

# 中国海油 (600938.SH) / 中国海洋石油 (00883.HK)

## 2025 年年报点评: 油气产量再创新高, 盈利韧性凸显

买入(维持)-A / 买入(维持)-H

2026 年 03 月 27 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书: S0600525070005

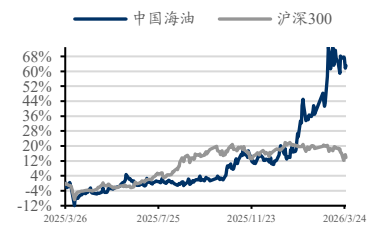
zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	420,506	398,220	482,417	435,904	417,529
同比 (%)	0.94	(5.30)	21.14	(9.64)	(4.22)
归母净利润 (百万元)	137,936	122,082	166,661	151,890	145,525
同比 (%)	11.38	(11.49)	36.52	(8.86)	(4.19)
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.90	2.57	3.51	3.20	3.06
P/E (A)	14.10	15.94	11.67	12.81	13.37
P/E (H)	9.18	10.38	7.60	8.34	8.70

### 投资要点

- **事件:** 2025 年, 公司实现营收 3982 亿元 (同比-5%), 实现归母净利润 1221 亿元 (同比-11.5%), 实现扣非后归母净利润 1204 亿元 (同比-10%)。其中 2025Q4, 公司实现营业收入 857 亿元 (同比-9%, 环比-18%), 实现归母净利润 201 亿元 (同比-5%, 环比-38%), 实现扣非后归母净利润 195 亿元 (同比+11%, 环比-38%)。
- **原油实现价格同比下滑, 天然气实现价格同比上升:** 2025 年, 国际布伦特原油均价 68.2 美元/桶 (同比-15%), 公司原油实现价格 66.5 美元/桶 (同比-13%), 与布油折价 1.7 美元/桶, 折价逐渐收窄。2025 年, 公司天然气实现价格 7.95 美元/千立方英尺 (同比+3%)。
- **油气产量再创新高, 在产油田开发效益显著:** 2025 年, 公司实际油气净产量 777 百万桶油当量 (同比+7%)。其中, 石油净产量 600 百万桶 (同比+6%), 天然气净产量 294 亿立方米 (同比+12%)。原油产量的快速增长主要得益于国内 16 个新项目建设, 以及海外南美洲 3 个项目的产能释放。天然气产量的大幅增长主要得益于深海一号二期等天然气开发项目的顺利投产。公司预计 2026 年油气总产量目标 780-800 百万桶油当量。
- **资本支出同比减少:** 2025 年, 公司资本开支 1205 亿元 (同比-9%)。其中, 勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、62%、21%。2026 年, 公司预计资本支出预算 1120-1220 亿元。
- **桶油成本控制优异:** 2025 年, 公司桶油主要成本 27.90 美元/桶 (同比-2.2%)。其中, 作业费用 7.46 美元/桶 (同比-2%)。公司以技术进步打开降本空间, 持续推广工程标准化应用, 通过规模效应摊薄单位成本。
- **公司注重股东回报:** 2025 年, 公司股息支付率达 45%, 折合全年股息 1.28 港元/股 (含税)。其中, 中期、末期股息分别 0.73、0.55 港元/股 (含税)。
- **盈利预测与投资评级:** 公司新项目推进顺利, 以及 2026 年地缘冲突大幅推涨油价, 我们调整盈利预测, 2026-2027 年公司归母净利润分别为 1667、1519 亿元 (前值为 1447、1497 亿元), 新增 2028 年盈利预测, 2028 年公司归母净利润为 1455 亿元。按 2026 年 3 月 26 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 11.7、12.8、13.4 倍, 对应 H 股 PE 分别 7.6、8.3、8.7 倍。公司盈利能力显著, 成本管控优异, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动; 油价波动; 公司油气产量增速不及预期。

### 行业走势



### 市场数据

人民币/港币	600938 SH	00883 HK
收盘价	40.93	29.22
52 周价格范围	23.23/43.41	15.62/30.50
市净率 (倍)	2.48	1.73
市值 (百万)	1,945,401.02	1,388,825.26

### 相关研究

《中国海油(600938): 2025 年半年报点评: 油气产量快速增长, 降本增效成果显著》

2025-09-02

《中国海油(600938): 2025 年一季度报点评: 油气产量稳步增长, 继续高质量发展》

2025-05-01

## 中国海油三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>295,383</b>	<b>379,418</b>	<b>401,335</b>	<b>480,515</b>	<b>营业总收入</b>	<b>398,220</b>	<b>482,417</b>	<b>435,904</b>	<b>417,529</b>
货币资金及交易性金融资产	240,693	307,420	357,147	412,783	营业成本(含金融类)	193,261	223,869	201,659	194,230
经营性应收款项	37,742	53,447	29,334	49,684	税金及附加	18,194	21,709	19,616	18,789
存货	6,090	7,591	4,733	7,137	销售费用	3,926	4,342	3,923	3,758
合同资产	0	0	0	0	管理费用	7,769	8,684	7,846	7,516
其他流动资产	10,858	10,960	10,121	10,911	研发费用	1,659	1,930	1,744	1,670
<b>非流动资产</b>	<b>803,176</b>	<b>831,341</b>	<b>857,404</b>	<b>882,398</b>	财务费用	823	(1,055)	(2,433)	(3,471)
长期股权投资	45,819	46,819	47,819	48,819	加:其他收益	599	2,412	2,180	2,088
固定资产及使用权资产	16,282	52,300	77,578	94,783	投资净收益	(943)	2,412	2,180	2,088
在建工程	150,913	113,560	85,545	64,534	公允价值变动	682	100	50	50
无形资产	3,683	4,683	5,183	5,683	减值损失	(3,818)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
商誉	14,946	14,946	14,946	14,946	资产处置收益	5	48	44	42
长期待摊费用	584	584	584	584	<b>营业利润</b>	<b>169,113</b>	<b>224,912</b>	<b>205,002</b>	<b>196,305</b>
其他非流动资产	570,949	598,449	625,749	653,049	营业外净收支	526	350	296	391
<b>资产总计</b>	<b>1,098,559</b>	<b>1,210,759</b>	<b>1,258,739</b>	<b>1,362,913</b>	<b>利润总额</b>	<b>169,639</b>	<b>225,262</b>	<b>205,298</b>	<b>196,695</b>
<b>流动负债</b>	<b>91,253</b>	<b>113,056</b>	<b>78,767</b>	<b>104,172</b>	减:所得税	47,491	58,568	53,377	51,141
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,354	3,354	3,354	3,354	<b>净利润</b>	<b>122,148</b>	<b>166,694</b>	<b>151,920</b>	<b>145,555</b>
经营性应付款项	59,631	77,178	46,059	72,637	减:少数股东损益	66	33	30	29
合同负债	804	895	807	777	<b>归属母公司净利润</b>	<b>122,082</b>	<b>166,661</b>	<b>151,890</b>	<b>145,525</b>
其他流动负债	27,464	31,629	28,547	27,404	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.57	3.51	3.20	3.06
非流动负债	202,122	200,822	199,522	198,222	EBIT	174,019	224,297	203,296	193,654
长期借款	5,102	5,102	5,102	5,102	EBITDA	253,790	298,132	278,533	269,960
应付债券	53,730	52,730	51,730	50,730	毛利率(%)	51.47	53.59	53.74	53.48
租赁负债	7,614	7,314	7,014	6,714	归母净利率(%)	30.66	34.55	34.84	34.85
其他非流动负债	135,676	135,676	135,676	135,676	收入增长率(%)	(5.30)	21.14	(9.64)	(4.22)
<b>负债合计</b>	<b>293,375</b>	<b>313,878</b>	<b>278,289</b>	<b>302,394</b>	归母净利润增长率(%)	(11.49)	36.52	(8.86)	(4.19)
归属母公司股东权益	802,750	894,413	977,953	1,057,992					
少数股东权益	2,434	2,467	2,498	2,527					
<b>所有者权益合计</b>	<b>805,184</b>	<b>896,881</b>	<b>980,451</b>	<b>1,060,519</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,098,559</b>	<b>1,210,759</b>	<b>1,258,739</b>	<b>1,362,913</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	209,042	248,353	224,282	227,261	每股净资产(元)	16.89	18.82	20.58	22.26
投资活动现金流	(125,264)	(103,190)	(102,781)	(102,780)	ROIC(%)	14.60	18.04	14.95	13.18
筹资活动现金流	(85,983)	(79,536)	(72,824)	(69,895)	ROE-摊薄(%)	15.21	18.63	15.53	13.75
现金净增加额	(2,605)	65,627	48,677	54,586	资产负债率(%)	26.71	25.92	22.11	22.19
折旧和摊销	79,771	73,835	75,237	76,306	P/E (A)	15.94	11.67	12.81	13.37
资本开支	(111,543)	(103,102)	(102,660)	(102,568)	P/B (A)	2.42	2.18	1.99	1.84
营运资本变动	(7,437)	4,495	(6,480)	1,861	EV/EBITDA	5.08	5.81	6.04	6.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

注:首页盈利预测与估值表格、三大财务预测表都为中海油A股模型数据,首页P/E(H)采用中海油H股2026年3月26日收盘价计算,港元兑人民币汇率0.88。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>