

初步分析报告

DAMSAN股份公司

HOSE: ADS · 纺织与工业园地产

从纺织厂到产业集群开发商:
估值低, 开启新一轮增长周期



推荐

买

12个月期限

现场价格

7.780

VND · 04/10/2026

目标价格

11.700

VND/分享

价格上涨的潜力

+50,4%

与当前价格相比

行业

纺织品——毛巾
工业集群房地产

市值

5940亿越南盾
~2260万美元

估值

SoTP · P/E · P/B
P/E 2026F: 5.8x

发行主体

越南控股公司研究与分析

HOSE：广告·彭博社：广告 VN·小帽

Damsan股份公司（HOSE：ADS）

从纺织厂到产业集群开发商：估值低，开启新一轮增长周期。

推荐

买

当前价格（2026年4月10日）

7.780

12个月目标价

11.700

价格上涨的潜力

+50,4%

股票信息

代码/楼层	广告 / 软管
资本（十亿越南盾）	594
资本（百万美元）	22.6
流通股数（百万）	76,39
宪章资本（十亿越南盾）	763,95
52周最高/最低价（VND）	8.560 / 6.980
平均成交量（8/2026，股）	109,670
自由浮动	55%
外资持股比例 / 剩余外资持股额度	0.13% / 3810万股
贝塔	0,49
当前BVPS / P/B	13.112 / 0.59x
滚动四季度每股收益 / 滚动市盈率（过去12个月）	1.240 / 6.3x

股东结构

武辉东（董事长）	13,36%
德俊股份有限公司	5,33%
杜德康	5,31%
杜文魁	5,20%
其他股东	70,80%

价格表现

	1M	3M	12M
ADS	-5,0%	0,0%	+2,0%
VNINDEX	+1,4%	+2,6%	+14,9%

12个月价格走势（VND）



投资理论

价格大幅折价。 ADS2026年市盈率为5.8倍，市净率为0.56倍——更低与越南纺织和服装行业的中位数市净率（1.3倍）相比为~55%，与工业房地产集团相比为~70%（2.0倍），尽管股本回报率已从2024年的5.5%回升至9.8%。

将模型转向工业房地产。 房地产收入（工业园区+住宅）的比例预计将从2025年的~17%提升至2028年达到的~29%，凭借工业行业40%至45%的利润率，贡献>50%的毛利。

工业园区土地基金面积130.9公顷，价格具有竞争力。 租金为85–90美元/平方米，更便宜。相比北部平均水平（143美元/平方米）增长了约40%。宁安工业园第一阶段（49.9公顷）已满员;宁安（52公顷商业产品）将从2027年开始开发。

纱线织造平台稳定，出口现金流良好。 3家工厂（每年12,000吨纱线+2,000吨毛巾），占出口收入的62%（中国、日本）。2025年合并毛利率将达到13.5%，创历史新高。

每股盈余复合增长率（EPS CAGR 2025–2028F）~21%。 我们预测母公司的息税前利润（EBIT）为102 / 137 / 1700亿越南盾（2026F–2028F）。主要风险：短期杠杆（债务1145亿越南盾，~90%短期）及征地拆迁进度。

财务预测摘要

十亿越南盾	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
净收入	1.629	1.870	2.050	2.420	2.640
DT成长	-0,8%	14,8%	9,6%	18,0%	9,1%
毛利	133,6	252,2	270	340	390
聚合	8,2%	13,5%	13,2%	14,0%	14,8%
母公司股东利润	51,0	96,7	102	137	170
利润与利润增长	—	89,6%	5,5%	34,3%	24,1%
EPS（VND）	667	1.266	1.335	1.790	2.225
BVPS（越南）	12.250	13.112	13.900	15.100	16.700
本益比（x）	11,7	6,1	5,8	4,3	3,5
净点（x）	0,64	0,59	0,56	0,52	0,47
EV/EBITDA（x）	8,7	5,6	5,3	4,4	3,9
罗伊	5,5%	9,8%	10,0%	12,3%	14,0%
股息（面值百分比）	国家航空局。	国家航空局。	15%*	10%	10%

*2026年股东大会计划，支付形式（现金/股票）尚未确定。市盈率和净收率计算为7,780越南盾。来源：ADS，分析团队估算。

目录与摘要

一.

公司概况

4

二.

行业分析与各行业比较

5

二.一

纱线编织——棉毛巾

5

二.二

工业区/集群中的房地产

6

二.三

社会与城市住房房地产

6

二.四

可再生能源

6

2.5

点对点定价比较

8

三.

商业分析

9

四.

财务分析

12

五.

假设与预测

13

六.

定价与推荐

13

七.

投资风险

16

八.

ESG与公司治理

16

附录：财务报表摘要

17

推荐系统与免责声明

17

投资论点摘要及主要风险

我们开始跟踪ADS，推荐 **买入**，目标股为 **每股11,700越南盾**（+50.4%）。市场将ADS定价为纯薄薄利润产生者（市净率0.59倍），而约40%的SoTP价值来自房地产板块——同行市净率为1.5至2.3倍。**2026年上半年业绩持平**（母公司利润为387亿，由于纺织业毛利率压力以及开放社会住房时销售成本上涨了171%，同比下降0.6%，但我们认为这是一个“先投资，创纪录后”的时期。

表1：增长动态与风险矩阵

动机（优点）	风险（下界）
第二期（25公顷）和宁安（52公顷）：每年吸收15–19公顷，毛利率40–45%	短期杠杆：贷款债务1145亿越南盾（2026年6月），短期利率约90%，2025年利息支出约620亿盾（+21%）
富宣社会住房 582套（546套社会住房+36套商业及服务住房）：2027–2028年度交出，收入~6460亿越南盾	薄纱纺织利润率：对ICE棉价敏感，中国需求;2026年第一季度毛利率仅8.5%
外商直接投资转移至洪安-泰平的影响：高速公路、泰平港、低租金	土地清理进展（安全第二阶段，武宁扩建37.5公顷）可能会延迟1-2年
恢复因新建的ADP高端毛巾织造厂而出口到日本的棉巾边界	低流动性（~9亿越南盾/交易日），持股比例仅0.13%
增长选项（选项）：通过法人实体获得36%资本的Pho Hien城市区	记录的房地产收入不均 导致季度业务业绩大幅波动

表2：催化剂12-24个月日历

时间	活动	预期影响
2026年第四季度	德栋、洪龙工厂的移交;富宣/广中邻近公寓的移交	第四季度房地产收入 ~200-2500亿越南盾
2026-2027 年第四季度	注册了安宁工业园15公顷租赁合同（估价约~800亿）	+0.8-1,000越南盾的累计每股收益
2027	宁安工业园区完成浓缩污水处理，官方开发52公顷商业产品	土地基金租赁基金的扩展
2026-2027	第二期（25公顷）及武宁扩建（37.5公顷）完工	工业集群阵列的RNAV验证
2027-2028	富宣社会住房的顶层和交接（2栋楼，15层）	住宅收入每年2600-2900亿
2026-2027	通过丰丰房地产投资股份有限公司对佛玄市区（洪仁）的投标结果	期权不包含在目标价格中

