



企业报告: PAN 集团股份有限公司 (PAN)

研究部

邮箱: research@gtjas.com

2025 年 10 月 28 日

2025 年 9 个月企业经营业绩更新

主要内容

2025 年前 9 个月, PAN 集团的营业收入和税后利润分别达到 11.917 万亿越南盾和 8221 亿越南盾, 分别同比增长 11.5% 和 3.2%。其中, 海产品业务 (包括 FMC 出口的虾类) 的营业收入同比增长 23.5%, 农业和包装食品等其他业务的营业收入与去年同期相比基本持平。凭借这一业绩, PAN 集团实现了 2025 年营业收入计划的 77% 和利润计划的 59.9%。

仅在 2025 年第三季度, PAN 的收入同比增长了 1.1%, 而税前利润却下降了 15.8%。针对上述差异, PAN 董事会列举了一些主要原因, 包括: 2024 年与海燕有限公司合并后未产生特别利润; 税收政策导致分销渠道拥堵; 以及受暴雨和闰年影响, 种植季节推迟了一个月。

预测 2025 年第四季度经营业绩:

- 预计农业业务将受益于年底丰收, 实现销售突破。
- 海产品业务预计也将受益于年底销售旺季以及在中国被征收高额关税的背景下迎来旺盛需求, 尤其是印度、印尼等其他竞争对手的优势不及于越南。然而, 基于此前的分析, 预计将于 2025 年第四季度末至 2026 年初公布的反倾销诉讼信息将影响该集团对美虾类出口前景。
- 糖果和鱼露食品业务的收入预计将保持平稳。但是, 优化销售渠道和产品结构将有助于提高利润率。

建议:

-

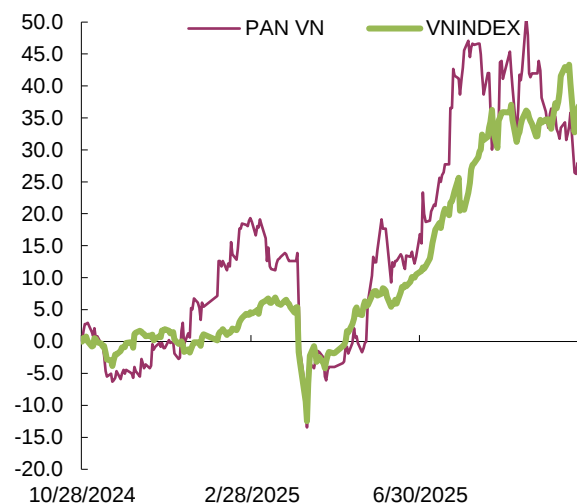
6-18个月的目标价:

-

目前价:

30800

股票 1 年收益率走势



股价走势	1 M	3 M	1Y
波动率%	-4.9%	-5.3%	33.0%
与越南指数相比	-5.4%	5.4%	64.4%
平均价 (越盾)	31,057	32,640	27,370

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万) 208.89
市值 (十亿越南盾) 6,496.63
三个月平均成交量 ('000) 1,719.03
52 周最高/最低价 (越盾) 35600 / 20400

大股东(%) SSI Securities 6.89 %
Free float (%) 68.5%
Debt/Assets (%) 24%

源: the Company, Guotai Junan (VN).

