

Báo cáo ngành bán lẻ

Cơ hội mới cho tiêu dùng bán lẻ hiện đại

- Việc đưa thị trường bán lẻ bao gồm cả thương mại điện tử (TMDT) vào quy chuẩn sẽ tạo ra một thị trường công bằng và minh bạch, góp phần làm tăng khả năng cạnh tranh cho các chuỗi bán lẻ hiện đại.
- Phân khúc chợ - tạp hóa hiện đại được kì vọng sẽ thay thế mô hình “chợ cóc” do đáp ứng đủ các nhu cầu thiết yếu và bắt kịp xu hướng tiêu dùng mới. Chúng tôi nhận thấy MSN, MWG sẽ được hưởng lợi lớn từ sự dịch chuyển này với 2 chuỗi Wincommerce và Bách Hóa Xanh.
- Các doanh nghiệp bán lẻ tiêu dùng đang ở trong giai đoạn đầu của chu kỳ phục hồi và xứng đáng với mức P/E cao hơn nhờ triển vọng gia tăng thị phần mô hình bán lẻ hiện đại. Chúng tôi lựa chọn **MWG** và **MSN** cho chủ đề đầu tư này.

Chính Phủ tập trung đưa thị trường bán lẻ vào quy chuẩn sẽ tạo ra một thị trường công bằng cho các chuỗi bán lẻ hiện đại

Từ đầu năm 2025 đến nay, hàng loạt biện pháp hỗ trợ tích cực từ chính phủ nhằm đưa thị trường bán lẻ vào quy chuẩn như: thay đổi chính sách thuế với doanh thu các DN bán lẻ đạt trên 1 tỷ đồng hàng năm; siết chặt hàng giả, hàng xuất xứ không rõ ràng; nghị định 68 về phát triển kinh tế tư nhân có thay đổi về phương thức tính thuế... Chúng tôi nhận thấy thị trường bán lẻ hiện đại và tiêu dùng đang ngày càng được tạo ra sân chơi công bằng, giảm thiểu áp lực cạnh tranh với hàng hóa không xuất xứ.

Hà Nội quyết định hoàn tất xóa bỏ chợ tạm, chợ cóc trong năm 2025 cũng là yếu tố tích cực cho chuỗi bán lẻ hiện đại

TP. Hà Nội mạnh mẽ xóa bỏ chợ cóc nhằm thiết lập trật tự cho khu vực buôn bán hàng tiêu dùng sẽ tạo bàn đạp phát triển cho khu vực bán lẻ hiện đại, chợ truyền thống có quy hoạch rõ ràng, chuyên nghiệp. Chúng tôi nhận thấy mô hình chợ hiện đại mini được kỳ vọng có thể thay thế chợ cóc nhờ đáp ứng đủ các tiêu chí “giá cả hợp lý – mua sắm nhanh chóng và tiện lợi”. Mô hình này có thể dễ dàng tiếp cận vào các khu dân cư đông đúc và phù hợp với xu hướng tiêu dùng kiểu mới. Do vậy, chúng tôi nhận thấy 2 doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này, bao gồm: MSN (đại diện của Wincommerce) và MWG (đại diện cho Bách Hóa Xanh) nhờ vào lợi thế sở hữu mô hình tiện lợi/chợ hiện đại mini.

Chiến lược đầu tư: Cổ phiếu bán lẻ tiêu dùng với triển vọng tăng trưởng vững vàng

Hai chuỗi bán lẻ tiêu dùng Wincommerce và BHX mới có lãi trong Q2/24 và đang trong giai đoạn tăng tốc mở rộng. Nhìn chung, các mô hình đều đang trong giai đoạn mở rộng tốt, đà tăng trưởng thị phần vững vàng và duy trì lãi ròng. So với các công ty bán lẻ tiêu dùng khu vực châu Á (P/E 25-26 ~20.4), P/E MWG đang thấp hơn khoảng 12%, còn MSN đang khá cao do ảnh hưởng của việc vay nợ cao và hoạt động kinh doanh của MSR trong thời điểm 2022-2024. Với tiềm năng tăng trưởng vững vàng trong trung – dài hạn nhờ vào khả năng tiếp cận xu hướng tiêu dùng thế hệ mới, chúng tôi lựa chọn **MWG** và **MSN** cho chủ đề đầu tư này.

