

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国海油 (600938. SH)

中国海洋石油 (0883. HK)

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

胡晓艺 石化行业分析师

执业编号: S1500524070003

邮箱: huxiaoyi@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

Q3 受台风影响利润环比下滑，业绩符合预期

2025 年 10 月 31 日

事件: 2025 年 10 月 30 日晚, 中国海油发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度, 公司实现营收 3125.03 亿元, 同比-4.15%; 实现归母净利润 1019.71 亿元, 同比-12.59%; 扣非后归母净利润 1009.15 亿元, 同比-12.91%。实现基本每股收益 2.14 元, 同比-13.01%。

2025Q3, 公司实现营业收入 1048.95 亿元, 同比+5.68%, 环比+4.11%; 实现归母净利润 324.38 亿元, 同比-12.16%, 环比-1.61%; 实现扣非后归母净利润 315.62 亿元, 同比-13.93%, 环比-2.36%; 实现基本每股收益 0.68 元, 同比-12.82%, 环比-1.45%。

点评:

- 公司整体业绩符合预期, Q3 油价环比上涨, 但公司利润环比下降, 主要原因考虑台风影响下公司产量环比下降和成本环比提升。
- 价格端, 公司实现油价较布油折价同比收窄。25Q3 公司实现油价 66.62 美元/桶, 同比-9.79 美元/桶, 环比+0.85 美元/桶, 较布油折价约 1.12 美元/桶, 同比-1.17 美元/桶, 主要是加拿大重油价格 WSC 较布伦特价差同比收窄。Q3 公司实现气价 7.80 美元/千立方英尺, 同比+0.05 美元/千立方英尺, 环比-0.22 美元/千立方英尺, 公司天然气销售下游以华东和华南工业用户长协合约为主。
- 产量端, 增储上产持续发力。25Q3 公司石油、天然气产量分别为 149、44.7 百万桶当量, 同比分别+7.12%、+10.96%, 环比分别-1.06%、-0.72%。公司油气产量环比下降主要原因包括台风天气影响、美国墨西哥湾资产出售以及欧洲、非洲和大洋洲油气田产量递减。公司油气产量同比增长主要原因包括深海一号二期气田、渤中 19-2 油田、巴西 Mero3 等项目进入高峰产量期。
- 成本端, 继续巩固低桶油成本优势。Q3 公司桶油成本 27.35 美元/桶, 同比-1.58 美元/桶, 环比+0.50 美元/桶。公司桶油成本环比上升主要受 Q3 台风、产量结构、作业量变化、维修工作量调整等综合影响。
- 盈利预测与投资评级: 我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1350.38、1371.56 和 1453.42 亿元, 同比增速分别为-2.1%、+1.6%、+6.0%, EPS 分别为 2.84、2.89 和 3.06 元/股, 按照 2025 年 10 月 30 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 9.51、9.36 和 8.83 倍, H 股收盘价对应的 PE 分别为 6.43、6.33、5.97 倍。考虑到公司受益于低桶油成本和产量增长, 2025-2027 年公司有望继续保持良好业绩, H 股估值仍有修复空间, 我们维持对公司 A 股和 H 股的“买入”评级。
- 风险因素: 经济波动和油价下行风险; 公司增储上产速度不及预期风险; 经济制裁和地缘政治风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	416,609	420,506	403,226	404,062	421,263
增长率 YoY%	-1.3%	0.9%	-4.1%	0.2%	4.3%
归属母公司净利润 (百万元)	123,843	137,936	135,038	137,156	145,342
增长率 YoY%	-12.6%	11.4%	-2.1%	1.6%	6.0%
毛利率(%)	49.9%	53.6%	52.8%	52.7%	53.2%
净资产收益率 ROE%	18.6%	18.5%	16.4%	15.3%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	2.61	2.90	2.84	2.89	3.06
P/E (A 股)	10.37	9.31	9.51	9.36	8.83
P/E (H 股)	4.52	6.10	6.43	6.33	5.97
P/B (A 股)	1.93	1.72	1.56	1.43	1.31
P/B (H 股)	0.84	1.13	1.05	0.97	0.89

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，注：2025 年 10 月 30 日港元兑人民币汇率为 0.9120

