

Triển vọng 2026 | Ngành tiêu dùng bán lẻ

Thiết yếu mới là “chân ái”

Chuyên viên phân tích:

- Nguyễn Quỳnh Ly (Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn)

Tóm tắt

Tóm tắt năm 2025:

- Năm 2025, tăng trưởng tiêu dùng chung còn khá yếu khi giá cả sản phẩm tăng cao cùng thu nhập người lao động chưa có sự cải thiện. Thời điểm này bắt đầu khá nhiều thay đổi cơ chế chính sách về thuế cho thị trường tiêu dùng trong nước, ảnh hưởng từ doanh nghiệp sản xuất, phân phối cho đến người tiêu dùng. Cụ thể, các chính sách bao gồm: áp dụng hóa đơn kết nối trực tiếp máy tính tiền, thay đổi mức doanh thu DN chịu thuế TNCN, thay đổi DT tính thuế khoán,.. Sự thay đổi khiến cho hoạt động nhập hàng mới tạm ngưng trong ngắn hạn để làm quen với hệ thống, ảnh hưởng không nhỏ đến tiêu thụ nội địa. Nhìn vào bức tranh dài hạn, sự thay đổi này cùng việc siết chặt thị trường hàng giả, hàng nhái sẽ tạo ra một môi trường cạnh tranh công bằng, lành mạnh, thúc đẩy tiềm năng của doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng, bán lẻ nội địa, tạo động lực mạnh mẽ cho tăng trưởng tiêu dùng, bán lẻ hàng hóa trong nước

Triển vọng năm 2026:

- Với ngành tiêu dùng bán lẻ, năm 2026 là thời điểm thực thi nhiều thay đổi chính sách về thuế thu nhập cá nhân và thuế TNDN, nhằm hỗ trợ thu nhập người tiêu dùng và kích cầu tiêu dùng trong nước.** Bên cạnh đấy, trong bối cảnh môi trường xuất nhập khẩu tiếp đà tăng trưởng khả quan sẽ kéo theo khu vực sản xuất phục hồi, từ đó thu nhập người lao động được cải thiện. Do đó, chúng tôi kỳ vọng với nhiều điều kiện vĩ mô thuận lợi, cùng sự chuyển dịch chính sách hỗ trợ thu nhập sẽ tạo động lực phục hồi khả quan cho sự tự tin tiêu dùng, chi tiêu thiết yếu hàng ngày.
- Về phía DN sản xuất tiêu dùng, trong giai đoạn đầu phục hồi, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng có thị phần đầu ngành, có khả năng dẫn dắt sự phục hồi của thị trường chung, **ưu tiên lựa chọn doanh nghiệp có định giá hấp dẫn, sở hữu năng lực R&D vượt trội cùng hệ thống phân phối rộng rãi.**
- Về phía doanh nghiệp bán lẻ, tiền đề về việc thay đổi các quy định về thuế sẽ tạo ra môi trường cạnh tranh lành mạnh cho các doanh nghiệp bán lẻ “chính ngạch” trong

trung - dài hạn. Năm 2026 là thời điểm tiếp đà cho việc mở rộng khu vực “chợ hiện đại” khi đã có nhiều tín hiệu tốt trong 2H2024-2025. Thời điểm đầu, người tiêu dùng đã đa phần chấp nhận mô hình kiểu mới với các lợi thế “tiện lợi - giá cả hợp lý - hàng hóa đa dạng”, khá giống với mô hình chợ cóc truyền thống tại Việt Nam. Ngoài ra, yếu tố hỗ trợ về (1) xu hướng tiêu dùng thay đổi nhanh chóng, ưu tiên hàng hóa có thương hiệu (2) tỷ lệ thâm nhập của các mô hình hiện đại còn thấp hơn mức trung bình khu vực Đông Nam Á, trong khi thu nhập tăng trưởng khả dụng, giúp cho mô hình “chợ hiện đại” có thêm bước đà tăng tốc mở rộng quy mô. Bên cạnh đấy, mô hình bán lẻ được phẩm hiện đại cũng sẽ tiếp tục duy trì tốc độ mở cửa hàng 2 chữ số khi Chính Phủ đã thông qua các quy định rõ ràng về quy chuẩn chuỗi bán lẻ được phẩm. Hai mô hình này sẽ dẫn dắt sự tăng trưởng quy mô trong năm 2026-2027. Ngược lại, các mô hình đã có mức độ thâm nhập cao sẽ tập trung vào việc cải thiện doanh thu/cửa hàng để gia tăng thị phần và kích thích nhu cầu, tiêu biểu như thị trường ICT-CE sẽ được tập trung nhiều hơn vào các sản phẩm gia dụng khi thị trường bất động sản phục hồi.

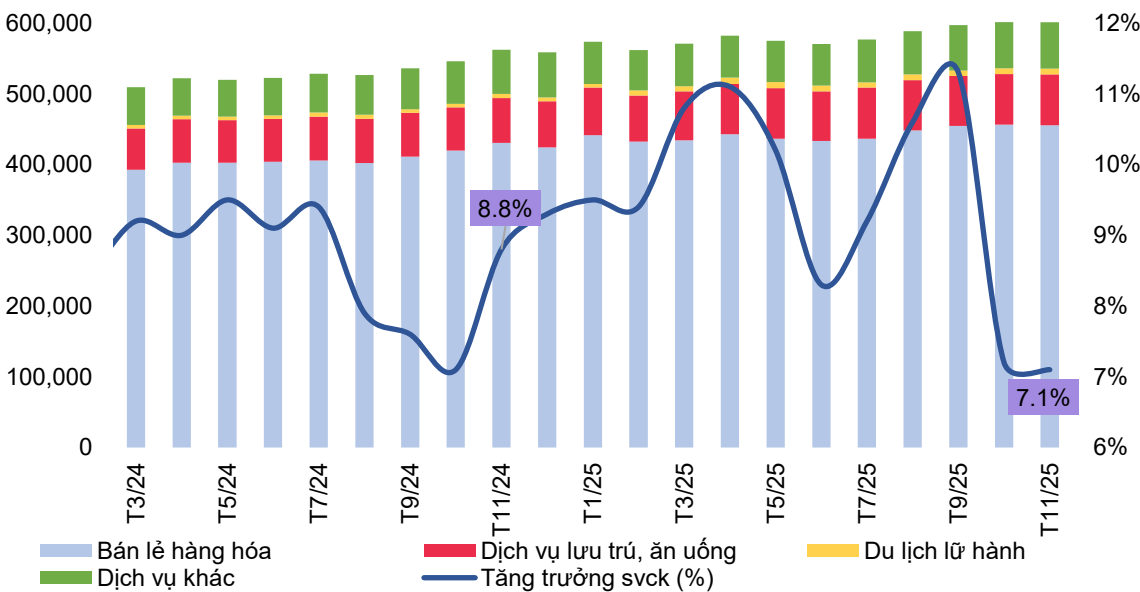
Chiến lược đầu tư năm 2026:

- Dành cho chiến lược đầu tư năm nay, với thị trường bán lẻ, chúng tôi ưu tiên lựa chọn các cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ cùng định giá đang ở mức hấp dẫn.
- Theo sự phục hồi chung của thị trường tiêu dùng, chúng tôi ưu tiên lựa chọn các doanh nghiệp sở hữu chuỗi bán lẻ “chợ hiện đại” và đang trên đà mở rộng quy mô mạnh mẽ, sở hữu tốc độ tăng trưởng lợi nhuận >20% trong năm 2026 và hiện đang có định giá hấp dẫn. Với ngành tiêu dùng, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu đầu ngành, có định giá hấp dẫn khi P/E 26 ~13 cùng tỷ suất cổ tức ở mức 6%, tốc độ tăng trưởng năm 2026 vượt bậc so với 3 năm gần nhất. **Tổng kết, danh mục đầu tư ngành bán lẻ, tiêu dùng năm nay có: MWG, MSN và VNM.**

Tiêu dùng phục hồi chậm tuy nhiên đã dần xuất hiện các tín hiệu khả quan vào các tháng cuối năm

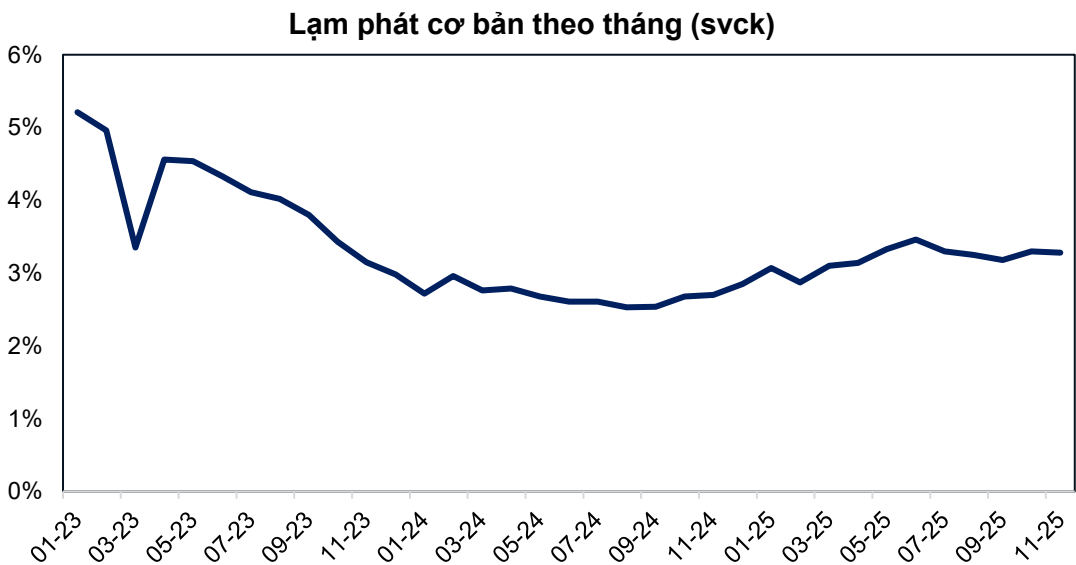
- Lũy kế 11T25, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.1% svck (nếu loại trừ yếu tố giá tăng 6.8% svck). Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 7.9% svck – thấp hơn mức trước đại dịch, phản ánh xu hướng thắt chặt tiêu dùng hàng hóa của người dân. Trái ngược lại, tiêu dùng dịch vụ tiếp tục là điểm sáng với doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 14.6% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 20% svck, chủ yếu nhờ vào khách du lịch quốc tế.
- Bức tranh tiêu thụ nội địa suy yếu bị ảnh hưởng bởi nhiều cơn bão liên tiếp khiến cho hệ thống vận chuyển hàng hóa phần nào bị gián đoạn cũng như các hoạt động sinh hoạt, chi tiêu của người dân bị ảnh hưởng. Lũy kế 11T25, lạm phát cơ bản bình quân tăng 3.2% svck, cao hơn 0.5đ% sv 11T24 cho thấy giá các sản phẩm cũng phần nào ảnh hưởng lên chi tiêu hàng ngày, trong bối cảnh thu nhập chưa nhiều cải thiện. Cụ thể, thu nhập chưa có động lực tăng trưởng mạnh mẽ chủ yếu do (1) Số lượng việc làm mới còn khá ít khi các đơn hàng sản xuất mới chỉ xuất hiện 2 tháng gần đây và tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở ngưỡng 2.2 – tương đương năm 23-24, (2) khu vực công chức, nhà nước giữ nguyên mức lương tối thiểu kể từ năm 2024.

11T25, tăng trưởng bán lẻ thấp hơn svck do cầu tiêu thụ nội địa còn yếu...



• Nguồn: TCTK, MBS Research

...bị ảnh hưởng bởi cả thu nhập cùng giá cả sản phẩm tiêu dùng khi mức lạm phát cơ bản bình quân tăng 3.2% svck, cao hơn mức nền cả năm 2024



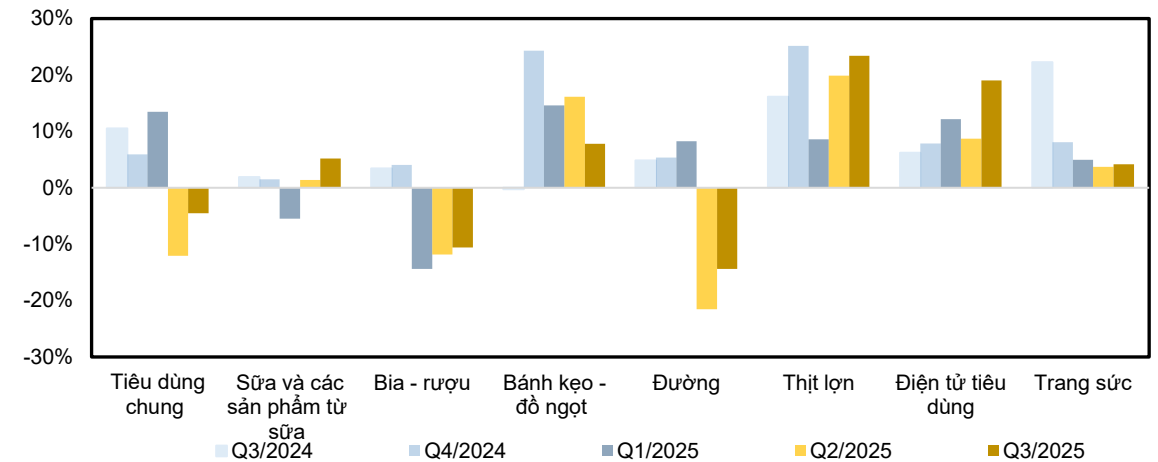
• Nguồn: TCTK, MBS Research
Vietnam Dynamics 2026 | 3

Cải thiện giá bán trở thành động lực tăng trưởng chung của ngành trong bối cảnh cầu duy trì mức nền thấp