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

Chính Phủ tập trung đưa thị trường bán lẻ vào quy chuẩn sẽ tạo ra một thị trường công bằng cho các chuỗi bán lẻ hiện đại

Chúng tôi nhận thấy Chính phủ đã có nhiều hành động nhằm đưa thị trường bán lẻ vào quy chuẩn kể từ đầu 2025:

- Hàng loạt vụ vi phạm hàng hóa đã bị triệt phá, bao gồm: sản xuất sữa giả với hơn 400 nhãn mác có trị giá ~500 tỷ đồng; các sản phẩm hỗ trợ sức khỏe có dấu hiệu vi phạm quy định về quảng cáo thực phẩm.
- Bắt buộc kết nối hóa đơn điện tử với các doanh nghiệp có doanh thu bán hàng trên 1 tỷ đồng hằng năm. Việc kết nối hóa đơn cũng làm minh bạch hóa các giao dịch, giảm tình trạng nhập hàng lậu, không hóa đơn chứng từ, đảm bảo quyền lợi cho nhà sản xuất bán lẻ hàng tiêu dùng.
- Sàn TMDT chịu trách nhiệm thu thuế VAT trên mỗi đơn hàng, giúp cho cạnh tranh giữa bán lẻ cửa hàng và TMDT công bằng hơn.
- Bên cạnh đấy, một số luật đã hoặc sẽ được thông qua trong giai đoạn 2025-2027, bao gồm: (1) NQ 68 về phát triển kinh tế tư nhân cũng đề cập đến việc bỏ thuế khoán với các DN bán lẻ, dịch vụ,... (2) xây dựng luật TMDT mới.

Chúng tôi cho rằng những động thái trên sẽ tạo ra một thị trường bán lẻ công bằng và minh bạch, góp phần làm tăng khả năng cạnh tranh cho các chuỗi bán lẻ hiện đại so với trước đây do chi phí của các nhà bán lẻ hiện đại vốn đã cao hơn do đã có sự minh bạch về hàng hóa và đóng thuế đầy đủ từ trước.

Hình 1: So sánh thay đổi luật thuế liên quan đến doanh nghiệp bán lẻ, buôn bán, dịch vụ,...

				Tác động đến các chuỗi bán lẻ hiện đại			
Tên Luật	Điều khoản cũ	Điều khoản mới/sửa đổi	Đánh giá	Tập hóa/tiện lợi	Dược phẩm	ICT-CE	Trang sức
NĐ 123/2020/ NĐ-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 hàng 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. Xóa 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 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 tiêu ngạch và không có hóa đơn, đảm bảo				

môi trường cạnh tranh lành mạnh cho
các sản phẩm tiêu dùng trong nước.

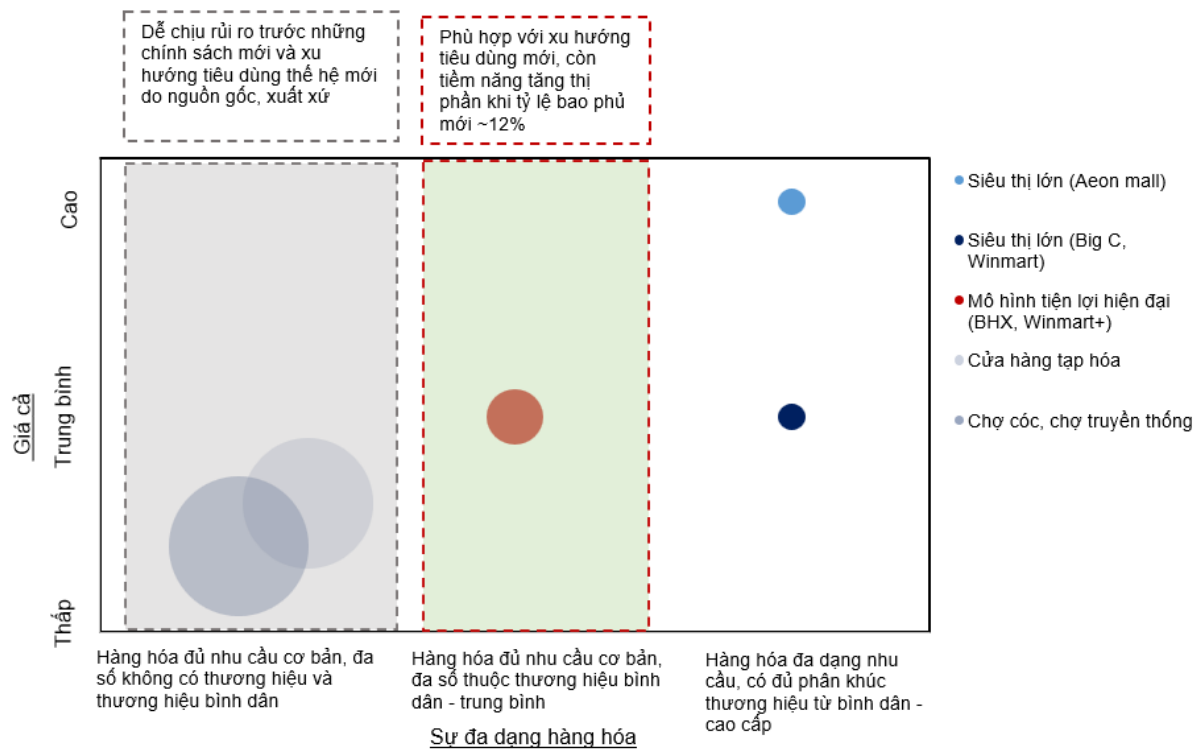
Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hà Nội quyết định hoàn tất xóa bỏ chợ tạm, chợ cóc trong năm 2025 cũng là yếu tố tích cực cho chuỗi bán lẻ hiện đại

