



企业报告：西贡 VRG 投资股份公司 (HOSE: SIP)

分析师

武琼如

邮箱: nhuvq@gtias.com.vn – ext 702

2025年8月7日

2025年上半年经营业绩更新

2025 年上半年业绩更新——符合预期

西贡 VRG 投资股份公司（SIP）已经公布 2025 年第二季度业绩，营业收入接近 2.13 万亿越盾，同比增长 10%，环比增长 10%，归属于母公司股东的净利润达到 3090 亿越盾，同比增长 3%，但环比下降 12%。利润增长主要得益于毛利率改善及净收益大幅增加，同比上涨 31 倍，尽管财务费用大幅上升，同比上涨 2.47 倍，在一定程度上影响了净利润。

2025 年上半年，SIP 录得营业收入约 4.071 万亿越盾，净利润超过 7440 亿越盾，较 2024 年同期分别增长 8%和 26%。2025 年，公司计划实现合并营业收入 5.657 万亿越盾、净利润约 8330 亿越盾，较 2024 年实际分别下降 33%和 35%。截至上半年，SIP 已完成全年营业收入计划的约 72%、净利润目标的 89%，分别相当于国泰君安越南研究部预期的 47%和 56%。

建议

我们维持对 SIP 的目标价建议，并根据最新流通股数量进行调整，合理价格为 **68800 越盾/股**，较 2025 年 8 月 7 日收盘价 **66400 越盾/股** 有 3.7%的上涨空间。

同时，我们将评级由“买入”下调至“持有”，因为自 2025 年 6 月 26 日目标价建议发布以来，股价已累计上涨 10.82%。

建议

持有

目标价

VND 79200

↓

VND 68800

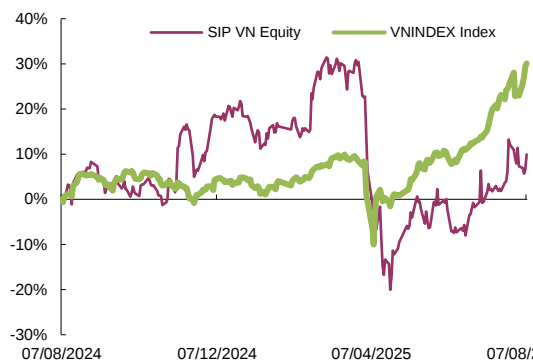
(+3.7%)

目前价

VND 66400

(2025年8月7日)

一年股票收益率走势



股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率%	8.2%	14.6%	9.9%
与越南指数相比	21.0%	39.4%	40.0%
平均价 (越盾)	63,957	60,639	65,938

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万)	242.11
市值 (十亿越盾)	15,592.07
三个月平均成交量 (‘000)	775.57
52 周最高/最低价 (越盾)	79380 / 48300

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN).

大股东	An Loc JSC 19.79%
Free float (%)	45%
ROE 2024	29%

2025 年上半年业绩更新

财务报表项目	2025 年 第二季度	2024 年 第二季度	同比	2025 年 上半年	2024 年 上半年	同比	GTJAS 预测	上半年业 绩/预测
营业收入	2,129	1,933	10%	4,071	3,760	8%	8667	47%
工业区供电及供水服务				3,389	3,109	9%	7057	48%
工业区土地租赁				210	190	11%	442	47%
住宅房地产				34	-	-	135	25%
其他服务 (进口/出口)				92	74	25%	329	28%
毛利润	291	244	19%	611	516	18%	1255	49%
毛利率	14%	13%		15%	14%	+1p pt	14%	
金融活动收入	168	191	-12%	401	257	56%	586	68%
存款及贷款利息收入				231	150	54%		
投资出售收益				135	72	88%		
财务费用	(63)	(18)	247%	(107)	(35)	208 %	-116	
联营公司收益	3	17	-81%	18	34	- 46%		
销售及管理费用 (SG&A)	(31)	(27)	13%	(56)	(53)	7%	-124	
营业利润	367	407	-10%	867	719	21%	1,642	
其他净收益	62	2	+31.x	61	6	+9.6 x		
净利润	342	331	3%	744	589	26%	1336	56%
归属于母公司股东的净利润	309	299	3%	660	545	21%	1,170	56%
各业务板块毛利率								
工业区供电及供水服务				8.2%	7.6%		8.0%	
工业区土地租赁				69%	69%		66%	
住宅房地产				55%	-		50%	
其他服务 (进口/出口)				15%	14%		33%	

一、 业绩表现与国泰君安预期基本一致

西贡 VRG 投资股份公司 (SIP) 公布了 2025 年第二季度业绩：营业收入接近 2.13 万亿越盾，同比增长 10%，环比增长 10%，归属于母公司股东的净利润达到 3090 亿越盾，同比增长 3%，但环比下降 12%。利润增长主要得益于毛利率改善及净收益大幅增加，同比上涨 31 倍，尽管财务费用大幅上升，同比上涨 2.47 倍，在一定程度上影响了净利润。

2025 年上半年，SIP 录得营业收入约 4.071 万亿越盾，净利润超过 7440 亿越盾，分别较 2024 年同期增长 8%和 26%。2025 年，公司计划实现合并营业收入 5.657 万亿越盾、净利润约 8330 亿越盾，较 2024 年实际值分别下降 33%和 35%。截至上半年，公司已完成全年营业收入计划的约 72%及净利润目标的 89%。

在 2025 年上半年，SIP 的工业区土地租赁业务收入同比增长 11%，主要得益于未确认收入部分

的变化及长期租赁业务采用分摊确认法。该业务继续作为公司主要增长动力，对整体毛利润贡献占比高。

工业区供电供水服务板块：保持了稳定增长势头，同比增长 8%。该板块毛利率提升 0.6 个百分点，主要受益于 EVN 在今年 5 月上调电价，以及光伏发电更高毛利率的贡献。

现成仓库及厂房租赁业务：（计入“其他服务”科目）同比增长 25%，但仅完成我们预期的 28%。住宅房地产项目交付收入为 340 亿越盾，也仅完成预测的 28%，原因是交付进度较预期有所延迟。

综上所述，**2025 年上半年营业收入完成国泰君安安全年预测的 47%**，主要得益于两大核心业务板块的正增长：工业园区土地租赁和为工业园区提供电力、水务及公用事业服务。金融活动收入和净利润大幅增长，助力盈利提升，使上半年净利润同比增长 26%，达到国泰君安预期的 56%。

工业区配套服务及土地租赁两大核心板块的收入和利润整体符合预期，但仍需进一步细化评估。此外，我们维持对仓库厂房租赁及住宅项目交付这两个板块的预测，并将继续跟踪其在 2025 年下半年的进展。

二、资产结构向审慎方向调整

截至第二季度末，SIP 总资产超过 27.914 万亿越盾，较年初增长 11%。其中，SIP 在 2025 年第二季度末的现金及现金等价物达 6.795 万亿越盾，年初至今增长 15%，环比增长 5%，而短期借款应收款项接近 2.7 万亿越盾，年初至今增长 67%，环比增长 17%。在此前各季度，SIP 主要向 VCBS 和 CTS 提供贷款，这两家均为隶属于国有银行、经营状况稳健的证券公司。我们将持续关注 SIP 关于这些贷款应收款项结构的披露。

存货约为 3370 亿越盾，年初至今增长 5%。在建工程成本达 2.233 万亿越盾，年初至今下降 3%。其中金额较大的项目包括：

- 福东 – Boi Loi 工业园-城镇服务区（9350 亿越盾，年初至今下跌 14%）
- 黎明春 3 号工业园（7290 亿越盾，年初至今下跌 5%）
- 绿安-平山工业园（2390 亿越盾，年初至今下跌 5%）
- 东南工业园（2040 亿越盾，年初至今下跌 1%）
- 青福港（930 亿越盾，年初至今上涨 78%）

在资金来源方面，第二季度末总负债超过 22.575 万亿越盾，较年初增长 12%。其中，预收款和递延收入为 13.108 万亿越盾，增长 8%，占总负债的 58%。

金融负债为 4.773 万亿越盾，增长 33%，占负债结构的 21%。主要原因是短期借款增加，超过 3.720 万亿越盾，年初至今增长 51%，以信用贷款形式筹集，用于补充流动资金。相反，用于黎明春 3 号工业园预制厂房建设及福东工业园三期拆迁补偿的长期贷款较年初下降 7%。鉴于期内现金流和核心业务活动产生的现金流为正，负债上升并无明显风险。

