企业报告: Vinhomes 股份公司 (HOSE：VHM)

国泰海通（越南）研究部
黎潘世
邮箱: thelp@gtht.com.vn – ext 708
2026 年 11 月 10 日

利润超额完成全年目标；批发销售驱动增长，资金需求庞大

VHM 2026 年前三季度合并税后净利润创历史新高，达 75.059 万亿越南盾，为去年同期的 4.9 倍，完成全年目标的 125%。营业收入净额同比增长 302%至 202.586 万亿越南盾，主要来自 Green Paradise、Global Gate Ha Long 及 Saigon Park 的批发销售。批发销售标的以已具备外部基础设施、但内部基础设施尚未完善的土地为主，带动毛利率由去年同期的 34.9%升至 58.6%。销售端，前三季度合同销售额达 219.6 万亿越南盾，已超过 2025 年全年水平；仅第三季度，零售即占合同销售额的 81%。截至 9 月 30 日，已售未结转金额为 185.6 万亿越南盾，较 2025 年末基本持平，原因是前三季度确认收入与新签合同销售额大致相当，而新签零售部分主要将在超大型项目进入交付阶段后确认。总资产较年初增长 69%，主要由借款及合作方出资和定金提供资金，同时 VHM 持续扩充土地储备。前三季度业绩显示利润大幅增长，但由于主要来自批发销售，尚不足以视为新的利润常态水平。

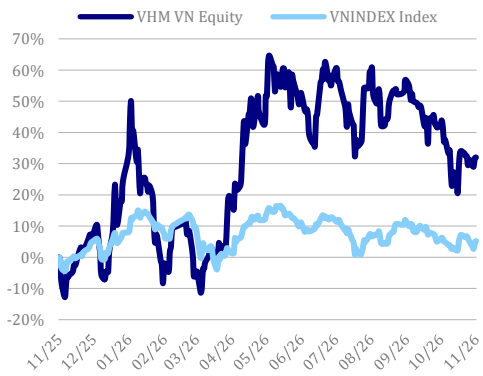
建议

我们维持**中性**评级，目标价为 **71000 越南盾**，投资逻辑如下：（1）批发销售继续驱动利润，但土地储备开发的资金需求吸收了大部分回笼现金；（2）合同销售额及已售未结转金额支撑中期增长空间，零售需求及项目融资能力将决定收入转化节奏。

主要风险：高利率环境下零售需求走弱；合同销售集中于超大型项目；资金成本上升带来再融资压力；项目法律风险。

建议:	**中性**
6-18个月的目标价:	**71000越南盾**
上涨空间	+14.51%
日前价:	62000越南盾
(截至2026年11月10日收盘价)	

股价走势



股价走势	1 M	3 M	1Y
波动率%	-7.32%	-17.3%	31.99%
与越南指数相比	-6.61%	-15.2%	26.81%
平均价（越南盾）	63152	68224	62383

数据来源: Bloomberg, FiinX, 国泰海通（越南）

流通股数(百万)	8214.82	大股东	Vingroup 71.70%
市值(十亿越南盾)	501104.2	Free float (%)	30.0%
三个月平均成交量（'000)	374.92	D/E	0.76
52 周最高/最低价（越南盾)	71300/48700		

数据来源: VHM, Bloomberg, 国泰海通（越南）

2026 年第三季度及前三季度业绩更新

业绩摘要

十亿越南盾	3Q2025	3Q2026	同比	9M2025	9M2026	同比
营业收入净额	**16420**	**85364**	**420%**	**50413**	**202586**	**302%**
营业成本	(12436)	(33874)	172%	(32795)	(83961)	156%
毛利润	**3984**	**51490**	**1192%**	**17618**	**118625**	**573%**
财务收入	7900	5064	(36%)	21831	14321	(34%)
其中：BCC 合作经营利润	*600*	*2182*	*264%*	*7021*	*6426*	*(8%)*
财务费用	(4966)	(24398)	391%	(16828)	(33433)	99%
其中：利息费用	*(2699)*	*(4533)*	*68%*	*(8794)*	*(10958)*	*25%*
其中：分配予 BCC 合作方的利润	*(2267)*	*(19866)*	*776%*	*(8034)*	*(22475)*	*180%*
联营合营及投资性房地产处置损益	1	(57)	n.m.	366	(93)	n.m.
销售费用	(448)	(415)	(7%)	(1088)	(1551)	43%
管理费用	(1231)	(2114)	72%	(3551)	(4687)	32%
经营利润	**5240**	**29569**	**464%**	**18348**	**93183**	**408%**
其他收益净额	180	(46)	n.m.	(55)	(372)	n.m.
税前利润	**5420**	**29523**	**445%**	**18293**	**92811**	**407%**
企业所得税	(985)	(6502)	560%	(2980)	(17752)	496%
税后净利润	**4436**	**23021**	**419%**	**15313**	**75059**	**390%**
少数股东权益	252	(125)	n.m.	932	3678	295%
归母净利润	**4184**	**23146**	**453%**	**14381**	**71381**	**396%**
收入结构						
房地产销售	3705	75750	1,945%	20149	170070	744%
其他收入	12715	9614	(24%)	30264	32516	7%
物业管理、租赁及服务	*1614*	*1544*	*(4%)*	*4870*	*5408*	*11%*
施工总承包、设计咨询及监理	*8896*	*6057*	*(32%)*	*15266*	*20970*	*37%*
房地产咨询及经纪	*2205*	*2014*	*(9%)*	*10128*	*6138*	*(39%)*
利润率	**3Q2025**	**3Q2026**		**9M2025**	**9M2026**	
毛利率	24.3%	60.3%		34.9%	58.6%	
房地产销售毛利率	68.4%	66.5%		59.3%	67.0%	

