

2026 年 04 月 09 日

# 中国海油 (600938. SH)

——油气上游优质企业，增储上产稳健前行

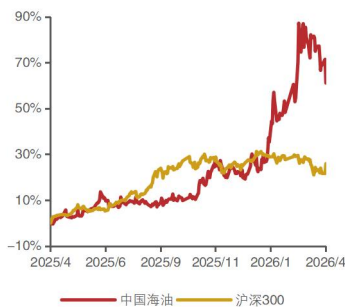
投资评级：买入（首次）

## 证券分析师

李辉  
SAC: S1350526010001  
lihui01@huayuanstock.com  
张峰  
SAC: S1350525120003  
zhangfeng03@huayuanstock.com  
李佳骏  
SAC: S1350526010004  
lijiajun@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026 年 04 月 08 日

收盘价 (元)	37.37
一年内最高/最低 (元)	44.54/23.55
总市值 (百万元)	1,776,194.38
流通市值 (百万元)	1,776,194.38
总股本 (百万股)	47,529.95
资产负债率 (%)	26.71
每股净资产 (元/股)	16.89

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 公司发布 2025 年年报：**2025 年公司实现营业收入 3982.2 亿元，同比下降 5.3%；归母净利润 1220.82 亿元，同比下降 11.5%；扣非归母净利润 1203.79 亿元，同比下降 9.8%。在布伦特油价 2025 年全年同比下滑 14.6% 的背景下，公司业绩体现出较强的韧性，2025 年公司毛利率达到 51.47%，同比下滑 2.16pct。费用方面，公司 2025 年期间费用率 3.56%，同比减少 0.08pct，主要系财务费用下滑较大。
- 油气产量稳定提升，实现油价折价收窄。**2025 年公司油气净产量 7.77 亿桶油当量，同比增长 7%，其中石油液体产量达到 6 亿桶，同比增长 5.8%；天然气产量达到 10373 亿立方英尺，同比增长 11.6%。实现价格方面，2025 年公司实现油价达到 66.47 美元/桶，相比布伦特折价 1.72 美元/桶，折价有所收窄；实现气价达到 7.95 美元/千立方英尺，同比提升 3%，或主要由于海外气价上涨。公司 2026 年规划油气产量达到 7.8-8 亿桶油当量，我们预期伴随 2026 年油价中枢提升，公司油气业务有望实现量价齐升，带来较高的业绩弹性。
- 低成本优势打造公司护城河。**2025 年公司持续开展提质增效攻坚行动，保持成本竞争优势，桶油主要成本达到 27.9 美元/桶油当量，同比下降 0.62 美元/桶油当量，其中作业费用达到 7.46 美元/桶油当量，同比下降 0.15 美元/桶油当量。在长期坚持低成本战略下，我们预期公司将具备更强的全球竞争力，对于油价波动也将体现出更强的抗周期能力。
- 现金流稳健，高分红回报股东。**2025 年公司经营性现金流净额达到 2090 亿元，同比下滑 5.36%；自由现金流达到 974 亿元，同比基本持平，在 2025 年油价大幅下滑的背景下，公司现金流仍然维持稳健。分红方面，公司 2025 年全年分红率达到 45%，维持较好水平。资本开支方面，2025 年公司实现资本开支 1205 亿元，同比下降 9%，公司预期 2026 年资本支出预算 1120-1220 亿元。我们预期公司现金流随业绩增长将存在较大提升空间，且在资本开支相对稳定下，公司分红水平有望提升。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1637/1622/1688 亿元，同比增速分别为 34%/-1%/4%，当前股价对应的 PE 分别为 11/11/11 倍。我们选取中国石油、中国神华、中国石化为可比公司，鉴于公司油气业务稳定增长以及低成本优势显著，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：油价大幅波动；油气产量增长不及预期；汇率波动风险等。**

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	420,506	398,220	463,036	467,125	484,684
同比增长率 (%)	0.94%	-5.30%	16.28%	0.88%	3.76%
归母净利润 (百万元)	137,936	122,082	163,698	162,198	168,814
同比增长率 (%)	11.38%	-11.49%	34.09%	-0.92%	4.08%
每股收益 (元/股)	2.90	2.57	3.44	3.41	3.55
ROE (%)	18.45%	15.21%	18.51%	16.80%	16.08%
市盈率 (P/E)	12.88	14.55	10.85	10.95	10.52

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	214,695	231,356	248,762	273,180
应收票据及账款	32,971	38,156	38,493	39,939
预付账款	4,771	5,074	5,119	5,312
其他应收款	5,945	7,612	7,679	7,967
存货	6,090	6,019	6,234	6,454
其他流动资产	30,911	34,630	34,671	34,847
<b>流动资产总计</b>	<b>295,383</b>	<b>322,846</b>	<b>340,958</b>	<b>367,699</b>
长期股权投资	45,819	48,917	52,016	55,114
固定资产	525,187	519,125	533,942	568,311
在建工程	150,913	196,609	226,304	230,000
无形资产	3,683	3,327	3,483	4,093
长期待摊费用	584	645	698	716
其他非流动资产	76,990	88,321	97,071	105,196
<b>非流动资产合计</b>	<b>803,176</b>	<b>856,944</b>	<b>913,514</b>	<b>963,429</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,098,559</b>	<b>1,179,790</b>	<b>1,254,472</b>	<b>1,331,129</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	59,631	70,051	72,559	75,112
其他流动负债	31,622	36,588	37,865	39,199
<b>流动负债合计</b>	<b>91,253</b>	<b>106,639</b>	<b>110,424</b>	<b>114,312</b>
长期借款	66,446	56,829	46,471	34,673
其他非流动负债	135,676	129,133	129,133	129,133
<b>非流动负债合计</b>	<b>202,122</b>	<b>185,962</b>	<b>175,604</b>	<b>163,806</b>
<b>负债合计</b>	<b>293,375</b>	<b>292,601</b>	<b>286,029</b>	<b>278,117</b>
股本	75,180	75,180	75,180	75,180
资本公积	2,851	2,851	2,851	2,851
留存收益	724,719	806,568	887,667	972,074
归属母公司权益	802,750	884,599	965,698	1,050,105
少数股东权益	2,434	2,590	2,745	2,907
<b>股东权益合计</b>	<b>805,184</b>	<b>887,189</b>	<b>968,443</b>	<b>1,053,011</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,098,559</b>	<b>1,179,790</b>	<b>1,254,472</b>	<b>1,331,129</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	122,148	161,223	159,722	166,344
折旧与摊销	79,771	81,586	86,929	93,683
财务费用	823	760	451	101
投资损失	943	-2,090	-2,090	-2,090
营运资金变动	-7,438	8,586	3,080	1,565
其他经营现金流	12,795	-2,864	3,175	3,175
<b>经营性现金净流量</b>	<b>209,042</b>	<b>247,202</b>	<b>251,267</b>	<b>262,777</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-125,264</b>	<b>-138,315</b>	<b>-141,953</b>	<b>-142,053</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-85,983</b>	<b>-92,227</b>	<b>-91,907</b>	<b>-96,307</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-2,605</b>	<b>16,661</b>	<b>17,407</b>	<b>24,418</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>398,220</b>	<b>463,036</b>	<b>467,125</b>	<b>484,684</b>
<b>营业成本</b>	<b>193,261</b>	<b>196,682</b>	<b>203,725</b>	<b>210,892</b>
税金及附加	18,194	23,152	22,422	23,265
销售费用	3,926	4,115	4,151	4,308
管理费用	7,769	8,256	8,329	8,642
研发费用	1,659	1,866	1,882	1,953
财务费用	823	760	451	101
资产减值损失	-3,809	-4,630	-4,671	-4,847
信用减值损失	-9	-42	-42	-43
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-943	2,090	2,090	2,090
公允价值变动损益	682	500	500	500
资产处置收益	5	-27	-27	-27
其他收益	599	878	878	878
<b>营业利润</b>	<b>169,113</b>	<b>226,974</b>	<b>224,892</b>	<b>234,074</b>
营业外收入	888	599	599	599
营业外支出	362	392	392	392
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>169,639</b>	<b>227,181</b>	<b>225,099</b>	<b>234,281</b>
所得税	47,491	63,327	62,746	65,306
<b>净利润</b>	<b>122,148</b>	<b>163,854</b>	<b>162,353</b>	<b>168,975</b>
少数股东损益	66	156	155	161
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>122,082</b>	<b>163,698</b>	<b>162,198</b>	<b>168,814</b>
EPS(元)	2.57	3.44	3.41	3.55

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-5.30%	16.28%	0.88%	3.76%
营业利润增长率	-10.98%	34.21%	-0.92%	4.08%
归母净利润增长率	-11.49%	34.09%	-0.92%	4.08%
经营现金流增长率	-5.36%	18.25%	1.64%	4.58%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	51.47%	57.52%	56.39%	56.49%
净利率	30.67%	35.39%	34.76%	34.86%
ROE	15.21%	18.51%	16.80%	16.08%
ROA	11.11%	13.88%	12.93%	12.68%
<b>估值倍数</b>				
P/E	14.55	10.85	10.95	10.52
P/S	4.46	3.84	3.80	3.66
P/B	2.21	2.01	1.84	1.69
股息率	0.11%	4.61%	4.57%	4.75%
EV/EBITDA	9	5	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。