

# FLASH NOTE: 对 Vinpearl 上市活动的评估

分析部  
2025 年 3 月 12 日

## 内容

### 1. 企业概括

Vinpearl——Vingroup 旗下首批核心业务之一。

Vinpearl 是构成 Vingroup 集团（HoSE: VIC）最初的两大核心业务之一。Vingroup 的前身是 Technocom 集团，成立于 1993 年，位于乌克兰。21 世纪初，Technocom 重返越南，专注于旅游和房地产领域投资，并创立 Vinpearl 和 Vincom 两大战略品牌。其中，Vinpearl 成立于 2001 年，是 Vingroup 体系内第一家公司，早于现任母公司。截至目前，Vingroup 仍为 Vinpearl 的最大股东，持股比例达 85.51%。

Vinpearl 主要经营旅游、酒店和度假服务。根据官网信息，公司目前在全国 18 个省市运营 48 个设施，包括：31 家酒店与度假村，总计超过 1.61 万间客房（位于越南主要海滨城市，如富国、芽庄、岘港、会安、下龙等）；4 座主题公园；5 个娱乐区；1 个半野生动物保护公园；1 个水上乐园；1 所马术学院；4 个高尔夫球场；1 个美食及会议中心。

度假村房地产开发：Vinpearl 也是将公寓式酒店引入越南度假村房地产市场的先驱之一。集团为购买别墅及酒店式公寓的客户提供别墅管理及租赁服务。此外，集团还通过与多家子公司及附属公司以出资形式参与旅游房地产项目，扩大度假村房地产业务，项目分布在芽庄、会安、岘港、大叻等热门旅游城市。

### 股权结构

子公司	注册资本 (万亿越南盾)	持股比例 (%)	在进行的项目
福安 (Phuc An) 旅游投资与发展有限责任公司	502.75	99.00%	
Landmark 81 酒店投资与发展股份公司	1,605.5	99.99%	
清化酒店投资与发展股份公司	687	99.99%	
芽庄 Vinwonders 股份公司	2,918.8	99.99%	芽庄 VinWonder 娱乐项目

源: VPL, GTJASVN Research

## Vinpearl 发展历程

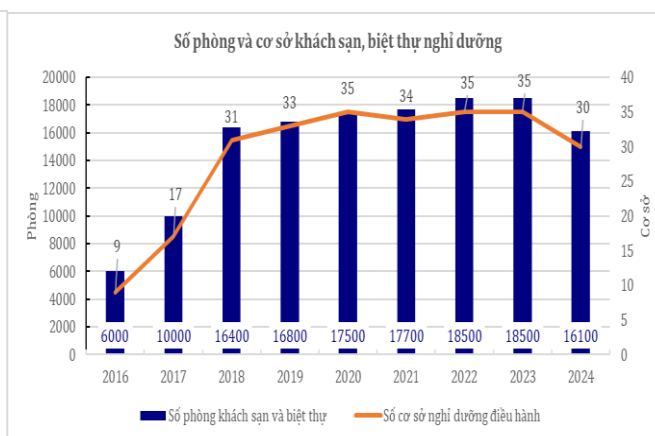
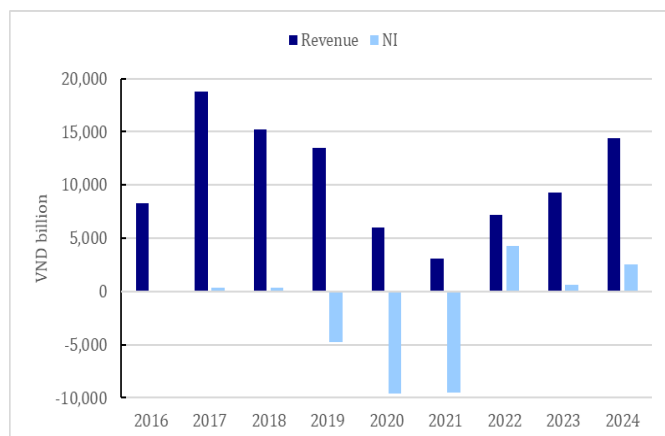
时间节点	活动
2001 年 7 月 25 日	竹岛 (Hon Tre) 旅游、贸易与服务发展有限责任公司 (Vinpearl 前身) 成立, 位于庆和省芽庄市永原坊竹岛, 注册资本为 600 亿越南盾。主要业务包括酒店经营、生态旅游区、餐饮、娱乐服务、零售等。
2002 年 9 月 6 日	更名为竹岛 (Hon Tre) 旅游与贸易有限责任公司
2003	注册资本增至 2900 亿越南盾。
2006 年 7 月 26 日	正式更改企业类型, 并更名为 Vinpearl 旅游与贸易股份公司。
2008	首次在胡志明证券交易所 (HoSE) 上市, 股票代码 VPL。
2011	Vinpearl 并入 Vincom, 合并后形成 Vingroup, VPL 股票被转换为 VIC 股票。Vinpearl 重组为 Vincom 100% 持股的有限责任公司。2011 年 10 月 26 日, 公司注册资本增至 2.055 万亿越南盾, 市值达 16.132 万亿越南盾。
2024 年 11 月	完成公募上市登记, 成为公众公司。
2025 年 2 月	成功向 105 名国内投资者发行 7000 多万股, 发行价为 71350 越南盾/股, 募集资金超过 5 万亿越南盾, 注册资本增加至近 18 万亿越南盾。
2025 年 3 月	胡志明市证券交易所 (HOSE) 宣布已收到 Vinpearl 股份公司 (股票代码: VPL) 超过 1.793 万亿股股票的上市登记文件。

