

中国海油 (600938.SH)

强烈推荐 (首次)

一季度销量稳定增长, 桶油成本进一步降低

事件: 公司发布 2025 年一季报, 公司 2025 年一季度实现营收 1068.54 亿元, 同比下降 4.14%, 归母净利润 365.63 亿元, 同比下降 7.95%, 扣非归母净利润 370.27 亿元, 同比下降 6.2%。当前国际局势不稳定, 虽然关税政策变化导致原油需求预期有所降低, 但地区局势冲突可能对原油供应产生影响, 从而影响油价大幅波动。

□ 公司产量稳定增长, 新项目持续推进。2025 年第一季度, 国际油价冲高回落, 布伦特原油期货均价为 74.98 美元/桶, 同比下降 8.3%。公司坚持增储上产、降本增效, 油气净产量稳步增长, 成本竞争优势得到巩固。公司实现总净产量 188.8 百万桶油当量, 同比上升 4.8%。其中, 中国净产量 130.8 百万桶油当量, 同比上升 6.2%, 主要得益于渤中 19-6 等油气田的贡献; 海外净产量 58.0 百万桶油当量, 同比上升 1.9%, 主要得益于巴西 Mero2 等项目的贡献。公司共获得 2 个新发现, 并成功评价 14 个含油气构造。其中, 新发现的涠洲 10-5 展示了北部湾盆地潜山领域广阔的勘探前景; 成功评价绥中 36-1 南, 有望成为中型油田。开发生产方面, 番禺 10/11 区块联合开发项目、渤中 26-6 油田开发项目 (一期)、曹妃甸 6-4 油田综合调整项目、文昌 19-1 油田二期项目以及巴西 Buzios7 项目等已成功投产。其他新项目正在顺利推进。

□ 销量增长部分抵消油价下跌影响, 公司桶油成本继续降低。2025 年第一季度, 公司油气销售收入约人民币 882.7 亿元, 同比下降 1.9%, 主要由于实现油价下跌, 油气销量上升部分抵销了实现油价下跌的影响。实现归母净利润人民币 365.6 亿元, 同比下降 7.9%。公司桶油主要成本为 27.03 美元, 同比下降 2.0%。一季度公司石油售价平均为 72.65 美元/桶, 同比下降 7.7%; 平均实现气价为 7.78 美元/千立方英尺, 同比上升 1.2%。一季度公司资本支出约人民币 277.1 亿元, 同比下降 4.5%, 主要由于勘探工作及调整井工作量同比有所减少。

□ 首次给予“强烈推荐”投资评级。预计公司 2025-2027 年收入分别为 4541.46 亿元、4854.01 亿元和 5096.71 亿元, 归母净利润分别为 1456.23 亿元、1540.6 亿元和 1592.97 亿元, EPS 分别为 3.06 元、3.24 元和 3.35 元。当前股价对应 PE 分别为 8.2 倍、7.7 倍和 7.5 倍。

□ 风险提示: 原材料价格波动风险、项目进度不及预期风险、市场需求风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	416609	420506	454146	485401	509671
同比增长	-1%	1%	8%	7%	5%
营业利润(百万元)	172891	189964	200604	212283	219533
同比增长	-11%	10%	6%	6%	3%
归母净利润(百万元)	123843	137936	145623	154060	159297
同比增长	-13%	11%	6%	6%	3%
每股收益(元)	2.61	2.90	3.06	3.24	3.35
PE	9.6	8.6	8.2	7.7	7.5
PB	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值: NA

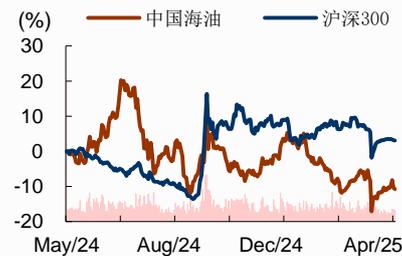
当前股价: 25.02 元

基础数据

总股本 (百万股)	47530
已上市流通股 (百万股)	2990
总市值 (十亿元)	1189.2
流通市值 (十亿元)	74.8
每股净资产 (MRQ)	16.5
ROE (TTM)	17.2
资产负债率	28.7%
主要股东	国新投资有限公司
主要股东持股比例	0.44%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-6	-11
相对表现	0	-3	-16



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

1、《中国海油 (600938) — 全球油气生产巨头, 高度重视股东回报》
2025-02-11

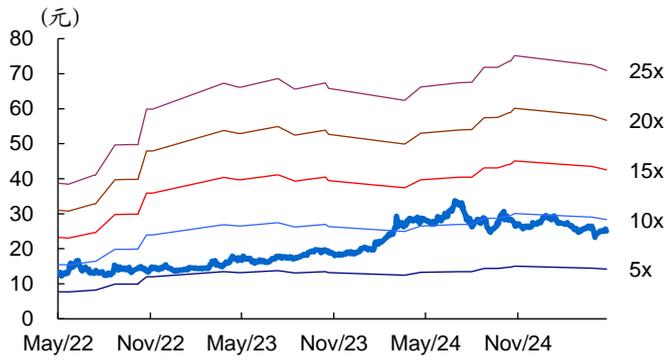
周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

