

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国石油 (601857. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘红光 石化行业联席首席分析师
执业编号: S1500525060002
邮箱: liuhongguang@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师
执业编号: S1500524040001
联系电话: 13261695353
邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

油价中枢下移，油气龙头全产业链抗风险能力突出

2025 年 10 月 31 日

事件: 2025 年 10 月 30 日晚，中国石油发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 21,692.56 亿元，同比下降 3.86%；实现归母净利润 1,262.94 亿元，同比下降 4.70%；实现扣非后归母净利润 1268.74 亿元，同比下降 6.40%；实现基本每股收益 0.69 元，同比下降 4.9%。

其中，第三季度公司实现营业收入 7,191.57 亿元，同比增长 2.38%，环比增长 3.18%；实现归母净利润 422.87 亿元，同比下降 3.70%，环比增长 13.72%；实现扣非后归母净利润 427.58 亿元，同比下降 2.2%，环比增长 13.86%；实现基本每股收益 0.23 元，同比下降 3.9%，环比增长 15.00%。

点评:

- **油价中枢下行，勘探开发板块对业务带来一定拖累。油价端，**进入 2025 年，在宏观存有一定压力而产业支撑相对不足的大背景下，上半年原油市场运行疲弱、价格重心不断下移；第三季度受国际贸易争端降级、地缘局势频繁扰动以及美国石油去库周期影响，国际油价整体企稳运行。2025 年前三季度布伦特平均油价为 70 美元/桶，同比下跌 15%，其中第三季度平均油价为 68 美元/桶，环比上涨 2%。受油价中枢下行影响，公司前三季度业绩有所回落，但整体业绩跌幅小于油价跌幅，公司抗风险能力突出。**分板块盈利看，**前三季度公司油气及新能源、炼化及新材料、销售板块、天然气销售板块分别实现经营利润人民币 1251、162、116、313 亿元，同比-192、+10、-13、+60 亿元，其中第三季度各板块分别实现经营利润 394、52、41、127 亿元，环比-2、-5、+15、+75 亿元。总体来看，前三季度受油价下跌影响，公司上游油气及新能源业务对公司业绩带来拖累，炼化板块盈利有所修复，销售板块仍相对疲软，天然气板块业绩贡献提升明显。
- **油气产量持续增长，降本增效进一步深化。**2025 年前三季度公司进一步加大国内勘探开发力度，持续优化海外业务结构和资产布局，有效推动油气增储上产。**油气方面，**2025 年前三季度，公司实现油气当量产量 1,377.2 百万桶，同比增长 2.6%，其中原油产量 714.3 百万桶，同比增长 0.8%，天然气产量 662.9 百万桶油当量，同比增长 4.6%，油气产量稳中有增。公司前三季度持续加强成本费用管控，2025 年前三季度油气单位操作成本 10.79 美元/桶，同比下降 6.1%，降本成效显著。**新能源方面，**公司加速完善新能源业务布局，新能源业务保持高速增长势头，风光发电量同比增长 72.2%。
- **炼化板块供需相对偏弱，转型升级持续深化。炼油板块，**2025 年前三季度公司原油加工量为 1,040.6 百万桶，与去年同期基本持平，成品油产量 8959 万吨，同比-0.4%。**成品油销售板块，**公司克服成品油市场需求下降影响，分产品、分市场有针对性制定差异化、精细化营销策略，助力国内成品油销量逆势增长，前三季度公司成品油销售量 12087 万吨，同比+0.8%，主要贡献来自柴油及煤油产品。**化工板块，**前三季度公司持续优化装置运行和产品结构，深入推进转型升

级，实现化工产品商品量 2959 万吨，同比增长 3.3%，新材料产品产量同比增长 59.4%，新材料业务保持高速增长。我们认为，短期来看，当前炼化行业整体供需仍相对偏弱，但公司炼化板块加快生产结构优化，优化资源配置，新材料研发持续提速，在行业景气低迷阶段仍具备较强的抗风险能力。

- **天然气销售业绩贡献明显提升，实现量效双升。**前三季度公司统筹国内和国际、长约和现货，持续优化资源池结构，控制综合采购成本，销售效益稳步提升，第三季度业绩环比增量明显。前三季度公司实现销售天然气 2185.41 亿立方米，同比增长 4.2%；国内销售天然气 1708.92 亿立方米，同比增长 4.9%，公司天然气产业链创效能力突出，助力公司业绩安全边际增厚。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1675.30、1761.91 和 1823.96 亿元，归母净利润增速分别为 1.7%、5.2%和 3.5%，EPS（摊薄）分别为 0.92、0.96 和 1.00 元/股，对应 2025 年 10 月 30 日的收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 9.94、9.45 和 9.13 倍。我们看好公司作为国内油气龙头的全产业链抗风险能力和降本增效推进过程中的业绩修复，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**增储上产不及预期风险；原油价格大幅波动风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；新能源汽车销售替代风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,012,812	2,937,981	2,707,836	2,798,636	2,883,255
增长率 YoY %	-7.0%	-2.5%	-7.8%	3.4%	3.0%
归属母公司净利润 (百万元)	161,414	164,676	167,530	176,191	182,396
增长率 YoY%	8.5%	2.0%	1.7%	5.2%	3.5%
毛利率%	23.6%	22.6%	23.6%	23.7%	23.6%
净资产收益率 ROE%	11.1%	10.9%	10.8%	10.8%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.88	0.90	0.92	0.96	1.00
市盈率 P/E(倍)	10.32	10.11	9.94	9.45	9.13
市净率 P/B(倍)	1.15	1.10	1.08	1.02	0.97

