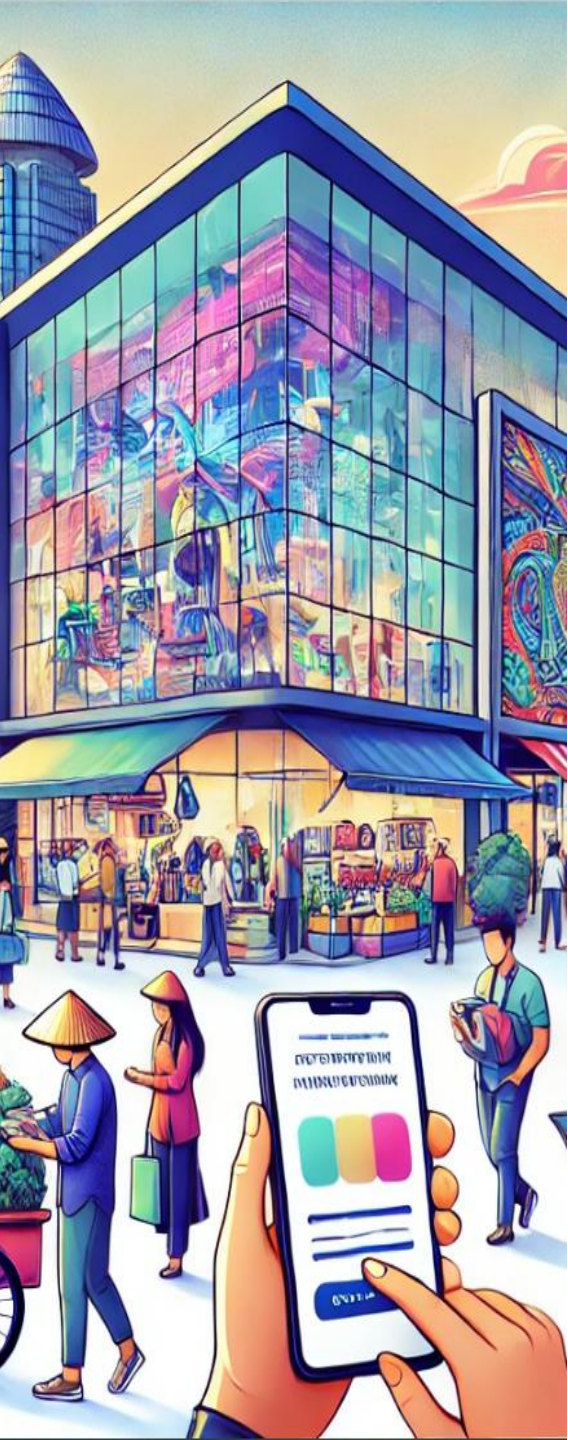




Báo cáo ngành | Bán lẻ



Cơ hội tăng trưởng từ những thay đổi cấu trúc trong quy định mới

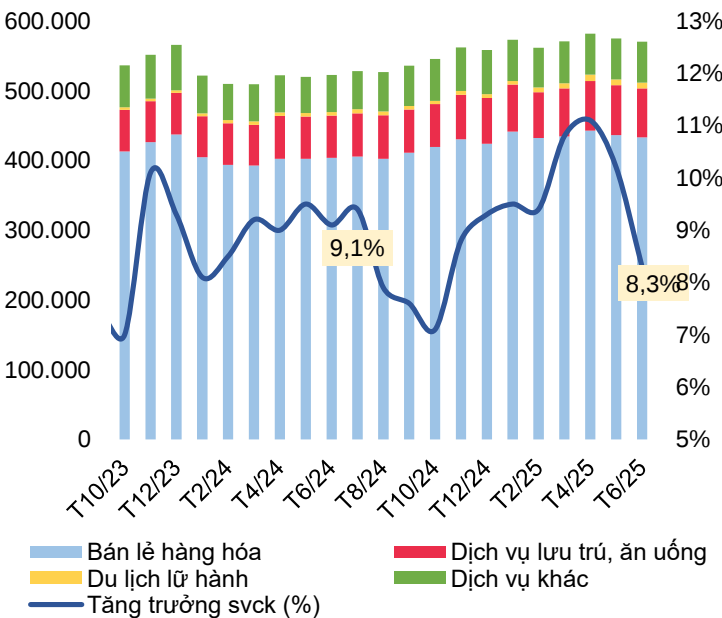
Chuyên viên phân tích:

- Nguyễn Quỳnh Ly (ly.nguyenquynh@mbs.com.vn)

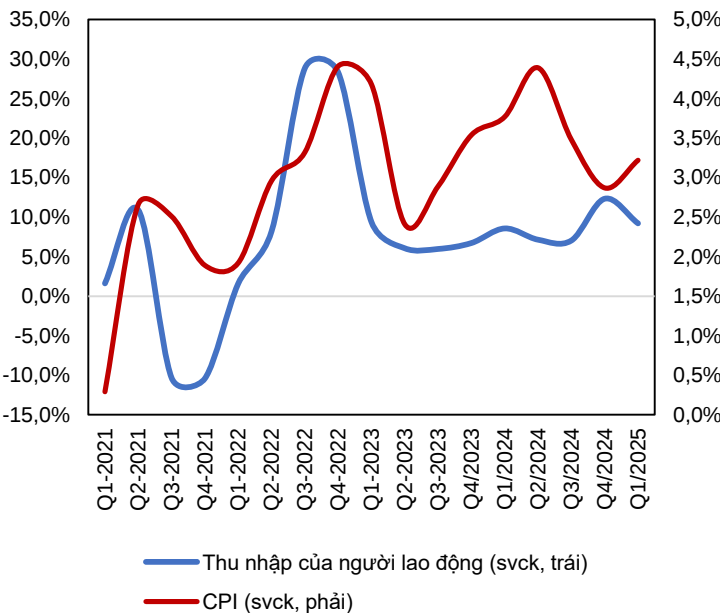
Nhìn lại 6T2025: Nhu cầu phục hồi nhẹ trên mức nền thấp

- Trong 6 tháng đầu năm 2025, doanh thu bán lẻ và tiêu dùng hàng hóa tăng 9.3% svck, cao hơn mức trung bình cả năm 2024 (8.6%) cho thấy sự phục hồi tốt hơn của tiêu dùng nội địa tuy nhiên vẫn thấp hơn so với mức trước đại dịch. Theo báo cáo của Kantar, tổng giá trị FMCG tăng nhẹ 0.3%/1% ở khu vực thành thị và nông thôn tại Việt Nam, thấp hơn mức trung bình khu vực ASIA. Chúng tôi nhận thấy xu hướng phục hồi nhu cầu tiêu dùng vẫn ở mức thấp do điều kiện kinh tế không thuận lợi, bao gồm: (1) Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) duy trì quanh mức 3%, và (2) những lo ngại về tác động tiêu cực của thuế quan đến khu vực xuất nhập khẩu trong ngắn hạn.
- Trong nửa cuối năm 2025 đến năm 2026, chúng tôi dự báo doanh số bán lẻ sẽ phục hồi tương đương mức đầu năm do có ít thay đổi trong các chính sách hỗ trợ, bao gồm: (1) Chính sách giảm thuế VAT 2% sẽ được gia hạn đến hết năm 2026 và mở rộng phạm vi áp dụng sang một số lĩnh vực khác như dịch vụ vận tải, logistics, hàng hóa và dịch vụ công nghệ thông tin; (2) Bên cạnh việc tăng lương, Luật Thuế Thu nhập Cá nhân sửa đổi dự kiến được hoàn thiện vào năm 2026 có thể sẽ bổ sung mức giảm trừ gia cảnh cao hơn nhằm hỗ trợ thu nhập hàng tháng cho người lao động tại Việt Nam. Bên cạnh đấy, tăng trưởng bán lẻ sẽ được hỗ trợ bởi việc quyết định số 01/2025/QĐ-TTg ngày 03 tháng 01 năm 2025 đã chính thức bãi bỏ toàn bộ Quyết định số 78/2010/QĐ-TTg ngày 30 tháng 11 năm 2010, đồng nghĩa với việc các đơn hàng nhập khẩu có giá trị dưới 1 triệu đồng sẽ không còn được miễn thuế.

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và tiêu dùng hàng hóa 6T25



Tăng trưởng thu nhập người lao động còn thấp và CPI duy trì cao...



