



企业报告: Vinhomes 股份公司 (HOSE: VHM)

分析师

武琼如

邮箱: nhuvq@gtjas.com.vn – ext 702

2025年5月6日

2025年第一季度业务业绩更新报告

2025 年第一季度业绩更新:

2025 年 4 月 29 日, Vinhomes 股份公司 (股票代码: VHM) 公布 2025 年第一季度合并财务报告, 显示出稳定的经营成果, 进一步巩固公司在迎接房地产市场新一轮增长周期中的坚实基础。

在 2025 年第一季度, Vinhomes 实现合并净营业收入总额达 15.698 万亿越南盾。

若将来自合作经营合同和大宗交易计入财务收入后的换算合并净营业收入计算, 则达到 19.269 万亿越南盾, 同比 2024 年第一季度增长 124%。

合并税后利润为 2.652 万亿越南盾, 同比增长 193%。

本期业绩的主要驱动力是 Vinhomes Royal Island 与 Vinhomes Ocean Park 2-3 项目的持续交付活动。

销售业绩亮点:

2025 年第一季度, Vinhomes 实现销售额达 35 万亿越南盾, 主要得益于位于河内西部的 Vinhomes Wonder City 项目取得亮眼的销售成绩。

该项目于 2025 年 3 月中旬正式开盘, 其中 Hung Dong 小区在开盘后仅四天内便售出 92% 的房源; 而 Binh Minh 小区在 3 月 23 日首日开盘时即实现 70% 的房源销售。

2025 年股东大会更新: 汇报 2024 年经营成果、2024 年项目推进情况、审议通过 2025 年经营计划。

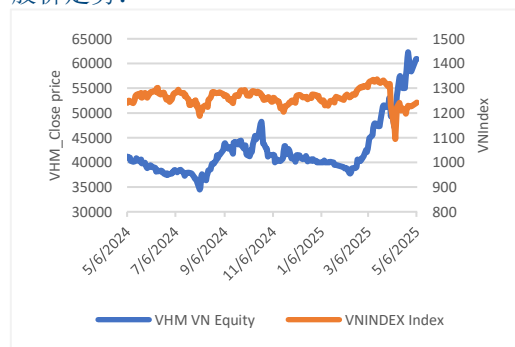
建议:

中立

目标价:
(2025年5月6日):

VND 60900

股价走势:



股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率%	21.1	57.2	48.0
与越南指数相比	23.5	55.2	49.9
平均价 (越盾)	56,500	47,984	42,256

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万)	4,107.41
市值 (十亿越盾)	250,141.39
三个月平均成交量 ('000)	10,158.48
52 周最高/最低价 (越盾)	62,500 / 34,000

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN).

大股东	VinGroup 69.34%
Free float (%)	25.67%
D/E	0.37



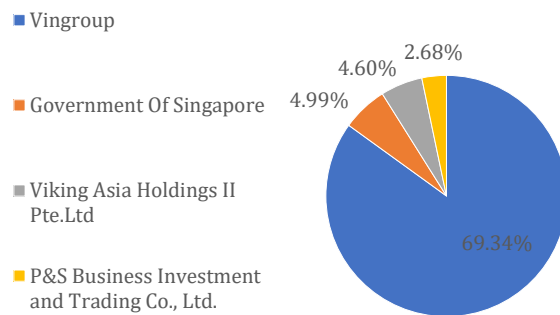
一、企业介绍

Vinhomes (证券代码: VHM) 是 Vingroup 集团 (VIC) 旗下的子公司。Vinhomes 主要从事住宅、写字楼、工业园区、度假中心以及复合型度假地产的开发与运营业务。Vinhomes 的项目涵盖各个细分市场, 重点聚焦于中高端市场, 提供多样化的产品与产权模式。Vinhomes 品牌旗下包括多种商品住宅系列: Vinhomes Diamond、Vinhomes Ruby、Vinhomes Sapphire, 以及保障性住房 Happy Home。

股东结构与持股结构

截至 2025 年 4 月 29 日, Vinhomes 股份公司目前拥有 23 家子公司和 2 家联营公司。

截至目前, Vinhomes 的注册资本为 41.074 万亿越南盾, 其中: Vingroup 集团股份公司持股比例为 69.34%, 新加坡政府投资基金持股比例为 4.99%, 其他股东持股比例为 25.67%。