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	663,098	590,844	551,971	727,659	788,210	营业总收入	3,012,812	2,937,981	2,707,836	2,798,636	2,883,255
货币资金	269,873	216,246	207,624	333,900	422,540	营业成本	2,303,005	2,275,223	2,068,884	2,135,370	2,202,447
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	295,106	266,012	243,705	251,877	259,493
应收账款	69,006	71,610	63,782	76,150	68,013	销售费用	70,260	63,190	58,218	60,171	61,990
预付账款	13,915	14,192	12,413	14,948	16,518	管理费用	55,634	65,026	44,679	46,177	47,574
存货	180,639	168,338	141,995	172,379	151,870	研发费用	21,967	23,014	16,247	16,792	17,300
其他	129,665	120,458	126,157	130,282	129,269	财务费用	18,091	12,552	7,037	7,188	4,978
非流动资产	2,096,139	2,162,163	2,162,591	2,166,392	2,174,502	减值损失合计	-28,956	-14,278	-32,000	-32,000	-32,000
长期股权投资	280,972	290,077	300,077	310,077	320,077	投资净收益	9,554	11,934	10,831	11,195	11,533
固定资产(合计)	470,058	480,407	490,329	495,684	498,598	其他	24,175	24,666	14,081	14,553	14,993
无形资产	92,745	92,790	97,490	102,190	106,890	营业利润	253,522	255,286	261,977	274,808	284,000
其他	1,252,364	1,298,889	1,274,696	1,258,441	1,248,937	营业外收支	-15,645	-13,784	-13,784	-13,784	-13,784
资产总计	2,759,237	2,753,007	2,714,562	2,894,051	2,962,712	利润总额	237,877	241,502	248,193	261,024	270,216
流动负债	690,597	637,317	549,070	628,506	593,062	所得税	57,316	57,755	62,048	65,256	67,554
短期借款	38,979	45,955	45,955	45,955	45,955	净利润	180,561	183,747	186,144	195,768	202,662
应付票据	20,731	14,895	13,840	15,818	14,771	少数股东损益	19,147	19,071	18,614	19,577	20,266
应付账款	289,934	272,785	209,955	264,572	224,861	归属母公司净利润	161,414	164,676	167,530	176,191	182,396
其他	340,953	303,682	279,321	302,161	307,475	EBITDA	507,574	493,860	487,212	505,941	518,258
非流动负债	433,096	405,827	405,827	405,827	405,827	EPS(当年)(元)	0.88	0.90	0.92	0.96	1.00
长期借款	126,165	74,072	74,072	74,072	74,072						
其他	306,931	331,755	331,755	331,755	331,755						
负债合计	1,123,693	1,043,144	954,897	1,034,333	998,889	现金流量表					
少数股东权益	184,211	194,492	213,106	232,683	252,949	单位:百万元					
归属母公司股	1,451,333	1,515,371	1,546,558	1,627,035	1,710,873	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益	2,759,237	2,753,007	2,714,562	2,894,051	2,962,712	经营活动现金流	456,847	406,532	370,953	474,342	449,192
						净利润	180,561	183,747	186,144	195,768	202,662
						折旧摊销	225,476	231,331	197,572	203,699	209,390
						财务费用	18,091	12,552	10,821	10,821	10,821
						投资损失	-275	-9,554	-11,934	-10,831	-11,195
						营运资金变	3,966	-29,181	-57,996	30,024	-7,355
						其它	38,307	20,017	45,242	45,224	45,207
						投资活动现金流	-255,750	-307,347	-232,411	-231,530	-231,174
						资本支出	-281,550	-301,903	-233,242	-232,724	-232,707
						长期投资	7,038	-27,350	-10,000	-10,000	-10,000
						其他	18,762	21,906	10,831	11,195	11,533
						筹资活动现金流	-146,862	-178,876	-103,395	-116,536	-129,378
						吸收投资	4,592	2,393	-432	0	0
						借款	-42,861	-45,117	0	0	0
						支付利息或股息	-106,587	-106,259	-102,963	-116,536	-129,378
						现金流净增加额	57,811	-76,524	35,147	126,276	88,640

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,012,812	2,937,981	2,707,836	2,798,636	2,883,255
同比(%)	-7.0%	-2.5%	-7.8%	3.4%	3.0%
归属母公司净利润	161,414	164,676	167,530	176,191	182,396
同比(%)	8.5%	2.0%	1.7%	5.2%	3.5%
毛利率(%)	23.6%	22.6%	23.6%	23.7%	23.6%
ROE%	11.1%	10.9%	10.8%	10.8%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.88	0.90	0.92	0.96	1.00
P/E	10.32	10.11	9.94	9.45	9.13
P/B	1.15	1.10	1.08	1.02	0.97
EV/EBITDA	2.83	3.60	3.72	3.34	3.08

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

刘红光，北京大学博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。