源: VPL, GTJASVN Research

## 2. 业务分析

### 2.1. 旅游服务板块: 取决于行业状况, 波动较大

- **2016 年至 2019 年:** Vinpearl 业务表现较好, 收入达到较高水平。酒店和别墅数量从 2016 年的 9 家增至 2019 年的 33 家, 客房数量持续扩张。



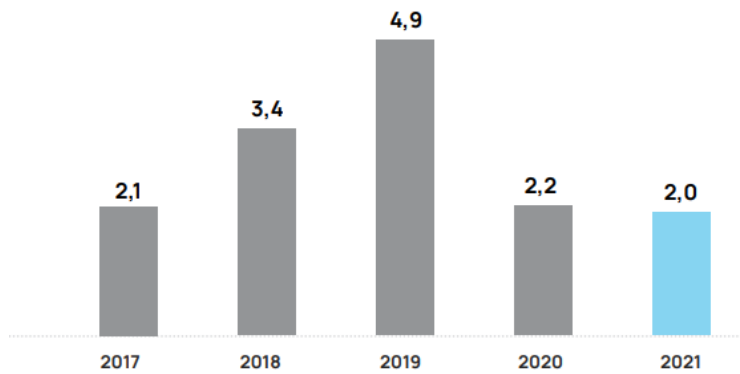
源: VPL, GTJASVN Research

- **2020 年至 2021 年:** 旅游业受疫情冲击严重, Vinpearl 业绩大幅下滑。旅游度假及娱乐业务收入从 2019 年的 13.512 万亿越南盾锐减至 2021 年的 3.049 万亿越南盾。尽管收入下降, 运营成本、折旧、维护费用及 Condotel 项目承诺收益仍需支付, 导致公司税后亏损从每年 4 万亿越南盾飙升至每年 10 万亿越南盾。截至 2021 年底, Vinpearl 累计亏损 23.559 万亿越南盾, 相当于 10 亿美元, 其中 2020 年至 2021 年亏损达 20.3 万亿越南盾。

