



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

# 2026年港口与海运行业展望：看好

Guotai Junan (VN) Research  
December 31, 2025

# 2026年越南港口行业展望

## 01

### 进出口、外商直接投资（FDI）

2026年,进出口总额和外商直接投资预计将持续增长。

GDP的强劲增长叠加工业出口恢复,有助于维持商品产量水平。

## 02

### 运价

预计年初海运运费将略有上涨, 2026年将保持稳定。

越南港口的码头服务价格仍低于区域内其他港口。

## 03

### 关税

越南享有更优惠的关税水平, 并持续受益于“中国+1”战略, 保持积极影响。对等关税不会影响出口结构调整, 越南仍将继续受益。

## 04

### 政策

向深水港投资转移的趋势发展三角模式——多极化战略, 连接海港与工业中心和金融中心。

## 05

### 行业竞争

供给过剩压力仍然存在, 尤其是在船队运力供给方面。航运联盟重组引发大量空班（Blank Sailing），对中小型航运企业造成竞争压力。

2025年, 越南港口及海运行业在对等关税信息、政策调整以及行业结构变化等因素带来影响的背景下, 仍然录得积极的增长表现。展望2026年, 我们预计该行业的经营前景将继续保持向好, 主要得益于越南在全球供应链中的地位日益稳固, 以及行业内联盟与企业主动把握机遇, 通过港口产能和运输能力扩张计划来推动增长。

推荐股票: **HAH、VSC、GMD**



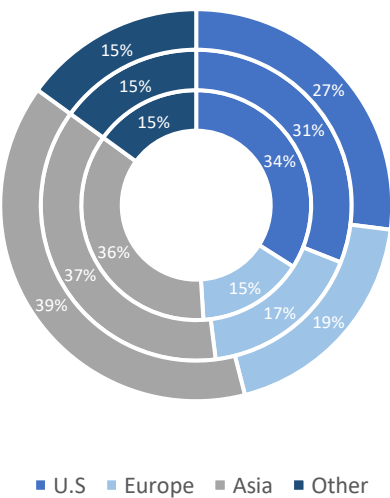
# 特朗普关税并未逆转“中国 +1”趋势

- 越南成功与特朗普总统谈判，将关税税率从**46%**下调至**20%**：根据美国官方公布、自2025年8月起生效的关税政策，越南获得低于此前预期的关税水平（由46%降至20%），从而帮助越南避免在主要出口市场中丧失竞争优势。与此同时，越南政府和本土企业也已采取措施，开拓并扩大其他出口市场，以降低对美国市场的依赖。预计在2025–2026年期间，越南的出口市场结构将出现调整与转移。
- “中国+1”趋势持续巩固越南作为物流枢纽的核心地位：跨国公司正日益将其业务区域转移至越南。Citi Research发布的《全球供应链重组》报告强调，超过70%的跨国集团正在推进供应与生产的多元化，“中国+1”战略正成为主导趋势。研究指出，自2018年以来，越南承接从中国迁出的制造产能中近37%的份额。
- 港口规划为中长期增长提供空间：鉴于供应链转移带来的机遇，越南政府出台《2021–2030年港口系统发展总体规划》（第1579/QĐ-TTg号决定），目标是推进港口现代化并扩大吞吐能力，到2030年可处理多达4700万标准箱（TEU），增长超过50%；同时还制定延伸至2050年的更长期发展规划。

各国与越南的关税水平对比

国际	4月9日实施的旧版对等关税水平	新关税	调整
泰国	36%	19%	-17%
印度尼西亚	32%	19%	-13%
马来西亚	24%	19%	-5%
中国	59%	47%	-12%
越南	46%	20%	-26%

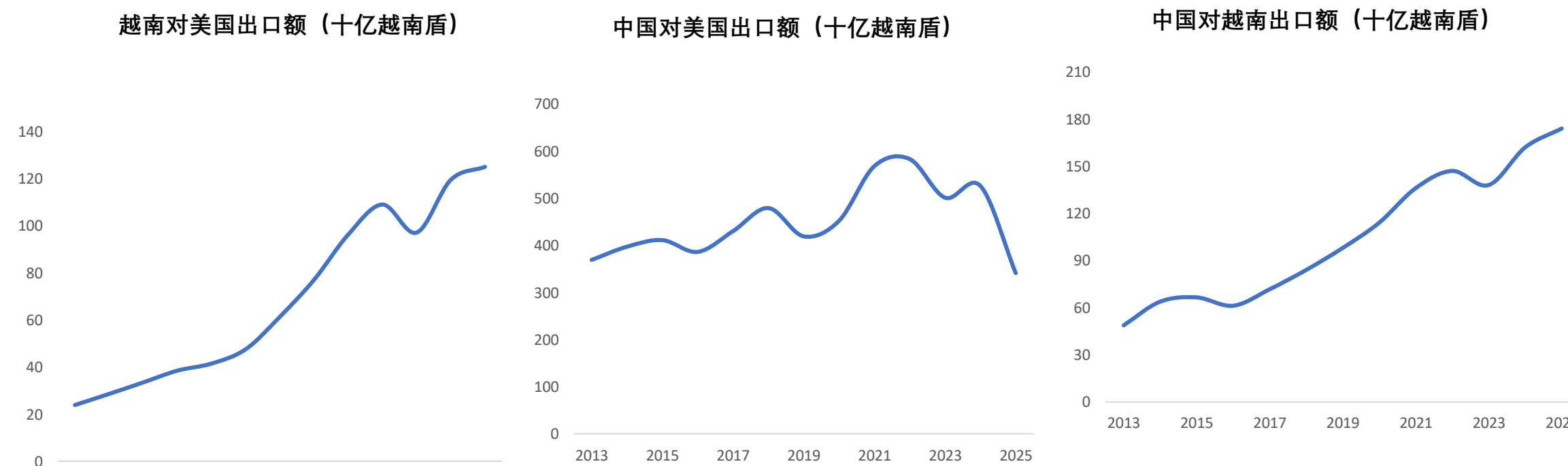
出口市场结构的转变  
(由内向外依次对应2024年-2025年-2026年)



■ U.S ■ Europe ■ Asia ■ Other

# 特朗普关税并未逆转“中国 +1 ”趋势

- **电子设备领域的外商直接投资（FDI）**：在中国扶持本土企业政策以及中韩地缘政治紧张局势的双重压力下，三星被迫退出中国市场并转向越南。尽管三星较早进入中国市场，但由于文化差异、中国消费者对韩国产品的抵制，以及本土企业对生产技术的复制，三星再次关闭其位于中国苏州的工厂，并将生产线迁回越南。在2025年，三星承诺继续加大对越南的投资，其中具有代表性的是计划在北宁省实施 OLED 显示屏生产工厂项目，投资规模达18亿美元。与此同时，越南仍然是苹果的重要生产基地。截至2025年，越南已生产约占全球总量 20% 的 iPad 和 Apple Watch、5% 的 MacBook，以及高达 65% 的 AirPods。
- **在鞋类领域**：根据耐克（Nike）2025 财年最新报告，越南是耐克全球最大的生产基地，其全球 51% 的耐克鞋类产品在越南生产。2025 年 5 月，新落成的艾利丹尼森（Avery Dennison）工厂正式投产，为耐克和阿迪达斯提供配套服务，产能高达每日 80 万枚标签。
- 总体来看，跨国企业生产线的持续转移，预计将在未来一年内继续对越南的进出口总额带来积极影响。

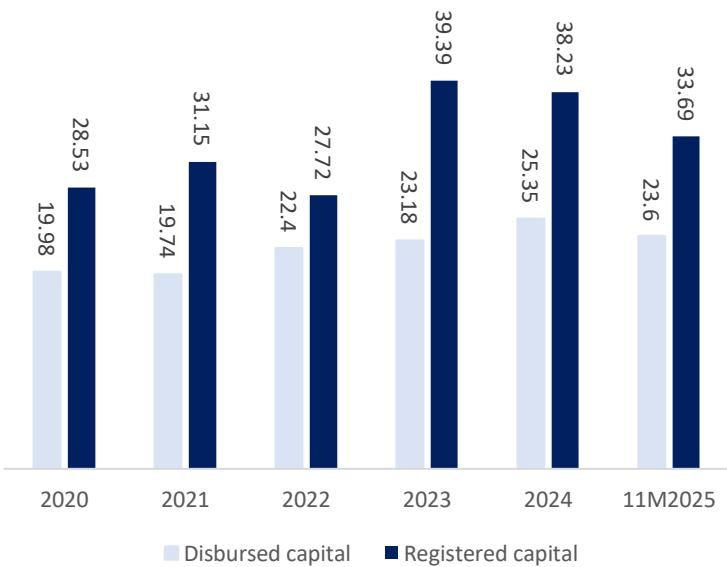


# 越南的外商直接投资（FDI）与进出口持续保持积极增长态势

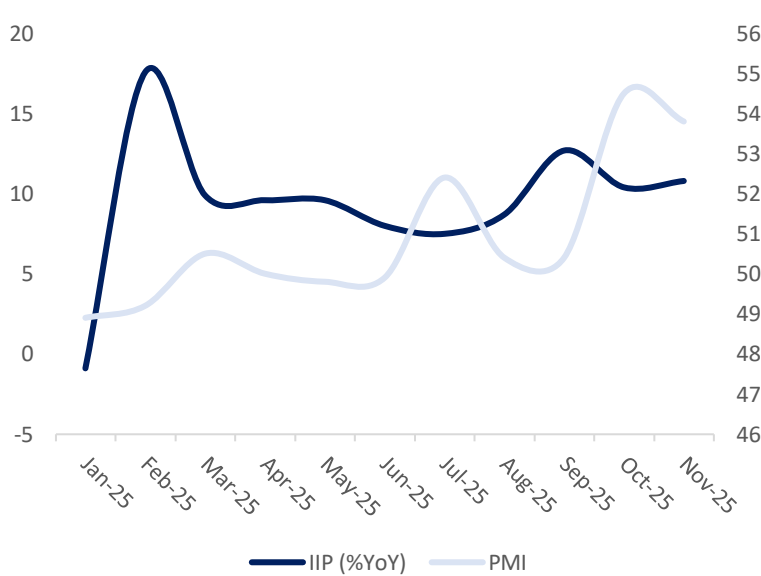
2025年越南港口货物吞吐量维持良好增长，预计2026年将达到并超过10亿吨的规划目标。

