



企业报告

越南科技与商业股份银行（Techcombank, 股票代码：TCB）

分析部
2025 年 4 月 25 日

2025年第一季度业绩更新

业务更新

- 在 2025 年第一季度，Techcombank 录得营业总收入（TOI）为 11.611 万亿越盾，同比下降 5.3%；税前利润为 7.236 万亿越盾，同比下降 7.2%。业绩下滑主要受净利差收窄和非利息收入放缓影响。运营成本小幅上升，推动成本收入比率（CIR）上升至 28.3%；资产回报率（ROA）与净资产收益率（ROE）分别降至 2.3%和 14.9%。
- 资产质量总体保持可控。不良贷款率（NPL）小幅上升至 1.23%，不良贷款拨备覆盖率为 111.4%。同期拨备成本同比减少 10%。
- 年初至今，信贷增长 3.8%，其中个人贷款同比大幅增长 26.6%，主要集中于保证金贷款及工业地产贷款领域。个人客户活期存款比例（CASA）持续改善，资本充足率（CAR）稳定维持在 15.3%。
- 尽管首季业绩承压，Techcombank 稳健的财务基础及在数字化转型方面的领先布局，为未来多个季度的盈利修复奠定坚实基础。

投资建议：

- 我们维持建议“买入”TCB 股票，投资视角为中长期，基于其稳健的财务基础、卓越的盈利能力以及在数字化领域的领先地位。
- 结合 P/B 倍数法（1.25 倍）及较为保守的剩余收益模型，12 个月目标价为 31475 越盾/股，较当前市场价格有约 19%的上行空间。

建议：

买入

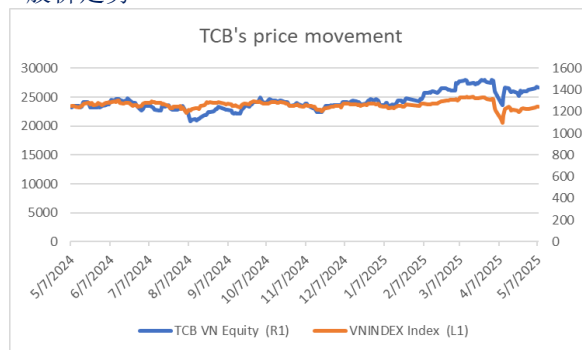
6–18个月目标价

31475
(+19%)

当日股价：

VND26000

股价走势



股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率 %	-7.71%	4%	15%
与越南指数相比	0%	7%	14%
平均价（越盾）	26282	26414	24177

Source: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数（百万）	7065	大股东（%）	马山集团公司
市值（十亿越盾）	181919	Free float (%)	14.88%
三个月平均成交量（‘000）	13753	LDR (%)	65%
52 周最高/最低价（越盾）	28500 / 20750	CAR (%)	80.1%
			15.3%

源: the Company, Guotai Junan (VN).

2025 年前三个月业绩更新

一、总营业收入与税前利润：战略转型背景下的短期压力

在 2025 年第一季度，Techcombank 录得净利息收入（NII）为 8.305 万亿越南盾，同比下降 2.3%。这一下降主要源于季度净息差（NIM）下滑至 3.7%，较 2024 年第四季度的 3.9% 和去年同期的 4.0% 均有所减少。尽管资本成本（CoF）有效控制在 3.4% 的水平，但资产收益率下降至 6.9%，反映出在竞争激烈的市场环境中，贷款利率面临较大的下调压力。

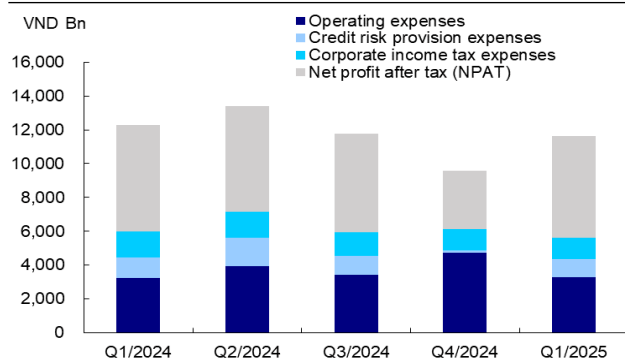
在非利息收入（NFI）方面，2025 年第一季度录得 3.306 万亿越南盾，同比下降 12.1%。这一下降主要受到以下几个业务板块普遍下滑的影响：

