

Cập nhật ngành Bán lẻ: Cơ hội tích lũy cho nhà đầu tư dài hạn

26/05/2026



Các doanh nghiệp bán lẻ ghi nhận KQKD Q1/2026 tích cực. MWG, FRT và PNJ đều đạt kết quả lợi nhuận Q1 cao kỷ lục, nhờ tập trung vào phân khúc bán lẻ vốn có tỷ lệ thâm nhập của kênh thương mại hiện đại còn thấp, cùng với việc tăng giá bán và quá trình cải thiện hiệu quả vận hành liên tục. DGW ghi nhận lợi nhuận Q1 khả quan, dù vẫn thấp hơn mức đỉnh trong năm 2021 do không còn độc quyền phân phối Xiaomi kể từ năm 2022. MSN cũng ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh, chủ yếu đến từ mảng khai khoáng không cốt lõi, trong khi mảng tiêu dùng cốt lõi chỉ ghi nhận mức tăng trưởng vừa phải.

Nguyễn Trần Phương Nga
Trưởng phòng phân tích
ngantp@ssi.com.vn

Nền kinh tế và tiêu dùng của Việt Nam đang đối mặt với một số yếu tố bất lợi từ bên ngoài. Mặc dù kết quả kinh doanh trong Q1/2026 vẫn tích cực, điều kiện tài chính thắt chặt dự kiến có thể làm suy giảm chi tiêu trong các quý tới. Lạm phát và chi phí nhiên liệu tăng, mặt bằng lãi suất cao gây áp lực lên thu nhập của hộ gia đình mua nhà trả góp, xuất khẩu của các doanh nghiệp nội địa suy yếu do tác động của thuế quan và chi phí vận tải tăng, cùng với hoạt động du lịch chững lại do giá vé máy bay tăng cao — đây đều là những yếu tố gây ảnh hưởng kém tích cực đến triển vọng tăng trưởng.

Sau nhịp điều chỉnh giá cổ phiếu trong vài tháng gần đây, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp bán lẻ hiện có mức định giá khá hấp dẫn so với trung bình lịch sử. Diễn biến này phần nào phản ánh kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ chậm lại trong ngắn hạn, cũng như tác động của lãi suất tăng lên dòng vốn vào thị trường cổ phiếu. Tuy nhiên, so với giai đoạn tiêu dùng giảm trong năm 2022, các doanh nghiệp bán lẻ hiện có vị thế tốt hơn nhờ (1) đòn bẩy tài chính thấp hơn, (2) lợi thế chi phí thấp của đối thủ thương mại điện tử suy giảm, (3) chuỗi bách hóa của MWG và MSN từng thua lỗ trong năm 2022 nhưng đã trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026, và (4) được hỗ trợ từ các yếu tố chính sách, bao gồm việc thu thuế trên doanh thu gây áp lực lên kênh bán lẻ truyền thống, và việc siết chặt quản lý nguồn gốc thực phẩm và thuốc. Do đó, chúng tôi khuyến nghị tích lũy cổ phiếu mảng bách hóa, dược phẩm và trang sức cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Trong khi đó, các cổ phiếu phụ thuộc nhiều vào mảng sản phẩm công nghệ & điện máy như DGW phù hợp hơn với chiến lược giao dịch ngắn hạn ở vùng giá hiện tại.

| Mã | % Tăng giá | Giá mục tiêu | Giá hiện tại | Tăng trưởng NPATMI | | | P/E | | | ROE | | | Tỷ suất cổ tức | | |
|-----|------------|--------------|--------------|--------------------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|----------------|------|-------|
| | | | | 2024 | 2025 | 2026F | 2024 | 2025 | 2026F | 2024 | 2025 | 2026F | 2024 | 2025 | 2026F |
| MSN | 41% | 107.000 | 76.100 | 377% | 106% | 63% | 50,4 | 27,1 | 17,3 | 11% | 16% | 19% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| MWG | 41% | 110.000 | 78.200 | 2120% | 89% | 33% | 24,0 | 18,6 | 12,3 | 15% | 23% | 26% | 1,6% | 2,3% | 2,6% |
| FRT | 34% | 178.000 | 132.700 | N.a | 150% | 34% | 79,6 | 32,0 | 21,3 | 21% | 27% | 25% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| DGW | 17% | 49.000 | 41.900 | 25% | 23% | 32% | 19,9 | 15,7 | 12,8 | 16% | 17% | 19% | 1,2% | 2,6% | 2,4% |
| PNJ | 29% | 84.000 | 65.000 | 7% | 34% | 26% | 16,9 | 12,7 | 10,1 | 20% | 23% | 25% | 2,1% | 2,1% | 3,1% |

Nguồn: SSI Research

Rủi ro

- Tiêu dùng không đạt kỳ vọng
- Việc thắt chặt tín dụng tiêu dùng ảnh hưởng đến mảng bán lẻ sản phẩm công nghệ & điện máy

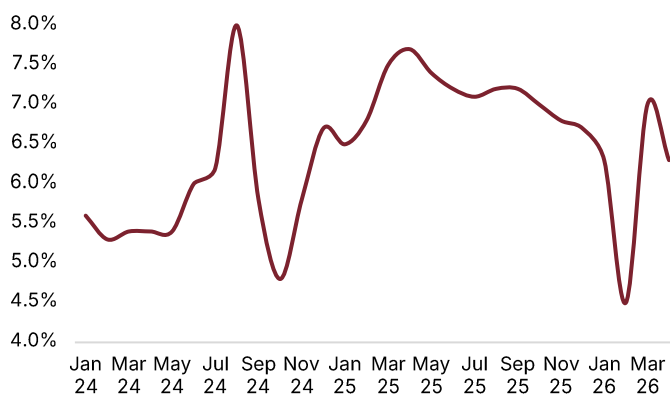
Các chính sách thúc đẩy tăng trưởng tiêu dùng

