

执行日期 20/03/2026

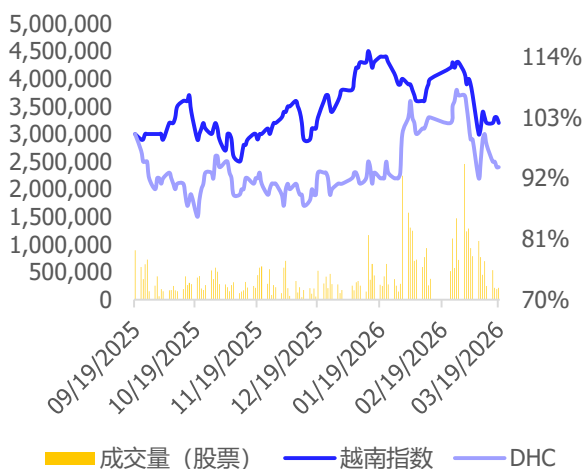
经营指标 (单位: 十亿越盾, %)

推荐 买入  
 当日价 34,000  
 目标价 44,190  
 Upside 29.97%  
 持股时间 12个月  
 股息率 5.80%

指标	2021	2022	2023	2024	2025
净收入	4,164.3	3,934.7	3,258.9	3,596.5	3,631.0
收入增长率 (yoy)	44.2%	-5.5%	-17.2%	10.4%	1.0%
税后利润	481.3	379.5	309.3	242.2	393.0
税后利润增长率 (yoy)	22.8%	-21.2%	-18.5%	-21.7%	62.2%
税后利润率	11.6%	9.6%	9.5%	6.7%	10.8%

DHC与越南指数6个月的价格波动

数据来源: FiinProX, CSI Research



数据来源: FiinProX, CSI Research

股票基本信息

流通股数 96,591,206  
 注册资本 (十亿越盾) 804.93  
 市值 (十亿越盾) 3,346.89  
 52周价格波动范围 20156 - 39700  
 20个交易日的平均成交额 (十亿越盾) 32.02  
 国有持股比例 0.00%  
 外资持股比例 35.14%

财务指标

年	2023	2024	2025
EPS (越盾)	3,843	3,007	4,068
BVPS (越盾)	22,969	24,859	22,893
P/E	9.00	11.39	8.52
ROE%	17.20%	12.58%	18.66%
ROA%	10.67%	7.86%	11.52%
债务/总资产	36.0%	38.0%	38.0%

数据来源: FiinProX, CSI Research

投资亮点

2025年第四季度, DHC实现营业收入9920亿越盾(同比增长13.6%), 卷纸及包装两大业务均呈现良好增长态势。受供应中断影响, 国内卷纸价格上涨, 带动公司毛利率提升至19.3%, 相当于毛利润达1914.9亿越盾(同比增长96%)。公司实现税后利润1347.9亿越盾, 为自2021年第一季度以来的最高水平。2025年全年, DHC实现税后利润3929.5亿越盾(同比增长62%), 而全年营业收入仅为3.631万亿越盾(同比增长1%)。

2026年的增长动能主要来自纸价持续高位运行。此前因Phong Khe地区造纸产能关停, 导致供给尚未完全恢复。该区域原贡献约20%的行业产量, 我们预计由于搬迁重建及复产流程复杂, 相关产能在2026年内难以完全恢复。与此同时, 进口废纸(OCC)价格同比下降超过20%, 将有助于公司维持较高毛利水平。预计2026年DHC毛利率约为16.9%, 较2025年小幅提升。该利润率水平已反映美国、以色列与伊朗冲突导致的运输成本上升因素。

目前, DHC旗下Giao Long 1号与2号工厂已满负荷运转, 因此2026年的利润增长主要依赖于利润率的改善。长期来看, 公司增长将受益于Giao Long 3号工厂的投产。该项目设计产能为38万吨/年, 将使公司瓦楞纸总产能提升至66万吨(+135%)。预计该工厂将于2028年投产, 重点生产Kraftliner牛卡纸, 服务于规模约170万吨/年的高端市场。

