

## 油气产量快速增长，国内外持续布局

2025 年 08 月 28 日

➤ **事件:** 2025 年 8 月 27 日，公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营业收入 2076.1 亿元，同比下降 8.4%；实现归母净利润 695.3 亿元，同比下降 12.8%；实现扣非归母净利润 693.5 亿元，同比下降 12.4%。

➤ **因油价下滑，公司利润同环比下降。** 25Q2，布伦特原油期货结算价为 66.71 美元/桶，同比下降 21.5%，环比下降 11.0%。同期，公司实现营业收入 1007.5 亿元，同比下降 12.6%，环比下降 5.7%；在良好的成本管控下，实现归母净利润 329.7 亿元，同比下降 17.6%，环比下降 9.8%，小于油价下降幅度；实现扣非归母净利润 323.3 亿元，同比下降 18.6%，环比下降 12.7%。

➤ **石油量增价减，天然气量价齐升。** 1) **产量:** 25H1，公司实现油气净产量 3.85 亿桶油当量，同比增长 6.1%。分区域看，公司在国内/海外的油气净产量分别为 2.67/1.18 亿桶油当量，同比增长 7.6%/2.8%，占总产量的比重为 69.3%/30.7%。分产品看，石油产量 2.96 亿桶，同比增长 4.5%，天然气产量 5163 亿立方英尺，同比增长 12.0%。2) **价格:** 25H1，公司实现油价为 69.15 美元/桶，同比下降 13.9%；气价逆势上涨，实现气价为 7.90 美元/千立方英尺，同比增长 1.4%。

➤ **国内勘探获得 5 个新发现，海外签署多个新区块。** 公司持续加大勘探力度，在中国海域共获得 5 个新发现，并成功评价 18 个含油气构造。在海外，公司于 2025 年 6 月与哈萨克斯坦能源部及哈萨克斯坦国家石油天然气公司签署了 Zhylyoi 区块油气勘探与生产合同，面积约 958 平方公里，公司持有 50% 权益；2025 年 8 月，公司签署了 2 个印尼勘探区块产品分成合同，涉及 Gaea 区块和 Gaea II 区块，主体位于陆上和浅水区域，总面积约 1.2 万平方公里，公司持有 5.56% 的权益。

➤ **成本管控良好，桶油成本进一步下降。** 25H1，公司桶油主要成本管控良好，进一步巩固成本竞争优势；其中，桶油作业费为 6.76 美元/桶，同比下降 0.7%；桶油折旧折耗及摊销为 13.89 美元/桶，同比下降 0.4%；桶油弃置费为 0.73 美元/桶，同比下降 15.1%；桶油销售及管理费用为 1.91 美元/桶，同比下降 6.4%。

➤ **分红比率 45.6%，A/H 股股息率为 2.6%/3.9%。** 公司计划每股派发股息 0.73 港元，以 2025 年 8 月 27 日汇率 (1 港元=0.9130 人民币) 和收盘价计算，每股股息为 0.67 人民币元，分红比率为 45.6%，A 股股息率为 2.6%，H 股股息率为 3.9%。

➤ **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 1221.90/1263.86/1302.03 亿元，EPS 分别为 2.57/2.66/2.74 元/股，对应 2025 年 8 月 27 日的 PE 分别为 10/10/9 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	383,622	393,546	403,856
增长率 (%)	0.9	-8.8	2.6	2.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	137,936	122,190	126,386	130,203
增长率 (%)	11.4	-11.4	3.4	3.0
每股收益 (元)	2.90	2.57	2.66	2.74
PE	9	10	10	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格:

25.47 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

#### 分析师 卢佳琪

执业证书: S0100525060003

邮箱: lujiqia@mszq.com

### 相关研究

- 中国海油 (600938.SH) 2025 年一季报点评: 油气产量稳步增长, 成本优势持续深化-2025/04/30
- 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
- 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
- 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
- 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

## 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	383622	393546	403856
营业成本	194993	184967	189043	193286
营业税金及附加	20276	18250	18784	19338
销售费用	3532	3222	3306	3392
管理费用	7213	6554	6757	6968
研发费用	1711	1534	1574	1615
EBIT	193600	169949	174959	180156
财务费用	2832	1788	919	576
资产减值损失	-8047	-3039	-3229	-3601
投资收益	2497	2278	2337	2398
营业利润	189964	167428	173177	178407
营业外收支	12	12	12	12
利润总额	189976	167440	173189	178419
所得税	51994	45209	46761	48173
净利润	137982	122231	126428	130246
归属于母公司净利润	137936	122190	126386	130203
EBITDA	268206	246272	254720	263365

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	154196	170160	174572	177357
应收账款及票据	33078	31259	32067	32907
预付款项	2924	2799	2861	2925
存货	5732	5364	5482	5605
其他流动资产	68679	56434	56335	50668
流动资产合计	264609	266016	271318	269463
长期股权投资	48491	48491	48491	48491
固定资产	6739	7739	8739	9739
无形资产	3762	3762	3762	3762
非流动资产合计	791672	826439	887385	948320
资产合计	1056281	1092456	1158703	1217783
短期借款	4303	3803	3303	2803
应付账款及票据	59685	55870	57101	58383
其他流动负债	54887	34957	35030	25956
流动负债合计	118875	94630	95434	87142
长期借款	5786	4786	3786	2786
其他长期负债	182184	184231	179231	174231
非流动负债合计	187970	189017	183017	177017
负债合计	306845	283647	278451	264159
股本	75180	75180	75180	75180
少数股东权益	1888	1929	1971	2014
股东权益合计	749436	808809	880252	953624
负债和股东权益合计	1056281	1092456	1158703	1217783

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	0.94	-8.77	2.59	2.62
EBIT 增长率	12.42	-12.22	2.95	2.97
净利润增长率	11.38	-11.42	3.43	3.02
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	53.63	51.78	51.96	52.14
净利润率	32.80	31.85	32.11	32.24
总资产收益率 ROA	13.06	11.18	10.91	10.69
净资产收益率 ROE	18.45	15.14	14.39	13.68
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.23	2.81	2.84	3.09
速动比率	2.01	2.67	2.70	2.94
现金比率	1.30	1.80	1.83	2.04
资产负债率 (%)	29.05	25.96	24.03	21.69
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	29.63	30.05	28.85	28.84
存货周转天数	11.25	10.80	10.33	10.33
总资产周转率	0.41	0.36	0.35	0.34
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.90	2.57	2.66	2.74
每股净资产	15.73	16.98	18.48	20.02
每股经营现金流	4.65	4.40	4.42	4.50
每股股利	1.28	1.16	1.20	1.23
<b>估值分析</b>				
PE	9	10	10	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.95	4.30	4.16	4.02
股息收益率 (%)	5.03	4.54	4.70	4.84

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	137982	122231	126428	130246
折旧和摊销	74606	76323	79761	83210
营运资金变动	-5777	5618	717	-2855
经营活动现金流	220891	209047	209897	213683
资本开支	-123309	-122658	-141315	-145121
投资	-57099	0	0	0
投资活动现金流	-175426	-109537	-138978	-142722
股权募资	197	0	0	0
债务募资	-32409	-21443	-7000	-7000
筹资活动现金流	-97935	-83546	-66507	-68176
现金净流量	-52155	15964	4412	2785

## 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。	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
	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：广东省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