



中国海油 (600938.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

桶油生产成本继续压缩，公司盈利韧性显著

业绩简评

2026年3月26日公司披露年报，2025年公司实现营收3982.2亿元，同比减少5.3%；实现归母净利润1220.8亿元，同比减少11.5%。25年Q4营收857.2亿元，同比减少9.28%；归母净利润201.1亿元，同比减少5.48%。

经营分析

公司油气产量再创新高，桶油主要生产成本持续压缩。油气产量是能源供应的重要保障，公司2025年油气净产量再创新高达到777.3百万桶油当量，同比增长7%；其中液体石油产量599.7百万桶，同比增长5.8%，天然气产量1037十亿立方英尺，同比增长11.6%。公司近五年油气产量稳步增长，2020-2025年产量复合增长率达到8.0%，海洋油气已成为中国油气增储上产的核心力量。公司生产作业费用成本进一步压缩，2025年桶油作业费用7.46美元，相比2024年继续减少0.15美元，公司提质降本增效工作成效显著。

公司盈利韧性显著，海外业务成为未来增产主力。2025年全年布伦特原油平均价格为68.2美元/桶，同比下降14.6%；公司实现油价66.47美元/桶，同比仅下降13.4%；归母净利润1221亿元，同比仅下降11.5%，公司低成本战略使得公司业绩盈利韧性显著。公司海外区块项目稳步推进，圭亚那Stabroek区块已投产4期项目，到2030年预计将有8期项目运行；巴西Buzios油田已投产7期项目，到2027年预计将有11期项目运行；Mero油田已投产4期，这些海外项目未来将成为公司油气产量增量的主力军之一。

盈利预测、估值与评级

2026年初受地缘政治等因素影响，国际原油价格剧烈波动，考虑到潜在的地缘冲突带来的原油风险溢价，我们上调公司2026-2028年营收4371/4812/5286亿元，归母净利润1457/1706/1977亿元，EPS为3.07/3.59/4.16，当前股价对应PE估值为13.35/11.40/9.84倍，维持“买入”评级。

风险提示

地缘政治风险，原油价格大幅波动风险，宏观经济下滑导致需求不及预期，能源转型加快，地区政策带来供给端大幅变化风险。

石油化工组

分析师：孙羲昱 (执业S1130525090005)

sunxiyu@gjzq.com.cn

联系人：杨啸

yangxiao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.93 元

相关报告：

1.《中国海油公司深度：生产成本资本开支优势双驱动，支撑油气储量产...》，2025.11.11



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	420,506	398,220	437,084	481,208	528,628
营业收入增长率	0.94%	-5.30%	9.76%	10.10%	9.85%
归母净利润(百万元)	137,936	122,082	145,705	170,587	197,748
归母净利润增长率	11.38%	-11.49%	19.35%	17.08%	15.92%
摊薄每股收益(元)	2.902	2.569	3.066	3.589	4.160
每股经营性现金流净额	4.65	4.40	5.03	5.92	6.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.45%	15.21%	17.49%	19.63%	21.72%
P/E	10.17	11.75	13.35	11.40	9.84
P/B	1.88	1.79	2.33	2.24	2.14

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	416,609	420,506	398,220	437,084	481,208	528,628
增长率		0.9%	-5.3%	9.8%	10.1%	9.9%
主营业务成本	-208,794	-194,993	-193,261	-206,393	-212,855	-219,660
%销售收入	50.1%	46.4%	48.5%	47.2%	44.2%	41.6%
毛利	207,815	225,513	204,959	230,692	268,353	308,969
%销售收入	49.9%	53.6%	51.5%	52.8%	55.8%	58.4%
营业税金及附加	-24,331	-20,276	-18,194	-19,975	-21,991	-24,158
%销售收入	5.8%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
销售费用	-3,501	-3,532	-3,926	-4,327	-4,764	-5,233
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-7,012	-7,213	-7,769	-8,523	-9,384	-10,308
%销售收入	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-1,605	-1,711	-1,659	-1,836	-2,021	-2,220
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	171,366	192,781	173,411	196,031	230,193	267,048
%销售收入	41.1%	45.8%	43.5%	44.8%	47.8%	50.5%
财务费用	-846	-2,832	-823	3,951	4,348	5,216
%销售收入	0.2%	0.7%	0.2%	-0.9%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-3,597	-8,076	-3,818	-65	-65	-65
公允价值变动收益	300	4,597	682	515	515	515
投资收益	4,715	2,497	-943	2,000	2,000	2,000
%税前利润	2.7%	1.3%	n.a	1.0%	0.8%	0.7%
营业利润	172,891	189,964	169,113	202,432	236,991	274,714
营业利润率	41.5%	45.2%	42.5%	46.3%	49.2%	52.0%
营业外收支	83	12	526	0	0	0
税前利润	172,974	189,976	169,639	202,432	236,991	274,714
利润率	41.5%	45.2%	42.6%	46.3%	49.2%	52.0%
所得税	-48,884	-51,994	-47,491	-56,681	-66,357	-76,920
所得税率	28.3%	27.4%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	124,090	137,982	122,148	145,751	170,633	197,794
少数股东损益	247	46	66	46	46	46
归属于母公司的净利润	123,843	137,936	122,082	145,705	170,587	197,748
净利率	29.7%	32.8%	30.7%	33.3%	35.4%	37.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	124,090	137,982	122,148	145,751	170,633	197,794
少数股东损益	247	46	66	46	46	46
非现金支出	72,544	82,682	83,589	86,095	97,600	108,342
非经营收益	3,144	6,004	10,742	9,420	-659	-841
营运资金变动	9,964	-5,781	-7,438	-2,287	13,580	14,614
经营活动现金净流	209,742	220,887	209,041	238,978	281,155	319,909
资本开支	-120,851	-123,309	-111,543	-121,942	-116,029	-111,129
投资	34,205	-57,099	-18,855	3,052	-6,485	-6,485
其他	8,551	4,982	5,134	2,000	2,000	2,000
投资活动现金净流	-78,095	-175,426	-125,264	-116,890	-120,514	-115,614
股权募资	111	197	556	0	0	0
债权募资	-20,993	-32,409	-22,973	18,176	-9,478	0
其他	-63,346	-65,062	-63,566	-117,194	-136,768	-158,067
筹资活动现金净流	-84,228	-97,274	-85,983	-99,018	-146,246	-158,067
现金净流量	47,805	-51,498	-2,606	23,071	14,394	46,228