- 截至2025年11月，越南实际到位的外商直接投资（FDI）达236亿美元，同比增长8.9%。不仅传统投资者持续加码，新投资者也不断扩大在越南的经营活动。
- 2025年11月制造业采购经理指数（PMI）达53.8，显示制造业活动持续强劲扩张；同期工业生产指数（IIP）同比增长10.8%，反映出实际产量的实质性增长。两项指标同步向好，进一步巩固2025年末工业部门的积极前景，并为2026年的增长奠定基础。
- 根据越南海事局统计，2025年全国通过海港和内河港口的货物总量预计约为11.7亿吨，同比2024年增长12%。其中，集装箱货物吞吐量约3436万标准箱（TEU），同比增长11%。越南海运船队共有1434艘船舶，总载重吨约940万DWT。2025年新增注册船舶73艘。
- 2025年，越南海事与内河航运管理部门已完成行政手续精简方案，使行政办理时间缩短33.04%，手续成本降低30.5%，并实现行政程序100%“线上化”。

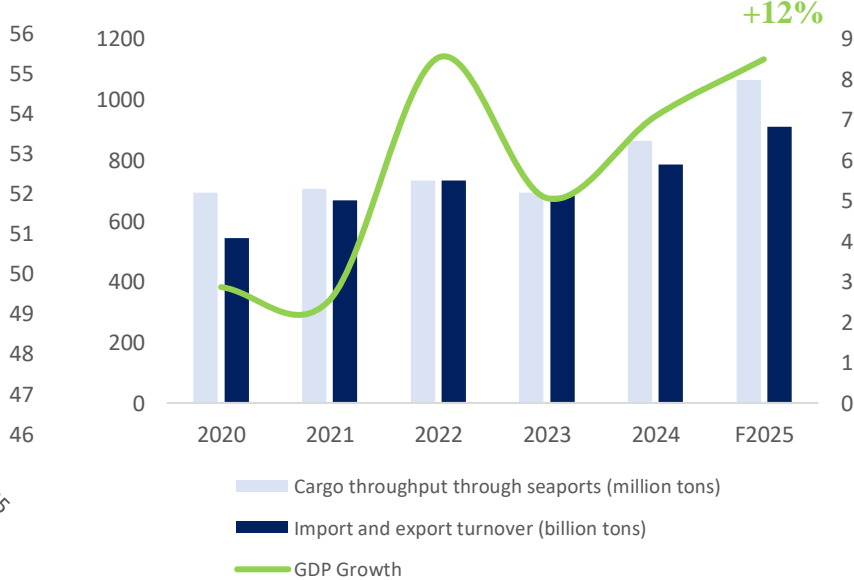
外国直接投资（FDI）



越南PMI和IIP



越南海港货物吞吐量

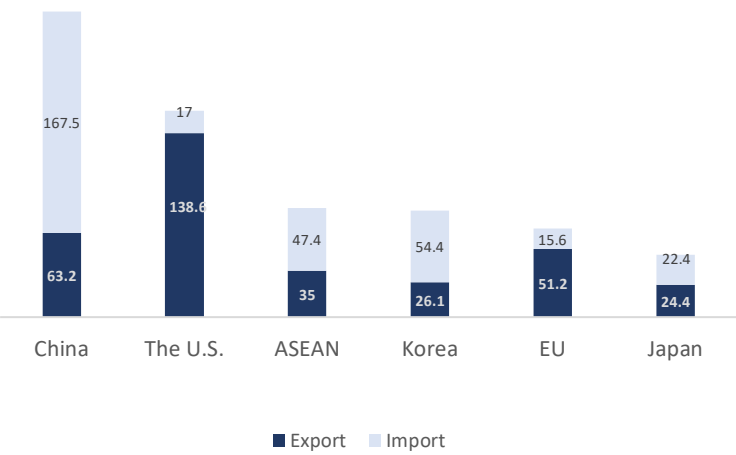


# 越南的外商直接投资（FDI）与进出口持续保持积极增长态势

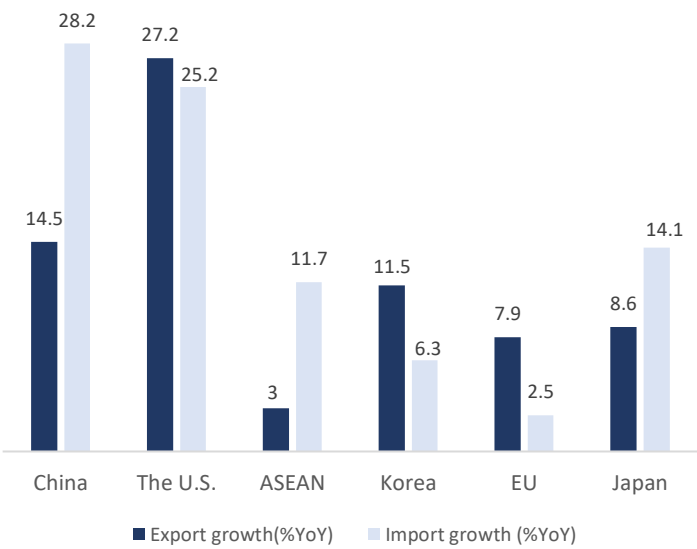
年底数月出口表现持续向好，显示即便在美国“提前囤货”（Frontloading）高峰期结束后，增长前景依然乐观。

- 据越南统计总局（GSO）数据，截至2025年11月，越南进出口总额达8397.5亿美元，同比增长17.2%。其中，出口额同比增长16.1%，进口额同比增长18.4%。货物贸易实现顺差205.3亿美元。2025年11月当月，越南进出口总额同比仍保持两位数增长，同比增长15.6%。
- 在贸易伙伴方面，受益于较为有利的关税水平，美国继续成为越南最大的出口市场，出口额达1386亿美元，占全国出口总额的32.22%。中国则是越南最大的进口来源国，进口额达1675亿美元，占全国进口总额的40.89%。
- 越南主要出口商品保持良好增长势头。根据越南统计总局公布的2025年前11个月累计数据，电子及零部件出口增长13.4%，出口额达960亿美元；运输工具增长12.6%；水产品增长12.6%；机械设备增长11.6%等。

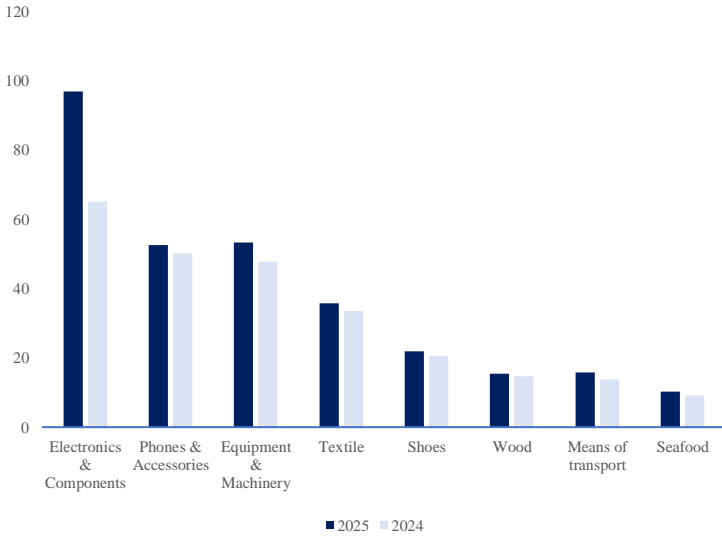
按市场划分的进出口贸易额结构



2025年各市场进出口增长情况



主要大宗商品的出口额



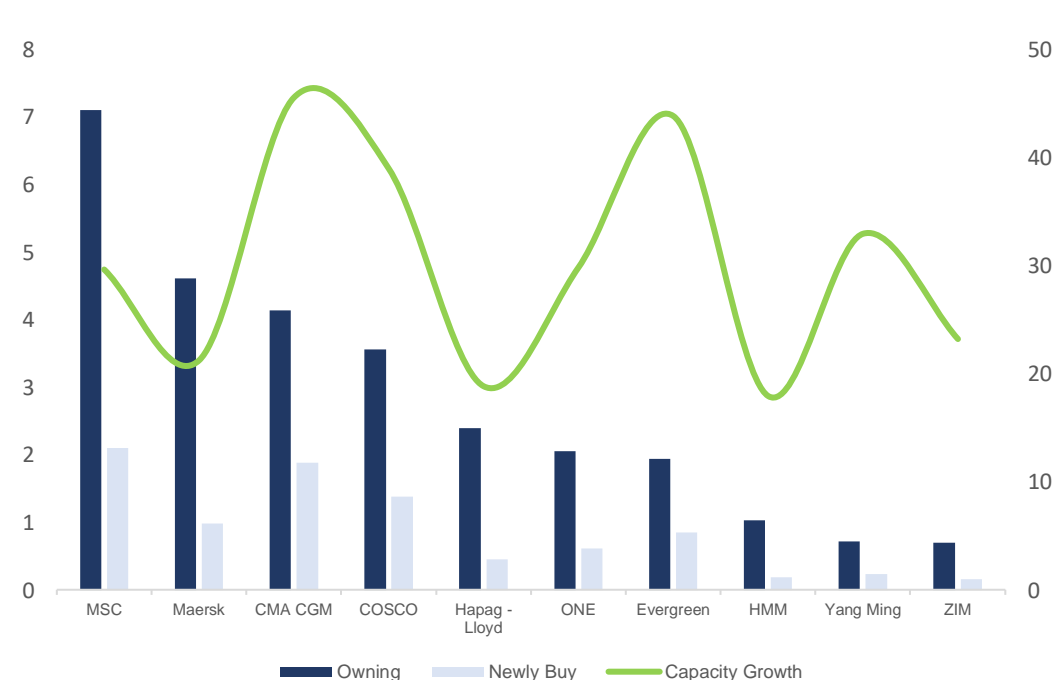
尽管如此，我们也注意到2026年出口增长将会放缓，但仍完全可以期待约±10%的增长水平。

# 2026年全球海运行业面临多重压力

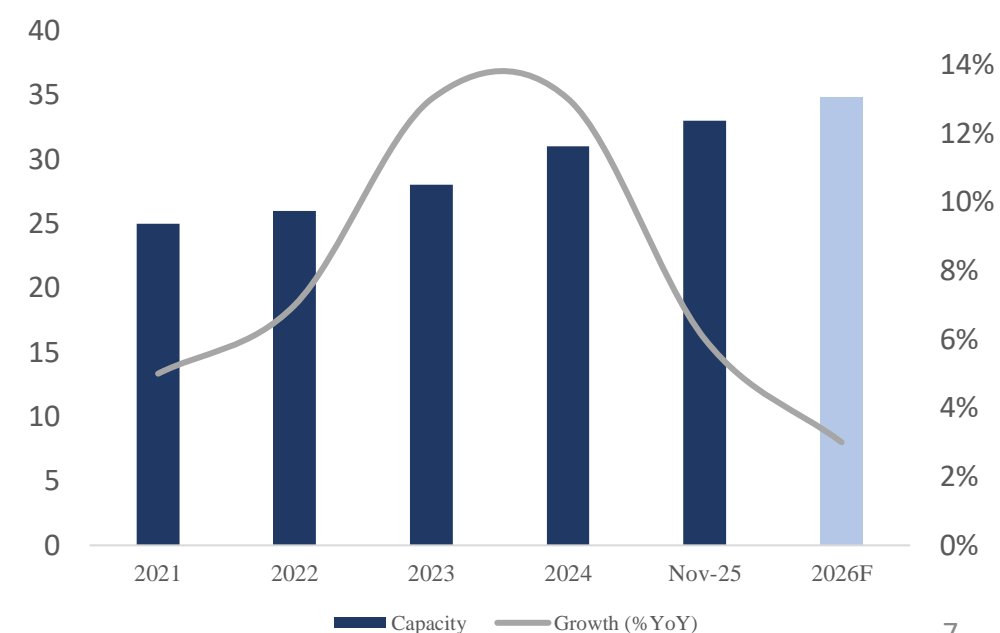
根据Alphaliner数据，截至2025年11月初，全球共有7487艘船舶在运营，集装箱船队运力增长符合我们年初的预测，目前已达到3300万标准箱（TEU），较年初增长约10%。据Xeneta最新报告，全球集装箱船队总运力预计在2026年增长约3.6%，而运输需求仅增长约3%，这将对全球主要航线的运价形成显著下行压力。

全球前十大集装箱航运公司掌握约84%的全球运力，行业集中度极高，其中MSC、马士基（Maersk）和达飞海运（CMA CGM）处于主导地位。2025年上半年，受新船交付推动，船队运力仍持续增长，但增速较上一年明显放缓，反映出航运公司在调控供给方面的努力。然而，运力过剩的风险依然存在，持续对运价和船舶租金水平构成压力。

全球前十大航运公司运力情况（截至2025年11月更新）



2026年全球集装箱船队运力增长预测



源: Alphaliner

# 全球海运运价持续下降

自2024年以来，全球海运运价延续下降趋势，年中因季节性因素一度小幅回升，但在苏伊士运河逐步恢复通行以及新一批集装箱船集中交付的背景下，运价重新回到下行轨道。

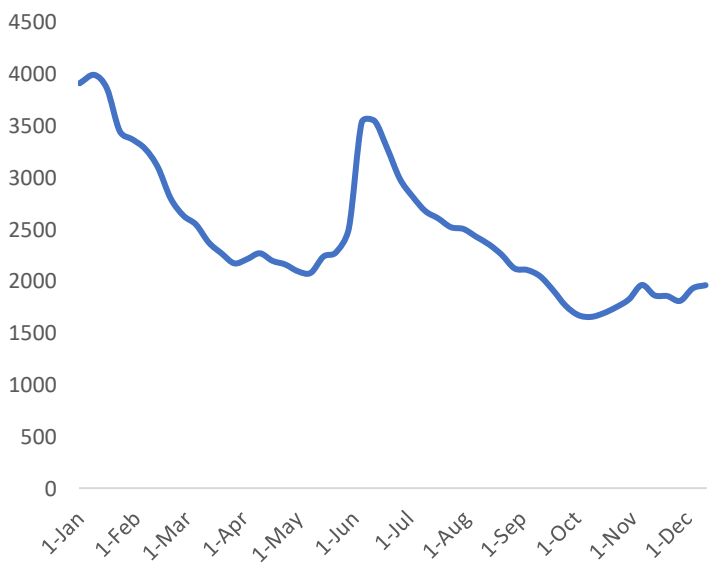
进入2025年初，航运公司迅速适应红海事件引发的航线中断，海运运价整体维持下跌态势。观察欧洲航线以及部分通往中东和拉丁美洲的航线，可以看到较为典型的季节性规律：市场通常在1月至5月走弱，6月因欧洲港口拥堵加剧，运价开始回升。然而，船舶运力增长快于需求，加之苏伊士运河逐步恢复通行，抑制这一轮小幅上涨。在加沙和平协议签署、红海地区紧张局势结束之后，全球大型航运集团预计将于2025年12月开始逐步恢复经苏伊士运河的运输业务。这将为中期内运价持续回落创造条件。

在定期租船市场方面，我们观察到不同船型之间出现明显分化：小型船舶（1100–1700 TEU）租金整体持平，而中型及大型船舶（2500–4250 TEU）租金则出现显著下降。主要源于以下三大原因：（1）**航运公司战略调整**，更加侧重于租用支线集装箱船（Feeder）；（2）**长航线需求降温**，对中型船舶形成直接压力，而小型船舶防御属性更强；（3）**防御性的运力管理策略**导致中型船舶面临较大的降价压力，而小型船舶则能够维持较强的议价地位。

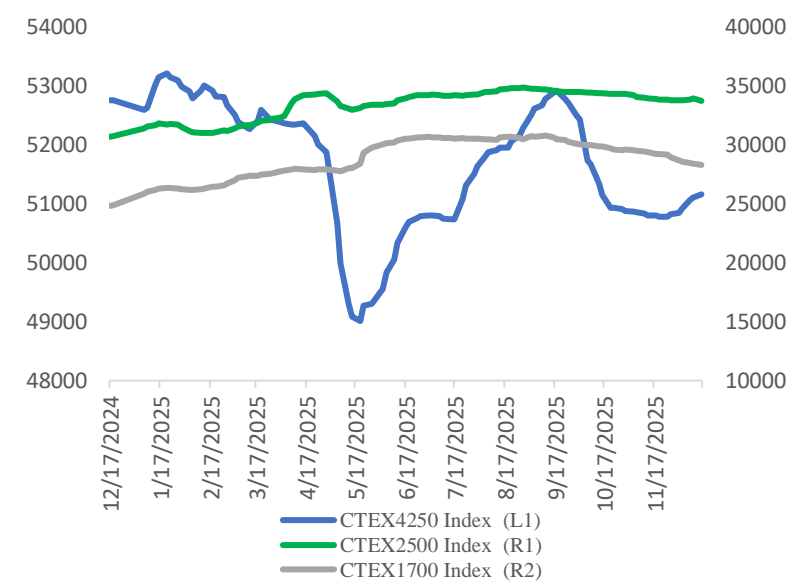
经苏伊士运河的Indamex航线预计于2026年1月恢复启航



全球集装箱海运运价（美元/40英尺箱）



按船型划分的定期租船运价（美元/天）





# ...但预计在2025年末小幅回升，并在2026年保持稳定：

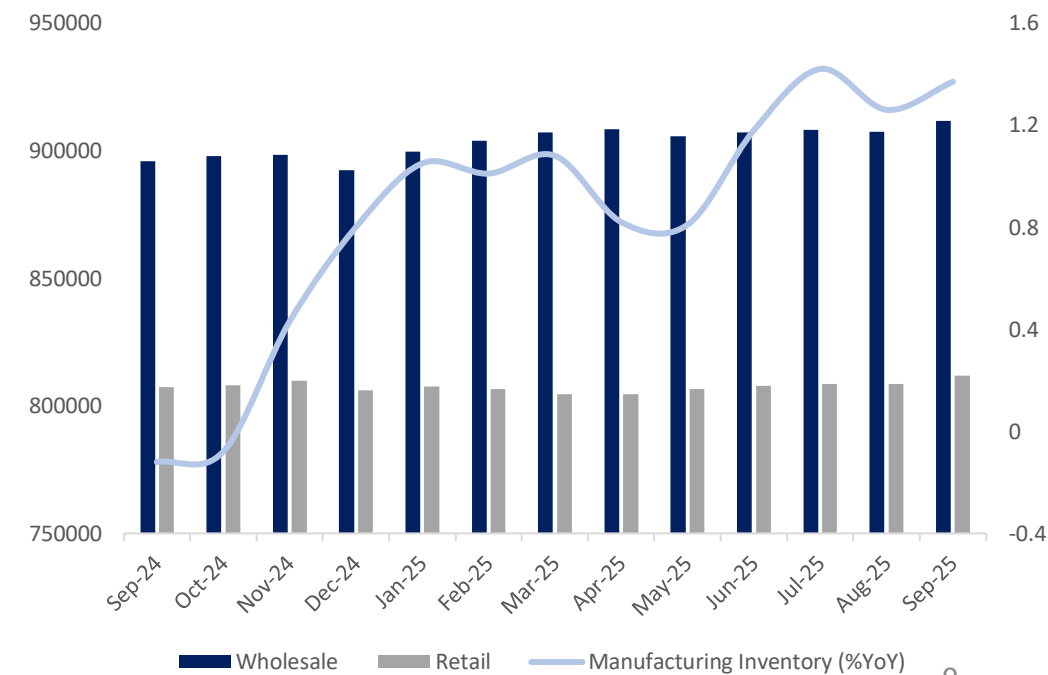
根据Freightos波罗的海指数（Freightos Baltic Index），在承运人于11月1日同步实施综合费率上调（GRI）之后，运价出现显著上涨。Freightos与美国全国零售联合会（NRF）指出，主要原因有三点：一、GRI与Blank Sailing策略：承运人正积极撤回航次以控制运力，旨在防止运价再次跌至10月的低位——当时亚洲—美国航线运价降至全年最低水平；二、美国最高法院对基于IEEPA的关税进行审查：进口商在结果明朗前暂缓出货，导致订单积压，并引发供应链中的异常波动；三、船舶运力过剩。

尽管运力过剩危机尚未结束，年末运价的上涨反映承运人试图调控价格、保护盈利能力的努力。短期来看，预计运价将在2025年末至2026年初小幅上升；长期来看，运价预计将在2026年全年保持相对稳定。

来自亚洲的各航线运价（11月1日更新）

航线	涨幅	平均价	备注
亚洲—美国（西海岸）	+48%	~3.000 USD/FEU	11月1日初实施 GRI，周末出现小幅回落趋势
亚洲—美国（东海岸）	±0%	~4.000 USD/FEU	与10月相比保持稳定
亚洲—欧洲	+9%	~2.500 USD/FEU	月初实施 GRI
亚洲—地中海	+24%	~2.837 USD/FEU	部分船公司宣布在月中实施 GRI，目标达到3000USD/FEU

美国库存的增加反映出企业为降低关税波动带来的风险而采取的主动囤货策略。



源: Bloomberg, Freightos, MacroMicro GTJASVN收集

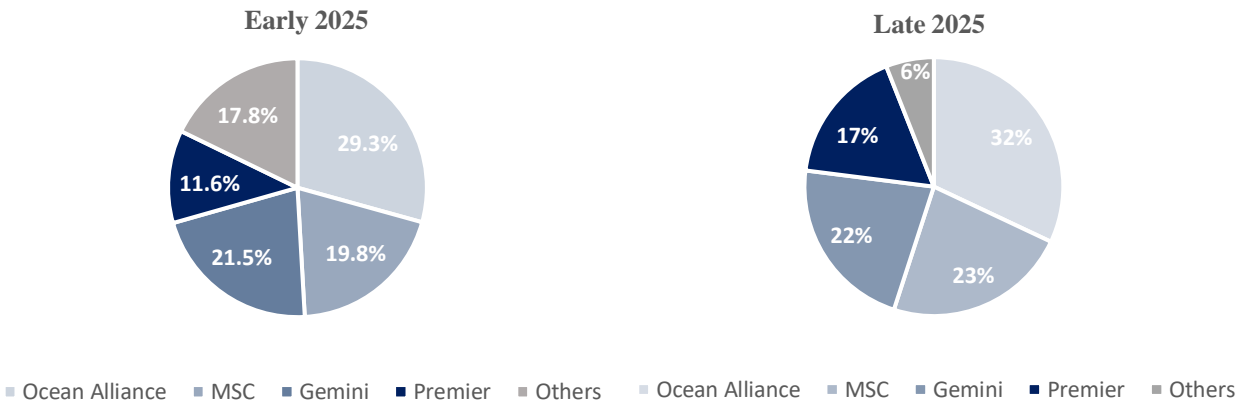
# 联盟重组后竞争压力加剧

联盟重组后竞争压力加剧：自航运联盟“改革”以来，尤其是进入2025年初，集装箱运输市场变得更加灵活，竞争程度被推升至前所未有的水平。MSC仍然是亚欧航线运力最大的航运公司，截至11月其船队运力达到178万TEU，占据22.7%的市场份额。

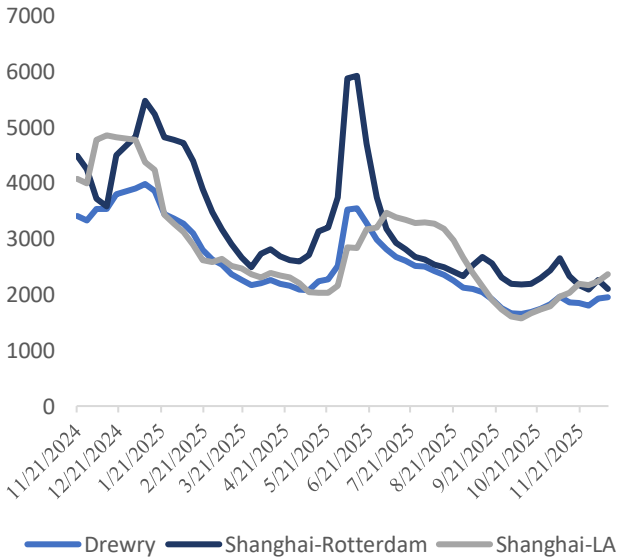
运价与租船市场面临比2M联盟时期更强的竞争压力：MSC及三大联盟合计占据超过80%的市场份额，这对中小型及独立航运公司形成了巨大的竞争压力。竞争加剧主要通过三种机制被放大：舱位争夺与航线重构：随着联盟网络调整，航运公司要么支付更高的舱位费用，要么通过降价来维持市场份额；新船交付带来的供给压力以及向中型船舶转移：这压低了大型船舶的边际收益与价格水平；主干航线需求下降（受关税政策与航线削减影响）：关税政策推高了进出口成本，企业倾向于推迟下单、缩小订单规模，导致长距离主干航线对大型船舶的需求增长未能与运力扩张同步，从而对价格形成下行压力。

航线班期与服务发生变化：根据Sea-Intelligence的数据，跨太平洋航线的停航比例迅速上升，自2025年5月初起的某些周内，被取消的运力比例可能高达35%至42%。Ocean Alliance 对其航线网络的重组——包括减少挂靠港口数量、延长航程——使部分传统航线被取消，或导致中转时间增加，并迫使航运公司调整其运营计划。

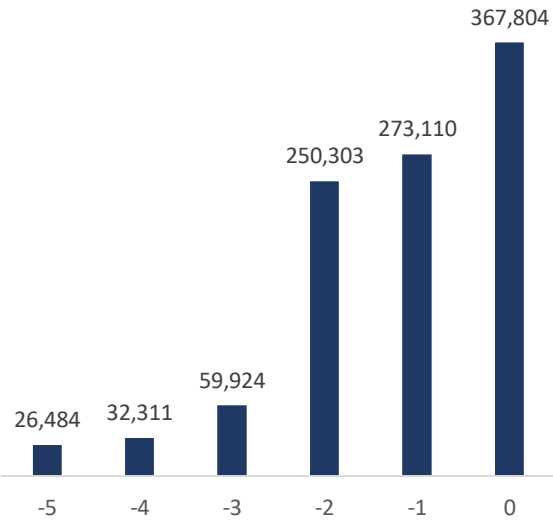
航运联盟重组后的动态变化



集装箱运输运价走势

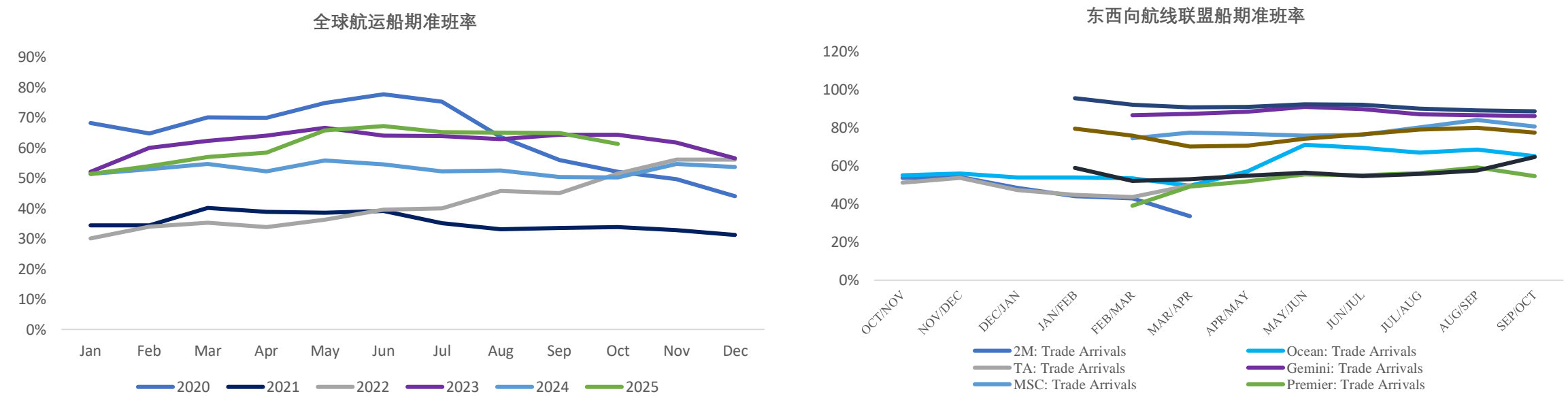


第16-19周期间被取消的运力 (空班 / Blank Sailings)



# 对越南港口行业而言，是机遇还是挑战？

2025年，全球集装箱运输的班期可靠性在上半年仅徘徊在60%至65%左右，并在下半年呈现逐步下降趋势。在越南高度依附的东西向主干航线上，MSC/Gemini 等大型联盟维持了相对较高的班期可靠性，约为80%–90%；而其他联盟在年初网络重组阶段，班期可靠性仅在50%–65%之间，且波动更为剧烈。这使得越南港口，尤其是盖梅—氏威（Cai Mep – Thi Vai）和吉莱（Cat Lai）港区的船舶与货量变得不稳定，出现按周集中靠港与空班交替的现象，给码头堆场规划带来困难，并导致基础设施利用效率波动加大。然而，航运公司减少挂靠港口数量、将航线集中于少数枢纽港的趋势，也为越南深水港更深入参与区域中转角色创造机遇，尤其是在越南仍然是东西向航线重要节点的背景下。



芹耶国际中转港项目已根据2025年1月16日第148/QĐ-TTg号决定获批投资主张，并被纳入国家规划，目前正处于投资方遴选及相关手续完善阶段。该港口已正式补充纳入《越南海港系统规划（2021–2030年阶段，展望至2050年）》。这一超级港口的出现将提升越南在全球海运网络中的地位，增强南部港口群的整体竞争力，在航运公司减少挂靠港口次数的背景下，降低越南被排除在东西向主干航线之外的风险，同时也有助于缓解现有港口的运营压力。

# 向深水港转移的趋势日益明显

顺应航运公司空班航行（Blank Sailing）的趋势，越南正集中投资深水港项目，以提升港口在区域内的地位。在竞争压力不断加大的背景下，集装箱船舶大型化趋势愈发明显，航线网络不断精简，从长期来看，发展深水港是一项正确且具有前瞻性的战略选择。

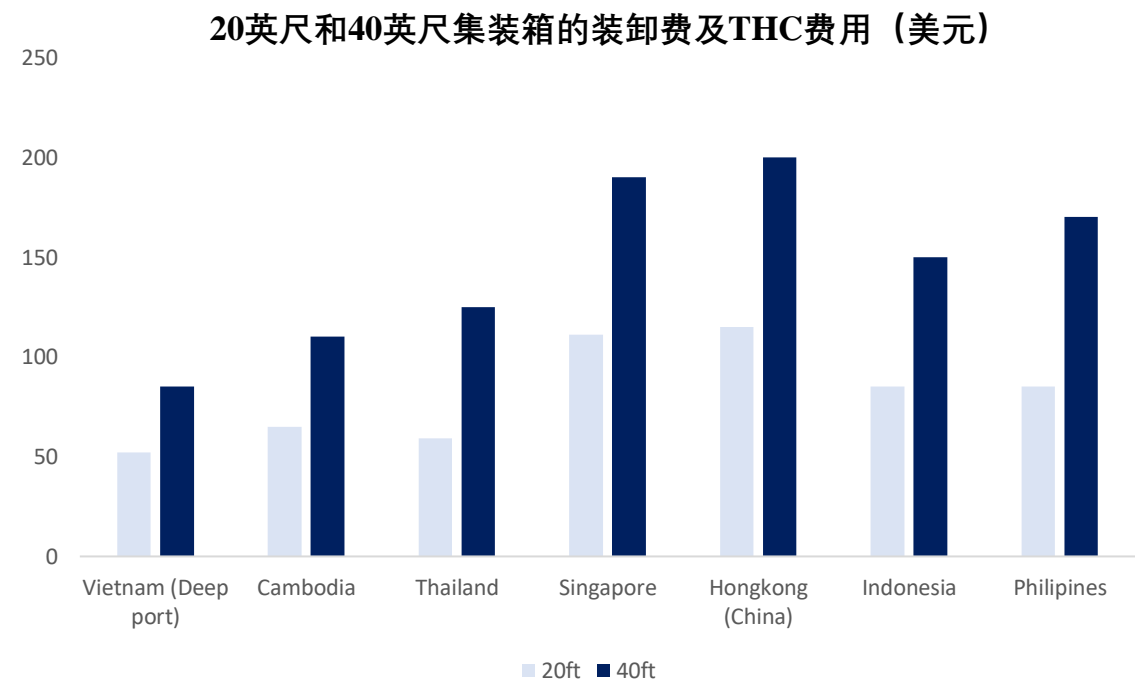
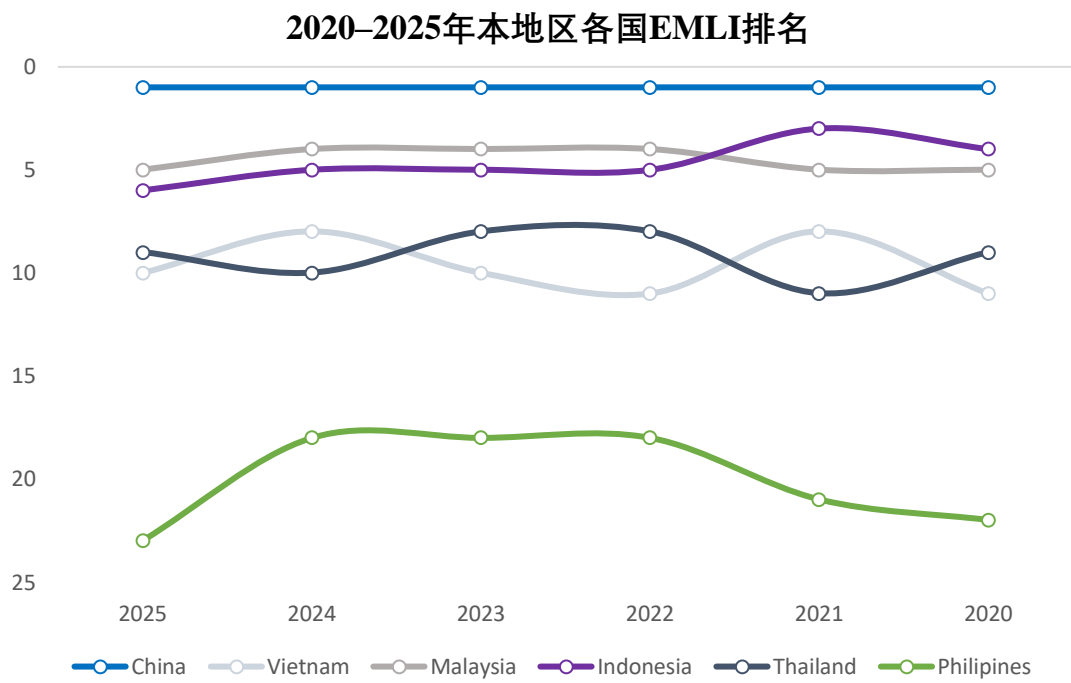
码头 / 港口	投资商	投资金额	设计产能 (百万TEU)	船舶规模 (TEU)	预计运营时间
海防沥县港区7-8号 集装箱码头	SPG - CMA参与投资	约1.3万亿越盾 (CMA承诺投资6亿美元)	1.9	12.000 - 18.000	2028
义安炉门深水港	国际运输发展投资股份公司	约9万亿越盾	0.7	7.000-15.000	2028-2030
岬港莲沼集装箱深水港	Hateco与荷兰APM Terminals 合资	约17.6亿美元	0.5	18.000	2028
广治东西向航线配套深水港	美水国际港股份合资公司 (MTIP)	约4.5万亿越盾	2.5	7.000-8.500	2025年第四季度至2026 年第二季度（4个泊位）

由Hateco集团投资建设的海防Hateco国际集装箱港（沥县港区 5 号、6 号码头项目）于2025年4月开始投入运营。仅一个月后，越南海防港股份公司（PHP）投资的沥县深水港 3 号、4 号码头也正式投入使用。港口在落成后不久便迎来 MSC 航运公司的首艘试运行船舶。这有助于吸引国际海运航线直接通往欧洲和美洲。因此，2025年成为海防港的辉煌之年——越南北部港口首次实现集装箱吞吐量突破 200 万标准箱（TEU）。



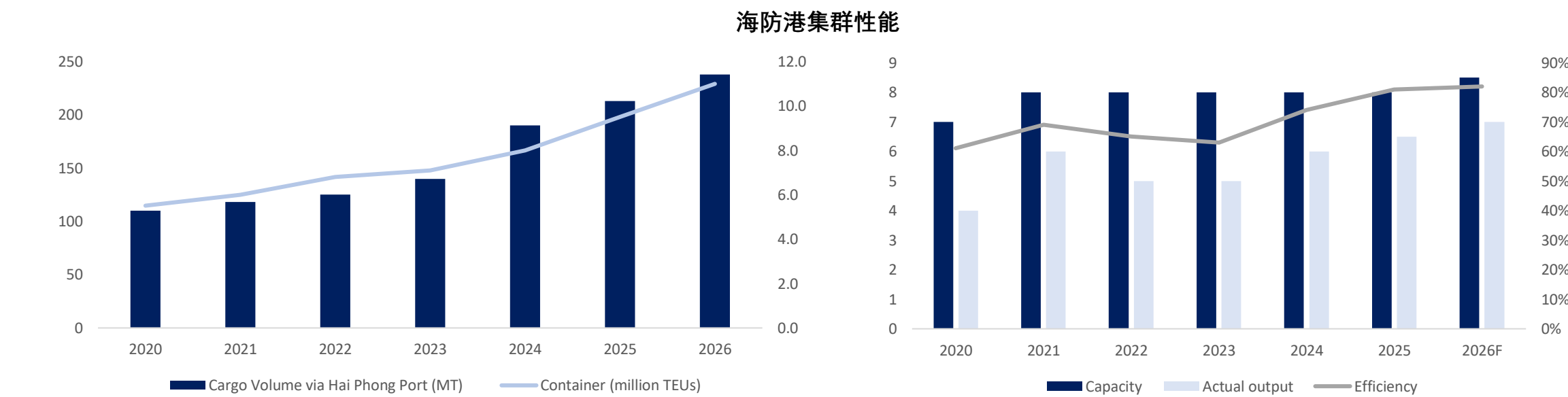
# 向深水港转移的趋势日益明显

- 根据Agility发布的新兴市场物流指数（EMLI），越南在2025年实现显著突破，跻身全球前十名，并同时进入亚洲五大物流市场之列。主要推动力来自“国际物流机会”指标的明显改善，其得分从4.89提升至5.81，反映出跨境物流需求的持续增长以及国际供应链协调能力的增强。随着对深水港及配套基础设施投资力度的加大，我们预计越南有望在2026年EMLI排名中升至第9位。
- 关于提高越南深水港装卸费的提议：**鉴于越南港口的装卸费水平明显低于区域平均水平（尽管已于2024年初上调10%），越南各港口运营商已向交通运输部提交提高装卸费的提案，目前正等待批准。当前，相关部门正在考虑对深水港装卸费上调10%至15%。普遍认为，此次收费上调幅度合理，不会削弱越南港口的竞争力。



# 吞吐量创历史新高，预计2026年仍将小幅增长

- 海防港口体系的货物吞吐量大幅增长，预计2025年全年将达到2.13亿吨，同比增加12%。2026年，海防市设定的目标是港口货物吞吐量达到**2.38亿吨**，**增长19%**。2025年12月14日，在沥县港区3号和4号码头，海防港股份公司正式迎来2025年通过海防港的第200万个标准箱（TEU）。我们预计，吞吐量增长趋势将在2026年持续，主要得益于保税区项目、物流中心的发展，以及计划于2026年投入运营的铁路/公路联运基础设施。然而，整体增幅仍被评估为相对温和。
- 我们预测，2026年海防港群将呈现出三项主要变化：**（1）产能增长放缓，优先深度挖潜而非激进扩张：**当前虽有多项新港口开工计划，但大多数难以在2026年内投入运营，因此港口总设计能力仅小幅提升至约850万TEU，主要依靠堆场、设备及腹地连接（公路和物流）的优化。**（2）增长稳定但竞争激烈：**预计集装箱吞吐量约700万TEU，同比增长7%至8%，增长动力来自北部地区外商直接投资（FDI）、供应链转移以及远洋航线的扩展。然而，航次取消（blank sailing）以及区域港口间的激烈竞争，使得增长速度保持在中等水平，难以实现大幅突破。**（3）运营效率与规划改善，但尚未触及上限：**港口运营效率预计维持在约82%，高于历史平均水平，但受船队运力过剩及航线网络重组压力影响，进一步提升空间有限。港口规划正逐步降低Cam河港区的比重，提升沥县港区的角色，并同步推进物流园区、内陆集装箱堆场（ICD）及公路—铁路联通建设，为2026年之后的可持续增长奠定基础。



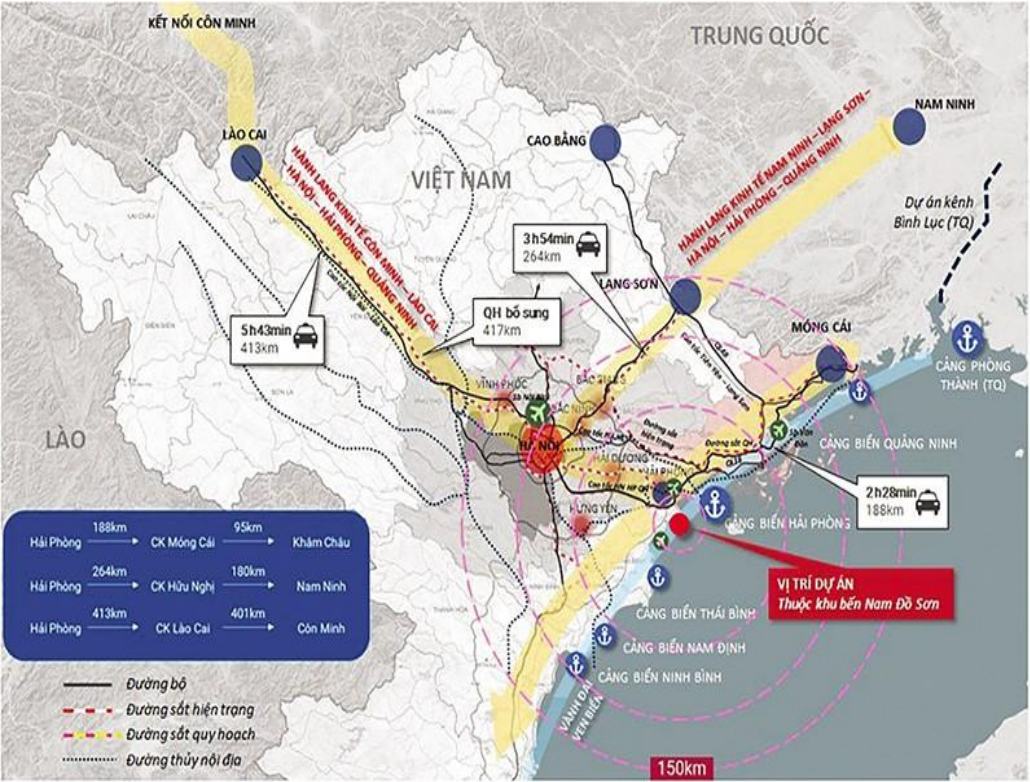
# 抢抓区域航运流向转移的机遇

- 越南政府提出提前布局建设港口、保税区和自由贸易区等项目的方针。为抢先应对潜在的强劲竞争对手，越南正加快推进涂山港、盖梅下港群以及芹椰超级港等项目的建设进度（相关内容已在此前报告中提及）。与此同时，政府连续批准多项物流项目，目标是将国际货物流向吸引至越南。  
截至2025年底，建设部已批准共19个海事基础设施建设项目，预计总投资需求约为43.3万亿越盾。
- 凭借有利的地理位置以及与区域各国互联互通的公路体系，我们认为这正是越南进一步深度融入国际航运体系的重要机遇。越南级重点项目预计将配套多项优惠政策，这也为符合条件和标准的企业参与并承接相关项目提供良好机会。

越南重点项目有望提升行业地位

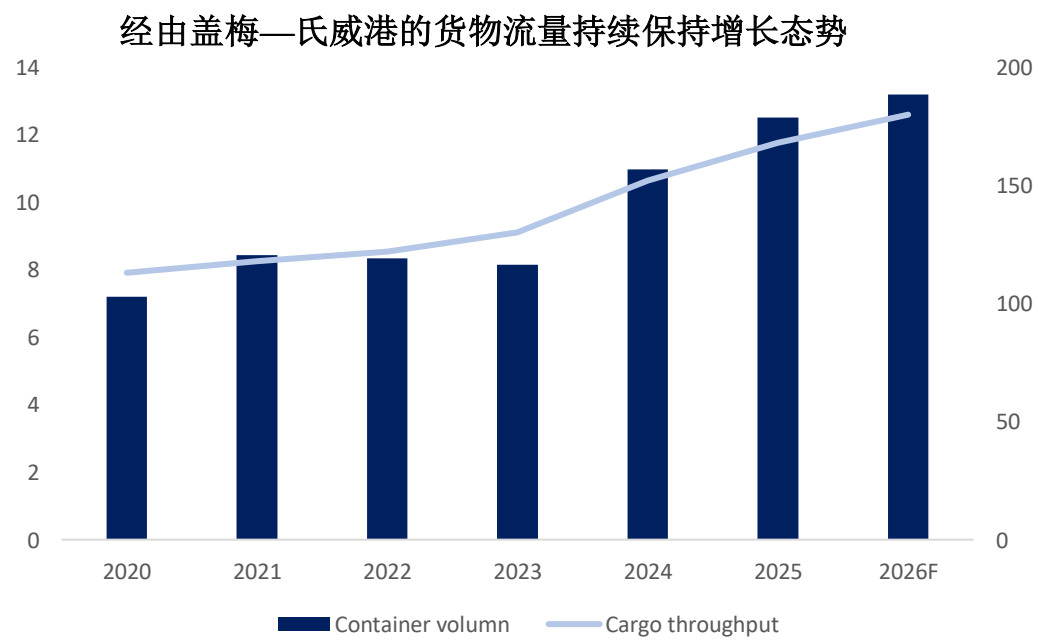
项目	面积	进度	意义
海防沥县的春桥保税区—物流园	752公顷	已于2021年获批；第一阶段预计2025年完成，后续阶段延续至2030年和2033年	sâu. 预计成为北部国家级物流中心，直接连接深海进出口航线
涂山港区及南涂山物流中心项目（海防自贸区）	6292公顷	已于2025年10月获批，将在2025–2030年阶段实施，重点建设核心基础设施及特殊机制。	成为新的增长动力，提升区域供应链效率
南部沿海经济区	20000公顷	已于2025年9月提交审批，计划在2026–2030年阶段建设基础设施	打造大规模的物流—工业—国际港口生态体系，服务北部及全越南

南涂山港区及物流中心项目所在地 / 项目位置



# 盖梅—氏威（Cai Mep-Thi Vai）港群：合并后货源空间进一步巩固

- 2025年前9个月，盖梅—氏槐港群母船货物吞吐量达到560万TEU，较2024年同期增长18%。在巴地—头顿省于2025年7月正式并入胡志明市之后，盖梅—氏威港已成为该超级都市的核心物流“动脉”。我们预计，港口与机场、公路及铁路实现全面衔接后，将带来可观的货物流入，2026年吞吐量有望达到1.8亿TEU。
- 边和—头顿高速公路项目及边和—头顿铁路正按规划推进，预计将与盖梅—氏威港一道发挥关键作用，构建多式联运基础设施。由于2026年新增供给预计不会大幅增加（芹椰港等项目仍处于手续完善阶段），来自东南部工业区、并直接接入盖梅—氏威港群的进出口货物流，将有助于提升整体吞吐量，并在2026年缓解港口间的竞争压力。目前，盖梅—氏威港群共拥有35个码头，其中22个正在高效运营，总设计吞吐能力达1.178亿吨/年，年集装箱处理能力约为680万TEU。根据世界银行和标普全球市场情报（S&P Global Market Intelligence）于2025年9月底发布的数据，盖梅—氏威港群在2020–2024年全球集装箱港口绩效指数中位列世界第7位，超过新加坡、香港以及马来西亚丹戎帕拉帕斯港等多个大型港口。







## 推荐股票

**HAH** - 买入 目标价 **70000越南盾/股 (+15.3%)**

**GMD** - 积累 目标价 **68500越南盾/股 (+10.8%)**

**VSC** - 积累 目标价 **23000越南盾/股 (+13.3%)**





# 海安运输与装卸股份公司 (HOSE: HAH)

## 公司概况

海安运输与装卸股份公司（HAH）是一家在集装箱运输、港口运营及物流领域开展一体化经营的企业。目前，HAH拥有一支现代化的集装箱船队，共18艘船舶，总运力2.93万TEU；同时在海防拥有海安港，年处理能力约60万TEU，主要经营国内航线及近洋（东北亚/东亚）航线，并在海防亭武地区运营海安港及配套的堆场系统。HAH预计将在2026年继续扩大船队规模，并持续购置新船。

## 投资论点

- **新增运力驱动利润快速增长：**随着三艘新船（Gama、Zeta、Haian Iris）投入运营，在近洋集装箱运价有望回升的背景下，我们预计2026年运输业务收入有望增长12%–18%。
- **与VSC合作带来协同效应：**与VSC的战略合作有助于HAH稳定货源、缩短靠泊等待时间并提高船舶周转率，从而提升船队运营效率。此外，“船舶—港口—物流”一体化模式，使HAH在近洋航线竞争加剧的环境下，仍能保持显著的成本竞争优势。
- **定期租船运价在2026年初维持高位：**尽管以色列与哈马斯达成停火协议并已生效，我们预计定期租船运价在2026年初仍将维持高位，反映航运公司整体谨慎情绪以及地缘政治风险尚未完全消除。预计中小型集装箱船的租赁价格将较2025年底平均水平高出约8%–12%，对HAH租船业务的收入和利润形成有力支撑。

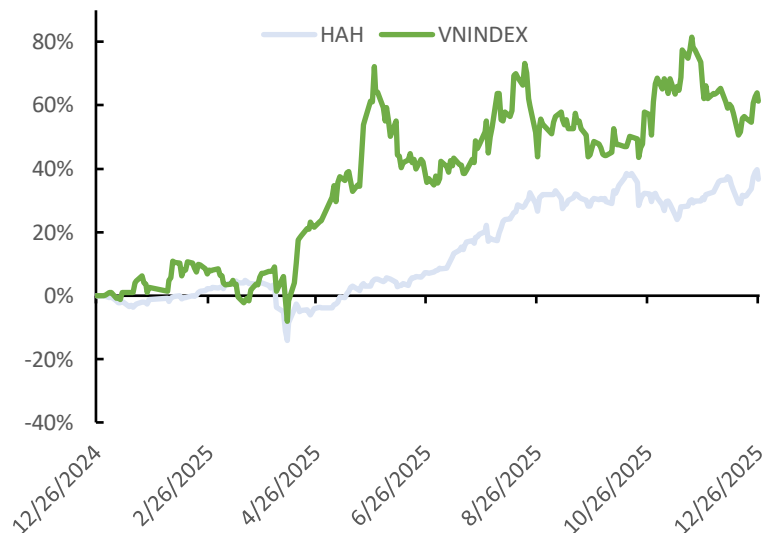
## 建议

我们建议“**买入**”HAH股票，目标价为**70000越盾/股**，较2025年12月30日收盘价具有约15.3%的上涨空间。该目标价基于FCFF与P/E两种估值方法测算。

## 投资风险

特朗普总统的关税政策可能导致出口货量不及预期；在地缘政治紧张局势缓和后，全球海运运价可能自高位回落。

## 股票价格走势



## 2025年12月30日的股价与交易数据

目前价 (越南盾)	60700
52周价格波动	34200 – 67500
52周平均交易量	2,532,747
市值 (十亿越南盾)	10,266.76
P/E	8.4
P/B	2.02

源: Bloomberg, GTJASVN 收集

## 公司概况

越南集装箱股份公司（VSC）是越南规模最大、历史最悠久的港口运营企业之一。公司主要在海防Cam河区域开展业务，该区域是越南北部最为活跃的贸易枢纽。目前，VSC运营4座港口，年总吞吐能力达160万TEU，为Cam河区域规模最大的港口运营商。VSC拥有完善的一体化物流生态体系，涵盖港口运营、运输及仓储服务等业务。目前，公司正通过提高对海安运输与装卸股份公司（HAH）的持股比例以及布局工业园区房地产，加快拓展港口—物流生态体系。

## 投资论点

**产能扩张与“双港群”模式成为主要增长动力：**收购南海—亭武港（Nam Hai Dinh Vu）是VSC发展的重要转折点，使其总产能提升至160万TEU/年，增长60%。通过形成VIP—南海亭武双港群，港口运营效率和产能利用率显著改善。我们预计，VSC在海防港群中的市场份额有望提升至30%，在产能过剩的竞争环境中进一步增强竞争力。

**短期金融投资收益贡献利润：**VSC成功将其持有的HAH股份提升至4050万股，约占HAH总股本的24%。在评估HAH未来一年的发展前景后，我们预计VSC的金融投资收益同比增长10%至15%。

**2026年经营业绩预测：**预计2026年装卸吞吐量增长6%，CFS仓储业务增长8%，公路运输业务增长6%，整体营业收入同比增长约8%。

## 投资建议：增持

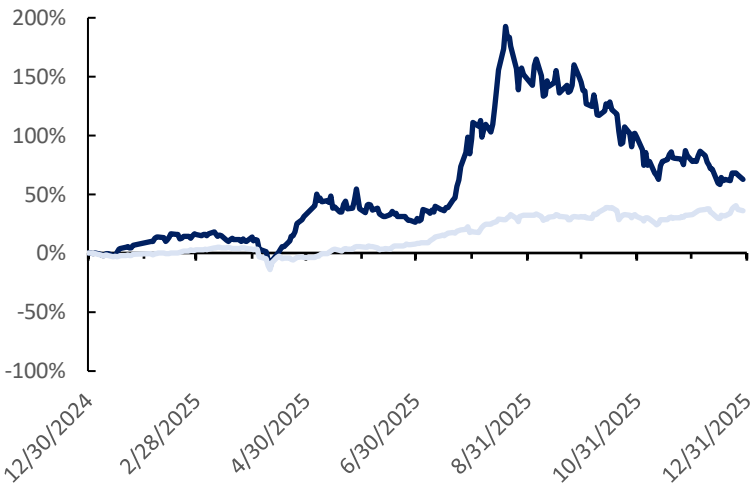
我们给予VSC的目标价为**23000越盾/股**，建议累积持有。

## 投资风险

特朗普总统的关税政策及全球经济风险，可能导致进出口货量不及预期；金融投资收益在公司利润中占比较高，业绩易受市场波动影响。

## 股票价格走势

— VSC — VNINDEX



## 2025年12月30日的股价与交易数据

目前价 (越南盾)	200300
52周价格波动	10800 – 360200
52周平均交易量	9,297,998
市值 (十亿越南盾)	7,599.72
P/E	17.2
P/B	1.29

源: Bloomberg, GTJASVN 收集

## 公司概况

**Gemadept (GMD) 股份公司**是一家以港口运营和物流为两大核心业务的企业，拥有覆盖越南北、中、南的完整物流生态体系。目前，Gemadept正在运营6座港口，年总吞吐能力达410万TEU。2025年10月，GMD已完成并投产南亭武港三期项目，新增65万TEU产能，使全港总能力提升至200万TEU，令南亭武港成为越南北部地区最大的集装箱港口。从长期来看，Gemalink二期A预计于2027年投运，二期B预计于2029年投运。

## 投资论点

**南亭武港扩建带来强劲增长动力：**在南亭武港于2024–2025年期间几乎满负荷运行的背景下，此次及时扩建不仅显著提升GMD的货物接卸能力，也在竞争压力加剧的环境中进一步巩固港口的市场地位。目前港口年设计能力达200万TEU，增长21%，可接靠最大5万吨级（50000 DWT）船舶。

**受益于港口服务价格上调：**自2025年5月起，越南海事与内河航道局已成立专项工作组，研究、评估并提出在沥县深水港（海防）及盖梅—氏威港群（巴地—头顿）实施新的港口服务价格机制。我们预计涨价路径将于2026年第二季度启动，北部地区服务价格预计上调4%、南部地区上调6%，有助于GMD改善利润率。