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	250,275	264,609	303,737	345,751	389,562
货币资金	150,562	154,196	190,013	236,104	271,401
应收票据	95	160	109	93	117
应收账款	36,291	32,918	34,286	29,690	35,840
预付账款	3,218	2,924	3,237	3,056	2,956
存货	6,451	5,732	5,906	5,980	6,064
其他	53,658	68,679	70,186	70,827	73,184
非流动资产	755,323	791,672	824,367	858,219	892,912
长期股权投资	51,252	48,491	47,491	46,991	46,491
固定资产	7,010	6,739	6,553	6,338	6,094
无形资产	3,692	3,762	3,762	3,762	3,762
其他	693,369	732,680	766,561	801,127	836,565
资产总计	1,005,59	1,056,28	1,128,10	1,203,970	1,282,47
流动负债	123,939	118,875	116,005	116,812	115,747
短期借款	4,365	4,303	4,313	4,313	4,313
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	61,382	59,685	56,691	57,920	58,136
其他	58,192	54,887	55,001	54,579	53,297
非流动负债	213,783	187,970	187,270	186,770	186,270
长期借款	11,296	5,786	5,486	5,486	5,486
其他	202,487	182,184	181,784	181,284	180,784
负债合计	337,722	306,845	303,275	303,582	302,017
少数股东权益	1,290	1,888	2,010	2,133	2,264
归属母公司股东权益	666,586	747,548	822,819	898,255	978,193
负债和股东权益	1,005,598	1,056,281	1,128,104	1,203,970	1,282,474

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	416,609	420,506	403,226	404,062	421,263
同比 (%)	-1.3%	0.9%	-4.1%	0.2%	4.3%
归属母公司净利润	123,843	137,936	135,038	137,156	145,342
同比	-12.6%	11.4%	-2.1%	1.6%	6.0%
毛利率 (%)	49.9%	53.6%	52.8%	52.7%	53.2%
ROE%	18.6%	18.5%	16.4%	15.3%	14.9%
EPS (摊薄)(元)	2.61	2.90	2.84	2.89	3.06
P/E (A 股)	10.37	9.31	9.51	9.36	8.83
P/B (A 股)	1.93	1.72	1.56	1.43	1.31
EV/EBITDA	4.01	5.00	4.69	4.51	4.21

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	416,60	420,506	403,226	404,062	421,263
营业成本	208,79	194,993	190,434	191,019	197,077
营业税金及附加	24,331	20,276	19,233	19,840	20,917
销售费用	3,501	3,532	3,427	3,435	3,581
管理费用	7,012	7,213	6,969	7,290	7,726
研发费用	1,605	1,711	1,411	1,414	1,474
财务费用	846	2,832	-2,406	-3,685	-5,318
减值损失	-3,523	-8,047	-1,100	-600	-600
投资净收益	4,715	2,497	-1,613	0	0
其他	1,179	5,565	1,363	1,364	1,379
营业利润	172,89	189,964	182,809	185,513	196,585
营业外收	83	12	-160	0	0
利润总额	172,97	189,976	182,649	185,513	196,585
所得税	48,884	51,994	47,489	48,233	51,112
净利润	124,09	137,982	135,160	137,280	145,473
少数股东损益	247	46	122	124	131
归属母公司净利润	123,84	137,936	135,038	137,156	145,342
EBITDA	241,16	268,206	252,871	252,163	261,629
EPS (当年)(元)	2.60	2.90	2.84	2.89	3.06

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	209,74	220,891	205,588	216,463	210,201
净利润	124,09	137,982	135,160	137,280	145,473
折旧摊销	68,947	74,606	70,796	70,775	70,804
财务费用	846	2,832	2,991	2,965	2,945
投资损失	-134	-4,711	-2,498	1,613	0
营运资金	9,965	-5,777	-5,191	5,884	-8,579
其它	10,606	13,746	220	-440	-442
投资活动现金流	-78,095	-	-	-	-106,055
资本支出	120,85	123,309	104,710	105,186	-106,055
长期投资	34,205	-57,099	-1,000	-1,000	-1,000
其他	8,551	4,982	-613	1,000	1,000
筹资活动	-84,228	-97,935	-64,448	-65,186	-68,849
吸收投资	111	197	0	0	0
借款	170	1,816	-290	0	0
支付利息或股息	-63,346	-65,723	-63,758	-64,686	-68,349
现金流净增加额	47,806	-52,155	35,817	46,092	35,296

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国煤炭经济 30 人论坛成员，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，2019 年起，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研究开发中心负责人。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、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的研讨编制等工作。2023 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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。