

# 中国海油 (600938.SH)

## 油气产量再创新高，有望充分受益油价弹性

优于大市

### 核心观点

受原油价格下行影响，公司2025年归母净利润同比下降11.5%。公司2025年实现营业收入3982.2亿元（同比-5.3%），归母净利润1220.8亿元（同比-11.5%），主要原因是全年实现油价同比下降13.4%；其中第四季度实现营业收入857.2亿元（同比-9.3%，环比-18.3%），归母净利润201.1亿元（同比-5.5%，环比-38.0%），主要受到实现油价下降、资产减值、人民币升值、费用及税金增加所致。公司2025年分红608.4亿港元（含税，1.28港元/股），合549.5亿元人民币，股利支付率为45%。

**公司油气净产量再创新高，天然气量价齐升，成本管控成效显著。**公司2025年油气销售收入为3357亿元（同比-5.6%），油气净产量达到777.3百万桶油当量（同比+7.0%），其中国内净产量536.9百万桶油当量（同比+9.0%），占比69%；海外净产量240.4百万桶油当量（同比+2.7%），占比31%。从产品结构看，石油液体产量599.7百万桶油当量（同比+5.8%），占比77%，天然气产量10373亿立方英尺（同比+11.6%），占比23%。公司2025年石油液体平均实现价格66.5美元/桶（同比-13.4%），与布伦特原油均价贴水1.7美元/桶（同比收窄1.4美元/桶），平均实现气价为7.95美元/千立方英尺（同比+3.0%），主要是海外实现气价上涨。公司2025年桶油主要成本27.9美元/桶油当量（同比-0.6美元/桶油当量），其中作业费用7.46美元/桶油当量（同比-0.15美元/桶油当量）。

**勘探开发生产均有序推进，全年自由现金流保持稳定。**勘探方面，公司以寻找大中型油气田为目标，2025年共获得6个新发现，成功评价28个含油气构造，净证实储量77.7亿桶油当量，储量寿命10年。开发生产方面，2025年共有16个新项目成功投产，包括中国海域的渤中26-6油田开发项目（一期）、垦利10-2油田群开发项目（一期）以及巴西Buzios7、圭亚那Yellowtail项目等。全年在建项目超过80个，开发建设进展顺利。公司2025年完成资本开支1205亿元，同比减少120亿元（同比-9.1%），经营活动净现金流2090亿元（同比-5.4%），自由现金流974亿元（同比持平）。公司2026年资本开支指引1120-1220亿元，2026年产量指引780-800百万桶油当量，同比增长0.3%-2.9%。

**风险提示：**原油价格大幅波动；自然灾害频发的风险；地缘政治风险等。

**投资建议：**由于中东地缘冲突带来油价大幅上行，我们上调2026-2028年布伦特油价中枢至80/75/75美元/桶，上调公司2026-2027年盈利预测为1563/1470亿元（原值为1297/1350亿元），新增2028年盈利预测为1485亿元，对应EPS分别为3.29/3.09/3.13元，对应PE分别为12.4/13.2/13.1x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	420,506	398,220	434,764	418,437	424,609
(+/-%)	0.9%	-5.3%	9.2%	-3.8%	1.5%
净利润(百万元)	137936	122082	156341	146981	148539
(+/-%)	11.4%	-11.5%	28.1%	-6.0%	1.1%
每股收益(元)	2.90	2.57	3.29	3.09	3.13
EBIT Margin	45.8%	43.5%	50.3%	48.7%	48.7%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	15.2%	17.6%	15.2%	14.1%
市盈率 (PE)	14.1	15.9	12.4	13.2	13.1
EV/EBITDA	8.5	8.9	10.8	11.6	11.7
市净率 (PB)	2.60	2.42	2.19	2.01	1.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 石油石化·油气开采 II

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	41.07元
总市值/流通市值	1952055/1952055百万元
52周最高价/最低价	44.54/23.11元
近3个月日均成交额	3202.10百万元

#### 市场走势



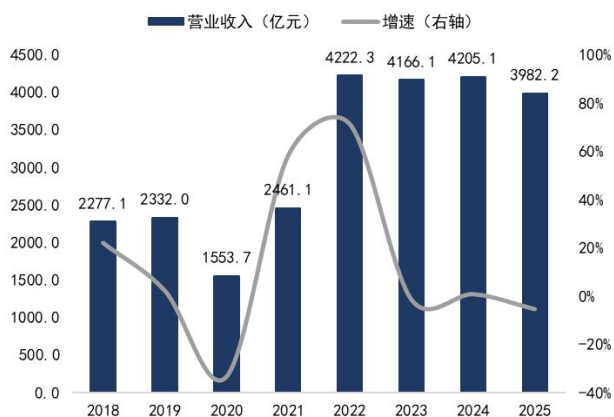
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中国海油(600938.SH)-渤海海域获得亿吨级油田发现，国内油气持续上产》——2025-12-25
- 《中国海油(600938.SH)-油气产量稳健增长，第三季度归母净利润324亿元符合预期》——2025-11-02
- 《中国海油(600938.SH)-2025年第二季度归母净利润330亿元，盈利能力韧性凸显》——2025-08-28
- 《中国海油(600938.SH)-圭亚那Yellowtail项目提前投产，国内油气持续上产》——2025-08-14
- 《中国海油(600938.SH)-公司稳步推进国内油气增储上产，圭亚那原油产量再创新高》——2025-07-17

