

中国海油（600938.SH）

公司报告 | 首次评级报告



周立
化工研究员

2026年1月23日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	31.82
总市值	1.51万亿
PE-TTM	12.27
PB-MRQ	1.93

估值结果

	价值	17060亿
DDM估值	上行空间	13%
	状态	合理估值
	价值	14220亿
动态估值	上行空间	-6.0%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★ ★ ★ ★ ★
盈利趋势	★ ★ ★ ★ ★
产业格局	★ ★ ★ ★ ★
护城河	★ ★ ★ ★ ★

核心评级结论

公司油气开采行业全球龙头公司之一。

公司成长空间较低，主要系原油需求达峰在即，未来行业将进入衰退期；盈利趋势较弱，主要系OPEC+增产导致行业短期供给过剩，公司盈利能力承压；产业格局良好，主要系公司垄断中国海域，且行业存在政策壁垒保护；公司护城河深厚，主要系公司资源禀赋优秀，具备牌照政策优势。

基于以下主要假设：1）原油价格长期中枢为65美元/桶；2）公司成本基本保持现有水平；3）公司十五年内维持与现在相当的产量，十五年后公司产量增速以1%的速度衰退。我们认为公司估值合理。

我们区别于市场的观点

市场普遍将中国海油视为典型的周期股，认为其业绩高度依赖国际油价波动，主张采用“高抛低吸”的周期股投资策略。

我们认为投资者不应被短期油价波动干扰，而应关注其持续创造稳定现金流的核心能力。中国海油凭借卓越的成本管控能力，已蜕变为优质“现金奶牛”。公司桶油完全成本长期低于30美元/桶，远低于行业均值，在低油价环境下仍能保持盈利韧性。长期持有中国海油，实质是投资一家兼具高分红、低估值与战略价值的能源基石企业，其长期复利效应远胜于周期博弈的短期收益。

风险提示

油价波动风险，若油价持续低迷，公司营收及盈利能力将显著承压；地缘政治与项目运营风险，公司海外项目占比较高，因此会面临政局动荡、制裁、战争等不确定性风险。汇率波动风险，公司海外收入占比近4成，汇率波动会对公司业绩形成影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 人力资源高端度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

中国海油是中国最大的海上原油及天然气生产商，也是全球最大的独立油气勘探及生产企业之一。公司主要业务为原油和天然气的勘探、开发、生产及销售，国内业务集中在渤海、南海西部、南海东部和东海等区域，并在二十多个国家拥有多元化的优质资产。截至二零二四年，公司拥有净证实储量72.7亿桶油当量，全年净产量达726.8百万桶油当量，其中国内产量占比约30%。

2. 业务介绍

对于中国海油公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

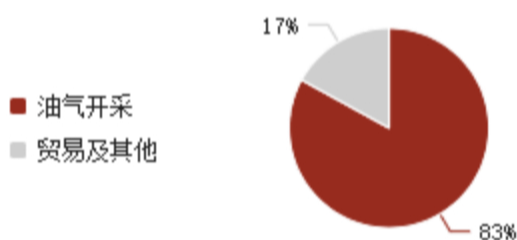
油气开采：

油气开采业务是通过海上及陆上勘探、钻井与生产作业，将地下或海底的原油和天然气资源转化为可利用能源的开采类业务，其上游为地质勘探与油田服务，下游对接炼油、化工、发电及城市燃气等能源消费领域；在能源转型背景下，交通用油面临新能源的长期替代压力，但在工业、化工原料领域仍具不可替代性；全球油气开采市场规模约3万亿美元（2024年），其中中国年油气开采产值约2.2万亿元人民币；行业集中度呈现“国家主导、寡头竞争”格局，中国海油与中石油、中石化共同构成国内CR3超90%的高集中度结构；由于原油和天然气资源属国家战略资产，且国内进口依存度高（原油约72%、天然气约40%），因此开采企业产品基本内销，极少直接出口；行业具有资本开支大、政策壁垒强、项目周期长及与油价高度联动等典型特征。由于原油是全球流通的商品，我们将公司油气开采业务界定于全球市场。

