

油气产量稳步增长，2025Q3 业绩环比提升

投资要点

- **事件：**中国石油发布 2025 年三季度报，2025 年前三季度公司实现营业收入 21692.56 亿元，同比减少 3.92%，实现归母净利润 1262.79 亿元，同比减少 4.90%；2025 年三季度实现营业收入 7191.57 亿元，同比增长 2.34%，环比增长 3.18%，实现归母净利润 422.86 亿元，同比减少 3.86%，环比增长 13.71%。
- **上下游协同布局，油气储量领先。**公司是国有重要骨干企业和全球主要的油气生产商和供应商之一，在全球 33 个国家和地区开展油气投资业务，公司天然气业务覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）和香港特别行政区。公司上游能源业务包括原油及天然气的勘探、开发、生产、输送和销售及新能源业务；在炼化石化方面，公司布局有原油及石油产品的炼制，以及化工产品的生产和销售及新材料业务；公司在下游销售贸易领域涉及炼油产品和非油品的销售以及贸易业务；天然气的输送及销售业务。2024 年公司原油证实储量为 61.8 亿桶，天然气证实储量为 72.8 万亿立方英尺。
- **原油价格承压，天然气销量增速较为平稳。**OPEC 开启增产计划，全球经济增速有所减缓，国际油价面临下行压力，2025 年 1-9 月北海布伦特原油、美国西德克萨斯中质原油现货平均价格分别为 70.93 美元/桶、66.73 美元/桶，分别同比下降 14.3%、14.1%。2025 年 1-9 月公司原油平均实现价格为 65.55 美元/桶，同比 2024 年同期的 76.88 美元/桶下降 14.7%；国内天然气平均销售价格为 8.81 美元/千立方英尺，同比 2024 年同期的 8.90 美元/千立方英尺下降 1.0%。2025 年 1-9 月，公司原油产量 714.3 百万桶，同比增长 0.8%；可销售天然气产量 3977.2 十亿立方英尺，同比增长 4.6%；公司油气当量产量 1377.2 百万桶同比增长 2.6%。公司持续推动油气增储上产，油气勘探业务有望稳步增长。
- **新材料业务放量，天然气销量稳步增长。**公司化工产品持续放量，2025 年 1-9 月化工产品产量 2959.0 万吨，同比增长 3.3%，其中新材料产量增长 59.4%。公司吉林乙烯项目成功开车，广西石化公司、蓝海新材料公司等项目持续推进，有望推动化工板块快速增长。2025 年 1-9 月公司销售汽油、煤油、柴油共计 12087.6 万吨，同比增长 0.8%；销售天然气 2185.41 亿立方米，同比增长 4.2%。
- **盈利预测与投资建议：**公司油气储量丰富，炼化化工板块有望持续放量，天然气销售保持稳健增长，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 2.99%，给予 2026 年 14 倍 PE，目标价 13.02 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**天然气价格下降风险；原油价格下降风险；化工产品供给过剩风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	29379.81	29915.07	30121.25	30315.07
增长率	-2.43%	1.82%	0.69%	0.64%
归属母公司净利润（亿元）	1646.76	1595.64	1694.41	1799.19
增长率	2.19%	-3.10%	6.19%	6.18%
每股收益 EPS（元）	0.90	0.87	0.93	0.98
净资产收益率 ROE	10.75%	10.18%	10.02%	10.02%
PE	11	11	11	10
PB	1.20	1.14	1.08	1.03

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
电话：13122028826
邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理
执业证号：S1250525050004
电话：021-68413856
邮箱：zhli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1,830.21
流通 A 股(亿股)	1,619.22
52 周内股价区间(元)	7.34-9.94
总市值(亿元)	18,155.68
总资产(亿元)	28,499.64
每股净资产(元)	8.52

相关研究

目 录

1 中国石油：油气产量稳步增长，2025Q3 业绩环比提升	1
1.1 持续推进增储上产，天然气销量稳步增长	1
1.2 积极推动增储上产，2025Q3 利润环比增长	2
2 盈利预测与估值	3
2.1 盈利预测	3
2.2 相对估值	5
3 风险提示	5

图 目 录

图 1：公司天然气销售情况	1
图 2：原油价格.....	2
图 3：公司营业收入.....	2
图 4：公司归母净利润	2
图 5：公司各项费率控制良好.....	3
图 6：公司毛利率、净利率	3
图 7：资产负债率	3

