

## 中国海油 (600938.SH)

## 强烈推荐 (维持)

周期/化工

目标估值: NA

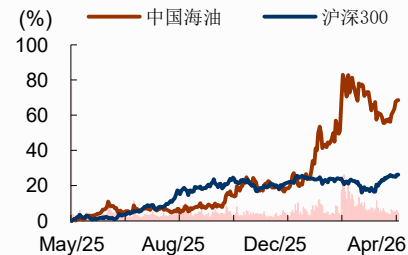
当前股价: 39.99 元

### 基础数据

总股本 (百万股)	47530
已上市流通股 (百万股)	2990
总市值 (十亿元)	1900.7
流通市值 (十亿元)	119.6
每股净资产 (MRQ)	17.6
ROE (TTM)	14.9
资产负债率	27.1%
主要股东	中国石油天然气集团有限公
主要股东持股比例	0.39%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	48	67
相对表现	-11	44	40



资料来源: 公司数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《中国海油 (600938) —桶油成本继续走低, 新项目稳健增产》2025-11-02
- 2、《中国海油 (600938) —保持战略定力, 公司继续推进年中分红》2025-08-31
- 3、《中国海油 (600938) —一季度销量稳定增长, 桶油成本进一步降低》2025-05-04

周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

zhaochenxi@cmschina.com.cn

## 受益国际油价大幅走高, 公司稳步推进增产扩产

事件: 公司发布 2025 年年报, 公司 2025 年实现营收 3982 亿元, 同比下降 5.3%, 归母净利润 1221 亿元, 同比下降 11.49%, 扣非归母净利润 1204 亿元, 同比下降 9.8%。其中四季度实现营收 857.17 亿元, 同比下降 9.28%, 归母净利润 201 亿元, 同比下降 5.48%。2026 年一季度公司实现营收 1161 亿元, 同比增长 8.63%, 归母净利润 391.44 亿元, 同比增长 7.06%。受到地缘政治冲突影响, 国际油价大幅增长。

中国海油是中国最大的海上原油及天然气生产商, 亦是全球最大的独立油气勘探及生产集团之一, 其主要业务是勘探、开发、生产及销售原油和天然气。公司的发展战略主要包括以下三部分的内容。致力于储量和产量的增长。2025 年公司坚持以效益为中心, 通过勘探开发生产作业及价值驱动的并购来扩大储量和产量。勘探方面, 秉持稳油增气、向气倾斜的策略, 稳定渤海, 加快南海, 拓展东海, 探索黄海, 做强海外, 推进非常规。开发生产方面, 以有效益的产量增长为目标, 积极推进重点项目建设和在产油气田的稳产增产。拓展天然气业务。中国海油践行低碳发展理念, 扎实推进海上天然气勘探开发, 加大陆上非常规气勘探开发力度。

勘探方面, 公司不断加大风险勘探和甩开勘探力度, 全力推动勘探开发一体化, 油气勘探成果丰硕。全年共获得 6 个新发现, 成功评价 28 个含油气构造。在中国海域, 共完成探井 202 口, 获得 6 个新发现, 包括龙口 25-1、曹妃甸 22-3、锦州 27-6、惠州 21-8、涠洲 10-5 和涠洲 10-5 南, 并成功评价了 26 个含油气构造。在中国陆上, 公司坚持全层系勘探理念, 全年共完成探井 123 口, 新增天然气探明地质储量超千亿方。在海外, 公司坚持价值勘探, 共完成探井 5 口, 在圭亚那 Stabroek 区块成功评价 Lukanani 和 Ranger 两个油田, 并在伊拉克、哈萨克斯坦、印度尼西亚成功获取 4 个勘探新项目。生产方面公司坚持以产量最大化为核心, 产能建设质效齐升, 多个重点项目提前投产。公司持续提高开发水平, 控制在产油田自然递减率, 提升储量动用率和采收率, 有效保障在产油气田稳产增产。2025 年油气净产量达 777.3 百万桶油当量, 同比增长 7.0%, 连续多年保持增长。其中, 天然气净产量达 1,037.3 十亿立方英尺, 同比增长 11.6%。全年共有 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。