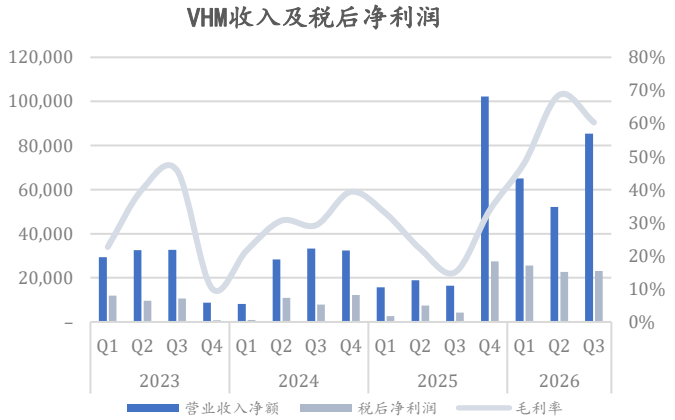
资料来源：VHM、FiinX、GTHTSVN

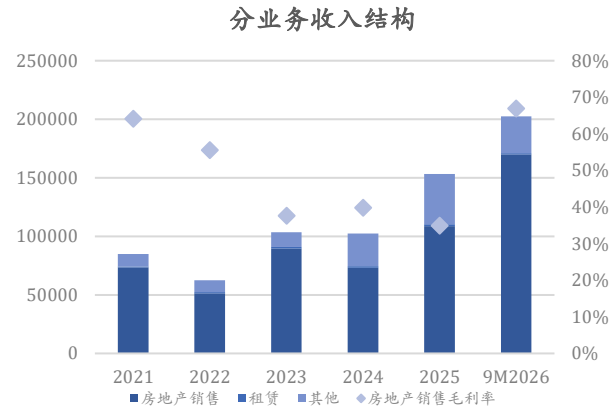
业绩点评

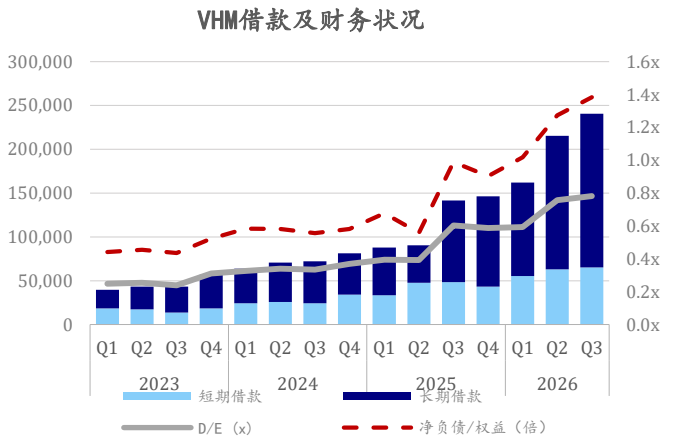
- **确认收入集中于批发销售，零售仅在合同销售层面有所改善。**2026 年前三季度房地产销售收入达 170.07 万亿越南盾，其中批发销售估计贡献约 93%，主要来自 Green Paradise（46 万亿越南盾）、Global Gate Ha Long（45.3 万亿越南盾）、Ocean Park 2 & 3（40.3 万亿越南盾）及 Saigon Park（26.8 万亿越南盾）。期内确认的批发收入高于新签批发合同销售额，表明业绩还包含此前已签合同的履约。合同销售方面，新签总额达 219.6 万亿越南盾（同比+35%），其中批发销售增长约 57%至 132.6 万亿越南盾，零售增长约 12%至 87,000 十亿越南盾。Can Gio、Ha Long Xanh 及 Hoc Mon 等超大型项目仍是批发销售的主要贡献来源。零售占第三季度合同销售额的 81%，为去年同期的 3 倍，显示去化有所改善，但尚不足以确认趋势可持续。***因此，后续增长的关键在于零售已售未结转金额能否转化为收入和现金流，而非仅看合同销售额。***
- **利润超预期来自批发销售，而非交付：**2026 年前三季度合并税后净利润达 75.059 万亿越南盾，完成全年目标的 125%，而调整后收入仅完成 82%；超额完成源于毛利率，而非收入规模。三个季度的房地产收入主要为尚未投资内部基础设施的土地批发销售，带动毛利率升至 58.6%；零售交付收入估计仅约 12

