

中国海油 (600938.SH)

保持战略定力，公司继续推进年中分红

事件：公司发布 2025 年半年报，公司 2025 年上半年实现营收 2076 亿元，同比下降 8.45%，归母净利润 695.33 亿元，同比下降 12.79%，其中二季度实现营收 1008 亿元，同比下降 12.62%，归母净利润 329.7 亿元，同比下降 17.6%。

□ 公司将保持战略定力，坚定信心决心，奋力攻坚克难。2025 年上半年，面对严峻复杂的外部形势和国际油价震荡下行压力，公司立足油气主业根基，以增储上产筑牢发展底气，以科技创新激活增长动能，以绿色转型拓宽发展空间，以提质增效淬炼经营韧性，有效应对市场波动，为全年目标实现奠定坚实基础。持续推进增储上产，油气勘探成果丰硕。在中国海域获得锦州 27-6 等 5 个油气新发现，成功评价秦皇岛 29-6 等大中型含油气构造，陆上非常规天然气储量稳步增长。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，进一步拓展了海外勘探潜力。扎实推进重大项目建设，油气产量再创新高。渤中 26-6 油田开发（一期）以及巴西 Buzios7、Mero4 等项目顺利投产，“深海一号”二期项目全面投产。储量动用率和采收率持续提高，中国海上在产油气田自然递减率保持在较低水平。上半年，公司净产量达 384.6 百万桶油当量，其中天然气产量大幅增长 12.0%，国内外产量均超过历史同期最优水平。聚焦科技创新驱动，数智赋能亮点纷呈。攻关增储上产关键技术，地球物理勘探技术取得突破，复杂油藏精细注水难题有效解决；全面推进优智钻完井建设，实现示范项目提速提效。强化数智转型，部署实施“AI+”重点场景，“深海一号”智慧气田获评中国首批卓越级智能工厂。坚持油气与新能源融合发展，绿色转型步履坚实。持续加强用能替代，积极回收海上火炬气，有序推广永磁电潜泵应用，油气清洁生产取得新成效。中国首个海上 CCUS 项目在恩平 15-1 平台投用；“海油观澜号”平稳运行，累计发电超 4,700 万千瓦时，新能源新产业培育取得新进展。董事会已决定派发 2025 年中期股息每股 0.73 港元（含税）。

□ 公司继续保持国际一流能源公司优势。油气资源规模大，产量增长能力行业领先。中国海油拥有丰厚的资源基础，保持稳健的产量增长势头。连续多年储量替代率保持在 130% 以上，近 8 年储量寿命稳定在 10 年，为增储上产奠定资源基础。公司持续加大开发生产力度，油气产量连续多年保持较快增长，增速位居同业公司前列。主导中国海域勘探开发，区域发展优势明显。中国海油是中国海域最主要的石油和天然气生产商，具备丰富的油气勘探开发经验，已成为中国海域盆地专家。目前，公司已在中国海域建成完善的海上生产设施和海底管网系统，将有力支撑未来区域化勘探开发。掌握海上油气勘探开发成套技术体系。中国海油已建立起完整的海上油气勘探开发生产体系，突破了 1,500 米超深水油气田开发工程模式关键技术体系，并在中深层勘探、强化水驱等增产措施、在生产油气田提高采收率、水下生产系统等关键技术领域取得积极进展，有力支持海上油气业务长远可持续发展。成本管控良好，财务表现稳健。中国海油成本管控体系完善，具备行业领先的桶油盈利能力。多年来，我们保持良好的现金流创造能力，财务状况稳健，资产负债率较低，具备较强的融资能力。具备多元化资产结构。中国海油在全球范围内布局油气资产，具备多元化的资产结构。在圭亚那 Stabroek 和巴西

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

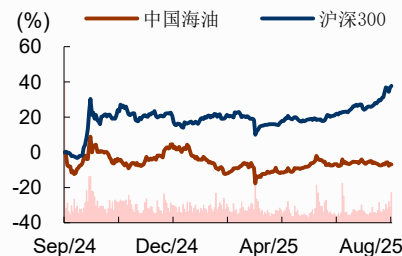
当前股价：25.68 元

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）	1220.6
流通市值（十亿元）	76.8
每股净资产（MRQ）	16.5
ROE（TTM）	16.2
资产负债率	29.5%
主要股东 中国石油天然气集团有限公司	
主要股东持股比例	0.39%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	2	-9
相对表现	-9	-14	-46



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国海油（600938）——一季度销量稳定增长，桶油成本进一步降低》
2025-05-04
- 2、《中国海油（600938）——全球油气生产巨头，高度重视股东回报》
2025-02-11

赵晨曦 S1090523010001

zhaochenxi@cmschina.com.cn

Buzios、Mero 等多个世界级油气项目持有权益，资产遍及世界二十多个国家和地区。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2025-2027 年收入分别为 4541 亿元、4854 亿元和 5097 亿元，归母净利润分别为 1456 亿元、1541 亿元和 1593 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 8.4 倍、7.9 倍和 7.7 倍。

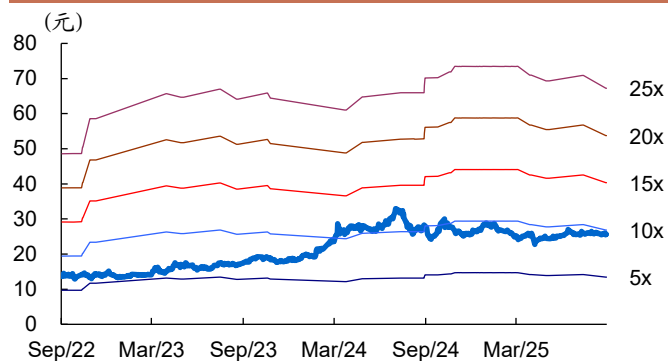
□ 风险提示：国际原油价格波动风险，行业竞争加剧的风险

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	9.9	8.8	8.4	7.9	7.7
PB	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1

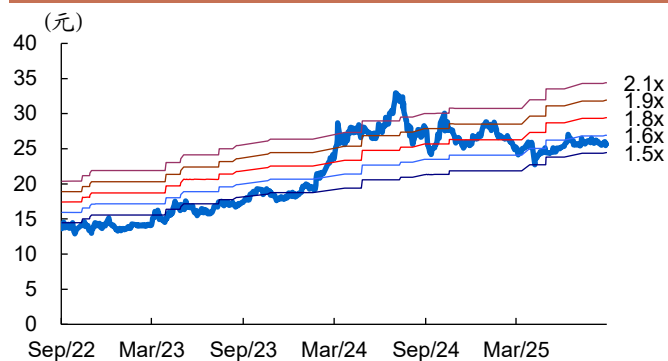
资料来源：公司数据、招商证券

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	9.9	8.8	8.4	7.9	7.7
PB	1.8	1.6	1.4	1.3	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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。