



企业报告:

越南兴旺股份商业银行 (VPB)

分析部
2025 年 10 月 17 日

2025 年前 9 个月经营业绩更新

经营业绩更新

VPBank 录得自 2022 年以来最强劲的季度业绩:

2025 年第三季度税前利润达 9.17 万亿越盾 (同比增长 76.7%), 使前 9 个月累计利润达到 20.4 万亿越盾 (同比增长 47.1%), 已完成全年计划的 81%。

信贷增长继续成为主要驱动力, 贷款余额较年初增长 28.4%, 重点投向抵押贷款和中小企业 (SME) 客户。存款也相应增长, 其中活期存款 (CASA) 同比增长 33.6% 提供了有力支撑。资产质量持续改善, 合并不良贷款率低于 3%, 回收债务达 2.9 万亿越盾。流动性与资本状况保持健康, 贷款/存款比率 (LDR) 为 82.8%, 资本充足率 (CAR) 超过 13%。

评估

我们建议“持有”VPB 股票。该股票自年初以来大幅上涨, 目前约 34000 越盾/股 接近基于剩余收益模型估算的合理价值 35100 越盾/股。

尽管短期上涨空间有限, 但我们肯定该行在扩大信贷规模、改善资产质量、保持低成本收入比方面执行一致未来的估值上升潜力可能来自子公司价值的实现——尤其是预计在 2026 年 IPO 的 VPBankS——以及融资结构的进一步优化。

总体而言, 我们认为 VPB 是一家结构稳健的民营银行, 其 中期增长前景得到高效可扩展生态系统的有力支撑。

建议:

持有

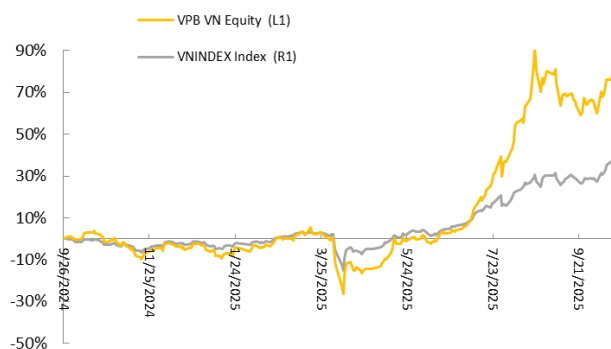
6-18个月的目标价:

35100

目前价:

VND34000

股价走势



股价走势

	1 M	3 M	1Y
波动率%	3.06%	52.87%	67.44%
与越南指数相比	3.60%	16.19%	34.05%
平均价 (越盾)	31,475	31,950	25,516

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万) 7,933
市值 (十亿越南盾) 215,009
三个月平均成交量 ('000) 31,774
52 周最高/最低价 (越盾) 38,650/15,528
源: the Company, Guotai Junan (VN).

大股东 (%) Sumitomo Mitsui Banking Corp 15%
Free float (%) 55%
LDR (%) 82.8%
CAR (%) 14%

2025 年前 9 个月经营业绩更新

一、利润增长由大规模信贷与稳定的净利差（NIM）推动

VPBank（越南兴旺股份商业银行）2025 年第三季度的利润强劲回升，主要得益于在有抵押贷款细分市场的大规模信贷增长，同时通过改善资金结构维持了稳定的净利差（NIM），尽管资产收益率结构有所变化。

银行第三季度合并税前利润达到 9.166 万亿越盾，同比增长 76.7%，累计前九个月利润达 **20.396 万亿越盾**，同比增长 47.1%，完成全年计划的 81%。这一增长主要来自信贷扩张和保持利润率，而非削减运营成本。

客户贷款总余额达到 912 万亿越盾，年初至今增长 28.4%，母行与子公司均有贡献。其中，中小企业（SME）贷款增长 29.1%，抵押贷款增长 27.7%，受益于第 68 号决议及优先信贷计划。向有抵押资产的贷款领域转移显示出更加谨慎的增长策略，有助于提升信贷质量。

尽管贷款组合结构有所调整，但净利息收入仍同比增长 22.7%，净利差（NIM）稳定在约 4.4%。

轻微下降反映了银行从无抵押消费信贷转向风险较低贷款后的自然收益调整。此外，曾是高收益来源的 FE Credit 尚未完全恢复到 2022 年前的水平，导致对净利差的贡献下降。

