	197	0	0	0
债务募资	-32409	-8150	-8200	-8200
筹资活动现金流	-97935	-73770	-70171	-71613
现金净流量	-52155	10450	12714	11347

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048