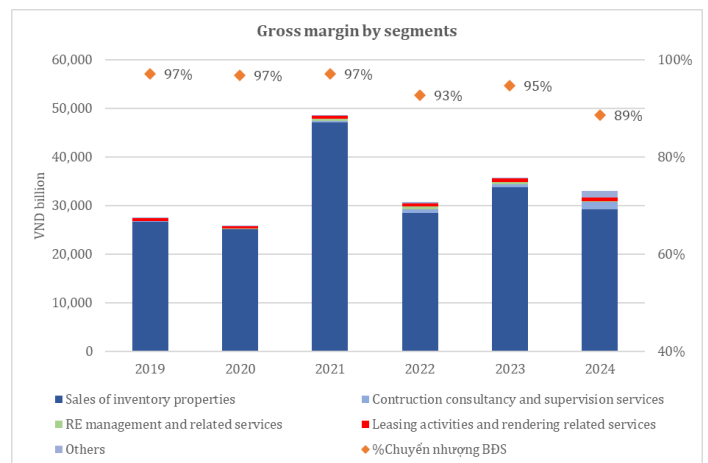
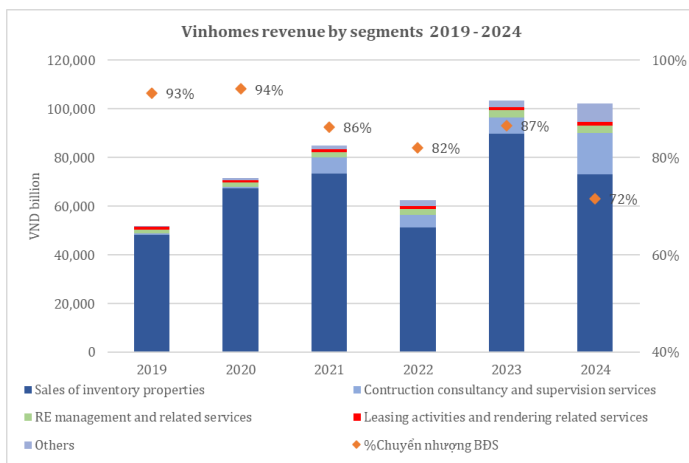


源: VHM, GTJAS VN 收集

经营活动

住宅房地产的开发与转让是公司的核心业务, 在 2019 年至 2024 年期间, 该业务贡献超过 80% 的营收比例, 以及 90% 至 97% 的企业毛利润。

源: VHM, GTJAS VN 收集





广阔的土地储备是优势

根据 2024 年年报，截至 2024 年 12 月 31 日，Vinhomes 拥有广阔的土地储备，总面积超过 1.88 万公顷。Vinhomes 的土地主要集中在城市人口密集区域或具有强劲旅游发展潜力的地方。同时，公司不断寻求扩大规模的机会，通过在多个省市注册实施大型项目。这为该房地产企业未来多年的稳健增长奠定坚实基础。

在住宅房地产各细分市场中处于领先地位

根据 CBRE 的数据，VHM 在越南的市场份额为：高端公寓市场占 43%、低层住宅房地产市场占 35%（2016 年至 2023 年期间），中端公寓市场占 39%（2019 年至 2023 年期间），在上述所有细分市场中，VHM 均处于领先地位。

一、2024 年经营业绩更新

项目（单位：万亿越南盾）	2024 年第一季度	2025 年第一季度	同比增长 （%YOY）	备注
净收入	8,211	15,698	91%	
房地产交付	4,085	7,200	76%	Vinhomes Ocean Park 2-3 项目的交房活动持续成为销售收入的主要推动力。
其他收入	4,127	8,498	106%	主要来自总包建设服务、设计咨询、房地产管理费用及相关服务。
毛利润	1,774	5,158	191%	
毛利润	22%	33%	+11ppt	毛利率扩张有助于提升总包建设、管理咨询与销售效率。
财务收入	1,956	4,640	137%	
来自 BCC 项目的利润分成	195	1,408	622%	根据与 Vingroup 签订的 BCC 合同，共享的大部分财务收入来自 Vinhomes Royal Island。
其他财务收入	1,761	3,232	84%	
财务支出	-1,369	-3,860	2.82x	
利息支出	-1,066	-3,642	3.42x	
营业利润	1,451	3,835	164%	
税前利润	1,416	3,839	171%	
税后利润	904	2,652	193%	
归母净利润 PATMI	885	2,689	204%	