一、经营业绩更新

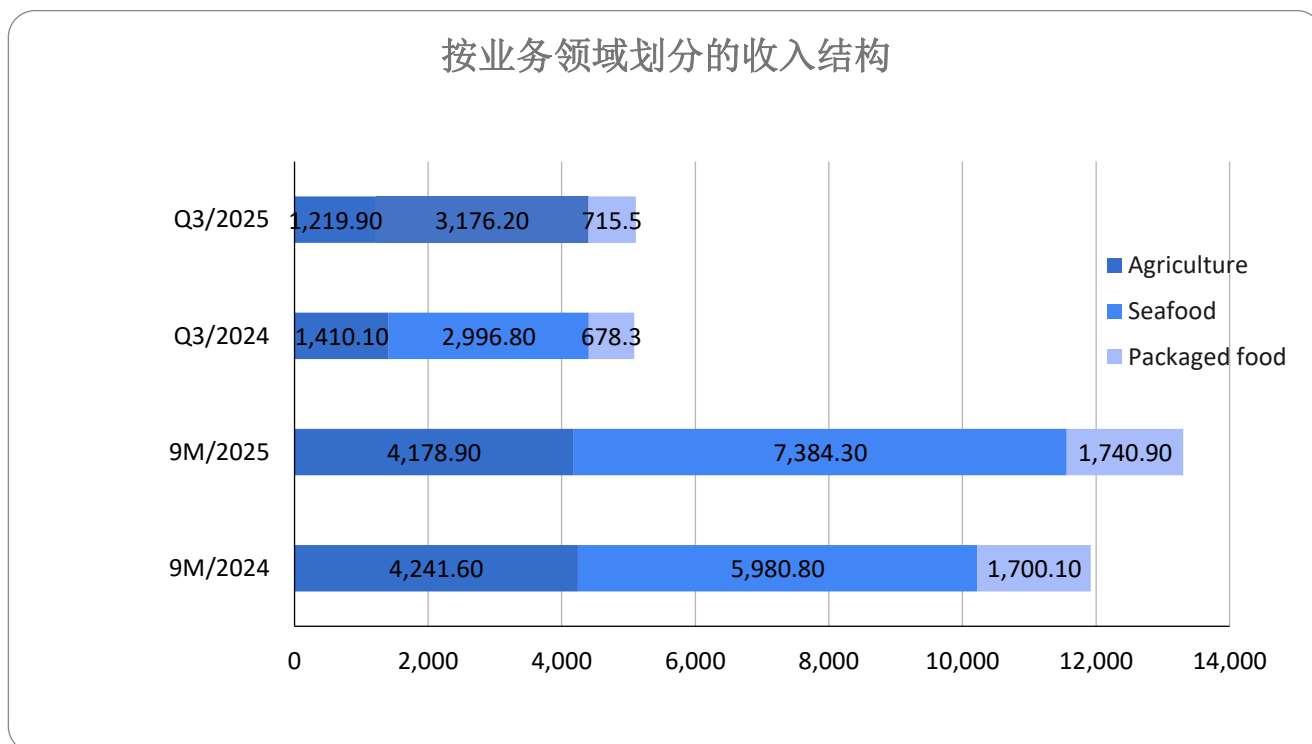
PAN 集团 2025 年第三季度及前九个月经营业绩						
指标	Q3/2025	Q3/2024	%yoy	9M /2025	9M /2024	%yoy
净营业收入	5,138.1	5083.8	1.1%	13,284.8	11,917.2	11.5%
税前利润	304.4	361.4	-15.8%	848.3	822.1	3.2%
税后利润	265.4	343.7	-22.8%	724.3	720.3	0.6%
归属于母公司股东的净利润	155.2	186.7	-16.9%	402.8	363.1	10.9%

第三季度收入达到 5.1 万亿越南盾，同比略增 1%。其中，水产领域贡献最大，占 56%，农业领域贡献 31%，包装食品贡献 13%。

母公司的税前和税后利润分别达到 3040 亿越南盾和 1550 亿越南盾，与 2024 年同期相比下降 16% 和 17%，主要受三大因素影响：2024 年第三季度录得突发性利润（一次性）、税收政策的影响以及 2025 年作物季节比同期晚 1 个月（闰年）。

