

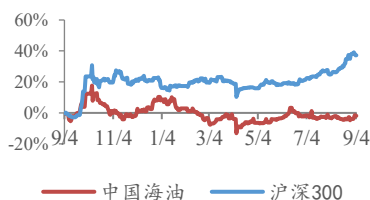
## 25H1 业绩符合预期，产量增长抵消油价波动影响

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-04

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 26.24       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 31.47/23.23 |
| 总股本 A+H（百万股）    | 47,530      |
| 流通股本 A（百万股）     | 2,990       |
| 流通股比例（%）        | 6.29        |
| 总市值 A+H（亿元）     | 1,1992      |
| 流通市值 A（亿元）      | 785         |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

### 相关报告

- 油气净产量稳步增长，成本竞争优势巩固 2025-05-20
- 产量大幅增长，承诺分红率提高 2025-04-01
- 油气产量达到历史新高，桶油成本控制良好 2024-10-28

### 主要观点：

#### ● 事件描述

8月27日，中国海油发布2025年半年报，上半年实现营收2,076.08亿元，同比-8.45%；实现归母净利润695.33亿元，同比-12.79%；实现扣非归母净利润693.53亿元，同比-12.43%。其中，第二季度实现营收1007.54亿元，同比/环比-12.62%/-5.71%，实现归母净利润329.70亿元，同比/环比-17.60%/-9.83%；实现扣非净利润323.26亿元，同比/环比-18.62%/-12.70%。

#### ● 油气净产量稳步增长，成本竞争优势得到巩固

公司油气净产量稳步增长，部分抵消油价下跌的影响。产量方面，2025年上半年公司实现净产量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%，主要得益于巴西和圭亚那项目带来的产量增长。上半年，公司石油液体和天然气产量占比分别为77.0%和23.0%。石油液体产量同比增长4.5%，主要得益于渤中19-2和渤中19-6等油气田产量贡献；天然气产量同比上升12.0%，主要得益于“深海一号”二期全面投产带来的产量贡献。

价格方面，25Q2布伦特原油期货均价为66.71美元/桶，同比下降21.55%，环比下降11.03%；二季度内公司的平均实现油价为69.15美元/桶，同比下降13.9%；平均实现气价为7.90美元/千立方英尺，同比上升1.4%。在此国际背景下，2025上半年油气销售收入约人民币1717.45亿元，同比下降7.2%，原油实现价格下跌，但油气销量上升部分抵销了部分油价下跌的影响。

桶油成本竞争优势得到进一步巩固。在桶油价格呈下跌趋势的背景下，中国海油凭借较低的桶油生产成本和国际领先的生产技术，坚持增储上产、降本增效，盈利和生产能力处于领先水平。2025上半年，桶油作业费用为6.76美元/桶，较去年同期的6.81美元/桶减少0.7%，得益于公司的成本管控成效日益显著；桶油折旧、折耗和摊销费用为13.89美元/桶，比去年同期的13.94美元/桶减少0.4%，处于行业平均水平且呈下降趋势。桶油主要成本管控良好，进一步巩固其成本竞争优势。

#### ● 积极推进新项目投产

2025年上半年，中国海域共获得5个新发现，分别为龙口25-1、锦州27-6、曹妃甸22-3、涠洲10-5和涠洲10-5南，并成功评价18个含油气构造。其中，在渤海湾盆地获得新发现锦州27-6和曹妃甸22-3，分别展现了古近系岩性领域广阔的勘探前景和浅层岩性良好的勘探前景；在北部湾盆地获得新发现涠洲10-5南，实现了中国南海海域首个变质岩潜山

勘探领域的重大突破。陆上非常规天然气勘探进展顺利，储量稳步增长。在海外，公司围绕战略重点区积极布局。伊拉克 Block7 区块石油合同和哈萨克斯坦 Zhylyoi 区块石油合同于期内签署并生效。圭亚那深水立体勘探持续增储，为该区块后续开发夯实资源基础。计划年内投产的新项目中，渤中 26-6 油田开发项目（一期）、曹妃甸 6-4 油田综合调整项目、番禺 10/11 区块联合开发项目、文昌 19-1 油田二期项目、文昌 9-7 油田开发项目、涠洲 5-3 油田开发项目、旅大 5-2 北油田 II 期开发项目、东方 29-1 气田开发项目以及巴西 Buzios7 项目和 Mero4 项目已成功投产。深海一号二期项目全面投产，带动天然气产量大幅增长。涠洲 11-4 油田调整及围区开发项目等建设稳步推进。2025 年上半年中国海油资本支出约人民币 576 亿元，同比下降 8.8%。

### ● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1403.73、1463.24、1545.21 亿元。对应 PE 分别为 8.88、8.52、8.07 倍，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

新项目进度不及预期；

行业政策变化；

原油天然气价格大幅波动。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 420506 | 420597 | 437401 | 457110 |
| 收入同比 (%)  | 0.9%   | 0.0%   | 4.0%   | 4.5%   |
| 归属母公司净利润  | 137936 | 140373 | 146324 | 154521 |
| 净利润同比 (%) | 11.4%  | 1.8%   | 4.2%   | 5.6%   |
| 毛利率 (%)   | 53.6%  | 54.2%  | 54.4%  | 54.5%  |
| ROE (%)   | 18.5%  | 17.7%  | 16.7%  | 15.9%  |
| 每股收益 (元)  | 2.90   | 2.95   | 3.08   | 3.25   |
| P/E       | 10.18  | 8.88   | 8.52   | 8.07   |
| P/B       | 1.88   | 1.57   | 1.42   | 1.29   |
| EV/EBITDA | 5.00   | 5.09   | 4.97   | 4.31   |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表          |         |         |         |         | 利润表             |        |        |        |        |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         | 单位:百万元          |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 会计年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| <b>流动资产</b>    | 264609  | 263274  | 336577  | 390657  | <b>营业收入</b>     | 420506 | 420597 | 437401 | 457110 |
| 现金             | 154196  | 149438  | 214904  | 269046  | 营业成本            | 194993 | 192826 | 199492 | 207970 |
| 应收账款           | 32918   | 35583   | 37650   | 37755   | 营业税金及附加         | 20276  | 21183  | 22889  | 22994  |
| 其他应收款          | 5608    | 3457    | 7021    | 3850    | 销售费用            | 3532   | 3470   | 3653   | 3809   |
| 预付账款           | 2924    | 2965    | 3044    | 3163    | 管理费用            | 7213   | 6875   | 7338   | 7661   |
| 存货             | 5732    | 6063    | 6201    | 6632    | 财务费用            | 2832   | 3130   | 3403   | 2472   |
| 其他流动资产         | 63231   | 65768   | 67757   | 70211   | 资产减值损失          | -8047  | -1980  | -990   | -1485  |
| <b>非流动资产</b>   | 791672  | 824190  | 840154  | 863992  | 公允价值变动收益        | 4597   | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 48491   | 48273   | 46784   | 45930   | 投资净收益           | 2497   | 3629   | 3774   | 3534   |
| 固定资产           | 6739    | 6720    | 6548    | 6431    | <b>营业利润</b>     | 189964 | 194124 | 202714 | 213521 |
| 无形资产           | 3762    | 3744    | 3770    | 3774    | 营业外收入           | 398    | 356    | 421    | 392    |
| 其他非流动资产        | 732680  | 765453  | 783053  | 807857  | 营业外支出           | 386    | 376    | 396    | 386    |
| <b>资产总计</b>    | 1056281 | 1087463 | 1176731 | 1254649 | <b>利润总额</b>     | 189976 | 194104 | 202739 | 213527 |
| <b>流动负债</b>    | 118875  | 112866  | 128581  | 121726  | 所得税             | 51994  | 53630  | 56266  | 58899  |
| 短期借款           | 4303    | 4303    | 4303    | 4282    | <b>净利润</b>      | 137982 | 140474 | 146473 | 154628 |
| 应付账款           | 59685   | 52796   | 65871   | 58845   | 少数股东损益          | 46     | 101    | 149    | 107    |
| 其他流动负债         | 54887   | 55767   | 58406   | 58598   | <b>归属母公司净利润</b> | 137936 | 140373 | 146324 | 154521 |
| <b>非流动负债</b>   | 187970  | 178838  | 169705  | 160429  | EBITDA          | 268206 | 232043 | 222411 | 241699 |
| 长期借款           | 5786    | 5786    | 5786    | 5786    | EPS (元)         | 2.90   | 2.95   | 3.08   | 3.25   |
| 其他非流动负债        | 182184  | 173052  | 163919  | 154643  |                 |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 306845  | 291703  | 298286  | 282155  |                 |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 1888    | 1989    | 2138    | 2244    |                 |        |        |        |        |
| 股本             | 75180   | 75180   | 75180   | 75180   |                 |        |        |        |        |
| 资本公积           | 2851    | 2851    | 2851    | 2851    |                 |        |        |        |        |
| 留存收益           | 669517  | 715740  | 798276  | 892218  |                 |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益      | 747548  | 793771  | 876307  | 970249  |                 |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1056281 | 1087463 | 1176731 | 1254649 |                 |        |        |        |        |