在资金方面，活期存款（CASA）同比增长 33.6%，达到近 90 万亿越盾，帮助在激烈利率竞争中减轻资金成本压力。

此外，VPBank 已成功发行 3 亿美元的可持续国际债券，进一步多元化资金来源，有助于未来降低融资成本波动。

与同行银行相比，VPBank 的净利差体现了收益率与信贷质量之间的平衡。

当许多私人银行因资金成本上升和竞争压力而导致净利差大幅收窄时，VPBank 凭借在信贷定价上的纪律性，依然保持相对稳定的利润率。

二、主动计提拨备，改善资产质量并提高利润稳定性

尽管在高风险领域（消费信贷与 FE Credit）中仍占较大比重，VPBank 自 2024 年以来在资产质量方面表现出显著改善。根据第 31 号通函的合并不良贷款率已降至 3% 以下——这是多个季度以来的首次——而单体不良贷款率也从 2024 年底的 2.47% 降至 2.23%。这一成果得益于更严格的信贷审查标准、更精细的客户分类，以及在贷款生命周期中更早介入的管理措施。同时，银行在客户选择上也更加审慎，重点聚焦于疫情后偿债能力较强的客户群体。

然而，不良贷款拨备覆盖率（LLR/NPL）仍维持在 60% 以下，低于行业平均水平。此外，贷款总额拨备比例也从 2022 年超过 3% 降至 2025 年第三季度的 2% 以下，显示在不利情境下的拨备缓冲仍然有限。

尽管如此，VPBank 的拨备策略正在向更为主动的方向转变。2025 年第三季度的拨备费用达到 4.6 万亿越盾，约占营业总收入的 15%，使得前九个月的累计拨备总额达到 14 万亿越盾，同比增长 8.7%，高于行

业平均水平，约 9%至 11%。拨备费用上升而 LLR 下降，说明银行正在积极确认和消化预期风险，而非延后入账——这表明其资产负债表管理正趋于主动与稳健。

从长期来看，依据第 14 号通函逐步转向 Basel III 标准下的 IRB 模型，将有助于 VPBank 通过内部评级体系更好地控制信贷风险，并更精准地分配经济资本。由此，信贷活动将更加规范、高效，并有助于降低利润波动——这是高风险偏好银行实现可持续发展的关键因素。

三、非利息收入：来自 VPBankS 及 2026 年潜在 IPO 的新增长引擎

尽管净利息收入仍是主要收益来源，VPBank 的非利息收入正在快速增长，并有望在中期成为利润的重要支柱。2025 年前三季度，非利息收入占营业总收入的 14.8%，较 2024 年的 13.1%提升明显，主要贡献来自经纪业务、银保合作（bancassurance）及咨询服务。

这一收入来源有望迎来更强劲的增长动力。VPBankS 在 2025 年前三季度实现税前利润 3.26 万亿越盾，为同期的 4 倍，得益于经纪、融资融券及投资银行业务的全面增长。其融资融券余额达 27 万亿越盾，位列市场前三，且仍具约 13.5 万亿越盾的扩张空间。

VPBankS 计划发行 3.75 亿股进行首次公开募股（IPO），发行价为每股 33900 越盾，预计募资约 12.7 万亿越盾，将成为越南民营证券行业规模最大的 IPO 之一。该交易预计将：巩固集团合并资本基础；为信贷扩张创造空间；以及增强 VPBank 生态体系内的交叉销售潜力。

此外，GPBank 自 2025 年 6 月起重返盈利，标志着多年重组后的关键转折点。凭借全新的数字化平台 GP.DigiPlus 及焕新的品牌形象，GPBank 将助力 VPBank 拓展至更低层级客户群体，并进一步强化集团整体的数字化转型能力。

GTJA 评估与 2026 年展望

VPBank 已经证明，其以零售业务为核心的增长模式能够实现高盈利，而不伴随相应程度的风险。2025 年第三季度的经营业绩标志着一个重要的转折点：银行开始收获在规模扩张、数字化转型及综合生态体系建设上的战略成果。随着成本收入比（CIR）降至 24%以下，股东权益回报率（ROE）保持在 17%以上，VPBank 的核心盈利基础较以往周期更加稳固。

在资产质量方面，我们观察到多项积极信号，表明信贷风险已得到有效控制。尽管贷款组合仍集中于高收益、高风险领域，VPBank 主动提前计提拨备，使其能够在吸收周期性冲击的同时保持增长。不良贷款率趋稳、关注类贷款下降以及有选择性的核销措施，均支撑我们对信贷成本将在 2026 年回归正常水平的预期。

展望未来，我们预计 VPBank 将继续实现高于行业平均水平的增长，主要驱动因素包括：持续拓展中小企业（SME）及消费金融客户基础；VPBankS 业务带动的手续费收入增长；预计于 2026 年进行的 VPBankS IPO，有望带来可观的资本收益并提升合并 ROE。