若单独计算核心利润（剔除海燕责任有限公司（VFG）合并交易带来的突发利润），PAN 第三季度税前利润较去年同期微增 1%。

按业务领域划分的收入结构

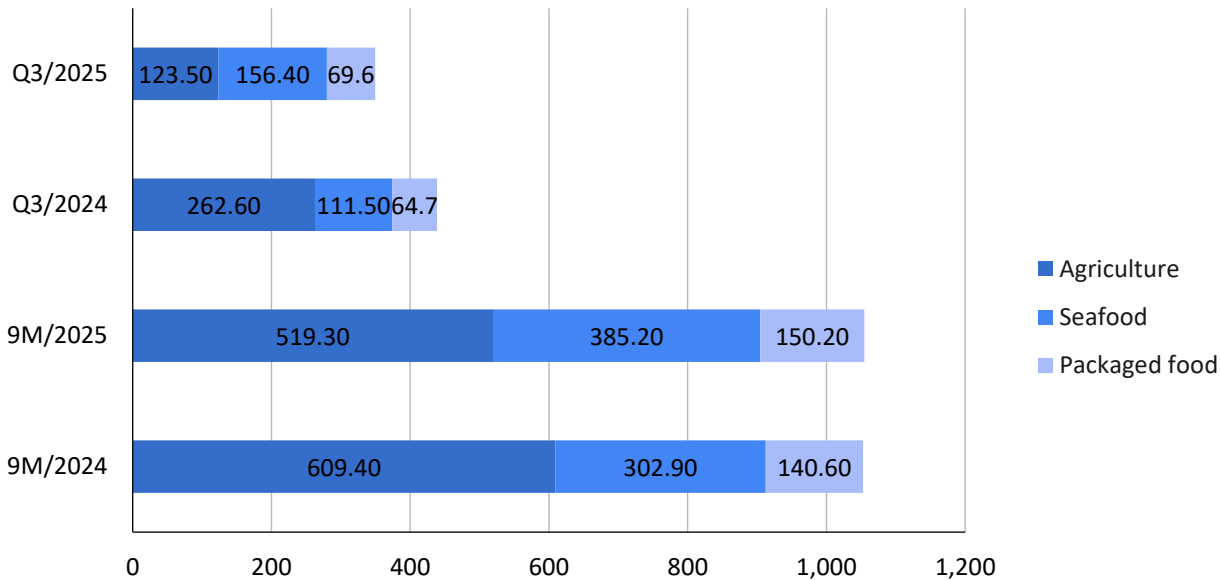


按业务部门划分的净收入						
	Q3/2025	Q3/2024	%yoy	9M /2025	9M /2024	%yoy
农业	1,219.9	1,410.1	-13.5%	4,178.9	4,241.6	-1.5%
水产	3,176.2	2,996.8	6.0%	7,384.3	5,980.8	23.5%



包装食品	715.5	678.3	5.5%	1,740.9	1,700.1	2.4%
合并调整	26.40			26.40		
合并净营业收入	5,138.1	5,085.2	1.0%	13,322.3	11,916.1	11.8%

按行业划分的利润结构



	按业务部门划分的净收入			9M /2025	9M /2024	%yoy
	Q3/2025	Q3/2024	%yoy			
农业	123.5	262.6	-53.0%	519.3	609.4	-14.8%
水产	156.4	111.5	40.2%	385.2	302.9	27.2%
包装食品	69.6	64.7	7.5%	150.2	140.6	6.9%

源: PAN, GTJASVN RS

按业务领域划分的详细经营业绩

1.1. 农业领域

1.1.1 作物种子与大米板块 (Vinaseed)

2025 年第三季度，Vinaseed 的收入较上年同期略微下降 3.5%。税前利润和税后利润分别下降 22% 和 25%。累计前 9 个月，收入略微增长 3.3%，税前利润和税后利润分别略微下降 2% 和 2.6%。

天气状况和税收政策影响购买力，并改变经销商系统采购行为。

PAN 的作物种子与水稻种植板块受到年内台风影响，导致湄公河三角洲退水速度较去年同期放缓，进而影响农民耕作进度（推迟约一个月）。正因如此，原定第三季度销售的产品需延至第四季度。