表 目 录

表 1：业务拆分.....	4
表 2：可比公司估值.....	5
附表：财务预测与估值	6

1 中国石油：油气产量稳步增长，2025Q3 业绩环比提升

1.1 持续推进增储上产，天然气销量稳步增长

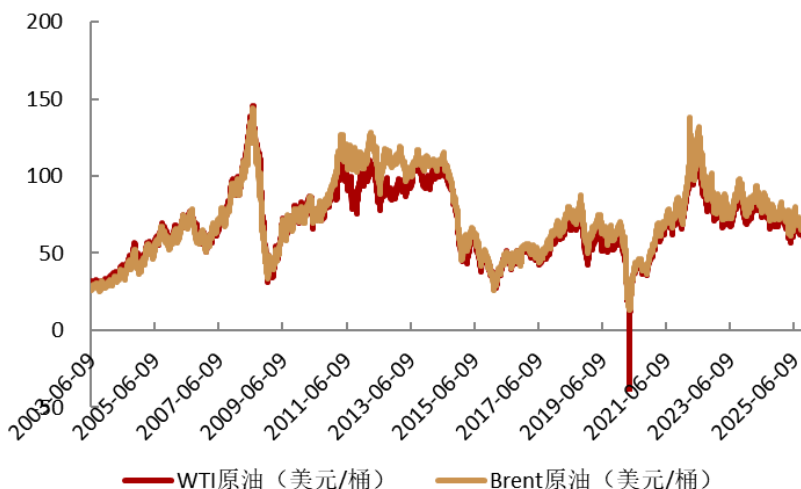
上下游协同布局，油气储量领先。公司是国有重要骨干企业和全球主要的油气生产商和供应商之一，在全球 33 个国家和地区开展油气投资业务，公司天然气业务覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）和香港特别行政区。公司上游能源业务包括原油及天然气的勘探、开发、生产、输送和销售及新能源业务；在炼化石化方面，公司布局有原油及石油产品的炼制，以及化工产品的生产和销售及新材料业务；公司在下游销售贸易领域涉及炼油产品和非油品的销售以及贸易业务；天然气的输送及销售业务。2024 年公司原油证实储量为 61.8 亿桶，天然气证实储量为 72.8 万亿立方英尺。

图 1：公司天然气销售情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

原油价格承压，天然气销量增速较为平稳。OPEC 开启增产计划，全球经济增速有所减缓，国际油价面临下行压力，2025 年 1-9 月北海布伦特原油、美国西德克萨斯中质原油现货平均价格分别为 70.93 美元/桶、66.73 美元/桶，分别同比下降 14.3%、14.1%。2025 年 1-9 月公司原油平均实现价格为 65.55 美元/桶，同比 2024 年同期的 76.88 美元/桶下降 14.7%；国内天然气平均销售价格为 8.81 美元/千立方英尺，同比 2024 年同期的 8.90 美元/千立方英尺下降 1.0%。2025 年 1-9 月，公司原油产量 714.3 百万桶，同比增长 0.8%；可销售天然气产量 3977.2 十亿立方英尺，同比增长 4.6%；公司油气当量产量 1377.2 百万桶同比增长 2.6%。公司持续推动油气增储上产，油气勘探业务有望稳步增长。