三、经营活动现金流因工业园区土地租赁销售改善而提升

我们估计，2025 年上半年经营活动产生的现金流入净额为 1.215 万亿越盾，同比增长 1.42 倍，其中约 73%来自上半年工业园区土地租赁业务带来的现金流增量，约为 8900 亿越盾，以及来自顺利居民区项目住宅销售的正向现金流约 140 亿越盾。我们认为，这一强劲现金流主要源于 2025 年上半年工业园区土地租赁销售表现良好。

根据全年计划，公司预计租赁约 45 公顷工业园区土地，其中福东工业园区约 30 公顷，其余分布在东南工业园区、黎明春工业园区以及绿安 - 平山工业园区。

截至 2025 年第一季度，公司已完成向福东工业园区两个项目交付土地 15.7 公顷；同时接收两家将工厂搬迁至边和工业园区的新客户，总面积 12 公顷。累计到第一季度末，SIP 已完成交付超过 27 公顷工业园区土地。第二季度的土地租赁情况公司尚未披露。然而，根据国泰君安越南研究部的估算，按福东工业园区平均租金 90 美元/平方米/剩余租赁周期，以及绿安 - 平山工业园区平均租金约 230 美元/平方米/剩余租赁周期计算，2025 年上半年工业园区土地租赁销售额主要反映了第一季度交付的超过 27 公顷土地。因此，我们预计在 2025 年第二季度，公司并未额外确认工业园区土地交付收入。

四、完成派发股票股息，注册资本突破 2.4 万亿越盾

根据公告，截至 2025 年 7 月 15 日，SIP 已成功向 4114 名现有股东配发超过 3157 万股股份。本次发行按 100:15 的比例实施，即每持有 100 股的股东将获配 15 股新股。

发行资金来源于截至 2024 年 12 月 31 日（经审计财务报表）的未分配净利润。发行过程中产生的零碎股份（470 股）将按规定注销。预计股份交割日期为 2025 年 8 月 18 日。

发行完成后，SIP 注册资本由 2.1053 万亿越盾增至 2.4211 万亿越盾。

国泰君安越南研究部（GTJAS RS）评估

2025 年上半年，西贡 VRG 的经营战略体现了主动与审慎并重的特征，契合行业整体波动背景下的应对方向。公司提升现金比例，并积极开展安全的短期借贷以优化流动性，同时通过适度降低在建工程成本，来控制项目实施过程中的风险。短期借款的增加主要为有选择性地补充营运资金；而长期借款则优先投向能够较快产生现金流的项目，例如青福港以及黎明春 3 号工业园的厂房、仓库建设。

整体来看，SIP 正执行可持续发展的战略，充分利用现有土地储备，并结合严格的财务管理，以在关税政策及全球 FDI 资金流动仍存在一定不确定性的背景下，维持稳定的利润率水平。

我们维持对 SIP 的目标价建议，并根据最新流通股数量进行调整，合理价格为 **68800 越盾/股**（较 2025 年 8 月 7 日收盘价 66400 越盾/股有 3.7% 的上涨空间）。

同时，我们将评级由“买入”下调至“持有”，原因是自 2025 年 6 月 26 日目标价建议发布以来，股价已累计上涨 10.82%。



业务经营结果预测

	2023	2024	2025F	%YoY	2026F	%同比
营业收入	6,677	7,804	8,667	11%	9,076	5%
水电服务	5,674	6,548	7,057	8%	7,341	4%
工业园区土地租赁	375	389	442	13%	506	15%
工业园区其他配套服务	343	427	464	9%	485	5%
其他服务（生产厂房）	141	276	329	19%	384	17%
住宅区（顺利二期）	0	0	135	-	135	
其他	144	164	240	46%	225	-6%
毛利润	930	1,098	1,255	14%	1,392	11%
毛利率	14%	14%	14%		15%	
财务收入	439	622	586		533	
财务费用	-69	-116	-116		-101	
销售费用	-13	-22	-23		-22	
管理费用	-96	-89	-101		-124	
业务的利润/亏损	1,263	1,559	1,642		1,748	
税前净利润/亏损	1,274	1,572	1,655	5%	1,762	6%
企业所得税费用	-271	-293	-319		-337	
税后净利润/亏损	1,004	1,279	1,336	4.5%	1,425	7%
净利率	15%	16%	15%		16%	
每股收益（越盾/股）	3992	5136	6344.7		6767.6	

源: SIP, 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

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

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

