

2026年04月01日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

油价下行拖累业绩、高储备低成本支撑盈利弹性

—中国海油（600938.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

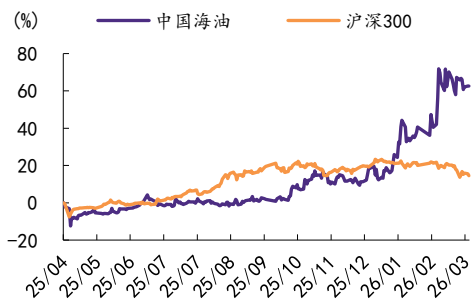
分析师：卢昊 S1050526020001
luhao@cfsc.com.cn
联系人：高铭谦 S1050124080006
gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2026-03-31

当前股价(元)	40
总市值(亿元)	19012
总股本(百万股)	47530
流通股本(百万股)	2990
52周价格范围(元)	23.23-43.41
日均成交额(百万元)	1547.03

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《中国海油（600938）：油价下行拖累业绩，增储上产筑牢资源护城河》2025-09-02
- 《中国海油（600938）：油气产量和储量双增，成本持续下降》2025-04-09
- 《中国海油（600938）：Q3油气产量提升，优质多元资产支撑稳健经营》2024-11-13

中国海油发布 2025 年年度业绩报告：2025 年公司实现营业收入 3982.20 亿元，同比减少 5.30%；实现归母净利润 1220.82 亿元，同比减少 11.49%。其中，公司 2025Q4 单季度实现营业收入 857.17 亿元，同比减少 9.28%，环比减少 18.28%；实现归母净利润 201.11 亿元，同比减少 5.48%，环比减少 38.00%。

投资要点

■ 产量增长对冲油价下跌，成本优势构筑盈利韧性

公司 2025 年业绩承压下滑主要是受到国际油价下降影响。2025 年内，各主要原油生产国多次增产，叠加上新能源消费对原油消费的替代性冲击，导致国际油价整体走弱。2025 年公司平均实现油价 66.47 美元/桶，同比下降 13.4%；天然气平均实现价格为 7.95 美元/千立方英尺，同比上涨 3.0%。受到低油价拖累，公司 2025 年油气销售收入 3357 亿元，同比下滑 5.6%。公司通过增储上产和成本管控来对冲价格风险，展现出强劲的盈利韧性。在以量补价策略指导下，2025 年公司油气净产量达 777.3 百万桶油当量，同比增长 6.95%，再创历史新高；其中原油产量同比提升 5.75%、天然气产量同比提升 11.61%。在此产量下，公司桶油成本降至 27.9 美元/桶油当量，成本优势持续巩固。

■ 费用率缩减，现金流略减，股东回报持续稳定

期间费用率方面，2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.99%/1.95%/0.42%/0.21%。产销量增长带动摊薄费用，四项费用率分别同比+0.15/+0.24/+0.01/-0.47pct。现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额为 2090.42 亿元，较上年同期减少 118.49 亿元，主要由于油气销售收入减少。公司 2025 年合计派发股息 547.58 亿元，股利支付率达到 44.85%，股息率保持在 3.82%。

■ 资源储备持续拓展，多元布局打开成长空间

公司资源储备坚实，成长路径清晰。2025 年巴西 Buzios7、

圭亚那 Yellowtail 等 16 个项目顺利投产，全年在建项目 80 个，开发进展顺利。2025 年公司净证实储量达到 77.7 亿桶，储量寿命 10 年，为产量长期增长筑牢根基。展望 2026 年，公司依靠低桶油成本优势，有望在油价上行期放大业绩弹性。绿色转型方面，公司深远海浮式风电平台“海油观澜号”稳定运行，另有全球首座 16 兆瓦级张力腿型浮式风电平台也已开工，新能源业务集中突破有望为公司打开成长新空间。

■ 盈利预测

公司是我国核心原油生产企业，依靠海上油田的低成本，公司在油价上行期将拥有相当的盈利弹性。预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1459.20、1501.68、1637.55 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13.4、13.0、11.9 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