一. 公司概况

潭山股份有限公司（前称潭山纺织股份有限公司）由泰国平投资贸易股份有限公司及手工艺进出口公司成员于2006年5月成立。潭山I厂于2006年6月开始建设，投资1210亿越南盾，产能为2880吨原厂纱线和2220吨梳理纱（CD）。近20年后，ADS拥有3家纱线工厂，年产总产能达**12000吨纱线**和**2850吨毛巾**，并拓展至三个新领域：工业集群基础设施、住宅/社会住房房地产和太阳能电池板生产（ADGreen）。总部位于洪燕府陈兴道区阮德芹工业园区武益街A4地块（原泰平省，2025年合并）。

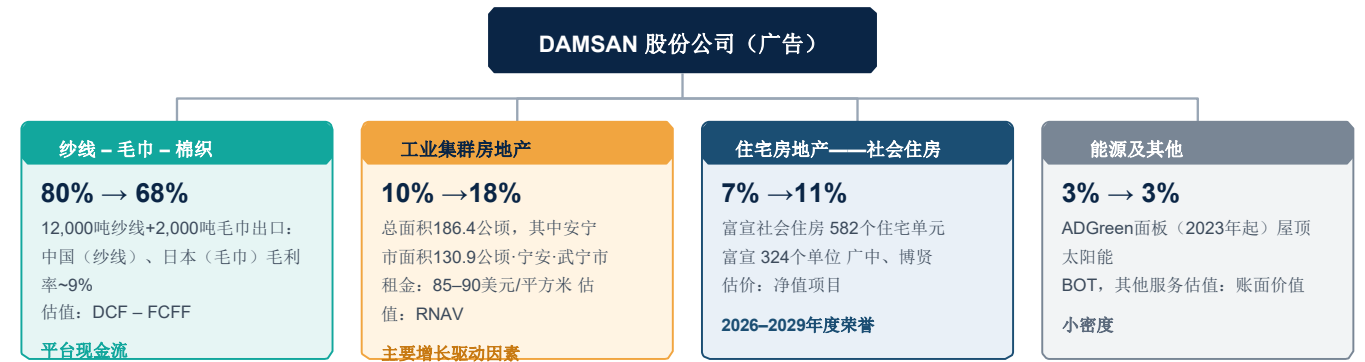
ADS的战略区别在于“**产业-基础设施一体化**”模式：企业既是工业园的制造者也是投资者，且常常是自身工业园区的“主力”租户（例如安宁工业园的ADP高端毛巾织造厂）。这种做法有助于降低初期入住风险，并利用地方政府的的关系，类似于Vinatex/TCM（工厂用地开发基金）或广宁（海河工业园）的德松模式。

图1：ADS的关键发展里程碑（2006–2026）



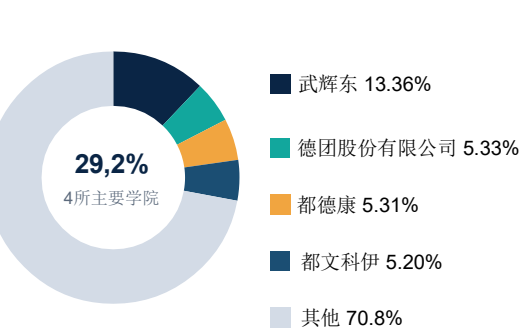
来源：ADS，VDSC，分析团队汇编。有些时间线是相对的。

图2：四支柱商业模式——2025A→2028F的收入份额



来源：ADS，分析团队估算。比例 = 细分市场收入 / 合并净收入。

图3：股东结构（%）



来源：ADS，VDSC（6/2026）

表3：领导力与管理特征

类别	目录
董事会主席	吴辉东先生——持有13.36%股份，资本代表法人实体Pho Hien;董事长夫人注册购买更多股份（2026年1月）
集中所有权	4位主要股东：29.2%;自由流通股：55%——小盘股的平均值
信息透明度	每月的国际调查通讯（收入、产出、预计进展情况）——在同规模企业中这很罕见
审计	2024年UHY; 经审计的 2025 年财务报告显示，调整后的税前利润从 1226 亿增至 1410 亿。

2026年计划	营收21576亿美元，税前利润1450亿，股息15%——批准股东大会（AGM）2026年4月18日
---------	---

在治理方面，我们积极评价领导层主动提供月度数据，但2025年独立财务报表与审计财务报表差距巨大（税前利润增加184亿）表明房地产收入记录存在延迟，且取决于交接时间——这是估值中需要关注的因素。

二. 行业分析与各行业比较

2.1 织纱线——棉巾：底部周期已过，边缘缓慢恢复

全球背景。 越南是世界第三大纱线出口国（仅次于中国和印度），纺织和服装年营业额约为440至460亿美元，其中纱线占~40亿至45亿美元。约55%至60%的纱线出口流向中国——中国市场因棉花囤积政策和织工库存导致进口需求剧烈波动。2025至2026年，ICE棉价持平，约为65至70美分/磅，显著低于2022年峰值（>150美分/磅），有助于稳定原材料成本（占纱线成本的~70%至75%），但也拖累了纱线销售价格。纱线价格利差——棉花价格利差是决定利润率的变量，且低于十年平均水平。

日本毛巾市场 ——ADS消耗量约90%——有严格的技术要求（吸水性、色牢度、JIS标准），形成进入壁垒，帮助像ADS这样长期供应商保持订单稳定，尽管日元走弱压力。美国的关税政策有间接影响：ADS不直接向美国销售，但中越客户向美国出口服装可以减少纱线订单。

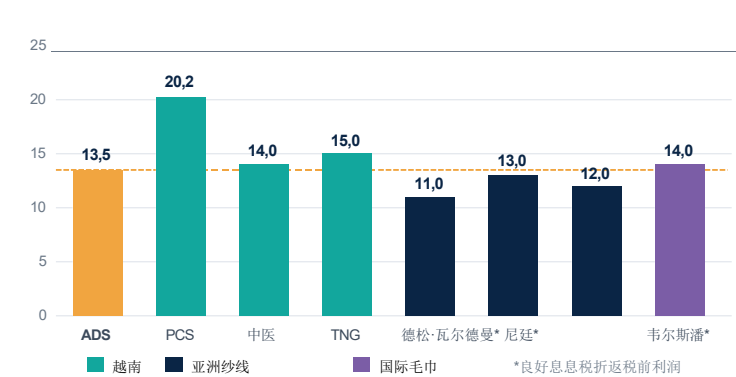
ADS的立场。 ADS年产量为12,000吨，是一家中小型纱线制造商（STK ~65,000吨，Texhong >全球70万吨）。优势在于混合纱线-毛巾-棉花业务的产品组合，有助于优化产能，且位于靠近海防港的洪安。局限性：回收纱线/技术纱线的利润率不高，如STK那样（回收纱线总利润率为32.9%）。

表4：活动比较——国内、亚洲及国际纺织与毛巾企业

公司	乡村	主要产品	2025年收入 (百万美元)	毛利率 / EBITDA*	竞争特征
ADS	越南	原厂/CD纱线、毛巾、棉花	54	13,5%	产业集群一体化；出口中国和日本
STK – 世纪纱线	越南	聚酯线，回收线	52	20,2%	回收纱线 ~50%收入;2Q26利润率降至11.3%
中医——成功	越南	纱线——织布——染色——缝纫	~150	~14%	闭锁，韩裔/美国客户
VGT – Vinatex	越南	纱线 – 服装集团	~740	~11%	越南最大规模; 利润 2025 ~1355亿
德松纺织	香港/中国	氨纶芯线，织物	~3,200		广宁省农治大型工厂的~11%
瓦尔德曼纺织印度		棉纱、布料	~1,150	~13%*	国内棉花自治，PLI补贴
尼廷旋转者	印度	棉/混纺纱线	~390	~12%*	出口额>50个国家
韦尔斯潘生活	印度	毛巾、纺织品	~1,170	~14%*	全球最大的毛巾制造商
三叉戟	印度	毛巾、毛线、纸张	~820	~13%*	纱线 – 毛巾整合，自有品牌
内野（私立）	日本	今治高级毛巾	国		无日期日本市场参考质量标准

