

中曼石油（603619.SH）

原油价格下跌影响业绩，长期关注海外项目进展

优于大市

核心观点

营收同比基本持平，油价下跌拖累归母净利润。2025年10月30日，公司发布三季报，2024年前三季度，公司实现营业收入29.85亿元，同比降低2.18%；实现归母净利润4.53亿元，同比降低32.18%；2024年第三季度，公司实现营业收入10.03亿元，同比下降11.44%，实现归母净利润1.53亿元，同比下降36.38%；公司第三季度毛利率为45.80%，同比降低3.3pcts，净利率为15.26%，同比下降5.99pcts，总费用率为30.54%，同比去年上升2.69pcts。公司业绩下降主要是于国际油价下跌导致。

原油产量创单季度新高，国际油价同比下跌。2025年第三季度，温宿项目实现原油产量16.49万吨，比去年同期减少0.51万吨，同比减少3.00%；坚戈项目实现原油产量6.94万吨，比去年同期增加1.64万吨，同比增长30.94%。公司合计生产原油23.43万吨，同比增长5.07%。达到单季度最大值，2025年前三季度，温宿项目实现原油产量48.29万吨，同比减少0.70%；坚戈项目实现原油产量19.03万吨，同比增长34.30%，合计生产原油67.32万吨，同比增长7.20%。2025年前三季度，国际原油价格整体呈现震荡下行的格局。国际油价重心相比2024年同期有明显下移，WTI原油均价为66.47美元/桶，同比下跌13.64%；布伦特原油均价为69.74美元/桶，同比下跌14.76%。

伊拉克项目稳定推进，有望贡献长期增量。2024年公司中标获得伊拉克EBN区块和MF区块开发权，同年签署了EBN区块和MF区块的开发生产合同。公司目前完成项目勘探开发总体方案及第一阶段初始开发方案编制并通过初审，项目招投标有序开展，有望贡献长期增量。

风险提示：原油价格大幅波动；原油增产不及预期；地缘政治风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司在传统油服板块盈利能力将保持稳定，未来公司营收、净利润主要增量将来自原油增储上产。伴随国内温宿区块、海外坚戈区块、岸边区块的产量持续增长，伊拉克两大区块投入开发建设，公司原油产量有望保持增长。考虑到原油价格回调，我们谨慎下调公司2025-2026年的盈利预测，并新增2027年公司盈利预测，预计公司2025-2027年营业收入分别为37.41/41.43/45.09亿元（2025-2026年前值为52.6/63.2亿元），归母净利润分别为6.10/6.71/8.10亿元（2025-2026年前值为11.7/15.3亿元），维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,732	4,135	3,741	4,143	4,509
(+/-%)	21.8%	10.8%	-9.5%	10.7%	8.9%
归母净利润(百万元)	810	726	610	671	810
(+/-%)	60.9%	-10.4%	-16.0%	10.0%	20.8%
每股收益(元)	2.02	1.57	1.32	1.45	1.75
EBIT Margin	31.1%	31.2%	25.3%	24.6%	26.5%
净资产收益率(ROE)	30.8%	18.1%	13.8%	13.7%	14.8%
市盈率(PE)	9.8	12.6	15.0	13.6	11.3
EV/EBITDA	9.5	9.8	15.2	13.5	11.9
市净率(PB)	3.01	2.29	2.07	1.87	1.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

石油石化·油服工程

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.80元
总市值/流通市值	9154/9154百万元
52周最高价/最低价	23.79/14.32元
近3个月日均成交额	268.51百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

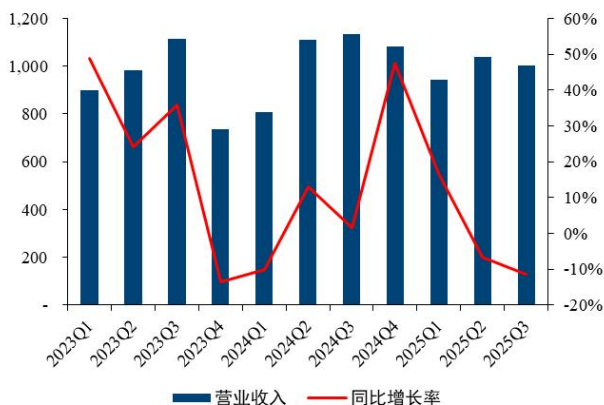
《中曼石油（603619.SH）-原油产量逐季增长，伊拉克项目将贡献长期增量》——2024-11-04

《中曼石油（603619.SH）-原油产量稳步提升，海外资源持续布局》——2024-08-30

《中曼石油（603619.SH）-油服民企转型油气开采，开启第二成长曲线》——2024-06-19

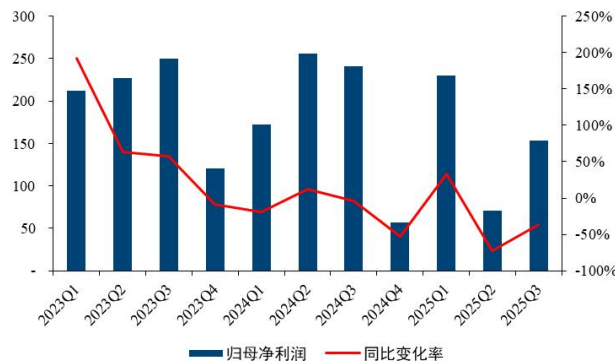
营收同比基本持平，油价下跌拖累归母净利润。2025年10月30日，公司发布三季报，2024年前三季度，公司实现营业收入29.85亿元，同比降低2.18%；实现归母净利润4.53亿元，同比降低32.18%；2024年第三季度，公司实现营业收入10.03亿元，同比下降11.44%；实现归母净利润1.53亿元，同比下降36.38%。公司第三季度毛利率为45.80%，同比降低3.3pcts，净利率为15.26%，同比下降5.99pcts。总费用率为30.54%，同比去年上升2.69pcts。公司业绩下降主要是于国际油价下跌导致。

图1：中曼石油营业收入及增速（单位：亿元、%）



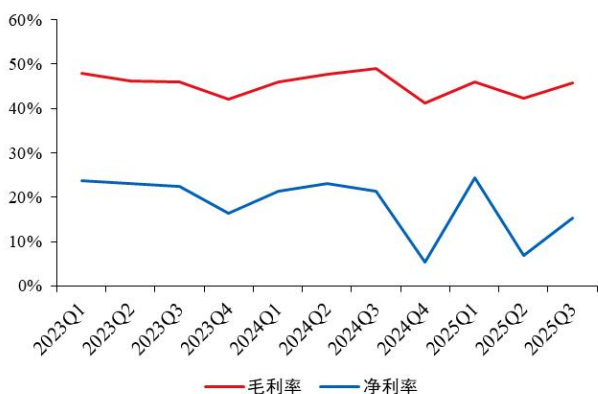
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中曼石油归母净利润及增速（单位：亿元、%）



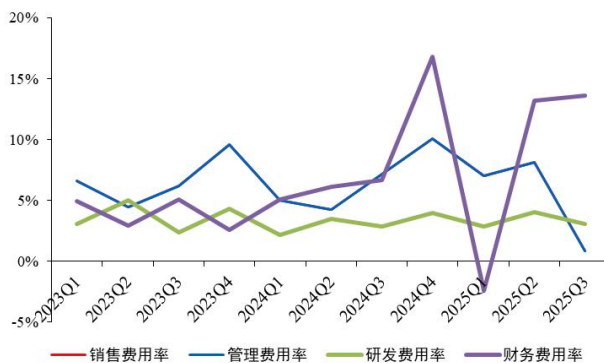
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中曼石油单季毛利率与净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中曼石油单季费用率

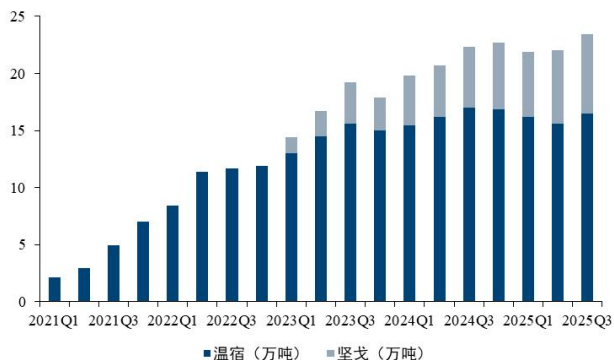


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内温宿油田稳定生产，坚戈项目逐步增产，原油产量创单季度新高。2025年第三季度，温宿项目实现原油产量16.49万吨，比去年同期减少0.51万吨，同比减少3.00%；坚戈项目实现原油产量6.94万吨，比去年同期增加1.64万吨，同比增长30.94%。公司合计生产原油23.43万吨，同比增长5.07%。2025年前三季度，温宿项目实现原油产量48.29万吨，比去年同期减少0.34万吨，同比减少0.70%；坚戈项目实现原油产量19.03万吨，比去年同期增加4.86万吨，同比增长34.30%。公司合计生产原油67.32万吨，同比增长7.20%。

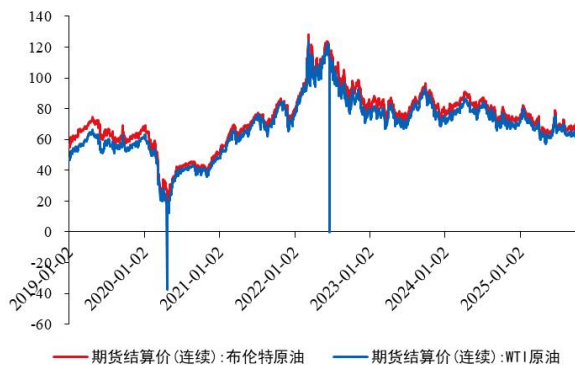
2025 年前三季度，国际原油价格整体呈现震荡下行的格局。国际油价重心相比 2024 年同期有明显下移，WTI 原油均价为 66.47 美元/桶，同比下跌 13.64%；布伦特原油均价为 69.74 美元/桶，同比下跌 14.76%。

图5: 公司原油产量情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 原油价格走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

伊拉克项目稳定推进，有望贡献长期增量。2024 年 5 月，公司参与了伊拉克石油部第五+轮和第六轮油气区块招标，成功中标获得伊拉克 EBN 区块和 MF 区块开发权。2024 年 10 月 27 日，公司全资子公司与伊拉克中部石油公司签署了 EBN 区块和 MF 区块的开发生产合同，合同有效期为 20 年，可延长 5 年。公司通过建立完善的组织机构和管理制度流程，与伊拉克石油部、MDOC、项目联管会保持良好的沟通，构建了良好的合作关系。公司完成项目勘探开发总体方案及第一阶段初始开发方案编制并通过初审，项目招投标有序开展，已完成 EBN 项目三维地震采集设计、二维地震处理和 MF 项目三维地震重新处理，项目开发顺利进行，有望贡献长期增量。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司在传统油服板块盈利能力将保持稳定，未来公司营收、净利润主要增量将来自原油增储上产。伴随国内温宿区块、海外坚戈区块、岸边区块的产量持续增长，伊拉克两大区块投入开发建设，公司原油产量有望保持增长。考虑到原油价格回调，我们谨慎下调公司 2025-2026 年的盈利预测，并新增 2027 年公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 37.41/41.43/45.09 亿元(2025-2026 年前值为 52.6/63.2 亿元)，归母净利润分别为 6.10/6.71/8.10 亿元(2025-2026 年前值为 11.7/15.3 亿元)，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (2025/10/30) (元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	PB
600938.SH	中国海油	优于大市	27.01	2.90	2.83	2.89	10.17	9.56	9.35	1.77
601857.SH	中国石油	优于大市	9.10	0.90	0.90	0.93	9.94	10.13	9.8	1.10
601808.SH	中海油服	优于大市	14.58	0.66	0.84	0.94	23.20	17.34	15.49	1.51
平均值							14.4	12.3	11.5	
603619.SH	中曼石油	优于大市	19.80	1.57	1.32	1.45	12.6	15.0	13.6	2.07

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测, 上述可比公司盈利预测来自万得一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1250	2542	3648	3384	4147	营业收入	3732	4135	3741	4143	4509
应收款项	764	716	738	794	845	营业成本	2026	2233	2236	2510	2661
存货净额	595	615	694	768	808	营业税金及附加	118	140	123	137	149
其他流动资产	543	514	569	675	658	销售费用	52	65	52	58	63
流动资产合计	3164	4393	5654	5627	6464	管理费用	242	277	249	275	289
固定资产	2553	2534	2909	3014	3016	研发费用	135	131	132	143	153
无形资产及其他	58	56	55	54	53	财务费用	149	366	127	125	113
投资性房地产	3357	4971	4971	4971	4971	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	(6)	(4)	(1)	(1)
资产总计	9132	11955	13589	13665	14504	其他收入	(120)	(79)	(132)	(143)	(153)
短期借款及交易性金融负债	1706	2546	1823	1134	1254	营业利润	1028	968	816	895	1080
应付款项	1113	1047	1228	1322	1423	营业外净收支	(7)	(4)	(7)	(6)	(6)
其他流动负债	1219	960	1175	1336	1333	利润总额	1021	964	808	889	1073
流动负债合计	4038	4552	4226	3792	4010	所得税费用	200	223	186	204	247
长期借款及应付债券	1506	1481	2981	2981	2981	少数股东损益	11	15	12	14	16
其他长期负债	727	1656	1681	1712	1754	归属于母公司净利润	810	726	610	671	810
长期负债合计	2232	3137	4662	4693	4735	现金流量表（百万元）					
负债合计	6270	7690	8888	8485	8745	净利润	810	726	610	671	810
少数股东权益	233	266	275	284	296	资产减值准备	(3)	9	2	0	0
股东权益	2629	3999	4426	4896	5463	折旧摊销	340	436	239	285	311
负债和股东权益总计	9132	11955	13589	13665	14504	公允价值变动损失	(3)	6	4	1	1
关键财务与估值指标						财务费用	149	366	127	125	113
每股收益	2.02	1.57	1.32	1.45	1.75	营运资本变动	(705)	(946)	268	50	65
每股红利	0.62	1.29	0.40	0.44	0.53	其它	11	(6)	6	9	11
每股净资产	6.57	8.65	9.57	10.59	11.82	经营活动现金流	451	225	1131	1017	1199
ROIC	15.23%	9.90%	8%	10%	11%	资本开支	0	(418)	(619)	(390)	(313)
ROE	30.80%	18.15%	14%	14%	15%	其它投资现金流	(1)	7	0	0	0
毛利率	46%	46%	40%	39%	41%	投资活动现金流	(1)	(411)	(619)	(390)	(313)
EBIT Margin	31%	31%	25%	25%	26%	权益性融资	(17)	1175	0	0	0
EBITDA Margin	40%	42%	32%	32%	33%	负债净变化	384	(25)	500	0	0
收入增长	22%	11%	-10%	11%	9%	支付股利、利息	(247)	(597)	(183)	(201)	(243)
净利润增长率	61%	-10%	-16%	10%	21%	其它融资现金流	(220)	1546	(723)	(689)	120
资产负债率	71%	67%	67%	64%	62%	融资活动现金流	37	1478	594	(891)	(123)
股息率	2.7%	6.5%	2.0%	2.2%	2.7%	现金净变动	486	1292	1106	(264)	763
P/E	9.8	12.6	15.0	13.6	11.3	货币资金的期初余额	764	1250	2542	3648	3384
P/B	3.0	2.3	2.1	1.9	1.7	货币资金的期末余额	1250	2542	3648	3384	4147
EV/EBITDA	9.5	9.8	15.2	13.5	11.9	企业自由现金流	0	62	618	731	983
						权益自由现金流	0	1584	298	(54)	1015

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032