



企业报告: Vietnam Technology & Telecommunication JSC (TTN)

分析部

2025年2月17日

第一期报告

企业展望

由于 Becamex 和 VNPT 等大股东的大力支持，公司的 MEP（机械、电气、管道三个专业的英文缩写）和电信服务业务可以获得稳定的收入。关于 MEP 业务，受益于 Becamex 工业区的扩张趋势和高吸收率（90%），预计收入将继续增长。与此同时，数字基础设施发展展望以及 VNPT 作为越南在提供网络基础设施和预付费电视频道服务的领先公司将助力于公司电信业务的增长。

数据中心业务的年增长率有望达到 10%。

公司资产质量良好，无负债，存款余额较大带来储蓄存款收入。

另一方面，在目前数字基础设施发展的趋势下，TTN 尚未表现出扩大供给能力投资的决心。如果公司对数据中心、数字基础设施等流行解决方案进行更大规模的投资，该公司增长前景将更为广阔。

公司的定期现金股息支付率为 700-1200 越南盾/股/年。根据该股的估值为 **21168 越南盾/股** 以及 2025 年 2 月 16 日的收盘价为 22000 越南盾/股，我们建议投资者“持有”TTN 股。

投资风险

2024 年，信息技术板块成分股已普遍呈现火爆态势，平均涨幅达 77%。就 TTN 已上涨两倍，可见该板块的回调风险较大。

建议:

持有

(Initial)

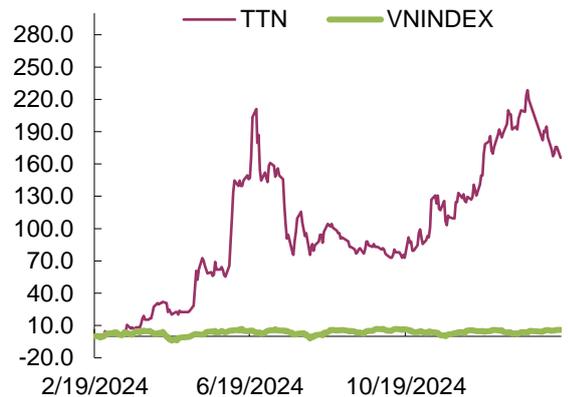
6-18个月的目标价:

VND21,160

当日股价:

VND22,000

股价走势图



股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率 %	-5.6%	27.2%	169.7%
与越南指数相比	-1.8%	31.9%	175.8%
平均价 (越盾)	23,263	21,281	15,899

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万)	36.73	大股东 (%)	Becamex 54%
市值 (10 亿越盾)	782.30	Free float (%)	40%
三个月平均成交量 ('000)	504.17	Debt/Assets (%)	0
52 周最高/最低价 (越盾)	26900 / 8300	NPM (%)	16.8

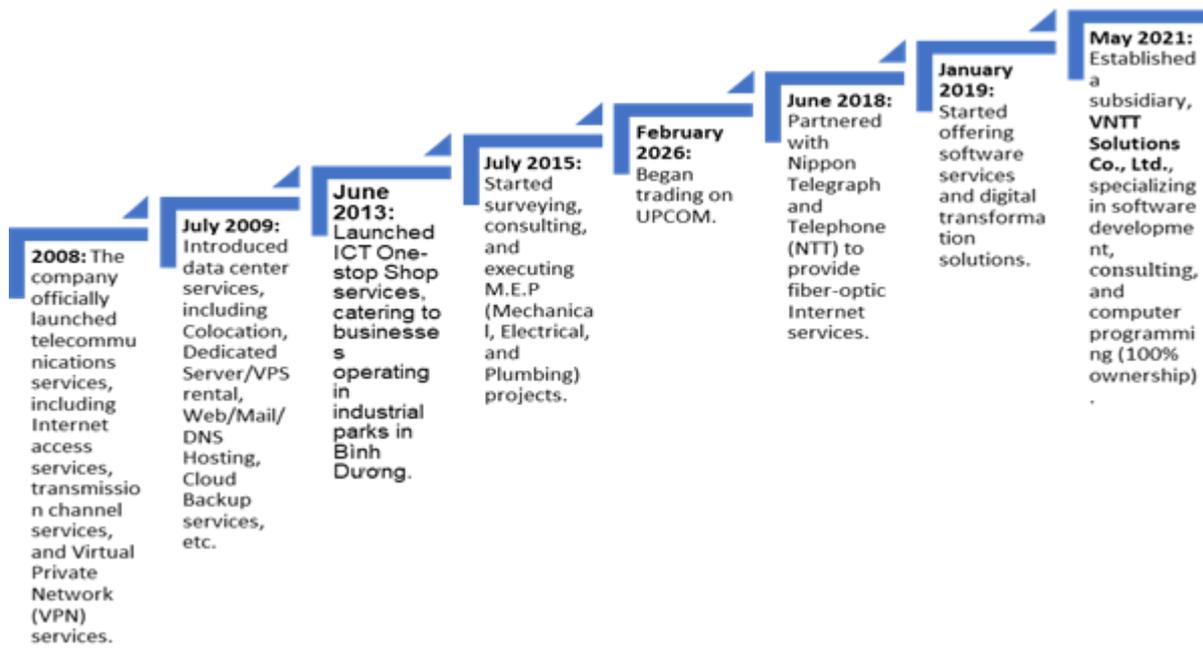
源: the Company, Guotai Junan (VN).