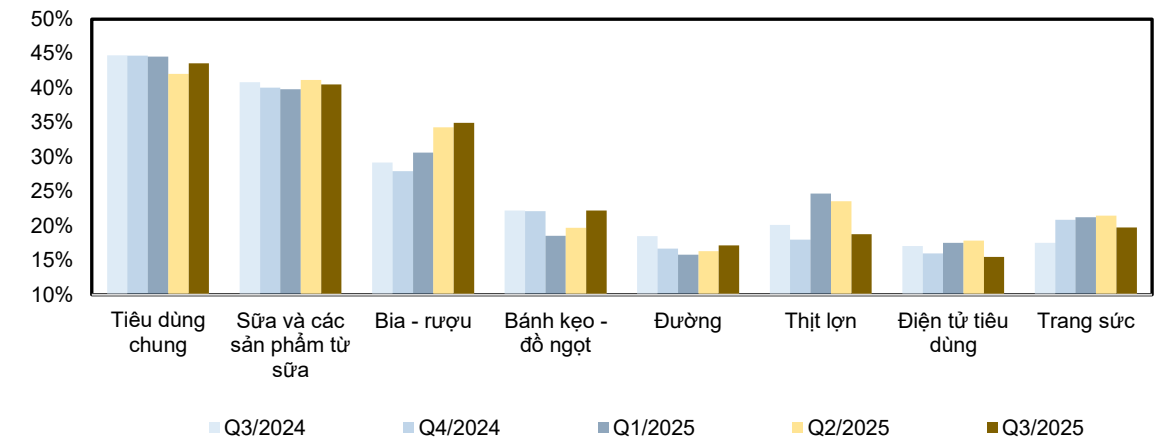
- 9T25, hầu hết các doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng ghi nhận tăng trưởng theo quý <10% do cầu tiêu thụ còn khá yếu. Nguyên nhân chủ yếu đến từ thu nhập chưa có nhiều cải thiện, trong bối cảnh áp lực tăng giá gia tăng khiến cho sự tự tin tiêu dùng duy trì ở mức thấp. Cụ thể, các ngành hàng tiêu dùng chung, sữa, bia- rượu, bánh kẹo – đồ ngọt, đường đều tăng trưởng 1 chữ số và chủ yếu đến từ cải thiện giá bán. Ngược lại, ngành hàng thịt lợn có sự tăng trưởng khả quan do giá thịt lợn hơi tăng 10% svck. Trong cuối Q2/2025 vừa qua, luật thuế mới thay đổi với yêu cầu bắt buộc các doanh nghiệp có hóa đơn >1 tỷ đồng/năm kết nối hóa đơn điện tử khiến cho các DN nhỏ lẻ nâng cấp hệ thống bán hàng và tạm hoãn việc nhập hàng, do đó tăng trưởng tiêu thụ các doanh nghiệp sản xuất cũng chững lại. Các doanh nghiệp buộc phải có sự chuyển mình để phù hợp với xu hướng tiêu dùng nhằm duy trì sự tăng trưởng trong thời gian sắp tới.
- 9T25, biên LN gộp các ngành sản xuất tiêu dùng đều gia tăng, nguyên nhân chủ yếu do thay đổi cơ cấu sản phẩm, tăng tiêu thụ các sản phẩm có giá trị trung bình cao hơn trong bối cảnh nguyên vật liệu duy trì. Sự linh hoạt trong điều chỉnh giá bán giúp cho các ngành hàng sữa, thịt lợn đều khả quan hơn svck, trong khi các ngành bánh kẹo – đồ ngọt, đường, tiêu dùng chung giảm svck. Đặc biệt, với thị trường sản xuất thịt heo thì do nguồn cung thiếu hụt bởi nguyên nhân dịch bệnh, giá heo hơi tăng 10% svck giúp cho lợi nhuận gộp các DN sản xuất thịt heo tăng mạnh mẽ. Ngược lại, giá bán đường không nhiều khởi sắc khiến cho biên LN gộp giảm nhẹ svck.

• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Tăng trưởng doanh thu theo quý của các nhóm ngành thiết yếu



Biên LN gộp của các nhóm ngành tiêu dùng thiết yếu

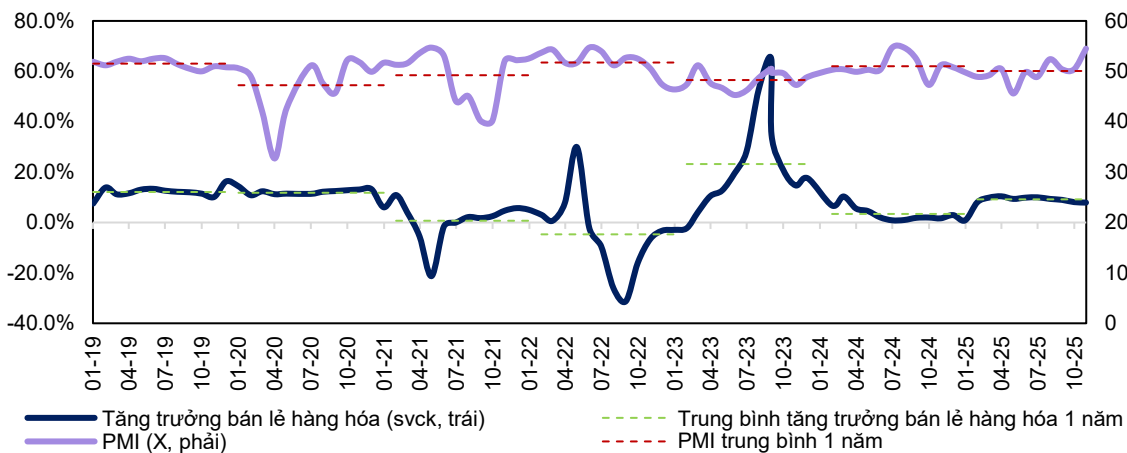


• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Triển vọng cho ngành tiêu dùng thiết yếu sẽ tươi sáng trở lại vào năm 2026...

- Sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng khu vực sản xuất sẽ phục hồi và lượng đơn hàng mới gia tăng tốt hơn năm 2025 khi những căng thẳng về thuế đã ít hơn, từ đó tạo ra nhiều cơ hội việc làm cho người lao động, nhờ đó thu nhập khả dụng cải thiện. Bên cạnh đấy, sự minh bạch về việc kết nối hóa đơn điện tử, cùng việc chuyển dịch thuế khoán của gần 2 triệu hộ kinh doanh sẽ phần nào giúp cho việc tiêu thụ các sản phẩm tiêu dùng nội địa cải. Với thị trường tiêu dùng, đây là một giải pháp phù hợp nhằm: (1) Minh bạch các giao dịch mua - bán đầy mạnh lưu thông hàng hóa tiêu dùng chính thống trong nước, (2) Giảm áp lực cạnh tranh về giá cho các chuỗi bán lẻ hiện đại.
- Tháng 11/2025 vừa qua, Nghị quyết 110/2025 vừa được thông qua, nâng mức giảm trừ gia lên mức giảm trừ đối với người nộp thuế là 15.5 triệu đồng/tháng và mức giảm trừ đối với mỗi người phụ thuộc là 6.2 triệu đồng/tháng. Đây là một trong những tín hiệu hỗ trợ tốt cho tiêu dùng trong nước nhằm phần nào giúp gia tăng sự tự tin của người tiêu dùng. Theo tính toán, với mức nâng như Nghị quyết (áp dụng với biểu thuế cũ), tổng thu nhập từ lương sau thuế của người dân tăng thêm khoảng 10%, đây là yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng tiêu dùng năm 2026.
- Động lực phục hồi mạnh mẽ từ khu vực sản xuất, đặc biệt là sản xuất xuất khẩu đảm bảo cho thu nhập khả dụng của người tiêu dùng gia tăng, cùng với sự hỗ trợ của các cơ chế, chính sách Chính Phủ nhằm tạo ra sân chơi cạnh tranh công bằng cho thị trường bán lẻ trong nước sẽ tạo động lực cho sự phát triển của thị trường tiêu dùng thiết yếu.**

Sản xuất phục hồi tích cực khi các lo ngại về thuế quan lắng xuống. Chỉ số PMI liên tục duy trì trên ngưỡng 50 từ tháng 07/2025



Mức giảm trừ gia cảnh mới giúp tỷ trọng thuế TNCN/tổng thu nhập giảm 3-5% tùy vào mức thu nhập chịu thuế/tháng

Thu nhập/tháng	Chênh lệch tuyệt đối khi áp dụng giảm trừ gia cảnh mới
10 triệu đồng	0
20 triệu đồng	(1,250,000)
25 triệu đồng	(663,750)
28 triệu đồng	(798,000)
30 triệu đồng	(1,202,500)
50 triệu đồng	(1,260,000)
70 triệu đồng	(1,575,000)
90 triệu đồng	(1,890,000)
110 triệu đồng	(6,042,500)
150 triệu đồng	(2,205,000)
.....	

Tổng mức thuế TNCN phải nộp giảm 10% sv tổng thu thuế TNCN của ngân sách

• Nguồn: SPGlobal, TCTK, Luật TNCN, MBS Research

... Cùng việc thay đổi cơ chế chính sách, tạo ra môi trường cạnh tranh lành mạnh cho các doanh nghiệp tiêu dùng thiết yếu đầu ngành

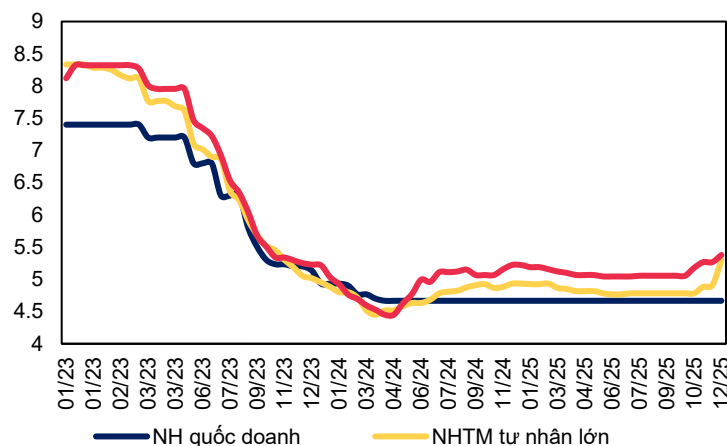
- Việc thay đổi luật thuế về cách thức áp dụng hóa đơn, với thị trường tiêu dùng, đây là một giải pháp phù hợp nhằm: (1) Minh bạch các giao dịch mua - bán đẩy mạnh lưu thông hàng hóa tiêu dùng chính thống trong nước, (2) Giảm áp lực cạnh tranh về giá cho các chuỗi bán lẻ hiện đại. Trong bối cảnh mới đầu áp dụng, các doanh nghiệp bán lẻ hiện đại sẽ có lợi thế đáng kể khi ngay từ bắt đầu, họ đã xây dựng xong hệ thống bán hàng chuyên nghiệp và minh bạch trong các khâu về thanh toán, chi trả với các hộ kinh doanh bán buôn và phân phối sản phẩm.
- Bên cạnh đấy, trong trung – dài hạn, theo nghị quyết 68-NQ/TW 2025 về phát triển kinh tế tư nhân, việc có quy định ngưỡng chịu thuế mới để áp dụng thuế khoán sẽ khiến cho ~1.95 triệu hộ kinh doanh thuế khoán phải chịu thêm các chi phí liên quan đến hệ thống tính toán thuế hàng kì và chi phí đầu tư ban đầu, khiến hộ KD mất đi lợi thế cạnh tranh về giá sản phẩm, đồng thời tạo môi trường cạnh tranh công bằng hơn cho các chuỗi bán lẻ hiện đại.

Đánh giá về một số thay đổi về luật đối với các doanh nghiệp bán lẻ, tiêu dùng

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

...chúng tôi cho rằng phân khúc tiêu dùng không thiết yếu vẫn phục hồi chậm

Mức nền lãi suất nhích tăng trở lại kể từ T10/25..

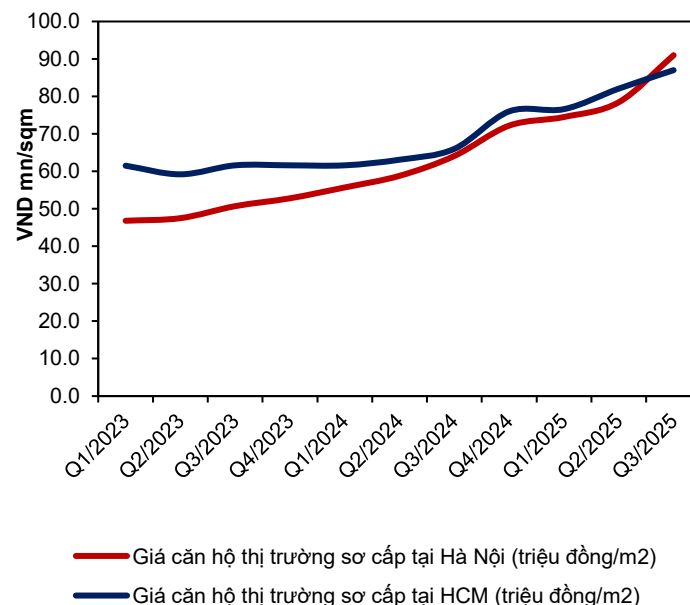


NH quốc doanh: VCB, BID, CTG

NH tư nhân lớn: TCB, VPB, MBB, STB, ACB, SHB

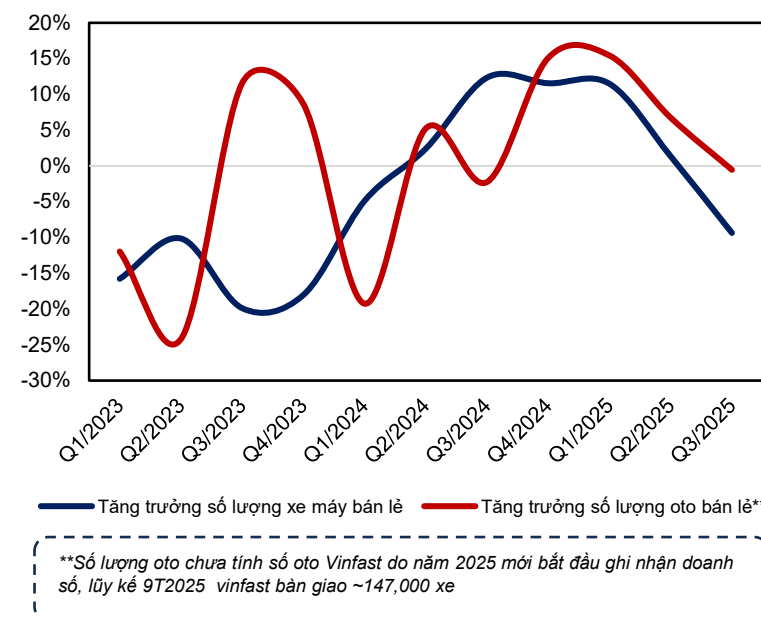
NH tư nhân vừa & nhỏ: LPB, SSB, NAB, EIB, HDB, TPB, VIB,

Giá bán bất động sản được dự báo vẫn trong xu hướng tích cực trong năm 2026



Nguồn: CBRE, MBS Research

Cùng tăng trưởng số lượng bàn giao ô tô, xe máy chưa tích cực trong năm 2025**



Nguồn: Vama, Hyundai, MBS Research

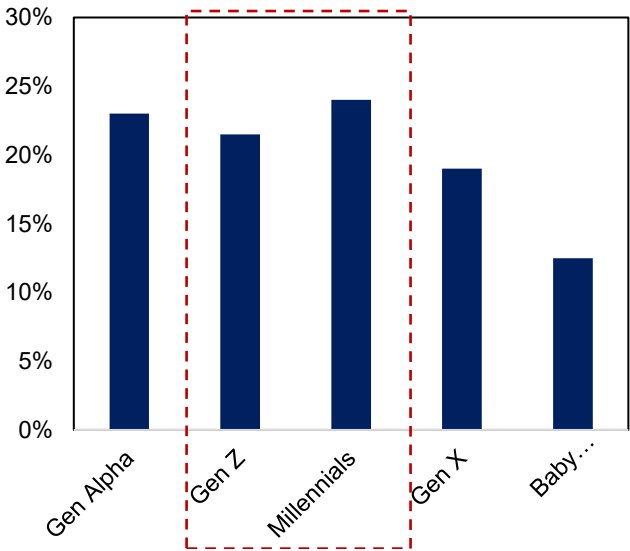
Nguồn: MBS Research

- Phân khúc không thiết yếu chưa có nhiều động lực trở lại trong năm 2026 khi các điều kiện vĩ mô chưa thực sự ủng hộ, cụ thể khi (1) mức nền lãi suất huy động đã dần nhích trở lại kể từ T10/2025 tạo ra sự khó khăn cho việc duy trì gói vay tiêu dùng lãi suất thấp, (2) giá bán bất động sản tăng trưởng mạnh mẽ và được dự báo tiếp tục xu hướng tích cực trong năm 2026, (3) Số lượng bàn giao ô tô, xe máy vẫn còn nhiều khó khăn trong năm 2025. Xuyên suốt năm 2025, khi cầu tiêu dùng còn yếu cùng các yếu tố vĩ mô chưa thuận lợi thì rất khó khăn cho người tiêu dùng trong các lựa chọn hàng không thiết yếu, do vậy trong năm 2026, chúng tôi nhận thấy cầu tiêu thụ các sản phẩm không thiết yếu sẽ còn nhiều khó khăn để tăng trưởng.
- Ngược lại, ngành hàng điện tử tiêu dùng có thể sẽ trở thành điểm sáng trong năm 2026 khi vào thời điểm siết chặt quy định về thuế TMDT cùng đẩy mạnh ngăn chặn hàng giả, hàng nhái, khiến cho nhiều thương hiệu điện tử tiêu dùng đã quay trở lại đường chính ngạch vào Việt Nam. Trong bối cảnh chu kỳ thay thế sản phẩm diễn ra, điều này giúp các sản phẩm đa dạng công năng, mức giá hợp lý, dễ dàng tiếp cận vào đại đa số gia đình Việt Nam hiện nay

Năm 2026: Bắt kịp xu hướng là chìa khóa tăng trưởng cho các doanh nghiệp tiêu dùng thiết yếu trong giai đoạn tới...

