

买入

2025 年 11 月 6 日

成本优势明显，经营凸显韧性

- 油价压力下利润优于预期：**2025 年前三季度公司实现营业收入 339.47 亿元，同比+0.81%，实现归母净利润 28.53 亿元，同比+6.11%，扣非归母净利润 28.60 亿元，同比+14.54%；单三季度，公司实现营业收入 113.50 亿元，同比-5.75%，实现归母净利润 10.23 亿元，同比-4.51%，扣非归母净利润达 10.27 亿元，同比+5.52%。公司业绩变化主要受到油价同比下降、台风天气减产、天然气价格上涨等因素综合影响所致。
- 桶油成本持续下降：**公司前三季度油气净产量再创历史同期新高，达 578.3 百万桶油当量，同比+6.7%。2025 年前三季度布油均价为 69.91 美元/桶，同比-14.6%，公司实现气价为 7.86 美元/千立方英尺，同比+1.0%。油价下降导致特别收益金下降，桶油主要成本为 27.35 美元，同比-2.8%。
- 新项目稳步推进：**前三季度公司获得 5 个新发现，成功评价 22 个含油气构造，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。成功投产垦利 10-2 油田群开发项目，圭亚那 Yellowtail 项目，东方 1-1 气田 13-3 区开发项目，文昌 16-2 油田开发项目，第三季度净产量为 193.7 百万桶油当量，同比上升 7.9%，天然气净产量同比增长 11.0%。
- 注重分红回报：**2025-2027 年在获股东大会批准前提下，全年股息支付率不低于 45%。公司现金流充足，当前油价下公司经营现金流健康，公司当前股价对应股息率仍有 6.7%，高分红属性凸显。
- 目标价 25.98 港元，给予买入评级：**我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 4132 亿元/4238 亿元/4429 亿元人民币；归母净利润分别为 1327 亿元、1343 亿元和 1409 亿元。我们给予公司 2026 年 8.5 倍 PE 估值，目标价为 25.98 港元，较现价有 25.0% 的上涨空间，给予买入评级。

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

刘家晖

+ 852-25321956

jex.liu@firstshanghai.com.hk

主要数据

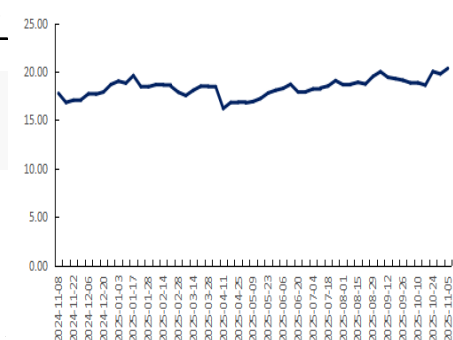
行业	能源
股价	20.78 港元
目标价	25.98 港元 (+25%)
股票代码	883. HK
已发行 H 股股本	475.3 亿股
H 股市值	9876 亿港元
52 周高/低	20.86/14.84 港元
每股净资产	16.53 港元
主要股东	中国海洋石油集团有限公司 (60.54%)

盈利摘要

截止12月31日	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
营业额 (百万人民币)	416,609	420,506	413,155	423,847	442,929
变动 (%)	(1.3)	0.9	(1.7)	2.6	4.5
净利润 (百万人民币)	123,843	137,936	132,743	134,321	140,867
变动 (%)	(12.6)	11.4	(3.8)	1.2	4.9
每股盈余 (人民币)	2.60	2.90	2.79	2.82	2.96
市盈率@20.78港元 (倍)	7.4	6.6	6.9	6.8	6.5
市净率@20.78港元 (倍)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
每股股息 (人民币)	1.22	1.26	1.26	1.27	1.33
股息现价比率 (%)	6.4	6.6	6.5	6.6	6.9

