

601857.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 12.44

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	23.5	14.5	21.4	54.0
相对上证综指	26.0	20.3	22.4	36.9

发行股数 (百万)	183,020.98
流通股 (百万)	183,020.98
总市值 (人民币 百万)	2,276,780.96
3个月日均交易额 (人民币 百万)	3,688.23
主要股东	
中国石油天然气集团有限公司 (%)	82.19

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2026年3月30日收市价为标准

相关研究报告

《中国石油》20251106
《中国石油》20250911
《中国石油》20250613

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 炼化及贸易

证券分析师: 徐中良

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

中国石油

经营业绩彰显韧性, 分红派息维持高位

公司发布2025年年报, 全年实现营业总收入28644.69亿元, 同比降低2.50%; 归母净利润1573.02亿元, 同比降低4.48%; 扣非归母净利润1616.71亿元, 同比降低6.70%。其中, 第四季度营收6952.13亿元, 同比增长1.98%; 归母净利润310.23亿元, 同比降低2.72%。公司经营业绩维持高位, 长期投资价值持续强化, 维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- **经营业绩韧性彰显, 财务状况保持稳健。**2025年全球原油市场供需宽松, 公司原油平均实现价格64.11美元/桶, 同比下降14.2%, 但经营业绩仍维持高位, 同时资产负债结构进一步优化, 2025年公司自由现金流为1,201.89亿元, 同比增长15.2%。资产负债率36.4%, 同比下降1.5pct, 资本负债率11.2%, 同比降低1.0pct。公司业绩韧性提升, 财务状况稳健, 产业链一体化优势凸显。
- **油气产量稳步提升, 新能源业务提速发展。**2025年, 公司油气当量产量1,841.9百万桶, 同比增长2.5%, 其中, 国内可销售天然气产量为5201.2十亿立方英尺, 同比增长4.9%。国内建成吉木萨尔、大庆古龙两个国家级页岩油示范区和庆城生产基地, 页岩油、页岩气产量大幅增长。同时公司完善新能源业务布局, 塔里木土库、新疆阿勒泰相继建成一批风光发电重点项目, 参股国网新源公司布局抽水蓄能, 成立中油电能公司做专做优购售电业务。2025年, 公司风光发电量79.3亿千瓦时, 同比增长68.0%; 新签地热供暖合同面积超过1亿平方米; 完成二氧化碳利用266.4万吨, 同比增长40.3%。受中东战争影响, 全球原油贸易体系面临较大冲击, 公司作为代表性能源央企, 战略价值显著提升。
- **炼化业务转型向好, 天然气销售业务业绩提升。**2025年, 公司加工原油1,375.9百万桶, 同比下降0.2%, 公司持续推动炼化化工业务转型升级和结构调整, 吉林石化公司、广西石化公司两个乙烯项目建成投产, 乙烯产能首次突破1,000万吨/年; 成品油、化工产品产量分别为11677.7万吨、4002.7万吨, 同比分别-2.6%、+2.7%, 化工新材料产量达332.7万吨, 同比+62.7%, 炼油化工和新材料分部实现经营利润人民币242.47亿元, 同比+13.4%。2025年, 公司在国内销售天然气2475.28亿立方米, 同比+5.6%, 天然气销售业务实现经营利润608.02亿元, 同比+12.6%。
- **资本性支出维持高位, 分红比例再次提升。**2025年公司资本性支出为2690.89亿元, 同比下降2.5%, 其中, 油气新能源、炼化新材料、销售、天然气销售业务板块资本支出的占比分别为76.22%、17.75%、3.06%、1.85%。2026年, 油气新能源板块的资本开支有望继续增长, 预计达到2,208.00亿元。另一方面, 公司董事会建议派发2025年公司末期股息为每股0.25元, 全年每股股息0.47元, 派息率54.7%, 派息总额860.2亿元, 末期和全年每股股息均保持历史同期最好水平, 派息比率也为近五年最高水平。公司重视股东回报, 分红比例持续提升, 长期投资价值不断增强。

估值

- 受国际油价上涨影响, 调整盈利预测, 预计2026-2028年归母净利润为1821.58亿元、1,825.75亿元、1,838.44亿元, 对应市盈率为12.2倍、12.2倍、12.1倍, 公司油气资产盈利能力提升, 能源央企战略价值凸显, 股东回报持续稳定, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 国际油价剧烈波动风险、环保政策变化或自然灾害等因素导致生产装置异常, 人员操作失误带来的安全生产风险、全球经济低迷等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	2,937,981	2,864,469	3,032,138	3,059,424	3,038,837
增长率(%)	-2.4	-2.5	5.9	0.9	-0.7
EBITDA(人民币 百万)	375,534	290,896	349,825	371,094	393,058
归母净利润(人民币 百万)	164,676	157,302	182,158	182,575	183,844
增长率(%)	2.2	-4.5	15.8	0.2	0.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.9	0.86	1.00	1.00	1.00
原预测归母净利润(人民币)	/	/	169,482	172,705	/
调整幅度(%)	/	/	7.48	5.71	/
市盈率(倍)	13.5	14.2	12.2	12.2	12.1
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA(倍)	5.1	7.4	7	6.8	6.2
每股股息(人民币)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	5.3	4.5	3.9	3.9	4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2025 年年报摘要