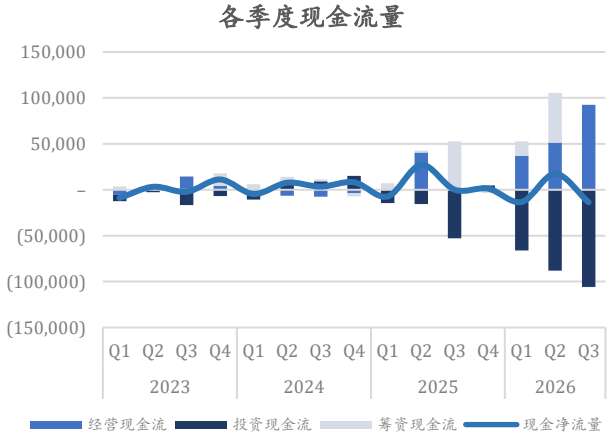
万亿越南盾，主要来自此前已开发的项目。我们认为，已确认利润的质量仍取决于批发交易的付款条款及剩余基础设施义务，而 VHM 尚未披露相关信息。

- **经营现金流尚未反映客户回款。**2026 年前三季度经营活动现金流达 181.07 万亿越南盾，得益于应付款项增加 391.929 万亿越南盾，其中主要来自合作方出资（增 260.817 万亿越南盾），约占增量的三分之二，而非购房者回款。同期，VHM 向其他单位出资 272.493 万亿越南盾，现金及现金等价物仍由 49.085 万亿越南盾降至 39.53 万亿越南盾。我们认为，本期经营现金流主要是营运资金及融资变动的结果，并非客户回款的直接衡量指标。









资料来源：VHM、GTHTSVN

- **资产负债表大幅扩张，对合作方资金及借款的依赖度上升。**总资产增长 70%至 1339.199 万亿越南盾，其中存货增长 88%，预付供应商款项增至近三倍，与土地储备扩张及新项目推进相符。资金来源方面，合作方出资及定金增至 315.018 万亿越南盾，借款增长 64%至 240.622 万亿越南盾，净负债/权益比率随之升至 60.2%。



资料来源：VHM、GTHTSVN

投资逻辑

一，批发销售继续驱动利润，但土地储备开发的资金需求吸收了大部分回笼现金。

VHM 2026 年前三季度合并税后净利润同比增长 390%，完成全年目标的 125%，而调整后收入仅完成目标的 82%。二者差异反映收入确认结构偏重批发销售：该渠道估计约占房地产收入的 93%，带动毛利率升至 58.6%。批发销售在新签合同中的占比随开盘节奏波动，由第一季度约 87%（Green Paradise、Global Gate Ha Long 及 Saigon Park 首批分区开盘）降至第三季度的 19%（期内无新分区开盘）。这表明新项目的利润集中在前期确认，之后才转入零售交付阶段。

批发销售加快回款：尽管房地产收入为去年同期的 8.2 倍，应收账款较年初仅增长 18%至 27.032 万亿越南盾。然而，**土地储备投资需求超过所创造的利润**：2026 年前三季度，投资定金增加约 240 万亿越南盾，预付供应商款项增至近三倍。我们认为批发销售仍将是主要利润驱动力，因现有超大型项目的大部分土地尚未开盘，且多个新项目正在完善法律手续。但利润能否转化为自由现金流，取决于土地储备投资规模以及 VHM 与二级开发商持续达成新批发交易的能力。

二，合同销售额及已售未结转金额支撑中期增长，零售需求及项目融资能力决定收入转化节奏

2026 年前三季度合同销售额达 219.6 万亿越南盾（同比+35%），已超过 2025 年全年；已售未结转金额达 185.6 万亿越南盾，为 2021 至 2025 年均值的 1.7 倍，为 2027 至 2028 年收入奠定基础。但合同销售增长主要来自批发销售：前三季度零售合同销售额仅增长约 12%，且仅在第三季度明显提速，在 VHM 年利率 3-9%固定利率计划带动下占当季合同销售额的 81%。据 VHM 管理层披露，房贷利率已升至 12-15%/年，且 55-60%的购房者使用杠杆，我们认为零售去化尚未完全反映可持续的市场需求，需待利率优惠结束后进一步验证。

