

## Nafoods 集團股份公司 (NAF)

分支	農業
日報告	2023年9月25日
時價	16,500 越南盾
股息率	0.0%

大寫GT	8,490億越南盾
房間KN	6760億越南盾
ADTV30D	49億越南盾
國有股	0%
已發行股票數量	5060萬

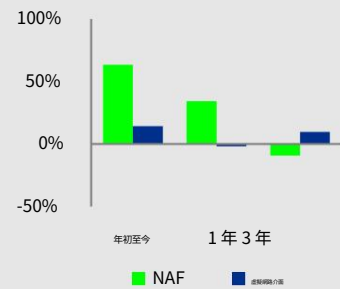
	NAF 對等 VNI
P/E (越野)	10.2x 9.5x 16.7x
重量比 (高)	0.9x 1.5x 1.8x
資產報酬率	5.7% 3.6% 2.0%
魚子	11.3% 8.0% 12.3%

## 公司簡介

Nafoods Group Joint Stock Company  
(HOSE :NAF)是越南排名前三的水果和蔬菜出口企業。另外，NAF也是一家公司

亞洲領先的百香果出口國。

## 股價走勢



唐黃沈英  
資深專家

[anh.tong@vietcap.com.vn](mailto:anh.tong@vietcap.com.vn)

+84 28 3914 3588 分機號第366章

武明德  
副總裁

[duc.vu@vietcap.com.vn](mailto:duc.vu@vietcap.com.vn)

+84 28 3914 3588 分機號第363章

		2020年	2021年	2022年
收入 (十億越南盾)		1,203	1,615	1,767
	同比%	15.4%	34.3%	9.4%
稅後利潤 (十億越南盾)		77	77	80
	同比%	27.8%	26.6%	2.9%
每股盈餘	同比%	18.8%	18.2%	-1.0%
毛利率		21.2%	18.1%	21.3%
EBITDA 利潤率		11.0%	8.4%	8.1%
經營活動利潤率		9.3%	6.7%	6.8%
淨利潤率		5.1%	4.8%	4.5%
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤*		12.0x	12.9x	9.9倍
本益比*		17.1x	15.3x	10.5倍
市淨率*		1.5倍	1.5倍	0.9倍
魚子		8.5%	9.8%	9.2%

\* 基於股價變動的估值 - 2022 年數據除外，該數據基於股價和當前股數

## 水果和蔬菜出口領域的成長前景

· Nafoods 集團股份公司 (HOSE :NAF)是越南最大的水果和蔬菜出口企業之一。公司位居全國出口企業前3名，是亞洲百香果出口龍頭企業（公司稱）。· NAF的主要業務包括濃縮果汁及原漿果汁、速凍 (IQF)水果產品、百香果苗、新鮮水果及其他加值產品。· 出口市場是NAF的主要收入來源，2019-2022年期間平均占公司收入的78%。對於國內市場，南方是主要市場，2019-2022年期間平均佔收入的17%。在此期間，北部和中部地區占公司收入的比例不到10%。

· 2023年上半年，NAF扣除少數股東權益後的淨利年增57%，主要是由於苗木、濃縮果汁/原漿和速凍產品的銷售成長。此外，物流成本降低和百香果原料也是這一成長的主要支撐因素。

· NAF 的目標是 2023 年稅後利潤達到 1,060 億越南盾（同比增長 33%），由於我們對越南 2023 年下半年出口前景的樂觀看法，我們相信這一目標可以實現。

· NAF設定2026年營收目標為10兆越南盾—相當於成長率

2022-2026 年複合成長率 (CAGR) 達到 53%。

· NAF 目前的往績本益比為 10.2 倍，與同業平均 9.5 倍基本一致。我們認為，NAF 較高的往績本益比反映了投資者對該公司中短期業績的正面預期。

· NAF 宣布將於 2023 年以 15% 的比例派發股票股利。

主要風險：(1)2023 年增發計畫稀釋每股盈餘；(2) 美元/越南盾匯率增加。

越南水果和蔬菜出口前景。2023年上半年，越南水果和蔬菜出口額達27億美元（年增60%）。中國是越南水果和蔬菜的最大進口國，出口額達到18億美元（年增122%）—相當於越南上半年水果和蔬菜出口總額的近2/3。2023年，美國出口額