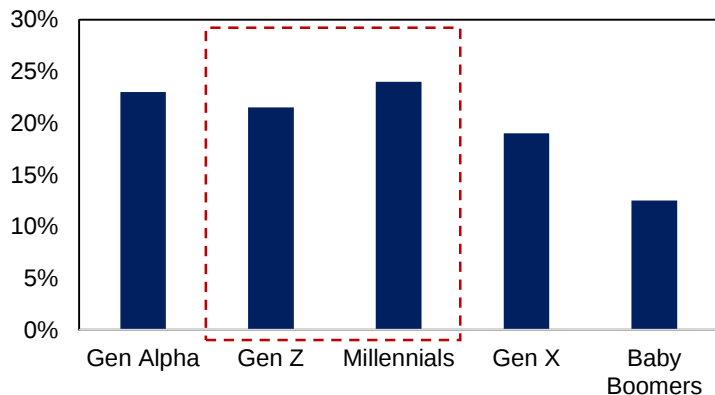
..do vậy sự tăng trưởng của tiêu dùng thiết yếu chỉ tăng nhẹ svck

	Vietnam		Vietnam		Asia	
	(thành thị)		(nông thôn)			
Tổng FMCG	●	0.3%	●	1.0%	●	2.8%
Thức ăn	●	0.8%	●	-0.3%	●	3.5%
Đồ uống	●	-1.9%	●	-2.2%	●	4.1%
Sữa	●	1.6%	●	2.6%	●	-1.5%
Chăm sóc GD	●	0.8%	●	1.4%	●	4.5%
Chăm sóc cá nhân	●	0.1%	●	6.3%	●	2.3%

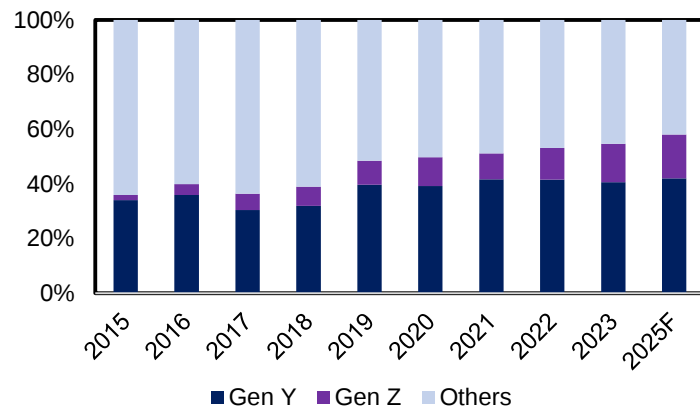
• Nguồn: GSO, Kantar, MBS Research

Tiêu dùng: Đẩy mạnh R&D cho thế hệ tiêu dùng mới giúp cho doanh nghiệp tiêu dùng duy trì tăng trưởng doanh thu

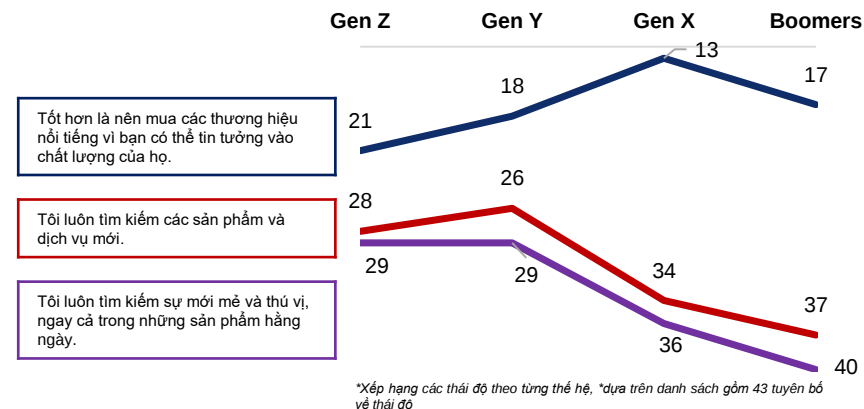
Gen Z và Gen Y (Millennials) dần trở thành thế hệ tiêu dùng chính với tỷ trọng gần 50% tổng lực lượng tiêu dùng Việt Nam



Gen Z và gen Y chiếm khoảng 60% tổng lực lượng lao động tại Việt Nam



Không như các thế hệ trước, Gen Z và Gen Y thể hiện xu hướng tiêu dùng thay đổi nhanh chóng.



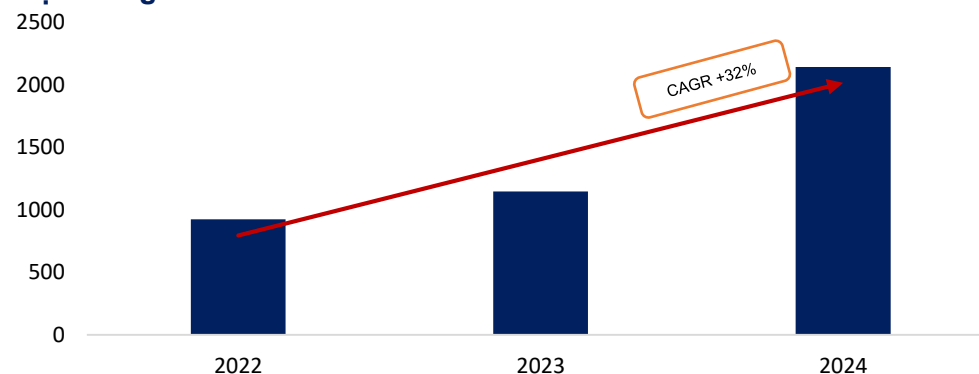
Sự chuyển đổi đã giúp VNM gia tăng 1–1.2 điểm phần trăm thị phần trong năm 2024 và đạt mức tăng trưởng 6% svck, cao hơn so với mức tăng trưởng của toàn thị trường.



2024: 24 sản phẩm mới ▲ 118% svck

1Q25: 9 sản phẩm mới ▲ 350% svck

Và doanh thu từ đổi mới sáng tạo giúp MCH có thể đạt mức tăng trưởng 9% svck trong năm 2024, cao hơn so với mức tăng trưởng của thị trường.



Cao cấp hóa

Vươn ra thế giới

Doanh thu đổi mới sáng tạo (tỷ đồng)

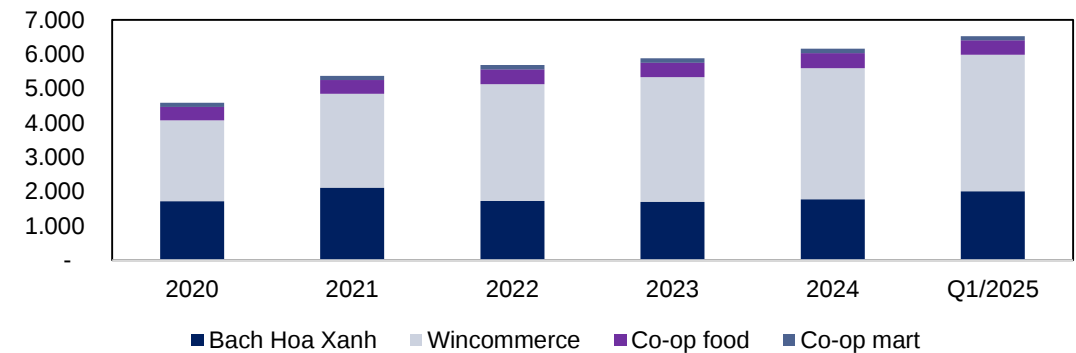
• Nguồn: Cimigo, GSO, NIQ Gen Z report, VNM, MSN, MBS Research

Chuỗi bán lẻ hiện đại: Ưu thế từ việc thay đổi quy định Nhà Nước và siết chặt các sản phẩm kém chất lượng