- 信用证（LC）、现金与支付收入下降 **62.5%**，至 4360 亿越南盾，主要由于自 2024 年起 UPAS LC 相关会计政策的变化。
- 信用卡费用收入下降 **22.9%**，至 3840 亿越南盾，受到会计政策变更和支付方式转变趋势的双重影响。
- 其他业务收入下降 **55.6%**，至 3700 亿越南盾，主要是因为 2024 年第一季度出现一次性利润，而 2025 年同期并未出现类似收益。

尽管如此，非利息收入（NFI）中仍有一些亮点值得关注：

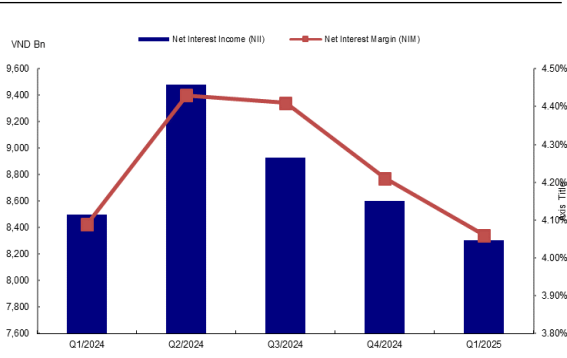
- 投资银行（IB）服务收入达 **1.084 万亿越南盾**，同比增长 44.4%，这得益于企业对债券发行咨询与基金管理服务需求的持续增长。
- 保险手续费收入增长 **26.7%**，达到 2110 亿越南盾，显示出银行保险（bancassurance）业务在重组后的逐步复苏。

图片-1: TOI 结构



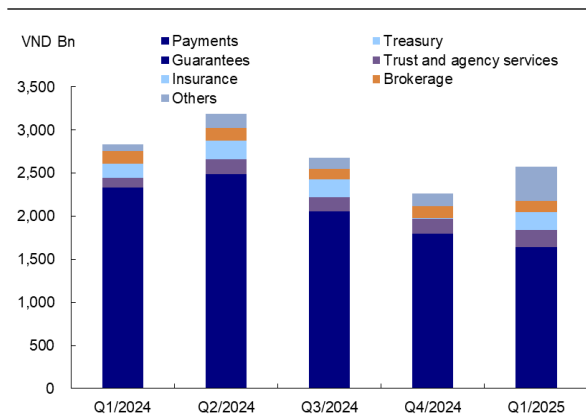
源: TCB, Guotai Junan (VN).

图片-2: 净利息收入（NII）与净利差（NIM）



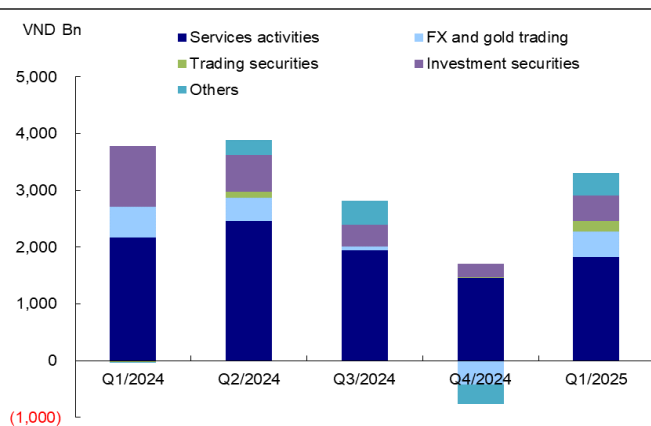
源: TCB, Guotai Junan (VN).

图片-3: 非利息收入结构



源: TCB, Guotai Junan (VN).

图片-4: 服务业务利息结构



源: TCB, Guotai Junan (VN).

Techcombank 2025 年第一季度总营业收入（TOI）为 **11.611 万亿越南盾**，同比下降 5.3%。这一结果主要受到净利息收入（NII）与非利息收入（NFI）双双下滑的影响，且 NFI 在 TOI 中的占比也从 23.0%略微下降至 22.9%。

税前利润最终录得 **7.236 万亿越南盾**，同比下降 7.2%，而 2024 年第一季度为 7.802 万亿越南盾。尽管信贷风险拨备成本同比下降 10%，但运营成本仍维持在 3.285 万亿越南盾，导致**成本收入比（CIR）上升至 28.3%**，从而影响盈利效率。最近 12 个月的资产回报率（ROA）与净资产收益率（ROE）分别下降至 2.3% 与 14.9%，而去年同期分别为 2.5% 与 15.6%。