此外，受新税收政策（第 70/2025/NĐ-CP 号议定）影响，该业务板块的主要客户——个体经营

户在等待税收政策稳定期间，普遍呈现减少甚至暂停新进货的倾向。为应对此状况，公司已主动为个体经营户提供针对新税制的政策适配咨询服务。同时，公司还在本季度研发并推出两款新产品。

计算单位 (十亿越南盾)	Q3/2025	Q3/2024	± %	9M/2025	9M/2024	± %
净收入	492.7	497.3	-0.9%	1,528.9	1,479.6	+3.30%
税前利润	29.8	38.5	-22.7%	152.0	154.9	-1.90%
税后利润	27.5	37.4	-26.4%	128.6	132.0	-2.60%

源: PAN, GTJASVN RS

此外，菲律宾暂时停止大米进口也对公司在该业务板块的收入产生间接影响。菲律宾占越南大米出口总量的 4%，该国暂时停止进口将影响国内大米价格，导致对大米植物品种的需求减少。然而，PAN 公司认为，菲律宾暂时停止大米进口的措施不会持续太久，明年该国可能会继续进口越南大米，从而不会对公司的大米出口业务造成重大影响。

1.1.2 消毒剂与农药板块 (VFC)

与作物种子和大米板块情况类似，天气状况和税收政策也对 VFC 的销售额造成影响。特别是，上一季度开展的打击假冒伪劣及劣质产品专项行动，使得 VFC 客户采购力下降，减少进货并最大限度地降低库存水平。

计算单位 (十亿越南盾)	Q3/2025	Q3/2024	± %	9M/2025	9M/2024	± %
净收入	710.5	885.1	-19.7%	2,576.0	2,701.8	-4.7%
税前利润	88.0	205.0	-57.1%	296.5	417.5	-29.0%
税后利润	65.5	194.0	-66.2%	231.0	354.2	-34.8%

源: PAN, GTJASVN RS

1.2 水产领域

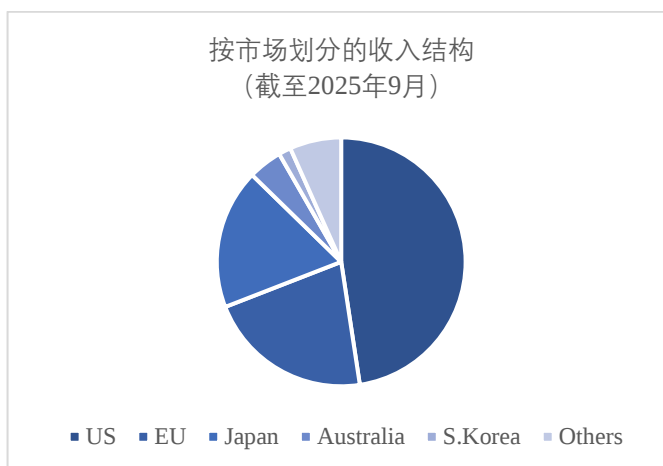
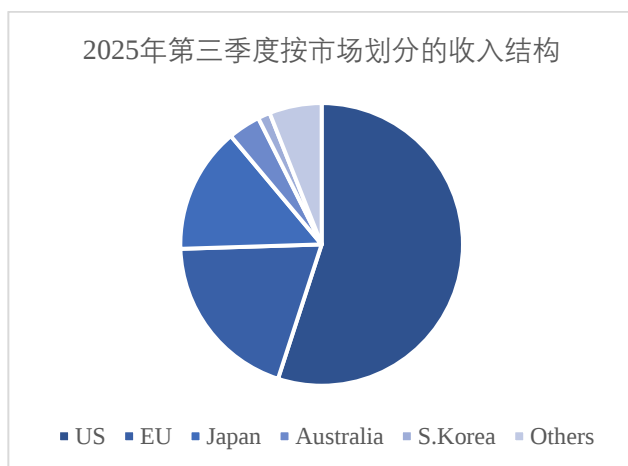
1.2.1 虾类出口板块 (隶属于 FMC)

第三季度，该集团在 FMC 虾类出口的收入增长 5%，税后利润增长 19%。

在面临美国市场税收政策带来的宏观挑战背景下（当期产生 1930 亿越南盾的对等关税，而去年同期为零），该增长凸显了集团此前为虾类板块制定的出口市场转型战略卓有成效。此外，财务运营效率的提升也为公司利润增长做出了贡献。

计算单位 (十亿越南盾)	Q3/2025	Q3/2024	± %	9M/2025	9M/2024	± %
净收入	2,983.5	2,844.3	4.9%	6,850.4	5,548.5	+23.5%
税前利润	108.0	90.8	19.0%	245.0	231.8	-5.7%
税后利润	111.9	94.8	18.0%	251.2	235.4	-6.7%

源: PAN, GTJASVN RS



源: FMC, GTJASVN RS

预计将于 2025 年 12 月或 2026 年初公布的 POR19 反倾销税诉讼信息值得关注，并将对 FMC 的出口活动产生重大影响，因为美国仍然是其出口结构中占比最大的市场。据该公司称，POR19 审查期的前景并不乐观。在最坏的情况下，该公司可能面临 25% 的税负，并且暂时停止向美国出口煮虾和冷冻虾，直至 2026 年 9 月 POR20 公布之后才得以更改。

与此同时，据该公司称，得益于其在本日本市场的优势，这有助于增强其在该市场的增长前景。这一优势源于淡季虾类养殖的生产成本，劳动力成本、饲料成本等方面的优化，预计这将有助于第四季度利润率与去年同期相比保持稳定。

1.2.2 鲶鱼出口版块

鲶鱼板块因不受对等关税直接影响（不向美国出口）并推出新产品，实现可观增长。

计算单位 (十亿越南盾)	Q3/2025	Q3/2024	± %	9M/2025	9M/2024	± %
净收入	192.7	151.8	27.0%	534.0	432.3	+23.5%
税前利润	48.4	20.5	135.7%	140.3	70.8	98.2%
税后利润	40.6	18.4	120.7%	124.0	63.3	95.9%

源: PAN, GTJASVN RS

随着公司在日本市场稳固维持市场份额，出口收入有所增长，同时公司还推出裹粉鲶鱼、寿司

鲶鱼等深加工产品，从而提高利润率。公司通过稳固维持日本市场份额，并推出，实现了出口收入增长及利润率提升。此外，生产流程的优化与养殖环节的完善预计将进一步提升企业运营效率。

1.3 食品包装领域

1.3.1 糖果糕点板块 (BBC)

Bibica 的糖果糕点营收略有增长，税后利润则实现大幅增长。这一成果得益于公司调整产品结构，开发新鲜、短保质期、高端且营养更丰富的产品，从而提高利润率。

计算单位 (十亿越南盾)	Q3/2025	Q3/2024	± %	9M/2025	9M/2024	± %
净收入	503.8	479.5	5.1%	1,126.8	1,098.9	+2.5%
税前利润	50.8	38.9	30.7%	85.9	67.5	27.3%
税后利润	43.7	33.8	29.1%	70.9	60.4	17.3%

源: PAN, GTJASVN RS

1.3.2 鱼露与零食板块 (584 芽庄鱼露 & Snack Lafooco)

584 芽庄鱼露

第三季度，鱼露板块表现良好，销售额增长 11%，税后利润增长 59%。这主要得益于公司专注于开发和销售高品质、高蛋白、价格合理且利润率较高的鱼露产品。此外，公司还根据不同市场的口味偏好进行风味调整，从而提高鱼露的价格，并进一步提升利润。