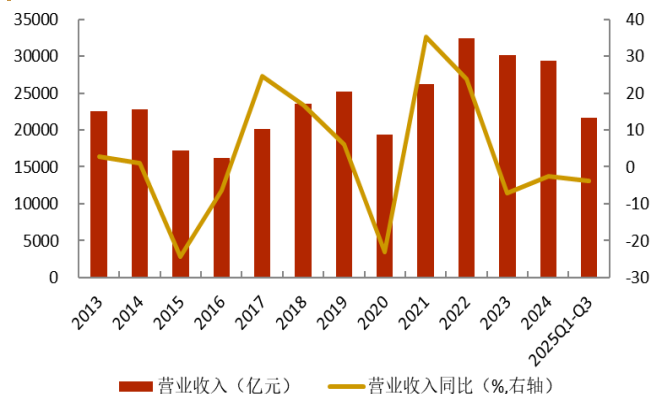
图 2：原油价格


数据来源：Wind，西南证券整理

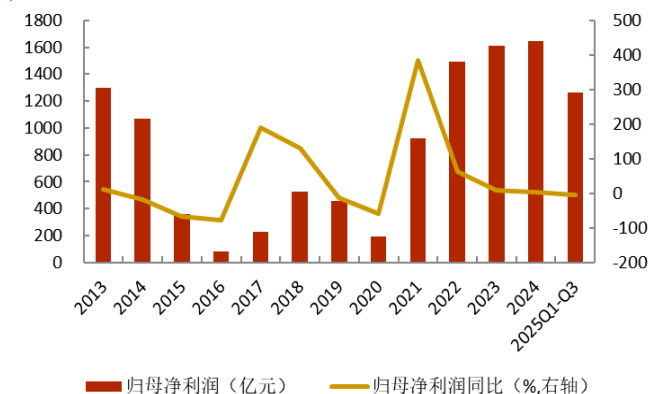
新材料业务放量，天然气销量稳步增长。公司化工产品持续放量，2025 年 1-9 月化工产品产量 2959.0 万吨，同比增长 3.3%，其中新材料产量增长 59.4%。公司吉林乙烯项目成功开车，广西石化公司、蓝海新材料公司等项目持续推进，有望推动化工板块快速增长。销售端，2025 年 1-9 月公司销售汽油、煤油、柴油共计 12087.6 万吨，同比增长 0.8%；销售天然气 2185.41 亿立方米，同比增长 4.2%。

1.2 积极推动增储上产，2025Q3 利润环比增长

积极推动增储上产，2025Q3 利润环比增长。面对能源价格波动压力，公司及时调整产品结构，持续加强油气勘探开发和增储上产力度。2025 年三季度利润环比保持增长，油气业务表现出经营韧性。2025 年前三季度公司销售、管理、财务三项费用率分别 2.04%、2.27%、0.41%，分别同比-0.02pp、+0.16pp、-0.05pp，费用率维持在较低水平。2025 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 21.09%、6.46%。截至 2025 年三季报，公司资产负债率为 38%，维持在较好水平。

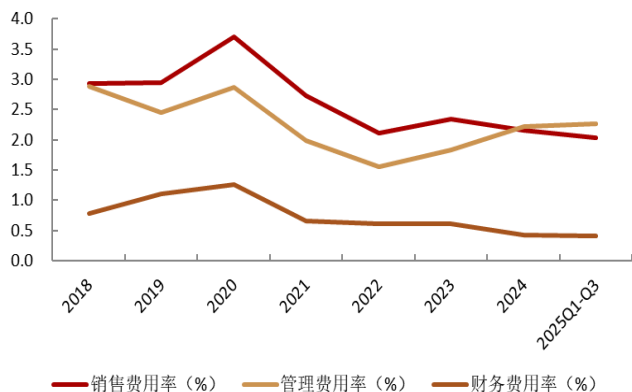
图 3：公司营业收入


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司归母净利润


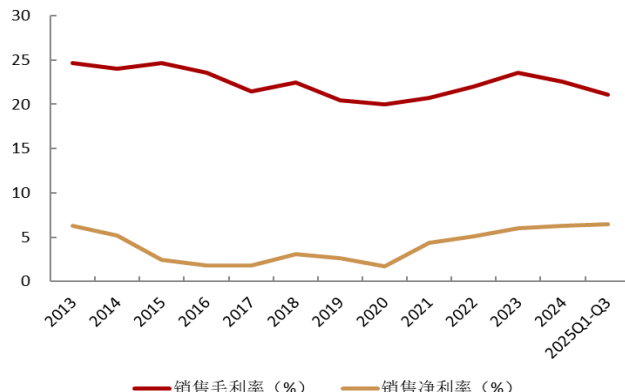
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司各项费率控制良好



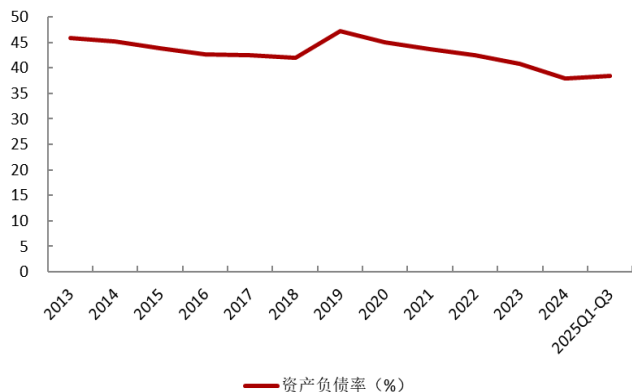
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司毛利率、净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：资产负债率