*EBITDA利润率。参考估计（更新至~9–10/2026）可能与各企业的官方财务报表有所不同。

图4：2025年毛利率/EBITDA——ADS与同行（%）



来源：ADS，企业财务报表，分析团队估算。

广告职位评估——纱线编织

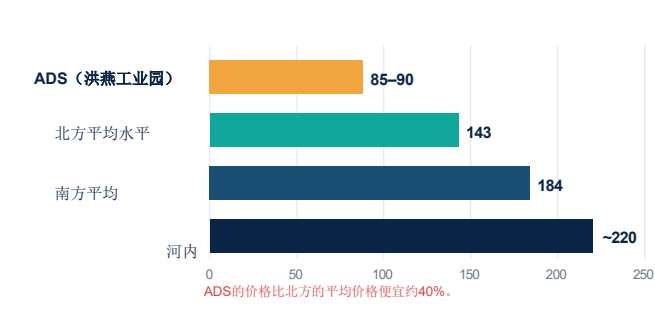
- 优势**
- 这里有各种各样的毛线、毛巾和棉制品可供选择。
 - 日本毛巾的老顾客面临着高品质的把失。
 - 2025 年的综合毛利率与 Vardhman 的相同，高于 Texhong 的。
 - 兴安省劳动力和土地成本低
- 弱点**
- 小规模生产，棉花价格难以谈判。
 - 纺织业对中国的依赖
 - 没有可回收纤维/高科技技术应用。
 - 仅纺织品行业的毛利率就只有9%左右。

2.2 工业区/集群房地产：享受“中国+1”价格优势

越南注册的外国直接投资每年仍为350至400亿美元;由于中国靠近南华供应链，生产资本流向中国，优先流向北方。根据2026年上半年综合数据，北方工业园区的平均土地租金 **将达到每平方米143美元（同比+2.9%）**，南方为184美元/平方米（+1.7%），河内为~220美元/平方米。 当一线工业园区（北宁、海防）几乎满员，租金超过150–200美元/平方米时，中型二级投资者（纺织品、玩具、铝材、零部件）会转向二线省份，如洪安-泰平省，并得到泰平-河南高速公路、沿海公路和泰平港规划的支持。

ADS位于工业**集群区**——面积不足75公顷，省级批准的程序比工业区更快——租金为85–90美元/平方米，比北部平均水平低~40%。已记录的租户包括ADP高端毛巾织厂、德东厂、红龙玩具厂和越南腾隆铝业（2026年7月启用）。宁工业园已向二级投资者寻求80%的面积;公司估计这份15公顷租赁合同带来利润约800亿越南盾。

图5：工业用地租金价格（USD/m²/周期，2026年上半年）



来源：CBRE/Savills, VnEconomy (10/2026) , VDSC, ADS。

表5：活动比较——国内与亚洲工业地产

企业	地区	土地基金	租金价格 (USD/m²)
ADS	洪燕（前泰平）	130.9公顷TP	85–90
KBC	白宁、海防、隆安	非常大（>1,000公顷）	130–250
IDC	巴地头顿，隆安，泰平	大型	120–190
SZC	巴地头顿	大型	~120–140
VGC	白宁、泰平、广宁		110–180
WHA公司	泰国（EEC），曼谷	非常大	~140–170*
匿名	泰国，东奈，的广宁	非常大	~120–160*
普拉德尔特塔（DMAS）	印度尼西亚（别加泗）	大	~180–220*

*等效换算。参考估计 ~2026年9月10日，可能有变动。

ADS对工业集群房地产地位的评估

- 优势

 - 集团租金最低，适合中小企业
 - 第一阶段安全已100%满员——证明销售能力
 - 灵活的省级工业园合法性;作为“锚定”租户

- 弱点

 - 规模较小（130.9公顷），相比同类地区>1,000公顷
 - 物流基础设施不如白宁/海防
 - 取决于土地清理的进展情况;小资本限制动员

2.3 社会与城市住房房地产

社会住房通过“到2030年建100万个社会住房单元”项目、201/2025/QH15号决议及具体机制和优惠信贷方案来推动。10%至13%的规范利润限制了利润空间，但工业省份的实际需求非常大，库存风险较低。ADS部署富宣社会住房（582套，~500亿投资资本），与工业园区劳动力相关联——这是一种类似于京北（KBC）和维格拉塞拉（VGC）的“工人住房”模式。
 可再生能源：全球电池板行业严重供过于求;中国巨头（隆基、JA Solar、天合）在2024-2026年度亏损或毛利率接近0%，而First Solar（美国）则以~40%的利润率惠及IRA受益。ADS的ADGreen是一家小型制造商，服务于家庭屋顶太阳能（占收入的~3%）——我们按账面价值估值。

2.4 可再生能源——面板

表6：ADS在社会/城市住房和太阳能中的定位

企业	场地	策略/规模	特征利润率	与ADS相比
ADS	社会住房+毗邻省份	富宣 582个社会住房单位;住宅区 324个单位;广中 37个	10–25%	–
VHM (文霍姆斯)	大型城市区，快乐之家 社会住房	数万套社会住房的目标	35–45% (广告)	卓越的规模
NLG (雄性)) 长篇)	经济适用房	EHome，弗洛拉-南部	~35%	类似环节
HDC (霍德科)	社会住房——省级城市区	巴地头顿，社会住房工人	~30%	最近省份模型
太阳能——太阳能板				
隆吉/贾 / 特丽娜	面板 (中国)	每家企业每年>70吉瓦	~0–3% (净亏损)	全球价格压力
第一太阳	薄膜面板 (美国)	IRA福利、关税	~40%	没有直接竞争

参考估计，更新于 ~9–10/2026，可能有所不同。

广告职位评估——住宅与能源房地产	
优势 • 工人住房需求源于ADS自身的产业集群。 • 省中部的清洁土地基金，适度投资资本 • 绿色能源支持工业集群租户的ESG（环境、社会和治理）。	弱点 • 社会住房利润率控制为10–13% • 交接记录的收入，季度波动 • 小规模面板，相较中国无成本优势

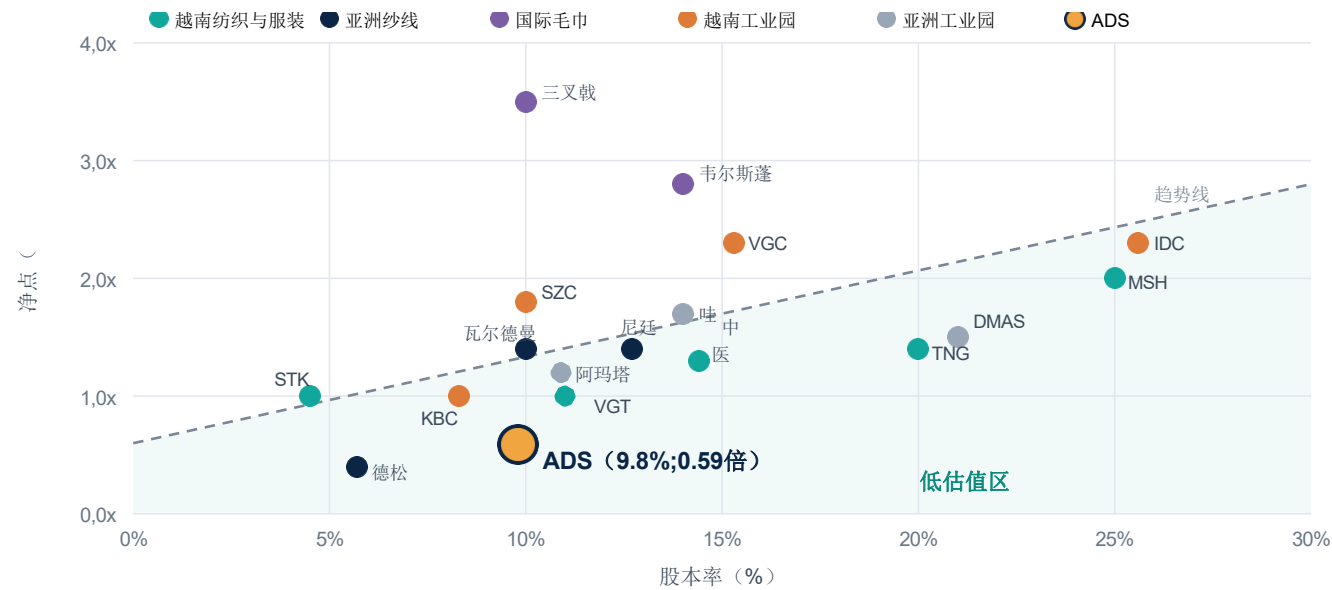
2.5 点对点定价比较：集团中各项指标中最便宜的ADS

表7：点对点估值比较表（尾段，~9-10/2026）

妈	孔提	郭嘉	资本化（百万美元）	本益比（x）	净点（x）	股本率（%）	毛利率/EBITDA（%）
ADS	中国中央交通局潭山	越南战争	23	6,3	0,59	9,8	13,5
纺织品——越南							
STK	世纪纱线	越南战争	~70	22,0	1,00	4,5	20,2
TCM	Thanh Cong纺织	越南战争	~60	9,0	1,30	14,4	14,0
VGT	维纳泰克斯	越南战争	~265	9,0	1,00	11,1	11,0
TNG	TNG投资与交易	越南战争	~90	7,0	1,40	20,0	15,0
MSH	红河服装	越南战争	~130	8,0	2,00	25,0	19,0
中维				9,0	1,30	14,4	15,0
纱线与毛巾——亚洲/国际							
2678 HK	德松纺织	香港	~600	7,0	0,40	5,7	11,0
VTL 在	瓦尔德曼纺织	恩德	~1.400	14,0	1,40	10,0	13,0*
NITINSPI	Nitin Spinners	恩德	~230	11,0	1,40	12,7	12,0*
韦尔斯普恩利	韦尔斯潘生活	恩德	~1.600	20,0	2,80	14,0	14,0*
三声进来	三叉戟	恩德	~1.700	35,0	3,50	10,0	13,0*
中维				14,0	1,40	10,0	13,0
工业园地产——越南与亚洲							
KBC	京北市政当局	越南战争	~1.030	12,0	1,00	8,3	~45
IDC	IDICO	越南战争	~570	9,0	2,30	25,6	~40
SZC	索纳德兹	越南战争	~240	18,0	1,80	10,0	~50
VGC	Viglacera	越南战争	~770	15,0	2,30	15,3	~30
WHA 结核病	WHA公司	太宗兰	~1.800	12,0	1,70	14,0	~45
AMATA TB	Amata Corp	太宗兰	~750	11,0	1,20	10,9	~40
DMAS IJ	普拉德尔塔·莱斯塔里	印度尼西亚	~430	7,0	1,50	21,0	~60
中维				12,0	1,70	14,0	~45
太阳能——国际							
601012 CH	隆基绿色能源	中国	~20,000	新墨西哥州	1,80	嗯	~1
002459 CH	JA Solar	中国	~6.000	新墨西哥州	1,30	嗯	~0
美国FSLR	第一太阳	美国	~20,000	14,0	2,30	17,0	~40

*EBITDA利润率。不：无显著性（亏损）。参考估计，更新至2026年第9天至10月，可能有所不同。来源：彭博社，Investing，公司财务报表，分析师团队估计。

图6：市净率与股本回报率（ROE）——ADS深度处于低估值区间



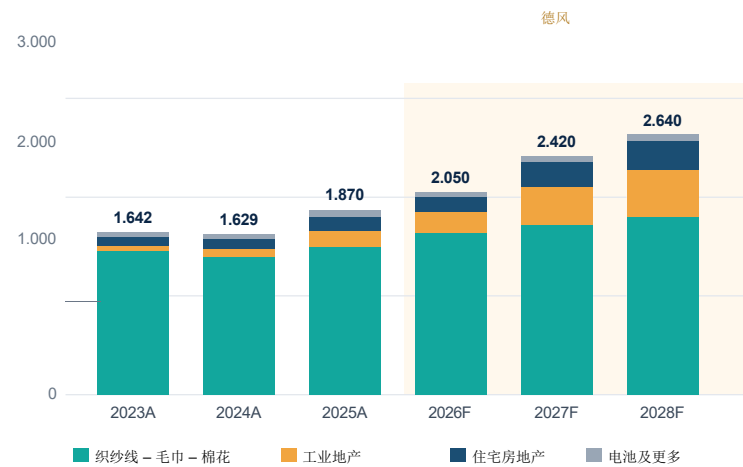
来源：彭博、投资、ADS、分析师团队估计。参考数据 ~9-10/2026。

ADS的ROE相当于亚洲纤维中位数（10%），但市净率仅为中位数的~42%（1.4倍）。在9.8%的ROE下，趋势线暗示合理的市净率为~1.3倍。我们仅将目标市净率设定为0.85倍，以反映规模折价、流动性和杠杆——但仍留有显著安全边际。

三. 商业分析

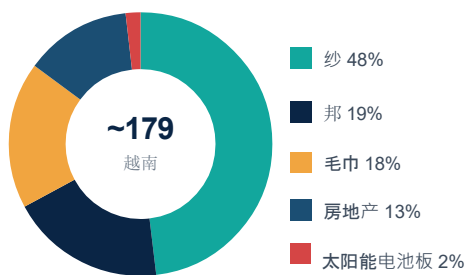
ADS的收入结构发生显著变化：纱线-毛巾-棉花板块从2023年~88%降至~80%，预计2028年降至~68%，随后转向工业和住宅房地产。特别是2025年第四季度，房地产收入达到2420亿越南盾（较去年同期增长2.5倍），占季度收入的39%，而成品成品收入则小幅下降3%，至3740亿越南盾。

图7：2023A至2028F各细分市场收入结构（十亿越南盾）



来源：ADS，分析团队估算。

图8：2026年8月的收入结构



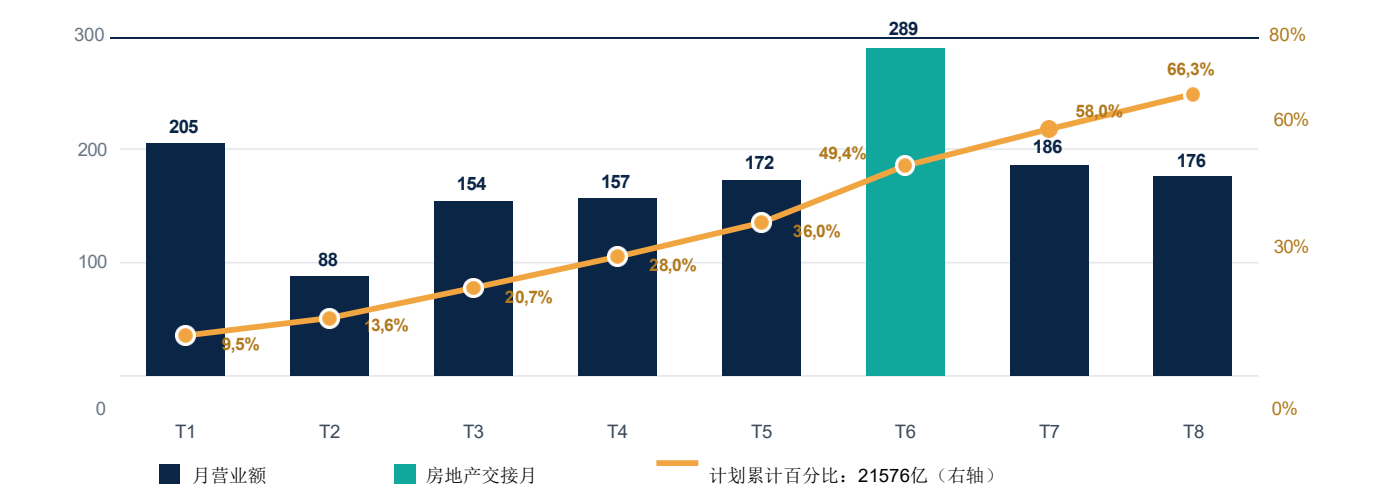
市场结构（8/2026）



八月制作：~1,071吨纱线~817吨棉花~265吨毛巾

来源：ADS投资者通讯 2026年8月。

图9：2026年当月合并收入（十亿越南盾）及年度计划完成进度（%）



来源：ADS投资者通讯2026年8月;月度收入由累计数字推算而来。2026年前8个月的累计数据：14267亿（占预算的66.3%），相当于时间计划的66.7%。

表8：房地产项目列表——规模、进展与价值贡献

项目	类型	唐·收入 (哈)	剩余商业产品 (ha)	天登 (2026年8月)	吉恩	净现值 (十亿越南盾)
工业地产——工业集群						
安宁中会	工业园区——土地及车间出租	75,0	~18	第一阶段49.9公顷土地已100%填满;已向80%的区域寻求投资者;第二阶段25公顷土地已清仓	2026–2028	130
宁安省中学	产业集群– 土地租赁	74,0 (+25 先生)	52	集中污水处理厂建设及交叉口净空与排水	2027–2031	290
武宁工业园（扩建）	产业集群– 土地租赁	37,5	25	在武贵乡进行土地征用、清点和公布补偿、扶持和安置计划。	2028–2032	140
住宅房地产与社会住房						
富社会住房	546个社会住房单元+	–	58,000平方米的建筑面积	2号楼建于8楼，1号楼在5楼;开放中	2027年第四季度–2028	60
玄	36个商业服务单元			出售;投资资本~6500亿		
富宜住宅区	324套联排别墅	10,5	–	完成剩余单元，建设粗糙地块其余	2025–2028	95
广中 / 渤川	37 + 41 套联排别墅	0,51 / 0,37	—	博玄已被移交;广中大致建造了剩余的地块	2025–2027	25
佛贤市区 (36%)	都市——通过洪燕房地产股份有限公司	国家航空局。	–	2026年4月法人实体的设立，招标准备	或者2028年	40*
房地产板块总价值（产业集群 560 + 住宅 180 + 链接 40）						780

*根据360亿投入资本+小额补偿金额记录;项目潜力尚未评估。来源：ADS，VDSC，分析团队估算。

表9：纺织品生产能力

类别	力量	主要市场
纱线（原厂、长片、厘米）—— 3工厂	每年12000吨	中国国内
棉毛巾	2000吨/年产量	日本（~90%）， 韩国，广播
棉花生意	~800–1000 吨/月	家用（纺织品）
ADP高端毛巾编织车间	建设中	日本
太阳能电池板（ ADGreen）	小规模	家用阁楼
2026年前8个月的 光纤利用效率	~105%*	平均 ~1,050吨/月

*基于设计产能1000吨/月计算;由于低螺旋,实际产量更高。

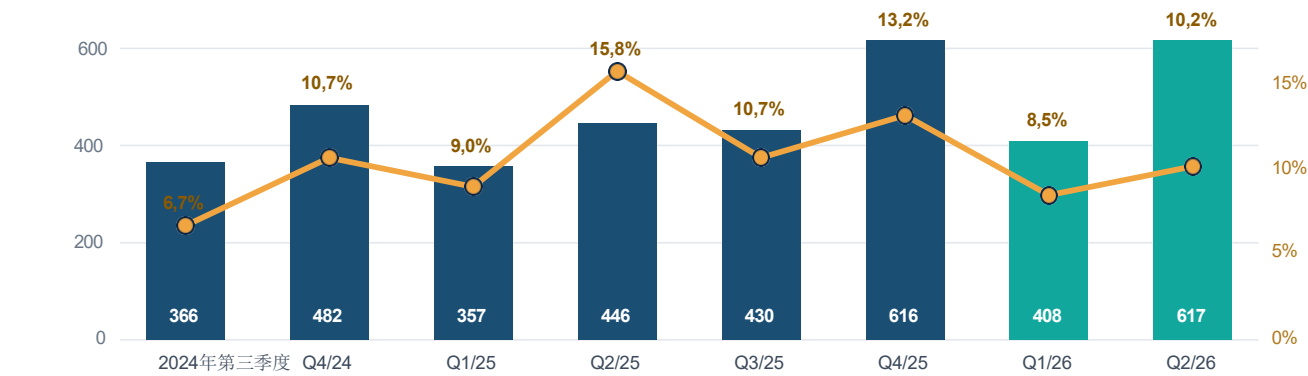
商业声明

- (一) 纺织业（含棉花）保持月产18万至23万吨的稳定产能，但由于纱线棉差幅缩小及中国订单价格竞争，2026年第一至第二季度毛利降至8.5%至10.2%。
- (二) 房地产是决定利润的变量：2026年8月仅占收入的13%，但估计贡献了约4~5%的毛利。2026年6月（2890亿）反映了一次大规模的回归。
- (三) “锚厂+工业园区+工人住房”模式形成封闭环，帮助安宁工业园区第一阶段比省级工业园区平均填满速度更快（通常为5-7年）。

