

601857.SH

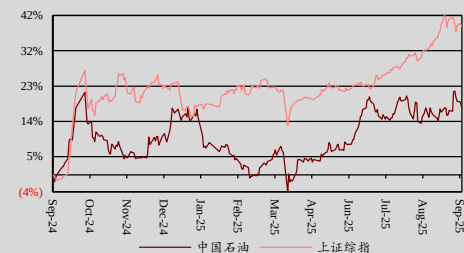
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 8.79

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	0.2	0.2	1.9	12.4
相对上证综指	(16.5)	(4.5)	(10.1)	(26.7)

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)	1,608,754.40
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,321.11
主要股东	
中国石油天然气集团有限公司	82.46%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 9 月 9 日收市价为标准

相关研究报告

《中国石油》20250613
《中国石油》20250410
《中国石油》20241031

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

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524050001

证券分析师：余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

中国石油

经营业绩稳健，长期投资价值强化

公司发布 2025 年半年报，上半年实现营业总收入 14,500.99 亿元，同比下降 6.74%，实现归母净利润 839.93 亿元，同比减少 5.42%。其中，第二季度实现营收 6969.91 亿元，同比减少 6.09%，归母净利润 371.86 亿元，同比减少 13.59%。公司油气产量稳中有增，天然气占比提升，炼油化工转型升级深入推进，增产增销高附加值产品，看好公司全产业链的竞争优势，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 经营业绩稳健，抗风险能力凸显。**2025 年上半年，布伦特原油平均价格为 71.87 美元/桶，同比下跌 14.5%。公司销售毛利率为 20.89%，同比降低 0.1 pct，加权平均净资产收益率为 5.4%，同比减少 0.6pct，经营活动产生的现金流量净额为 2270.63 亿元，同比增长 4.0%。分板块来看，油气和新能源/炼油化工和新材料/销售/天然气销售分部经营利润分别为 856.86 亿元/110.56 亿元/75.62 亿元/186.26 亿元，同比分别 -6.8%/-18.9%/-25.2%/+10.8%。2025 年上半年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.0%/2.2%/0.7%/0.4%，分别同比 +0.0pct/+0.3pct/+0.1pct/0.0pct。公司财务状况健康良好，经营业绩稳健，抵抗外部油价波动的能力提升。
- 油气产量结构优化，新能源业务贡献绿色增量。**2025 年上半年，公司油气当量产量达 923.6 百万桶，同比增长 2.0%，其中国内原油产量同比增长 0.6%，可销售天然气产量同比增长 4.7%；新能源业务方面，上半年公司新获光伏发电指标 1,638 万千瓦，风光发电量达 36.9 亿千瓦时，同比增长 70.0%，塔里木上库光伏项目并网发电，吉林昂格风电项目高效运营。CCUS 业务上半年捕集利用二氧化碳 130.5 万吨，实现驱油 30 万吨。公司在油气勘探及开采领域的资源优势及技术优势持续巩固。
- 炼油化工转型升级，增产增销高附加值产品。**2025 年上半年，炼油业务实现经营利润 96.64 亿元，同比下降 8.0%，化工业务实现经营利润人民币 13.92 亿元，同比减少 17.34 亿元，主要由于成品油及化工产品价格下降，毛利空间收窄。公司加工原油 694.3 百万桶，同比增长 0.1%；生产成品油 5,957.2 万吨，同比下降 0.9%；化工产品商品量 1,997.1 万吨，同比增长 4.9%，其中合成树脂产量 693.8 万吨，同比增长 5.3%，新材料产量 166.5 万吨，同比增长 54.9%。乙烯产量 447.3 万吨，同比增长 5.3%。未来随着下游需求提升，以及石化行业竞争格局优化，炼化板块盈利有望修复。
- 分红比例略增，资本开支稳健。**根据 2025 年中报，2025 年中期股息每股 0.22 元，总派息额约 402.65 亿元，股利支付率为 47.94%，同比提升 1.99 pct。2025 年全年资本性支出预计为人民币 2,622.00 亿元，其中，油气和新能源、炼油化工和新材料、销售、天然气销售板块的占比分别为 80.09%、13.92%、2.90%、2.10%。公司资本开支严谨精准，积极回馈股东，长期投资价值凸显。

估值

- 基于国际油价震荡下行，同时看好公司炼化板块的竞争优势，调整盈利预测，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 1,660.51 亿元、1,694.82 亿元、1,727.05 亿元，对应市盈率为 9.7 倍、9.5 倍、9.3 倍，公司油气产量结构优化，炼油化工转型升级深入推进，看好公司全产业链的竞争优势，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、关税政策变化的风险等。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	3,012,812	2,937,981	2,948,591	2,951,937	2,920,797
增长率(%)	(7.0)	(2.5)	0.4	0.1	(1.1)
EBITDA(人民币 百万)	382,508	317,223	318,146	339,088	361,728
归母净利润(人民币 百万)	161,414	164,676	166,051	169,482	172,705
增长率(%)	8.1	2.0	0.8	2.1	1.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.88	0.90	0.91	0.93	0.94
原股本摊薄每股收益(人民币)	/	/	0.92	0.92	0.98
调整幅度(%)	/	/	(1.38)	0.65	(3.71)
市盈率(倍)	10.0	9.8	9.7	9.5	9.3
市净率(倍)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(倍)	4.3	6.1	6.0	5.7	5.2
每股股息(人民币)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
股息率(%)	5.9	4.9	4.8	4.7	4.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1.公司 2025 年上半年财务摘要

(亿元)	2025 上半年度	2024 上半年度	同比增长(%)
一、营业总收入	14,500.99	15,538.69	(6.74)
二、营业总成本	13,497.79	14,388.80	(6.25)
其中：营业成本	11,471.44	12,283.34	(6.65)
营业税金及附加	1,254.41	1,344.38	(6.73)
销售费用	286.93	300.15	(4.40)
管理费用	322.74	296.44	7.93
研发费用	98.99	96.57	2.51
财务费用	63.28	67.92	(6.85)
资产减值损失	(5.10)	(2.16)	(136.11)
三、其他经营收益	84.15	78.91	6.59
公允价值变动收益	50.82	86.34	(41.14)
投资收益	78.74	11.39	591.31
四、营业利润	1,222.74	1,325.30	(7.93)
加：营业外收入	15.59	7.19	116.83
减：营业外支出	27.49	41.12	(33.26)
五、利润总额	1,210.84	1,291.37	(6.43)
减：所得税	274.18	295.27	(7.38)
六、净利润	936.66	996.10	(6.15)
减：少数股东损益	96.73	110.03	(12.09)
七、归属母公司净利润	839.93	886.07	(5.42)

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

图表 2.公司 2025 年第二季度摘要

(亿元)	2025 年第二季度	2024 年第二季度	同比增长(%)
一、营业总收入	6,969.91	7,416.85	(6.09)
二、营业总成本	6,528.33	6,855.43	(4.82)
其中：营业成本	5,528.75	5,816.62	(4.98)
营业税金及附加	627.17	685.62	(8.56)
销售费用	143.74	153.56	(6.39)
管理费用	164.18	137.34	18.46
研发费用	36.92	36.59	0.90
财务费用	27.57	25.70	7.28
资产减值损失	(5.07)	(1.90)	(166.84)
三、其他经营收益	41.57	36.20	14.80
公允价值变动收益	20.82	39.69	(47.54)
投资收益	43.07	13.72	213.92
四、营业利润	546.17	649.70	(16.14)
加：营业外收入	8.24	3.25	153.54
减：营业外支出	11.96	22.29	(46.42)
五、利润总额	542.45	630.66	(14.20)
减：所得税	124.64	147.37	(15.70)
六、净利润	417.81	483.29	(13.75)
减：少数股东损益	45.95	54.03	(14.95)
七、归属母公司净利润	371.86	429.26	(13.59)

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,012,812	2,937,981	2,948,591	2,951,937	2,920,797
营业收入	3,012,812	2,937,981	2,948,591	2,951,937	2,920,797
营业成本	2,303,005	2,275,223	2,307,977	2,307,831	2,276,559
营业税金及附加	295,106	266,012	265,373	268,626	265,792
销售费用	70,260	63,190	62,805	64,943	65,134
管理费用	55,634	65,026	63,395	56,087	55,495
研发费用	21,967	23,014	20,935	21,254	21,030
财务费用	18,091	12,552	8,536	7,994	6,953
其他收益	21,704	20,122	17,000	19,000	19,000
资产减值损失	(28,956)	(14,278)	(16,000)	(16,000)	(16,000)
信用减值损失	(35)	(742)	(480)	(495)	(495)
资产处置收益	498	613	500	500	500
公允价值变动收益	2,008	4,673	2,500	1,500	1,500
投资收益	9,554	11,934	13,000	10,000	10,000
汇兑收益	18,177	21,697	17,000	18,000	18,000
营业利润	253,522	255,286	253,090	257,707	262,338
营业外收入	3,130	3,130	2,800	2,800	2,800
营业外支出	18,775	16,914	17,000	17,000	17,000
利润总额	237,877	241,502	238,890	243,507	248,138
所得税	57,316	57,755	56,617	57,468	58,561
净利润	180,561	183,747	182,273	186,040	189,577
少数股东损益	19,147	19,071	16,222	16,558	16,872
归母净利润	161,414	164,676	166,051	169,482	172,705
EBITDA	382,508	317,223	318,146	339,088	361,728
EPS(最新股本摊薄，元)	0.88	0.90	0.91	0.93	0.94

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	658,520	590,844	618,360	619,684	609,299
货币资金	269,873	216,246	250,630	250,915	248,268
应收账款	68,761	71,610	69,267	66,850	67,831
应收票据	0	0	0	0	0
存货	180,533	168,338	167,601	168,317	163,049
预付账款	12,461	14,192	14,017	14,190	13,634
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	126,892	120,458	116,845	119,412	116,517
非流动资产	2,094,190	2,162,163	2,294,374	2,411,872	2,496,744
长期投资	281,811	290,784	290,784	290,784	290,784
固定资产	468,178	480,407	492,287	522,605	545,420
无形资产	92,744	92,790	96,813	99,836	101,859
其他长期资产	1,251,457	1,298,182	1,414,490	1,498,647	1,558,681
资产合计	2,752,710	2,753,007	2,912,734	3,031,556	3,106,043
流动负债	689,007	637,317	696,647	698,133	661,248
短期借款	38,979	45,955	75,812	101,046	53,991
应付账款	289,156	272,785	291,387	272,749	283,743
其他流动负债	360,872	318,577	329,447	324,337	323,514
非流动负债	433,082	405,827	400,820	407,155	403,987
长期借款	126,165	74,072	80,000	80,000	80,000
其他长期负债	306,917	331,755	320,820	327,155	323,987
负债合计	1,122,089	1,043,144	1,097,466	1,105,287	1,065,235
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
少数股东权益	184,211	194,492	210,714	227,272	244,144
归属母公司股东权益	1,446,410	1,515,371	1,604,553	1,698,997	1,796,663
负债和股东权益合计	2,752,710	2,753,007	2,912,734	3,031,556	3,106,043

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	180,561	183,747	182,273	186,040	189,577
折旧摊销	144,659	86,727	106,520	122,386	141,436
营运资金变动	16,778	(39,468)	28,619	(20,773)	15,901
其他	114,598	175,526	(14,324)	(126)	(6,987)
经营活动现金流	456,596	406,532	303,089	287,527	339,928
资本支出	(282,508)	(302,651)	(241,000)	(236,000)	(226,000)
投资变动	(8,487)	10,288	0	0	0
其他	35,206	(14,984)	14,458	9,571	10,965
投资活动现金流	(255,789)	(307,347)	(226,542)	(226,429)	(215,036)
银行借款	(42,861)	(45,117)	35,785	25,234	(47,055)
股权融资	(91,881)	(104,967)	(76,869)	(75,039)	(75,039)
其他	(11,830)	(28,792)	(1,079)	(11,009)	(5,446)
筹资活动现金流	(146,572)	(178,876)	(42,162)	(60,813)	(127,540)
净现金流	54,235	(79,691)	34,384	284	(2,647)

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(7.0)	(2.5)	0.4	0.1	(1.1)
营业利润增长率(%)	4.5	0.7	(0.9)	1.8	1.8
归属于母公司净利润增长率(%)	8.1	2.0	0.8	2.1	1.9
息税前利润增长率(%)	(7.3)	(3.1)	(8.2)	2.4	1.7
息税折旧前利润增长率(%)	(18.7)	(17.1)	0.3	6.6	6.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	8.1	2.0	0.8	2.1	1.9
获利能力					
息税前利润率(%)	7.9	7.8	7.2	7.3	7.5
营业利润率(%)	8.4	8.7	8.6	8.7	9.0
毛利率(%)	23.6	22.6	21.7	21.8	22.1
归母净利润率(%)	5.4	5.6	5.6	5.7	5.9
ROE(%)	11.2	10.9	10.3	10.0	9.6
ROIC(%)	9.2	8.8	7.6	7.4	7.3
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	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	42.8	41.9	41.9	43.4	43.4
应付账款周转率	10.4	10.5	10.5	10.5	10.5
费用率					
销售费用率(%)	2.3	2.2	2.1	2.2	2.2
管理费用率(%)	1.8	2.2	2.2	1.9	1.9
研发费用率(%)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
财务费用率(%)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	2.5	2.2	1.7	1.6	1.9
每股净资产(最新摊薄)	7.9	8.3	8.8	9.3	9.8
每股股息	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	10.0	9.8	9.7	9.5	9.3
P/B(最新摊薄)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.3	6.1	6.0	5.7	5.2
价格/现金流(倍)	3.5	4.0	5.3	5.6	4.7

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得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刊载或转发的，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