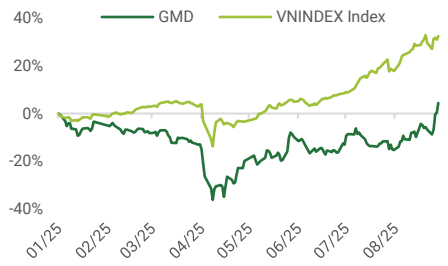
12/09/2025	
建議	**續抱**
合理價格	72,700
收盤價	69,200
現實價格	**5%**

股票資訊	
流通股數 (百萬)	420
自由流通股數 (%)	92%
市值 (十億越盾)	28,867
最近三個月平均成交量	3.3
外資持股率 (%)	40%
上市首日	22/04/2002

股東結構	
VietFund Management Ltd	3.7%
Schroders PLC	3.4%

財務比率	
最近十二個月每股盈餘 (越盾)	3,216
每股淨值 (越盾)	29,057
負債/業主權益 (%)	15.83%
資產報酬率 (%)	8.36%
資本報酬率 (%)	11.99%
本益比	23.18
股價淨值比	2.37
股息殖利率 (%)	2.91%

股價波動



公司簡介

Gemadept（GMD） 為越南領先航港與物流公司，擁有從北部至南部的完整海洋生態系統。公司持有越南最大深水貨櫃港 (Gemalink 港)，以及多座戰略性港口。

分析師

Tô Đình Hiền Viên
viento@phs.vn

股價已反映增長潛力

- 2025 年第二季 GMD 營收淨額與淨利 (少數股東) 分別達 1.497 兆越南盾（年增 30%）與 4,230 億越南盾（年增 28%）。累計上半年營收淨額與淨利分別為 2.774 兆越南盾（年增 14%）與 8,260 億越南盾（年增 13%），分別達成全年預估之 42%與 56%。
- 我們對 GMD 中長期前景保持樂觀看法，主因受到運營的南廷武 (第三階段) 與 Gemalink 碼頭 (第二階段) 之貢獻。預期 2025-2028 年稅後盈餘年複合成長率（CAGR）約達 12%。
- 預估 2025 年全年營收淨額與淨利 (少數股東) 分別達 5.5 兆越南盾（年增 13.2%）與 1.5 兆越南盾（年增 15%）。
- 我們對 GMD 給予續抱評等，目標價為 72,700 越南盾，較 2025 年 9 月 12 日收盤價潛在上漲空間為 5%，主要反映當前股價已大致消化 GMD 的增長潛力。

2025 年第二季業績表現更新

2025 年第二季，GMD 營收淨額與淨利 (少數股東) 分別達 1.497 兆越南盾（年增 30%）與 4,230 億越南盾（年增 28%）。累計上半年營收淨額與淨利分別為 2.774 兆越盾（年增 14%）與 8,260 億越盾（年增 13%），分別達成我們全年預估之 42%與 56%：

- 營收淨額表現搶眼 (年增 30%)，主因受到南廷武碼頭貨櫃吞吐量達 38.7 萬 TEU（年增 27%）的推動。
- 附屬公司獲利達 2,410 億越盾（年增 32%），其中 Gemalink 公司以 1,590 億越盾（年增 46%）之獲利，對整體獲利具有較大貢獻。
- 淨利成長 28%，主要受惠於核心業務效率提升，且同期不再認列一次性異常收益。

2025 年營運預測

我們預估 2025 年全年營收淨額與淨利 (少數股東) 分別達 5.5 兆越南盾（年增 13.2%）與 1.5 兆越南盾（年增 15%），主要基於以下假設：

(i) 港口營運收入年增 14%，成長動能主要來自南部地區吞吐量的提升。

(ii) 毛利率提升 1%，主因受到港口服務費平均調升 4%以及物流業務租船費大增 42%之推動。

(iii) 利息支出年減 16%，受惠於核心業務產生強勁現金流，公司因之加速償還借款本金，從而降低利息成本。

投資論點

1.**兩大新專案為稅後盈餘增長之新動能**，2024-2028 年稅後盈餘年複合成長率（CAGR）預估達 12%，動能來源包括：

- 中長期核心業務盈餘維持成長，2024-2028 年 CAGR 預估約 7%，主要受惠於南廷武碼頭 (第三階段) 於 2026 年投入運營。
- 位於南部地區的 Gemalink (第二階段) 預計將為主要成長動能，2024-2028 年期間對稅後盈餘年均增長的貢獻約 23%。

2.估價已大致反應 GMD 的增長潛力：GMD 股價自 2025 年 4 月初因關稅問題而重挫後，已大幅反彈 23%。目前 GMD 股價對應 2026 年預估 EV/EBITDA 約 13.3 倍，高出 2023 年 EV/EBITDA 的 12.4 倍。

動能

- 調升深水港的裝卸服務費。
- 對橡膠項目進行撤資。

風險因素

- 轉口商品關稅較預期更為嚴峻。
- 進出口表現與外國直接投資（FDI）吸引力低於預期。

估價與投資建議

我們採用 分類加總估值法（SOTP），對 GMD 給予**續抱**評等，目標價為 72,700 越盾，較 2025 年 9 月 12 日收盤價潛在上漲空間約 5%。

2022 年至 2026 年 GMD 的財務比率

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
營收淨額 (十億越盾)	3,898	3,846	4,832	5,455	6,178
母公司稅後盈餘 (十億越盾)	994	2,251	1,455	1,556	1,699
每股盈餘 (越盾/股)	3,036	7,142	3,407	3,649	3,983
每股淨值(越盾/股)	22,981	28,050	29,909	31,330	33,348
資產報酬率 (%)	7.6%	16.6%	8.1%	7.9%	8.1%
資本報酬率 (%)	12.5%	23.1%	10.6%	10.3%	10.3%
本益比 (x)	15.7	8.0	16.2	18.2	16.7
股價淨值比 (x)	2.1	2.0	1.8	2.1	2.0

資料來源：GMD、PHS 收集及預期

分類加總估值法（SOTP）

單位：十億越盾	估價方式	業主權益	GMD 持股率	貢獻金額
Port & logistics	FCFF (WACC: 12.7%, g=1%)	**17,195**	**100%**	**17,195**
Logistics & Shipping JVs		**21,093**		**11,768**
SCSC	P/E & FCFE	6,168	36.4%	2,235
CJ GMD Logistics	BV	880	49.1%	432
CJ GMD Shipping	BV	329	51.0%	168
Gemalink	FCFF (WACC: 12.7%, g=1%)	13,716	65.1%	8,933
其他資產		**3,254**		**1,578**
其他投資	BV	479		479
橡膠	BV	1,099		1,099
總計				**30,542**
流通股數				420
目標價				**72,700**
收盤價	09/09/2025			**68,200**
上漲空間				7%

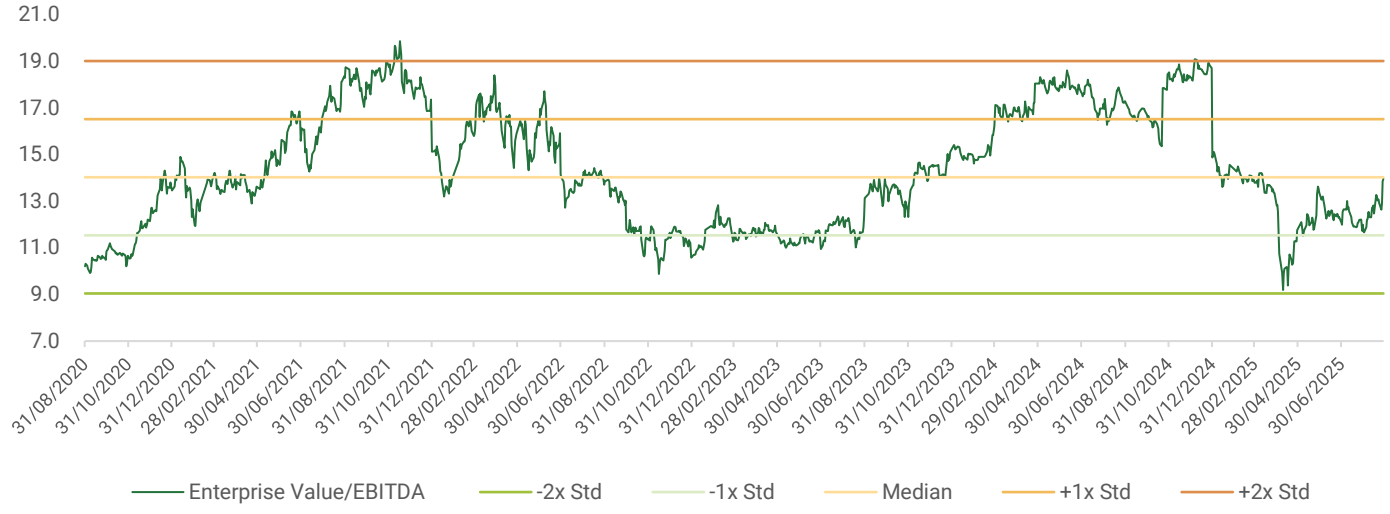
資料來源：GMD、PHS 收集及預期

WACC

WACC	
Beta	3.5%
無風險利率 (Rf)	1.1
股票風險溢酬	8.4%
自有資金成本	12.6%
平均融資利率	13.7%
負債/(負債 + 業主權益)	7.8%
稅率	19.5%
加權平均成本	12.7%
長期增長	1%

資料來源：PHS 收集及預期

EV/EBITDA 估價方式 (2020 年至 2025 年階段)



資料來源：Bloomberg、PHS 收集

財報

十億越盾

損益表	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
銷售淨額	**3,898**	**3,846**	**4,832**	**5,455**	**6,178**
銷貨成本	(2,180)	(2,068)	(2,697)	(2,982)	(3,437)
毛利	**1,718**	**1,778**	**2,135**	**2,473**	**2,741**
銷貨費用	(524)	(552)	(575)	(649)	(735)
營運盈利	**1,051**	**1,117**	**1,313**	**1,545**	**1,690**
財務盈利	24	1,941	426	202	215
財務費用	(166)	(155)	(150)	(128)	(108)
其他收入	399	274	829	957	1,013
稅前盈餘	(0)	(30)	(320)	(21)	(21)
稅後盈餘	1,308	3,147	2,099	2,555	2,789
母公司稅後盈餘	**1,161**	**2,534**	**1,924**	**2,057**	**2,245**
資產負債表	**2022A**	**2023A**	**2024F**	**2025F**	**2026F**
流動資產	**2,619**	**3,380**	**6,674**	**8,326**	**8,183**
現金與約當現金	1,364	1,472	3,964	5,210	4,790
短期財務投資	82	359	1,021	1,021	1,021
應收帳款	868	1,193	1,236	1,371	1,553
存貨	83	68	83	153	174
其他短期資產	222	288	369	417	472
非流動資產	**10,412**	**10,166**	**11,324**	**11,490**	**12,773**
長期應收帳款	45	40	45	45	45
固定資產	3,262	4,166	4,033	4,524	5,807
營建中之費用	2,790	1,759	1,718	1,393	1,393
長期財務投資	3,065	3,125	3,854	3,854	3,854
其他固定資產	1,249	1,076	1,674	1,674	1,674
總資產	**13,031**	**13,546**	**17,998**	**19,816**	**20,956**
負債	**5,083**	**3,814**	**4,226**	**4,767**	**4,513**
短期負債	3,211	1,915	2,101	2,683	2,918
長期負債	1,872	1,898	2,125	2,084	1,595
業主權益	**7,948**	**9,732**	**13,772**	**15,049**	**16,443**
註冊資本	4,241	6,022	7,757	8,376	9,051
少數股東利益	1,022	1,152	1,390	1,891	2,437
其他	2,685	2,558	4,625	4,783	4,955
資源	**13,031**	**13,546**	**17,998**	**19,816**	**20,956**

現金流量表	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營運活動淨資產	2,299	(3)	1,527	2,366	2,678
投資活動淨資產	(1,235)	915	(1,376)	(326)	(1,792)
財務活動淨資產	(338)	(808)	2,339	(794)	(1,307)
淨現金流量	**727**	**105**	**2,490**	**1,246**	**(421)**
期初現金	637	1,364	1,472	3,964	5,210
期末現金	**1,364**	**1,469**	**3,961**	**5,210**	**4,790**
財務比率 (%)	**2022A**	**2023A**	**2024F**	**2025F**	**2026F**
增長 (%)					
稅後盈餘	22%	-1%	26%	13%	13%
資產	61%	118%	-24%	7%	9%
營收	21%	4%	33%	10%	6%
業主權益	13%	22%	42%	9%	9%
獲利能力比率 (%)					
毛利率	44%	46%	44%	45%	44%
息稅前利潤率	27%	29%	27%	28%	27%
淨利潤率	25%	59%	30%	29%	27%
總資產報酬率	8%	17%	8%	8%	8%
資本報酬率	13%	23%	11%	10%	10%
管理比率					
應收帳款週轉天數	80	98	92	92	92
存貨週轉天數	13	13	10	10	10
應付帳款週天數	102	120	68	68	68
流動比率					
流動比率	0.8	1.8	3.2	3.1	2.8
速動比率	0.7	1.6	3.0	2.8	2.5
現金支付比率	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
資本組成 (%)					
總負債/總資產	16%	14%	12%	12%	9%
總負債/業主權益	26%	20%	16%	16%	11%
短期負債/業主權益	7%	5%	3%	5%	4%
長期負債/業主權益	19%	16%	13%	11%	7%

資料來源：PHS 收集及預期

分析師認證

這份報告由 To Dinh Hien Vien - 研究員製作。負責籌備本研究報告之全部或部份內容之研究分析師、策略分析師、研究人員以茲聲明，任何研究分析師、策略分析師、研究人員在於本研究報告所提出之觀點，皆精確反映出其對於該發行機構與證券之個人意見。各研究分析師、策略分析師、研究人員均保證，其報酬在過去與未來，絕對沒有任何一部分是直接或間接與研究分析師、策略分析師、研究人員在此研究報告中所呈現之特定推薦或觀點有關。

評等指標定義

買入= 預估其未來之潛在上漲空間大於20%。
加碼= 預估其未來之潛在上漲空間由 10%至 20%.
續抱= 預估其未來之潛在漲跌空間將在下上10%之間。
減碼 = 預估其未來之潛在下跌空間由 0%至 -10%.
賣出= 預估其未來之潛在下跌空間大於10%。
未評等= 本股票並不在富鑫證券之評等涵蓋範圍，或者尚未上市。
績效表現根據 12 個月的總回報(包含股息)所評定。

免責聲明

以上資訊乃基於相信為可靠之來源所彙編，惟本公司不負責其完整性與準確性。本日報並不作為買賣任何股票之推薦或邀約。富鑫證券與其相關子公司、管理人員與職員皆可能持有上述之任何證券。富鑫證券（或其任何相關子公司）隨時可能對上述之任何公司進行或承攬投資銀行業務或其他業務。本報告中包含的所有意見與估計，代表我們截至此日期所作之判斷，其後若有任何因素導致更動，本公司恕不另行通知。

富鑫證券股份公司

地址： 21st Floor, Phu My Hung Tower, 8 Hoang Van Thai Street, Tan My Ward, HCMC
電話號碼： (84-28) 5 413 5479
客服專線： (84-28) 1900 25 23 58
傳真號碼： +84 28 5413 5473

第一郡分行
地址：Room 1003A, 10th Floor, No. 81-83-83B-85 Ham Nghi Street, Sai Gon Ward, HCMC
電號號碼: (84-28) 3 535 6060
傳真號碼: (84-28) 3 535 2912

Thanh Xuan 分行
地址：5th Floor, UDIC Complex Building, N04 Hoang Dao Thuy, Thanh Xuan Ward, Ha Noi
電話號碼: (84-24) 6 250 9999
傳真號碼: (84-24) 6 250 6666

第三郡分行
地址：4th Floor, D&D Tower, 458 Nguyen Thi Minh Khai, Ban Co Ward, HCMC
電號號碼: (84-28) 382 08068
傳真號碼: (84-28) 3820 8206

海防分行
地址：2nd Floor, Eliteco Building No.18 Tran Hung Dao, Hoang Van Thu Ward, Hong Bang Ward, Hai Phong
電話號碼: (84-225) 384 1810
傳真號碼: (84-225) 384 1801

Tan Binh 分行
地址：Park Legend Building, 251 Hoang Van Thu Street, Tan Son Hoa Ward, HCMC
電號號碼: (84-28) 3813 2401
傳真號碼: (84-28) 3813 2415