較去年同期下降 14%，歐洲（1.15 億美元；年成長 40%）和韓國（1.06 億美元；年成長 12%）等其他市場均取得了積極的業績。越南果蔬協會預計，2023年下半年即將到來的收穫季將帶來近760萬噸蔬果產量，確保大額出口訂單的充足供應。因此，根據協會測算，蔬果出口額

預計今年底將突破50億美元。

農業價值鍊是「數位化、綠色、永續」的。成立近30年來，NAF一直致力於打造從種植到生產、分銷的「數位化、綠色、永續」農業價值鍊。該價值鍊使 NAF 能夠向市場提供高品質的產品。

世界各地要求嚴格的市場，尤其是面對歐洲和中國等 NAF 出口市場日益嚴格的要求。公司的目標是保持開放，擴大專業原料區域，到 2026 年應用數位化管理，從目前的 4,000 公頃擴大到 11,600 公頃。

## 財務報告

利潤結果 (十億越南盾)	2019	2020	2021年	2022年
收入	1,042	1,203	1,615	1,767
銷售商品成本	-809	-948	-1,323	-1,391
毛利	233	255	第291章	第376章
銷售成本	-110	-96	-148	-190
企業管理成本	-37	-48	-35	-66
淨營業利潤	85	111	109	119
財務收入	7	9	24	29
財務經費	-41	-54	-42	-49
其中：利息支出	-32	-42	-32	-27
LDLK公司利潤	-	0	0	-
其他淨虧損/利潤	0	-	-	-5
稅前利潤	52	65	90	93
企業所得稅	-5	-4	-13	-13
CDTS 之前的 NPAT	48	-	78	80
小股東的利益	0	0	0	0
扣除少數股東利益後的 NPAT 報告	48	-	77	80
扣除少數股東權益後的 NPAT 調整(1) 48 (1) 調整獎金和福利基金	-	-	77	80
息稅折舊及攤銷利潤	108	133	135	143
報告每股收益 越南盾	1.134	1,347	1,593	1,576
DPS 報告 越南盾	0	0	0	0
每股盈餘/每股盈餘 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

比率	2019年	2020年	2021年	2022年
生長				
增加收入	73.6%	15.4%	34.3%	9.4%
營業利潤成長	41.3%	30.7%	-2.2%	9.7%
稅前利潤成長	15.7%	24.2%	38.9%	2.8%
每股盈餘成長 (1)	68.3%	18.8%	18.2%	-1.0%
獲利能力				
毛利率 %	22.4%	21.2%	18.1%	21.3%
合約利潤率%	8.2%	9.3%	6.7%	6.8%
EBITDA 利潤率	10.3%	11.0%	8.4%	8.1%
扣除調整後股東的淨利潤	4.6%	5.1%	4.8%	4.5%
股本回報率%	8.1%	8.5%	9.8%	9.2%
資產報酬率%	4.1%	4.4%	4.9%	4.7%
營運效率指數				
庫存天數	40.4	49.0	34.9	30.0
應收天數	194.5	208.5	174.3	175.7
應付天數	36.9	43.5	43.9	32.2
TG 流通貨幣	198.0	214.1	165.2	173.5
流動性				
目前付款CS	1.8倍	1.6倍	1.5倍	1.5倍
快速支付CS	1.4倍	1.3倍	1.3倍	1.3倍
CS支付現金	0.0x	0.0x	0.1倍	0.1倍
債務/資產	36.1%	34.2%	34.1%	37.5%
債務/動用資本	40.2%	41.1%	40.3%	42.3%
債務/股權	64.5%	66.3%	61.3%	65.8%
支付利息的能力x	2.7倍	2.7倍	3.4倍	4.4倍
(數字可能未四捨五入)				