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	150,562	154,196	214,695	235,532	248,348	293,461
应收款项	42,308	39,269	38,916	42,589	46,888	51,509
存货	6,451	5,732	6,090	6,333	6,531	6,740
其他流动资产	50,954	65,412	35,682	53,607	60,736	67,872
流动资产	250,275	264,609	295,383	338,061	362,504	419,582
%总资产	24.9%	25.1%	26.9%	29.5%	30.5%	33.6%
长期投资	64,591	57,013	55,147	45,842	45,842	45,842
固定资产	592,920	632,410	666,370	731,320	749,795	752,560
%总资产	59.0%	59.9%	60.7%	63.9%	63.2%	60.4%
无形资产	19,558	19,814	19,213	19,734	20,149	20,611
非流动资产	755,323	791,672	803,176	806,139	824,568	827,355
%总资产	75.1%	74.9%	73.1%	70.5%	69.5%	66.4%
资产总计	1,056,281	1,098,559	1,144,200	1,187,072	1,246,937	
短期借款	24,111	22,348	3,354	27,478	18,000	18,000
应付款项	70,979	68,590	67,934	73,013	75,342	77,795
其他流动负债	28,849	27,937	19,965	25,362	29,282	33,557
流动负债	123,939	118,875	91,253	125,853	122,624	129,352
长期贷款	11,296	5,786	5,102	5,102	5,102	5,102
其他长期负债	202,487	182,184	197,020	177,560	187,940	199,675
负债	337,722	306,845	293,375	308,515	315,665	334,129
普通股股东权益	666,586	747,548	802,750	833,205	868,880	910,235
其中: 股本	75,180	75,180	75,180	75,180	75,180	75,180
未分配利润	515,345	590,075	651,869	682,340	718,015	759,370
少数股东权益	1,290	1,888	2,434	2,480	2,526	2,572
负债股东权益合计	1,056,281	1,098,559	1,144,200	1,187,072	1,246,937	

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.604	2.902	2.569	3.066	3.589	4.160
每股净资产	14.014	15.728	16.889	17.530	18.281	19.151
每股经营现金净流	4.409	4.647	4.398	5.028	5.915	6.731
每股股利	2.224	2.635	0.666	1.533	1.795	2.080
回报率						
净资产收益率	18.58%	18.45%	15.21%	17.49%	19.63%	21.72%
总资产收益率	12.32%	13.06%	11.11%	12.73%	14.37%	15.86%
投入资本收益率	15.54%	16.56%	14.17%	15.31%	17.48%	19.43%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.33%	0.94%	-5.30%	9.76%	10.10%	9.85%
EBIT 增长率	-11.66%	12.50%	-10.05%	13.04%	17.43%	16.01%
净利润增长率	-12.60%	11.38%	-11.49%	19.35%	17.08%	15.92%
总资产增长率	8.24%	5.04%	4.00%	4.15%	3.75%	5.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.9	30.0	29.9	29.9	29.9	29.9
存货周转天数	11.1	11.4	11.2	11.2	11.2	11.2
应付账款周转天数	105.9	113.3	112.7	112.7	112.7	112.7
固定资产周转天数	518.1	412.4	472.5	426.3	367.1	308.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.37%	-15.53%	-22.17%	-21.57%	-23.81%	-28.22%
EBIT 利息保障倍数	202.6	68.1	210.7	-49.6	-52.9	-51.2
资产负债率	33.58%	29.05%	26.71%	26.96%	26.59%	26.80%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	10	13	19	49
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究