Chợ cóc, chợ tạm ăn sâu vào trong thói quen tiêu dùng của người Việt Nam với ưu điểm “tiện, rẻ, nhanh chóng”. Từ năm 2009 đến nay, đã nhiều lần chính quyền cố gắng dẹp chợ cóc, chợ tạm nhằm (1) hạn chế sự xâm chiếm lề đường để buôn bán, (2) đảm bảo quyền lợi cho các hộ buôn bán nhỏ lẻ trong khu chợ quy hoạch chuyên nghiệp. Tuy nhiên việc này chưa thật sự thành công do sự hạn chế về điều kiện “tiện lợi, rẻ, nhanh chóng” của các khu chợ chính thống.

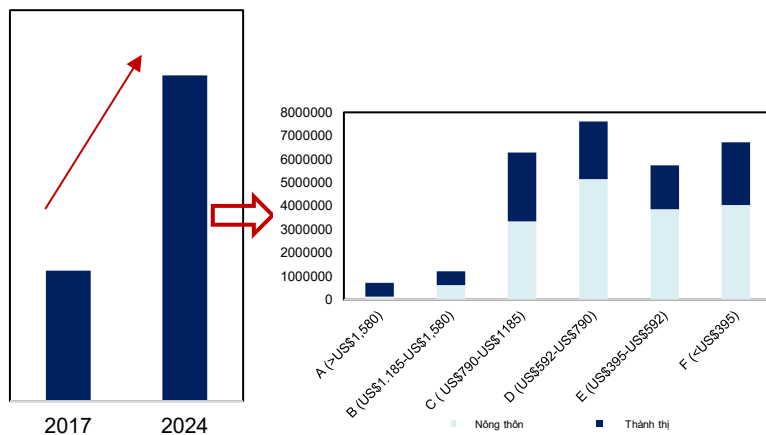
Mới đây, năm 2025, Hà Nội thông qua công văn số 4373/UBND-KT về việc triển khai thực hiện Nghị quyết của HĐND TP về xử lý dứt điểm các chợ không phù hợp quy hoạch, các tụ điểm kinh doanh tự phát và hoạt động giết mổ gia súc, gia cầm nhỏ lẻ trên địa bàn TP nhằm hoàn tất xóa bỏ chợ tạm, chợ cóc tại Hà Nội. Thời điểm hiện tại sự khác biệt lớn so với thời điểm 2015-2018 là việc các chuỗi bán lẻ hiện đại đã có thể thay thế các chợ tạm, chợ cóc .. phục vụ cho nhu cầu mua sắm của người dân nhờ: (1) mức giá bán thực phẩm sạch của các khu mô hình bán lẻ hiện đại rẻ hơn so với trước kia, (2) mô hình bán lẻ nhỏ gọn, hiện đại, đầy đủ, phù hợp với đa dạng nhu cầu người tiêu dùng, (3) bán lẻ vật lý tích hợp kênh hỗ trợ bán hàng (website, zalo, imess,...) giúp người tiêu dùng tiện lợi mua sắm mỗi khi bận rộn, (4) sự đầy đủ, đa dạng về nguồn thực phẩm hàng ngày, sản phẩm nguồn gốc rõ ràng, tốt cho sức khỏe. Do đó, chúng tôi nhận thấy khả năng chợ cóc, chợ tạm được xóa bỏ tối đa là rất cao. Nhờ vậy, mô hình bán lẻ tạp hóa/chợ mini hiện đại hiện đang được phủ sóng rộng rãi ở cả nông thôn và thành thị sẽ được hưởng lợi. Theo đánh giá, các doanh nghiệp lớn với quy trình hàng hóa chuyên nghiệp, độ phủ sóng cao sẽ được hưởng lợi nhiều nhất trong giai đoạn này, do vậy chúng tôi đánh giá cao MSN và MWG.

