

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

核心观点

2025 年公司营收同比略有下滑，勘探开发板块拖累归母净利润。2025 年公司实现营业收入 39.26 亿元，同比下滑 5.05%，归属于上市公司股东的净利润 5.10 亿元，同比下降 29.80%；公司毛利率为 44.19%，同比下降 1.81 个百分点，净利率为 13.57%，同比下降 4.34 个百分点。由于原油销量上升、油气资产增加、油价下滑导致经济可采储量下降等因素致勘探开发板块成本有所上升，而原油价格下降导致勘探开发板块营收下降，勘探开发板块利润下降直接影响了公司归母净利润表现。

2025 年公司油气产量保持上升。2025 年公司合计生产原油 91.64 万吨，同比增加 7.23%，生产油气当量 112.39 万吨。温宿项目 2025 年生产原油 64.58 万吨，同比减少 1.34%，合计生产油气当量 68.08 万吨；坚戈项目产量显著提升，2025 年生产原油 27.06 万吨，同比增加 35.30%，合计生产油气当量 44.31 万吨。2025 年原油及衍生品销量共计 78.47 万吨，其中温宿区块销量为 55.49 万吨；坚戈区块销量为 22.98 万吨。

2025 年国际原油价格整体呈现震荡下行，近期美以伊战争使原油价格冲高。全年布伦特原油期货均价为 68.03 美元/桶，较 2024 年下降 14.81%；WTI 原油均价则为 64.62 美元/桶，较 2024 年下降 14.70%，均创 2022 年以来新低。近期美以伊战争爆发后伊朗封锁霍尔木兹海峡，造成原油需求缺口，原油价格快速上升。2026 年原油价格中枢预期明显升高。

公司温宿区块增储明显，伊拉克区块进展顺利。国内温宿项目新增探明石油地质储量 1232.44 万吨、天然气探明储量 8.25 亿方、溶解气 4.90 亿方，已获自然资源部评审备案的复函。2025 年 EBN、MF 油田项目 PDP 初始开发方案已经获得批准。目前，MF 项目地震资料开始处理，部分井场及道路已开工建设；EBN 项目开展三维地震采集商务谈判、推进二维地震测线处理。

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：公司国内温宿区块、海外坚戈区块及岸边区块稳定开发，伊拉克两大区块投入开发建设，公司原油产量有望持续保持增长。考虑到原油价格中枢提升，我们上调了公司 2026-2027 年的盈利预测，并新增 2028 年公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 48.23/50.65/59.31 亿元（2026-2027 年前值为 41.43/45.09 亿元），归母净利润分别为 8.65/8.86/10.07 亿元（2026-2027 年前值为 6.71/8.10 亿元），维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,135	3,926	4,824	5,065	5,931
(+/-%)	10.8%	-5.1%	22.9%	5.0%	17.1%
归母净利润(百万元)	726	510	865	886	1007
(+/-%)	-10.4%	-29.8%	69.9%	2.3%	13.7%
每股收益(元)	1.57	1.10	1.87	1.92	2.18
EBIT Margin	31.2%	27.0%	28.4%	27.7%	26.4%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	11.8%	17.6%	16.0%	16.1%
市盈率 (PE)	22.2	31.6	18.6	18.2	16.0
EV/EBITDA	13.8	15.2	16.1	14.4	13.3
市净率 (PB)	4.03	3.73	3.27	2.91	2.58

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

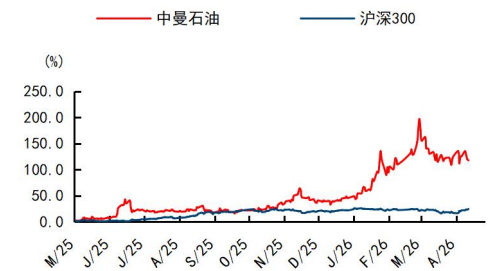
dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	34.50 元
总市值/流通市值	15951/15951 百万元
52 周最高价/最低价	48.18/15.58 元
近 3 个月日均成交额	1361.12 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) - 原油价格下跌影响业绩，长期关注海外项目进展》——2025-10-31