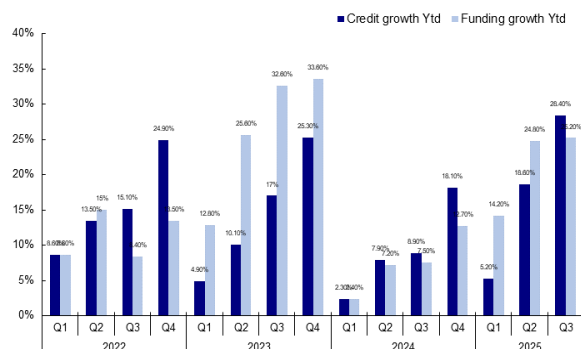


需要关注的潜在风险包括：

- 若 2026 年利率上行，资金成本压力可能重新出现，而 VPBank 的活期存款比例（CASA）仍相对较低，约 18%；
- FE Credit 的复苏进度仍然缓慢，若债权回收或重组进一步延迟，可能对资产质量造成影响；
- 为维持每年超过 25% 的信贷增长速度，VPBank 需进一步强化资本缓冲——可行方案包括留存收益、实施员工持股计划（ESOP）或引入战略投资者。

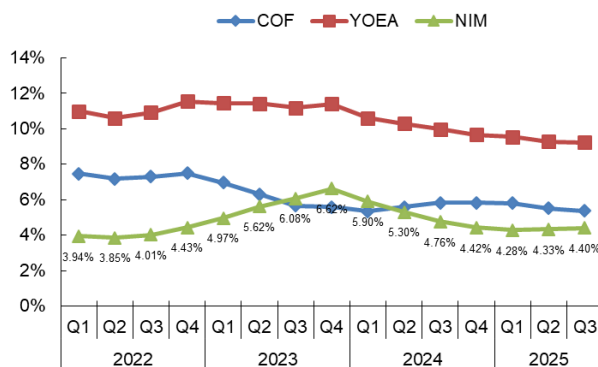
总体而言，我们认为 VPBank 正在从“高增长——高风险”模式，逐步转型为更加均衡、可持续的金融体系。其估值重塑的故事——从一家成长型银行迈向综合金融生态体系——仍在进行中。而当前市场或许尚未完全反映其子公司价值及结构性改善所带来的潜在上行空间。

Figure-1: 合并信贷与资金增长（年初至今）



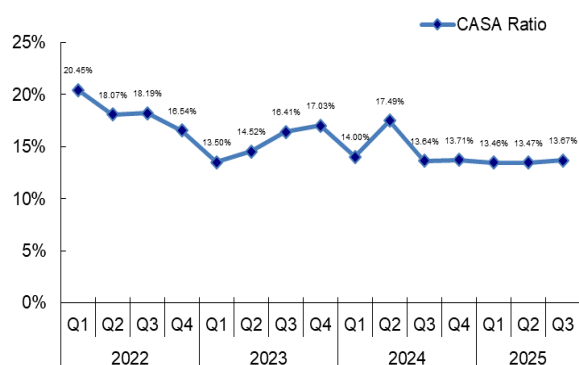
源: VPB, Guotai Junan (VN).

Figure-2: 净利差（NIM）



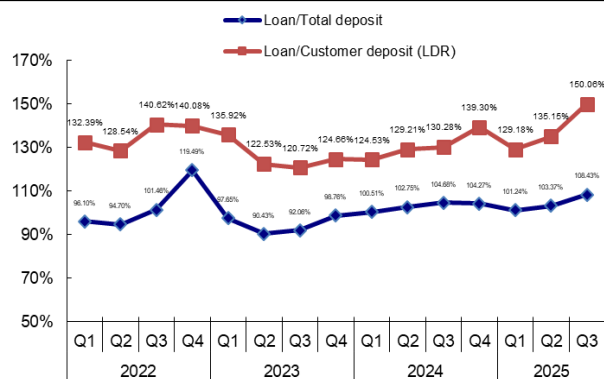
源: FiinPro-X, Guotai Junan (VN).

Figure-3: CASA



源: FiinPro-X, Guotai Junan (VN).

Figure-4: LDR



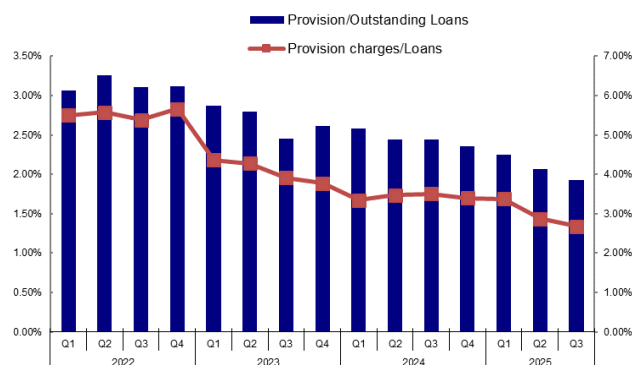
源: FiinPro-X, Guotai Junan (VN).

Figure-5: 不良贷款拨备覆盖率（NPL Coverage Ratio）



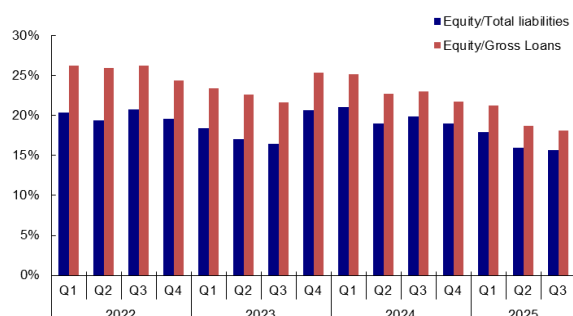
源: FiinPro-X, Guotai Junan (VN).

Figure-6: 信贷拨备费用



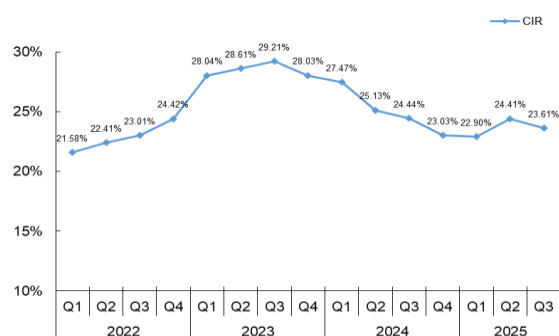
源: FiinPro-X, Guotai Junan (VN).

Figure-7: 杠杆率与资本缓冲比率



源: FiinPro-X, Guotai Junan (VN).

Figure-8: CIR



源: FiinPro-X, Guotai Junan (VN).

附录：VPBankS IPO 摘要

发行概况

- 发行数量：3.75 亿股
- 预计发行价：33900 越盾/股
- 募集总额：约 12.7 万亿越盾（约 5 亿美元）
- IPO 后预估市值：约 64 万亿越盾（约 25 亿美元）
- 上市交易所与时间：预计于 2025 年 12 月在 HOSE（胡志明证券交易所）上市

估值比较

- 2025 年预测市盈率（P/E）：14.3 倍（行业平均：23.1 倍）
- 2025 年预测市净率（P/B）：2.4 倍（行业平均：2.7 倍）

2026–2030 年战略目标

VPBankS 致力于成为一家全面的投资银行平台，与 VPBank 拥有超过 3000 万客户的生态体系实现深度融合。

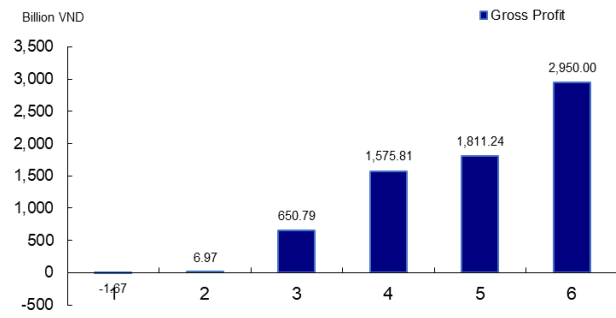
其中期目标包括：

指标	目标值
营收复合年增长率（CAGR）	约 32%/年
税前利润（PBT）	17.52 万亿越盾
目标股东权益回报率（ROE）	19%
目标资产回报率（ROA）	6.5%
市场地位	融资融券业务排名第 1， 经纪业务（HOSE）排名第 2， DCM/ECM 业务排名第 2

战略方向

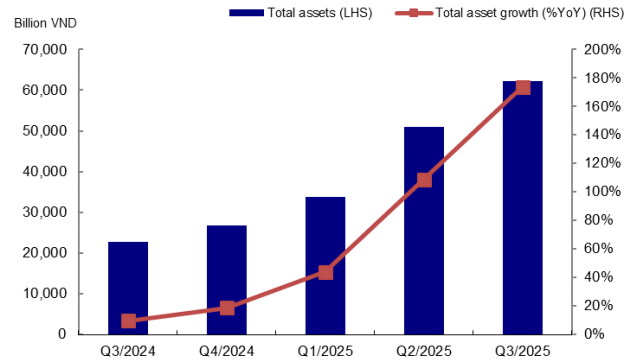
VPBankS 的战略定位是在核心业务领域保持领先地位，包括证券经纪、融资融券、投资银行（并购咨询 M&A、股本融资 ECM、债务融资 DCM）以及定制化金融解决方案。本次 IPO 标志着 VPBankS 战略发展的关键转折点，确立其成为越南领先投资银行的长期目标。

Figure-9: 毛利润



源: FiinPro-X, Guotai Junan (VN).

Figure-10: 总资产



源: FiinPro-X, Guotai Junan (VN)

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

陈氏红绒

Deputy Director

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703

郑庆玲

Research Analyst

linhtk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:707

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