2020 年和 2021 年, 酒店入住夜数分别从 490 万大幅下降至 220 万和 200 万, 其中国内客人占比

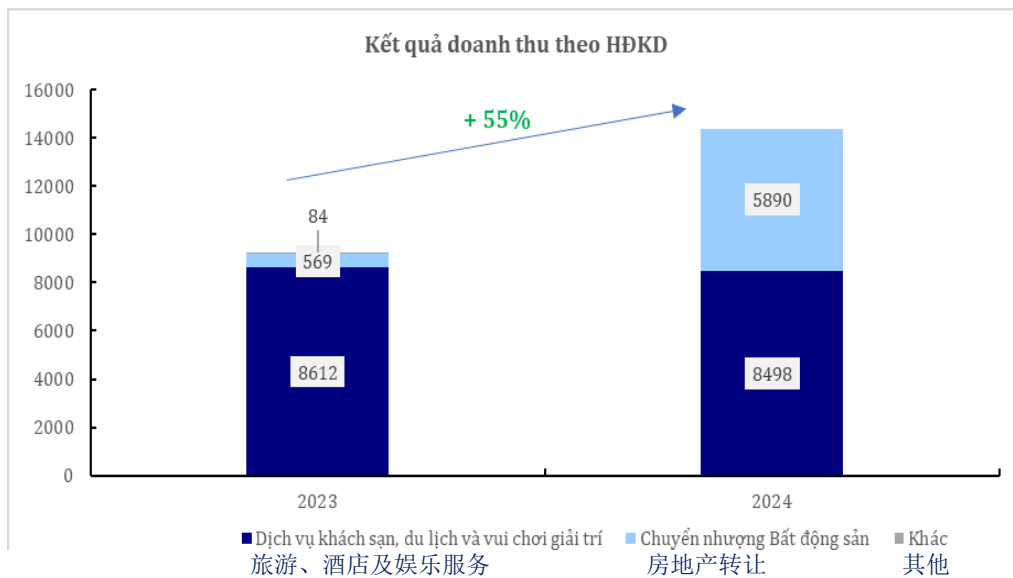
60%至 80%，而疫情前超过 70%的客源来自中国、韩国、俄罗斯。同时，VinWonder 游乐园的游客数量也从 2019 年的 580 万人急剧下降到 2020 年的 290 万人和 2021 年的 110 万人。

**Vinpearl 酒店系统：客人入住夜数（百万宾客夜）**



源: VPL

- **2022 年至 2023 年：** Vinpearl 业务回暖，自 2022 年起首次恢复盈利，但酒店旅游服务毛利率仍然较低，甚至 2023 年酒店旅游板块的销售成本高于收入 1.23 倍。



源: VPL, GTJASVN Research

2019 年至 2023 年度假地产业务表现低迷，与整体市场走势一致。

Vinpearl 最近公布 2024 年经审计合并财务报告，主要经营业绩指标如下：

目标	2023	2024	同期相比	
净收入	<b>9,254</b>	<b>14,376</b>	55%	
旅游、酒店及娱乐服务	8,612	8,498	-1%	核心经营业务收入与去年持平。
房地产转让	569	5,890	9.34x	房地产转让收入同比增长 9 倍以上，成为主要增长动力，推动总收入达 14.388 万亿越南盾，比上年的 9.265 万亿越南盾增长 55.3%。
其他	84	0	-	
销售成本	<b>11,823</b>	<b>11,513</b>	-3%	
旅游、酒店及娱乐服务	11,688	7,546	-35%	
房地产转让	134	3,967	28.7	
其他	2	0	-	
毛利润	<b>-2,569</b>	<b>2,863</b>	-	
旅游、酒店及娱乐服务	<b>-3,076</b>	<b>952</b>	-131%	
房地产转让	<b>436</b>	<b>1,923</b>	3.41x	
其他	<b>82</b>	<b>0</b>	-	
% 毛利率				
旅游、酒店及娱乐服务	<b>-36%</b>	<b>11%</b>	-	Vinpearl 的度假设施和客房数量在 2024 年有所减少，这是由于公司实施业务重组，包括转让或关闭低效运营的设施，以专注于利润更高的项目。毛利率因房地产转让收入贡献较大而由负转正。
房地产转让	<b>77%</b>	<b>33%</b>	-	
其他	<b>98%</b>	<b>-</b>	-	
财务收入	<b>8,728</b>	<b>4,264</b>	-51%	2023 年，财务收入包含来自向 Vingroup 转让 VHM 股票及出售 SADO 股份的一次性收益，金额超过 5 万亿越南盾。这笔收入帮助公司在 2023 年实现税后利润为正，尽管当年毛利润仍为负。
财务成本	<b>-3,898</b>	<b>-1,740</b>	-55%	
销售、一般及管理费用 (SG&A)	-1,518	-2,282	50%	
营业利润/ (亏损)	<b>743</b>	<b>3,105</b>	3.18x	
税后利润/ (亏损)	<b>671</b>	<b>2,550</b>	2.8x	