資料來源：NAF - Vietcap

經濟資產負債表 (十億越南盾)	2019年	2020年	2021年	2022年
現金及等價物 短期金融投資	14	27	52	54
	5	0	0	第+二
應收帳款	625	第749章	第793章	908
存貨	147	176	133	158
其他短期資產	28	21	52	35
短期資產總額	820	第972章	1,029	1,167
長期資產 (總額)	404	第417章	第456章	第537章
- 累計折舊	-45	-66	-92	-119
長期資產 (淨額) 長期	第359章	第351章	第364章	第418章
金融投資	48	145	220	21
其他長期 TS	45	65	41	138
長期資產合計	第452章	第561章	625	第577章
總資產	1,272	1,533	1,654	1,744
短期應付款	83	203	186	126
短期債務	第341章	第339章	450	第578章
其他短期債務	40	53	65	第+七
流動負債總額	第465章	第596章	701	第772章
長期負債	118	186	115	75
其他長期債務	7	2	2	4
負債總額	590	第782章	818	第852章
股本盈餘	124	124	124	124
留存收益	第444章	第476章	506	506
股本盈餘	第+四	第+七	第+七	第+七
留存收益	21	第+一	100	136
一直都是不同的	28	22	39	59
CDTS 的好處	-	-	-	-
公平	第682章	第751章	第836章	第892章
資金總額	1,272	1,533	1,654	1,744
年末已發行股票數量 1p	44.4	47.6	50.6	50.6

現金流量 年初現金稅後利潤	2019年	2020年	2021年	2022年
折舊 營運資金變動	第+二	-4	9	34
其他調整營業活動現金 固	48	第+一	77	80
定資產清算	23	23	27	29
	-355	-51	2	-118
	-4	6	-	11
	-289	39	108	2
購買固定資產的費用 淨投資 其	-16	-26	-104	-84
他投資投	-7	-59	-36	24
資合約現金	-23	-85	-140	-60
股息 (含優先股)	-	-13	-13	-13
股本增加 (減少) 短期債務增加	197	第+二	30	0
(減少) 長期債務增加 (減少)	151	-2	111	129
其他活動現金財務活動現金	-81	68	-71	-40
	55	-5	-	-15
	321	59	57	60
總現金流量	8	13	25	2
年終錢	14	27	52	54

## 分析師確認

我，Tong Hoang Tram Anh，確認本報告中表達的觀點準確反映了我們個人對該公司的看法。我們也確認，我們的薪酬中的任何部分過去、現在或將來都不會與所表達的建議或觀點直接或間接相關。

出現在這份報告中，撰寫這些報告的研究分析師的報酬取決於多種因素，包括研究的品質和準確性以及公司的收入，其中包括來自機構經紀部門或業務諮詢等其他業務部門的收入。

## Vietcap的估值方法與推薦系統

推薦系統的主要內容：根據股票價格達到目標價格的絕對漲幅/跌幅進行推薦，由公式（目標價格-當前價格）/當前價格決定，與市場活動無關。本公式自2014年1月1日起執行。

建議	定義
買	預計未來12個月股東總回報（包括股息）將超過20%
積極的	未來 12 個月的股東總回報（包括股息）預計為 10%-20%。
適合市場	預計未來 12 個月的股東總回報（包括股息）將在負 10% 和正 10% 之間波動。
不太積極	未來 12 個月的股東總回報（包括股息）預計為負 10-20%。
賣	預計未來 12 個月的股東總回報（包括股息）將下降 20% 以上。
沒有評分	研究部門正在或可能正在研究這隻股票，但出於自願原因或僅供參考，不提供建議或目標價。 在某些情況下，包括當 Vietcap 在與該公司相關的合併或策略交易中提供諮詢服務時，遵守法律和/或公司政策的規定。
暫停建議	當沒有足夠的背景資訊來確定投資建議或目標價格時，就會發生這種形式的評估。先前的投資建議或目標價（如果有）對該股票不再有效。