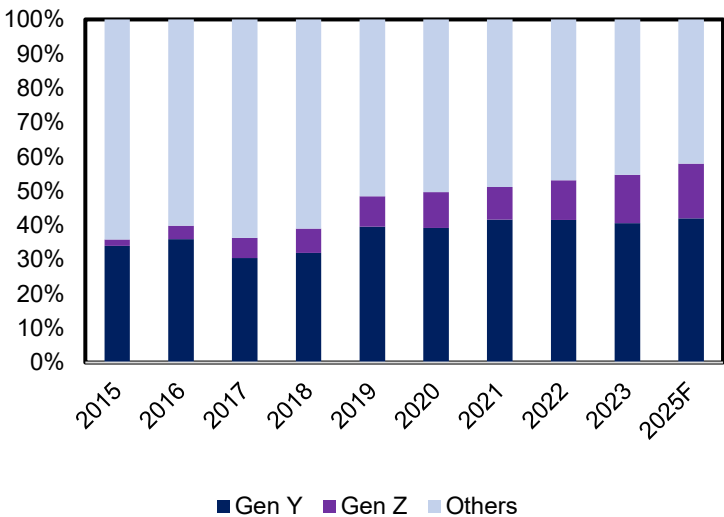
- Việt Nam đang ở giai đoạn dân số vàng cùng sự gia tăng mạnh mẽ của giai đoạn gen Z- gen Y bước vào thị trường lao động. Theo ước tính, Gen Alpha, Gen Z và Gen Y chiếm ~60% tổng người tiêu dùng tại Việt Nam và hiện nay đang xuất hiện sự thâm nhập mạnh mẽ của Gen Z – Gen Y trong thị trường lao động, do vậy xu hướng tiêu dùng mới sẽ phụ thuộc chính vào Gen Alpha, gen Z và Gen Y. Khác với các thế hệ Gen X và Boomers, các thế hệ trẻ tập trung vào sự trải nghiệm, dịch vụ mới hữu dụng và các sản phẩm tốt cho sức khỏe, ít đường. Bên cạnh đấy, các thế hệ trẻ không ngại thay đổi để được thử sức với các sản phẩm mới nhiều dinh dưỡng ở một mức giá tương đương. Nếu các thế hệ trước tập trung chủ yếu vào giá cả và dinh dưỡng, thì các bạn thế hệ trẻ sẽ lựa chọn dựa vào dinh dưỡng, bao bì rồi mới đến giá cả.
- Do vậy, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp được hưởng lợi trong thời gian này đã thực hiện thay đổi tái định vị thương hiệu trong thời gian dài, luôn tích cực thay đổi và phát triển, nghiên cứu thêm nhiều sản phẩm khác để phù hợp với đa dạng nhu cầu tiêu dùng. Trong bối cảnh cầu tiêu dùng tăng trưởng tốt, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp đổi mới sẽ được hưởng lợi đầu tiên

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



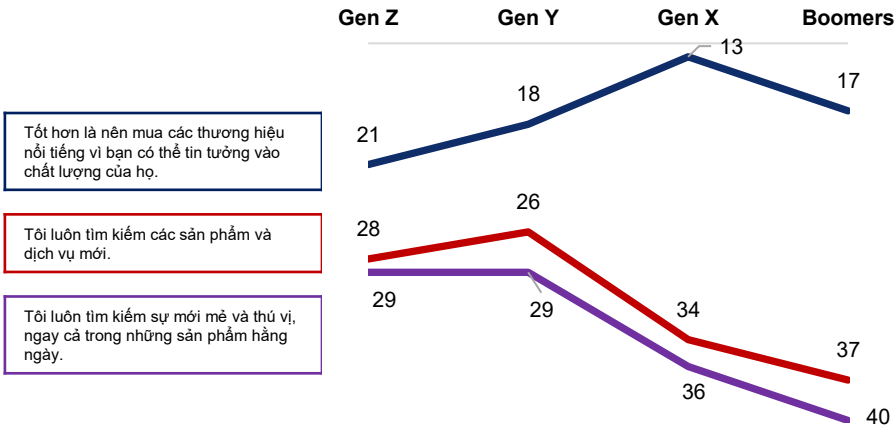
• Nguồn: Cimigo, MBS Research

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



• Nguồn: TCTK, MBS Research

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



Tốt hơn là nên mua các thương hiệu nổi tiếng vì bạn có thể tin tưởng vào chất lượng của họ.

Tôi luôn tìm kiếm các sản phẩm và dịch vụ mới.

Tôi luôn tìm kiếm sự mới mẻ và thú vị, ngay cả trong những sản phẩm hàng ngày.

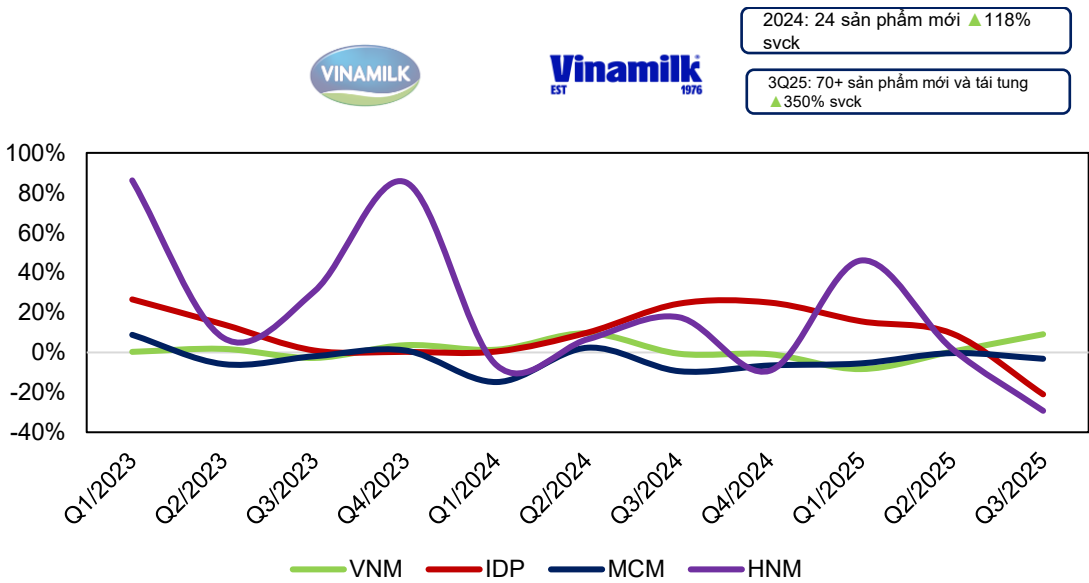
*Bảng xếp hạng lựa chọn của NIQ, số càng lớn thể hiện lượng người lựa chọn cao

• Nguồn: NIQ GEN Z REPORT, MBS Research

... do đó chỉ các DN đầu ngành mới có khả năng đẩy mạnh chi phí đầu tư R&D và quảng bá để giành thêm thị phần

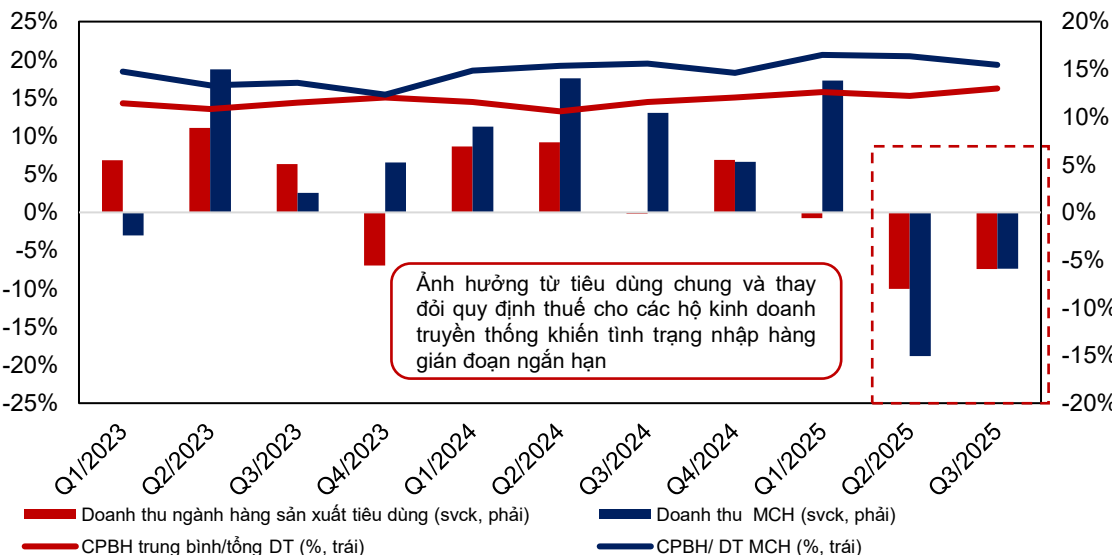
- Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp có sự thay đổi tích cực sẽ hưởng trái ngọt đầu tiên khi thị trường phục hồi. Với thị trường sữa, chúng tôi đánh giá cao sự chuyển mình trong câu chuyện tái định vị thương hiệu của VNM. Bằng sự chuyển mình, VNM đã hướng đến tệp người tiêu dùng quan tâm nhiều đến sức khỏe, tập trung cải tiến bao bì và liên tục ra các sản phẩm mới với dinh dưỡng vượt trội. Ở thị trường tiêu dùng chung, MCH cũng là doanh nghiệp tiên phong trong việc nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, tăng trưởng kép doanh thu đổi mới của MCH luôn duy trì >20% trong giai đoạn 2018-2024. Bên cạnh đấy, việc cải cách hệ thống bán hàng giúp tối ưu chi phí, tăng điểm chạm của nhân viên bán với các đơn vị bán lẻ được hoàn tất trong 1H2025 sẽ giúp việc nắm bắt nhu cầu, luân chuyển hàng hóa cho các doanh nghiệp bán lẻ sẽ ổn định và tốt hơn trong thời gian tới.
- Trong bối cảnh người tiêu dùng luôn tìm các sản phẩm mới với mức dinh dưỡng cao, R&D liên tục sẽ giúp cho các doanh nghiệp nắm bắt cụ thể, chính xác nhu cầu tiêu dùng mới, từ đó có các sản phẩm nổi bật và trở thành xu hướng trong trung – dài hạn.

Tăng trưởng doanh thu theo quý của các doanh nghiệp sữa với sự nổi bật của VNM



• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Việc đẩy mạnh quảng cáo cho các sản phẩm mới và hiện tại khiến cho MCH liên tục có được tốc độ tăng trưởng tốt hơn trung bình ngành



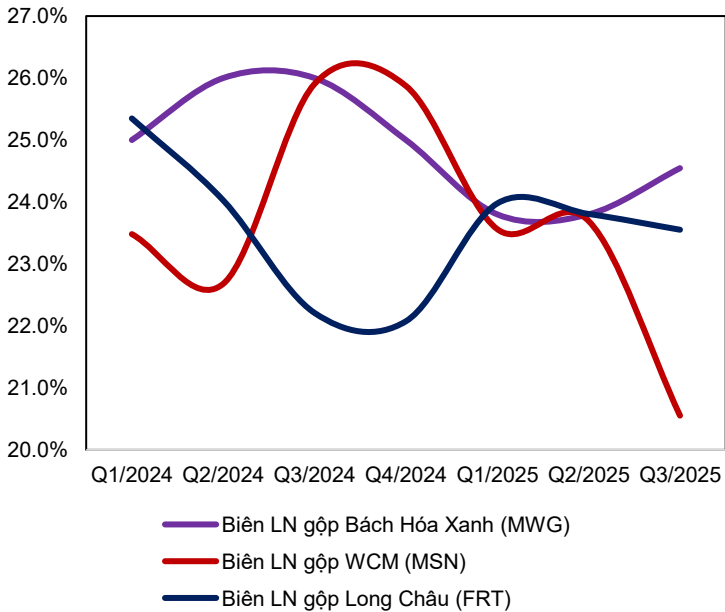
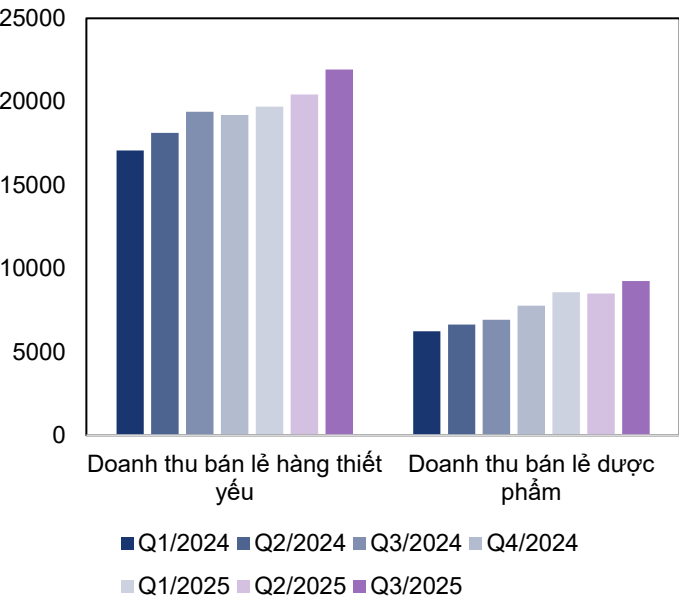
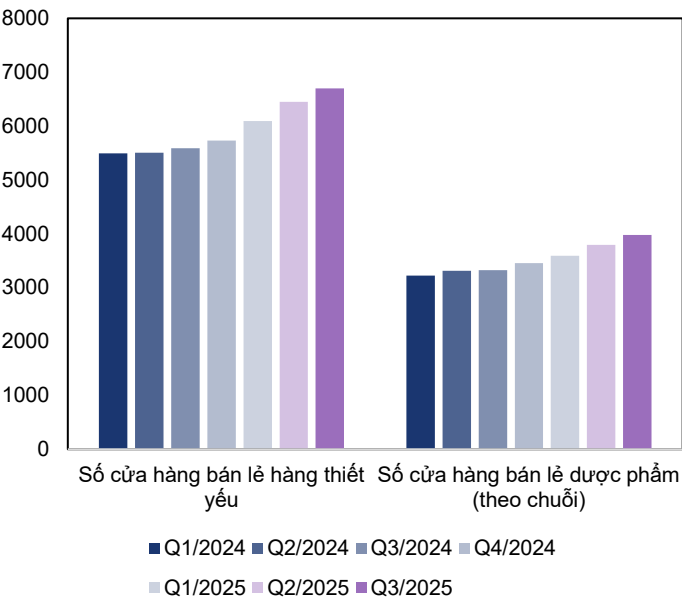
• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Phân khúc bán lẻ hàng thiết yếu: Điểm sáng thuộc về mở rộng quy mô của chuỗi bán lẻ thực phẩm và dược phẩm

Lợi thế mô hình giúp cho chuỗi bán lẻ hàng thiết yếu tăng tốc mở rộng..