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司油气业务市场份额稳固，需求有望持续增长，预计 2025-2027 年营收分别为 24739.4 亿元、25234.1 亿元、25738.8 亿元，分别同比+2.0%、+2.0%、+2.0%；毛利率分别为 3.0%、3.0%、3.0%。

假设 2：化工产品有望持续放量，新材料业务稳步增长；预计 2025-2027 年营收分别为 12104.6 亿元、12346.7 亿元、12593.6 亿元，分别同比+2.0%、+2.0%、+2.0%；毛利率分别为 21.0%、21.0%、21.0%。

假设 3：公司持续推动增储上产；预计 2025-2027 年营收分别为 9017.4 亿元、9197.7 亿元、9381.7 亿元，分别同比+2.0%、+2.0%、+2.0%；毛利率分别为 33.0%、33.0%、33.0%。

假设 4:国内天然气消费刚性,预计保持稳定增长;预计 2025-2027 年营收分别为 6152.9 亿元、6460.6 亿元、6783.6 亿元,分别同比+5.0%、+5.0%、+5.0%;毛利率分别为 8.0%、8.0%、8.0%。

表 1：业务拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入（亿元）	29379.8	29915.1	30121.2	30315.1
yoy	-2.4%	1.8%	0.7%	0.6%
营业成本（亿元）	22752.2	23275.8	23334.1	23376.3
毛利率	22.6%	22.2%	22.5%	22.9%
油气销售				
收入（亿元）	24254.3	24739.4	25234.1	25738.8
yoy		2.0%	2.0%	2.0%
成本（亿元）	23444.2	23997.2	24477.1	24966.7
毛利率	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
炼油与化工				
收入（亿元）	11867.2	12104.6	12346.7	12593.6
yoy		2.0%	2.0%	2.0%
成本（亿元）	9360.9	9562.6	9753.9	9948.9
毛利率	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
勘探与生产				
收入（亿元）	8840.6	9017.4	9197.7	9381.7
yoy		2.0%	2.0%	2.0%
成本（亿元）	5925.8	6041.6	6162.5	6285.7
毛利率	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
天然气与管道				
收入（亿元）	5859.9	6152.9	6460.6	6783.6
yoy		5.0%	5.0%	5.0%
成本（亿元）	5363.0	5660.7	5943.7	6240.9
毛利率	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%
其他业务				
收入（亿元）	685.6	692.4	699.3	706.3
yoy		1.0%	1.0%	1.0%
成本（亿元）	763.9	782.4	790.2	798.1
毛利率	-11.4%	-13.0%	-13.0%	-13.0%
内部抵消				
收入	-22127.7	-22791.5	-23817.2	-24888.9
yoy		3.0%	4.5%	4.5%
成本	-22105.6	-22768.7	-23793.3	-24864.0
毛利率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取石油化工行业的 3 家公司进行对比，2024 年平均 PE 为 14 倍，根据 wind 一致预期，2025 年平均 PE 为 15 倍，2026 年平均 PE 为 13 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600028	中国石化	5.68	0.41	0.35	0.40	0.46	16.10	16.37	14.24	12.42
600938	中国海油	28.97	2.90	2.77	2.82	2.92	10.17	10.47	10.28	9.91
600346	恒力石化	19.89	1.00	1.06	1.33	1.58	15.34	18.71	14.95	12.59
平均值							13.87	15.18	13.16	11.64
601857	中国石油	9.92	0.90	0.87	0.93	0.98	11.03	11.38	10.72	10.09

数据来源：Wind，截至2025/11/13，中国石化、中国海油、恒力石化参考Wind一致预期，西南证券整理

公司油气储量丰富，炼化化工板块有望持续放量，天然气销售保持稳健增长，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 2.99%，给予 2026 年 14 倍 PE，目标价 13.02 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

