



BÁO CÁO NGÀNH BÁN LẺ

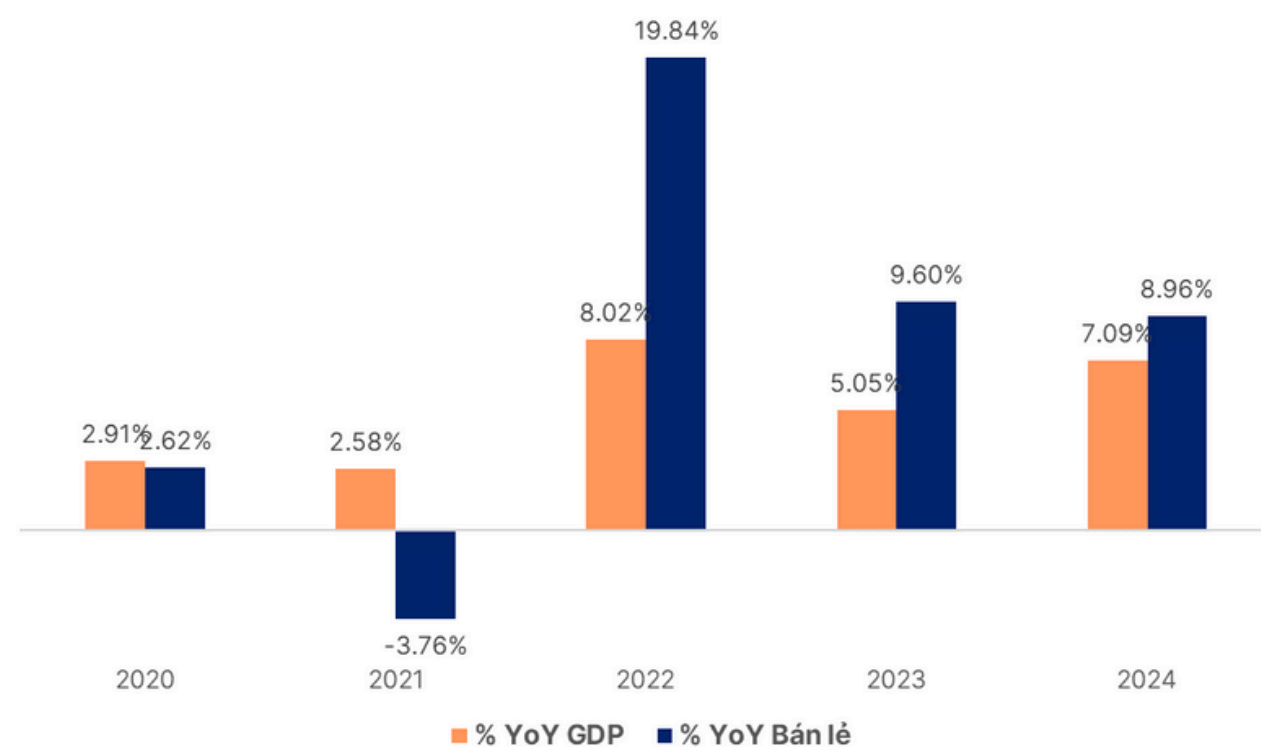
12/2025

01	TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ	3
02	TRIỂN VỌNG NGÀNH	13
03	CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP	24
04	PHỤ LỤC: CÂU CHUYỆN THÀNH CÔNG NƯỚC NGOÀI	30

TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ



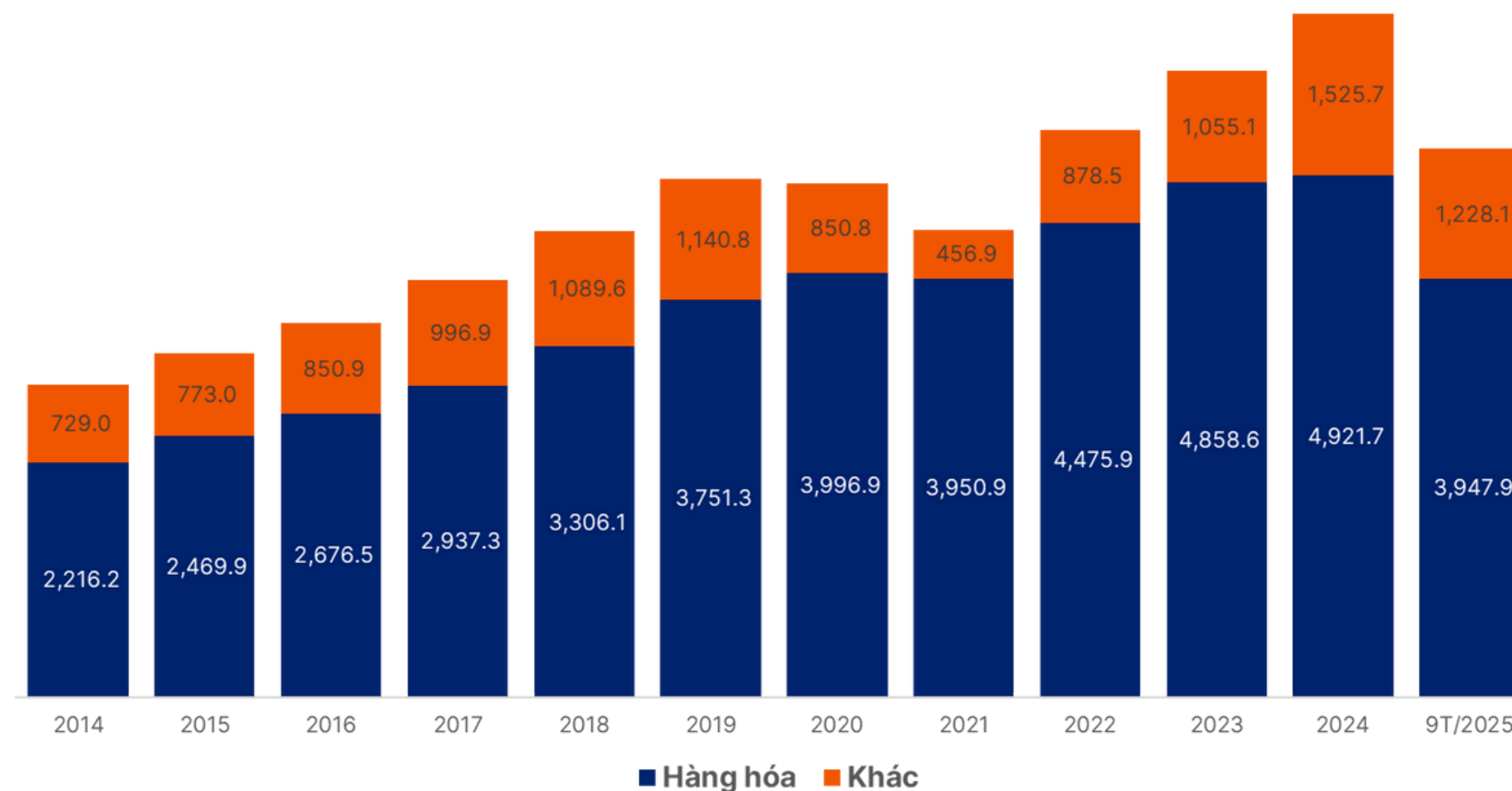
Tăng trưởng bán lẻ vs Tăng trưởng GDP



Nguồn: GSO

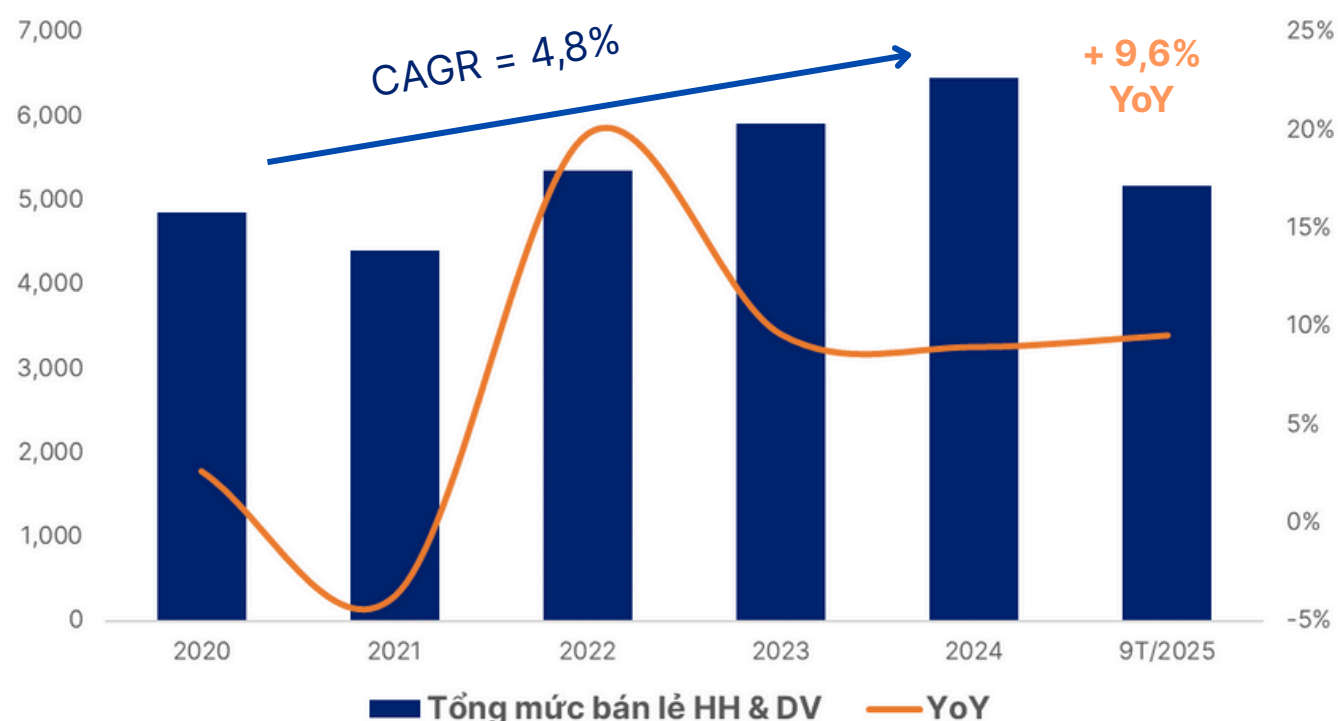
Chi tiêu dùng đóng góp lớn vào tăng trưởng, chiếm tỷ trọng trung bình 65% GDP hàng năm của Việt Nam. Sau giai đoạn 2020-2022 chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid, doanh thu bán lẻ đang trên đà hồi phục, lũy kế 9 tháng năm 2025 đạt gần 5,2, triệu tỷ đồng, +9,6% YoY.

Doanh thu Bán lẻ hàng hóa và Dịch vụ Việt Nam (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO

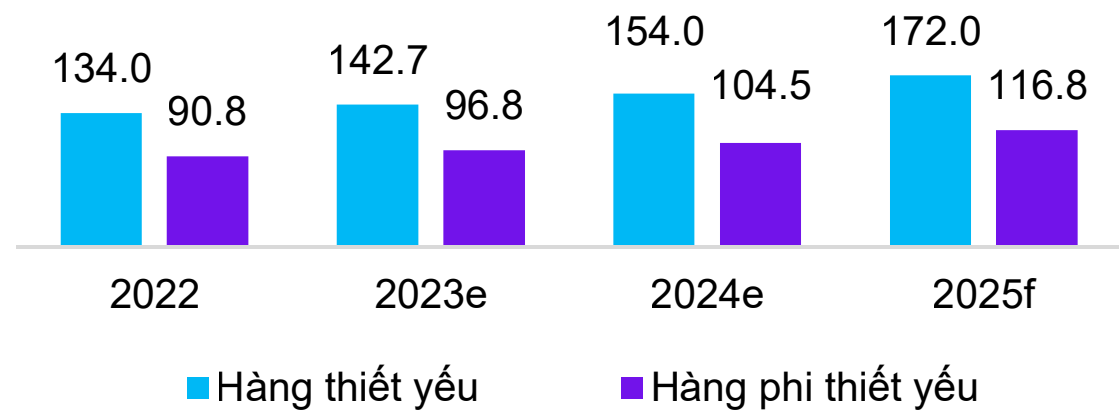
Doanh thu Bán lẻ hàng hóa và Dịch vụ (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO

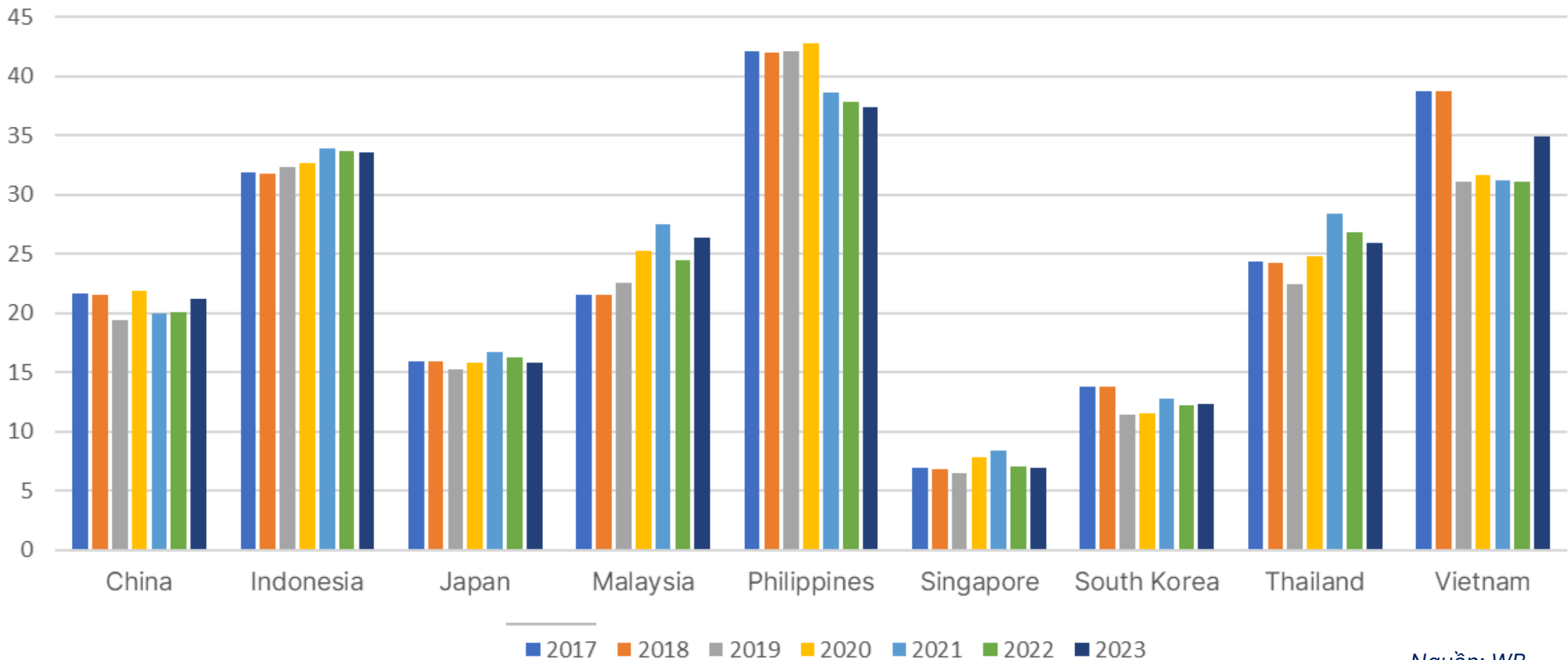
Chi tiêu cho hàng hóa thiết yếu chiếm tỷ trọng lớn (59,6%) tổng chi tiêu dùng của các hộ gia đình. Chi tiêu cho thực phẩm tại Việt Nam ở mức cao so với các quốc gia khác tại Châu Á.

Chi tiêu cho hàng thiết yếu và phi thiết yếu (tỷ \$)



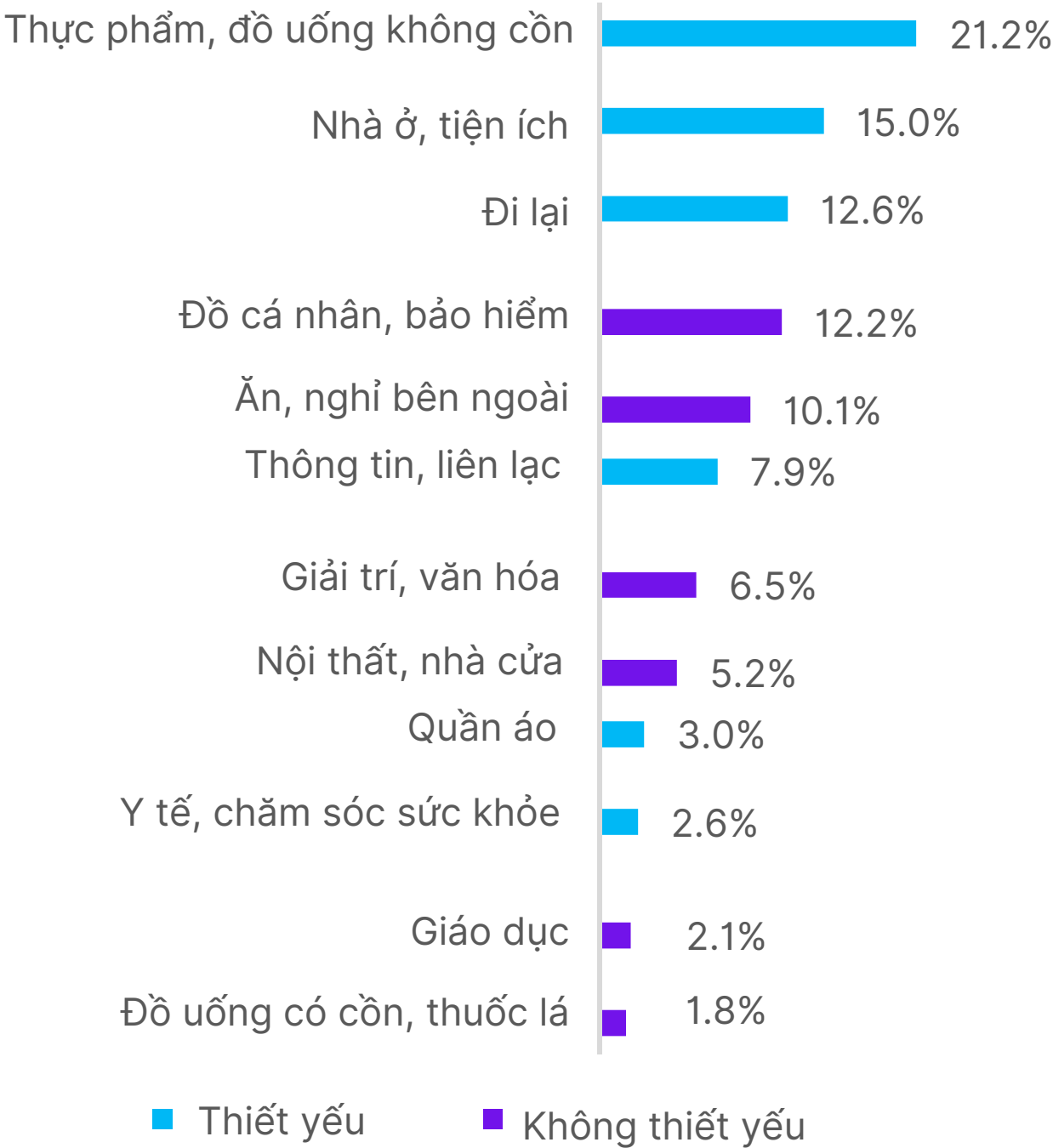
Nguồn: KPMG

Tỷ trọng chi cho thực phẩm trong tổng chi tiêu dùng tại các nước Châu Á (%)



Nguồn: WB

Cơ cấu chi tiêu dùng của hộ gia đình (%)

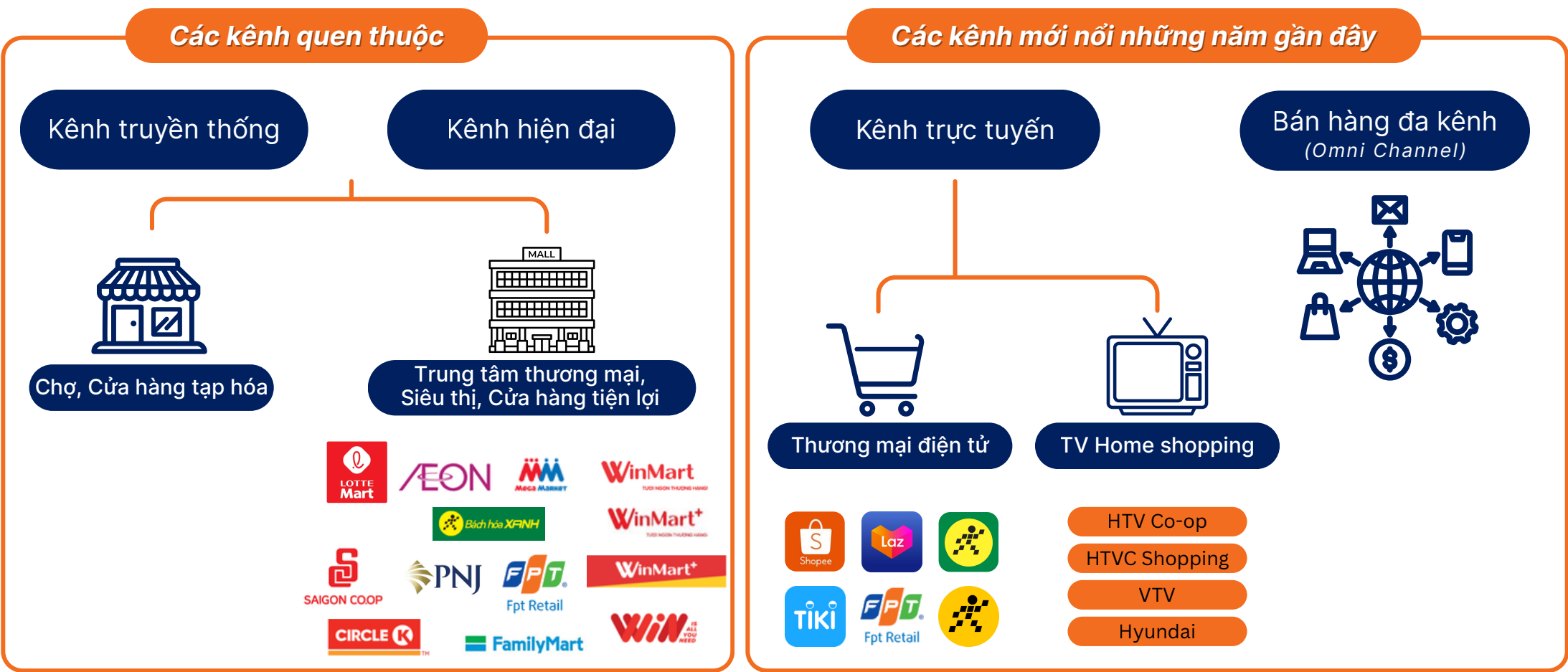


Ghi chú: Hàng thiết yếu gồm thực phẩm, đồ uống không cồn, quần áo, nhà cửa, đi lại, liên lạc

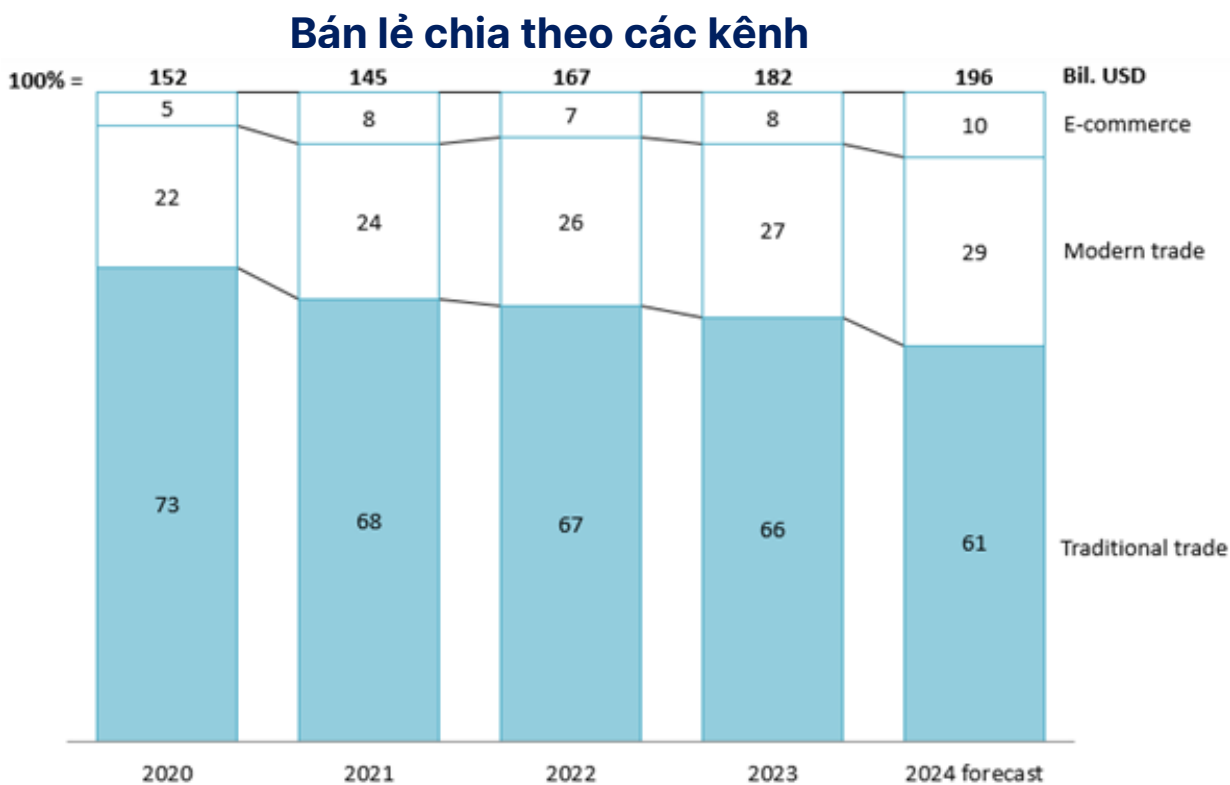
Nguồn: KPMG

Kênh bán lẻ hàng bách hóa truyền thống (GT) vẫn là hình thức phổ biến nhất tuy nhiên thị phần đang giảm nhường chỗ cho kênh hiện đại (MT) và e-commerce. Tính đến cuối năm 2024 ước tính có 1,4 triệu cửa hàng tạp hóa của các hộ kinh doanh và trên 8.300 chợ truyền thống trong đó chủ yếu là các chợ có quy mô nhỏ dưới 200 điểm kinh doanh hoặc chưa được đầu tư xây dựng kiên cố, chủ yếu phục vụ nhu cầu của dân cư tại địa bàn và lân cận.

Các kênh phân phối bán lẻ ở Việt Nam

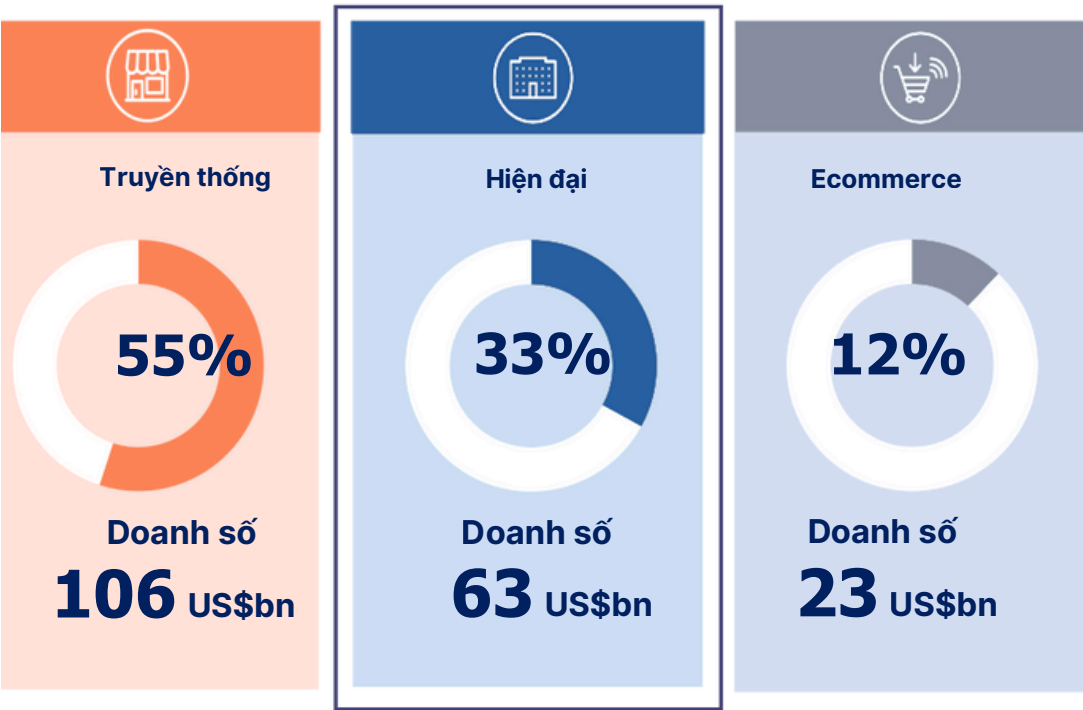


Nguồn: SHS tổng hợp



Nguồn: Cimigo

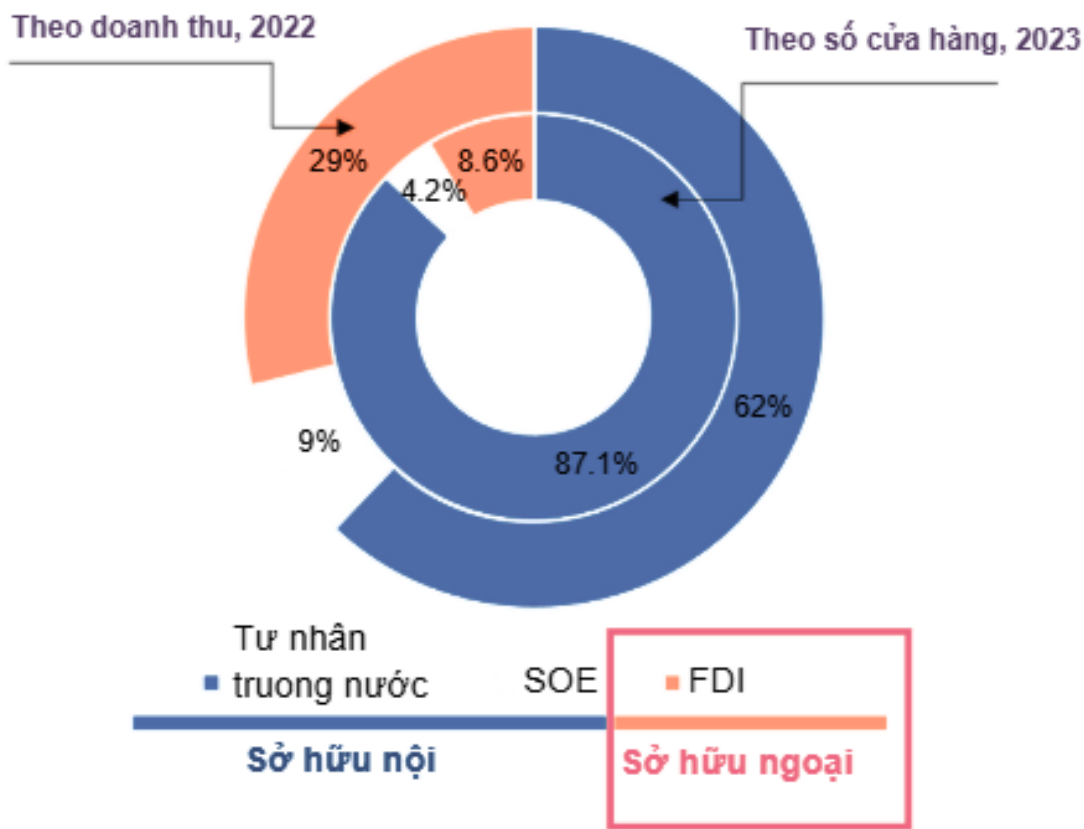
Quy mô thị trường bán lẻ qua các kênh



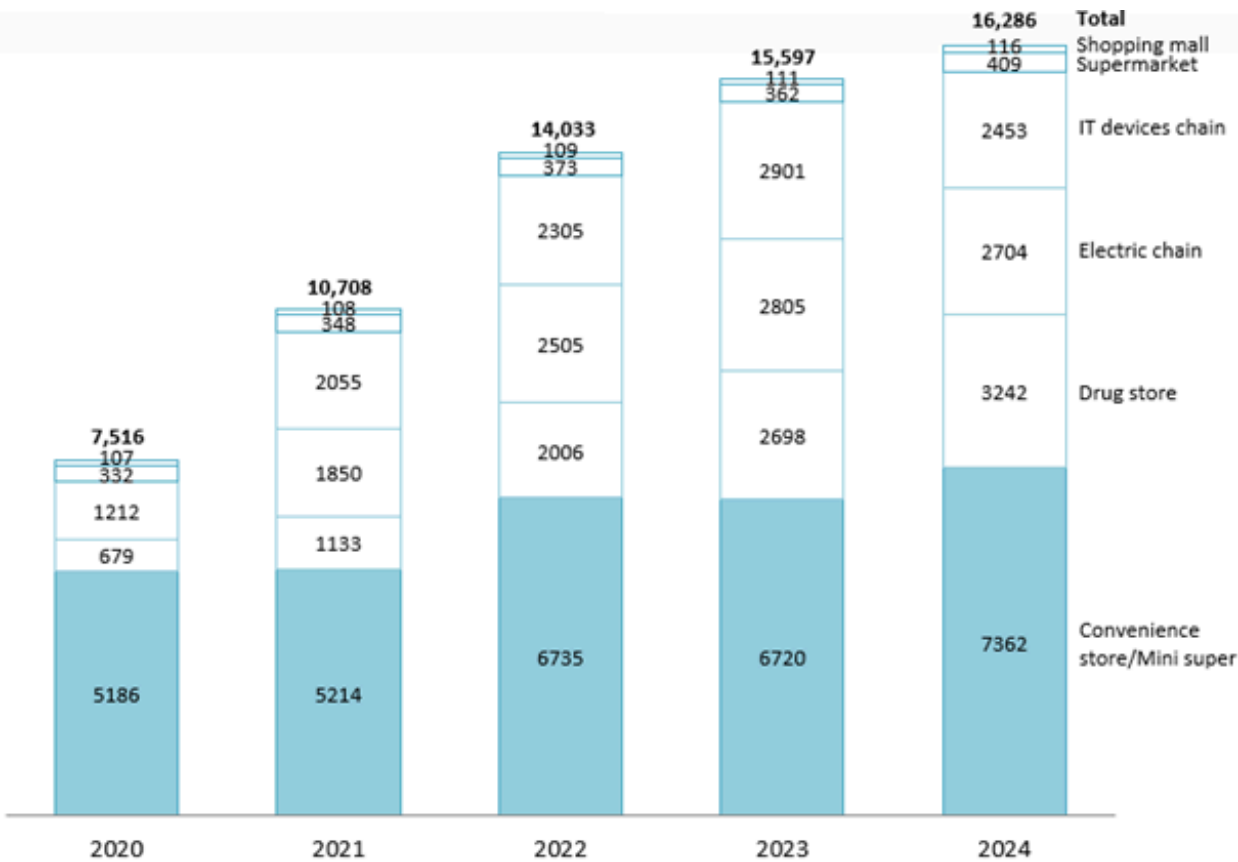
Nguồn: Fiingroup

Kênh hiện đại (siêu thị, đại siêu thị, minimart và cửa hàng tiện lợi) đang dần phổ biến đặc biệt tại các khu vực thành thị. Trong 5 năm gần đây, số lượng các cửa hàng minimart và cửa hàng tiện lợi (CVs) tăng trưởng với CAGR là 18,7%, cao hơn nhiều so với các mô hình còn lại, đạt 7.483 cửa hàng vào cuối năm 2024, chiếm 93,4% tổng số cửa hàng. Xét theo sở hữu, các nhà bán lẻ nội địa vẫn chiếm ưu thế với 81% số cửa hàng (2024).

