



企业报告：福和橡胶股份公司

分析师

黎潘世

邮箱: thelp@gtht.com.vn – ext 702

2026年9月4日

PHR: 2026年第二季度及上半年经营业绩更新

核心业务向好——土地补偿款入账推动利润创历史新高

建议:

买入

核心业务受益于橡胶价格上涨：截至 2026 年第二季度，PHR 实现净营收 4063 亿越南盾，同比增长 10.3%。2026 年上半年累计净营收达到 8746 亿越南盾，同比增长 28.7%，完成全年计划的 40%。业绩增长的主要动力来自橡胶业务，占总营收的 92%以上。在供应短缺及地缘政治局势不稳定的背景下，轮胎行业需求保持稳定，推动橡胶售价维持在较高水平。受售价上涨带动，PHR 第二季度毛利率明显改善，由去年同期的 27%扩大至 34%。

6-18个月的目标价:

74200

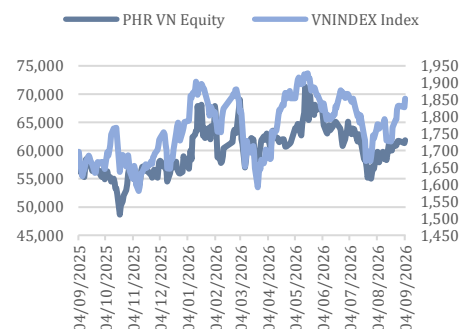
上涨空间

+20.1%

日前价:

61800

(截至2026年9月4日收盘价)

股价走势

来自土地补偿款的收入，推动利润爆发式增长：值得注意的是，PHR 2026 年第二季度归母净利润同比大增 291%，达到 3702 亿越南盾。此次创纪录的利润并非完全来自经营活动，而是主要得益于橡胶林土地补偿相关的非经常性收入，其中 VSIP III 工业园土地补偿收入为 3234 亿越南盾，Thaco 北新渊工业园土地补偿收入为 1710 亿越南盾。2026 年上半年累计归母净利润达到 6553 亿越南盾，同比增长 332%；其中，土地补偿款实际收到的现金累计达到 4951 亿越南盾。

评估及建议

我们给予 PHR“买入”建议，目标价为 74200 越南盾/股，较 2026 年 4 月 23 日收盘价具备约 20.1%的上行空间，主要基于以下观点：

(1) 经营活动现金流保持稳定：橡胶业务因销售价格水平居高不下而继续保持增长势头；(2) 潜在资产释放带来催化剂：来自 VSIP III 工业园 Thaco 工业园及交通基础设施项目的土地补偿款预计将于 2026 年底至 2027 年得以确认，并将继续成为推动 PHR 利润增长的重要因素，同时进一步夯实公司未来几个季度的财务基础。

股价走势

	1 M	3 M	1Y
波动率%	10.33%	-9.25%	11.60%
与越南指数相比	6.74%	-4.55%	7.93%
均价 (越南盾)	58823	62353	61976

数据来源: Bloomberg, FiinX, 国泰海通越南

流通股数(百万)	135.5	大股东	Vietnam Rubber Group Ltd. 66.62%
市值(十亿越南盾)	8259.9	Free float (%)	36.6%
三个月平均成交量 ('000)	374.92	D/E	0.43
52 周最高/最低价 (越南盾)	71300/48700		

数据来源: PHR, Bloomberg, 国泰海通越南

2026 年第二季度及上半年经营业绩更新
业绩摘要

利润表(十亿越南盾)	25Q2	26Q2	% 同比增长	2025 上半年	2026 上半年	% 同比增长
收入	368	406	10%	679	875	29%
收入抵减项	-	-	-	-	(1)	-
收入净额	368	406	10%	679	875	29%
成本	(269)	(267)	1%	(478)	(619)	-29%
毛利润	99	139	40%	202	256	27%
财务收入	29	43	49%	55	71	29%
财务费用	(1)	(1)	-2%	(3)	(3)	23%
其中：利息费用	(1)	(1)	18%	(2)	(1)	55%
对联营企业的投资收益	33	43	33%	55	56	2%
销售费用	(6)	(7)	-4%	(13)	(14)	-10%
管理费用	(37)	(28)	23%	(67)	(57)	14%
营业利润	116	189	62%	229	310	35%
其他收益，净额	4	264	+660%	5	496	+990%
税前利润	120	453	276%	234	806	244%
所得税费用	(26)	(83)		(37)	(151)	
税后利润	95	370	291%	197	655	332%
少数股东损益	4	6		11	12	
归属于母公司股东的净利润	91	364	300%	187	643	245%
收入结构	25Q2	26Q2		2025 上半年	2026 上半年	
橡胶产品	342	362		618	810	
工业园区土地租赁及基础设施使用费	17	16		48	34	
工业园区污水处理	4	3		8	6	
其他	0.1	0.2		5	1	
毛利率	27%	34%		30%	30%	
净利率	26%	91%		29%	75%	

PHR 2026 年上半年业绩评价：

- 营业收入同比增长 29%，主要受橡胶业务增长带动。 尽管天然橡胶乳液销量目前仅完成全年计划的 21%，但受橡胶售价维持高位（约 6200 万越南盾/吨）推动，公司营业收入较 2025 年有所改善。工业园区开发业务收入同比下降，主要由于新平工业园区一期出租率已基本达到最大产能，且目前尚无新增供应。
- 归属于母公司股东的净利润同比大幅增长 332%，达到 6550 亿越南盾，主要由于 PHR 确认来自 VSIP 3 工业园、北新渊一期工业园及高速公路项目的土地补偿款，并计入其他收益。预计上述项目剩余土地补偿款将在 2026-2027 年陆续确认，从而为 PHR 带来大量现金流入并改善资产负债表，同时推动归母净利润大幅增长。

2026 年投资论点

1. 橡胶业务凭借高位售价继续成为营收增长的支柱

2026 年以来，国际橡胶价格上涨 23.3%，截至 2026 年 8 月，橡胶价格达到 **221.9 美分/公斤**

(TSR20)。价格上涨主要受到以下因素支撑：

- **两大主要生产国供应趋紧：** 泰国南部恶劣天气及洪水风险，以及印度尼西亚提前进入旱季，导致天然橡胶乳液采割进度放缓，橡胶产量明显下降。预计随着东南亚地区橡胶旺季于 9 月结束，市场供应将进一步收紧，出口量可能有所放缓。
- **结构性供需缺口：** ANRPC 预计 2026 年全年天然橡胶消费量将达到 1541 万吨，高于 1531 万吨的产量，意味着市场可能出现约 10.1 万吨的供应缺口。
- **地缘政治紧张局势：** 美国与伊朗之间的地缘政治紧张局势推高油价及物流成本，进而增加合成橡胶的生产成本，并间接带动天然橡胶价格上涨。

我们预计橡胶价格仍将维持高位，2026 年底平均价格约为 6000 万越南盾/吨；此后随着供给端驱动因素逐步恢复平衡，2027–2028 年橡胶价格预计将趋于横盘。

2. 橡胶林土地补偿款带来的非经常性收益

2026–2027 年期间，PHR 预计将从橡胶林土地补偿款中获得可观的资金流入，用于相关项目开发。我们预计 PHR 将从 VSIP III 工业园、北新渊一期工业园（Thaco）以及胡志明市—守油—仁诚高速公路项目获得约 3.7 万亿越南盾的土地补偿款。

- **VSIP III：** PHR 已从 VSIP 收到 1.157 万亿越南盾，剩余 2.103 万亿越南盾预计将在 2026–2027 年分两期确认，相当于约 47 亿越南盾/公顷。
- **北新渊一期工业园：** Thaco 将向 PHR 支付约 1.4 万亿越南盾的橡胶林土地补偿款。公司预计 2026 年将先收到约 5000 亿越南盾，剩余款项将在 2027–2028 年期间陆续支付。

此外，PHR 目前仍拥有约 5000 公顷具备未来工业园区开发潜力的橡胶林土地储备，为公司未来业绩确认提供较大的增长空间。

3. 工业园区业务受第 10 号决议推动，发展前景广阔

第 10 号决议提出 2026–2030 年吸引 2000–3000 亿美元注册 FDI 的目标，重点从单纯追求投资规模转向吸引高质量资本流入，有望成为未来工业园区房地产行业发展的政策催化剂。

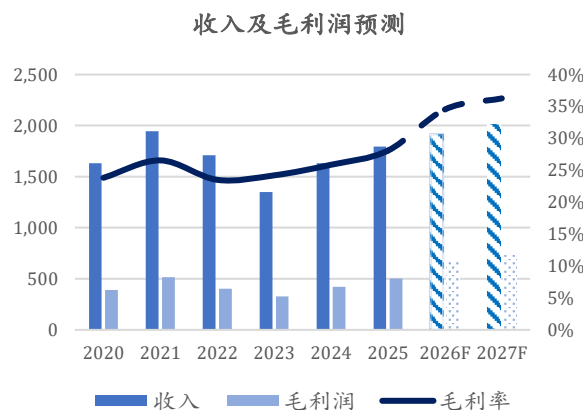
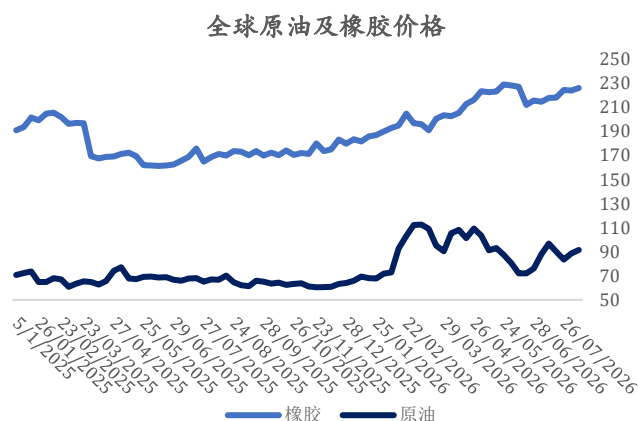
我们认为，PHR 未来阶段最大的增长动力来自**橡胶林土地向工业园区开发的转型**。工业园区业务正为公司打开较大的增长空间。目前，公司正在推进并完善**新平工业园二期和新立一期两个工业园区项目的法律手续**，未来还将进一步开发 Lai Hưng、Bàu Bàng 等项目。

投资风险

- 新工业园区审批进度低于预期，若新工业园区相关审批进度慢于预期，将导致项目开发延迟，并使 PHR 来自工业园区业务的现金流确认推迟。
- 中国轮胎市场需求增长放缓。中国是全球最大的轮胎市场，若其轮胎需求增速进一步放缓，可能导致橡胶价格上涨幅度较预期更快收窄，尤其是在 2026 年下半年。

2026 至 2027 年业绩预测

- 我们预计 PHR 2026 年营业收入将达到 1.915 万亿越南盾，同比增长 10%，其中橡胶业务仍将是核心增长动力。基于橡胶价格预计将继续维持高位，我们预计 2026–2027 年橡胶价格将达到约 6000 万越南盾/吨，较 2025 年上涨 23%，主要受自然灾害及地缘政治因素导致供应受扰的影响。受橡胶价格上涨带动，公司毛利率预计亦将有所改善，由 2025 年的 28.5% 提升至 31.3%。
- 工业园区开发及污水处理业务收入预计同比基本持平。主要由于 PHR 目前尚无新增工业园区投入运营，而新平工业园区目前的出租率已超过 90%。我们认为，随着公司完成新立一期工业园区的相关法律手续并推进基础设施建设，PHR 工业园区业务收入有望在 2027 至 2028 年重新恢复较快增长。



数据来源: Investing.com, BCTC PHR, 国泰海通越南预计

- 我们预计 PHR 2026 年全年归属于母公司股东的净利润将同比增长 276%，达到 1.796 万亿越南盾。主要得益于公司收到来自 VSIP 及 Thaco 的橡胶林土地补偿款，用于推进工业园区项目建设。其中，PHR 已从 Thaco 北新洲一期工业园区项目获得约 1.157 万亿越南盾，并于今年上半年从 VSIP 获得超过 3270 亿越南盾；预计 2026 年下半年 PHR 还将陆续收到其他土地补偿款。

表 1: 橡胶林土地补偿款到账时间表

来源	项目	面积 (公顷)	总金额 (十亿越南盾)	已收款 (十亿越南盾)	预计到账时间
VSIP	VSIP III 工业园区	691	3260	1157	2026 至 2027
Thaco	北新洲一期工业园区	786	~1400	172	2027 至 2028

数据来源: 国泰海通越南

- 我们预计 PHR 的财务收入将有所改善，主要得益于土地补偿款到账后公司现金持有量增加；同时，由于公司经营现金流稳定，且预计年末基本无有息负债，利息费用将维持在较低水平。
- 受归母净利润创历史新高推动，我们预计 PHR 2026 年每股收益 (EPS) 将大幅提升至 13625 越南盾/股。
- PHR 预计将实施 14% 的现金股息支付方案 (1400 越南盾/股，支付日为 10 月 15 日)，以 10:8 的比例送红股，除权除息日为 2026 年 9 月 11 日，使公司流通股数量由约 1.355 亿股增至约 2.439 亿股。

评估及投资建议

我们采用分部估值法 (SoTP) 对 PHR 进行估值，主要由于公司企业价值来自多个业务板块，各业务的经营性质存在较大差异，包括核心业务以及对联营、合营公司的单独估值。

- **橡胶业务：** 我们采用现金流折现法 (DCF) 对橡胶业务进行估值，基于橡胶价格中枢较年初上涨 23% (YTD)，并采用 13.67% 的 WACC，估值为 2.616 万亿越南盾。
- **橡胶林地补偿：** 我们预计该部分价值为 3.002 万亿越南盾，主要基于未来来自 VSIP 及 Thaco 的土地补偿款现金流。
- **联营公司投资：** 我们采用经调整资产净值法 (RNAV) 对 PHR 持有的 NTC 股权进行估值，PHR 目前持有 NTC 32.85% 的股份。

基于上述估值结果，我们确定 PHR 股票的目标价为 **74200 越南盾/股**。

建议：买入

SOTP 评估	价值	估值方法	持股比例	PHR 持有价值
橡胶业务	2616	DCF	100%	2616
NTC 及联营公司投资	4762	RNAV	33%	1564
工业园区土地补偿	3002	DCF	100%	3002
工业园区业务	457.04	DCF	81%	366
现金及现金等价物	2664	账面价值	100%	2664
负债	160	账面价值	100%	160
净资产价值 (十亿越南盾)				10053
流通股数量 (股)	135499200*			
每股价值 (越南盾/股)				74200*

*本报告中的目标价尚未反映即将实施的红股发行所带来的摊薄影响；我们将在除权除息日后发布的最新报告中更新。

估值情景

- **基准情景：** 每股价值为 74200 越南盾/股，较当前股价 61800 越南盾上涨 20.1%。该情景假设橡胶价格走势符合我们的预测，且土地补偿进度按计划推进。
- **乐观情景：** 若橡胶价格进一步上涨 10%，且 PHR 提前或超预期收到土地补偿款，则每股价值有望达到 82800 越南盾/股，对应上涨空间 34.6%。
- **悲观情景：** 若橡胶价格下跌 10%，同时由于合作方原因或其他突发问题导致土地补偿进度延迟，则每股价值可能降至 57320 越南盾/股，对应下跌 6.8%。

同业公司比较表

股票	公司名称	交易所	市值 (十亿越南盾)	收盘价 (越南盾)	% YTD	P/E	P/B	D/E	ROE	ROA	日均成交额 (十亿越南盾)
PHR	福和橡胶	HOSE	8374	61800	5.6	8.96	1.79	0.43	22.0%	14.5%	27

橡胶行业组 (可比公司)

DPR	同富橡胶	HOSE	3219	37050	-2.5%	9.00	1.18	0.36	13.6%	7.6%	8
TRC	西宁橡胶	HOSE	2610	87000	17.6%	9.04	1.16	0.08	13.3%	11.9%	11
GVR	越南橡胶工业集团	HOSE	126000	31500	20.2%	17.99	2.08	0.34	12.2%	8.2%	87
平均值			35120	47950	14.6%	12.74	1.53	0.26	13.0%	9.2%	27.37
中位数			2925	35700	16.4%	11.59	1.38	0.34	13.3%	8.2%	7.61

工业园区组

SZC	周德工业园区	HOSE	3573	19850	-31.9%	22.38	1.11	1.59	5.1%	1.9%	10
NTC	南新洲工业园区	HOSE	3074	128100	-18.1%	9.48	2.12	3.82	24.4%	5.2%	1
KBC	京北城市发展总公司	HOSE	25522	27100	-23.3%	22.25	1.02	1.66	4.7%	1.6%	57
BCM	Becamex 集团	HOSE	43781	42300	-30.4%	22.49	2.00	1.73	9.7%	3.5%	47
SIP	西贡 VRG 投资	HOSE	11839	48900	-0.3%	8.33	2.45	3.75	27.9%	4.9%	6
IDC	IDICO	HNX	13317	31900	0.4%	6.13	1.97	1.66	32.7%	9.5%	37
LHG	隆后工业园区	HOSE	1310	26200	-2.0%	4.68	0.70	0.74	15.0%	8.5%	3
平均值			14631	46336	-15.1%	13.68	1.62	2.14	17.1%	5.0%	23
中位数			11839	31900	-18.1%	9.48	1.97	1.66	15.0%	4.9%	10

附录：财务报表

利润表 (十亿越南盾)	2025	2026F	2027F
收入净额	1795	1915	1948
成本	-1291	-1317	-1343
毛利润	504	599	605
销售费用	-30	-41	-42
管理费用	-203	-250	-262
营业利润	270	308	300
财务收入	180	229	357
财务费用	-35	-35	-35
对联营及合营公司 的投资收益	59	80	69
其他收益	126	1648	1783
税前利润	600	2230	2474
所得税费用	-103	-379	-421
少数股东损益	-19	-56	-62
归属于母公司股东 的净利润	478	1796	1992

资产负债表 (十亿越南盾)	2025	2026F	2027F
金及现金等价物	2063	3678	5565
经营性营运资本	578	617	646
流动资产合计	2642	4295	6211
净固定资产	1734	1679	1617
联营公司投资及其他 长期资产	1772	1772	1772
非流动资产合计	3507	3452	3390
资产总额	6148	7747	9601
有息负债	22	22	22
经营性负债	1904	1904	1904
负债合计	1926	1926	1926
股东权益	1926	5821	7675
负债及股东权益合计	6148	7747	9601

基础财务指标	2025	2026F	2027F
营业收入增长率	9.9%	6.7%	1.7%
净利润增长率	4.0%	275.5%	10.9%
毛利率	28.1%	31.3%	31.0%
净利率	26.6%	93.8%	102.3%
ROAE	11.7%	36.1%	30.2%
ROAA	0.0%	26.0%	23.4%
净有息负债/股东权 益	-48.3%	-62.2%	-71.6%
EPS (越南盾/股)	3529	13253	14702
BVPS (越南盾/股)	31160	42313	54914

现金流量表 (十亿越南盾)	2025	2026F	2027F
税前利润	600	2230	2474
折旧	153	130	130
经营活动现金流	616	1887	2112
资本性支出 (固定 资产投资)	-28	-75	-68
投资活动现金流	-28	-75	-68
已支付股利	-290	-285	-285
融资活动现金流	-328	-285	-285
期初现金及现金等 价物	190	2063	3591
期末现金及现金等 价物	451	3591	5350

股票投资评级说明

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

行业投资评级说明

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。国泰海通证券（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。国泰海通证券（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。国泰海通证券（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，不能视为国泰海通证券（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海通证券(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。投资者应晓得可能将出现利益冲突,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海通证券(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。

未经国泰海通证券(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。

GTHT 证券 (越南) – 研究部

黎潘世

Research Analyst

thelp@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 702

陈氏红绒

Director of Research

nhungth@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:703

September 04, 2026



联系方式	河内总部	胡志明分公司
咨询电话: (024) 35.730.073	河内市纸桥区陈维兴路 117 号 Charm Vit 大厦一楼	胡志明市第三郡国际工厂路第二 号 BIS 三楼
挂单电话: (024) 35.779.999	电话: (024) 35.730.073	电话: (028) 38.239.966
Email: info@gtht.com.vn	传真: (024) 35.730.088	传真:(028)38.239.696
Website: www.gtht.com.vn		

PHR

Company Report