贸易及其他：

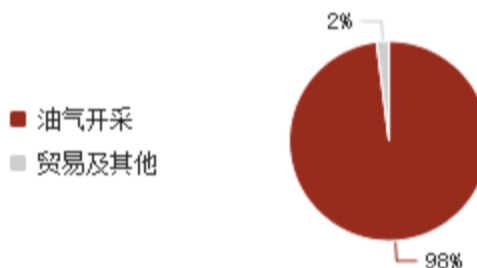
该业务为公司贸易业务和其他业务，该业务对公司利润影响低。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

中国海油是ToB资源型上游能源企业，生产方式以资本密集型、技术驱动型的海上油气勘探开发为主，具有高毛利率、重资产、强资源壁垒、高客户集中度的特点。

在销售端，公司产品（原油与天然气）主要供应国内大型炼厂、国家管网及电力企业，客户数量少但关系稳固。

3.1 营销强度

低

较低

中等

较高

高

由于原油和天然气属于标准化大宗商品，销售渠道依托国家管网和长期协议，定价受国际基准油价主导，品牌建设或市场推广需求低，因此营销投入极少。2024年公司销售费用35亿元，销售费用率为0.84%。

3.2 人力资源高端度

低

较低

中等

较高

高

海上油气开发技术复杂、环境严苛，需大量具备地质、海洋工程、深水作业等专业背景的高技能人才，公司长期聚集行业顶尖技术团队，人力结构以高学历、高经验工程师为主。2024年公司支付给员工以及为员工支付的现金为126亿元，人均56万元。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

中国海油生产的原油和天然气主要供应中海油集团，余量通过长期协议定向销售给中石化、中石油、国家管网及大型电厂等少数国有能源企业，下游市场由国家能源体系主导，客户较为集中。2024年公司前五大客户占比为60%，前五大客户关联交易占比为56%。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

国内海洋工程建造和物资供应集中于集团内部单位（如海油工程、中海油服），海外海上油气开发高度依赖斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯等国际油服巨头提供钻井、测录井、完井等关键技术与装备服务，因此上游供应链高度集中。2024年公司前五大供应商占比为51%，前五大供应商关联交易占比为37%。

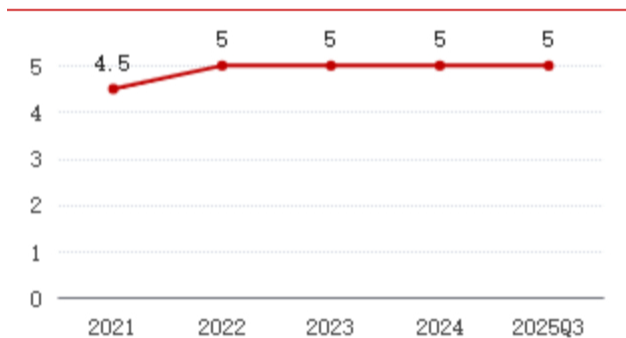
4. 历史经营绩效

中国海油过去五年的经营表现体现了资源型企业的典型特征：依托中国海域独家勘探开发权和优质资产基础，在油价中高位运行期间展现出较强的盈利能力和现金流生成能力——桶油主要成本稳定在30美元/桶左右，净利率维持在30%上下，显著优于国际同行。公司在资本开支上保持稳健，储量替代率连续多年超过100%，支撑了产量的稳步增长；同时公司近年维持40%以上的股利支付率，股息回报具备一定吸引力。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



中海油盈利能力持续领跑行业。尽管2020年受疫情冲击净利率短暂下滑至20%以下，但凭借卓越的成本管控（桶油成本稳定在30美元左右），2024年净利率回升至32.8%，毛利率达53.6%，显著高于国际同业。ROE常年维持在18%以上，凸显其高效的资产运营能力。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



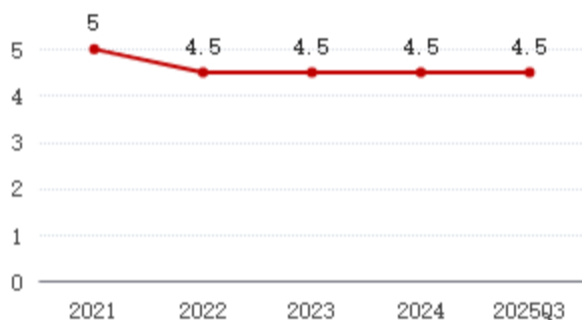
数据来源：公司财报，壹评级

公司收入和利润受油价影响大，成长能力星级也因此上下跳动。从产量角度考虑，公司成长能力稳健，近五年公司产量复合增速达7%（2024年净产量达7.2亿桶油当量），储量替代率连续五年超100%。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