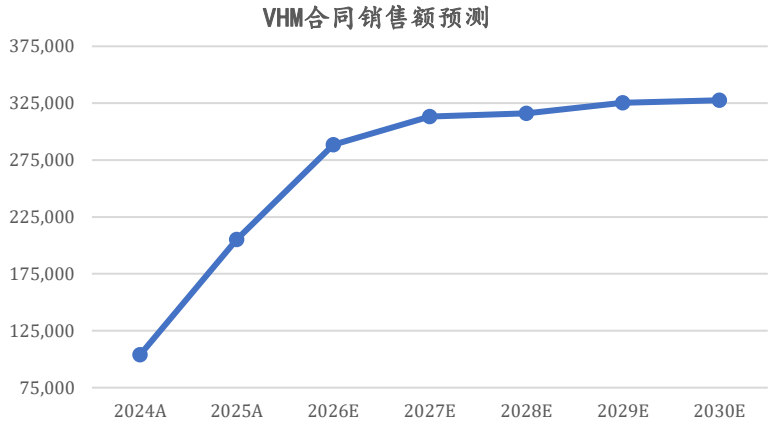
已售未结转金额中零售约占 56%，为未来几年收入奠定基础，但不等同于短期可回收的现金流：约 48%集中于既有项目，新超大型项目的新签零售部分主要从 2027 年起确认。这一过渡期需要大量资金，而借款已增长 64%至 240.622 万亿越南盾，现金降至 39.53 万亿越南盾。因此，我们认为庞大的已售未结转金额提供了收入可见度，但不保证相应转化为现金流；优惠结束后的零售需求及资金平衡能力将决定其兑现速度。

投资风险

- **零售需求走弱：**浮动房贷利率高企，压制购房支付能力及去化，导致零售合同销售放缓。
- **超大型项目集中度：**Green Paradise 及 Global Gate Ha Long 约占 VHM 权益项目价值的 45%，收入及现金流前景对这两个项目的推进、去化及交付进度较为敏感。
- **再融资及资金成本：**借款余额为 240.622 万亿越南盾，平均融资成本 11.06%；约 49%将于 1-3 年内到期，以债券为主。若融资环境收紧，再融资压力可能推高资金成本并制约项目开发。
- **执行及政策风险：**土地估价方法、财务义务及房地产价格调控政策的变化，可能推高开发成本、延长法律手续完善时间，或影响需求及利润率。

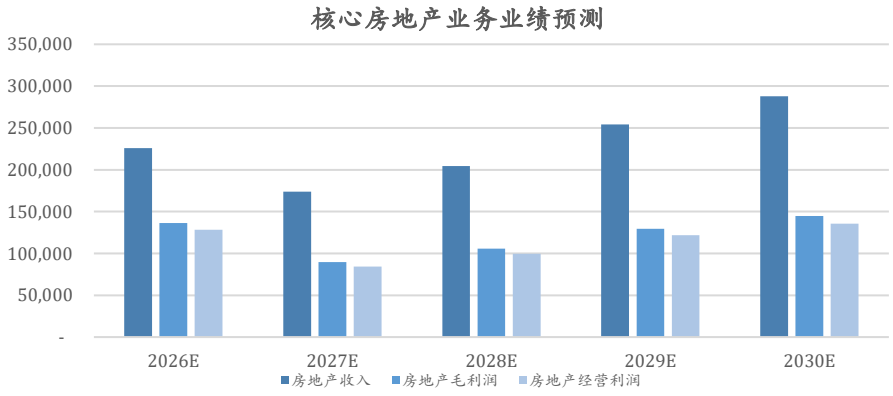
2026-2027 年业绩预测

- 我们预测 2026E 合同销售额为 280.68 万亿越南盾（同比+36.7%），低于股东大会目标下限 300 万亿越南盾。该预测假设第四季度合同销售额为 68.943 万亿越南盾，与第三季度持平，而非年末加速，因新分区开盘进度尚缺乏充分依据。2027E 合同销售额增长 8.6%至 313.561 万亿越南盾，主要由 Green Paradise（78.488 万亿越南盾）及 Global Gate Ha Long（64.393 万亿越南盾）带动。Olympic 体育城、Cam Ranh 及 Phuoc Vinh Tay 等新超大型项目预计贡献约 31%的合同销售额。
- 我们假设 2027E 至 2028E 批发销售占合同销售额约 56 至 58%，与 2026 年前三季度均值相当。批发占比随分区开盘节奏波动，并非结构性下降，符合 VHM 大型综合新城的开发模式，即二级开发商通常通过大宗交易提前介入。但该假设取决于合作方的融资及去化能力，尤其是在零售需求仍受利率压制的背景下。



