



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

更新2025年10月

投资策略

迎接年底浪潮

市场难言存在泡沫，但已毫无便宜可言？

在本报告中，我们引用了橡树资本管理公司创始人霍华德·马克斯对当前市场背景的判断：“当前市场虽未至泡沫状态，但估值已不再低廉”。他还针对市场环境不利的情况提出了相应的资产配置应对方案。

“The world is not black or white, it’s gray. It’s ever risk on or risk off. So we should manage our portfolio conscious of balance between offense and defense”

因此，霍华德·马克建议在市场条件不太乐观的情况下进行投资组合配置的 6 种行动情景（Defcon）包括：



从目前越南股市走势上看，我们认为许多股票已经处于高位，但增长机会仍存。同时，我们也建议构建一个平衡型投资组合、减少投机行为。

源: Oaktree Capital, GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)





市场难言存在泡沫，但已毫无便宜可言？

投资策略

- 尽管9月份市场波动较大，但越南股市仍受到关键驱动因素的支撑，包括企业利润增长前景以及积极的宏观经济形势。宏观经济数据继续显示出进出口和制造业活动的积极信号，PMI指数超过50，力争按照年初的计划完成拨付全部公共投资资金。
- 在政策方面，政府持续释放支持市场的信号，包括出台新的黄金交易法规、消除房地产开发相关障碍、加强对金融市场活动的监管，以及推动越南数字资产市场或金融中心等新领域的发展。
- **市场升级信息：**从国泰君安（越南）的角度来看，市场升级不仅仅是越南证券市场此阶段的目的地，而且还体现出越南股市的进步。因此，我们相信，即使在不太乐观的情景下（升级可能晚于预期），市场改革的效果也将非常积极。
- **对于今年最后一个季度的投资策略，**我们将主要关注银行股。此外，我们也非常看好有望在2026年实现高利润增长的股票，如HPG、CTD和DBC。
- 然而，在指数持续大幅波动的情况下，投资者应以谨慎为宜。据此，买入价和止损价也需要严格管理。

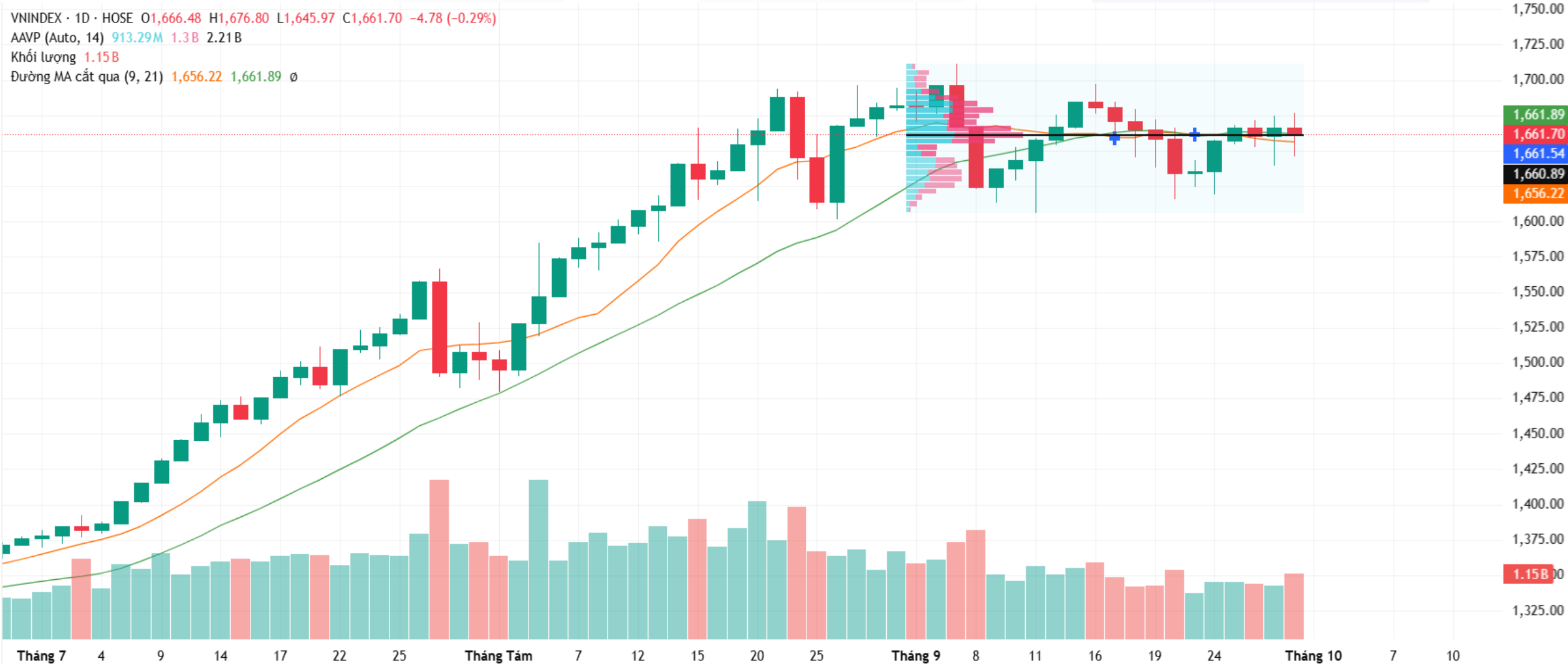
股票板块	主题	关注股票
公共投资	公共投资高强度拨付	VCG, CTD
银行	高信贷支持经济增长（包括公共投资和民营经济）	VCB, TCB, CTG, BID, ACB, STB, HDB, MBB
升级主题	符合升级后纳入指数篮子标准的股票	VCB, HPG, VHM
其他	基本面良好的股票，在市场调整后回归更合理的价格区间	PVS, FPT

