

TIÊU DÙNG

HỒ MỘC THÊM CẢNH



Nguyễn Bảo Hưng – hung.nb@vdsc.com.vn
Trần Ngọc Lan Anh – anh.tnl@vdsc.com.vn



Phần I:

Triển vọng ngành 2026

<u>Tổng quan – Điểm nhấn – Rủi ro ngành tiêu dùng năm 2026</u>	<u>3</u>
<u>Bối cảnh vĩ mô ngành tiêu dùng năm 2026</u>	<u>4</u>
<u>Triển vọng từng ngành tiêu dùng – bán lẻ năm 2026:</u>	<u>12</u>
• <u>Bách hóa</u>	<u>12</u>
• <u>Ô tô</u>	<u>18</u>
• <u>Điện tử</u>	<u>21</u>
• <u>Dược phẩm</u>	<u>26</u>
• <u>Trang sức</u>	<u>29</u>
<u>Tổng quan về dự phóng KQKD & định giá các cổ phiếu thực phẩm - đồ uống & bán lẻ 2026</u>	<u>33</u>

Phần II:

Danh mục cổ phiếu

<u>VNM – Ló dạng các tín hiệu tích cực trong năng lực cạnh tranh nước ngoài</u>	<u>39</u>
<u>QNS – Bộn bề nỗi lo trước thềm niên vụ mới</u>	<u>42</u>
<u>SAB – Hưởng lợi yếu tố mùa vụ trên toàn ngành</u>	<u>45</u>
<u>MCH – Dĩ ngắn dưỡng dài</u>	<u>48</u>
<u>MSN – Gã khổng lồ dẫn chuyển mình</u>	<u>50</u>
<u>MWG – Đì giữa vùng trời bình yên</u>	<u>52</u>
<u>DGW – Tăng tốc quá trình trẻ già măng mọc</u>	<u>54</u>
<u>PNJ – Vượt qua khó khăn nhờ nội lực vững vàng</u>	<u>58</u>
<u>FRT – Tiếp đà tăng trưởng của Long Châu và tín hiệu phục hồi của FPT Shop</u>	<u>61</u>
<u>HAX – Mây mờ chưa tan</u>	<u>63</u>

TỔNG QUAN 2026

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa – dịch vụ 11T-2025 đạt 9,0% YoY, tiếp nối đà phục hồi từ 2024 nhưng vẫn thấp hơn thời kỳ trước Covid-19 (11-12% YoY) do niềm tin tiêu dùng yếu. Bước sang 2026, chúng tôi kỳ vọng sức mua sẽ cải thiện dần và tạo “bước nhảy từ đáy” ở nửa cuối năm thông qua (1) lan tỏa hiệu quả đầu tư công – tư nhân đến thu nhập/việc làm người dân, (2) tiếp nối các chính sách hỗ trợ tiêu dùng từ Chính Phủ, (3) tái ổn định hoạt động bộ phận “tổn thương bởi đổi mới chính sách 2025” – tiểu thương/hộ kinh doanh gia đình, (4) hiệu ứng tài sản – chứng khoán, bất động sản. Điều này phù hợp với mục tiêu Chính Phủ với tăng trưởng bán lẻ tổng trên 11,0% giai đoạn 2026-30.

Trong bối cảnh trên, các doanh nghiệp đầu ngành trong các lĩnh vực như bán lẻ bách hóa – điện tử - dược phẩm – trang sức, sản xuất thực phẩm & đồ uống nhiều khả năng tiếp tục củng cố vị thế và tăng trưởng vượt ngành. Động lực đến từ nền tảng thị phần mạnh, sức khỏe tài chính tốt và khả năng tối ưu chi phí hiệu quả. **Các lựa chọn đầu tư của chúng tôi bám sát những xu hướng này bao gồm MWG và MSN (bách hóa), DGW (thiết bị điện tử).**

ĐIỂM NHẤN 2026

- **Bán lẻ - Bành trướng quy mô doanh thu/lợi nhuận các chuỗi hiện đại sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn** nhờ xu hướng dịch chuyển tiêu dùng từ kênh truyền thống sang hiện đại có nhiều bước ngoặt đáng giá từ Chính phủ từ cuối 2025 như đề cao quy trình bán lẻ chuẩn chỉnh (hóa đơn điện tử, loại bỏ hàng giả/lậu cả đầu vào/đầu ra), vốn là thế mạnh của các nhà bán lẻ lớn. MWG (Bách hóa xanh), MSN (Winmart), FRT (Long Châu), PNJ (trang sức) là những cái tên nổi bật ở điểm nhấn này.
- **Sản xuất thực phẩm & đồ uống – Không phải lựa chọn hàng đầu của chúng tôi khi tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận không hấp dẫn trong bối cảnh “giao thời kênh GT – MT” nhưng phù hợp với trường phái đầu tư giá trị khi hầu hết đều phục hồi lợi nhuận trong 2026 và giao dịch dưới PE trung bình 3 năm.** Các doanh nghiệp này đang nhanh chóng (1) chuyển đổi hệ thống phân phối – giảm phụ thuộc hệ thống sĩ (thiếu chuẩn chỉnh quy trình), tăng năng lực phân phối đến điểm bán lẻ (cả đại lý, tạp hóa GT lẫn MT), (2) tiếp diễn các chiến lược đổi mới về bao bì – hương vị sản phẩm như năm 2025. Tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận tùy thuộc vào hiệu quả vận hành hai chiến lược trên nhưng nhìn chung chỉ ở mức 1 chữ số khi thị phần đã ở mức cao.
- **Phân phối – Đại diện DGW, tìm thấy “ngọn hải đăng” từ cốt lõi thành công của mô hình là “đa dạng thêm ngành phân phối – nhãn hàng phân phối”** ngay chân sóng tăng trưởng bao gồm thiết bị gia dụng (Xiaomi, Philips), thiết bị AI server, IoTs Things, trên nền tảng quản lý chi phí vững vàng với biên lợi nhuận ổn định qua nhiều chu kỳ tăng trưởng nền kinh tế.

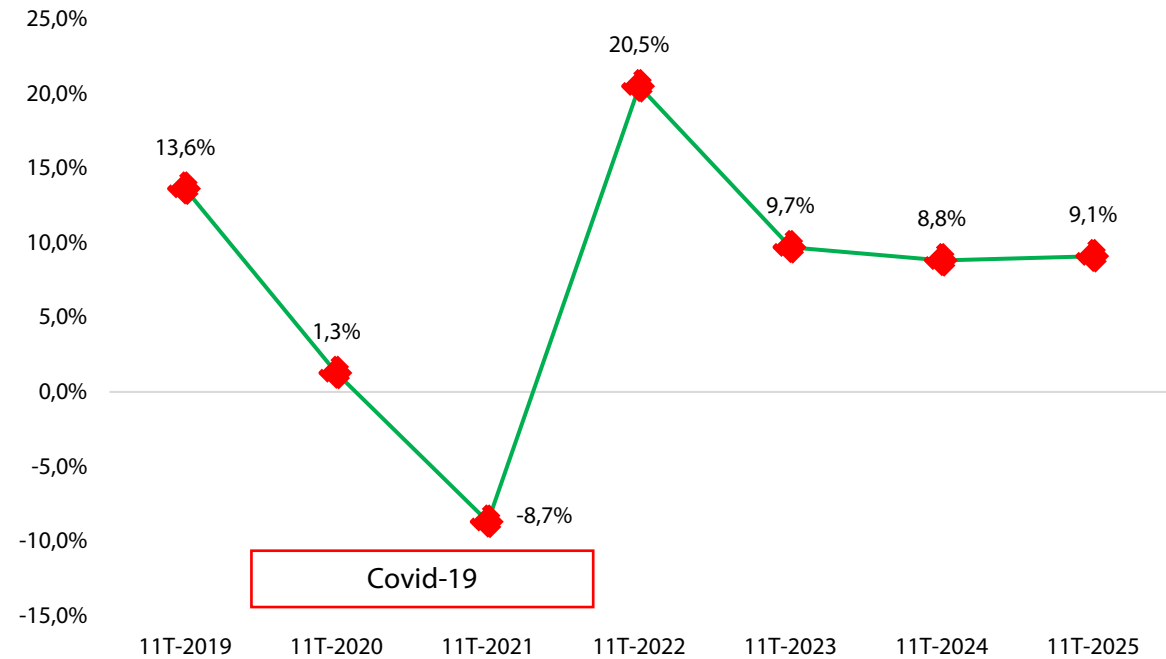
RỦI RO 2026

- Sự gia nhập của các ông lớn sản xuất – bán lẻ quy mô lớn từ nước ngoài đi kèm các khoản đầu tư thực tế lớn ngay trong năm.
- Các thỏa thuận tài chính như thoái vốn, niêm yết lần đầu về cả Tập đoàn/Công ty con có thể thúc đẩy tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

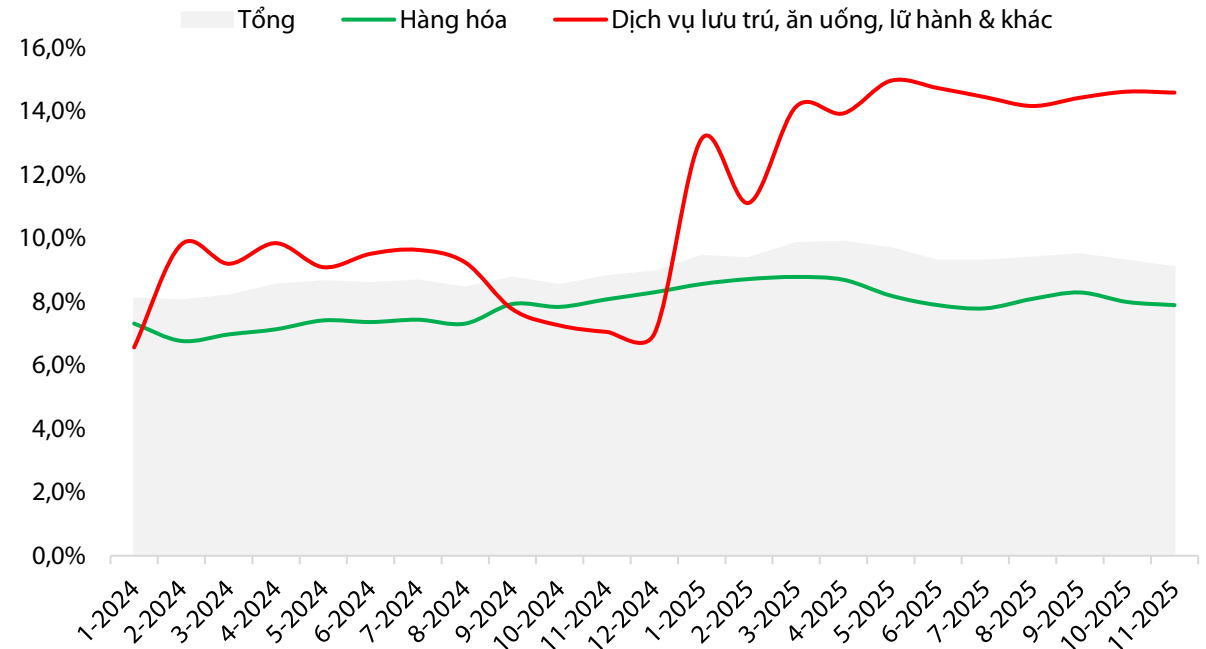
Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa – dịch vụ 2025 phục hồi so với 2024...

Tổng mức bán lẻ hàng hóa-dịch vụ đạt tăng trưởng ~9,1% YoY trong 11T-2025 phản ánh đà hồi phục từ 2024 (8,8% YoY) với đóng góp từ cả hàng hóa (7,9%) & dịch vụ (14,6%) nhờ các hoạt động thu hút du lịch & giải trí, tiêu thụ hàng thực phẩm & đồ uống nội địa ổn định.

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ 11T-2025 đạt 9,3% YoY



Tăng trưởng dịch vụ là đầu tàu kéo tăng trưởng bán lẻ chung 2025

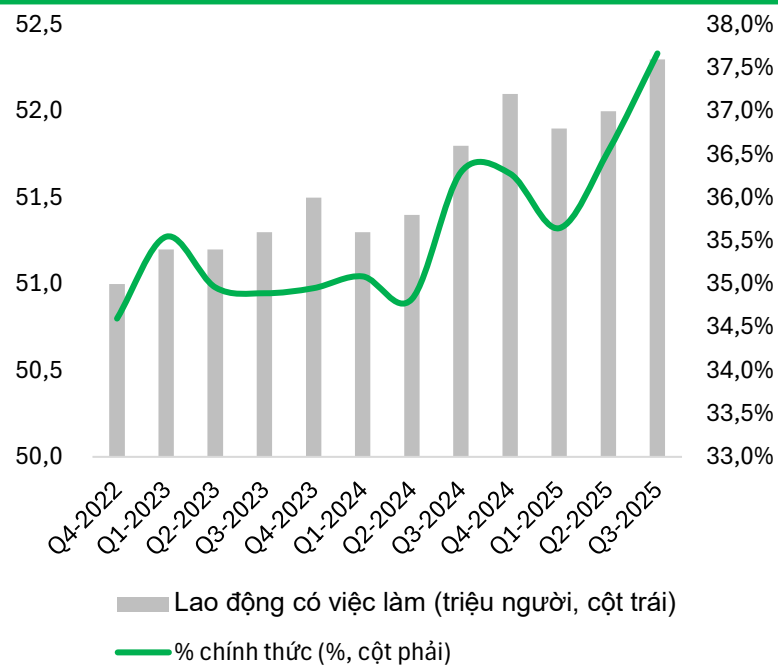


Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, CTCK Rồng Việt

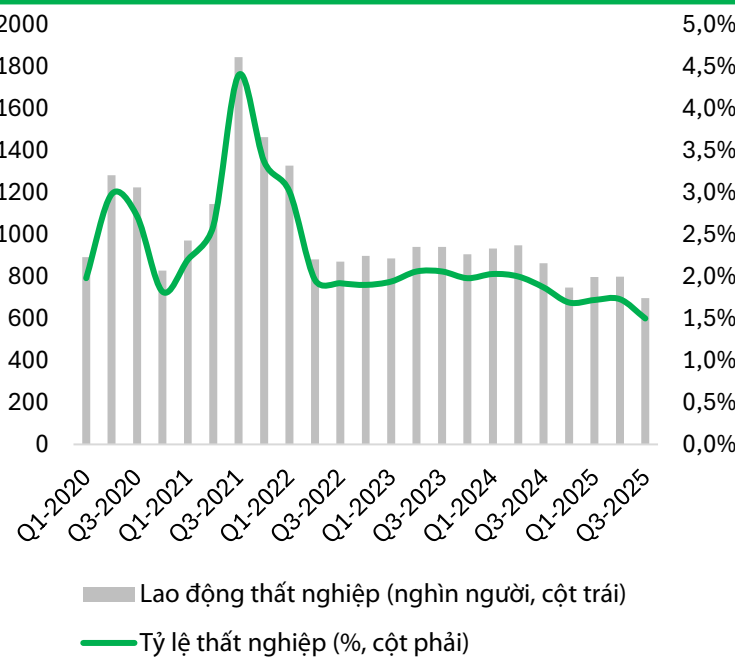
Tuy vậy, mức tăng trưởng bán lẻ hàng hóa & dịch vụ này (~9,1% YoY) chưa về lại mức trước Covid-19 (11,0-12,0% YoY) chủ yếu do niềm tin tiêu dùng thấp thay vì điểm nghẽn thu nhập theo quan điểm chúng tôi.

Các chỉ số về việc làm (đặc biệt khối việc làm chính thức – vốn thu nhập cao & ổn định hơn khối phi chính thức), tỷ lệ thất nghiệp, tăng trưởng thu nhập bình quân đều được Nhà nước kiểm soát tốt suốt năm 2025.

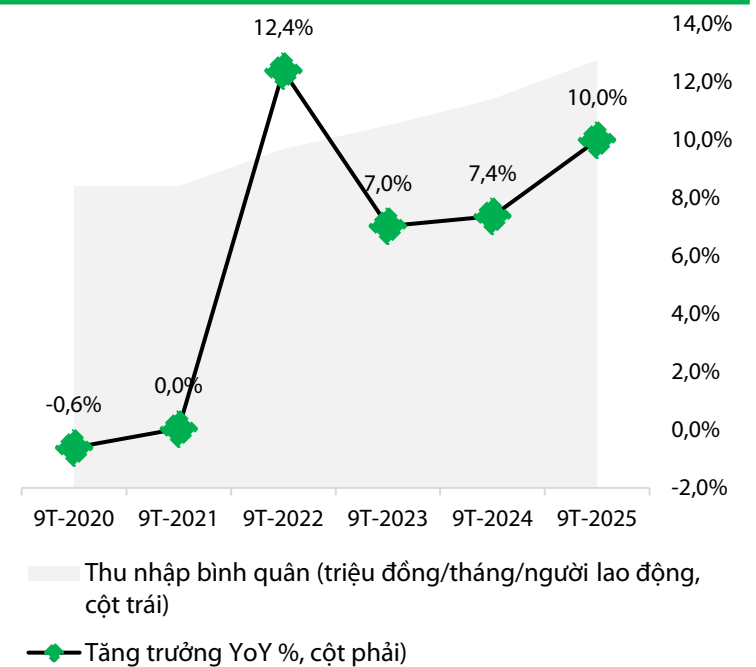
Số lượng việc làm cải thiện đều đặn, đặc biệt khối chính thức



Tỷ lệ thất nghiệp duy trì mức thấp nhất nhiều năm ~1,5%

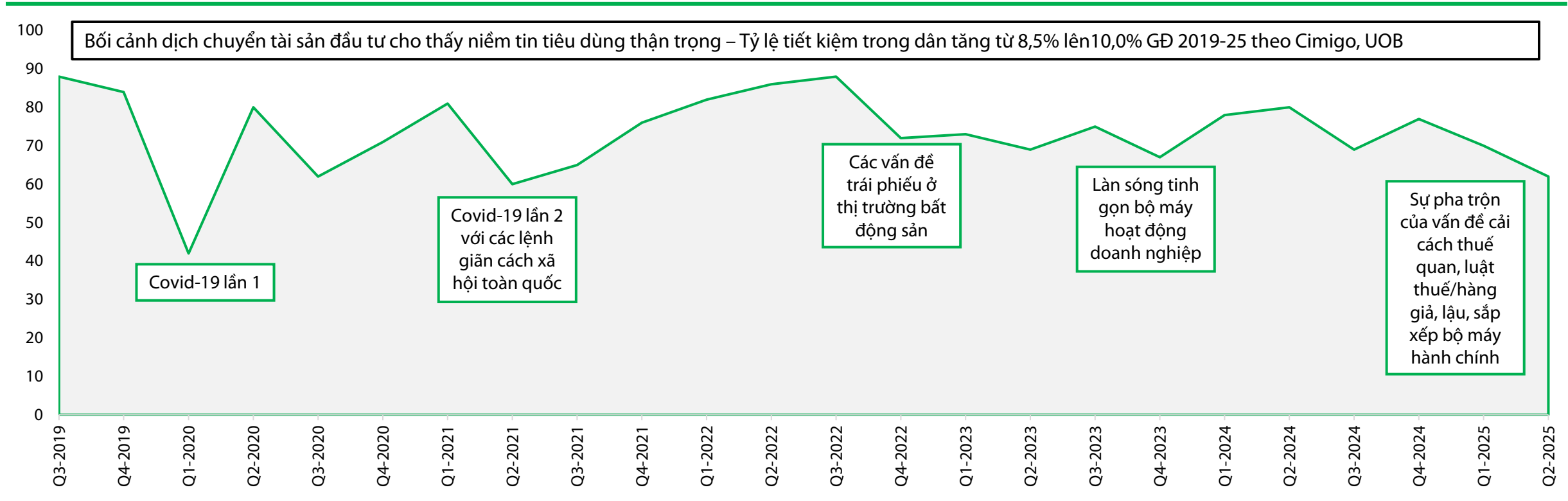


Tăng trưởng thu nhập bình quân 10,0% phù hợp với mở rộng việc làm khối chính thức



Ba sự kiện ngoại tác nổi bật làm suy giảm tâm lý tiêu dùng năm 2025, cao điểm từ Q2-2025: (1) thuế quan Mỹ (đầu Q2-2025), (2) khối lao động không chính thức (~62% tổng lao động) tăng nỗi lo bất định về thu nhập liên quan đến các cải cách mạnh mẽ liên quan về thuế/hàng giả, hàng nhái (cuối Q2-2025), (3) thiên tai bão lũ tại miền Bắc & Trung (đầu Q4-2025).

Chỉ số niềm tin tiêu dùng Việt Nam theo Kantar Worldpanel qua các quý



Bước sang 2026, chúng tôi kỳ vọng sức mua sẽ cải thiện dần và tạo “bước nhảy từ đáy” ở nửa cuối năm, phù hợp với mục tiêu Chính Phủ với tăng trưởng bán lẻ tổng trên 11,0% giai đoạn 2026-30.

Bốn lực đẩy trọng tâm cho...

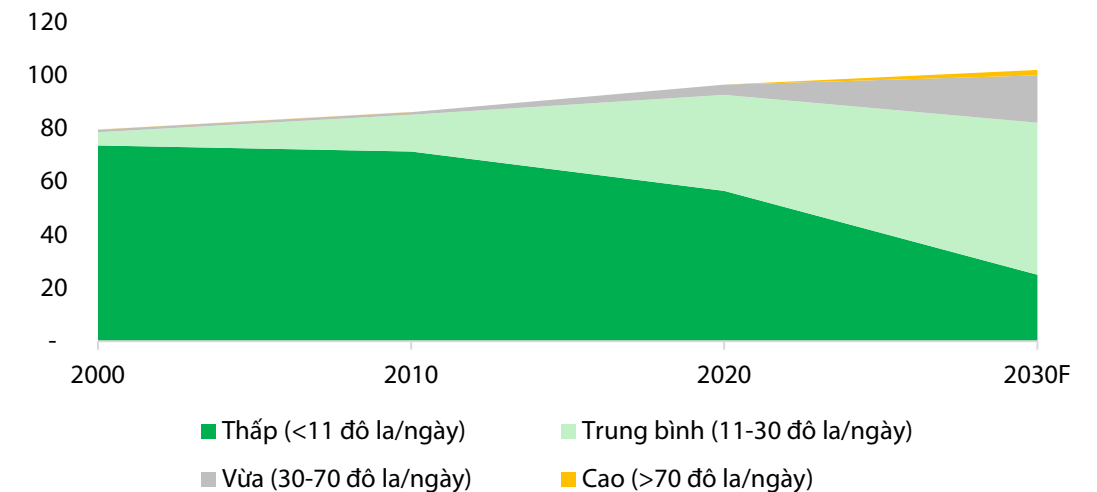
- 1 Lan tỏa hiệu quả đầu tư công – tư nhân đến thu nhập bình quân, số lượng việc làm
- 2 Giảm ảnh hưởng khối việc làm phi chính thức trong kinh tế tư nhân
- 3 Tiếp nối các chính sách hỗ trợ tiêu dùng từ Chính Phủ
- 4 Tái ổn định hoạt động bộ phận “tổn thương bởi đổi mới chính sách 2025” – tiểu thương/hộ kinh doanh gia đình



...tiêu dùng Việt Nam bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ 2026

	Các chỉ báo kinh tế	2021-25	2026-30
Chỉ số liên quan tổng tiêu dùng	Tăng trưởng GDP hằng năm	6,2%	> 10,0%
	Tăng trưởng bán lẻ hằng năm	9,0%	> 11,0%

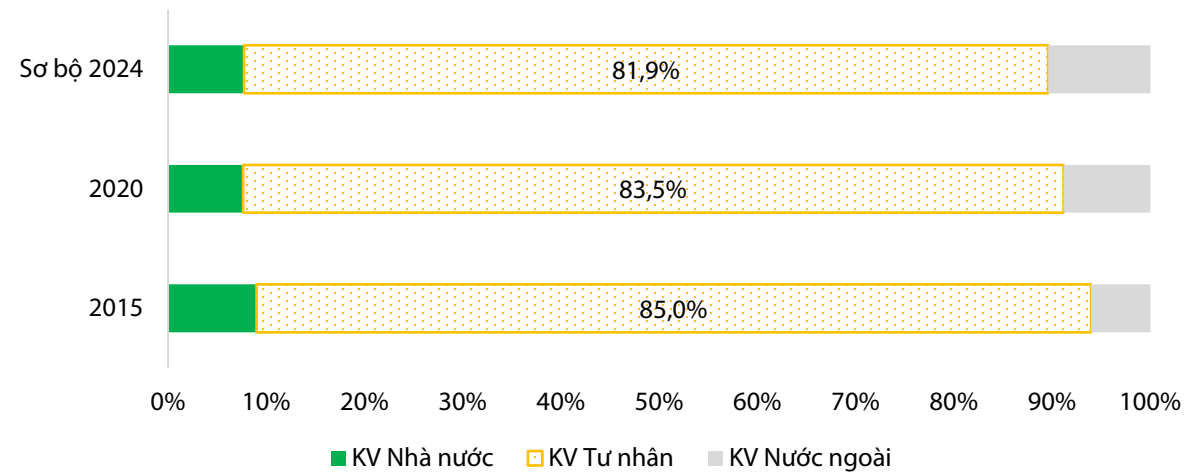
Tầng lớp trung lưu tại Việt Nam mở rộng từ 42% lên 75% tổng dân số



Lan tỏa hiệu quả đầu tư công – tư nhân đến thu nhập bình quân, số lượng việc làm là tiên quyết theo đề án Chính Phủ 2026-30.

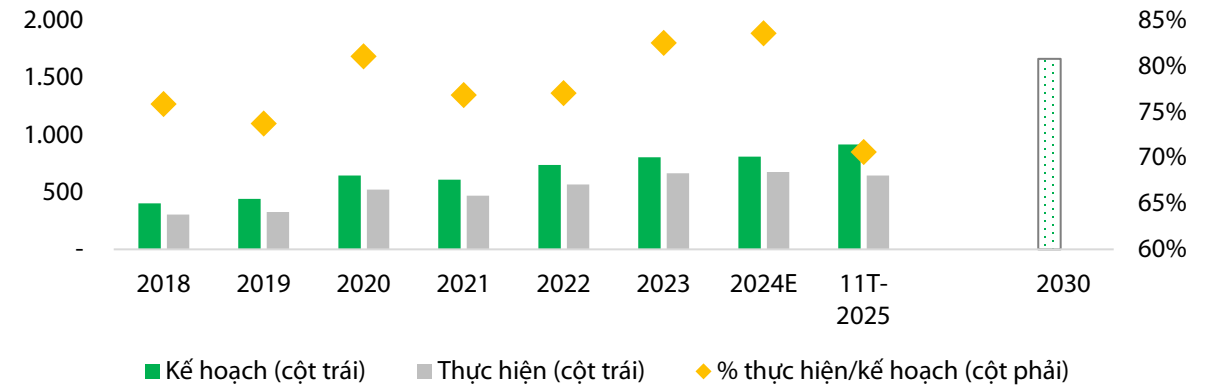
Khối tư nhân chiếm vị trí quan trọng nhất trong cấu phần GDP và tổng việc làm Việt Nam...

Tổng số việc làm Việt Nam theo khu vực

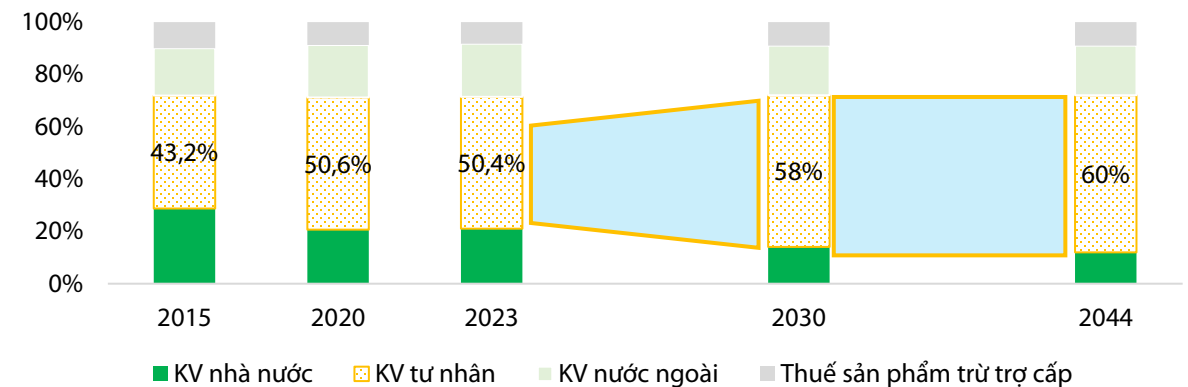


..., do đó, đẩy mạnh đầu tư tư nhân & đầu tư công có sự tham gia của khối tư nhân là cần thiết trong cải thiện số lượng việc làm/thu nhập

Đầu tư công Việt Nam (nghìn tỷ đồng)



GDP Việt Nam theo khu vực

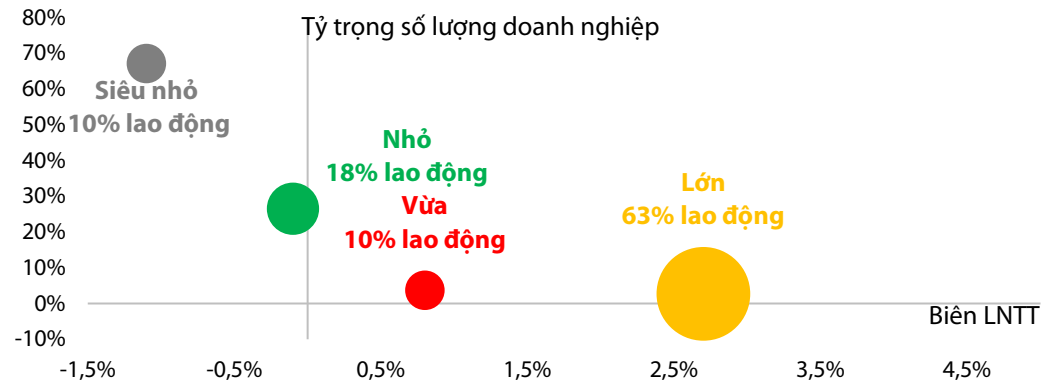


Riêng trong khối tư nhân, Chính Phủ có những chính sách cổ vũ chuyển đổi quy mô kinh doanh lớn hơn nhằm tăng hiệu quả hoạt động nền kinh tế, giảm ảnh hưởng khối việc làm phi chính thức vốn có thu nhập thấp, bấp bênh.