资料来源：VHM、GTHTSVN

- 我们预测 2026E 营业收入净额增长 80%至 275.712 万亿越南盾，主要来自 Green Paradise、Ocean Park 2 & 3、Global Gate Ha Long 及 Saigon Park 的批发销售确认，以及 4Q2026E Green Paradise、Green City 及 Golden City 的首批交付。2027E 收入下降 16%至 230,789 十亿越南盾，毛利率降至 42.8%，因大部分批发已售未结转金额已于 2026 年确认，而新项目零售交付尚处初期。2028E 收入回升 13%，因 2027E 末 277.069 万亿越南盾的已售未结转金额开始转化为收入。这反映出 2026E 利润的集中性以及零售已售未结转金额兑现的滞后。



资料来源：GTHTSVN 预测

- 母公司税后净利润预计在 2026E 达到 88.846 万亿越南盾（同比+112%），2027E 下降 10.9%至 79.166 万亿越南盾，2028E 回升 9.6%至 86.797 万亿越南盾。利息费用 2026E 增长 36%至 15.261 万亿越南盾，2027E 增至 19.312 万亿越南盾，因借款增至 312.966 万亿越南盾以支持土地储备及开发支出。

估值及建议

我们采用重估净资产价值法（RNAV）对 VHM 进行估值，以反映现有项目组合价值及长期土地储备开发潜力。估值范围包括在建、已开盘项目以及规划已获批的储备项目，预测期至 2035 年。房地产项目主要采用 RNAV 法估值，其他业务采用现金流折现法（DCF）。

我们采用 14.45%的 WACC 折现现金流，并对部分项目施加单独折价，以反映法律风险、推进进度及市场去化能力。

基于此，我们给予 **VHM 目标价 71000 越南盾/股。**

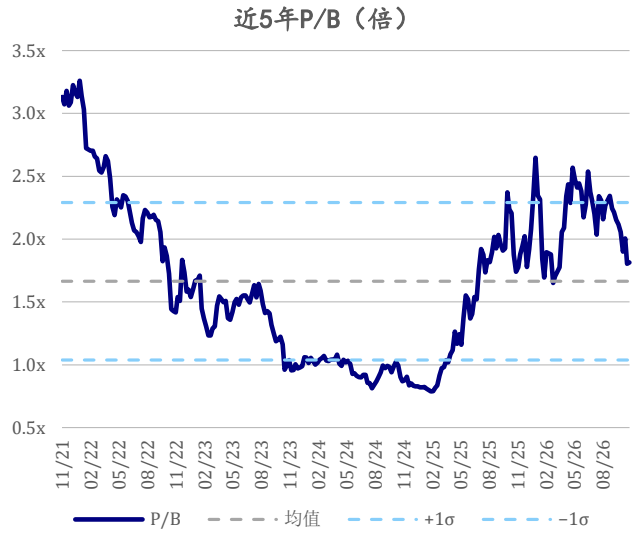
投资评级：中性

构成项目	估值方法	100%价值（十亿越南盾）	VHM 经济权益	VHM 权益价值（十亿越南盾）	越南盾/股
A. 待售房地产					
Vinhomes Green Paradise（Can Gio）	**RNAV**	139250	99.6%	138651	16878
Vinhomes Global Gate Ha Long	**RNAV**	167355	70.0%	117149	14261
Vinhomes Saigon Park	**RNAV**	33970	98.2%	33355	4060
Vinhomes Ocean City (OP1/OP2/OP3)	**RNAV**	1120	100.0%	1120	136
Vinhomes Golden City	**RNAV**	480	100.0%	480	58
Vinhomes Royal Island (BCC)	**RNAV**	13931	95.0%	13234	1611
Vinhomes Wonder City (BCC)	**RNAV**	1363	99.0%	1349	164
Vinhomes Hai Van Bay	**RNAV**	29256	100.0%	29256	3561
Global Sportia（Olympic 体育城）	**RNAV**	135000	35.0%	47250	5752
Cam Ranh 湾新城	**RNAV**	50297	99.8%	50206	6112
其他项目、工业园区	**DCF**	80864	100.0%	80864	9844
Vinhomes Cam Lam	**RNAV**	59435	100.0%	59435	7235
已售未结转及存货	**RNAV**	146320	100.0%	146320	17812
项目价值合计				**718669**	**87484**
B. 其他业务					
服务（管理、租赁及其他）	**DCF**	33752	100.0%	33752	4109
固定资产、投资性房地产、联营合营及长期投资	**账面价值**	99688	100.0%	99688	12135
总资产价值 GAV（A + B）				**852109**	**103728**
(+) 现金、现金等价物及短期金融投资	**账面价值**			55452	6750
(−) 短期及长期借款	**账面价值**			240622	29291
(−) 应交税费	**账面价值**			34012	4140
(−) 少数股东权益	**账面价值**			21044	2562
(−) 应付股利	**账面价值**			296	36
(−) 应付 BCC 合作分成利润	**账面价值**			28313	3447
RNAV				**583273**	**71000**
RNAV 折价（%）			0.0%	-	-
折价后 RNAV				**583273**	**71000**
每股 RNAV（越南盾）					**71000**

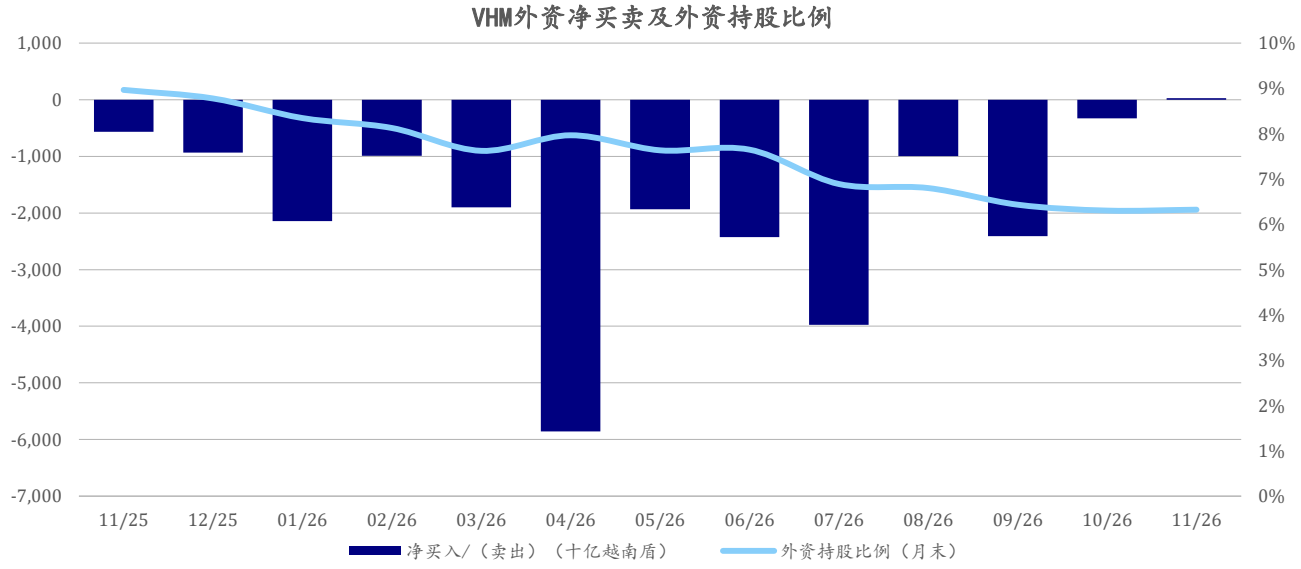
Nov 10, 2026
VHM
Company Report

附录：VHM 交易表现





资料来源：FiinX、GTHTSVN



VHM 在建项目进度表

项目	规模（公顷）	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030+
Ocean Park 2 - The Empire	458									
Ocean Park 3 - The Crown	294									
Royal Island	877									
Global Gate - Co Loa	385									
Wonder City	133									
Green City - Tay Ninh	197									
Golden City - Hai Phong	241									
Happy Home Trang Cat（社会住房）	28									
Green Paradise - Can Gio	2870									
Global Gate Ha Long	4121									
Hai Van Bay	512									
Saigon Park - Hoc Mon	880									
Global Sportia	9171									
City Royal - Phuoc Vinh Tay	1090									
Cam Ranh 湾新城	1254									
Vinhomes Tan My	931									
Vinhomes My Lam Tuyen Quang	455									
Dien Bien 新城	229									
Ba Diem 社会住房 - 胡志明市	192									
Binh Minh - Tam Hung	600									
Vinhomes Cam Lam	10357									