源: VPL, GTJASVN Research

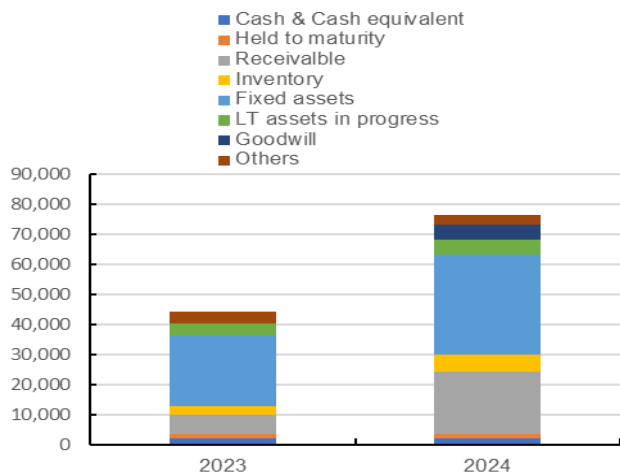
**资产与资本结构:** 截至 2024 年底, Vinpearl 的总资产达到 76.483 万亿越南盾, 同比增长 73.5%。主要资产科目的变动如下:

- **短期应收贷款:** 录得 12.464 万亿越南盾, 而年初尚无该项。这些为集团内公司提供的贷款, 包括: Vincom 安保服务有限公司、Vinpearl Cua Hoi 股份公司、Vinacademy 教育培训有限公司、Vinsmart 研究与生产股份公司。
- **存货:** 增加近 6 万亿越南盾。
- **长期未完成资产:** 超过 5.029 万亿越南盾, 占总资产的 6.5%, 同比增长 26%, 主要包括以下重点项目: Vinpearl Phu Quy 住宅区项目 (1.13 万亿越南盾)、VinWonders 游乐区项目 (9560 亿越南盾)、竹岛 (Hon Tre) 开发项目 (9740 亿越南盾)、Con Au 18 洞高尔夫球场项目 (7110 亿越南盾)。
- **商业优势:** 2024 年 2 月, Vinpearl 从合作伙伴手中收购 VinWonders Nha Trang JSC、Vinpearl Thanh Hoa 和 Vinpearl Landmark 81 的 99.99% 股份, 交易金额近 5 万亿越南盾。

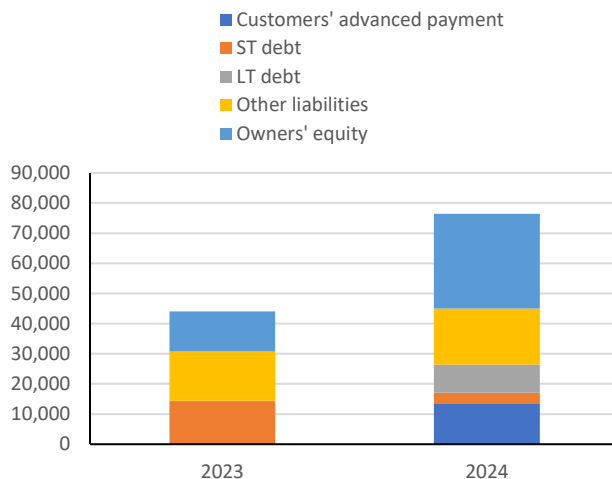
**债务结构:**

- **负债总额:** 近 45 万亿越南盾, 较年初增长 46%。
- **金融负债:** 近 12.9 万亿越南盾, 债务结构从短期转向长期。
- **短期预收款项:** 增长显著, 达 13.5 万亿越南盾, 而年初仅为 4430 亿越南盾, 主要来自与 4 个合作伙伴签订的 Vinpearl Phu Quy 住宅项目商业和住宅区的销售合同。
- **财务重组战略:** 可以看出, 在 2024 年和 2025 年初, Vinpearl 已经进行重组, 通过房地产转让收入 (如上所述) 改善资产负债表的质量, 同时将债务结构从短期转向长期, 并在 1 个月内 (2024 年 12 月至 2025 年 1 月) 购买超过 10 万亿越南盾的到期国际债券, 这体现出公司削减债务的战略。