I. 企业简介

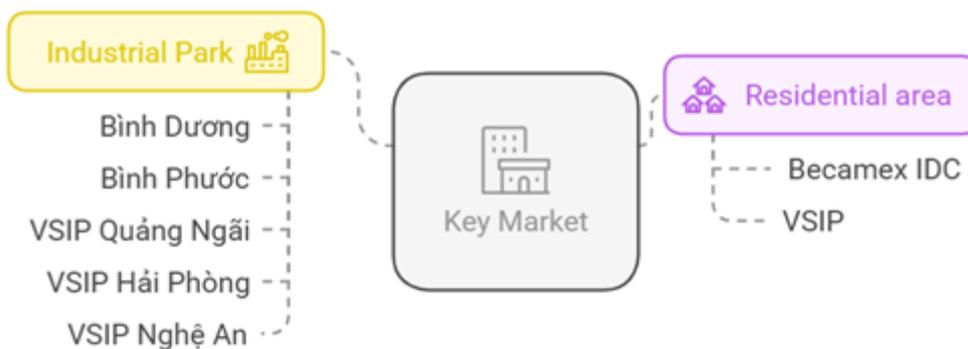
越南技术通信股份公司(TTN), 简称为 VNTT, 成立于 2008 年, 主要股东包括 Becamex IDC 和 VNPT。公司的主营业务如下:

- **电信服务:** 为由 Becamex IDC 和 VSIP 投资的工业园区、住宅区和市区提供全面的电信服务。
- **M.E.P 服务:** 为平阳工业园区基础设施提供消防系统、废水处理、交通系统、中低压站等 M.E.P 服务。
- **数据中心:** 在平阳拥有一座符合 Tier-3 标准的数据中心, 建筑面积约 10000 平方米。
- **信息技术 (ICT):** 为客户提供信息技术解决方案和服务。

TTN 的运营历史:



主要市场



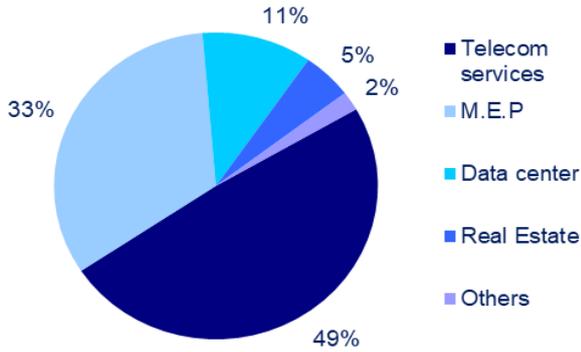
II. 经营业务分析

实际上, TTN 并不拥有自己的电信网络, 而是与 VNPT 建立战略合作协议, 通过使用 VNPT 网络, 协调提供国内和国际电信服务。目前, 该公司专注于给位于 Becamex IDC 和 VSIP 投资的工业园区的投资者提供电信和信息技术 (ICT) 服务, 尤其是在平阳省——越南吸引投资资本的主要地区之一。客户数据库

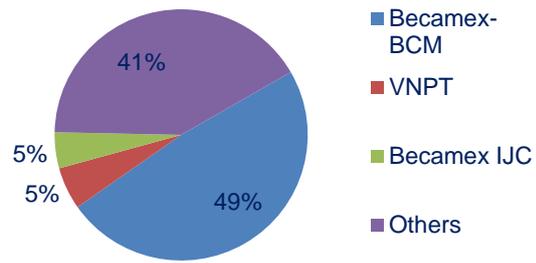
的优势，有助于给 TTN 带来稳定的收入。

在数据中心服务领域：TTN 为国内外企业提供数据中心服务。不过，TTN 管理的数据中心的规模和数量的具体信息尚未被广泛披露。

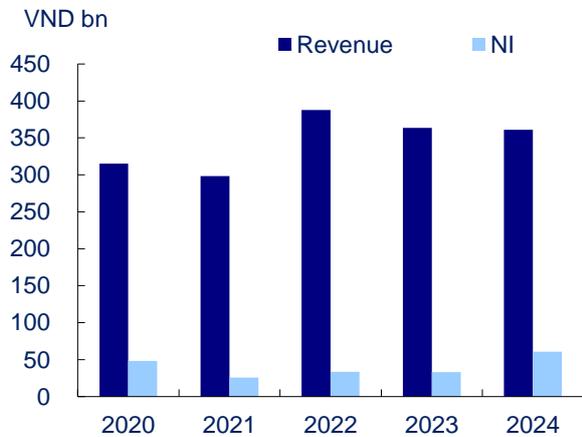
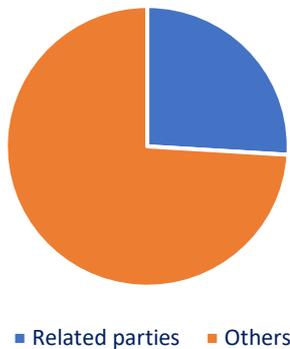
收入结构



Ownership structure



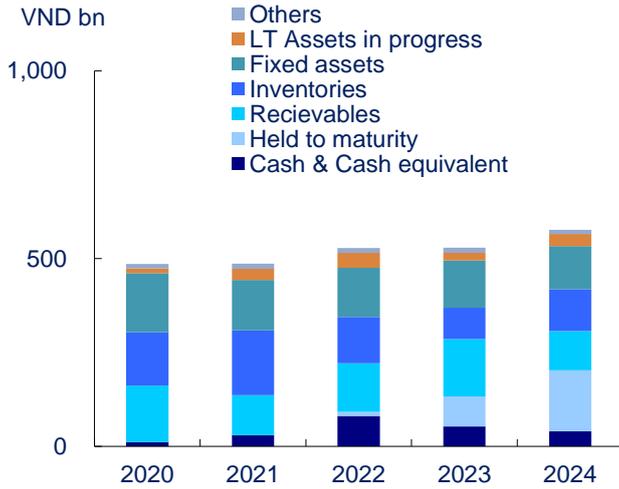
Revenue with related parties



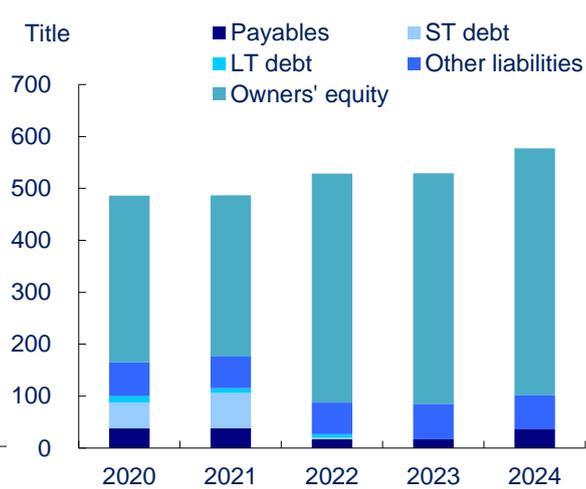
源: BCTN TTN, FiiiproX, GTJAS RS

收入和利润比较稳定，但由于没有促进推动新的投资项目，导致近 5 年公司的资产和固定资产规模仅略微增加而未能取得突破。

资产结构



资本结构

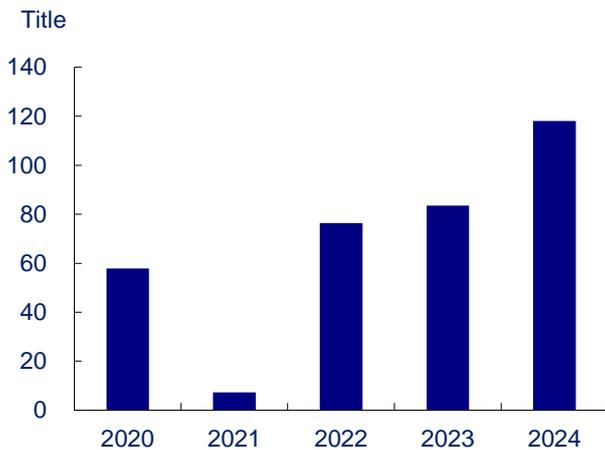


源: FiiiproX, GTJASVN RS

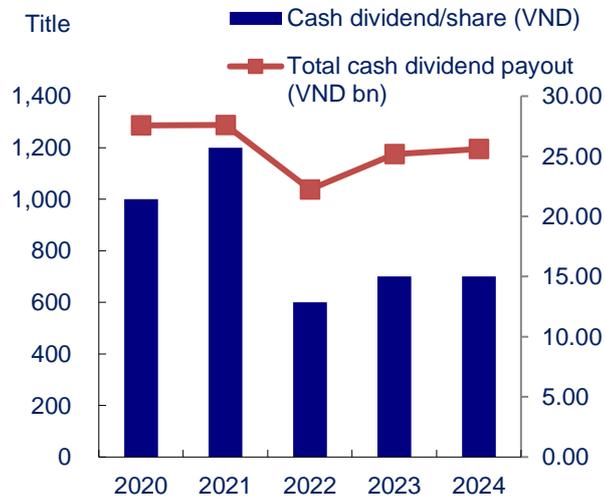
资本结构健康，负债较低。 负债与股东权益比率仅为 0.21 倍。

2024 年底的财务指标也有所改善，这要归功于应收账款较 2023 年底有所减少，相反，存款款项（期限最长为 12 个月）却大幅增加，有助于加强贷款利息收入。

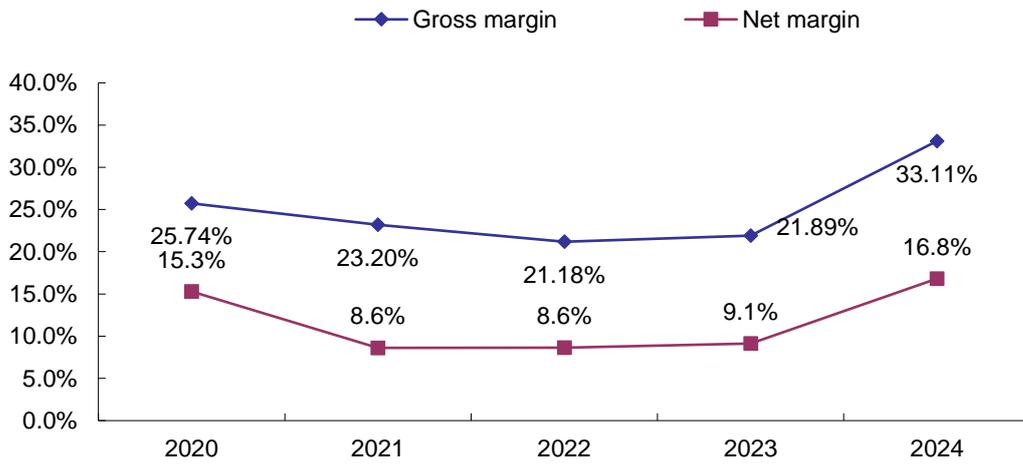
经营活动现金流量



分红派息历史记录



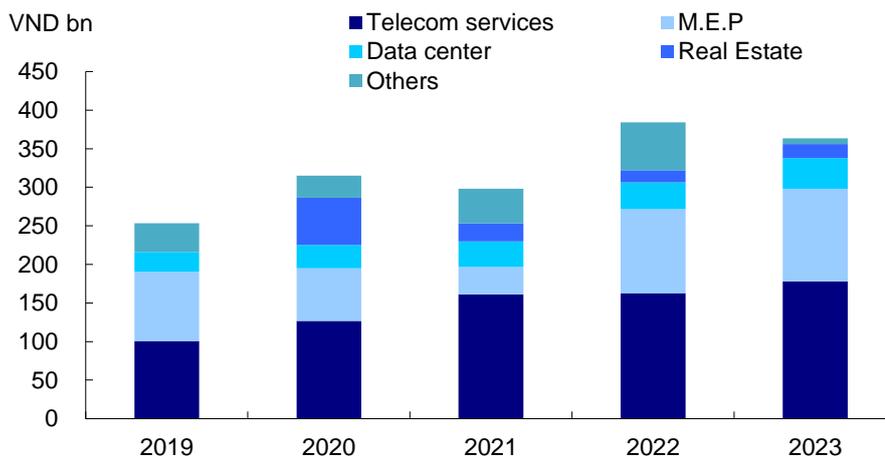
源: TTN, GTJASVN RS



资产质量良好，2024 年无负债，无利息支出。同时，2024 年的利润率有所改善。

行业和经营活动前景评估

2019-2023 年按业务领域划分的收入结构



源: TTN, GTJASVN RS

业务领域收入增长	2020	2021	2022	2023
Telecom services	26%	27%	1%	9%
M.E.P	-24%	-48%	204%	10%
Data center	17%	10%	5%	14%
Real Estate		-62%	-34%	17%
Others	-23%	56%	39%	-88%