源: GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



在经历了七、八月份的急速拉升后，九月份越南指数在1600点至1700点区间波动震荡。



市场市盈率P/E正逐步接近10年平均值，这得益于企业年均利润15%-20%增长的支撑

— VNINDEX P/E — Avg 10y P/E



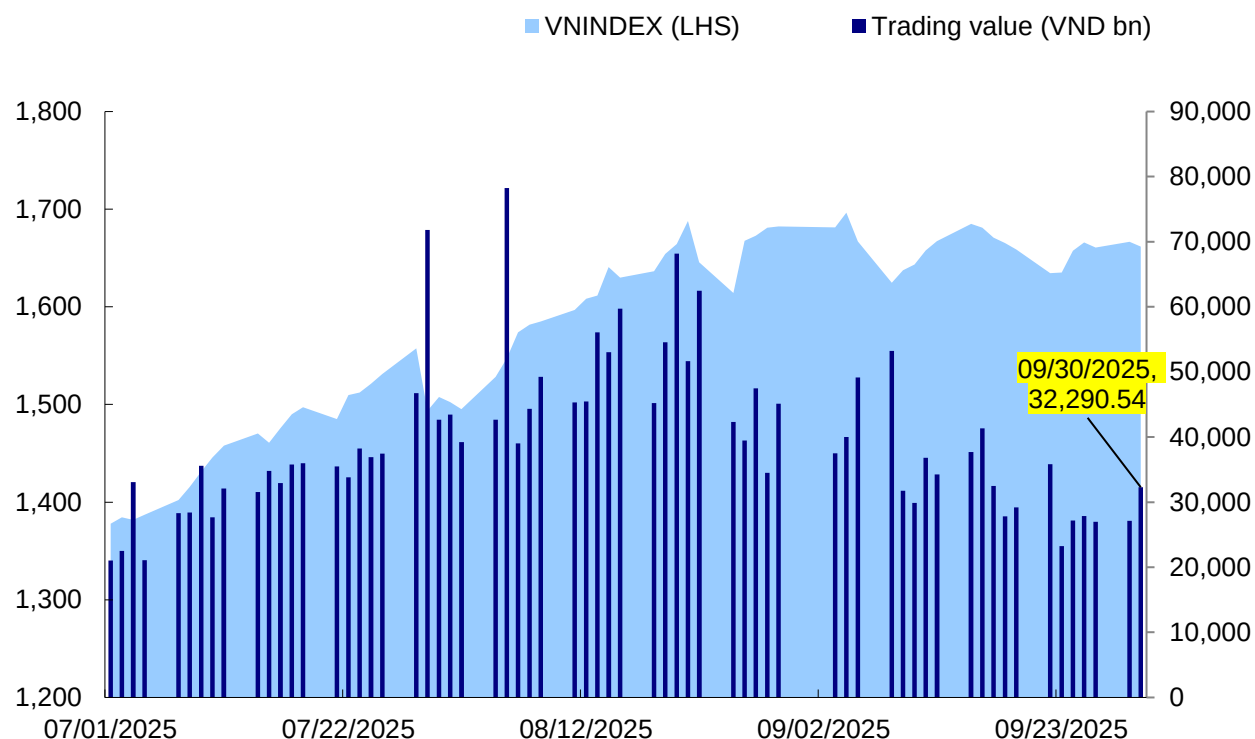
源: Bloomberg, GTJASVN Research, 2025年9月30日数据

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

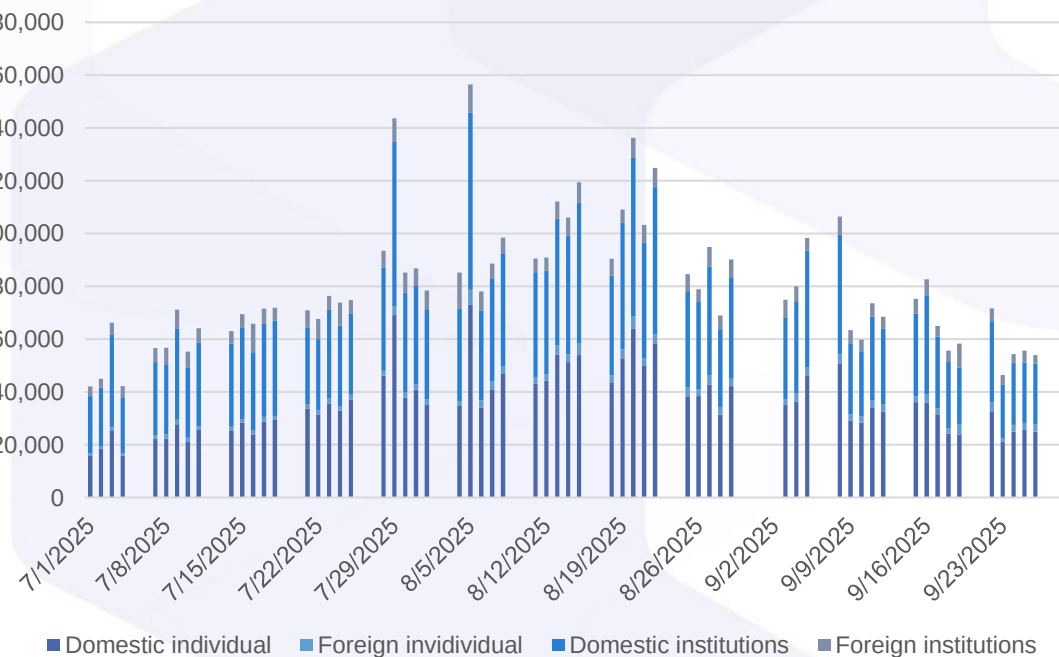


市场成交量大幅下降，投资者处于等待入场状态

- 9月份的日均成交额下降至约34万亿越南盾/交易日，远低于8月份创下的历史最高水平，为约50万亿越南盾/交易日。
- 国内个人和机构投资者的流动性均有所下降。



Total (buy+sell) trading value of investors in Q3 (VND bn)



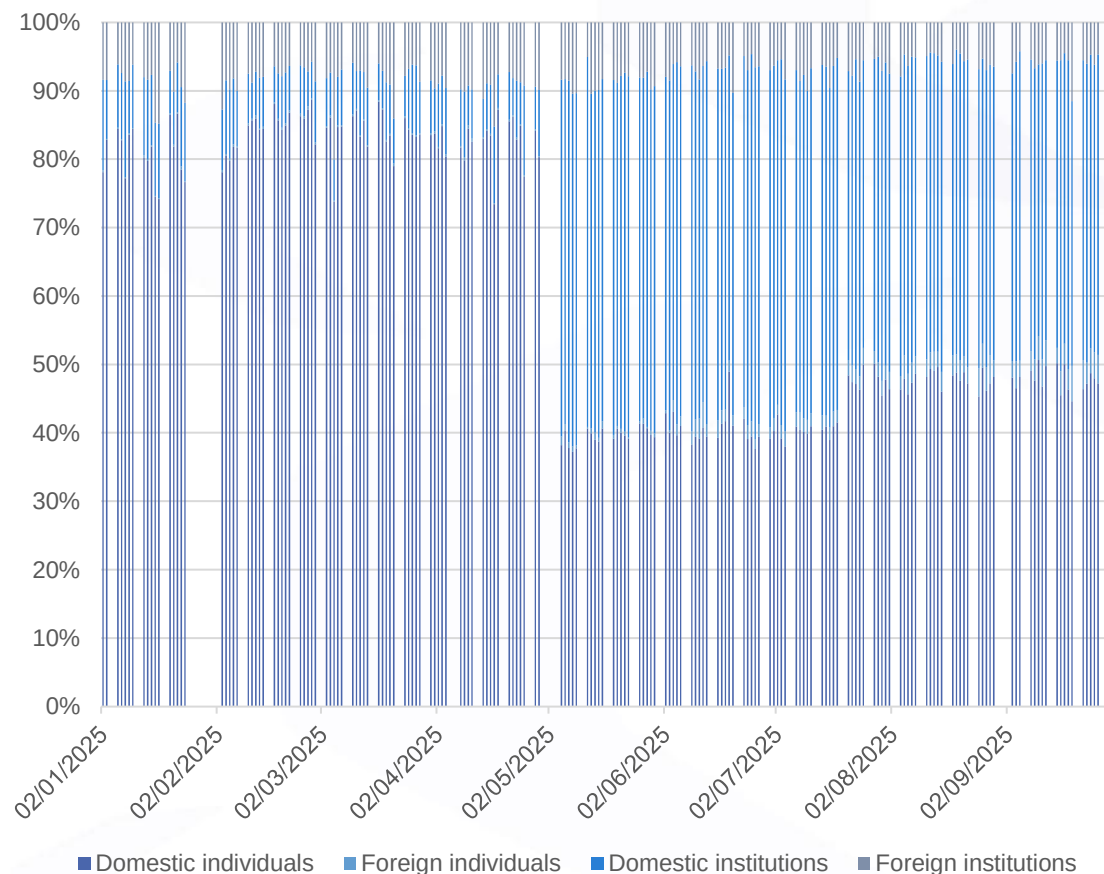
源: FiinproX, GTJASVN Research, 2025年9月30日数据

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

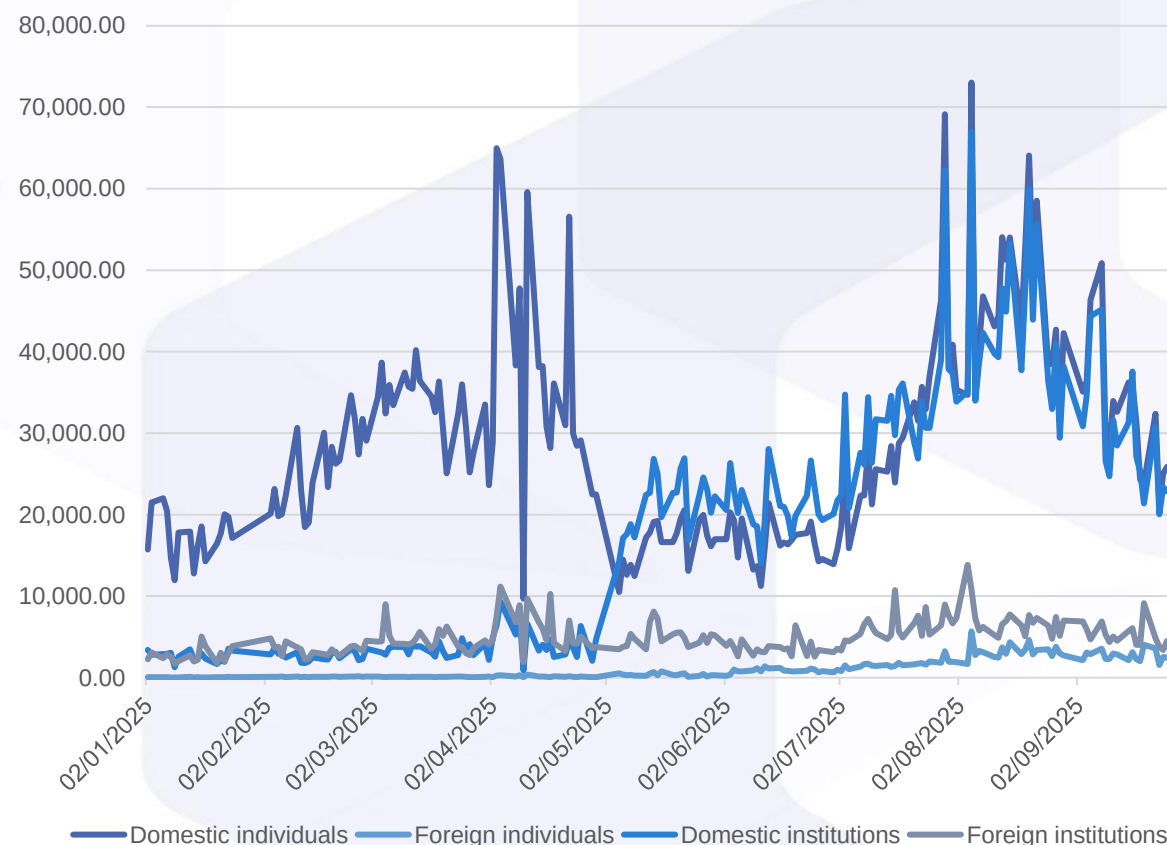


2025年1月1日至9月30日期间投资者交易动态

Trading Structure by Investor Type



Trading Value (Total Buy + Sell)
Unit: VND billion



源: FiinproX, GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



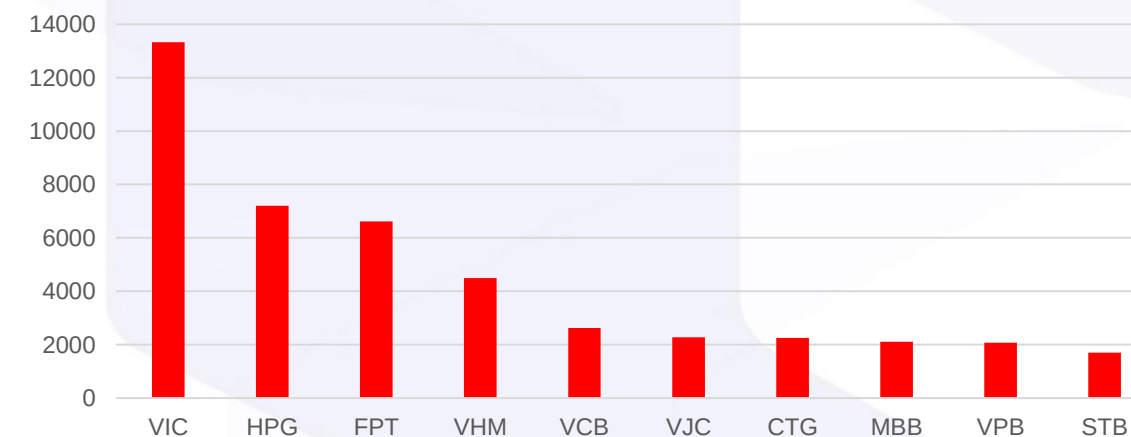
今年前9个月，外国投资者的净卖出额为**98.5**万亿越南盾

- 仅9月份，外国投资者的净卖出额为**25.2**万亿越南盾，卖盘主要集中于VHM、SSI、MWG、HPG和STB等股票。

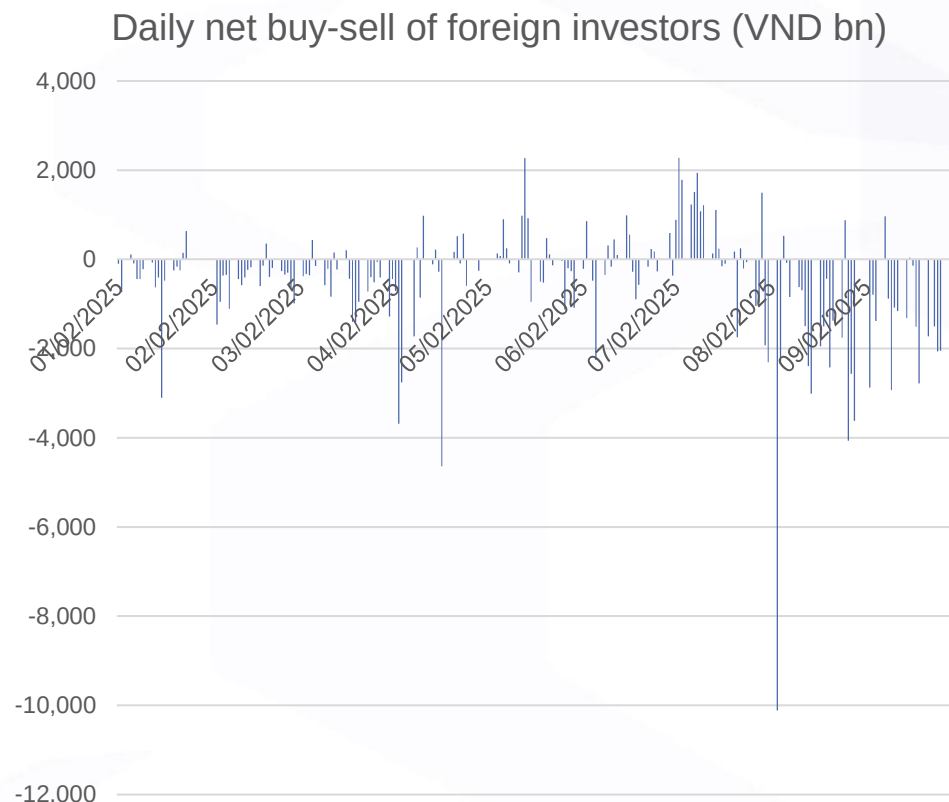
Top 10 net sell 1M



Top 10 net sell in Q3



源: FiinproX, GTJASVN Research



对各板块的评估及新的展望

- 银行与房地产 - 保持增长，但分化明显
- 零售 - 预计第三季度业绩强劲增长，政策变化将注入动力
- 公共投资 - 加强拨付公共投资资金
- IPO 热潮

越南经济正朝着高增长的方向发展，因此，第三季度和第四季度是寻找2026年上涨前景良好的股票并且以合理的价格择机建仓的机会（银行、科技材料板块（DGC））；防御性板块、DHC（需求旺盛的纸质材料）；房地产由于政府政策而处于复苏周期，但由于差异化程度高，选择股票时仍需要谨慎。

Thinking about 2026



源: GTJASVN Research





市场升级展望提振IPO活动

放宽IPO条件，有助于推动IPO流程：

- IPO活动的重要驱动力之一源于越南政府于2025年9月11日颁布的第245/2025/ND-CP号法令。该法令修订并补充了第155/2020/ND-CP号法令中的多项内容，直接影响IPO流程。根据新规定，发行股票的文件必须包含经独立审计的注册资本缴纳报告。这是提高财务透明度的重要一步，有助于投资者在参与前更清晰地评估企业实力。
 - IPO后股票上市时间缩短至30天，而非之前的90天。新政策与日益增长的融资需求相结合，为更活跃的IPO市场开辟了前景。
- 未来一段时间，市场将迎来金融、零售等领域的众多新IPO企业（绿色百货、龙州药品）等。

	IPO路线图	领域
TCBS	于9月18日完成	证券经纪
HPA（和发农业）	于2025年9月16日提交申请资料	畜牧饲料
Gelex 基础设施股份公司	2025年底	工业区房地产
VPBankS	预计于2025年底、2026年初IPO	证券经纪
VPS	6预计于2025年第四季度、2026年第一季度IPO	证券经纪
绿色百货	预计于2028年IPO	零售、消费

源: GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

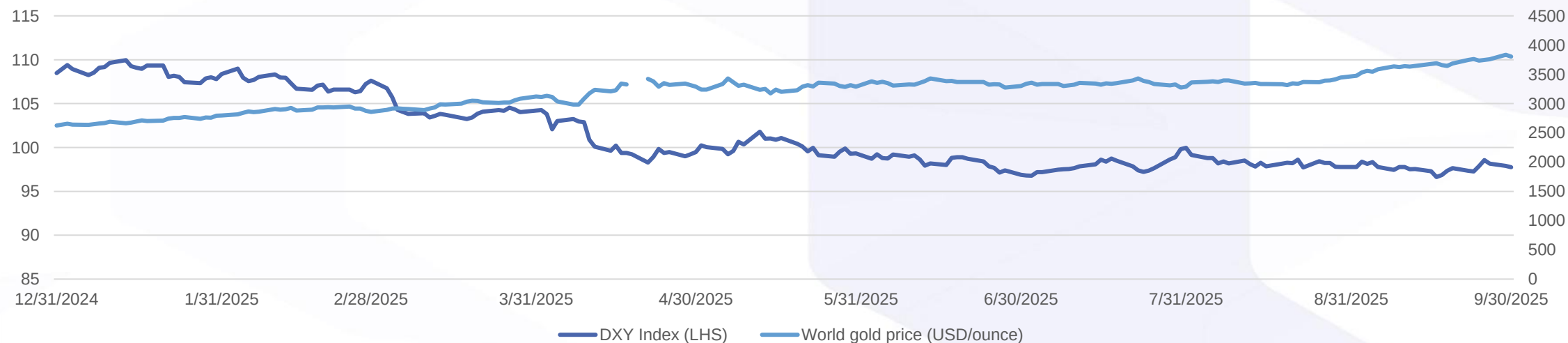


黄金继续是年内最受欢迎的避风港

- 即使今年迄今黄金价格已经经过长时间强劲上涨，但我们仍然认为黄金仍是多元化投资组合的有效投资渠道，也是规避政治和经济风险的避风港。我们预计，黄金价格可能会继续受益于以下因素包括美元走弱、各国央行需求强劲、实际利率较低以及投资者对公共债务上升和持续的地缘政治风险的担忧。
- 第232/2025/ND-CP号法令修订并补充了第24/2012/ND-CP号法令的部分条款，该法令将于2025年10月10日起生效，但这不会在短期内减轻黄金价格的上升压力。

年初至今国际金价已累计上涨近45%

分析师预测，金价在2025年底可能达到4000美元/盎司，2026年底可能升至5000美元/盎司



源: Bloomberg, GTJASVN Research

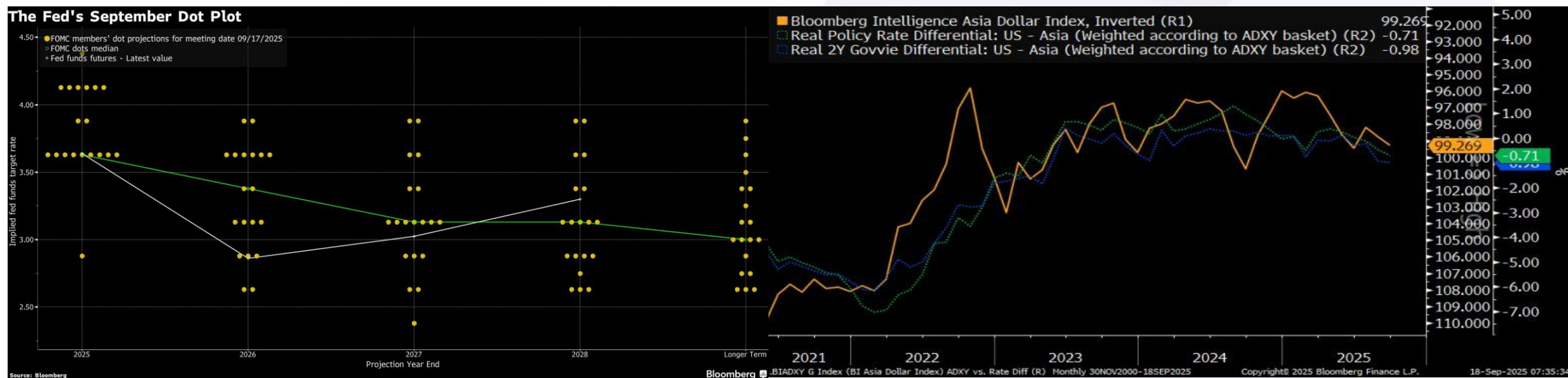
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



附录：世界经济在动荡中艰难前行

- 各国央行继续放松政策（日本除外）。美联储在9月会议上正式降息25个基点。市场预测美联储年底前将降息三次。
- 地缘政治动荡，但石油供应仍然有保障，这在一定程度上减轻了能源价格的压力。
- 全球公共债务不断上升，给包括美国在内的许多经济体带来压力。

Fed's "Risk-Management" Cut = Delay in Asia FX Rally

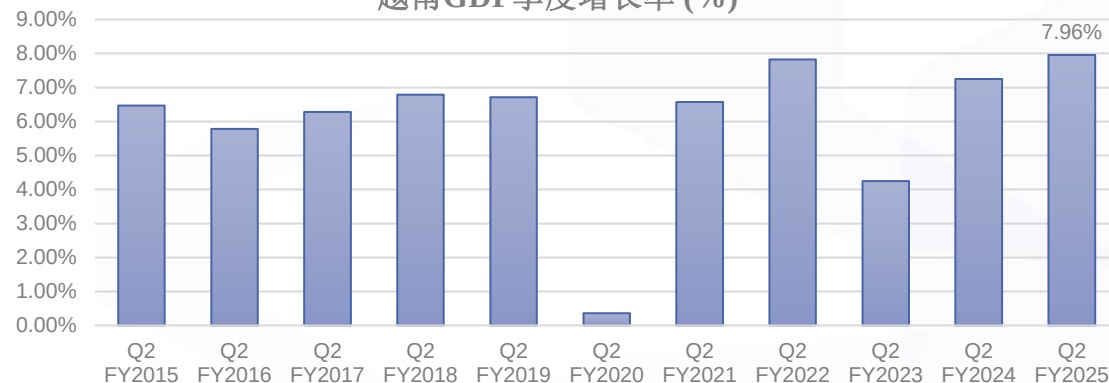


源: Fed, Bloomberg, IMF, GTJASVN Research

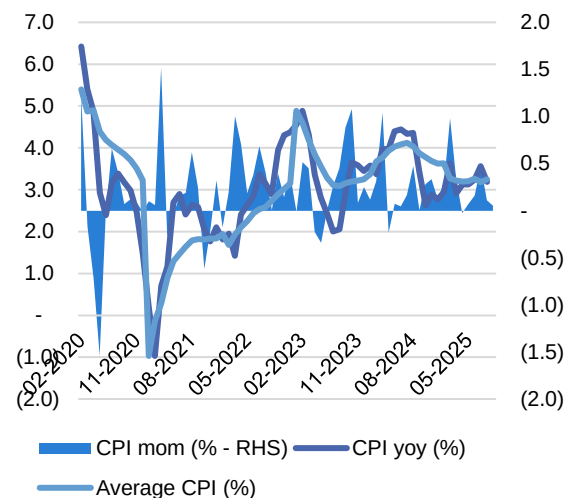
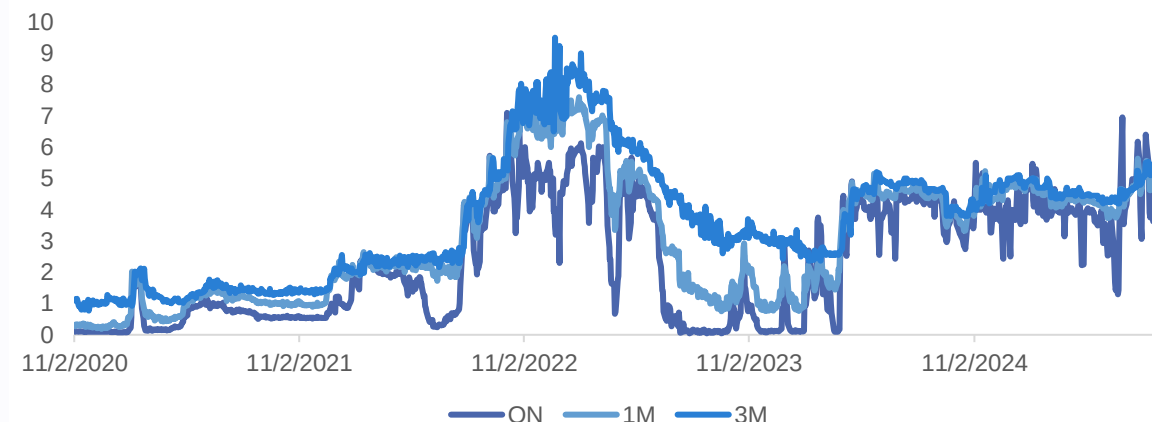
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