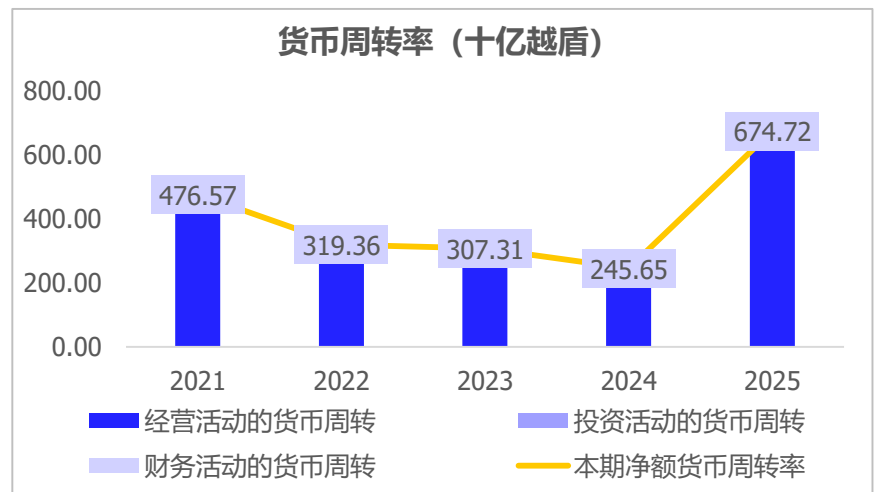
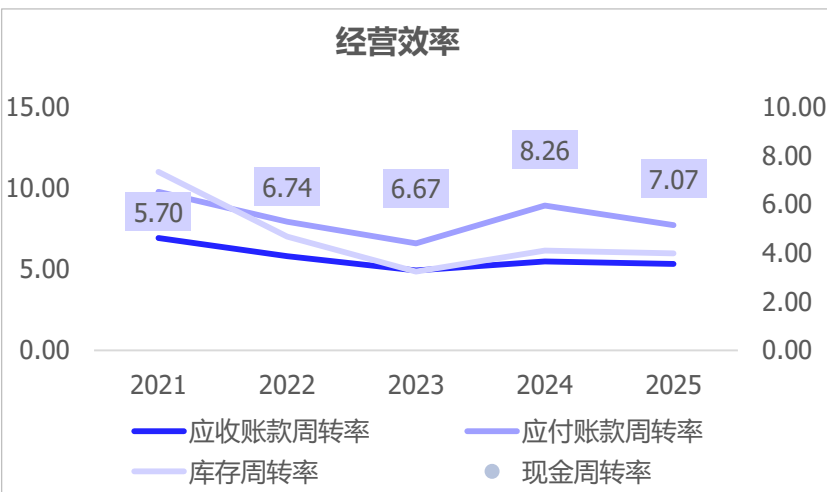
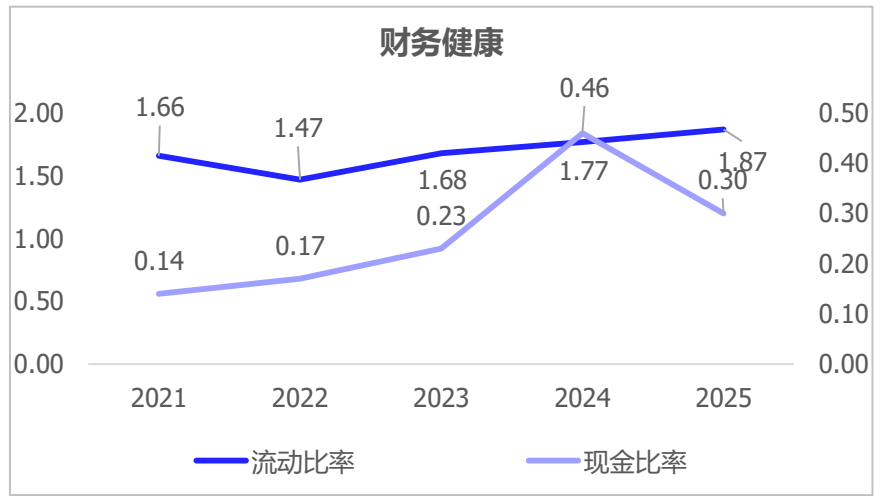
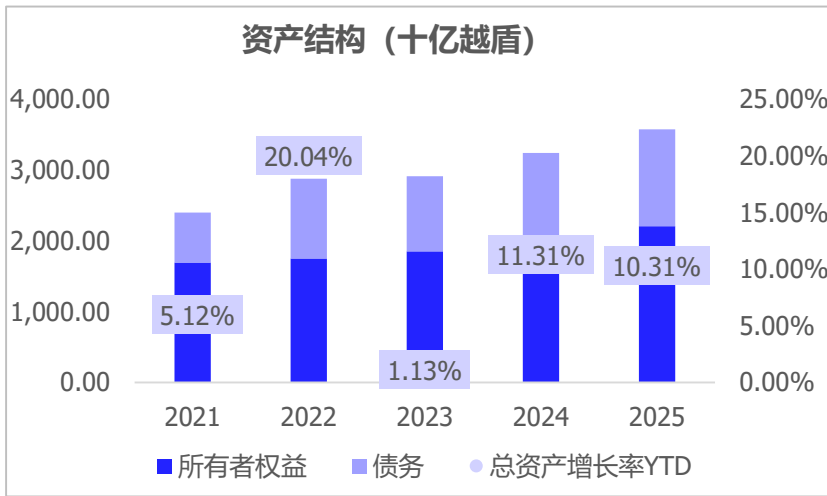
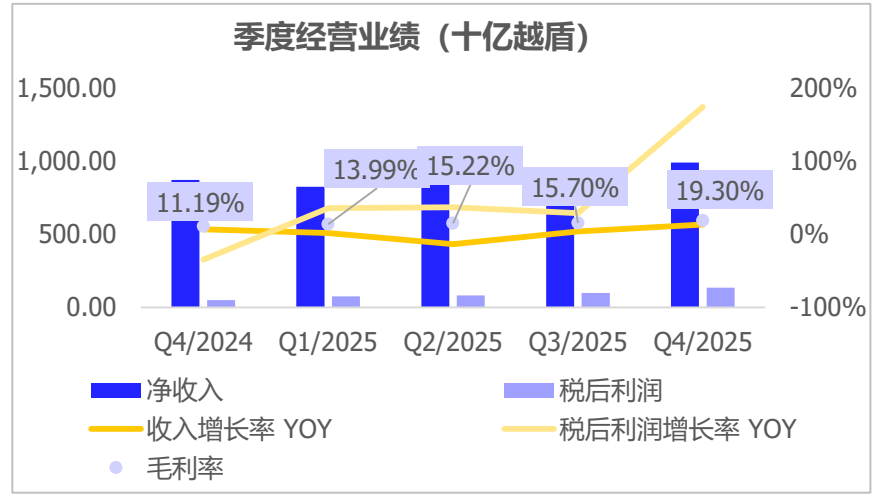
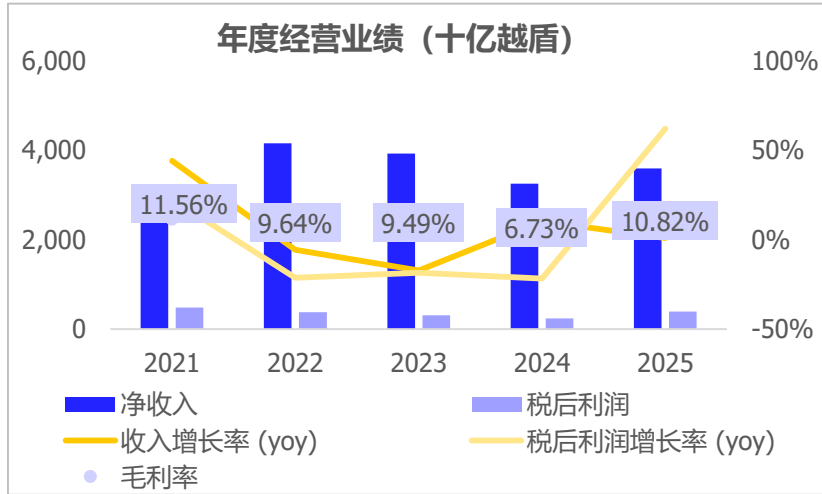
财务状况稳健, 分红稳定: 截至2025年12月31日, 公司长期资产占总资产的28.7%, 其中以固定资产为主。同时, 公司现金及现金等价物占总资产的32.7%, 约合1.17万亿越盾。公司银行借款余额为9176亿越盾(占总资本的25.6%), 全部为用于营运资金的短期借款。稳健的资产负债结构使公司在当前复杂多变的经营环境中具备较强抗风险能力。此外, DHC长期保持稳定分红政策, 历史股息支付率约为20%, 对应股息收益率约5.8%。

投资风险

废纸作为公司核心原材料, 占生产成本比重约70%, 且该类原材料对进口依赖程度较高。全球供需格局变化及国际运输成本波动, 将直接影响原材料采购价格, 从而导致公司盈利水平出现较大波动, 业绩存在一定不确定性。

估值与推荐

预计公司2026年净利润同比增长约14%, 达到约4500亿越盾, 主要受益于毛利率持续扩张带来的盈利改善。当前公司股价处于相对具吸引力区间, 对应2026年预测市盈率(Forward P/E)约为7.4倍, 市净率(P/B)约为1.17倍, 估值水平偏低。我们认为, 随着行业景气延续及公司盈利能力提升, 估值有望逐步修复至更为合理水平, 对应目标P/B约1.5倍, 对应合理价值为44.190越盾/股。



股票代码 2025	总资产 (十亿越盾)	收入 (十亿越盾)	税后利润 (十亿越盾)	EPS	P/E	P/B	ROA (%)	ROE (%)
DHC	3,579.10	992.00	134.79	4,068.00	8.52	1.51	11.52%	18.66%
HHP	3,647.36	802.70	13.89	595.00	22.70	1.20	1.58%	5.42%
HAP	1,275.56	72.18	8.30	162.00	47.76	0.72	1.22%	1.44%
MZG	5,209.40	1,290.67	33.98	1,104.00	11.18	0.97	2.46%	8.63%
行业均值					<b>16.95</b>	<b>1.15</b>	<b>4.5%</b>	<b>9.7%</b>

数据来源: FiinProX, CSI Research

越南建设证券股份有限公司

024 3926 0099    0886898288    online@vncsi.com.vn

总部: 河内市, 滨坊, 阮志清路54A号  
ROX 大楼, 12A层

胡志明分公司: 胡志明市, 边城郡,  
阮公署街180-192号, TNR大楼, 20层

报告编制人

CSI研究部  
电子邮箱: [csi.research@vncsi.com](mailto:csi.research@vncsi.com)  
电话号码: (+84) 24 3926 0099 (109)

系统建议

越南建设证券股份有限公司 (CSI) 系统建议: 建立基于估值12个月目标价格和市场价格差异。

次序	(目标价格 - 当前价格) / 当前价格
买入	$\geq 20\%$
增持	从 10% 至 20%
观望	从 -10% 至 +10%
减持	从 -10% 至 -20%
卖出	$\leq -20\%$

联系

刘志康  
研究所所长  
[khanglc@vncsi.com.vn](mailto:khanglc@vncsi.com.vn)

阮氏云  
研究所助理  
[vannt@vncsi.com.vn](mailto:vannt@vncsi.com.vn)

黎英松  
行业和商业分析专员  
[tungla@vncsi.com.vn](mailto:tungla@vncsi.com.vn)

黎杜俊明  
宏观经济与证券市场分析专员  
[minhldt@vncsi.com.vn](mailto:minhldt@vncsi.com.vn)

越南建设证券股份有限公司

总部: 河内市栋多郡浪上坊阮志清路54A号TNR大楼11层  
分公司: 胡志明市第一郡阮太平坊阮公著街180-192号TNR大楼20层  
电话号码: + 84 24 3926 0099 | 官网: [www.vncsi.com.vn](http://www.vncsi.com.vn)



**研究所**  
越南建设证券股份有限公司

河内市, 栋多郡, 浪上坊, 阮志清路54A号, TNR 大楼 11层  
胡志明市, 第一郡阮太平坊阮公著街180-192号, TNR大楼20层

[www.vncsi.com.vn](http://www.vncsi.com.vn) | 024 3926 0099 | 0886 998 288 | [online@vncsi.com.vn](mailto:online@vncsi.com.vn) | [yuenancsiketu](https://t.me/yuenancsiketu)