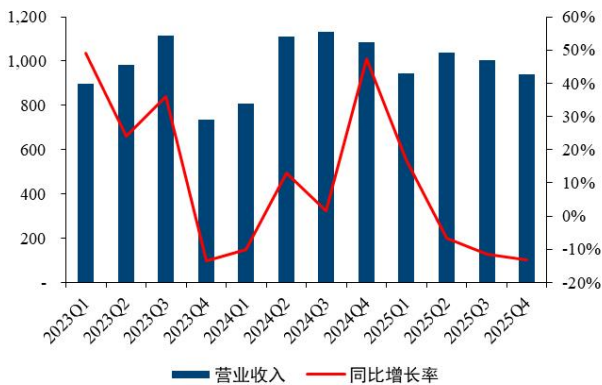
《中曼石油 (603619.SH) - 原油产量逐季增长，伊拉克项目将贡献长期增量》——2024-11-04

《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

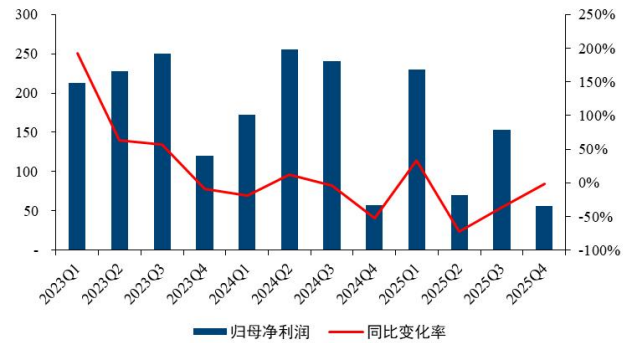
2025 年公司营收同比略有下滑，勘探开发板块拖累归母净利润。2025 年公司实现营业收入 39.26 亿元，同比下滑 5.05%。分板块看，勘探开发业务收入 22.06 亿元，同比微降 5.18%；钻完井工程服务收入 15.39 亿元，增长 8.44%；装备制造收入 1.40 亿元，同比大幅降 57.19%。2025 年公司归属于上市公司股东的净利润 5.10 亿元，同比下降 29.80%；公司毛利率为 44.19%，同比去年下降 1.81 个百分点，净利率为 13.57%，同比去年下降 4.34 个百分点。由于原油销量上升、油气资产增加、油价下滑导致经济可采储量下降等因素致勘探开发板块成本有所上升，而原油价格下降导致勘探开发板块营收下降，勘探开发板块利润下降直接影响了公司归母净利润表现。其中 2025 年四季度公司实现营业收入 9.41 亿元，同比下滑 13.15%；归母净利润为 0.56 亿元，同比下滑 2.08%。

图1：中曼石油营业收入及增速（单位：亿元、%）



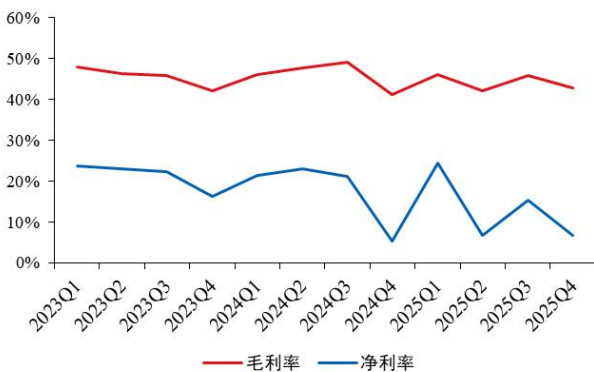
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中曼石油归母净利润及增速（单位：亿元、%）



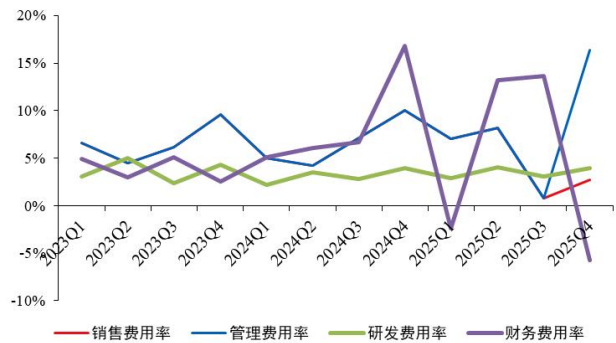
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

