

证券研究报告

公司研究

点评报告

中曼石油 (603619.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘红光 石化行业联席首席分析师
执业编号: S1500525060002
邮箱: liuhongguang@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师
执业编号: S1500524070003
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金
隅大厦B座
邮编: 100031

油价承压拖累盈利，海外布局加速

2026年4月20日

事件: 2026年4月14日晚，中曼石油发布2025年度报告，2025年，公司实现营收39.26亿元，同比-5.05%；实现归母净利润5.10亿元，同比-29.80%；扣非后归母净利润5.25亿元，同比-24.06%。实现基本每股收益1.11元，同比-36.93%。实现经营现金流净额13.03亿元，同比-15.52%。

2025年第四季度，公司单季度营业收入9.41亿元，同比下降13.15%，环比下降6.20%；单季度归母净利润0.56亿元，同比下降2.08%，环比下降63.35%；单季度扣非后净利润0.93亿元，同比上涨59.90%，环比下降33.76%。

点评:

- 25年公司利润同比下降，主要受到国际油价下跌（25年布油均价同比-15%至67.89美元/桶）影响的勘探开发板块毛利率下降（同比-7pct至66.32%），以及信用减值损失同比增加0.6亿元（应收款坏账计提）+营业外支出同比上升0.57亿元（其中计提哈萨克诉讼赔偿金0.47亿元），虽财务费用因汇兑损益减少而改善，但不足以对冲利润端压力。
- 我们计算得25年公司原油业务的桶油毛利润36.34美元/桶，同比-8.65美元/桶。原油平均实现价格为55美元/桶（按原油销量计算），同比-6.47美元/桶，较布油折价13美元/桶（同比去年有所收窄），可能是哈萨克地区原油内销价格波动较小的影响。桶油平均生产成本18.5美元/桶（按原油产量计），同比+2.2美元/桶，主要由于原油销量上升、油气资产增加、油价下滑导致经济可采储量下降等因素致相关成本均有所上升。
- 坚戈项目产量显著提升。25年公司温宿、坚戈油气产量当量分别为68.08、44.31万吨，同比-2.77%、+46.97%，温宿、坚戈产油量分别为64.58、27.06万吨，同比-1.34%、+35.30%。温宿以产油为主，坚戈伴生气产量占比约40%，主要自用以降低生产成本。
- 新项目稳步推进。国内方面，公司温宿区块探矿权延期至2027年4月，柯柯牙、红旗坡、赛克油田储量申报获自然资源部评审通过。海外方面，公司伊拉克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；成功中标阿尔及利亚ZerafaII区块，打开公司海外天然气市场。我们预计海外项目增产对未来经营业绩将产生积极影响，同时公司一体化业务布局也有望助力海外油气区块的快速增储上产。
- 公司分红比例稳定在30%以上。公司已在2025年内实现每10股派发现金红利2.00元（含税）的半年度权益分派，年度利润分配预案拟每10股派发现金红利1.40元（含税），25年公司合计每10股派息3.40元（含税），分红占比30.59%。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 9.20、9.74 和 13.39 亿元，同比增速分别为+80.6%、+5.9%、+37.4%，EPS 分别为 1.99、2.11 和 2.90 元/股，按照 2026 年 4 月 20 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 16.70、15.78 和 11.48 倍，PB 分别为 3.10、2.72、2.29 倍。考虑到公司受益于油气产量快速增长和油价中枢整体抬升，2026-2028 年公司有望继续保持良好业绩，我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**经济波动和油价下行风险；公司上产速度不及预期风险；经济制裁和地缘政治风险；汇兑损失风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4,135	3,926	4,574	5,011	6,211
增长率 YoY%	10.8%	-5.1%	16.5%	9.6%	23.9%
归属母公司净利润 (百万元)	726	510	920	974	1,339
增长率 YoY%	-10.6%	-29.8%	80.6%	5.9%	37.4%
毛利率 (%)	46.0%	44.2%	51.9%	51.0%	53.3%
净资产收益率 ROE%	18.1%	11.8%	18.5%	17.2%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	1.57	1.10	1.99	2.11	2.90
P/E	21.17	30.16	16.70	15.78	11.48
P/B	3.84	3.56	3.10	2.72	2.29

