



企业报告: Dat Xanh 集团股份公司 (HOSE: DXG)

分析师

武琼如

邮箱: nhuvq@gtjas.com.vn - ext 702

2025年8月27日

经营业绩与项目进展

经营业绩更新

2025 年上半年, DXG 录得净营业收入 1.971 万亿越盾, 同比下降 10%, 完成全年计划的约 28%。收入下滑主要来自核心业务——房地产转让业务, 该业务高度依赖于 Gem Skyworld 项目的交付。相反, 受益于房地产市场的回暖, DXG 的经纪服务板块录得强劲复苏。通过其持股近 56% 的子公司 DXS, 经纪收入在 2025 年上半年达到 7510 亿越南盾, 同比增长 58%。毛利率维持在较高水平 (65%), 显示出运营效率的稳定性。目前, 这已成为公司的主要增长驱动力, 在一定程度上弥补了房地产转让业务疲软带来的影响。

企业展望

在 2025–2026 年期间, DXG 的销售增长动力将主要来自同奈省的 Gem Sky World 和胡志明市的 Gem Riverside 两个项目。作为规模较大且已完成全部合法手续的重点项目, 这两个项目预计将为公司交付收入和新增销售额带来显著贡献。

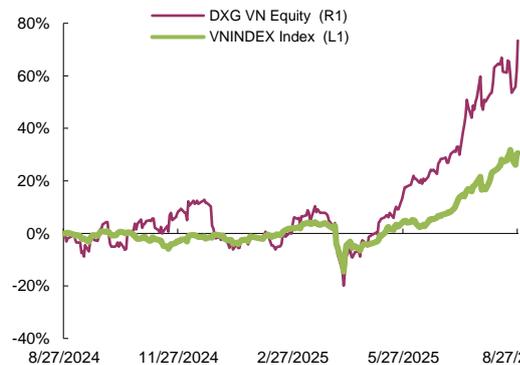
在服务板块方面, 房地产经纪业务将在 2025 年继续成为增长支柱, 受益于一手市场的回暖。销售改善将带动经纪需求增加, 从而支撑公司整体利润率的提升。

| | |
|-----------------|--------------|
| 流通股数 (百万) | 1018.88 |
| 市值 (十亿越盾) | 21,702.23 |
| 三个月平均成交量 ('000) | 24,702.42 |
| 52 周最高/最低价 (越盾) | 22750/ 10512 |

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN).

| | |
|---------------------|-------|
| 建议: | 乐观 |
| 目标价 | - |
| 目前价 (2025年8月27日) | 22750 |

一年股票收益率走势



| 股价波动 | 1 M | 3 M | 1Y |
|----------|--------|--------|--------|
| 波动率% | 8% | 38% | 64% |
| 与越南指数相比% | 18% | 62% | 95% |
| 平均价 (越盾) | 20,852 | 18,386 | 14,627 |

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

| | |
|----------------|-----------------------|
| 大股东 | Luong Tri Thin 16.95% |
| Free float (%) | 80% |
| ROE 2024 | 2.83% |

一、企业概况

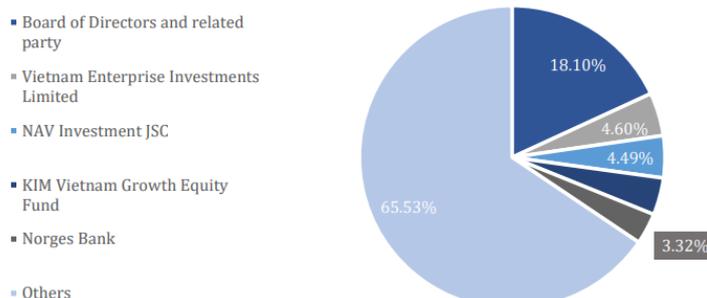
越南绿地集团股份公司（DXG）的前身是 Dat Xanh 房地产服务与建设有限公司，成立于 2003 年。公司于 2009 年在胡志明市证券交易所（HOSE）上市，并于 2011 年转型为集团化运营模式。

目前，DXG 在南部重点经济区域如平阳省、隆安省等拥有大量土地储备，并开发了多个高端项目，如 Opal Boulevard、Gem Sky World、Swan Park 等。

股东结构

梁智龙先生（Luong Tri Thin）—— 创始股东兼战略委员会主席——是持股比例最高的股东，为 16.95%，其次是境内外多家投资基金。

Ownership Breakdown as of August 25, 2025



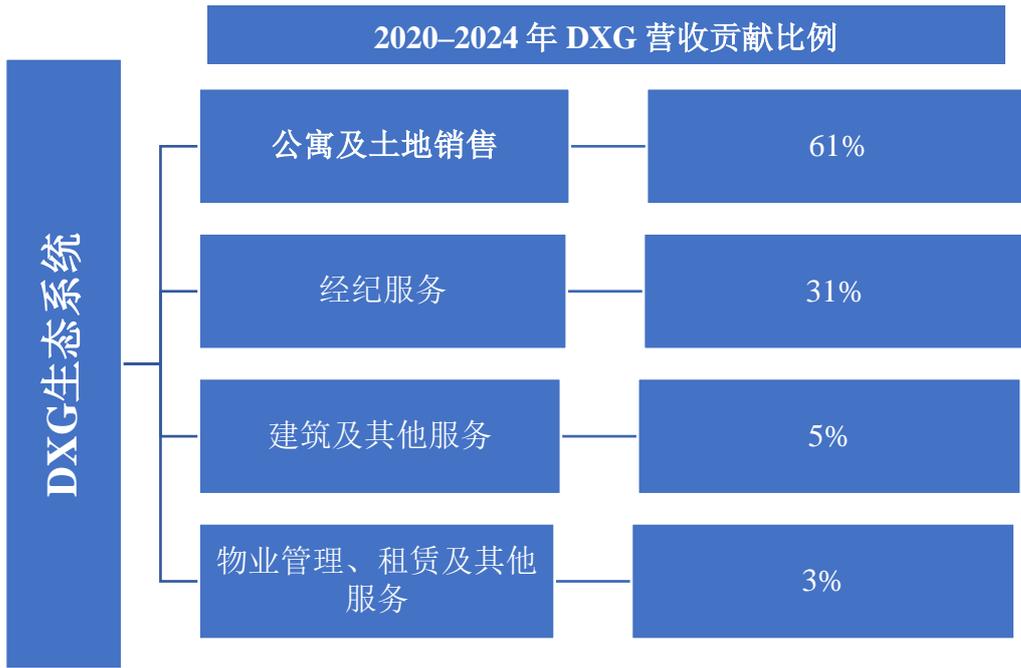
源: DXG, GTJASVN RS

股权结构

截至 2025 年 6 月底，DXG 拥有 85 家子公司，分布在全国各大省市，这些公司主要从事房地产开发与经纪业务。

经营活动

历经 20 多年的发展，DXG 集团已构建起完善的生态体系，涵盖四大核心业务板块：住宅地产项目开发、房地产经纪服务、建筑施工以及房地产管理与租赁服务。



源: DXG, GTJASVN RS



2025 年上半年经营业绩更新

| 损益表 (INCOME STATEMENT) | 2025 年第二季度 | 2024 年第二季度 | 2025 年第一季度 | 同比 | 环比 | 2025 年上半年 | 2024 年上半年 | 同比 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| 收入 | 1,046 | 1,126 | 925 | -7% | 13% | 1,971 | 2,191 | -10% |
| 公寓及土地销售 | 377 | 754 | 666 | -50% | -43% | 1,044 | 1,575 | -34% |
| 经纪服务 | 555 | 287 | 196 | 93% | 184% | 751 | 474 | 58% |
| 建筑及其他服务 | 3 | 18 | 1 | -85% | 173% | 4 | 21 | -83% |
| 物业管理、租赁及其他服务 | 111 | 68 | 62 | 63% | 78% | 173 | 121 | 43% |
| 销售成本 | (569) | (587) | (415) | -3% | 37% | (984) | (1,179) | -17% |
| 毛利 | 476 | 539 | 510 | -12% | -7% | 611 | 516 | 18% |
| 毛利率 | 46% | 48% | 55% | -2ppt | -9ppt | 50% | 46% | +4ppt |
| 公寓及土地销售 | 22% | 40% | 56% | | | 44% | 40% | |
| 经纪服务 | 65% | 73% | 65% | | | 65% | 74% | |
| 建筑及其他服务 | 16% | 76% | 49% | | | 25% | 77% | |
| 物业管理、租赁及其他服务 | 30% | 17% | 16% | | | 25% | 12% | |
| 财务活动收入 | 37 | 4 | 12 | 8.3x | 3.2x | 49 | 13 | 3.8x |
| 存款及贷款利息 | 37 | 4 | 12 | | | 49 | 13 | |
| 出售及处置投资收益 | 0 | - | - | | | 0 | - | - |
| 财务费用 | (43) | (107) | (139) | -60% | -69% | (182) | (232) | -22% |
| 其中：借款利息费用 | (39) | (91) | (132) | -57% | -70% | (171) | (206) | -17% |
| 销售、管理及行政费用 (SG&A) | (235) | (286) | (225) | -18% | 4% | (460) | (504) | -9% |
| 营业利润/亏损 | 236 | 134 | 158 | 76% | 50% | 394 | 271 | 45% |
| 其他净收益 | 42 | 30 | (4) | 39% | | 38 | 26 | 49% |
| 税后净利润/亏损 | 277 | 94 | 79 | 196% | 253% | 432 | 297 | 46% |
| 归属于母公司股东的净利润 | 84 | 33 | 48 | 157% | 75% | 133 | 64 | 107% |

源: DXG, GTJASVN RS

2025 年上半年经营业绩更细

2025 年上半年，DXG 录得净营业收入 1.971 万亿越南盾，同比下降 10%，完成全年计划的约 28%。仅在 2025 年第二季度，营业收入达 1.046 万亿越南盾，同比下降 7%，环比增长 13%。这一下滑主要来自核心业务——房地产转让业务，该业务高度依赖于 Gem Skyworld 项目的交付。由于暂无新的大型项目可确认收入，该板块收入继续下滑，2025 年上半年仅实现 1.044 万亿越南盾，同比下降 34%。

相反，受益于房地产市场的回暖，DXG 的经纪服务板块录得强劲复苏。通过其持股近 56% 的子公司 DXS，经纪收入在 2025 年上半年达到 7510 亿越南盾，同比增长 58%。尤其是在 2025 年第二季度，该板块收入同比接近翻倍，环比更是接近增长三倍，达到 5550 亿越南盾，同比增长 93%，环比增长 184%。毛利率维持在较高水平（65%），显示出运营效率的稳定性。目前，这已成为公司的主要增长驱动力，在一定程度上弥补了房地产转让业务疲软带来的影响。

此外，管理与租赁服务板块继续保持积极贡献，2025 年上半年实现收入 1730 亿越南盾，同比增长 43%，体现了 DXG 在多元化收入来源和增强生态体系可持续性方面的努力。财务活动也有显著改善：第二季度财务收入因存款利息增长而同比大幅增加，而财务费用则因借款利息大幅下降而同比减少 60%，降至 430 亿越南盾。

得益于经纪业务、配套服务的强劲增长以及财务成本的降低，DXG 在 2025 年上半年实现税后利润 3550 亿越南盾，同比大增 108%，几乎是去年同期的两倍。尽管这一成果尚未反映核心项目开发业务的回暖，但显示出公司灵活利用现有生态体系，在市场环境尚未完全复苏的阶段，依然保持了利润增长。