Doanh thu/CH không quá nhiều ảnh hưởng cho thấy sự ổn định trong việc mở rộng thời gian qua

Biên LN gộp của các bán lẻ tiện lợi lớn nhất tại Việt Nam

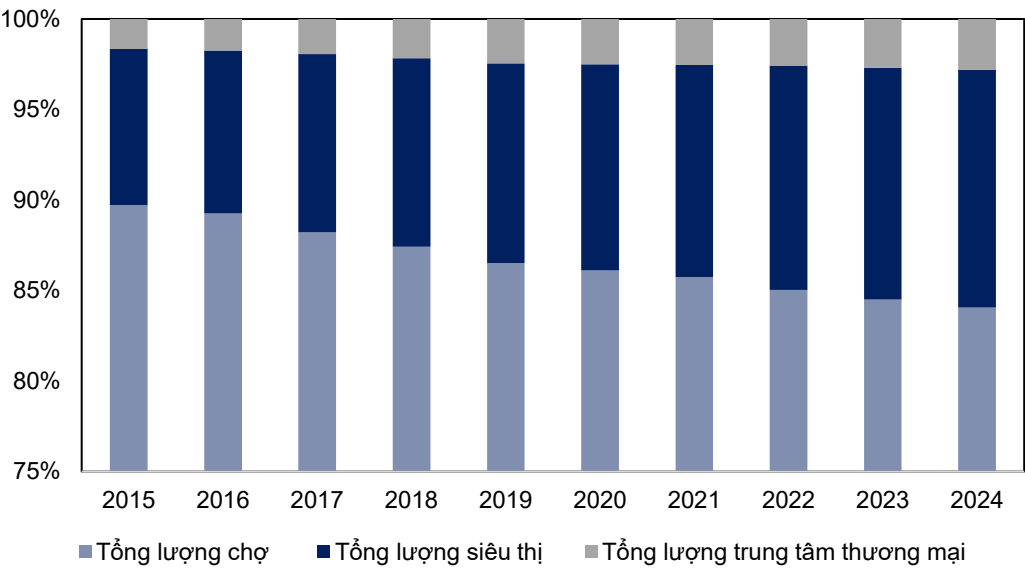


- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research
- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research
- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research
- Tổng cửa hàng bán lẻ thiết yếu hiện đại tăng 20% svck, tương ứng mở mới 1,112 cửa hàng với hơn 50% cửa hàng ở khu vực miền Trung. Sau khi có lãi trong năm 2024, các chuỗi bán lẻ hàng thiết yếu lớn (BHX, WCM) đã kích hoạt mở rộng mạnh mẽ sang các khu vực mới với chủ đạo năm 2025 tại miền Trung. Bước đầu mở mới, với lợi thế từ mô hình thành công có sẵn, hai chuỗi đều ghi nhận sự chuyển dịch mua sắm tích cực từ người tiêu dùng do đó tổng doanh thu tăng trưởng tích cực. Bên cạnh đấy, chuỗi bán lẻ dược phẩm cũng ghi nhận tăng 20% svck, tương ứng mở mới 654 nhà thuốc mới. Sau khi luật Dược sửa đổi đi vào hoạt động với những tín hiệu tích cực cho chuỗi bán lẻ dược phẩm, một số chuỗi bán lẻ nổi tiếng như An Khang, Pharmacity đã bắt đầu mở rộng quy mô sau thời gian dài nằm yên. Kết hợp với cơ cấu sản phẩm thay đổi để phù hợp với thị yếu tiêu dùng, biên LN gộp và doanh thu cũng tăng trưởng tốt

Phân khúc bán lẻ hàng thiết yếu : Lợi thế mô hình thành công giúp các nhà bán lẻ tiếp đà mở rộng mạnh mẽ

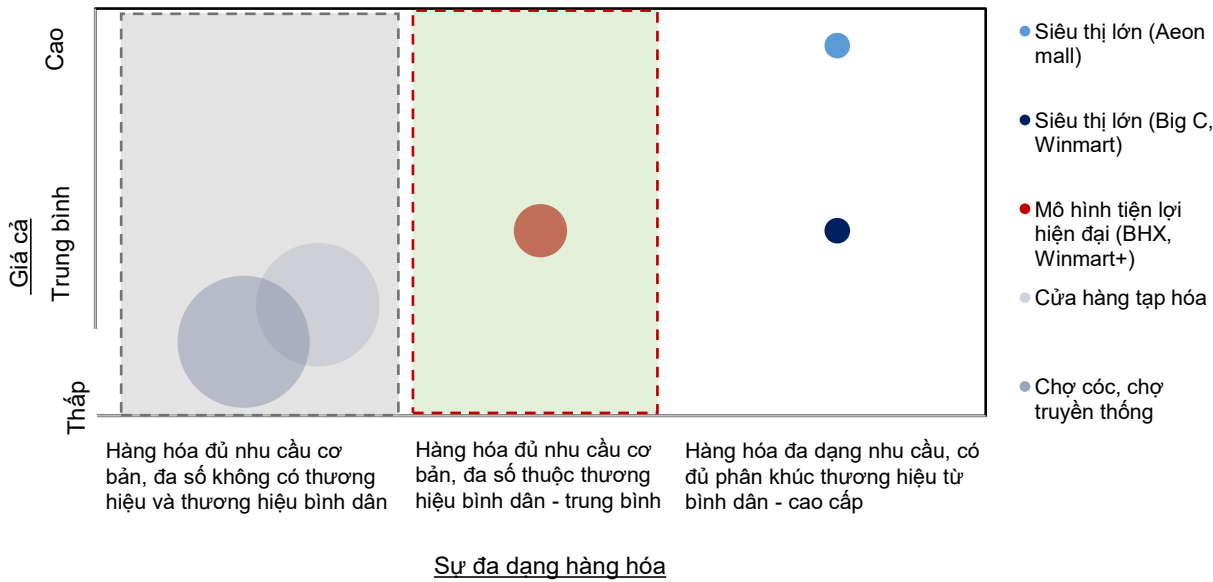
- Trong lượng thống kê về quy mô chợ tại Việt Nam, tỷ lệ thâm nhập về bán lẻ hiện đại đã gia tăng nhanh chóng mỗi năm và đạt ~16% trong năm 2024. Trong quy mô chợ truyền thống, có ~80% chợ đạt loại 3, chúng tôi nhận thấy chỉ phù hợp với nhu cầu dân sinh cơ bản với đa dạng sản phẩm, nhiều sản phẩm không rõ nguồn gốc. Trong bối cảnh xu hướng tiêu dùng ưu tiên sức khỏe cùng xu hướng đô thị hóa tại Việt Nam, tiềm năng mở rộng của thị trường bán lẻ thiết yếu hiện đại còn lớn.
- Với chỉ đạo CP về việc đẩy mạnh dẹp bỏ chợ cóc, chợ tạm, chúng tôi nhận thấy cơ bản về mô hình chuỗi hiện đại đang phù hợp để thay thế với các lợi thế điển hình: (1) mức giá bán thực phẩm sạch của các khu mô hình bán lẻ hiện đại rẻ hơn so với trước kia, (2) mô hình bán lẻ nhỏ gọn, hiện đại, đầy đủ, phù hợp với đa dạng nhu cầu người tiêu dùng, (3) bán lẻ vật lí tích hợp kênh hỗ trợ bán hàng (website, zalo, imess,...) giúp người tiêu dùng tiện lợi mua sắm mỗi khi bận rộn, (4) sự đầy đủ, đa dạng về nguồn thực phẩm hàng ngày, sản phẩm nguồn gốc rõ ràng, tốt cho sức khỏe.

Tỷ lệ bao phủ của bán lẻ hiện đại gia tăng mạnh mẽ của các năm và đạt ~25% vào năm 2024



• Nguồn: TCTK, MBS Research

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

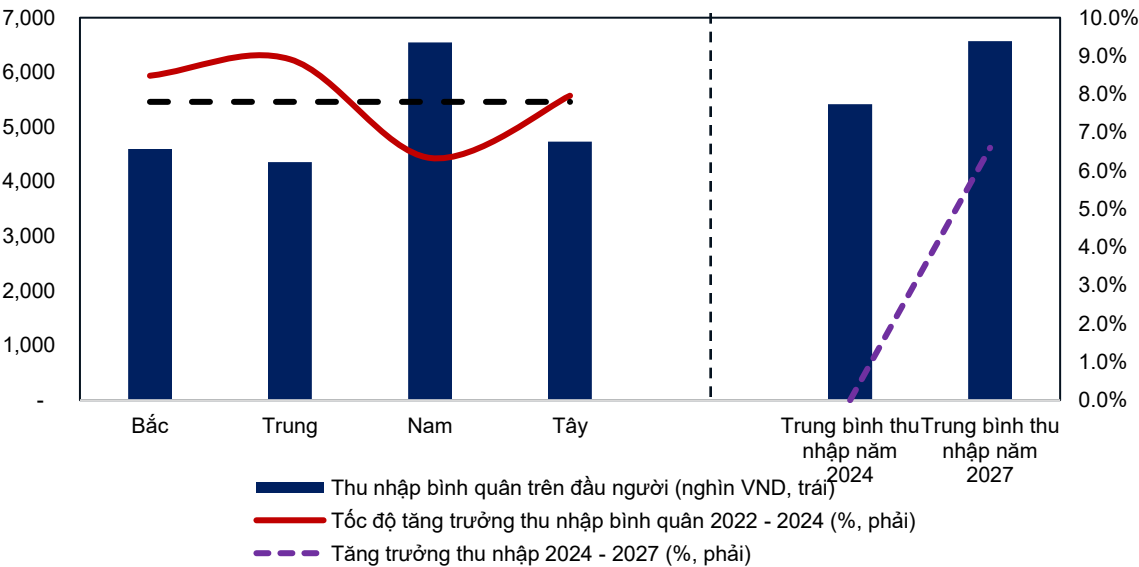


• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Phân khúc bán lẻ hàng thiết yếu : ...Thị trường bán lẻ hiện đại Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng trong thời gian tới

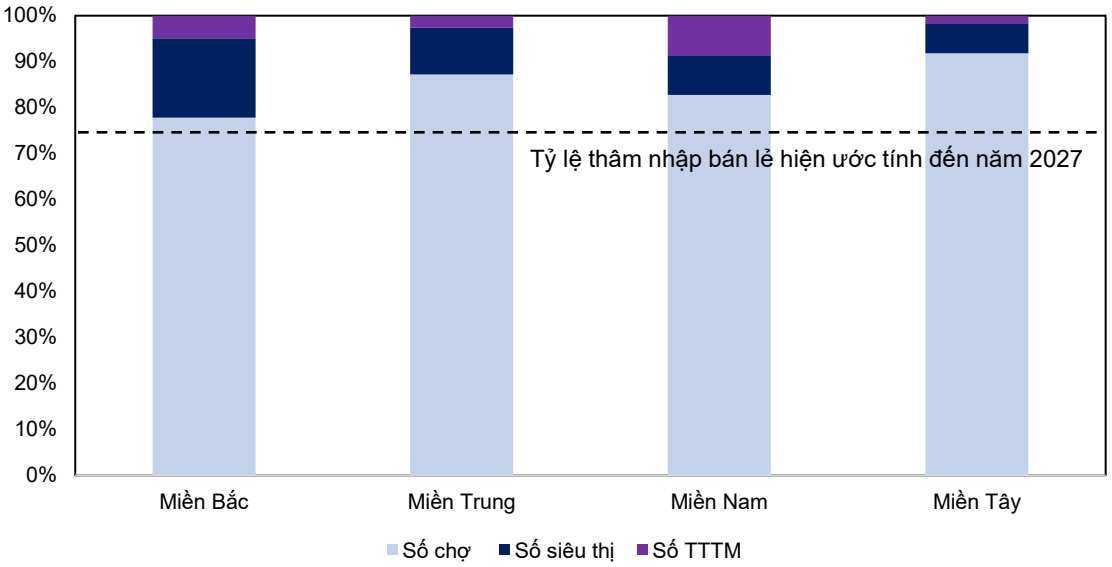
- Năm 2025, tiêu biểu 2 doanh nghiệp MSN và MWG đã tăng cường mở rộng mạnh mẽ mô hình bán lẻ hiện đại, đặc biệt tại khu vực miền Trung (nơi có thu nhập bình quân ở mức trung bình) và bước đầu đã nhận được sự đón nhận của người tiêu dùng. Tại đây, mô hình bán lẻ thiết yếu hướng đến các sản phẩm thiết yếu với mức giá hợp lý và có thương hiệu uy tín trên thị trường, tuy doanh thu/ đơn hàng thấp hơn sv thị trường hiện hữu nhưng số lượng giao dịch rất khả quan nhờ sự dịch chuyển từ thị trường bán hàng truyền thống, nhờ đó doanh thu trung bình/CH chỉ giảm ~15% sv thị trường hiện hữu. Chúng tôi nhận thấy bước đầu, người tiêu dùng đã đón nhận mô hình bởi những ưu điểm “nhanh – gọn – giá cả hợp lý” thì sẽ dễ dàng tăng trưởng trong giai đoạn sắp tới. Chúng tôi kỳ vọng với yếu tố (1) thu nhập bình quân/đầu người tăng trưởng kép 8% trong thời điểm 2022 – 2024 và được ước tính có tốc độ tăng trưởng kép 2024-2027 đạt 6.6%, (2) Xu hướng tiêu dùng ngày càng chú trọng vào các sản phẩm thương hiệu cùng mức giá hợp lý sẽ là động lực khả quan cho sự tăng trưởng quy mô mô hình bán lẻ hiện đại trong giai đoạn sắp tới và ước đạt 25% tới năm 2027.

Thu nhập bình quân đang gia tăng mạnh mẽ tại khu vực Bắc – Trung sẽ là động lực cho sự phát triển của mô hình bán lẻ hiện đại tại đây..



• Nguồn: TCTK, MBS Research

..cùng với sự đầu tư mạnh mẽ từ các nhà bán lẻ, tỷ lệ thâm nhập ước đạt 25% vào năm 2027.

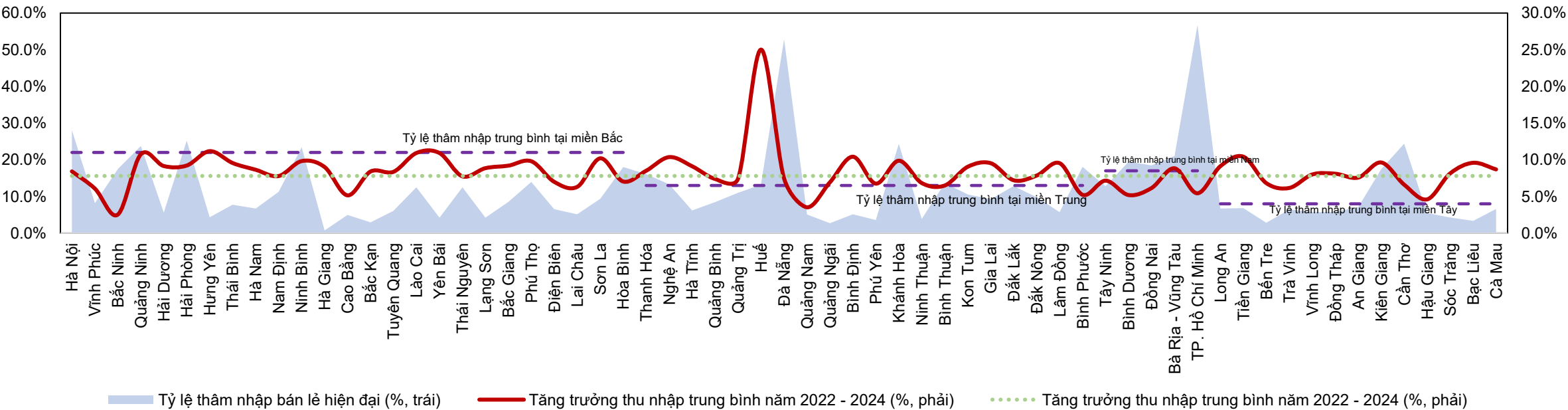


• Nguồn: TCTK, MBS Research

Phân khúc bán lẻ hàng thiết yếu : Nhiều khu vực còn tiềm năng tăng trưởng chi tiêu khả quan trong bối cảnh tỷ lệ thâm nhập còn thấp...

- Nhìn chung, tỷ lệ thâm nhập bán lẻ ở các khu vực còn khá thấp cho thấy tiềm năng thâm nhập còn nhiều dư địa phát triển trong trung – dài hạn. Theo số liệu thống kê về quy mô bán lẻ của NSO, hiện nay tỷ lệ thâm nhập bán lẻ hiện đại của miền Bắc cao nhất tuy nhiên chưa thực sự tối ưu. Thị trường miền Bắc còn khá phân mảnh với mật độ phần lớn ở khu vực thành thị và lác đác tại thị trường nông thôn. Bên cạnh đó, khu vực miền Nam với tỷ lệ thành thị/nông thôn cùng mật độ dân số cao là địa điểm phù hợp để tiếp tục mở rộng quy mô bán lẻ, đặc biệt tiến sâu vào các khu vực nông thôn – nơi bán lẻ truyền thống vẫn chiếm đa số. Khu vực miền Trung cùng mật độ dân số nông thôn cao cũng là địa điểm phù hợp để mở rộng trung – dài hạn. Do vậy, đây là thời điểm thích hợp cho việc mở rộng mô hình bán lẻ thiết yếu hiện đại tại khu vực nông thôn, nơi còn tiềm năng lớn từ sự chuyển dịch từ mua hàng truyền thống – hiện đại.

Nhiều khu vực có tăng trưởng thu nhập khả quan trong bối cảnh tỷ lệ thâm nhập chưa cao cho thấy tiềm năng gia tăng quy mô tốt trong trung – dài hạn

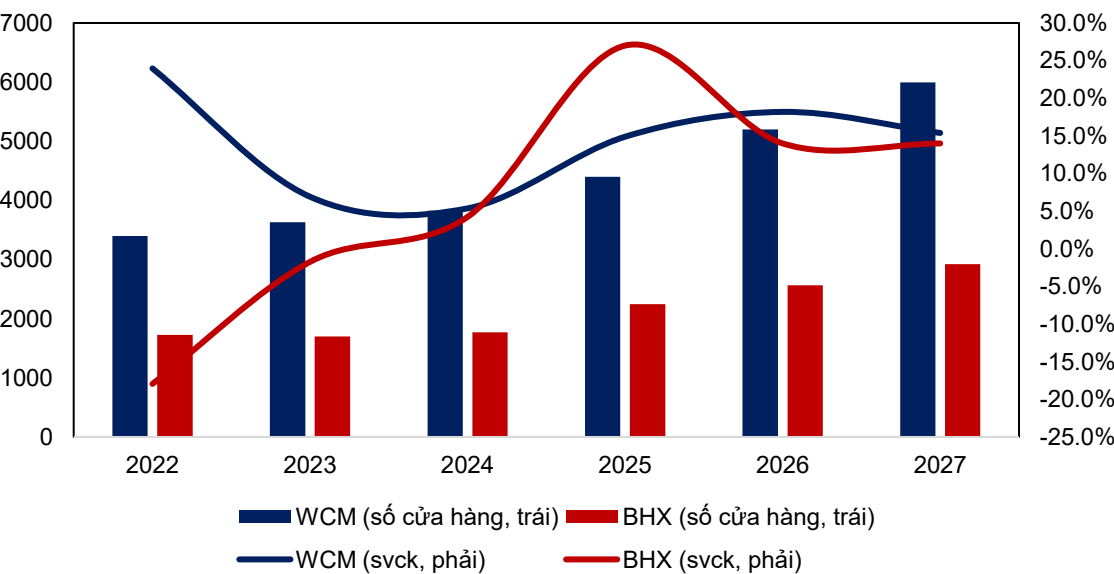


• Nguồn: TCTK, MBS Research

Phân khúc bán lẻ hàng thiết yếu : Các doanh nghiệp đầu ngành giành lợi thế, tiếp đà mở rộng.

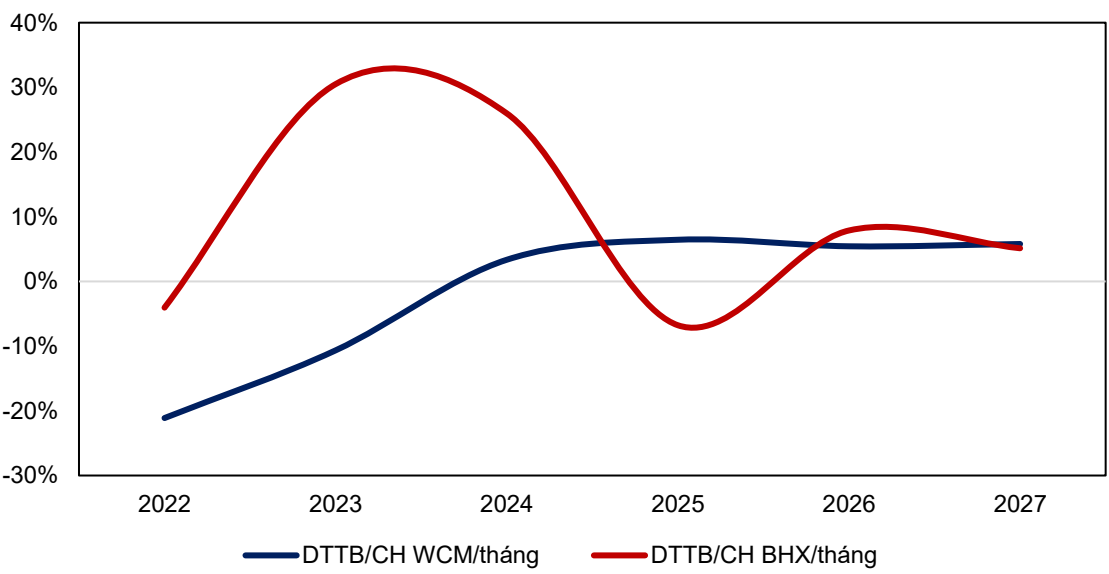
- WCM và BHX đã có 1 năm thành công mở rộng mạnh mẽ với thị trường miền Trung, nơi người dân có thói quen tiêu dùng chi tiêu tiết kiệm và sở thích mua hàng khác khu vực miền Nam. Khởi đầu, các cửa hàng đều có tín hiệu tích cực khi (1) Hơn 80% tổng số cửa hàng WCM mới đã đạt điểm hòa vốn ở cấp độ EBITDA cửa hàng (2) Hơn 60% cửa hàng BHX mở mới có EBIT dương. Trong năm 2025, dự kiến WCM và BHX đã mở mới thành công 570/655 cửa hàng mới với hơn 50% tập trung khu vực miền Trung.
- Sang năm 2026-27, với (1) lợi thế mô hình và chuỗi vận hành, (2) xu hướng tiêu dùng thị trường đang khả quan, bên cạnh việc tiếp đà mở rộng tại miền Trung, WCM và BHX sẽ tiếp tục mở mới các khu vực mới tại cả miền Bắc và miền Nam và ước tính tốc độ tăng trưởng kép đạt 20% trong năm 2026-27.

Tăng trưởng tổng cửa hàng năm 2026-27 của WCM và BHX



• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Tăng trưởng doanh thu/CH năm 2026-27 của WCM và BHX



• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Phân khúc bán lẻ dược phẩm : Sự hỗ trợ của thay đổi chính sách bán lẻ dược phẩm hỗ trợ các doanh nghiệp lớn

Sự minh bạch hóa và rõ ràng về sửa đổi luật dược trong năm 2024 cho các chuỗi bán lẻ dược phẩm

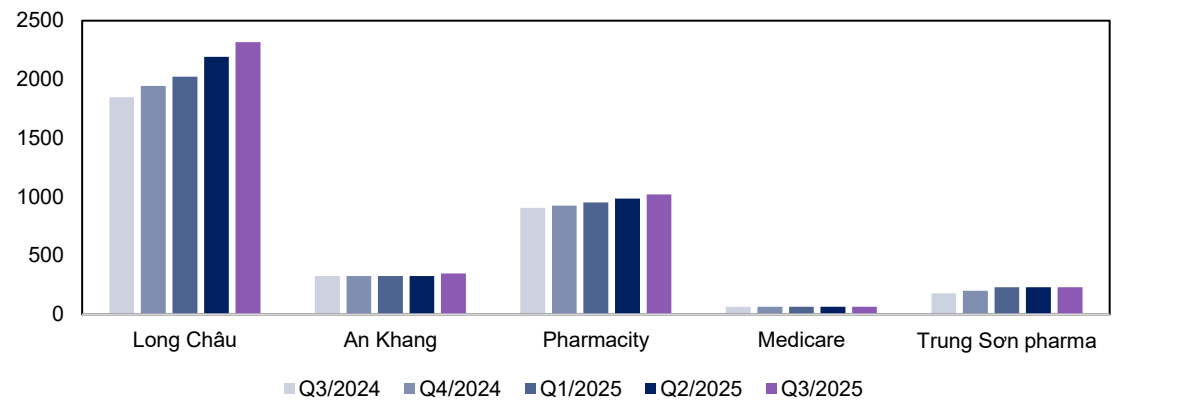
Luật mới có hiệu lực từ 1/7/2025	Đánh giá
(1) Tạo hành lang pháp lý cho chuỗi nhà thuốc hiện đại, nổi bật là quyền luân chuyển thuốc và quyền luân chuyển người chịu trách nhiệm chuyên môn về dược giữa các nhà thuốc trong chuỗi nhà thuốc (2) Bổ sung cho phép bán thuốc không kê đơn trên nền tảng thương mại điện tử	(1) Rõ ràng hành lang pháp lý về kinh doanh chuỗi nhà thuốc, trách nhiệm của người chuyên môn về dược trong nhà thuốc thuộc chuỗi tạo ra một thị trường cạnh tranh công bằng, quy củ và chuyên nghiệp của các nhà thuốc hiện nay, lợi thế cho các nhà thuốc quy củ từ đầu và đảm bảo chuyên môn của dược sĩ làm việc (2) Các chuỗi nhà thuốc hiện đại khả năng triển khai ứng dụng, website bán các sản phẩm thuốc không kê đơn cho người tiêu dùng, lợi thế dành cho các doanh nghiệp có khả năng bao phủ lớn và ứng dụng sở hữu các dịch vụ (vận chuyển, đầy đủ hàng hóa) tốt phục vụ cho người tiêu dùng

Điểm chạm với khách hàng gia tăng trong năm 2025 và chi tiêu về sức khỏe vẫn là xu hướng chính trong dài hạn....

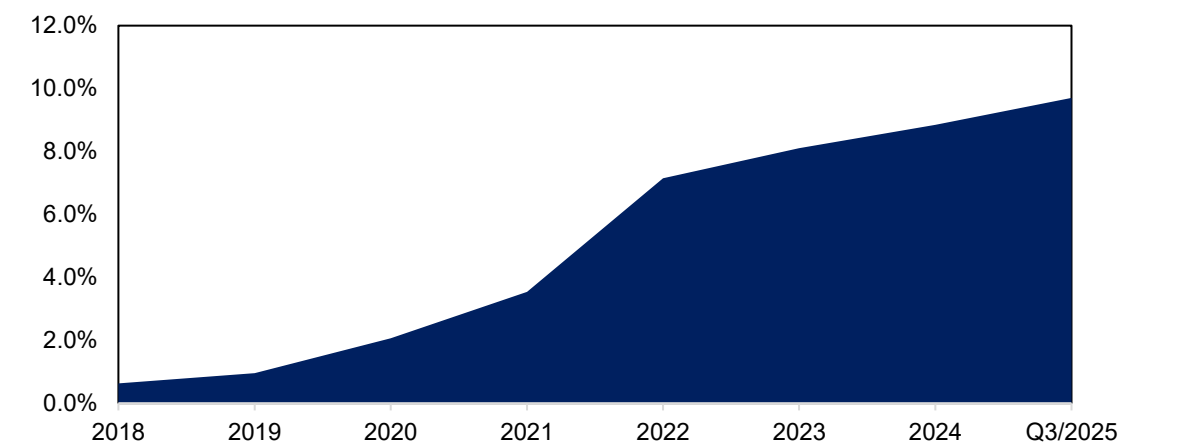
Chuỗi bán lẻ dược phẩm	Cửa hàng vật lý (cửa hàng) hỗ trợ	Tổng đài	Ứng dụng có dược sĩ hỗ trợ trực tuyến	Xuất hiện trên VNeID	Mô hình chăm sóc sức khỏe toàn diện
Long Châu	2,317	✓	✓	✓	✓
Pharmacy	1,020	✓	✓	✓	✗
An Khang	347	✓	✓	✓	✗
Trung Sơn Pharma	230	✓	✗	✗	✗
Medicare	64	✓	✗	✗	✗

• Nguồn: Các DN niêm yết, trang chủ các nhà thuốc, MBS Research

Góp phần giúp cho chuỗi nhà thuốc lớn thay đổi cơ cấu sản phẩm nhà thuốc và tiếp đà mở rộng quy mô..



Nhờ đó tỷ lệ bao phủ chuỗi hiện đại của các nhà thuốc dược phẩm ước đạt 11% trong năm 2026.



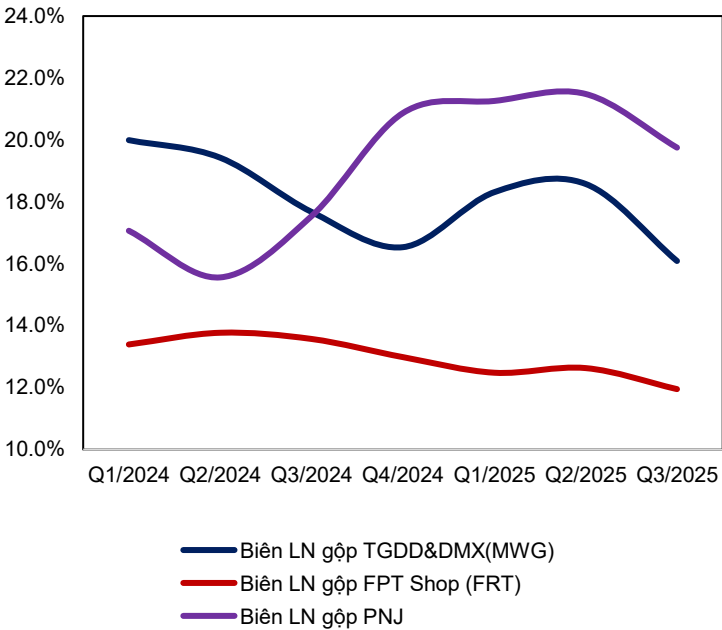
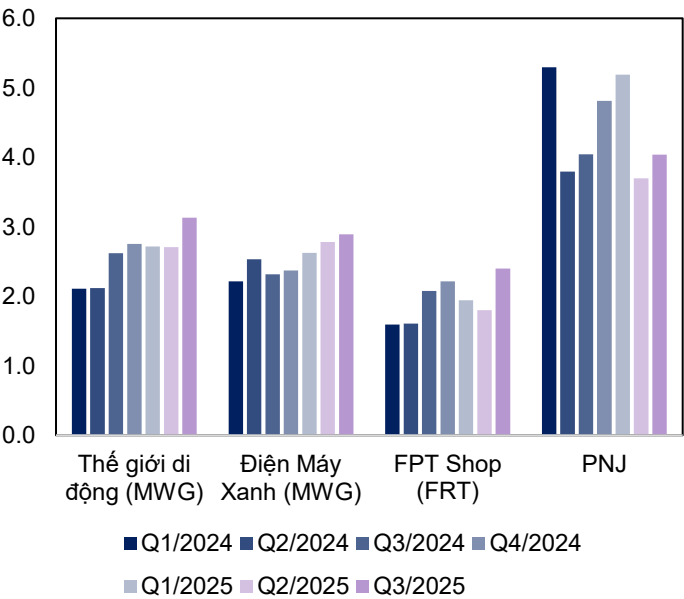
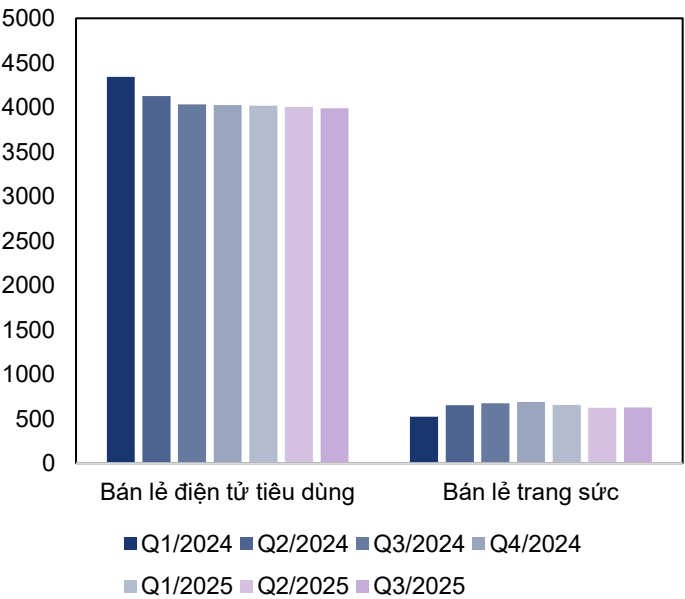
• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Phân khúc bán lẻ hàng không thiết yếu: Chú trọng tăng trưởng doanh thu/CH, duy trì lượng cửa hàng vật lý hiện tại

Lợi thế mô hình giúp cho chuỗi bán lẻ hàng thiết yếu tăng tốc mở rộng..

Cùng với sự chuyển dịch mua sắm giúp cho doanh thu tăng trưởng ổn định, bên cạnh đẩy nhận thấy sự phục hồi mạnh mẽ của mảng ICT-CE

Biên LN gộp của các bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam

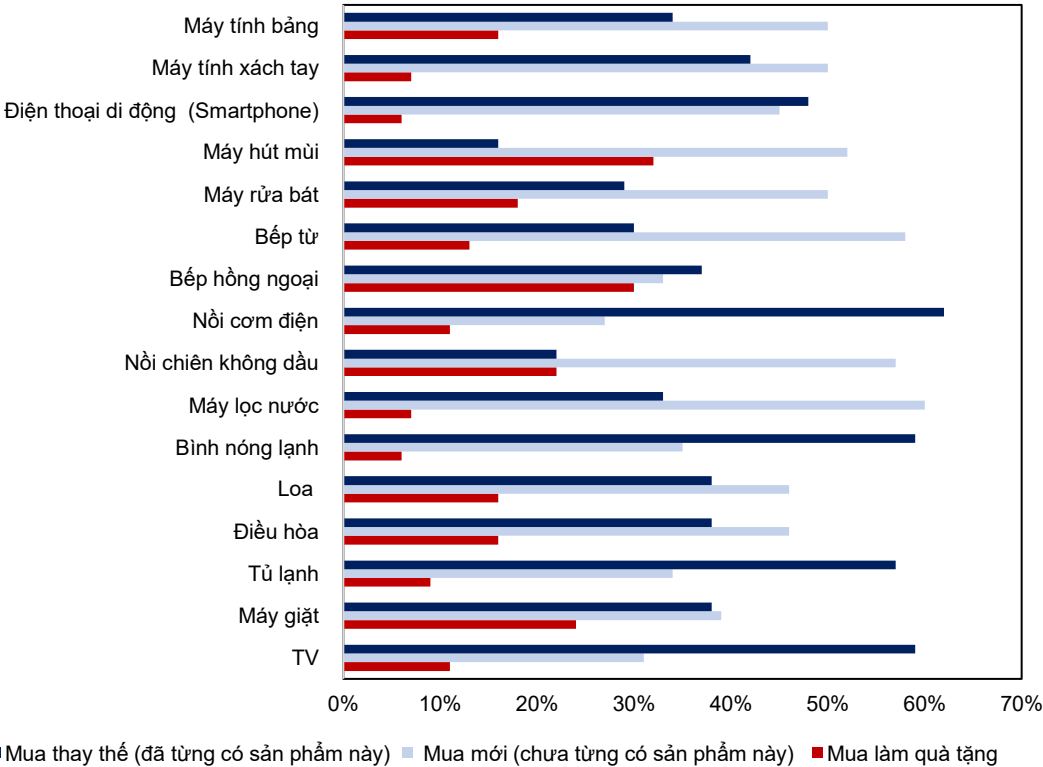


- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research
- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research
- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research
- Năm 2025, chuỗi bán lẻ trang sức “hụt hơi” trong việc mở mới, số cửa hàng chỉ tăng nhẹ ~9 cửa hàng svck trong bối cảnh giá vàng biến động mạnh xuyên suốt từ đầu năm đến cuối năm, người dân chuyển sang đẩy mạnh mua – bán vàng tích trữ (vàng nhẫn, vàng miếng), khiến cho giá vàng nguyên liệu cũng tăng tốc và giá cả các sản phẩm trang sức cũng tăng cao, ảnh hưởng không nhỏ đến cầu tiêu thụ trang sức trong nước. PNJ (doanh nghiệp đầu ngành trang sức Việt Nam) cũng bị ảnh hưởng không nhỏ bởi xu hướng này, tuy nhiên điểm sáng là biên LN gộp được cải thiện đáng kể nhờ thay đổi cơ cấu danh mục sản phẩm bán ra. Bên cạnh đấy, chuỗi bán lẻ điện tử tiêu dùng giảm nhẹ số lượng cửa hàng để đảm bảo chi phí vận hành, tập trung vào việc thay đổi cơ cấu sản phẩm, nhờ vậy tổng doanh thu tăng trưởng 13% svck. Biên LN gộp cũng được cải thiện nhờ vào mức nền giá bán thấp của năm 2024, nhờ vậy các chuỗi điện tử tiêu dùng lớn cũng đã có lợi nhuận ròng khả quan hơn trong năm 2025.

Phân khúc bán lẻ điện tử tiêu dùng: Nhu cầu tiếp diễn phục hồi, tập trung ở các thiết bị điện gia dụng

- Theo bài khảo sát của Cốc cốc, theo độ tuổi, nhu cầu mua mới và thay thế vẫn đang mạnh mẽ ở nhiều sản phẩm khác nhau. Trong khi thế hệ trẻ chuộng mua mới hầu hết các sản phẩm (do đặc điểm thu nhập chưa cao, chưa có nhà) thì thế hệ Gen Y chuộng mua mới các thiết bị gia dụng lớn và thiết bị điện tử (phục vụ đời sống và công việc). Bên cạnh đấy, Gen X và Baby Boomers lại có thiên hướng thay thế các sản phẩm nhà bếp cùng các thiết bị điện tử (điện thoại, laptop). Điều này cho thấy nhu cầu thay thế rộng rãi ở lĩnh vực gia dụng nhà bếp và thiết bị điện tử, hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng thị trường bán lẻ điện tử tiêu dùng cho thời gian sắp tới.

Nhu cầu thay thế và mua mới trong lĩnh vực điện tử tiêu dùng trong 2026-2027



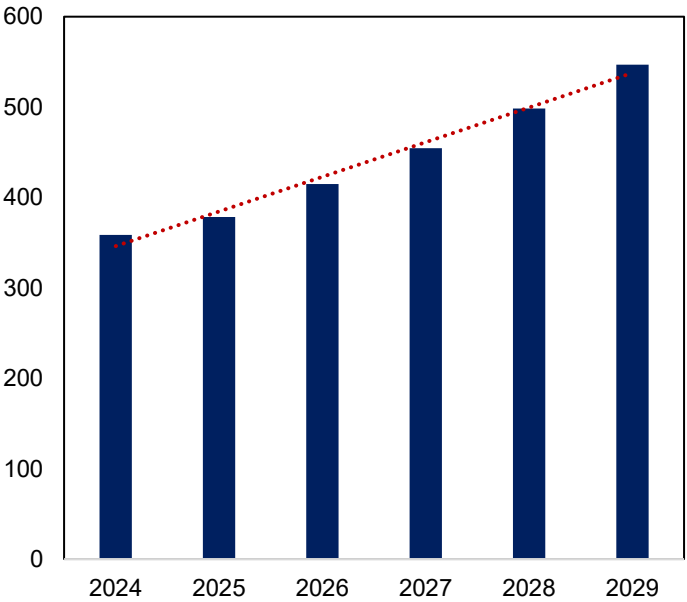
..Thúc đẩy sự tăng trưởng của thị trường trong năm 26-27.

	18-24	25-34	35-44	45-54	45+
Thiết bị gia dụng lớn					
Mua làm quà tặng	0%	13%	10%	17%	0%
Mua mới (chưa từng có sản phẩm này)	40%	75%	80%	67%	60%
Mua thay thế (đã từng có sản phẩm này)	60%	12%	10%	16%	40%
Thiết bị nhà bếp					
Mua làm quà tặng	8%	25%	32%	9%	5%
Mua mới (chưa từng có sản phẩm này)	53%	45%	40%	35%	36%
Mua thay thế (đã từng có sản phẩm này)	39%	30%	28%	56%	59%
Thiết bị ICT					
Mua làm quà tặng	6%	6%	12%	7%	7%
Mua mới (chưa từng có sản phẩm này)	52%	43%	39%	41%	19%
Mua thay thế (đã từng có sản phẩm này)	42%	51%	49%	52%	74%

Phân khúc bán lẻ điện tử tiêu dùng: Nhu cầu tiếp diễn phục hồi, tập trung ở các thiết bị điện gia dụng

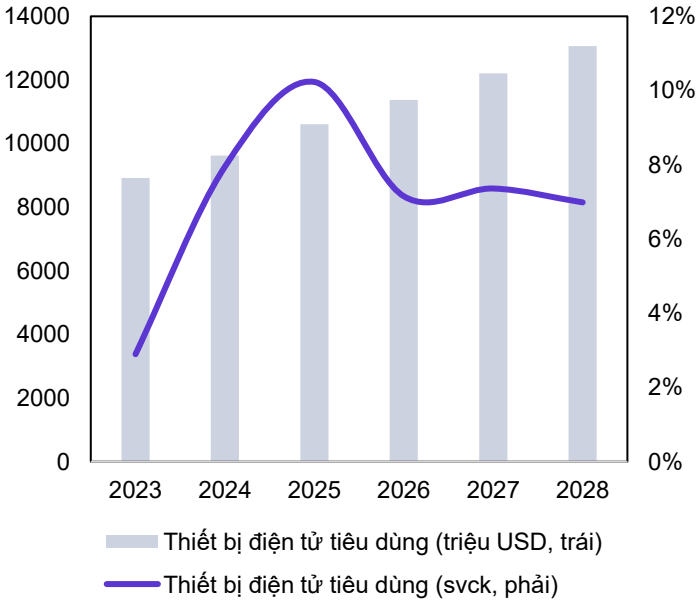
- Thị trường điện tử tiêu dùng Việt Nam đã gần bão hòa với tỷ lệ thâm nhập ~98%, nên động lực tăng trưởng tiếp theo sẽ đến từ gia dụng thông minh và thiết bị tích hợp AI. Với mức độ ưa chuộng công nghệ cao và đô thị hóa nhanh, Việt Nam có điều kiện thuận lợi để mở rộng thâm nhập gia dụng thông minh vào hộ gia đình; chúng tôi kỳ vọng phân khúc này đạt CAGR khoảng 9,6% giai đoạn 2025–26. Năm 2026 được dự báo khó khăn với nhóm điện thoại di động – laptop khi giá linh kiện tăng mạnh do thiếu hụt chip AI, khiến kỳ vọng về sản phẩm vượt trội nhưng giá bán hợp lý trở nên hạn chế. Do vậy, chúng tôi giảm dự báo tiêu thụ điện thoại, máy tính bảng, trong khi nâng kỳ vọng cho gia dụng – điện máy và ước tính toàn thị trường vẫn duy trì tăng trưởng kép khoảng 8% giai đoạn 2026–28.
- Biên LN gộp đã tạo đáy năm 2023 (do “price-war” giữa các chuỗi bán lẻ) và dần phục hồi trong 2024–25; trong 9T25, biên gộp tăng thêm 0,5–2 điểm % so với 2023 nhưng vẫn thấp hơn nền 2019–22 do sức cầu còn yếu. Vì vậy, chúng tôi cho rằng dư địa cải thiện biên LN gộp vẫn còn đáng kể khi cầu tiêu dùng phục hồi tích cực hơn trong 2026–27.

