

600938.SH

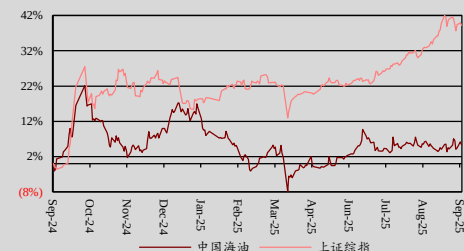
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 25.95

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	(10.1)	(1.0)	(2.0)	1.4
相对上证综指	(26.8)	(5.7)	(14.0)	(37.8)

发行股数 (百万)	47,529.95
流通股 (百万)	47,529.95
总市值 (人民币 百万)	1,233,402.31
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,064.62
主要股东	
中国海洋石油(BVI)公司	60.54%

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

《中国海油》20250407
《中国海油》20241031
《中国海油》20240614

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：油气开采 II

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

中国海油

价值创造能力凸显，长期发展持续向好

2025 年上半年公司实现营业收入 2076.08 亿元，同比下降 8.45%；归母净利润 695.33 亿元，同比下降 12.79%。其中，二季度实现营业收入 1007.54 亿元，同比下降 12.62%，环比下降 5.71%；归母净利润 329.70 亿元，同比下降 17.60%，环比下降 9.83%。公司增储上产成果丰硕，油气主业根基牢固，提质增效持续深化，成本竞争优势进一步巩固，业绩韧性凸显，抗风险能力提升，看好公司油气主业的高质量发展，维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- **价值创造能力稳步提升，财务指标稳健向好。**2025 年上半年，布伦特原油均价同比下跌 15.1%，公司销售毛利率为 53.5%，同比下降 0.2 pct，净资产收益率（摊薄）为 8.8%，同比下降 2.3 pct，资本负债率 8.4%，较去年末下降 2.5 pct；公司经营活动现金流净流入 1091.8 亿元，同比下降 7.9%，投资活动现金流净流出 737.8 亿元，同比减少 6.4%，融资活动现金流净流出 224.5 亿元，同比减少 26.0%。在油价下行周期，公司展现出较强的盈利韧性，财务状况健康良好。
- **增储上产成果丰硕，技术进步巩固成本优势。**2025 年上半年公司油气净产量达 384.6 百万桶油当量，同比增长 6.1%，达历史同期新高，其中国内产量 266.5 百万桶油当量，同比增长 7.6%。海外产量 118.1 百万桶油当量，同比增长 2.8%；受“深海一号”二期全面投产带动，天然气产量同比增长 12.0%。石油液体和天然气产量占比分别为 77.0% 和 23.0%。渤中 26-6 一期、文昌 9-7、东方 29-1 气田以及巴西 Buzios7 和 Mero4 等重点项目顺利投产。上半年共获得 5 个新发现并成功评价 18 个含油气构造，储量替代率保持在 130% 以上，储量寿命维持在 10 年水平；海外，新签伊拉克 Block7 和哈萨克斯坦 Zhyllyoi 区块石油合同，主亚那深水立体勘探持续增储。公司通过精细注水、稳油控水和智能分注等技术手段，使中国海上油田自然递减率降至 9.5%，创历史最好水平，桶油主要成本降至 26.94 美元/桶油当量。公司聚焦油气主业，夯实资源基础，巩固成本竞争优势，应对外部油价波动的抗风险能力持续提升。
- **绿色转型深化价值创造，兼顾长期发展与股东回报。**2025 年上半年，公司持续推进科研攻关与数智化转型，优质钻井建设示范项目效率提升 26%， “深海一号”智慧气田获评国家卓越级智能工厂。同时，公司加快绿色低碳布局，上半年消纳绿电 5 亿千瓦时，完成 1 万方/天以上火炬气回收，实现节约约 1800 万千瓦时；“海油观澜号”浮式风电累计发电 4700 万千瓦时，文昌 9-7 油田余热发电装置预计年发电 4000 万千瓦时，恩平 15-1 平台建成中国首个海上 CCUS 项目。根据公司 2024 年度股东周年大会授权，董事会决定派发中期股息 0.73 港元/股（含税），股息支付率 45.5%，派息总额约人民币 316.02 亿元，在油价下行周期，公司仍保持分红水平稳定，充分彰显公司对股东回报的重视。