| 现金流量表          |         |        |        |        | 主要财务比率      |       |       |       |       |
|----------------|---------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |         |        |        |        | 会计年度        |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2024A       | 2025E | 2026E | 2027E |       |
| <b>经营活动现金流</b> | 220891  | 169487 | 173980 | 176634 | <b>成长能力</b> |       |       |       |       |
| 净利润            | 137982  | 140474 | 146473 | 154628 | 营业收入        | 0.9%  | 0.0%  | 4.0%  | 4.5%  |
| 折旧摊销           | 74606   | 36395  | 19033  | 27735  | 营业利润        | 9.9%  | 2.2%  | 4.4%  | 5.3%  |
| 财务费用           | 2832    | 2172   | 1898   | 1621   | 归属于母公司净利润   | 11.4% | 1.8%  | 4.2%  | 5.6%  |
| 投资损失           | -2498   | -3629  | -3774  | -3534  | <b>获利能力</b> |       |       |       |       |
| 营运资金变动         | -5777   | -7968  | 9341   | -5316  | 毛利率 (%)     | 53.6% | 54.2% | 54.4% | 54.5% |
| 其他经营现金流        | 157505  | 150485 | 138142 | 161443 | 净利率 (%)     | 32.8% | 33.4% | 33.5% | 33.8% |
| <b>投资活动现金流</b> | -175426 | -68781 | -33687 | -50984 | ROE (%)     | 18.5% | 17.7% | 16.7% | 15.9% |
| 资本支出           | -123309 | -69784 | -36106 | -52918 | ROIC (%)    | 16.7% | 16.1% | 15.4% | 14.9% |
| 长期投资           | -57099  | -2501  | -1229  | -1529  | <b>偿债能力</b> |       |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 4982    | 3503   | 3648   | 3463   | 资产负债率 (%)   | 29.0% | 26.8% | 25.3% | 22.5% |
| <b>筹资活动现金流</b> | -97935  | -74482 | -76886 | -80463 | 净负债比率 (%)   | 40.9% | 36.7% | 34.0% | 29.0% |
| 短期借款           | -62     | 0      | 0      | -21    | 流动比率        | 2.23  | 2.33  | 2.62  | 3.21  |
| 长期借款           | -5510   | 0      | 0      | 0      | 速动比率        | 2.01  | 2.10  | 2.40  | 2.97  |
| 普通股增加          | 0       | 0      | 0      | 0      | <b>营运能力</b> |       |       |       |       |
| 资本公积增加         | -10     | 0      | 0      | 0      | 总资产周转率      | 0.41  | 0.39  | 0.39  | 0.38  |
| 其他筹资现金流        | -92353  | -74482 | -76886 | -80443 | 应收账款周转率     | 12.15 | 12.28 | 11.95 | 12.12 |
| <b>现金净增加额</b>  | -52155  | 26224  | 63407  | 45187  | 应付账款周转率     | 3.22  | 3.43  | 3.36  | 3.34  |

| 每股指标 (元)  |       |       |       |       | 估值比率      |       |      |      |      |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|------|------|------|
| 每股收益      | 2.90  | 2.95  | 3.08  | 3.25  | P/E       | 10.18 | 8.88 | 8.52 | 8.07 |
| 每股经营现金流薄) | 4.65  | 3.57  | 3.66  | 3.72  | P/B       | 1.88  | 1.57 | 1.42 | 1.29 |
| 每股净资产     | 15.73 | 16.70 | 18.44 | 20.41 | EV/EBITDA | 5.00  | 5.09 | 4.97 | 4.31 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。