四. 财务分析

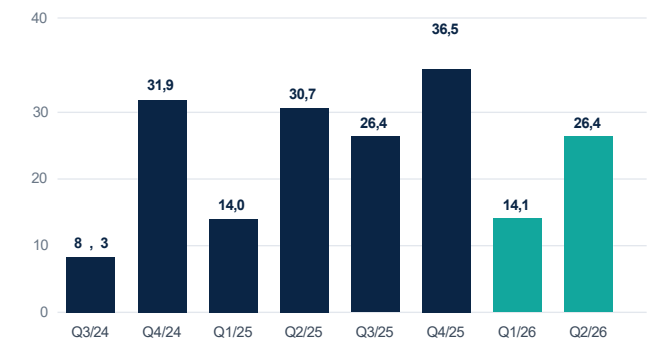
2025年——关键之年。 根据审计财务报表，净收入达到1870亿越南盾（+14.8%），毛利几乎翻倍至2522亿越南盾（利润率13.5%，创历史新高），税前利润1410亿越南盾（+122%），归属于母公司股东的税后净利润967亿越南盾（每股收益：1,266越南盾）。利息支出增加21%，达到620亿越南盾，原因是项目投资未偿贷款。 **2026年上半年：** 营业收入1.028万亿越南盾（同比增长28%），但归属于母公司的税后净利润基本持平，为387亿越南盾（同比下降0.6%）——2026年第二季度商品成本增长速度快于收入增长48.8%（+39.2%），销售费用增长171%（佣金、富宣社会住房开设市场推广），管理层增长27%。利润质量因此很大程度上取决于房地产登记时间。

图10: 按季度净收入（十亿越南盾）和毛利率（%）



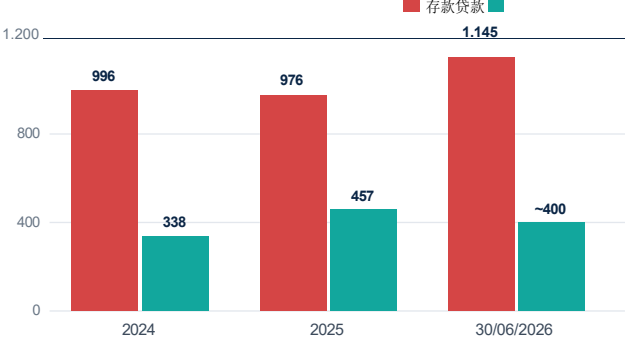
来源: ADS 季度财务报表 (24HMoney, Vietstock)。2026 年第一至第二季度青绿色。

图11: 季度利润（十亿越南盾）



来源: ADS 季度财务报表 (自我建立的预审计数数据)。

图12: 贷款与银行存款的对比（十亿越南盾）



来源: ADS 财务报表; 现金余额预计为2026年6月。

表10: 杜邦分析

财务指标	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
母公司净利率	3,1%	5,2%	5,0%	5,7%	6,4%
资产周转额 (x)	0,70	0,77	0,78	0,85	0,86
资产权益比 (x)	2,51	2,48	2,55	2,57	2,52
ROE	5,5%	9,8%	10,0%	12,3%	14,0%
ROA	2,2%	4,0%	3,9%	4,8%	5,6%

ROE的提升主要得益于利润率（房地产）和资产周转，而非依赖杠杆率的提升。

表11: 流动性与资本结构

财务指标	2024A	2025A	6/2026
有息负债/股东权益 (x)	1,01	0,92	1,10
净负债/股东权益 (x)	0,67	0,49	0,71
短期贷款比例	~88%	~90%	~90%
流动比率	1,08	1,12	1,05
EBIT/利息 (x)	1,5	2,9	2,6*
库存日数	~110	~98	~105

*过去12个月的估算。来源: ADS 财务报表, 分析团队估算。

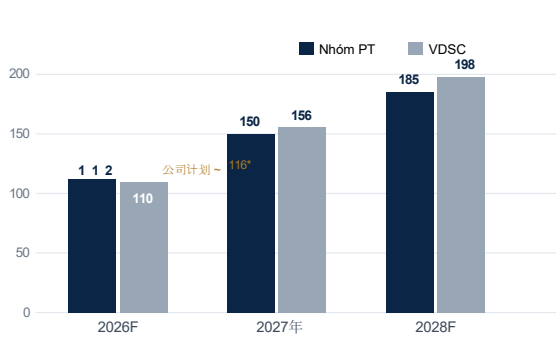
评估: “ 短期贷款-长期投资”的资本结构是最大弱点。近90%的未偿贷款为短期贷款（西都农业银行3000亿，泰国平农业银行2835亿，越民泰平1750亿），库存主要为未完成的项目成本（76%）。然而，流动性风险因大额存款（占总资产~18%）及与国有银行的长期信贷关系而降至最低。与STK（贷款债务1970亿，净值~1.0倍）或TCM（~0.8倍）相比，ADS杠杆率与行业水平相当;与上市工业园区（IDC、SZC使用预付租金）相比，ADS灵活性较低。

五. 假设与预测

表12：主要预测假设

纪定	2025A	2026F	2027F	2028F
纱线产量（吨）	~12,100	12,600	12,800	13,000
平均纱线售价（美元/公斤）	2,45	2,40	2,48	2,52
ICE棉价格（美分/磅）	~67	66	70	72
纺织细分界	~9.5%	8,8%	9,5%	10,0%
美元兑越南盾平均汇率	25,900	26,300	26,700	27,000
工业集群租赁价格（美元/平方米）	~85	88	90	93
工业集群交付土地面积（公顷）	~8	9	16	20
工业集群毛利率	~45%	42%	43%	43%
社会住房交接	0	0	200	300
平均借款利率	6,8%	7,2%	7,3%	7,0%

图13：预测EBIT——分析师组与VDSC（十亿）



*计划税前利润1450亿越南盾×（1至20%）。来源：ADS，VDSC（6/2026）。

与计划与共识的比较

2026年预测营业收入为2.05万亿越南盾，完成计划的95%（计划为2.1576万亿越南盾），高于VDSC的预测（1.959万亿越南盾），主要由于前8个月累计营业收入已达1.427万亿越南盾。2026年预测税前利润为1,400亿越南盾，完成计划的97%：上半年利润低于预期，但第四季度通常是房地产交接季节。由于假设武宁/安宁二期土地清理进度延迟6–12个月，我们对2027–2028年预测较VDSC更为谨慎。

表13：按细分市场预测业务业绩（十亿越南盾）

财务指标	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	复合年增长率 25–28F
纱线、毛巾及棉制品收入	1,400	1,495	1,640	1,720	1,800	6,4%
工业地产收入	80	160	210	380	480	44,2%
住宅地产收入	105	150	150	260	290	24,6%
太阳能电池板及其他收入	44	65	50	60	70	2,5%
净收入	1,629	1,870	2,050	2,420	2,640	12,2%
毛利	133,6	252,2	270	340	390	15,6%
其中：房地产（%毛利）	~35%	~42%	45%	55%	58%	–
税前利润	63,5	141,0	140	188	232	18,1%
归属于母公司股东的税后净利润	51,0	96,7	102	137	170	20,7%

来源：ADS，分析团队估算。

六. 定价与推荐

我们设定了12个月目标价为每股11,700越南盾（+50.4%），建议买入。主要方法论为总组成分（SoTP – 60%）：纺织品为DCF-FCFF，工业和住宅房地产为RNAV，能源和链业为账面价值；结合目标市盈率为8.5倍（20%）和目标市净率0.85倍（20%），以反映市场视角。由于对土地清理进度延迟及短期杠杆风险进行折价，我们的目标价低于VDSC（14,800越南盾）。

