

中国海油 (600938.SH)

2025 年第二季度归母净利润 330 亿元，盈利能力韧性凸显

优于大市

核心观点

公司 2025 年第二季度实现归母净利润 330 亿元，盈利能力韧性凸显，业绩超预期。公司 2025 年上半年实现营业收入 2076.1 亿元（同比-8.5%），归母净利润 695.3 亿元（同比-12.8%）；其中第二季度实现营业收入 1007.5 亿元（同比-12.6%，环比-5.7%），归母净利润 329.7 亿元（同比-17.6%，环比-9.8%），在上半年布伦特油价同比下降 15.1% 的背景下，业绩超预期。我们认为一方面公司持续增储上产，且第二季度实现油价达到 65.8 美元/桶，超过我们预期，另一方面公司第二季度受益于汇兑收益，也部分抵销了油价下跌的影响。

公司油气净产量再创新高，成本管控成效显著。公司 2025 年上半年油气销售收入为 1717.5 亿元（同比-7.2%），油气净产量达到 384.6 百万桶油当量（同比+6.1%），其中国内净产量 266.5 百万桶油当量（同比+7.6%），占比 69.3%，主要得益于“深海一号”二期等油气田贡献，海外净产量 118.1 百万桶油当量（同比+2.8%），主要得益于巴西和圭亚那项目带来的产量增长。从产品结构看，原油、天然气占比分别为 77.0% 和 23.0%。公司 2025 年上半年石油液体平均实现价格 69.2 美元/桶（同比-13.9%），与布伦特原油均价贴水 3.3 美元/桶，平均实现气价为 7.90 美元/千立方英尺（同比+1.4%）。公司 2025 年上半年桶油主要成本为 26.94 美元/桶油当量，同比下降 0.81 美元/桶油当量（同比-2.9%）。

全年资本开支保持稳定，天然气生产势头强劲，中期股息为 0.73 港元/股。公司 2025 年上半年完成资本开支 576.0 亿元，同比减少 55 亿元（同比-8.8%），2025 全年预计资本开支为 1250-1350 亿元。勘探方面，2025 年上半年公司获得 5 个新发现，成功评价 18 个含油气构造。在中国海域获得锦州 27-6、曹妃甸 22-3、涠洲 10-5 南等新发现，成功评价秦皇岛 29-6、陵水 25-1 等含油气构造。在海外圭亚那深水立体勘探持续增储，首次签署哈萨克斯坦勘探新区块石油合同。开发生产方面，渤中 26-6 油田开发项目（一期）、文昌 9-7 油田开发项目以及巴西 Buzios7、Mero4 等 10 个油气田顺利投产，公司上半年天然气产量同比大幅增长 12.0% “深海一号”大气田高峰年产气量有望超过 45 亿方立方米，成为中国最大海上气田。公司 2025 年中期股息为 0.73 港元/股（含税），与股东分享发展成果。

风险提示：原油价格大幅波动；自然灾害频发的风险；地缘政治风险等。

投资建议：维持盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1263/1297/1350 亿元，对应 EPS 分别为 2.66/2.73/2.84 元，对应 PE 分别为 9.6/9.3/9.0x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	416,609	420,506	399,618	408,343	421,584
(+/-%)	-1.3%	0.9%	-5.0%	2.2%	3.2%
净利润(百万元)	123843	137936	126270	129696	135093
(+/-%)	-12.6%	11.4%	-8.5%	2.7%	4.2%
每股收益(元)	2.61	2.90	2.66	2.73	2.84
EBIT Margin	41.1%	45.8%	43.8%	44.2%	44.8%
净资产收益率 (ROE)	18.6%	18.5%	15.5%	14.6%	14.0%
市盈率 (PE)	9.8	8.8	9.6	9.3	9.0
EV/EBITDA	6.5	5.7	9.2	9.0	8.8
市净率 (PB)	1.81	1.62	1.48	1.36	1.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