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 20 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,393	4,120	4,288	4,649	5,447
货币资金	2,542	1,971	2,299	2,706	3,285
应收票据	25	9	16	12	16
应收账款	662	591	680	712	789
预付账款	130	150	154	147	160
存货	615	887	579	507	616
其他	419	512	561	564	582
非流动资产	7,562	8,383	8,823	9,248	9,657
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,046	2,038	2,014	1,980	1,936
无形资产	56	55	53	52	50
其他	5,460	6,291	6,756	7,216	7,671
资产总计	11,955	12,503	13,111	13,897	15,104
流动负债	4,552	4,321	4,241	4,283	4,381
短期借款	1,725	1,239	1,239	1,239	1,239
应付票据	137	170	135	138	184
应付账款	910	930	902	939	914
其他	1,781	1,982	1,965	1,967	2,043
非流动负债	3,137	3,566	3,566	3,566	3,566
长期借款	1,481	1,875	1,875	1,875	1,875
其他	1,656	1,691	1,691	1,691	1,691
负债合计	7,690	7,887	7,807	7,849	7,946
少数股东权益	266	299	342	388	451
归属母公司股东权益	3,999	4,318	4,962	5,660	6,706
负债和股东权益	11,955	12,503	13,111	13,897	15,104

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,135	3,926	4,574	5,011	6,211
同比 (%)	10.8%	-5.1%	16.5%	9.6%	23.9%
归属母公司净利润	726	510	920	974	1,339
同比	-10.6%	-29.8%	80.6%	5.9%	37.4%
毛利率 (%)	46.0%	44.2%	51.9%	51.0%	53.3%
ROE%	18.1%	11.8%	18.5%	17.2%	20.0%
EPS (摊薄)(元)	1.57	1.10	1.99	2.11	2.90
P/E	21.17	30.16	16.70	15.78	11.48
P/B	3.84	3.56	3.10	2.72	2.29
EV/EBITDA	5.55	7.76	8.19	7.63	5.86

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,135	3,926	4,574	5,011	6,211
营业成本	2,233	2,191	2,198	2,455	2,901
营业税金及附加	140	147	172	188	233
销售费用	65	77	91	100	124
管理费用	277	313	366	401	497
研发费用	131	137	160	175	217
财务费用	366	197	208	205	201
减值损失	-6	-10	0	-5	0
投资净收益	0	1	0	0	0
其他	52	-7	46	25	31
营业利润	968	846	1,424	1,507	2,068
营业外收	-4	-62	-7	-7	-7
利润总额	964	784	1,417	1,500	2,061
所得税	223	251	453	480	660
净利润	741	533	964	1,020	1,402
少数股东损益	15	23	43	46	63
归属母公司净利润	726	510	920	974	1,339
EBITDA	1,883	1,652	2,102	2,202	2,770
EPS (当年)(元)	1.76	1.11	1.99	2.11	2.90

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,542	1,303	1,698	1,779	1,966
净利润	741	533	964	1,020	1,402
折旧摊销	545	611	470	485	501
财务费用	301	230	178	178	178
投资损失	-134	0	-1	0	0
营运资金	-92	-184	80	84	-122
其它	48	114	7	12	7
投资活动现金流	-1,269	-1,467	-917	-917	-917
资本支出	-1,144	-1,467	-907	-907	-907
长期投资	-124	0	-10	-10	-10
其他	0	0	0	0	0
筹资活动	1,021	-418	-454	-454	-470
吸收投资	1,175	0	0	0	0
借款	2,378	2,752	0	0	0
支付利息或股息	-597	-381	-454	-454	-470
现金流净增加额	1,326	-593	327	408	579

研究团队简介

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。