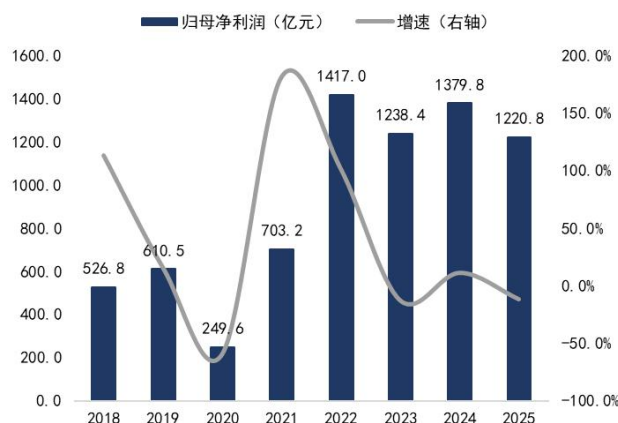
受原油价格下行影响，公司 2025 年归母净利润同比下降 11.5%。公司 2025 年实现营业收入 3982.2 亿元（同比-5.3%），归母净利润 1220.8 亿元（同比-11.5%），主要原因是全年实现油价同比下降 13.4%；其中第四季度实现营业收入 857.2 亿元（同比-9.3%，环比-18.3%），归母净利润 201.1 亿元（同比-5.5%，环比-38.0%），主要受到实现油价下降、资产减值、人民币升值、费用及税金增加所致。公司 2025 年分红 608.4 亿港元（含税，1.28 港元/股），合 549.5 亿元人民币，股利支付率为 45%。

图1：中国海油营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

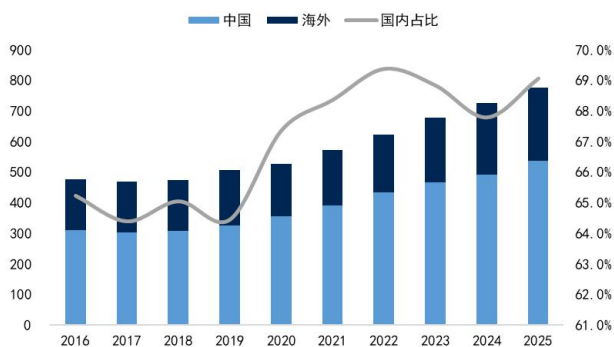
图2：中国海油归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司油气净产量再创新高，天然气量价齐升，成本管控成效显著。公司 2025 年油气销售收入为 3357 亿元（同比-5.6%），油气净产量达到 777.3 百万桶油当量（同比+7.0%），其中国内净产量 536.9 百万桶油当量（同比+9.0%），占比 69%；海外净产量 240.4 百万桶油当量（同比+2.7%），占比 31%。从产品结构看，石油液体产量 599.7 百万桶油当量（同比+5.8%），占比 77%，天然气产量 10373 亿立方英尺（同比+11.6%），占比 23%。

图3：中国海油油气产量及增速（单位：百万桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国海油国内外油气产量分布（百万桶油当量）

