

2025 年 09 月 02 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

油价下行拖累业绩，增储上产筑牢资源护城河

—中国海油（600938.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：高铭谦 S1050124080006

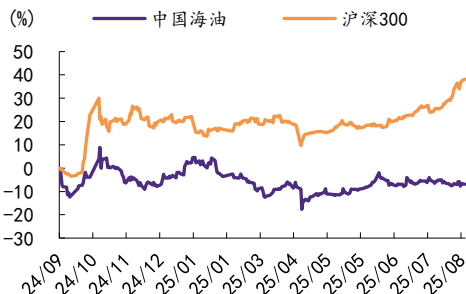
gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2025-09-01

当前股价（元）	25.94
总市值（亿元）	12329
总股本（百万股）	47530
流通股本（百万股）	2990
52 周价格范围（元）	23.23-31.47
日均成交额（百万元）	1127.69

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《中国海油（600938）：油气产量和储量双增，成本持续下降》2025-04-09
- 2、《中国海油（600938）：Q3 油气产量提升，优质多元资产支撑稳健经营》2024-11-13
- 3、《中国海油（600938）：上半年业绩创历史同期最好水平，现金流持续健康》2024-08-29

中国海油发布 2025 年半年度业绩报告：2025 年上半年公司实现营业总收入 2076.08 亿元，同比下降 8.45%；实现归母净利润 695.33 亿元，同比下降 12.79%。其中，公司 2025Q2 单季度实现营业收入 943.53 亿元，同比下降 15.35%，环比下降 3.44%；实现归母净利润 316.48 亿元，同比下降 15.80%，环比下降 1.45%。

投资要点

■ 油价下跌拖累营收，增储上产韧性凸显

中国海油是世界最大的独立油气勘探开发公司之一。2025 上半年油价下行，公司油气销售业务实现营业收入 1717.45 亿元，同比下降 7.22%，油气销售毛利率同比下降 2.19pct。公司石油液体实现价格从 2024 年上半年的 80.32 美元/桶下降至 2025 年上半年的 69.15 美元/桶。为了应对油价下行，公司持续增储上产，通过销量增长冲抵低油价不利影响。2025 上半年公司油气净产量达 3.85 亿桶油当量，同比上升 6.1%，其中天然气产量大幅上升 12.0%，油气占比持续优化。从贸易板块来看，2025 上半年实现营业收入 310.58 亿元，同比下降 15.21%。公司贸易业务主要涉及原油转口贸易，全球能源市场供需宽松，导致贸易业务的成交量和价格均受到压制，叠加油价下跌进一步压缩了贸易业务的利润空间。

■ 费用稳中有降，现金流管理增效显著

期间费用方面，公司 2025 年上半年销售/管理/财务/研发费用率分别同比变化+0.12/+0.14/-0.82/0pct，整体稳中有降。其中公司上半年销售及管理费用为人民币 53.29 亿元，比去年同期增加 2.1%，主要是公司油气销量上升带来的相关成本增加。现金流方面，公司 2025 年上半年经营活动产生的现金流量净额为人民币 1091.82 亿元，同比下降 7.9%，主要是国际油价下降带来的油气销售现金流入减少所致；投资活动产生的现金流量净流出额为人民币 737.83 亿元，同比减少

了 6.4%，原因是处置子公司收到的现金流入增加；2025 年上半年融资活动产生的现金流量净流出额为人民币 224.51 亿元，同比减少了 26.0%，主要原因是本期偿还债务支付的现金同比减少。总的来说，尽管国际油价下降对经营现金流造成了一定影响，但公司通过优化投资和融资策略，有效缓解了现金流的压力。

■ 储量稳健增长，新能源转型提速

2025 年上半年，面对复杂严峻的外部环境和国际油价震荡下行的挑战，公司聚焦油气主业，通过增储上产夯实资源基础，以科技创新驱动效率提升，积极推动绿色转型，持续深化提质增效，增强了整体运营韧性。在勘探领域，公司在中国海域取得 5 个新发现，成功评价多个大中型构造，陆上非常规气储量稳步增长。海外布局进一步扩展至圭亚那深水及哈萨克斯坦新区块。科技与数字化方面，公司突破地球物理勘探和油藏精细灌水等关键技术，推进“AI+”场景应用与智能工厂建设。同时，公司积极推进绿色转型，实践海上 CCUS、火炬气回收等清洁生产措施，海上浮式风电项目稳定发电，新能源业务取得实质性进展。