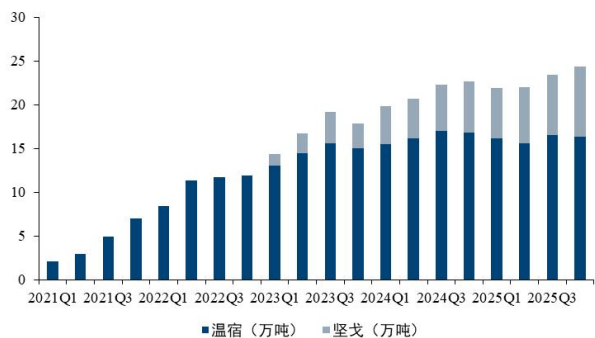


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025 年公司油气产量持续攀升。2025 年公司合计生产原油 91.64 万吨，同比增加 7.23%，生产油气当量 112.39 万吨。温宿项目 2025 年生产原油 64.58 万吨，同比减少 1.34%，生产伴生气 4382 万方，合计生产油气当量 68.08 万吨；坚戈项目产量显著提升，2025 年生产原油 27.06 万吨，同比增加 35.30%，生产伴生气 21640 万方，合计生产油气当量 44.31 万吨。2025 年原油及衍生品销量共计 78.47 万吨，其中温宿区块销量为 55.49 万吨；坚戈区块销量为 22.98 万吨。

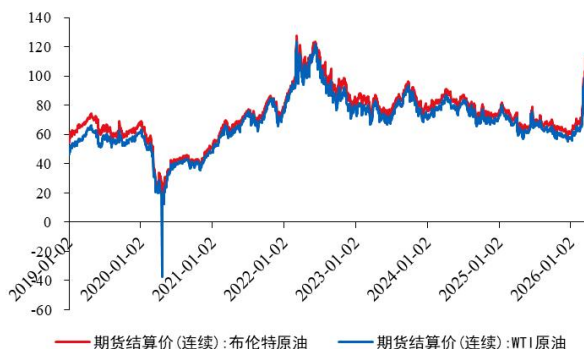
2025 年国际原油价格整体呈现震荡下行，近期美以伊战争使原油价格冲高。全年布伦特原油期货均价为 68.03 美元/桶，较 2024 年下降 14.81%；WTI 原油均价则为 64.62 美元/桶，较 2024 年下降 14.70%，均创 2022 年以来新低。近期美以伊战争爆发后伊朗封锁霍尔木兹海峡，造成原油需求缺口，原油价格快速上升。2026 年原油价格中枢预期明显升高。

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

公司目前在国内外共有 6 个油气区块，各区块均具有良好开发前景，具备成本低、储量丰富等优势。国内温宿项目柯柯牙、红旗坡、赛克 3 个油田新增探明石油地质储量 1232.44 万吨、天然气探明储量 8.25 亿方、溶解气 4.90 亿方，已获自然资源部评审备案的复函。哈萨克坚戈油田 C1+C2 地质储量为 7853.50 万吨；岸边油田储量经评估约 2523.20 万吨，扩边面积为 72.287 平方千米，总探矿权面积 90.542 平方千米。伊拉克 EBN 区块 3P 石油地质储量预测约为 5.50 亿吨，溶解气约 1501 亿立方米；MF 区块圈闭原始石油地质资源量预测约为 12.58 亿吨，溶解气约 508 亿立方米。2025 年，EBN、MF 油田项目第二次联合管理委员会会议在巴格达顺利召开，审议并批准 PDP 初始开发方案、保险计划、预算及 HSSE 管理体系等核心事项。目前，MF 项目推进三维老地震资料合并处理，ME-1 井场及道路已开工建设；EBN 项目开展三维地震采集商务谈判、推进二维地震测线处理。阿尔及利亚 Zerafall 气田区块总面积为 38697.73 平方公里，经预测 Zerafall 区块天然气地质储量和资源量合计 1092.57 亿方。

投资建议：公司国内温宿区块、海外坚戈区块及岸边区块稳定开发，伊拉克两大区块投入开发建设，公司原油产量有望持续保持增长。考虑到原油价格中枢提升，我们上调了公司 2026-2027 年的盈利预测，并新增 2028 年公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 48.23/50.65/59.31 亿元（2026-2027 年前值为 41.43/45.09 亿元），归母净利润分别为 8.65/8.86/10.07 亿元（2026-2027 年前值为 6.71/8.10 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(2026/4/16) (元)	EPS			PE			PB
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
600938.SH	中国海油	优于大市	36.96	2.66	3.29	3.09	13.89	11.23	11.96	2.19
601857.SH	中国石油	优于大市	11.65	0.91	0.97	0.98	12.80	12.01	11.89	1.34
601808.SH	中海油服	优于大市	15.34	0.86	0.93	1.00	17.84	16.49	15.34	1.57
平均值										
603619.SH	中曼石油	优于大市	34.50	1.32	1.45	1.75	26.14	23.79	19.71	3.69