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万，财务年度截至12月31日						人民币百万，财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	416,609	420,506	413,155	423,847	442,929	盈利能力					
经营利润	167,769	184,705	176,163	177,454	185,260	经营利润率	40.3%	43.9%	42.6%	41.9%	41.8%
销售和管理费用	-10,952	-11,140	-10,945	-11,229	-11,734	EBITDA 率	23.7%	26.2%	22.9%	21.3%	21.0%
其他收入	9,434	9,749	9,749	9,749	9,749	净利率	29.7%	32.8%	32.1%	31.7%	31.8%
其他开支	-9,028	-11,284	-12,412	-13,654	-15,019	ROE	18.5%	18.4%	16.1%	15.0%	14.5%
营业收入	167,769	184,705	176,163	177,454	185,260	营运表现					
财务开支	-5,354	-6,096	-4,503	-4,953	-5,448	SG&A 收入 (%)	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
联营公司	850	757	795	835	876	有效税率 (%)	28.3%	27.4%	27.0%	27.0%	27.0%
税前盈利	172,974	189,976	181,900	184,063	193,033	派息率 (%)	43.6%	43.6%	45.0%	45.0%	45.0%
所得税	-48,884	-51,994	-49,113	-49,697	-52,119	库存周转天数	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
净利润	123,843	137,936	132,743	134,321	140,867	应付账款天数	93.8	93.8	93.8	93.8	93.8
折旧及摊销	-68,947	-74,606	-81,581	-87,227	-92,306	应收账款天数	32.2	32.2	32.2	32.2	32.2
EBITDA	98,822	110,099	94,582	90,227	92,955	财务状况					
EPS (基本)	2.60	2.90	2.79	2.82	2.96	净负债/股本	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
增长						收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
总收入 (%)	-1%	1%	-2%	3%	5%	总资产/股本	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3
EBITDA (%)	-24%	11%	-14%	-5%	3%	盈利对利息倍数	31.3	30.3	39.1	35.8	34.0
每股收益 (%)	-14%	11%	-4%	1%	5%						

资产负债表						现金流量表					
人民币百万，财务年度截至12月31日						人民币百万，财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
现金	133,439	81,284	108,963	145,854	190,354	EBITDA	98,822	110,099	94,582	90,227	92,955
应收账款	37,052	33,661	36,499	37,443	39,129	融资成本	5,354	6,096	4,503	4,953	5,448
存货	6,451	5,732	6,400	6,654	6,959	营运资金变化	237,061	263,599	257,744	264,680	277,566
其他流动资产	11,863	12,837	12,837	12,837	12,837	所得税	-48,884	-51,994	-49,113	-49,697	-52,119
总流动资产	250,275	264,609	295,794	333,884	380,373	其他营运活动	2,321	2,413	-2,292	1,217	907
物业、厂房及设备	592,920	632,410	676,175	715,548	751,108	营运现金流	209,743	220,891	206,339	216,201	226,354
无形资产	16,769	16,961	16,961	16,961	16,961	资本开支	-129,600	-132,500	-125,346	-126,600	-127,866
使用权资产	12,039	12,755	12,755	12,755	12,755	其他投资活动	51,505	-42,926	2,791	3,742	5,008
总资产	1,005,598	1,056,281	1,138,680	1,223,964	1,314,225	投资活动现金流	-78,095	-175,426	-122,555	-122,858	-122,857
应付账款	61,382	59,685	60,899	63,315	66,212	银行贷款变化	-15,860	-28,775	8,133	8,946	9,841
短期银行贷款	21,894	20,084	22,082	24,302	26,732	支付利息	-5,354	-6,096	-4,503	-4,953	-5,448
其他短期负债	11,908	11,207	11,207	11,207	11,207	支付股息	-58,097	-60,140	-59,734	-60,445	-63,390
总流动负债	123,939	118,875	122,097	126,722	132,050	其他融资活动	-4,917	-2,924	0	0	0
长期银行贷款	88,208	61,243	67,367	74,104	81,514	融资活动现金流	-84,228	-97,935	-56,104	-56,452	-58,998
其他负债	9,781	6,170	6,170	6,170	6,170	现金变化	47,420	-52,470	27,679	36,891	44,499
总负债	337,722	306,845	316,191	327,553	340,291	期初持有现金	85,633	133,439	81,284	108,963	145,854
少数股东权益	1,290	1,888	1,932	1,977	2,024	汇率变动	386	315	0	0	0
所有者权益合计	667,876	749,436	822,489	896,410	973,934	期末持有现金	133,439	81,284	108,963	145,854	190,354
每股净资产	14.04	15.76	17.29	18.85	20.48						
营运资金	126,336	145,734	173,697	207,161	248,323						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。