



企业报告：技商证券股份有限公司（TCBS）

研究部

2025年7月15日

保持企业生机盎然

主要内容

TCBS 的 IPO（首次公开募股）预计将在 2025 年底至 2026 年初进行，作为 Techcombank 生态体系中的一家证券公司，该交易正引起投资界的广泛关注。

2025 年 7 月 9 日，TCBS 董事会已通过一项决议，批准通过首次公开发行（IPO）方式增资，计划公开发行 2.3115 亿股，占公司总股本的 11.1122%。此次 IPO 预计将于 2025 年第三季度至 2026 年第一季度之间进行。TCBS 表示，发行价格将不低于发行时最新季度财务报表中每股的账面价值。

证券行业的领先公司：TCBS 是越南适用传统经营模式的证券公司之一。公司因提供卓越的客户体验和完善的金融产品生态体系，被评为行业领先者。自 2022 年首次进入券商市场份额前十以来，TCBS 不断努力扩大市场份额，目前在胡志明证券交易所（HOSE）股票经纪市场中排名第三，同时在债券经纪市场中位居第一。

向数字金融模式转型：TCBS 拥有强大的信息技术（IT）团队和全市场最大的金融数据库。凭借多年来的周密筹备，TCBS 有望成为越南政府自 2024 年底起大力推动的数字金融产品转型趋势中最具先发优势和竞争力的机构之一。

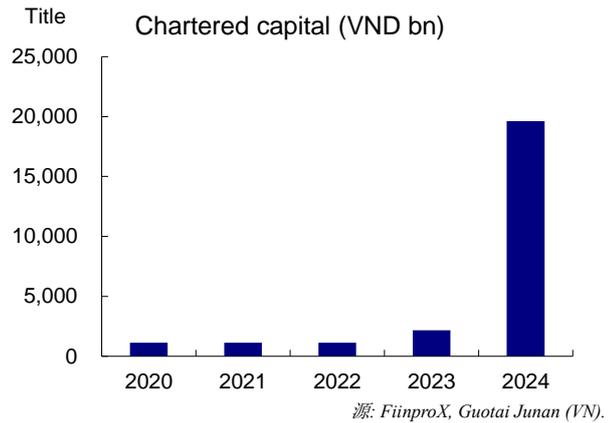
建议

观察

目标价

大股东

Techcombank (100%)



TCBS 的价值还体现在其客户群体的高度忠诚度，以及客户与 TCBS 和 Techcombank 生态系统之间的紧密联系。因此，基于其在数字资产交易领域的卓越盈利能力和高端定位，TCBS 最乐观的估值对应的市净率为 3.0 倍，即价格为 39360 越盾/股（基本情境下为 28400 越盾/股，对应 P/B 为 2.17 倍）。另一方面，需要关注的是与债券板块相关的风险。该板块在 TCBS 资产结构中占比高，并在利润结构中占据重要地位。



	2020	2021	2022	2023	2024
保证贷款增长 (%YoY)	126.69%	264.54%	-43.03%	94.49%	57.45%
净收入增长 YoY	50.07%	59.37%	0.45%	0.75%	44.86%
毛利润增长	47.96%	48.02%	-7.78%	8.65%	50.66%
EBITDA 同比增长 YoY	48.68%	51.85%	-10.80%	9.18%	54.93%
税前利润增长	47.95%	41.53%	-19.74%	-0.96%	58.57%

TCBS 的公允价值是基于以下两个方式的结合，其中包括：

- ✓ 对传统业务模式的估值；
- ✓ 对其向数字资产交易市场转型预期所给予的溢价。

对于传统业务部分，我们基于行业领先企业的平均市净率（P/B）来确定 TCBS 的公允价值，该估值已反映了市场对其生态系统以及未来增长潜力的预期溢价。

TCBS 估值情景

2025 年第一季度股 东权益 (十亿越盾)									
总股本	27,295								
每股账面价值 (越盾)	2.08								
	13,121	证券行业平均 市净率	市占率 前五大 券商的 平均市 净率	HCM	SSI	VCI	MBS	DSE	最高 (FTS)
市净率		1.48	2.17	2.62	2.13	2.39	2.35	2.05	3.39
TCBS 目标股价 (越盾)		19,416	28,447	34,378	27,949	31,360	30,835	26,899	44,482