**出售橡胶资产带来一次性收益，巩固短期增长：**我们预计相关资产处置将于2026年完成，同时GMD计划转让其在Gemalink港口的24%股权。公司拟利用所得资金，进一步拓展物流生态体系，并加大对国家级重点项目的投资。

**预计2026年港口吞吐量增长3.5%，营业收入增长16%。**

## 投资建议：买入

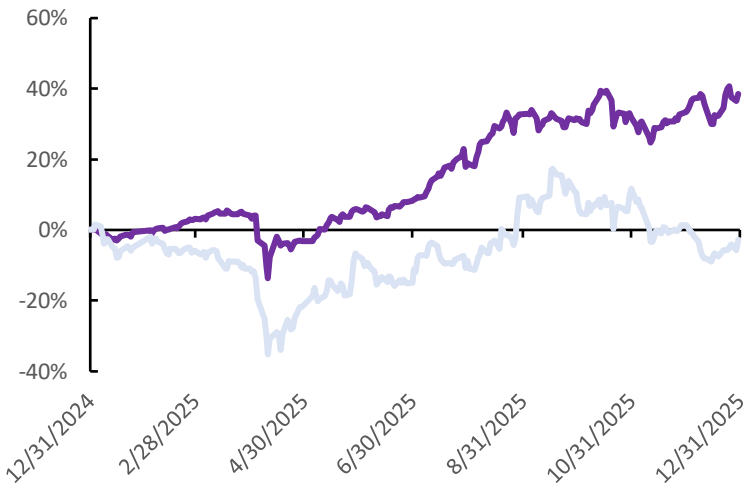
我们建议**增持**GMD股票，目标价为68500越盾/股，较2025年12月30日收盘价具有约10.8%的上涨空间。

## 投资风险

- 特朗普总统的关税政策及全球经济不确定性，可能导致进出口货量不及预期。

## 股票价格走势

— GMD — VNINDEX



## 2025年12月30日的股价与交易数据

目前价 (越南盾)	61800
52周价格波动	40800 – 74000
52周平均交易量	2,273,052
市值 (十亿越南盾)	26,357.40
P/E	17.0
P/B	1.82

源: Bloomberg, GTJASVN 收集



# 港口与海运行业企业概览

我们将行业内企业划分为两大类：港口企业和海运运输企业。

- 港口企业板块：以 **GMD** 和 **PHP** 为龙头企业。
- 海运运输企业板块：由 **MVN**（国有控股）领军，代表性企业包括 **PVT**、**HAH**、**VSC**、**VOS**

主要指数

港口		P/E	市值 (十亿越盾)	总负债/股东权益	2025年前9个月营业收入	2025年前9个月税后净利润
	CDN	8.93	3,257	0.35	1,197	293
	CLL	9.96	1,039	0.24	306	85
	DVP	9.83	2,700	0.09	436	213
	DXP	7.00	647	0.70	422	75
	GMD	17.01	25,376	0.36	4,331	1,564
	PDN	15.01	6,296	0.29	1,145	333
	SGP	13.40	5,666	0.89	868	388
	PHP	13.92	10,478	0.52	1,936	712
	Avg	11.88		0.43		
海运运输		P/E	市值 (十亿越盾)	总负债/股东权益	2025年前9个月营业收入	2025年前9个月税后净利润
	VNA	17.66	584	0.39	454	-9
	VOS	22.47	1,778	1.09	2,148	88
	VSC	17.25	7,787	0.92	2,333	373
	HAH	8.46	10,216	0.64	3,791	1,041
	MVN	31.96	55,167	0.87	13,653	1,912
	PDV	15.93	793	1.27	1,408	49
	PVP	7.75	1,452	0.80	1,812	155
	PVT	8.83	8,670	0.88	11,569	985
	Avg	16.29		0.86		

源: FinProX, GTJASVN 收集

# 股票组合的盈利能力跟踪

我们选用股东权益回报率（ROE）作为衡量港口与海运行业企业经营效率的对比指标。资本使用效率主要取决于港口吞吐能力的优化以及船队运输能力的利用效率。在我们跟踪的港口及海运板块股票中，企业的平均ROE在2021—2025年各季度分别约为17.1%和21.06%。对于港口企业板块而言，由于港口区位优势、较大的运营产能以及高效的成本结构，不同港口企业之间的盈利表现呈现出较为明显的分化。与此同时，海运企业板块整体表现出更高的盈利效率，尤其是拥有规模较大、船龄较新的船队，并且与港口签订稳定运输合同的企业，其经营效率更为突出。

2021–2025年港口与海运企业的净资产收益率ROE

Mã	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
港口																			
CDN	15.41%	15.66%	15.95%	16.81%	16.71%	16.77%	17.01%	17.71%	17.66%	17.61%	17.42%	16.80%	17.24%	17.04%	17.38%	17.12%	17.17%	18.05%	19.22%
CLL	14.09%	12.86%	12.90%	13.67%	14.17%	14.75%	14.14%	14.32%	15.35%	15.75%	16.39%	15.96%	16.99%	16.10%	16.74%	16.18%	16.41%	17.28%	17.47%
DVP	19.71%	18.41%	20.77%	20.87%	21.18%	21.03%	21.41%	20.57%	24.27%	26.39%	23.17%	23.97%	20.31%	18.24%	23.80%	23.47%	24.05%	22.96%	19.91%
DXP	12.68%	12.22%	12.75%	11.04%	10.89%	10.72%	7.94%	6.41%	7.48%	6.58%	6.32%	7.98%	6.41%	6.71%	7.27%	6.36%	7.58%	9.14%	10.50%
GMD	6.71%	7.31%	7.77%	10.02%	11.71%	13.69%	14.82%	15.02%	13.18%	30.61%	29.45%	32.68%	29.62%	14.14%	14.78%	13.89%	11.91%	12.20%	11.20%
PDN	26.97%	28.52%	25.97%	23.41%	24.45%	26.65%	29.37%	30.16%	28.88%	28.38%	28.72%	32.22%	33.19%	32.21%	31.69%	31.00%	30.62%	32.57%	32.52%
SGP	14.72%			39.07%	35.07%	33.77%	32.45%	8.07%	7.07%	6.91%	9.36%	11.40%	12.25%	10.67%	7.47%	6.28%	8.49%	9.50%	14.49%
PHP	12.55%	12.99%	12.71%	13.49%	12.69%	13.00%	13.33%	12.92%	12.70%	12.49%	11.90%	11.78%	11.23%	10.98%	14.75%	15.32%	14.95%	14.79%	13.09%
海运运输																			
VNA		82.95%	118.83%	115.94%	99.79%	93.94%	74.86%	68.34%	45.95%	20.15%	7.41%	7.13%	7.08%	12.15%	10.61%	12.02%	11.76%	6.77%	5.85%
VOS	-22.25%	26.72%	54.49%	64.62%	60.69%	54.05%	45.26%	38.46%	34.08%	15.90%	4.39%	9.71%	9.54%	25.13%	24.17%	18.31%	10.43%	-3.47%	4.17%
VSC	13.55%	15.04%	16.98%	15.84%	16.28%	15.16%	12.91%	11.61%	9.25%	6.58%	4.86%	7.01%	4.97%	5.88%	5.91%	9.08%	8.36%	9.25%	9.23%
HAH	16.62%	20.25%	25.28%	34.00%	41.07%	46.11%	47.09%	42.56%	33.86%	25.68%	20.03%	14.93%	12.40%	12.60%	15.50%	21.91%	25.78%	30.65%	30.98%
MVN		5.82%	13.28%	31.85%	29.44%	30.88%	29.98%	21.04%	17.62%	13.93%	10.50%	16.52%	11.55%	15.67%	17.31%	17.34%	15.61%	12.39%	13.20%
PDV	1.92%	1.55%	4.67%	7.31%	7.60%	12.84%	23.44%	31.69%	34.07%	29.66%	20.29%	12.31%	12.20%	15.00%	32.99%	28.16%	23.22%	18.37%	4.96%
PVP	17.06%	20.22%	15.81%	12.92%	11.56%	6.94%	15.74%	13.55%	15.73%	17.55%	10.21%	11.12%	10.68%	10.83%	11.38%	11.56%	11.00%	10.13%	10.06%
PVT	14.66%	15.42%	14.89%	13.09%	13.43%	12.38%	15.22%	15.31%	14.81%	15.99%	14.74%	19.07%	14.58%	13.88%	15.31%	15.05%	14.22%	13.84%	12.22%



## 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](mailto:nhuvq@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:702

吴妙玲

Research Analyst

[linhnd@gtjas.com.vn](mailto:linhnd@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:705

郑庆玲

Research Analyst

[linhtk@gtjas.com.vn](mailto:linhtk@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:707

阮岐明

Chief Economist

[minhnhk@gtjas.com.vn](mailto:minhnhk@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:706

阮玉侠

Research Analyst

[hiepnn@gtjas.com.vn](mailto:hiepnn@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:708

陈氏红绒

Deputy Director

[nhungth@gtjas.com.vn](mailto: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](mailto:trangth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist  
and translator

[huongntl@gtjas.com.vn](mailto:huongntl@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:113

阮秋庄

Customer Service Specialist  
and translator

[trangnt@gtjas.com.vn](mailto: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	越南，河内市，安和坊，陈维兴路 117 号， Charm Vit Tower 大厦，一楼，9-10房	越南，胡志明市，春和坊，国际广场 Bis 2号，一楼
挂单电话: (024) 35.779.999	电话: (024) 35.730.073	电话: (028) 38.239.966
Email: <a href="mailto:info@gtjas.com.vn">info@gtjas.com.vn</a> Website: <a href="http://www.gtjai.com.vn">www.gtjai.com.vn</a>	传真: (024) 35.730.088	传真: (028) 38.239.696