Quy mô thị trường MT Việt Nam theo sở hữu, 2023

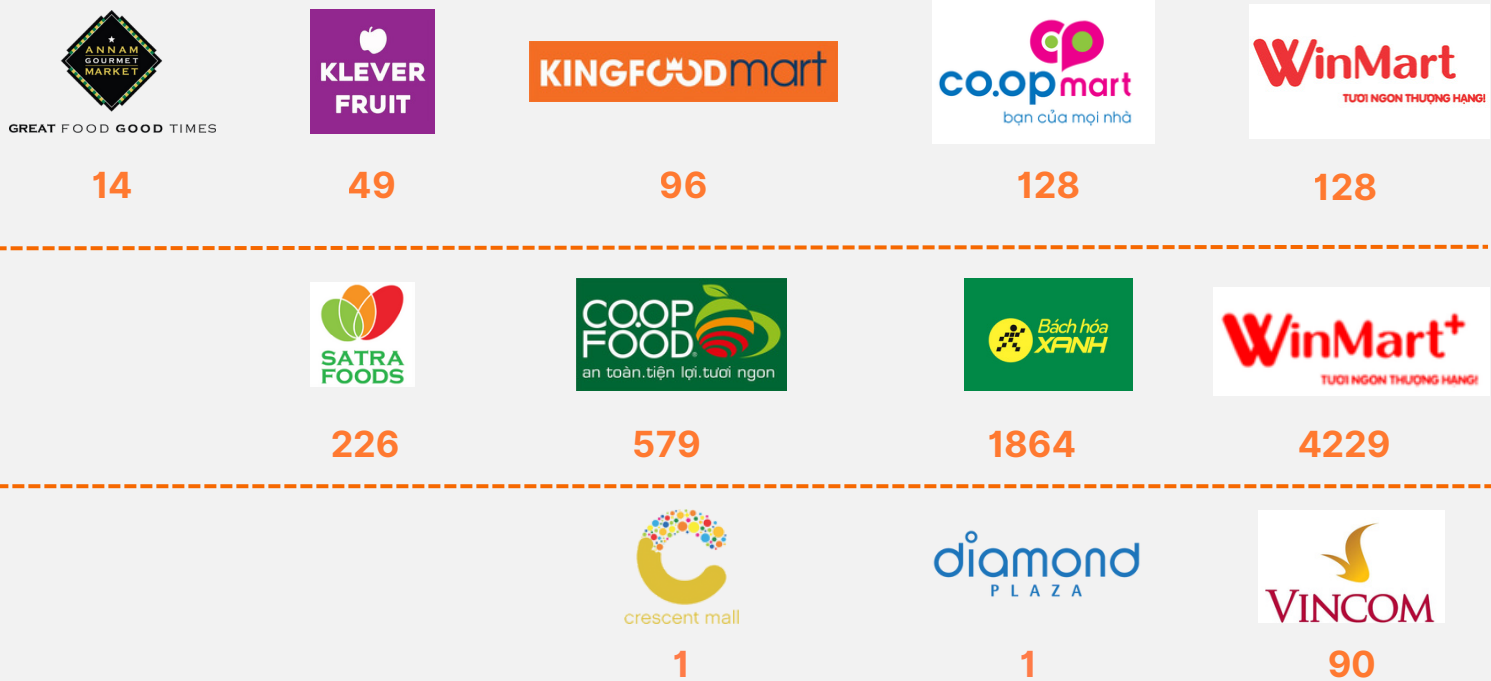


Nguồn: Fiingroup



Nguồn: Q&Me research

Nhà đầu tư nội địa chiếm ưu thế



Siêu thị

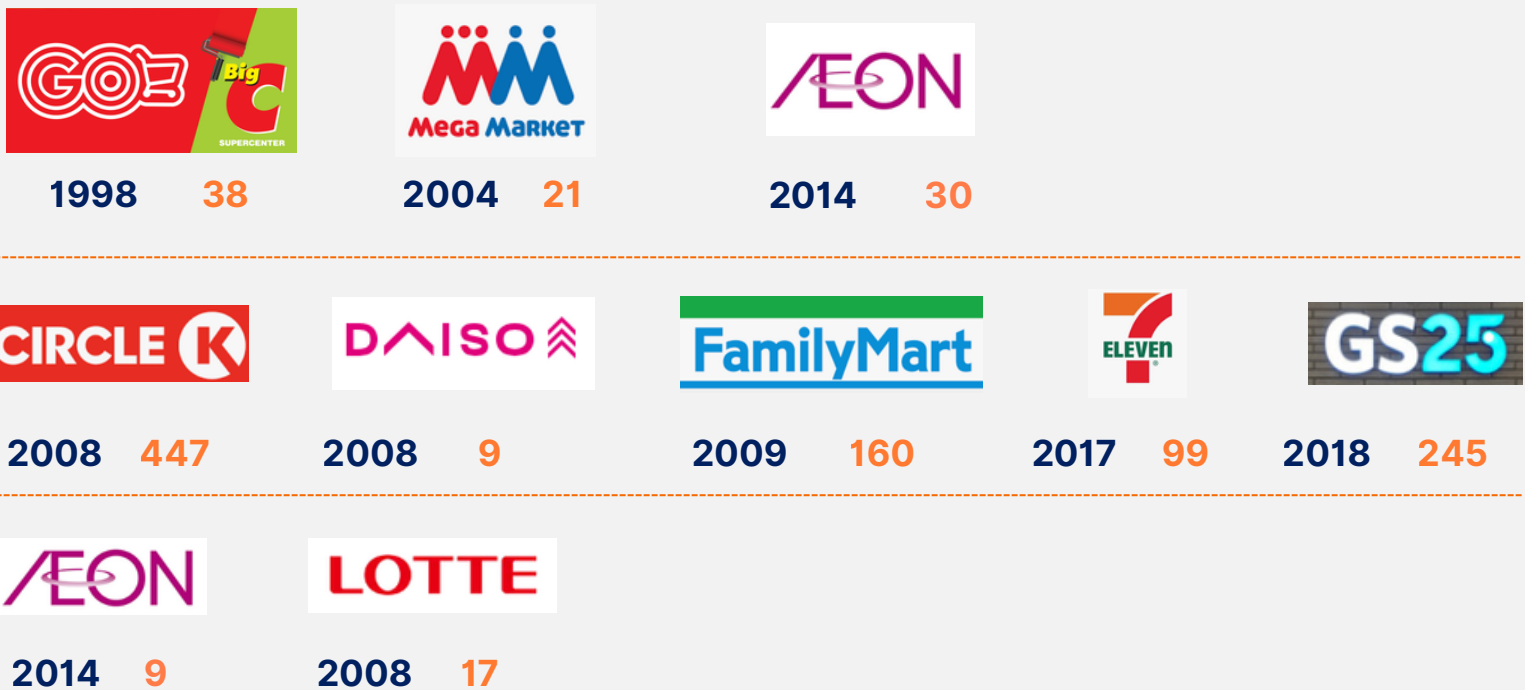


CVs



TTTM

Nhà đầu tư nước ngoài Nhật Bản, Thái Lan, Hàn Quốc tích cực tham gia ở các phân khúc

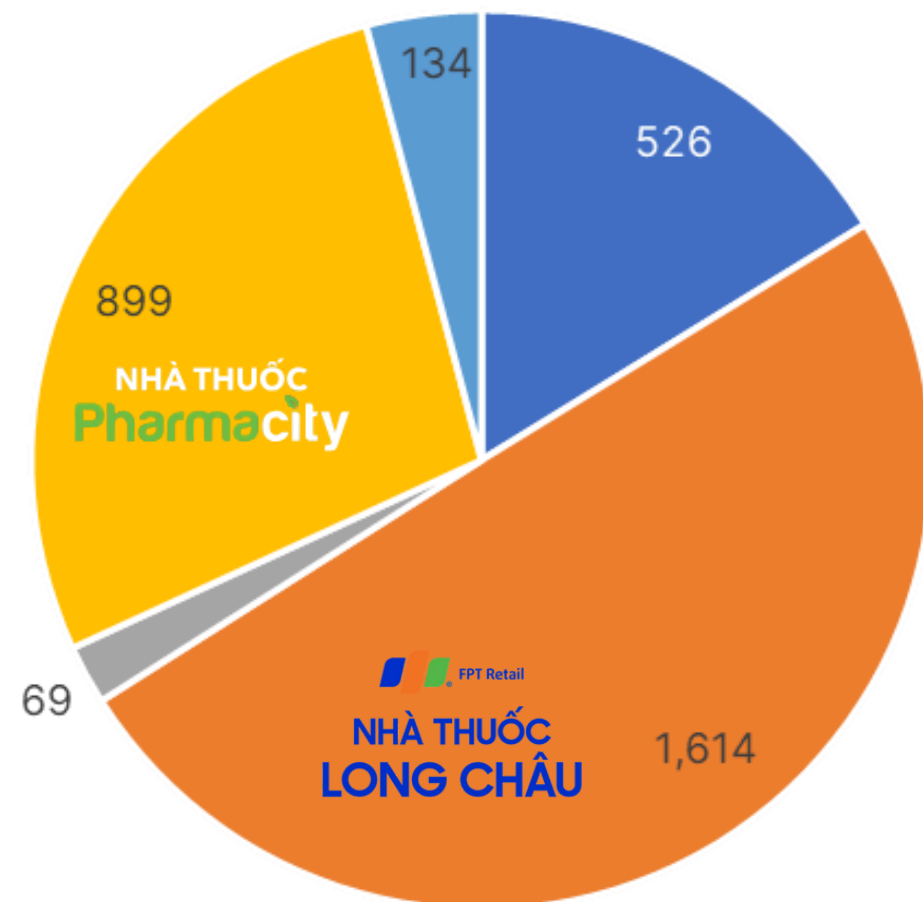
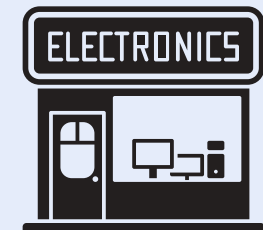
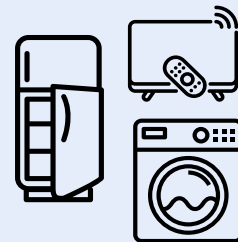


So sánh một số chuỗi siêu thị bách hóa

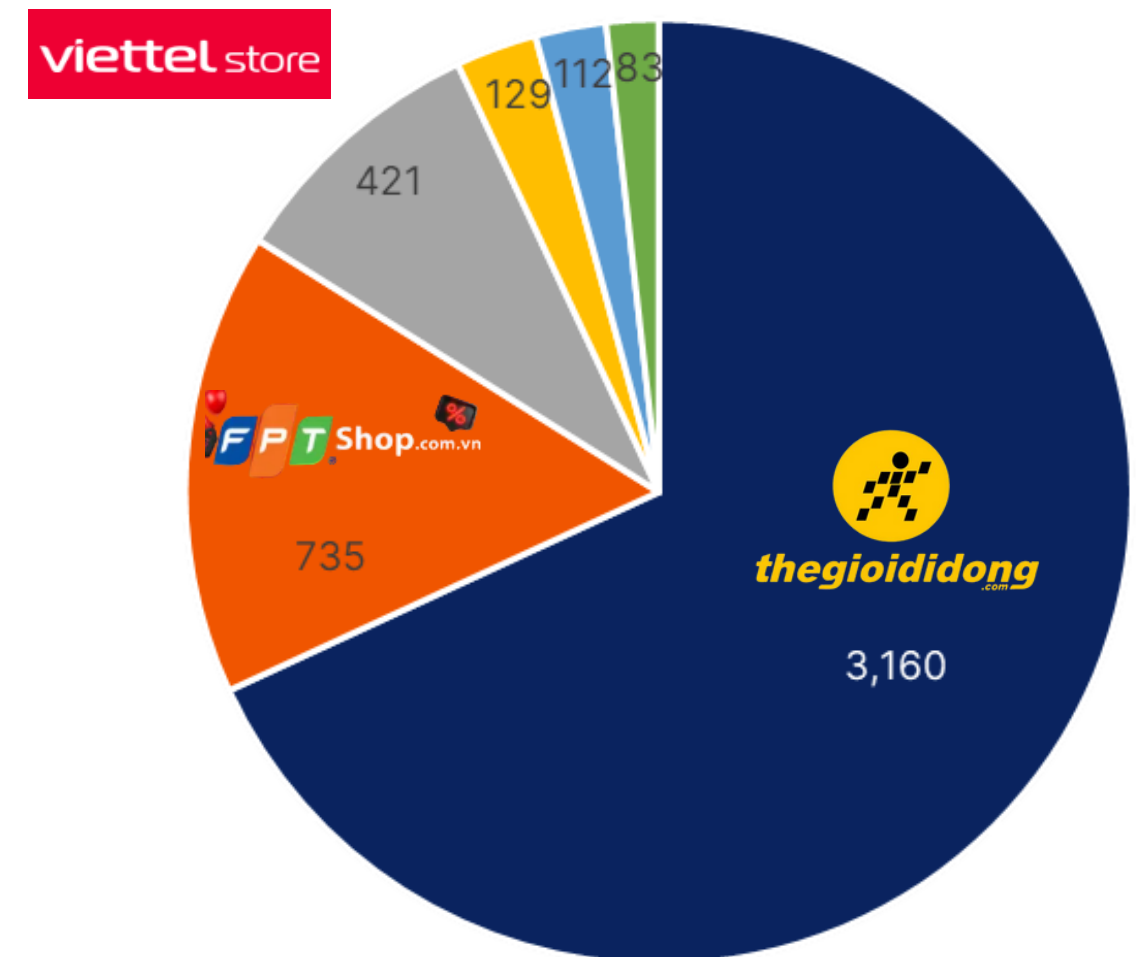
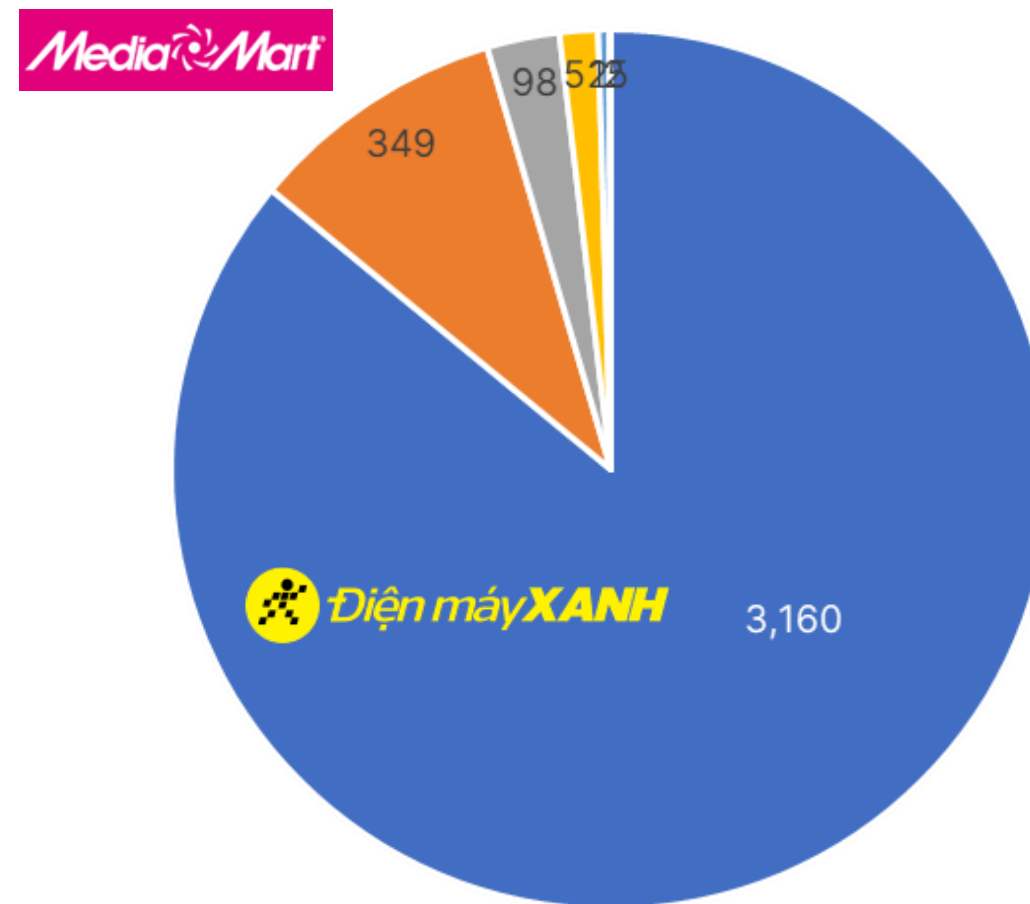
Tên siêu thị/chuỗi	Số lượng CH	Mô hình CH	Khu vực địa lý tập trung	Định vị
 WinMart TUỔI NGON THƯỢNG HẠNG!	4.357	CH tiện ích/Siêu thị lớn/Mini-super	Toàn quốc	Tiện nghi, đóng gói-chất lượng
 Bách hóa XANH	2.180	Hàng tươi sống	Miền Nam/Trung	Rẻ - Tươi
 co.opmart bạn của mọi nhà	702	Siêu thị/CH tiện ích	Toàn quốc	Phổ thông
 KINGFOODmart	107	Chuyên hàng tươi	HCM	Tươi
 AEON	48	Đại siêu thị/TTTM	Các TP lớn	Cao cấp
 GO3 Big C SUPERCENTERS	44	Đại siêu thị	Các TP lớn	Cho gia đình
LAN CHI MART	24	Siêu thị tổng hợp	Miền Bắc	Vùng miền
 Mega Market	21+	Bán buôn/bán lẻ	Đô thị lớn	Số lượng lớn
FUJIMART	19	Siêu thị kiểu Nhật	HN	Chất lượng
BRG MART	15+	Siêu thị cap cấp	Miền Bắc	Cao cấp