数据截至 2025 年 7 月 14 日，市占率前五大为市占率从上至下排名前五的上市券商
源: FiinproX, GTJASVN RS

与同行业企业对比

代码	毛利率	EBITDA 利润率	税前利润率	净利润率	ROA	ROE	ROIC
SSI	61.94%	60.01%	41.85%	33.56%	3.95%	11.33%	5.76%
VCI	55.58%	52.23%	32.54%	26.95%	4.30%	9.37%	8.49%
VND	56.45%	49.86%	34.62%	28.55%	3.25%	7.75%	5.02%
HCM	37.58%	28.52%	27.94%	22.42%	3.24%	9.54%	3.54%
VIX	49.84%	48.20%	43.90%	35.56%	5.06%	6.08%	6.18%
MBS	59.73%	53.03%	33.38%	26.64%	4.06%	12.93%	7.04%
FTS	62.39%	56.28%	55.57%	47.70%	5.79%	13.65%	6.48%
SHS	67.90%	62.00%	57.81%	47.55%	6.77%	8.22%	8.08%
BSI	57.61%	45.64%	31.77%	25.52%	3.27%	7.11%	5.35%
DSE	41.82%	27.92%	23.72%	18.95%	1.60%	4.02%	1.80%
平均	55.08%	48.37%	38.31%	31.34%	4.13%	9.00%	5.77%
TCBS	90.87%	83.73%	63.06%	50.55%	7.93%	15.42%	11.76%



代码	市值 (十亿越盾)	EV (十亿越盾)	EV/EBITDA (TTM)	EPS (TTM)	P/E	BVPS	P/B
SSI	58,663.21	113,944	21.78	1,544.74	19.26	13,972.88	2.13
VCI	30,096.29	38,105	19.51	1,601.82	26.00	17,409.52	2.39
VND	27,173.05	54,334	20.96	1,020.39	17.49	13,202.13	1.35
HCM	26,998.92	44,943	35.71	1,354.02	18.46	9,547.31	2.62
VIX	24,196.59	27,680	23.38	666.07	23.72	10,720.06	1.47
MBS	16,897.10	28,411	17.20	1,649.76	17.88	12,533.82	2.35
FTS	14,483.62	19,761	30.26	1,647.59	25.37	12,326.00	3.39
SHS	13,148.59	15,523	12.91	1,030.86	14.26	13,010.26	1.13
BSI	11,335.91	17,285	27.07	1,455.20	31.75	20,936.96	2.21
DSE	8,361.54	14,510	59.77	497.80	49.42	12,012.05	2.05
平均	23,135.48	37,450	26.86	1,246.82	24.36	13,567.10	2.11

(*) 备注：当前的 P/B 估值也处于高位，相较于证券行业过去五年的平均水平。

在数字资产交易领域，越南市场展现出巨大的发展潜力，目前年交易规模已超过 1200 亿美元，注册数字资产账户数量约达 2200 万个，其为 TCBS 等市场参与者提供了广阔的增长空间。

然而，仍需对该领域的发展保持审慎预期。目前相关政策与监管机制尚处于完善阶段，仍需一定时间进行测试与试运行，市场才有望实现正式且稳定的运营。在该细分市场，目前仅有两家龙头证券公司涉足，其中之一为 TCBS。目前 TCBS 拥有 491 名员工，其中约 60% 为 IT 领域相关人员，是行业内交易应用程序界面优化与数据处理集成方面最具创新能力的券商之一。

TCBS 的价值还体现在其客户群体的高度忠诚度，以及客户与 TCBS 和 Techcombank 生态系统之间的紧密联系。因此，基于其在数字资产交易领域的卓越盈利能力和高端定位，TCBS 最乐观的估值对应的市净率为 3.0 倍，即价格为 39360 越盾/股（基本情境下为 28400 越盾/股，对应 P/B 为 2.17 倍——行业前五大券商平均水平）。