Chuyển đổi các HKDGD nhỏ lẻ sang doanh nghiệp lớn có quy mô/hiệu quả hoạt động cao hơn giúp tăng thu nhập bình quân đầu người/số lượng việc làm bền vững hơn:

- **Loại bỏ thuế khoán, chuẩn chỉnh quy trình hoạt động bước đầu với hóa đơn điện tử, vốn lợi thế của các DN lớn.**
- **Đơn giản hóa/cắt giảm 87/16 thủ tục hành chính, cắt giảm 12 điều kiện kinh doanh, nhằm động viên mở rộng kinh doanh ở khối tư nhân**
- **Miễn thuế thu nhập doanh nghiệp cho doanh nghiệp nhỏ và vừa trong 03 năm đầu đăng ký kinh doanh, nhằm động viên mở rộng kinh doanh ở khối tư nhân**

Các doanh nghiệp lớn có hiệu quả hoạt động & thu nhập lao động bình quân tốt hơn đáng kể các doanh nghiệp nhỏ



Nguồn: Sách trắng Doanh nghiệp Việt Nam 2024-25, CTCK Rông Việt tổng hợp

...tiêu dùng Việt Nam bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ 2026

Các chỉ báo kinh tế	2021-25	2026-30
Đóng góp GDP của KV tư nhân	50,4%	> 55,0%
Tăng trưởng đầu tư tư nhân	5,8%	20,0%
Năng suất lao động bình quân	4,8%	8,5%
Tổng số lượng doanh nghiệp cuối kỳ (2021-24)	940.078	2.000.000
Số lượng doanh nghiệp mới thành lập hằng năm (2021-24)	36.294	211.984

Chỉ số liên quan kinh tế tư nhân

Nguồn: BTC, Nghị quyết số 306/NQ-CP, CTCK Rông Việt tổng hợp

Chính Phủ ban hành nhiều chính sách hỗ trợ tiêu dùng từ nửa cuối 2025

Luật thuế TNCN sửa đổi phê duyệt 10-12-2025 giúp tăng thu nhập sau thuế cá nhân và giải quyết những bất định về thuế HKDGD

Cá nhân	➤ Biểu thuế lũy tiến giảm từ 7 bậc xuống 5 bậc , giữ mức cao nhất 35%, ngưỡng bậc cao nhất tăng từ 80 triệu đồng/tháng lên trên 100 triệu đồng/tháng từ 01/07/2026.			Hộ kinh doanh	➤ Miễn thuế TNCN và GTGT nếu doanh thu ≤ 500 triệu đồng/năm (tăng từ 200 triệu đồng/năm ở lần quy định trước đó)				
	➤ Giảm trừ gia cảnh : 15,5 triệu đồng/tháng cho bản thân, 6,2 triệu đồng/tháng cho mỗi người phụ thuộc (áp dụng từ 01/01/2026).				➤ Với doanh thu 500 triệu - 3 tỷ đồng/năm: Chọn tính thuế theo thu nhập thực tế (thuế suất 15% trên thu nhập chịu thuế nếu đảm bảo hóa đơn đầu vào/ra) hoặc theo tỷ lệ trên doanh thu vượt 500 triệu đồng (trừ trước mức 500 triệu).				
	➤ Miễn thuế 21 khoản thu nhập , bao gồm chuyển nhượng bất động sản giữa người thân, nhà ở/đất ở duy nhất, lãi tiền gửi ngân hàng, kiều hối...				➤ Hỗ trợ giảm thủ tục tuân thủ, khuyến khích minh bạch hóa kinh doanh.				
Lương cá nhân trước thuế/tháng				20,0	30,0	40,0	80,0	100,0	150,0
Biểu thuế mới									
1. Giảm trừ gia cảnh sau sửa đổi				21,7	21,7	21,7	21,7	21,7	21,7
- Bản thân				15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
- Mỗi người phụ thuộc				6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
2. Đóng bảo hiểm bắt buộc (10,5%)				2,1	3,2	4,2	8,4	10,5	15,8
Lương chịu thuế				0,0	5,2	14,1	49,9	67,8	112,6
Thuế TNCN					0,3	0,9	6,5	10,8	24,9
Thuế suất lũy tiến sau sửa đổi – 5 bậc				0%	5%	5-10%	5-10-20%	5-10-20-30%	5-10-20-35%
Lương sau thuế (sau sửa đổi)				17,9	26,6	34,9	65,1	78,7	109,4
Biểu thuế cũ									
1. Giảm trừ gia cảnh trước sửa đổi				15,4	15,4	15,4	1,4	15,4	15,4
- Bản thân				11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
- Mỗi người phụ thuộc				4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Bảo hiểm bắt buộc (10,5%)				2,1	3,2	4,2	8,4	10,5	15,8
Lương chịu thuế				2,5	11,5	20,4	56,2	74,1	118,9
Thuế TNCN				0,1	1,0	2,4	11,8	17,2	32,5
Thuế suất lũy tiến trước sửa đổi – 7 bậc				5%	5-10-15%	5-10-15-20%	5-10-15-20-25-30%	5-10-15-20-25-30%	5-10-15-20-25-30-35%
Lương sau thuế (trước sửa đổi)				17,8	25,9	33,4	59,8	72,3	101,7
Chênh lệch thu nhập sau - trước khi luật sửa đổi				0,1	0,7	1,5	5,3	6,3	7,7
% thay đổi				0,7%	2,7%	4,6%	8,9%	8,8%	7,5%

Nguồn: Luật thuế TNCN sửa đổi 2025, CTCK Rông Việt tổng hợp

Chính Phủ ban hành nhiều chính sách hỗ trợ tiêu dùng từ nửa cuối 2025

Các cải cách chính sách hỗ trợ giáo dục

Chương trình mục tiêu quốc gia hiện đại hóa, nâng cao chất lượng giáo dục và đào tạo giai đoạn 2026-2035, phê duyệt ngày 10-12-2025

→ để thực hiện hiệu quả **Nghị định số 238/2025/NĐ-CP** ngày 3-9-2025

- **Tổng đầu tư dự kiến 580.133 tỷ đồng (~23 tỷ đô)**
- **Tổng chi ngân sách nhà nước ~30.000 tỷ đồng/năm cho miễn học phí cho học sinh mầm non–phổ thông công lập;** nhóm yếu thế và đào tạo nghề trọng điểm phục vụ phát triển KT–XH, QP–AN. **Nâng cấp hạ tầng trường lớp** chuẩn quốc gia, xây dựng phòng thực hành, STEM/STEAM, ký túc xá, trường nội trú cho vùng khó khăn, và chuẩn hóa trường học ở mọi cấp cho đến năm 2030.
- **Nâng phụ cấp ưu đãi nghề cho giáo viên, gồm mức tối thiểu 70%** cho giáo viên mầm non – phổ thông và ưu đãi đặc biệt cho giáo viên ở vùng khó khăn, biên giới, hải đảo và vùng dân tộc thiểu số.
- **Phát triển giáo dục số, phổ cập kỹ năng số và ứng dụng công nghệ số/AI** trong dạy học, quản lý và đào tạo giáo viên lẫn học sinh, với mục tiêu **95% giáo viên được đào tạo năng lực số và ít nhất 30% cơ sở giáo dục ứng dụng hiệu quả công nghệ số.**

Chính sách giảm thuế GTGT 2% duy trì tới cuối 2026

Nghị quyết 204/2025/QH15 ban hành 1-7-2025

- Duy trì giảm thuế GTGT 2% cho hầu hết hàng hóa bao gồm thực phẩm, đồ uống, hàng điện tử
- Giảm thu ngân sách nhà nước 39.540 tỷ đồng trong nửa cuối 2025 và 82.200 tỷ đồng cả năm 2026.

Nguồn: Nghị định số 238/2025/NĐ-CP, Nghị quyết số 72-NQ/TW, kỳ họp Quốc hội T12-2025, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cải cách chính sách hỗ trợ y tế

Chương trình mục tiêu quốc gia về chăm sóc sức khỏe, dân số và phát triển giai đoạn 2026–2035, phê duyệt ngày 10-12-2025

→ để thực hiện hiệu quả **Nghị quyết số 72-NQ/TW** ngày 9/9/2025

- **Tổng chi ngân sách nhà nước khoảng 6.000 tỷ đồng/năm cho các đối tượng ưu tiên khám sức khỏe định kỳ**
- Mọi người dân sẽ được **khám sức khỏe định kỳ hoặc sàng lọc miễn phí ít nhất một lần mỗi năm** và có hồ sơ sức khỏe điện tử để quản lý sức khỏe xuyên suốt cuộc đời.
- Nghị quyết đặt mục tiêu tỷ lệ **bao phủ bảo hiểm y tế đạt trên 95%** dân số vào năm 2026, và tiến tới **bao phủ toàn dân vào năm 2030.**
- Tỷ lệ người dân thường xuyên tham gia hoạt động thể chất **tăng thêm 10%.**
- **Miễn viện phí ở mức cơ bản** trong phạm vi quyền lợi bảo hiểm y tế sẽ theo lộ trình (khoản mục tiêu đến năm 2030).

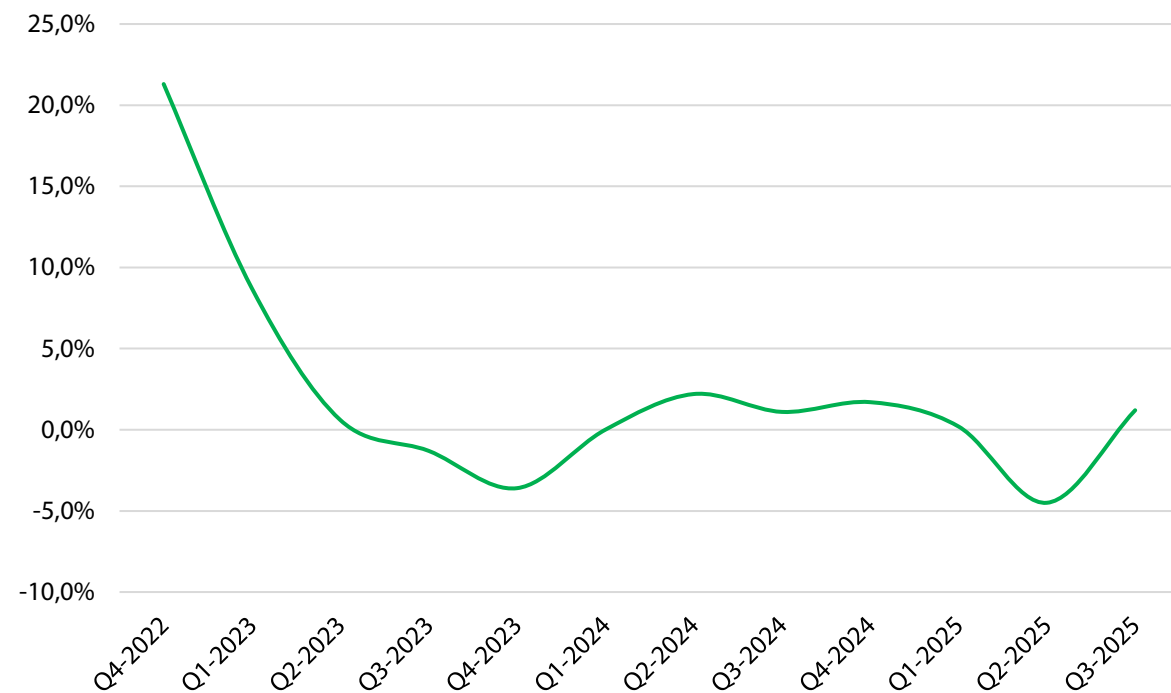
Tăng lương tối thiểu vùng 7,2%

Nghị định số 293/2025/NĐ-CP ban hành 10-11-2025

- Tăng thêm 7,2% lương tối thiểu ở cả 4 vùng I, II, III, IV
- Áp dụng cho người lao động làm việc theo hợp đồng, nhằm bù đắp trượt giá, cải thiện thu nhập và bảo đảm mức sống tối thiểu.

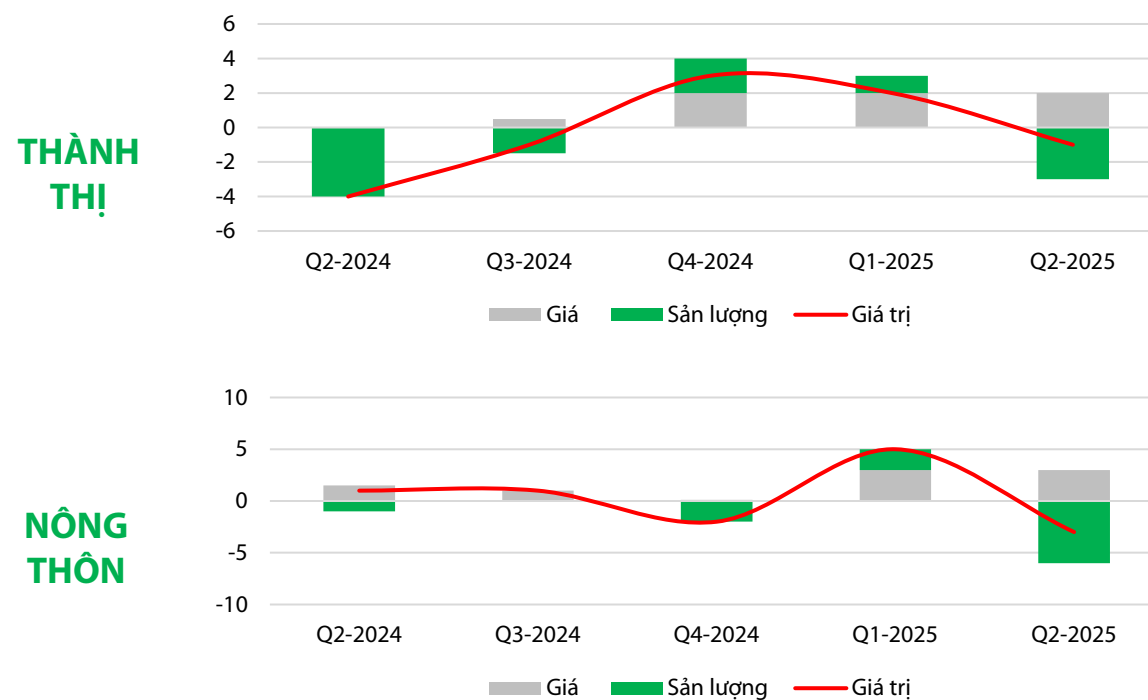
Tăng trưởng giá trị ngành bách hóa chung trên kênh sell-in (nhà sản xuất tới đại lý) năm 2025 khiêm tốn 0-5% mặc cho tăng trưởng giá bán tốt ở cả nông thôn và thành thị, theo xu hướng cao cấp hóa trải nghiệm/sản phẩm (tốt cho sức khỏe, đa dạng lựa chọn). Điều này do tăng trưởng sản lượng âm đáng kể phản ánh niềm tin tiêu dùng thấp và tác động lớn từ Nghị định 70 lên tiêu dùng kênh chủ lực – truyền thống GT – chiếm 80% thị phần (diễn ra cao điểm từ Q2-2025). Chúng tôi nhìn nhận câu chuyện sản lượng 2026 sẽ tốt hơn 2025 khi niềm tin tiêu dùng cải thiện về cuối năm hay các vấn đề xáo trộn kênh phân phối truyền thống dần được thích ứng, nhưng khó ở mức cao do cấu trúc ngành bách hóa đạt ngưỡng bão hòa về dân số tiêu thụ/chi tiêu bách hóa đầu người ở trung – dài hạn.

Tăng trưởng YoY tổng doanh thu ngành bách hóa (%)



Nguồn: AC Nielsen, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng bán lẻ bách hóa tri triệ cả ở thành thị & nông thôn (%)



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Thay đổi quy định về đóng thuế kinh doanh hộ gia đình và mạnh tay truy quét hàng giả/lậu...

Trước

Sau

Nghị định 70

- Áp dụng phương pháp thuế khoán cho hầu hết hộ kinh doanh, dựa trên doanh thu dự kiến (0,5-3%).
- Mức thuế khoán trung bình khoảng 672.300 đồng/tháng, không phụ thuộc doanh thu thực tế.
- Thuế môn bài cố định (0,3-1 triệu đồng/năm tùy doanh thu).
- Sử dụng hóa đơn đầu vào/đầu ra sơ khai.

- **Loại bỏ hình thức thuế khoán** cho các hộ kinh doanh có doanh thu trên 1 tỷ đồng/năm từ 1-7-2025 và tiến tới áp dụng toàn bộ hộ kinh doanh từ 1-1-2026.
- **Đóng thuế dựa trên doanh thu kê khai:** 1-5% thuế GTGT và 0,5-2,0% thuế TNCN
- **Bắt buộc sử dụng hóa đơn điện tử** ở cả đầu vào/ra thông qua máy POS kết nối với cơ quan thuế.

Luật thuế TNCN sửa đổi

- Hộ kinh doanh có doanh thu dưới 100 triệu đồng/năm được miễn thuế.

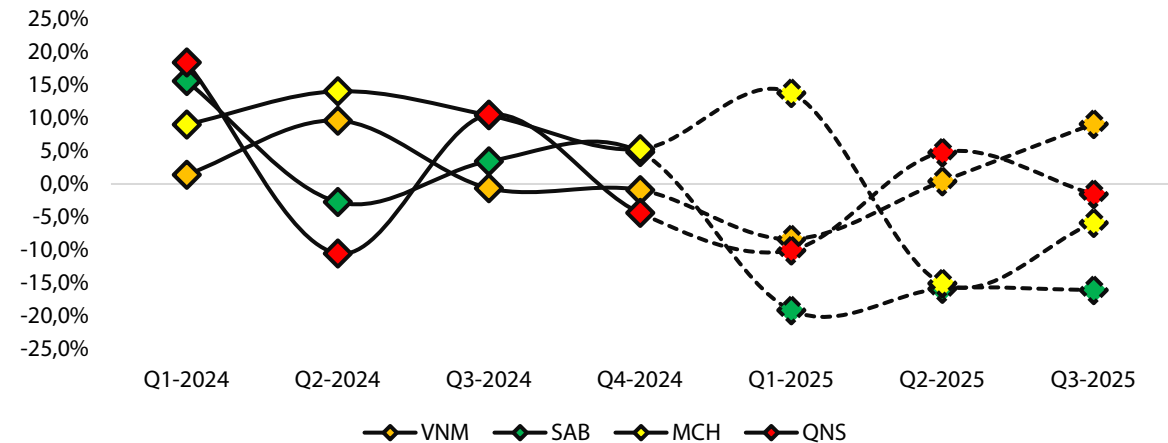
- [Tham khảo trang 9](#)

Chỉ thị 13/CT-TTg

- Trong 9T-2025, xử lý 81.700 vụ buôn lậu, gian lận thương mại, hàng giả, trốn thu, thu về ngân sách khoảng 10.100 tỉ đồng.
- Tháng cao điểm, các đơn vị, địa phương đã bắt giữ, xử lý hơn 10.400 vụ việc buôn lậu, gian lận thương mại và hàng giả (tăng 80,5% MoM);

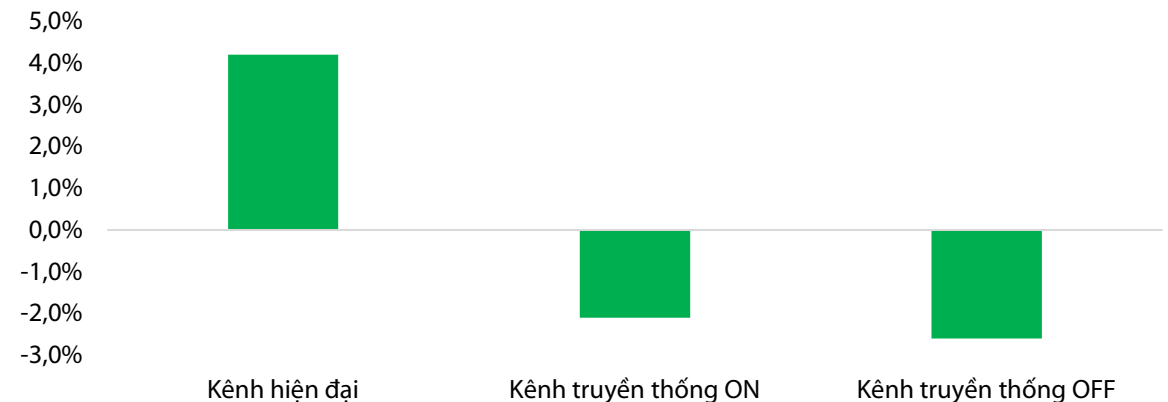
...tác động xáo trộn kênh truyền thống GT từ Q2-2025 và giảm tăng trưởng bán lẻ bách hóa

Tăng trưởng YoY doanh thu các nhà sản xuất bách hóa (%)



Ghi chú: SAB chịu thêm tác động thuế tiêu thụ đặc biệt sau thương vụ SBB, QNS chịu thêm tác động giảm giá đường

Tăng trưởng YoY về doanh thu ngành bách hóa theo kênh 5T-2025 (%)



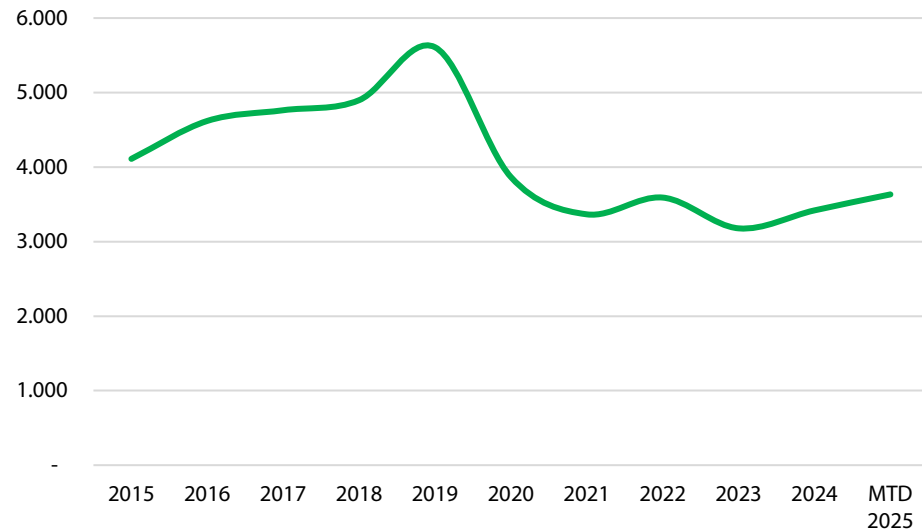
Hai yếu tố “kênh phân phối” và “đa dạng hóa sản phẩm” là “trọng tâm chiến lược” của các nhà sản xuất bách hóa thay vì đầu tư lớn mở rộng nhà máy, hàm ý các nhà sản xuất thay đổi để thích ứng với bối cảnh ngành bão hòa sản lượng và suy giảm tầm ảnh hưởng các kênh phân phối sĩ/địa phương.

Tính đến Q3-2025, các nhà sản xuất đều ổn định xong câu chuyện tái cấu trúc kênh phân phối với các KQKD tốt dần theo quý. Dựa trên nền thấp 2025 & hệ thống phân phối ổn định sớm so với các đơn vị vừa & nhỏ, các ông lớn dự kiến hồi phục doanh thu/thị phần tốt cho 2026.

Trong bối cảnh thay đổi nhanh về quy định trong ngành & khẩu vị tiêu dùng, các nhà sản xuất ưu tiên làm mới dải sản phẩm/hệ thống phân phối hơn đầu tư thêm TSCĐ lớn.

Các ông lớn liên tục cho ra mắt các sản phẩm cao cấp hướng tới sức khỏe hoặc đa dạng kích cỡ bao bì phù hợp với xu thế chung

Hoạt động đầu tư TSCĐ đi ngang nhiều năm (tỷ đồng)



Xu hướng cao cấp hóa các sản phẩm đa dạng hương vị/lựa chọn

Xu hướng đa dạng bao bì

Vinasoy

Sữa hạt Veyo, Greensoy 100% chất xơ tự nhiên, bột ngũ cốc Vinasoy

Masan Consumer

Cơm/lẩu tự chín, nước mắm Nam Ngư ớt tỏi Lý Sơn, cá cơm tươi cao cấp, mì tôm Quán xá châu Á

Tương ớt chinsu (500g, 1kg 2kg bên cạnh chai truyền thống 250g)

Vinamilk

Sữa nước Greenfarm, 100% Organic làm từ sữa bò tươi

Sữa đặt Phương Nam, Ông Thọ (tuýp, hộp nhỏ bên cạnh hình thức lon truyền thống)

Sabeco

Bia vị êm 333 Plisner, phiên bản nâng cấp của bia 333 dạng thường

Saigon Chill phiên bản lon nhỏ 250 ml và dự kiến thêm các sản phẩm khác

Nhà sản xuất đẩy nhanh việc tái cấu trúc kênh phân phối kênh truyền thống, hàm ý...

	Bán sỉ	NPP truyền thống	NPP chiến lược
Định nghĩa	Mua đứt bán đoạn, tập trung giao dịch ngắn hạn	Đơn vị trung gian mua số lượng lớn, chịu trách nhiệm lưu kho/giao hàng/công nợ	Đối tác đồng hành cùng nhà sản xuất, tham gia lập kế hoạch kinh doanh, điều chỉnh mục tiêu theo vùng
Độ tự chủ	Rất cao – tự quyết định số lượng/loại SKU hàng mua/bán ra	Trung bình – phụ thuộc vào chính sách nhà sản xuất	Thấp – nhiều hoạt động phải đồng bộ với chiến lược nhà sản xuất
Hỗ trợ phát triển thị trường	Gần như không, chỉ tập trung bán lại hàng hóa	Có hỗ trợ cơ bản: bao phủ điểm bán, duy trì dòng hàng	Cao – cùng nhà sản xuất xây dựng thị trường hiện tại/mới
Vấn đề hóa đơn, hàng lậu/giả	CAO	VỪA PHẢI	THẤP
Định hướng nhà sản xuất	LOẠI BỎ/GIẢM PHỤ THUỘC	GIẢM PHỤ THUỘC	TĂNG CƯỜNG

.....hy sinh doanh thu ngắn hạn cho dài hạn dựa trên cấu trúc chi phí không đổi (giảm chi phí chiết khấu hệ thống sỉ, tăng chi phí nhân viên)

	Chi tiết chiến lược	T.gian
QNS	Giảm phụ thuộc vào các NPP sỉ, kết nối trực tiếp với cửa hàng bán lẻ sâu hơn thông qua đội ngũ nhân viên và app giao/đặt hàng.	2024-25
MCH	- Giảm tỷ trọng NPP sỉ (còn 30% tổng doanh thu sv 60% trước đó), tổng điểm bán lẻ bao phủ đạt 345 nghìn điểm (+40% sv trước tái cấu trúc). - Số lượng nhân viên không đổi (~3.500 người) nhưng lượng điểm bán đảm nhiệm/người tăng 50% sv trước tái cấu trúc, đạt 102 điểm/tháng/người.	2024-25, cao điểm Q2, 3-2025
VNM	- Tăng số lượng nhà phân phối chiến lược/ đội ngũ kinh doanh đáng kể, tăng số lần viếng thăm của nhân viên bán hàng tới 1 điểm bán hàng, tồn kho ở 1 điểm hàng giảm đáng kể. - Ứng dụng công nghệ chuyển đổi số trong việc điều chỉnh tồn kho, SKUs từng vùng	2024-25, cao điểm Q1-2025
SAB	SAB mở rộng độ phủ đại lý bán lẻ cuối bằng cả hệ thống phân phối và nhân viên bán hàng (+20.000 điểm bán mới ở ĐBSCL trong 2 năm)	2024-25

Nguồn: VNM, SAB, MCH, QNS, SBT, BHN, CTCK Rồng Việt

Các nhà bán lẻ ở kênh hiện đại (MT) theo mô hình minimart đang ở thời điểm “thiên thời, địa lợi, nhân hòa”, mở khóa sóng tăng trưởng cao từ 2025-26.

Thiên thời – thay đổi quy định vận hành kênh truyền thống

Cải cách pháp lý ngành bán lẻ 2025-26

Minh bạch, chuẩn chỉnh thị trường bán lẻ về thuế, hóa đơn điện tử, hàng giả/lậu vốn là

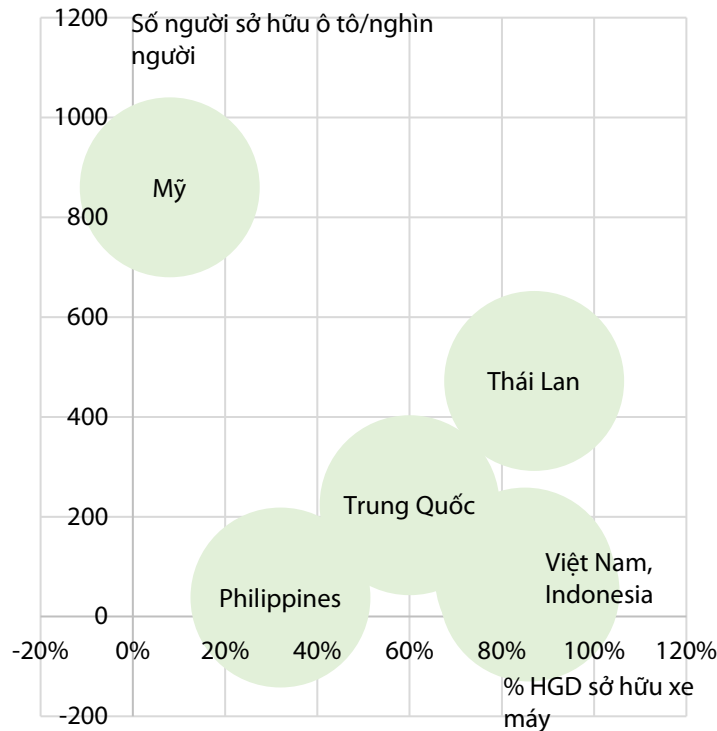
- điểm mạnh của kênh hiện đại
- điểm yếu của kênh truyền thống manh mún và kênh thường mại điện tử sơ khai.

NGHỊ ĐỊNH 70, QUYẾT ĐỊNH 3389/QĐ-BTC về quy định đóng thuế - sử dụng hóa đơn điện tử ở hộ kinh doanh gia đình ([Tham khảo trang 10](#))

NGHỊ ĐỊNH 117/2025/NĐ-CP quy định về đóng thuế quy định quản lý thuế đối với hoạt động kinh doanh trên nền tảng thương mại điện tử.

CHỈ THỊ 13/CT-TTg, THÔNG BÁO 341/TB-VPCP & 11554/VPCP-V.I về siết chặt quản lý kinh doanh hàng lậu, hàng giả ([Tham khảo trang 11](#))

Địa lợi – hạ tầng giao thông chuộng xe máy thay vì ô tô



Nhân hòa – xu hướng cao cấp hóa về trải nghiệm mua hàng từ bộ phận tiêu dùng mới

Tính tiện lợi

Siêu thị cung cấp dịch vụ mua sắm trọn gói với nhiều loại hàng hóa khác nhau, giúp khách hàng nhanh chóng và dễ dàng có được mọi thứ mình cần chỉ trong một lần đi.

Chất lượng hàng khô, tạp hóa

Các siêu thị đã thiết lập chuỗi cung ứng đảm bảo nguồn hàng tồn kho đáng tin cậy và nhất quán.

Không gian mua hàng

Không gian mát mẻ máy lạnh, khử mùi tốt, thiết kế đẹp, kệ chuẩn, thu hút; mua sắm thoải mái, ít đi bộ nhờ tiện lợi cao.

Giá cả

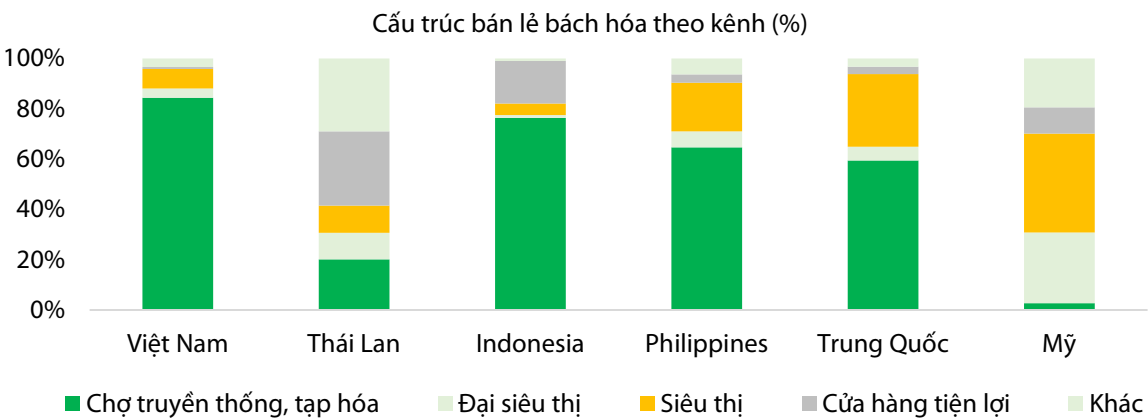
Lợi thế so với chợ truyền thống ở việc niêm yết giá minh bạch.
Giá bán từ chợ truyền thống có thể tăng từ các quy định thuế mới liên quan kinh doanh hộ gia đình

Khách hàng mục tiêu

Phù hợp với tầng lớp giới trẻ, văn phòng (Gen Y. Z) thu nhập tốt, ưu tiên tiết kiệm thời gian và trải nghiệm mua sắm cao

Chiến lược mở rộng cửa hàng mới dựa trên công thức vận hành sinh lời đã hình thành, là yếu tố khác biệt của giai đoạn phát triển các chuỗi minimart 2025-30, thay vì nhân rộng cửa hàng bất chấp lỗ ở 2016-21.

Dự địa mở rộng thị phần còn lớn khi so sánh với các quốc gia tương đồng văn hóa Đông Nam Á

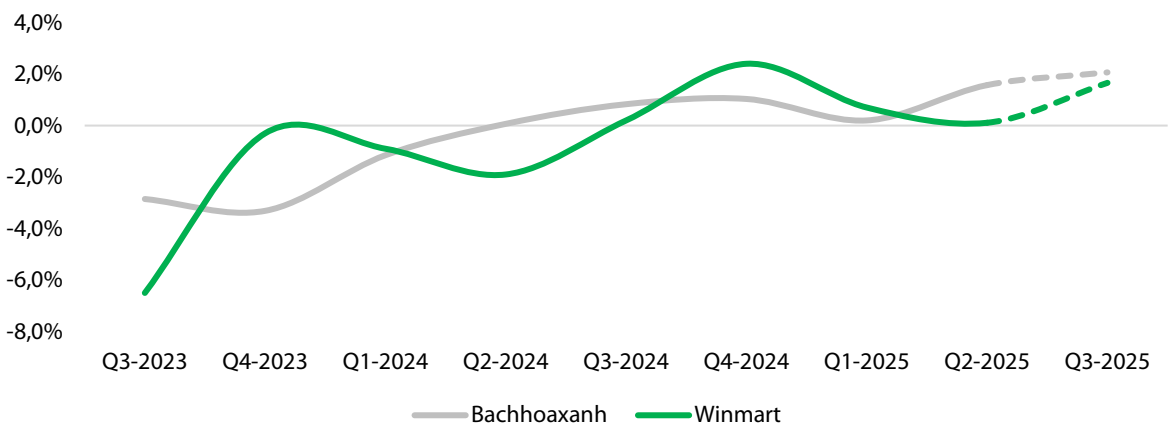


Tận dụng thời cơ lớn, các chuỗi minimart thực hiện (1) mở rộng mạng lưới cửa hàng, (2) gia tăng SSSG tại các cửa hàng cũ được thực hiện song song ở năm 2026.

		2022	2023	2024	2025F	2026F	SSSG 9T-2025
Bách hóa xanh	Thị phần bách hóa	2,2%	2,4%	3,0%	3,4%	5,2%	2,0%/năm
	SLCH mở mới/năm	-378	-30	72	600	1.000	
Winmart	Thị phần bách hóa	2,4%	2,3%	2,4%	2,8%	3,9%	9,0-11,0%/năm
	SLCH mở mới/năm	657	235	195	600	1.000	

Nguồn: MWG, MSN, Euromonitor, CTCK Rổng Việt

Biên LN ròng các chuỗi bách hóa dự kiến duy trì 2,0-3,0% năm 2026 trong pha mở rộng cửa hàng nhanh 2026



Công thức sinh lời ở toàn hệ thống dần hình thành từ H2-2024, tiêu biểu chiến lược của MWG

Kiểm soát hao hụt thông qua lựa chọn SKUs phù hợp từng địa điểm, đặc biệt ở nhóm hàng thực phẩm tươi sống thông qua ứng dụng công nghệ phân tích số liệu. Nhờ đó, MWG giảm chi phí hủy hàng vào giá vốn/CPBH, giảm số ngày tồn kho (từ 55-60 ngày ở 2023-24 về 45 ngày ở 2025).