面向现代渠道的新产品旨在取代工业鱼露产品，将于第四季度上市，预计将在未来一段时间内继续成为强劲的增长动力。

Snack Lafooco

计算单位 (十亿越南盾)	Q3/2025	Q3/2024	± %	9M/2025	9M/2024	± %
净收入	127.0	104.4	21.7%	337.4	315.5	6.9%
税前利润	9.7	16.5	-41.2%	30.2	36.2	-16.6%
税后利润	7.6	13.1	-42.0%	23.8	28.6	-16.8%

源: PAN, GTJASVN RS

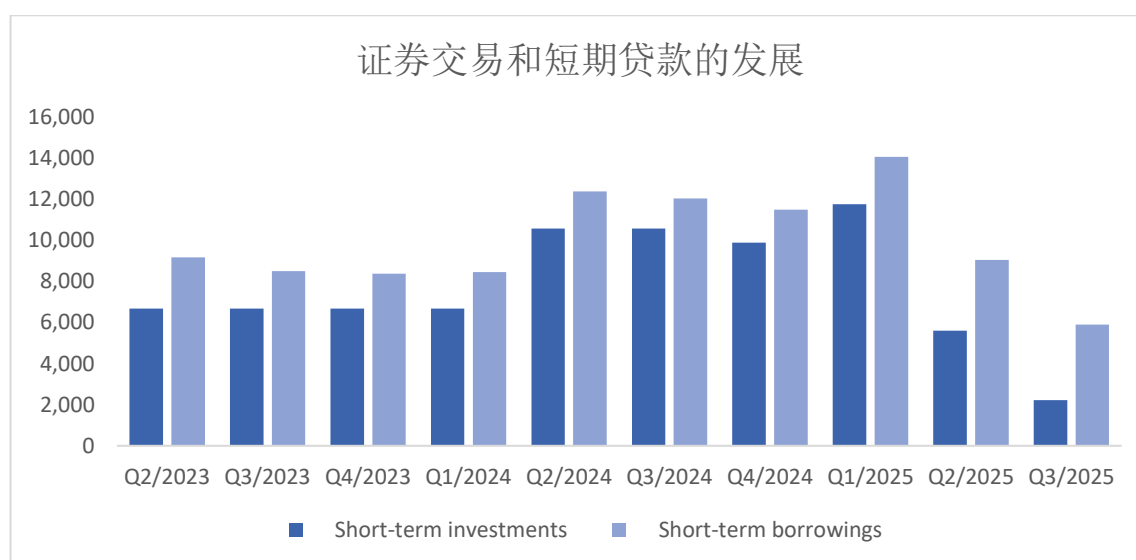
由于 2024 年同期基数较高，且销售腰果原料带来异常利润，该业务板块第三季度的税前利润将大幅下降。若剔除此项一次性因素，2025 年第三季度核心业务利润将同比增长 8%。

