

公司研究 | 点评报告 | 中国海油（600938.SH）

油价下行，增量降本凸显盈利韧性

报告要点

公司发布 2025 年半年报，2025 上半年公司实现营业收入 2076 亿元，同比减少 8.45%；归母净利润 695 亿元，同比减少 12.79%；扣非归母净利润 694 亿元，同比减少 12%。其中 2025 单二季度实现营业收入 1008 亿元，同比减少 12.62%；归母净利润 330 亿元，同比减少 17.6%；扣非归母净利润 323 亿元，同比减少 18.62%。油气净产量稳步提高，实现油价跌幅低于市场，业绩变化幅度优于同期油价波动；降本增效持续推进，桶油主要成本优势凸显；展望未来，油价中枢有望中高位运行，且公司产量稳步增长；注重股东回报，分红率持续提升。

分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009

SFC: BUT964



王岭峰

SAC: S0490521080001

SFC: BWF918

中国海油（600938.SH）

2025-08-31

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

油价下行，增量降本凸显盈利韧性

事件描述

公司发布 2025 年半年报，2025 上半年公司实现营业收入 2076 亿元，同比减少 8.45%；归母净利润 695 亿元，同比减少 12.79%；扣非归母净利润 694 亿元，同比减少 12%。其中 2025 单二季度实现营业收入 1008 亿元，同比减少 12.62%；归母净利润 330 亿元，同比减少 17.6%；扣非归母净利润 323 亿元，同比减少 18.62%。

事件评论

- **油气净产量稳步提高，实现油价跌幅低于市场，业绩变化幅度优于同期油价波动。**2025 年上半年，油气净产量再创历史同期新高，达 384.6 百万桶油当量，同比上升 6.1%。其中，中国净产量 266.5 百万桶油当量，同比上升 7.6%，主要得益于“深海一号”二期等项目的产量贡献；海外净产量 118.1 百万桶油当量，同比上升 2.8%，主要是巴西和圭亚那项目的贡献。2025 年上半年布油均价为 70.81 美元/桶，同比下跌 15.09%，同期公司实现油价达到 69.15 美元/桶，同比下跌 13.91%，低于同期布油均价跌幅，且公司实现气价为 7.9 美元/千立方英尺，同比上升 1.4%。最终 2025 年上半年实现归母净利润 365.63 亿元，同比下降 7.9%，优于同期国际油价波动，油价下行期间盈利韧性凸显。
- **降本增效持续推进，桶油主要成本优势凸显。**公司把成本管控贯穿于勘探、开发、生产的全过程，并积极推动技术和管理创新，逐步建立和巩固了在行业的成本竞争优势，桶油成本远低于同行业可比公司。2025 年上半年通过增储上产实现规模效应，协同降本提升作业效率，严格把控项目成本支出，桶油主要成本为 26.94 美元，同比下降 2.92%，其中除所得税外的其他税金下降 10.98%，主要是国际油价下降。总体而言，成本优势持续巩固凸显了公司在油价下行期的韧性。
- **展望未来，油价中枢有望中高位运行，且公司产量稳步增长。**展望未来，油价中枢在美国产量增量有限叠加 OPEC 减产挺价背景下中枢仍有望在 60 美元/桶以上。中国海油 2025-2027 年油气净产量目标为 760-780、780-800、810-830 百万桶油当量，按中枢计算同比增速分别为 5.9%、2.6%、3.8%，且公司实际增速或将超出指引水平。
- **注重股东回报，分红率持续提升。**公司一贯重视股东回报，并保持每年 2 次派息，2024 年总计派息 1.40 港元/股，分红比例约 44.7%，合计派息约 665.42 亿港元。据公司战略指引披露，2025-2027 年，在获股东大会批准的前提下，全年股息支付率不低于 45%。2025 年中期拟向全体股东派发中期股息每股 0.73 港元（含税），中期分红比例达到 45.5%，另外，2025 年 4 月 9 日公司公告，未来 12 个月内将增持公司 A 股及港股股份金额达到 20-40 亿人民币。
- 预计公司 2025-2027EPS 分别为 2.83 元、2.93 元和 2.98 元。对应 2025 年 8 月 29 日收盘价的 PE 分别为 9.09X、8.75X 和 8.61X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、国际油价大幅下跌；
- 2、地缘政治风险。

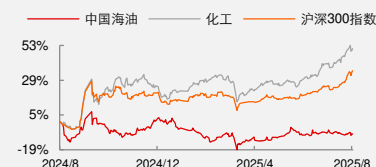
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	25.68
总股本(万股)	4,752,995
流通A股/B股(万股)	299,000/0
每股净资产(元)	16.55
近12月最高/最低价(元)	33.06/23.11