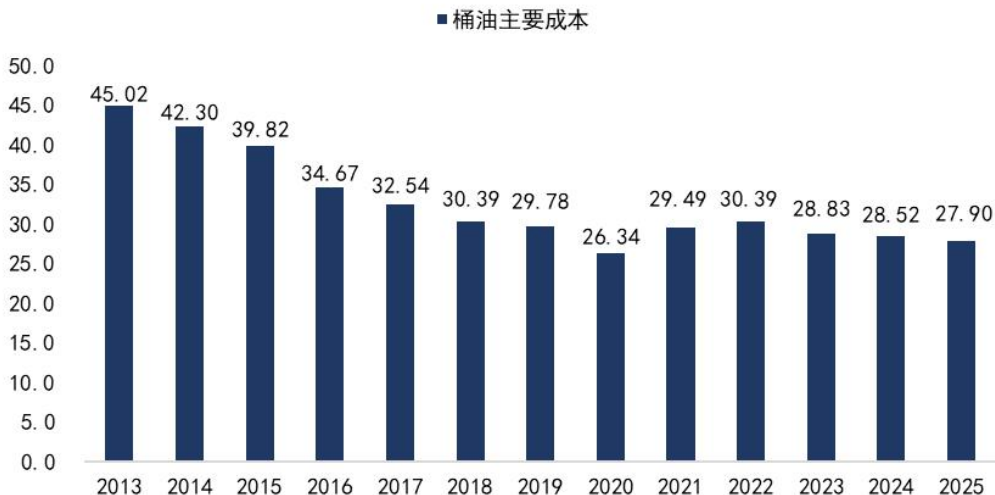


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2025 年石油液体平均实现价格 66.5 美元/桶（同比-13.4%），与布伦特原油均价贴水 1.7 美元/桶（同比收窄 1.4 美元/桶），平均实现气价为 7.95 美元/千立方英尺（同比+3.0%），主要是海外实现气价上涨。公司 2025 年桶油主要成本

27.9 美元/桶油当量（同比-0.6 美元/桶油当量），其中作业费用 7.46 美元/桶油当量（同比-0.15 美元/桶油当量）。

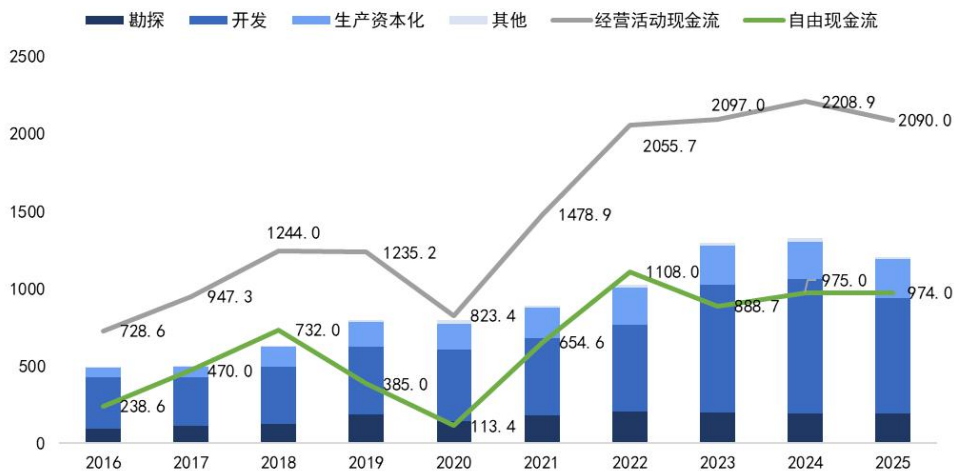
图5：中国海油桶油主要成本（美元/桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**勘探开发生产均有序推进，全年自由现金流保持稳定。**勘探方面，公司以寻找大中型油气田为目标，2025 年共获得 6 个新发现，成功评价 28 个含油气构造，净证实储量 77.7 亿桶油当量，储量寿命 10 年。开发生产方面，2025 年共有 16 个新项目成功投产，包括中国海域的渤中 26-6 油田开发项目（一期）、垦利 10-2 油田群开发项目（一期）以及巴西 Buzios7、圭亚那 Yellowtail 项目等。全年在建项目超过 80 个，开发建设进展顺利。公司 2025 年完成资本开支 1205 亿元，同比减少 120 亿元（同比-9.1%），经营活动净现金流 2090 亿元（同比-5.4%），自由现金流 974 亿元（同比持平）。公司 2026 年资本开支指引 1120-1220 亿元，2026 年产量指引 780-800 百万桶油当量，同比增长 0.3%-2.9%。

图6：中国海油经营现金流及资本开支（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**由于中东地缘冲突带来油价大幅上行，我们上调 2026-2028 年布伦特油价中枢至 80/75/75 美元/桶，上调公司 2026-2027 年盈利预测为 1563/1470 亿元（原值为 1297/1350 亿元），新增 2028 年盈利预测为 1485 亿元，对应 EPS 分别为 3.29/3.09/3.13 元，对应 PE 分别为 12.4/13.2/13.1x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)	收盘价EPS			PE			PB
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2026E
600938.SH	中国海油	优于大市	40.93	2.57	3.29	3.09	11.8	12.4	13.1	2.4
601857.SH	中国石油	优于大市	11.94	0.88	0.90	0.94	13.8	13.4	12.9	1.4

