

石油石化

2025年08月28日

中国海油 (600938)

——业绩超预期，降本增效应对油价下滑

报告原因：有业绩公布需要点评

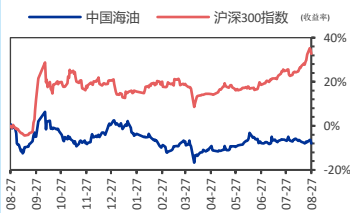
买入 (维持)

市场数据： 2025年08月27日	
收盘价(元)	25.47
一年内最高/最低(元)	33.06/23.11
市净率	1.5
股息率(分红/股价)	5.03
流通A股市值(百万元)	76,155
上证指数/深证成指	3,800.35/12,295.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日	
每股净资产(元)	16.55
资产负债率%	29.54
总股本/流通A股(百万)	47,530/2,990
流通B股/H股(百万)	-/44,540

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘子栋 A0230523110002
liuzd@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈悦 A0230524100003
chenyue@swsresearch.com

联系人

陈悦
(8621)23297818x
chenyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**25H1 公司实现营业收入 2076 亿元，同比-8%；归母净利润 695 亿元，同比-13%；扣非归母净利润 694 亿元，同比-12%。其中 25Q2 实现营业收入 1008 亿元，同比-13%，环比-6%；归母净利润 330 亿元，同比-18%，环比-10%；扣非归母净利润 323 亿元，同比-19%，环比-13%，业绩表现超出我们预期。25Q2 公司实现毛利率 52.22%，环比-2.43pct，主要由于油价在二季度大幅下滑，而公司降本增效抵消部分影响。
- **油气产量再创新高，有效抵御油价下行。**25H1 公司实现油气净产量 3.85 亿桶油当量，同比+6.1%，其中石油产量达到 2.96 亿桶，同比+6.1%；天然气产量达到 5162 亿立方英尺，同比+12%，主要得益于“深海一号”项目全面投产。我们测算 25Q2 公司实现油气净产量 1.96 亿桶油当量，其中石油产量达到 1.51 亿桶，环比+3.5%；天然气产量 2632 亿立方英尺，环比+4%，油气产量维持稳定增长。实现价格方面，25H1 公司平均实现油价 69.15 美元/桶，我们测算 25Q2 公司平均实现油价 65.77 美元/桶，环比-6.88 美元/桶，根据万得数据，同期布伦特油价下跌 8.27 美金，表明公司实现油价与布伦特油价有所收窄。公司规划 2025 年产量目标为 7.6-7.8 亿桶油当量，在增储上产推动下，公司油气产量有望不断提升，有效抵御油价下行风险。
- **桶油成本持续优化，费用率维持较低水平。**我们测算 25H1 公司桶油成本达到 26.99 美元/桶油当量，同比-0.76 美金，持续巩固成本竞争优势，其中桶油五项成本均有下滑，体现了公司优秀的成本管控能力。费用方面，25H1 公司期间费用率达到 2.6%，同比-0.55pct，主要系美元汇率变化产生较大的汇兑收益。
- **经营现金流维持较好水平，中期分红率可观。**25H1 公司实现经营现金流 1092 亿元，同比-7.9%，在油价下滑背景下，公司现金流仍然维持较好水平。资本开支方面，25H1 公司资本开支达到 576 亿，同比-8.8%，仍然维持较高水平，为增储上产提供保障。公司重视股东回报，中期拟向全体股东派发中期股息每股 0.73 港元（含税），以 8 月 27 日汇率计算，中期分红比例达到 45.6%。2025 年公司规划资本开支 1250-1350 亿元，预期未来在资本开支相对稳定的情况下，随着公司现金流的不断提升，公司分红比例有望维持较好水平。
- **投资分析意见：**我们维持 2025-2027 年盈利预测为 1399、1448、1490 亿元，对应 PE 估值分别为 9X、8X、8X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际油气价格波动；油气产量不达预期风险；HSSE 风险等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	420,506	207,608	444,457	466,070	487,684
同比增长率(%)	0.9	-8.5	5.7	4.9	4.6
归母净利润(百万元)	137,936	69,533	139,927	144,763	149,031
同比增长率(%)	11.4	-12.8	1.4	3.5	2.9
每股收益(元/股)	2.90	1.46	2.94	3.05	3.14
毛利率(%)	53.6	53.5	51.6	51.4	50.2
ROE(%)	18.5	8.8	17.0	16.0	15.0
市盈率	9		9	8	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	416,609	420,506	444,457	466,070	487,684
其中：营业收入	416,609	420,506	444,457	466,070	487,684
减：营业成本	208,794	194,993	215,116	226,513	243,084
减：税金及附加	24,331	20,276	21,334	22,371	23,409
主营业务利润	183,484	205,237	208,007	217,186	221,191
减：销售费用	3,501	3,532	3,556	3,729	3,901
减：管理费用	7,012	7,213	7,624	7,995	8,365
减：研发费用	1,605	1,711	1,808	1,896	1,984
减：财务费用	846	2,832	2,263	2,666	2,991
经营性利润	170,520	189,949	192,756	200,900	203,950
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-74	-29	-229	-229	-229
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-3,523	-8,047	-110	-110	-110
加：投资收益及其他	5,785	3,463	2,166	1,366	2,966
营业利润	172,891	189,964	194,582	201,927	206,576
加：营业外净收入	83	12	0	0	0
利润总额	172,974	189,976	194,582	201,927	206,576
减：所得税	48,884	51,994	54,608	57,116	57,495
净利润	124,090	137,982	139,974	144,811	149,081
少数股东损益	247	46	47	48	50
归属于母公司所有者的净利润	123,843	137,936	139,927	144,763	149,031

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。