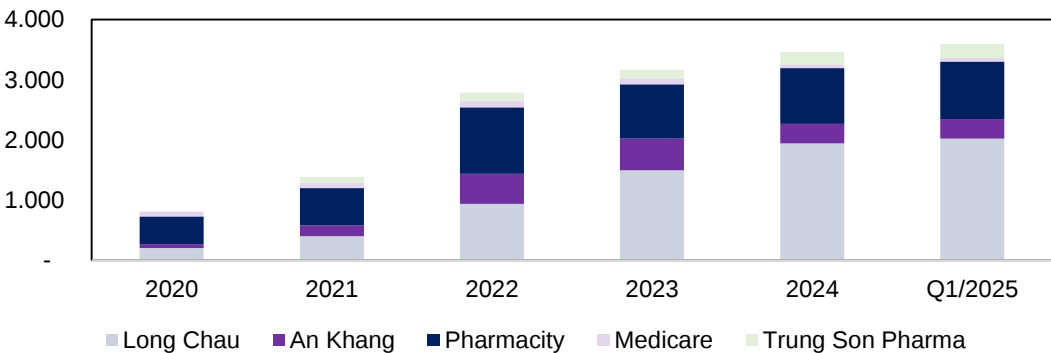
Tên Luật	Điều khoản cũ	Điều khoản mới/sửa đổi	Đánh giá	Tác động đến các chuỗi bán lẻ hiện đại			
				Tạp hóa/tiện lợi	Dược phẩm	ICT-CE	Trang sức
ND 123/2020/N Đ-CP	Điều 11. Hóa đơn được khởi tạo từ máy tính tiền có kết nối chuyển dữ liệu với cơ quan thuế	Thay đổi tên và thêm điều khoản Điều 11. Hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền 1. Hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh theo quy định tại khoản 1 Điều 51 có mức doanh thu hằng năm từ 01 tỷ đồng trở lên , khoản 2 Điều 90, khoản 3 Điều 91 Luật Quản lý thuế số 38/2019/QH14 và doanh nghiệp có hoạt động bán hàng hóa, cung cấp dịch vụ, trong đó có bán hàng hóa, cung cấp dịch vụ trực tiếp đến người tiêu dùng (trung tâm thương mại; siêu thị; bán lẻ (trừ ô tô, mô tô, xe máy và xe có động cơ khác); ăn uống; nhà hàng; khách sạn; dịch vụ vận tải hành khách, dịch vụ hỗ trợ trực tiếp cho vận tải đường bộ, dịch vụ nghệ thuật, vui chơi, giải trí, hoạt động chiếu phim, dịch vụ phục vụ cá nhân khác theo quy định về Hệ thống ngành kinh tế Việt Nam) sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền kết nối chuyển dữ liệu điện tử với cơ quan thuế.	Triển khai từ 1/6/2025, 37.576 hộ kinh doanh thuộc diện bắt buộc triển khai hóa đơn điện tử (1% tổng hộ kinh doanh toàn quốc). Việc này nhằm minh bạch hóa các giao dịch mua - bán của các hộ kinh doanh có doanh thu hằng năm trên 1 tỷ đồng.				
		7. Hỗ trợ thực chất, hiệu quả doanh nghiệp nhỏ, siêu nhỏ và hộ kinh doanh - Rà soát, hoàn thiện khung khổ pháp lý về kinh doanh cá thể; thu hẹp tối đa sự chênh lệch, tạo mọi điều kiện thuận lợi về tổ chức quản trị và chế độ tài chính, kế toán để khuyến khích hộ kinh doanh chuyển đổi thành doanh nghiệp. Đẩy mạnh số hoá, minh bạch hoá, đơn giản hoá, dễ tuân thủ, dễ thực hiện đối với chế độ kế toán, thuế, bảo hiểm... để khuyến khích chuyển đổi hộ kinh doanh sang hoạt động theo mô hình doanh nghiệp. Xoá bỏ hình thức thuế khoán đối với hộ kinh doanh chậm nhất trong năm 2026.	Hiện có 1.95 triệu hộ kinh doanh đi theo hình thức thuế khoán (trên tổng số 3.2 triệu hộ kinh doanh). Việc bỏ thuế khoán có thể khiến các hộ kinh doanh phải chịu thêm khoản chi phí liên quan đến hệ thống tính toán thuế hàng kỳ và chi phí đầu tư ban đầu. Với thị trường tiêu dùng, đây là một giải pháp phù hợp nhằm: (1) Minh bạch các giao dịch mua - bán đẩy mạnh lưu thông hàng hóa tiêu dùng chính thống trong nước, (2) Giảm áp lực cạnh tranh về giá cho các chuỗi bán lẻ hiện đại. Với Nhà nước, việc này hỗ trợ tăng thu NSNN và giảm thiểu lượng hàng hóa tiểu ngạch và không có hóa đơn, đảm bảo môi trường cạnh tranh lành mạnh cho các sản phẩm tiêu dùng trong nước.				

Chuỗi bán lẻ hiện đại: Quy mô tăng trưởng phân hóa giữa các ngành bán lẻ hiện đại

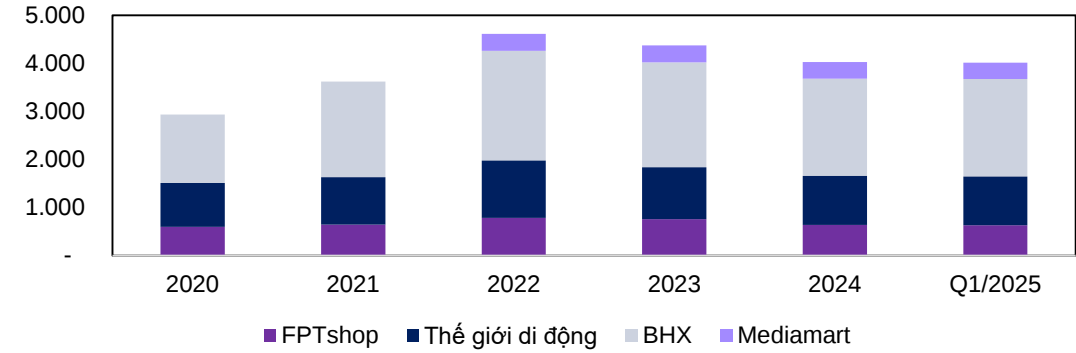
Tỷ lệ bao phủ của chuỗi bán lẻ tạp hóa tăng đáng kể từ Q1/25



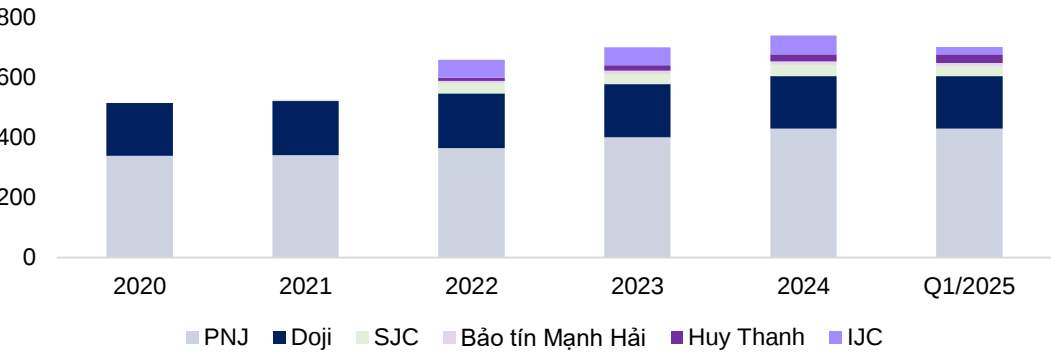
Tương tự với chuỗi bán lẻ dược phẩm với doanh nghiệp dẫn đầu là Long Châu



...Trong khi đó, chuỗi bán lẻ ICT-CE đang giảm dần tốc độ đóng cửa hàng



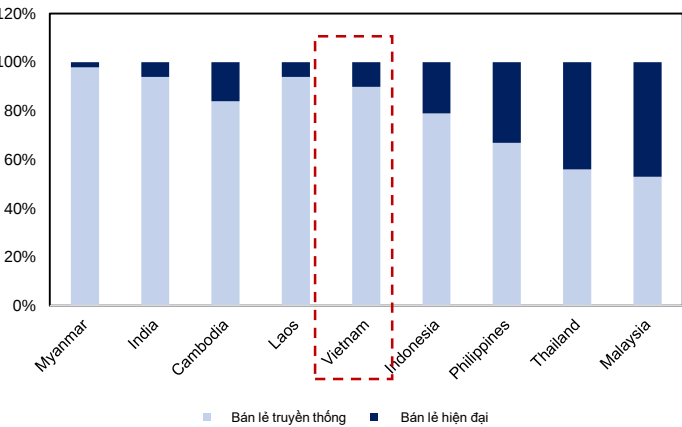
Và chuỗi bán lẻ trang sức duy trì quy mô cửa hàng trong bối cảnh thị trường vàng đang có sự biến động mạnh



