

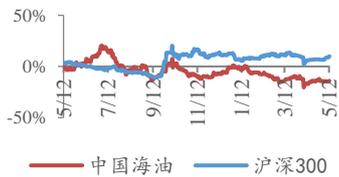
油气净产量稳步增长，成本竞争优势巩固

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-20

收盘价(元)	25.23
近12个月最高/最低(元)	35.14/23.23
总股本A+H(百万股)	47,530
流通股本A(百万股)	2,990
流通股比例(%)	6.29
总市值A+H(亿元)	1,1991
流通市值A(亿元)	754

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 产量大幅增长，承诺分红率提高
2025-04-01
- 油气产量达到历史新高，桶油成本控制良好
2024-10-28
- 新签巴西海上勘探石油合同，海外优质资产助力增储上产
2024-10-21

主要观点：

● 事件描述

4月29日，中国海油发布2025年一季度报，第一季度实现营收1,068.54亿元，同比/环比-4.14%/+13.09%，实现归母净利润365.63亿元，同比/环比-7.95%/+71.84%；实现扣非净利润370.27亿元，同比/环比-6.20%/+111.23%。

● 油气净产量稳步增长，成本竞争优势得到巩固

公司油气净产量稳步增长，部分抵消油价下跌的影响。产量方面，2025年第一季度公司实现总净产量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。价格方面，布伦特原油期货均价为74.98美元/桶，同比下降8.3%；一季度内公司的平均实现油价为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%。在此国际背景下，公司未经审计的油气销售收入约人民币882.7亿元，同比下降1.9%，原油实现价格下跌，但油气销量上升部分抵销了部分油价下跌的影响。

桶油成本竞争优势得到进一步巩固。在桶油价格呈下跌趋势的背景下，中国海油凭借较低的桶油生产成本和国际领先的生产技术，坚持增储上产、降本增效，盈利和生产能力处于领先水平。2025年一季度桶油成本为27.03美元，同比下降2.0%，桶油主要成本管控良好，进一步巩固其成本竞争优势。

● 积极推进新项目投产

2025年第一季度，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。2025年一季度中国海油资本支出约人民币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。

● 投资建议

预计公司2025-2027年归母净利润分别为1403.73、1463.24、1545.21亿元。对应PE分别为8.54、8.20、7.76倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

新项目进度不及预期；

行业政策变化；

原油天然气价格大幅波动。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	420506	420597	437401	457110
收入同比 (%)	0.9%	0.0%	4.0%	4.5%
归属母公司净利润	137936	140373	146324	154521
净利润同比 (%)	11.4%	1.8%	4.2%	5.6%
毛利率 (%)	53.6%	54.2%	54.4%	54.5%
ROE (%)	18.5%	17.7%	16.7%	15.9%
每股收益 (元)	2.90	2.95	3.08	3.25
P/E	10.18	8.54	8.20	7.76
P/B	1.88	1.51	1.37	1.24
EV/EBITDA	5.00	4.88	4.76	4.11

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	264609	263274	336577	390657	营业收入	420506	420597	437401	457110
现金	154196	149438	214904	269046	营业成本	194993	192826	199492	207970
应收账款	32918	35583	37650	37755	营业税金及附加	20276	21183	22889	22994
其他应收款	5608	3457	7021	3850	销售费用	3532	3470	3653	3809
预付账款	2924	2965	3044	3163	管理费用	7213	6875	7338	7661
存货	5732	6063	6201	6632	财务费用	2832	3130	3403	2472
其他流动资产	63231	65768	67757	70211	资产减值损失	-8047	-1980	-990	-1485
非流动资产	791672	824190	840154	863992	公允价值变动收益	4597	0	0	0
长期投资	48491	48273	46784	45930	投资净收益	2497	3629	3774	3534
固定资产	6739	6720	6548	6431	营业利润	189964	194124	202714	213521
无形资产	3762	3744	3770	3774	营业外收入	398	356	421	392
其他非流动资产	732680	765453	783053	807857	营业外支出	386	376	396	386
资产总计	1056281	1087463	1176731	1254649	利润总额	189976	194104	202739	213527
流动负债	118875	112866	128581	121726	所得税	51994	53630	56266	58899
短期借款	4303	4303	4303	4282	净利润	137982	140474	146473	154628
应付账款	59685	52796	65871	58845	少数股东损益	46	101	149	107
其他流动负债	54887	55767	58406	58598	归属母公司净利润	137936	140373	146324	154521
非流动负债	187970	178838	169705	160429	EBITDA	268206	232043	222411	241699
长期借款	5786	5786	5786	5786	EPS (元)	2.90	2.95	3.08	3.25
其他非流动负债	182184	173052	163919	154643					
负债合计	306845	291703	298286	282155					
少数股东权益	1888	1989	2138	2244					
股本	75180	75180	75180	75180					
资本公积	2851	2851	2851	2851					
留存收益	669517	715740	798276	892218					
归属母公司股东权益	747548	793771	876307	970249					
负债和股东权益	1056281	1087463	1176731	1254649					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	220891	169487	173980	176634
净利润	137982	140474	146473	154628
折旧摊销	74606	36395	19033	27735
财务费用	2832	2172	1898	1621
投资损失	-2498	-3629	-3774	-3534
营运资金变动	-5777	-7968	9341	-5316
其他经营现金流	157505	150485	138142	161443
投资活动现金流	-175426	-68781	-33687	-50984
资本支出	-123309	-69784	-36106	-52918
长期投资	-57099	-2501	-1229	-1529
其他投资现金流	4982	3503	3648	3463
筹资活动现金流	-97935	-74482	-76886	-80463
短期借款	-62	0	0	-21
长期借款	-5510	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-92353	-74482	-76886	-80443
现金净增加额	-52155	26224	63407	45187

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.9%	0.0%	4.0%	4.5%
营业利润	9.9%	2.2%	4.4%	5.3%
归属于母公司净利润	11.4%	1.8%	4.2%	5.6%
获利能力				
毛利率 (%)	53.6%	54.2%	54.4%	54.5%
净利率 (%)	32.8%	33.4%	33.5%	33.8%
ROE (%)	18.5%	17.7%	16.7%	15.9%
ROIC (%)	16.7%	16.1%	15.4%	14.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.0%	26.8%	25.3%	22.5%
净负债比率 (%)	40.9%	36.7%	34.0%	29.0%
流动比率	2.23	2.33	2.62	3.21
速动比率	2.01	2.10	2.40	2.97
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.39	0.39	0.38
应收账款周转率	12.15	12.28	11.95	12.12
应付账款周转率	3.22	3.43	3.36	3.34
每股指标 (元)				
每股收益	2.90	2.95	3.08	3.25
每股经营现金流(薄)	4.65	3.57	3.66	3.72
每股净资产	15.73	16.70	18.44	20.41
估值比率				
P/E	10.18	8.54	8.20	7.76
P/B	1.88	1.51	1.37	1.24
EV/EBITDA	5.00	4.88	4.76	4.11

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。