二、NIM 净息差持续承压，短期内改善空间有限

资金结构保持稳定，但 CASA 拓展已显疲态

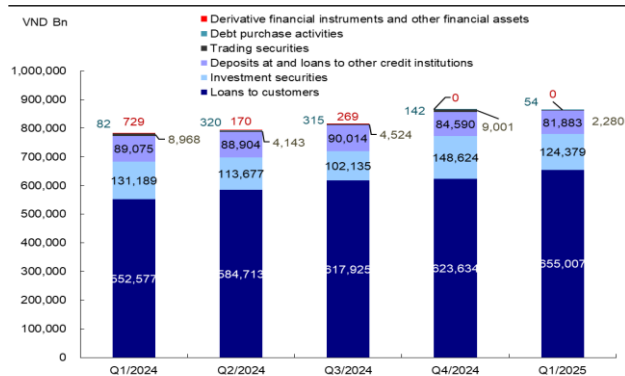
- 截至 2025 年第一季度末，Techcombank 客户存款总额达 569.9 万亿越南盾，同比增长 21.9%，环比增长 0.9%。其中，CASA 比例为 39.4%，虽仍位居业内前列，但较上年末的 40.8%有所下调。
- 企业客户 CASA 比例因季节性因素下降，而个人客户 CASA 增长主要得益于“自动收益 2.0”等产品的推动。
- 贷款/存款比率 LDR 维持在 80.1%的安全水平，但短期资金用于中长期贷款的比例继续上升，达 27.1%，环比增长 60 个基点，显示出银行在资金期限匹配方面面临更大压力。

信贷增速放缓，资产收益率面临挑战

- 第一季度信贷增速为年初至今的 3.84%，相比去年同期处于相对低位。其中，个人贷款增长 3.8%，主要来源于 Techcombank 证券公司 TCBS 的融资融券业务，增幅达 17.6%，但该领域受证券市场波动影响较大。购房贷款在本季度亦呈现放缓迹象。
- 企业贷款增长 4.3%，主要集中在电信与工业地产等板块，但若宏观经济复苏乏力，相关风险仍不容忽视。
- 带息资产收益率维持在 6.9%，与近几个季度基本持平。然而，受市场竞争加剧及银行主动降息扶持客户影响，该收益率正面临下行压力。

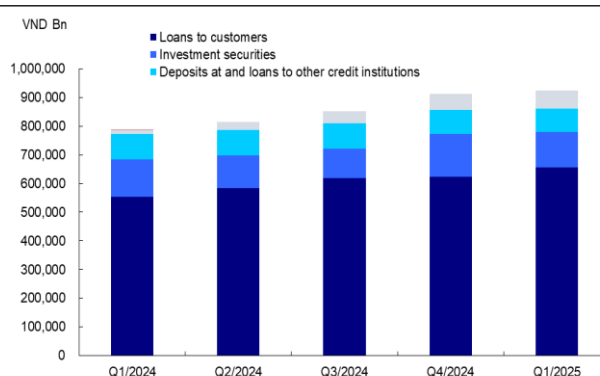
- 近 12 个月滚动净息差 NIM 小幅下降至 4.0%，同比减少 9 个基点；季度净息差进一步降至 3.7%，低于 2024 年第四季度的 3.9%。这一趋势表明，在资本成本已接近底部、即资金成本维持在 3.4% 的背景下，资产收益率尚未明显回升，净息差仍承受一定压力。

图片-5: 资金结构



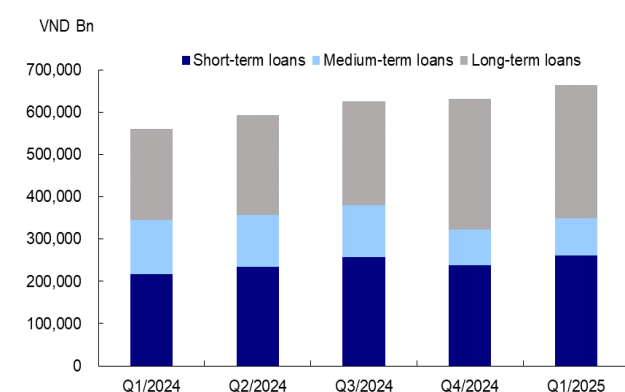
源: TCB, Guotai Junan (VN).

图片-6: 生息资产结构

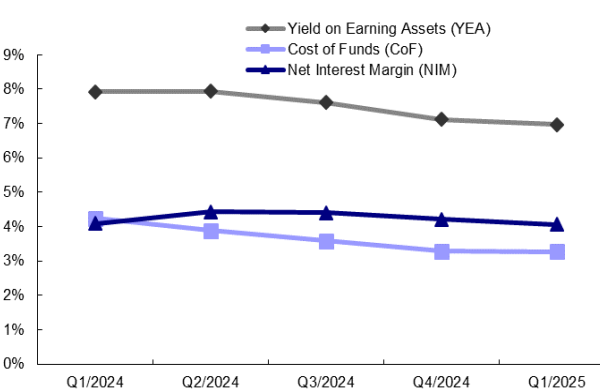


源: TCB, Guotai Junan (VN).

