

中国海油 (600938.SH) / 中国海洋石油 (00883.HK)

2025 年半年报点评：油气产量快速增长，降本增效成果显著

买入(维持)-A / 买入(维持)-H

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	416,609	420,506	409,877	420,678	432,323
同比 (%)	(1.33)	0.94	(2.53)	2.64	2.77
归母净利润 (百万元)	123,843	137,936	141,196	144,714	149,704
同比 (%)	(12.60)	11.38	2.36	2.49	3.45
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.61	2.90	2.97	3.04	3.15
P/E (A)	9.96	8.94	8.73	8.52	8.24
P/E (H)	7.10	6.38	6.23	6.08	5.88

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年度报告。2025H1，公司实现营收 2076 亿元（同比-8.45%），实现归母净利润 695 亿元（同比-12.79%），实现扣非后归母净利润 694 亿元（同比-12.00%）。其中 2025Q2，公司实现营业收入 1008 亿元（同比-12.62%，环比-5.71%），实现归母净利润 330 亿元（同比-17.60%，环比-9.83%），实现扣非后归母净利润 323 亿元（同比-18.62%，环比-12.70%）。
- **原油实现价格同比下滑，天然气实现价格同比上升：**2025H1，国际布伦特 70.8 美元/桶（同比-15%），公司原油实现价格 69.15 美元/桶（同比-14%），与布油折价 1.7 美元/桶，折价逐渐收窄。2025H1，公司天然气实现价格 7.9 美元/千立方英尺（同比+1.4%）。
- **项目顺利投产，油气产量继续增长：**2025H1，公司实际油气净产量 385 百万桶油当量（同比+6%）。其中，石油净产量 296 百万桶（同比+4%），天然气净产量 146 亿立方米（同比+12%）。天然气产量的大幅增长主要得益于深海一号二期天然气开发项目等的贡献。公司预计 2025-2027 年产量目标分别 760-780、780-800、810-830 百万桶油当量。
- **资本支出同比减少：**2025H1，公司资本开支 576 亿元（同比-9%），资本支出完成情况良好。2025 年，公司预计资本支出预算 1250-1350 亿元。其中，勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%；中国、海外预计分别占 68%、32%。
- **桶油成本控制优异：**2025H1，公司桶油主要成本 26.94 美元/桶（同比-2.9%）。2024 年，公司桶油主要成本 28.52 美元/桶，同比-0.31 美元/桶（同比-1.1%）。
- **公司注重股东回报：**2025H1，公司计划每股派发股息 0.73 港元，股息支付率达 45.5%，同比基本持平，达历史同期第二。根据我们最新预测，公司 2025 年归母净利润 1412 亿元，按照 2025 年全年分红比例 45%，合计派息约 635 亿元，按 2025 年 9 月 1 日收盘价，中海油 A 股股息率为 5.2%；中海油 H 股税前股息率为 7.3%，按 10%扣税，税后股息率为 6.6%，按 28%扣税，税后股息率为 5.3%。
- **盈利预测与投资评级：**根据公司增储上产&新项目推进情况&油价情况，我们调整盈利预测，2025-2027 年公司归母净利润分别为 1412、1447、1497 亿元（前值为 1384、1418、1467 亿元），按 2025 年 9 月 1 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 8.7、8.5、8.2 倍，对应 H 股 PE 分别 6.2、6.1、5.9 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期。

2025 年 09 月 02 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书：S0600525070005

zhoushm@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

人民币/港币	600938 SH	00883 HK
收盘价	25.94	19.95
52 周价格范围	23.23/31.47	15.62/22.05
市净率 (倍)	1.57	1.21
市值 (百万)	1,232,927.01	948,222.58