石油石化 · 油气开采 II

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.47 元
总市值/流通市值	1210588/1210588 百万元
52 周最高价/最低价	33.06/23.11 元
近 3 个月日均成交额	946.89 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

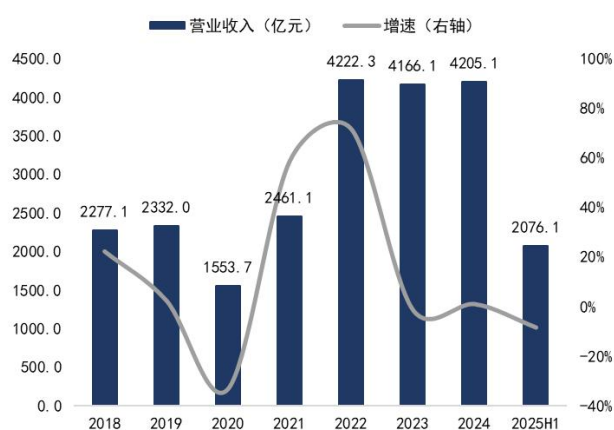
相关研究报告

- 《中国海油 (600938.SH) - 圭亚那 Yellowtail 项目提前投产，国内油气持续上产》——2025-08-14
- 《中国海油 (600938.SH) - 公司稳步推进国内油气增储上产，圭亚那原油产量再创新高》——2025-07-17
- 《中国海油 (600938.SH) - 油气产量稳增长，2025 年第一季度实现归母净利润 365 亿元》——2025-04-30
- 《中国海油 (600938.SH) - 全年归母净利润同比增长 11.4%，分红率达到 44.7%》——2025-03-29
- 《中国海油 (600938.SH) - 渤中 26-6、巴西 Buzios7 项目投产，OPEC+ 或推迟石油增产》——2025-02-19

公司 2025 年第二季度实现归母净利润 330 亿元，盈利能力韧性凸显，业绩超预期。公司 2025 年上半年实现营业收入 2076.1 亿元（同比-8.5%），归母净利润 695.3 亿元（同比-12.8%）；其中第二季度实现营业收入 1007.5 亿元（同比-12.6%，环比-5.7%），归母净利润 329.7 亿元（同比-17.6%，环比-9.8%），在上半年布伦特油价同比下降 15.1% 的背景下，业绩超预期。

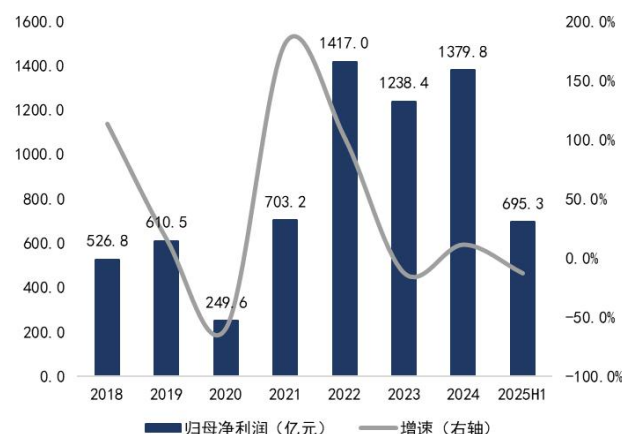
我们认为一方面公司持续增储上产，且第二季度实现油价达到 65.8 美元/桶，超过我们预期，另一方面公司第二季度受益于汇兑收益，也部分抵销了油价下跌的影响。

图1：中国海油营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国海油归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司油气净产量再创新高，成本管控成效显著。公司 2025 年上半年油气销售收入为 1717.5 亿元（同比-7.2%），油气净产量达到 384.6 百万桶油当量（同比+6.1%），其中国内净产量 266.5 百万桶油当量（同比+7.6%），占比 69.3%，主要得益于“深海一号”二期等油气田贡献，海外净产量 118.1 百万桶油当量（同比+2.8%），主要得益于巴西和圭亚那项目带来的产量增长。从产品结构看，原油、天然气占比分别为 77.0%和 23.0%。

图3：中国海油油气产量及增速（单位：百万桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

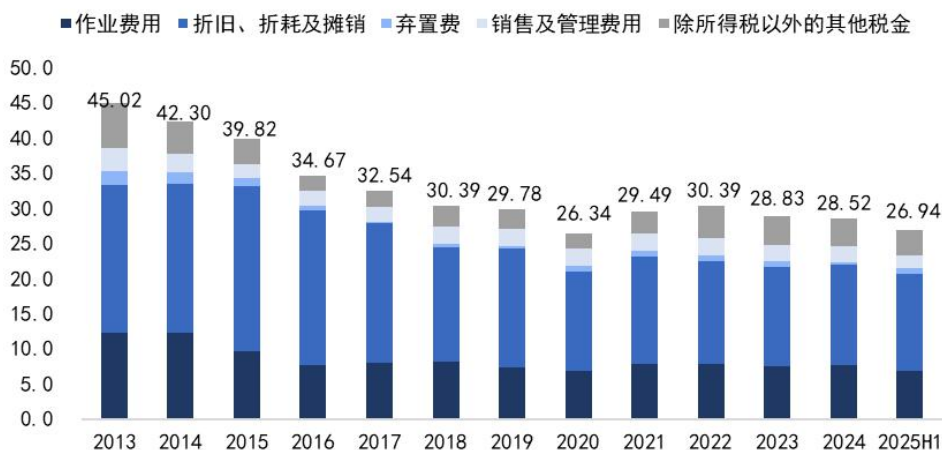
图4：中国海油国内外油气产量分布（百万桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2025 年上半年石油液体平均实现价格 69.2 美元/桶（同比-13.9%），与布伦特原油均价贴水 3.3 美元/桶，平均实现气价为 7.90 美元 / 千立方英尺（同比+1.4%）。公司 2025 年上半年桶油主要成本为 26.94 美元/桶油当量，同比下降 0.81 美元/桶油当量（同比-2.9%）。

图5：中国海油桶油主要成本（美元/桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全年资本开支保持稳定，天然气生产势头强劲，中期股息为 0.73 港元/股。公司 2025 年上半年完成资本开支 576.0 亿元，同比减少 55 亿元（同比-8.8%），2025 全年预计资本开支为 1250-1350 亿元。勘探方面，2025 年上半年公司获得 5 个新发现，成功评价 18 个含油气构造。在中国海域获得锦州 27-6、曹妃甸 22-3、涠洲 10-5 南等新发现，成功评价秦皇岛 29-6、陵水 25-1 等含油气构造。在海外圭亚那深水立体勘探持续增储，首次签署哈萨克斯坦勘探新区块石油合同。开发生产方面，渤中 26-6 油田开发项目（一期）、文昌 9-7 油田开发项目以及巴西 Buzios7、Mero4 等 10 个油气田顺利投产，公司上半年天然气产量同比大幅增长 12.0%“深海一号”大气田高峰年产气量有望超过 45 亿方立方米，成为中国最大海上气田。公司 2025 年中期股息为 0.73 港元/股（含税），与股东分享发展成果。

图6：中国海油经营现金流及资本开支（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1263/1297/1350 亿元，对应 EPS 分别为 2.66/2.73/2.84 元，对应 PE 分别为 9.6/9.3/9.0x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E
600938.SH	中国海油	优于大市	25.47	2.90	2.66	3.73	10.2	9.6	9.0	1.6
601857.SH	中国石油	优于大市	8.63	0.90	0.91	0.94	10.0	9.4	9.2	1.0

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 8 月 27 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	150562	154196	280750	304498	354673	营业收入	416609	420506	399618	408343	421584
应收款项	36386	33078	33642	34054	34604	营业成本	208794	194993	195551	198132	202265
存货净额	6451	5732	11700	9600	10241	营业税金及附加	24331	20276	17983	18375	18971
其他流动资产	12572	25832	13987	17233	19482	销售费用	3501	3532	3357	3430	3541
流动资产合计	250275	264609	429079	457385	514000	管理费用	7012	7213	6065	6174	6348
固定资产	8611	164017	158496	217694	274174	研发费用	1605	1711	1598	1633	1686
无形资产及其他	3692	3762	4612	5461	6311	财务费用	846	2832	963	1072	1453
投资性房地产	691768	575402	575402	575402	575402	投资收益	4715	2497	3962	3725	3395
长期股权投资	51252	48491	50808	51435	51496	资产减值及公允价值变动	(3223)	(3450)	(2685)	(3119)	(3085)
资产总计	1005598	1056281	1218396	1307377	1421383	其他收入	(726)	(743)	(1598)	(1633)	(1686)
短期借款及交易性金融负债	24111	22348	30000	33000	36300	营业利润	172891	189964	175378	180131	187629
应付款项	61382	59685	105304	91883	98177	营业外净收支	83	12	56	63	63
其他流动负债	38446	36842	44561	45192	49213	利润总额	172974	189976	175434	180194	187692
流动负债合计	123939	118875	179865	170075	183690	所得税费用	48884	51994	49122	50454	52554
长期借款及应付债券	88208	61243	83243	103243	123243	少数股东损益	247	46	42	44	45
其他长期负债	125575	126727	136386	143811	149890	归属于母公司净利润	123843	137936	126270	129696	135093
长期负债合计	213783	187970	219629	247054	273133	现金流量表（百万元）					
负债合计	337722	306845	399495	417130	456823	净利润	123843	137936	126270	129696	135093
少数股东权益	1290	1888	1905	1918	1929	资产减值准备	2846	4524	130336	65182	67935
股东权益	666586	747548	816997	888330	962631	折旧摊销	66433	71990	150	150	150
负债和股东权益总计	1005598	1056281	1218396	1307377	1421383	公允价值变动损失	3223	3450	2685	3119	3085
关键财务与估值指标						财务费用	846	2832	963	1072	1453
每股收益	2.61	2.90	2.66	2.73	2.84	营运资本变动	(61683)	109508	198647	58259	80889
每股红利	1.33	1.38	1.20	1.23	1.28	其它	(2725)	(4500)	(130319)	(65169)	(67924)
每股净资产	14.03	15.74	17.20	18.70	20.27	经营活动现金流	131937	322908	327770	191238	219228
ROIC	19.31%	19.48%	18%	19%	18%	资本开支	0	(227497)	(128500)	(128500)	(128500)
ROE	18.58%	18.45%	15%	15%	14%	其它投资现金流	43905	(1467)	(43229)	(3000)	(3000)
毛利率	50%	54%	51%	51%	52%	投资活动现金流	41580	(226203)	(174046)	(132127)	(131561)
EBIT Margin	41%	46%	44%	44%	45%	权益性融资	386	197	0	0	0
EBITDA Margin	57%	63%	44%	44%	45%	负债净变化	9	(5510)	10000	8000	8000
收入增长	-1%	1%	-5%	2%	3%	支付股利、利息	(63346)	(65723)	(56822)	(58363)	(60792)
净利润增长率	-13%	11%	-8%	3%	4%	其它融资现金流	(18054)	49198	7652	3000	3300
资产负债率	34%	29%	33%	32%	32%	融资活动现金流	(144342)	(93071)	(27170)	(35363)	(37492)
股息率	5.2%	5.4%	4.7%	4.8%	5.0%	现金净变动	29175	3634	126554	23748	50175
P/E	9.8	8.8	9.6	9.3	9.0	货币资金的期初余额	121387	150562	154196	280750	304498
P/B	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	150562	154196	280750	304498	354673
EV/EBITDA	6.5	5.7	9.2	9.0	8.8	企业自由现金流	0	94020	196344	59940	88455
						权益自由现金流	0	137708	213303	70168	98709

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032