- Vào cuối năm 2025, Quốc hội đã thông qua Luật Thuế thu nhập cá nhân số 109/2025/QH15, đưa ra nhiều biện pháp kích cầu tiêu dùng và giảm gánh nặng thuế. Các nội dung chính bao gồm nâng mức giảm trừ gia cảnh cho người nộp thuế và người phụ thuộc, giảm thuế thu nhập cá nhân cho nhóm thu nhập trung bình, cho phép khấu trừ chi phí học phí và viện phí trước khi tính thuế, và nâng ngưỡng doanh thu chịu thuế đối với hộ kinh doanh từ 100 triệu đồng lên 500 triệu đồng/năm (xem báo cáo tại [đây](#)). Chúng tôi ước tính người nộp thuế có thu nhập từ 50–100 triệu đồng/tháng và 2 người phụ thuộc sẽ ghi nhận mức thu nhập sau thuế tăng khoảng 5%–8% sau khi áp dụng cách tính thuế mới.
- Ngày 29/04/2026, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 141/2026/NĐ-CP, nâng ngưỡng doanh thu chịu thuế của hộ kinh doanh từ 500 triệu đồng/năm lên 1 tỷ đồng/năm. Điều chỉnh này góp phần giảm gánh nặng thuế (ước tính khoảng 4,85 nghìn tỷ đồng theo Bộ Tài chính) cho các hộ kinh doanh trong quá trình chuyển từ chế độ thuế khoán sang thuế dựa trên doanh thu, dự kiến sẽ thúc đẩy tiêu dùng và hỗ trợ hoạt động kinh tế nói chung.

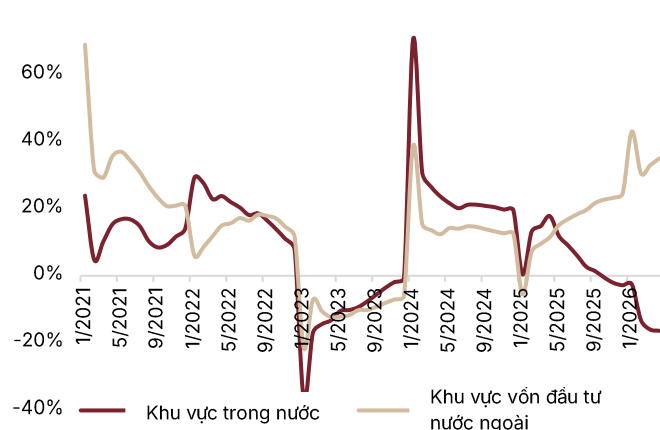
Với chính sách kích cầu tiêu dùng của Chính phủ, dòng vốn FDI ổn định và hoạt động du lịch khả quan, doanh số bán lẻ danh nghĩa ghi nhận đà tăng trưởng tốt, tăng 11,1% trong 4 tháng đầu năm 2026. Tăng trưởng doanh số bán lẻ khiêm tốn trong 2 tháng đầu năm 2026, đạt 7,9% svck nhưng đã tăng tốc lên lần lượt 12,1% svck và 12,4% svck vào tháng 3 và tháng 4, chủ yếu do giá xăng dầu tăng. Nếu loại trừ yếu tố giá, doanh số bán lẻ chỉ tăng 6,3% trong 4 tháng đầu năm 2026, thấp hơn so với mức tăng 7,7% trong 4 tháng đầu năm 2025.

Xét theo khu vực, doanh số bán lẻ tại TP. HCM và Hà Nội tăng trưởng vượt mức trung bình cả nước, lần lượt đạt 13,2% svck và 11,6% svck trong 4 tháng đầu năm 2026, so với mức 11,1% svck trên toàn quốc. Động lực tăng trưởng chính đến từ dòng vốn FDI mạnh và hoạt động du lịch sôi động, cho thấy xu hướng tiêu dùng tại khu vực đô thị tốt hơn so với khu vực nông thôn.

Tăng trưởng doanh số bán lẻ thực tế



Tăng trưởng xuất khẩu



Nguồn: Hải quan Việt Nam, NSO, SSI Research

Phân khúc trung bình – cao cấp tăng trưởng ổn định

Sau những điều chỉnh gần đây trong chính sách thuế thu nhập cá nhân, nhóm người tiêu dùng có thu nhập từ trung bình đến cao là nhóm được hưởng lợi rõ nhất về thu nhập khả dụng. Do đó, mặc dù tăng trưởng tiêu dùng chung trong Q1/2026 không quá nổi trội, các sản phẩm hướng tới người tiêu dùng có thu nhập từ trung bình đến cao vẫn duy trì ổn định, phản ánh động lực tăng trưởng tích cực của phân khúc cao cấp:

- Điện thoại di động: Doanh thu iPhone của MWG tăng mạnh 65% svck, trong khi các dòng Android tăng ở mức thấp hơn, khoảng 15% svck
- Ô tô: Sản lượng tiêu thụ tăng 37% svck, được thúc đẩy bởi tăng trưởng ở cả xe điện và xe chạy bằng động cơ diesel

- Trang sức và vàng 24K: Doanh thu trang sức và vàng 24K của PNJ lần lượt tăng 22% svck và 325% svck

Các thương hiệu FMCG phân khúc cao cấp cũng ghi nhận kết quả vượt trội so với các thương hiệu phổ thông khác:

- Mì ăn liền: Doanh thu từ thương hiệu cao cấp Omachi tăng 20% svck trong Q1/2026, cao hơn đáng kể so với mức tăng 11% svck của thương hiệu Kokomi thuộc phân khúc phổ thông
- Chăm sóc gia đình: Thương hiệu cao cấp Chante ghi nhận tăng trưởng doanh thu 34%, trong khi doanh thu thương hiệu NET đi ngang trong Q1/2026
- Sữa: Sữa Mộc Châu (thương hiệu cao cấp của VNM) ghi nhận tăng trưởng doanh thu 25% svck trong Q1/2026, cao hơn mức tăng trưởng doanh thu nội địa của VNM là 20% svck

Đối với các mặt hàng có giá trị lớn (như iPhone, ô tô...), tăng trưởng còn được hỗ trợ bởi các giải pháp tài chính phù hợp (các gói vay tài chính tiêu dùng, mua trước trả sau, mua trả góp qua thẻ ngân hàng), giúp nâng cao khả năng tiếp cận của người tiêu dùng và duy trì nhu cầu ngay cả khi thị trường suy yếu.