天然气价格下降风险；原油价格下降风险；化工产品供给过剩风险。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	29379.81	29915.07	30121.25	30315.07	净利润	1837.47	1846.27	1923.57	2037.05
营业成本	22752.23	23275.77	23334.06	23376.32	折旧与摊销	2177.14	777.90	815.23	833.96
营业税金及附加	2660.12	2757.40	2789.16	2792.44	财务费用	125.52	54.35	42.42	6.08
销售费用	631.90	657.57	692.79	697.25	资产减值损失	-150.20	-276.11	-238.75	-221.69
管理费用	880.40	897.45	933.76	939.77	经营营运资本变动	-307.71	-876.09	-1772.86	134.46
财务费用	125.52	54.35	42.42	6.08	其他	383.10	218.82	118.89	107.29
资产减值损失	-150.20	-276.11	-238.75	-221.69	经营活动现金流净额	4065.32	1745.13	888.50	2897.16
投资收益	119.34	34.49	83.12	78.99	资本支出	-334.89	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	46.73	33.41	40.07	36.74	其他	-2738.58	-192.41	-146.70	-173.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3073.47	-193.41	-147.70	-174.76
营业利润	2552.86	2616.53	2691.00	2840.62	短期借款	69.76	-48.24	93.07	-104.39
其他非经营损益	-137.84	-196.76	-163.41	-166.01	长期借款	-520.93	0.10	0.10	0.10
利润总额	2415.02	2419.78	2527.59	2674.61	股权融资	-12.66	0.00	0.00	0.00
所得税	577.55	573.51	604.01	637.56	支付股利	-823.60	-895.47	-841.29	-893.58
净利润	1837.47	1846.27	1923.57	2037.05	其他	-501.33	220.93	27.93	146.51
少数股东损益	190.71	250.62	229.16	237.85	筹资活动现金流净额	-1788.76	-722.67	-720.18	-851.36
归属母公司股东净利润	1646.76	1595.64	1694.41	1799.19	现金流量净额	-765.24	829.05	20.62	1871.03
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2162.46	2991.51	3012.12	4883.15	成长能力				
应收和预付款项	1182.24	1353.50	1359.44	1340.88	销售收入增长率	-2.43%	1.82%	0.69%	0.64%
存货	1683.38	3681.26	3688.45	3694.86	营业利润增长率	0.89%	2.49%	2.85%	5.56%
其他流动资产	880.36	713.75	718.47	722.91	净利润增长率	1.92%	0.48%	4.19%	5.90%
长期股权投资	2900.77	2900.77	2900.77	2900.77	EBITDA 增长率	0.26%	-28.97%	2.90%	3.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6953.74	6341.22	5691.47	5023.07	毛利率	22.56%	22.19%	22.53%	22.89%
无形资产和开发支出	1002.26	851.90	701.45	550.90	三费率	5.57%	5.38%	5.54%	5.42%
其他非流动资产	10764.86	11011.15	11267.02	11542.49	净利率	6.25%	6.17%	6.39%	6.72%
资产总计	27530.07	29845.07	29339.19	30659.04	ROE	10.75%	10.18%	10.02%	10.02%
短期借款	459.55	411.31	504.39	400.00	ROA	6.67%	6.19%	6.56%	6.64%
应付和预收款项	3560.20	3705.52	3684.27	3710.44	ROIC	30.92%	29.96%	28.67%	30.34%
长期借款	740.72	740.82	740.92	741.02	EBITDA/销售收入	16.53%	11.53%	11.78%	12.14%
其他负债	5670.97	6852.77	5209.06	5481.05	营运能力				
负债合计	10431.44	11710.43	10138.63	10332.51	总资产周转率	1.07	1.04	1.02	1.01
股本	1830.21	1830.21	1830.21	1830.21	固定资产周转率	6.19	5.93	5.74	6.07
资本公积	1218.12	1218.12	1218.12	1218.12	应收账款周转率	40.21	40.66	41.47	41.39
留存收益	12345.39	13045.57	13898.69	14804.30	存货周转率	12.73	8.56	6.26	6.26
归属母公司股东权益	15153.71	15939.10	16775.86	17663.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.70%	—	—	—
少数股东权益	1944.92	2195.54	2424.70	2662.56	资本结构				
股东权益合计	17098.63	18134.64	19200.56	20326.53	资产负债率	37.89%	39.24%	34.56%	33.70%
负债和股东权益合计	27530.07	29845.07	29339.19	30659.04	带息债务/总负债	13.81%	11.89%	14.65%	13.37%
					流动比率	0.93	1.16	1.50	1.81
					速动比率	0.66	0.67	0.87	1.18
					股利支付率	50.01%	56.12%	49.65%	49.67%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	0.90	0.87	0.93	0.98
EBITDA	4855.52	3448.78	3548.65	3680.66	每股净资产	8.28	8.71	9.17	9.65
PE	11.03	11.38	10.72	10.09	每股经营现金	2.22	0.95	0.49	1.58
PB	1.20	1.14	1.08	1.03					
PS	0.62	0.61	0.60	0.60					
EV/EBITDA	1.61	1.95	1.83	1.16					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼
邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼
邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼
邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼
邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn