

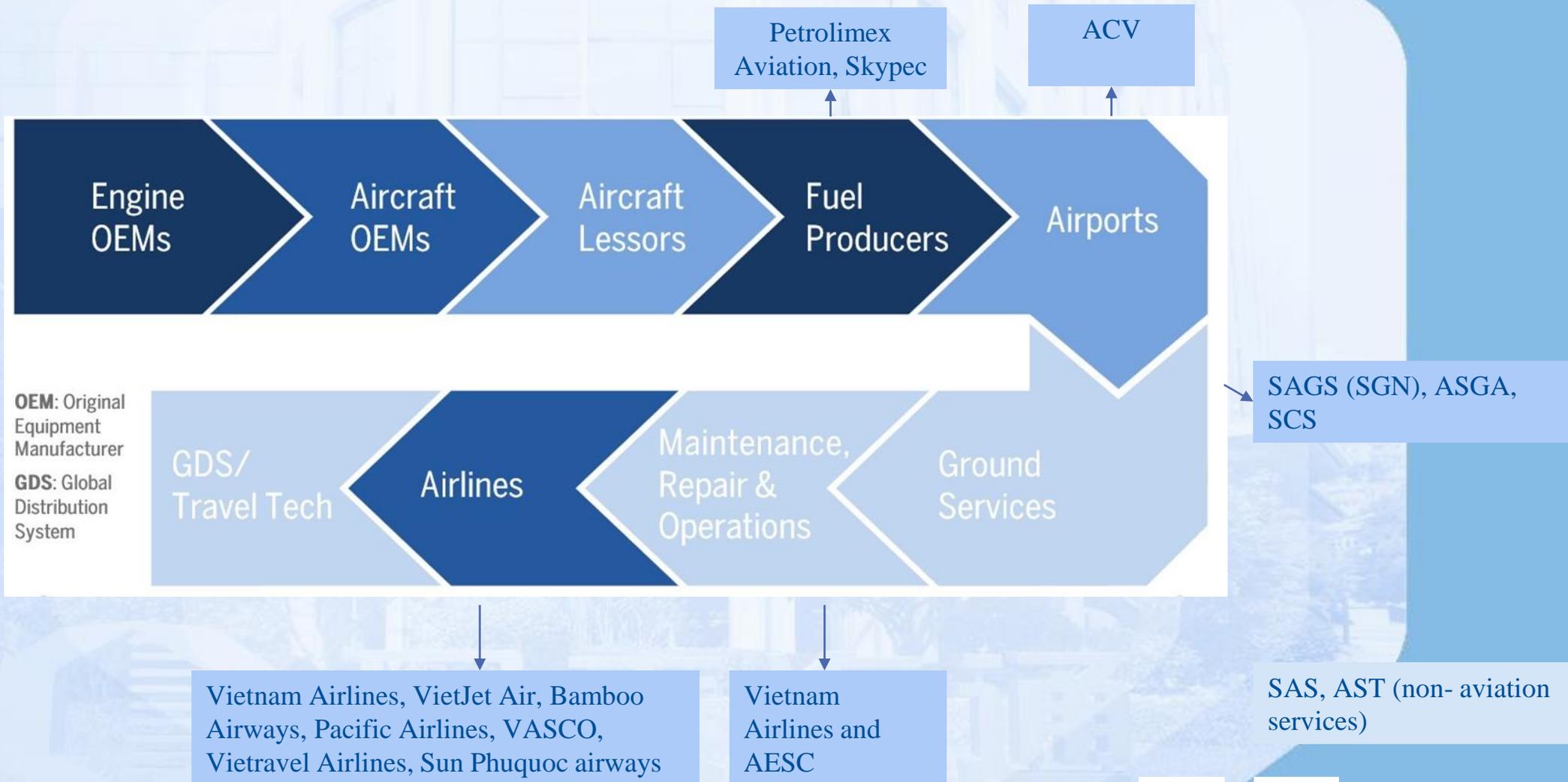


2026年越南航空行业

基础设施腾飞

展望：乐观

越南航空业价值链



2021-2030年越南航空发展规划

越南航空基础设施规划方向：集中投资大型机场，升级现有有机场。总投资规模至2030年达400万亿越南盾。

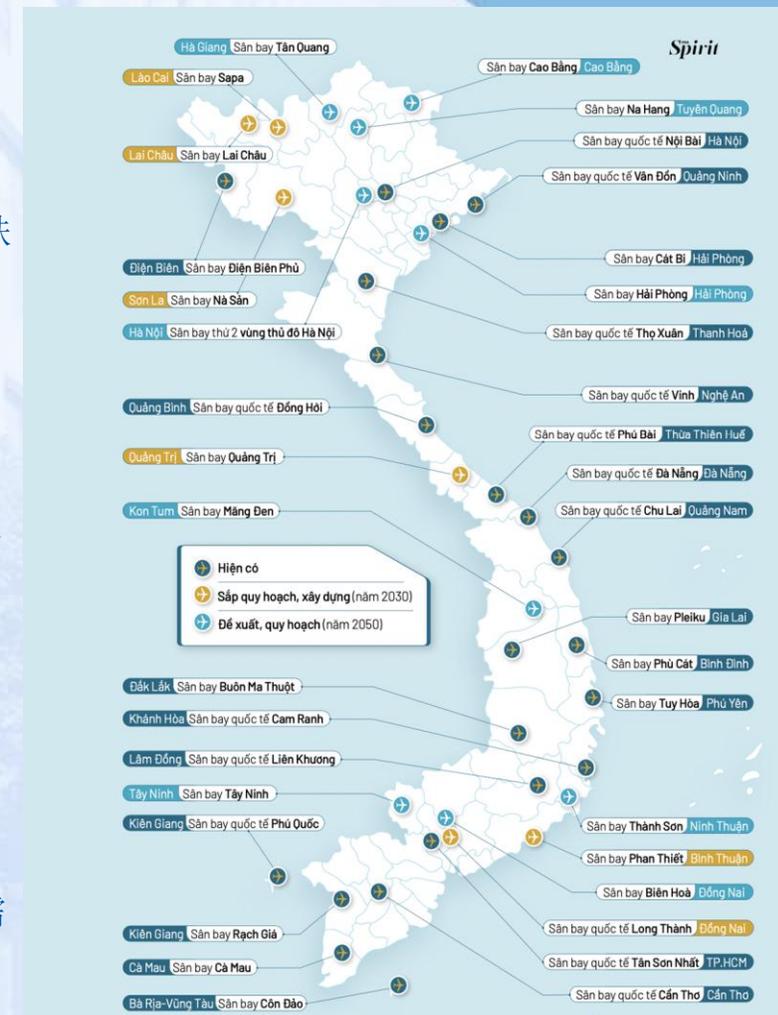
越南机场系统目前包括9个国际机场和13个国内机场，总吞吐量预计达每年1亿人次，然而，机场超负荷情况时有发生，特别是在内排机场和新山一机场这两个全国最大的机场。

越南政府通过多项政策与计划以大力投资航空业，其中计划在2021-2030年间投入430-650亿美元用于公路、铁路、内河航运、海运及航空交通基础设施的建设与升级。这些举措旨在促进越南航空业发展，满足该行业未来的强劲增长需求。

根据草案，在2021-2030年阶段，越南将优先投资建设河内与胡志明市两大枢纽区域的一些大型机场：兴建隆城国际机场第一期（吞吐量2500万人次/年）；建设新山一国际机场T3航站楼（吞吐量2000万人次/年，已于2025年投入运营）；扩建内排国际机场T2航站楼（将吞吐量提升至1500万人次/年，已于2025年底竣工）；新建内排国际机场第三条跑道及T3航站楼……

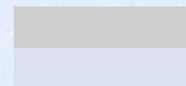
现有的22个机场将逐步升级，以确保更高效的运营。同时，计划新增6个新机场，使全国机场总数增至28个，包括14个国际机场（云屯、吉碑、内排、寿春、荣、富牌、岷港、朱莱、金兰、莲姜、隆城、新山一、芹苴和富国）；14个国内机场（莱州、奠边、沙巴、那产、洞海、广治、符吉、绥和、波来古、邦美蜀、潘切、迪石、金瓯和昆岛）。

预计，上述项目完成后，总服务吞吐量将达到约2.83亿人次/年，到2030年为目前水平的3倍。该阶段预计所需投资资金约为400万亿越南盾。



在建机场项目

| 项目 | 投资金额 (十亿越盾) | 现有运力 (百万乘客) | 扩建新增运力 (百万乘客) | 投资方 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-------------|----------------|----------------|------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|
| 隆城机场第一期 | 109,000 | 0 | 25 | ACV | | | | | | |
| 隆城机场第二期 | 80,000 | 25 | 25 | ACV | | | | | | |
| 富国机场扩建 | 22,000 | 4 | 18 | SunGroup | | | | | | |
| 嘉平第一期 | 141,236 | 0 | 30 | Masterise | | | | | | |
| 内排机场T2航站楼扩建 | 4,996 | 25 | 5 | ACV | | | | | | |
| 海防吉碑机场T2航站楼 | 2,690 | 2 | 5至10 | ACV | | | | | | |
| 洞海机场T2航站楼 | 1,750 | 0.5 | 3至5 | ACV | | | | | | |
| 荣市机场航站楼扩建 | 1,000 | 3 | 3.5 | ACV | | | | | | |
| 金瓯机场扩建 | 2,400 | 0 | 1 | ACV | | | | | | |
| 广治机场 | 5,821 | 0 | 5 | T&T | | | | | | |
| 沙坝机场 | 6,391 | 0 | 4.5 | BOT | | | | | | |
| 总计 | 377,284 | | | | | | | | | |