附录：坚实的宏观基础与高度的政治决心

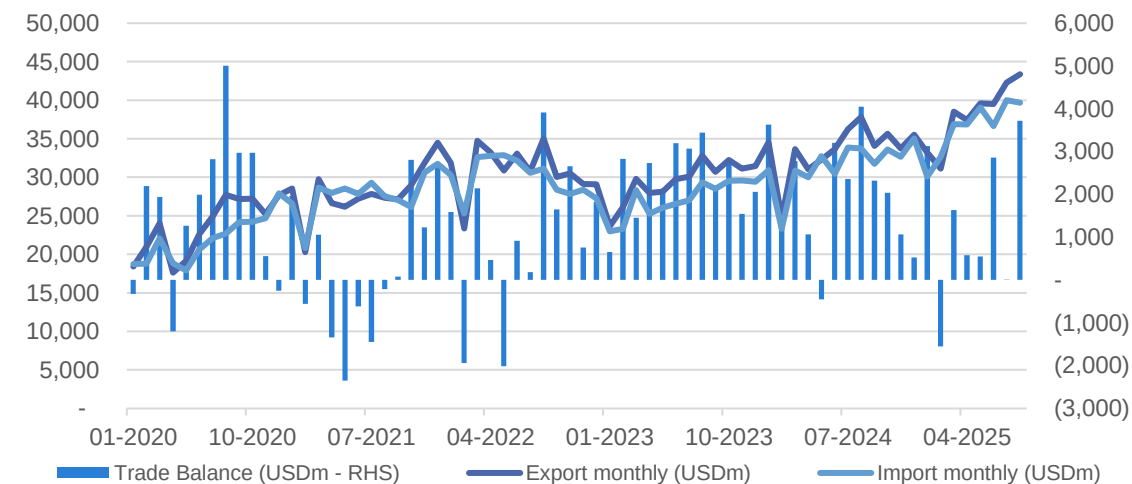
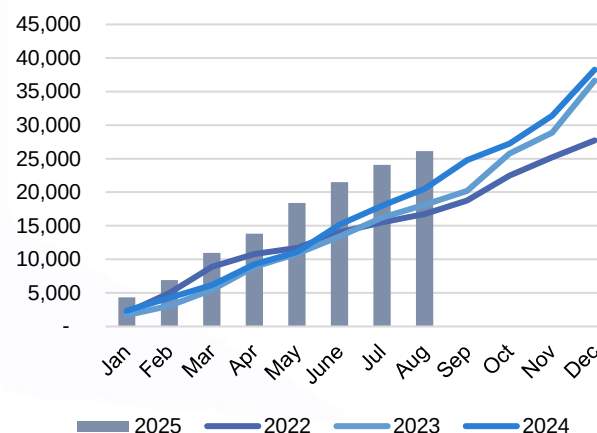
越南GDP季度增长率 (%)



Vnibor Interest Rate (%)



Cumulative annual registered FDI (million USD)



源: FiinproX, GSO, GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



附录：主要机构对越南经济增长的预测

国际货币基金组织上调越南经济增长预测

	2023	2024 E	2025F	2026F
GDP growth	5.1	7.09	6.5	5.6
Unemployment rate (%)	2.3	2.2	2.3	2.5
Inflation rate (%)	3.3	3.6	3.4	3.2
Core inflation (%)	4.2	2.7	3.2	2.8
National saving (% GDP)	38	37.2	34.9	33.2
Investment (% GDP)	31.6	30.6	30.9	30.8
Private investment (% GDP)	24.8	24.6	24.1	23.7
Public investment (% GDP)	6.8	5.9	6.8	7.1

大华银行对越南经济的预测

FX & Rates	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
USD/VND	26,300	26,200	26,100	26,000
VND Refinancing Rate	4.50	4.50	4.50	4.50
Economic Indicator	2023	2024	2025F	2026F
GDP (%)	5.1	7.1	7.5	7.0
CPI (avg y/y %)	3.3	3.6	3.6	4.0
Current Account (% of GDP)	5.8	3.0	3.6	3.0
Fiscal Balance (% of GDP)	-3.0	-2.5	-3.5	-3.7

在9月越南经济更新报告中，得益于2025年上半年越南GDP增长了7.5%，世界银行预测2025年全年越南GDP增长率将达到6.6%。世界银行认为，中期来看，鉴于全球贸易回暖以及越南作为制造业目的地的优势，2026年越南GDP增长率可能放缓至6.1%，2027年将回升至6.5%。

源: IMF, WB, UOB, GTJASVN Research



附录: GTJA WATCHLIST

股票代码	板块	目标价	最近/相关报告
STB	银行	44,000	
MBB	银行	33,000	link
VCB	银行	71,325	
TCB	银行		link
HDB	银行	28,233	link
LPB	银行		link
ACB	银行	25,500	link
CTG	银行	43,000	
VHM	房地产		link
KDH	房地产	38,000	link
NLG	房地产	42,600	
PDR	房地产		
HDG	房地产	34,300	
HDC	房地产		
AGG	房地产	19,000	
IDC	工业区房地产	53,000	
SZC	工业区房地产	Underperform	
BCM	工业区房地产	Underperform	link
SIP	工业区房地产	68,800	
CTD	建筑	106,000	
VCG	建筑	24,000	
HHV	建筑	13,500	
HPG	钢铁	32,500	link
HSG	钢铁	18,000	link
NKG	钢铁	15,000	

股票代码	板块	目标价	最近/相关报告
MWG	零售	68,000	
PNJ	零售	95,000	
FRT	零售	191,000	link
SSI	证券		
HCM	证券		
MBS	证券		
FTS	证券		
VCI	证券		
HAH	海运	72,000	link
BWE	公共事业	52,000	
MSR	基础资源		link
DGC	化学	110,000	link
FPT	科技	130,000	
CTR	电信	120,000	
TTN	电信	21,100	link
PVS	油气	40,000	
PVD	油气		
GAS	油气	80,000	
PLX	油气		
DBC	消费	29,500	link
VNM	消费	65,500	link

源: 30/09/2025, GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



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

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

郑庆玲

Research Analyst

linhtk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:707

阮岐明

Chief Economist

minhmk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:706

陈氏红绒

Deputy Director

nhungttth@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





CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

联系方式	河内总部地址	胡志明分行地址
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	越南，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	越南，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