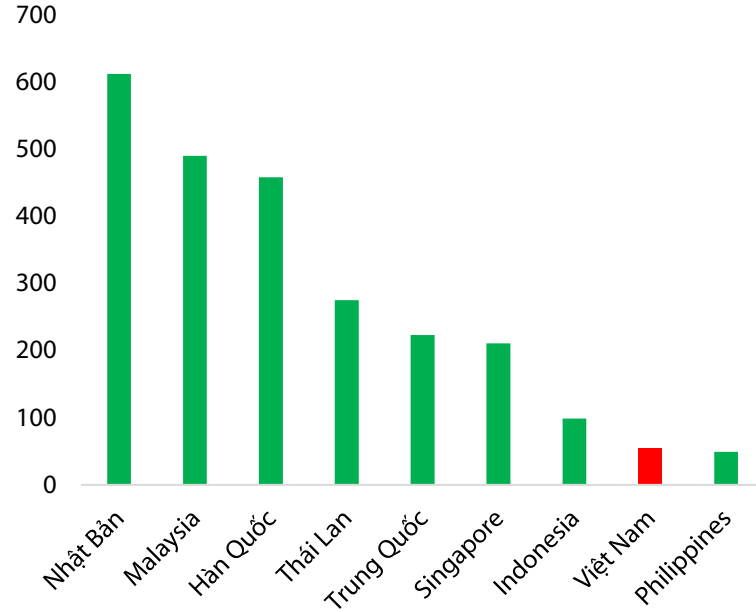
Tối ưu chi phí vận hành các kho trung tâm (từ 5% xuống 3% trong tỷ trọng doanh thu).

Chuyển các định phí lớn như chi phí thuê nhà, một phần chi phí nhân viên sang biến phí.

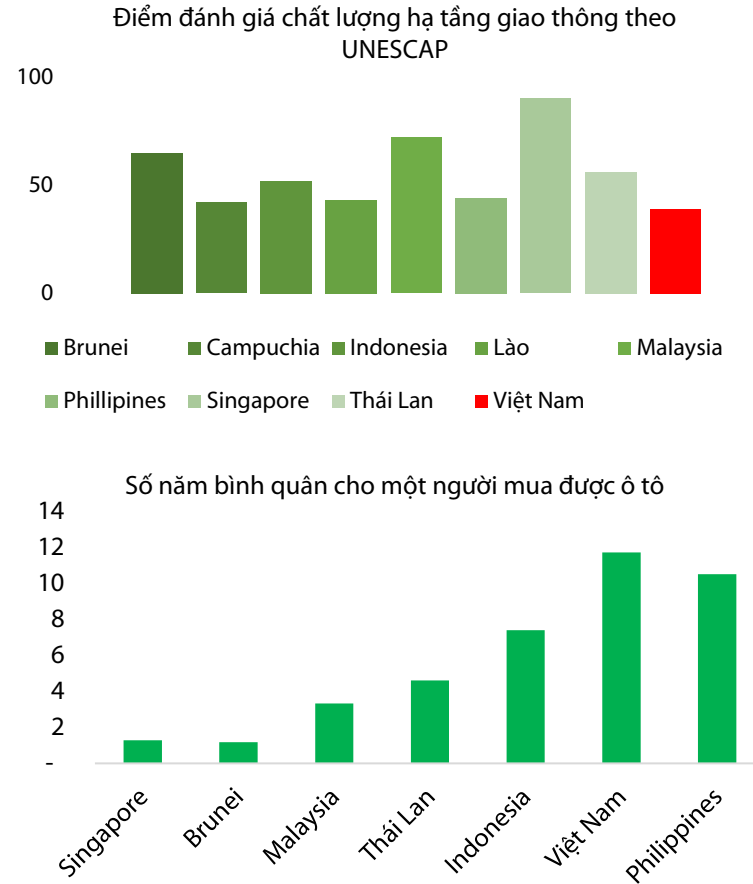
Bằng chương trình “familyship”, MWG hợp tác trực tiếp với các hộ trang trại lớn: (1) không thông qua nhà phân phối sỉ; (2) hỗ trợ hộ trang trại tiết giảm chi phí trong khâu đóng gói, kho bãi, vận chuyển; (3) sử dụng dư địa chi phí đã tiết giảm trên cho các khoản chi chiết khấu, quảng cáo liên quan ở chuỗi.

Ngành ô tô vẫn tăng trưởng âm ảm đạm từ sản lượng mặc cho tỷ lệ thâm nhập ở mức thấp do các nội lực về thu nhập người dân và chất lượng hạ tầng giao thông chưa chuyển biến đủ lớn.

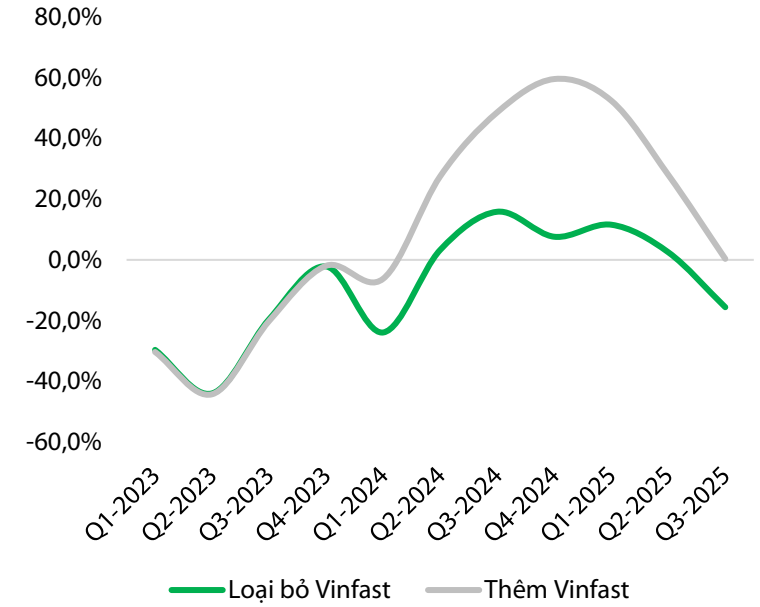
Tỷ lệ sở hữu ô tô trong dân thấp nhưng...



...chất lượng hạ tầng giao thông & thu nhập người dân chưa chuyển biến mạnh...



...đẩy tăng trưởng YoY doanh số ngành ô tô (loại trừ Vinfast) vẫn ảm đạm sau Covid-19



Các chính sách mới trên thị trường ô tô Việt Nam tạo bàn đạp tăng trưởng mạnh cho loại hình xe điện...

Ngừng áp dụng giảm 50% lệ phí trước bạ (từ 2025)

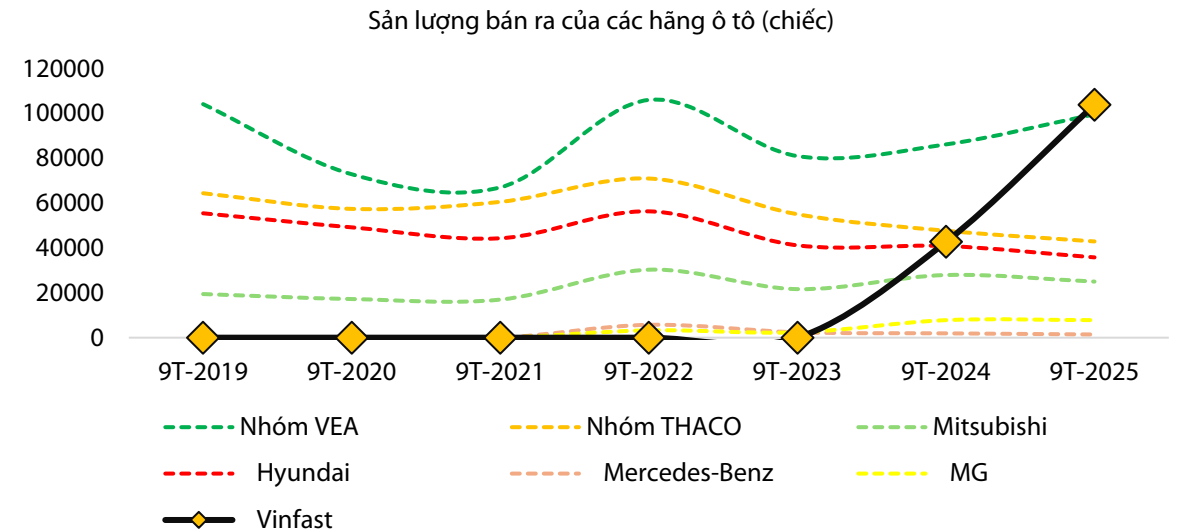
- Thị trường ô tô không còn “lực đẩy” thuế phí, trong bối cảnh tâm lý tiêu dùng thấp, đẩy tăng trưởng toàn ngành giảm tốc mạnh từ H2-2025 (năm đầu sau 3 năm triển khai chính sách).
- Vietnam Motor Show 2025 bị hủy do thị trường ảm đạm, thiếu mẫu mới.

Chuyển đổi chính sách sang xe điện tại Hà Nội & TP.HCM (từ 2026)

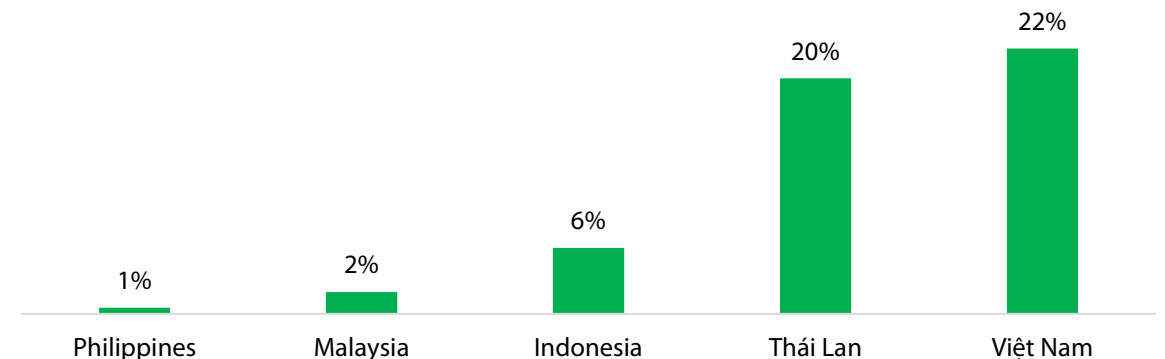
Thành phố	Khu vực áp dụng	Kế hoạch cụ thể
TP.HCM	Trung tâm (quận 1, 3, 5, 6, 8, 10, 11, Bình Thạnh, Tân Bình, Tân Phú, Phú Nhuận), Cần Giờ, Côn Đảo	2026: Cấm đăng ký mới xe máy xăng trong LEZ; hạn chế xe dịch vụ dưới Euro 2 và ô tô dưới Euro 4; cấm xe tải nặng diesel. 2027–2032: Mở rộng hạn chế xe dưới chuẩn; kiểm định khí thải xe máy.
Hà Nội	Vành đai 1 (Cầu Giấy, Tây Hồ, Ba Đình, Hoàn Kiếm, Hai Bà Trưng, Đống Đa), mở rộng Vành đai 2 (2028), Vành đai 3 (2030)	- 1/7/2026: Cấm xe máy xăng trong Vành đai 1; áp dụng cho mọi phương tiện dùng nhiên liệu hóa thạch. - 1/1/2028: Mở rộng cấm xe máy xăng đến Vành đai 2; hạn chế ô tô cá nhân dùng xăng. - 2030: Mở rộng cấm/hạn chế đến Vành đai 3, áp dụng cho mọi phương tiện cá nhân dùng nhiên liệu hóa thạch.

Nguồn: VAMA, Hyundai TC, Internation Counsel on Clean Transportation, CTCK Rồng Việt

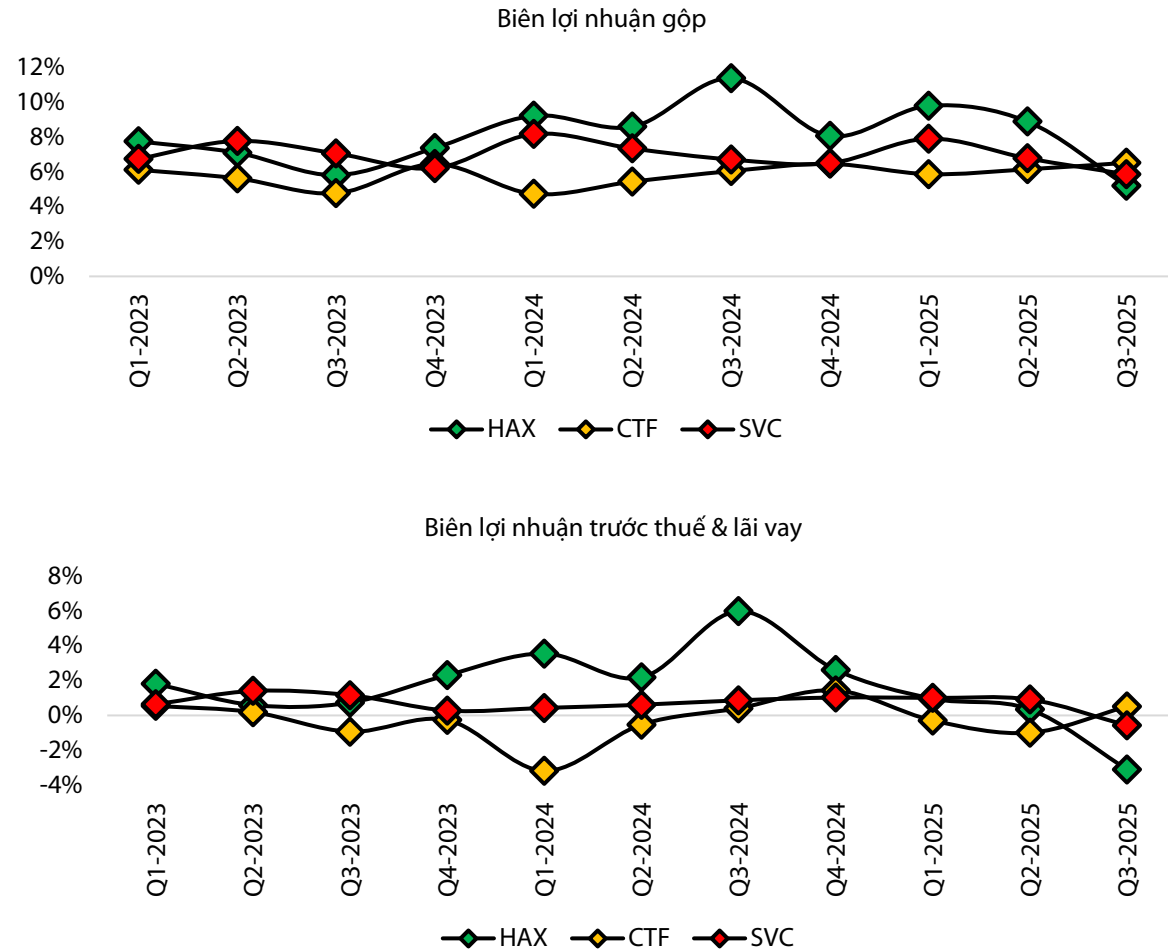
...giúp Vinfast mở rộng nhanh thị phần ngành bán lẻ ô tô 2 năm qua



Thị phần ô tô điện Việt Nam cao nhất khu vực ĐNÁ



Các đại lý ô tô xe xăng (HAX – Mercedes-Benz, MG, CTF – Ford, SVC – Toyota, Mitsubishi, Honda...) liên tục giảm giá bán/tăng chiết khấu kích cầu, ảnh hưởng biên LN nhưng doanh số vẫn thấp...



Nguồn: HAX, CTF, SVC, CTCK Rồng Việt

...do đó, các đại lý ô tô xăng đứng trước ba lựa chọn chiến lược cho năm 2026 theo quan điểm chúng tôi

Các đại lý ô tô đứng trước ba lựa chọn

Trở thành đại lý phân phối Vinfast (như HAX thực hiện tại đại lý thay thế đại lý Mercedes-Benz trên cùng khu đất)

Tiếp tục đồng hành với các hãng xe xăng hiện hữu nhưng gặp thách thức tăng trưởng lợi nhuận cho 2026 tương tự 2025.

Phân phối cho các hãng xe điện mới từ Trung Quốc, Mỹ, châu Âu nhưng vấp phải khó khăn từ mạng lưới trạm sạc điện.

Đánh giá của chúng tôi

Là lựa chọn khả dĩ nhưng tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc vào điều khoản hợp tác cùng Vinfast – vốn chưa được làm rõ

Khôi phục biên LN sau khi giảm mạnh lượng tồn kho khó bán, nhưng khó quay lại mức cao như quá khứ (3-5%)

Cần thêm tín hiệu về mạng lưới chia sẻ nền tảng trạm sạc giữa các hãng

Đại lý tiêu biểu

HAX

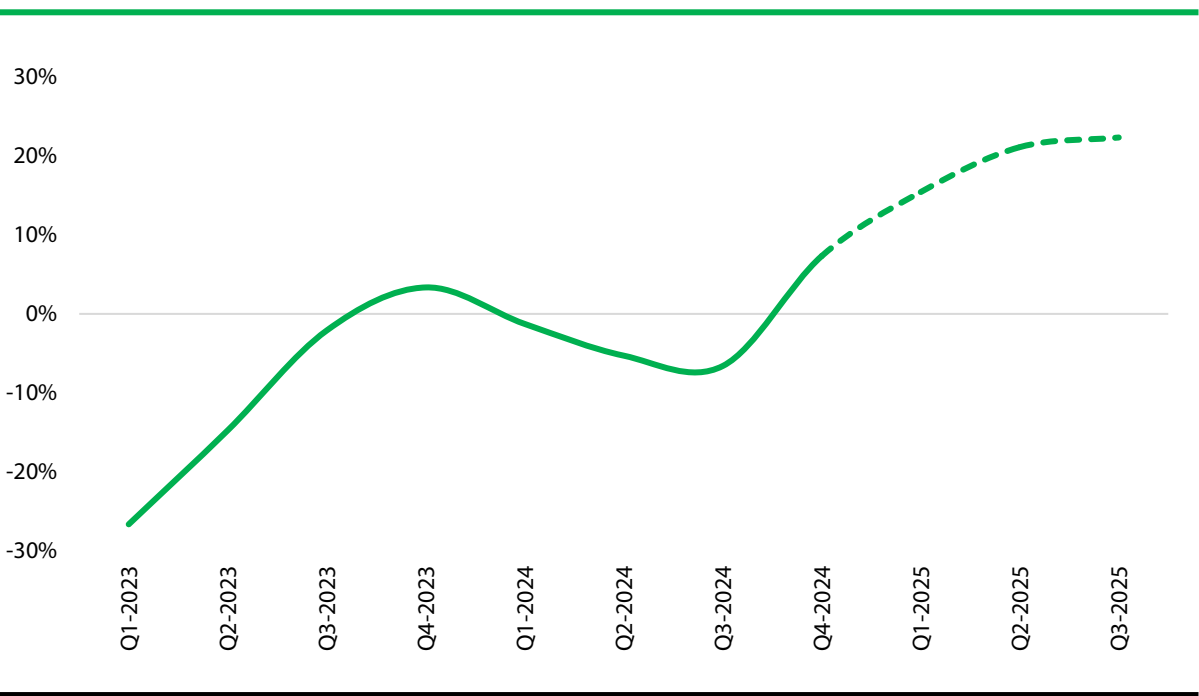
HAX, CTF, SVC

SVC

Tăng trưởng YoY bán lẻ ngành CNTT-TT đạt ~20% trong năm 2025 nhờ đột phá AI trong sản phẩm máy tính xách tay & máy tính bảng, đi kèm tỷ lệ sử dụng điện thoại cao cấp iPhone trong dân tăng nhanh.

Các xu hướng trên vẫn sẽ tiếp diễn cho 2026 nhưng tăng trưởng chậm hơn (10-15%) do thị phần iPhone đã ở mức cao và sức nóng sản phẩm AI hóa đã được lan tỏa đáng kể 2 năm qua.

Tăng trưởng YoY doanh thu bán lẻ CNTT-TT ấn tượng năm 2025 (%)...

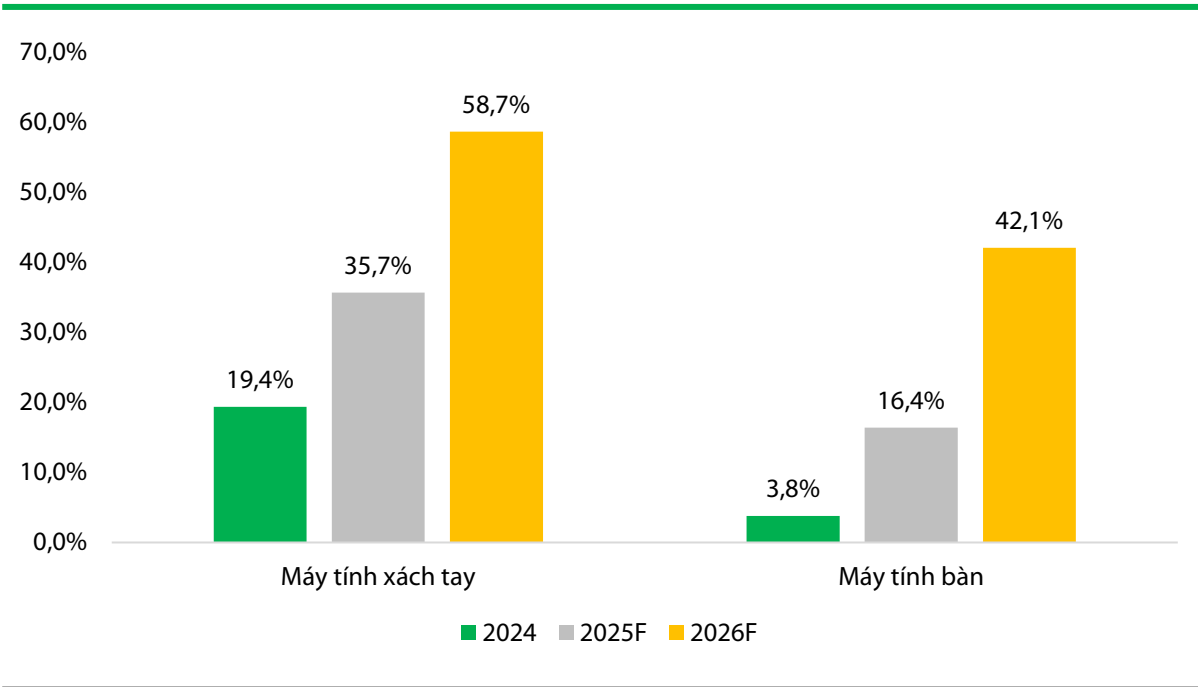


... và lan tỏa ở hầu hết các phân khúc

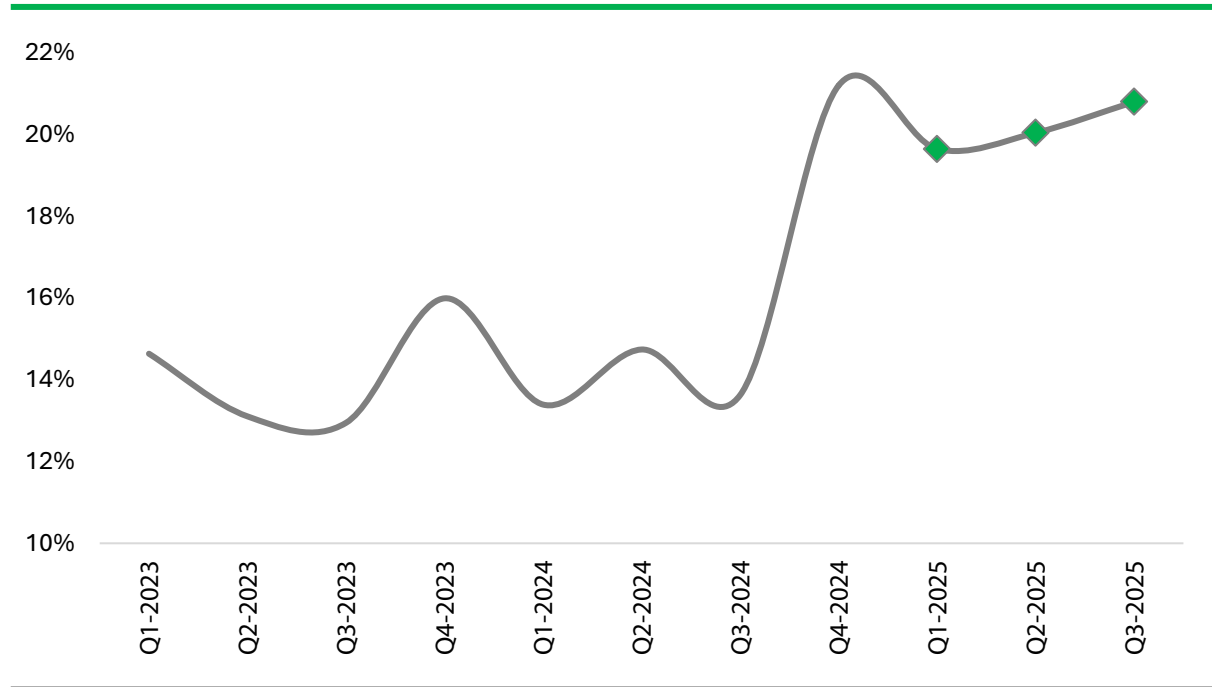
	Máy tính xách tay	Máy tính bảng	Điện thoại	Màn hình	Máy tính bàn
Tỷ trọng đóng góp doanh thu toàn ngành CNTT-TT	13,9%	4,2%	79,3%	1,2%	1,4%
Tăng trưởng svck sản lượng	11,0%	35,9%	-1,6%	20,5%	9,7%
Tăng trưởng svck giá bán	4,6%	-1,5%	22,4%	-3,6%	1,9%
Tăng trưởng svck giá trị	16,1%	33,9%	20,4%	16,1%	11,7%

Nguồn: GFK, Gartner, CTCK Rồng Việt. Tổng hợp các ngành: điện thoại di động, máy tính xách tay, máy tính bảng, màn hình, máy tính bàn chiếm trên 98% giá trị ngành CNTT-TT

AI kích thích nhu cầu mua mới/thay mới, hỗ trợ tăng trưởng sản lượng, giá bán ở các loại máy tính

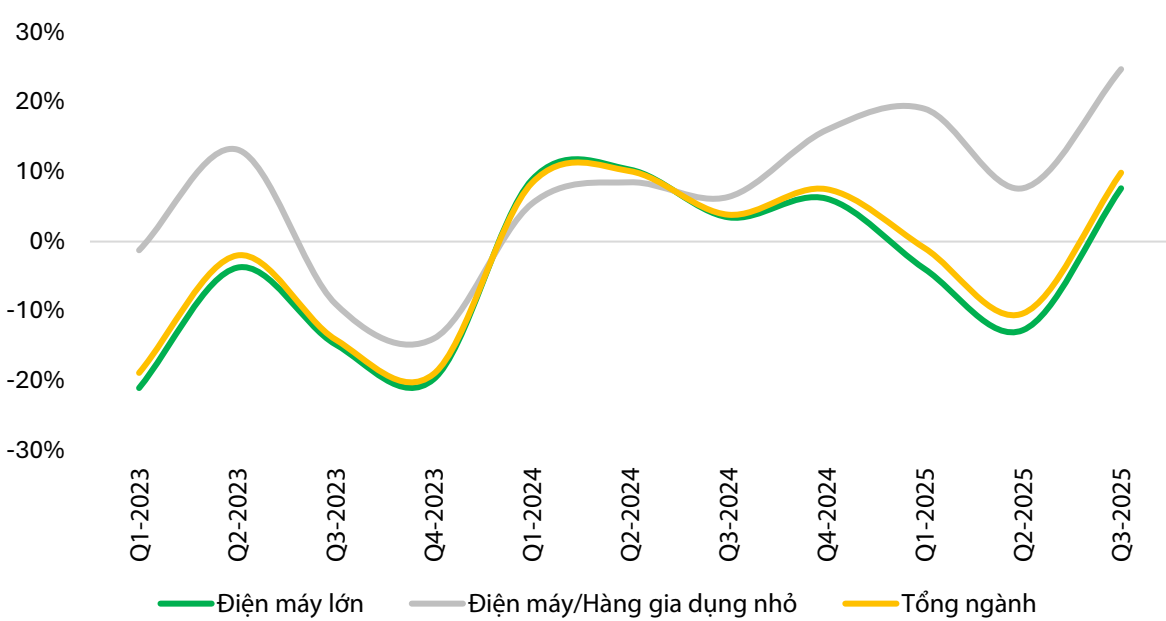


Chuyển đổi sử dụng điện thoại Android sang iOS hỗ trợ tăng trưởng giá bán, nhưng sản lượng đổi khi tỷ lệ phổ cập điện thoại trong dân bão hòa



Tăng trưởng YoY trong 9T-2025 về giá trị ngành bán lẻ điện máy/hàng gia dụng đi ngang trong năm, phân hóa giữa các nhóm hàng đáng kể: Sản phẩm điện máy giá trị cao giảm 4-5%, sản phẩm điện máy/hàng gia dụng giá trị nhỏ tăng 15-20%, cho thấy xu hướng tiêu dùng đa dạng hóa tiện ích thêm trong nhà (lọc không khí, nước nóng) với giá trị đơn hàng nhỏ, trong khi các điện máy lớn dần đi đến điểm bão hòa tăng trưởng khi tỷ lệ thâm nhập ở các hộ gia đình ở mức cao, dự kiến tiếp diễn ở 2026.

Tăng trưởng YoY doanh thu bán lẻ điện máy/hàng gia dụng ổn định 8-10% năm 2025 và phân hóa giữa các tiểu ngành



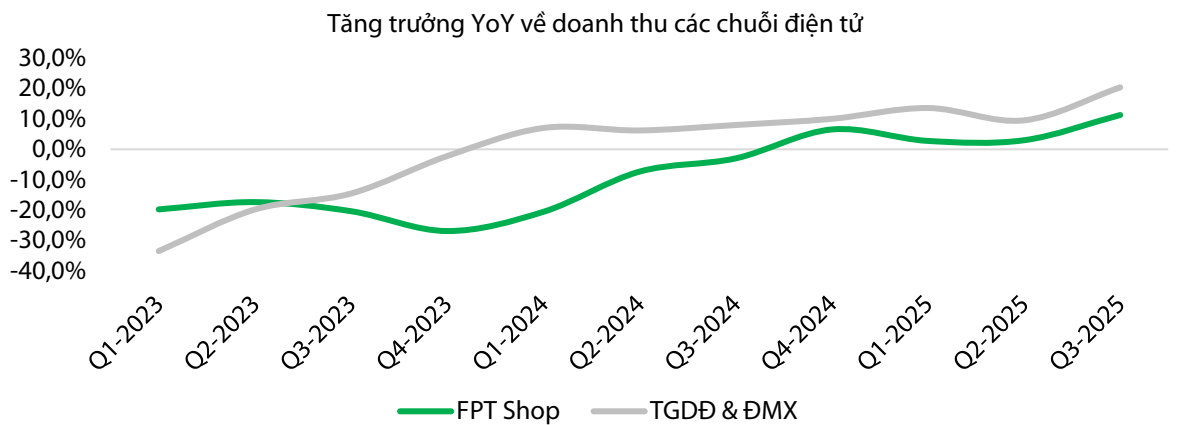
... và lan tỏa ở hầu hết các phân khúc

	Máy lạnh	Máy giặt	Tủ lạnh	TV	Máy lọc không khí	Máy lọc nước	Máy nước nóng
	ĐIỆN MÁY LỚN				ĐIỆN MÁY/HÀNG GIA DỤNG NHỎ		
Tỷ trọng đóng góp doanh thu toàn ngành điện máy, gia dụng	25,1%	16,2%	20,2%	23,6%	1,9%	5,4%	1,4%
Tăng trưởng YoY sản lượng	-4,3%	5,9%	-0,9%	-4,2%	-3,4%	11,0%	36,3%
Tăng trưởng YoY giá bán	-10,7%	2,4%	1,9%	1,5%	-2,2%	15,3%	1,7%
Tăng trưởng YoY giá trị	-14,5%	8,5%	1,0%	-2,8%	-5,5%	27,9%	38,6%

Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt

Pha chuyển đổi kênh truyền thống sang hiện đại ở ngành bán lẻ điện tử đã hoàn tất, các doanh nghiệp dừng mở mới từ 2024, dự kiến kéo dài trung hạn. Chiến lược chính được các ông lớn bán lẻ sử dụng là gia tăng SSSG ở các cửa hàng cũ, thông qua đột phá về “hãng phân phối” & “dịch vụ thặng dư”.

Các chuỗi điện tử ý thức quy mô mạng lưới cửa hàng vào điểm cân bằng của ngành nên tập trung gia tăng SSSG là tiên quyết



		2022	2023	2024	2025F	2026F	SSSG 9T-2025
TGDD&ĐMX	Thị phần điện tử	38,6%	35,7%	38,7%	42,2%	44,4%	~14-15,0% /năm
	SLCH mở mới/năm	359	116	-276	-57	0	
FPT Shop	Thị phần điện tử	8,3%	7,5%	6,8%	6,9%	6,8%	~7-8,0% /năm
	SLCH mở mới/năm	139	-31	-121	-6	0	

Nguồn: MWG, FRT, CTCK Rồng Việt

TGDD & ĐMX thiết lập nhiều chiến lược “alpha” giúp mở rộng doanh thu đáng kể & dần trở thành tiêu chuẩn mới trong ngành

Chiến dịch familyship với hãng, tiêu biểu Apple: Cam kết số lượng sản phẩm độc quyền/ngách trên kệ; mục tiêu doanh số đầu ra thách thức

➢ Nhờ lợi thế quy mô, chuỗi dễ dàng đạt doanh số mục tiêu với hãng, tăng liên kết chặt hơn với hãng.

Chính sách trả chậm 0%: Hợp tác với nhiều công ty tài chính (Home Credit, Mirae Asset...) và hơn 30 ngân hàng thẻ tín dụng

➢ Nhờ lợi thế quy mô, chuỗi dễ dàng phổ biến chính sách trả góp 0% tới khu vực nông thôn – nơi thu nhập thấp, nhạy cảm giá, ưu tiên mua tại cửa hàng và tỷ lệ thâm nhập điện tử còn thấp.

Tăng chiết khấu lên 10–20% và đẩy mạnh hậu mãi – bảo hành – trả góp 0% quanh năm.

➢ Tiến đến xóa bỏ năng lực cạnh tranh về giá của các đối thủ khi mall trên sàn TMĐT hiện không còn giảm sâu 20–40%, chỉ còn 10–20% (2024–25). Phí sàn tăng cũng khiến shop non-mall mất lợi thế giá.

Miễn phí những lần đầu hoặc phí thấp & đều được thực hiện nhanh bằng đội ngũ dịch vụ Tận Tâm

Miễn phí những lần đầu hoặc phí thấp & đều được thực hiện nhanh chóng bằng đội ngũ dịch vụ Tận Tâm.
➢ Tạo lợi thế cạnh tranh về dịch vụ hậu mãi do FPT Shop, CellphoneS, Hoàng Hà và các sàn TMĐT không có mạng lưới cửa hàng đủ lớn, ít ưu đãi hậu mãi và gần như chỉ cạnh tranh bằng giá.

Các chuỗi nỗ lực giảm các áp lực định phí, gia tăng nguồn thu ở các hoạt động ngoài chuỗi tạo dư địa cho các chiến lược giảm giá, chiết khấu “cạnh tranh” trên thị trường hơn.

MWG cũng thay đổi công thức tối ưu chi phí từ 2024 & cũng dần trở thành tiêu chuẩn chung của ngành

Giảm cửa hàng hoạt động không hiệu quả, giữ lại các cửa hàng cũ còn ít chi phí khấu hao

Giảm 443 cửa hàng trong 3 năm qua, tiết kiệm chi phí khấu hao 236 tỷ đồng/quý cho năm 2025

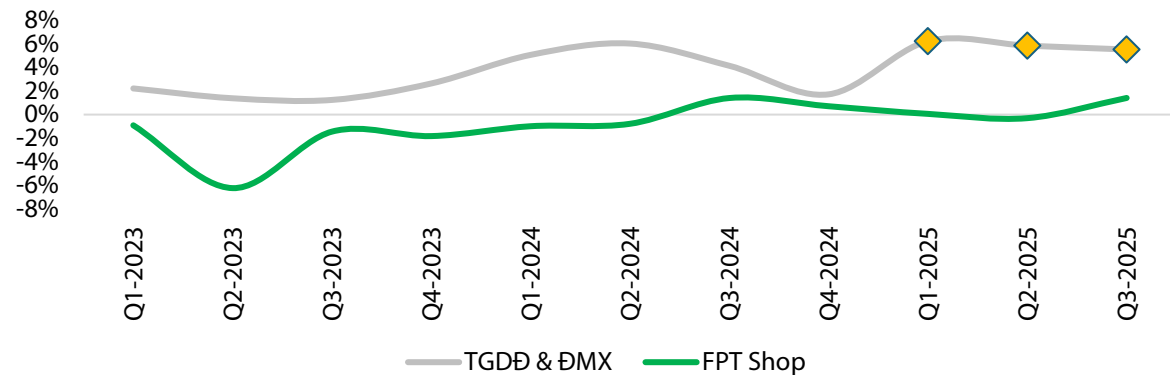
Giảm số lượng nhân viên bình quân/cửa hàng

Giảm nhân viên trực thuộc hệ thống MWG (từ 7-10 xuống 3/cửa hàng bình quân), hợp tác với hãng để điều động nhân viên kinh doanh (lương do hãng tài trợ)

Quản trị giá thuê nhà trên doanh thu linh hoạt

Biến giá thuê nhà từ định phí thành biến phí, gắn chặt với doanh thu.

Biên lợi nhuận trước thuế & lãi vay



Nguồn: MWG, FRT, CTCK Rồng Việt

Xu hướng tận dụng lợi thế quy mô & mạng lưới cửa hàng dày đặc, nhằm đẩy mạnh các HĐKD ngoài bán lẻ cốt lõi

Đầu tư trái phiếu tiền gửi từ 2020

- MWG tiên phong cho xu hướng kinh doanh nguồn vốn từ 2019 đến nay, với khoản đầu tư tiền gửi & trái phiếu tới cuối Q3-2025 đạt ~35.000 tỷ đồng. (CAGR 2020-25 39,3%).
- FRT cũng nhìn nhận cơ hội từ HĐKD này và tăng tốc đầu tư tài chính từ 2025 với quy mô đạt ~5.200 tỷ đồng (x7 lần YoY).

GIA TĂNG LỢI NHUẬN TRỰC TIẾP

Đại lý thanh toán

- MWG/FRT hợp tác cùng VPB/VCB triển khai dịch vụ này ở 3.000/600 điểm bán lẻ từ T12-2024/T5-2025.

GIA TĂNG LƯỢT GHÉ THĂM CỬA HÀNG CỦA KHÁCH HÀNG

Hợp tác trạm sạc

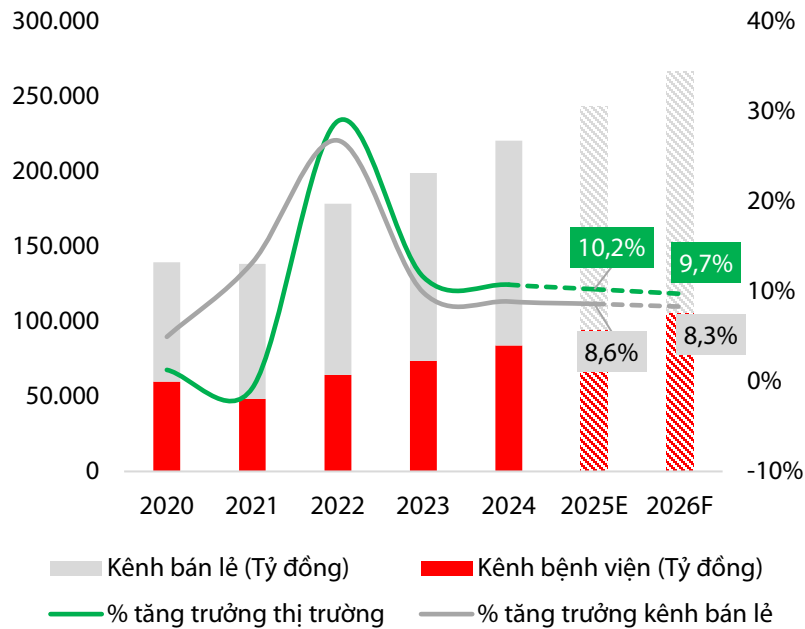
- MWG/FRT hợp tác cùng Vinfast triển khai mở hơn nghìn điểm sạc ô tô điện và đổi pin tại các cửa hàng TGDĐ & ĐMX, FPT Shop trên toàn quốc từ nay đến hết năm 2026.

Kinh doanh mạng di động

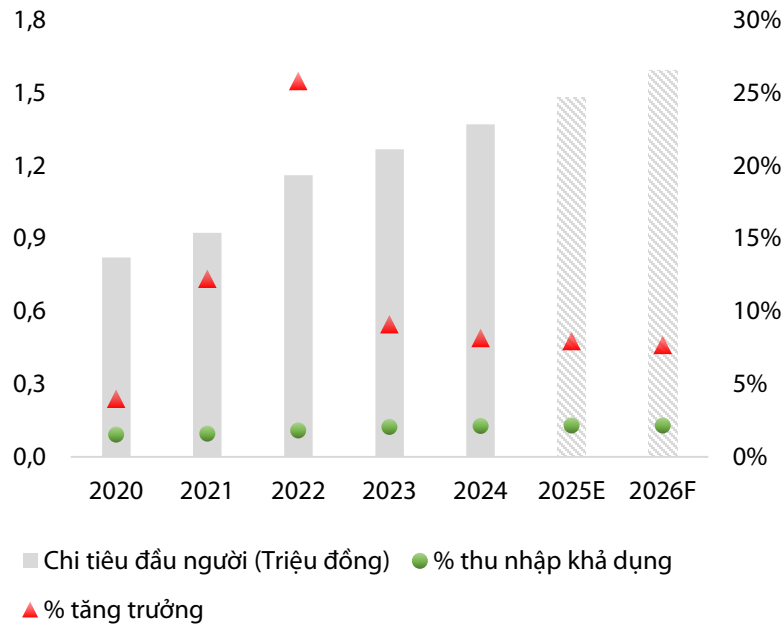
- FPT Shop sử dụng hạ tầng mạng của MobiFone để cung cấp dịch vụ di động, SIM, và các gói cước tích hợp. MVNO đóng góp doanh thu không đáng kể.

Tăng trưởng YoY bán lẻ dược phẩm được duy trì xu hướng tốt với tốc độ 10,2% nhờ vào lượng (già hóa dân số, tỷ lệ dân số trên 60 tuổi dự kiến tăng 13% lên 27% trong giai đoạn 2025-69), và chất (chi tiêu dược phẩm đầu người) từ ý thức sức khỏe gia tăng sau dịch Covid-19, dự kiến tiếp diễn cho 2026 (9,7% theo IQVIA). Sự hỗ trợ của Chính phủ trong an sinh xã hội (y tế) được kỳ vọng giúp tăng tỷ lệ tiếp cận y tế và tâm lý khám chữa bệnh.

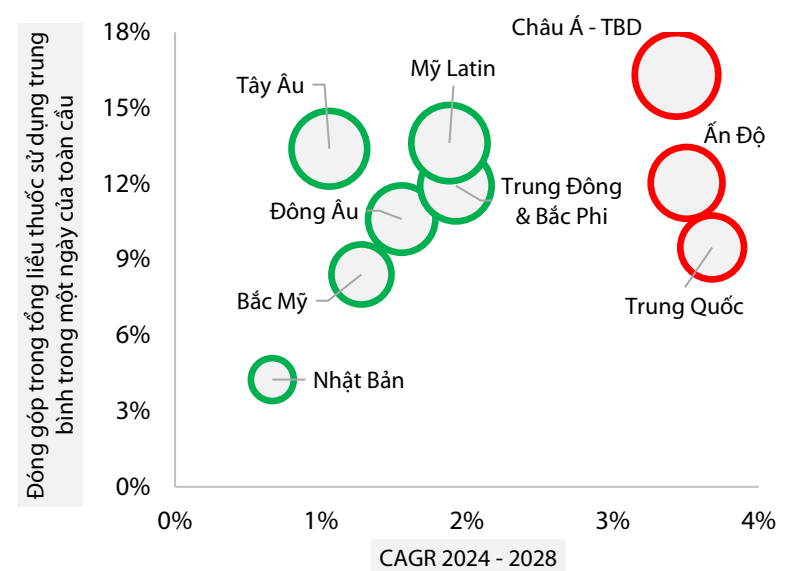
Quy mô thị trường bán lẻ dược phẩm Việt Nam tăng trưởng ổn định ~10%/năm...



...nhờ chi tiêu dược phẩm đầu người tăng dần qua thời gian...



... và mức này vẫn còn dư địa tăng cao khi so sánh với mức sử dụng thuốc theo khu vực

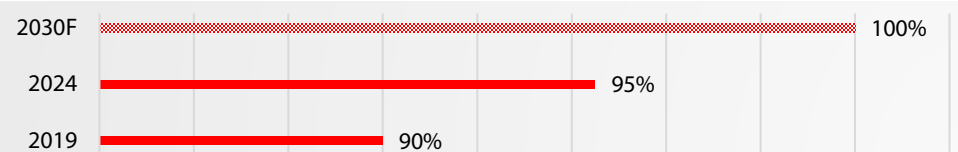


Ghi chú: Bong bóng càng lớn thể hiện mức độ sử dụng thuốc trong một ngày càng cao, đơn vị tính bằng hàng trăm triệu liều/ngày

Hỗ trợ của Chính Phủ trong vấn đề an sinh – xã hội (y tế) của người dân ngày càng được đẩy mạnh

- **Nghị quyết 72-NQ/TW** của Bộ Chính trị về một số giải pháp đột phá, tăng cường bảo vệ, chăm sóc và nâng cao sức khỏe nhân dân ([tham khảo trang 10](#))
- **Chỉ thị 52 – CT/TW (10/2025)** về thực hiện BHYT toàn dân giúp tăng tỷ lệ bao phủ và phạm vi chi trả của BHYT

Tỷ lệ bao phủ của BHYT trên toàn dân



Trong bối cảnh tăng trưởng ngành duy trì ở mức ổn định, các chuỗi hiện đại càng gia tăng lợi thế cạnh tranh nhờ (1) HDKD được chuẩn hóa, cùng với việc tăng cường thanh tra nguồn gốc và chất lượng thuốc – TPCN, siết chặt quy trình hóa đơn từ 2025, qua đó củng cố vị thế các chuỗi; và (2) khả năng tiếp cận tốt hơn và nhu cầu gia tăng ở nhóm thuốc Generic, xuất phát từ cả yếu tố cung và cầu - vốn là danh mục chiếm tỷ trọng cao và được phân phối bài bản tại các chuỗi hiện đại.

Cơ chế quản lý dẫn được chuẩn hoá và rà soát chặt chẽ thị trường

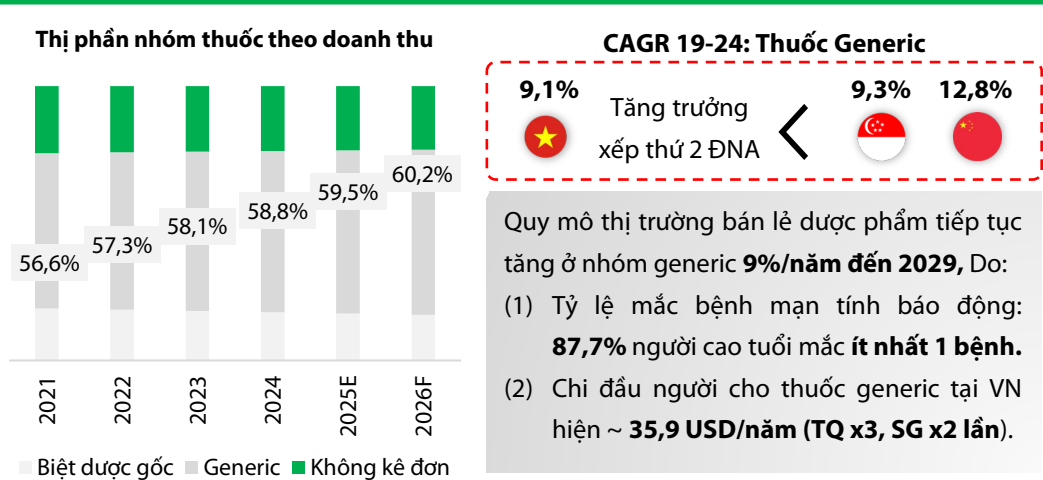
Số lượng nhà thuốc	Chính sách	Kết quả/ nội dung liên quan	Tác động và hành động
55,300 44,600 62,000 2016 2021 2025 Truyền thống Hiện đại	Chỉ thị 13 CT-Ttg: Tăng cường thanh tra buôn lậu thuốc và TPCN giả Thông tư 26/2025/TT-BYT: nâng giới hạn thời gian kê đơn thuốc, quy định kê đơn thuốc điện tử	- Thu giữ 50.000 – 100.000 hộp/vỏ thuốc và TPCN giả, 1-2 tấn nguyên liệu giả mỗi đợt - Doanh thu đường dây sx với quy mô 20-22 người: 35–45 tỷ đồng - Nâng giới hạn kê đơn thuốc lên hơn 30 ngày cho hơn 250 bệnh - Yêu cầu chặt chẽ về nội dung và quy trình kê đơn thuốc	- Giảm hàng giả lưu thông, người dân lựa chọn cơ sở bán lẻ uy tín - Sẽ tiếp tục rà soát vào 2026, đặc biệt dịp Tết - Người bệnh dễ tiếp cận thuốc ETC (65-75% SKUs của chuỗi nhà thuốc) trong phạm vi kiểm soát của BHYT và cơ sở y tế

Những khác biệt cốt lõi trong dịch vụ/sản phẩm khiến nhà thuốc truyền thống khó bắt kịp tốc độ tăng trưởng của các chuỗi hiện đại

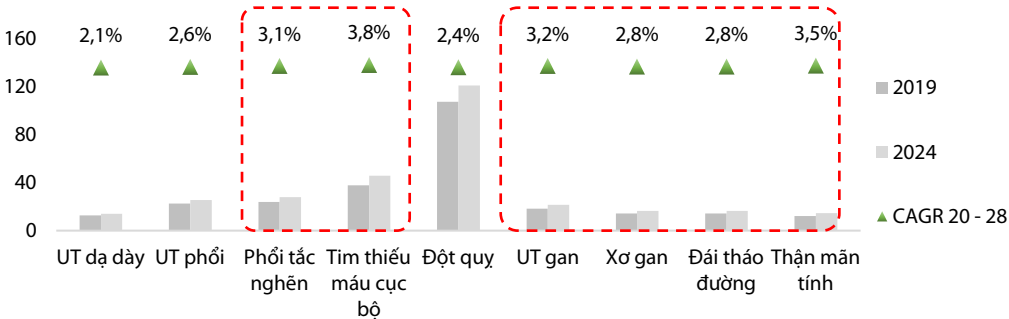
Yếu tố	Nguồn gốc	Danh mục thuốc	Dịch vụ và quy trình
Hiện đại	Kiểm soát tập trung hệ thống giúp đảm bảo chất lượng đồng nhất; Thông tin thuốc được công khai	Đa dạng với 2.000 – 4.000 SKUs: 65-75% là thuốc ETC; Được tối ưu dựa trên dữ liệu thực về nhu cầu/ nhóm bệnh ở từng khu vực	Nhân viên được đào tạo bài bản để tư vấn đúng nhu cầu và bệnh theo đơn Tăng tỷ lệ tiếp cận với dịch vụ đặt hàng
Truyền thống	Khó tra cứu nguồn gốc thuốc; Chất lượng không đồng nhất (hàng giả, xách tay)	SKUs từ 1.000 – 2.000, chủ yếu là thuốc OTC cho các bệnh phổ biến; Thường gặp tình trạng thiếu thuốc.	Chất lượng tư vấn không đồng đều, thường gặp tình trạng kê thuốc “theo nhu cầu”; Quy mô nhỏ và cục bộ nên không đáp ứng được tính tiện lợi.

Nguồn: BMI, GSO, KPMG, BCTC, CTCK Rong Việt

Khả năng được tiếp cận thuốc generic* ngày càng cao



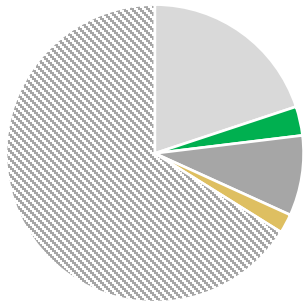
Các nhóm bệnh gây ra số ca tử vong cao tại Việt Nam hầu hết là các bệnh mạn tính, bệnh dễ mắc ở những người có bệnh lý nền, cần thuốc đặc trị (Đvt: Nghìn ca)



(*) **Thuốc Generic** là phiên bản “**sao y**” của **thuốc biệt dược gốc** (hết hạn bản quyền sau một thời gian nhất định), có cùng hàm lượng, hoạt chất, công dụng và tương đương sinh học với biệt dược gốc nhưng **giá thành thấp hơn**. Do đó, điều này kỳ vọng **giúp người dân tăng khả năng tiếp cận với y tế khám bệnh và điều trị**.

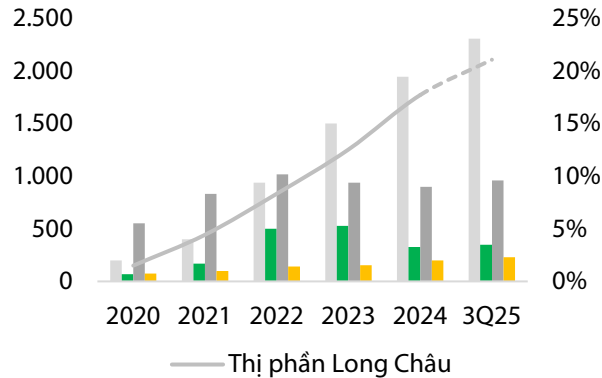
Long Châu dẫn đầu cuộc đua trên kênh bán lẻ hiện đại ...

Thị phần theo số lượng nhà thuốc hiện đại

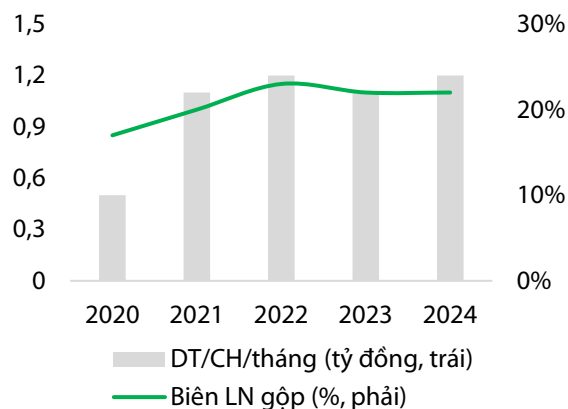


■ Long Châu ■ An Khang ■ Pharmacy
■ Trung Sơn ■ Khác

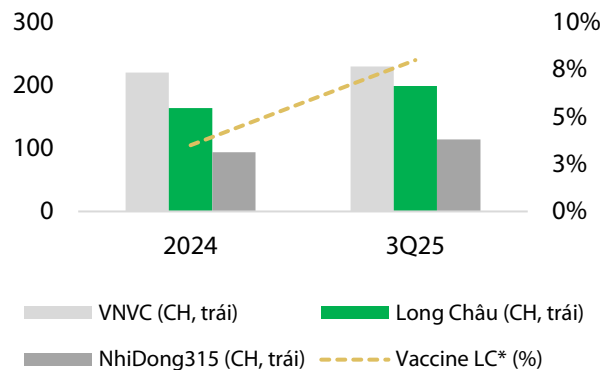
Long Châu vượt xa đối thủ về SLCH (cột trái) và thị phần doanh thu (cột phải)



Tăng trưởng DTTB tháng nhà thuốc đạt 24%/năm (2021-24), biên gộp cải thiện và ổn định sau 2022



Mảng vaccine của Long Châu dần có vị thế và đóng góp tích cực, hỗ trợ tăng trưởng dài hạn



(*) Đóng góp doanh thu vaccine vào chuỗi Long Châu

... nhờ tận dụng lợi thế quy mô & mạng lưới cửa hàng dày đặc, nhằm đẩy mạnh các HĐKD ngoài bán lẻ cốt lõi

Kênh offline – Tiếp tục phủ điểm cửa hàng



Mục tiêu 2026 : Mở mới **350 – 400 cửa hàng** thuốc và duy trì doanh thu/CH **1,2-1,3 tỷ đồng**

- Thâm nhập sâu đến các khu vực **tier 2, 3** và khu vực **phía Bắc**
- Mở rộng nhanh các cửa hàng **cận nhà/cận khu dân cư**, khu vực **trường học, bệnh viện, chợ**
- Tăng nhận thức thương hiệu khi đặt ở vị trí ở khu vực có lưu lượng cao

Kênh online - Mở rộng O2O (Online to offline)



Đặt thuốc online và tư vấn 1:1 với dược sĩ:

- Thuốc ETC - Mua online và nhận tại cửa hàng giúp tăng tỷ lệ chuyển đổi
 - Thuốc OTC - Mua và giao nhận tại nhà qua app, không tốn phí vận chuyển
- Tích hợp app với sổ sức khỏe điện tử của VNeID (Long Châu, An Khang, Pharmacy): Tăng điểm chạm và tăng tỷ lệ chuyển đổi

Hệ sinh thái y tế dự phòng với mảng tiêm chủng

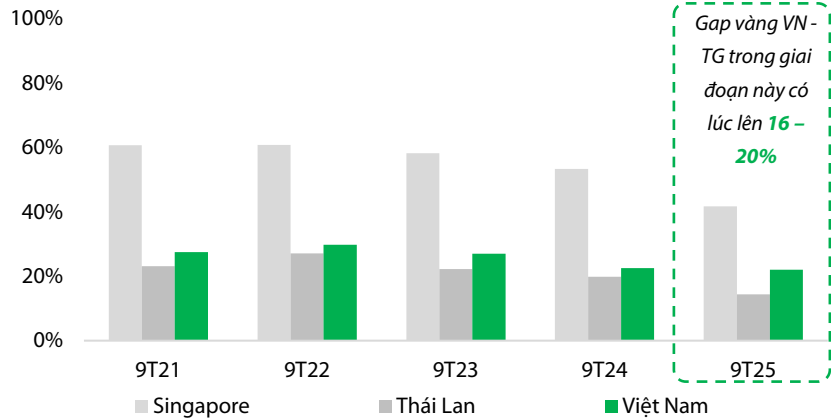


Vaccine của Long Châu là mảng tạo “alpha” trong dài hạn với mục tiêu 50 - 70 TTTC/năm: Dẫn có vị thế và thương hiệu, ghi nhận lãi ở các TTTC hơn 1 năm

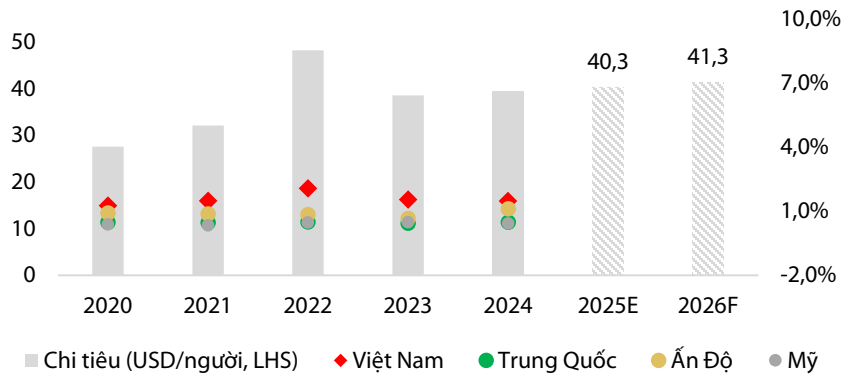
- Thị trường vaccine còn tiềm năng: tỷ lệ dân tiếp cận tiêm chủng còn thấp (<5%)
- Rào cản gia nhập cao: Cầu cao trong khi cung chưa đủ đáp ứng do hạn chế về năng lực sản xuất, NPP phải đáp ứng yêu cầu cao về công nghệ lưu trữ
 - Cạnh tranh không quá gay gắt: VNVC, Long Châu, Nhi Đồng 315

Ngành bán lẻ trang sức khá ảm đạm trong 2025 do sự thiếu hụt nguồn cung, sức mua yếu bởi người tiêu dùng phân bổ lớp tài sản thận trọng hơn cho vàng, tiền gửi tiết kiệm. Chúng tôi cho rằng ngành đã bước vào pha bão hoà và sẽ giữ mức tăng trưởng ổn định trong 2026 khi: (1) Nhu cầu mua vàng chưa có dấu hiệu hạ nhiệt trước nỗi lo bất ổn và kỳ vọng giá vàng tăng; (2) Chi tiêu cho trang sức trên thu thập khả dụng của người Việt đã ở mức cao.

Vàng được ưa chuộng hơn trang sức theo thời gian

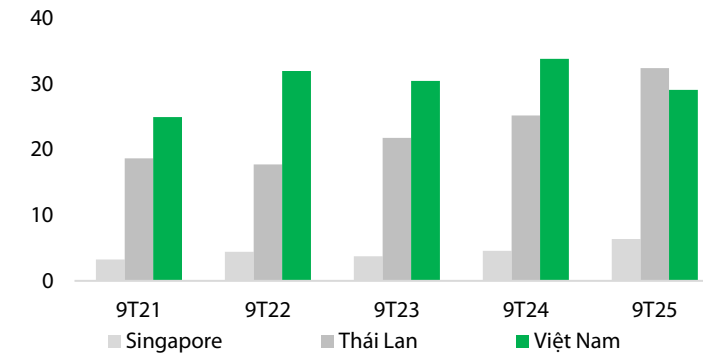


Chi tiêu trang sức trên thu nhập khả dụng (%) ở mức cao



Dòng tiền dịch chuyển vào vàng hoặc gửi tiết kiệm

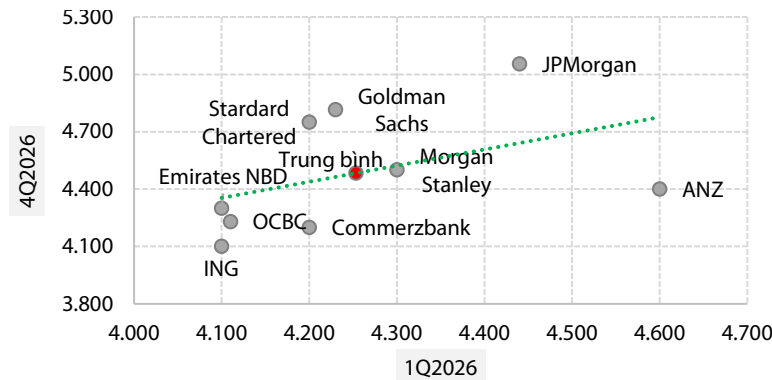
Nhu cầu vàng (tấn) của VN 2025 giảm do cung khan hiếm, nhưng vẫn ở mức cao, phản ánh tâm lý đầu tư an toàn và thận trọng



Tiền gửi của dân cư vào ngân hàng đạt kỷ lục, tăng 10,9% kể từ cuối 2024 trong 9T đầu năm 2025

Chỉ tiêu	Số dư (tỷ đồng)	% YTD
Tổng phương tiện thanh toán	19.980.717	11,6
Trong đó:		
- Tiền gửi của các TCKT	8.350.231	8,9
- Tiền gửi của dân cư	7.832.399	10,9

Dự báo giá vàng 2026 chưa hạ nhiệt



- Theo dự báo đồng thuận, ước tính mức tăng trung bình của 9 tổ chức tài chính toàn cầu (từ Bloomberg) là 11% YoY (Q4/2025 – Q4/2026).
- Goldman Sachs, JPMorgan, Standard Chartered kỳ vọng giá vàng thế giới có thể tăng vượt 4.700 USD/ounce. Do hai yếu tố chính: Các ngân hàng trung ương tăng dự trữ vàng, FED cắt giảm lãi suất.
- Đây là mức dự báo tương đối thận trọng nếu sv mức tăng cao 50–60% từ cuối 2024 đến đầu Q4/2025.

Nghị định 232/2025/NĐ-CP tạo bước ngoặt cho thị trường vàng khi mở cạnh tranh nhập khẩu và sản xuất, tháo gỡ rủi ro thiếu nguồn cung vàng nguyên liệu cho doanh nghiệp trong trung-dài hạn. Khuôn khổ chính sách đang dần được hoàn thiện nhằm tăng cường hiệu lực thực thi và hỗ trợ triển khai NĐ 232 một cách đồng bộ hơn.

Câu chuyện nguồn cung: Chờ đợi "kích hoạt" Nghị định 232/2025/NĐ-CP...

(1) Xóa bỏ cơ chế độc quyền nhập khẩu vàng nguyên liệu/ vàng miếng, sản xuất vàng miếng của NHNH



(2) Về nhập khẩu và sản xuất: cấp phép kinh doanh cho DN và NHTM đủ điều kiện và vốn điều lệ thỏa:

- Doanh nghiệp: > 1.000 tỷ đồng**





- NHTM: > 50.000 tỷ đồng**












(3) Về thanh toán và mua bán vàng:

Giá trị giao dịch từ 20 triệu đồng/ngày trở lên phải thực hiện toàn bộ thông qua tài khoản thanh toán (chuyển khoản NH) giữa cá nhân và tổ chức kinh doanh vàng

Kỳ vọng tác động tích cực

- Tạo cơ chế cạnh tranh, giảm chênh lệch giá vàng trong nước – quốc tế
- Tăng tính minh bạch về mua bán và sở hữu vàng, tạo cơ chế quản lý chặt chẽ hơn

Nhưng vẫn tồn tại rủi ro

- Số lượng hạn ngạch nhập khẩu cấp phép mỗi năm vẫn được kiểm soát, doanh nghiệp có thể bị thiếu hụt về nguồn cung so với năng lực sản xuất thực tế có thể đáp ứng (chưa xét đến các nguồn khác trên thị trường tự do)
- Rủi ro biến động tỷ giá, nhu cầu ngoại hối lớn cho hoạt động nhập khẩu vàng

...Nghị định 340/2025/NĐ-CP quy định chi tiết chế tài xử phạt vi phạm

Ngày 25/12/2025, Chính phủ ban hành **Nghị định 340** quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng, trong đó bao **gồm các hành vi vi phạm (HVVP) liên quan đến hoạt động kinh doanh, mua bán vàng và thanh toán.**

➤ *Khuôn khổ chính sách đang dần được hoàn thiện nhằm tăng cường hiệu lực thực thi và hỗ trợ triển khai Nghị định 232/2025/NĐ-CP một cách đồng bộ hơn và minh bạch hóa thị trường. Cụ thể, **Điều 28:***

Mức 1: Cảnh cáo (Khoản 1)	- Mua bán vàng miếng với tổ chức tín dụng hoạt DN không có giấy phép (*); - Sử dụng vàng làm phương tiện thanh toán;
	2/ 10 - 20 triệu: Vi phạm K1 nhiều lần; Không thanh toán qua tài khoản theo quy định; 3/ 30 - 50 triệu: Không niêm yết công khai giá vàng và vàng trang sức mỹ nghệ; 4/ 80 - 100 triệu: Kinh doanh/ mang vàng xuất nhập cảnh không đúng quy định;
Mức 2: Phạt tiền (Khoản 2-8)	5/ 140 - 180 triệu: Điểm a - Kinh doanh vàng miếng thông qua đại lý ủy nhiệm; điểm b - Không thực hiện đúng quy định về trạng thái vàng; sx/gia công không có giấy chứng nhận đủ điều kiện;
	6/ 200 - 250 triệu: điểm a - Sử dụng vàng nguyên liệu nhập khẩu không đúng theo giấy phép;
	7/ 250 – 300 triệu: Sản xuất vàng miếng không đúng quy định;
	8/ 300 - 400 triệu: Kinh doanh/ sản xuất vàng miếng hoặc nhập khẩu vàng nguyên liệu nhưng không có giấy phép;
Mức 3: Phạt bổ sung (Khoản 9)	- Tịch thu số vàng đối với HVVP Khoản 8 (mức phạt 300-400 triệu) - Đình chỉ hoạt động kinh doanh trong 6 – 9 tháng với HVVP điểm a khoản 5 - Đình chỉ hoạt động nhập khẩu trong 9 – 12 tháng với HVVP điểm a khoản 6
Biện pháp khắc phục	Thu hồi giấy phép kinh doanh, mua bán vàng miếng đối với HVVP quy định điểm b khoản 6 (Tái vi phạm HDKD mua bán vàng miếng thông qua đại lý ủy nhiệm).

Nguồn: Nghị định 232/2025/NĐ-CP, Nghị định 340/2025/NĐ-CP, CTCK Rồng Việt

(*) Giấy phép: Để cập đến Giấy phép kinh doanh mua, bán vàng miếng/ nhập khẩu vàng nguyên liệu; Hoạt động kinh doanh/ sản xuất/ gia công để cập đến vàng/ vàng trang sức mỹ nghệ; Nhập khẩu để cập đến nhập khẩu vàng nguyên liệu.

Các doanh nghiệp tích hợp từ sản xuất đến bán lẻ như PNJ hiện tập trung chủ yếu vào nâng cấp chất lượng cửa hàng và mở rộng mạng lưới bán lẻ nhằm gia tăng độ phủ thị trường, trong bối cảnh công suất nhà máy đã đủ đáp ứng nhu cầu nhờ nền tảng công nghệ hiện đại và dây chuyền sản xuất linh hoạt cho nhiều phân khúc sản phẩm. Nhu cầu tiêu dùng ghi nhận tín hiệu phục hồi rõ nét từ nửa cuối năm 2025, song xu hướng phân hóa đang thể hiện rõ theo nhóm và theo phân khúc khách hàng.

Hoạt động đầu tư hiện nay chủ yếu vào mạng lưới...

Đầu tư CAPEX

Sôi nổi trước 2020, cho việc nâng cấp nhà máy, dây chuyền sản xuất (Đvt: Tỷ đồng)

Năm	2016	2017	2018	2019
PNJ	87,3	115,4	336,4	223,8

- Mở rộng mạng lưới: 38 CH mới/năm
- Đầu tư nhà máy thứ 2 ở Long An
- Đầu tư dây chuyền sản xuất theo chuẩn quốc tế, hệ thống phân kim để nâng cao năng suất và hàm lượng công nghệ
 - Nhằm tăng tính linh hoạt trong sản xuất, ứng dụng dây chuyền nhà máy cho nhiều dòng hàng sản phẩm, giảm chi phí đầu tư hơn thay vì máy móc chuyên môn hóa.

Đầu tư CAPEX

Giai đoạn sau 2020 tập trung vào mở rộng mạng lưới hơn (Đvt: Tỷ đồng)

Năm	2020	2021	2022	2023	2024
PNJ	85,4	61,3	52,4	83,1	90,4

- Có nâng cấp công suất nhà máy từ 4 triệu lên 5 triệu sản phẩm/năm
- Nhưng, chủ yếu đầu tư mở rộng mạng lưới cửa hàng nhưng tốc độ chậm hơn (15-17 CH/năm)
 - Thể hiện sự thận trọng đối với nhu cầu thị trường phục hồi chậm sau COVID

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt tổng hợp

...và mở rộng dải sản phẩm theo nhu cầu

Định hướng phát triển dải sản phẩm trang sức cần xoay quanh hai nhóm nhu cầu đang là xu thế

Nhu cầu 1

Sẵn sàng chi trả cho những kỳ vọng cao hơn

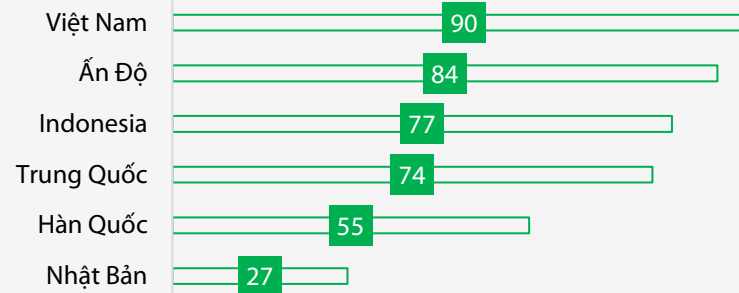
- Tâm lý “tích sản”, “đầu tư an toàn”:** Thế hệ **Gen X và Y** xem trang sức vàng là một kênh đầu tư dài hạn. Thời gian gần đây khi nhận thấy xu hướng giá, họ sẵn sàng chi trả mức cao hơn cho các sản phẩm **trang sức vàng**.
- Nguồn gốc, tính minh bạch và dịch vụ hậu mãi:** Lo ngại hàng giả và độ tinh khiết không đồng đều ở chợ truyền thống có thể đẩy khách hàng về với **các nhà bán lẻ có tổ chức** – dù giá cả có phần “nhỉnh hơn”.

Nhu cầu 2

Ưu tiên “ cá nhân hóa” và trải nghiệm

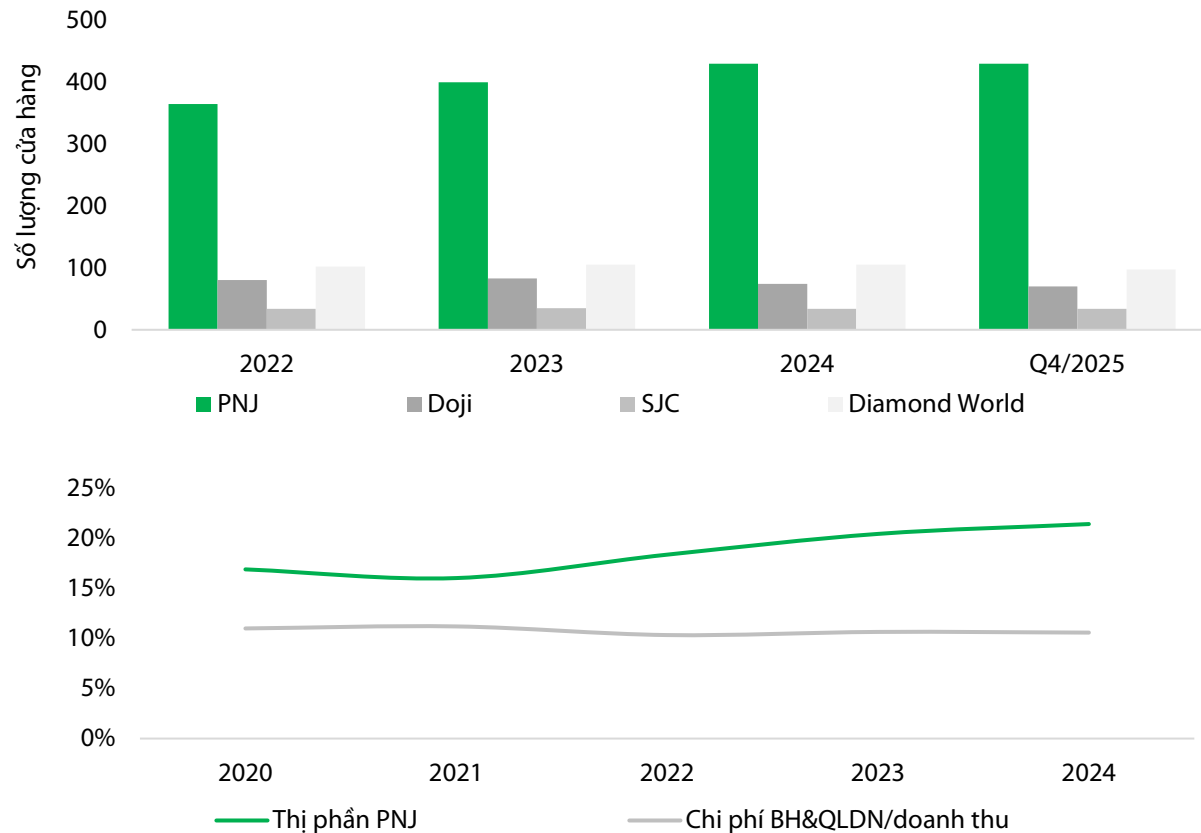
- Bùng nổ của **KOLs, mua hàng trực tuyến** trang sức ở thế hệ mới **“Gen Z”** giúp tăng tốc khám phá sản phẩm, ưu tiên sản phẩm **theo thời/ sự kiện hoặc hàm chứa “câu chuyện”, có tính độc đáo**.

Mức độ linh hoạt trong chủ động thay đổi thói quen mua sắm (bao gồm thời trang, trang sức làm đẹp) để tối ưu hóa trải nghiệm



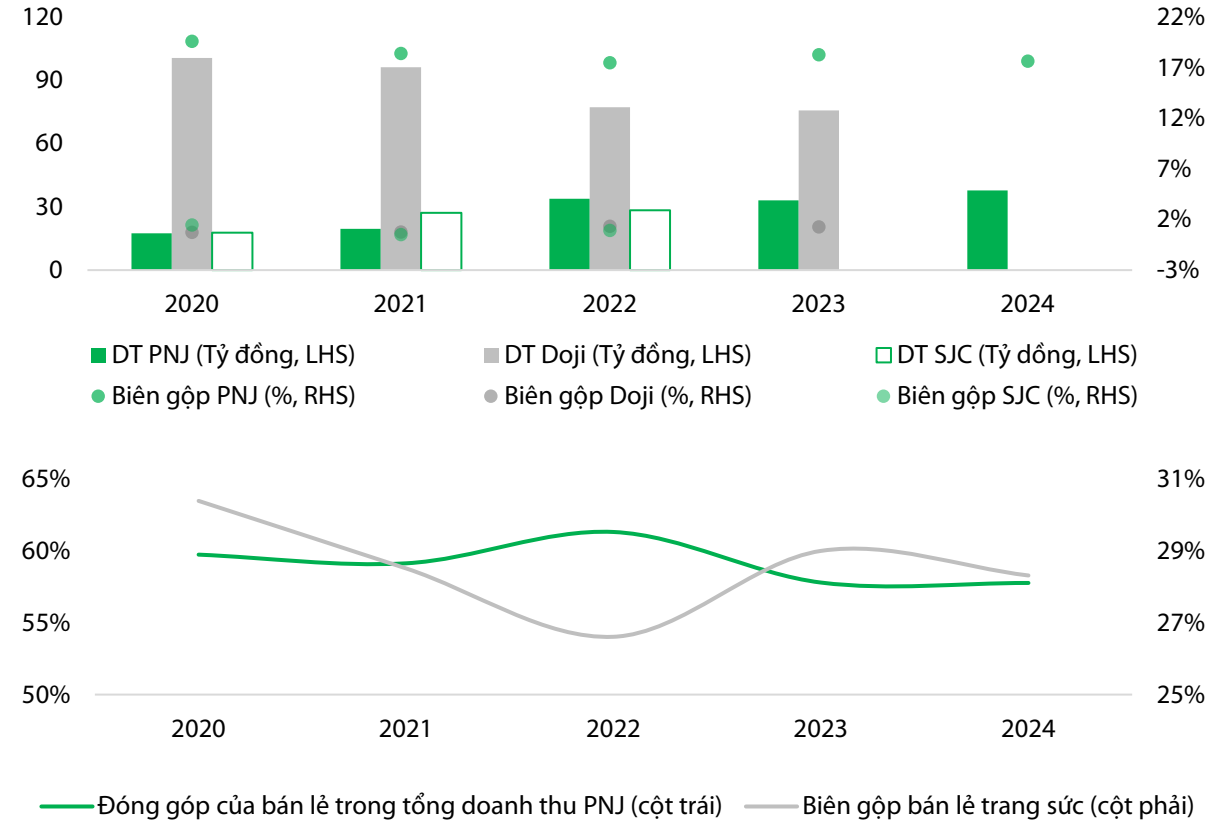
- PNJ thể hiện KQKD khả quan về lợi nhuận và biên lợi nhuận hơn so với hai doanh nghiệp cùng ngành là DOJI và SJC nhờ định hướng tập trung vào mảng bán lẻ trang sức có biên lợi nhuận vượt trội hơn so với mảng bán sỉ (chủ yếu là gia công) và mảng kinh doanh vàng.
- Xét về nhận thức thương hiệu, PNJ gần như là “top of mind” về bán lẻ trang sức tại thị trường Việt Nam và có thể phục vụ nhiều phân khúc khách hàng khác nhau, thay vì chỉ tập trung vào một nhóm khách hàng hoặc một mảng kinh doanh tạo rủi ro kém linh hoạt.

Doanh thu CH/tháng ổn định 4 – 4,5 tỷ đồng trong khi vẫn mở mới 15-18 CH/năm cùng với chi phí được kiểm soát, hỗ trợ tăng thị phần

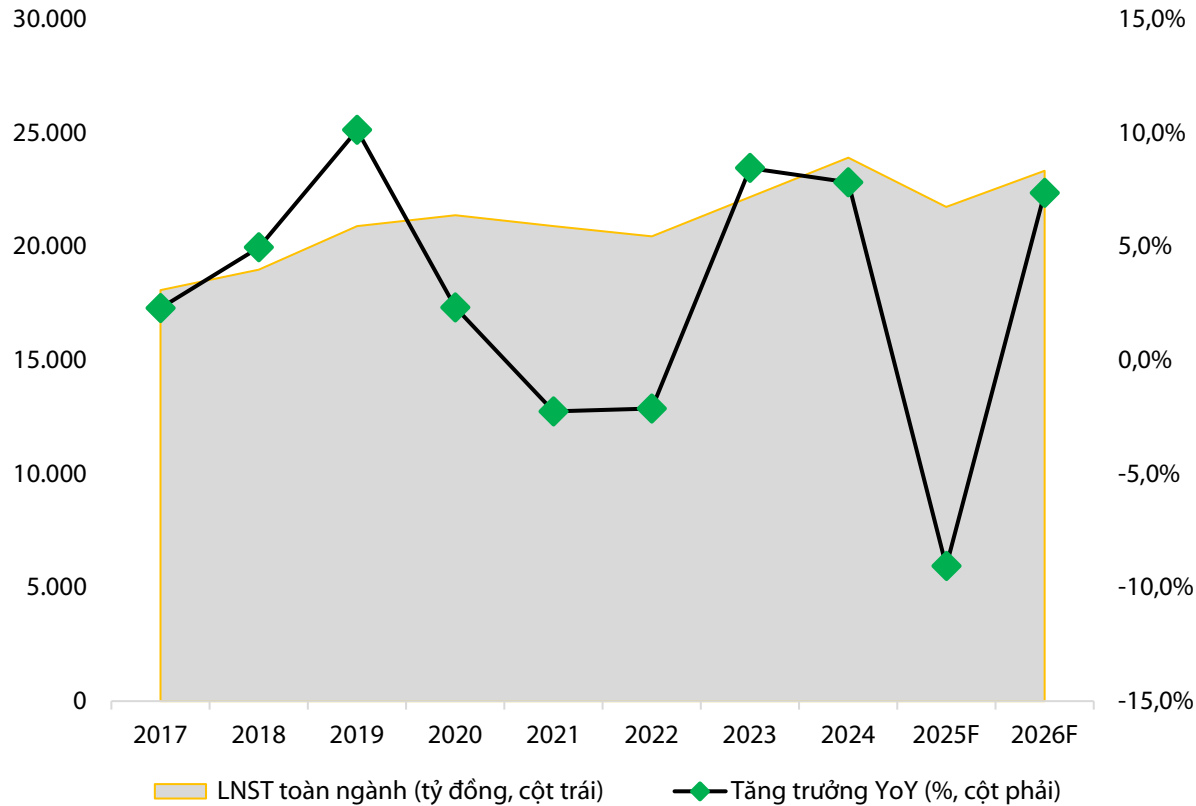


Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt tổng hợp

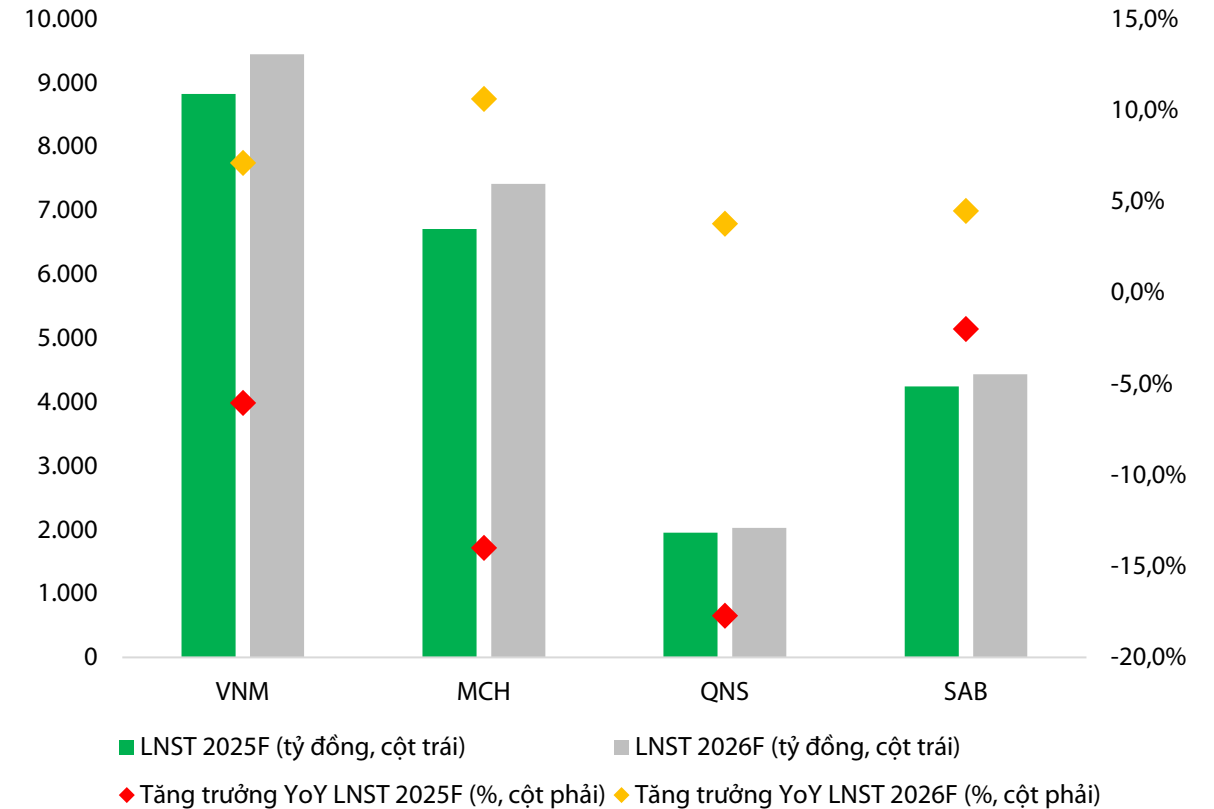
Biên lợi nhuận gộp của PNJ cao hơn SJC, DOJI dù doanh thu khiêm tốn, nhờ tập trung vào mảng bán lẻ trang sức có biên lợi nhuận vượt trội



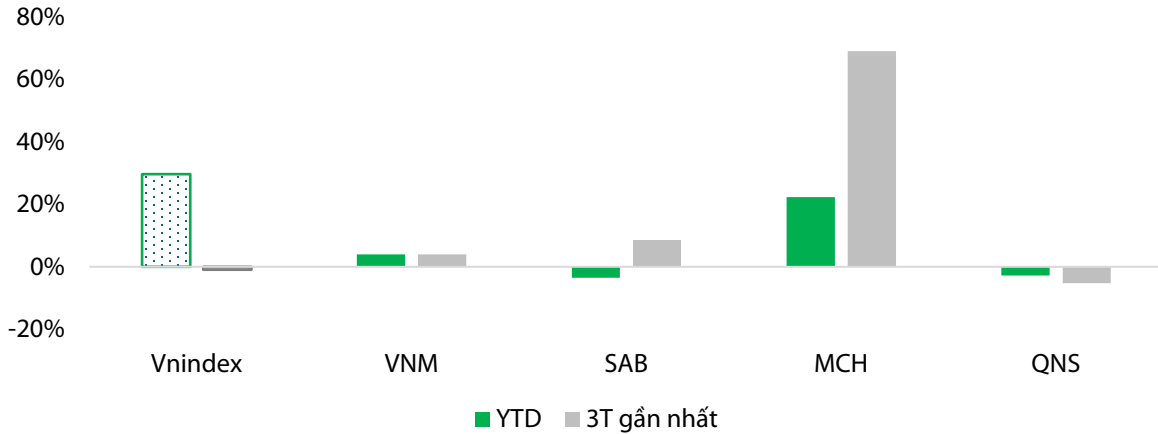
Dự phóng LNST toàn ngành năm 2026 trở về mức tăng trưởng ổn định 5-6% YoY sau một năm 2025...



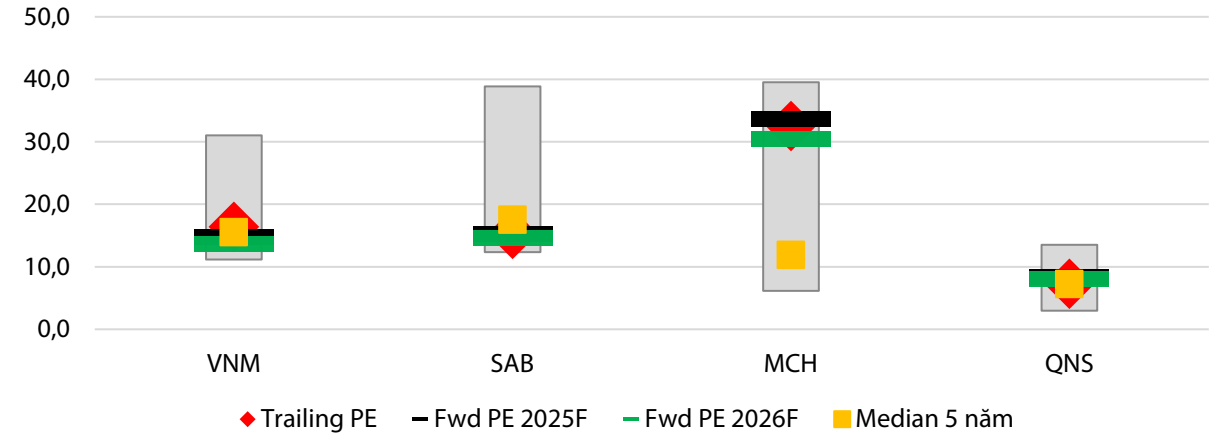
...nhờ các tên tuổi lớn hoàn thành tái cấu trúc kênh phân phối & giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi & kiểm soát tốt chi phí bán hàng



Hiệu suất giá cổ phiếu ngành thực phẩm & đồ uống thấp hơn đáng kể sv VN-Index, ngoài MCH



PE cổ phiếu ngành thực phẩm & đồ uống (giá đóng cửa 12-12-2025)



CÂU CHUYỆN ĐẦU TƯ 2026

Thu hút dòng vốn ngoại trong các rổ chỉ số thụ động

SAB, VNM

Nâng hạng thị trường

Thương vụ tiềm năng

Triển vọng phục hồi lợi nhuận năm 2026 và giao dịch dưới trung bình 3 năm

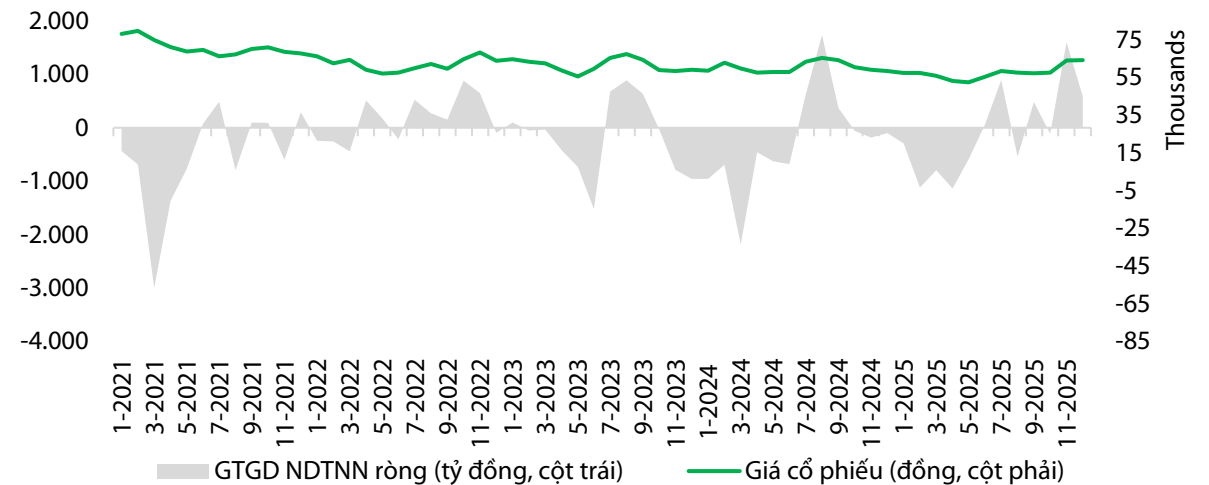
SAB, VNM

Thực hiện các thương vụ thoái vốn/IPO tiềm năng theo quan điểm chúng tôi

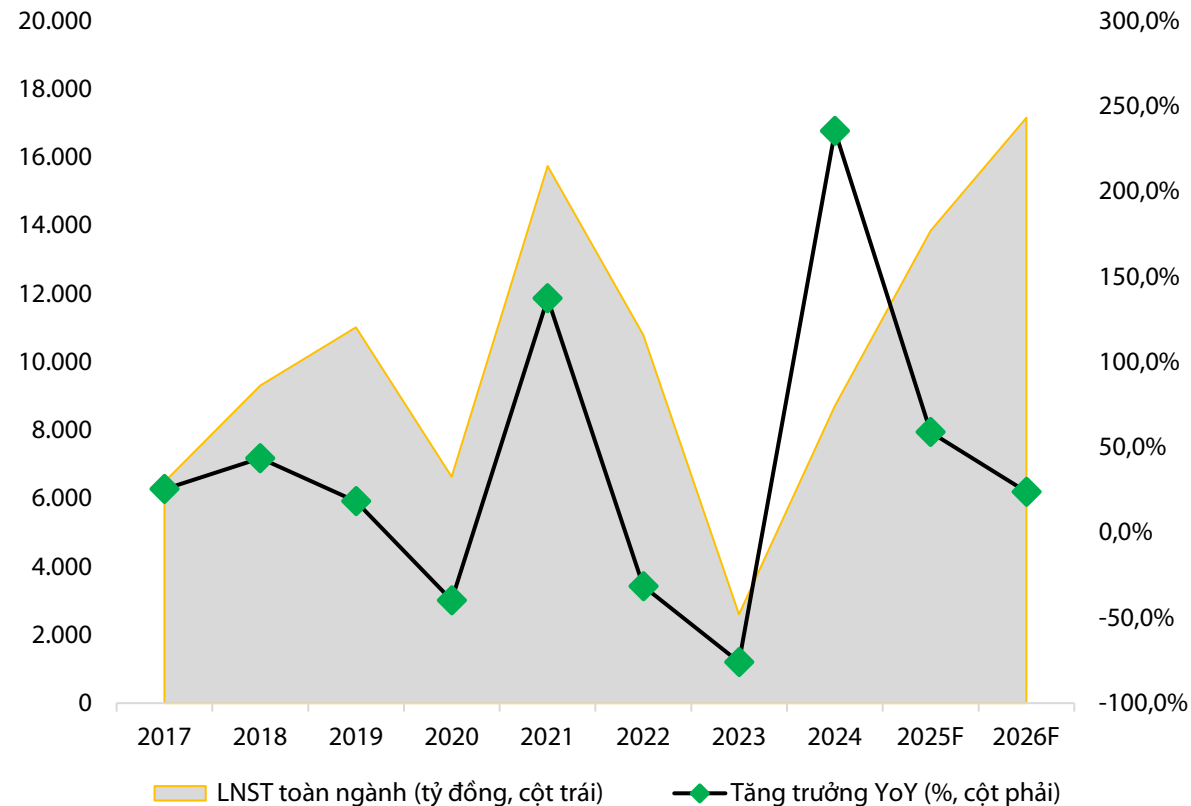
SAB, VNM, MCH

Nguồn: VNM, SAB, QNS, MCH, CTCK Rồng Việt tổng hợp

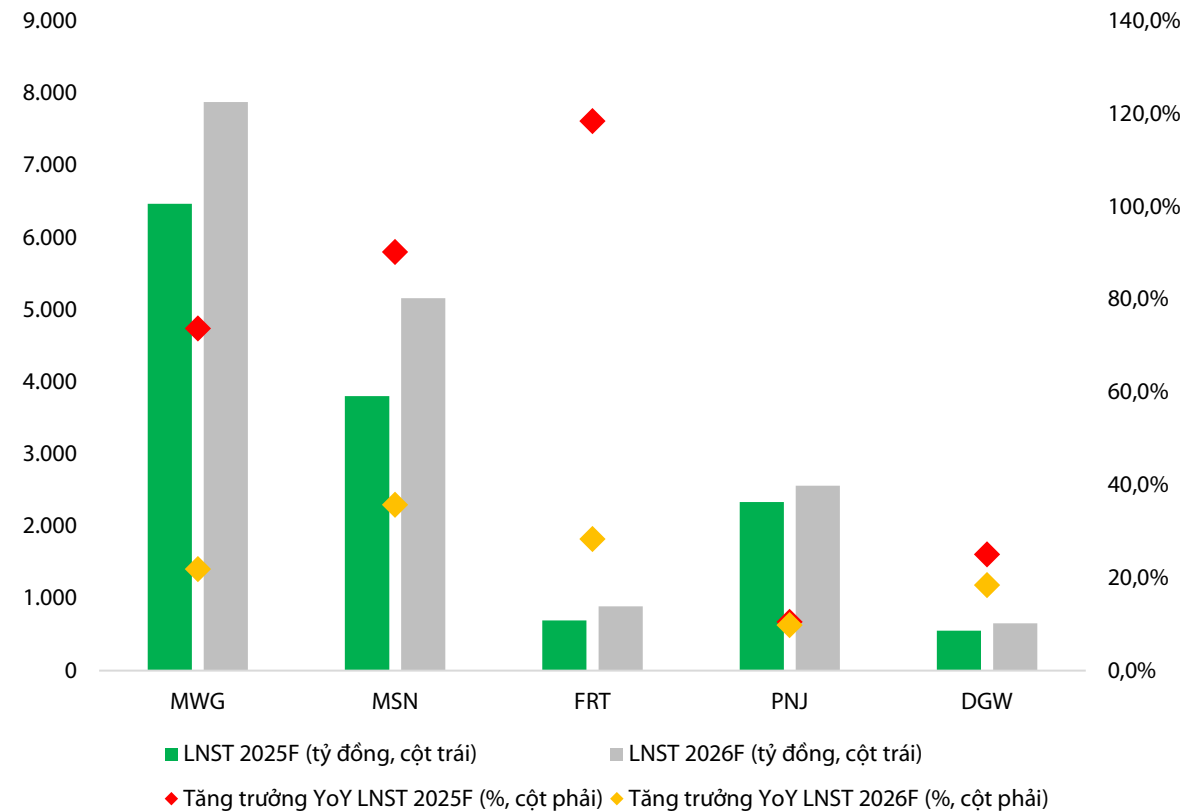
Diễn biến dòng vốn ngoại tại VNM tích cực sau thông tin nâng hạng thị trường theo FTSE (T9-2025)



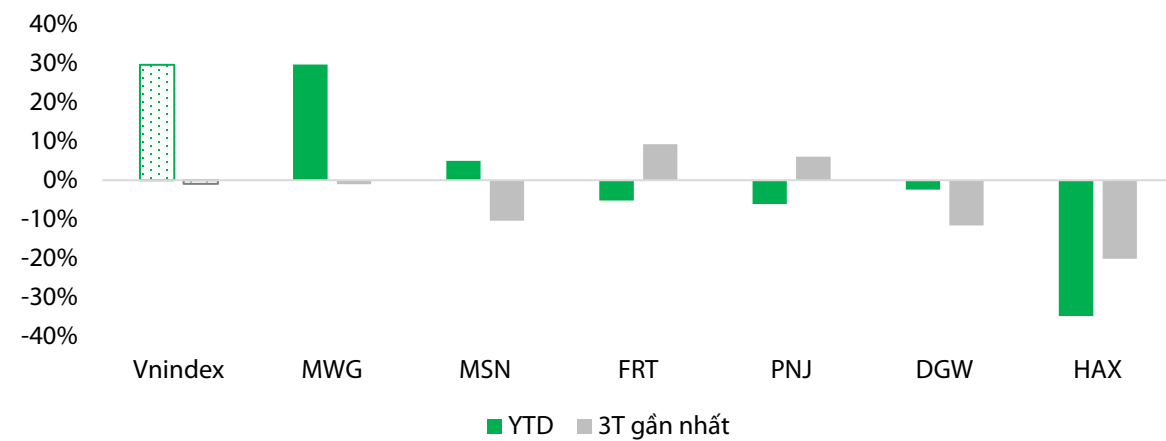
Dự phóng LNST toàn ngành năm 2026 duy trì tăng trưởng cao 24-25% từ sau Covid-19...