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2026 年 3 月 26 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	154196	214695	306006	324775	363591	<b>营业收入</b>	<b>420506</b>	<b>398220</b>	<b>434764</b>	<b>418437</b>	<b>424609</b>
应收款项	33078	32425	35857	33832	34642	营业成本	194993	193261	184723	184358	187051
存货净额	5732	6090	11194	9448	10051	营业税金及附加	20276	18194	19564	18830	19107
其他流动资产	25832	16175	15217	19115	17169	销售费用	3532	3926	3652	3515	3567
<b>流动资产合计</b>	<b>264609</b>	<b>295383</b>	<b>457273</b>	<b>479171</b>	<b>520452</b>	管理费用	7213	7769	6582	6319	6389
固定资产	164017	157465	195871	278489	359040	研发费用	1711	1659	1739	1674	1698
无形资产及其他	3762	3683	4536	5388	6241	财务费用	2832	823	126	769	1231
投资性房地产	575402	596209	596209	596209	596209	投资收益	2497	(943)	2090	1215	787
长期股权投资	48491	45819	44783	42627	40672	资产减值及公允价值变动	(3450)	(3127)	(3267)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1056281</b>	<b>1098559</b>	<b>1298672</b>	<b>1401883</b>	<b>1522613</b>	其他收入	(743)	(1064)	(1739)	(1674)	(1698)
短期借款及交易性金融负债	22348	3354	30000	33000	36300	营业利润	189964	169113	217201	204187	206352
应付款项	59685	59631	100744	91245	95006	营业外净收支	12	526	56	63	63
其他流动负债	36842	28268	42875	42575	42716	<b>利润总额</b>	<b>189976</b>	<b>169639</b>	<b>217257</b>	<b>204250</b>	<b>206415</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>118875</b>	<b>91253</b>	<b>173619</b>	<b>166820</b>	<b>174022</b>	所得税费用	51994	47491	60832	57190	57796
长期借款及应付债券	61243	58832	80832	100832	120832	少数股东损益	46	66	85	79	80
其他长期负债	126727	143290	153016	162163	173975	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>137936</b>	<b>122082</b>	<b>156341</b>	<b>146981</b>	<b>148539</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>187970</b>	<b>202122</b>	<b>233848</b>	<b>262995</b>	<b>294807</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>306845</b>	<b>293375</b>	<b>407467</b>	<b>429815</b>	<b>468829</b>	<b>净利润</b>	137936	122082	156341	146981	148539
少数股东权益	1888	2434	2468	2492	2512	资产减值准备	4524	(4238)	85827	44882	46949
股东权益	747548	802750	888737	969577	1051273	折旧摊销	71990	76962	147	147	147
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1056281</b>	<b>1098559</b>	<b>1298672</b>	<b>1401883</b>	<b>1522613</b>	公允价值变动损失	3450	3127	3267	0	0
						财务费用	2832	823	126	769	1231
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	109508	(7158)	143696	44102	63197
每股收益	2.90	2.57	3.29	3.09	3.13	其它	(4500)	4270	(85794)	(44859)	(46929)
每股红利	1.38	1.34	1.48	1.39	1.41	<b>经营活动现金流</b>	<b>322908</b>	<b>195045</b>	<b>303484</b>	<b>191254</b>	<b>211904</b>
每股净资产	15.74	16.90	18.71	20.41	22.13	资本开支	0	(62105)	(128500)	(128500)	(128500)
ROIC	19.48%	16.29%	21%	20%	18%	其它投资现金流	(1467)	19773	(63002)	(3000)	(3000)
ROE	18.45%	15.21%	18%	15%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1294</b>	<b>(39660)</b>	<b>(190466)</b>	<b>(129344)</b>	<b>(129545)</b>
毛利率	54%	51%	58%	56%	56%	权益性融资	315	556	0	0	0
EBIT Margin	46%	44%	50%	49%	49%	负债净变化	(5510)	(684)	10000	8000	8000
EBITDA Margin	63%	63%	50%	49%	49%	支付股利、利息	(65723)	(63566)	(70353)	(66141)	(66842)
收入增长	1%	-5%	9%	-4%	1%	其它融资现金流	(178417)	33058	26646	3000	3300
净利润增长率	11%	-11%	28%	-6%	1%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(320568)</b>	<b>(94886)</b>	<b>(21707)</b>	<b>(43141)</b>	<b>(43542)</b>
资产负债率	29%	27%	32%	31%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>3634</b>	<b>60499</b>	<b>91311</b>	<b>18769</b>	<b>38816</b>
股息率	3.4%	3.3%	3.6%	3.4%	3.4%	货币资金的期初余额	150562	154196	214695	306006	324775
P/E	14.1	15.9	12.4	13.2	13.1	货币资金的期末余额	154196	214695	306006	324775	363591
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	0	132563	172666	62443	83738
EV/EBITDA	8.5	8.9	10.8	11.6	11.7	权益自由现金流	0	164937	209221	72890	94152

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032