图片-7: 按期限划分的贷款

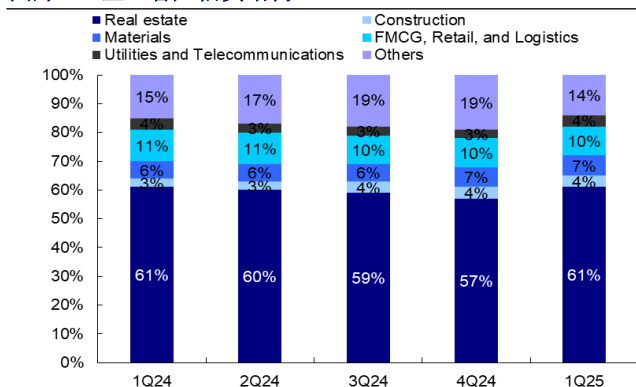


图片-8: 净息差变化趋势

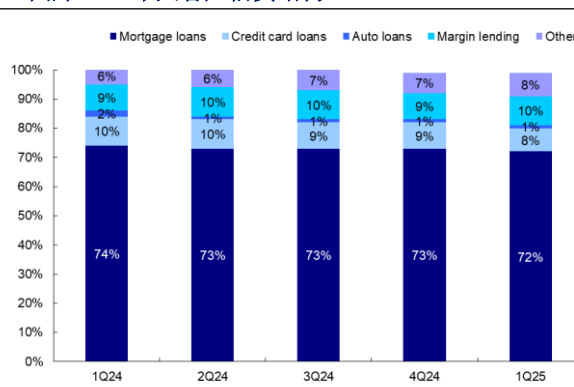


源: TCB, Guotai Junan (VN)

图片-9: 企业客户信贷结构



图片-10: 个人客户信贷结构



源: TCB, Guotai Junan (VN)

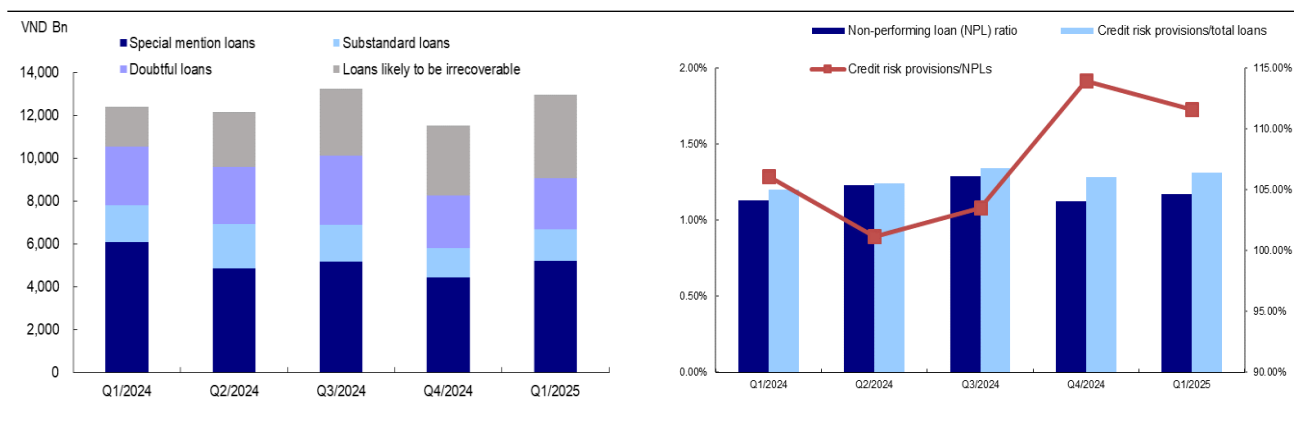
三、资产质量：整体相对稳定，但需密切关注新增不良贷款的形成趋势

- 2025 年第一季度，Techcombank 的资产质量总体保持稳定，尽管部分指标较上一季度出现分化。具体而言，合并不良贷款率(NPL)小幅上升至 1.23%，较 2024 年末的 1.17% 上升 6 个基点(bps)。