源: TTN, GTJASVN RS

- 在收入结构中，可见 TTN 的电信及数据中心业务保持稳定的增长率，平均约为 10%/年。MEP 及其他两个业务部门的收入相对波动。
- 虽然 MEP 收入有所波动，但是由于 TTN 属于 Becamex 生态系统的一部分，所以 TTN 的工作量仍保持稳定。据最新消息，BCM 目前正在加快实施 Becamex 平福工业园第二阶段工程，这将为

TTN 创造相关工作空间。(Becamex IDC 总公司目前直接拥有平阳省 7 个工业园区的 100% 资本, 总面积超过 4,700 公顷, 平均入住率约为 90%。此外, Becamex IDC 还出资和开发其他工业园区, 例如 VSIP、Becamex Binh Phuoc、Becamex VSIP Binh Dinh 和 Becamex VSIP Binh Thuan, 平均入住率为 70%)。

数据中心收入因需求增加而增强, 我们预计 TTN 在这一领域的收入增长率将达到 10%/年: :

据 Research and Markets 预测, 到 2028 年, 越南数据中心市场规模预计将达到约 10.3 亿美元, 年复合增长率 (CAGR) 约为 10%。

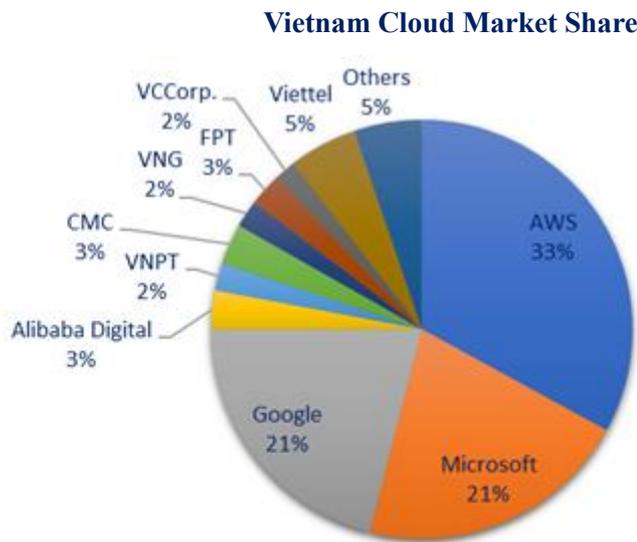
根据 Savills 的数据, 截至 2024 年第一季度越南拥有的 33 个数据中心, 由 48 家服务供应商运营, 总估计容量约为 80 兆瓦。

北部和南部区域占现有数据中心供应量的 94%, 而中部区域仅占 6%。其中, 河内有 16 个数据中心, 胡志明市有 13 个数据中心, 其余 4 个数据中心位于中部地区。

从结构上看, 主机托管数据中心占 74%, 电信数据中心占剩余的 26%。

信息通信部在最近举行的 2023 年数字经济论坛上发布的数据显示, 2022 年越南云计算市场规模超过 5450 亿美元, 预计 2027 年将增至 12400 亿美元, 增长率为 17.9%。

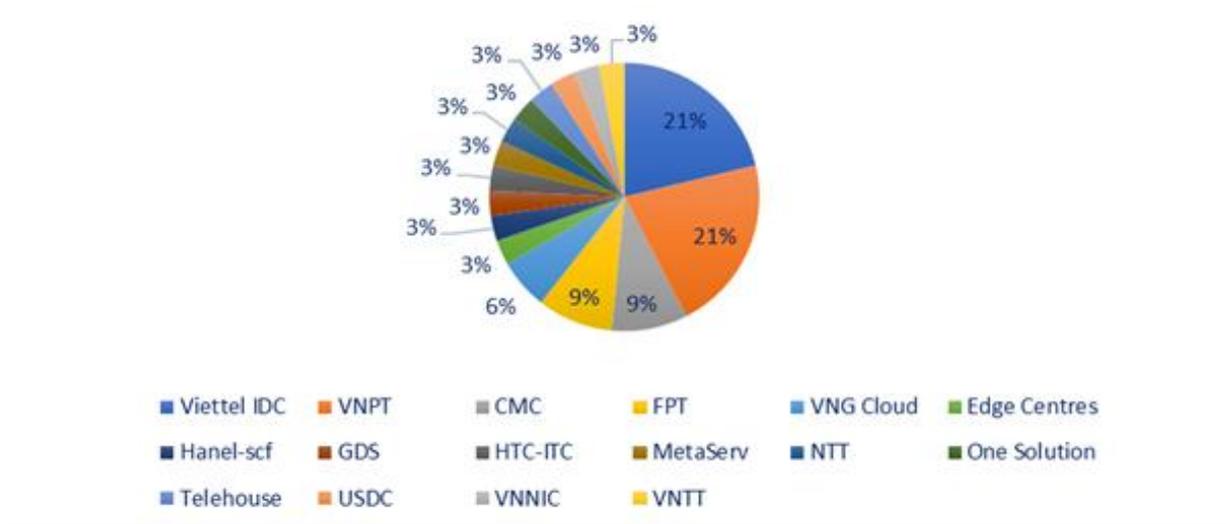
不过, 越南云市场的份额主要掌握在国外供应商手中, 占比近 80%。国内供应商占据剩余 21% 的市场份额。



源: 通信与传媒部、GTJAS RS

同时, 越南数据中心市场主要由少数国内电信公司占据主导地位, 包括 Viettel IDC、VNPT、CMC Telecom、FTP Telecom 和 VNG Cloud, 占市场份额的 66%。此外, 外国运营商通过合资企业进入市场, 以遵守法律法规。该行业的其他知名公司包括 GDS (NTT 和 VNPT 的合资企业)、HTC-ITC (河内电信公司)、QTSC Telecom Center、USDC Technology、VNTT。来自美国、印度、日本等开发商也在河内、胡志明市、岘港等地方寻找地点以建设满足国际标准的配送中心, 面积在 1 万至 3 万平方米之间。

Vietnam Data Center Market Share



源: Savills, GTJAS RS

得益于越南国内数字化转型需求以及 TTN 为 VNPT 越南领先的网络运营商之一提供电信产品和服务，公司电信业务的收入预计每年增长 10%。

VNPT（越南邮政通信集团）目前在越南电信领域占有重要市场份额：

- **固定电话服务：** VNPT 占 72.73% 的市场份额，在该领域处于领先地位。
- **陆地移动电话服务：** VNPT 以 20.91% 的市场份额排名第二，仅次于 Viettel（56.39%），MobiFone（17.91%）排名第三。
- **固定宽带服务：** VNPT 市场份额位居榜首。
- **付费电视频道服务：** VNPT 的 MyTV 产品在该领域的市场份额名列前茅。

目前，VNTT 是 VNPT 的战略合作伙伴，补充和扩大提供电信基础设施和信息技术服务的能力，尤其是在工业区和智慧城市。凭借 VNPT 在电信市场的地位，VNTT 在该领域的收入有望保持稳定，预计年收入增长率为 10%。

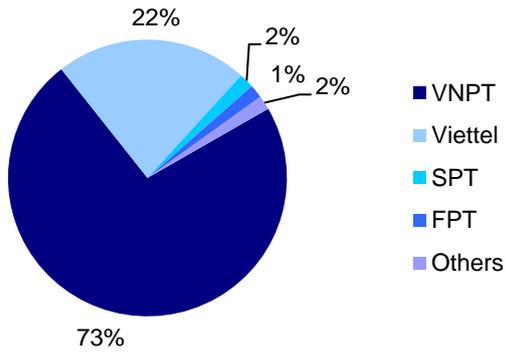
预计 2025 年至 2030 年期间越南电信市场年平均增长率为 4.4%。

在数字化转型和技术快速发展的背景下，越南电信市场正在进入新的增长阶段。随着互联网普及率达到 79% 以上，以及对电信服务的需求不断增加，预计该行业将继续扩张，特别是在固定宽带、5G 和增值服务领域。

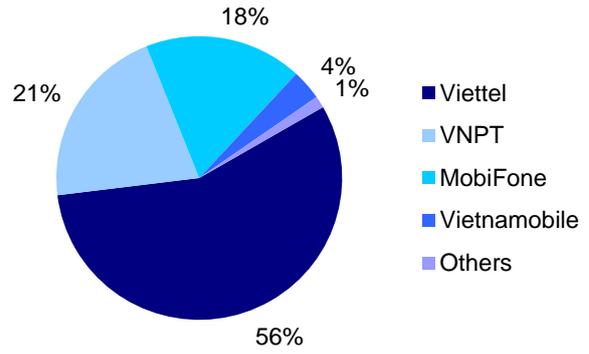
推动市场发展的关键因素之一是 5G 网络的发展。越南政府设定 2025 年在全国范围内实现 5G 商用的目标，同时推动电信基础设施朝着可持续、现代化的方向发展。5G 的普及不仅提升用户体验，也为工业 4.0、物联网、人工智能（AI）和智慧城市等行业带来巨大机遇。

此外，越南在推行发展数字基础设施和网络安全等政策。政府的目标是到 2025 年让 85% 的家庭使用固定宽带互联网，同时将优先发展国内云计算基础设施和数据中心，以减少对外国平台的依赖。

陆地固定电话用户的市场份额

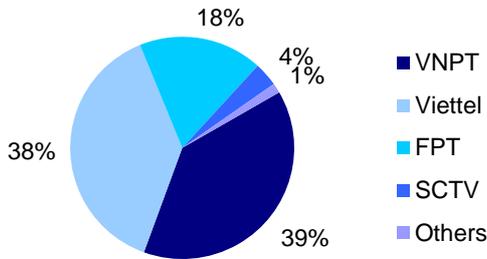


陆地移动用户市场份额

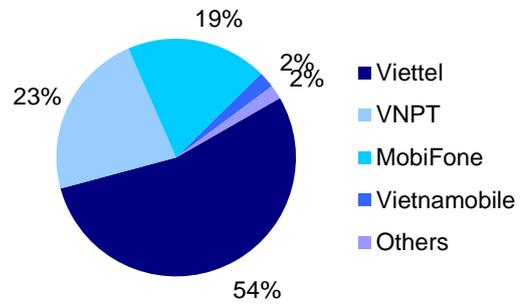


源: 通信与传媒部、Guotai Junan (VN).

陆地固定宽带市场份额



陆地移动宽带市场份额



源: 通信与传媒部、Guotai Junan (VN).

在业务目标设定方面, TTN 设定的 2025 年收入和利润目标分别为 4440 亿越南盾和 455 亿越南盾(据我们的保守预测, 公司收入和利润将分别达到 3900 亿越南盾和 380 亿越南盾)。为了实现上述目标, TTN 计划实施以下业务战略:

- 扩大电信和信息技术 (ICT) 服务:** TTN 将继续为 Becamex IDC 和 VSIP 投资的工业园区 (特别是在平阳省) 的投资者提供服务并提高其电信和 ICT 服务质量。
- 数据中心基础设施开发:** 公司计划投资和扩建数据中心, 以满足客户日益增长的数据存储和管理需求。目前尚无关于 TTN 规模和投资计划的详细信息。
- 部署 5G 网络 and 智能工业园区解决方案:** 研究和部署位于平阳省智能工业园区的 5G 网络和解决方案, 以提高运营效率并吸引更多客户。
- 扩大机电服务和设备零售:** 公司将继续发展机电服务和设备零售, 利用 Becamex 和 VSIP 的生态系统来增加收入。