■ 盈利预测

公司积极增储上产，资源护城河进一步拓展。公司积攒的油气储量将逐步转化为产量优势并在后续油价恢复周期中释放业绩。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1371、1393、1463 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.9、8.8、8.3 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

油价大幅下跌；新项目不及预期；年产量不及预期；公允价值变动净收益的不确定性；汇率波动影响。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	420,506	423,925	436,475	461,025
增长率（%）	0.9%	0.8%	3.0%	5.6%
归母净利润（百万元）	137,936	137,115	139,336	146,253
增长率（%）	11.4%	-0.6%	1.6%	5.0%
摊薄每股收益（元）	2.90	2.88	2.93	3.08
ROE（%）	18.4%	17.0%	16.2%	15.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	154,196	217,743	281,698	350,284
应收款	33,078	33,347	34,334	36,265
存货	5,732	6,634	6,955	7,432
其他流动资产	71,603	71,813	72,584	74,092
流动资产合计	264,609	329,537	395,571	468,073
非流动资产：				
金融类资产	45,771	45,771	45,771	45,771
固定资产	6,739	100,657	131,693	138,012
在建工程	157,278	62,911	25,164	10,066
无形资产	3,762	3,574	3,386	3,207
长期股权投资	48,491	48,491	48,491	48,491
其他非流动资产	575,402	575,402	575,402	575,402
非流动资产合计	791,672	791,035	784,136	775,178
资产总计	1,056,281	1,120,572	1,179,707	1,243,251
流动负债：				
短期借款	4,303	4,303	4,303	4,303
应付账款、票据	59,685	69,080	72,420	77,383
其他流动负债	54,379	54,379	54,379	54,379
流动负债合计	118,875	128,274	131,629	136,622
非流动负债：				
长期借款	61,243	61,243	61,243	61,243
其他非流动负债	126,727	126,727	126,727	126,727
非流动负债合计	187,970	187,970	187,970	187,970
负债合计	306,845	316,244	319,599	324,592
所有者权益				
股本	47,567	47,530	47,530	47,530
股东权益	749,436	804,328	860,109	918,659
负债和所有者权益	1,056,281	1,120,572	1,179,707	1,243,251

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	137982	137161	139383	146302
少数股东权益	46	46	46	49
折旧摊销	71990	637	6889	8949
公允价值变动	4597	4597	4597	4597
营运资金变动	6276	8018	1276	1077
经营活动现金净流量	220891	150459	152191	160974
投资活动现金净流量	-175426	449	6710	8780
筹资活动现金净流量	18082	-82269	-83602	-87752
现金流量净额	63,547	68,639	75,300	82,001

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	420,506	423,925	436,475	461,025
营业成本	194,993	205,246	215,551	230,584
营业税金及附加	20,276	20,441	21,046	22,230
销售费用	3,532	3,561	3,666	3,872
管理费用	7,213	7,272	7,487	7,908
财务费用	2,832	-3,169	-4,959	-6,880
研发费用	1,711	1,725	1,776	1,876
费用合计	15,288	9,389	7,970	6,776
资产减值损失	-8,047	-8,047	-8,047	-8,047
公允价值变动	4,597	4,597	4,597	4,597
投资收益	2,497	2,497	2,497	2,497
营业利润	189,964	188,833	191,892	201,419
加：营业外收入	398	398	398	398
减：营业外支出	386	386	386	386
利润总额	189,976	188,845	191,904	201,431
所得税费用	51,994	51,685	52,522	55,129
净利润	137,982	137,161	139,383	146,302
少数股东损益	46	46	46	49
归母净利润	137,936	137,115	139,336	146,253

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	0.9%	0.8%	3.0%	5.6%
归母净利润增长率	11.4%	-0.6%	1.6%	5.0%
盈利能力				
毛利率	53.6%	51.6%	50.6%	50.0%
四项费用/营收	3.6%	2.2%	1.8%	1.5%
净利率	32.8%	32.4%	31.9%	31.7%
ROE	18.4%	17.0%	16.2%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	29.0%	28.2%	27.1%	26.1%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	12.7	12.7	12.7	12.7
存货周转率	34.0	34.0	34.0	34.0
每股数据(元/股)				
EPS	2.90	2.88	2.93	3.08
P/E	8.9	8.9	8.8	8.3
P/S	2.9	2.9	2.8	2.6
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。