虽然增幅不大，但这是自 2023 年第四季度触底以来连续第二个季度上行，显示新增不良贷款风险值得持续关注。

- 不良贷款拨备覆盖率（LLR）小幅下降至 111.4%，上一季度为 113.8%，下降 240 个基点，主要反映出银行在拨备策略上趋于稳定，而非大幅追加准备金。尽管如此，该覆盖水平在业内仍属较高，尤其是在按 CIC 标准计算的不良贷款率仅为 1.06%、明显低于合并口径的背景下，更加凸显出银行在贷款分类方面的审慎态度。
- 第一季度信贷风险拨备支出为 1.090 万亿越南盾，同比下降 10%。过去 12 个月的信贷成本为 0.7%，低于 2024 年末的 0.8%，并符合银行将其控制在 1% 以下的策略目标。这表明，在宏观经济仍存在不确定性的背景下，Techcombank 在信贷风险管理方面仍保持良好表现。

图片-11: 资产质量指标



源: TCB, Guotai Junan (VN)

估值与建议：维持“买入”评级，保持审慎视角

我们建议“买入”TCB 股票，投资视角为中长期，基于非利息收入的复苏前景、资产质量的稳定性以及较行业中位水平更高的盈利能力。在假设 2025 年全年信贷增长达 16%至 17%、净息差（NIM）维持在约 4.0%、信用成本控制在 0.8%以下的前提下，我们预计 Techcombank 2025 年税前利润将达到约 31.5 万亿越南盾，同比增长 14.4%，符合股东大会已批准的年度经营目标。

采用两种估值方法：

- 目标市净率（P/B）为 1.25 倍（基于股份制银行五年行业均值），2025 年每股净资产预估为 25000 越南盾 → 目标股价为 31750 越南盾/股。
- 超额收益贴现模型，假设 ROE 维持 15%、资本成本为 13%、长期增长率为 3% → 合理价值为 31200 越南盾/股。

两种方法等权平均后，TCB 未来 12 个月的目标价为 31475 越南盾/股，较当前市场价格约 26000 越南盾/股有约 19%的上涨空间。

投资前景：中期看好，需关注运营风险

- ❖ 短期来看，2025 年第一季度的经营结果显示，银行正处于经历 2021–2023 年强劲增长后的调整期。虽然总营业收入与税前利润分别同比下降 5.3% 与 7.2%，但以下积极因素为年末复苏奠定基础：（1）投资银行和保险业务带动非利息收入回暖；（2）个人 CASA 持续增长；（3）资产质量稳定，不良贷款率为 1.23%、拨备覆盖率超过 100%。
- ❖ 长期来看，Techcombank 依旧具备多项竞争优势：数字化转型能力领先；运营成本结构较优（成本收入比约 28–30%）；盈利能力强（ROE 超过 14%，ROA 超过 2%）。

需要关注的风险包括：利率竞争重新加剧、净息差（NIM）持续承压，以及信贷复苏在各行业之间表现不均。然而，凭借强劲的资本实力（资本充足率 15.3%）、多元化的客户组合及不断扩展的生态体系，Techcombank 具备充足空间维持长期增长动能，是股份制商业银行板块中值得重点关注的投资标的。

股票排名

参考指数: VN – Index.

投资期: 6-18 个月

建议	具体
买入	预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等
减持	预期收益率 -15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观
卖出	预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观

行业排名

参考指数: VN – Index

投资期: 6-18 个月

评级	具体
跑赢大市	与越南指数相比, 平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观
中性	与越南指数相比, 平均行业利润率 -5% 至 5% 或行业前景中等
跑输大市	与越南指数相比, 平均行业利润率小于 -5% 或行业前景不可观

免责声明

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考, 投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定, 投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券(越南)股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券(越南)股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券(越南)股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点, 不能视为国泰君安证券(越南)股份公司的观点。另外, 本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其在所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券(越南)的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能出现利益冲突, 影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容, 其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券(越南)股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。

未经国泰君安证券(越南)股份公司的授权代表的书面同意, 任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。



GTJA 证券（越南）– 研究部

郑庆玲

Research Analyst

linhtk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:707

陈氏红绒

Deputy Director

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703

GTJA 证券（越南）– 客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:113

阮秋庄

Translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:114

联系方式

河内总部

胡志明分公司

咨询电话:
(024) 35.730.073

挂单电话:
(024) 35.779.999

Email: info@gtjas.com.vn

Website: www.gtjai.com.vn

河内市纸桥区陈维兴路 117 号
Charm Vit 大厦一楼

电话:
(024) 35.730.073
传真: (024) 35.730.088

胡志明市第三郡国际工厂路第二号
BIS 三楼

电话:
(028) 38.239.966
传真:(028)38.239.696



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)