### 资产结构



### 资本结构



源: VPL, GTJASVN Research

股东权益大幅增长: 2024 年, 股东权益大幅增长, 从 13.317 万亿越南盾增至 31.483 万亿越南盾, 主要由于从 Vingroup 受让股份、内部重组以及资本公积增加 (受利润增长推动)。

具体, Vinpearl 通过发行股票募集资金, 以收购 Vingroup 或其他投资者的股份, 并进行内部重组, 包括:

- Landmark 81 酒店投资与发展股份公司: 2024 年 2 月 23 日和 2 月 26 日, Vinpearl 受让 1.605 亿股 (99.99% 持股比例)。
- 清化酒店投资与发展股份公司: 2024 年 2 月 23 日和 2 月 26 日, Vinpearl 受让 6870 万股 (99.99% 持股比例)。
- 芽庄 VinWonders 股份公司: 受让 2.919 亿股 (99.99% 持股比例)。
- Vinpearl 使用 2025 年 2 月通过发行 7000 万股筹集超过 5 万亿越南盾, 从 Vingroup 或特定投资者回购股份, 以加强对 VinWonders Nha Trang 等战略项目及大型酒店的控制权。

### 评估

从整体来看, Vinpearl 的核心业务——酒店与旅游业仍处于疫情后的缓慢复苏阶段, 营收增长尚未实现突破性提升。近期利润的激增主要来源于财务重组, 包括房地产资产转让、合资项目的撤资、优化 Vingroup 生态系统内的内部资金流。然而, 这些都是不规范的活动, 并无法为企业创造长期可持续的增长动力。

Vinpearl 的发展战略亮点在于其持续扩张度假村体系, 包括投资芽庄 VinWonders 和回购 Vinpearl Cua Hoi 等项目。这些举措有助于扩大业务规模并巩固其在旅游与度假行业的市场地位。然而, 目前最大的挑战仍然是资金, 因为在资本和金融市场仍然动荡的背景下, 企业必须增加债务来为新项目融资。因此, 寻找稳定的资金来源, 尤其是通过 IPO 进行资本调动的渠道, 将成为 Vinpearl 未来维持增长和推动可持续发展的关键。

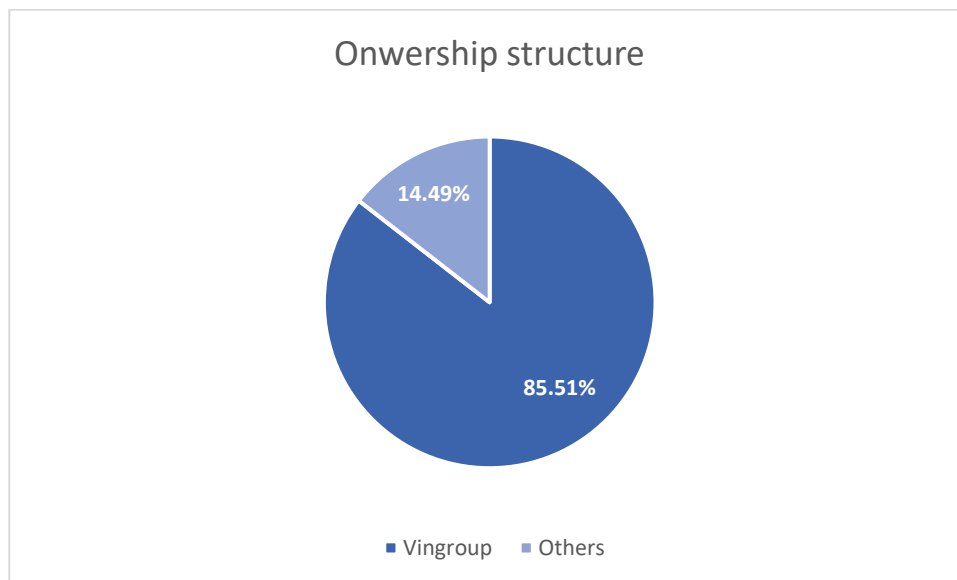
### 3. VINPEARL 的上市活动

在 2024 年 4 月的股东大会上, 董事长范日旺表示, 集团正在推进 Vinpearl 的上市程序, 并希望能在年底

成功上市。

截至 2024 年底，Vinpearl 已获越南国家证券委员会批准成为公众公司。

根据最新信息，胡志明市证券交易所（HOSE）已于 2025 年 3 月初收到 Vinpearl 股份公司（股票代码：VPL）超过 1.793 万亿股的上市登记文件。



根据市场惯例，VPL 股票很可能将在 2025 年第三至第四季度正式上市。

2025 年 2 月初，公司成功募集超过 5 万亿越南盾，通过向 105 位投资者发行超过 7000 万股股票，发行价为 71350 越南盾/股。

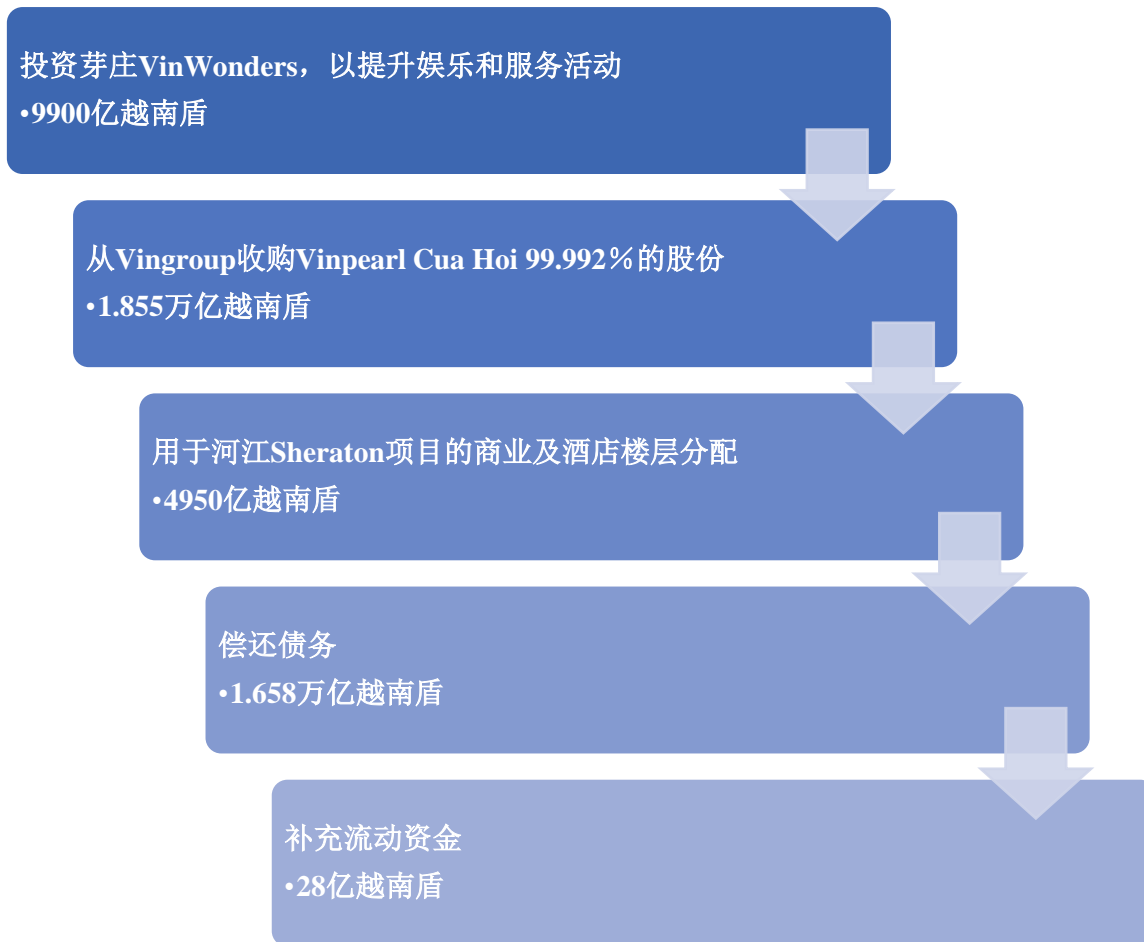
按照预计的上市价格 71350 越南盾/股计算，Vinpearl 的市值将达到 127 万亿越南盾，跻身越南股市市值最大的股票之一。