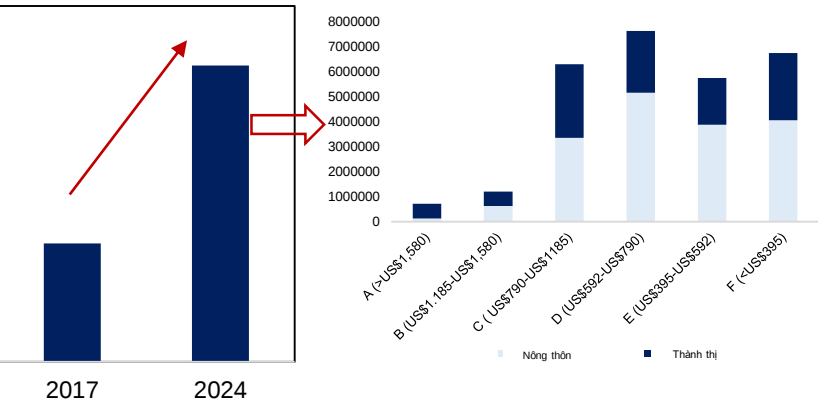
Nguồn: Euromonitor, MWG, MSN, FRT, Pharmacy, PNJ, Doji, SJC, Huy Thanh, IJC, MBS Research

Chuỗi bán lẻ hiện đại: Sự gia tăng quy mô mạnh mẽ của mô hình bán lẻ tạp hóa hiện đại và bán lẻ dược phẩm

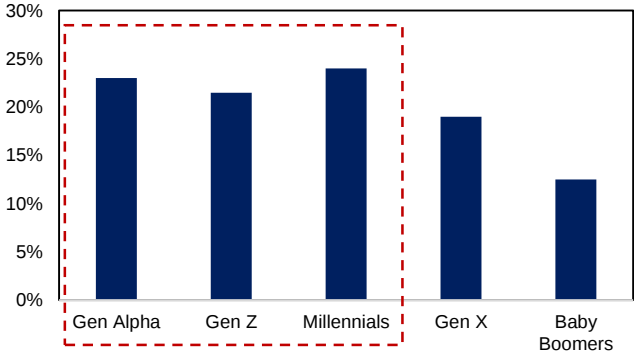
Tỷ lệ thâm nhập của các chuỗi bán lẻ hàng tạp hóa tại Việt Nam vẫn ở mức thấp so với mức trung bình của khu vực ASEAN.



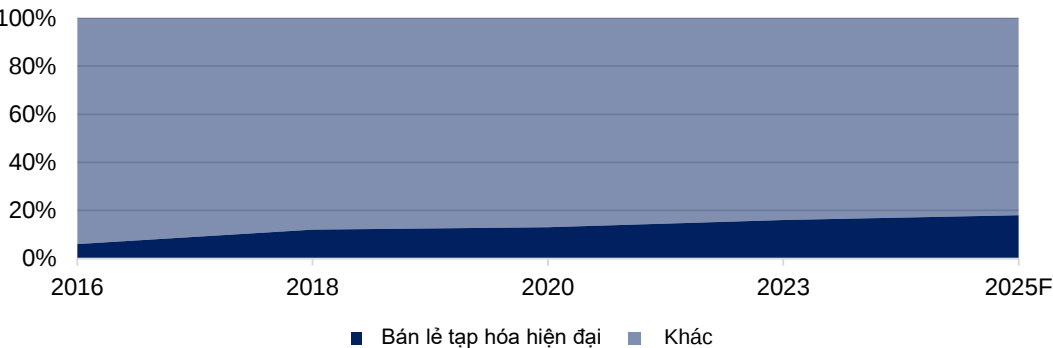
Có trên 56% hộ gia đình Việt Nam có thu nhập >180 triệu đồng/năm trong năm 2024...



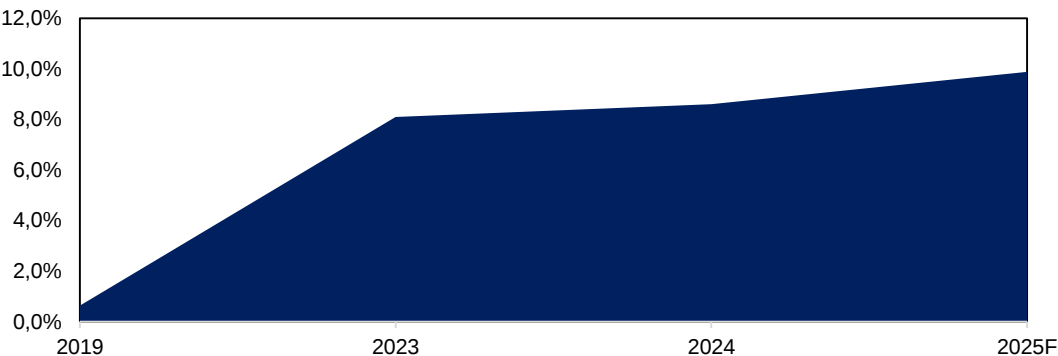
Trong cơ cấu tiêu dùng Việt Nam, gen X-Y-Alpha chiếm hơn 50%



Là yếu tố hỗ trợ cho sự gia tăng của mô hình bán lẻ hiện đại tiêu dùng



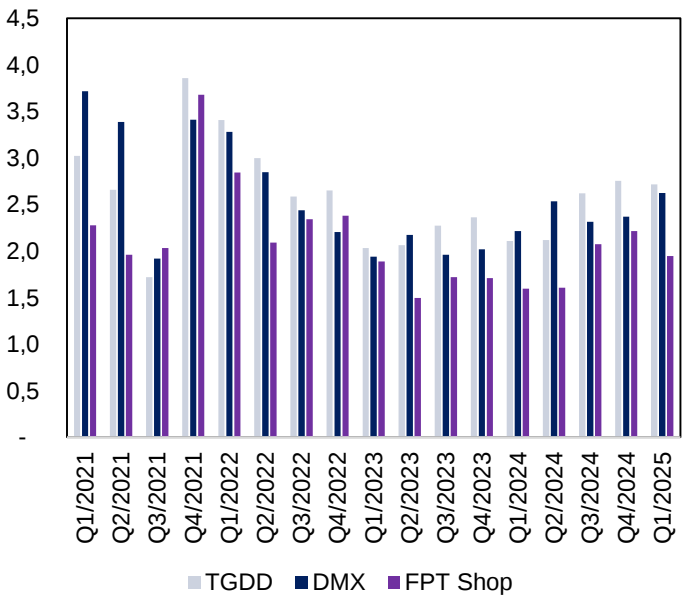
Lợi thế về xu hướng mua sắm sẽ hỗ trợ thêm cho các chuỗi bán lẻ dược phẩm



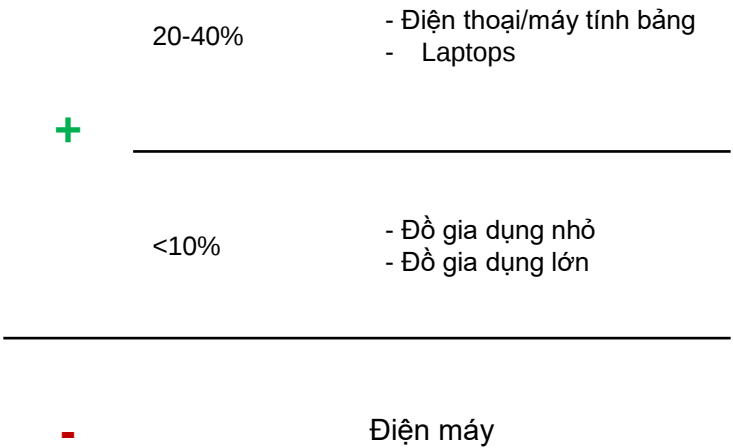
Chuỗi bán lẻ hiện đại: ICT-CE tìm ngách tăng trưởng mới sau thời gian bật mạnh từ mức đáy.

- Sau một năm 2023 đầy thách thức, các nhóm hàng điện tử tiêu dùng đã ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong quý 1 năm 2024–2025, chủ yếu nhờ vào việc cải thiện giá bán sản phẩm. Trong đó, điện thoại thông minh, máy tính bảng và máy tính xách tay đạt mức tăng trưởng hai chữ số mạnh mẽ nhờ tiềm năng phục hồi giá, trong khi các sản phẩm điện tử tiêu dùng khác chỉ ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ. Trong năm 2025, điện thoại thông minh, máy tính bảng và máy tính xách tay dự kiến sẽ tiếp tục dẫn đầu tăng trưởng, được hỗ trợ bởi dư địa tăng giá sau mức nền rất thấp năm 2023-24, qua đó cải thiện biên lợi nhuận gộp. Đến năm 2026, khi giá sản phẩm trở về mức hợp lý hơn, chu kỳ thay thế sản phẩm (khoảng 5 năm, dài hơn mức trung bình 3–4 năm) được kỳ vọng sẽ kích thích nhu cầu thay thế, dẫn đến tín hiệu tiêu dùng tích cực hơn.
- Bên cạnh đấy, tại Việt Nam, thị trường gia dụng nói chung và thị trường gia dụng nhỏ đang có dự báo tăng trưởng 11% CAGR 2026-30 nhờ vào tiềm năng thay thế sản phẩm cơ bản của thế hệ tiêu dùng mới. Hiện nay, làn sóng các sản phẩm gia dụng IoT tích hợp nhiều tính năng đang gia nhập Việt Nam với mức giá trung bình – cao, dễ tiếp cận sẽ thúc đẩy nhu cầu thay thế của thế hệ tiêu dùng mới (những người ưa thích công nghệ cao và có thu nhập tốt hơn so với thế hệ cũ). Với động lực chính từ gia dụng nhỏ cùng sự phục hồi của ICT-CE, chúng tôi kỳ vọng cả thị trường có mức tăng trưởng CAGR 9% trong năm 2026-28.