开盘
交付

Vinhomes 项目概览

项目	总投资额(十亿越盾)	开发商	VHM 经济权益
Vinhomes Ocean Park 2	37994	VHM	100%
Vinhomes Ocean Park 3	32000	VHM	100%
Vinhomes Royal Island	44045	VIC（与 VHM 签订 BCC）	95%
Vinhomes Global Gate (Co Loa)	42215	VIC/VEFAC (BCC)	5%
Vinhomes Wonder City	18441	VIC (BCC)	99%
Vinhomes Green City	28258	VHM2（Thanh Pho Xanh 开发股份公司）	93%
Vinhomes Golden City	23218	VHM	100%
Vinhomes Green Paradise	465923	VHM2（Can Gio 旅游投资股份公司）	100%
Happy Home Trang Cat（社会住房）	5834	VHM	100%
Vinhomes Global Gate Ha Long (Ha Long Xanh)	456639	VHM - VIC	70%
Vinhomes Saigon Park（国际大学城）	59000	Berjaya 越南国际大学投资股份公司	97%
Vinhomes Hai Van Bay (Lang Van)	43922	Vinpearl (VPL) - VHM	100%
Global Sportia（Olympic 体育城）	1225011	VHM - VinFast - Tuong Lai - Ngoc Quy	35%
Cam Ranh 湾新城（规划 1,254 公顷）	194000	VHM - VinES	99.80%
Binh Minh - Tam Hung 新城	111137	VHM	100%
Vinhomes City Royal	90757	VHM - VIG	100%
Vinhomes Tan My	74406	VHM - Dai Son - Thai An	76%
Dien Bien 新城	23660	Thanh Pho Xanh 开发股份公司	99.6%
Vinhomes My Lam	18345	VHM	66%
Ba Diem 社会住房 - 胡志明市	64053	VHM – Delta 股份公司	99.8%
Vinhomes Cam Lam	285267	VHM - Phat Dat - Truong Loc - DTX	100%

资料来源：VHM、GTHTSVN

Nov 10, 2026
VHM
Company Report

同业比较

公司	Bloomberg 代码	交易所/国家	市值（十亿越南盾）	年初至今（%）	每股收益（越南盾）	收入增速（%）	ROA (%)	ROE (%)	P/B	P/E	EV/ EBITDA
A. 越南											
Vinhomes	**VHM VN**	**HOSE**	**496175**	**1.3**	**11637**	**49.8**	**9.4**	**38.8**	**1.73**	**7.7**	**7.8**
Khang Dien	KDH VN	HOSE	18578	(47.4)	1262	41.9	4.4	3.4	0.99	14.2	14.9
Nam Long	NLG VN	HOSE	10941	(24.5)	1235	(21.6)	2.3	1.8	0.88	13.8	6.8
Novaland	NVL VN	HOSE	33629	(14.8)	2724	(23.2)	2.5	10.6	0.51	594	27.0
越南同业中位数（剔除 NVL）			***14760***	***(36.0)***	***1248***	***10.2***	***3.4***	***2.6***	***0.9***	***14.0***	***10.9***
B. 国际											
Aldar Properties	ALDAR UH	阿联酋	445370	(4.0)	7741	47.0	7.3	16.5	1.42	6.5	6.1
Emaar Development	EMAARDEV UH	阿联酋	408670	4.2	23925	43.6	16.3	35.7	1.39	4.1	1.4
DLF	DLFU IN	印度	505826	10.8	5289	2.5	6.1	9.3	4.10	32.6	57.3
Lodha Developers	LODHA IN	印度	319564	11.3	10187	21.0	6.3	14.6	5.05	24.6	17.8
Godrej Properties	GPL IN	印度	148144	(9.3)	12696	4.7	1.6	7.2	2.82	17.1	33.1
CK Asset Holdings	1113 HK	中国香港	560540	30.0	12714	27.2	2.7	0.1	0.43	12.7	9.1
Henderson Land	12 HK	中国香港	467457	10.3	4633	1.9	1.3	1.1	0.44	15.5	22.0
Mitsubishi Estate	8802 JP	日本	785451	6.3	40506	10.5	3.5	8.6	1.74	19.0	17.0
Sumitomo Realty & Dev.	8830 JP	日本	501930	(14.4)	41146	4.3	3.2	8.5	1.20	12.8	16.8
Ayala Corp	AC PM	菲律宾	137503	19.8	41573	3.4	3.2	10.2	0.65	6.3	15.9
国际同业中位数			***456414***	***8.3***	***12705***	***7.6***	***3.3***	***9.0***	***1.40***	***14.2***	***16.9***