Thị trường gia dụng thông minh tại Việt Nam ước tăng trưởng kép 9.6% giai đoạn 2025-2029



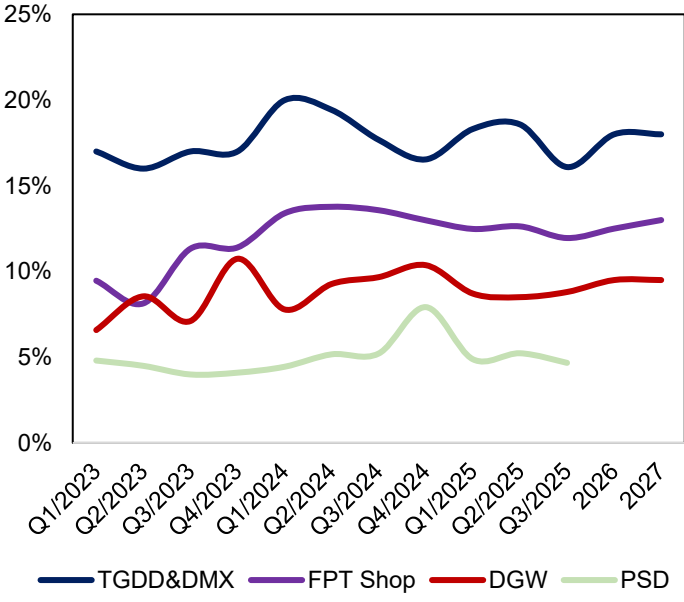
• Nguồn: Statista, MBS Research

Ước tính tăng trưởng thị trường điện tử tiêu dùng năm 2026-27



• Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Dự báo biên LN gộp còn nhiều dư địa mở rộng trong năm 2026-27



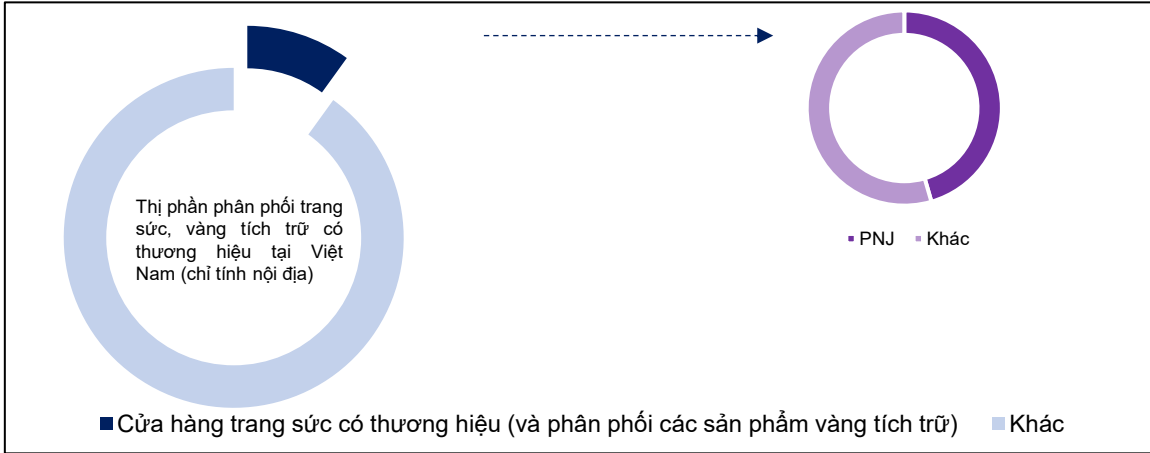
• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research
Vietnam Dynamics 2026 | 18

Phân khúc bán lẻ trang sức: Kỳ vọng chính sách hoàn thiện, mở đường tăng trưởng cho thị trường trang sức Việt Nam

Khi các ngân hàng, doanh nghiệp lớn được cấp phép sản xuất vàng miếng, các doanh nghiệp có lợi thế về kinh nghiệm sản xuất vàng tích trữ sẽ được thuê gia công, từ đó hỗ trợ gia tăng khả năng lấp đầy công suất hoạt động nhà máy...

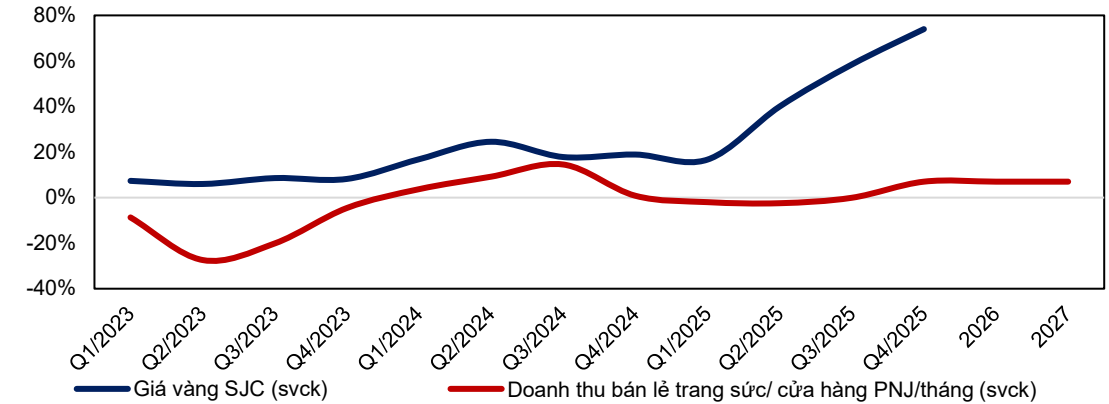
Giấy phép sản xuất vàng miếng	Đáp ứng nhu cầu vốn điều lệ	Có khả năng gia công, sản xuất vàng miếng	Chuỗi bán lẻ vàng miếng, trang sức có sẵn	SKUs hiện đang có
Các ngân hàng (VCB, BID, MB, VPB, TCB, ACB, CTG, AGRB, SHB, HDBank)	✓	✗	✗	✗
Doanh nghiệp sản xuất - bán trang sức				
Bảo Tín Minh Châu	✗	✓	249	~1000
Bảo Tín Mạnh Hải	✗	✓	11	~400
SJC	✓	✓	34	~700
PNJ	✓	✓	429	3,500
Doji	✓	✓	175	2,650
Huy Thanh	✗	✓	33	~1200
Vàng Mi Hồng	✗	✓	5	

Quy mô nhận diện của thị trường trang sức nội địa còn khá thấp và phân mảnh, mang tính địa phương cao...

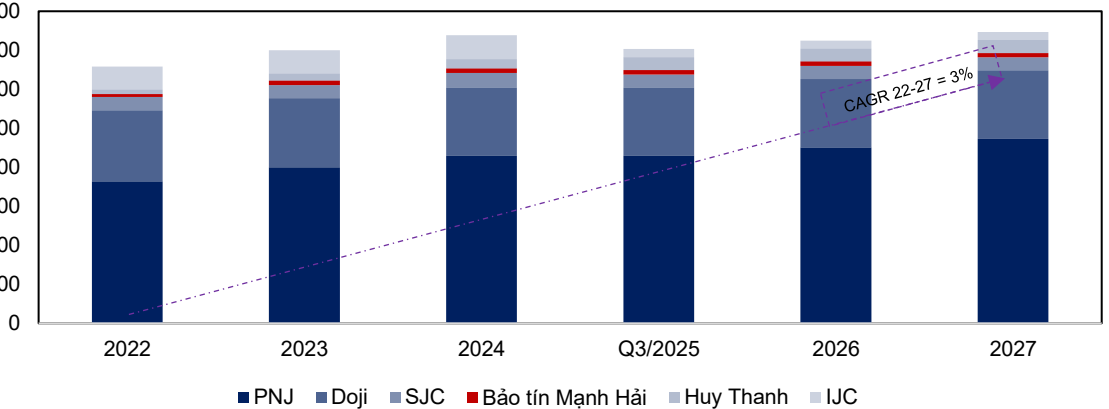


Nguồn: MBS Research tổng hợp

Bên cạnh đấy, nhu cầu tiêu thụ trang sức kỳ vọng bắt đầu phục hồi nhẹ svck khi (1) hạn ngạch nhập khẩu vàng miếng và vàng trang sức thông qua trong 1H2026, (2) giá vàng ổn định trở lại sẽ hỗ trợ giảm áp lực đầu cơ vàng tích trữ



..Do vậy chúng tôi kỳ vọng việc hoàn thiện chính sách về thị trường vàng miếng và vàng trang sức sẽ tạo ra nhiều động lực tăng trưởng của thị trường trang sức Việt Nam trong trung – dài hạn, đặc biệt quy mô mở rộng của các thương hiệu Việt.



Nguồn: PNJ, SJC, MBS Research tổng hợp

Dự phóng KQKD 2025-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

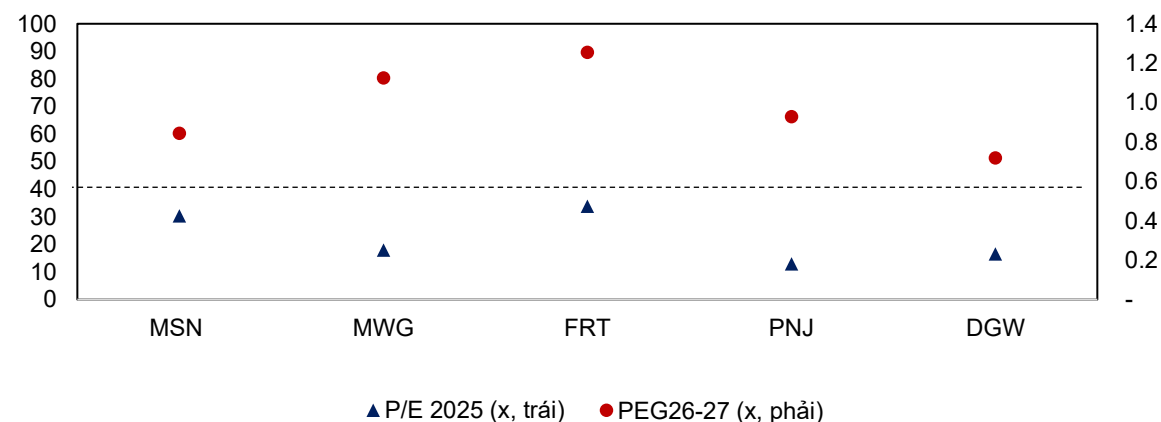
Tỷ đồng	MWG			MSN			VNM			FRT			PNJ			DGW		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	157,470	186,197	218,058	79,925	94,844	112,884	63,650	65,745	68,633	51,264	61,164	71,378	33,630	37,487	41,508	25,609	30,326	35,652
%svck	17%	18%	17%	-4%	19%	19%	3%	3%	4%	28%	19%	17%	-11%	12%	11%	16%	18%	18%
LN gộp	31,494	38,170	45,356	25,063	29,909	35,248	26,304	27,807	29,277	10,281	12,555	14,958	7,069	7,862	8,874	2,372	2,828	3,372
Biên LN gộp (%)	20%	21%	21%	31%	32%	31%	41%	42%	43%	20%	21%	21%	21%	21%	21%	9%	9%	9%
EBITDA	8,309	10,227	11,949	9,884	12,095	14,031	12,360	13,393	14,541	1,892	2,512	2,662	3,093	3,476	4,051	715	858	1,047
Biên EBITDA (%)	5%	5%	5%	12%	13%	12%	19%	20%	21%	4%	4%	4%	9%	9%	10%	3%	3%	3%
LN ròng	6,515	7,798	9,146	3,754	5,471	6,897	9,269	10,058	10,964	736	991	1,205	2,351	2,655	3,058	525	638	789
%svck	75%	20%	17%	88%	46%	26%	-2%	9%	9%	132%	35%	22%	11%	13%	15%	18%	22%	24%
EPS (đ/cp)	4,452	5,329	6,250	2,469	3,598	4,536	4,435	4,845	5,247	4,044	5,447	6,618	6,955	7,853	9,046	2,420	2,911	3,596
BVPS (đ/cp)	21,461	25,790	31,040	28,921	32,121	36,259	17,298	17,322	17,759	19,532	25,523	34,201	38,044	43,661	50,436	17,461	19,401	22,031
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	6,553	9,600	13,346	- 1,793	1,426	- 945	8,134	8,578	9,391	-34,859	-39,309	-37,192	1,212	1,674	3,890	- 2,076	- 4,187	- 6,410
Nợ/VCSH	1.0	0.8	0.8	1.4	1.3	1.3	0.2	0.2	0.2	2.8	2.4	2.0	0.2	0.2	0.2	0.7	0.8	0.8
Tỷ suất cổ tức (%)	1%	1%	1%	0%	0%	0%	6%	6%	6%	0%	0%	0%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
ROAE (%)	22%	22%	22%	9%	12%	13%	26%	29%	31%	22%	23%	21%	20%	19%	18%	15%	16%	16%
ROAA (%)	9%	10%	10%	3%	4%	4%	17%	18%	20%	4%	5%	5%	14%	14%	14%	6%	6%	6%