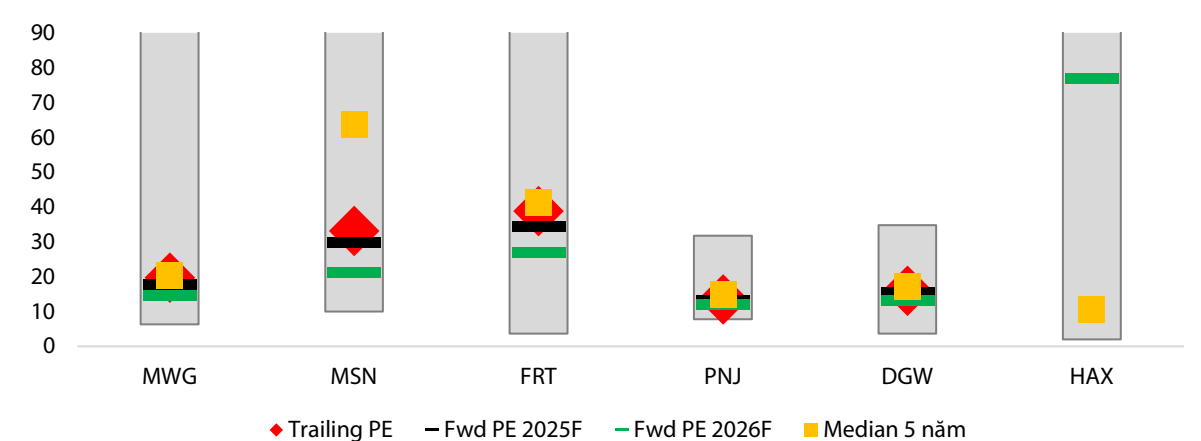
...trong đó, bộ tứ MWG-MSN-FRT-DGW đều tăng trưởng trên 20,0% trong khi PNJ duy trì tăng trưởng ~10,0%



Diễn biến giá cổ phiếu ngành bán lẻ thấp hơn đáng kể sv VN-Index mặc cho lợi nhuận phục hồi mạnh & vị thế trong ngành vững chắc hơn



PE cổ phiếu ngành bán lẻ/phân phối (giá đóng cửa 12-12-2025)



CÂU CHUYỆN ĐẦU TƯ 2026

Chu kỳ tăng trưởng tiêu dùng mới

Mở rộng thị phần

Thương vụ tiềm năng

Sóng nâng hạng thị trường

MWG



IPO TGDĐ & ĐMX (2026),
BHX (2028)

MSN



Chuyển sàn MCH (2025), tìm kiếm NĐT
chiến lược WCM, MSR (2026-30)

Hiện trong VN30 và dư room nước
ngoài 77%

FRT



IPO Long Châu
(2028-30)

PNJ



DGW



HAX



Nguồn: VNM, SAB, QNS, MCH, CTCK Rong Việt tổng hợp

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	GTKL.BQ 3T (tr.đng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Suất sinh lời kỳ vọng 12 tháng tới %	Sở hữu NN còn lại %	P/E		P/B		ROE Forward	EPS			GTSS/CP			Tăng trưởng 2026	
								2026F	TB 5 năm	2026F	TB 5 năm		2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	Doanh thu % (*)	LNST- CĐCTM % (*)
VNM	126.024	274.745	68.000	60.300	3.800	12,8	49,4	13,3	19,3	3,3	5,3	18,3	4.494	4.222	4.520	15.445	17.807	18.199	5,5	7,1
QNS	17.243	6.010	45.600	46.900	3.500	-2,8	40,8	8,5	8,9	1,5	1,7	22,3	6.467	5.319	5.519	27.206	28.922	31.478	4,1	3,8
SAB	61.691	57.942	55.000	48.100	5.000	14,3	41,4	13,9	22,5	3,0	4,4	14,0	3.291	3.308	3.456	18.150	17.486	16.078	4,6	4,5
MCH	233.743	88.000	N.R	221.200	2.500	N.A	35,0	31,5	14,4	18,2	6,4	28,4	7.378	6.347	7.019	10.720	11.096	12.146	9,0	10,6
MSN	111.046	603.173	97.800	76.800	0	27,3	81,3	21,5	84,6	2,3	4,9	13,7	1.345	2.500	3.393	21.025	29.302	32.695	26,0	35,7
MWG	129.217	580.787	99.600	87.400	1.000	14,0	1,8	16,4	88,9	3,2	3,4	21,5	2.546	4.373	5.327	18.987	22.653	27.486	24,9	21,8
DGW	9.223	67.548	50.900	41.700	1.000	22,1	27,6	14,0	16,6	2,4	3,6	12,0	2.025	2.509	2.972	13.592	15.483	17.388	17,9	18,4
PNJ	33.603	56.391	104.000	98.500	2.000	5,6	0,0	12,8	18,3	1,8	3,3	18,7	6.253	7.071	7.694	50.925	53.514	54.358	8,1	9,8
FRT	26.073	81.631	160.000	153.100	0	4,5	16,5	30,0	N.A	7,5	6,7	20,6	2.331	3.974	5.100	14.032	15.200	20.300	17,3	28,4
HAX	1.117	6.562	10.800	10.400	0	3,8	43,3	78,0	14,0	1,0	1,4	1,0	1.163	8	134	13.875	13.140	13.480	8,0	1.558

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 05/01/2026.

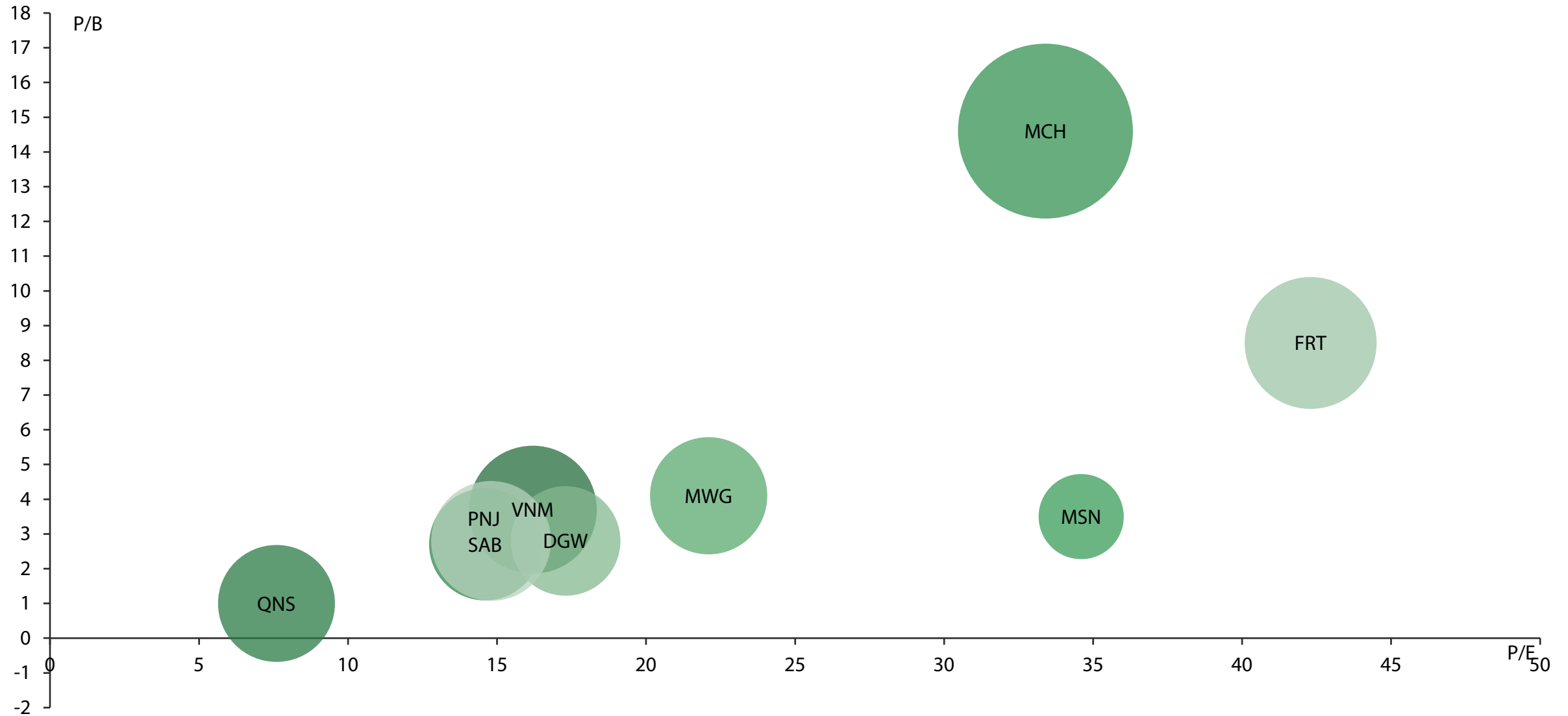
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE, ROA, P/B và P/E forward được tính dựa trên dự phóng LN 2025

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phòng hoặc không có dữ liệu

LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt - Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 05-01-2026

TÍCH LŨY: +19%

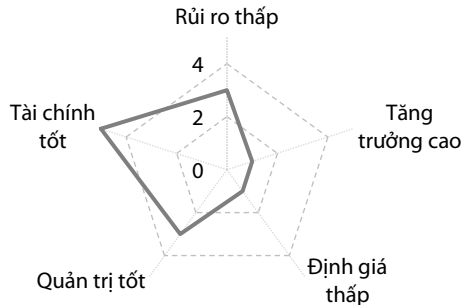
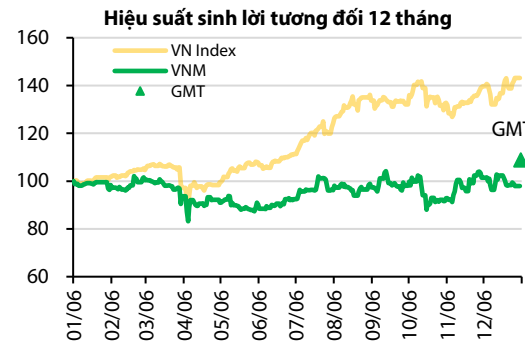
GTT: 60.300

GMT: 68.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (triệu \$)	126.024
SLCPĐLH (triệu CP)	2.090
KLBBQ 3 tháng (nghìn CP)	4.467
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	275
SH NĐTNN còn lại (%)	61,2
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	51,4 - 66,2

Doanh thu (tỷ đồng)	61.783	62.866	66.309
LNST (tỷ đồng)	9.392	8.823	9.446
ROA (%)	17,1	16,0	16,8
ROE (%)	26,0	23,7	24,8
EPS (đồng)	4.494	4.222	4.520
GTSS (đồng)	15.445	17.807	18.199
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.850	4.090	4.150
P/E (x)	14,1	14,5	13,3
P/B (x)	4,1	3,4	3,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thị trường nội địa – bình cũ rượu mới

- Bình cũ đại diện cho các vấn đề cũ của thị trường sữa & VNM – Vị thế quá lớn trong miếng bánh bão hòa. Rượu mới đại diện cho các “các chiến lược mới – [tham khảo trang 15](#)” được VNM liên tục thực hiện năm nay, bao gồm hai cốt lõi cạnh tranh ngành sản xuất: hệ thống phân phối (tái cấu trúc kênh GT), sản phẩm (thay đổi nhận diện toàn bộ bao bì sản phẩm, 600 cửa hàng tự doanh). “Rượu mới” giúp VNM khôi phục thị phần, đặc biệt ở sữa bột nhưng khó thoát khỏi câu chuyện “bình cũ”, dẫn đến doanh thu nội địa tăng trưởng -1,6%/+4,0% YoY cho năm 2025/26F.

Thị trường nước ngoài – tăng tốc tại các khu vực đang phát triển như Trung Đông, châu Phi, Đông Nam Á

- Doanh thu nước ngoài lập đỉnh mới vào Q3-2025, thông qua việc mở rộng sang các thị trường châu Á, châu Phi, đặc biệt các nước đang phát triển – nơi mà sự hiện diện của các nhà SX sữa lớn chưa cao và các sản phẩm VNM phù hợp về công dụng sản phẩm (sữa đặc, sữa bột) và giá bán hợp lý. Về Đông Nam Á, VNM vừa nhận được hỗ trợ của Chính phủ trong đề án đẩy mạnh xuất khẩu sang Campuchia, vừa hưởng lợi từ nhu cầu nhập hàng Campuchia từ Việt Nam tăng đột biến liên quan đến xung đột Thái – Cam. Tăng trưởng doanh thu nước ngoài dự phóng +11,2% năm 2026.

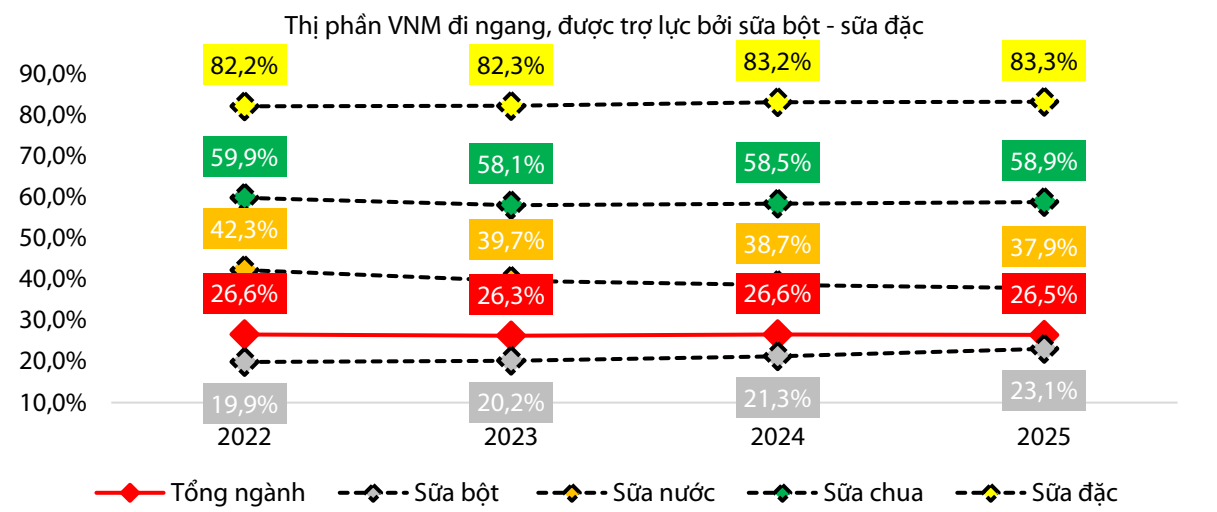
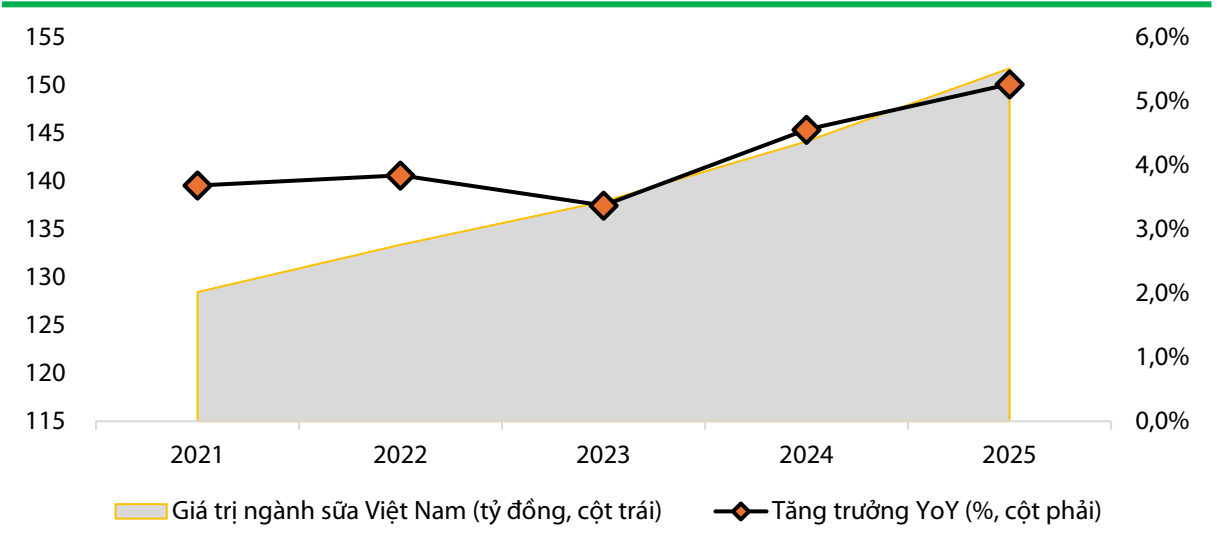
Biên lợi nhuận ròng cải thiện (14,2%, +200bps YoY) nhờ giá bột sữa giảm và tỷ trọng doanh thu xuất khẩu tăng

- Về phía cung sữa bột nguyên liệu: Nguồn cung dự báo tăng, đặc biệt ở New Zealand (quốc gia sản xuất & xuất khẩu bột sữa lớn nhất thế giới), nhờ thời tiết thuận lợi giúp bò cho sản lượng tốt và các nhà sản xuất sữa lớn như Fonterra cam kết giá sữa thu mua tốt với nông dân.
- Về phía cầu, dự báo nhu cầu tiêu thụ sữa tại các thị trường chính bị trì trệ, cụ thể (1) chi tiêu ẩm đạm tại Trung Quốc (quốc gia tiêu thụ & nhập khẩu bột sữa lớn nhất thế giới), và (2) các biện pháp siết chặt kiểm soát nhập khẩu, hướng đến nâng cao năng lực SX nội địa tại Algeria, quốc gia châu Phi nhập khẩu bột sữa lớn thứ 3 thế giới.

Bên cạnh triển vọng phục hồi lợi nhuận, tỷ suất cổ tức tốt (6,1%/năm) và câu chuyện nâng hạng thị trường (thu hút dòng tiền ngoại) có thể hỗ trợ tăng giá cổ phiếu.

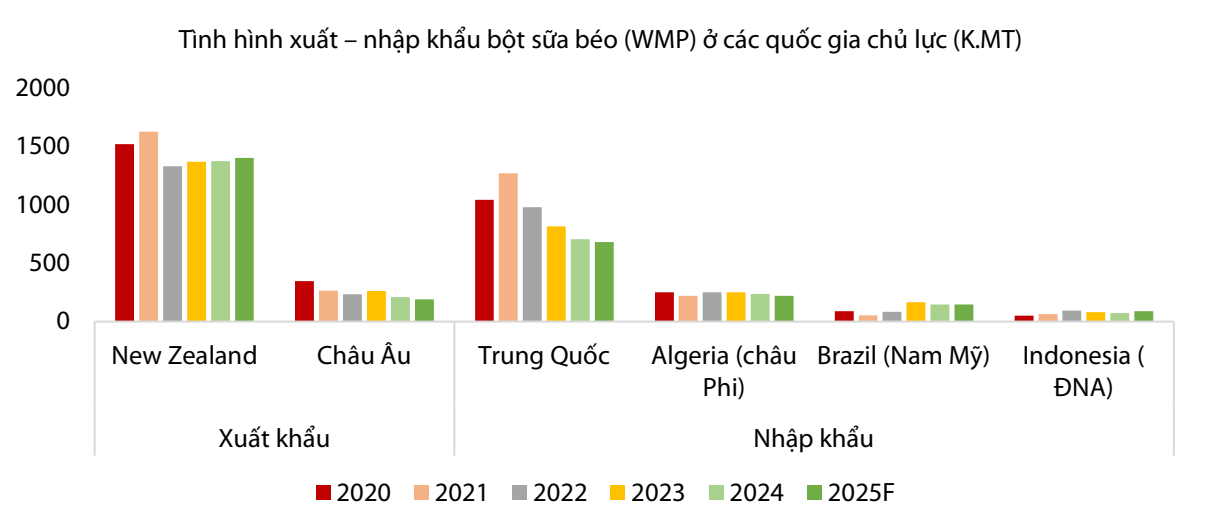
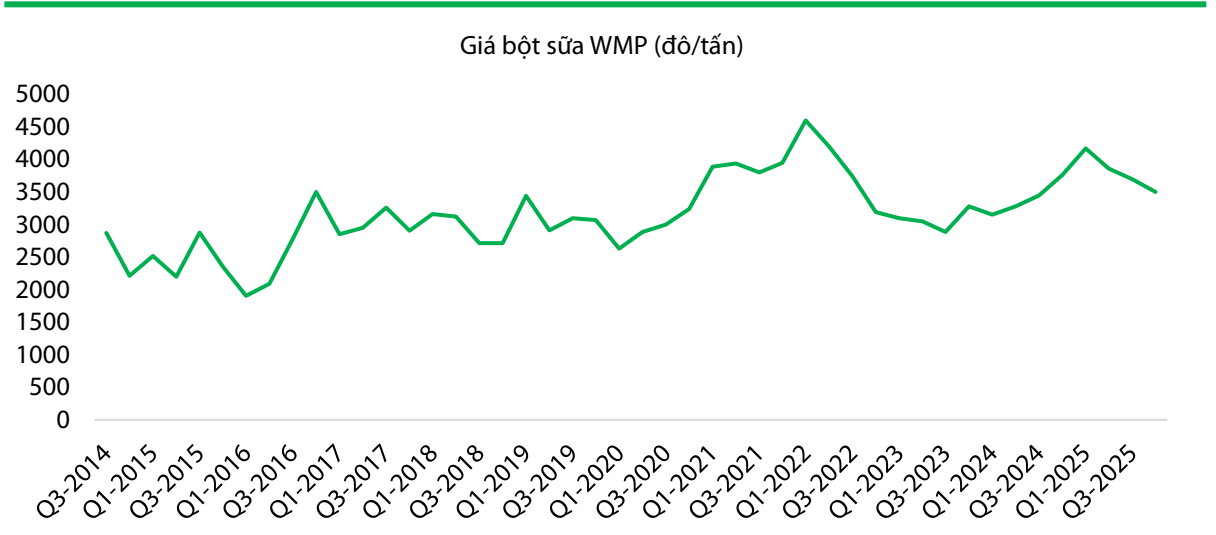
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ: Mảng mới như thịt bò Vinabeef có KQKD ấn tượng, nhưng rủi ro này là thấp do thị trường bò/heo mát chưa phù hợp tăng trưởng ở VN

Thị phần VNM sụt giảm dần trong bức tranh nội địa ẩm ậm



Nguồn: Euromonitor, Bloomberg, USDA, CTCK Rồng Việt

Cung vượt cầu đẩy giảm giá bột sữa nguyên liệu từ Q2-2025



Bảng chỉ số tài chính của VNM qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	61.783	62.866	66.309	68.981
Sửa nội địa	50.799	49.998	52.000	53.615
Xuất khẩu	5.664	7.447	8.519	9.156
Cty Con tại nước ngoài	5.319	5.422	5.789	6.210
Tăng trưởng YoY (%)				
Doanh thu	2,3%	1,8%	5,5%	4,0%
LNST Cty Mẹ	5,8%	-6,1%	7,1%	2,0%
Khả năng sinh lời (%)				
Biên LN gộp	41,4%	41,5%	41,6%	41,3%
Biên LN ròng	15,2%	14,0%	14,2%	14,0%
ROE	26,0%	23,7%	24,8%	24,8%
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng vay/VCSH	25,6%	25,3%	24,4%	21,7%

Bảng tổng hợp định giá VNM

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VNM (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm, WACC: 10,2%, Exit EVEBITDA 10,5x)	50%	63.500
PE (EPS 2025F, PE 16,0x)	50%	72.300
Tổng VNM	100%	68.000
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		3.800
P/E mục tiêu 2026F		15,0

Bảng định giá VNM chi tiết theo phương pháp PE

EPS (đồng)	P/E						
		14,0	15,0	16,0	17,0	18,0	
	2025F	4.222	59.106	63.328	67.550	71.771	75.993
	2026F	4.520	63.279	67.799	72.319	76.839	81.359

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của VNM bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA					
	7,5		8,5	9,5	10,5	11,5
	7,2%	58.439	62.478	66.518	70.557	74.596
	8,2%	56.512	60.368	64.224	68.081	71.937
	9,2%	54.683	58.365	62.048	65.731	69.413
	10,2%	52.944	56.463	59.981	63.500	67.018
	11,2%	51.291	54.654	58.017	61.381	64.744
	12,2%	49.719	52.935	56.151	59.367	62.583
	13,2%	48.223	51.299	54.376	57.452	60.528

TRUNG LẬP: +5%

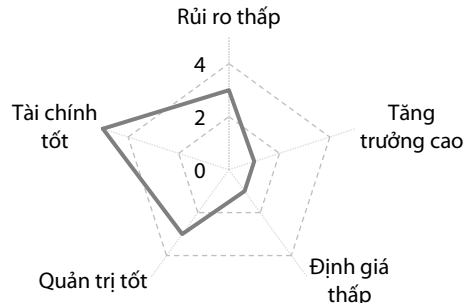
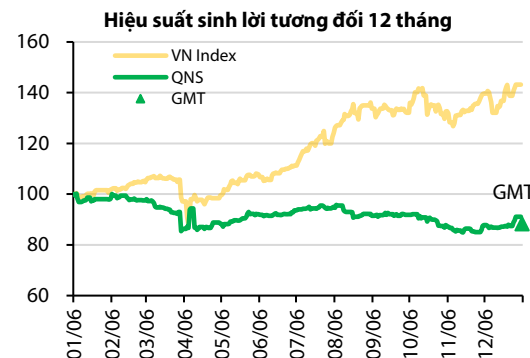
GTT: 46.900

GMT: 45.600

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (triệu \$)	17.243
SLCPĐLH (triệu CP)	368
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)	132
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	6
SH NĐTNN còn lại (%)	47,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	43,0 – 51,9

Doanh thu (tỷ đồng)	10.243	10.200	10.623
LNST (tỷ đồng)	2.377	1.956	2.029
ROA (%)	17,2	14,0	13,3
ROE (%)	23,8	18,4	17,5
EPS (đồng)	6.467	5.319	5.519
GTSS (đồng)	27.206	28.922	31.478
Cổ tức tiền mặt (đồng)	4.000	3.500	3.500
P/E (x)	7,7	8,8	8,5
P/B (x)	1,8	1,6	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Bệ đỡ “sữa đậu nành” vững chắc qua từng năm, nhưng không còn dư địa tăng trưởng cao

- Thị phần sữa đậu nành Vinasoy dự kiến cải thiện nhẹ 50bps, lên 92,5% năm 2026 nhờ sản phẩm chủ lực “Fami” và các sản phẩm cao cấp mới “FamiGold & Greensoy” (+60% YoY về sản lượng trong 10T-2025). Với bối cảnh chi phí không nhiều thay đổi (giảm giá đậu nành đầu vào bù đắp tăng chi phí chiết khấu), tăng trưởng LNST tương tự doanh thu +2,0-3,0% YoY, hàm ý mỏng đi vào pha bão hòa.

Năng lực kiểm soát đường lỏng siro ngô và đường mía nhập lậu của Chính phủ là nhân tố quyết định tăng trưởng mảng đường

- Đường lỏng siro ngô, đường mía nhập lậu đang tăng nhanh thị phần 2 năm qua, lần lượt ở mức 12,0% & 32,6% theo ước tính chúng tôi, khiến QNS phải hy sinh giá đường An Khê (-17,6% YoY) nhằm tăng cạnh tranh và duy trì sản lượng. Trong 2025, sản lượng tiêu thụ đường ước đạt 230 nghìn tấn (+9,6% YoY) nhưng doanh thu chỉ đạt 3.697 tỷ đồng (-6,2% YoY).
- Chúng tôi kỳ vọng nhà điều hành sẽ có biện pháp quản lý đường lỏng siro ngô và đường mía nhập lậu chặt chẽ hơn trong năm 2026. Nhờ đó, giá đường dự phóng tăng nhẹ sv mức hiện tại (~2,0% YoY) và phù hợp với kế hoạch vùng trồng/sản lượng tham vọng từ QNS, lần lượt 36,5 nghìn ha (+4,5 nghìn ha YoY) hay 2,3 triệu Tấn mía/ngày (+0,2 triệu TMN YoY).

Tỷ suất cổ tức tiền mặt cao phù hợp cho NĐT có khẩu vị rủi ro thấp

- QNS có tỷ suất cổ tức dao động trong khoảng 6,3 - 11,0%/năm trong 5 năm gần đây. Tỷ suất cổ tức tiền dự kiến 12 tháng tới là 10,0%, cao hơn lãi suất tiền gửi hiện tại (6,0%/năm).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sự thâm nhập mạnh mẽ hơn của đường lỏng siro ngô (chiếm 12% tiêu thụ đường Việt Nam chỉ trong 2 năm)
- Độ hiệu quả trong siết chặt đường lậu từ Chính phủ ở mức thấp

Giá đường nội địa giảm ~18% YoY do nguồn cung tăng năm 2025 từ cả nội địa, đường nhập lậu từ Thái Lan (thời tiết thuận lợi), đường lỏng siro ngô

2020/21

2021/22

2022/23

2023/24

2024/25

2025-26

SX đường mía Việt Nam						
Diện tích mía thu hoạch (nghìn ha)	152,9	146,9	145,6	163,0	189,4	201,3
Sản lượng mía ép (triệu tấn)	6,7	7,5	9,6	11,2	12,4	13,3
Sản lượng đường (triệu tấn)	0,7	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4
Tăng trưởng YoY (%)		8,8%	19,0%	23,6%	14,3%	8,2%
Năng suất đường (tấn/ha)	4,5	5,1	6,1	6,7	6,8	6,8

Tiêu thụ đường Việt Nam (triệu tấn)						
Tổng số	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7
Tăng trưởng YoY (%)		9,8%	4,4%	4,6%	4,0%	4,0%

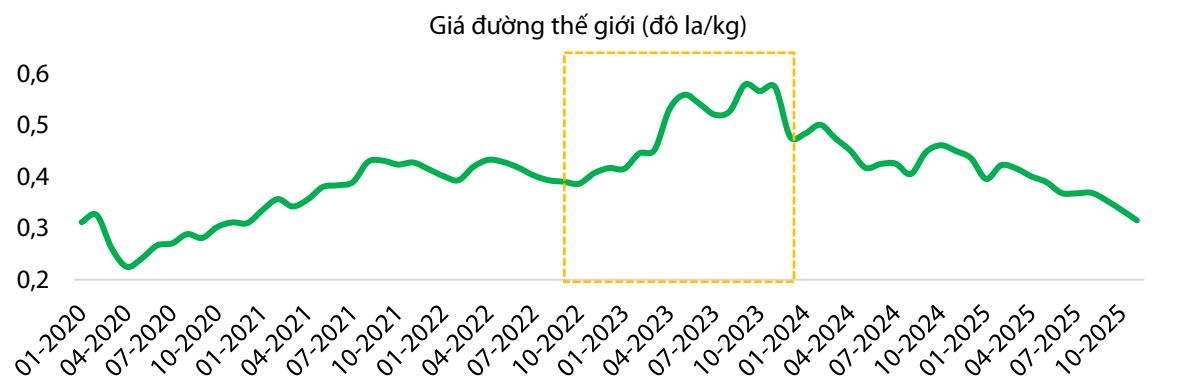
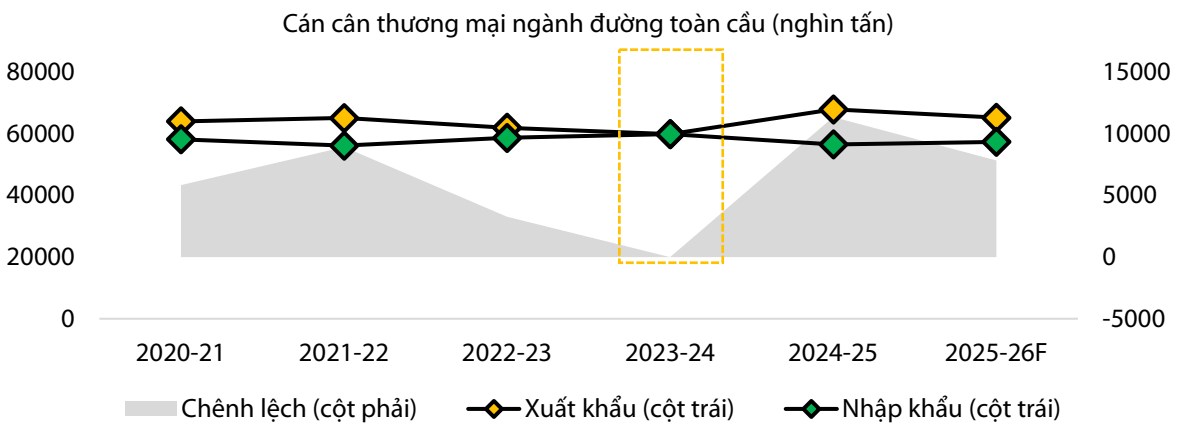
Nhập khẩu đường lỏng siro ngô (nghìn tấn)						
Tổng số	164,1	185,0	N.A	241,5	139,9 (7T)	N.A
Tăng trưởng YoY (%)				+8,7%	-2,6%	

Nhập khẩu đường lậu Việt Nam (triệu tấn)						
Tổng số (chủ yếu nhập từ Lào, Campuchia có nguồn gốc Thái Lan)	0,4	0,7	0,6	0,8	N.A	N.A
Tăng trưởng YoY (%)		67,5%	-10,4%	+39,8%		

Các văn bản Chính phủ về vấn đề nhập lậu liên tục được ban hành nửa cuối 2025, kỳ vọng giúp hoạt động siết chặt đường lậu dần hiệu quả từ 2026. (Chỉ thị số 13, 30/CT-TTg, Công văn số 11554/VPCP-V.I.)

Nguồn: Hiệp hội mía đường Việt Nam, CTCK Rông Việt

Tham chiếu đến giá đường thế giới, khó có xác suất tăng do cung-cầu tiếp tục thặng dư cao



ĐIỂM NHẤN 2026

- Giá Ethanol thấp khiến các nhà máy đường không nhiều động lực cắt giảm sản lượng đường, đặc biệt tại Brazil, Ấn Độ.
 - Ấn Độ có kế hoạch nới lỏng lệnh cấm xuất khẩu đường với 1.500 nghìn tấn (~40% lượng xuất 2025) được cho phép xuất năm 2026.