正在施工
已完成计划
已批准

Sources: ACV, GTJASVN Research

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

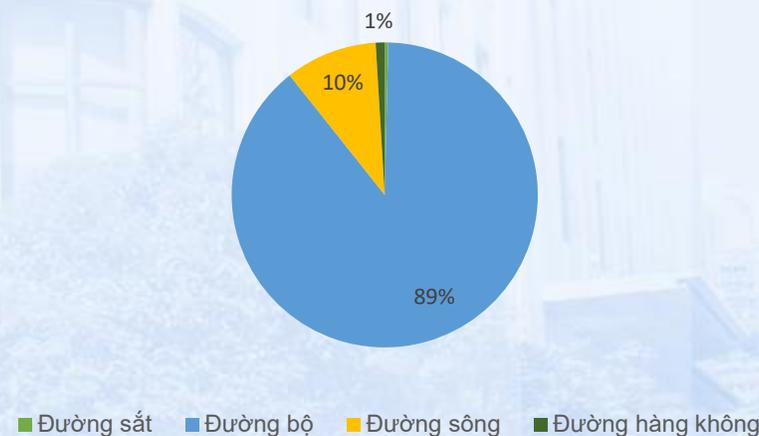
航空客运量提前突破2020年前水平

2025年，越南航空业运输旅客8350万人次，同比增长10.7%（按可比口径计算），创下历史新高。其中，国际航线成为增长的主要动力，旅客量超过4600万人次（同比增长12-13%），国内运输量也增长了约7-8%。

Air Travel Passenger Numbers



Passenger Traffic Composition 2024



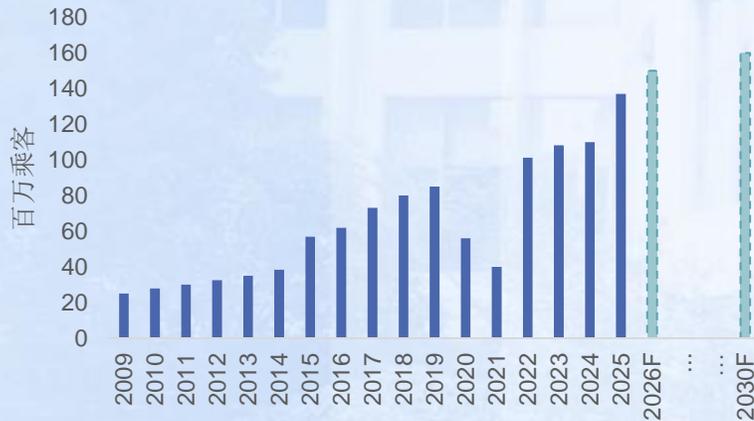
2025年，国际航线网络持续扩展，开通超过113条航线，连接30个国家，并覆盖东北亚、东南亚、南亚、欧洲和大洋洲的多个主要中心，有效促进旅游吸引力和全球经济互联互通。与此同时，随着航班流量的快速增长，航空业正面临着基础设施和运营能力的压力，2026年，越南航空局设定保持强劲增长的目标，预计旅客吞吐量将达到约9500万人次。



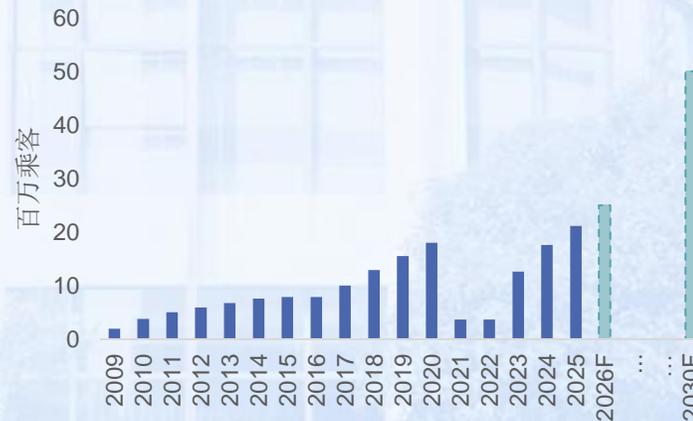
从旅游视角看越南航空业前景

越南旅游业持续表现亮眼。2025年，越南旅游业创下历史性增长，国际与国内游客数量均较同期增长超过20%，恢复至疫情前（2019年）水平的110%以上，高于全球旅游业恢复率的90%。凭借这一里程碑，越南被联合国世界旅游组织列为全球旅游增长最快的国家之一。

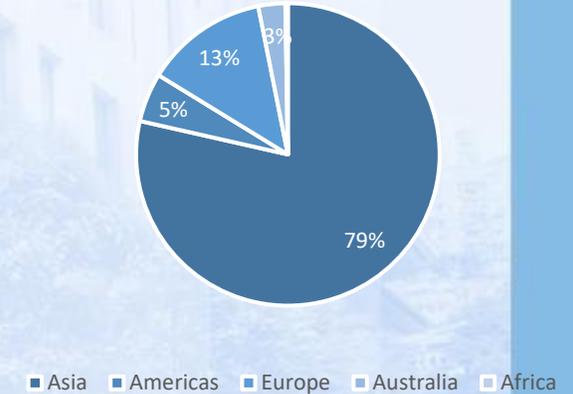
Domestic tourist numbers



International tourist arrivals



Market segmentation by region (2025)