资料来源：Bloomberg、GTHTSVN

附录：财务报表

利润表（十亿越南盾）	2025A	2026F	2027F
营业收入净额	**153271**	**275712**	**230789**
营业成本	(106928)	(130872)	(131936)
毛利润	**46343**	**144839**	**98853**
销售费用	(1899)	(1985)	(1362)
管理费用	(6188)	(6903)	(7801)
经营利润（EBIT）	**38255**	**135952**	**89690**
财务收入	29332	22547	22995
财务费用	(15151)	(43782)	(24312)
其中：利息费用	(11214)	(15261)	(19312)
联营合营企业损益	2	1	-
其他收益/（损失）净额	372	(467)	-
税前利润	**52810**	**114251**	**88374**
企业所得税	(9475)	(20828)	(14933)
少数股东损益前净利润	**43335**	**93423**	**73441**
少数股东权益	(1440)	(4578)	(3598)
少数股东损益后净利润	**41895**	**88846**	**69842**
EBITDA	40553	138307	91878
每股收益（越南盾）	10200	10815	8502
每股净资产（越南盾）	57963	37032	45534
年末流通股数（百万股）	4107	8215	8215

主要财务比率	2025A	2026F	2027F
成长性			
收入增速	49.8%	79.9%	(16.3%)
EBIT 增速	55.6%	255.4%	(34.0%)
税前利润增速	29.3%	116.3%	(22.6%)
归母净利润增速	31.7%	112.1%	(21.4%)
每股收益增速	38.8%	6.0%	(21.4%)
盈利能力			
毛利率	30.2%	52.5%	42.8%
EBIT 利润率	25.0%	49.3%	38.9%
EBITDA 利润率	26.5%	50.2%	39.8%
净利率	28.3%	33.9%	31.8%
ROE	17.6%	32.8%	20.6%
ROA	5.3%	8.7%	5.2%
营运效率			
存货周转天数	448.9	522.1	741.5
应收账款周转天数	54.7	33.4	44.3
应付账款周转天数	68.1	72.1	87.8
现金转换周期	435.5	483.5	698.0
偿债能力			
流动比率	1.44x	1.30x	1.39x
速动比率	0.74x	0.63x	0.63x
现金比率	0.14x	0.08x	0.09x
资本结构			
借款/总资产	18.4%	19.8%	21.6%
借款/权益	58.7%	82.5%	78.2%
负债/总资产	68.6%	76.0%	72.3%
净负债/权益	37.8%	59.1%	58.9%
EBIT/利息（倍）	3.4x	8.9x	4.6x

资产负债表（十亿越南盾）	2025A	2026F	2027F
现金及现金等价物	49962	60264	61189
短期金融投资	2259	15921	15921
短期应收款	219950	377995	365830
存货	131415	243021	293021
其他流动资产	93304	244485	236267
流动资产合计	**496890**	**941687**	**972229**
固定资产（净值）	22356	14630	13167
投资性房地产	15919	24163	23438
在建工程	95922	103735	113735
长期金融投资	12417	70678	127063
其他非流动资产	144352	204867	194465
非流动资产合计	**290967**	**418074**	**471868**
总资产	**787857**	**1359761**	**1444097**
应付账款	19961	31723	31723
预收账款	94089	101428	68670
短期借款	43377	72936	84774
长期借款	102946	196026	227841
其他负债	278268	631492	631492
负债合计	**538641**	**1033604**	**1044500**
股本	41074	82148	82148
股本溢价	(6756)	(6756)	(6756)
未分配利润	202644	227699	297541
储备及其他权益	1116	1121	1121
归母权益	**238079**	**304212**	**374055**
少数股东权益	11138	21944	25543
所有者权益合计	**249217**	**326157**	**399598**
负债及所有者权益合计	**787857**	**1359761**	**1444097**

现金流量表（十亿越南盾）	2025A	2026F	2027F
期初现金	28780	49085	60264
税前利润	52810	114251	88374
D&A	2298	2356	2188
营运资金变动	24384	95383	(43696)
其他调整	(38303)	(33614)	(46204)
经营活动现金流	**41189**	**178376**	**661**
资本开支净额	(10770)	(15415)	(10000)
贷款及股权投资净额	(99319)	(265983)	(56384)
收到的利息及股利	32001	17001	22995
投资活动现金流	**(78088)**	**(264397)**	**(43389)**
支付股利	(1130)	(24701)	-
股本增加/（减少）	-	(751)	-
借款净额/（偿还）	59211	122651	43653
筹资活动现金流	**58081**	**97199**	**43653**
现金净流量	**21182**	**11179**	**925**
汇率影响	-	-	-
期末现金	**49962**	**60264**	**61189**

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	陈氏红绒
Research Analyst	Director
thelp@gtht.com.vn	**nhungtth@gtht.com.vn**
(024) 35.730.073- ext:702	(024) 35.730.073 - ext:703

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

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@gtht.com.vn Website: www.gtht.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