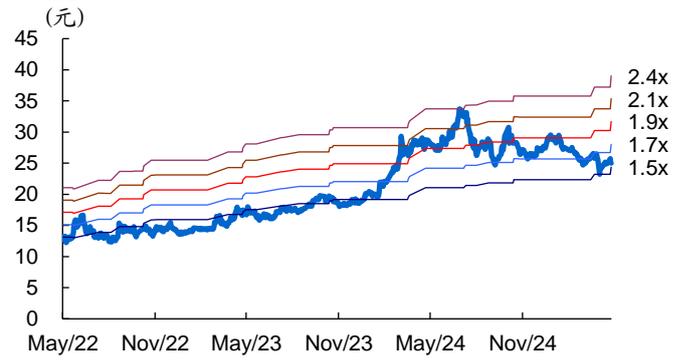
✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

图 1: 中国海油历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中国海油历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	250275	264609	399268	558383	716822
现金	150562	154196	283093	437219	591701
交易性投资	44347	45775	45775	45775	45775
应收票据	95	160	173	185	194
应收款项	36291	32918	35551	37998	39898
其它应收款	5256	5608	6057	6473	6797
存货	6451	5732	6582	7130	7611
其他	7273	20220	22037	23602	24846
非流动资产	755323	791672	744918	701060	662349
长期股权投资	51252	48491	48491	48491	48491
固定资产	7010	6739	8882	9016	9886
无形资产商誉	603062	487440	438696	394826	355344
其他	93999	249002	248849	248726	248628
资产总计	1005598	1056281	1144186	1259442	1379171
流动负债	123939	118875	106216	112470	117956
短期借款	4365	4303	0	0	0
应付账款	61382	59685	68531	74241	79250
预收账款	1383	508	583	632	675
其他	56809	54379	37101	37597	38031
长期负债	213783	187970	187970	187970	187970
长期借款	11296	5786	5786	5786	5786
其他	202487	182184	182184	182184	182184
负债合计	337722	306845	294186	300440	305926
股本	75180	75180	75180	75180	75180
资本公积金	2861	2851	2851	2851	2851
留存收益	588545	669517	770032	878984	993173
少数股东权益	1290	1888	1937	1988	2041
归属于母公司所有者权益	666586	747548	848063	957015	1071204
负债及权益合计	1005598	1056281	1144186	1259442	1379171

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	209743	220891	258397	259767	258889
净利润	124090	137982	145672	154111	159351
折旧摊销	66598	72196	117500	114604	109457
财务费用	846	2832	(643)	(2153)	(3388)
投资收益	(4711)	(2498)	(8060)	(8060)	(8060)
营运资金变动	21023	4943	3928	1265	1529
其它	1897	5436	0	0	0
投资活动现金流	(78095)	(175426)	(62686)	(62686)	(62686)
资本支出	(120875)	(123359)	(70746)	(70746)	(70746)
其他投资	42780	(52067)	8060	8060	8060
筹资活动现金流	(84228)	(97935)	(66813)	(42955)	(41720)
借款变动	110122	17102	(22348)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7	(10)	0	0	0
股利分配	(189454)	(90216)	(45108)	(45108)	(45108)
其他	(4903)	(24811)	643	2153	3388
现金净增加额	47420	(52470)	128897	154126	154482

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	416609	420506	454146	485401	509671
营业成本	208794	194993	223894	242547	258913
营业税金及附加	24331	20276	21898	23405	24575
营业费用	3501	3532	3815	4077	4281
管理费用	7012	7213	7790	8326	8742
研发费用	1605	1711	1848	1975	2074
财务费用	846	2832	(643)	(2153)	(3388)
资产减值损失	(3714)	(8045)	(3000)	(3000)	(3000)
公允价值变动收益	300	4597	4597	4597	4597
其他收益	1070	966	966	966	966
投资收益	4715	2497	2497	2497	2497
营业利润	172891	189964	200604	212283	219533
营业外收入	510	398	398	398	398
营业外支出	427	386	386	386	386
利润总额	172974	189976	200616	212295	219545
所得税	48884	51994	54945	58184	60194
少数股东损益	247	46	49	51	53
归属于母公司净利润	123843	137936	145623	154060	159297

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-1%	1%	8%	7%	5%
营业利润	-11%	10%	6%	6%	3%
归母净利润	-13%	11%	6%	6%	3%
获利能力					
毛利率	49.9%	53.6%	50.7%	50.0%	49.2%
净利率	29.7%	32.8%	32.1%	31.7%	31.3%
ROE	19.6%	19.5%	18.3%	17.1%	15.7%
ROIC	18.4%	18.8%	17.7%	16.7%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	33.6%	29.0%	25.7%	23.9%	22.2%
净负债比率	3.5%	2.7%	0.5%	0.5%	0.4%
流动比率	2.0	2.2	3.8	5.0	6.1
速动比率	2.0	2.2	3.7	4.9	6.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	32.9	32.0	36.4	35.4	35.1
应收账款周转率	11.4	12.1	13.2	13.1	13.0
应付账款周转率	3.4	3.2	3.5	3.4	3.4
每股资料(元)					
EPS	2.61	2.90	3.06	3.24	3.35
每股经营净现金	4.41	4.65	5.44	5.47	5.45
每股净资产	14.02	15.73	17.84	20.13	22.54
每股股利	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
估值比率					
PE	9.6	8.6	8.2	7.7	7.5
PB	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.9	7.2	6.0	5.9	5.8

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。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。