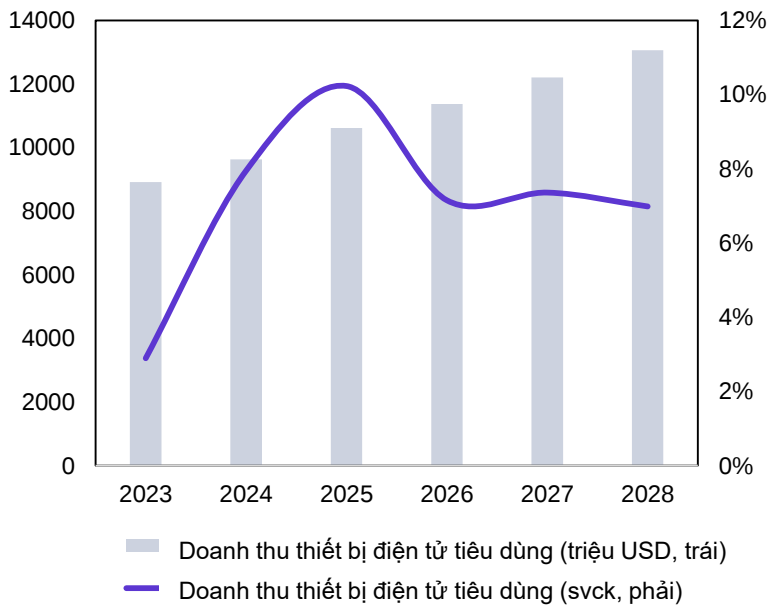
Doanh thu của ba chuỗi bán lẻ đã tiếp tục phục hồi mạnh mẽ từ mức đáy năm 2023...



Được thúc đẩy bởi tăng trưởng tích cực ở hầu hết các ngành hàng...



Kỳ vọng đà tăng trưởng tiếp diễn 9% trong năm 2026-28



Nguồn: MWG, FRT, BMI, MBS Research

Chuỗi bán lẻ hiện đại: Doanh nghiệp trang sức sẵn sàng với cú huých thay đổi luật

- Dự thảo sửa đổi Nghị định 24 đã phần nào gỡ được nút thắt về nguồn cung nguyên liệu đầu vào cho các doanh nghiệp sản xuất trang sức trong nước tại Việt Nam. Theo bản sửa đổi, các doanh nghiệp đủ điều kiện sẽ được cấp hạn ngạch riêng để sản xuất (1) vàng miếng 24K và (2) vàng trang sức — trở thành một động lực mới cho thị trường vàng trang sức sau hơn một thập kỷ bị hạn chế nhập khẩu bởi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Bên cạnh đó, việc xóa bỏ thế độc quyền vàng miếng sẽ tạo ra một thị trường công bằng và cạnh tranh hơn, giảm khả năng bị thao túng giá và những biến động lớn như đã từng xảy ra trong quá khứ, từ đó đặt nền móng cho sự phát triển của thị trường vàng 24K tại Việt Nam.
- Tại Việt Nam, thị trường vàng trang sức trong nước vẫn còn rất phân mảnh, với các chuỗi bán lẻ trang sức chỉ chiếm khoảng 5% thị phần toàn thị trường — cho thấy tiềm năng tăng trưởng lớn cho các chuỗi bán lẻ trong nước. Việc áp dụng hạn ngạch nhập khẩu vàng trang sức sẽ giúp các doanh nghiệp trang sức hàng đầu (như PNJ và Doji) nâng cao năng lực thiết kế và sản xuất, đa dạng hóa danh mục sản phẩm và thu hút nhu cầu tiêu dùng trong nước — tạo bàn đạp để mở rộng xuất khẩu trang sức ra thị trường quốc tế trong tương lai.

Luật mới thay đổi

Đánh giá

Bổ sung khoản 10, điều 4

Việc thanh toán mua, bán vàng có giá trị từ 20 triệu đồng trở lên phải được thực hiện thông qua tài khoản thanh toán của khách hàng và tài khoản thanh toán của doanh nghiệp kinh doanh vàng mở tại ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài.

Tăng cường tính minh bạch và siết chặt kiểm soát các giao dịch vàng miếng: Dự thảo Nghị định đưa ra quy định rõ ràng hơn về cơ chế thanh toán, yêu cầu bắt buộc thực hiện giao dịch không dùng tiền mặt đối với các giao dịch vàng có giá trị lớn. Điều này nhằm tăng cường giám sát và nâng cao khả năng truy xuất nguồn gốc trong thị trường vàng.

Bổ sung Điều 11a. Điều kiện cấp Giấy phép sản xuất vàng miếng

1. Doanh nghiệp được Ngân hàng Nhà nước xem xét cấp Giấy phép sản xuất vàng miếng khi đáp ứng đủ các điều kiện sau:

- a) Là doanh nghiệp có Giấy phép kinh doanh mua, bán vàng miếng;
- b) Có **vốn điều lệ từ 1.000 tỷ đồng trở lên**;
- c) Không bị xử phạt vi phạm hành chính về hoạt động kinh doanh vàng hoặc bị xử phạt vi phạm hành chính về hoạt động kinh doanh vàng nhưng đã thực hiện xong các biện pháp khắc phục hậu quả, các kiến nghị tại Kết luận thanh tra, kiểm tra của cơ quan nhà nước có thẩm quyền (nếu có);
- d) Có quy trình nội bộ quy định về sản xuất vàng miếng.

Điều kiện mới đối với doanh nghiệp và tổ chức tín dụng đủ điều kiện cấp phép sản xuất vàng miếng: Các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực bán lẻ trang sức tại Việt Nam như **PNJ và Doji nhiều khả năng sẽ đáp ứng được các tiêu chí mới, từ đó có thể được cấp phép sản xuất vàng miếng.**

2. Tổ chức tín dụng được Ngân hàng Nhà nước xem xét cấp Giấy phép sản xuất vàng miếng khi đáp ứng đủ các điều kiện sau:

- a) Là tổ chức tín dụng có Giấy phép kinh doanh mua, bán vàng miếng;
- b) Có **vốn điều lệ từ 50.000 tỷ đồng trở lên**;
- c) Không bị xử phạt vi phạm hành chính về hoạt động kinh doanh vàng hoặc bị xử phạt vi phạm hành chính về hoạt động kinh doanh vàng nhưng đã thực hiện xong các biện pháp khắc phục hậu quả, các kiến nghị tại Kết luận thanh tra, kiểm tra của cơ quan nhà nước có thẩm quyền (nếu có);
- d) Có quy trình nội bộ quy định về sản xuất vàng miếng.

3. Ngân hàng Nhà nước quy định thủ tục và hồ sơ cấp Giấy phép sản xuất vàng miếng.

Khoản 1, Điều 14 Xuất khẩu, nhập khẩu vàng nguyên liệu

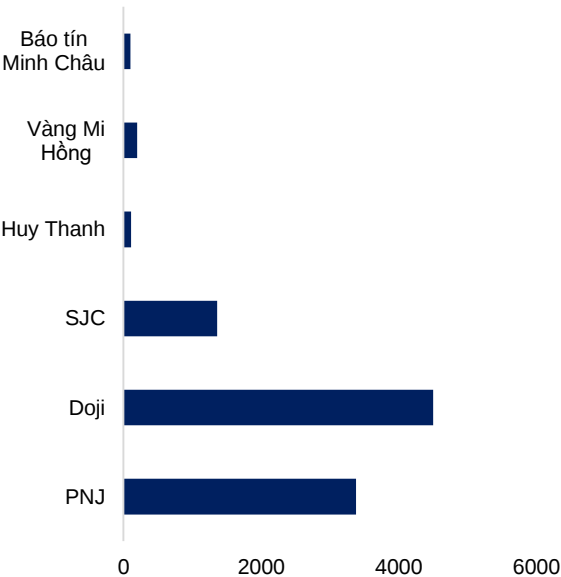
Căn cứ mục tiêu chính sách tiền tệ và cung cầu vàng trong từng thời kỳ, Ngân hàng Nhà nước cấp giấy phép nhập khẩu vàng nguyên liệu cho doanh nghiệp theo quy định tại các Khoản 4, 5, 6 Điều này và cấp giấy phép xuất khẩu vàng nguyên liệu cho doanh nghiệp có Giấy phép khai thác vàng theo quy định tại khoản 7 Điều này.

Sau hơn 12 năm bị kiểm soát chặt chẽ, việc đề xuất nới lỏng quy định về nhập khẩu vàng nguyên liệu được kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp như PNJ và Doji, bằng cách cung cấp thêm nguồn lực để mở rộng hoạt động kinh doanh bán lẻ trang sức. Theo dự thảo, các doanh nghiệp được cấp phép sẽ được phân bổ hạn ngạch nhập khẩu hàng năm, giúp giải quyết tình trạng thiếu hụt vàng nguyên liệu và giảm sự phụ thuộc vào nguồn tái chế, từ đó hạ chi phí sản xuất.

Bổ sung khoản 1a, Điều 14 Xuất khẩu, nhập khẩu vàng nguyên liệu

1a. Căn cứ mục tiêu chính sách tiền tệ và cung cầu vàng trong từng thời kỳ, Ngân hàng Nhà nước cấp hạn mức hàng năm và Giấy phép từng lần xuất khẩu, nhập khẩu vàng miếng cho doanh nghiệp, tổ chức tín dụng quy định tại Điều 11a Nghị định này; nhập khẩu vàng nguyên liệu cho doanh nghiệp, tổ chức tín dụng quy định tại Điều 11a Nghị định này.

Vốn điều lệ của các doanh nghiệp trang sức tại Việt Nam



Nguồn: SBV, PNJ, Doji, SJC, Huy Thanh, MBS Research

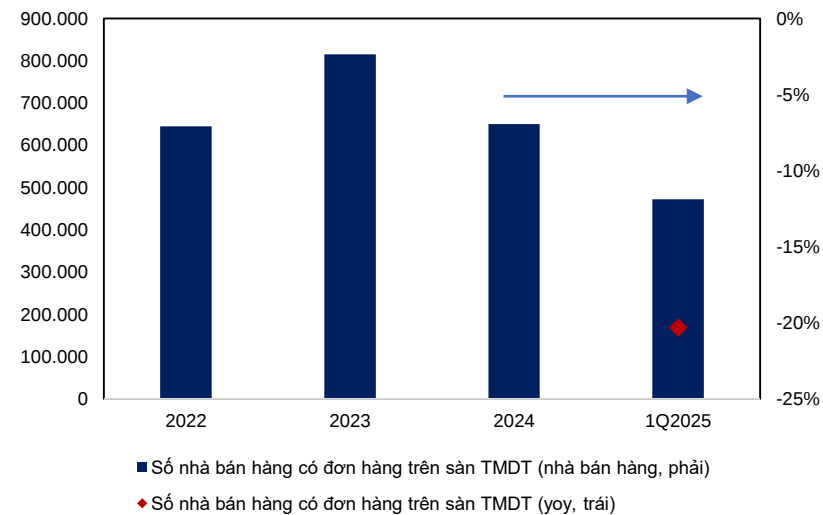
Bán lẻ hiện đại: Thay đổi cấu trúc luật ảnh hưởng tích cực đến các doanh nghiệp niêm yết.

- Sau thời gian tăng trưởng nóng, CAGR đạt 14% từ năm 2020-2024 thì môi trường bán hàng qua thương mại điện tử (TMDT) đã được siết chặt hơn tại Việt Nam. Từ ngày 1/4/2025, các sàn TMDT lớn (Shopee, Tiktok shop, Lazada) đã tăng trung bình 2-5% các loại phí từ các nhà bán hàng, tăng tổng chi phí tham gia sàn lên khoảng 11% lên 18% trên tổng doanh thu (chưa bao gồm khoảng 3,000 – 4,700 đồng/đơn). Điều này tạo nên gánh nặng chi phí lớn cho các nhà bán hàng và phải tăng giá bán sản phẩm để duy trì lợi nhuận. Bên cạnh đấy, việc sẽ có thêm dự thảo mới về (1) Luật thương mại điện tử để siết chặt mua bán hàng giả (2) minh bạch đầu vào – đầu ra các hóa đơn mua hàng để đảm bảo quyền lợi cho tiêu dùng hàng trong nước.
- Với xu hướng dịch chuyển thói quen mua sắm của người Việt Nam, chúng tôi nhận thấy các chuỗi bán lẻ hiện đại - vốn có nền tảng mua bán trực tuyến tốt sẽ được hưởng lợi từ (1) nguồn hàng hóa dồi dào, đầy đủ nguồn gốc, (2) dịch vụ mua sắm trực tuyến nhanh chóng, đơn giản và dễ tiếp cận với người tiêu dùng. Bên cạnh đấy, các hãng sản xuất tiêu dùng lớn (Vinamilk, Sabeco) cũng sẽ có lợi thế về giá hơn trên các sàn TMDT này

Những thay đổi đáng kể trong chính sách của Shopee, Tiktokshop trong năm 2025

Trang TMDT	Chính sách cũ	Chính sách mới	Đánh giá	Tác động đến các chuỗi bán lẻ hiện đại			
				Tập hóa/tiện lợi	Dược phẩm	ICT-CE	Trang sức
Shopee	Chưa có	Shopee có trách nhiệm chi trả điện tử giúp loại bỏ các người bán nhỏ lẻ thêm 1,5% trên tổng giá trị giao với nguồn gốc sản phẩm không rõ ràng, dịch (GMV) của các đơn hàng đảm bảo quyền lợi cho các nhà bán lẻ chuyên nghiệp/chuỗi bán lẻ hiện đại và thúc đẩy một môi trường kinh doanh công bằng hơn.					
	Chi phí cố định theo ngành hàng từ 1% - 4%	Chi phí cố định theo ngành hàng từ 1.5% - 11%.					
	Phí ship từ 1% - 5%*	Phí ship từ 1% - 7%* (*áp dụng cho Shopee Mall).	Trung bình, mỗi đơn hàng phát sinh chi phí khoảng 11%–18% trên tổng doanh thu, kèm theo một khoản phí cố định khoảng 3.000 đồng — cao hơn từ 2 đến 4đ% so với trước khi có sự thay đổi. Điều này tạo ra áp lực về giá, và để duy trì biên lợi nhuận, các người bán buộc phải tăng giá sản phẩm, làm suy giảm lợi thế cạnh tranh lớn nhất của họ so với các chuỗi bán lẻ truyền thống.				
Tiktok shop	Chưa áp dụng phí hạ tầng	Phí hạ tầng cố định: 3,000 VND/đơn hàng thành công.					
	Phí hoa hồng từ 1% - 5%	Phí hoa hồng từ 1% - 7.7%.					

... Mở ra cơ hội để sàng lọc các người bán không chính thống và chuyên nghiệp hóa môi trường kinh doanh trực tuyến.