另一方面，需要关注的是与债券板块相关的风险。该板块在 TCBS 资产结构中占比高，并在利润结构中占据重要地位。

传统证券业务模型

- ✓ TCBS 的生态系统呈现出互补发展的趋势，其中，具有吸引力的股票交易产品、便捷的交易应用程序以及免佣政策，帮助 TCBS 有效吸引了新增客户群体（除来自母行生态系统的大量客户外），从而进一步为其债券、保证金交易等其他业务板块形成有力支撑。
- ✓ TCBS 与债券相关的资产组合（尤其是可供出售金融资产 AFS）及承销业务收入，均与其债券业务板块呈现出高度相关性。
- ✓ TCBS 的成功离不开其强大的技术实力以及相较于其他交易平台的卓越功能。



TCBS 在各业务板块的市场地位

	排名与地位	产品生态系统	2025 年第二季度增长更新
股票	市占率 7.45%，HOSE 前 3； 市占率 8.8%，HNX 前 2	Zero-fee 零佣金交易； iCopy 复制交易平台	第二季度经纪及托管收入达到 880 亿越南盾，环比增长 21%，同比增长 90%。
债券	债券分销市场排名第一	iConnect 平台：次级债券交易平台	第二季度收入达 8970 亿越南盾，同比增长 29%，较 2024 年第四季度增长 47%。 上半年债券分销达 36 万亿越盾。 第二季度 iConnect 平台交易总额达 6 万亿越盾，环比增长 114%。
基金证书分销		Fundmart——基金交易平台于 2025 年第一季度上线，涵盖 22 家本土基金，覆盖越南本地基金总资产净值（NAV）的 50%。每周交易规模达 1.02 万亿越盾。	收入达 6.5 万亿越南盾，环比增长 10%，同比增长 55%。
投资银行 (IB)			净收入达 6270 亿越南盾，环比增长 52%，同比增长 16%。 6 个月总承销金额达 25.5 万亿越盾。
保证金贷款	融资余额排名第二		融资余额为 33.806 万亿越盾，环比增长 11%，年初至今增长 30%。

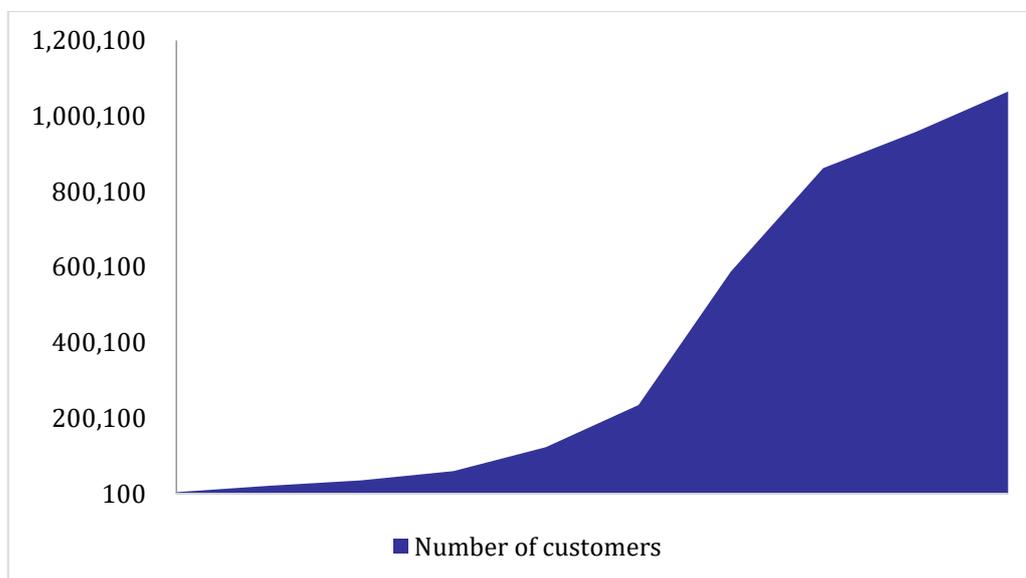


产品生态系统相互补充

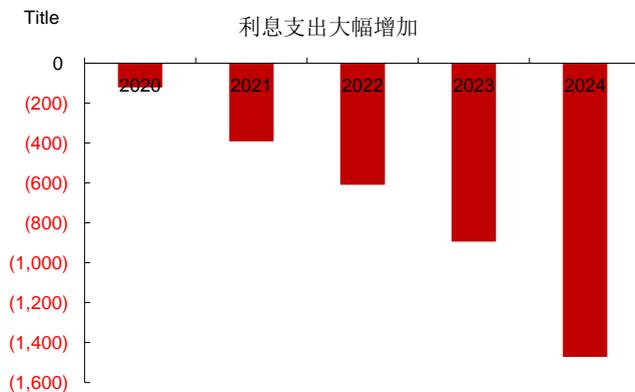
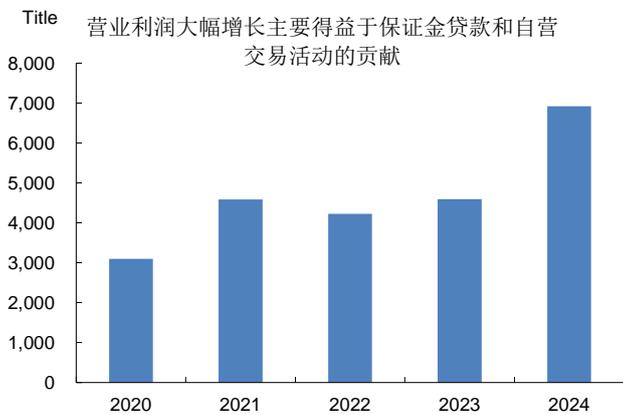
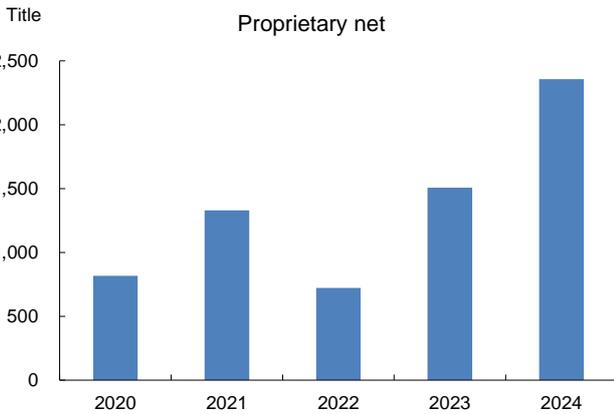
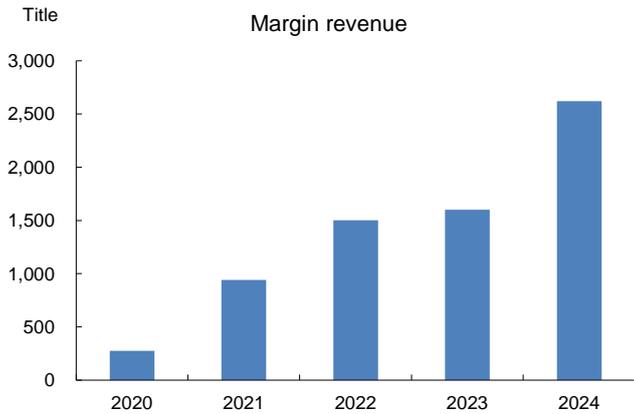
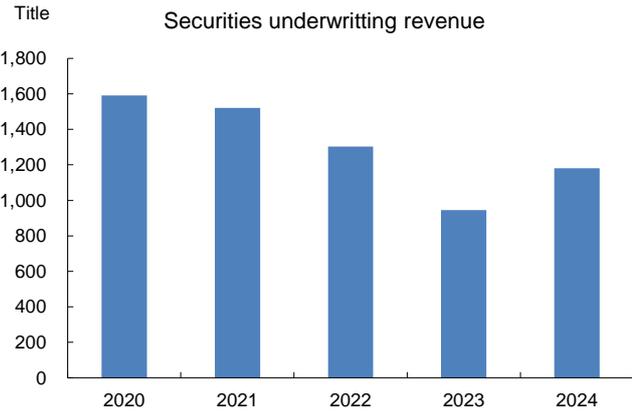
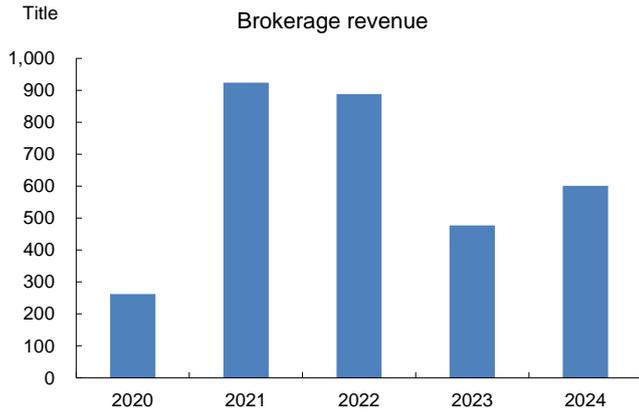
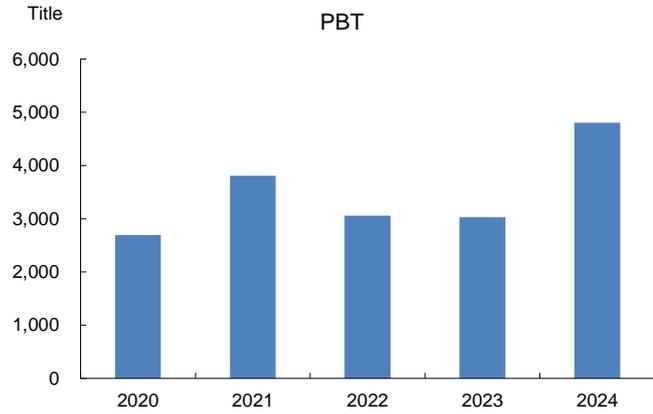
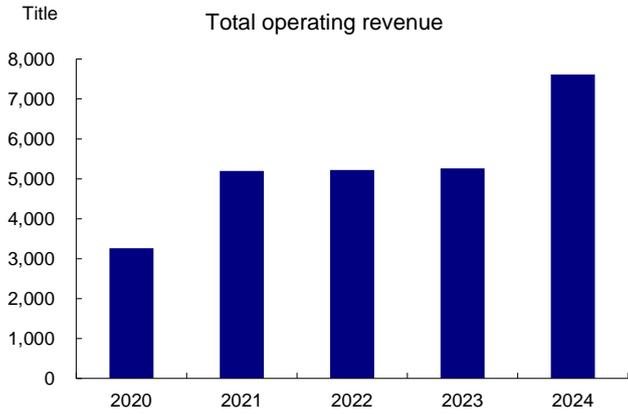
股票、基金证书	Margin 保证金	IB、债券交易
零费用, 交易应用便捷、吸引力强 Fundmart - 基金证书交易平台	利率在市场上不算太低, 推出部分 降息策略	ICconnect 应用 - 债券交易
吸引并留住大客户群	保证金贷款余额大幅增长	TCBS 在债券交易和承销市场占 据最大市场份额
业务亏损	贡献了大量利润	利润来源包括可供出售金融资产 (AFS) 及承销顾问服务

2024 年 TCBS 的投资者交易情况

	交易量 (股)	交易金额 (越盾)
股票	31,535,170,348	724,632,700,873,630
债券	1,535,802,398	540,027,995,525,136
其他证券	2,860,256,535	687,715,199,447,002
总计	35,931,229,281	1,952,375,895,845,768

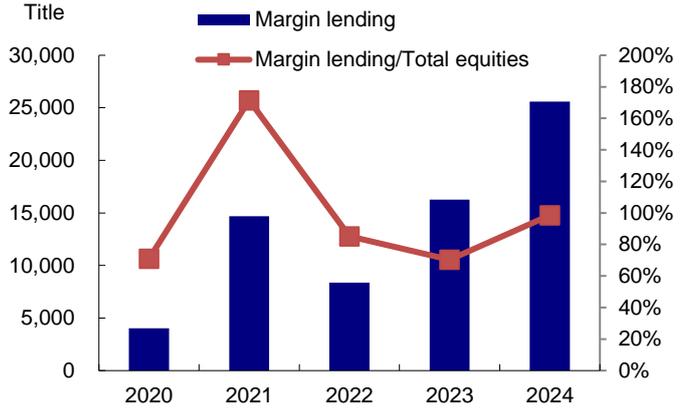
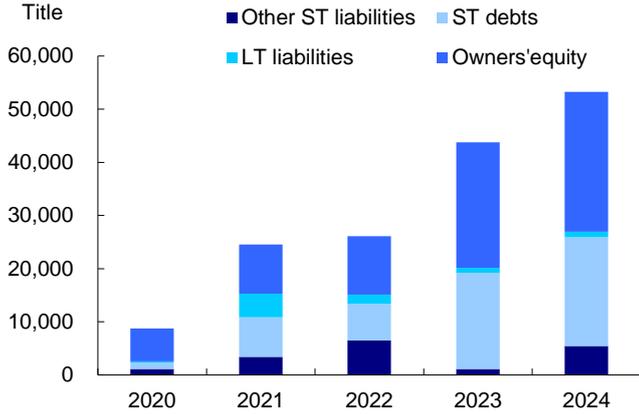


源: TCBS, GTJASVN RS



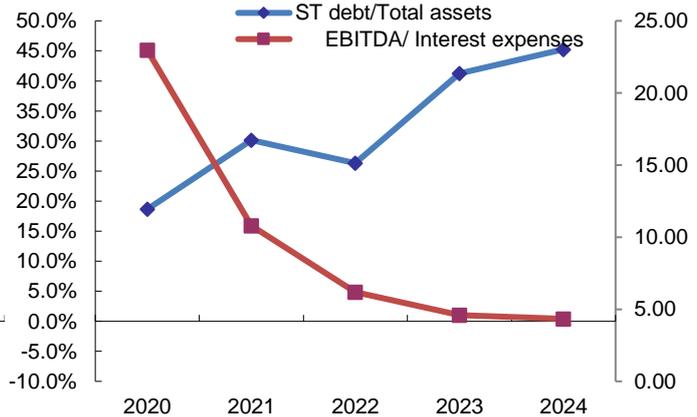
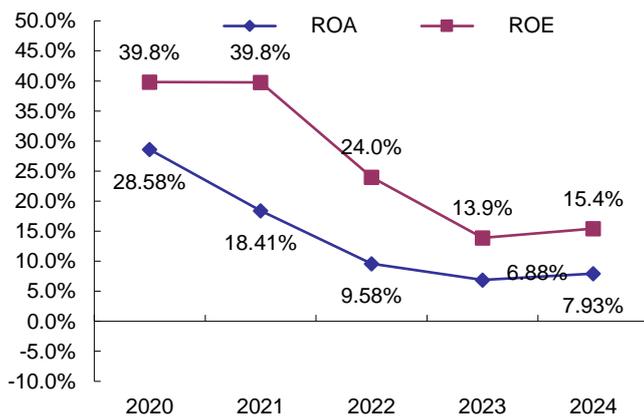
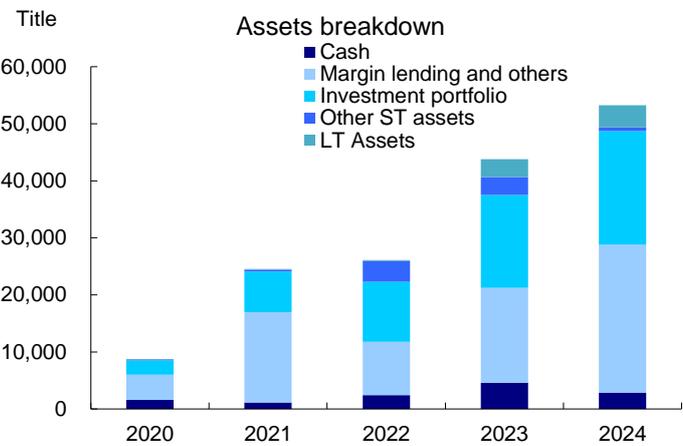
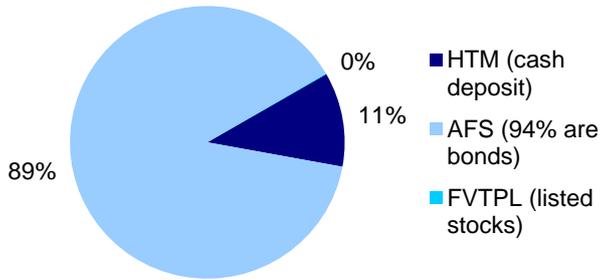


短期贷款大幅增加，与保证金贷款余额的变动趋势一致



资产结构反映出 TCBS 的债券业务模式，其中 AFS 的债券占据主导地位

Investment portfolio 2024 (~20VND trn)



源: BCTC TCBS, FinproX, GTJASVN RS

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

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

Customer Service Specialist
and 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