公司坚持提质降本增效, 桶油作业费得到良好控制。2025 年公司桶油主要成本为 27.9 美元/桶油, 相较 2024 年 28.52 美元/桶油成本下降 2.17%。2025 年公司桶油作业费为 7.46 美元/桶油当量, 比 2024 年的 7.61 美元/桶油当量降低 2.0%。其中, 中国的桶油作业费为 6.75 美元/桶油当量, 较去年同期 6.87 美元/桶油当量降低 1.7%。海外的桶油作业费为 9.18 美元/桶油当量, 较去年同期 9.31 美元/桶油当量降低 1.4%。

维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2026-2028 年收入分别为 4699 亿元、4840 亿元和 5082 亿元, 归母净利润分别为 1531 亿元、1570 亿元和 1649

亿元，EPS 分别为 3.22 元、3.30 元和 3.47 元。当前股价对应 PE 分别为 12.4 倍、12.1 倍和 11.5 倍

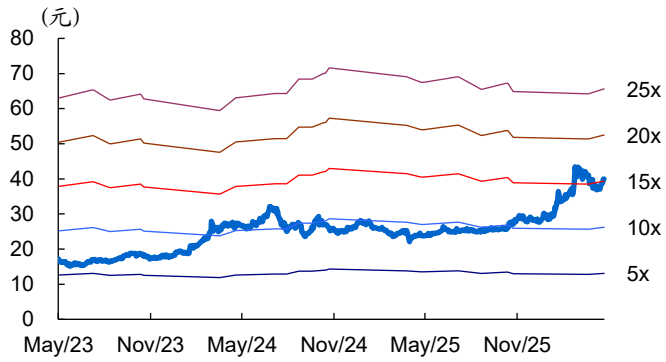
□ 风险提示：原材料价格波动风险、项目进度不及预期风险、市场需求风险

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	420506	398220	469900	483997	508196
同比增长	1%	-5%	18%	3%	5%
营业利润(百万元)	189964	169113	211319	216833	227783
同比增长	10%	-11%	25%	3%	5%
归母净利润(百万元)	137936	122082	153062	157039	164936
同比增长	11%	-11%	25%	3%	5%
每股收益(元)	2.90	2.57	3.22	3.30	3.47
PE	13.8	15.6	12.4	12.1	11.5
PB	2.5	2.4	2.2	2.0	2.0