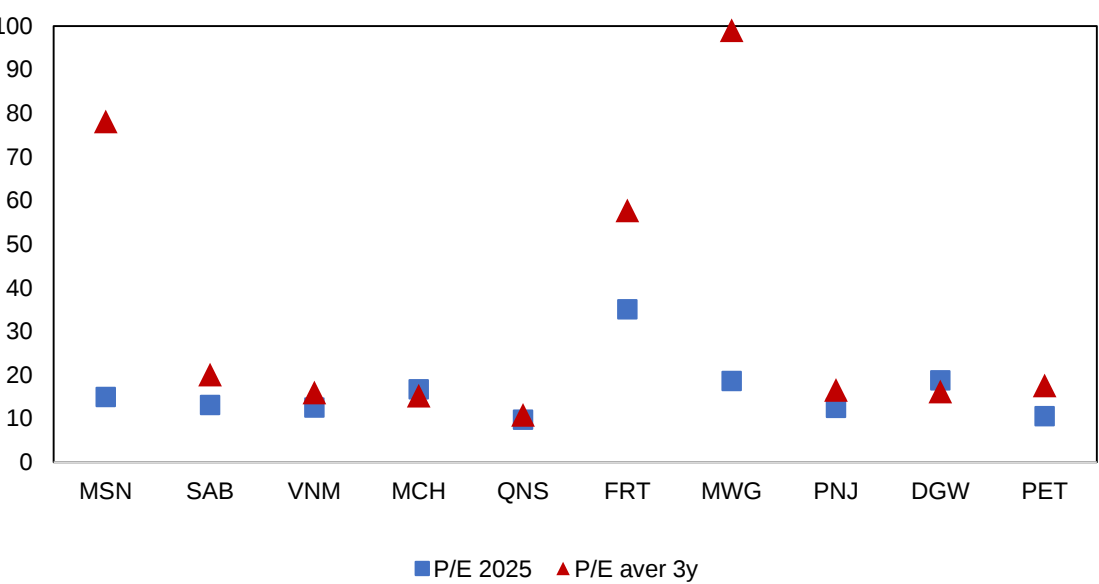


Source: Metric, Shopee, Tiktokshop, MBS Research

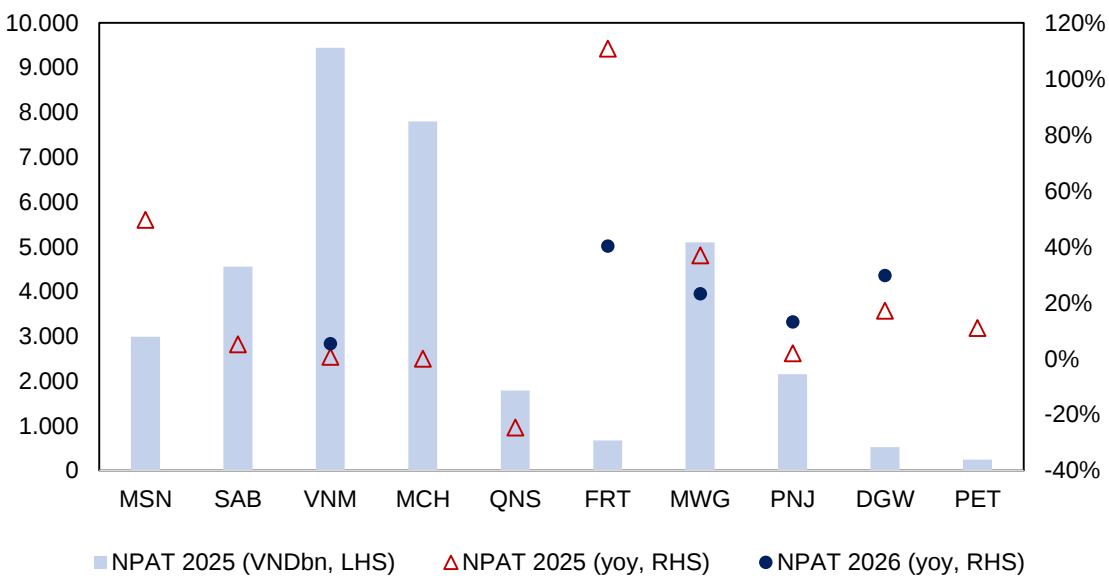
Chiến lược đầu tư: Doanh nghiệp tăng trưởng hấp dẫn với định giá hấp dẫn

- Trong nửa cuối năm 2025–2026, khi (1) nhu cầu không còn bị ảnh hưởng bởi COVID-19 và (2) nền kinh tế đối mặt với các mức thuế quan mới tại Mỹ, nhu cầu tiêu dùng thiết yếu có thể sẽ đi ngang so với cùng kỳ, khiến tăng trưởng trở nên khó khăn hơn đối với các doanh nghiệp tiêu dùng. Trong bối cảnh này, nhu cầu đối với hàng điện tử tiêu dùng – công nghệ thông tin (ICT-CE) sẽ ghi nhận mức tăng trưởng một chữ số từ nền thấp, giúp các doanh nghiệp ICT-CE có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận khoảng 45% so với cùng kỳ. Sau khi đạt điểm hòa vốn vào năm 2024, các chuỗi bán lẻ hàng tạp hóa sẽ bước vào giai đoạn mở rộng, với tốc độ mở mới dự kiến đạt 18% mỗi năm. Ngược lại, những khó khăn trong thị trường vàng nguyên liệu có thể ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu và tốc độ tăng trưởng quy mô của PNJ trong năm nay.
- Trong chiến lược đầu tư lần này, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp có định giá hấp dẫn và tốc độ tăng trưởng ước tính khoảng 40% so với cùng kỳ, tiêu biểu là MWG. Hướng đến năm 2026, khi dự thảo nói lỏng quy định nhập khẩu vàng được kỳ vọng sẽ có hiệu lực và các công ty trang sức có thêm nguồn lực để sản xuất và cung ứng ra thị trường, chúng tôi có kế hoạch đưa PNJ vào chiến lược đầu tư.

P/E của một số doanh nghiệp tiêu dùng và bán lẻ lớn trên sàn



Tăng trưởng LNST của một số doanh nghiệp và tiêu dùng trên sàn



Nguồn: MBS Research
*MSN, SAB, MCH, QNS, PET dựa theo kế hoạch của doanh nghiệp

Các chỉ tiêu tài chính chính năm 2024–2026F của một số cổ phiếu

Tỷ VND	MWG			FRT			DGW			PNJ			VNM		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	134,341	147,567	167,649	40,104	51,059	60,362	22,079	25,710	30,745	37,823	33,630	37,487	61,782	65,542	68,556
Yoy	14%	10%	14%	26%	23%	18%	17%	16%	19%	14%	-11%	11%	2%	6%	5%
Lợi nhuận gộp	27,499	31,727	36,715	7,669	9,778	11,637	2,055	2,402	2,900	6,672	7,069	7,862	25,590	26,551	27,758
Biên LN gộp	20.5%	21.5%	21.9%	19.1%	19.7%	20.0%	9.3%	9.3%	9.4%	17.6%	21.0%	20.9%	41.4%	40.5%	40.5%
EBITDA	6,997	8,123	9,745	1,008	1,684	2,205	582	739	902	2,751	2,858	3,214	12,745	12,422	13,080
Biên EBITDA	5%	6%	6%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	7%	9%	9%	21%	19%	19%
LN ròng	3,722	5,094	6,273	318	670	939	443	544	673	2,115	2,154	2,435	9,392	9,446	9,969
yoy	2119%	36%	23%	N/A	111%	40%	25%	23%	24%	7%	2%	13%	5%	1%	6%
EPS (VNĐ/cp)	2,545	3,481	4,287	2,180	4,602	6,452	2,023	2,406	3,100	6,255	6,372	7,202	4,520	4,771	5,170
BVPS (VNĐ/cp)	19,232	21,490	25,277	15,559	21,218	28,510	13,733	17,626	19,757	33,297	37,478	42,464	16,865	17,053	17,592
Tiền ròng/cổ phiếu	4733	8382	12409	-41,959	-46,246	-50,536	-4,913	-1,667	-3,636	-3,546	628	440	12,196	11,416	12,127
D/E	1.0	0.6	0.5	4.2	3.2	2.6	0.8	0.7	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0%	0%	0%	0.9%	2.3%	2.3%	2.1%	2.5%	2.5%	7%	5%	4%
ROAE (%)	14%	17%	18%	18%	29%	28%	15%	15%	16%	20%	18%	18%	26%	26%	28%
ROAA (%)	5%	7%	9%	2%	4%	4%	5%	5%	6%	13%	12%	13%	17%	17%	18%