源: FiinProX, GTJAS VN 收集

2025 年第一季度的销售额与未交付销售额：截至 2025 年第一季度，Vinhomes 的销售额达到 35 万亿越南盾，未交付销售额为 120 万亿越南盾，分别是去年同期的 2.2 倍和增长 7%。主要得益于超级城市项目的积极销售成果，尤其是位于河内西部的 Vinhomes Wonder City 项目，于 2025 年 3 月中旬开盘。这成为推动公司未来几个季度营收与利润增长的坚实基础。

截至 2025 年 3 月 31 日，Vinhomes 维持稳健的财务基础，总资产和股东权益分别达到 561.5 万亿越南盾和 223.4 万亿越南盾。

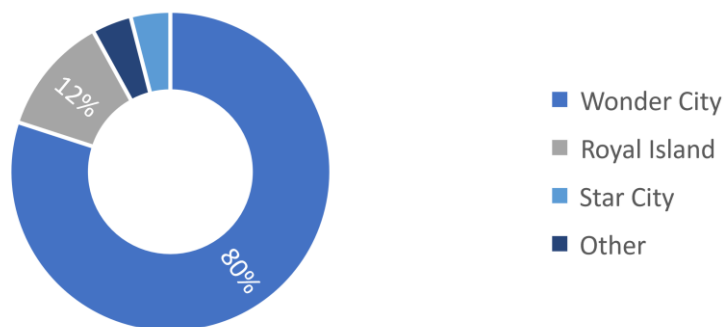
2025 年第一季度末的债务结构管理高效:

- 94%的一年期以内贷款为短期债务及到期的长期债务;
- 1 至 3 年内到期的债务占比为 56%，其余 6%为 3 年以上到期的债务;
- 公司正积极与国内外债权人协商展期，在利率稳定的背景下优化偿债计划;
- 短期贷款主要用于支持承包商运作，以节省成本，并将在到期前进行债务置换;
- 到期的长期债务将通过零售和批发两种方式的销售回款予以偿还;
- 2025 年第一季度，Vinhomes 成功发行 6.5 万亿越南盾的公司债券，展现出强大的项目融资能力。

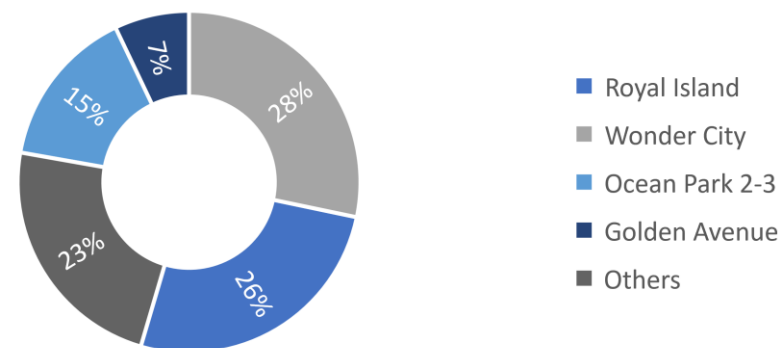
项目开发情况: 2025 年 3 月，Vinhomes 推出超级城市项目 Vinhomes Wonder City，仅在开盘 4 天后，Hung Dong 分区的 92%房源已被售出；3 月 23 日的首次发售当天，Binh Minh 分区的销售吸收率也达到 70%。

在胡志明市，位于芹蔴的超大型项目 Vinhomes Green Paradise 于 2025 年 4 月 19 日正式动工，总面积达 2870 公顷，预计可容纳 23 万人口。该项目将成为“绿色-智慧-生态”三大支柱构建的 ESG 城市新标准。此前，Vinhomes 于 2025 年 3 月 26 日在隆安省德和镇的后义地区动工建设 Vinhomes Green City 项目，总面积 197.2 公顷，标志着公司向胡志明市西北部及湄公河三角洲地区扩展的战略推进。