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《油气产量稳步增长，成本优势巩固体现韧性》
2025-05-01
- 《增储上产持续推动，盈利分红逆势提升》2025-04-03
- 《Q3 油价下行，产量稳健增长利润逆势提升》
2024-10-30


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

1、国际油价大幅下跌。原油作为大宗商品，其价格受到全球经济增长率、地缘、政治、金融、供需等诸多因素影响，表现出较强的周期性和波动性。在油价低迷时期，油公司会相应减少资本支出。如果油价继续下跌或持续处于低点，将会抑制公司的收入及盈利能力。

2、地缘政治风险。若公司经营所在国出现政治或经济不稳定的情形，与之相关的国际行动、动乱和罢工、政局不稳、战争和恐怖主义行为等，可能会对公司的财务状况和经营结果产生负面影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	420506	403555	408391	421846	货币资金	154196	219071	287322	361850
营业成本	194993	194993	192937	202715	交易性金融资产	45771	50771	55771	60771
毛利	225513	208562	215454	219131	应收账款	32918	31591	31970	33023
%营业收入	54%	52%	53%	52%	存货	5732	5965	5902	6201
营业税金及附加	20276	18160	18378	18983	预付账款	2924	3900	3859	4054
%营业收入	5%	5%	5%	5%	其他流动资产	21554	22186	22530	22891
销售费用	3532	3228	3267	3375	流动资产合计	263095	333483	407353	488790
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	48491	48591	48591	48591
管理费用	7213	6053	6126	6328	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	6739	6468	6197	5926
研发费用	1711	1291	1307	1350	无形资产	3762	2955	2348	1741
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	15285	15285	15285	15285
财务费用	2832	1874	1630	1449	递延所得税资产	25465	25465	25465	25465
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	693444	690069	686569	683069
加: 资产减值损失	-8047	-4500	-4500	-4500	资产总计	1056281	1122316	1191808	1268867
信用减值损失	-29	0	0	0	短期贷款	4303	3000	2700	2300
公允价值变动收益	4597	0	0	0	应付款项	59685	59685	59056	62049
投资收益	2497	3482	3524	3640	预收账款	0	0	0	0
营业利润	189964	177918	184764	187812	应付职工薪酬	2302	2230	2242	2337
%营业收入	45%	44%	45%	45%	应交税费	19949	20877	20543	21421
营业外收支	12	48	48	48	其他流动负债	32656	33217	33186	33639
利润总额	189976	177966	184811	187860	流动负债合计	118895	119010	117728	121746
%营业收入	45%	44%	45%	45%	长期借款	5786	5776	5776	5776
所得税费用	51994	43602	45279	46026	应付债券	55457	47457	41457	36457
净利润	137982	134364	139532	141834	递延所得税负债	12521	12521	12521	12521
归属于母公司所有者的净利润	137936	134297	139463	141763	其他非流动负债	114186	114186	114186	114186
少数股东损益	46	67	70	71	负债合计	306845	298950	291668	290686
EPS (元)	2.90	2.83	2.93	2.98	归属于母公司所有者权益	747548	821411	898116	976086
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1888	1955	2025	2096
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	749436	823366	900141	978181
经营活动现金流净额	220891	140228	141605	147721	负债及股东权益	1056281	1122316	1191808	1268867
取得投资收益收回现金	4982	3482	3524	3640	基本指标				
长期股权投资	2761	-100	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	201	-137	-337	-337	每股收益	2.90	2.83	2.93	2.98
其他	-183370	-7078	-5953	-5953	每股经营现金流	4.65	2.95	2.98	3.11
投资活动现金流净额	-175426	-3833	-2766	-2650	市盈率	10.17	9.09	8.75	8.61
债券融资	-21455	-8000	-6000	-5000	市净率	1.88	1.49	1.36	1.25
股权融资	197	0	0	0	EV/EBITDA	5.01	5.99	5.38	4.88
银行贷款增加 (减少)	-5572	-1313	-300	-400	总资产收益率	13.1%	12.0%	11.7%	11.2%
筹资成本	-65723	-62308	-64388	-65243	净资产收益率	18.5%	16.3%	15.5%	14.5%
其他	-5382	100	100	100	净利率	32.8%	33.3%	34.1%	33.6%
筹资活动现金流净额	-97935	-71521	-70588	-70543	资产负债率	29.0%	26.6%	24.5%	22.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-52470	64875	68251	74528	总资产周转率	0.40	0.36	0.34	0.33

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。