Hình 2: So sánh về giá cả và đa dạng hàng hóa của các mô hình bán lẻ ngày nay

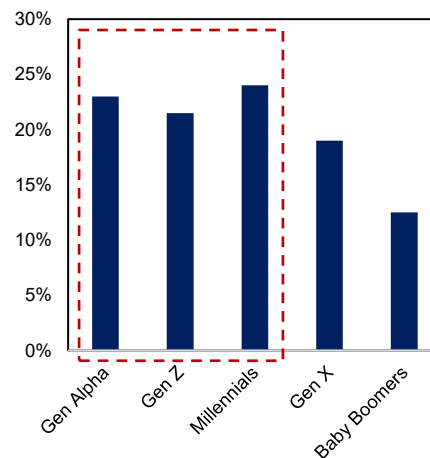


Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hình 3: Có trên 56% hộ gia đình Việt Nam có thu nhập >180 triệu đồng/năm trong năm 2024...

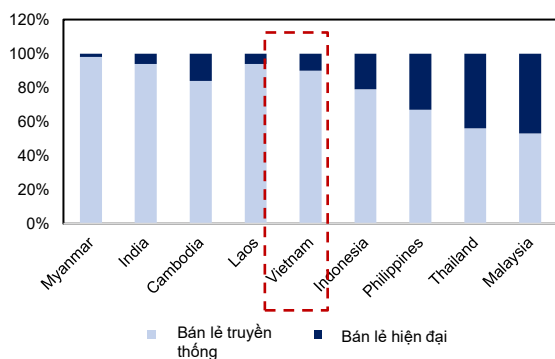


Hình 4: Với phần lớn tiêu dùng đến từ thế hệ trẻ cùng xu hướng tiêu dùng kiểu mới cho thấy xu hướng chuyển dịch tiêu dùng ngày càng rõ rệt.

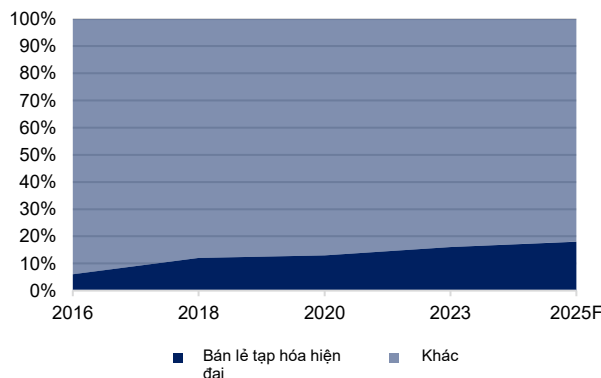


Nguồn: Cimigo, Euromonitor, MBS Research tổng hợp

Hình 5: 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.



Hình 6: Các điều kiện về xu hướng tiêu dùng kiểu mới cùng tỷ lệ bao phủ còn thấp là lợi thế hấp dẫn cho mô hình bán lẻ hiện đại phát triển.