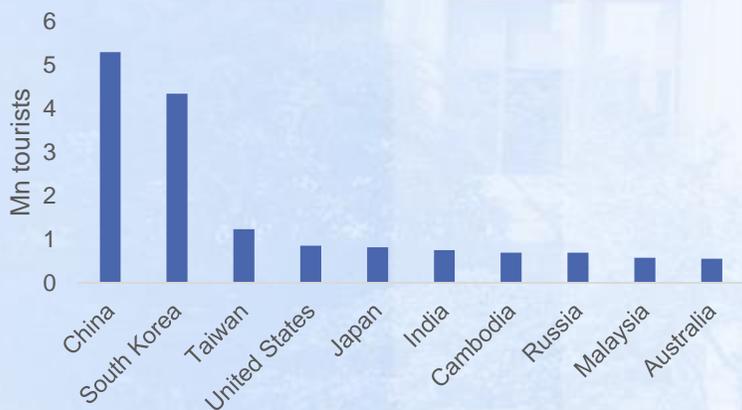
2025年，亚洲继续成为越南最大的客源市场，到访游客约1660万人次。其中，中国和韩国游客数量最多，分别为528万人次和433万人次。欧洲作为潜力市场位居第二，到访游客277万人次，客源分布多样，主要来自俄罗斯、英国、法国和德国。与此同时，美洲到访游客超110万人次，客源主要集中于美国。大洋洲市场约61万人次，几乎全部集中于澳大利亚市场。而非洲市场份额占比极小，仅5.6万余人次。



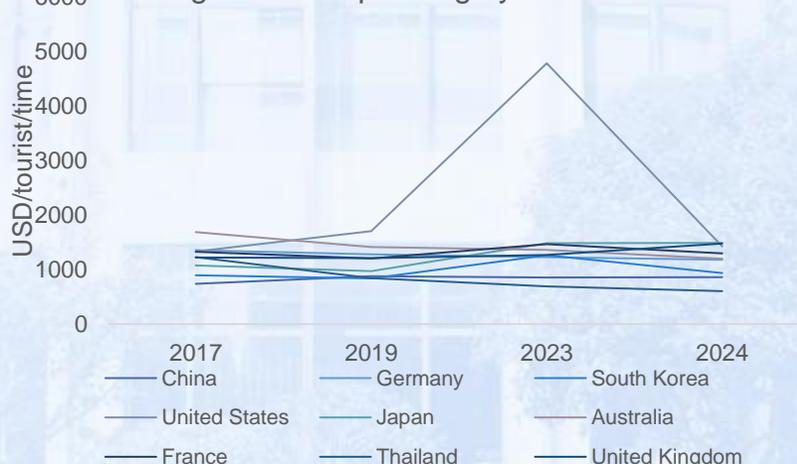
从旅游视角看越南航空业前景

游客消费逐步复苏，支出结构呈地域分化。尽管中国游客在赴越游客总量中占比最高，但与美国、日本、澳大利亚等消费稳定且持续高位的市场相比，其人均消费水平仍显温和。当前，越南正着力通过放宽签证政策，拓展欧洲、澳大利亚、新西兰、美国、加拿大及中东等远程、高消费且偏好可持续旅游方式的国际客源市场份额。

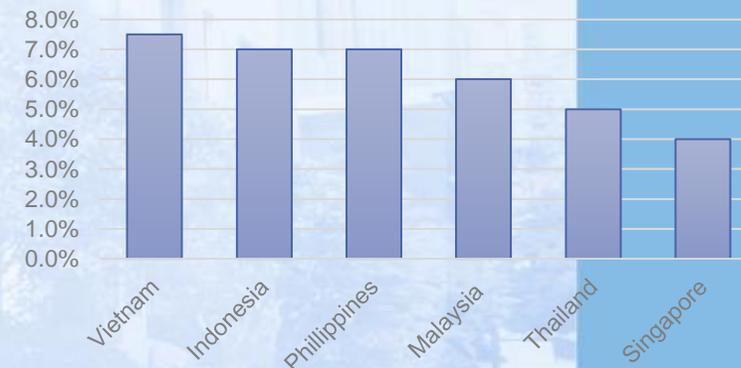
Top 10 Inbound Tourism Markets to Vietnam – 2025



Average Tourist Spending by Source Market



Disposable Income CAGR by Southeast Asian Countries, 2024–2029



国内旅游日益成为重要支柱，保持稳定增长。旅游需求集中于节假日和夏季高峰期，趋势为短期旅行。越南可支配收入预计在2024-2029年间以年均7.5%的速度增长，位居东南亚地区首位。