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi lựa chọn MWG, PNJ

Mã CP	Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	Khuyến nghị	Đánh giá
MWG	81,700	Khả quan	Năm 2025-26, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng đạt 5,094/6,273 tỷ đồng, tăng 37%/23% svck chủ yếu nhờ vào (1) Trong giai đoạn phục hồi, nhờ vào thị phần lấy lại được và các chương trình bán hàng kích cầu mua sắm, chuỗi TGDD&DMX tập trung cải thiện doanh thu/CH (+8%/+10% svck) và biên LN gộp (+2d%/0d% svck) sẽ giúp cho lợi nhuận ròng chuỗi TGDD&DMX tăng 18%/25% svck; (2) BHX tăng tốc mở rộng bao phủ (+420 CH mới) với hơn 50% CH ở các khu vực mới với doanh thu TB/CH đạt 1.8 tỷ đồng/tháng, từ đó giúp cho LN ròng BHX tăng 4 lần svck..
PNJ	99,900	Khả quan	Năm 2025-26, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng tăng 2%/13% svck chủ yếu do (1) Sự khó khăn của nguyên vật liệu và sức cầu có thể khiến cho thị trường bán lẻ trang sức khó khăn trong năm 2025 và kéo dài đến nửa đầu năm 2026, do vậy tốc độ tăng trưởng của hàng bán lẻ dự báo chỉ tăng 4%/5% svck, (2) Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện 3d%/0d% svck nhờ vào thay đổi cơ cấu sản phẩm và nỗ lực tối ưu chi phí. Bên cạnh đấy, việc dự thảo nghị định 24/2012/NĐ-CP dự kiến được thông qua sẽ mở đường phát triển cho thị trường vàng trang sức tại Việt Nam khi các doanh nghiệp được phép nhập khẩu vàng trang sức sau hơn 12 năm bị cấm, từ đó tạo ra tiềm năng phát triển mạnh mẽ cho PNJ trong trung - dài hạn. Hiện tại, PNJ đang có mức định giá hấp dẫn khi được giao dịch với P/E 2025 13.2x, thấp hơn P/E trung bình 3 năm 16.8x với tiềm năng phát triển được đánh giá tích cực trung - dài hạn ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu.
FRT	165,000	Khả quan	Trong giai đoạn 2025–2026F, lợi nhuận ròng có thể đạt 670 tỷ đồng/939 tỷ đồng, tăng +580%/67% svck , nhờ vào: (1) Tốc độ tăng trưởng của chuỗi nhà thuốc được dự báo đạt 21%/13% svck, với doanh thu TB theo cửa hàng tăng 6%/6%. Điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lợi nhuận ròng của Long Châu tăng 73%/33% trong năm 2025–2026; và (2) Quá trình phục hồi đang diễn ra cũng được kỳ vọng sẽ hỗ trợ FPT Shop quay trở lại đà tăng trưởng lợi nhuận ròng.
VNM	76,100	Khả quan	Sự khó khăn của tiêu thụ nội địa sẽ được bù đắp trong nửa cuối năm 2025 khi (1) hệ thống phân phối hoạt động ổn định, (2) VNM đẩy mạnh hoạt động phát triển các dòng sản phẩm mới với xu hướng đón đầu thị trường sửa tại Việt Nam giúp cho danh mục sản phẩm tăng mạnh mẽ svck, tổng kết doanh thu thị trường nội địa ước tính tăng 5% svck. Với thị trường xuất khẩu, chúng tôi dự báo tăng trưởng 2 chữ số với khả năng mở rộng danh mục sản phẩm và duy trì tệp khách hàng lớn trên 63 quốc gia. Giá sửa nguyên vật liệu nhập khẩu giảm mạnh kể từ T6/2025 có thể giúp cho biên LN gộp được cải thiện nhẹ trong 2H2025 và cả năm 2025 dự báo chỉ giảm nhẹ 0.9d% svck, từ đó lợi nhuận ròng dự báo đi ngang svck. Năm 2026, xu hướng giảm giá sửa NVL nhập khẩu giúp cho biên LN gộp tăng nhẹ 0.5d% svck cùng ước tính doanh thu tăng 5% svck sẽ giúp cho lợi nhuận ròng tăng 6% svck. VNM hiện được giao dịch ở mức P/E 2025 là 12.6, thấp hơn PE trung bình 3 năm ở mức 16.0, sở hữu tỷ suất cổ tức hấp dẫn khoảng 6.5% cùng tiềm năng tăng trưởng tốt hơn sau giai đoạn tái định vị hình ảnh vào nửa cuối năm 2023 cho thấy tiềm năng ổn định VNM trong trung - dài hạn.
DGW	49,200	Trung lập	Năm 2025-26, ngành điện tử tiêu dùng sẽ có sự phục hồi đáng kể từ mức đáy nhu cầu năm 23-24, giúp cho doanh thu ICT-CE ước tính tăng 13%/14% svck. Bên cạnh đấy, chúng tôi nhận thấy nỗ lực mở rộng danh mục sản phẩm FMCGs, thiết bị gia dụng cùng việc kết hợp với nhiều thương hiệu mới sẽ giúp cho 2 mảng này tăng trưởng trên 30% trong năm 2025-26. Kết hợp với tiết giảm 0.2d% chi phí hỗ trợ bán hàng sau giai đoạn đẩy mạnh, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng tăng trưởng 26%/24% trong năm 2025F-26F.

Bảng so sánh các doanh nghiệp trong ngành

	Mã Bloomberg	Giá hiện tại	Vốn hóa	RCM	PE (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
		VND/cp	(tỷ VND)		2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Công ty bán ICT-CE												
Mobile World Investment JSC	MWG VN	70,000	98,031	81,600	20.2	16.4	3.3	3.0	17.1%	18.3%	7.5%	9.2%
Digiworld JSC	DGW VN	43,800	9,599	49,000	18.4	14.3	2.2	1.9	15.3%	16.6%	6.2%	6.7%
Erajaya Swasembada Tbk	ERAA IJ EQUITY		13,238	N/A	6.7	5.9	0.9	0.8	13.5%	13.7%	5.3%	5.5%
Trung Bình					14.7	11.9	2.1	1.9	15.3%	16.2%	6.3%	7.1%
Công ty bán lẻ trang sức												
Phu Nhuan Jewelry JSC	PNJ VN	82,700	27,944	99,900	13.8	12.2	2.3	2.1	18.0%	18.0%	12.4%	13.1%
Chow Tai Fook Jewellery group	1929 HK EQUITY		462,277	N/A	17.3	15.5	4.7	4.4	28.3%	29.1%	10.5%	11.2%
Chow Sang Sang Holdings Intern	116 HK EQUITY		20,002	N/A	6.9	6.0	0.5	0.5	6.9%	7.6%	4.4%	4.9%
Trung bình					12.2	11.0	2.5	2.3	17.7%	18.2%	9.1%	9.7%
Công ty bán lẻ dược phẩm												
FPT Digital Retail JSC	FRT VN	152,000	25,668	165,000	41.3	29.5	8.0	6.2	23.2%	24.2%	3.7%	4.5%
Laobaixing Pharmacy Chain JSC	603883 CH EQUITY		56,160	N/A	16.3	14.2	2.0	1.9	12.5%	13.5%	4.1%	4.7%
Yifeng Pharmacy Chain Co Ltd	603939 CH EQUITY		108,108	N/A	16.6	14.3	2.4	2.2	15.3%	16.2%	6.4%	7.0%
Yixintang Pharma A Equity	002727 CH Equity		35,230	N/A	14.4	12.7	1.2	1.1	8.0%	8.9%	3.7%	4.5%
DaShenLin Pharmaceutical Group Co LTd	603233 CH Equity		68,874	N/A	15.7	13.8	2.5	2.2	15.6%	16.5%	4.4%	4.8%
Trung bình					20.8	16.8	3.4	2.8	14.9%	15.9%	4.5%	5.1%
Công ty FMCG, sữa												
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	60,100	120,799	76,000	12.9	11.9	3.4	3.4	26.4%	28.4%	17.4%	18.5%
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH EQUITY		635,102	N/A	15.9	14.3	3.0	2.8	19.4%	20.1%	7.2%	7.8%
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK EQUITY		210,392	N/A	11.4	10.0	1.3	1.2	11.6%	12.3%	4.9%	6.1%
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH EQUITY		42,848	N/A	19.0	17.9	1.2	1.2	5.4%	5.6%	1.4%	1.7%
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK EQUITY		64,142	N/A	18.4	17.6	2.7	2.5	15.0%	14.9%	10.2%	10.4%
Yakult Honsha Co Ltd	2267 JT EQUITY		155,376	N/A	16.2	15.7	1.3	1.3	8.1%	8.0%	5.2%	5.7%
Trung bình					15.6	14.6	2.2	2.1	14.3%	14.9%	7.7%	8.4%

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng			
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>			
Vĩ mô – Chiến lược thị trường	Ngân hàng – Dịch vụ tài chính	Bất động sản – VLXD	Công nghiệp – Năng lượng	Bán lẻ - Tiêu dùng
<i>Nghiêm Phú Cường</i>	<i>Đinh Công Luyến</i>	<i>Nguyễn Minh Đức</i>	<i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	<i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>
<i>Ngô Quốc Hưng</i>	<i>Phạm Thị Thanh Hường</i>	<i>Lê Hải Thành</i>	<i>Mai Duy Anh</i>	
<i>Đinh Hà Anh</i>		<i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>	Logistics – Vật liệu cơ bản	Trợ lý phân tích
			<i>Võ Đức Anh</i>	<i>Nguyễn Phương Anh</i>