Nguồn: Insight Asia, Masan Group

Ngoài các chuỗi cửa hàng bán lẻ hàng bách hóa, thị trường cũng xuất hiện các chuỗi bán hàng chuyên biệt như dược phẩm, điện máy, sản phẩm CNTT, thời trang...



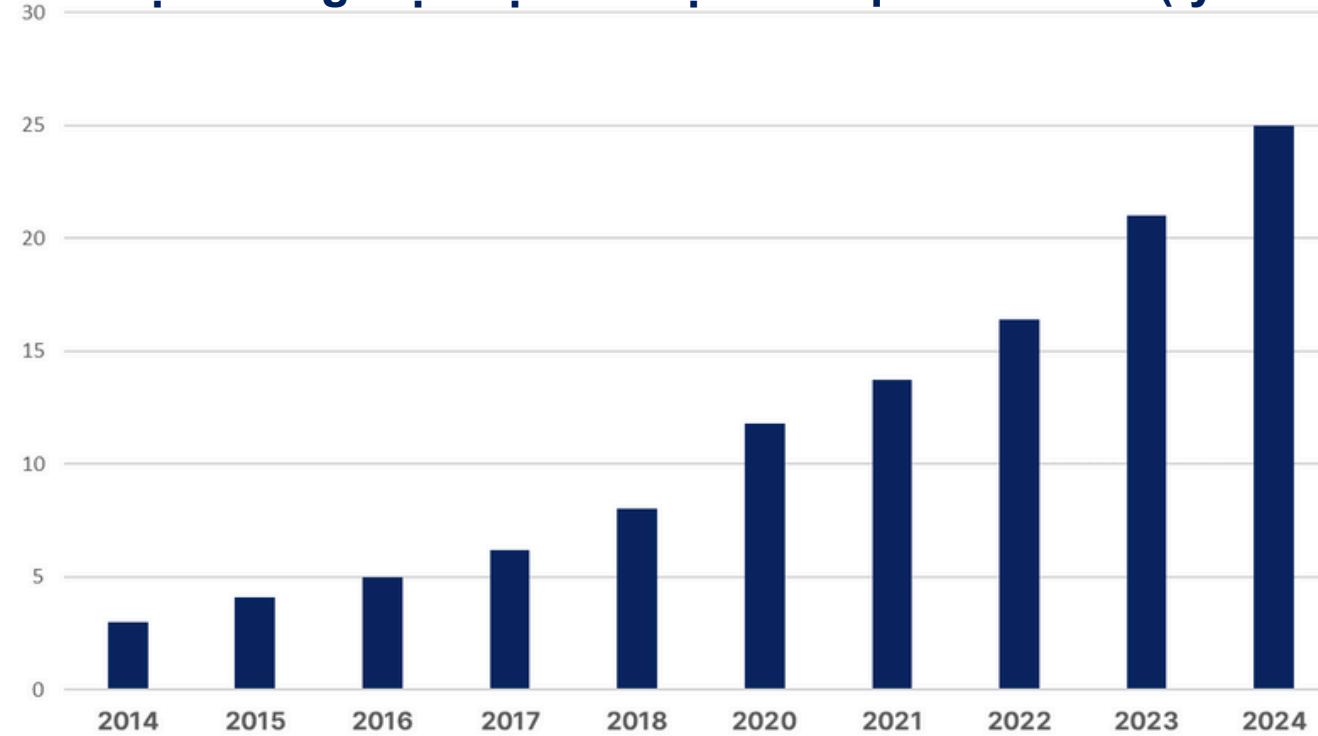
Tên - Số lượng cửa hàng



Nguồn: Q&Me, SHS Tổng hợp

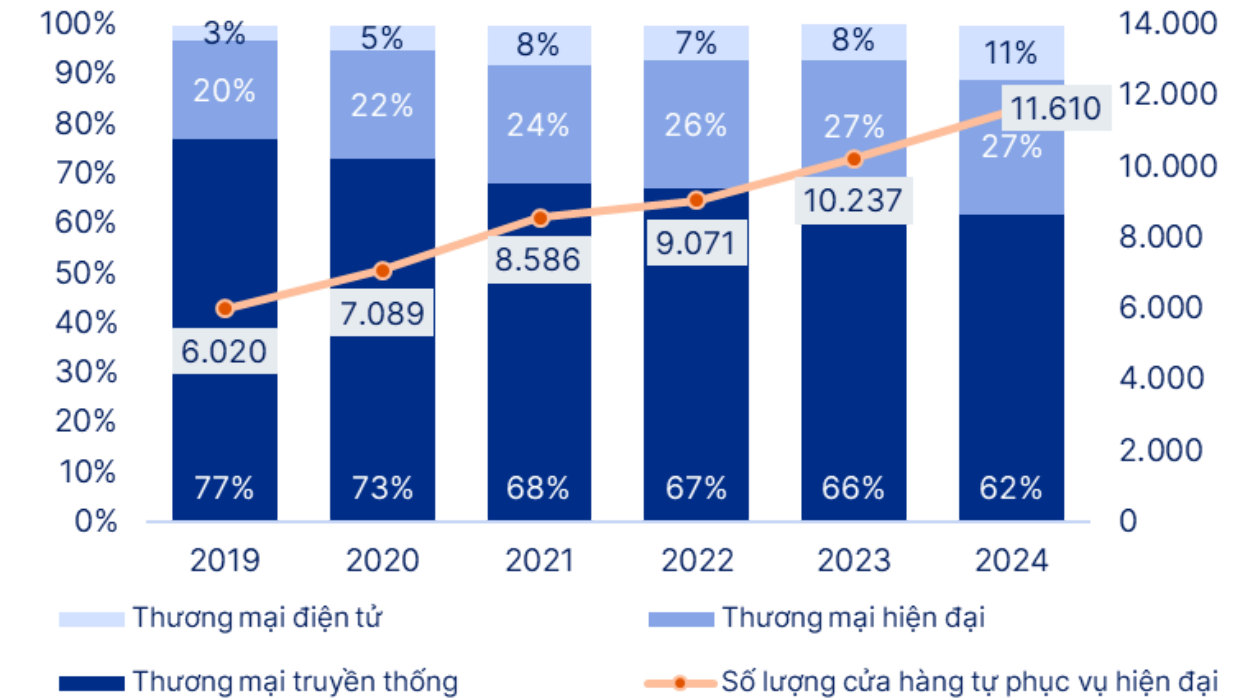
Thương mại điện tử phát triển nhanh nhờ sự cải thiện của hạ tầng logistic và hạ tầng số (Internet tốc độ cao, thanh toán điện tử). Năm 2024, thương mại điện tử Việt Nam đã vượt mốc 25 tỷ USD (+20% YoY), chiếm khoảng 10% tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng. Các sản phẩm được giao dịch phổ biến gồm thiết bị điện tử và sản phẩm thời trang, chăm sóc sức khỏe.

Giá trị thương mại điện tử Việt Nam qua các năm (tỷ USD)



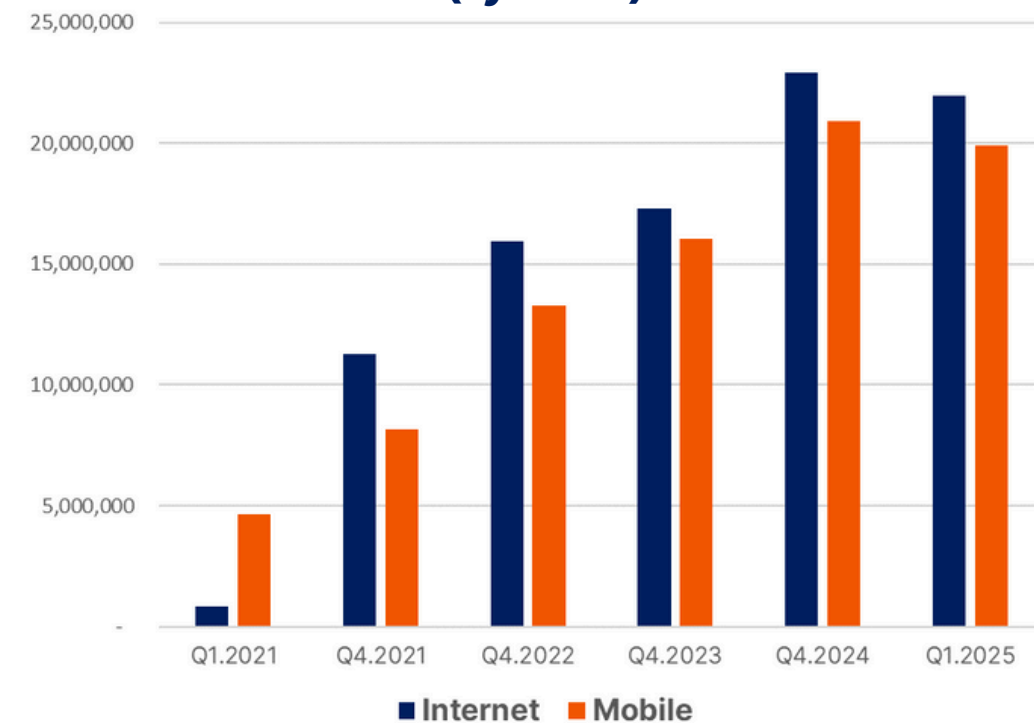
Nguồn: Statista, Bộ Công thương

Số cửa hàng tự phục vụ hiện đại tăng dần



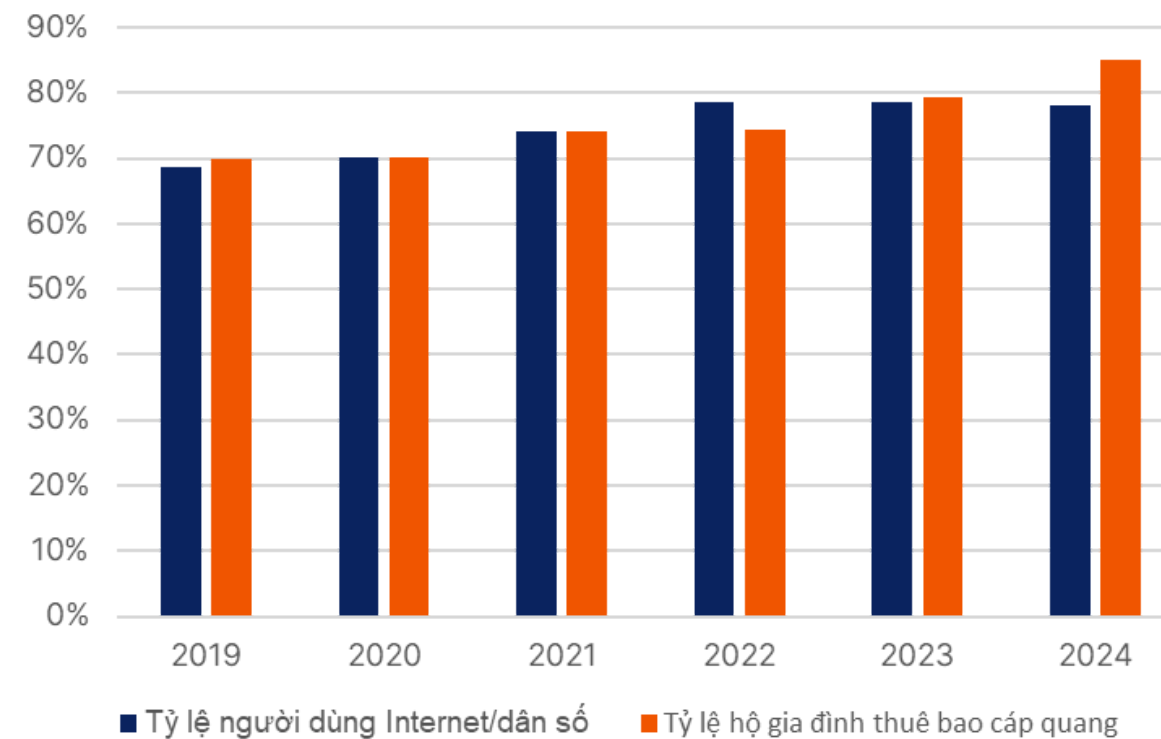
Nguồn: Cimigo

Giao dịch thanh toán nội địa qua các kênh số (tỷ VND)



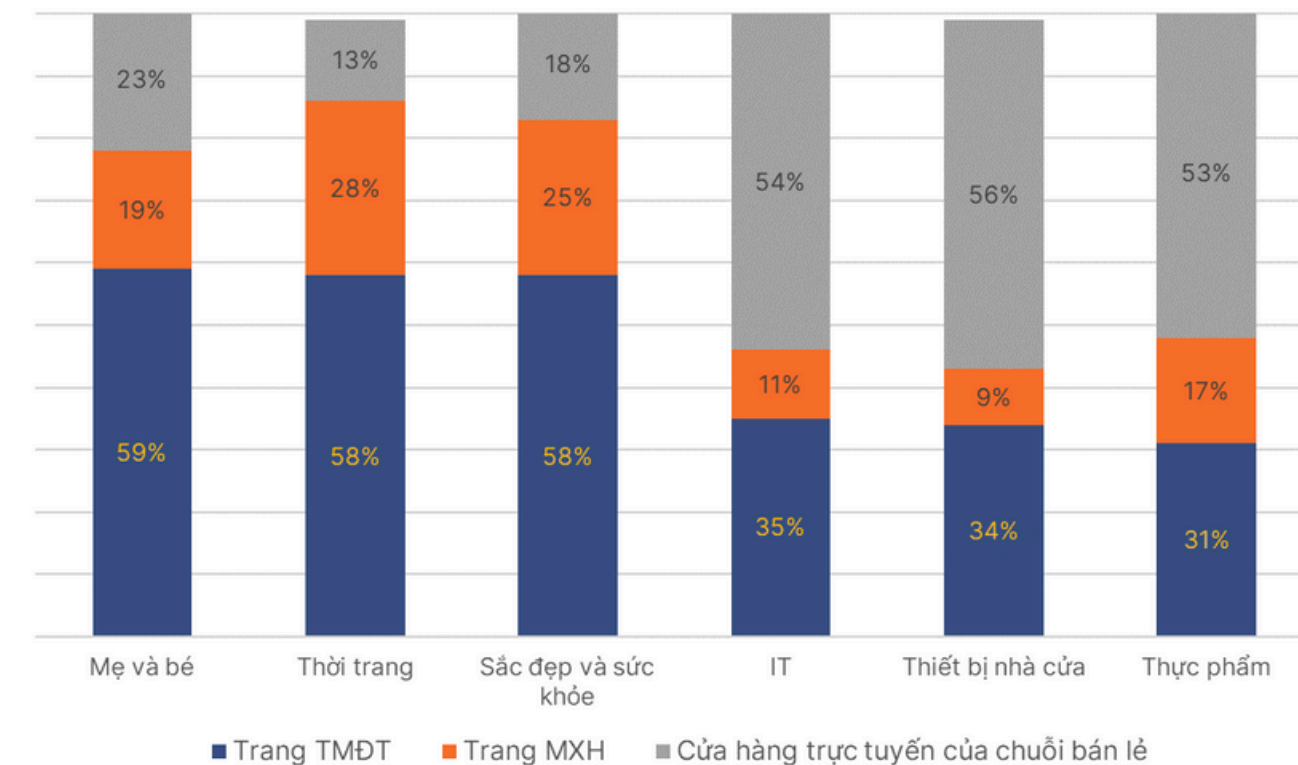
Nguồn: SHS Research

Tỷ lệ thâm nhập Internet tại Việt Nam



Nguồn: MOIT

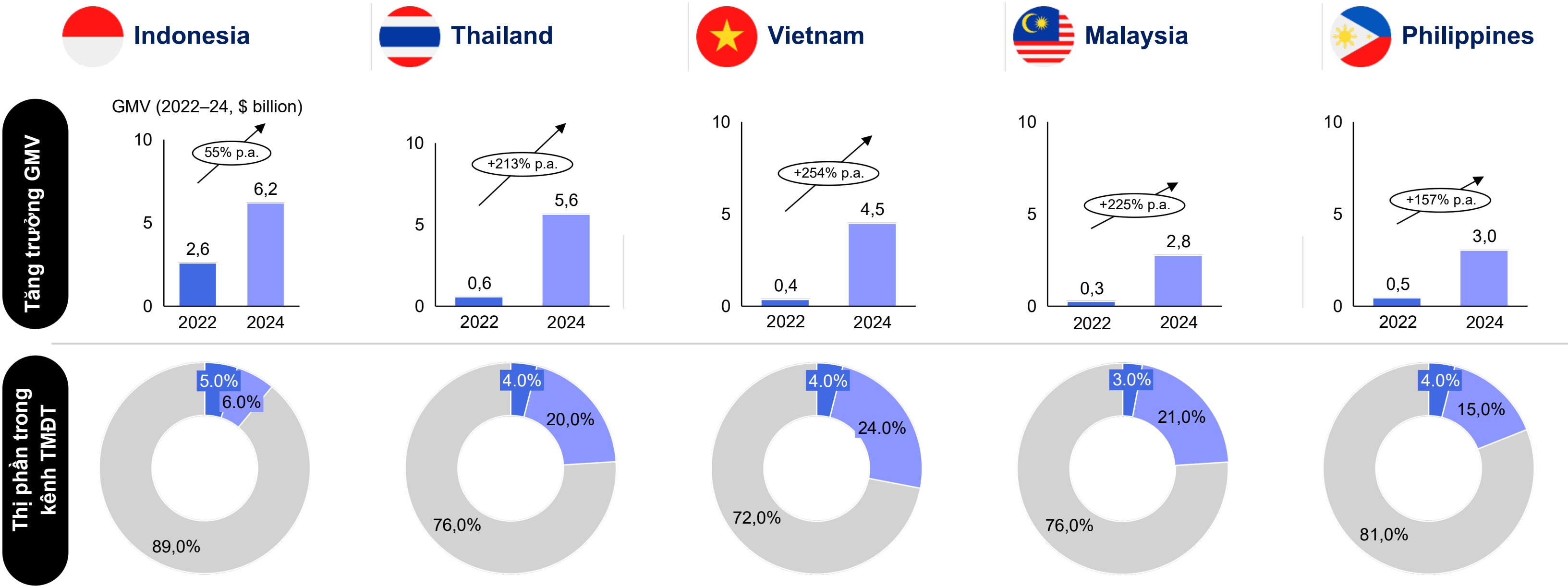
Lựa chọn kênh mua hàng theo nhóm sản phẩm



Nguồn: Q&Me

Các sàn giao dịch thương mại điện tử vẫn là hình thức phổ biến tuy nhiên tương tự như các nước Đông Nam Á khác xu hướng mua bán thông qua các trang mạng xã hội (social media) như TikTok Shop đang phát triển mạnh.

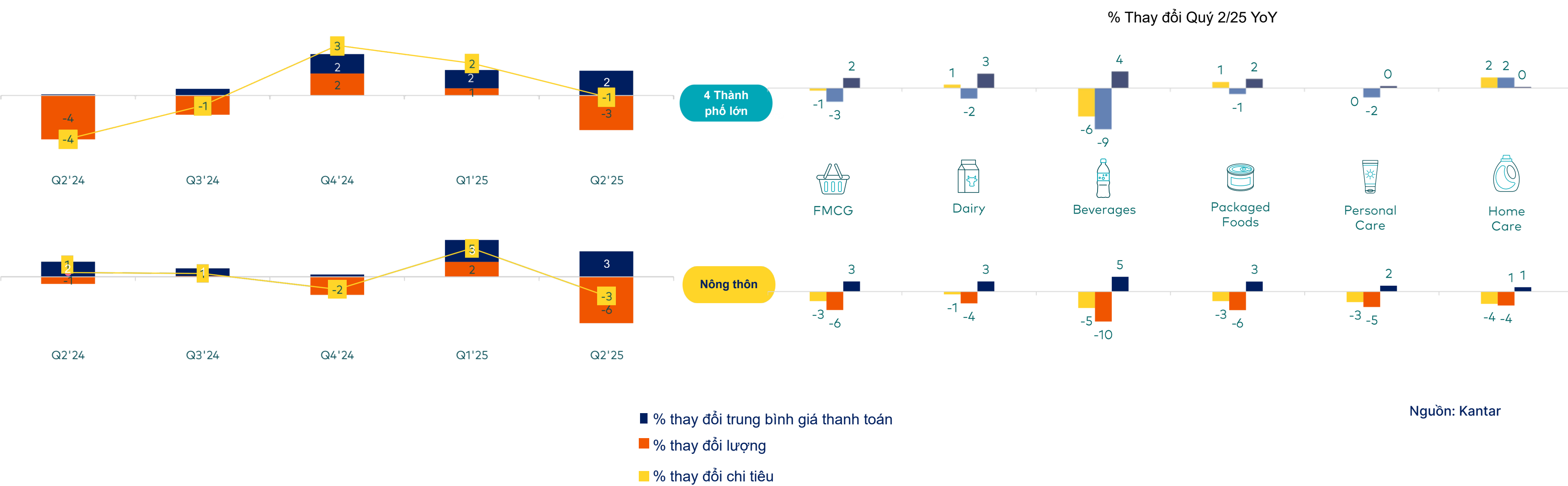
Giá trị giao dịch (GMV) của TikTok Shop tại Đông Nam Á (2022-2024, tỷ USD)



Ghi chú: ước tính GMV chỉ bao gồm các giao dịch qua Shopee, Lazada, TikTok Shop, Tokopedia Bukalapak, Blibli, Tiki, Amazon SG, Sendo; GMV gồm giá trị các đơn hàng có thanh toán, gồm cả bị hủy, trả lại hàng, hoàn trả tiền; *Thị phần chưa tính Tokopedia (~30%); Nguồn: Momentum Works

Nguồn: Bain, NIQ

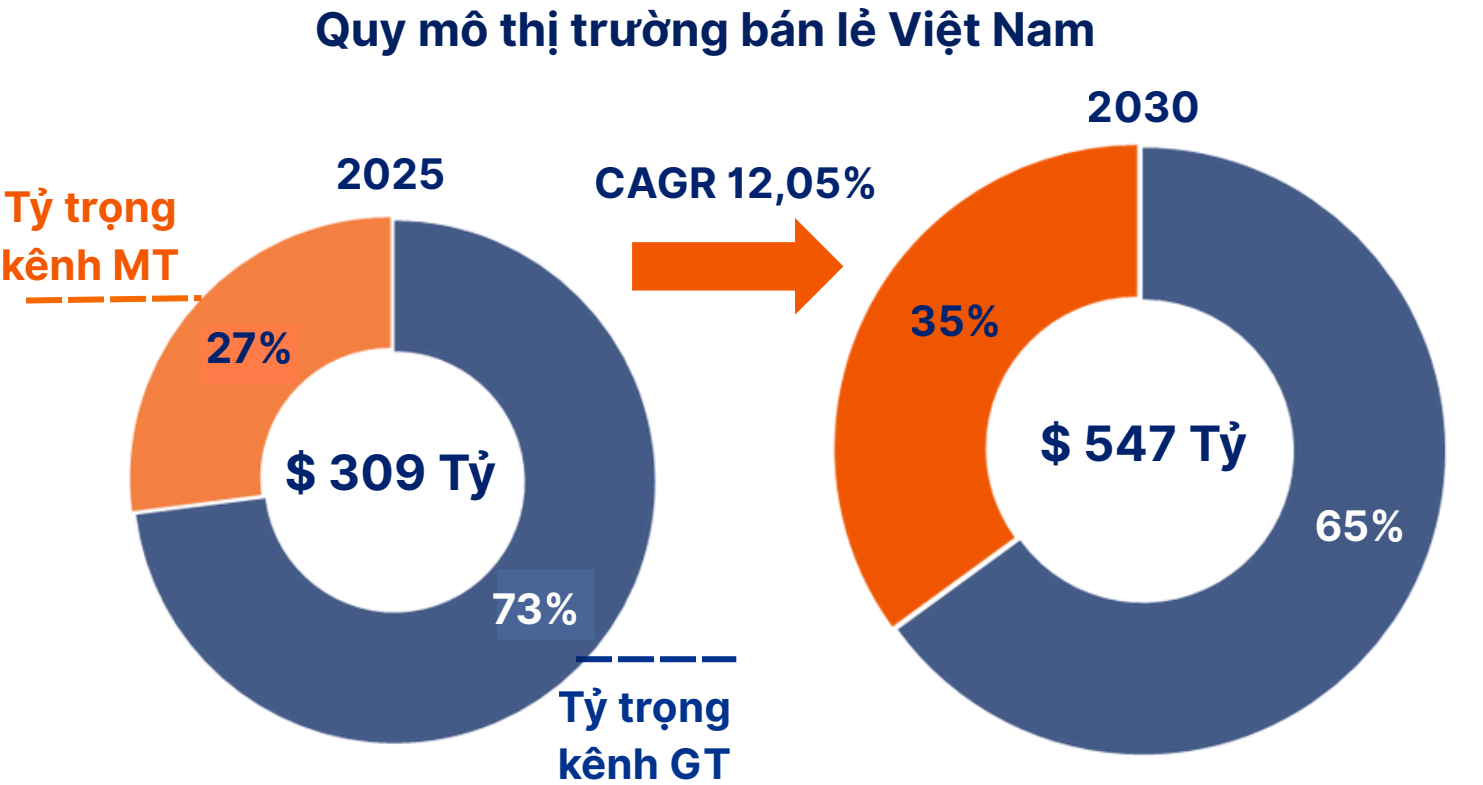
Chi tiêu FMCG giảm so với cùng kỳ trong Quý 2/2025 do giá tăng, chủ yếu tại khu vực nông thôn. Người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu mạnh hơn tại nhóm hàng đồ uống.



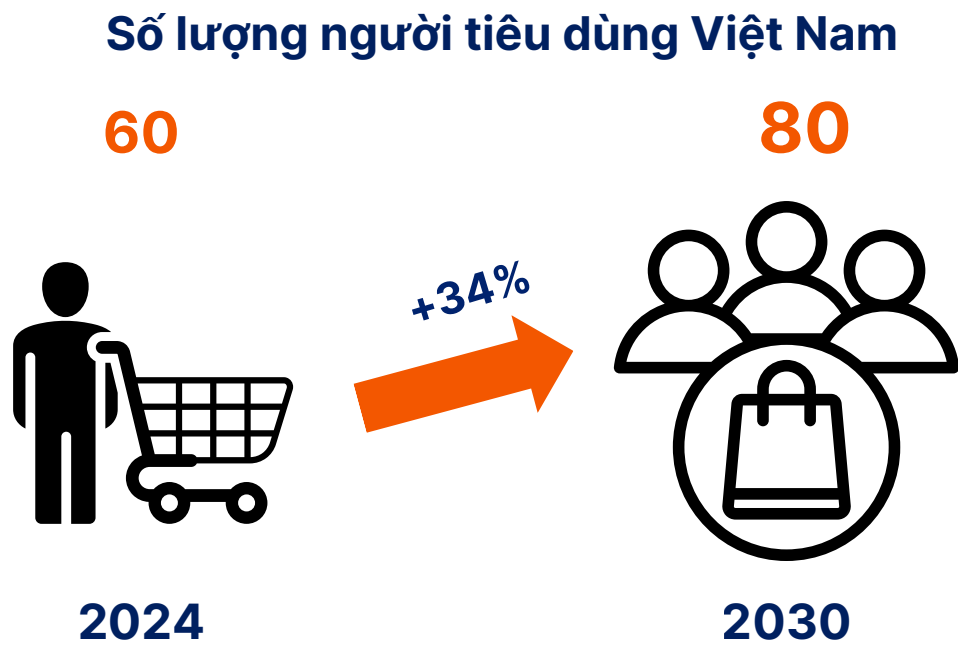
TRIỆU VỌNG NGÀNH



Quy mô thị trường bán lẻ hàng hóa Việt Nam năm 2030 dự báo tăng 77% so với 2025 nhờ tăng trưởng quy mô dân số lớn, trẻ và thu nhập tăng, xếp thứ 7 toàn cầu về số lượng người tiêu dùng.

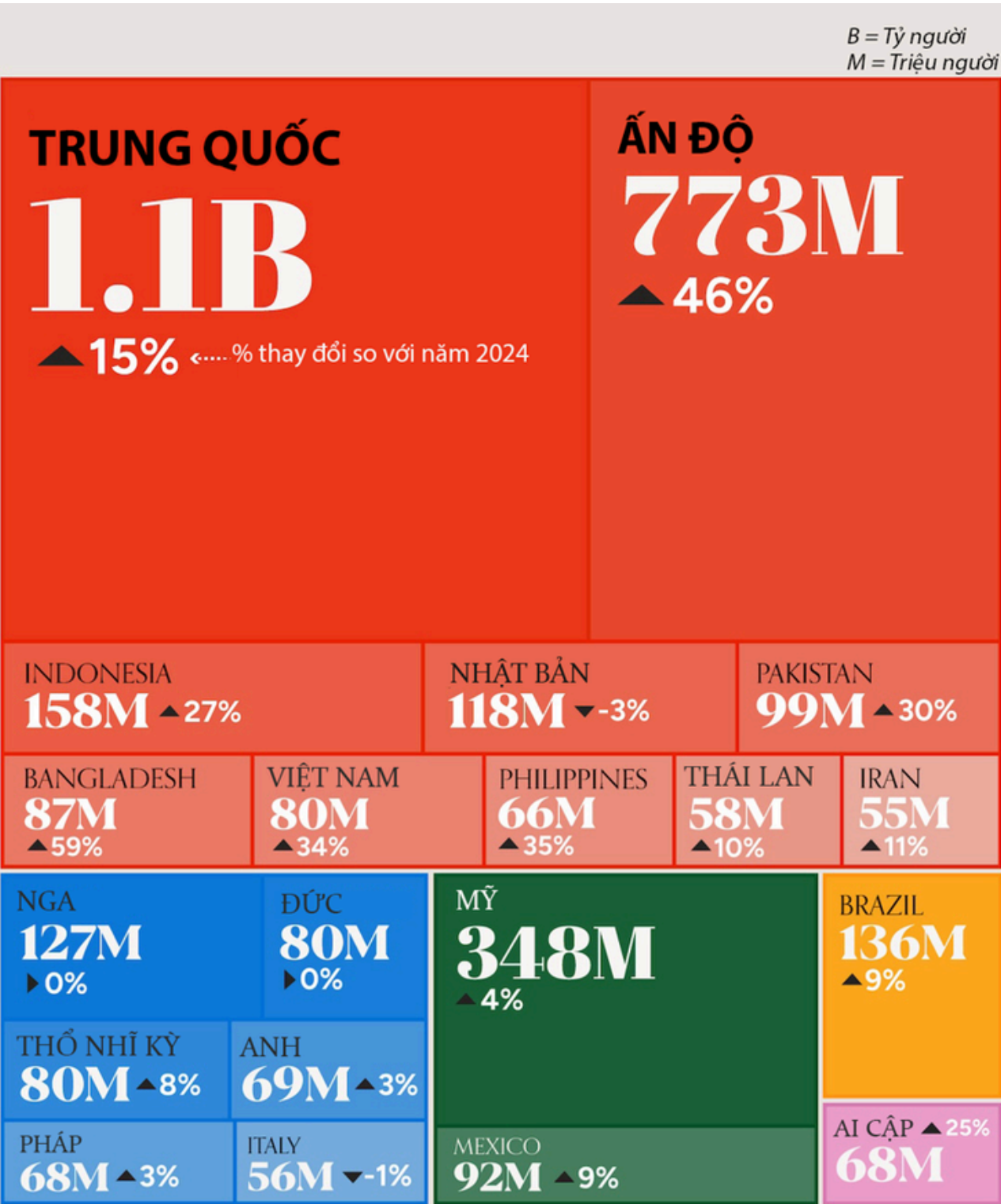


Nguồn: Asia Insight



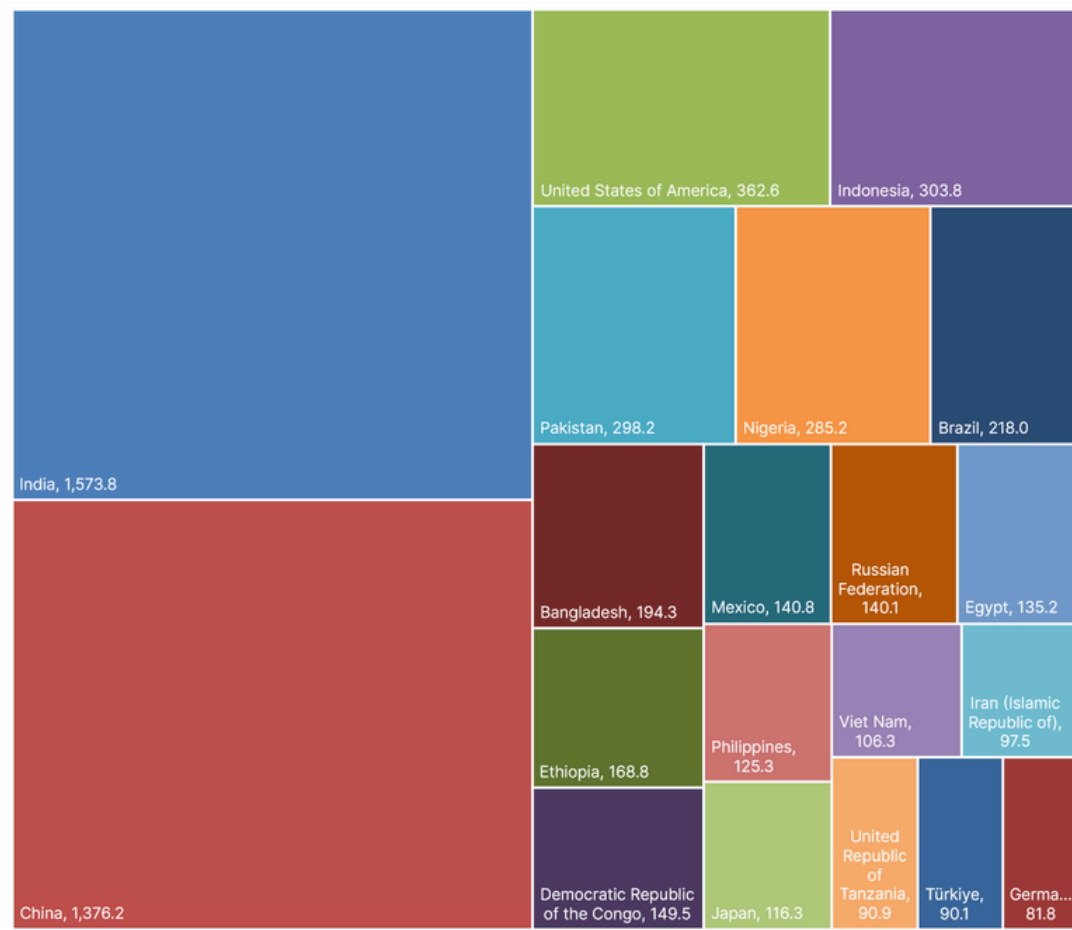
Nguồn: World Data Lab

20 Thị trường tiêu dùng lớn nhất thế giới năm 2030



Nguồn: World Data Lab (2023), Voronoi

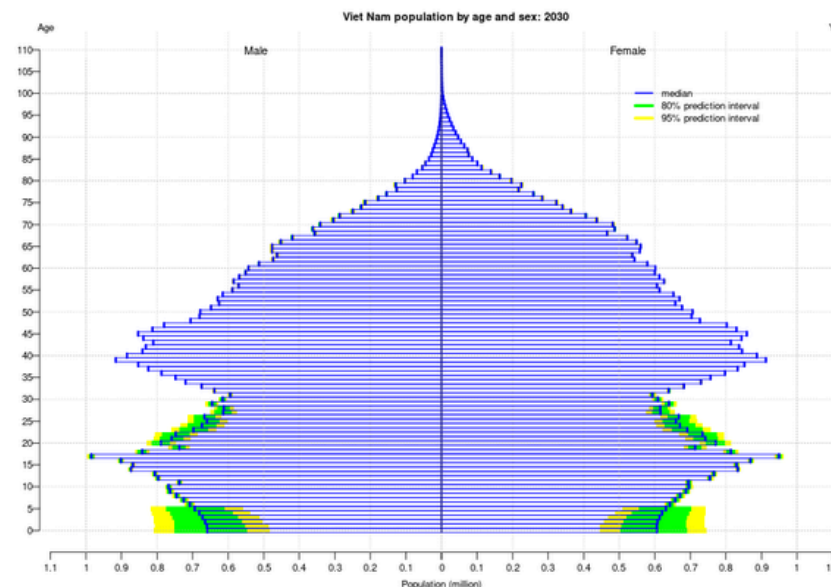
Dân số nằm trong Top 20 thế giới 2030, tập trung tại thành thị



Nguồn: UN

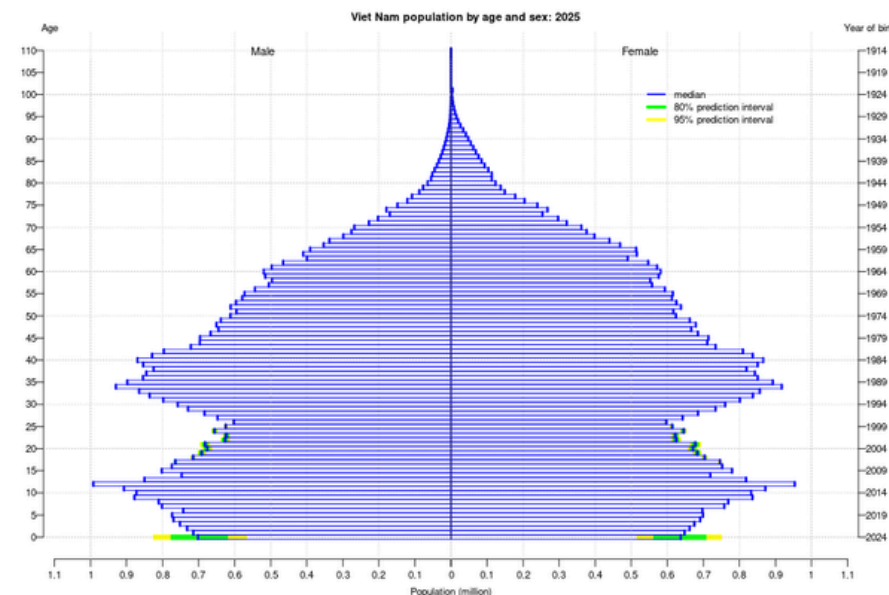
30% người tiêu dùng thuộc GenZ- thế hệ sẽ có mức chi tiêu mạnh nhất trong tương lai

Tháp dân số 2025



© 2024 United Nations, DESA, Population Division. Licensed under Creative Commons license CC BY 3.0 IGO. United Nations, DESA, Population Division. World Population Prospects 2024. <http://population.un.org/wpp/>

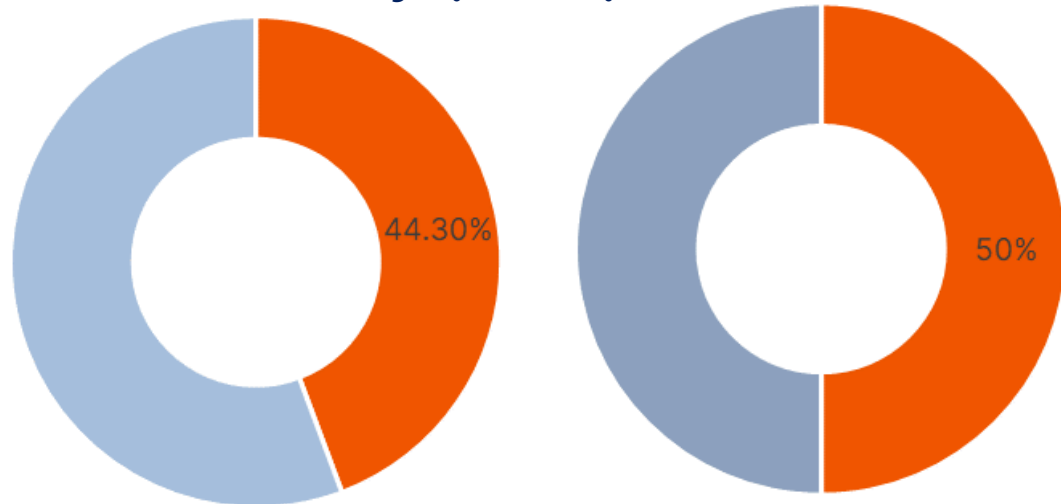
Tháp dân số 2030



© 2024 United Nations, DESA, Population Division. Licensed under Creative Commons license CC BY 3.0 IGO. United Nations, DESA, Population Division. World Population Prospects 2024. <http://population.un.org/wpp/>

Nguồn: SHS tổng hợp

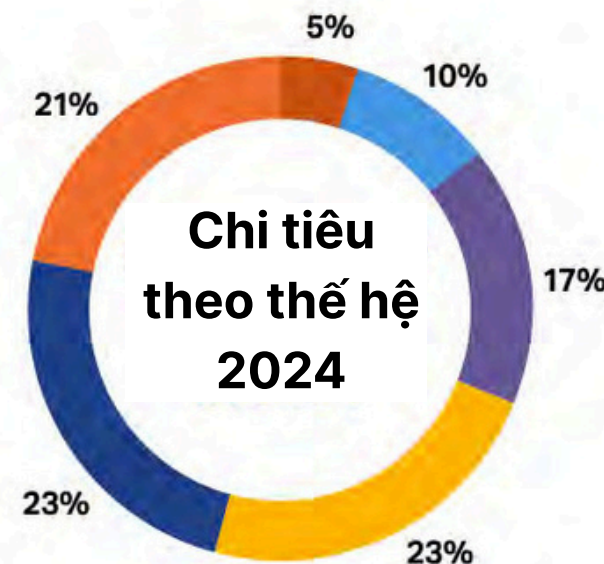
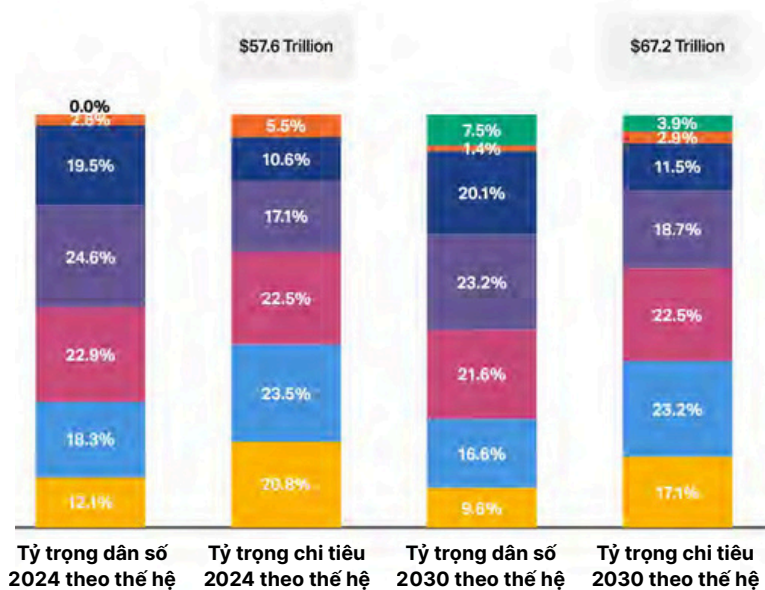
Tỷ lệ đô thị hóa



2024

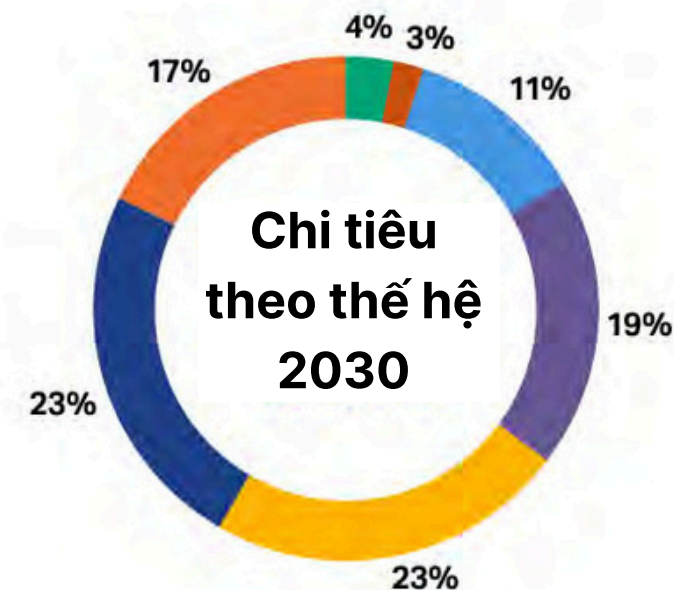
2030

Nguồn: Asia Insight



Chi tiêu theo thế hệ 2024

Gen Z, Gen X, Baby Boomers, Gen Y / Millennials, Generation Alpha, Greatest Generation, Unknown (After Alpha), Silent Generation

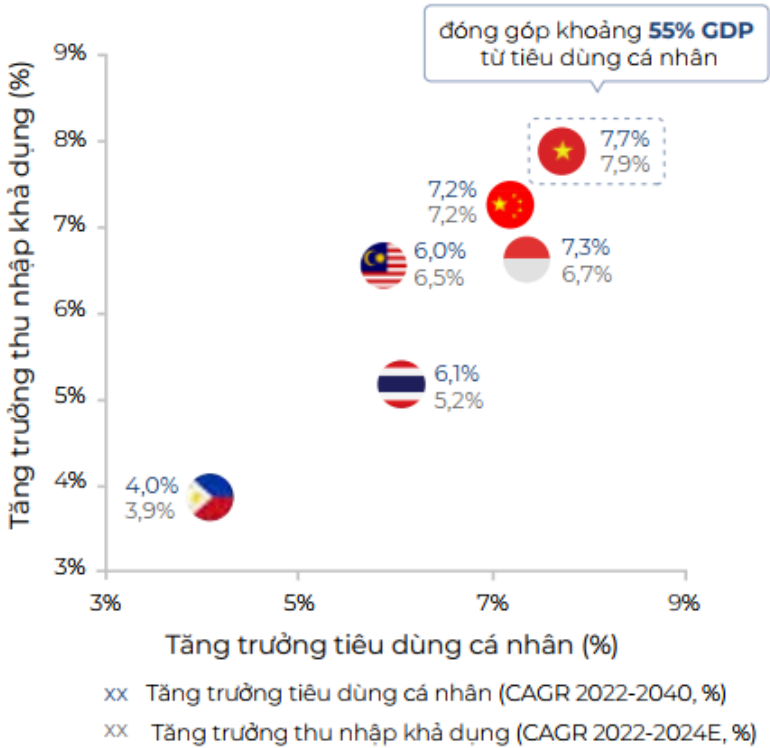
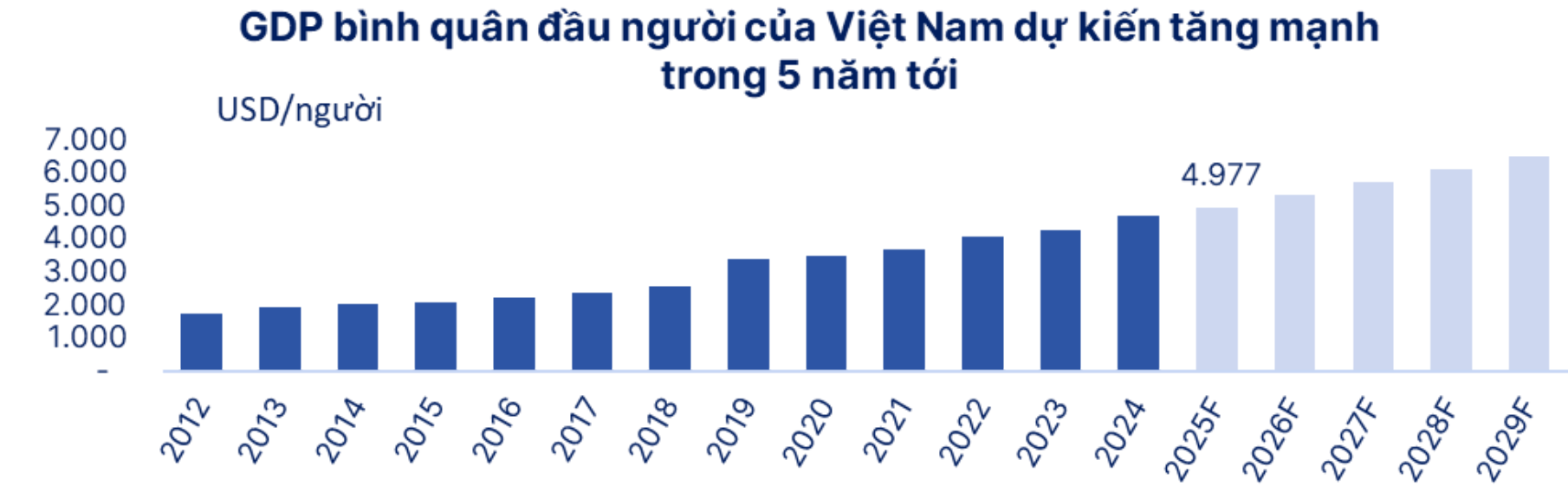


Chi tiêu theo thế hệ 2030

Source: NIQ, World Data Lab Forecasts

Thu nhập khả dụng và số lượng tầng lớp trung lưu trở lên gia tăng

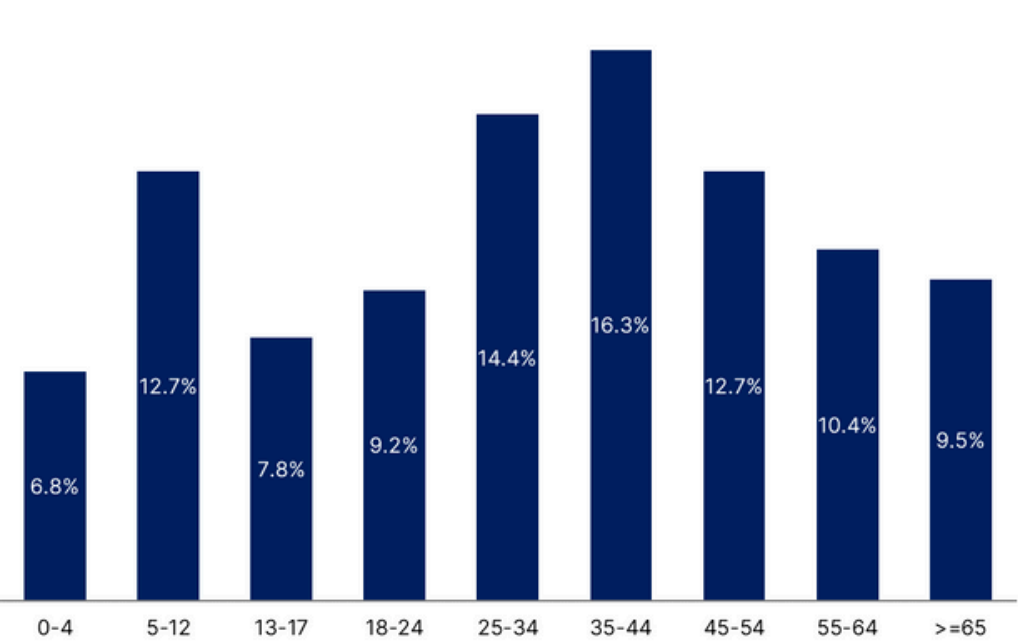
Tăng trưởng GDP	Lịch sử		DỰ BÁO
	2010–19	2020–24	2025F–34F
Vietnam	6.6%	5.8%	5.5%–6.5%
Philippines	6.3%	6.1%	5.9%–6.3%
Indonesia	5.3%	4.8%	5.0%–5.3%
Malaysia	5.1%	5.2%	4.0%–4.2%
Thailand	3.2%	2.2%	2.4%–2.7%
Singapore	3.9%	5.0%	~2.3%
SEA-6	5.0%	4.8%	4.5%–4.8%



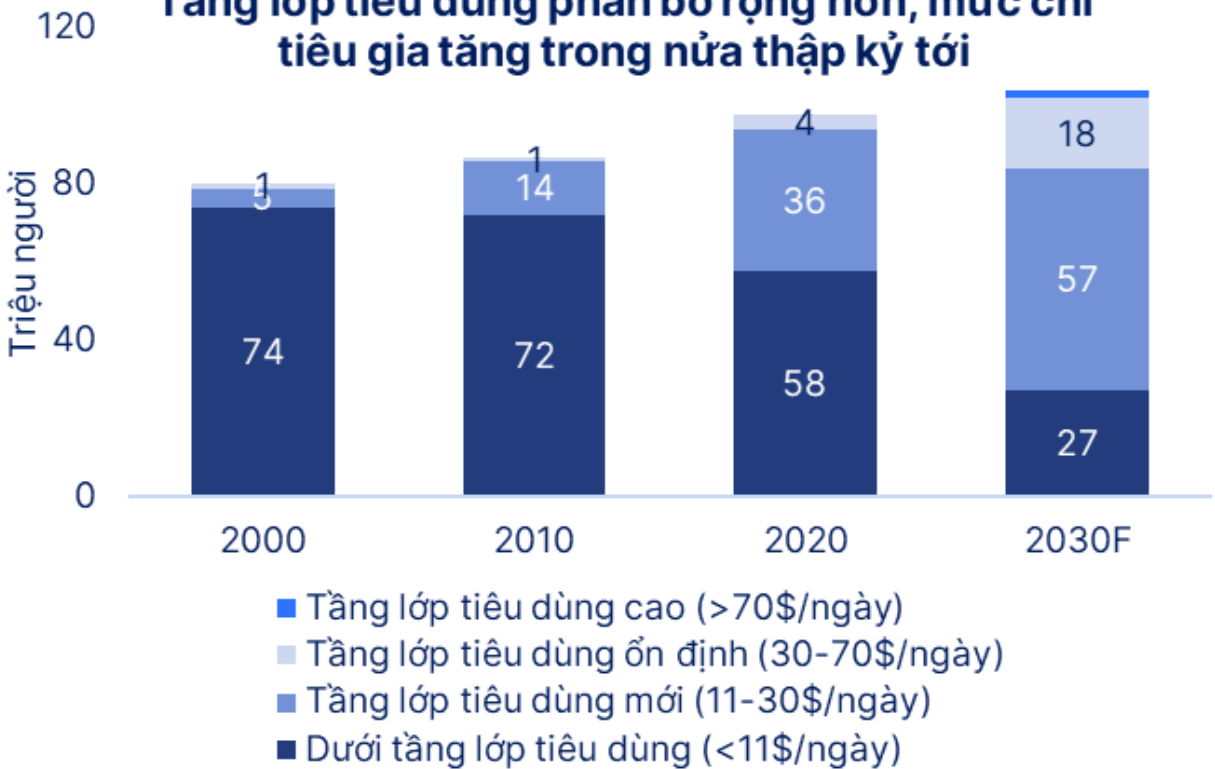
Nguồn: CBRE, Mckinsey, SHS Research

Nguồn: Euromonitor

Dân số ở độ tuổi tiêu dùng cao chiếm tỷ trọng lớn 2025



Tầng lớp tiêu dùng phân bố rộng hơn, mức chi tiêu gia tăng trong nửa thập kỷ tới

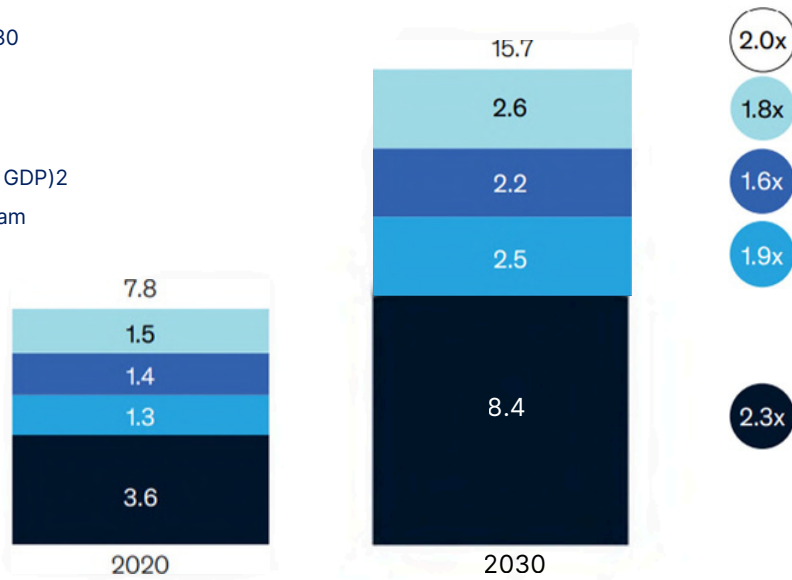


Việt Nam nhiều khả năng sẽ có tầng lớp tiêu dùng phân bố rộng hơn trong thập kỷ tới

Hộ gia đình với thu nhập thường niên trên 22.000 đô-la 1, đô-la quốc tế 2011 (ngang bằng sức mua)

Hệ số nhân trong giai đoạn 2020-2030

- Hà Nội
- Thành phố Hồ Chí Minh
- 13 thành phố tiếp theo (tính theo GDP)²
- Các tỉnh thành còn lại của Việt Nam



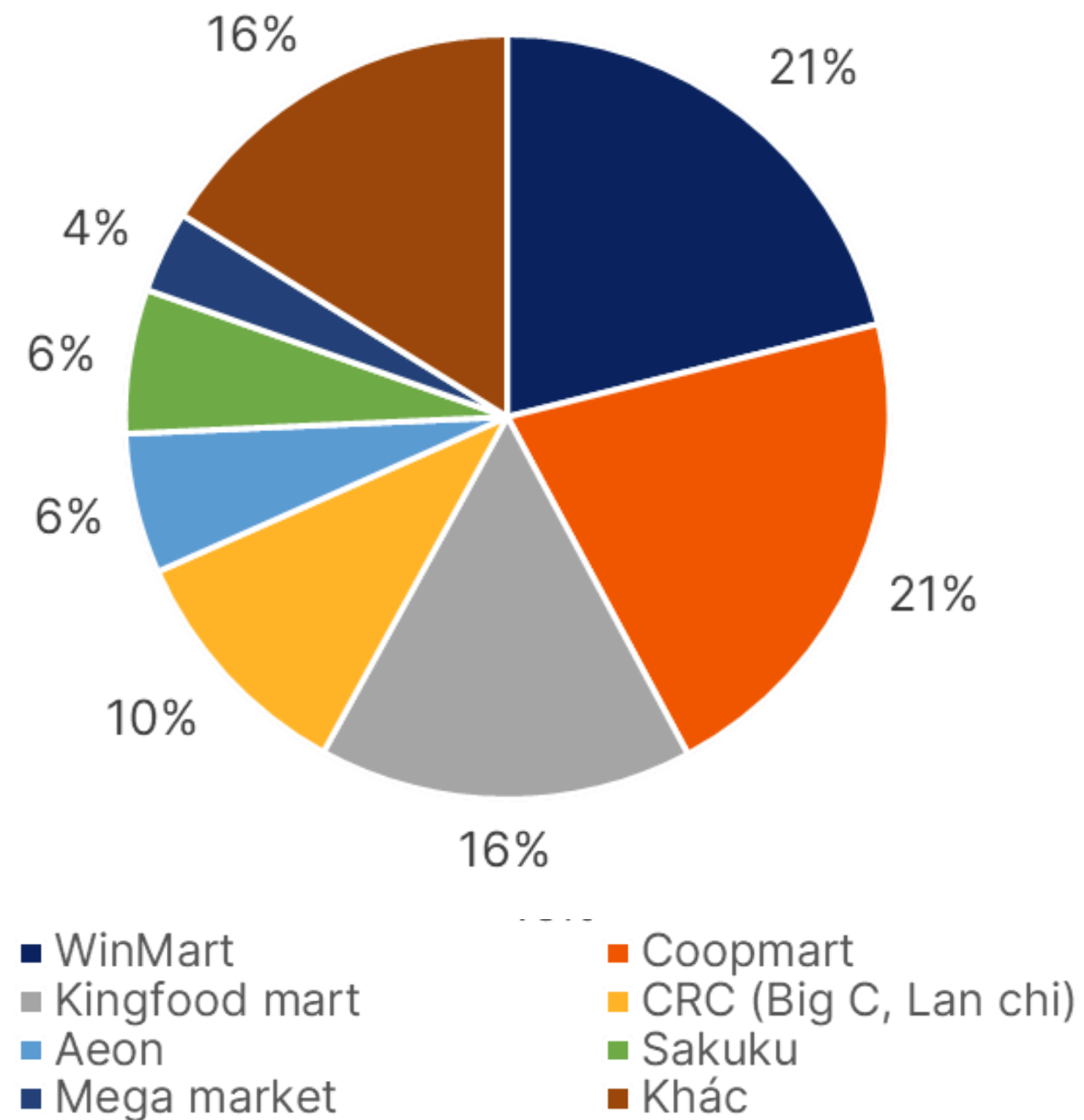
¹ Ngang giá sức mua 2011
² 13 thành phố tiếp theo gồm: Hải Phòng, Cần Thơ, Biên Hòa, Đà Nẵng, Huế, Vũng Tàu, Nha Trang, Buôn Ma Thuột, Vinh, Quy Nhơn, Hạ Long, Rạch Giá và Long Xuyên.
Nguồn: Viện Nghiên cứu Toàn cầu McKinsey - Cityscope v4.1

Nguồn: GSO, Digital 2025 Vietnam, SHS Research tổng hợp

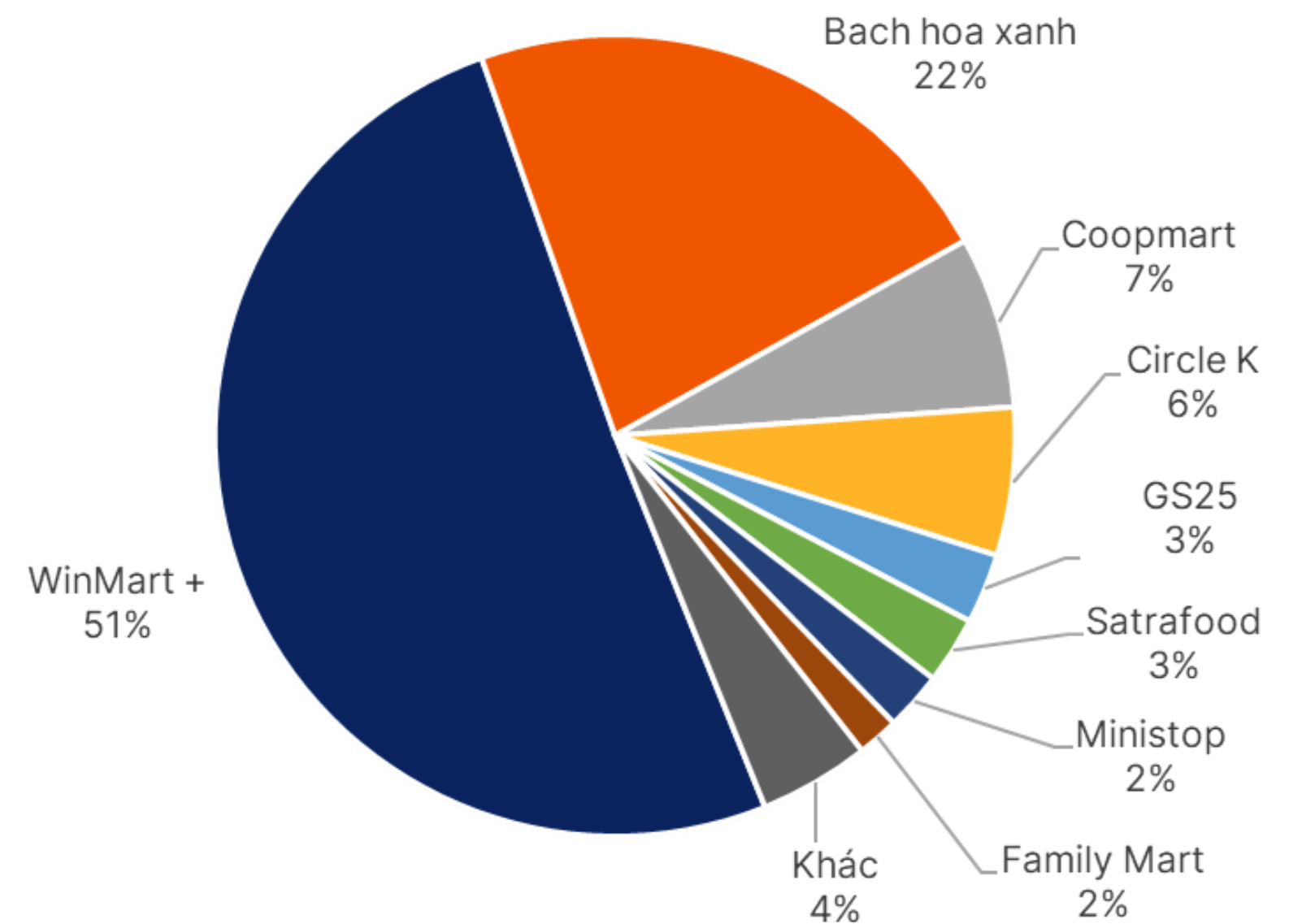
Nguồn: SHS tổng hợp

Thị trường bán lẻ hiện đại (siêu thị, cửa hàng tiện lợi, mini store,...) tại Việt Nam tương đối phân mảnh