表14：总组成估值（SoTP）

组成部分	方法	金额（十亿越南盾）	越南盾/股	%
织纱线 – 毛巾 – 棉花	DCF-FCFF, WAC 11.4%, G 2%	820	10.734	48,5%
安宁工业园，宁安，武宁	RNAV, 95公顷，88公顷 美元/平方米，13%	560	7.330	33,1%
住宅房地产（富宣，广中）	项目现金流净值	180	2.356	10,7%
可再生能源及其他	账面价值	90	1.178	5,3%
联营公司——兴安房地产（36%）	账面价值	40	524	2,4%
企业总值（EV）		1.690	22.122	100%
(-)净负债（贷款1,145 – 资金420,2026年6月30日）		-725	-9.490	
(-)非控股股东利益		-60	-785	
股权价值		905	11.846	

流通股数：7,639万股。来源：分析团队估计。

表17：DCF-FCFF纱线-毛巾-棉段（十亿越南盾）

财务指标	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	结算价
EBIT纺织品部分	95,0	105,0	112,0	118,0	122,0	
(-)企业所得税 20%	-19,0	-21,0	-22,4	-23,6	-24,4	
(+)摊销	40,0	42,0	44,0	45,0	46,0	
(-)资本支出	-55,0	-50,0	-48,0	-46,0	-46,0	
(-)营运资金的变化	-15,0	-10,0	-10,0	-8,0	-8,0	
FCFF	46,0	66,0	75,6	85,4	89,6	972 (g = 2%)
贴现系数（11.4%）	0,898	0,806	0,723	0,649	0,583	0,583
PV	41,3	53,2	54,7	55,4	52,2	566,7
纺织板块EV = PV FCFF 256.8 + 期末PV值566.7（TV占69%）						≈ 820

表18：SoTP/股价敏感性——WACC × g

WACC \ g	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
10,4%	12.300	12.790	13.290	13.840	14.420
10,9%	11.620	12.080	12.570	13.070	13.590
11,4%	10.990	11.410	11.850	12.300	12.760
11,9%	10.400	10.780	11.130	11.560	11.980
12,4%	9.840	10.180	10.410	10.880	11.250

表15：资本成本（WACC）

东寿	嘉特
无风险利率（10年期债券）	4,2%
市场风险补偿（ERP）	8,5%
改良版Beta（Blume，工业版）	0,90
规模与流动性薪酬	2,0%
股权资本成本（Ke）	13,9%
税前/税后债务支出	8,0% / 6,4%
目标债务比率 D/（D+E）	34%
WACC	11,4%

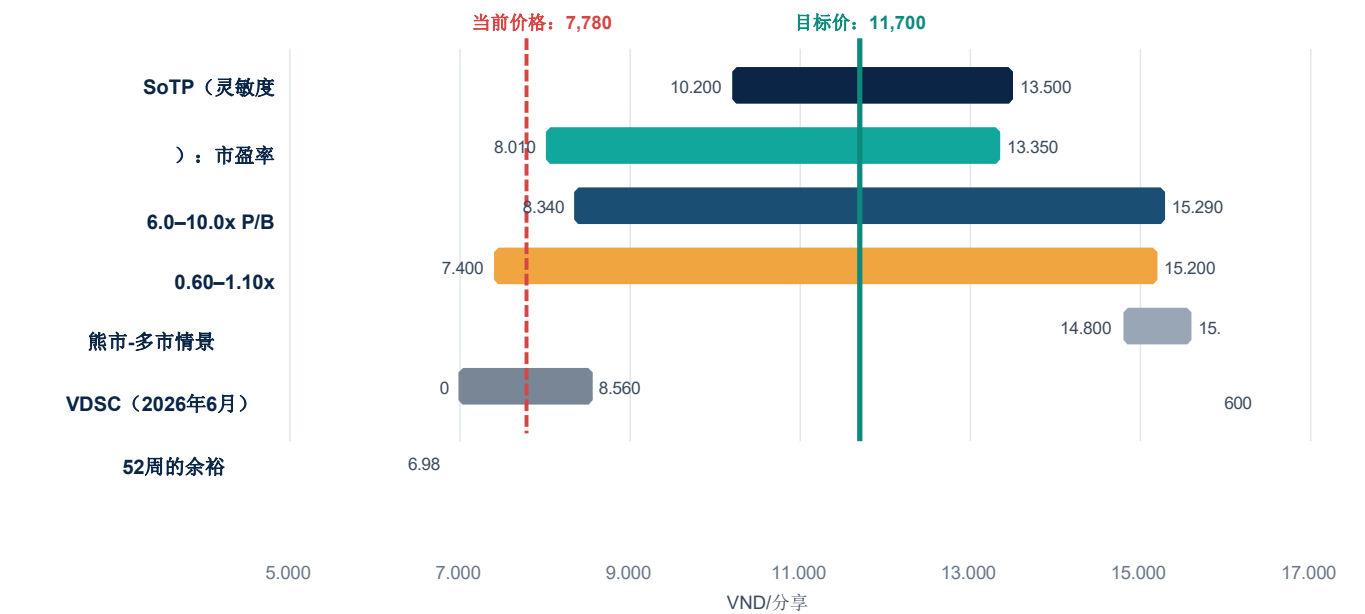
表16：方法汇总

方法	嘉特	郑彦
SoTP	11.846	60%
市盈率8.5倍×每股收益26F 1.335	11.348	20%
P/B 0.85倍 × BVPS 26F 13.900	11.815	20%
加权平均	11.743	100%
目标价格（四舍五入）	11.700	+50,4%

表19：敏感性——工业集群租赁价格×吸收率

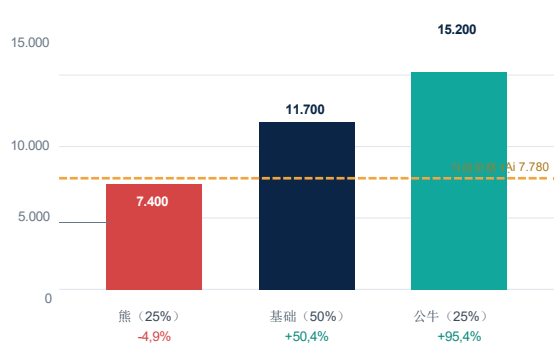
美元/平方米 \ 公顷/年	10	15	20	25
75	8.120	8.760	9.100	9.310
80	9.150	9.950	10.420	10.710
88	10.750	11.850	12.440	12.800
95	12.230	13.510	14.200	14.620
105	14.360	15.890	16.760	17.300

图14：“足球场”图表——按方法（VND/份额）的价值区间



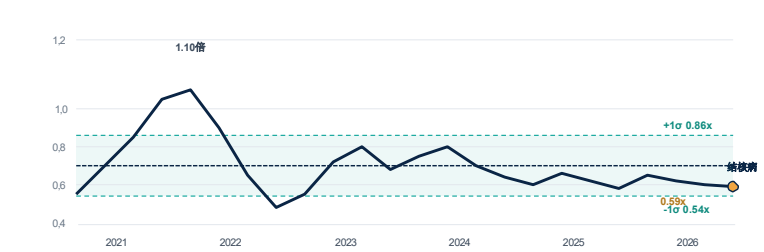
来源：分析团队、VDSC、HOSE的估算。

图15：定价情景（VND/份额）



按概率计算的期望值：~11,500越南盾/份。

图16：ADS P/B历史 2021 – 2026（x）



来源：HOSE、ADS财务报表、分析团队计算（季度数据、估算）。

表20：定价情景的假设

情景	孟树	工业地产	住宅与金融房地产	价值（VND/份额）
布尔	毛利率13%，中国需求回升	租金100美元/平方米，土地清理按时完成，每年20-25公顷	社会住房于2027年售罄，Pho Hien 中标	15.200
基地	毛利率 8.8-10%	88-93美元/平方米，9-20公顷/年面积	2027-2028年社会住房交接	11.700
熊	毛利率7%，中国订单流失	宁安与武宁晚了两年，价格是80美元/平方米	利率+200基点，社会住房库存	7.400

