

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国海油 (600938. SH)

中国海洋石油 (0883. HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘红光 石化行业联席首席分析师

执业编号: S1500525060002

邮箱: liuhongguang@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师

执业编号: S1500524070003

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金

隅大厦B座

邮编: 100031

油气产量创新高，业绩有望进一步受益油价

2026年3月30日

事件: 2026年3月26日晚，中国海油发布2025年度报告。2025年，公司实现营收3982.20亿元，同比-5.30%；实现归母净利润1220.82亿元，同比-11.49%；扣非后归母净利润1203.79亿元，同比-9.76%。实现基本每股收益2.57元，同比-11.38%。

其中，2025Q4，公司实现营业收入8571.7亿元，同比-9.28%，环比-18.28%；实现归母净利润201.11亿元，同比-5.48%，环比-38.00%；实现扣非后归母净利润194.64亿元，同比+11.04%，环比-38.33%；实现基本每股收益0.43元，同比-2.27%，环比-18.28%。

点评:

- **25年公司业绩同比下滑，主要受油价下跌以及人民币汇率升值影响，26年随着中东地缘风险激化，全年油价中枢或有阶段性上移，公司业绩或有望进一步提升。**
- **价格端，公司实现油价较布油折价同比收窄。**25年国际布伦特油价同比-11.73美元/桶至67.89美元/桶，公司实现油价66.47美元/桶，同比-10.28美元/桶，较布油折价约1.42美元/桶，同比去年收窄1.69美元/桶，主要是海外产量占比提升以及加拿大重油价格WSC较布伦特价差收窄。25年公司实现气价7.95美元/千立方英尺，同比+0.23美元/千立方英尺，因公司天然气销售下游以华东和华南工业用户长协合约为主。
- **产量端，增储上产持续发力。**25年公司石油、天然气产量分别为599.7、177.6百万桶当量，同比分别+6%、+12%。26年，公司预计油气产量达到780-800百万桶，同比将增长0.35-2.92%，增速有所下调，我们推测主要受下一步增储上产计划还在制定中的影响。
- **成本端，继续巩固低桶油成本优势。**公司桶油成本27.90美元/桶，同比-0.62美元/桶，其中受油价下跌影响除所得税外其他税金下降幅度较大，我们计算得该项同比-0.63美元/桶，另外作业费用同比-0.15美元/桶，折旧摊销同比+0.44美元/桶。
- **资本开支较年初目标收缩。**25年公司资本开支实际为1205亿，低于年初1250-1350亿的目标，其中开发支出同比下降14%，勘探及生产支出稳中有增，我们认为可能受七年行动计划收官及下一步计划仍在制定中的影响。26年，公司计划资本支出为1120-1220亿元，仍稳定在较高水平。
- **年度分红比例45%，积极回馈股东。**25年，公司全年股息为1.28港元/股(含税)，派息率为45%，符合公司承诺的2025-2027年股息支付率不低于45%的政策。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1572.40、1574.17、1620.84 亿元，同比增速分别为+28.8%、+0.1%、+3.0%，EPS 分别为 3.31、3.31、3.41 元/股，按照 2026 年 3 月 30 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 12.42、12.41、12.05 倍，H 股收盘价对应的 PE 分别为 7.72、7.71、7.49 倍。考虑到公司受益于低桶油成本和产量增长，2026-2028 年公司有望继续保持良好业绩，H 股估值仍有修复空间，我们维持对公司 A 股和 H 股的“买入”评级。
- **风险因素:** 经济波动和油价下行风险；公司增储上产速度不及预期风险；经济制裁和地缘政治风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	420,506	398,220	465,707	467,912	481,268
增长率 YoY%	0.9%	-5.3%	16.9%	0.5%	2.9%
归属母公司净利润 (百万元)	137,936	122,082	157,240	157,417	162,084
增长率 YoY%	11.4%	-11.5%	28.8%	0.1%	3.0%
毛利率 (%)	53.6%	51.5%	54.6%	54.3%	54.5%
净资产收益率 ROE%	18.5%	15.2%	17.7%	16.2%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	2.90	2.57	3.31	3.31	3.41
P/E (A 股)	14.16	16.00	12.42	12.41	12.05
P/E (H 股)	6.10	7.49	7.72	7.71	7.49
P/B (A 股)	2.61	2.43	2.20	2.01	1.84
P/B (H 股)	1.13	1.14	1.37	1.25	1.14

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 3 月 30 日收盘价, 注: 2026 年 3 月 30 日港元兑人民币汇率为 0.8838

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	264,609	295,383	351,584	416,571	476,292
货币资金	154,196	214,695	270,220	332,095	395,981
应收票据	160	10	68	88	72
应收账款	32,918	32,415	32,266	37,920	41
预付账款	2,924	4,771	3,595	3,420	3,287
存货	5,732	6,090	6,834	6,467	6,925
其他	68,679	37,402	38,601	36,579	46,111
非流动资产	791,672	803,176	836,352	864,440	886,389
长期股权投资	48,491	45,819	44,519	44,119	43,619
固定资产(合计)	6,739	6,552	20,912	34,257	46,587
无形资产	3,762	3,683	3,683	3,683	3,683
其他	732,680	747,122	767,238	782,380	792,500
资产总计	1,056,281	1,098,559	1,187,936	1,281,010	1,362,681
流动负债	118,875	91,253	95,069	102,486	95,929
短期借款	4,303	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	59,685	59,631	55,510	63,251	58,497
其他	54,887	31,622	39,560	39,235	37,432
非流动负债	187,970	202,122	202,122	202,122	202,122
长期借款	5,786	5,102	5,102	5,102	5,102
其他	182,184	197,020	197,020	197,020	197,020
负债合计	306,845	293,375	297,191	304,608	298,051
少数股东权益	1,888	2,434	2,513	2,591	2,672
归属母公司股东权益	747,548	802,750	888,232	973,811	1,061,957
负债和股东权益	1,056,281	1,098,559	1,187,936	1,281,010	1,362,681

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	420,506	398,220	465,707	467,912	481,268
同比(%)	0.9%	-5.3%	16.9%	0.5%	2.9%
归属母公司净利润	137,936	122,082	157,240	157,417	162,084
同比(%)	11.4%	-11.5%	28.8%	0.1%	3.0%
毛利率(%)	53.6%	51.5%	54.6%	54.3%	54.5%
ROE%	18.5%	15.2%	17.7%	16.2%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	2.90	2.57	3.31	3.31	3.41
P/E(A股)	14.16	16.00	12.42	12.41	12.05
P/B(A股)	2.61	2.43	2.20	2.01	1.84
EV/EBITDA	5.00	5.09	5.97	5.77	5.41

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	420,506	398,220	465,707	467,912	481,268
营业成本	194,993	193,261	211,483	213,769	219,146
营业税金及附加	20,276	18,194	20,281	21,192	22,037
销售费用	3,532	3,926	3,959	3,977	4,091
管理费用	7,213	7,769	7,004	7,478	7,821
研发费用	1,711	1,659	1,863	1,872	1,925
财务费用	2,832	823	2,483	1,650	1,722
减值损失合	-8,047	-3,809	-1,400	-500	-600
投资净收益	2,497	-943	466	702	722
其他	5,565	1,277	699	468	481
营业利润	189,964	169,113	218,398	218,644	225,129
营业外收支	12	526	100	100	100
利润总额	189,976	169,639	218,498	218,744	225,229
所得税	51,994	47,491	61,180	61,248	63,064
净利润	137,982	122,148	157,319	157,496	162,165
少数股东损益	46	66	79	79	81
归属母公司净利润	137,936	122,082	157,240	157,417	162,084
EBITDA	268,206	253,514	293,634	292,875	300,527
EPS(当年)(元)	2.90	2.57	3.31	3.31	3.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	220,891	209,042	235,815	236,985	236,052
净利润	137,982	122,148	157,319	157,496	162,165
折旧摊销	74,606	79,771	71,818	72,783	73,798
财务费用	2,832	823	2,704	2,704	2,704
投资损失	-134	-2,498	940	-466	-702
营运资金变	-5,777	-7,437	3,140	4,305	-2,392
其它	13,746	12,797	1,300	400	500
投资活动现金流	-175,426	-125,264	-105,828	-100,569	-95,525
资本支出	-123,309	-111,543	-106,293	-101,270	-96,247
长期投资	-57,099	-18,855	0	0	0
其他	4,982	5,134	466	702	722
筹资活动现金流	-97,935	-85,983	-73,462	-73,541	-75,641
吸收投资	197	556	0	0	0
借款	1,816	100	0	0	0
支付利息或股息	-65,723	-63,566	-73,462	-73,541	-75,641
现金流净增加额	-52,155	-2,605	55,525	61,875	63,886

研究团队简介

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。