Bảng chỉ số tài chính của QNS qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25E	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.243	10.200	10.623	11.448
Sữa	4.174	4.614	4.778	5.044
Đường	3.939	3.697	3.968	4.615
Biomass	358	375	431	478
Khác	1.772	1.515	1.446	1.311
Tăng trưởng YoY (%)				
Doanh thu	2,2%	-0,4%	4,1%	7,8%
LNST Cty Mẹ	8,8%	-17,7%	3,8%	1,3%
Khả năng sinh lời (%)				
Biên LN gộp	34,0%	33,5%	34,4%	33,7%
Biên LN ròng	23,2%	19,2%	19,1%	17,9%
ROE	23,8%	18,4%	17,5%	16,4%
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng vay/VCSH	27,1%	21,6%	23,1%	26,0%

Bảng tổng hợp định giá QNS

Bảng định giá QNS chi tiết theo phương pháp PE

Đơn vị: đồng/cổ phiếu	2026F
Đường (P/E 7,6x)	14.060
Sữa (P/E 10,0x)	26.117
Khác (Thành Phát, Điện sinh khối) (P/E 5,0x)	5.287
Tổng QNS	45.600
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)	3.000
P/E mục tiêu 2026F	8,3

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của QNS bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA					
	3,0		4,0	5,0	6,0	7,0
	8,4%	48.250	54.044	59.838	65.632	71.425
	9,4%	47.199	52.780	58.360	63.941	69.522
	10,4%	46.193	51.570	56.947	62.324	67.701
	11,4%	45.229	50.411	55.594	60.777	65.959
	12,4%	44.304	49.301	54.298	59.295	64.292
	13,4%	43.418	48.238	53.057	57.877	62.696
	14,4%	42.568	47.218	51.868	56.517	61.167

MUA: +23%

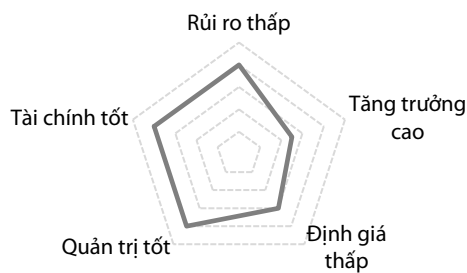
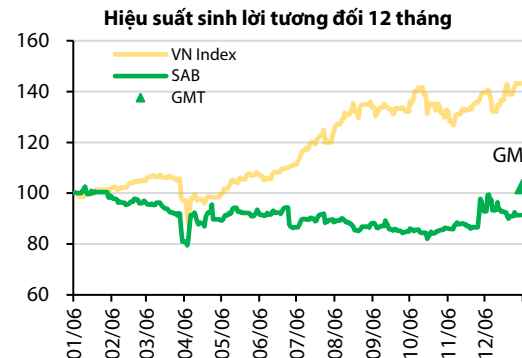
GTT: 48.100

GMT: 55.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025E 2026F



Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	64.769
SLCPĐLH (triệu CP)	1.283
KLBBQ 3 tháng (nghìn CP)	1.133
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	55
SH NĐTNN còn lại (%)	41
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	41,5 – 58,1

Doanh thu (tỷ đồng)	31.782	26.867	28.102
LNST (tỷ đồng)	4.330	4.243	4.432
ROA (%)	13,3	14,4	16,0
ROE (%)	18,4	18,9	21,5
EPS (đồng)	3.291	3.308	3.456
GTSS (đồng)	18.150	17.486	16.078
Cổ tức tiền mặt (đồng)	5.000	5.000	5.000
P/E (x)	16,9	14,8	13,9
P/B (x)	3,1	2,8	3,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng ngành bia dự kiến hồi phục 2025 nhờ các sự kiện khách quan

- Mùa Tết:** Tết Nguyên Đán 2026 đến muộn (giữa T2) và 2027 đến sớm (đầu T2) hỗ trợ tích cầu cho giai đoạn đầu và cuối năm 2026, khi các đại lý/ cửa hàng/ chợ/ siêu thị thường nhập hàng trước 1–1,5 tháng để phục vụ cho nhu cầu trong đợt cao điểm. Trong 2025, doanh số SAB sụt giảm một phần do chủ động giảm lượng hàng bán qua kênh sell-in để các điểm bán và đại lý có thể lưu thông lượng hàng tồn đã nhập trước đó, tránh tích hàng và chuẩn bị cho giai đoạn nhập hàng mới cho mùa lễ hội cuối năm. Đồng thời, doanh nghiệp chuẩn bị sản phẩm với bao bì mới cho mùa Tết 2026, là thương hiệu ra sản phẩm Tết sớm trong năm nay (đã bắt đầu ra hàng từ T10-11/2025), và các đại lý bắt đầu nhập hàng mới trở lại.
- Sự kiện thể thao World Cup** diễn ra xuyên suốt mùa hè (T6-7) góp phần kích thích tiêu thụ bia; **Phản ứng của người tiêu dùng với Nghị định 168/2024** bớt gay gắt hơn giai đoạn đầu; **2026 là năm cuối cùng** trước khi ngành bia chịu cú sốc nhu cầu có thể giảm mạnh bởi tác động của **lộ trình tăng thuế TTĐB mỗi năm 5% từ 2027**.

Giá NVL rẻ hơn, cải thiện biên LN gộp: SAB đã chốt giá NVL (mạch nha, gạo, hoa bia) và hợp đồng (lon nhôm) cho 2025 – 2026 vào đầu 2025 với mức giá rẻ hơn nhiều so với giai đoạn đỉnh 2021 – 2022 sau khi sử dụng hết hoàn toàn. Mặt khác, giá mạch nha đã giảm mạnh từ T10/2025 về ~250 USD/tấn (-26% YoY), bằng mức đầu giai đoạn COVID. [\(Tham khảo phụ lục\)](#)

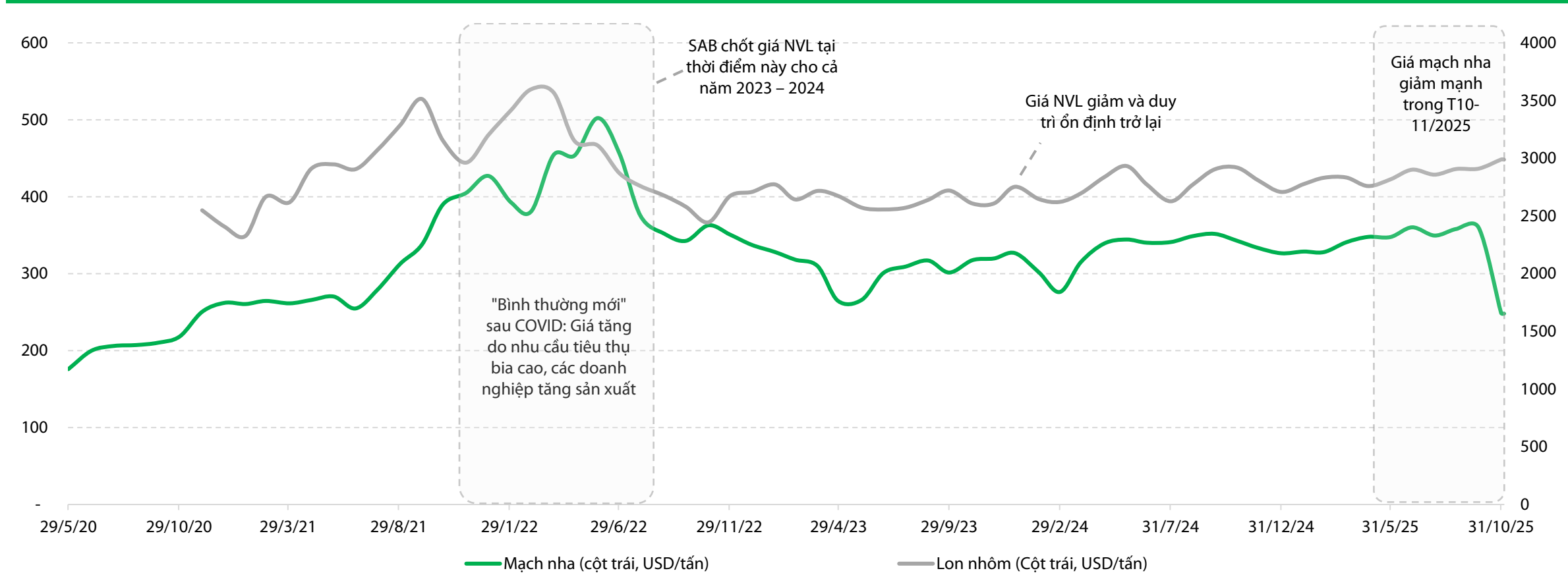
Lợi ích sau M&A: Tích hợp mạng lưới phân phối và đội ngũ bán hàng hiện có của SBB để khai thác tệp khách hàng ở phân khúc thấp hơn (lower mainstream), ngoài phục vụ nhóm khách hàng phổ thông (mainstream) và cận cao cấp (mass-premium); Tiết kiệm một phần chi phí: 1/ Lon nhờ hoạt động tái chế tại nhà máy SBB và 2/ Tận dụng NVL dư cho dòng sản phẩm của SBB.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá:** Từ 1/ Thị phần bia của SAB không duy trì được như kỳ vọng nếu cạnh tranh gay gắt từ các hãng bia ngoại; 2/ Khả năng điều chỉnh giá bán thấp hơn kỳ vọng nếu người tiêu dùng phản ứng mạnh với việc tăng giá.
- Rủi ro tăng giá:** Từ 1/ SAB có thể tái cấu trúc kênh phân phối nhằm giảm bớt khâu trung gian giúp tiết kiệm, kiểm soát chi phí và tập trung hơn vào kênh MT phù hợp với xu hướng tiêu dùng hiện đại; 2/ Thương vụ tiềm năng nếu SCIC bán vốn cho nhà đầu tư chiến lược (theo lộ trình bán vốn DN của SCIC 2021-25, hiện đang nắm 36% SAB).

Trong khi giá nhôm thế giới đang có xu hướng tăng nhẹ (SAB đã phòng ngừa biến động giá mua vào từ đầu 2025), giá mạch nha thế giới đột ngột giảm mạnh từ T10 – T11/2025 về 248 USD/tấn (-26% YoY, dữ liệu lấy từ Bloomberg), về bằng mức giá mạch nha đầu giai đoạn COVID. Nguyên nhân chính đến đến từ cầu mạch nha giảm trên toàn cầu trong khi cung do tiêu thụ bia giảm đang là xu hướng chung của các quốc gia, đặc biệt ở những nước có mức tiêu thụ đầu người cao như Mỹ, Trung Quốc, và Việt Nam.

Biến động giá nguyên vật liệu mạch nha và lon nhôm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng chỉ số tài chính của SAB qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25E	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	31.872	26.867	28.102	26.954
Bia	28.083	25.458	26.654	25.557
Nguyên vật liệu	3.715	1.273	1.333	1.278
Khác	75	136	115	119
Tăng trưởng YoY (%)				
Doanh thu	4,6%	-15,7%	4,6%	-4,1%
LNST Cty Mẹ	6,4%	-2,0%	4,5%	-9,3%
Khả năng sinh lời (%)				
Biên LN gộp	29,2%	32,0%	33,4%	33,2%
Biên LN ròng	13,6%	15,8%	15,8%	14,9%
ROE	17,7%	18,9%	21,5%	21,9%
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng vay/VCSH	1,7%	0,7%	0,8%	0,9%

Bảng tổng hợp định giá SAB

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ SAB (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm; WACC 11,9%; Exit EVEBITDA 10,5x)	50%	50.953
EVEBITDA (2026F; 10,5x)	50%	59.565
Tổng SAB	100%	55.000
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		5.000
P/E mục tiêu 2026F		15,9

Bảng định giá SAB chi tiết theo phương pháp EV/EBITDA

EBITDA (tỷ đồng)	EV/EBITDA						
			8,5	9,5	10,5	11,5	12,5
	2025F	4.893	47.447	51.262	55.077	58.892	62.707
	2026F	5.576	50.870	55.217	59.565	63.912	68.260

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của SAB bằng phương pháp DCF

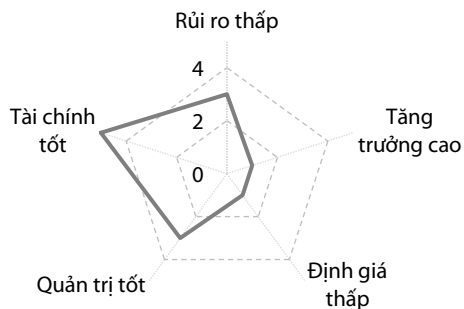
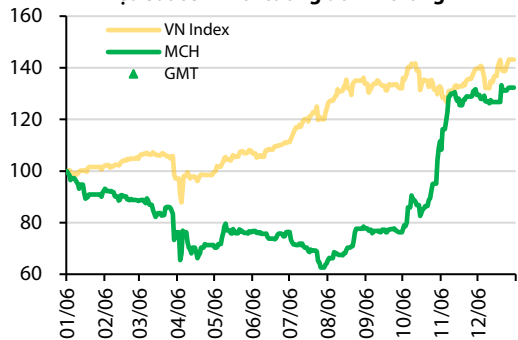
WACC	Exit EV/EBITDA					
	8,5		9,5	10,5	11,5	12,5
	10,0%	48.276	50.803	53.331	55.858	58.385
	11,0%	47.245	49.680	52.116	54.551	56.986
	12,0%	46.257	48.605	50.953	53.300	55.648
	13,0%	45.311	47.575	49.839	52.103	54.367
	14,0%	44.404	46.588	48.772	50.956	53.139

QUAN SÁT

GTT: 221.200

GMT: N.A

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (triệu \$)	233.743
SLCPĐLH (triệu CP)	1.057
KLBBQ 3 tháng (nghìn CP)	468
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	88
SH NĐTNN còn lại (%)	22,2
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	101,8 – 230,0

TÀI CHÍNH

	2024A	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	30.897	30.274	32.991
LNST (tỷ đồng)	7.797	6.707	7.418
ROA (%)	23,0	24.5	25,4
ROE (%)	68,8	57.2	57,8
EPS (đồng)	7.378	6.347	7.019
GTSS (đồng)	10.720	11.096	12.146
Cổ tức tiền mặt (đồng)	22.300	2.500	2.500
P/E (x)	24,3	35,0	31,5
P/B (x)	16,7	20,0	18,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khoác áo mới cho kênh phân phối truyền thống bằng chiến lược “subprime” ([tham khảo trang 15](#))

- MCH chấp nhận hy sinh doanh thu/LNTT & lãi vay 2025 (-2,0%/-5,1% YoY) để thực hiện tái cấu trúc kênh phân phối truyền thống (hoàn tất T9-2025) nhằm hai mục đích trung dài hạn (1) thay đổi phù hợp với bối cảnh giao thời trong kênh – giảm phụ thuộc hệ thống sỉ không chuẩn chỉnh quy trình hoạt động/đóng thuế, (2) dễ dàng tung sản phẩm mới/ngành mới lan tỏa các hệ thống nhanh hơn vì đã loại bỏ các chủ thể trung gian e ngại nhập các loại hàng này. Qua đó, doanh thu/lợi nhuận sau thuế của MCH năm 2026 phục hồi từ nền thấp cùng kỳ, +10,0% YoY.
- MCH vẫn trên đà “Go global” hiệu quả với tăng trưởng doanh thu mảng đạt 35,8% YoY trong 9T-2025, tuy nhiên vẫn đóng góp thấp cho tổng doanh thu MCH (~5,0%).

Triển vọng hồi phục tăng trưởng đã phản ánh đầy đủ trong đà tăng giá cổ phiếu 6 tháng qua

- Câu chuyện chuyển sàn từ UpCOM sang HOSE của MCH vào ngày 25-12-2025 có thể hỗ trợ giá cổ phiếu ngắn hạn nhưng do mức giá này đã tăng ~75,0% trong nửa cuối 2025, tương ứng PE trailing 32,6x, PE forward 2025/26F 31,0/28,3x đều cao hơn đáng kể so với trung bình 5 năm 11,9x, trung bình ngành 21,0x; hàm ý định giá cổ phiếu hiện tại không còn hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 (9,0-10,0% YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

Mảng mới như nước uống/chăm sóc cá nhân, gia đình được lan tỏa mạnh nhờ chiến dịch Subprime (*).

(*) Subprime: Chiến dịch Retail Supreme của Masan Consumer (MCH) là mô hình phân phối trực tiếp đến hàng trăm nghìn điểm bán lẻ truyền thống thay vì mô hình phụ thuộc nhiều vào hệ thống sỉ, giúp kiểm soát dữ liệu thực tế, trưng bày, giá bán và đẩy mạnh sản phẩm mới.

Bảng chỉ số tài chính của MCH qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25E	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	30.897	30.274	32.991	35.510
Gia vị	11.198	10.523	11.173	11.755
Thực phẩm tiện lợi	9.155	8.721	9.079	9.675
Cà phê	1.770	1.817	2.016	2.142
Nước uống	5.247	4.840	5.080	5.328
Chăm sóc cá nhân/gia đình	1.808	1.967	2.876	3.428
Khác (chủ yếu xuất khẩu)	1.719	2.406	2.767	3.183
Tăng trưởng YoY (%)				
Doanh thu	9,4%	-2,0%	9,0%	7,6%
LNST Cty Mẹ	10,8%	-14,0%	10,6%	7,2%
Khả năng sinh lời (%)				
Biên LN gộp	46,6%	46,1%	46,1%	46,0%
Biên LN ròng	25,2%	22,2%	22,5%	22,4%
ROE	68,8%	57,2%	57,8%	54,9%
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng vay/VCSH	95,6%	101,0%	88,0%	70,4%

Bảng tổng hợp định giá MCH

Bảng định giá MCH chi tiết theo phương pháp PE

EPS (đồng)	P/E						
			19,0	20,0	21,0	22,0	23,0
	2025F	6.378	121.188	127.567	133.945	140.323	146.702
	2026F	7.055	134.036	141.091	148.145	155.200	162.255

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của MCH bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA						
			13,0	14,0	15,0	16,0	17,0
	5,4%	112.433	119.791	127.149	134.507	141.865	
	5,9%	109.863	117.049	124.234	131.420	138.606	
	6,4%	107.362	114.381	121.399	128.418	135.437	
	6,9%	104.929	111.785	118.641	125.497	132.353	
	7,4%	102.562	109.260	115.958	122.656	129.354	
	7,9%	100.258	106.802	113.347	119.891	126.435	
	8,4%	98.016	104.410	110.805	117.200	123.595	

MUA: +27%

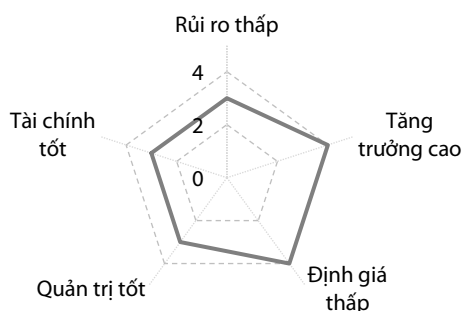
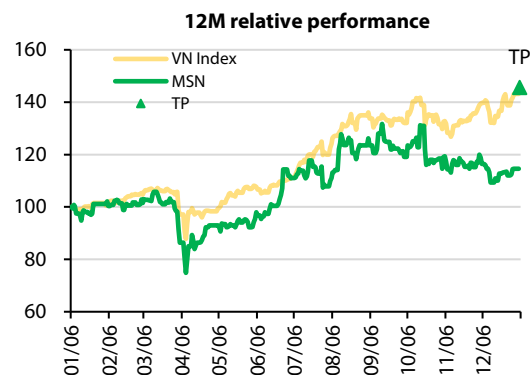
GTT: 76.800

GMT: 97.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBBQ 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Bán lẻ
111.046
1.446
7.499
603
77.0
50,3 – 94,0

Doanh thu (tỷ đồng)
LNST (tỷ đồng)
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x)
P/B (x)

83.178
1.999
1,4
4,9
1.345
21.025
-
52,0
3,3

82.768
3.801
3,0
8,5
2.500
29.302
-
30,8
2,6

104.272
5.160
3,8
10,4
3.393
32.695
-
22,6
2,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các mảng kinh doanh trụ cột duy trì tăng trưởng

- Ở mảng tiêu dùng, LNST của MCH (MSN sở hữu 66,0%) dự phóng tăng trưởng 10,1% so với lợi nhuận năm 2025 sau khi hoàn tất quá trình “subpreme” ([Tham khảo trang 15](#))
- Ở mảng phi tiêu dùng, LNST của TCB (MSN sở hữu 19,9%) dự phóng tăng trưởng 25,0% so với LNST năm 2025 nhờ hệ sinh thái khách hàng toàn diện và đặc thù trong lĩnh vực BĐS. Chúng tôi kỳ vọng TCB được tái định giá (tăng) sẽ hỗ trợ cho tăng định giá chung MSN.

Các mảng mới chuyển sang pha kinh doanh “sinh lời” từ 2025 như MML, WCM. PLH trong khi MSR giảm lỗ sau thương vụ thoái vốn H.C. Starck

- MML duy trì LNST tương tự 2025, dự phóng đạt 650-700 tỷ đồng nhờ (1) giá thịt heo duy trì mức tương đương năm 2025, (2) chuyển dịch sang phân khúc có biên LN tốt hơn – thịt chế biến so với thịt trang trại.
- Thiên thời địa lợi nhân hòa ngành minimart bách hóa ([Tham khảo trang 16](#)) đi kèm công thức sinh lời đã hình thành từ năm 2025, WCM dự kiến tăng tốc cả về mạng lưới cửa hàng (+1.000 cửa hàng năm 2026) và tăng trưởng doanh số cửa hàng cũ (SSSG) (10-12% YoY từ Q1-2024 tới nay). Qua đó, LNST dự phóng đạt 1.100 tỷ đồng (+191% YoY), với biên LN ròng duy trì cao từ Q2-2025, ~2,0%.
- Khoản lỗ của MSR thu hẹp còn ½ mức lỗ của 2025 trong năm 2026 (-54 tỷ đồng) nhờ giá đầu ra (đồng, vonfram) duy trì cao từ nhu cầu kim loại hiếm tăng mạnh, giảm thiểu rủi ro đứt gãy HĐKD từ thiếu mìn (đã sắp xếp đủ mìn từ Q2-2025) và khó khăn pháp lý cho khai thác mỏ Núi Pháo (khoảng 28 triệu tấn quặng dưới lòng đất đã được cấp phép khai thác với mô hình khai thác kết hợp lộ thiên và hầm lò khi trước đây chỉ cho phép khai thác lộ thiên).

CP tài chính lớn (~8.000 tỷ đồng/năm) dự kiến giảm dần về mức 6-7.000 tỷ đồng/năm từ 2025 nhờ sắp xếp các khoản vay USD có lãi suất tốt & HĐKD công ty con hiệu quả hơn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

Những lo ngại về các khoản thoái vốn các cổ đông nước ngoài khiến giá cổ phiếu chưa thể mở van “tăng trưởng” hợp kỳ vọng.

Bảng chỉ số tài chính của MSN qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	83.178	82.768	104.272	116.464
MCH	30.897	30.274	32.991	35.510
WCM	32.964	39.617	57.694	65.929
MML	7.650	9.114	10.386	11.704
MSR	14.336	7.133	7.753	8.441
Phúc Long	1.621	1.913	2.104	2.314
Khác	-4.291	-5.283	-6.656	-7.434
Tăng trưởng YoY (%)				
Doanh thu	6,3%	-0,5%	26,0%	11,7%
LNST Cty Mẹ	377,4%	90,2%	35,7%	29,2%
Khả năng sinh lời (%)				
Biên LN gộp	29,6%	32,0%	30,7%	30,4%
Biên LN ròng	2,4%	4,6%	4,9%	5,7%
ROE	4,9%	8,5%	10,4%	11,8%
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng vay/VCSH	160,8%	138,8%	127,5%	111,8%

Bảng tổng hợp định giá MSN

Đơn vị: tỷ đồng	Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Lợi ích kinh tế của MSN	2026F
Masan Consumer (MCH)	EVEBITDA	13,0	65,7%	71.857
WinCommerce (WCM)	DCF	WACC 12,0%, Exit EVEBITDA 14,0x (ngang Alfamart)	85,4%	36.945
Masan Meat Life (MML)	EVEBITDA	9,0	91,2%	8.673
PhucLong Heritage (PLH)	PE	12,0	85,0%	2.777
Other SHERPA (Mobicast, WinEco...)	Cost			3.248
Masan High-techs (MSR)	EVEBITDA	4,0	94,9%	8.600
Techcombank	Theo định giá mục tiêu của CVPT ngành Ngân hàng		19,7%	57.934
Công ty liên kết khác (Cholimex, Vissan)	Cost			2.540
Các khoản đầu tư góp vốn khác (Trusting Social, Nyobolt)	Cost			1.721
Giá trị doanh nghiệp				194.295
- Nợ vay ròng				46.351
Giá trị vốn chủ sở hữu				147.944
Số lượng cổ phần (triệu cổ)				1.513
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				97.800
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)				0
PE mục tiêu 2026F				29,0

MUA: +15%

GTT: 87.400

GMT: 99.600

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F

Ngành

Bán lẻ

Vốn hóa (triệu \$)

129.217

SLCPĐLH (triệu CP)

1.478

KLBBQ 3 tháng (nghìn CP)

7.076

GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)

581

SH NĐTNN còn lại (%)

BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

45,75 – 90,00

Doanh thu (tỷ đồng)

134.341

158.911

198.478

LNST (tỷ đồng)

3.722

6.465

7.876

ROA (%)

5,3

7,8

7,7

ROE (%)

13,4

19,4

18,5

EPS (đồng)

2.546

4.373

5.327

GTSS (đồng)

18.987

22.653

27.486

Cổ tức tiền mặt (đồng)

1.000

1.000

1.000

P/E (x)

24,0

20,2

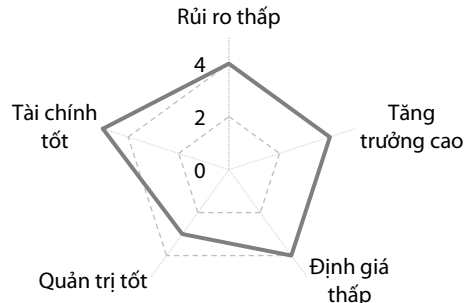
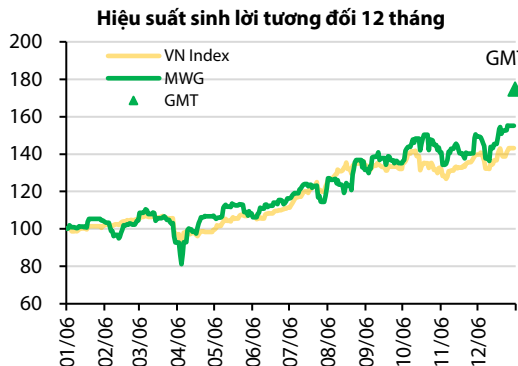
16,4

P/B (x)

3,2

3,9

3,2



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khôi phục thị phần ngành bán lẻ điện tử mạnh với hệ thống cửa hàng tinh gọn hơn

- MWG thực hiện nhiều chiến lược tiêu biểu – tiêu chuẩn mới của ngành: familyship với hãng, trả chậm 0%, dịch vụ hậu mãi lắp đặt/vệ sinh, kéo khoảng cách giá bán về gần đối thủ cạnh tranh (chuỗi khác, TMĐT) dựa trên một hệ thống cửa hàng tinh gọn trong chi phí vận hành (số lượng/lương nhân viên, chi phí thuê nhà) & chi phí khấu hao (chỉ giữ lại cửa hàng cũ còn khấu hao ít) ([Tham khảo trang 24, 25](#)). Qua đó, giúp doanh thu/ lợi nhuận trước thuế và lãi vay của TGDĐ & ĐMX tăng trưởng cao trong năm 2025 (+18,5%/+31,7% YoY), dự kiến tiếp diễn 2026 (+10,7%/+8,6% YoY).

Thiên thời – địa lợi – nhân hòa ngành minimart bách hóa kéo BHX vào pha tăng trưởng mạnh

- Thiên thời địa lợi nhân hòa ngành minimart bách hóa ([Tham khảo trang 16](#)) đi kèm công thức sinh lời đã hình thành từ năm 2025, BHX dự kiến tăng tốc cả về mạng lưới cửa hàng (+1.000 cửa hàng năm 2026) và tăng trưởng SSSG cửa hàng cũ (10,0% YoY). Qua đó, LNST năm 2026 đạt 1.651 tỷ đồng (+116% YoY), với biên LN rộng duy trì cao từ Q2-2025, ~2,2%.

Nhờ lợi thế quy mô, hoạt động đầu tư tiền gửi/trái phiếu dự kiến gia tăng (+26,0% YoY) đạt ~46.000 tỷ đồng đi kèm mức lãi suất cao 8-9%, kéo theo lợi nhuận từ HĐ tài chính tốt, hỗ trợ KQKD chung của MWG.

Triển vọng tăng trưởng LNST tốt (+73,7%/+21,8% cho 2025/26) mở ra cơ hội đầu tư hấp dẫn

Giá MWG điều chỉnh ~11,0% trong Q4-2025, tương ứng PE trailing 19,7x và PE forward 2025/26F 18,7/14,8x, thấp hơn trung bình 5 năm 20,5x, trung bình ngành 23,9x; hàm ý định giá cổ phiếu hiện tại còn dư địa tái định giá trong tương quan so với triển vọng tăng trưởng hồi phục năm sau (>20,0% YoY).

Câu chuyện niềm yết cổ phiếu lần đầu năm 2026 của công ty con Điện máy xanh gồm hai chuỗi TGDĐ & ĐMX có thể hỗ trợ giá cổ phiếu ngắn hạn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ Hoạt động mở rộng BHX ra miền bắc/trung không đạt hiệu quả về doanh thu cửa hàng do cạnh tranh cao & chu trình chuyển đổi thói quen tiêu dùng ở hai thị trường chậm

MUA: +24%

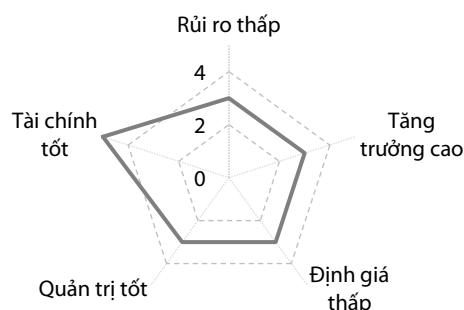
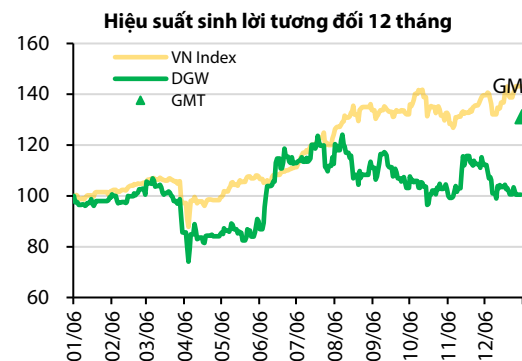
GTT: 41.700

GMT: 50.900

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBBQ 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Bán lẻ
9.223
221
1.624
68
28,75 - 49,50

Doanh thu (tỷ đồng)
LNST (tỷ đồng)
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x)
P/B (x)

22.078
444
5,2
14,9
2.025
13.469
500
19,8
3,1
26.718
555
5,3
16,2
2.509
15.483
1.000
15,5
2,7
31.514
657
5,2
17,1
2.972
17.388
1.000
14,0
2,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hai mảng trụ cột diễn biến trái chiều trong 2025 nhưng dự kiến có nhịp tăng trưởng tốt cho 2026

- Ở mảng ĐTDĐ, (1) DGW đánh mất thị phần phân phối iPhone vào MWG đi kèm (2) thị phần hãng chủ lực Xiaomi giảm do các hãng Android như OPPO đẩy mạnh chiến dịch quảng cáo KOL xuyên suốt năm khiến doanh thu mảng này -1,3% YoY năm 2025, nhưng dự kiến hồi phục tốt 9,7% năm 2026 khi hai yếu tố (1) và (2) chuyển biến tích cực từ Q4-2025.
- Ở mảng MTXT & MTB, tăng trưởng ngành cao nhờ xu hướng AI hóa tích hợp Windows 11 (Tham khảo trang 22) đi kèm thị phần phân phối mở rộng nhờ hợp tác sâu với hãng giúp mảng này đạt tăng trưởng ấn tượng 29,5% YoY năm 2025, dự kiến tiếp diễn tăng trưởng cho 2026 15,3% YoY.

Bộ đôi “Thiết bị văn phòng & Hàng gia dụng” nổi lên là những trục tăng trưởng mới, dẫn dắt KQKD DGW trong dài hạn

- DGW đã đẩy mạnh hai phân khúc này, đạt 31,0% tỷ trọng doanh thu thuần năm 2025 từ mức chỉ 22,0% năm 2023. Điểm chung trong chiến lược: (1) làm dày dãi sản phẩm với các nhãn hàng có sức mạnh thương hiệu sẵn (Philips, Whirlpool, Hoaphat, Xiaomi), (2) tận dụng hệ thống phân phối CNTT-TT trước đó lan tỏa nhanh ở kênh GT, B2B. Hai câu chuyện nổi bật ở hai mảng này năm sau: thiết bị Internet-vạn-vật (+45%/29% YoY cho 2025/26F) và máy chủ server (+78%/40% YoY cho 2025/26F).
- Thêm vào đó, biên LN của bộ đôi này cao hơn hai mảng trụ cột trước giúp biên lợi nhuận ròng của DGW dần cải thiện (~2,2%).

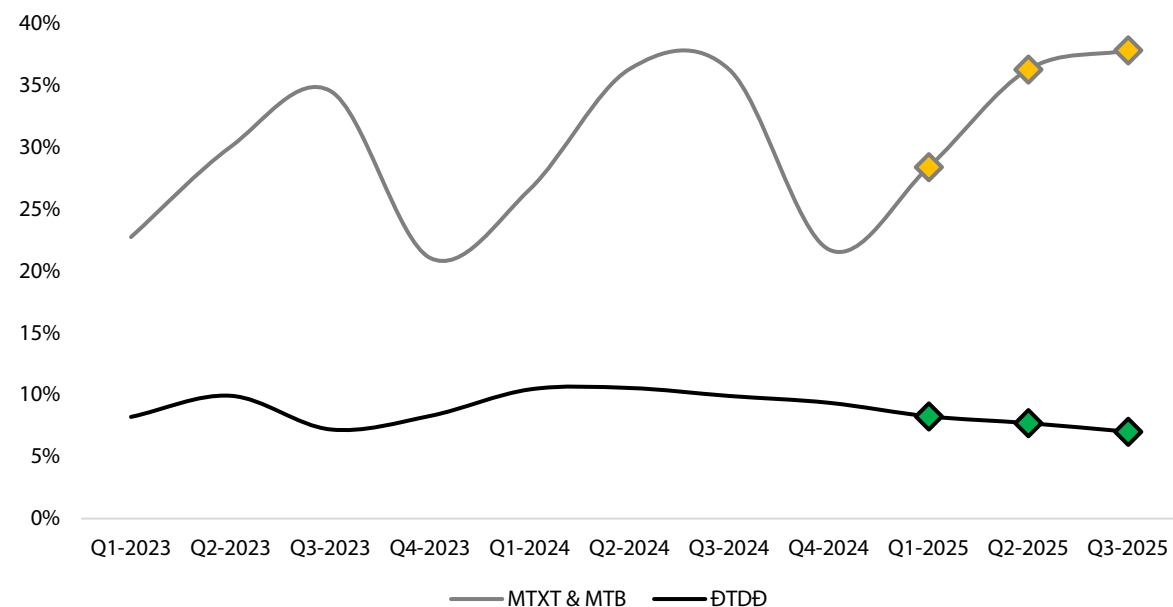
Triển vọng tăng trưởng LNST tốt (+25,0%/+18,4% cho 2025/26) mở ra cơ hội đầu tư hấp dẫn

- DGW đang giao dịch ở PE trailing 15,6x và PE forward 2025/26F 15,4/13,0x, thấp hơn trung bình 5 năm 17,6x; hàm ý định giá cổ phiếu còn dư địa tái định giá trong tương quan so sánh với triển vọng tăng trưởng cao hai năm 2025/26F (+25,0%/18,4% YoY).