在流动性和上市策略方面，VPL 股票上市后的流动性尚无确切信息。根据 2024 年底发布的招股说明书，Vinpearl 只有一个大股东，即母公司 Vingroup，截至 2024 年底持股比例为 85.5%，其余 14.49% 属于其他股东，这也是股票上市时的流通股比例。

### 对比已上市的 Vingroup 子公司

公司	上市时间	IPO 发行比例	募资目标	备注
Vinhomes	2017	10%	房地产开发	上市时市值最大
Vincom Retail	2019	20%	购物中心扩展	提高流动性
Vinpearl	2025 (预计)	~5%	旅游和度假业务扩展	正在筹备，预计第三季度上市

## Vinpearl 募资的目的



源: Vinpearl, GTJASVN Research 收集

## 4. 评估

Vinpearl 在越南证券市场的成功上市将带来新的活力，并为 Vingroup 旗下上市公司名单再添新成员。作为越南领先的旅游和度假名称，Vinpearl 拥有一系列五星级及国际超五星级酒店、海滨别墅等高端度假综合体。其上市不仅有助于提升越南证券市场的吸引力，还能为投资者提供一个优质的投资选择，进一步吸引更多资本流入。

然而，从更广泛的财务角度来看，Vingroup 当前的市场背景也引发一些问题。截至 2025 年 1 月，Vingroup 的市值仅剩约 60 亿美元，与 2023 年 VinFast 上市后的市值相比大幅下降。此次 IPO 可能是为了弥补集团在其他领域的损失。尽管 Vinpearl 的增长趋势积极，但其对旅游市场的高度依赖，以及 Vingroup 内部资产转让策略，使得市场对其长期发展战略产生疑问。尽管如此，凭借 Vinpearl 的快速扩张和吸引新资本的能力，此次 IPO 可以帮助 Vingroup 优化投资组合，并在动荡的环境下改善其财务状况。

从市场角度来看，当前越南证券市场缺乏新股供应，Vinpearl 的 IPO 将为市场带来新的投资标的，增加外资投资者的选择，并进一步提升越南市场的国际地位，尤其是在其正处于被升级为新兴市场（Emerging Market）评估阶段。



由于近期 IPO 数量较少，越南股市正面临新鲜血液的短缺，这影响市场流动性和整体市值。Vinpearl 的 IPO 将有助于提升市场资本化水平、改善流动性，并推动行业多元化，从而增强市场吸引力。根据 MSCI 的市场升级标准，市场规模、流动性和可进入性是关键因素。一个更广泛、更具深度的市场将吸引更多外资流入，并支持越南市场的升级进程，尤其是在当前升级评估即将到来的背景下。

Vinpearl 的 IPO 将为投资者提供一个全新的投资选择，尤其是在旅游和酒店行业，这一行业正经历疫情后的强劲复苏。预计越南旅游业每年将增长 10%至 15%，为外资投资者提供利用这一增长潜力的机会。凭借 Vinpearl 的庞大规模及 Vingroup 的支持，其 IPO 有望吸引国际资本，尤其是在越南市场正被考虑从前沿市场（Frontier Market）升级为新兴市场（Emerging Market）之际。在当前市场缺乏新投资标的的情况下，这一升级不仅有助于吸引更多外资，还为投资者提供更多元化的投资选择。

## 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**

武琼如

Research Analyst

[nhuvq@gtjas.com.vn](mailto:nhuvq@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:702

陈氏红绒

Deputy Director

[nhungth@gtjas.com.vn](mailto: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](mailto:trangth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist  
and translator

[huongntl@gtjas.com.vn](mailto:huongntl@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 –  
ext:113

阮秋庄

Translator

[trangnt@gtjas.com.vn](mailto: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](mailto:info@gtjas.com.vn)

Website: [www.gtjai.com.vn](http://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