除非另有說明，投資建議的有效期限僅為 12 個月。未來價格波動可能會導致建議暫時錯位股票市價與目標價之間的差異，因此對投資建議的解讀應靈活、主動。

風險：過去表現不一定會轉化為未來的結果。外幣匯率可能會對任何證券或工具的價值、價格或報酬率產生不利影響。

本報告涵蓋了任何相關財務狀況。如需投資建議、交易執行或其他查詢，客戶應聯絡其區域銷售代表尋求解答。

## 接觸

### Vietcap 證券股份公司 (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

總部Bitexco

金融大廈，15樓，海朝2號，  
第1區，市，胡志明市+84 28  
3914 3588

河內分行

109 陳興道

河內還劍區

+84 24 6262 6999

總部Vinatex 大

廈，

市立第一

區阮惠10號1-3樓胡志明市 +84  
28 3914 3588 (417)

Ham Nghi 交易辦公室，Doji

大廈，

16樓，81-83-83B-85號 Ham Nghi，

市立第一區，肥厚型心肌病變

+84 28 3914 3588 (400)

東達交易辦公室9，巷 82，范玉石，

河內東大區廣中區 +84 24 6262 6999

巴斯德交易辦公室帆船大廈 8 樓

111A Pasteur，

市立第一區，肥厚型心肌病變

+84 28 3914 3588 (403)

### 研究分析部

研究團隊：+84 28 3914 3588

研究@vietcap.com.vn

阿拉斯泰爾·麥克唐納

首席執行官，分機 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

銀行、證券和保險

阮英維

高級經理，分機 123

- Ngo Thi Thanh Truc，資深專家，分機 116

- Huynh Thi Hong Ngoc，資深專家，分機 138

- Ho Thu Nga，專家，分機號碼 516

宏

黃水良

高級經理，分機 368

- Dao Minh Quang，專家，分機號 368

消費品

黃南

高級經理，分機 124

- Huynh Thu Ha，專家，分機 185

- Mai Doan Ngoc Han，專家，分機號碼 538

- Vu Hoang Khanh，專家，分機 130

石油、電力、水利

丁氏水陽

高級經理，分機 140

- Ly Phuc Thanh Ngan，專家，分機號 532

- Bach Chan Man，專家，分機 135

- Tran Thi Thuy Linh，專家，分機 196

- Duong Tan Phuoc，專家，分機 135

房地產

Luu Bich Hong，高級經理，分機 120

- Pham Nhat Anh，專家，分機 149

- Than Nhu Doan Thuc，專家，分機 174

工業和基礎設施

Nguyen Thao Vy，部門主管，分機 147

- Bui Xu Vinh，資深專家，分機 191

個人客戶

Vu Minh Duc，副主任，分機 363

- Nguyen Quoc Nhat Trung，高級專家，分機 129

- Tong Hoang Tram Anh，資深專家，分機 366

- Vu Thi Minh Ngoc，專家，分機 365

### 經紀及證券交易部 - 機構客戶

端仁

常務董事

經紀及證券交易部 - 機構客戶

+84 28 3914 3588，分機 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

週天竹瓊

常務董事

國內經紀事業部

+84 28 3914 3588，分機 222

Quynh.chau@vietcap.com.vn

阮國勇，

主管

股票交易 -

機構客戶

+84 28 3914 3588，分機 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

## 推薦

本報告由 Vietcap 證券股份公司撰寫和發布。本報告是根據出版時可靠的資訊來源編寫的。Vietcap 證券股份公司對其準確性不承擔任何責任。該資訊的準確性、觀點、預測和本報告中的估計僅代表作者在發表時的意見。這些觀點並不代表越凱證券證券股份公司的一般觀點，如有更改，恕不另行通知。本報告僅旨在提供向投資組織以及 Vietcap 證券股份公司的個人投資者提供的信息，不包含任何信息。購買或出售本報告中討論的任何證券的要約的性質。投資者的決定應基於適合其個人財務的獨立建議。特別是，未經 Vietcap 證券股份有限本公司書面同意，不得以任何目的複印、複製、發布或分發本報告。請明確註明引用來源。如果使用本報告中的信息，請說明報告。