



企业报告

禄发越南商业股份银行（LPB）

分析部

2025 年 4 月 29 日

短期净息差承压下的经营情况更新

在 2024 年，LPB 录得积极的经营增长成果，营业总收入（TOI）达到历史新高。得益于信贷规模扩张和净息差（NIM）优化，净利息收入（NII）同比大幅增长 37.4%。然而，非利息收入（NOI）则出现放缓迹象，同比下降 9.9%。

2025 年第一季度初步数据显示，LPB 的贷款增长率为年初至今 6%，但净利息收入较去年同期下滑，显示出 NIM 承压的趋势。尽管如此，非利息收入有所改善，加上信用拨备（DPRRTD）略有下降，LPB 仍实现同比 10% 的税前利润增长。

建议

LPB 在过去两年业务表现积极，利润增长强劲。我们预计 2025 年该行将继续保持 17% 至 20% 的信贷增长。然而，受制于资金成本上升及业务模式影响，NIM 可能略有回落，预计维持在 3.5% 左右。

得益于良好的成本控制及非利息收入的贡献，LPB 预计 2025 年将实现约 11.4 万亿越盾的税前利润，同比增长 18%。综合剩余收益法和市净率（P/B）法，我们为 LPB 设定的目标股价为每股 26946 越盾。

建议：观望

流通股数（百万）	2,987	大股东(%)	Vietnam Post 6.54%
市值（十亿越盾）	99,327	Free float (%)	95%
三个月平均成交量（‘000）	3,184	LDR (%)	80.2%
52 周最高/最低价（越盾）	37,770 / 17,037	CAR (%)	12.24%

建议:

观望

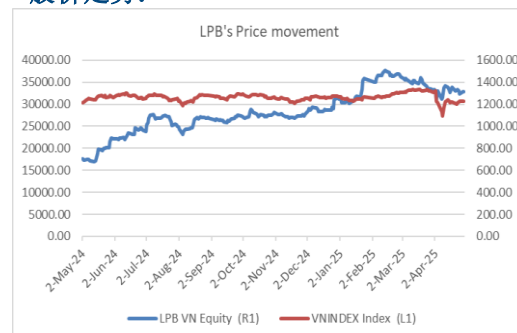
目标价:

VND26946

当前价:

VND32650

股价走势:



股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率 %	-2%	-9%	87%
与越南指数相比	5%	-6%	86%
平均价（越盾）	32,963	34,791	28,283

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

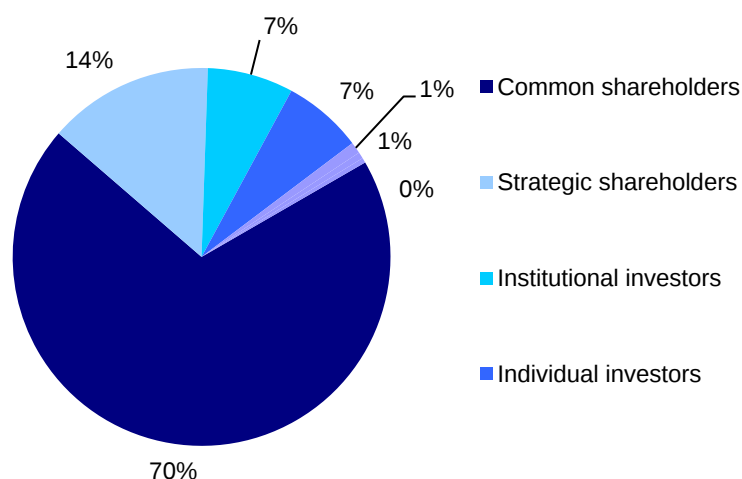
银行概况

成立历史与发展战略

越南连越邮政银行（LPB）成立于 2008 年，目标是成为领先的零售银行，提供全面的金融服务，特别关注农村地区的需求。自 2024 年 7 月 15 日起，LPB 正式更名为“禄发越南商业股份银行”。截至 2025 年，银行总资产已超过 450 万亿越盾，跻身越南中型银行行列。

LPB 的运营网络覆盖全国，设有 1080 个交易点，其中超过 500 个为邮政营业网点。其独特的分销模式使其在市场中与其他商业银行形成显著差异。

股东结构



源: LPB, Guotai Junan (VN)

截至 2024 年底，LPB 的股东结构较为集中，越南邮政（VNPost）为最大股东，持股比例为 6.54%，此外还包括多个关联机构和个人股东。

目前，银行正与越南军队电信集团（Viettel）及其子公司 Viettel Post 展开战略合作，展示构建金融、电信、物流三方联盟的潜力，有助于拓展数字生态系统并推动交叉销售，尤其是在农村地区。

业务运营分析

税前利润（PBT）的强劲增长源于核心业务

LPB 在 2024 年实现强劲的营业总收入（TOI）增长，达到约 20 万亿越盾的历史高位。增长的主要动力来自净利息收入（NII），而非利息收入（NOI）相比去年则有所放缓：

- 净利息收入（NII）同比增长 37%，反映出信贷规模同比增长 20.4%及净息差（NIM）的优化。
- 非利息收入（NOI）同比仅增长 3%，远低于 2023 年高达 95%的增速，显示出非利息收入扩张速度正在趋缓。尽管服务收入仍为主要增长动力，但其在非利息收入中的占比有所下降。

图 1：TOI（总营业收入）结构

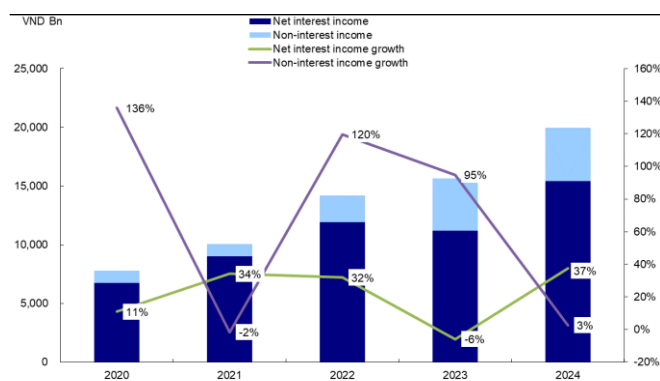
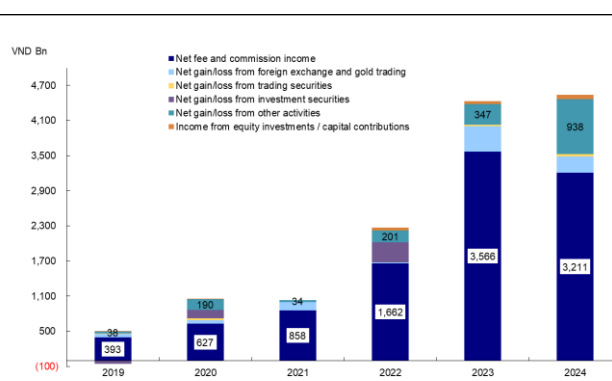


图 2：非利息收入结构（NOI）



源：LPB, Guotai Junan (VN)

2024 年，LPB 已实现可观的税前利润（PBT）同比增长 73%，主要得益于净息差（NIM）较前一年回升，同时有效控制拨备费用和运营成本。

成本收入比（CIR）降至 29.15%，较 2023 年底的 35.66%大幅下降。

然而，这些增长动能在 2025 年可能难以持续，可能会转化为抑制利润增长的因素。

图 3：税前利润（PBT）

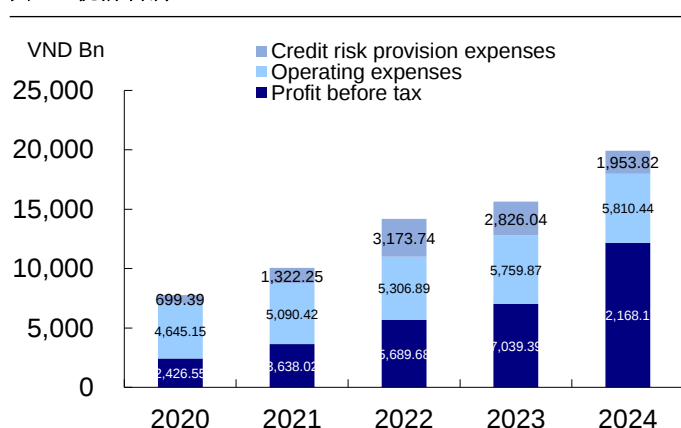
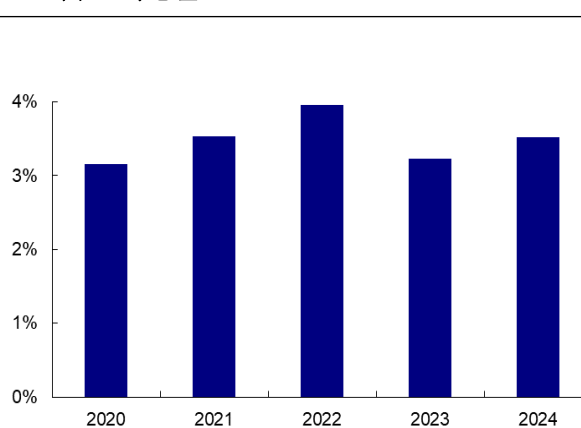


图 4：净息差（NIM）



源：LPB, Guotai Junan (VN)

不良贷款风险

LPB 的不良贷款率较年初上升 0.23 个百分点，从 1.34%增至 1.57%，反映出银行贷款组合的风险有所上升。LPB 的贷款拨备率也从年初的 1.26%升至 1.31%，上升 0.05 个百分点。

然而，不良贷款拨备覆盖率从去年同期的 93.65% 下降至 83.29%，原因在于新拨备金额减少，且企业动用拨备处理不良贷款。

此举虽然在短期内有助于提高利润，但若资产质量继续恶化，也可能带来潜在风险。

如何在信贷增长、不良贷款风险控制与拨备水平之间保持平衡，将是影响 LPB 在 2025 年盈利前景的关键因素。

图 5：资产质量

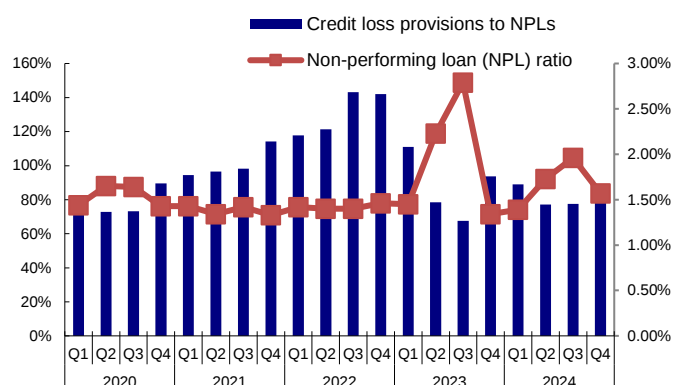
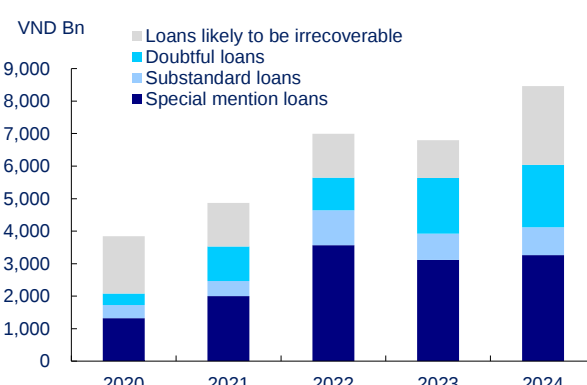


图 6：关注类至损失类贷款的明细



源: LPB, Guotai Junan (VN)

关于债券投资结构，LPB 主要集中于高质量资产，其中 99.8% 为政府债券和信用机构债券，在市场波动的背景下展现出良好的安全性与流动性。其未涉足高风险企业债券的做法，体现审慎稳健的投资策略，有助于整体资产质量的持续保持。

图 7：按到期期限划分的客户贷款组合

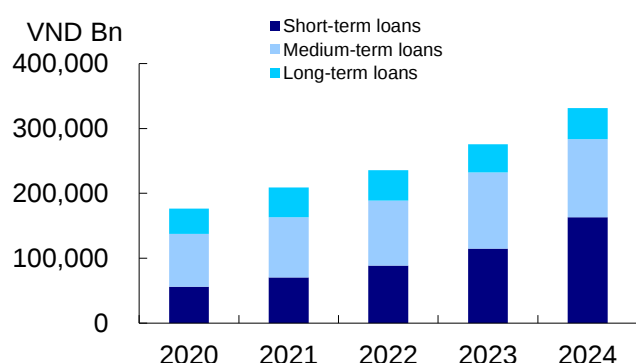
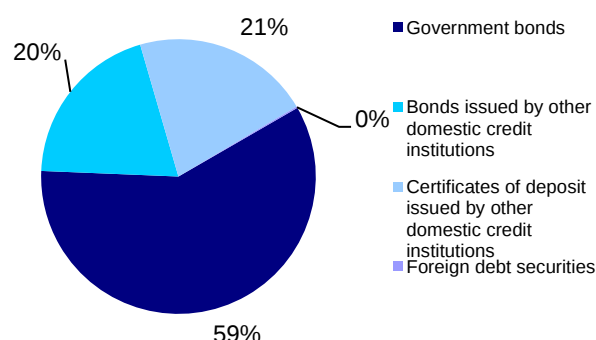


图 8：2024 年投资证券组合



源: LPB, Guotai Junan (VN)

贷款结构：LPB 的贷款业务高度聚焦于零售领域，主要面向家庭与个人客户，该板块在 2020 至 2024 年间占比持续上升。与此同时，银行仍保持对越南私营企业的较大规模放款，而对国有企业和外商直接投资企业的贷款规模相对有限。从行业结构来看，贷款分布较为分散，主要集中在其他行业以及商业和服务业。

贷款结构：LPB 的贷款业务高度聚焦于零售领域，主要面向家庭与个人客户，该板块在 2020 至 2024 年

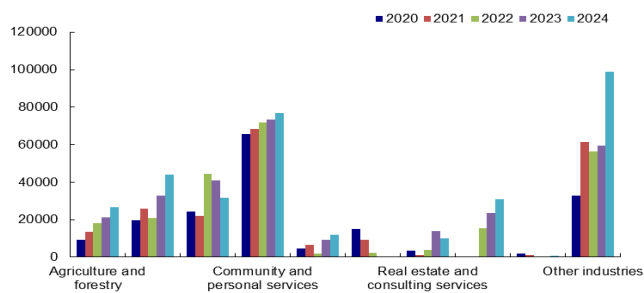
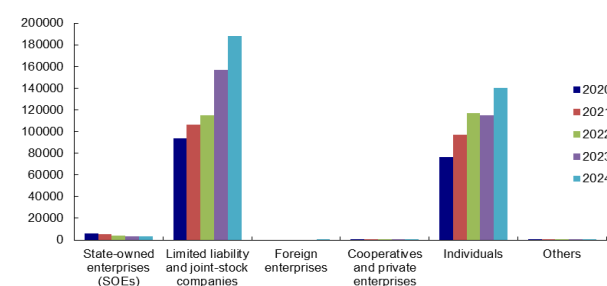
间占比持续上升。与此同时，银行仍保持对国内私营企业的较大规模放款，而对国有企业和外商直接投资企业的贷款规模相对有限。从行业结构来看，贷款分布较为分散，主要集中在“其他行业”以及商业和服务业。

2025 年宏观背景：随着美国有可能重新实施贸易保护主义政策，越南的中小型出口企业面临较大压力，尤其是纺织、木材和电子等行业，这将导致整体宏观风险上升。越南消费复苏步伐缓慢，加之高通胀持续存在，个人客户的信用风险同步加剧。鉴于 LPB 在零售贷款上的高占比，以及其抵押资产质量并不具备明显优势，该行所面临的信用风险可能进一步放大。

影响分析：目前的贷款结构为 LPB 带来较具吸引力的净息差（NIM），但同时也使其对经济周期的波动更加敏感。若经济同时遭遇出口与内需双重冲击，LPB 可能需要加大拨备力度，从而对短期利润造成压力。

图 9：按客户细分划分的客户贷款组合

图 10：按行业划分的客户贷款组合

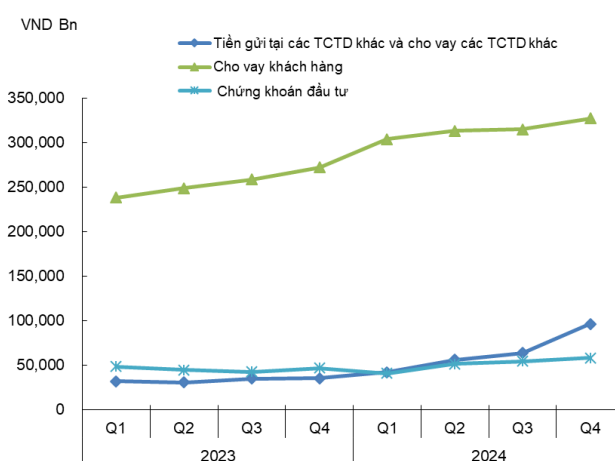
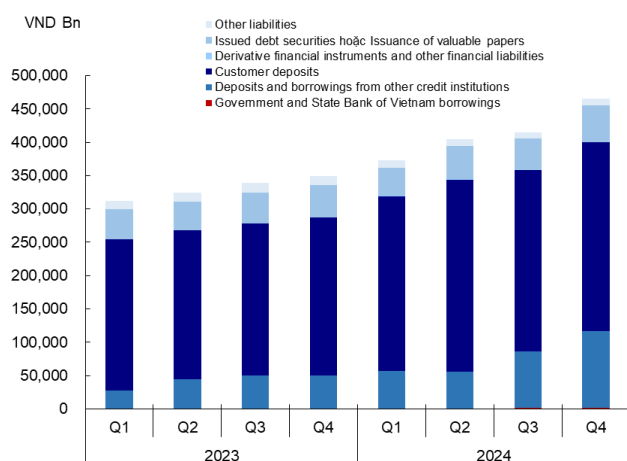


源: LPB, Guotai Junan (VN)

稳定的净息差（NIM），活期存款比重（CASA）提升

图 11：资本结构

图 12：收益性资产



源: LPB, Guotai Junan (VN)

资金来源：客户存款仍是 LPB 最主要的资金来源。值得关注的是，在下半年的两个季度中，LPB 的资金募集出现显著增长，主要来自客户存款及对其他金融机构的存放与借贷活动。

生息资产：LPB 的生息资产组合继续集中于核心领域，包括客户贷款以及在其他信用机构的存款与贷款项目。

图 13: NIM

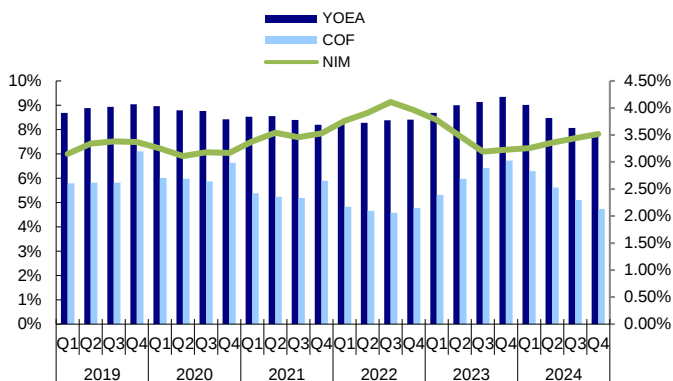
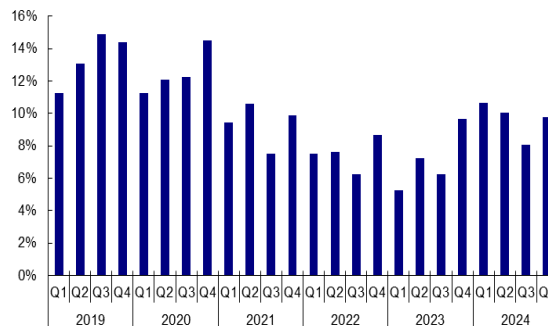


图 14: CASA



源: LPB, Guotai Junan (VN)

2024 年净息差（NIM）显著改善，但 2025 年面临挑战

2024 年，LPB 的净息差（NIM）显著改善，全年达到 3.53%，较 2023 年上升 29 个基点。尤其在 2024 年第四季度，NIM 升至 3.81%，高于第三季度的 3.44%。此次提升主要得益于资金成本（COF）下降速度快于生息资产收益率（YOEA）。第四季度，LPB 的净利息收入同比增长 34.7%，反映出 NIM 改善带来的积极效果。

然而，展望 2025 年，NIM 面临一定压力。越南国家银行预计将继续实施灵活的货币政策，以控制通胀并支持经济增长。这可能限制贷款利率的上行空间，进而影响 YOEA 表现。同时，若 LPB 未能维持较高的活期存款比例（CASA），或需以更高利率筹资，COF 可能再度上升，从而对 NIM 构成压力。

预测经营业绩

指标	2024 年实际	2025 年预测	2026 年预测	说明
信贷增长	20.40%	17.00%	16.50%	专注于零售及本地中小企业（SME）
净利差（NIM）	3.64%	3.59%	3.69%	来自存款竞争的资金成本压力：收益资产未同比增长
净利息收入增长（NII）	37%	21%	18%	受净利差压力影响，NII 增长趋缓
非利息收入增长（Non-II）	2.08%	10.48%	19.21%	收入来源逐渐多样化
Non-II/NII 占比	29%	27%	27%	仍为以零售为导向的银行
总营业收入增长（TOI）	18%	18%	19%	NII 与 Non-II 共同贡献
营业费用增长（OPEX）	22%	16%	20%	聚焦于通过数字化改善成本收入比（CIR）
成本收入比（CIR）	-29.15%	-30.00%	-29.58%	呈现围绕 30% 上下波动趋势
信贷风险拨备/客户贷款与证券投资占比	-0.50%	-0.45%	-0.43%	宏观压力下保持谨慎，资产质量稳定
不良贷款率（NPL）	1.57%	1.80%	1.80%	稳定控制，低于行业平均（约 2%）
平均净资产收益率（ROE）	25.1%	25.3%	25.4%	得益于利润增长改善

基于剩余利润法的股票估值表

剩余收益法 (RESIDUAL INCOME APPROACH)	2025 年预测	2026 年预测	2027 年预测
期初账面价值 = $B(t-1)$	43,338	47,337	61,128
净利润 = $NI(t)$	11,466	13,791	16,441
现金分红 = $D(t)$	7,467	-	-
增发股本 (以现金计) = $M(t)$	-	-	-
期末账面价值 = $B(t)$	47,337	61,128	77,569
股本成本 = $K_e * B(t-1)$	5,721	6,249	8,069
剩余收益 = $NI(t) - K_e * B(t-1)$	5,745	7,543	8,372
剩余收益总现值	48,989		
股本发行现值总额	0		
当前账面价值	43,338		
折现现金流总和 (DCF)	92,317		
已发行股份数 (百万)	2,987		
每股价值	30,906		

LPB 股票估值表

指标	解释	数值
每股账面价值 (BVPS)	GTJA 预计的 2025F BVPS	15,853
LPB 近 3 年平均市净率 (P/B)	汇总与计算	1.28
越南银行行业平均市净率 (行业 PB)	参考 Bloomberg	1.5
合理市净率 (P/B)	GTJAS 预计	1.45
估值价格 (单位: 越南盾 VND)	= $BV \times \text{合理 P/B}$	22,986

结合多种估值方法

通过采用混合估值方法, 使用 P/B 倍数和剩余收益法 (RI) 两种估值方式, 并赋予相等权重, 我们估算 LPB 股票的公允价值为 26946 越南盾/股。

方法	估值 (越南盾/股)	权重
P/B 对比法	22986	50%
剩余收益法 (RI)	30906	50%
合理估值	26946	

评估意见

LPB 股票的前景展望

- 在过去两年中，LPB 的经营活动表现出积极转变，利润增长速度较高。进入 2025 年，我们预计该银行将继续保持强劲的信贷增长，预计增速约为 17% - 20%。
- 然而，资本成本方面的竞争加剧，以及当前商业模式的局限，可能会对净利息收益率（NIM）造成压力。因此，我们预测 2025 年 LPB 的 NIM 将略微下降，约为 3.5x%。
- 尽管如此，得益于成本控制效率的持续保持，以及非利息收入尤其是服务收入的改善，预计 2025 年税前利润将达到约 114000 亿越南盾，同比增长 18%。
- 基于剩余收益法与 P/B 对比法两种估值方法的结合，我们确定 LPB 股票的目标价格为 26946 越南盾/股，相比 2025 年 4 月 29 日收盘价 32550 越南盾/股，低约 17%。

投资建议：观望。

财务报表（预测）

项目	2024 年	2025 年预测	2026 年预测	2027 年预测
资产负债表				
现金与黄金	1,162	1,164	1,130	3,187
存放于国家银行（SBV）的存款	14,370	11,839	35,497	35,368
存放于其他信用机构的存款和贷款	96,455	89,899	108,995	129,384
对其他信用机构贷款的信用损失准备	(57)	(93)	(204)	(444)
交易性证券	660	841	944	1,092
衍生品和其他金融资产	9	4	6	9
客户贷款	327,276	381,790	444,119	514,606
投资证券	58,080	67,715	78,309	91,394
长期投资和资本投入	549	549	549	549
固定资产	2,732	3,672	4,808	6,182
其他资产	7,037	10,649	12,068	13,172
资产总计	508,330	568,122	686,425	794,942
总负债与所有者权益				
总负债	464,992	520,784	625,296	717,372
向国家银行借款	1,271	2,227	2,164	2,760
向其他信用机构的存款与借款	115,349	102,774	138,479	149,762
客户存款	283,172	332,854	386,876	449,297
衍生品和其他金融负债	0	59	64	51
有价证券发行	55,459	67,411	80,081	96,586
其他负债	9,741	15,459	17,631	18,915
所有者权益	43,338	47,337	61,128	77,569
股本	25,576	29,866	34,585	39,776
基金	5,640	7,647	10,233	13,212
未分配利润 / 累计亏损	12,122	9,969	16,692	22,399
负债和所有者权益总计	508,330	568,122	686,425	794,942

损益表（预测）

项目	2024	2025 年预测	2026 年预测	2027 年预测
利息收入及其等值项目	34,137	37,112	43,778	52,540
利息支出及其等值项目	(18,743)	(18,556)	(21,889)	(26,270)
净利息收入	15,394	18,556	21,889	26,270
手续费收入	3,594	4,347	5,020	5,850
手续费支出	(383)	(421)	(511)	(581)
净手续费利润	3,211	3,925	4,509	5,269
外汇和黄金交易利润	273	297	350	421
交易性证券利润	43	-	-	-
投资证券净收益/损失	(1)	-	-	-
其他收入	1,246	972	1,422	1,611
其他支出	(308)	(253)	(360)	(413)
其他活动利润	938	709	1,019	1,114
权益投资收益	75	75	75	75
营业总收入	19,932	23,562	27,843	33,148
营业总支出	(5,810)	(7,069)	(8,235)	(9,874)
信用风险拨备前营业利润	14,122	16,494	19,608	23,274
信用风险拨备支出	(1,954)	(2,060)	(2,260)	(2,622)
税前利润	12,168	14,433	17,348	20,652
企业所得税	(2,447)	(2,968)	(3,557)	(4,212)
税后净利润	9,721	11,466	13,791	16,441
母公司股东应占净利润	9,721	11,466	13,791	16,441
每股收益（EPS）	4,195	3,839	4,619	5,506

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策，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

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