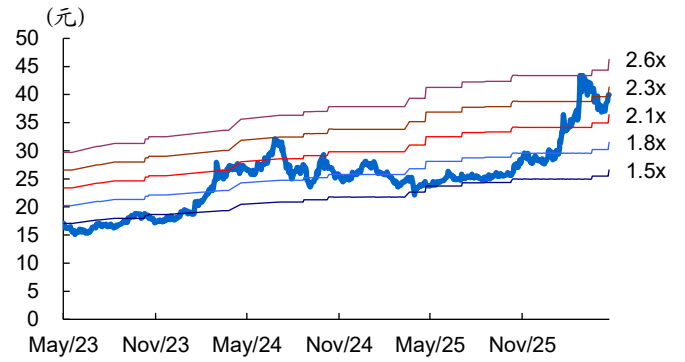
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中国海油历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 中国海油历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	264609	295383	418580	557760	402973
现金	154196	214695	328373	465572	307504
交易性投资	45775	25998	25998	25998	25998
应收票据	160	10	12	12	13
应收款项	32918	32415	38250	39397	41367
其它应收款	5608	5945	7015	7226	7587
存货	5732	6090	7004	7245	7591
其他	20220	10230	11929	12310	12913
<b>非流动资产</b>	791672	803176	752228	684891	845292
长期股权投资	48491	45819	45819	45819	45819
固定资产	6739	6552	8475	12236.0	15236.0
无形资产商誉	487440	527534	474781	427303	384572
其他	249002	223271	223154	199534	399665
<b>资产总计</b>	<b>1056281</b>	<b>1098559</b>	<b>1170808</b>	<b>1242652</b>	<b>1248265</b>
<b>流动负债</b>	118875	91253	96971	99360	102797
短期借款	4303	0	0	0	0
应付账款	59685	59631	68579	70936	74325
预收账款	508	804	925	956	1002
其他	54379	30818	27467	27468	27469
<b>长期负债</b>	187970	202122	202122	202122	202122
长期借款	5786	5102	5102	5102	5102
其他	182184	197020	197020	197020	197020
<b>负债合计</b>	<b>306845</b>	<b>293375</b>	<b>299093</b>	<b>301482</b>	<b>304919</b>
股本	75180	75180	75180	75180	75180
资本公积金	2851	2851	2851	2851	2851
留存收益	669517	724719	791167	860537	862624
少数股东权益	1888	2434	2517	2602	2691
归属于母公司所有者权益	747548	802750	869198	938568	940655
<b>负债及权益合计</b>	<b>1056281</b>	<b>1098559</b>	<b>1170808</b>	<b>1242652</b>	<b>1248265</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	220891	209042	278572	299625	79883
净利润	137982	122148	153145	157124	165025
折旧摊销	72196	77193	126783	143172	(84565)
财务费用	2832	823	1372	1202	1548
投资收益	(2498)	940	(2281)	(2281)	(2281)
营运资金变动	4943	4985	(447)	408	156
其它	5436	2953	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(175426)	(125264)	(73554)	(73554)	(73554)
资本支出	(123359)	(111555)	(75835)	(75835)	(75835)
其他投资	(52067)	(13709)	2281	2281	2281
<b>筹资活动现金流</b>	(97935)	(85983)	(91340)	(88871)	(164397)
借款变动	63562	47501	(3354)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(10)	0	0	0	0
股利分配	(136676)	(146429)	(86614)	(87669)	(162849)
其他	(24811)	12945	(1372)	(1202)	(1548)
<b>现金净增加额</b>	<b>(52470)</b>	<b>(2205)</b>	<b>113678</b>	<b>137200</b>	<b>(158068)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	420506	398220	469900	483997	508196
营业成本	194993	193261	222263	229898	240885
营业税金及附加	20276	18194	21469	22113	23219
营业费用	3532	3926	4633	4772	5010
管理费用	7213	7769	9167	9442	9915
研发费用	1711	1659	1958	2016	2117
财务费用	2832	823	1372	1202	1548
资产减值损失	(8045)	(3813)	0	0	0
公允价值变动收益	4597	682	682	682	682
其他收益	966	599	599	599	599
投资收益	2497	(943)	1000	1000	1000
<b>营业利润</b>	189964	169113	211319	216833	227783
营业外收入	398	888	888	888	888
营业外支出	386	362	362	362	362
<b>利润总额</b>	189976	169639	211845	217359	228309
所得税	51994	47491	58700	60236	63284
少数股东损益	46	66	83	85	89
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>137936</b>	<b>122082</b>	<b>153062</b>	<b>157039</b>	<b>164936</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	1%	-5%	18%	3%	5%
营业利润	10%	-11%	25%	3%	5%
归母净利润	11%	-11%	25%	3%	5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.6%	51.5%	52.7%	52.5%	52.6%
净利率	32.8%	30.7%	32.6%	32.4%	32.5%
ROE	19.5%	15.7%	18.3%	17.4%	17.6%
ROIC	18.8%	15.4%	18.2%	17.3%	17.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.0%	26.7%	25.5%	24.3%	24.4%
净负债比率	2.7%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%
流动比率	2.2	3.2	4.3	5.6	3.9
速动比率	2.2	3.2	4.2	5.5	3.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	32.0	32.7	33.9	32.3	32.5
应收账款周转率	12.1	12.2	13.3	12.5	12.6
应付账款周转率	3.2	3.2	3.5	3.3	3.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.90	2.57	3.22	3.30	3.47
每股经营净现金	4.65	4.40	5.86	6.30	1.68
每股净资产	15.73	16.89	18.29	19.75	19.79
每股股利	2.03	1.82	1.84	3.43	5.01
<b>估值比率</b>					
PE	13.8	15.6	12.4	12.1	11.5
PB	2.5	2.4	2.2	2.0	2.0
EV/EBITDA	11.3	12.1	8.8	8.2	20.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。