Việc tăng phí hoa hồng làm giảm lợi thế chi phí thấp của các nền tảng thương mại điện tử

Các nền tảng thương mại điện tử tiếp tục điều chỉnh tăng phí hoa hồng sau đợt tăng đầu tiên trong năm 2025. Trong tháng 5/2026, Shopee tăng thêm 1% phí giao dịch, trong khi TikTok điều chỉnh tăng mức hoa hồng thêm 0,5–2,2% tùy theo ngành hàng. Trong bối cảnh cạnh tranh về giá từ các nền tảng TMĐT suy giảm, cùng với chu kỳ thay mới/nâng cấp sản phẩm công nghệ và việc giá sản phẩm công nghệ tăng do thiếu hụt RAM/chip, các doanh nghiệp bán lẻ sản phẩm công nghệ & điện máy đã ghi nhận sự cải thiện đáng kể về biên lợi nhuận trong Q1/2026. Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng phí này mang tính cấu trúc, khi thương mại điện tử đã qua giai đoạn phát triển ban đầu với chính sách phí thấp nhằm thu hút người dùng.

Cập nhật KQKD Q1/2026

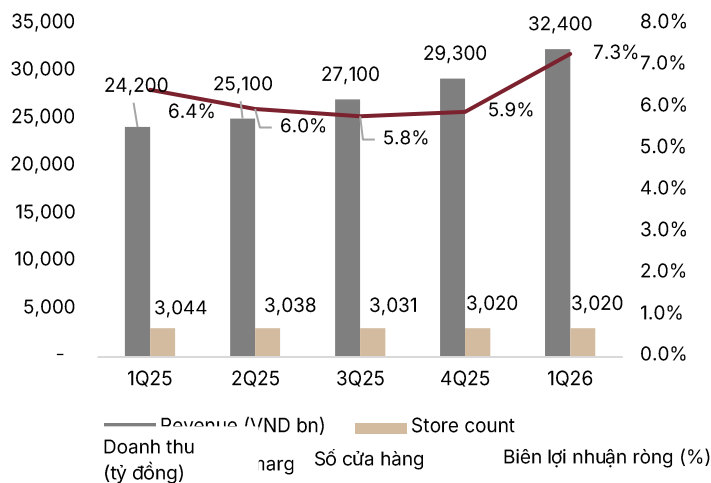
Các doanh nghiệp bán lẻ ghi nhận KQKD Q1/2026 tích cực. MWG, FRT và PNJ đều đạt kết quả lợi nhuận Q1 cao kỷ lục, nhờ tập trung vào phân khúc bán lẻ có tỷ lệ thâm nhập của kênh thương mại hiện đại còn thấp, cùng với việc tăng giá bán (đối với sản phẩm công nghệ và trang sức) và cải thiện hiệu quả vận hành liên tục. DGW ghi nhận kết quả khả quan, nhưng vẫn thấp hơn mức đỉnh trong năm 2021 do không còn độc quyền phân phối Xiaomi kể từ năm 2022. MSN cũng ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh, chủ yếu nhờ mảng khai khoáng không cốt lõi, trong khi mảng tiêu dùng cốt lõi ghi nhận mức tăng trưởng vừa phải.

| | Doanh thu | % svck | LNST | % svck | NPATMI | % svck | Biên lợi nhuận ròng | |
|---------------|-----------|--------|-------|--------|--------|--------|---------------------|------|
| | 1Q26 | 1Q26 | 1Q26 | 1Q26 | 1Q26 | 1Q26 | 1Q26 | 1Q25 |
| Bán lẻ | | | | | | | | |
| MWG | 46.462 | 28,6% | 2.758 | 78,2% | 2.714 | 75,6% | 5,9% | 4,3% |
| FRT | 15.117 | 29,5% | 375 | 76,0% | 287 | 71,1% | 2,5% | 1,8% |
| DGW | 8.500 | 54,0% | 202 | 89,8% | 200 | 89,0% | 2,4% | 1,9% |
| PNJ | 17.245 | 79,0% | 1.467 | 116,5% | 1.467 | 116,5% | 8,5% | 7,0% |
| MSN | 24.020 | 27,1% | 1.974 | 100,8% | 1.246 | 216,6% | 8,2% | 5,2% |

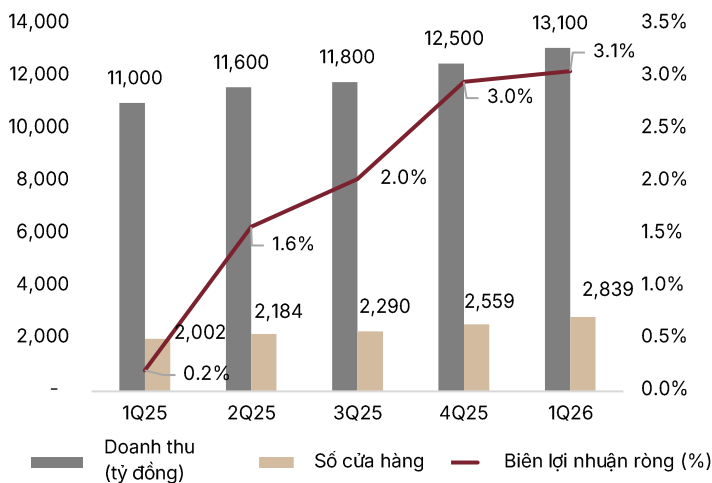
Nguồn: SSI Research

MWG:

KQKD của DMX



KQKD của BHX



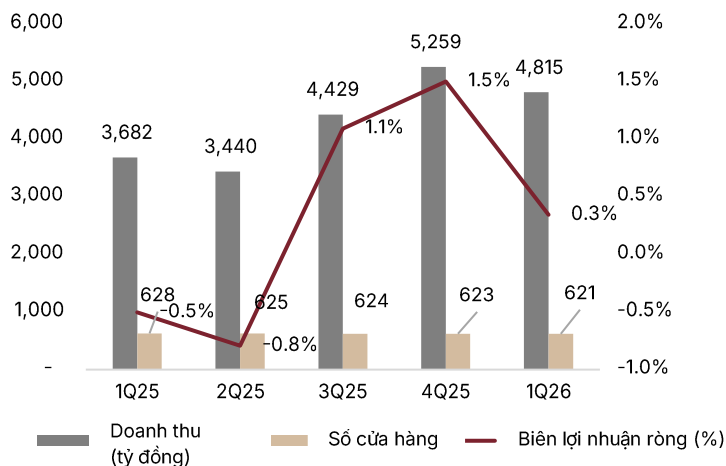
Nguồn: MWG, SSI Research

KQKD Q1/2026 ghi nhận tăng trưởng vượt trội, với doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 46,5 nghìn tỷ đồng (+29% svck) và 2,76 nghìn tỷ đồng (+78% svck).

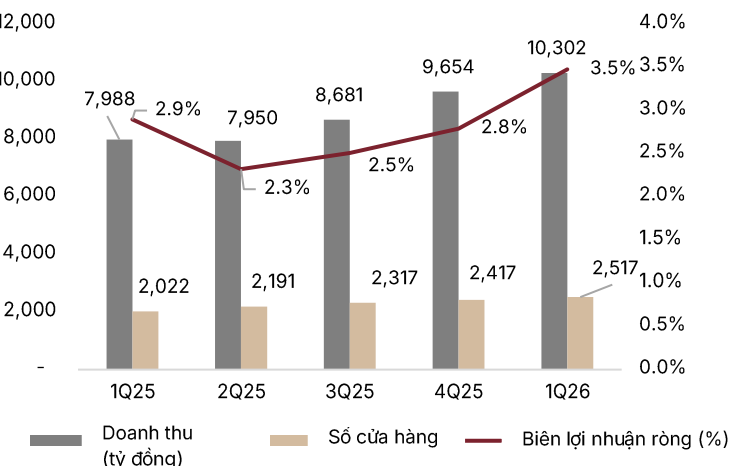
- Sản phẩm công nghệ & điện máy:** Doanh thu đạt 32,4 nghìn tỷ đồng (+34% svck), trong khi lợi nhuận ròng đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (+47% svck). Biên lợi nhuận cải thiện nhờ hiệu ứng đòn bẩy hoạt động và việc tăng giá bán ở một số nhóm sản phẩm (điện thoại di động và máy tính xách tay), cùng với áp lực cạnh tranh từ các nền tảng thương mại điện tử suy giảm.
- Màng bách hóa:** Doanh thu trong Q1/2026 đạt 13,1 nghìn tỷ đồng (+19% svck), trong khi lợi nhuận ròng tăng mạnh lên 400 tỷ đồng, so với chỉ 22 tỷ đồng trong Q1/2025. Mặc dù đẩy nhanh tốc độ mở rộng mạng lưới cửa hàng, công ty vẫn duy trì biên lợi nhuận ròng ở mức tích cực 3,1% trong Q1/2026, phản ánh hiệu quả vận hành tại các cửa hàng hiện hữu tiếp tục được cải thiện.

FRT:

KQKD của FPT Shop



KQKD của Long Châu



Nguồn: FRT, SSI Research

FRT ghi nhận KQKD tích cực trong Q1/2026, với doanh thu thuần đạt 15,1 nghìn tỷ đồng (+30% svck) và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ (NPATMI) đạt 287 tỷ đồng (+71% svck).

- **FPT Shop:** Doanh thu tăng lên 4,8 nghìn tỷ đồng (+31% svck). Chuỗi FPT Shop ghi nhận lợi nhuận ròng đạt 17 tỷ đồng trong Q1/2026 (so với lỗ 19 tỷ đồng trong Q1/2025), nhờ doanh thu iPhone và máy tính xách tay tăng mạnh, hiệu ứng đòn bẩy hoạt động và áp lực cạnh tranh từ nền tảng thương mại điện tử giảm.
- **Long Châu:** Tiếp tục đạt mức lợi nhuận cao kỷ lục trong Q1, với doanh thu đạt 10,3 nghìn tỷ đồng (+29% svck) và lợi nhuận ròng đạt 358 tỷ đồng (+55% svck). Biên lợi nhuận ròng đạt 3,5% trong Q1/2026 — mức cao nhất từ trước tới nay.

DGW:

- Doanh thu và LNST trong Q1/2026 lần lượt đạt 8,5 nghìn tỷ đồng (+54% svck) và 200 tỷ đồng (+89% svck). Kết quả khả quan này chủ yếu đến từ nhu cầu nâng cấp máy tính xách tay tăng (doanh thu máy tính xách tay tăng 102% svck) và nhu cầu máy chủ cao (doanh thu thiết bị văn phòng tăng 92% svck), phản ánh tác động ngày càng rõ nét của xu hướng ứng dụng AI và chuyển đổi số trên toàn thị trường.

PNJ:

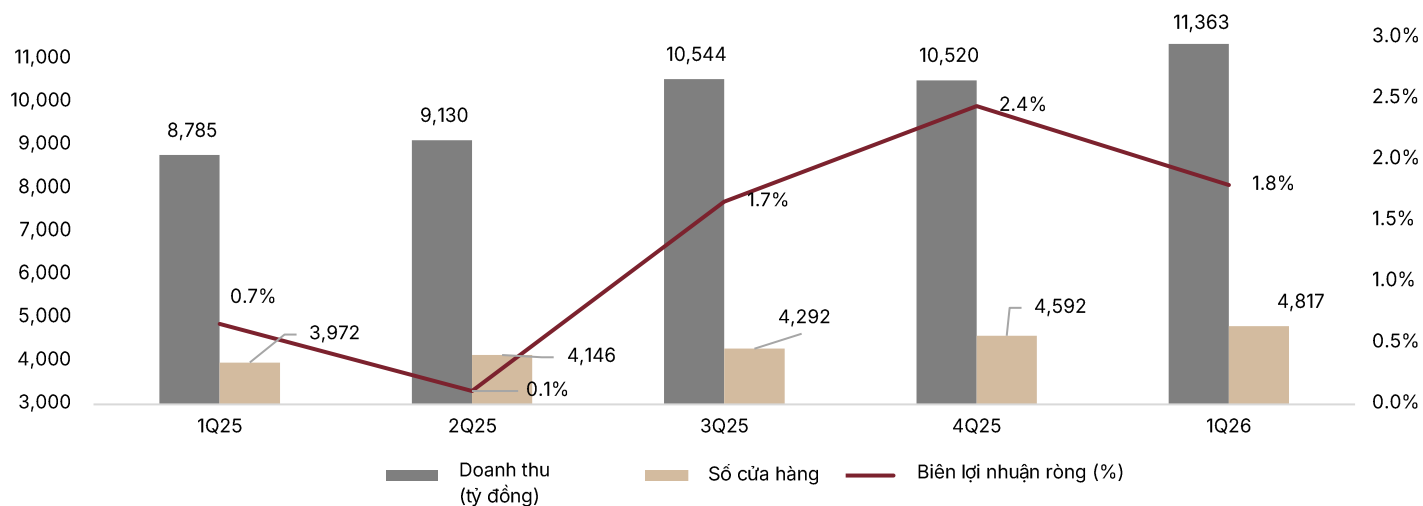
Doanh thu tăng mạnh lên 17,2 nghìn tỷ đồng (+79% svck), trong khi lợi nhuận ròng đạt mức cao kỷ lục 1,47 nghìn tỷ đồng (+117% svck).

- Doanh số bán lẻ duy trì đà tăng trưởng tích cực, tăng 22% svck. Nhờ nguồn cung vàng nguyên liệu cải thiện, doanh số bán buôn và vàng 24K đã chuyển sang tăng trưởng dương, lần lượt đạt +34% svck và +325% svck trong Q1/2026 (so với -8% svck và -31% svck trong Q4/2025).
- Tính đến cuối Q1/2026, hàng tồn kho giảm so với cuối năm 2025, qua đó hạn chế rủi ro lỗ tồn kho trong bối cảnh giá vàng có xu hướng giảm.

MSN:

Trong Q1/2026, doanh thu thuần đạt 24 nghìn tỷ đồng (+27% svck), trong khi LNST và NPATMI lần lượt đạt 1,97 nghìn tỷ đồng (+101% svck) và 1,25 nghìn tỷ đồng (+217% svck). Kết quả tích cực này đến từ cả ba mảng kinh doanh cốt lõi (MCH, WCM và MML). Mảng khai khoáng không cốt lõi (MSR) cũng ghi nhận lợi nhuận cải thiện đáng kể, nhờ giá vonfram tăng cao.

KQKD của Wincommerce



Nguồn: MSN, SSI Research

Về Wincommerce, doanh thu đạt 11,4 nghìn tỷ đồng (+29% svck), trong khi LNST tăng lên 204 tỷ đồng (+251% svck). Biên lợi nhuận ròng Q1/2026 cải thiện lên 1,8%, so với 1,3% trong năm 2025, dù thấp hơn 2,4% trong Q4/2025 do yếu tố mùa vụ. Mức cải thiện biên lợi nhuận được thúc đẩy nhờ hiệu quả bán hàng tốt hơn tại các cửa hàng hiện hữu (tăng trưởng Like-for-Like (LFL) đạt 14,3% trong Q1/2026). Công ty đã mở mới 225 cửa hàng trong Q1/2026, phù hợp với kế hoạch mở rộng mạng lưới cửa hàng trong năm 2026 (trên 1.000 cửa hàng mới).

Về Masan Consumer, doanh thu và LNST lần lượt đạt 8,47 nghìn tỷ đồng (+13% svck) và 1,8 nghìn tỷ đồng (+12% svck). Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định ở mức 46,7%, cho thấy khả năng chống chịu tốt bất chấp chi phí gia tăng do các hoạt động nâng cấp sản phẩm đang được triển khai. Doanh thu nội địa (chiếm 95% tổng doanh thu) tăng 13% svck, nhờ kênh thương mại truyền thống phục hồi 11% svck.

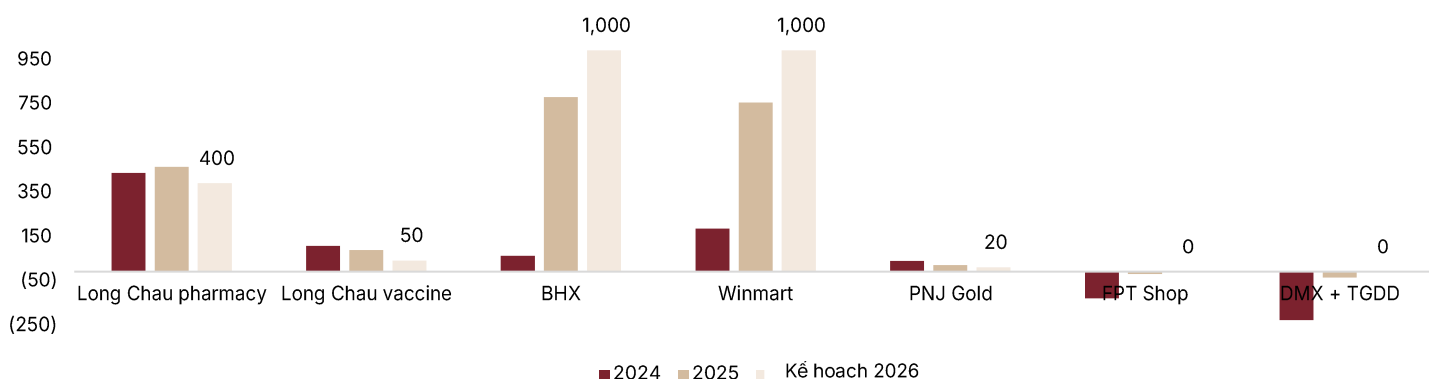
Triển vọng

Các yếu tố bất lợi từ bên ngoài gây áp lực lên kinh tế và tiêu dùng: Mặc dù các doanh nghiệp bán lẻ ghi nhận kết quả khả quan trong Q1/2026, môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam đang trở nên thách thức hơn, với điều kiện tài chính thắt chặt dự kiến sẽ gây áp lực lên chi tiêu tiêu dùng, dù có độ trễ nhất định. Các rủi ro chính bao gồm:

- Lạm phát và giá xăng dầu tăng do căng thẳng tại Trung Đông.
- Mặt bằng lãi suất tăng từ Q4/2025 xuyên suốt sang Q1/2026 do thanh khoản hệ thống ngân hàng bị thắt chặt và áp lực lạm phát tăng. Chi phí vay cao hơn khiến gánh nặng trả nợ (đặc biệt là vay mua nhà) gia tăng đối với các hộ gia đình, làm giảm thu nhập khả dụng và niềm tin tiêu dùng.
- Xuất khẩu của doanh nghiệp trong nước, đặc biệt tại các ngành thâm dụng lao động, chịu áp lực từ tình trạng ít đơn hàng kéo dài, rào cản thuế quan từ Mỹ và chi phí vận tải tăng.
- Xuất khẩu dịch vụ giá trị gia tăng cao như du lịch cũng có dấu hiệu chững lại do giá vé máy bay tăng và số lượng chuyến bay quốc tế giảm.

Tác động của lãi suất tăng đối với doanh nghiệp

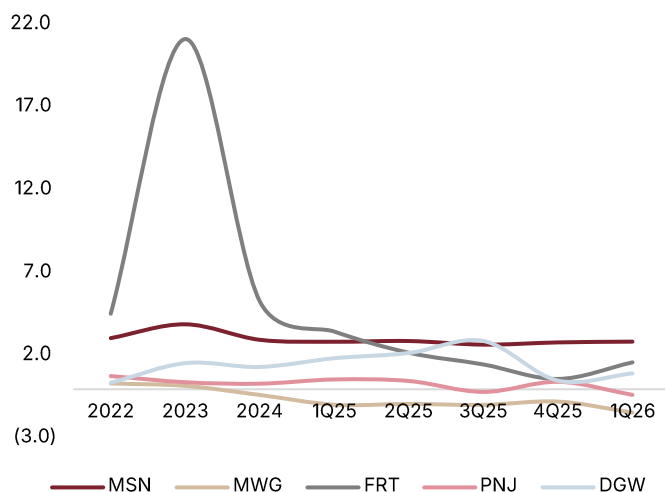
Số cửa hàng mở mới



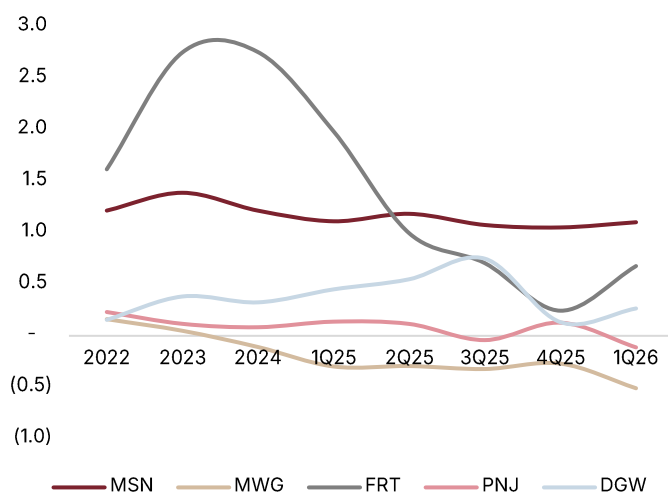
Nguồn: Các công ty, SSI Research

Các doanh nghiệp bán lẻ thường sử dụng vốn vay cho việc mở rộng mạng lưới cửa hàng, do đó việc lãi suất tăng có tác động trực tiếp đến kế hoạch mở rộng. Các chuỗi hoạt động chưa có lãi, như trong lĩnh vực vắc-xin, trì hoãn việc mở mới. Ở các phân khúc có tỷ lệ thâm nhập thương mại hiện đại cao (như sản phẩm công nghệ và điện tử tiêu dùng) hoặc gặp tình trạng hạn chế nguồn cung (như trang sức), các doanh nghiệp bán lẻ đang ưu tiên cải thiện tăng trưởng doanh thu trên cửa hàng hiện hữu (SSSG) thay vì mở rộng mạng lưới điểm bán. Ngược lại, các doanh nghiệp mảng bách hóa và dược phẩm — nơi tỷ lệ thâm nhập kênh hiện đại còn thấp và môi trường pháp lý tương đối thuận lợi — vẫn tiếp tục đẩy mạnh mở rộng cửa hàng nhằm lấy thị phần từ kênh bán lẻ truyền thống, mặc dù mặt bằng lãi suất cao.

Nợ ròng/EBITDA

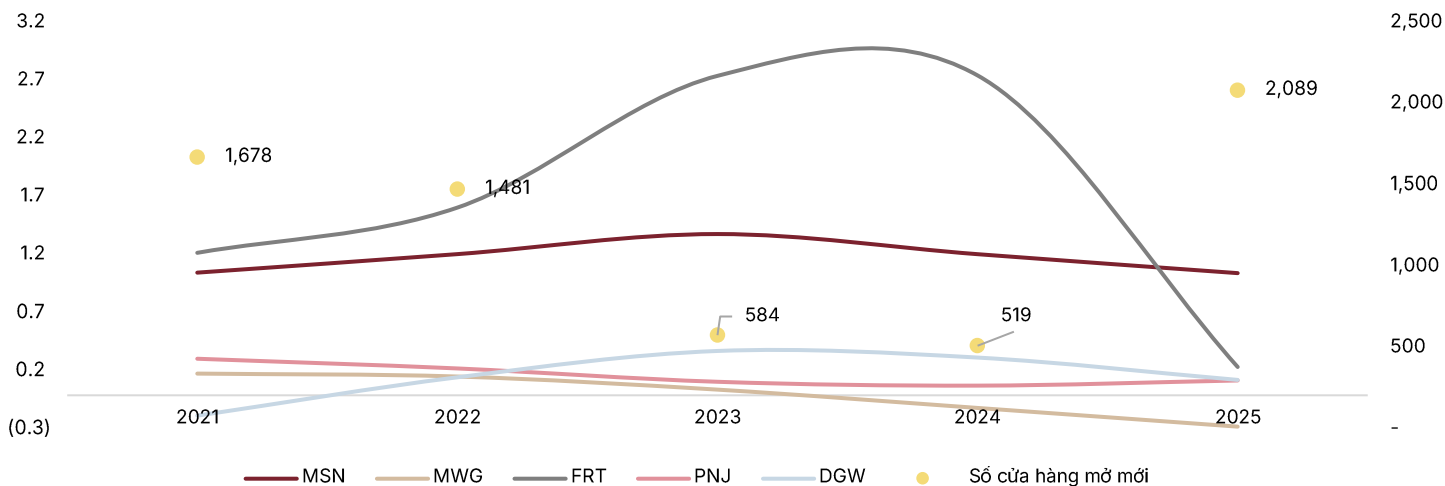


Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu



Nguồn: Các công ty, SSI tổng hợp dữ liệu

Nợ ròng/VCSH so với cửa hàng mở mới



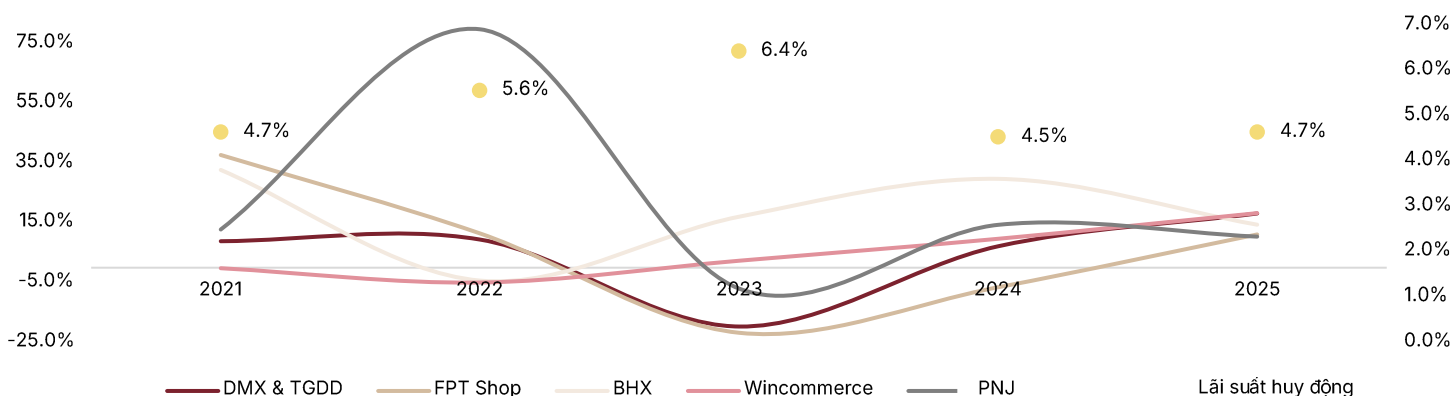
Nguồn: Các công ty, SSI tổng hợp dữ liệu

Trong bối cảnh lãi suất cao hiện nay, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp bán lẻ chịu ít ảnh hưởng hơn so với năm 2022. Trong vài năm qua, nhiều doanh nghiệp đã chủ động giảm mức đòn bẩy tài chính đồng thời cải thiện khả năng sinh lời. Cụ thể, các chuỗi bách hóa đã xây dựng được mô hình kinh doanh có lãi, các doanh nghiệp bán lẻ sản phẩm công nghệ & điện máy hưởng lợi nhờ áp lực cạnh tranh từ nền tảng thương mại điện tử suy giảm, trong khi chuỗi dược phẩm cũng được hưởng lợi từ việc Chính phủ tăng cường kiểm soát hàng giả. Những yếu tố này đã góp phần nâng cao năng lực đáp ứng nghĩa vụ chi phí lãi vay của doanh nghiệp. Đáng chú ý, một số doanh nghiệp như MWG và PNJ đã đạt vị thế tiền mặt ròng dương, ngay cả khi vẫn tiếp tục mở rộng mạng lưới cửa hàng.

Cổ phiếu ưa thích

Trong bối cảnh lạm phát và lãi suất gia tăng, cùng với hoạt động xuất khẩu suy yếu, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp bán lẻ sẽ chậm lại trong ngắn hạn.

Tăng trưởng doanh thu theo chuỗi so với lãi suất



Nguồn: SSI Research

- Nhu cầu suy yếu dự kiến sẽ gây áp lực rõ nét hơn lên các doanh nghiệp bán lẻ sản phẩm công nghệ & điện máy**, do tỷ lệ thâm nhập của kênh bán lẻ hiện đại trong lĩnh vực này đã ở mức cao và đặc tính chu kỳ của ngành. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng trong năm 2026 dự kiến sẽ ít nghiêm trọng hơn so với năm 2022, nhờ (1) mức độ đòn bẩy tài chính thấp hơn đáng kể và (2) áp lực cạnh tranh từ các nền tảng thương mại điện tử suy giảm.
- Chuỗi bán lẻ dược phẩm và bách hóa được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng doanh thu tích cực**, nhờ (1) tỷ lệ thâm nhập của kênh thương mại hiện đại còn thấp, (2) tính thiết yếu của các sản phẩm FMCG và dược phẩm, và (3) được hỗ trợ từ các yếu tố chính sách thuận lợi, bao gồm chuyển từ chế độ thuế khoán sang thuế dựa trên doanh thu gây áp lực lên kênh bán lẻ truyền thống, và việc siết chặt quản lý đối với thực phẩm và dược phẩm giả.
- Đối với bán lẻ trang sức, giá vàng giảm trong ngắn hạn, cùng với yếu tố mùa vụ thấp điểm trong Q2 và Q3, có thể gây áp lực lên diễn biến giá cổ phiếu**. Tuy nhiên, các doanh nghiệp trang sức có thương hiệu vẫn có vị thế thuận lợi để duy trì tăng trưởng doanh thu hai chữ số trong dài hạn, nhờ lấy thị phần từ các doanh nghiệp không có thương hiệu — nhóm doanh nghiệp dự kiến sẽ gặp khó khăn trong việc đảm bảo nguồn cung vàng do yêu cầu về truy xuất nguồn gốc.

Sau nhịp điều chỉnh giá cổ phiếu trong vài tháng gần đây, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp bán lẻ hiện có mức định giá khá hấp dẫn so với trung bình lịch sử. Diễn biến này phần nào phản ánh kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ chậm lại trong ngắn hạn, cũng như tác động của lãi suất tăng lên dòng vốn vào thị trường cổ phiếu. So với giai đoạn tiêu dùng giảm trong năm 2022, các doanh nghiệp bán lẻ hiện có vị thế tốt hơn nhờ (1) đòn bẩy tài chính thấp hơn, (2) lợi thế chi phí của thương mại điện tử giảm, (3) chuỗi bách hóa của MWG và MSN từng thua lỗ trong năm 2022 nhưng đã trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026, và (4) được hỗ trợ từ các yếu tố chính sách thuận lợi, bao gồm chế độ thuế dựa trên doanh thu gây áp lực lên kênh bán lẻ truyền thống, và việc siết chặt quản lý đối với thực phẩm và dược phẩm giả. Do đó, chúng tôi khuyến nghị tích lũy cổ phiếu mảng bách hóa, dược phẩm và trang sức cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Trong khi đó, các cổ phiếu phụ thuộc nhiều vào mảng sản phẩm công nghệ & điện máy như DGW phù hợp hơn với chiến lược giao dịch ngắn hạn ở vùng giá hiện tại.

Nhìn chung, chúng tôi gần như giữ nguyên định giá và khuyến nghị, ngoại trừ đối với PNJ – chúng tôi điều chỉnh giảm hệ số mục tiêu để phản ánh mức độ quan tâm của nhà đầu tư giảm trong bối cảnh một số tổ chức tài chính toàn cầu đã hạ dự báo giá vàng cho năm 2026.

| Mã | % Tăng giá | Giá mục tiêu | Giá hiện tại | Tăng trưởng NPATMI | | | P/E | | | ROE | | | Tỷ suất cổ tức | | |
|-----|------------|--------------|--------------|--------------------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|----------------|------|-------|
| | | | | 2024 | 2025 | 2026F | 2024 | 2025 | 2026F | 2024 | 2025 | 2026F | 2024 | 2025 | 2026F |
| MSN | 41% | 107.000 | 76.100 | 377% | 106% | 63% | 50,4 | 27,1 | 17,3 | 11% | 16% | 19% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| MWG | 41% | 110.000 | 78.200 | 2120% | 89% | 33% | 24,0 | 18,6 | 12,3 | 15% | 23% | 26% | 1,6% | 2,3% | 2,6% |
| FRT | 34% | 178.000 | 132.700 | N.a | 150% | 34% | 79,6 | 32,0 | 21,3 | 21% | 27% | 25% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| DGW | 17% | 49.000 | 41.900 | 25% | 23% | 32% | 19,9 | 15,7 | 12,8 | 16% | 17% | 19% | 1,2% | 2,6% | 2,4% |
| PNJ | 29% | 84.000 | 65.000 | 7% | 34% | 26% | 16,9 | 12,7 | 10,1 | 20% | 23% | 25% | 2,1% | 2,1% | 3,1% |

Nguồn: SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích Ngành Bán lẻ

Nguyễn Trần Phương Nga

Trưởng phòng phân tích

ngaphb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321