II. 财务情况分析

营业效率较为稳定

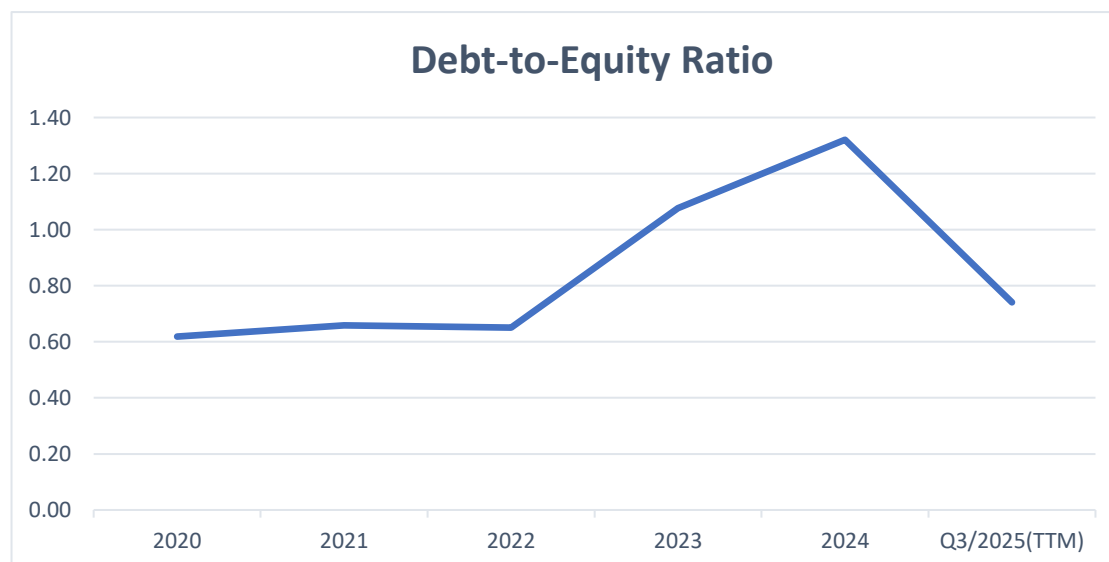
	2020	2021	2022	2023	2024	Q3/2025(TTM)
Gross profit margin	18.45%	18.93%	20.04%	20.14%	20.90%	20.38%
EBITDA margin	8.71%	9.12%	9.52%	10.90%	10.41%	9.56%
EBIT margin	4.04%	4.86%	6.37%	7.11%	7.18%	6.78%
Pretax margin	4.75%	6.06%	6.83%	7.24%	8.36%	7.86%
Net profit margin	4.00%	5.52%	5.82%	6.19%	7.21%	6.67%
ROA	1.70%	2.25%	2.40%	2.24%	2.77%	2.94%
ROE	5.00%	7.53%	8.68%	8.75%	12.35%	12.64%

在此期间，证券组合大幅缩减，与债务方面短期债务项目的减少相对应。对此变化的解释是，这是该集团为利用优惠利率差额增加借贷资金收益而进行的财务优化活动。



经营活动现金流量（CFO）的显著变化也反映了 PAN 在优化财务活动的变化。

随着债务减少，杠杆率也随之降低。



源: FiinproX, GTJASVN

III. 评估

在面临关税上涨、风暴影响及相关法规挑战的背景下，PAN 在 2025 年前 9 个月的整体经营业绩仍表现相对稳定。

我们相信，该公司能够实现 2025 年的营收目标，但利润目标仍面临挑战，目前仅完成了计划的 60%。然而，农业领域仍蕴藏着积极的希望，管理层表示，第四季度通常是农业领域的旺季，占该领域营收和利润的 60%-70%，这将有助于 PAN 更接近其年度利润目标。

集团年度计划完成进度					
(十亿越南盾)	9M/2025	9M/2024	%yoy	2025 年经营计划	% 完成
净收入	13,284.8	11,917.2	11.5%	17,256	77.0%
税前利润	848.3	822.1	3.2%	1,407	60.3%
税后利润	724.3	720.3	0.6%	1,210	59.9%
归属于母公司股东的税后利润	402.8	363.1	10.9%	672	59.9%

源: PAN, GTJASVN RS

预测 2025 年第四季度经营业绩:

- 预计农业业务将受益于年底丰收，实现销售突破。
- 海产品业务预计也将受益于年底销售旺季以及在中国被征收高额关税的背景下迎来旺盛需求，尤其是印度、印尼等其他竞争对手的优势不及于越南。然而，基于此前的分析，预计将于 2025 年第四季度末至 2026 年初公布的反倾销诉讼信息将影响该集团对美虾类出口前景。
- 糖果和鱼露食品业务的收入预计将保持平稳。但是，优化销售渠道和产品结构将有助于提高利润率。

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

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

nhungtt@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

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

河内总部

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

胡志明分公司

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

