

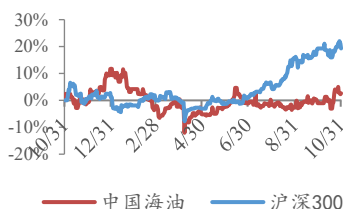
25Q3 业绩符合预期，巩固成本竞争力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-31

收盘价（元）	27.11
近 12 个月最高/最低（元）	29.51/23.23
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）	811

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

1. 25H1 业绩符合预期，产量增长抵消油价波动影响 2025-09-04
2. 油气净产量稳步增长，成本竞争优势巩固 2025-05-20
3. 产量大幅增长，承诺分红率提高 2025-04-01

主要观点：

● 事件描述

10 月 30 日，中国海油发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 3125 亿元，同比-4.15%；实现归母净利润 1019.71 亿元，同比-12.59%；实现扣非归母净利润 1009.15 亿元，同比-12.91%。其中，第三季度实现营收 1048.95 亿元，同比/环比+5.68%/+4.11%，实现归母净利润 324.38 亿元，同比/环比-12.16%/-1.61%；实现扣非净利润 315.62 亿元，同比/环比-13.93%/-2.36%。

● 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 年前三季度公司实现净产量 578.3 百万桶油当量，同比上升 6.7%。其中，中国净产量 400.8 百万桶油当量，同比上升 8.6%，主要得益于“深海一号”二期和渤中 19-2 等项目的产量贡献；海外净产量 177.4 百万桶油当量，同比上升 2.6%，主要得益于巴西 Mero3 等项目带来的产量增长。其中，第三季度公司实现油气净产量 193.7 百万桶油当量，同比增长 7.85%，其中石油液体 149 万桶，同比增长 7.12%，天然气 261.3bcf，同比增长 10.96%，天然气产量同比增长明显。

公司实现油价同比下降，油气销量上升维持业绩稳定。2025 年前三季度布伦特原油期货均价为 69.91 美元/桶，同比下跌 14.6%；公司的平均实现油价为 68.29 美元/桶，同比下降 13.6%；平均实现气价为 7.86 美元/千立方英尺，同比上升 1.0%。在此国际背景下，2025 前三季度油气销售收入约人民币 2554.8 亿元，同比下降 5.9%，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 前三季度，桶油主要成本为 27.35 美元，同比下降 2.8%，进一步巩固其成本竞争优势。

● 积极推进新项目投产，持续增储上产

2025 年前三季度，公司共获得 5 个新发现，并成功评价 22 个含油气构造。第三季度，共成功评价 4 个含油气构造。其中，成功评价垦利 10-6，持续扩大储量规模，有望成为中型油田；成功评价陵水 17-2，一体化滚动增储成效显著。开发生产方面，2025 年前三季度，共投产 14 个新项目。第三季度，共投产 4 个新项目，包括垦利 10-2 油田群开发项目（一期）、东方 1-1 气田 13-3 区开发项目、文昌 16-2 油田开发项目和圭亚那 Yellowtail 项目。其他新项目正稳步推进。2025 年前三季度，公司资本支出约人民币 860 亿元，同比减少 9.8%，主要原因是在建项目工作量同比

有所降低。

● 投资建议

由于国际油价下降，调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1340.72、1394.34、1471.05 亿元(原值为 1403.73、1463.24、1545.21 亿元)。对应 PE 分别为 9.61、9.24、8.76 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	408507	424308	443214
收入同比 (%)	0.9%	-2.9%	3.9%	4.5%
归属母公司净利润	137936	134072	139434	147105
净利润同比 (%)	11.4%	-2.8%	4.0%	5.5%
毛利率 (%)	53.6%	53.4%	53.6%	53.7%
ROE (%)	18.5%	17.0%	16.0%	15.3%
每股收益 (元)	2.90	2.82	2.93	3.09
P/E	10.18	9.61	9.24	8.76
P/B	1.88	1.63	1.48	1.34
EV/EBITDA	5.00	5.48	5.42	4.73

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
流动资产	264609	257562	328373	376881	营业收入	420506	408507	424308	443214
现金	154196	146186	207043	257857	营业成本	194993	190269	196834	205206
应收账款	32918	33614	37427	35686	营业税金及附加	20276	20574	22203	22295
其他应收款	5608	3197	6968	3572	销售费用	3532	3370	3543	3693
预付账款	2924	2925	3004	3121	管理费用	7213	6677	7119	7428
存货	5732	5906	6194	6469	财务费用	2832	3130	3436	2551
其他流动资产	63231	65733	67737	70176	资产减值损失	-8047	-1980	-990	-1485
非流动资产	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	3525	3661	3427
固定资产	6739	6720	6548	6431	营业利润	189964	185412	193168	203273
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
资产总计	1056281	1081752	1168527	1240873	利润总额	189976	185392	193193	203278
流动负债	118875	110624	127643	119300	所得税	51994	51223	53617	56072
短期借款	4303	4303	4303	4282	净利润	137982	134169	139576	147206
应付账款	59685	51304	65782	57277	少数股东损益	46	97	142	102
其他流动负债	54887	55017	57558	57740	归属母公司净利润	137936	134072	139434	147105
非流动负债	187970	178838	169705	160429	EBITDA	268206	223434	213010	231636
长期借款	5786	5786	5786	5786	EPS (元)	2.90	2.82	2.93	3.09
其他非流动负债	182184	173052	163919	154643					
负债合计	306845	289462	297348	279729					
少数股东权益	1888	1985	2126	2228					
股本	75180	75180	75180	75180					
资本公积	2851	2851	2851	2851					
留存收益	669517	712274	791022	880885					
归属母公司股东权益	747548	790305	869053	958916					
负债和股东权益	1056281	1081752	1168527	1240873					

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	
经营活动现金流	220891	163503	166383	170075	成长能力				
净利润	137982	134169	139576	147206	营业收入	0.9%	-2.9%	3.9%	4.5%
折旧摊销	74606	36395	19033	27735	营业利润	9.9%	-2.4%	4.2%	5.2%
财务费用	2832	2172	1898	1621	归属于母公司净利润	11.4%	-2.8%	4.0%	5.5%
投资损失	-2498	-3525	-3661	-3427	获利能力				
营运资金变动	-5777	-7750	8529	-4560	毛利率 (%)	53.6%	53.4%	53.6%	53.7%
其他经营现金流	157505	143960	132056	153265	净利率 (%)	32.8%	32.8%	32.9%	33.2%
投资活动现金流	-175426	-68884	-33799	-51090	ROE (%)	18.5%	17.0%	16.0%	15.3%
资本支出	-123309	-69782	-36105	-52917	ROIC (%)	16.7%	15.5%	14.8%	14.4%
长期投资	-57099	-2501	-1229	-1529	偿债能力				
其他投资现金流	4982	3399	3535	3356	资产负债率 (%)	29.0%	26.8%	25.4%	22.5%
筹资活动现金流	-97935	-71647	-73786	-77126	净负债比率 (%)	40.9%	36.5%	34.1%	29.1%
短期借款	-62	0	0	-21	流动比率	2.23	2.33	2.57	3.16
长期借款	-5510	0	0	0	速动比率	2.01	2.09	2.36	2.92
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-10	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.38	0.38	0.37
其他筹资现金流	-92353	-71647	-73786	-77105	应收账款周转率	12.15	12.28	11.95	12.12
现金净增加额	-52155	22972	58799	41859	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	2.82	2.93	3.09	P/E	10.18	9.61	9.24	8.76
每股经营现金流 (摊薄)	4.65	3.44	3.50	3.58	P/B	1.88	1.63	1.48	1.34
每股净资产	15.73	16.63	18.28	20.17	EV/EBITDA	5.00	5.48	5.42	4.73

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。