III. 个股评估

我们结合 FCFF 和 P/E 方法来确定 TTN 股票的目标价格。

FCFF 估值方法结果

- 假设收入每年增长 8%（五年期末）
- 毛利率 22%，净利率 10%。

FCFF	
Free Cash Flow at Year 5	51,716
WACC	12.0%
Perpetuity Growth Rate	3.0%
(=) Equity Value	627,343
SL cổ phiếu (m)	36.73
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	17,081.02

P/E 估值方法

越南科技类股票的平均市盈率为 24.41 倍。预测 TTN 2025 年每股收益为 1034 越盾，基于市盈率法的 TTN 目标价为每股 25256 越南盾。

与行业内其他企业的比较（数据更新于 2025 年 2 月 10 日）

代码	市值（10 亿越盾）	EV（10 亿越盾）	EPS（TTM）	P/E	BVPS	P/B
TTN	802.83	763	1,651.30	13.24	12,912.07	1.69
FOX	47,223.75	53,521	5,691.92	16.85	20,897.95	4.59
CMG	9,309	11,167	1,478	29.81	13,501	3.26
ELC	2,373	2,305	1,162	24.52	12,704	2.24
FPT	208,891	220,457	5,365	26.47	23,598	7.00

源: FiiiproX, GTJASVN RS

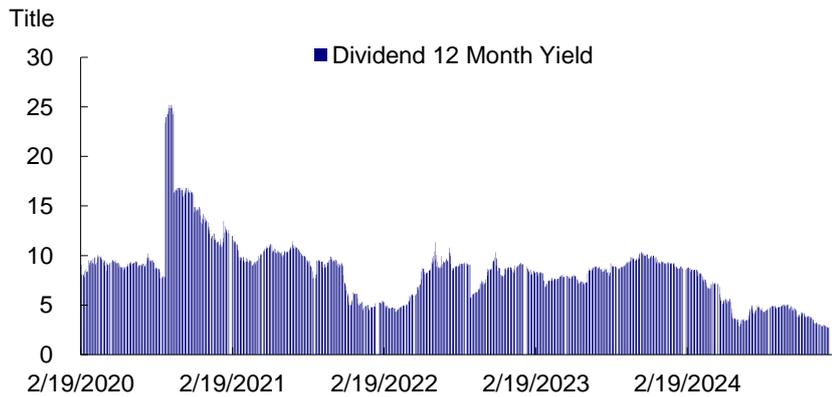
两种方法的加权平均估值结果

方法	比重	目标价
FCFF	50%	17,081
P/E	50%	25,256
TTN 1 年目标价		21,168

TTN 股票价格走势



平均股息收益率 8.4%/年（股息收益率）



源: Bloomberg, GTJASVN RS

IV. 建议

可以看出 TTN 在电信基础设施领域具有长期运营的优势，为工业园区提供电信基础设施解决方案，同时也提供智慧城市解决方案。此外，该业务凭借现有股东群体忠诚的客户群而拥有可持续的优势，带来可持续的利润和增长率。

另一方面，在目前数字基础设施发展的趋势下，TTN 尚未表现出投资扩大供给能力的决心。如果对数据中心、数字基础设施解决方案等流行解决方案进行更大规模的投资，企业的增长前景将会增强。

TTN 股票的估值为 **21168 越南盾/股**以及 2025 年 2 月 16 日的收盘价为 22000 越南盾/股，我们建议“持有”TTN 股票。

投资风险

2024 年，信息技术板块成分股已普遍呈现火爆态势，平均涨幅达 77%。就 TTN 已上涨两倍，可见该板块的回调风险较大。

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

陈氏红绒

Deputy Director

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703

17 Feb 2025

GTJA 证券（越南）客服部

陈玄庄

阮氏兰香

阮秋庄

Customer Service Specialist
and translator

Customer Service Specialist
and translator

Translator

trangth@gtjas.com.vn

huongntl@gtjas.com.vn

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

(024) 35.730.073 –
ext:113

(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

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:

电话:

(024) 35.730.073

(028) 38.239.966

Email: info@gtjas.com.vn

传真: (024) 35.730.088

传真:(028)38.239.696

Website: www.gtjai.com.vn

VNTT (TTN)