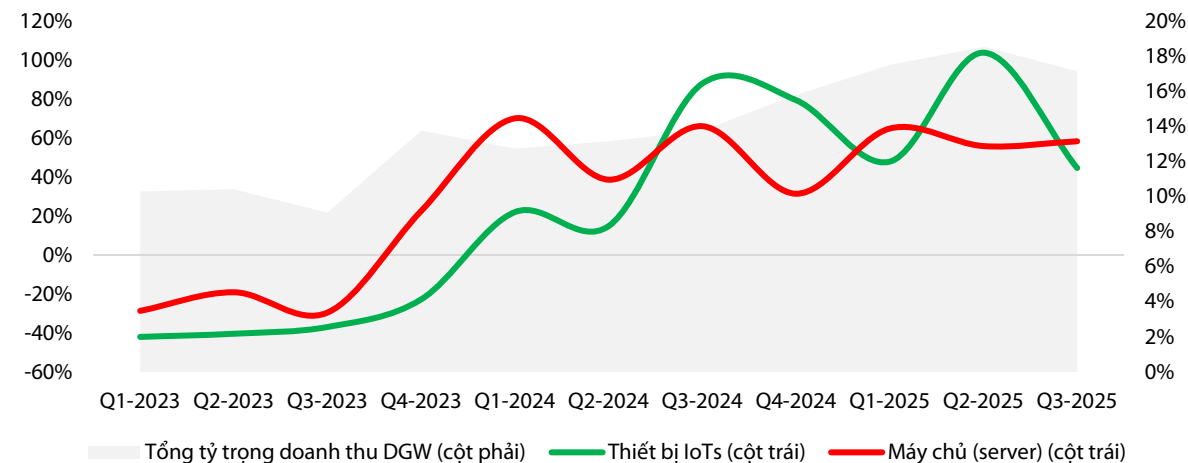
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

Đánh mất thị phần phân phối Xiaomi trong mảng điện thoại và IoTs.

Thị phần phân phối CNTT-TT của DGW diễn biến trái chiều trong năm 2025 ở hai mảng chủ lực (%)

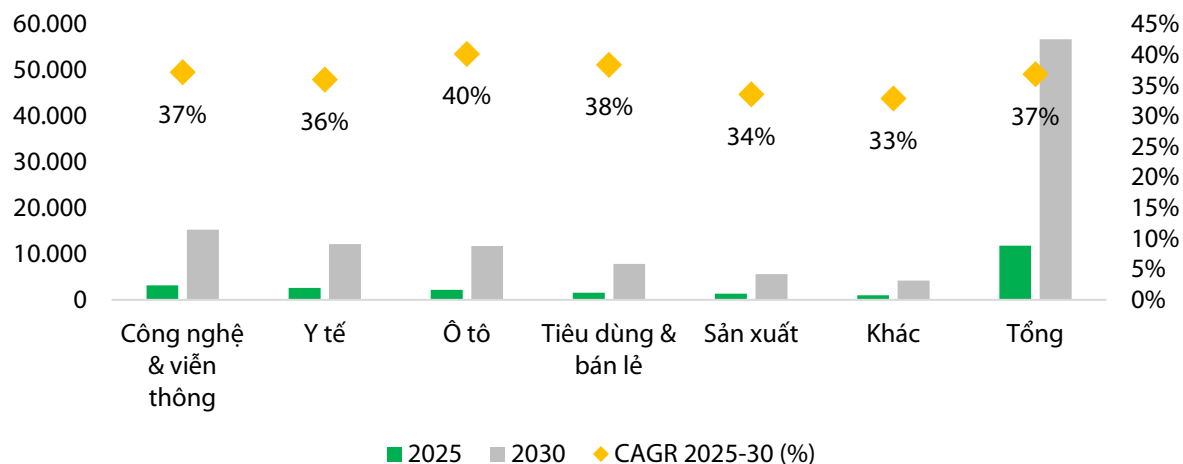


Tăng trưởng YoY về doanh thu của hai mảng máy chủ & thiết bị IoTs (%)



Nhận thức sử dụng máy chủ edge AI ở doanh nghiệp & sử dụng hệ sinh thái “Internet-vật” ở trong dân tăng, làm bùng nổ phá ở mảng Thiết bị văn phòng của DGW

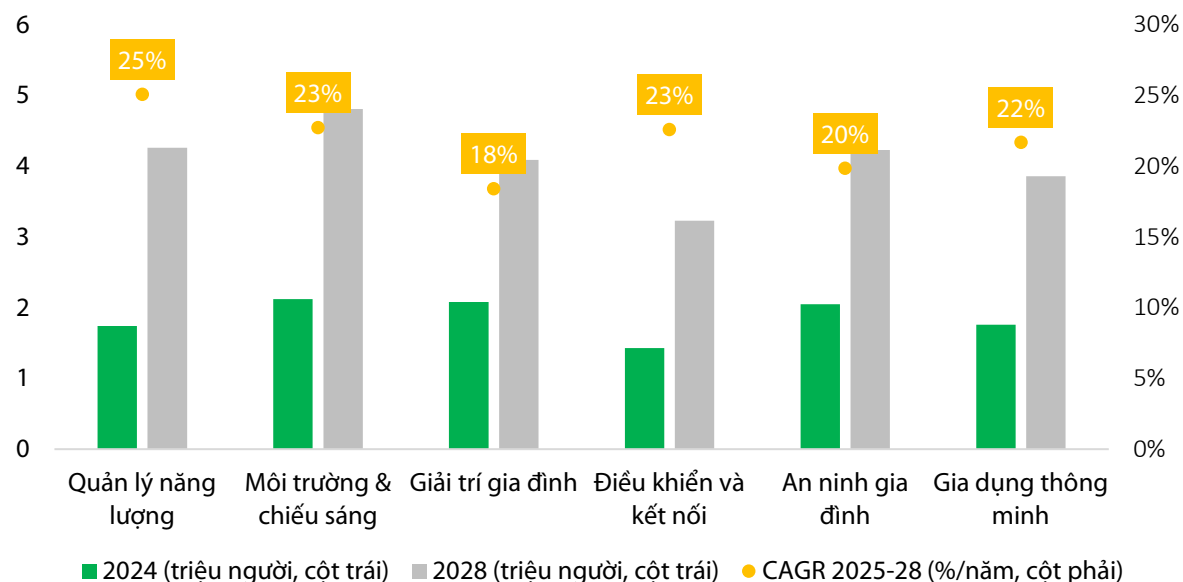
Giá trị thị trường máy chủ edge AI toàn cầu theo ngành (triệu đô)



Xu hướng bùng nổ sử dụng AI trong việc đưa ra giải pháp tối ưu hoạt động/kích thích thu hút khách hàng lan rộng nhanh tại Việt Nam & đặc tính của các máy chủ edge AI phù hợp với nhu cầu đại bộ phận doanh nghiệp Việt hơn so với đối thủ chính máy chủ Cloud-based AI tại thời điểm này:

- Xử lý các tác vụ đơn giản, báo thông tin nhanh chóng như phát hiện tín hiệu khách ra/vào, quản lý tồn kho/doanh số nghìn điểm bán trong ngành bán lẻ
- Xử lý khối lượng dữ liệu chưa lớn nên chưa cần thuê các hạ tầng đám mây lớn.
- Yêu cầu về tính bảo mật thông tin nội bộ doanh nghiệp/khách hàng ngày càng cao, nên ưu tiên sử dụng máy chủ nội bộ thay vì đưa tất cả lên nền tảng đám mây – cloud. Nhà nước, ngân hàng, y tế là các lĩnh vực điển hình trong vấn đề này.

Số lượng người dùng theo từng phân khúc trong Smart Home (2024 - 2028)



- Về các thiết bị Internet-vật (Internet-of-things), xu hướng này đã diễn ra trong 5 năm trở lại đây. Tỷ lệ thâm nhập vào hộ gia đình, doanh nghiệp và cơ quan công quyền đều mở rộng nhanh nhờ giá thiết bị giảm và nhu cầu tự động hóa tăng.
- Các sản phẩm IoTs phổ biến tại Việt Nam chủ yếu ở mảng gia dụng thông minh (~50% doanh thu bán thiết bị IoTs tại Việt Nam) đều tích hợp điều khiển trên 1 nền tảng ứng dụng từ điện thoại thông minh, vốn là thế mạnh của các hãng Xiaomi, Apple, Huawei – những đối tác độc quyền/chiến lược của DGW.

Bảng chỉ số tài chính của DGW qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	21.892	26.718	31.514	35.664
MTXT & MTB	6.279	8.129	9.377	10.420
Điện thoại di động	9.549	9.425	10.337	11.420
Thiết bị văn phòng	4.256	6.366	8.204	9.543
Hàng gia dụng	960	1.918	2.665	3.300
Hàng tiêu dùng	848	881	931	981
Tăng trưởng YoY (%)				
Doanh thu	17,3%	21,0%	17,9%	13,2%
LNST Cty Mẹ	25,3%	25,0%	18,4%	20,3%
Khả năng sinh lời (%)				
Biên LN gộp	9,3%	9,1%	9,1%	9,2%
Biên LN ròng	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%
ROE	14,9%	16,2%	17,1%	18,0%
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng vay/VCSH	83,5%	106,7%	125,2%	120,3%

Bảng tổng hợp định giá DGW

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ DGW (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm, WACC: 11,8%, Exit EVEBITDA 11,0x)	40%	48.700
PE (EPS 2025F, PE 17,6x)	60%	52.300
Tổng DGW	100%	50.900
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		1.000
P/E mục tiêu 2026F		17,0

Bảng định giá DGW chi tiết theo phương pháp PE

EPS (đồng)	P/E						
			15,6	16,6	17,6	18,6	19,6
	2025F	2.509	39.146	41.655	44.164	46.674	49.183
	2026F	2.972	46.356	49.328	52.299	55.271	58.243

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của DGW bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA					
	9,0		10,0	11,0	12,0	13,0
	8,9%	47.637	51.441	55.245	59.050	62.854
	9,9%	45.656	49.290	52.924	56.558	60.192
	10,9%	43.776	47.249	50.722	54.196	57.669
	11,9%	41.992	45.312	48.633	51.954	55.275
	12,9%	40.297	43.473	46.650	49.826	53.002
	13,9%	38.687	41.726	44.765	47.804	50.843
	14,9%	37.156	40.066	42.975	45.884	48.793

TÍCH LŨY: +8%

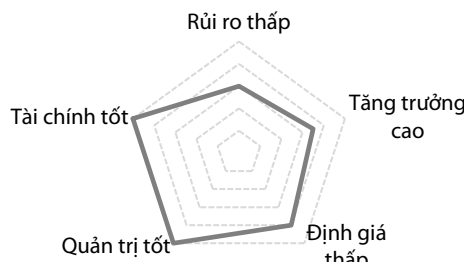
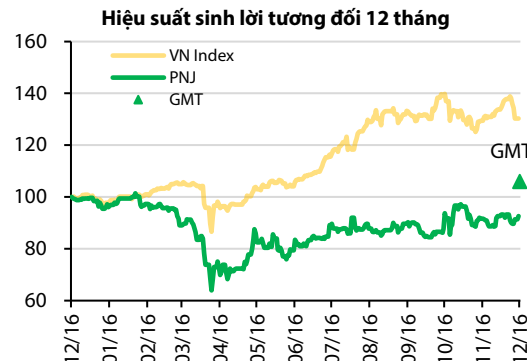
GTT: 98.500

GMT: 104.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025E 2026F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Bán lẻ
31.010
341
609
54
0,12
62,8 – 100,0

Doanh thu (tỷ đồng)	37.823	36.288	39.225
LNST (tỷ đồng)	2.115	2.435	2.674
ROA (%)	12,3	13,2	14,2
ROE (%)	18,8	18,7	17,9
EPS (đồng)	6.253	7.071	7.694
GTSS (đồng)	50.925	53.514	54.358
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	15,7	13,9	12,8
P/B (x)	1,9	1,8	1,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kịch bản cơ sở: PNJ đủ vàng để sản xuất cho nửa đầu 2026 chủ yếu nhờ nguồn NVL từ hoạt động thu - đổi đang được thực hiện với chính sách “thức thời”; **Nghị định 232** kỳ vọng kích hoạt nhập khẩu vàng nguyên liệu từ Q2-Q3/2026 đủ để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh và cơ chế ổn định dần. Lưu ý rằng, điều này giải quyết rủi ro nguồn cung, cải thiện chi phí hơn là tác động đến nguồn cầu. Về nhu cầu, chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ trang sức sẽ tăng trưởng nhẹ 4-5% qua các năm bởi chỉ tiêu trang sức tại Việt Nam đã ở mức cao hơn khu vực. ([tham khảo trang 29](#))

(1) Nội lực vững vàng để gia tăng thị phần bán lẻ, thị trường trong nước còn dư địa để mở mới tại một số khu vực PNJ còn ít sự hiện diện

- Quy định chính sách thuế, hoá đơn điện tử, thanh tra thị trường vàng đẩy các cửa hàng truyền thống rơi vào tình trạng (1) Đóng cửa; hoặc (2) Tạm ngừng hoặc kinh doanh thận trọng hơn để chờ đợi hướng dẫn cụ thể. Xu thế mới buộc các hộ đầu tư thêm vào hệ thống công nghệ về quản lý hàng hóa & hóa đơn, TMĐT và các chi phí tuân thủ khác (nguồn gốc xuất xứ). Ngược lại, PNJ có lợi thế quy mô lớn, mạng lưới rộng và nguồn lực sẵn có (nhà máy, công nghệ chế tác, thợ kim hoàn lành nghề) và hệ thống bán lẻ chuẩn chỉnh đã đầu tư để sẵn sàng thích nghi. Với các quy định mới này, chúng tôi kỳ vọng thị phần của PNJ sẽ tăng từ 21,5% (+1 pps YoY) năm 2025 lên 27% vào 2030 thông qua tăng trưởng số lượng cửa hàng: Mở mới trung bình 12-15 CH/năm ra khu vực miền Bắc, Bắc Trung Bộ, Tây Nguyên ([tham khảo phụ lục](#)) hướng tới đạt 500 CH trên toàn quốc đến 2030 và SSSG ước đạt trung bình 3,0%/năm (giai đoạn 2025 – 2030).

(2) Duy trì biên lợi nhuận gộp bán lẻ ở mức cao 28 – 29% và biên gộp chung đạt 20% - 20,5% các năm tới (+3 pps so với 2024), nhờ: Công nghệ chế tác linh hoạt để điều chỉnh hàm lượng nguyên liệu trong sản phẩm ít vàng hơn, kèm tăng giá bán hợp lý (phản ánh đà tăng của vàng và thường có phần trễ hơn). Chính sách thu đổi sản phẩm được thực hiện “thức thời” để tái chế cho sản xuất, không phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn vàng giá cao và đang khan hiếm.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá:** 1/ Nguồn cung vàng nguyên liệu có thể tiếp tục khan hiếm nếu việc cấp phép chậm tiến độ so với kỳ vọng hoặc hạn ngạch hạn chế so với năng lực sản xuất và cung ứng của doanh nghiệp; 2/ Sức mua phân hóa ngày càng sâu đối với nhóm tiêu dùng phổ thông như quan sát trong 2025.
- Rủi ro tăng giá:** 1/ Nhu cầu bùng nổ ở các phân khúc khách hàng nếu việc “nâng mức thu nhập chịu thuế từ 2026” giúp phân bổ khoản tiết kiệm từ thuế sang nhu cầu trang sức và làm đẹp ([tham khảo trang 9](#)); 2/ PNJ gia công vàng miếng cho một số NHTM, hỗ trợ tăng LNST về số tuyệt đối (biên lợi nhuận gộp từ mảng gia công thấp, dưới 5%).

Bảng chỉ số tài chính của PNJ qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25E	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	37.823	36.282	39.225	41.702
Bán lẻ trang sức	21.851	23.553	25.531	27.447
Bán sỉ	3.790	4.669	4.228	3.791
Vàng 24K	11.450	7.328	8.734	9.732
Tăng trưởng YoY (%)				
Doanh thu	14,1%	-4,1%	8,1%	6,3%
LNST Cty Mẹ	7,2%	15,2%	9,8%	4,9%
Khả năng sinh lời (%)				
Biên LN gộp	17,6%	20,4%	20,3%	20,3%
Biên LN ròng	5,6%	6,7%	6,8%	6,7%
ROE	18,8%	18,7%	17,9%	16,5%
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng vay/VCSH	29,7%	23,7%	10,6%	0,0%

Bảng tổng hợp định giá PNJ

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ PNJ (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm; WACC 10,5%; Exit EVEBITDA 8,0x)	50%	95.088
P/E (2026F; 15,0x)	50%	113.865
Tổng VNM	100%	104.000
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		2.000
P/E mục tiêu 2026F		12,8

Bảng định giá PNJ chi tiết theo phương pháp PE

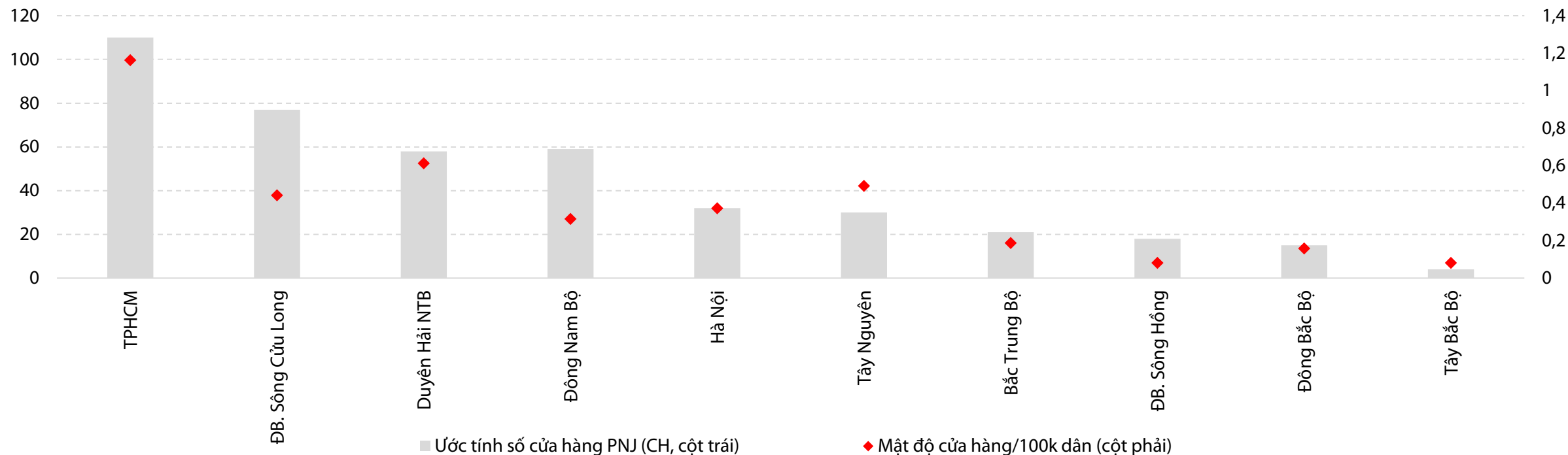
EPS (đồng)	P/E						
		13,0	14,0	15,0	16,0	17,0	
	2025E	7.071	90.511	97.582	104.653	111.725	118.796
	2026F	7.694	98.478	106.171	113.865	121.558	129.252

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của PNJ bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA					
	6,0		7,0	8,0	9,0	10,0
	8,5%	86.870	94.647	102.425	110.203	117.980
	9,5%	83.814	91.237	98.660	106.083	113.507
	10,5%	80.912	88.000	95.088	102.176	109.264
	11,5%	78.154	84.925	91.696	98.467	105.237
	12,5%	75.533	82.003	88.474	94.944	101.414

- Đến hết Q3/2025, PNJ có 429 cửa hàng, không đổi về số lượng so với năm 2024 nhưng có sự thay đổi trong phân bố địa điểm cửa hàng (đóng bớt, đồng thời mở mới). Số cửa hàng đóng bớt chủ yếu nằm ở các địa điểm trong trung tâm thương mại có lượt tiếp cận khách hàng kém. Ngược lại, các cửa hàng mở mới được ưu tiên đặt ở những nơi có mật độ cư dân cao, khu vực đường lớn để dễ dàng hơn trong việc tiếp cận đa dạng phân khúc khách hàng (theo chia sẻ từ doanh nghiệp).
- Chúng tôi nhận thấy việc PNJ chưa đẩy mạnh mở mới trong nửa đầu năm 2025 theo kế hoạch đặt ra có thể do doanh nghiệp đang ưu tiên “tái phân bố” địa điểm kinh doanh nhằm tăng mức độ tiếp cận và thu hút khách hàng mới, thay vì tập trung mở mới mà không đạt được hiệu quả kinh doanh cao. Câu chuyện mở mới có thể tiếp tục từ 2026 trở đi với kỳ vọng trung bình 12-15 cửa hàng mới/năm ra các khu vực miền Bắc như Đồng bằng Sông Hồng, Bắc Trung Bộ, khu vực Tây Nguyên.

Số cửa hàng PNJ và mật độ cửa hàng trên dân



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt tổng hợp và ước tính

TÍCH LŨY: +6% GTT: 153.100 GMT: 160.000 Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng	THÔNG TIN CỔ PHIẾU Ngành Vốn hóa (tỷ đồng) SLCPĐLH (triệu CP) KL BQ 3 tháng (nghìn CP) GTGD BQ 3 tháng (tỷ đồng) SH NGTTNN còn lại (%) BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) Bán lẻ 23.842 170 614 88 17 96,88 - 167,52	TÀI CHÍNH Doanh thu (tỷ đồng) LNST (tỷ đồng) ROA (%) ROE (%) EPS (đồng) GTSS (đồng) Cổ tức tiền mặt (đồng) P/E (x) P/B (x) 40.105 318 2,0 16,6 2.331 14.032 - 76,4 12,7	2024A 2025E 2026F 59.807 869 4,0 25,5 5.223 20.520 - 26,8 6,8
--	--	--	--

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Long Châu:

Trong pha mở rộng nhanh 350-400 nhà thuốc/năm nhưng vẫn duy trì **doanh thu/CH/tháng tăng 3–5% svck. Biên lợi nhuận toàn chuỗi kỳ vọng cải thiện 0,3 – 0,5 pps/năm** nhờ doanh thu tăng trưởng tốt 2 chữ số và đóng góp cao hơn của nhóm thuốc ETC (biên LN gộp cao hơn OTC, [tham khảo trang 27](#)). Động lực chính bao gồm:

- Thâm nhập khu vực nông thôn

có mật độ dân cư cao, hướng đến giai đoạn tối ưu chi phí và biên lợi nhuận ròng ổn định (3 – 4%) sau 2028 khi hoàn tất mục tiêu 3.000 nhà thuốc;

Rủi ro bán thuốc không kê đơn giảm

khi Long Châu đã siết chặt quy trình kể từ giữa 2025. **Thông tư 26/2025/TT-BYT** về nâng giới hạn kê đơn thuốc ETC từ 30 ngày lên 90 ngày tạo lợi thế cho nhóm thuốc ETC (70% SKUs nhóm thuốc trên toàn hệ thống).

Siết chặt thuốc - TPCN có nguồn gốc, quy định mới về hóa đơn điện tử

giúp Long Châu giảm áp lực cạnh tranh so với kênh GT và gia tăng thị phần. [\(tham khảo trang 27\)](#)

Mảng tiêm chủng là động lực tăng trưởng dài hạn:

Năm 2025, chuỗi mở khoảng 85-90 trung tâm tiêm chủng (TTTC), đã ghi nhận doanh thu (dưới 10% tổng DT của LC) và có lãi tại các CH hoạt động trên 1 năm. Chúng tôi kỳ vọng chuỗi tiếp tục mở mới 50-70 TTTC/năm từ 2026, nhờ lợi thế cạnh tranh về giá vaccine thấp hơn, tệp KH sẵn có từ hệ thống nhà thuốc. Nguồn cung thị trường tiêm chủng chưa đáp ứng đủ cầu với mức độ thâm nhập còn thấp (<10% dân số), trong khi nhu cầu vaccine đang gia tăng nhanh, các chuỗi TTTC hiện vẫn chủ yếu tập trung tại khu vực đô thị.

FPT shop: thoát lỗ và nỗ lực duy trì miếng bánh CNTT-TT cùng ngành hàng điện máy (CE) mới

trong bối cảnh thị trường bão hòa và cạnh tranh cao

- Đã qua giai đoạn tái cấu trúc (chỉ đóng 10 CH trong 2025):

FPT Shop ghi nhận lãi từ 3Q2025 và bù lỗ 1H2025, kỳ vọng chuỗi tiếp tục ghi nhận lãi cho Q4 và phục hồi trong 2026 với 624 cửa hàng hiện hữu đặt ở những vị trí trung tâm. Nhờ đó, chi phí hoạt động cũng sẽ được kiểm soát tốt hơn.

Mảng CE:

ghi nhận đóng góp tích cực hơn qua các quý (3Q2025 đóng góp <10%). Số lượng bán ra các mặt hàng tivi, tủ lạnh tăng gấp 3 svck, thể hiện nhu cầu khả quan tại cửa hàng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Long Châu mở mới chậm hoặc nhanh hơn dự kiến

tùy vào điều kiện thị trường

Mảng ICT phục hồi yếu hơn kỳ vọng nếu dịch vụ CSKH

sau tái cấu trúc không tạo ưu thế so với các chuỗi khác; Ngành hàng điện máy cho lợi nhuận tốt/kém làm tăng/giảm định giá

Bảng chỉ số tài chính của FRT qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25E	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	40.105	50.966	59.807	68.479
FPT Shop	15.126	16.703	17.204	17.949
Long Châu – Nhà thuốc	24.096	31.133	37.813	43.533
Long Châu – Tiềm chủng	883	3.130	4.791	6.998
Tăng trưởng YoY (%)				
Doanh thu	25,9%	27,1%	17,3%	14,5%
LNST Cty Mẹ	-191,9%	113,1%	28,3%	44,8%
Khả năng sinh lời (%)				
Biên LN gộp	18,9%	19,3%	19,7%	20,3%
Biên LN ròng	0,8%	1,3%	1,4%	1,8%
ROE	16,6%	26,1%	25,1%	26,7%
Cấu trúc tài chính (x)				
Tổng vay/VCSH	4,6	3,7	3,0	2,1

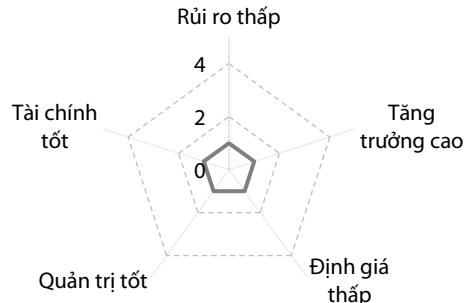
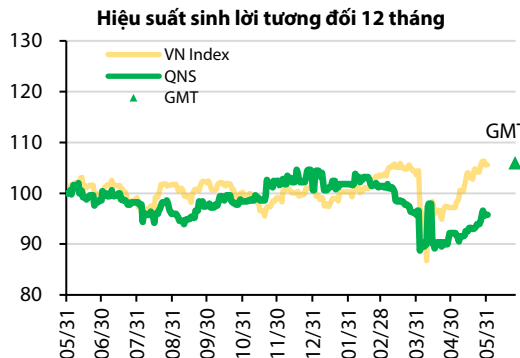
Bảng tổng hợp định giá FRT

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ FRT (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)				
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu		
DCF (5 năm, WACC 11,0%; Exit EVEBITDA 10,0x)	50%	142.448		
SoTP (2026F)	50%	177.825		
Tổng FRT	100%	160.000		
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		0		
P/E mục tiêu 2026F		30,6		
Bảng định giá FRT chi tiết theo phương pháp SOTP				
Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Lợi ích	2026F
FPT Shop	PE	15,4x	100,0%	379,9
Long Châu – Nhà thuốc	PS	0,7x	78,6%	28.316,5
Long Châu – Tiêm chủng	PS	0,3x	78,6%	1.587,5
Giá trị VCSH (Tỷ đồng)				30.283,9
Giá mục tiêu (Đồng/CP)				177.825

TRUNG LẬP: +4%

GTT: 10.400

GMT: 10.800



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Ô tô và phụ tùng
1.117
107
599
7
9,45 - 18,5

TÀI CHÍNH

Doanh thu (tỷ đồng)
LNST (tỷ đồng)
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x)
P/B (x)

	2024A	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.513	4.399	4.752
LNST (tỷ đồng)	125	1	14
ROA (%)	5.2	0,0	0,6
ROE (%)	9.3	0,1	1,0
EPS (đồng)	1.163	8	134
GTSS (đồng)	13.875	13.140	13.480
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	-	-
P/E (x)	14,6	1,286,9	77,6
P/B (x)	1,2	0,8	0,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hai dòng xe xăng cao cấp (MBZ) và trung cấp (MG) do HAX phân phối đều suy giảm thị phần trước sự vươn lên của xe điện Vinfast. HAX phân hóa chiến lược phòng thủ & tấn công ở hai hãng nhưng mẫu số chung đều ghi nhận KQKD chứng lại đáng kể. Tổng LNST HAX năm 2025 chỉ đạt 1 tỷ đồng sv 125 tỷ đồng cùng kỳ.

- Phòng thủ với MBZ, HAX chọn phòng thủ bằng chấp nhận giảm ảnh hưởng của hãng lên HĐKD với việc đóng cửa đại lý lâu đời tại Hà Nội (T8-2025) và giảm giá bán sâu để giải phóng hàng tồn kho khó bán từ 2024, LNST âm 21 tỷ đồng trong 9T-2025 – lần đầu từ năm 2012.
- Tấn công với MG, HAX mở rộng 10-12 đại lý MG từ T12-2024 đến nay nhưng vấp phải sự bành trướng xe điện Vinfast, qua đó mảng này gần như không tăng trưởng doanh thu (+4,0% YoY), mặc cho đẩy mạnh chiết khấu, quảng cáo làm suy giảm biên lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) (đạt 0,4% ở 9T-2025 sv 7,4% cùng kỳ).

Áp lực cạnh tranh từ xe điện (Tham khảo trang 19) khiến lợi nhuận HAX 2026 duy trì mức thấp nhưng dự kiến phục hồi (đạt 14 tỷ đồng) sv vùng đáy 2025. HAX không phải hy sinh nhiều biên lợi nhuận để giải quyết vấn đề tồn kho lớn của cả MBZ và MG như 2025.

Triển vọng hồi phục tăng trưởng không cấu thành cơ hội đầu tư

- HAX hiện đang giao dịch ở PE trailing 290x, PE forward 2026F 78x đều cao hơn đáng kể so với trung bình 5 năm 10,4x, trung bình ngành 10,0-12,0x; hàm ý định giá cổ phiếu không còn hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng hồi phục năm sau.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- HAX đã thực hiện thay thế đại lý MBZ Hà Nội bằng Vinfast từ Q4-2025. Các điều khoản về chi phí nhập hàng, thưởng và hỗ trợ bán hàng từ Vinfast chưa được làm rõ, được xem là rủi ro tăng/giảm giá với HAX.
- Các chuyển động xoay quanh mảnh đất Võ Văn Kiệt, Q.Bình Tân, TP.HCM, sẽ là yếu tố xúc tác giá cổ phiếu khi giá trị mảnh đất chiếm 35% tài sản Công ty.

Bảng chỉ số tài chính của HAX qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Tổng D.thu (tỷ đồng)	5.513	4.399	4.752	5.217
<i>Bán xe Mercedes-Benz</i>	2.680	1.517	1.281	1.175
<i>Bán xe MG</i>	2.266	2.366	3.006	3.552
<i>Sửa chữa, bán phụ tùng</i>	544	492	441	466
<i>Khác</i>	24	24	24	24
Tăng trưởng YoY (%)				
<i>Doanh thu</i>	38,5%	-20,2%	8,0%	9,8%
<i>LNST Cty Mẹ</i>	269,9%	-99,3%	1.558,2%	109,9%
Khả năng sinh lời (%)				
<i>Biên LN gộp</i>	9,3%	8,1%	9,4%	9,8%
<i>Biên LN ròng</i>	2,3%	0,0%	0,3%	0,6%
<i>ROE</i>	8,4%	0,1%	1,0%	2,0%
Cấu trúc tài chính (%)				
<i>Tổng vay/VCSH</i>	44,9%	53,4%	47,4%	41,6%

Bảng tổng hợp định giá HAX

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ HAX (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Mảng	Phương pháp	Giá mục tiêu
Mảng cốt lõi – phân phối ô tô	DCF (5 năm, WACC 12,1%, Exit EVEBITDA 8,0x)	3.640
Mảnh đất Võ Văn Kiệt	Giá thị trường (130 triệu đồng/m2)	7.180
Tổng HAX	100%	10.800
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		0
P/E mục tiêu 2026F		80,6



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT



Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