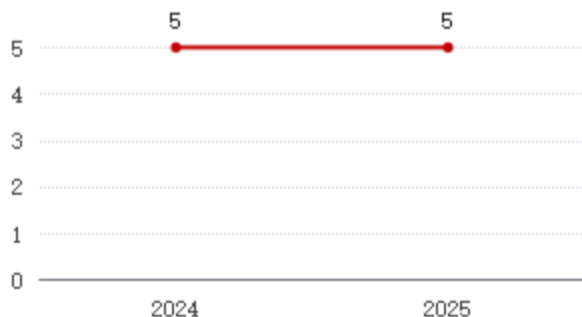
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力良好。业务变现能力上，公司经营性现金流/净利润常年维持在150%以上；上下游占款能力上，公司常年保持净占款，上下游占款/净资产常年大于3%。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

中国海油在股东回报方面表现突出。得益于稳健的自由现金流、审慎的资本开支策略及明确的分红政策，公司2022 - 2024年股利支付率超40%，2024年股息率达4%以上。

5. 四维评级

中国海油成长空间相对有限，主要系全球能源转型加速推进，原油需求预计将在十年内达峰，长期看原油消费将进入结构性下行通道，上游油气行业整体面临增长天花板，公司难以摆脱行业周期性收缩的约束。盈利趋势短期内承压，主要受OPEC+阶段性增产策略影响，2026年全球原油供给阶段性过剩，布伦特油价或将震荡下行，导致公司桶油利润或出现下滑。然而，公司产业格局整体良好，公司独家主导中国海域油气勘探开发，具备事实上的海域资源垄断地位，且国家对油气开采实施严格的准入审批，形成较高政策壁垒，有效限制新进入者。公司护城河深厚，不仅拥有渤海、南海东部及西部等高产、低成本的优质油气资源区块，还持有国家颁发的稀缺性油气勘探开发牌照，在资源禀赋与政策许可双重优势下，构筑了难以复制的竞争壁垒。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间受国内原油产量政策以及全球原油需求趋势变化影响，由于原油消费即将进入下行通道，公司成长空间或较为有限。

油气开采(1.5星):

近年全球原油需求增速约1%，需求预计在10年内达峰，此后原油需求将陷入长期衰退。近年公司产量复合增速约7%，相较行业需求有着更好的表现，主要因国内进口依赖度较高，但由于国内原油产量的安全底线为2亿吨，目前已达标，因此预计公司产量增速也将放缓。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势受油价波动影响大，短期内油价呈下跌趋势，因此公司盈利趋势承压。

油气开采(2星):

受OPEC+增产影响，预计2026年原油日均累库200-300万桶，过剩压力之下，预计2026年原油价格呈下跌趋势，因此公司盈利趋势承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，从波特五力视角分析，本行业竞争格局良好，对上下游议价力良好，行业没有新进入者，存在替代品风险。

油气开采(4星):

油气开采业务产业格局较好。公司独家主导中国海域开发，可保障高盈利与低成本优势，本行业竞争格局良好；公司客户和供应商集中度较高，但是主要为集团兄弟公司，外部企业集中度一般，公司在产业链议价力良好；国家法规垄断勘探权，行业内无新进入者，新进入者威胁近乎为零；电动车渗透率快速提升（中国2024年约50%），原油需求面临结构性萎缩压力，替代品风险突出。

5.4 护城河

★★★★★

公司护城河深厚，主要体现在资源优势 and 牌照优势。公司垄断中国海域的资源，凭借资源优势，公司在生产成本上领先同行。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
油气开采	(4星) 中海油是全球油气开采行业第一梯队公司，全球市占率约2%。公司稳态期经壹评级调整后的ROE超20%，具备显著超额收益。公司业务控制力较强。	(4.5星) 公司该业务的护城河主要在于资源和牌照优势，优势持续性强。1) 公司坐拥渤海、南海等高产低成本优质油田，操作成本仅8美元，低于中国石油的12美元和西方石油的13美元，具备显著成本优势。该优势持续性较强。2) 公司独家持有国家海域勘探开发牌照，政策壁垒为公司隔绝潜在竞争对手。该优势持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业周期性强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为油气开采，我们对其进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

价：我们认为原油价格长期中枢由页岩油成本和OPEC财政成本共同支撑，在目前的情况下为60-80美元/桶，估值中我们假设布伦特原油价格中枢为65美元/桶。短期内，由于OPEC+的增产，行业供给出现过剩，我们预计2026、2027年、2028年原油价格分别为55、60、65美元/桶。

量：我们认为在国内保障能源安全的政策支撑下、在海油相对陆油更具成本优势的条件下，公司短期内产量仍能维持增长，我们预计公司未来五年产量复合增速可以达到3%。但我们认为原油需求下降后会导致公司产量下降，因此我们假设公司十五年后产量仅维持当前水平，并且此后以每年1%速度衰退。

盈利能力假设：

毛利率：我们认为公司成本控制能力良好，在折旧成本和操作成本上可保持现有水平，因此我们预计受油价波动影响，公司2026年毛利率将下降至45%，此后将回升并稳定在49%。

表2：公司整体业绩预测

中国海油	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4223.0	4166.0	4205.0	3964.0	3276.0	3700.0	4069.0	4130.0
归母净利润(亿)	1425.5	1244.2	1370.8	1274.6	890.9	1092.1	1247.0	1236.8
归母净利润增速(%)	104.7	-12.7	10.2	-7.0	-30.1	22.6	14.2	-0.8
经营性净利润(亿)	1372.6	1171.8	1284.2	1195.6	822.9	1017.3	1166.3	1155.0
经营性净利润增速(%)	106.6	-14.6	9.6	-6.9	-31.2	23.6	14.6	-1.0
经营性归母净利润(亿)	1372.9	1169.5	1283.8	1195.3	822.7	1017.0	1165.9	1154.7
经营性归母净利润增速(%)	106.6	-14.8	9.8	-6.9	-31.2	23.6	14.6	-1.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

油气开采	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3530.0	3279.0	3556.0	3303.0	2730.0	3083.0	3391.0	3442.0
收入增速(%)	58.9	-7.1	8.4	-7.1	-17.3	12.9	10.0	1.5
经营性净利润(亿)	1365.9	1152.2	1269.9	1186.3	815.3	1008.7	1156.9	1145.6
经营性净利率(%)	38.7	35.1	35.7	35.9	29.9	32.7	34.1	33.3
经营性净利润增速(%)	106.8	-15.6	10.2	-6.6	-31.3	23.7	14.7	-1.0
贸易及其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	693.0	887.0	649.0	661.0	546.0	617.0	678.0	688.0
收入增速(%)	188.8	28.0	-26.8	1.8	-17.4	13.0	9.9	1.5
经营性净利润(亿)	6.8	19.7	14.3	9.3	7.6	8.6	9.3	9.4
经营性净利率(%)	1.0	2.2	2.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
经营性净利润增速(%)	76.0	191.1	-27.4	-34.9	-18.0	12.1	9.0	0.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
油气开采	1.0%	中低-	较好	强	7.8%	8.8	1152.2
贸易及其他	1.0%	中低-	一般	一般	7.8%	6.48	9.4
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
油气开采(亿)	4339.0	7522.3	11861.3	1501.0	-	500.0	13862.3
贸易及其他(亿)	38.5	45.0	83.4	273.9	-	-	357.4
公司整体测算(亿)	4377.5	7567.2	11944.7	1775.0	-	500.0	14219.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
油气开采(亿)	10315.5	4337.7	14653.1	1501.0	-	500.0	16654.2
贸易及其他(亿)	91.6	40.2	131.8	273.9	-	-	405.7
公司整体测算(亿)	10407.0	4377.9	14784.9	1775.0	-	500.0	17059.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处油气开采行业透明度较高，主要产品原油价格公开透明、高频可得，行业供需等关键数据可跟踪度一般；公司信息披露规范完整，定期报告和临时公告详实度一般，公司与市场沟通频率一般。

业绩预测层面：由于强周期属性，公司盈利易受原油价格波动影响，但是公司成本优势显著，盈利能力确定性较高；由于原油需求达峰后行业竞争关系或将出现改变，公司远期收入规模不确定性较高。

总体而言，公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。