估值

- 上游石油行业短期仍受国际原油价格波动及地缘政治不确定性影响，但公司凭借低成本优势和持续增储上产能力，抵抗外部油价波动能力增强。预计公司 2025 - 2027 年归母净利润分别为 1381.51 亿元、1387.52 亿元和 1422.47 亿元，EPS 分别为 2.91 元、2.92 元和 2.99 元，对应市盈率分别为 8.9 倍、8.9 倍和 8.7 倍。公司经营业绩保持稳健，油气与新能源双轮驱动格局逐步形成，长期投资价值提升，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；海外项目政治与地缘因素不确定性风险；气候变化及环保政策趋严风险；海上作业安全生产风险；汇率波动风险。

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)	416,609	420,506	422,795	426,543	435,545
增长率(%)	(1.3)	0.9	0.5	0.9	2.1
EBITDA(人民币 百万)	236,716	259,311	245,485	258,428	274,836
归母净利润(人民币 百万)	123,843	137,936	138,151	138,752	142,247
增长率(%)	(12.6)	11.4	0.2	0.4	2.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.61	2.90	2.91	2.92	2.99
市盈率(倍)	10.0	8.9	8.9	8.9	8.7
市净率(倍)	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(倍)	4.3	5.3	4.9	4.6	4.2
每股股息(人民币)	0.6	0.6	1.3	1.3	1.3
股息率(%)	2.9	2.1	5.0	5.1	5.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1.公司 2025 年半年报摘要

(亿元)	2025 年中报	2024 年中报	同比增长(%)
一、营业总收入	2,076.08	2,267.70	(8.45)
二、营业总成本	1,118.99	1,224.63	(8.63)
其中：营业成本	966.02	1,049.62	(7.96)
税金及附加	99.03	103.59	(4.40)
销售费用	18.26	17.19	6.22
管理费用	34.11	33.91	0.59
研发费用	7.05	7.63	(7.60)
财务费用	(5.48)	12.69	(143.18)
公允价值变动收益	3.83	7.09	(45.98)
投资收益	(13.31)	5.53	(340.69)
资产减值损失	(0.59)	(0.02)	(2,850.00)
其他收益	1.10	2.75	(60.00)
三、营业利润	948.19	1,058.37	(10.41)
加：营业外收入	0.92	0.85	8.24
减：营业外支出	2.52	1.46	72.60
四、利润总额	946.59	1,057.76	(10.51)
减：所得税费用	250.66	260.31	(3.71)
五、净利润	695.93	797.45	(12.73)
归属母公司净利润	695.33	797.31	(12.79)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2.公司 2025 年第二季度摘要

(亿元)	2025 第二季度	2024 第二季度	同比增长(%)
一、营业总收入	1,007.54	1,153.02	(12.62)
二、营业总成本	553.69	629.43	(12.03)
其中：营业成本	481.40	530.48	(9.25)
税金及附加	48.97	52.85	(7.34)
销售费用	8.88	8.35	6.35
管理费用	17.63	17.69	(0.34)
研发费用	3.84	4.27	(10.07)
财务费用	(7.03)	15.79	(144.52)
公允价值变动收益	1.86	6.53	(71.52)
投资收益	(6.94)	(0.24)	(2,791.67)
资产减值损失	(0.61)	0.22	(377.27)
其他收益	0.73	2.37	(69.20)
三、营业利润	448.92	532.40	(15.68)
加：营业外收入	0.55	0.46	19.57
减：营业外支出	1.20	0.47	155.32
四、利润总额	448.27	532.39	(15.80)
减：所得税费用	118.35	132.20	(10.48)
五、净利润	329.92	400.19	(17.56)
归属母公司净利润	329.70	400.12	(17.60)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，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	416,609	420,506	422,795	426,543	435,545
营业收入	416,609	420,506	422,795	426,543	435,545
营业成本	208,794	194,993	201,318	203,900	207,810
营业税金及附加	24,331	20,276	19,026	19,194	19,164
销售费用	3,501	3,532	3,509	3,540	3,615
管理费用	7,012	7,213	7,188	7,251	7,404
研发费用	1,605	1,711	1,691	1,706	1,742
财务费用	846	2,832	1,213	1,277	1,347
其他收益	1,070	966	950	950	950
资产减值损失	(3,523)	(8,047)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
信用减值损失	(74)	(29)	15	15	15
资产处置收益	(117)	31	(30)	(30)	(30)
公允价值变动收益	300	4,597	0	0	0
投资收益	4,715	2,497	2,500	2,500	2,500
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	172,891	189,964	189,286	190,109	194,898
营业外收入	510	398	400	400	400
营业外支出	427	386	400	400	400
利润总额	172,974	189,976	189,286	190,109	194,898
所得税	48,884	51,994	51,107	51,329	52,622
净利润	124,090	137,982	138,179	138,780	142,275
少数股东损益	247	46	28	28	28
归母净利润	123,843	137,936	138,151	138,752	142,247
EBITDA	236,716	259,311	245,485	258,428	274,836
EPS(最新股本摊薄，元)	2.61	2.90	2.91	2.92	2.99