Nguồn: GSO, Euromonitor, MBS Research tổng hợp

Bán lẻ điện tử bước vào giai đoạn thanh lọc khi các sàn thương mại điện tử liên tục có những điều kiện tăng phí, trung bình cao hơn 3-5% so với cùng kỳ

Các mức phí chi trả trên sàn thương mại điện tử đã tăng trung bình 5-10% svck trong năm 2025 khiến cho các nhà bán hàng (đặc biệt là các nhà bán hàng nhỏ lẻ) chịu áp lực về chi phí lớn trong giai đoạn này. Bên cạnh các chi phí cố định theo từng đơn, để bán được hàng, các nhà bán hàng cần có thêm các phí bán hàng tiếp thị liên kết và chạy quảng cáo, do vậy tổng kết trung bình chi phí bán hàng trên sàn TMDT ~20-25% (chưa kể chi phí nhân công, chi phí văn phòng,...). Mức này đã bắt đầu bằng hoặc cao hơn so với mức chi phí trung bình DN sản xuất bán lẻ, cụ thể chi phí SG&A/tổng doanh thu DN tiêu dùng ~23-26%, chi phí SG&A/tổng doanh thu các nhà bán lẻ ~17-20%.

Sau thời gian phát triển mạnh mẽ, các điều kiện trên sàn bắt đầu thắt chặt như: (1) tăng phí bán hàng, (2) trực tiếp thu thuế VAT và TNCN cho các đơn hàng thành công. Bên cạnh đấy, việc phát triển luật TMDT nhằm cụ thể hóa các điều kiện, bao gồm cả siết chặt nguồn gốc hàng hóa là cơ hội phát triển cho các doanh nghiệp minh bạch Nguồn gốc hàng hóa siết chặt là cơ hội tốt cho hàng sản xuất nội địa, tạo ra áp lực cạnh tranh cho hàng xách tay, hàng hóa bán

không hóa đơn, hàng giả, hàng kém chất lượng,... Chúng tôi đánh giá MSN, SAB, VNM hay QNS – các doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng nội địa sẽ được hưởng lợi.

Bên cạnh đấy, các DN bán lẻ chuyên nghiệp trên sàn sẽ được hưởng lợi nhờ chi phí tăng và các điều kiện siết chặt hơn ở các sàn TMĐT. Chúng tôi đánh giá MWG, FRT và DGW sẽ được hưởng lợi nhờ vào quy trình bán hàng chuyên nghiệp và nguồn hàng minh bạch xuất xứ.

Hình 7: So sánh mức phí sàn shopee và tiktokshop năm 2024-2025

	Năm 2024	Năm 2025	▲
Tổng phí shopee/Doanh thu từ khách	~15%-17%	~17%-30% (ước tính đã bao gồm phí hạ tầng 3,000 đồng/đơn)	▲ 2-12%
Tổng phí tiktokshop/Doanh thu từ khách	~14%-20%	21%-30%	▲ 6-10%

Nguồn: MBS Research tổng hợp

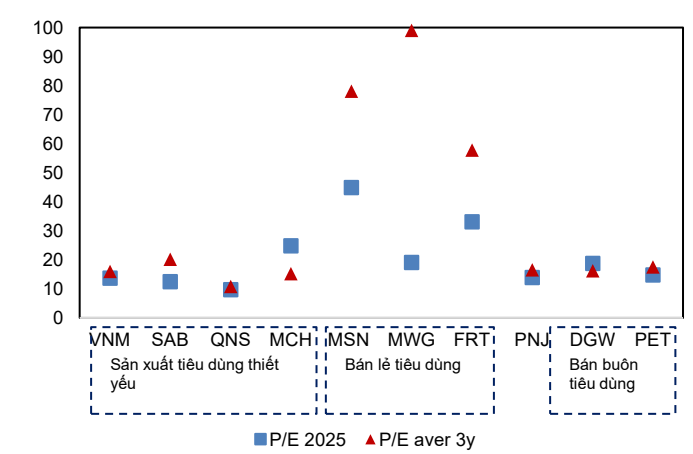
Chiến lược đầu tư: Chúng tôi lựa chọn MSN, MWG.

Chúng tôi cho rằng việc đưa thị trường bán lẻ vào quy chuẩn bao gồm cả thị trường thương mại điện tử, xóa bỏ chợ cóc chợ tạm sẽ tạo ra một sân chơi công bằng và làm tăng khả năng cạnh tranh của các chuỗi bán lẻ hiện đại vốn đã áp dụng quy trình quản lý minh bạch từ trước. Trong chiến lược đầu tư ngành bán lẻ, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp có định giá hấp dẫn và tốc độ tăng trưởng cao, tiêu biểu là MWG và MSN. Đối với các doanh nghiệp tiêu dùng, việc siết chặt hàng hóa không xuất xứ sẽ có tác động tích cực lên các doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng nội địa trong nước như: VNM, MCH, SAB,..