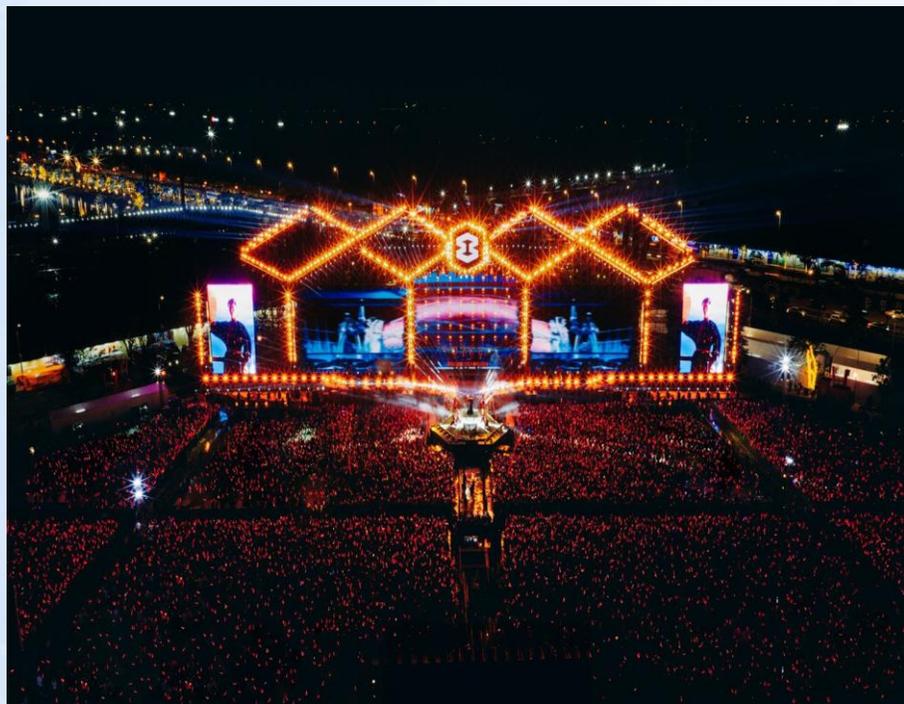
从旅游视角看越南航空业前景

越南旅游刺激政策

| 政策/计划名称 | 发布时间 | 主要内容 |
|---------------------|-------------------------------------|---|
| 第229/NQ-CP号议决 | 2025年8月8日发布；2025年8月15日至2028年8月14日生效 | 对12个欧洲国家（比利时、保加利亚、克罗地亚、捷克、匈牙利、卢森堡、荷兰、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、瑞士）公民实施45天免签。 |
| 第08/CT-TTg号指示 | 2024年2月23日发布 | 指导全面、快速、可持续的旅游发展；从"数量"旅游转向"质量和可持续"旅游。 |
| 第509/QĐ-TTg号决定 | 2024年6月13日发布 | 2021-2030年旅游系统规划，展望至2045年。 |
| 越南夜间经济发展提案 | 2020年7月27日起实施 | 允许在主要旅游中心区（河内、胡志明市、岘港、富国岛）将服务活动营业时间延长至2点 - 6点。 |
| 单次/多次入境有效期为90天的电子签证 | 2023年8月15日起实施 | 向所有国家发放电子签证；签证有效期从30天延长至90天，并允许多次入境。 |
| 扩大电子签证系统 | | 越南已在机场、陆路口岸和海港新增41个电子签证入境点，使总入境点数量达到83个。 正在研究黄金签证计划（5-10年长期签证） |



越南旅游杠杆: Music Tour



由VPBank赞助的“INHANOI”活动，于2025年年中使 Ocean City为亚洲的音乐中心。来自世界各地的超过10万名粉丝汇聚于此，沉浸在K-pop之王G-DRAGON的节奏中。

THE SPARK
K-STAR IN VIETNAM

NHÀ BẢO TRỢ VẬN CHUYỂN HÀNG KHÔNG (AIRLINE PARTNER)
vietjet Air.com | RAVOLUTION BY INTERNATION SINCE 2016

CL G-DRAGON DPR IAN

TEMPEST tripleS

21.06 2025 | MY DINH NATIONAL STADIUM
HANOI, VIETNAM



Dragon Pony与数千名观众于11月1日晚共同参与在胡志明市举行的Korea Spotlight 2025 活动中的音乐盛宴。

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



越南旅游驱动力：APEC 2027与文化旅游发展

SunGroup - 深度涉足航空领域



Vingroup - 在文化领域成立新公司



银行和集团投资文化领域并参与制作大型音乐会，体现了音乐带来的巨大经济影响和价值。



越南航空业股票

| Stock | Business Activity | Average trading volume over the past 3 months | Market capitalization (VND bn) | Basic P/E | Enterprise Value/EBITDA TTM Index | ROE 2024 | ROE 2025 | ROA % 2024 | ROA % 2025 | Total loans/Total assets 2024 | Total loans/Total assets 2025 |
|-------|-------------------|---|--------------------------------|-----------|-----------------------------------|----------|----------|------------|------------|-------------------------------|-------------------------------|
| HVN | 航空服务 | 1,534,087 | 81,055 | 8.84 | 6.05 | -55% | -365% | 13% | 11% | 35% | 18% |
| VJC | 航空服务 | 2,335,433 | 98,207 | 44.53 | 31.2 | 9% | 10% | 2% | 2% | 43% | 49% |
| VTR | 航空服务 | 59,184 | 789 | 448.79 | -19.47 | 8% | 0% | 1% | 0% | 35% | 28% |
| ACV | 机场运营 | 2,191,300 | 189,426 | 17.47 | 11.55 | 19% | 17% | 14% | 13% | 13% | 11% |
| SCS | 货运服务 | 321,711 | 5,086 | 7.28 | 5.54 | 50% | 51% | 38% | 37% | 0% | 5% |
| NCT | 货运服务 | 25,615 | 2,486 | 6.41 | 5.18 | 54% | 61% | 41% | 45% | 0% | 0% |
| SAS | 非航空服务 | 38,187 | 5,008 | 7.2 | 6.25 | 27% | 40% | 18% | 29% | 0% | 0% |
| AST | 非航空服务 | 19,039 | 3,195 | 12.77 | 7.92 | 29% | 45% | 18% | 27% | 5% | 6% |
| SGN | 机场服务 | 15,720 | 1,946 | 9.36 | 6.18 | 27% | 18% | 20% | 13% | 0% | 0% |