2025年第一季度新增销售额

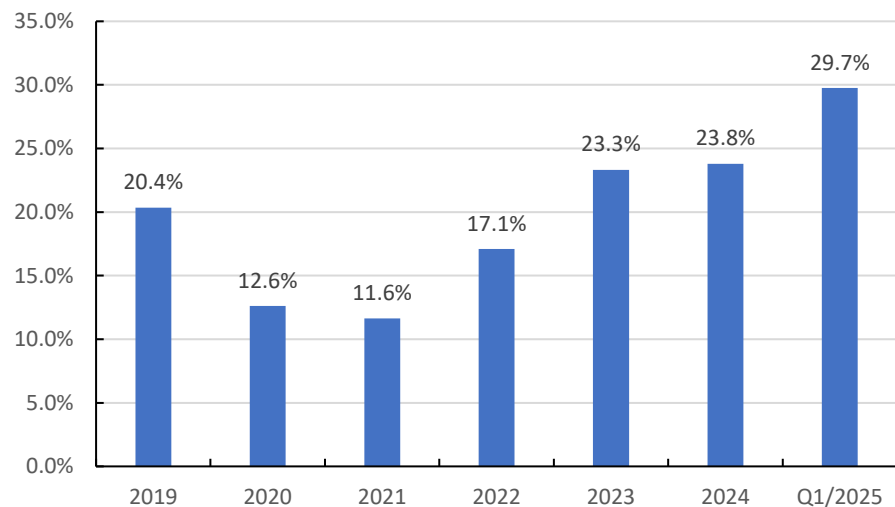


截至2025年第一季度末的累计未交付销售额

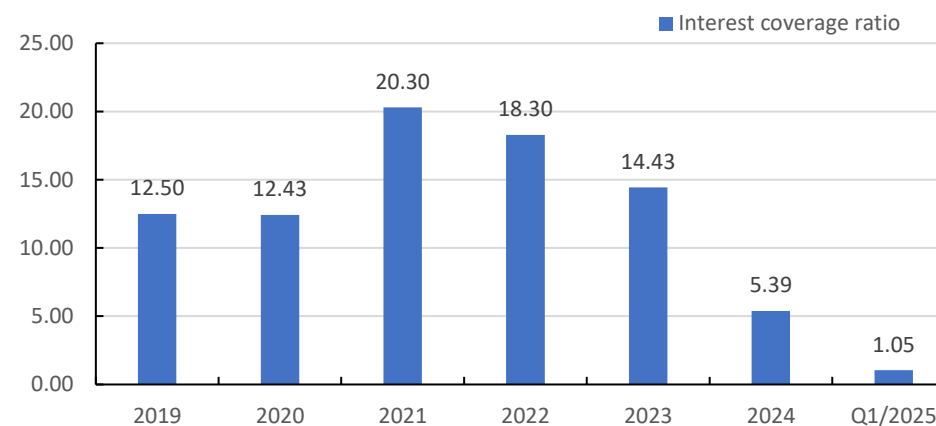




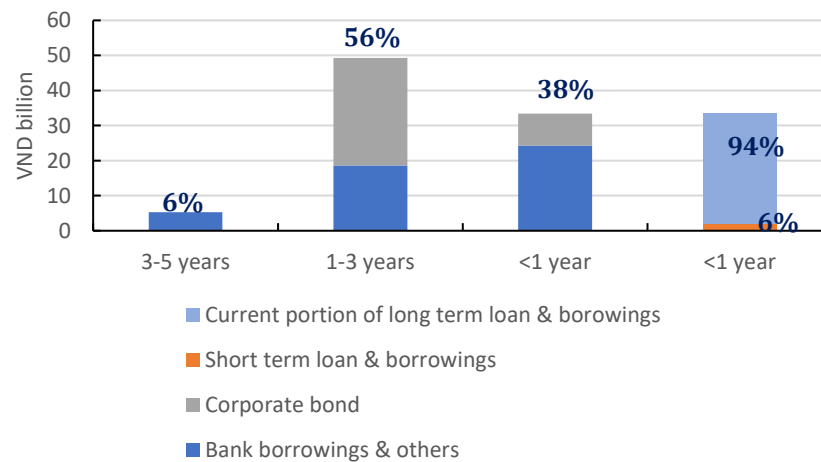
净负债股本比率



利息覆盖率逐年下降，但仍处于安全水平。



截至2025年第一季度末的债务到期结构



源: VHM, GTJAS VN 收集

二、2025 年股东大会更新

2025 年 4 月 23 日，Vinhomes 成功举办 2025 年度股东大会。

2024 年经营业绩：Vinhomes 的净收入达到 102.3 万亿越南盾，同比下降 1%。核心业务总收入，包括 Vinhomes 的经营活动收入、商业合作合同（BCC）收入和房地产转让收入达到 141.6 万亿越南盾，同比增长 12%，超出预定目标。净利润为 35 万亿越南盾，同比增长 5%，完成全年的计划。房地产业务仍然是公司核心业务，收入超过 73.1 万亿越南盾，得益于 Ocean Park 2&3、Ocean Park 1 和 Grand Park 等重大项目的按时交付。2024 年签订的新合同价值达 103.9 万亿越南盾，未交付的销售额为 94.2 万亿越南盾，这主要得益于 Royal Island 项目的巨大贡献。

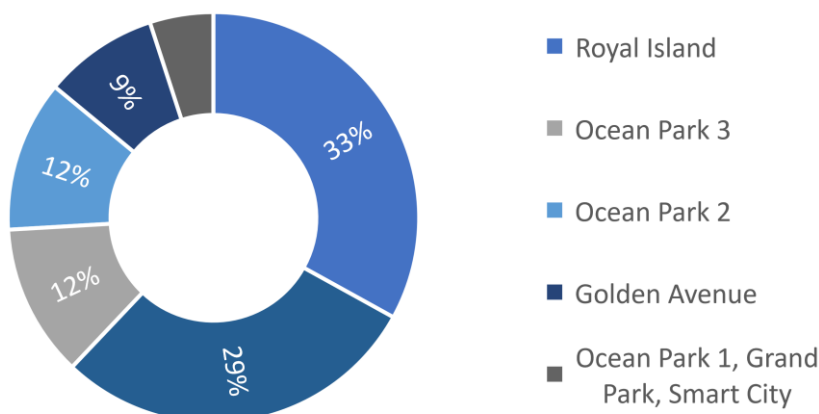
2024 年项目实施情况：Royal Island 项目位于海防市的武安，项目总面积为 877 公顷，总投资为 24 亿美元，销售业绩表现积极。此外，位于河内东安的 Global Gate 项目与越南会展中心股份公司 VEF 合作投资，由于其位于首都东北部的战略位置，也受到市场的热烈关注。

在股东大会上，股东们通过 2025 年的雄心勃勃的经营计划，预计 2025 年收入将达到 180 万亿越南盾，同比增长近 76%，税后利润预计为 42 万亿越南盾，同比增长 20%。如果实现，这将是公司历史上最高的收入和利润，反映出公司在具有良好基础设施的区域开展大型城市项目的扩展战略。

未交付的销售额是推动收入和利润增长的主要动力。

根据管理层的说法，推动 2025 年雄心勃勃的利润目标的关键因素包括：（i）通过确认截至 2024 年底剩余的销售额 94.2 万亿越南盾的交付利润，预计贡献 40%至 45%；（ii）通过确认新项目的销售额，尤其是包括 2025 年大宗交易的销售额，预计贡献 45%至 50%；（iii）来自其他服务的贡献，包括建设总承包业务的活动。

截至2024年底按项目划分的累计未交付销售额



源: VHM, GTJAS VN 收集

关于销售业绩, Vinhomes 设定 2025 年销售目标, 预计销售额将达到 150 万亿至 20 万亿越南盾, 同比增长 44%至 92%, 具体数字将取决于市场情况和宏观经济环境。

为了实现这一目标, 公司将继续专注于在一些战略地区开发大型项目, 如: Vinhomes Wonder City (133 公顷, 位于河内丹凤) 已于 3 月初开售; 以及计划在今年开售的新项目, 包括 Vinhomes Golden City (241 公顷, 位于海防阳京)、Green City (197 公顷, 位于隆安后义) 和 Green Paradise (2870 公顷, 位于胡志明市堤岸)。这些项目都在基础设施连接、现代化设施以及特别融入环境、社会、治理 (ESG) 标准方面进行同步投资。