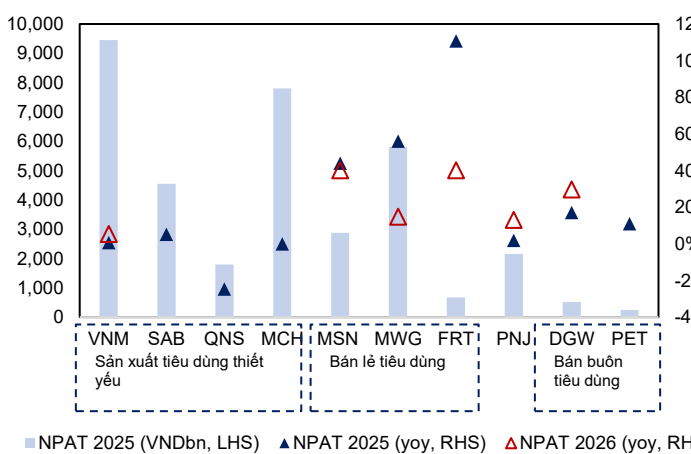
Hình 8: Tóm tắt ước tính kết quả kinh doanh một số doanh nghiệp trong ngành

Tỷ Đồng	MWG			MSN			VNM			DGW			FRT		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Tổng doanh thu	134,341	151,571	173,790	83,178	82,504	95,468	61,782	65,542	69,100	22,079	25,580	30,431	40,104	51,059	60,362
svck	14.7%	9.4%	9.8%	6.3%	-0.8%	15.7%	2.3%	6.1%	5.4%	17.3%	15.9%	19.0%	18.2%	15.5%	19.4%
Lợi nhuận gộp	27,499	32,588	37,365	24,656	26,485	30,473	25,590	26,551	27,990	2,055	2,401	2,901	7,583	10,258	12,380
Biên LN gộp (%)	20.5%	21.5%	21.5%	29.6%	32.1%	31.9%	41.4%	40.5%	40.5%	9.3%	9.4%	9.5%	18.9%	20.1%	20.5%
EBITDA	6,997	8,751	10,023	10,306	12,422	13,248	12,745	12,422	13,248	582	746	924	1,008	1,684	2,205
Biên EBITDA (%)	5.2%	5.8%	5.8%	19.9%	12.2%	12.5%	20.6%	19.0%	19.2%	3.3%	3.5%	3.6%	18.9%	20.1%	20.5%
Lợi nhuận ròng	3,722	5,807	6,663	1,999	2,876	4,014	9,392	9,446	10,110	444	548	691	318	670	939
svck	2119.8%	56.0%	14.7%	377.4%	43.9%	39.5%	5.6%	0.6%	7.0%	25.3%	23.5%	26.0%	N/A	74.9%	35.7%
EPS (VNĐ/cp)	2,545	3,968	4,553	1,397	1,901	2,653	4,494	4,520	4,838	2,024	2,500	3,150	2,331	4,372	5,516
BVPS (VNĐ/cp)	18,509	21,977	26,031	26,936	28,437	30,691	17,311	16,865	17,115	13,733	17,566	19,746	15,559	19,004	24,627
Tiền ròng/cp (VNĐ/cp)	4,733	8,671	12,944	(4,956)	(4,132)	(6,493)	12,196	11,413	12,191	(4,914)	(4,186)	(6,852)	(41,959)	(34,968)	(38,610)
Vay nợ/vốn CSH	1.0	0.9	0.9	1.61	0.23	0.24	0.26	0.23	0.24	0.83	0.74	0.77	4.15	2.84	2.43
Tỷ suất cổ tức (%)	0.8%	0.8%	0.8%				6.2%	6.5%	6.5%	0.9%	2.3%	2.3%			
ROA (%)	5.7%	8.0%	8.2%	1.4%	17.4%	18.5%	17.4%	17.4%	18.5%	5.7%	6.0%	6.3%	2.2%	3.9%	4.7%
ROE (%)	14.6%	19.4%	19.0%	5.4%	26.4%	28.4%	26.4%	26.4%	28.4%	15.9%	16.2%	17.0%	18.1%	27.1%	26.2%