越南航空业股票

2025年越南航空业的企业均实现良好的经营业绩。

在客运领域，越南航空（HVN）凭借利息支出减少和核心业务运营改善，实现了利润突破，摆脱了负资产困境。VJC也实现了正增长。货运服务领域，NCT的业绩表现尤为突出。同时，在非航空服务领域，AST的收入和利润均实现了强劲增长。

| Stocks | Business Activity | Revenue 2024 (VND bn) | Revenue 2025 (VND bn) | PBT 2024 (VND bn) | PBT 2025 (VND bn) | Revenue growth 2025 | PBT growth 2025 |
|--------|-------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|----------------------|------------------------|--------------------|
| HVN | 航空服务 | 83,708 | 96,853 | 2,787 | 5,509 | 16% | 98% |
| VJC | 航空服务 | 72,045 | 82,093 | 1,823 | 2,630 | 14% | 44% |
| VTR | 航空服务 | 6,735 | 7,208 | 56 | 7 | 7% | -87% |
| ACV | 机场运营 | 22,701 | 26,035 | 14,465 | 14,915 | 15% | 3% |
| SCS | 货运服务 | 1,037 | 1,197 | 783 | 940 | 15% | 20% |
| NCT | 货运服务 | 921 | 1,212 | 331 | 479 | 32% | 45% |
| AST | 非航空服务 | 1,330 | 1,727 | 256 | 380 | 30% | 48% |
| SAS | 非航空服务 | 2,907 | 3,316 | 504 | 844 | 14% | 67% |
| SGN | 机场服务 | 1,518 | 1,481 | 370 | 294 | -2% | -21% |



越南航空业股票

Stock Price Performance YTD 2025



Sources: Bloomberg, GTJASVN Research

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



越南航空业前景——乐观

鉴于越南旅游业前景光明，且对航空基础设施的扩展计划，我们认为该行业企业的中期业务前景持乐观态度。

- 在上游领域，ACV是行业领军企业，该企业参与了2021-2030年规划中的一系列机场扩建/建设项目，使越南机场的总容量增加了两倍。
- 同时，在客运领域，各航空公司不断推出扩大机队规模和航线的计划，以满足越南旅游需求的增长。
- 此外，货运和航空服务企业（纪念品服务、餐饮）也受益于航空旅客数量的强劲增长，预计未来五年越南居民可支配收入将以每年7.5%的速度增长，赴越游客数量也将实现两位数增长。

在本报告中，我们推荐了两只股票，包括：

- **ACV**：代表越南航空基础设施扩张的前景。
- **AST**：一家非航空服务企业，拥有卓越的利润率，受益于国际游客数量的快速增长、旅游业的复苏以及销售网点的扩张。



越南机场总公司 (ACV) 是一家国有企业 (直属越南财政部, 持股比例为95.41%), 在越南22个机场的基础设施管理、投资和运营方面发挥着主导作用。其主要业务包括提供航空服务 (起降、安保、地面服务; 占总收入的80%) 和非航空服务 (场地租赁、航站楼服务)。ACV 占据垄断地位, 其增长主要依赖于客运量和越南的机场扩建项目, 尤其是隆城机场大型项目。2025年全年, ACV的合并净收入为25.96万亿越南盾, 较2024年增长15%。税后利润达到12.071万亿越南盾, 增长超过3%, 连续第三年创下利润新高。

目前, ACV正在代表国家资本投资连续投资于一系列机场项目, 特别是隆城机场和嘉平机场。此外, 2025年值得注意的一点是ACV将富国国际机场的所有现有资产移交给Sun Airport Joint Stock Company (Sun Group旗下公司) 进行管理。

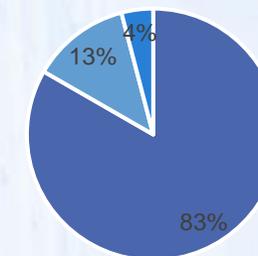
预计隆城机场项目 (第一期) 将于2026年中期投产, 这将有助于巩固ACV在2026年的业务前景。

然而, 由于新项目运营后需计提折旧成本, 短期内利润将受到影响。

ACV股票在2027-2028年的中期投资前景得益于其转板至胡志明市证券交易所 (HOSE) 的计划 (目前正在解决资产会计方面的瓶颈问题)。以ACV目前的市值来看, 成功转板后, 该股有望被纳入主要指数, 并吸引大量市场资金流入。

建议: 买入, 目标价为70500越南盾/股, 相当于EV/EBITDA为14。

Revenue breakdown 2025



■ Aviation Services ■ Non-Aviation Services ■ Others



越南塔斯科航空服务股份公司（Taseco Airs，股票代码：AST）是越南领先的非航空服务供应商，业务涵盖零售、免税业务、机上餐饮以及主要机场的贵宾休息室。到2025年底，AST在越南7个国际机场拥有139个销售点，比2024年增加15个。

- 近年来，越南机场系统发展规划的推进增强了AST的业务前景，其中2025年的亮点是新山一国际机场T3航站楼和内排国际机场T2航站楼的投入运营。预计到2026年，随着隆城国际机场和嘉平国际机场的投入运营，AST的销售点网络将继续扩张。
- 此外，越南旅游业的强劲增长，尤其是国际游客数量的突破性增长，也为公司带来了良好的发展前景。
- AST拥有高效的商业模式、可观的利润率和健康的资产结构（负债仅占总资产的6%）。在消费支出和游客数量同步增长以及新销售点带来的积极影响的推动下，2025年营收和利润分别较2024年增长30%和61%。

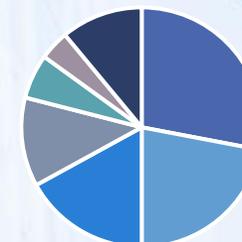
建议：持有，目标价为77000越南盾/股。

投资风险：疫情和自然灾害风险。游客购买力不及于预期。

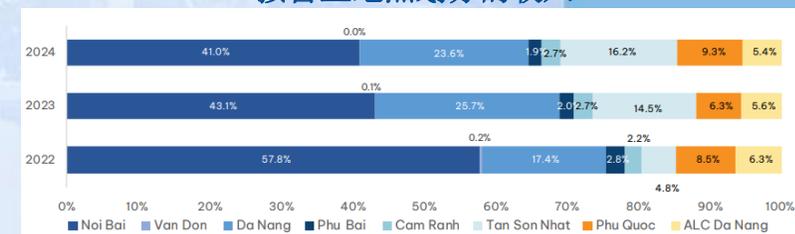
| Item | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| Gross profit margin | 28% | 53% | 58% | 61% | 63% |
| Net profit margin | -83% | 6% | 14% | 15% | 19% |
| Debt/Total assets | 10% | 7% | 3% | 5% | 6% |

Sources: AST, GTJASVN Research

Revenue breakdown 2025



■ Souvenir shop
 ■ Duty-free shops
 ■ Fast food
 ■ VIP rooms
■ Restaurants
 ■ Hotels
 ■ Other



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

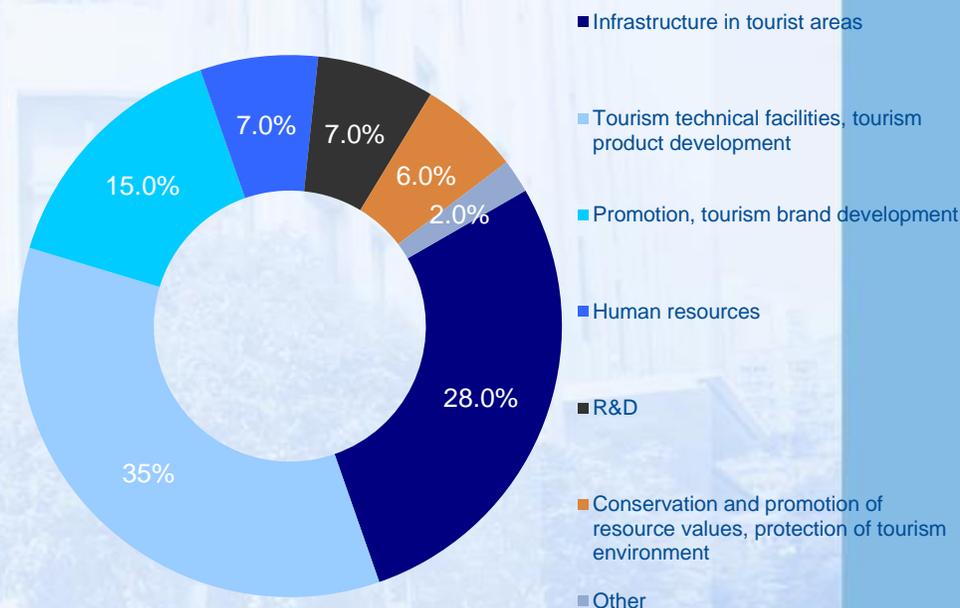


越南旅游系统规划（2021-2030）

2025
22-23mn international tourists, 120-130 million domestic tourists, and US\$39-42 billion international arrivals tourism revenue

2030
35 million international visitors, Become spearhead sector, contribute 13-14 % of GDP. Revenue CAGR 12.1% (2025-2035)

Investment capital demand for tourism development by sector 2026-2030



根据越南国家旅游局制定的《2021-2030年旅游系统规划及2045年展望》，整个旅游业所需总投资约为3600万亿越南盾。其中，国家预算资金占3-5%（含官方发展援助资金），私营部门投资占95-97%（含外国直接投资）。投资项目包括：升级和扩建隆城、新山一、内排等国际机场；发展连接主要旅游目的地的交通系统；建设四星级和五星级酒店及高端度假村；投资国际客运港口；以及改善旅游目的地的电力、供水、电信和智能技术等基础设施。



越南的航空公司

越南民航局局长表示，目前越南拥有14家商业和专用航空公司，共计254架飞机。预计到2030年，这一数字将达到400架现代化飞机。越南航空网络包括52条国内航线和211条国际航线，推动强劲的需求，并为国内生产和供应创造诸多机会。