相关研究

《中国海油(600938)：2025 年一季度点评：油气产量稳步增长，继续高质量发展》

2025-05-01

《中国海油(600938)：2024 年报点评：增储上产，提高股东回报》

2025-03-29

中国海油三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	264,609	265,536	281,343	294,094	营业总收入	420,506	409,877	420,678	432,323
货币资金及交易性金融资产	199,967	198,784	213,366	224,191	营业成本(含金融类)	194,993	192,890	198,642	203,595
经营性应收款项	36,585	39,368	38,904	41,532	税金及附加	20,276	18,444	18,930	19,455
存货	5,732	6,056	6,083	6,358	销售费用	3,532	3,279	3,365	3,459
合同资产	0	0	0	0	管理费用	7,213	6,558	6,731	6,917
其他流动资产	22,325	21,328	22,989	22,013	研发费用	1,711	1,640	1,683	1,729
非流动资产	791,672	858,888	922,146	984,292	财务费用	2,832	241	(164)	(924)
长期股权投资	48,491	49,491	50,491	51,491	加:其他收益	966	1,230	1,262	1,297
固定资产及使用权资产	17,409	54,970	81,336	99,288	投资净收益	2,497	4,099	4,207	4,323
在建工程	157,278	118,334	89,125	67,219	公允价值变动	4,597	100	50	50
无形资产	3,762	4,762	5,262	5,762	减值损失	(8,076)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
商誉	15,285	16,785	16,785	16,785	资产处置收益	31	41	42	43
长期待摊费用	767	967	1,167	1,367	营业利润	189,964	190,794	195,550	202,306
其他非流动资产	548,680	613,580	677,980	742,380	营业外净收支	12	50	48	37
资产总计	1,056,281	1,124,425	1,203,489	1,278,386	利润总额	189,976	190,844	195,599	202,343
流动负债	118,875	115,809	121,657	120,493	减:所得税	51,994	49,619	50,856	52,609
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,348	22,348	22,348	22,348	净利润	137,982	141,224	144,743	149,734
经营性应付款项	59,685	58,193	63,200	61,219	减:少数股东损益	46	28	29	30
合同负债	508	1,929	1,986	2,036	归属母公司净利润	137,936	141,196	144,714	149,704
其他流动负债	36,334	33,339	34,122	34,890	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.90	2.97	3.04	3.15
非流动负债	187,970	178,170	168,370	158,570	EBIT	193,600	188,295	192,588	198,465
长期借款	5,786	5,786	5,786	5,786	EBITDA	268,206	262,178	267,930	274,919
应付债券	55,457	45,457	35,457	25,457	毛利率(%)	53.63	52.94	52.78	52.91
租赁负债	8,296	8,496	8,696	8,896	归母净利率(%)	32.80	34.45	34.40	34.63
其他非流动负债	118,431	118,431	118,431	118,431	收入增长率(%)	0.94	(2.53)	2.64	2.77
负债合计	306,845	293,979	290,027	279,063	归母净利润增长率(%)	11.38	2.36	2.49	3.45
归属母公司股东权益	747,548	828,530	911,517	997,348					
少数股东权益	1,888	1,916	1,945	1,975					
所有者权益合计	749,436	830,446	913,462	999,323					
负债和股东权益	1,056,281	1,124,425	1,203,489	1,278,386					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	220,891	210,466	224,697	222,489	每股净资产(元)	15.73	17.43	19.18	20.98
投资活动现金流	(175,426)	(140,910)	(136,303)	(136,197)	ROIC(%)	17.26	15.89	15.02	14.35
筹资活动现金流	(97,935)	(73,839)	(74,862)	(76,517)	ROE-摊薄(%)	18.45	17.04	15.88	15.01
现金净增加额	(52,155)	(4,283)	13,532	9,775	资产负债率(%)	29.05	26.14	24.10	21.83
折旧和摊销	74,606	73,884	75,342	76,454	P/E (A)	8.94	8.73	8.52	8.24
资本开支	(123,309)	(139,909)	(137,910)	(137,920)	P/B (A)	1.65	1.49	1.35	1.24
营运资本变动	(5,777)	(5,177)	4,624	(3,090)	EV/EBITDA	5.00	4.44	4.26	4.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

注: 首页盈利预测与估值表格、三大财务预测表都为中海油 A 股模型数据, 首页 P/E (H) 采用中海油 H 股 2025 年 9 月 1 日收盘价计算, 港元兑人民币汇率 0.93。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>