七. 投资风险

表21：风险矩阵

#	风险	概率	影响	描述与缓解措施
1	细纱线利润率，棉花价格	高	结核病	纱线与棉花的差价收窄（2026年第一季度利润率8.5%）。ADS与棉花和毛巾业务合并后有所上升。
2	短期贷款与利率	结核病	高	~90%的短期债务;利率上升100个基点，税前利润下降约9%。存款占总资产的18%，构成流动性缓冲。
3	工业集群土地清理进度	高	高	An Ninh第二阶段，Vu Ninh正在计票;晚了一年，价值下跌~600越南盾/份。
4	中国/日本附属	结核病	结核病	纱线依赖中国;毛巾~90%来自日本（日元走弱影响价格）。
5	汇率	低	结核病	出口收入的62%为天然对冲;债务主要为越南盾。
6	房地产合法性，记录不均	结核病	结核病	房地产收入通过交接导致季度波动;社会住房的利润上限为10%至13%。
7	股票流动性	曹操	低	交易量为每日约0.1百万股，外资持股比例：0.13%，限制了机构资本流动。
8	营运资金管理	结核病	结核病	独立财务报表差异——2025年审计;大量未完成库存。

图17：风险热力图

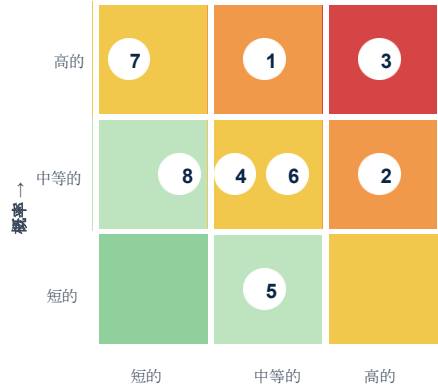


表21中对应单元格#中的数字。

八. ESG与公司治理

表22：ESG评分（1–5级）及比较

支柱	ADS评测	ADS	STK	中医	韦尔斯蓬
环境（E）	生产太阳能板，绿色能源项目;工业园区有集中污水。没有回收纤维，也没有排放。	3,0	4,0	3,5	4,5
《西海》（S）	数千名本地工人;工人社会住房;每月报告生产安全情况。	3,5	3,5	3,5	4,0
行政（G）	此外：每月的国际关系通讯，清晰的计划。缺点：审计前后数据差异，集中内部股东所有权。	3,0	4,0	3,5	4,0
东福	中等——通过GRI可持续发展报告，仍有改进空间	3,2	3,8	3,5	4,2

分析团队的定性评估基于已发布的信息;而非官方ESG评级。

附录：财务报表摘要

业务成果（十亿越南盾）

财务指标	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
净收入	1.629	1.870	2.050	2.420	2.640
嘉翁	-1.495	-1.618	-1.780	-2.080	-2.250
毛利	133,6	252,2	270	340	390
销售成本	-12	-14	-25	-32	-35
企业管理成本	-45	-61	-55	-63	-70
EBIT	76,6	177,2	190	245	285
净财务利润/亏损	-15,0	-36,2	-55	-60	-55
其他收益	1,9	0,0	5	3	2
税前利润	63,5	141,0	140	188	232
企业所得税	-8,4	-34,7	-28	-38	-47
税后净利润	55,1	106,3	112	150	185
少数股东权益	4,1	9,6	10	13	15
归属于母公司股东的税后净利润	51,0	96,7	102	137	170
EBITDA	158	245	260	315	355

现金流汇总（十亿越南盾）

财务指标	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
经营活动产生的现金流量	85	210	60	260	300
投资活动产生的现金流量（资本支出，项目）	-90	-110	-160	-150	-120
筹资活动产生的现金流量	20	-10	50	-80	-110
净汇率	15	90	-50	30	70
自由现金流（CFF，CFO – 资本支出）	-5	100	-100	110	180

资产负债表摘要（十亿越南盾）

财务指标	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
货币与存款	380	470	420	450	520
应收账款	300	330	380	420	450
库存	457	398	520	480	450
净固定资产	520	500	560	580	590
工业集群基础设施、在建工程及其他	693	802	870	1.020	1.140
总资产	2.350	2.500	2.750	2.950	3.150
短期与长期贷款	996	976	1.150	1.150	1.100
其他责任	368	462	468	564	676
归属于母公司所有者的权益	936	1.002	1.062	1.153	1.276
少数股东权益	50	60	70	83	98
总资本	2.350	2.500	2.750	2.950	3.150

主要财务指标

财务比率	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
营业收入增长率	-0,8%	14,8%	9,6%	18,0%	9,1%
每股收益增长	—	89,6%	5,5%	34,3%	24,1%
边国	8,2%	13,5%	13,2%	14,0%	14,8%
良好的EBITDA	9,7%	13,1%	12,7%	13,0%	13,4%
归属于母公司股东的净利率	3,1%	5,2%	5,0%	5,7%	6,4%
ROE / ROA	5,5% / 2,2%	9,8% / 4,0%	10,0% / 3,9%	12,3% / 4,8%	14,0% / 5,6%
有息负债/股东权益（x）	1,01	0,92	1,02	0,93	0,80
EPS（VND）	667	1.266	1.335	1.790	2.225
BVPS（越南）	12.250	13.112	13.900	15.100	16.700
本益比（x）	11,7	6,1	5,8	4,3	3,5
净点（x）	0,64	0,59	0,56	0,52	0,47
净值/息税折旧摊销前利润（x）	8,7	5,6	5,3	4,4	3,9

估值为7,780越南盾。数据 2024A–2025A 根据审计财务报表，部分项目由分析团队重新分类/四舍五入。

推荐系统与免责声明

投资评级	12个月预期总回报率
买入	> +15%
跑赢大市	+5% - +15%
中立	-5% - +5%
跑输大市	-15% -5%
卖出	< -15%

数据来源：潭山股份公司2025年审计合并财务报表及2026年第二季度财务报表;2026年8月投资者通讯;2026年4月18日股东周年大会决议;VDSC初步分析报告（2026年6月）;24HMoney、Vietstock、CafeF;CBRE/Savills;彭博/Investing提供国际企业数据。

免责声明： 本报告仅供参考，不构成任何证券的买入或卖出要约，也不构成对任何证券交易的建议。报告中的信息和数据来源于被认为可靠的渠道，但分析团队不保证其准确性。计算数据截至2026年9月至10月左右，可能与官方数据存在差异。

Vietnam Holdings Inc

给予信托——创造价值

研究与分析部

股票研究 · 宏观与战略 · 行业研究

研究覆盖范围

- 商业分析报告
- 业务业绩更新报告
- 行业报告与投资策略
- 宏观经济学与市场
- 估值与投资咨询
- 区域数据与比较

重要信息

本报告由越南控股公司研究与分析部发布，仅供参考，不构成强制性买入、要约或推荐购买任何证券。信息来源被认为可靠，但不保证绝对准确或完整。观点、预测和目标价格可能会在不另行通知的情况下发生变动。未经越南控股公司书面批准，严禁复制或转发部分或全部报告内容。

给予信托——创造价值

© 2026年越南控股公司。版权所有。