2025年，市场迎来新航空公司——Sun PhuQuoc Airways的加入，该公司专注于连接富国岛的国内和国际航线。

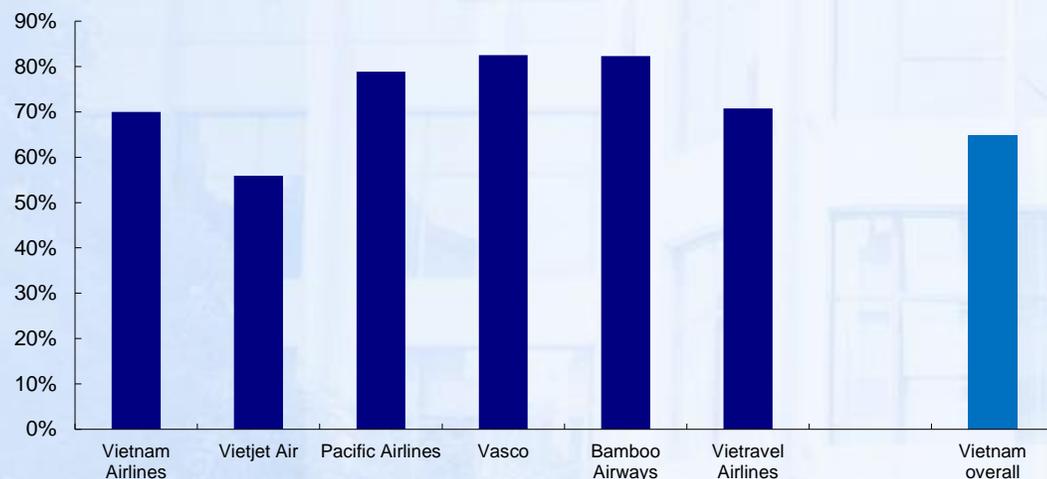
Vietnam Airline Market Share

| 航空公司 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Vietjet Air | 44.80% | 39.60% | 36.80% | 41.10% | 41.00% | 42.00% | 43.00% | 44.00% |
| Vietnam Airlines | 38.40% | 43.30% | 42.20% | 40.00% | 35.00% | 40.00% | 37.00% | 42.00% |
| Pacific Airlines | 15.10% | 15.80% | 14.20% | 4.70% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 2.40% |
| Bamboo Airways | - | - | 6.60% | 14.30% | 16.00% | 11.00% | 12.00% | 6.90% |
| Khác | 1.60% | 1.30% | 0.00% | 0.00% | 3.00% | 2.00% | 3.00% | 4.70% |

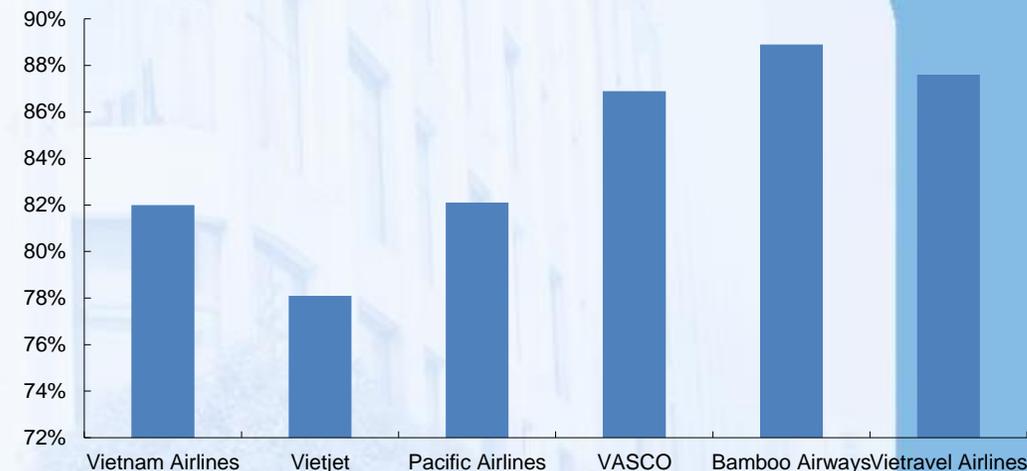


越南的航空公司

On-Time Departure Rate – 10M2025



Passenger Load Factor of Vietnamese Airlines



| Airlines | 机队扩张计划 |
|---------------------|---|
| Vietnam Airlines | 到2025年拥有103架飞机；考虑额外购买/租赁30架空中客车/波音宽体飞机，预计交付时间为2028-2032年（成本100亿美元）；预计到2035年拥有52架宽体飞机、112架窄体飞机。 |
| Vietjet | 到2025年，越捷航空拥有103架飞机。2025年10月，宣布订购100架空中客车A321neo飞机。2025年12月，越捷航空接收22架新飞机。 |
| Bamboo Airways | 截至2025年12月，Bamboo Airways运营8架窄体飞机。公司计划将机队规模恢复至30架飞机。在中期内，该航空公司预计每年增加8至10架飞机，以满足到2030年加速扩展航线网络的需求。 |
| Sun PhuQuoc Airways | 截至2026年初，Sun PhuQuoc Airways拥有6架飞机。 |





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。

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





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

linhd@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

minhnhk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:706

阮玉侠

Research Analyst

hiepnn@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:708

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

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





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: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn | 传真: (024) 35.730.088 | 传真: (028) 38.239.696 |

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