Hình 9: P/E của một số doanh nghiệp tiêu dùng và bán lẻ lớn trên sàn



Hình 10: Tăng trưởng LNST của một số doanh nghiệp và tiêu dùng trên sàn



Hình 11: Khuyến nghị cổ phiếu

Mã CP	Giá mục tiêu (VND/CP)	Khuyến nghị	Đánh giá
MWG	86,800	Khả quan	Năm 2025-26, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng đạt 5,807/6,663 tỷ đồng, tăng 57/15% 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 (+14%/+13% svck) và biên LN gộp (+1d%/0d% svck) sẽ giúp cho lợi nhuận ròng chuỗi TGDD&DMX tăng 29%11% svck; (2) BHX tăng tốc mở rộng quy mô bao phủ (+478 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 6 lần svck. MWG đang có định giá hấp dẫn khi giao dịch P/E 25-26 ~18.3x, thấp hơn trung bình giai đoạn 2017-19 (~26x), ở giai đoạn mới, MWG đang từng bước thành công cùng BHX (bên cạnh sự ổn định của chuỗi TGDD&DMX).
MSN	98,000	Khả quan	Năm 2025-26, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng tăng trưởng 44%/40% svck với động lực chính từ mảng tiêu dùng (MCH) và bán lẻ (WCM). Mảng tiêu dùng duy trì đà tăng trưởng 2 chữ số nhờ vào khả năng đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm tiêu dùng, đặc biệt trong việc tiêu thụ tại chuỗi WCM. Chuỗi WCM đẩy mạnh quy mô cửa hàng sau thời gian có lãi, kỳ vọng tổng cửa hàng tăng 14%/14% trong năm 25-26. Bên cạnh đấy, tình hình kinh doanh khả quan và nhiều biện pháp tái cơ cấu khoản vay, giảm chi phí lãi vay đã giúp cho tỷ lệ nợ vay ròng/EBITDA đang trên đà giảm, kỳ vọng duy trì ở mức kiểm soát ~3.0. Vào năm 2026-28, MSN còn kỳ vọng câu chuyện MCH chuyển sản, từ đó có thể định giá lại MSN với những câu chuyện hấp dẫn hơn.
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	56,300	Khả quan	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 16%/16% 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 kép 25% trong năm 2025F-26F Giá cổ phiếu đang giao dịch với P/E 2025 khoảng 15x, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 18x cùng tiềm năng mở rộng mạnh mẽ danh mục sản phẩm ở tất cả lĩnh vực, đặc biệt là thiết bị gia dụng và FMCGs.

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.

Hình 12: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

	Mã Bloomberg	Vốn hóa thị trường (USDmn)	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
CTCP tập đoàn Masan	MSN VN	4,547	43.7	31.3	2.9	2.7	2.2%	2.9%	7.5%	9.0%
CTC đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	4,201	18.9	16.5	3.4	2.9	7.5%	8.2%	19.0%	19.0%
AEON Co (MALAY)	AEON MK EQUITY	430	11.3	10.7	0.9	0.9	2.7%	2.9%	7.9%	8.1%
Central retail Co	CRC TB EQUITY	4,471	17.2	15.5	1.8	1.8	2.9%	3.3%	11.3%	11.7%
Berli Jucker	BC TB EQUITY	2,384	15.9	14.5	0.6	0.6	1.4%	1.8%	3.9%	4.2%
Sumber Alfaria Trijaya	AMRT IJ EQUITY	5,268	23.8	20.5	4.5	4	8.9%	9.7%	20.1%	20.7%
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	4,822	14.7	14	3.8	3.7	16.4%	16.9%	26.9%	27.6%
Tổng Công ty cổ phần Bia - Rượu - Nước giải	SAB VN	2,298	14.3	13.9	2.8	2.9	14.4%	16.1%	19.4%	21.4%
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK EQUITY	2,392	18.5	17.6	2.6	2.4	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH EQUITY	1,689	23.6	21.6	1.2	1.2	1.6%	1.8%	5.5%	5.9%
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK EQUITY	7,529	12.2	10	1.2	1.12	4.3%	5.6%	10.3%	11.7%
Average			19.5	16.9	2.3	2.2	7%	7%	13%	14%

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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 thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly