

Bán lẻ

Năm tăng trưởng của các doanh nghiệp lớn

Kết quả 1H2026: Doanh thu nhóm DN lớn tăng trưởng gấp ~2.8 lần toàn ngành, LNST đạt mức kỷ lục. Tổng mức bán lẻ hàng hóa 5T-2026 tăng 11% YoY (tương đương +6.1% sau lạm phát 4.3%). Nhóm 4 DN niêm yết lớn (MWG, FRT, PNJ, MSN) ghi nhận doanh thu 79,990 tỷ VNĐ (+28% YoY) — gấp 2.8 lần tốc độ toàn ngành. LNST tăng mạnh ở một số doanh nghiệp như PNJ +117% yoy, MSN +216% yoy, MWG +76% yoy, FRT +71% yoy, phản ánh lợi thế quy mô, thị phần cải thiện và hiệu quả vận hành ngày càng tăng của các chuỗi hiện đại.

Xu hướng hợp nhất ngành là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng dài hạn cho các chuỗi hiện đại

Phần lớn ngành bán lẻ Việt Nam vẫn còn phân mảnh với kênh truyền thống chiếm 75–80% ngành thực phẩm, ~83% ngành dược phẩm và 40–50% ngành trang sức. Các quy định mới (siết chặt và bắt buộc áp dụng hóa đơn điện tử, xóa thuế khoán hộ kinh doanh, siết kiểm soát hàng giả) đang giúp các chuỗi bán lẻ hiện đại được cạnh tranh công bằng hơn, thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng dịch chuyển sang kênh này. Đây là nền tảng giúp BHX, Winmart, Long Châu và PNJ duy trì tăng trưởng cao hơn toàn ngành và ở mức hai con số trong các năm tới.

Triển vọng 2H2026 tích cực

Trong nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng các cửa hàng bán lẻ ICT-CE tiếp tục hưởng lợi từ chu kỳ thay thế thiết bị & làn sóng AI và tiêu thụ điện máy lạnh cho chu kỳ nắng nóng El Nino. Ở mảng thực phẩm/tiện lợi (BHX, WCM), KBSV kỳ vọng doanh thu/cửa hàng cũ (SSSG) duy trì tăng trưởng 10–12%/năm với quy mô các chuỗi tăng từ 10%-20% yoy số lượng cửa hàng. Ở mảng dược phẩm, Long Châu kỳ vọng tiếp tục mở rộng và tận dụng xu hướng hợp nhất của ngành, hướng tới mục tiêu 50% thị phần. Ở mảng trang sức, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ trang sức của PNJ sẽ tiếp tục tăng trưởng 2 con số, từ 10%/năm, giúp bù đắp sự sụt giảm của mảng vàng 24k do không còn hưởng lợi từ nguồn tồn kho giá rẻ.

Định giá hợp lý cho triển vọng đầu tư

Hầu hết các cổ phiếu ngành bán lẻ hiện giao dịch mức định giá dự phóng cho 2026 dưới mức P/E và P/B trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại phần nào chưa phản ánh các quan điểm lạc quan về xu hướng hợp nhất ngành và tiềm năng tăng trưởng kinh tế cao trong nước. KBSV cho rằng MWG, PNJ, MSN là những cơ hội đầu tư phù hợp với định giá hấp dẫn cho triển vọng dài hạn.

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

07/07/2026

Tích cực duy trì

Recommendations	
MWG	MUA
Giá mục tiêu	121,600
MSN	MUA
Giá mục tiêu	102,700
PNJ	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	80,400
FRT	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	129,900

Kết quả kinh doanh 6T-2026

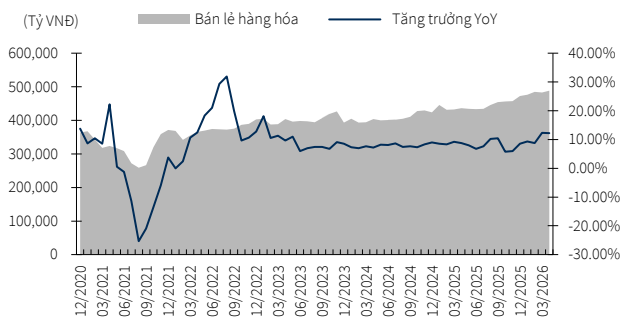
Bán lẻ toàn quốc tiếp tục tăng trưởng nhưng thấp hơn cùng kỳ, đi kèm “lạm phát cao”

Trong 5T-2026, doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 2,418.8 nghìn tỷ đồng, tăng 11% YoY. Nếu loại trừ lạm phát, bán lẻ hàng hóa ước tăng 6.1% YoY, thấp hơn mức tăng 7.2% của 5T-2025, cho thấy tiêu dùng tăng chậm lại và chịu nhiều ảnh hưởng của lạm phát cao. Trong 5T-2026, chỉ số giá tiêu dùng và lạm phát cơ bản tăng lần lượt 4.31% và 4.04%, với tác động chính đến từ tình hình chiến sự tại Iran khiến giá dầu tăng vọt.

Các doanh nghiệp lớn niêm yết tận dụng tốt cơ hội chiếm thêm thị phần

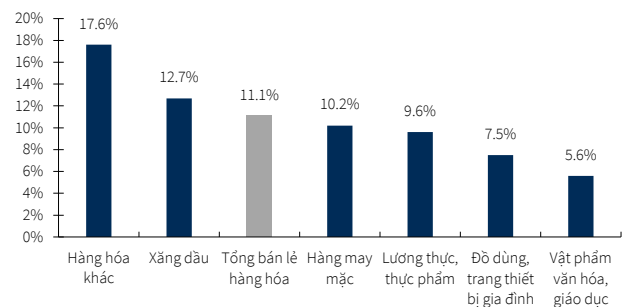
Trong quý 1-2026, nhóm 4 doanh nghiệp lớn bao gồm MWG, FRT, PNJ, MSN (tính riêng WCM) ghi nhận tổng doanh thu bán lẻ đạt 79,990 tỷ VNĐ (+28% YoY), cao hơn gấp 2.8 lần mức tăng của tổng mức bán lẻ hàng hóa trong cùng thời gian. Quy định thuế với hộ kinh doanh và thói quen tiêu dùng dịch chuyển sang kênh hiện đại là yếu tố chính thúc giúp các chuỗi bán lẻ hiện đại ngày càng thu hút khách hàng, chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng truyền thống, phân mảnh.

Biểu đồ 1. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và tăng trưởng theo tháng (%YoY)



Nguồn: GSO, Fiinpro, KBSV tổng hợp

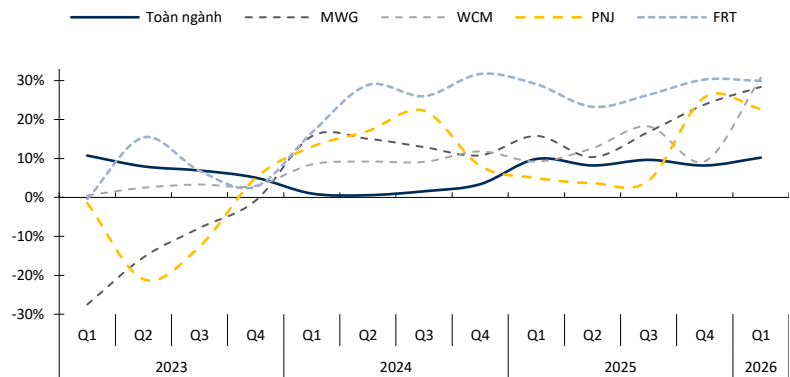
Biểu đồ 2. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa theo mặt hàng (% YoY) trong 5T-2026



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu mảng bán lẻ của các doanh nghiệp và toàn ngành (bán lẻ hàng hóa) (% YoY)

Các chuỗi bán lẻ lớn duy trì tăng trưởng cao từ 20%-30% yoy trong quý 1, vượt xa mức 11% toàn ngành. Lợi thế quy mô, thương hiệu và trải nghiệm mua sắm vượt trội giúp các chuỗi hiện đại chiếm thêm thị phần ngành. Hầu hết các ngành (ngoại trừ ICT) đều còn phân mảnh và nhiều dư địa để các doanh nghiệp lớn chiếm thêm thị phần



Nguồn: GSO, KBSV tính toán

Biểu đồ 4. KQKD của các doanh nghiệp bán lẻ

Tăng trưởng doanh thu và LNST của các nhà bán lẻ tương đối tích cực, đưa các cổ phiếu về mức định giá P/E và P/B tương đối hợp lý so với trung bình quá khứ.

Mã	Doanh thu	LNST	P/E hiện tại	P/E trung bình 5Y	P/B hiện tại	P/B trung bình 5Y
MSN	24,019 tỷ VNĐ <i>(+27% yoy)</i>	1,246 tỷ VNĐ <i>(+216% yoy)</i>	21	63	2.8	4.4
MWG	46,462 tỷ VNĐ <i>(29% yoy)</i>	2,714 tỷ VNĐ <i>(76% yoy)</i>	14.1	16.3	3.3	3.6
FRT	15,172 tỷ VNĐ <i>(+30% yoy)</i>	287 tỷ VNĐ <i>(+71% yoy)</i>	23	36	4.7	7.6
PNJ	17,245 tỷ VNĐ <i>(+79% yoy)</i>	1,467 tỷ VNĐ <i>(+117% yoy)</i>	9	15.9	2.3	3

Nguồn: GSO, KBSV tính toán

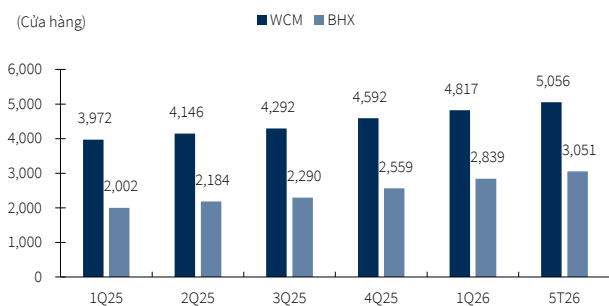
Bán lẻ thực phẩm và tiện lợi: mở rộng mạnh mẽ

Tính đến hết 5T-2026, các cửa hàng tạp hóa hiện đại tiếp tục tăng trưởng ấn tượng 2 con số nhờ mở rộng (1) quy mô cửa hàng và (2) tăng trưởng từ các cửa hàng cũ (SSSG – LFL).

- **Bách Hóa Xanh (MWG):** BHX ghi nhận doanh thu đạt 23 nghìn tỷ đồng, tăng 22.5% yoy và đã mở mới 532 cửa hàng (+21% cửa hàng) trong 5T-2026. Các cửa hàng mở mới đạt EBIT dương trong quý đầu tiên ở cấp độ cửa hàng. BHX đã mở rộng sang miền Bắc với 198 cửa hàng tại vùng ven và 28 cửa hàng tại Hà Nội, tính đến cuối tháng 6. Các cửa hàng cũ của BHX ghi nhận tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng (SSSG) đạt
- **Winmart (MSN):** ghi nhận doanh thu đạt 11 nghìn tỷ VNĐ, tăng 30% YoY và đã mở 464 cửa hàng trong 5T-2026. Trong đó, Winmart mở mới ở khu vực miền Nam, chiếm khoảng 73% số lượng mở mới trong kỳ, còn lại là miền Trung (18%) và miền Bắc (9%). Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ của WCM được công bố đạt 14.2% YoY trong 5T-2026, cho thấy sự cải thiện ở cả chất lượng (từng cửa hàng), bên cạnh quy mô mở rộng.

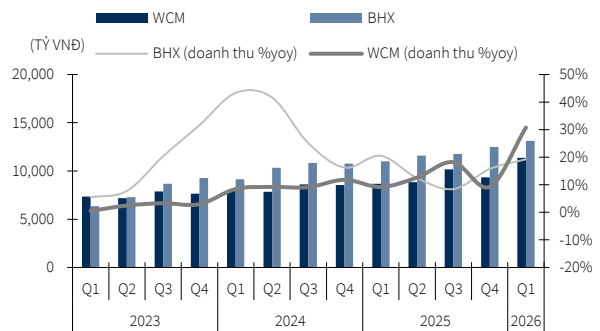
Nhìn chung, hai chuỗi bán lẻ tạp hóa hiện đại tiếp tục tận dụng tương đối tốt cơ hội để gia tăng độ phủ trên toàn quốc, chiếm thêm thị phần khổng lồ từ kênh GT (~75%-80%).

Biểu đồ 5. Quy mô cửa hàng hai chuỗi bán lẻ BHX và WCM



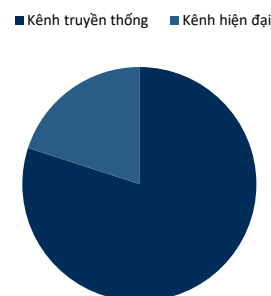
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 6. Doanh thu và tăng trưởng doanh thu (%YoY)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 7. Thị phần các kênh cửa hàng bán lẻ thực phẩm tiện lợi



Nguồn: Euromonitor

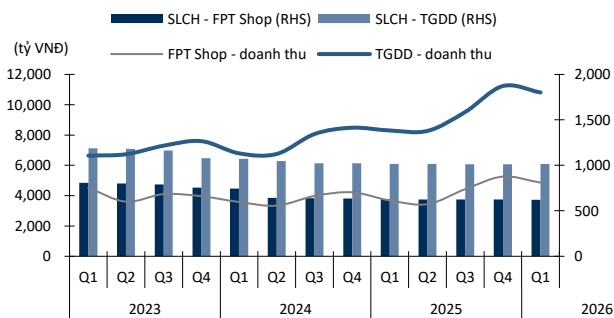
Chuỗi bán lẻ điện tử ICT-CE: chu kỳ thuận lợi

Sau giai đoạn bùng nổ mua sắm trong 2021-2022 (thời kỳ giãn cách Covid-19), các thiết bị điện tử như điện thoại thông minh và laptop đã đến chu kỳ thay thế (laptop 4-5 năm, điện thoại 2-3 năm), gia tăng nhu cầu "đổi máy và nâng cấp" mới từ 2026. Điều này thúc đẩy doanh số của các cửa hàng ICT như FPT Shop và Thegioididong trong 2026. Ngoài ra, nhu cầu nâng cấp sản phẩm để sử dụng AI tốt hơn cũng đóng góp phần nào vào doanh số các nhà phân phối điện tử.

- **FPT Shop:** doanh thu quý 1 đạt 4,859 tỷ VNĐ, tăng 32% yoy. FPT shop đóng 2 cửa hàng trong kỳ, đạt 621 cửa hàng tính đến hết quý 1-2026.
- **TGDD và Topzone:** doanh thu đạt 10,809 tỷ VNĐ, tăng 30% yoy. TGDD có 1,014 cửa hàng tính đến hết quý 1-2026, mở mới 2 cửa hàng.
- **DMX:** doanh thu đạt 21,334 tỷ VNĐ, tăng 34% yoy, chủ yếu đến từ tăng trưởng doanh thu/cửa hàng với các mặt hàng như: máy lạnh, máy giặt, tủ lạnh... tăng khoảng 20%-45% yoy. DMX hiện có 2,006 cửa hàng, giảm 2 CH so với đầu năm.

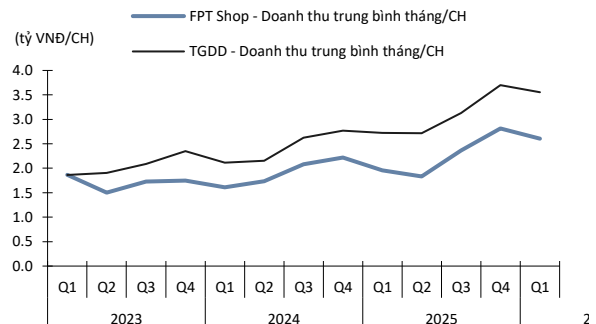
Mặc dù quy mô các chuỗi bán lẻ ICT-CE không thay đổi quá nhiều, doanh thu các chuỗi đều ghi nhận tăng trưởng trên 30% yoy, nhờ yếu tố chu kỳ ngành.

Biểu đồ 8. Số lượng cửa hàng các chuỗi ICT và quy mô doanh thu



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 9. Doanh thu trung bình/cửa hàng theo tháng các chuỗi



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

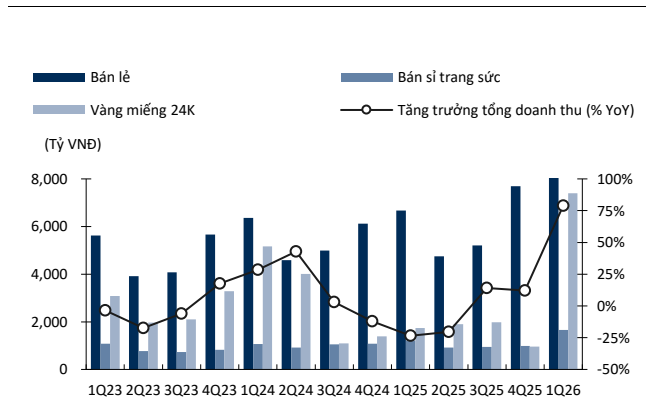
Bán lẻ trang sức: PNJ tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu

PNJ ghi nhận kết quả kinh doanh quý 1-2026 ở mức kỷ lục, với doanh thu thuần đạt 17,245 tỷ đồng (+79% YoY) và LNST vượt lên 1,467 tỷ đồng (+116.5% yoy) – cao nhất trong lịch sử công ty. Hai động lực tăng trưởng chính đến từ mảng trang sức bán lẻ (+23% yoy) và mảng vàng 24K (+324% yoy), đều duy trì đà tích cực trong kỳ.

- **Vàng 24K:** đạt 7.4 nghìn tỷ VNĐ (+324% yoy) trong quý 1, lần đầu chiếm bởi chiến lược tích lũy tồn kho ở mức giá thấp hơn trong năm 2025, tạo lợi thế cạnh tranh về chi phí khi nhu cầu vàng đầu tư vẫn ở mức cao.
- **Trang sức:** tiếp tục tăng trưởng cao, doanh thu đạt 8,191 tỷ VNĐ (+23% yoy). Mảng trang sức tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu, tận dụng tốt mùa cao điểm quý 1 với các dịp lễ Quốc tế Phụ nữ, vía Thần Tài, cưới hỏi.

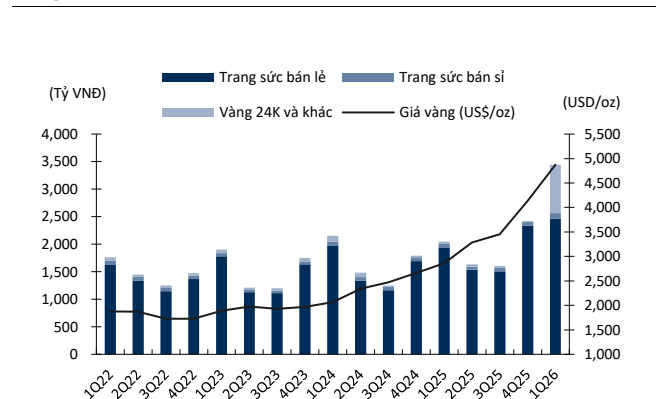
Điểm mạnh của PNJ so với thị trường chung là lợi thế nguyên liệu nhờ (1) tích trữ trước khi giá vàng tăng; (2) chính sách thu mua nguyên liệu giúp đảm bảo nguồn cung; (3) chiếm thêm thị phần từ các nhà vàng truyền thống địa phương thiếu hụt nguồn cung và bị kiểm soát chặt chẽ hơn về hóa đơn mua bán.

Biểu đồ 10. Cơ cấu doanh thu và tăng trưởng của PNJ



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

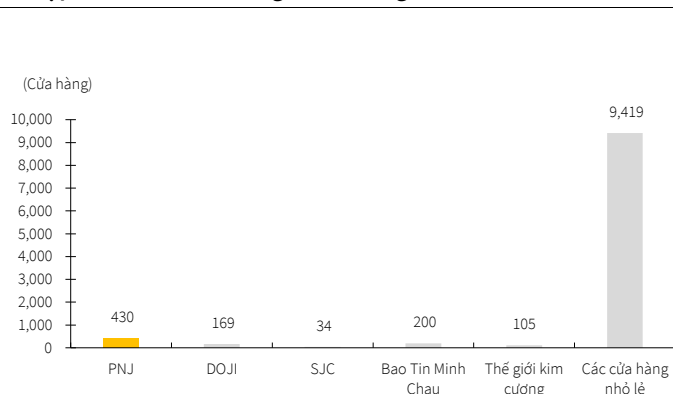
Biểu đồ 11. Cơ cấu lợi nhuận gộp các mảng của PNJ và giá vàng



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

PNJ hiện chiếm khoảng 18% toàn thị trường vàng và trang sức. Trong đó, nhóm doanh nghiệp có thương hiệu như PNJ, Doji, Thế giới Kim Cương, Vàng Bạc đá quý Mạnh Hải... hiện chiếm khoảng 30% tổng thị trường (vàng và trang sức), với 70% thị phần còn lại vẫn thuộc về các cửa hàng nhỏ lẻ không thương hiệu, phát triển ở quy mô địa phương.

Biểu đồ 12. Thị phần nhà bán lẻ trang sức và vàng

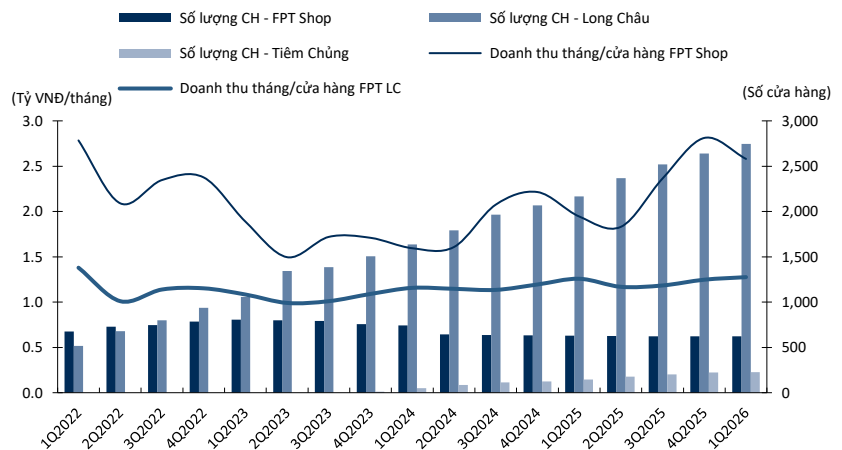


Nguồn: PNJ, KBSV tổng hợp và tính toán

Bán lẻ dược phẩm: FRT tiếp tục duy trì tăng trưởng, các chuỗi khác nỗ lực bắt kịp

Trong quý 1-2026, FPT Long Châu ghi nhận doanh thu đạt 10,302 tỷ VNĐ (+29% YoY), giữ vững vị thế dẫn đầu trong các chuỗi nhà thuốc hiện đại. Chuỗi mở mới 105 cửa hàng trong kỳ và nâng tổng mạng lưới lên 2,745 điểm (+27% YoY, +4% QoQ). Doanh thu/nhà thuốc/tháng đạt 1.3 tỷ VNĐ (+1% YoY), cho thấy sự ổn định trong khi số lượng cửa hàng mới tăng nhanh và chiến lược mở rộng ra ngoại ô trung tâm.

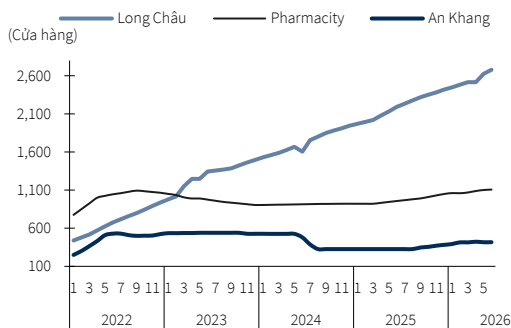
Biểu đồ 13. Số lượng cửa hàng và doanh thu trung bình của FRT



Nguồn: FRT, KBSV tổng hợp và tính toán

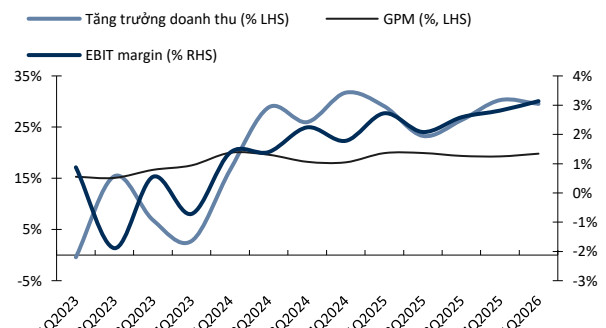
So với các đối thủ cạnh tranh, FRT tiếp tục vượt trội về quy mô điểm bán cũng như tốc độ mở mới nhà thuốc. Long Châu hiện đóng góp 68% doanh thu trong quý 1-2026, đem lại biên lợi nhuận ổn định hơn so với mảng ICT-CE truyền thống và đóng góp tích cực vào lợi nhuận hoạt động (EBIT) của FRT.

Biểu đồ 14. Số lượng cửa hàng của các chuỗi dược phẩm



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 15. Hiệu quả hoạt động của FRT



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Triển vọng 2H2026

Lạm phát hạ nhiệt và sức mua cải thiện, tập trung ở các cửa hàng bán lẻ hiện đại

Trong nửa cuối 2026, KBSV cho rằng lạm phát sẽ dần hạ nhiệt nhờ căng thẳng xung đột dần được tháo gỡ, giúp cải thiện nguồn cung dầu mỏ và giảm chi phí năng lượng trên toàn cầu. Điều này sẽ có ý nghĩa lớn với sức mua tiêu dùng và giúp kích thích tăng trưởng bền vững hơn cho ngành bán lẻ. Cùng với quyết tâm tăng trưởng kinh tế cao và sự hạ nhiệt của lạm phát, tiêu dùng thiết yếu và không thiết yếu đều được hỗ trợ tăng trưởng tích cực trong nửa cuối của 2026. Chúng tôi kỳ vọng các yếu tố hỗ trợ nhà bán lẻ hiện đại như (1) lộ trình bắt buộc áp dụng hóa đơn điện tử và xóa bỏ thuế khoán đối với HKD; (2) siết chặt kiểm soát hàng giả, sẽ tiếp tục củng cố triển vọng tăng trưởng doanh thu của các nhà bán lẻ thương hiệu lớn, vốn dựa vào mô hình kinh doanh cung cấp sản phẩm và dịch vụ chất lượng cao với giá cả hợp lý.

Bán lẻ ICT-CE: Tích cực trong ngắn hạn nhưng cẩn trọng với yếu tố chu kỳ

Trong nửa cuối 2026, mảng bán lẻ ICT & điện máy (TGDD, DMX, FPT Shop) tiếp tục được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng tích cực, nhờ chu kỳ thay thế thiết bị chưa kết thúc và xu hướng nâng cấp lên các dòng sản phẩm tích hợp AI. Riêng với Điện Máy Xanh, hai yếu tố hỗ trợ là (1) nắng nóng kéo dài do El Nino thúc đẩy nhu cầu điều hòa và thiết bị làm mát, và (2) làn sóng bán giao bất động sản từ 2026-2027 sẽ kéo theo nhu cầu trang bị điện gia dụng. Bước sang năm 2027, các yếu tố chu kỳ sẽ dần hé lộ khi nhu cầu dồn nén từ giai đoạn COVID đã được hấp thụ phần nhiều trong 2025-2026. Dù vậy, chúng tôi dự báo thị trường ICT-CE vẫn tăng trưởng từ 8%-10% YoY nhờ nhu cầu với các mặt hàng điện tử nhằm tận dụng xu thế AI và tăng trưởng kinh tế cao thúc đẩy doanh số bền vững hơn, so với giai đoạn chu kỳ đỉnh điểm 2022-2023, bị tác động bởi cả yếu tố ngoài ngành như khủng hoảng tín dụng và bất động sản.

Bán lẻ thực phẩm và tiện lợi: quá trình “hiện đại hóa” của ngành tiếp tục

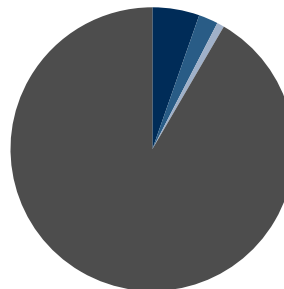
Mô hình bách hóa hiện đại (như Bách Hóa Xanh, WinCommerce) đang bước vào giai đoạn hái quả ngọt khi **thói quen tiêu dùng chuyển dịch mạnh mẽ từ chợ truyền thống sang kênh hiện đại**. Các chuỗi bán lẻ hiện đại có thể tăng cao hơn nhờ chiếm thêm thị phần từ kênh truyền thống (GT) - vốn chiếm từ 75%-80% thị phần và còn phân mảnh. Chúng tôi dự báo doanh thu/cửa hàng cũ (SSSG) của hai chuỗi BHX và WCM có thể duy trì tăng trưởng từ 10%-12%/năm trong 2026-2027. Về số lượng điểm cửa hàng, chúng tôi kỳ vọng BHX và WCM hoàn thành mở 1,000 cửa hàng/chuỗi, tương đương số lượng điểm bán tăng lần lượt 39% và 20% so với 2025, giúp duy trì tăng trưởng doanh số hai chữ số cao.

Bán lẻ dược phẩm: tăng trưởng ổn định và cạnh tranh gay gắt hơn

Thị trường bán lẻ dược phẩm vẫn còn rất phân mảnh với hơn 45,000 nhà thuốc truyền thống — tạo dư địa “hợp nhất” thị phần cho các chuỗi bán lẻ dược phẩm hiện đại trong các năm tới. Các chuỗi nhà thuốc hiện đại đang dần thay thế các hiệu thuốc gia đình nhờ lợi thế về nguồn gốc thuốc rõ ràng, danh mục hàng hóa đa dạng (đặc biệt là thuốc kê đơn ETC) và dịch vụ tư vấn của dược sĩ chuyên nghiệp. FPT Long Châu hiện dẫn đầu thị trường với khoảng 2.6 nghìn cửa hàng và doanh thu 36 nghìn tỷ VNĐ, chiếm 5% số lượng cửa hàng và 17% doanh thu toàn ngành. Đáng chú ý, công ty đặt mục tiêu chiếm tới 50% thị phần trong dài hạn — tương đương quy mô gấp ~3 lần hiện tại — cho thấy dư địa tăng trưởng của Long Châu còn rất rộng. Trong 2H2026, chúng tôi kỳ vọng Long Châu tiếp tục mở thêm khoảng 200 cửa hàng, với doanh thu bình quân/cửa hàng duy trì ổn định quanh mức 1.3 tỷ VNĐ/tháng. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng môi trường cạnh tranh sẽ gay gắt hơn khi cả An Khang và Pharmacity đang nỗ lực cải tổ mô hình cửa hàng, gia tăng số lượng mở mới và tiến gần đến điểm hòa vốn.

Biểu đồ 16. Thị phần nhà bán lẻ toàn quốc về quy mô cửa hàng

■ Long Châu ■ Pharmacity ■ An Khang ■ Khác



Nguồn: FRT, KBSV tổng hợp và tính toán

Bán lẻ trang sức: nhu cầu vàng 24K dự báo suy giảm, được bù đắp bởi trang sức

Bước sang 2H2026, sức nóng của nhu cầu vàng đầu tư (vàng miếng, vàng nhẫn 24K) kỳ vọng sẽ hạ nhiệt, sau khi giá vàng sụt giảm 25%-30% trong thời gian qua và giao dịch quanh mức 4,000 USD/oz. Điều này, theo chúng tôi, sẽ giảm kỳ vọng lợi nhuận vàng 24K của PNJ, vốn tăng trưởng đột biến trong quý 1-2026 và dựa trên nguồn nguyên liệu tích trữ giá thấp. Hiện giá vàng giao dịch ngang với mức Q3-Q4/2025, vùng PNJ thực hiện tích trữ nguyên liệu, cho thấy biên lợi nhuận mỏng này kỳ vọng sẽ hạ nhiệt.

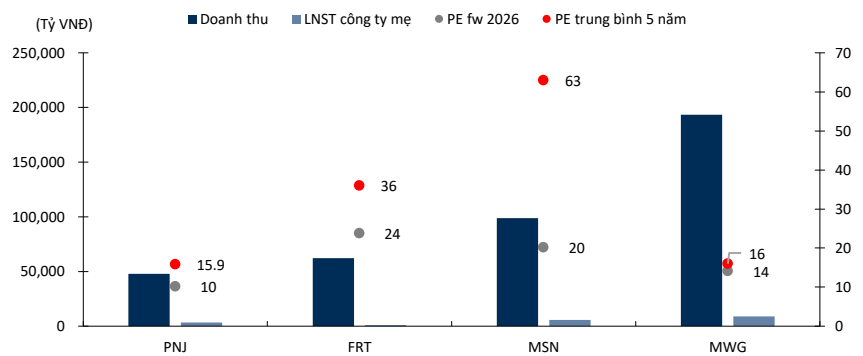
Về cấu trúc kinh doanh dài hạn, trang sức vẫn là trụ cột cốt lõi của PNJ với vị thế thống lĩnh 50-60% thị phần trên thị trường quy mô gần 2 tỷ USD, đem lại biên gộp ổn định ở mức 28-30%. Mảng kinh doanh này sẽ hưởng lợi khi giá nguyên liệu (vàng, bạc, đá quý...) hạ nhiệt nhờ tối ưu chi phí và cải thiện sức mua của khách hàng. Chúng tôi dự phóng mảng kinh doanh này sẽ là bệ đỡ chính cho PNJ trong nửa cuối năm, nhờ khả năng chiếm thêm thị phần từ các nhà vàng nhỏ lẻ, hoạt động mạnh mẽ và phân mảnh.

Định giá của các doanh nghiệp hấp dẫn

Nhờ kết quả kinh doanh khả quan, các doanh nghiệp bán lẻ hiện được giao dịch với mức P/E dự phóng ở mức hợp lý, thấp hơn mức trung bình quá khứ 5 năm. Mặt khác, mức trung bình 5 năm của các doanh nghiệp đều ở mức khá cao so với VN-Index (trung bình 14 lần), phản ánh kỳ vọng tăng trưởng cao của ngành bán lẻ.

Chúng tôi duy trì dự báo khả quan về tăng trưởng quy mô doanh thu và LNST của các doanh nghiệp bán lẻ. Hầu hết cổ phiếu của các doanh nghiệp đều đã điều chỉnh từ mức đỉnh trong kỳ về mức thấp hơn định giá trung bình trong quá khứ, dựa trên P/E và P/B. Mặc dù vậy, triển vọng của các doanh nghiệp bán lẻ hàng đầu vẫn vững chãi nhờ quy mô liên tục mở rộng và hưởng lợi từ xu hướng tập trung hóa ở các ngành đang phân mảnh. Vì vậy, chúng tôi duy trì quan điểm Tích Cực và đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ, MSN và MWG.

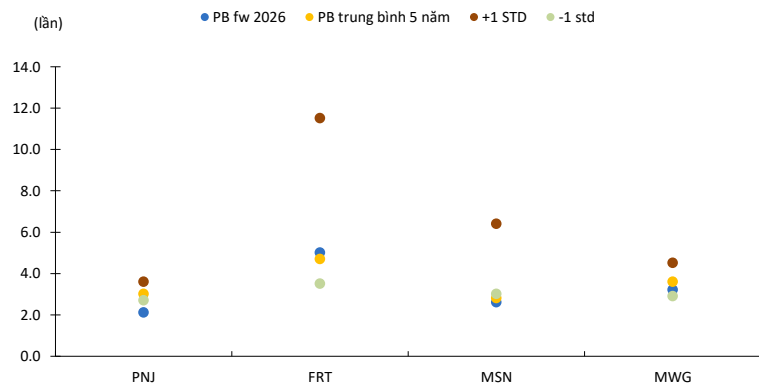
Biểu đồ 17. Dự phóng KQKD và định giá PE 2026 cho các doanh nghiệp bán lẻ



Nguồn: KBSV tính toán, Bloomberg

PB của các doanh nghiệp nhìn chung ở mức thấp hơn quá khứ, tiệm cận mức -1 độ lệch chuẩn đối với PNJ, MSN và MWG

Biểu đồ 18. Định giá P/B và trung bình quá khứ của các doanh nghiệp trong 2026



Nguồn: KBSV tính toán, Bloomberg

Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ)

Định giá hấp dẫn cho doanh nghiệp đầu ngành

15/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

KQKD quý 1-2026 tăng trưởng cao

Trong quý 1-2026, doanh thu và LNST công ty mẹ của PNJ đạt lần lượt 17,245 tỷ VNĐ (+79% YoY) và 1,467 tỷ VNĐ (+117% YoY). Trong đó, doanh thu trang sức bán lẻ và vàng 24k đạt lần lượt 8,191 tỷ VNĐ (+23% YoY) và 7,398 tỷ VNĐ (+324% YoY), đóng góp chính vào cơ cấu doanh thu và đà tăng trưởng.

Mảng vàng 24k phục hồi về mức trước giai đoạn thắt chặt nguồn cung vàng

Sản lượng vàng 24k trong quý 1-2026 phục hồi về mức trung bình 2024, thời điểm giá bán và thị trường vàng ổn định. Mặt khác, PNJ phần nào đã hiện thực hóa một phần tồn kho giá thấp mà doanh nghiệp chủ động tích trữ trong 2025.

Mảng trang sức thương hiệu duy trì tăng trưởng cao

Chúng tôi kỳ vọng mảng trang sức là động lực chính với tăng trưởng doanh thu/cửa hàng đạt 11%/12% YoY trong 2026/2027, đóng góp khoảng 58% doanh thu và 86%-93% lợi nhuận gộp. Chủ yếu, chúng tôi kỳ vọng PNJ tiếp tục chiếm thêm thị phần và gia tăng doanh số từ tệp khách hàng hiện hữu. Điều này giúp bù đắp sự sụt giảm từ biên gộp của vàng 24k, được kỳ vọng sẽ quay về mức bình thường từ 2027.

Biên lợi nhuận mảng trang sức kỳ vọng vững chắc nếu giá vàng tiếp tục sụt giảm

Giá vàng đã giảm 20-25% từ đỉnh ~5,500 USD/oz về mức 4,100-4,400 USD/oz trong quý 1-2026, cho thấy dấu hiệu của xu hướng giảm. Chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh trang sức cốt lõi của PNJ đã có định vị thương hiệu tốt và không chịu tác động của định giá vàng trên thị trường, giúp duy trì biên gộp ở mức ~30%.

Khuyến nghị MUA — Giá mục tiêu 80,400 VND

KBSV dự báo LNST 2026/2027 đạt lần lượt 3,429/3,838 tỷ VNĐ, tương đương tăng trưởng 21%/12% YoY. KBSV xác định giá trị hợp lý của PNJ là 80,400 VNĐ/cổ phiếu. PNJ hiện giao dịch ở P/E 2026/27 là 10 lần/9.1 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình quá khứ (13-14 lần), cho thấy triển vọng đầu tư khá hấp dẫn.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 80,400
Tăng/giảm (%)	24%
Giá hiện tại (15/06/2026)	VND 65,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 88,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	31.6/1.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	86.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	79.1/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	46.8%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

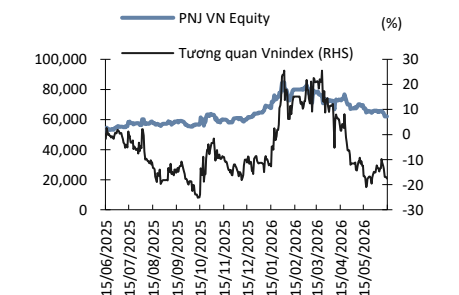
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7.9	-20.4	2.3	19.2
Tương đối	-1.1	-26.1	-6.5	-17.0

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	37,823	34,976	47,732	51,767
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,670	3,538	4,280	4,776
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,113	2,829	3,429	3,838
EPS (VNĐ)	4,128	5,528	6,700	7,499
Tăng trưởng EPS (%)	7	34	21	12
P/E (x)	17	12	10	9
P/B (x)	3.1	2.6	2.6	2.6
ROE (%)	20.1	23.1	23.8	22.7
Tỷ suất cổ tức (%)	2.9	2.9	4.4	4.4

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG) Định giá hấp dẫn

17/03/2026

Chuyên viên phân tích Nghiên Sỹ Tiến
(+84) 24-7303-5333 tienns@kbsec.com.vn

MWG ghi nhận lợi nhuận cao nhất lịch sử hoạt động

Kết thúc năm 2025, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 165,458 tỷ VND (+16.5% YoY) và LNST đạt 7,076 tỷ VND (+90% YoY), cao nhất từ khi hoạt động tới nay. Mảng ICT&CE đạt được mức tăng trưởng ấn tượng 2 chữ số trong 2025, đạt 18.2% YoY. Chuỗi BHX ước tính lãi khoảng 810 tỷ trong 2025, gấp gần 8 lần so với 2024 và mở mới 789 cửa hàng với gần 50% số lượng tại miền Trung và miền Bắc.

Chuỗi TGDD+ĐMX có cơ sở để duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số trong 2026

KBSV nâng dự báo tăng trưởng mảng ICT&CE lên 15% YoY trong 2026. Bên cạnh động lực từ môi trường vĩ mô được hỗ trợ bởi các chính sách và ưu thế về mặt nội tại, hoạt động của chuỗi ĐMX dự kiến được thúc đẩy tích cực hơn từ kế hoạch IPO vào cuối 2026. Doanh số của ngành hàng TV, điện lạnh kỳ vọng sẽ được cải thiện trên 10% YoY nhờ yếu tố mùa vụ trong năm nay.

BHX bước vào giai đoạn tăng tiến lợi nhuận và độ phủ nhanh chóng

Năm 2025 đánh dấu kết quả kinh doanh đột phá trong bối cảnh đang mở rộng chuỗi cửa hàng cho thấy mô hình vận hành đã đạt được hiệu quả sinh lời. Với sự hỗ trợ đồng bộ từ Chính phủ cho các chuỗi bán lẻ hiện đại và xu hướng dịch chuyển thị phần từ bán lẻ truyền thống, BHX có tiền đề vững chắc để thiết lập mức tỷ suất sinh lời từ 2.8-3.1% cho 2026, tương ứng lợi nhuận từ 1,800-2,100 tỷ đồng.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 121,600 VND

Với triển vọng tích cực của các mảng kinh doanh, tiềm năng tăng trưởng dài hạn của BHX và đặc biệt là sự kiện IPO chuỗi ĐMX trong 2026 tái định giá mảng ICT&CE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG cho năm cơ sở 2026 với mức giá mục tiêu 121,600 VND/cổ phiếu.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu VND 121,600

Tăng/giảm (%)	51%
Giá hiện tại (Mar 16)	VND 80,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 102,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	124.2/4.7

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	82.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	725.5/27.7
Sở hữu nước ngoài (%)	48.2%
Cổ đông lớn	CT TNHH Thế giới bán lẻ (10.49%)

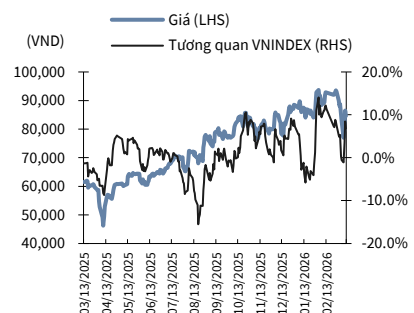
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6.9	10.2	9.5	38.0
Tương đối	-2.2	5.2	5.8	8.4

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	134,341	156,458	193,384	232,436
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	4,084	7,078	9,225	11,418
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	3,722	7,037	9,045	11,329
EPS (VND)	2,532	4,788	6,154	7,709
Tăng trưởng EPS (%)	2,120	89	29	25
P/E (x)	31.8	16.8	13.1	10.5
P/B (x)	4.2	3.6	2.9	2.3
ROE (%)	14.5	23.0	24.5	24.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.8	0.8	0.8	0.8

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Các mảng kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ

15/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

LNST của công ty mẹ cả năm 2025 tăng 106% YoY

Trong 4Q25, doanh thu và LNST thuộc CĐ công ty mẹ của MSN đạt lần lượt 21,164 tỷ VNĐ (-1.5%YoY) và 1,209 tỷ VNĐ (+ 72%YoY). Lũy kế cả năm, doanh thu và LNST thuộc CĐ công ty mẹ của MSN đạt lần lượt 83,178 tỷ VNĐ (-1% YoY) và 4,108 tỷ VNĐ (+106% YoY), hoàn thành lần lượt 101% và 111% dự phóng của chúng tôi.

MCH kì vọng phục hồi đáng kể nhờ các quy định với hộ kinh doanh dần được thích ứng

Các quy định về thuế với hộ kinh doanh dần được thích ứng đem lại triển vọng phục hồi đáng kể cho các mặt tiêu dùng của Masan Consumer. Các sản phẩm mới và hệ thống phân phối trực tiếp ổn định trong 2026 sẽ là động lực gia tăng doanh số và cải thiện hiệu quả kinh doanh.

Quy mô hệ thống bán lẻ hiện đại tiếp tục mở rộng, chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng truyền thống

Chúng tôi dự báo thị phần bán lẻ hiện đại sẽ tiếp tục tăng 1-1.5% trong 2026, được thúc đẩy bởi nhu cầu mua sắm hiện đại và lợi thế giá rẻ của các cửa hàng nhỏ lẻ không còn, đem lại dư địa tăng trưởng doanh thu từ 10-15%/năm cho thị trường này. KBSV dự phóng WCM sẽ mở mới 1,000 cửa hàng trong 2026 (+20% YoY) và tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ đạt 8%.

Mảng khai khoáng kì vọng đem lại tăng trưởng lợi nhuận cao, +11,991% YoY trong 2026

Nguồn cung tiếp tục thắt chặt từ Trung Quốc và nhu cầu cao từ các ngành công nghiệp sẽ thúc đẩy giá bán Vonfram neo cao, hiện đạt quanh mức 2,000 USD/mtu. Với hiệu suất ổn định hơn sau khi bảo dưỡng trong 2025, chúng tôi kì vọng MSR sẽ ghi nhận sự phục hồi về sản lượng quặng chế biến Vonfram, Florit và đồng.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 102,700 VNĐ/ Cổ phiếu

Bảng phương pháp định giá tổng thành phần (SOTP), KBSV xác định giá trị hợp lý là 102,700 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá là 41% so với giá cổ phiếu hiện tại.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 102,700
Tăng/giảm (%)	41%
Giá hiện tại (15/03/2025)	VND 73,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 104,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	111.2/4.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	50%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	843.6/32.1
Sở hữu nước ngoài (%)	25.4%
Cổ đông lớn	CTCP Masan (31%)

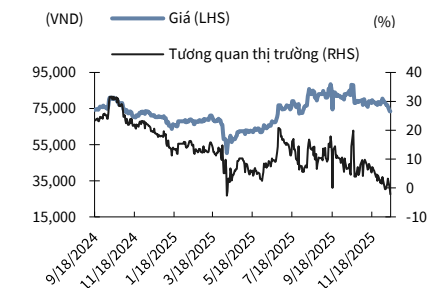
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.3	1.9	-10.2	8.5
Tương đối	2.9	-0.1	-12.9	-20.2

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	83,178	81,621	98,672	110,034
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	6,761	7,922	13,771	20,105
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,999	4,108	5,680	8,846
EPS (VNĐ)	1,321	2,702	3,736	5,818
Tăng trưởng EPS (%)	352	104	38	56
P/E (x)	57	28	20	13
P/B (x)	3.8	3.2	2.8	2.3
ROE (%)	7	13	15	19
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5	0.8	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