• Nguồn: MBS Research

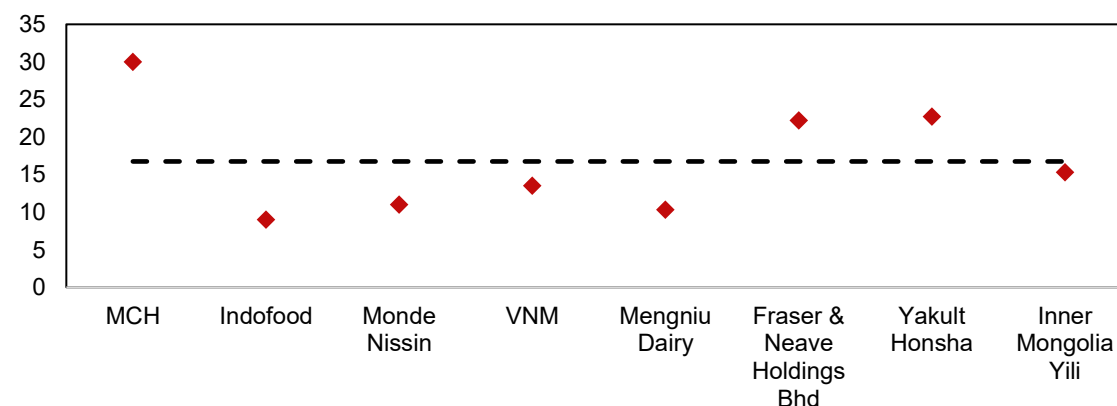
Chiến lược đầu tư: Các cổ phiếu tiêu dùng thiết yếu đang có định giá hấp dẫn trong đợt giảm giá vừa qua

- Đánh giá thị trường tiêu dùng thiết yếu sẽ tươi sáng hơn trong năm 2026, nhờ vậy, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp có yếu tố về tiêu dùng thiết yếu cho chiến lược đầu tư năm 2026. Xét về yếu tố định giá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng, chúng tôi lựa chọn MWG và MSN với PEG 26-27 dự báo lần lượt là 1.1/0.9 nhờ (1) mảng tiêu dùng thiết yếu (MCH) trở lại đà tăng trưởng với các yếu tố vĩ mô hỗ trợ tích cực, (2) mảng bán lẻ hiện đại (WCM và BHX) có lợi thế về vận hành mô hình thành công cùng quy mô lớn giúp tăng trưởng lợi nhuận bứt phá trong giai đoạn tới. Bên cạnh đấy, MWG có thêm yếu tố đầu tư hấp dẫn nhờ câu chuyện IPO mảng MW (Thế giới di động & DMX cùng liên doanh Erablue), nhờ vậy MWG sẽ được tái định giá hợp lý.
- Bên cạnh đấy, chúng tôi nhận thấy việc chuyển trạng thái tăng trưởng lợi nhuận ròng cùng câu chuyện thị phần sữa nội địa gia tăng sẽ là hai điều kiện lý tưởng để đầu tư cho VNM trong năm 2026. Ngoài ra, một yếu tố hỗ trợ cho biên LN gộp VNM trong trung hạn là giá sữa nguyên vật liệu thế giới đang có xu hướng giảm trong thời điểm 2H2025-2027 nhờ vào câu chuyện (1) Trung Quốc tăng tự cung nguyên vật liệu làm sữa và sẽ bắt đầu có sản lượng từ năm 2H2026, (2) Xu hướng chuyển dịch sử dụng sản phẩm nguyên liệu sang phomai và bơ sẽ gây áp lực đến nguồn cung sữa bột nguyên kem khi cầu yếu đi. Chúng tôi nhận thấy triển vọng mở rộng và cơ hội đầu tư VNM hấp dẫn khi hiện tại, VNM được định giá thấp hơn 19% so với P/E trung bình 5 năm, thấp hơn 19.4% so với P/E trung bình ngành trong khi vẫn duy trì tỷ suất cổ tức/thị giá ~6%.

P/E 2025 và PEG 26-27 của một số doanh nghiệp bán lẻ lớn trên sàn



P/E 2026 của một số doanh nghiệp tiêu dùng thiết yếu trên sàn



- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn MWG, MSN, VNM

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
MWG	Khả quan	108,000	Năm 2026-27, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng đạt tốc độ tăng trưởng kép 19% với 2 động lực chính từ (1) Sự phục hồi mạnh mẽ của mảng bán lẻ điện tử tiêu dùng khi MWG có được lợi thế giành lại thị phần từ giai đoạn khó khăn vừa qua, nhờ đó ước tính DT/CH tăng trưởng 10%/11% svck trong năm 2026-27, lợi nhuận ròng ước tăng trưởng kép 16%, (2) BHX tiếp đà mở rộng quy mô, sử dụng lợi thế về logistic để mở mới mạnh mẽ, hợp lý ở các khu vực mới, doanh thu TB/cửa hàng tăng 8% svck, lợi nhuận ròng ước tăng trưởng kép 34% Bên cạnh đấy, IPO mảng điện tử tiêu dùng trong năm 2026 cũng là yếu tố hấp dẫn, hỗ trợ để tái định giá MWG lên một mức giá hợp lý.
MSN	Khả quan	109,200	Trong giai đoạn 2026 – 2027, sau khi ổn định hệ thống bán lẻ mới, kết hợp với việc cầu tiêu thụ ổn định hơn sẽ giúp cho mảng kinh doanh MCH quay trở lại đà tăng trưởng. Bên cạnh đấy, chúng tôi dự báo WCM tiếp đà mở mới ~900 cửa hàng/năm với sự tập trung lớn tại khu vực miền Bắc–Trung, nhờ vậy tốc độ mở mới cửa hàng đạt tăng trưởng 16%/năm. Ngoài ra, các mảng kinh doanh bên cạnh bao gồm: PLH, MML, MSR tăng trưởng 2 chữ số, tổng hợp các mảng kinh doanh cốt lõi cùng thu nhập từ TCB, LNR MSN 2026-27 ước tăng trưởng 46%/26% svck.
VNM	Khả quan	78,000	Sự khó khăn của tiêu thụ nội địa sẽ được bù đắp trong nửa cuối năm 2025 khi (1) hệ thống phân phối hoạt động ổn định, (2) VNM đẩy mạnh hoạt động phát triển các dòng sản phẩm mới với xu hướng đón đầu thị trường sửa tại Việt Nam giúp cho danh mục sản phẩm tăng mạnh mẽ svck, tổng kết doanh thu thị trường nội địa ước tính tăng nhẹ 1% svck. Với thị trường xuất khẩu, chúng tôi dự báo tăng trưởng 2 chữ số với khả năng mở rộng danh mục sản phẩm và duy trì tệp khách hàng lớn trên 63 quốc gia. Giá sửa nguyên vật liệu nhập khẩu giảm mạnh kể từ T6/2025 có thể giúp cho biên LN gộp được cải thiện trong 2H2025 và cả năm 2025 dự báo đi ngang, tuy nhiên do chi phí bán hàng gia tăng khi đẩy mạnh hoạt động quảng bá trong bối cảnh tiêu dùng yếu, từ đó lợi nhuận ròng dự báo giảm 2% svck. Năm 2026, xu hướng giảm giá sửa NVL nhập khẩu giúp cho biên LN gộp tăng mạnh 0.9d% svck cùng ước tính doanh thu tăng 3% svck sẽ giúp cho lợi nhuận ròng tăng 9% svck. VNM hiện được giao dịch ở mức P/E 2026 là 14, thấp hơn PE trung bình 3 năm ở mức 16.0, sở hữu tỷ suất cổ tức hấp dẫn khoảng 6% cùng tiềm năng tăng trưởng tốt hơn sau giai đoạn tái định vị hình ảnh vào nửa cuối năm 2023 cho thấy tiềm năng ổn định VNM trong trung - dài hạn.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn MWG, MSN, VNM

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
FRT	Nắm giữ	165,000	Trong giai đoạn 2026-27F, lợi nhuận ròng có thể đạt 991 tỷ đồng/1,205 tỷ đồng, tăng +35%/22% svck , nhờ vào: (1) Tốc độ tăng trưởng của chuỗi nhà thuốc được dự báo đạt 15%/13% svck, với doanh thu TB theo cửa hàng tăng 6%/6%. Điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lợi nhuận ròng của Long Châu tăng trưởng kép 35% năm 2026– 2027; và (2) Việc mở rộng danh mục sản phẩm điện tử tiêu dùng trong các mô hình FPT Shop hiện tại, cùng việc kích cầu bằng các chương trình bán hàng hợp lý được kỳ vọng sẽ giúp cho LN ròng FPT Shop tăng trưởng kép 78% trong năm 2026-27.
PNJ	Khả quan	105,000	Trong giai đoạn 2026-27F, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng đạt tốc độ tăng trưởng kép 14% với động lực chủ yếu từ: (1) Doanh thu mảng bán lẻ ước tăng trưởng 12% svck với động lực chủ yếu từ tăng trưởng doanh thu/CH, trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng kép quy mô cửa hàng ~5% svck, (2) Biên LN gộp cải thiện 1d% svck nhờ vào thay đổi cơ cấu sản phẩm và nỗ lực tiết giảm chi phí tái chế sản phẩm. Bên cạnh đấy, chúng tôi nhận thấy hạn mức vàng miếng và vàng trang sức nhập khẩu dự kiến sẽ có trong năm 2026 là chìa khóa mở ra tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ cho PNJ trong trung – dài hạn. Ngoài ra, với thế mạnh về sản xuất trang sức tốt nhất thị trường, PNJ có thể thêm nguồn thu từ gia công vàng miếng cho các ngân hàng đủ điều kiện có giấy phép sản xuất nhưng chưa có năng lực trình độ sản xuất khi hạn mức được công bố. Hiện tại, PNJ đang có mức định giá hấp dẫn P/E 13.2x, thấp hơn PE trung bình 3 năm 16.8x với tiềm năng phát triển mạnh mẽ trong trung – dài hạn nhờ vào sự thay đổi chính sách trên thị trường vàng và trang sức.
DGW	Khả quan	53,500	Năm 2026-27, ngành điện tử tiêu dùng sẽ có sự phục hồi đáng kể từ mức đáy nhu cầu năm 2023-24, giúp cho doanh thu ICT-CE ước tính tăng 16%/10% svck. Bên cạnh đấy, các ngành hỗ trợ của DGW sẽ tích cực kết hợp với nhiều thương hiệu có tên tuổi cao nhằm mở rộng danh mục sản phẩm, giúp cho doanh thu mảng FMCGs, thiết bị gia dụng cùng thiết bị văn phòng ước tăng trưởng trên 30% trong năm 2026-27. Biên LN gộp cải thiện 0.2d% nhờ việc mở rộngcác sản phẩm có biên LN tốt hơn (FMCGs, thiết bị gia dụng). Kết hợp với duy trì chi phí, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 23% trong năm 2026-27. Giá cổ phiếu đang giao dịch với P/E 25 khoảng 16x, thấp hơn P/E trung bình 3 năm là 18x. Một mức định giá hấp dẫn với P/E khi tiềm năng trung – dài hạn đã mở rộng mạnh mẽ sang các lĩnh vực kinh doanh khác (bên cạnh ICT-CE) cho thấy tốc độ tăng trưởng sẽ hấp dẫn hơn trong trung – dài hạn.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường Ngày 16/12 đơn vị: VND	Giá mục tiêu VND	Khuyến nghị	Vốn hóa tỷ VND	P/E TTM	P/B 2026 TTM	ROA 2026 TTM	ROE 2026	PEG 2026
	Bloomberg									
Doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng										
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	64,200	78,500	Khả quan	135,638	15.6	14	4	15.7	3.1
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH Equity	n/a	n/a	n/a	676,026	22.8	15.1	3.3	5.3	2.3
China Mengniu Dairy Co	2319 HK Equity	n/a	n/a	n/a	193,492	12.4	10	1.3	-0.3	0.5
Yakult Honsha Co Ltd	2267 JT Equity	n/a	n/a	n/a	135,174	17	16	1.3	5	n/a
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK Equity	n/a	n/a	n/a	82,836	26	23	3.4	9.2	2.2
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH Equity	n/a	n/a	n/a	41,314	16.2	21.8	1.2	3	1.2
CTCP hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	213,800	n/a	n/a	228,491	29	30	14.3	22.7	3.2
CTCP Thực phẩm Cholimex	CMF VN	417,800	n/a	n/a	3,384	10.8	n/a	2.2	14.1	n/a
Indofood CPB SUK Equity	ICBP IJ Equity	n/a	n/a	n/a	151,762	16.1	9.3	1.9	4.7	1.6
Wilmar	WIL SP Equity	n/a	n/a	n/a	382,616	12.4	10	0.7	3.2	1.0
<i>Trung bình</i>						17.8	16.6	3.4	8.3	1.9
Doanh nghiệp bán lẻ đa ngành tại VN										
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	82,000	108,000	Khả quan	118,277	19.6	15	3.7	7.6	1.2
CTCP Tập đoàn Masan	MSN VN	74,500	109,200	Khả quan	113,938	33.7	20.4	3.2	3.8	0.7
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	142,600	165,000	Trung lập	24,693	38.8	25.4	7.8	4.6	1.1
<i>Trung bình</i>						30.7	20.3	4.9	5.8	1.0
Doanh nghiệp bán lẻ dược phẩm										
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	142,600	165,000	Trung lập	24,693	38.8	25.4	7.8	4.6	1.1
Yifeng Pharma-A	603939 CH Equity	n/a	n/a	n/a	94,510	15.6	13.1	2.3	6.2	1.1
Dashenlin Phar-A	603233 CH Equity	n/a	n/a	n/a	72,982	17.5	14	2.7	4.4	0.9
Laobaixing Pha-A Equity	603883 CH Equity	n/a	n/a	n/a	41,990	27.2	14.1	1.7	2	1.4
Yixintang Phar-A	002727 CH Equity	n/a	n/a	n/a	27,014	79	12	1	0.6	2.4
<i>Trung bình</i>						35.6	15.7	3.1	5.2	1.4
Doanh nghiệp bán lẻ trang sức										
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	92,400	110,200	Khả quan	31,250	12.9	11.3	2.6	13.6	1.2
Chow Tai Fook JE Equity	1929 HK Equity	n/a	n/a	n/a	408,512	20.9	12.8	4.7	6.8	1.9
Chow Sang Sang Equity	116 HK Equity	n/a	n/a	n/a	26,572	6.8	5.4	0.6	5.9	2.3
<i>Trung bình</i>						13.5	9.8	2.6	8.8	1.8
Doanh nghiệp bán buôn										
CTCP Thế Giới Sô	DGW VN	42,600	53,500	Khả quan	9,642	16.7	14	2.8	6.2	0.8
CTCP Dịch vụ Phân phối Tổng hợp Dầu khí	PSD VN		n/a	n/a	829	7.3	n/a	1.2	3.4	n/a
<i>Trung bình</i>						12.0		2.0	4.8	17.8

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

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

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

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