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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2542	1971	3748	2612	3524	营业收入	4135	3926	4824	5065	5931
应收款项	716	645	872	875	1023	营业成本	2233	2191	2707	2881	3447
存货净额	615	887	988	1068	1366	营业税金及附加	140	147	169	177	208
其他流动资产	514	615	733	826	866	销售费用	65	77	72	76	89
流动资产合计	4393	4120	6344	5383	6782	管理费用	277	313	340	357	417
固定资产	2534	3012	3739	4386	4481	研发费用	131	137	166	171	204
无形资产及其他	56	55	53	52	51	财务费用	366	197	140	143	128
投资性房地产	4971	5317	5317	5317	5317	投资收益	0	1	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	(6)	(10)	(4)	(1)	(1)
资产总计	11955	12503	15453	15138	16631	其他收入	(79)	(145)	(166)	(171)	(204)
短期借款及交易性金融负债	2546	2263	2172	1134	1254	营业利润	968	846	1225	1259	1437
应付款项	1047	1101	1496	1595	1888	营业外净收支	(4)	(62)	(24)	(30)	(39)
其他流动负债	960	958	1448	1396	1699	利润总额	964	784	1201	1229	1398
流动负债合计	4552	4321	5116	4124	4841	所得税费用	223	251	300	307	349
长期借款及应付债券	1481	1875	3375	3375	3375	少数股东损益	15	23	35	36	41
其他长期负债	1656	1691	1716	1747	1789	归属于母公司净利润	726	510	865	886	1007
长期负债合计	3137	3566	5091	5122	5164	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7690	7887	10206	9246	10004	净利润	726	510	865	886	1007
少数股东权益	266	299	324	349	378	资产减值准备	9	4	7	3	1
股东权益	3999	4318	4924	5543	6248	折旧摊销	436	521	263	352	405
负债和股东权益总计	11955	12503	15453	15138	16631	公允价值变动损失	6	10	4	1	1
关键财务与估值指标						财务费用	366	197	140	143	128
每股收益	1.57	1.10	1.87	1.92	2.18	营运资本变动	(946)	(555)	471	(95)	154
每股红利	1.29	0.82	0.56	0.57	0.65	其它	(6)	2	18	22	28
每股净资产	8.65	9.34	10.65	11.99	13.51	经营活动现金流	225	491	1629	1168	1596
ROIC	9.90%	6.89%	11%	11%	12%	资本开支	0	(990)	(1001)	(1001)	(501)
ROE	18.15%	11.80%	18%	16%	16%	其它投资现金流	7	2	0	0	0
毛利率	46%	44%	44%	43%	42%	投资活动现金流	7	(988)	(1001)	(1001)	(501)
EBIT Margin	31%	27%	28%	28%	26%	权益性融资	31	0	0	0	0
EBITDA Margin	42%	40%	34%	35%	33%	负债净变化	(25)	394	500	0	0
收入增长	11%	-5%	23%	5%	17%	支付股利、利息	(597)	(381)	(260)	(266)	(302)
净利润增长率	-10%	-30%	70%	2%	14%	其它融资现金流	2272	(100)	(92)	(1038)	120
资产负债率	67%	65%	68%	63%	62%	融资活动现金流	1059	(74)	1149	(1303)	(182)
股息率	3.7%	2.4%	1.6%	1.6%	1.9%	现金净变动	1292	(571)	1777	(1136)	912
P/E	22.2	31.6	18.6	18.2	16.0	货币资金的期初余额	1250	2542	1971	3748	2612
P/B	4.0	3.7	3.3	2.9	2.6	货币资金的期末余额	2542	1971	3748	2612	3524
EV/EBITDA	13.8	15.2	16.1	14.4	13.3	企业自由现金流	0	(305)	761	308	1232
						权益自由现金流	0	(11)	1064	(837)	1256

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