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。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	398,220	442,910	448,920	467,969
增长率（%）	-5.3%	11.2%	1.4%	4.2%
归母净利润（百万元）	122,082	145,920	150,168	163,755
增长率（%）	-11.5%	19.5%	2.9%	9.0%
摊薄每股收益（元）	2.57	3.07	3.16	3.45
ROE（%）	15.2%	16.7%	15.9%	16.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产:				
现金及现金等价物	214,695	289,542	368,091	453,521
应收款	32,425	36,064	36,553	38,104
存货	6,090	7,178	7,245	7,305
其他流动资产	42,173	43,988	44,232	45,006
流动资产合计	295,383	376,772	456,122	543,936
非流动资产:				
金融类资产	25,998	25,998	25,998	25,998
固定资产	6,552	96,663	126,438	132,496
在建工程	150,913	60,365	24,146	9,658
无形资产	3,683	3,499	3,315	3,140
长期股权投资	45,819	45,819	45,819	45,819
其他非流动资产	596,209	596,209	596,209	596,209
非流动资产合计	803,176	802,555	795,927	787,323
资产总计	1,098,559	1,179,327	1,252,048	1,331,259
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	59,631	70,288	70,938	71,531
其他流动负债	30,818	30,818	30,818	30,818
流动负债合计	91,253	102,000	102,662	103,294
非流动负债:				
长期借款	58,832	58,832	58,832	58,832
其他非流动负债	143,290	143,290	143,290	143,290
非流动负债合计	202,122	202,122	202,122	202,122
负债合计	293,375	304,122	304,784	305,416
所有者权益				
股本	47,530	47,530	47,530	47,530
股东权益	805,184	875,205	947,264	1,025,843
负债和所有者权益	1,098,559	1,179,327	1,252,048	1,331,259

现金流量表	2026E	2027E	2028E	
净利润	122148	145999	150249	163843
少数股东权益	66	79	81	89
折旧摊销	76962	621	6619	8595
公允价值变动	682	682	682	682
营运资金变动	9184	4205	-138	-1754
经营活动现金净流量	209042	151586	157493	171455
投资活动现金净流量	-125264	437	6444	8429
筹资活动现金净流量	-8931	-75978	-78190	-85264
现金流量净额	74,847	76,044	85,748	94,620

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	398,220	442,910	448,920	467,969
营业成本	193,261	207,564	209,396	210,447
营业税金及附加	18,194	20,236	20,510	21,381
销售费用	3,926	4,367	4,426	4,614
管理费用	7,769	8,641	8,758	9,130
财务费用	823	-5,460	-7,659	-10,051
研发费用	1,659	1,845	1,870	1,950
费用合计	14,177	9,393	7,395	5,642
资产减值损失	-3,809	-3,809	-3,809	-3,809
公允价值变动	682	682	682	682
投资收益	-943	-943	-943	-943
营业利润	169,113	202,238	208,139	227,020
加:营业外收入	888	888	888	888
减:营业外支出	362	362	362	362
利润总额	169,639	202,764	208,665	227,546
所得税费用	47,491	56,764	58,417	63,702
净利润	122,148	145,999	150,249	163,843
少数股东损益	66	79	81	89
归母净利润	122,082	145,920	150,168	163,755

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	-5.3%	11.2%	1.4%	4.2%
归母净利润增长率	-11.5%	19.5%	2.9%	9.0%
盈利能力				
毛利率	51.5%	53.1%	53.4%	55.0%
四项费用/营收	3.6%	2.1%	1.6%	1.2%
净利率	30.7%	33.0%	33.5%	35.0%
ROE	15.2%	16.7%	15.9%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	26.7%	25.8%	24.3%	22.9%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	12.3	12.3	12.3	12.3
存货周转率	31.7	31.7	31.7	31.7
每股数据(元/股)				
EPS	2.57	3.07	3.16	3.45
P/E	16.0	13.4	13.0	11.9
P/S	4.9	4.4	4.4	4.2
P/B	2.4	2.2	2.1	1.9

■ 化工组介绍

卢昊：华中科技大学本科 IE 专业，上海交通大学工商管理硕士。5 年实业经营和投资经验，10 年证券从业经历。曾担任国海证券/中信建投证券化工&新材料首席分析师。擅长产业研究和战略咨询，曾担任多家一二级企业和机构顾问、央视财经特邀嘉宾。2026 年加入华鑫证券研究所，担任化工新材料行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融 2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。