房地产板块的毛利率在 2025 年上半年提升了 4 个百分点至 44%，推动整体毛利率改善至 50%。

财务状况分析

a. 完成资本结构重组

注册资本增加：在 2025 年上半年，DXG 进行了两次大规模增资，将注册资本从约 6.92 万亿越南盾提升至 10.2 万亿越南盾以上。2025 年第一季度，公司以 12000 越南盾/股的价格定向增发超过 1.5 亿股，募资约 1.802 万亿越南盾，使注册资本增至 8.72 万亿越南盾以上。2025 年 5 月，DXG 向现有股东按 100:17 的比例发行红股，使用留存收益及股本溢价，将注册资本进一步增加约 1.5 万亿越南盾，并于 2025 年 6 月 5 日达到 10.206 万亿越南盾。这两次连续增资不仅巩固了公司的财务实力，也为实施重点项目和扩张土地储备打下了坚实基础，助力企业开启新一轮增长周期。

债务结构转向长期债务:

除了增资外，DXG 的债务结构也出现了显著变化：**短期债务**从 2024 年底的 3.23 万亿越南盾降至 2025 年 6 月底的 1.955 万亿越南盾，降幅 39%。**长期债务**则从 3.325 万亿越南盾增至 3.94 万亿越南盾，同比增长 18%。这种债务结构调整，使公司更加专注于长期融资，确保资金能支持周期 3 年至 5 年的大型项目。截至 2025 年 6 月底，DXG 的总债务约为 5.9 万亿越南盾，占总资产 32.683 万亿越南盾的 18%，约占股东权益的 31%。这一比例被视为房地产开发企业的安全水平。

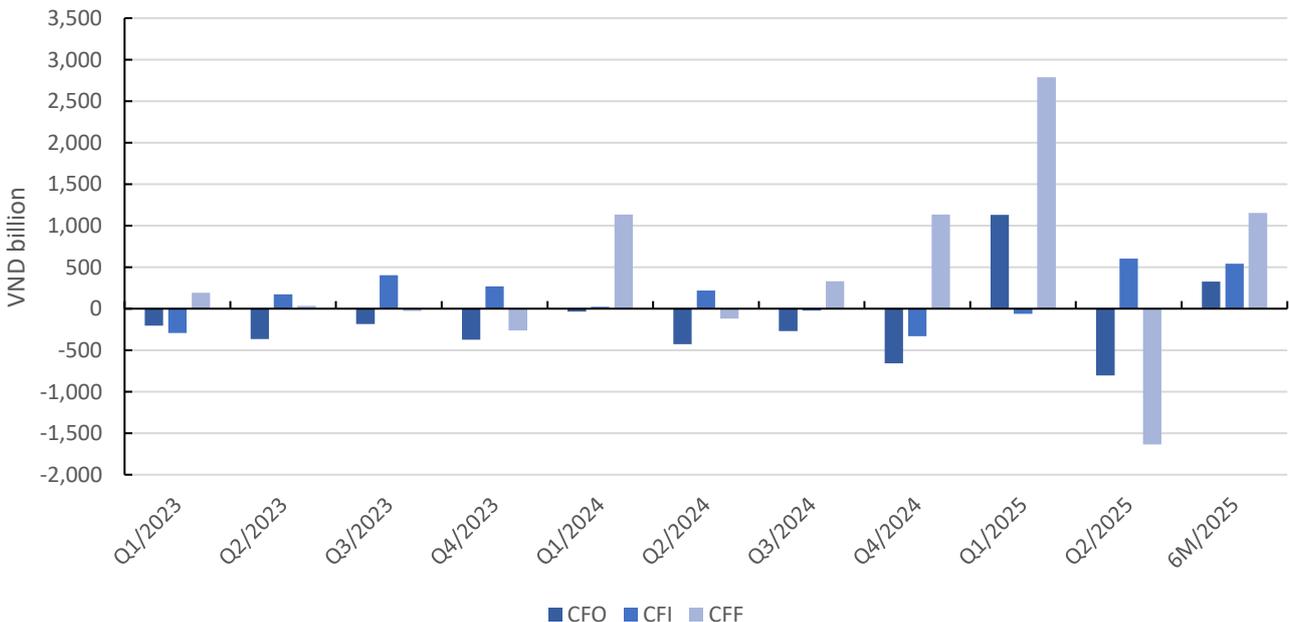
b. 流动性改善，银行大额存款推动 2025 年上半年财务收入大幅跃升

截至 2025 年第二季度末，现金及现金等价物较 2024 年底增加超过 2 万亿越南盾，增长 2.62 倍，主要为存放在银行的 3 个月以内定期存款。短期投资也同比增长 32%，达到 1020 亿越南盾以上。相应地，2025 年上半年财务收入较去年同期增长 4 倍，主要来自存款利息及放款利息收入，合计超过 480 亿越南盾。

c. 经营性现金流逐步改善，得益于经营回暖及成功的重组

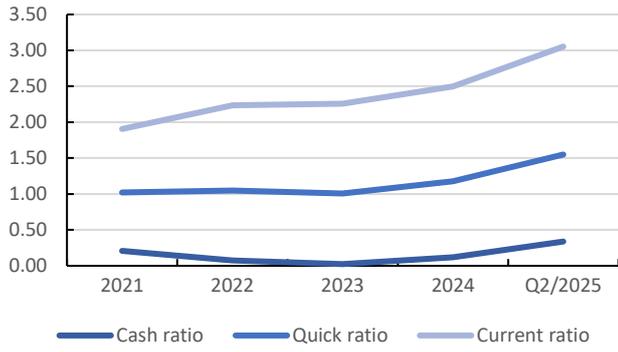
2025 年上半年，经营活动产生的现金流转为正值，主要得益于“预收客户款项”的改善，即 The Gem Skyworld 项目在上半年，尤其集中于第一季度的房地产销售回暖。累计 6 个月，预收款项增加超过 6000 亿越南盾，带动经营性现金流显著改善，由 2024 年底的负 1.728 万亿越南盾，转为 2025 年上半年的 4970 亿越南盾。

经营活动现金流为负，但在各季度逐步改善

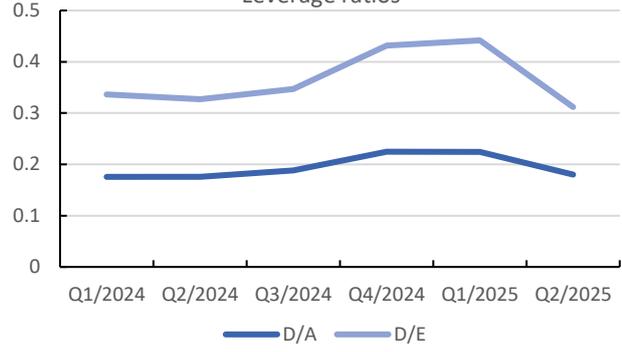




Liquidity ratio



Leverage ratios



源: DXG, GTJASVN RS



三、更新在建项目进度——法律手续逐步完善成为亮点

| 序号 | 项目 | 项目介绍 | 位置 | 土地基金 (公顷) | 所有权 | 预计销售和交付时间 | | | | | 法律手续状态 |
|----|---------------------------|--------------------------------------|------|--------------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|---|
| | | | | | | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 | 2027 年 | 从 2028 年起 | |
| 1 | Gem Sky World | 包含 8 个分区的城市综合体，总计超过 4000 个产品，包括土地和现房 | 同奈 | 92.2 | 100% | 开售 | | | | | <ul style="list-style-type: none"> 自 2020 年 7 月起开售。截至 2024 年第四季度，DXG 已售出 2300 个产品（第一阶段），并累计交付了已售总数的 80%。 2025 年 8 月，资源与环境部门通知该项目的 1727 个地块已满足转让条件。DXG 预计将在 2025 年至 2027 年期间开启下一阶段的销售。 |
| 2 | The Privé (Gem Riverside) | 住宅区，包含 12 栋楼，共约 3200 套公寓 | 胡志明市 | 6.7 | 100% | | 开售 | | | | <ul style="list-style-type: none"> 已于 2024 年第三季度获得施工许可证，并于 2024 年 10 月举行奠基仪式，预计将在 DXG 接下来的五年周期内完成该项目。 DXG 已于 2025 年第二季度启动 The Privé 项目的预订，并收到超过 3000 份预订，涉及该项目 3175 个产品，显示出市场强劲的需求以及项目出色的去化能力。 截至 2025 年 8 月，The Privé 项目已正式获得针对 5、6、7、8、9、10、11、12 号楼的销售许可。 <ul style="list-style-type: none"> 正式开售时间：2025 年 8 月 21 日至 23 日 价格：每平方米 9900 万越南盾起 |
| 3 | Opal Luxury | 超过 3000 套公寓 | 平阳省 | 8.6 | 100% | | | | 开售 | | <ul style="list-style-type: none"> 该项目将为 DXG 在 2027–2030 年期间的项目开发组合提供中端产品。 目前正处于法律手续完善阶段，等待土地使用费结算，预计将于 2025 年第二季度完成。 |
| 4 | DXH Park View | 公寓 | 平阳省 | 5.1 | 100% | | | | | | 正在完善法律手续 |
| 5 | Opal City View | 公寓 | 平阳省 | 10 | 100% | | | | | | 已获投资许可证，正在审批 1/500 规划及施工许可证 |
| 6 | DXH Park City | 公寓 | 平阳省 | 10.5 | 100% | | | | | | 正在完善法律手续 |
| 7 | DXH Premium | 公寓 | 平阳省 | 6.7 | 100% | | | | | | 正在完善法律手续 |
| | 总计 | | | 139.8 | | | | | | | |

源: DXG, GTJASVN RS

四、业务展望

在 2025–2026 年，DXG 的销售增长动力将主要来自同奈省的 Gem Sky World 和胡志明市的 Gem Riverside 两大重点项目。这两项目规模庞大，法律手续齐全，预计将在交付收入和新增销售方面做出显著贡献。同时，房地产市场正出现明显复苏迹象——尤其是南部市场在北部回暖之后也开始改善，这将为 DXG 推动大型项目的落地带来更多优势。此外，位于平阳省的 Opal Luxury、Park View、Park City 等已规划项目，将作为长期供应储备，为公司业务保持稳定发展提供有力支撑。

在服务板块方面，房地产经纪业务预计将在 2025 年继续成为主要增长支柱。随着一手房市场回暖，销售改善将带动经纪需求提升，从而支撑公司整体利润率。市场复苏的积极信号自 2024 年已有所显现，体现于经营业绩的改善及利润的明显好转，而这一趋势大概率将延续至 2025 年。

风险提示

DXG 自 2016 年以来频繁通过发行股票进行融资，以优化财务结构。注册资本从 2016 年的 1.173 万亿越南盾大幅增加至 2024 年底的 7.225 万亿越南盾，并在 2025 年进一步突破 10.2 万亿越南盾。这一策略虽增强了公司的资金实力，但同时也增加了现有股东面临的股权被稀释风险。

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

(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

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

河内市安和坊陈维兴路 117 号

Charm Vit Tower 大厦, 一楼, 9-10 房

电话:

(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明市春和坊国际广场

Bis 2 号, 一楼

电话:

(028) 38.239.966

传真:(028)38.239.696