(百万元)	2025 年	2024 年	同比增长 (%)
一、营业总收入	2,864,469.00	2,937,981.00	(2.50)
二、营业总成本	2,655,415.00	2,705,017.00	(1.83)
其中：营业成本	2,246,121.00	2,275,223.00	(1.28)
营业税金及附加	244,276.00	266,012.00	(8.17)
销售费用	60,291.00	63,190.00	(4.59)
管理费用	69,122.00	65,026.00	6.30
研发费用	23,552.00	23,014.00	2.34
财务费用	12,053.00	12,552.00	(3.98)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	2,515.00	4,673.00	(46.18)
投资收益	20,466.00	11,934.00	71.49
资产处置收益	529.00	613.00	(13.70)
资产减值损失	(17,691.00)	(14,278.00)	(23.90)
信用减值损失	(696.00)	(742.00)	6.20
其他收益	20,402.00	20,122.00	1.39
四、营业利润	234,579.00	255,286.00	(8.11)
加：营业外收入	3,602.00	3,130.00	15.08
减：营业外支出	12,032.00	16,914.00	(28.86)
五、利润总额	226,149.00	241,502.00	(6.36)
减：所得税	54,144.00	57,755.00	(6.25)
六、净利润	172,005.00	183,747.00	(6.39)
减：少数股东损益	14,703.00	19,071.00	(22.90)
七、归属母公司净利润	157,302.00	164,676.00	(4.48)

资料来源：公司公告, Wind, 中银证券

图表 2.公司 2025 年第四季度摘要

(百万元)	2025 年第四季度	2024 年第四季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	695,213.00	681,702.00	1.98
二、营业总成本	641,244.00	616,073.00	4.09
其中：营业成本	534,381.00	505,532.00	5.71
营业税金及附加	58,455.00	64,964.00	(10.02)
销售费用	16,134.00	16,800.00	(3.96)
管理费用	19,973.00	17,601.00	13.48
研发费用	9,177.00	9,127.00	0.55
财务费用	3,124.00	2,049.00	52.46
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(8.00)	(7,304.00)	99.89
投资收益	7,734.00	8,444.00	(8.41)
资产处置收益	(548.00)	259.00	(311.58)
资产减值损失	(17,061.00)	(14,255.00)	(19.68)
信用减值损失	(849.00)	(562.00)	(51.07)
其他收益	7,993.00	6,145.00	30.07
四、营业利润	51,230.00	58,356.00	(12.21)
加：营业外收入	1,310.00	1,571.00	(16.61)
减：营业外支出	7,554.00	11,341.00	(33.39)
五、利润总额	44,986.00	48,586.00	(7.41)
减：所得税	13,095.00	13,088.00	0.05
六、净利润	31,891.00	35,498.00	(10.16)
减：少数股东损益	868.00	3,340.00	(74.01)
七、归属母公司净利润	31,023.00	31,892.00	(2.72)

资料来源：公司公告, Wind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,937,981	2,864,469	3,032,138	3,059,424	3,038,837
营业收入	2,937,981	2,864,469	3,032,138	3,059,424	3,038,837
营业成本	2,275,223	2,246,121	2,347,982	2,370,562	2,352,311
营业税金及附加	266,012	244,276	275,925	278,408	276,534
销售费用	63,190	60,291	64,585	65,166	64,727
管理费用	65,026	69,122	65,494	65,166	63,816
研发费用	23,014	23,552	22,741	22,028	21,880
财务费用	12,552	12,053	11,169	12,580	12,232
其他收益	20,122	20,402	19,000	19,000	19,000
资产减值损失	(14,278)	(17,691)	(16,000)	(16,000)	(16,000)
信用减值损失	(742)	(696)	(480)	(495)	(495)
资产处置收益	613	529	500	500	500
公允价值变动收益	4,673	2,515	0	0	0
投资收益	11,934	20,466	11,000	10,000	10,000
汇兑收益	18,177	21,697	19,000	19,000	19,000
营业利润	255,286	234,579	277,263	277,520	279,342
营业外收入	3,130	3,602	2,800	2,800	2,800
营业外支出	16,914	12,032	18,000	18,000	18,000
利润总额	241,502	226,149	262,063	262,320	264,142
所得税	57,755	54,144	62,109	61,907	62,337
净利润	183,747	172,005	199,954	200,412	201,804
少数股东损益	19,071	14,703	17,796	17,837	17,961
归母净利润	164,676	157,302	182,158	182,575	183,844
EBITDA	375,534	290,896	349,825	371,094	393,058
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.90	0.86	1.00	1.00	1.00

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	590,844	595,297	625,081	618,547	621,853
货币资金	216,246	238,908	242,571	244,754	243,107
应收账款	71,610	77,929	70,309	70,765	69,360
应收票据	0	0	0	0	0
存货	168,338	150,553	175,556	166,859	172,919
预付账款	14,192	14,664	14,034	14,940	13,810
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	120,458	113,243	122,612	121,230	122,657
非流动资产	2,162,163	2,232,720	2,406,785	2,542,812	2,643,067
长期投资	290,784	304,899	304,899	304,899	304,899
固定资产	480,407	528,089	567,718	608,076	641,311
无形资产	92,790	93,149	105,971	112,293	112,615
其他长期资产	1,298,182	1,306,583	1,428,197	1,517,543	1,584,242
资产合计	2,753,007	2,828,017	3,031,867	3,161,359	3,264,920
流动负债	637,317	538,800	708,233	722,144	715,091
短期借款	45,955	34,513	87,672	189,206	107,283
应付账款	272,785	255,882	318,069	261,402	313,608
其他流动负债	318,577	248,405	302,492	271,537	294,200
非流动负债	405,827	489,669	411,981	415,001	413,491
长期借款	74,072	148,462	80,000	80,000	80,000
其他长期负债	331,755	341,207	331,981	335,001	333,491
负债合计	1,043,144	1,028,469	1,120,214	1,137,145	1,128,581
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
少数股东权益	194,492	213,487	231,283	249,120	267,080
归属母公司股东权益	1,515,371	1,586,061	1,680,369	1,775,095	1,869,258
负债和股东权益合计	2,753,007	2,828,017	3,031,867	3,161,359	3,264,920

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	183,747	172,005	199,954	200,412	201,804
折旧摊销	145,038	88,176	110,893	129,494	149,984
营运资金变动	(39,468)	(1,619)	59,656	(63,331)	62,129
其他	117,215	153,948	1,619	1,555	1,995
经营活动现金流	406,532	412,510	372,122	268,131	415,913
资本支出	(302,651)	(292,789)	(292,000)	(262,000)	(252,000)
投资变动	10,288	(14,937)	0	0	0
其他	(14,984)	42,021	10,553	10,524	10,488
投资活动现金流	(307,347)	(265,705)	(281,447)	(251,477)	(241,512)
银行借款	(45,117)	62,948	(15,303)	101,534	(81,923)
股权融资	(104,967)	(95,694)	(87,850)	(87,850)	(89,680)
其他	(28,792)	(78,589)	16,141	(28,155)	(4,445)
筹资活动现金流	(178,876)	(111,335)	(87,012)	(14,471)	(176,048)
净现金流	(79,691)	35,470	3,663	2,183	(1,647)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(2.4)	(2.5)	5.9	0.9	(0.7)
营业利润增长率(%)	0.9	(8.1)	18.2	0.1	0.7
归属于母公司净利润增长率(%)	2.2	(4.5)	15.8	0.2	0.7
息税前利润增长率(%)	(2.9)	(12.1)	17.9	1.1	0.6
息税折旧前利润增长率(%)	(18.8)	(22.5)	20.3	6.1	5.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	2.2	(4.5)	15.8	0.2	0.7
获利能力					
息税前利润率(%)	7.8	7.1	7.9	7.9	8.0
营业利润率(%)	8.7	8.2	9.1	9.1	9.2
毛利率(%)	22.6	21.6	22.6	22.5	22.6
归母净利润率(%)	5.6	5.5	6.0	6.0	6.0
ROE(%)	10.9	9.9	10.8	10.3	9.8
ROIC(%)	8.8	7.5	8.5	8.0	7.9
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
净负债权益比	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
流动比率	0.9	1.1	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	41.9	38.3	40.9	43.4	43.4
应付账款周转率	10.5	10.8	10.6	10.6	10.6
费用率					
销售费用率(%)	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
管理费用率(%)	2.2	2.4	2.2	2.1	2.1
研发费用率(%)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
财务费用率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	2.2	2.3	2.0	1.5	2.3
每股净资产(最新摊薄)	8.3	8.7	9.2	9.7	10.2
每股股息	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	13.5	14.2	12.2	12.2	12.1
P/B(最新摊薄)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.1	7.4	7.0	6.8	6.2
价格/现金流(倍)	5.5	5.4	6.0	8.3	5.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371