关于保证性住房的开发计划: Vinhomes 继续保持在全国范围内开发 50 万个社会住房单元的目标。目前, 公司正在多个地方推进社会住房项目, 包括清化、广治、海防 (南长吉) 和庆和 (金兰)。在河内, VHM 正在办理一些项目的投资审批手续, 预计不久后可以开始实施。

关于融资计划——停止国际市场发行债券的方案, 继续通过国内市场融资以支持项目开发: 根据越南国内外资本市场形势及 2025 年的经营计划, 公司提出停止通过新加坡证券交易所发售最多 5 亿美元债券的方案。该方案此前在 2024 年 11 月已获通过, 债券期限为最多 5 年, 不可转换且无担保。

取而代之的是, VHM 将专注于通过国内债券市场进行融资, 公司正在计划公开发行企业债券, 但尚未公布详细信息。2024 年, VHM 通过私募方式在国内发行了总计 27 万亿越南盾的企业债券。

关于利润分配计划: (i) 提取 50 亿越南盾至储备基金; (ii) 其余部分用于投资生产经营活动。

美国征收反补贴税的影响及房地产市场前景: VHM 管理层评估, 美国对越南企业征收反补贴税的直接影响较小, 因为工业园区在 Vinhomes 的生产经营活动中占比非常小, 公司目前有一个工业园区正常运营。然而, VHM 可能会受到间接影响, 尤其是对越南经济的影响。此外, 关于房地产市场, 管理层认为城市化趋势和基础设施发展将推动新阶段市场的增长。供应量将有所恢复, 贷款利率稳定, 加上支持年轻人购房的政策, 预计 2025 年房地产市场的吸纳率和价格将呈现积极态势。

项目的进展更新

项目	位置	面积（公顷）	进展
Vinhomes Ocean Park 2	兴安	459	高层部分已全部批量售出； 低层部分于 2022 年 2 季度开售（已售出 92%），自 2022 年 3 季度起交房。 已交付约 85% 的项目。
Vinhomes Ocean Park 3	兴安	249	高层部分已全部批量售出； 低层部分于 2022 年 4 季度开售（售出 75%），2023 年 3 季度起交房。 已交付约 60% 的项目。
Vinhomes Royal Island	海防	877	2024 年 1 季度开售，已售出约 80%。
Vinhomes Global Gate	河内	377	VHM 不直接开发该项目，仅参与品牌授权、管理、分销、施工、设计等环节。VHM 将从项目总收入中获得 5% 的利润分成。
Vinhomes Wonder City	河内	133	正在办理法律文件。预计 2025 年开售。
Vinhomes Apollo City	广宁	5540	已获投资主张和建设许可批准，正推进 1/500 规划中下龙区部分征地拆迁（已完成 90%）。
Vinhomes Green Paradise	胡志明市	2870	已完成 1/500 规划。
国际大学城	胡志明市	864	正在征地拆迁阶段。
阳京	海防	878	正在征地拆迁阶段；已完成 1/500 规划。
福永西	隆安	1090	正在进行赔偿补偿
后义	隆安	197	正在征地拆迁阶段，已获投资主张和建设许可批准。
新美	隆安	931	正在征地拆迁阶段，已获投资主张和建设许可批准。

2025 年-2026 年预计开售的新项目

项目名称	VH Global Gate	VH Wonder Park	VH Apollo City	VH Green Paradise
位置	河内东英	河内丹凤	广宁下龙	胡志明芹蓆
面积（公顷）	385	134	5540	2870
GFA	200 万平方米	200 万平方米	3835 万平方米	2400 万平方米
单元数量	高层：1.26 万套； 底层：4100 套	高层：600 套； 底层：2300 套	无数据	无数据
主要产品	高层、公寓、联排别墅、学校、商业中心、会展区	低层、公寓、联排别墅、学校、商业中心	低层、公寓、联排别墅、公寓、学校、医院、高尔夫球场	低层、公寓、联排别墅、公寓、学校、医院、高尔夫球场

源: VHM, GTJAS VN 收集



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

武琮如

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:702

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