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	250,275	264,609	287,302	302,424	341,064
货币资金	150,562	154,196	175,331	189,509	229,415
应收账款	36,291	32,918	35,199	35,418	34,754
应收票据	95	160	70	72	73
存货	6,451	5,732	6,012	6,109	6,013
预付账款	3,218	2,924	2,892	2,885	2,887
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	53,658	68,679	67,798	68,431	67,922
非流动资产	755,323	791,672	858,914	913,628	956,279
长期投资	64,591	57,013	57,013	57,013	57,013
固定资产	7,010	6,739	28,094	96,520	151,499
无形资产	3,692	3,762	3,762	3,762	3,762
其他长期资产	680,030	724,158	770,045	756,333	744,005
资产合计	1,005,598	1,056,281	1,146,216	1,216,052	1,297,344
流动负债	123,939	118,875	120,215	118,895	119,329
短期借款	4,365	4,303	4,300	4,000	4,000
应付账款	61,382	59,685	59,987	58,955	59,959
其他流动负债	58,192	54,887	55,928	55,940	55,371
非流动负债	213,783	187,970	200,555	195,369	197,962
长期借款	11,296	5,786	8,000	8,000	8,000
其他长期负债	202,487	182,184	192,555	187,369	189,962
负债合计	337,722	306,845	320,770	314,264	317,291
股本	47,567	47,530	47,530	47,530	47,530
少数股东权益	1,290	1,888	1,916	1,943	1,972
归属母公司股东权益	666,586	747,548	823,531	899,845	978,080
负债和股东权益合计	1,005,598	1,056,281	1,146,216	1,216,052	1,297,344

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	124,090	137,982	138,179	138,780	142,275
折旧摊销	68,947	74,606	58,406	70,462	82,011
营运资金变动	10,821	(12,560)	(1,170)	(1,487)	1,462
其他	5,885	20,863	637	1,109	725
经营活动现金流	209,743	220,891	196,052	208,864	226,474
资本支出	(120,875)	(123,359)	(127,900)	(127,300)	(126,600)
投资变动	41,604	10,747	0	0	0
其他	1,176	(62,814)	2,470	2,470	2,470
投资活动现金流	(78,095)	(175,426)	(125,430)	(124,830)	(124,130)
银行借款	71	(5,572)	2,211	(300)	0
股权融资	(69,156)	(66,800)	(62,168)	(62,438)	(64,011)
其他	(15,143)	(25,563)	10,470	(7,118)	1,574
筹资活动现金流	(84,228)	(97,935)	(49,487)	(69,856)	(62,437)
净现金流	47,420	(52,470)	21,135	14,178	39,906

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(%)	(1.3)	0.9	0.5	0.9	2.1
营业利润增长率(%)	(11.3)	9.9	(0.4)	0.4	2.5
归母净利润增长率(%)	(12.6)	11.4	0.2	0.4	2.5
息税前利润增长率(%)	(13.2)	10.1	1.3	0.5	2.6
息税折旧前利润增长率(%)	(7.6)	9.5	(5.3)	5.3	6.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(12.6)	11.4	0.2	0.4	2.5
获利能力					
息税前利润率(%)	40.3	43.9	44.2	44.1	44.3
营业利润率(%)	41.5	45.2	44.8	44.6	44.7
毛利率(%)	49.9	53.6	52.4	52.2	52.3
归母净利润率(%)	29.7	32.8	32.7	32.5	32.7
ROE(%)	18.6	18.5	16.8	15.4	14.5
ROIC(%)	17.3	18.7	17.1	16.1	15.7
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
净负债权益比	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
流动比率	2.0	2.2	2.4	2.5	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
应收账款周转率	11.4	12.2	12.4	12.1	12.4
应付账款周转率	6.9	6.9	7.1	7.2	7.3
费用率					
销售费用率(%)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
管理费用率(%)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
研发费用率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	0.2	0.7	0.3	0.3	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.6	2.9	2.9	2.9	3.0
每股经营现金流(最新摊薄)	4.4	4.6	4.1	4.4	4.8
每股净资产(最新摊薄)	14.0	15.7	17.3	18.9	20.6
每股股息	0.6	0.6	1.3	1.3	1.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	10.0	8.9	8.9	8.9	8.7
P/B(最新摊薄)	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.3	5.3	4.9	4.6	4.2
价格/现金流(倍)	5.9	5.6	6.3	5.9	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