Thị phần siêu thị theo số lượng CH (2025)



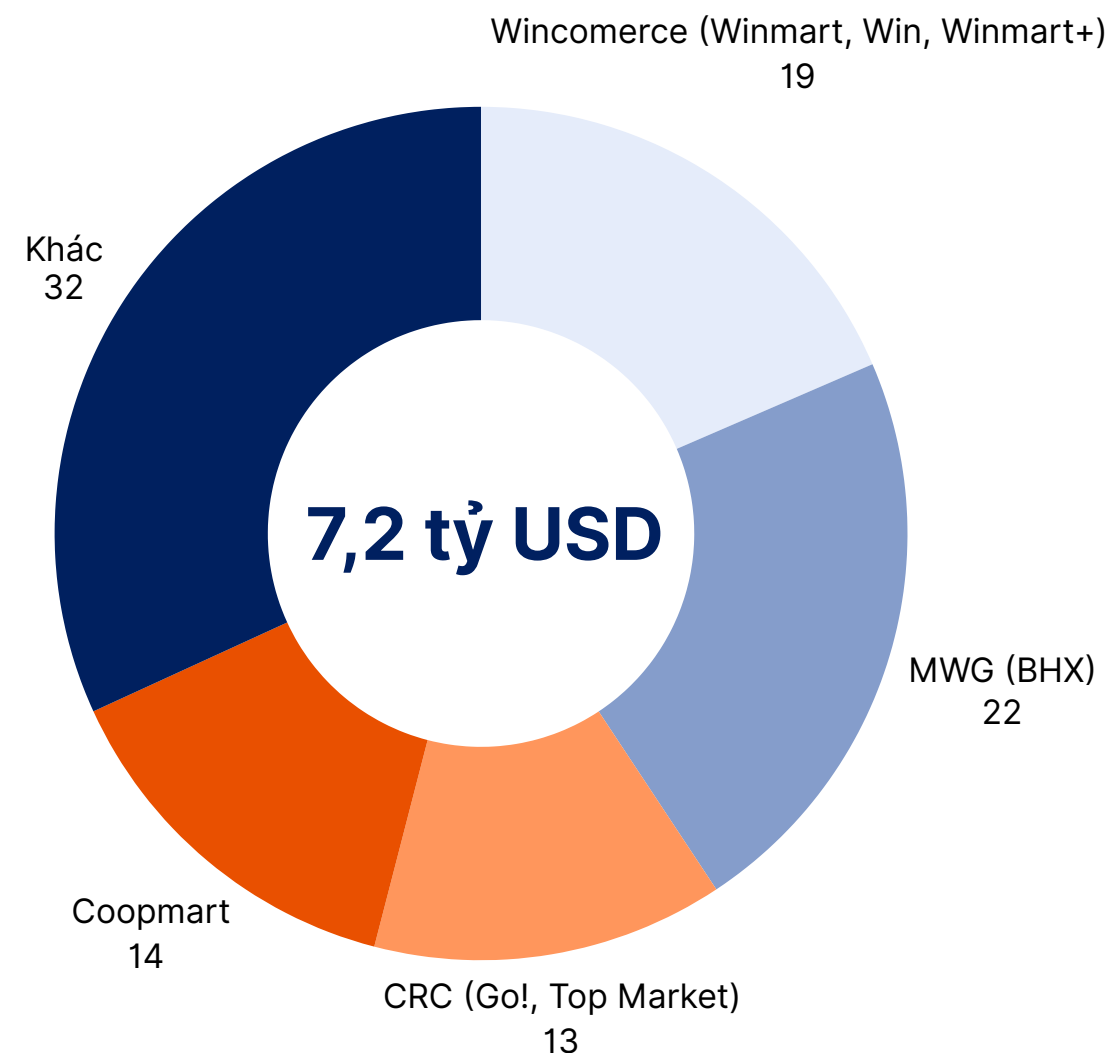
Thị phần cửa hàng tiện ích theo số lượng CH (2025)



Nguồn: Q&Me, MSN

Các doanh nghiệp bán lẻ nội địa có nhiều dư địa tăng trưởng và chiếm lĩnh thị phần nhờ vào quy mô cửa hàng lớn và am hiểu thị hiếu, thói quen chi tiêu của khách hàng trong nước. Ước tính đến năm 2030, tổng thị trường bán lẻ thực phẩm đạt 85 tỷ đô, trong đó từ 12-15% là ngành FMCG.

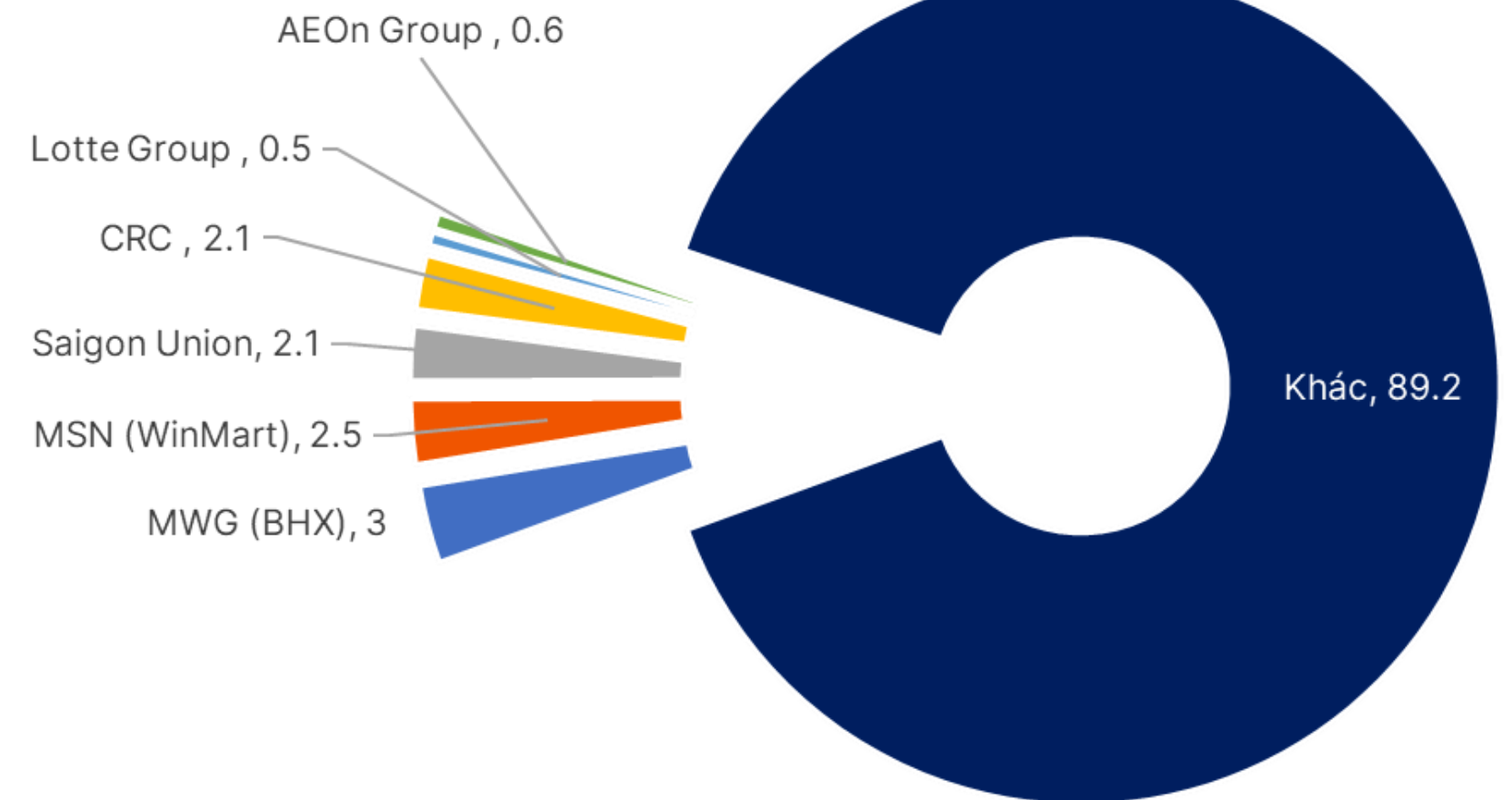
Thị phần bán lẻ hàng bách hóa tại kênh hiện đại 2024 (%)



Nguồn: SHS Research ước tính

Ghi chú: chỉ tính doanh thu của siêu thị, hypermarket, cvs, không tính các chuỗi bán lẻ chuyên ngành

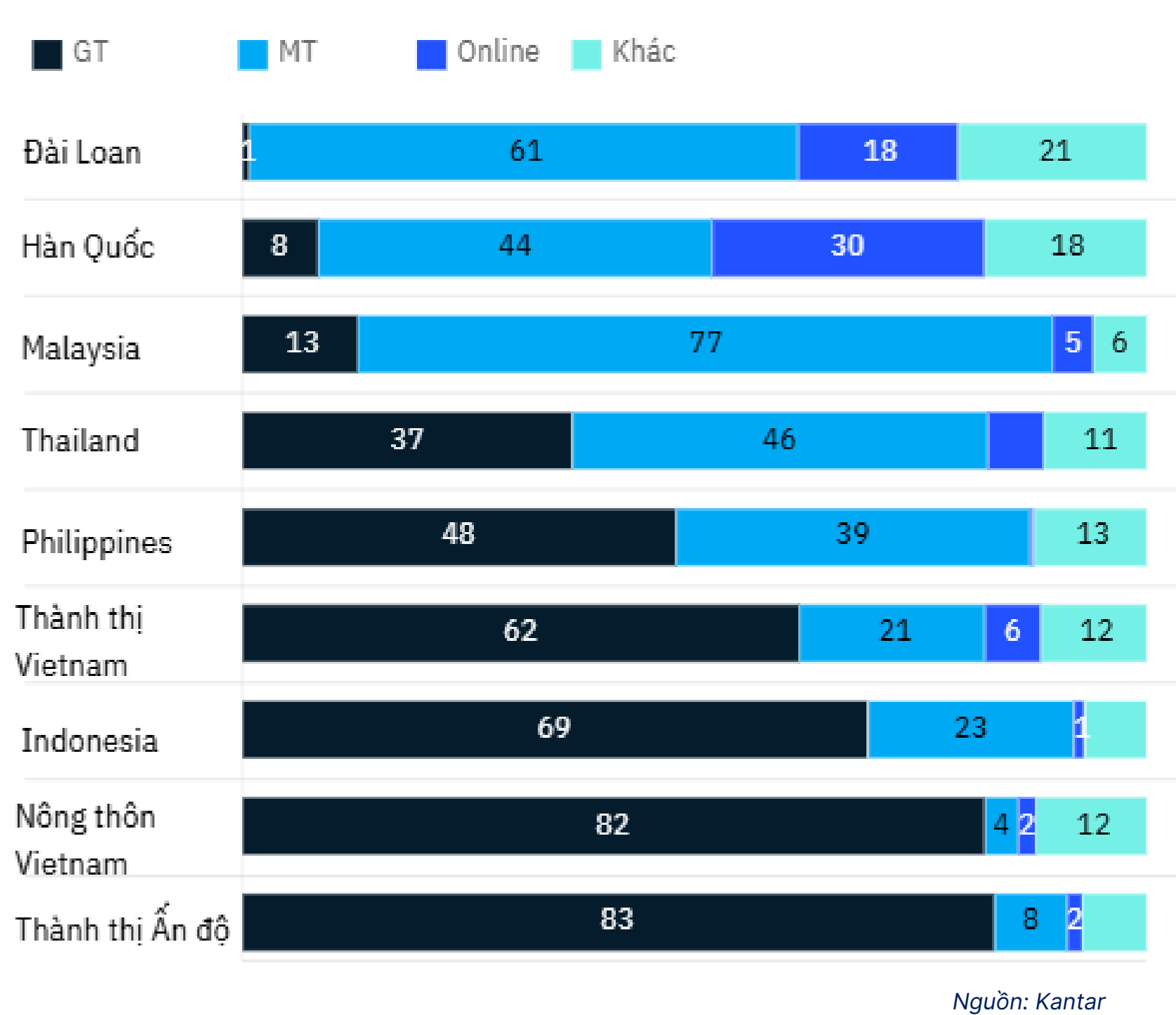
Thị phần bán lẻ hàng bách hóa 2024 (theo giá trị)



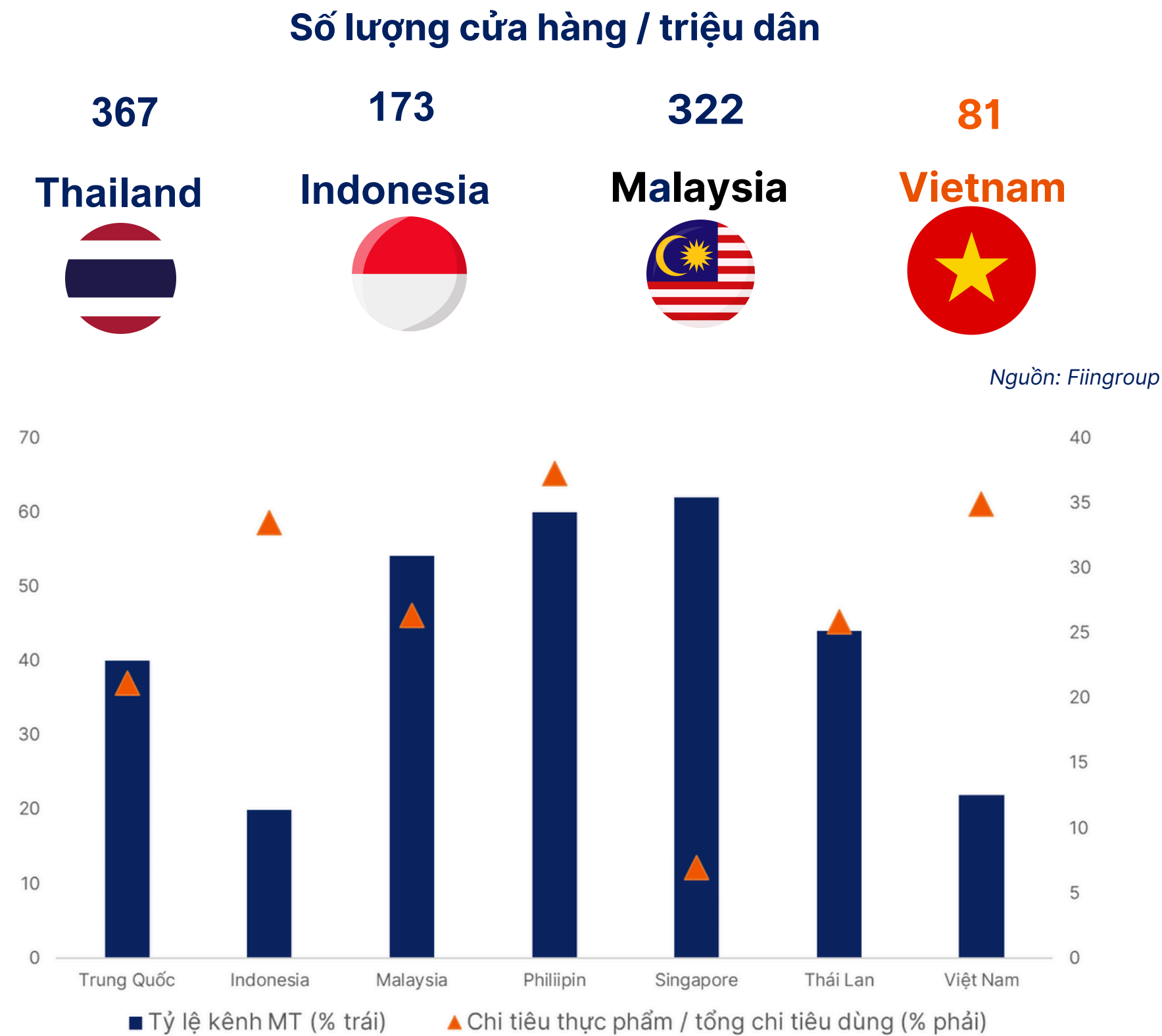
Nguồn: Euromonitor, dữ liệu công ty, SHS Research tổng hợp

Ghi chú: CRC (Go!, Tops Market); Saigon Union (CoopMart, CoopXtra); AEON (AeonMart, Citimart, Ministop)

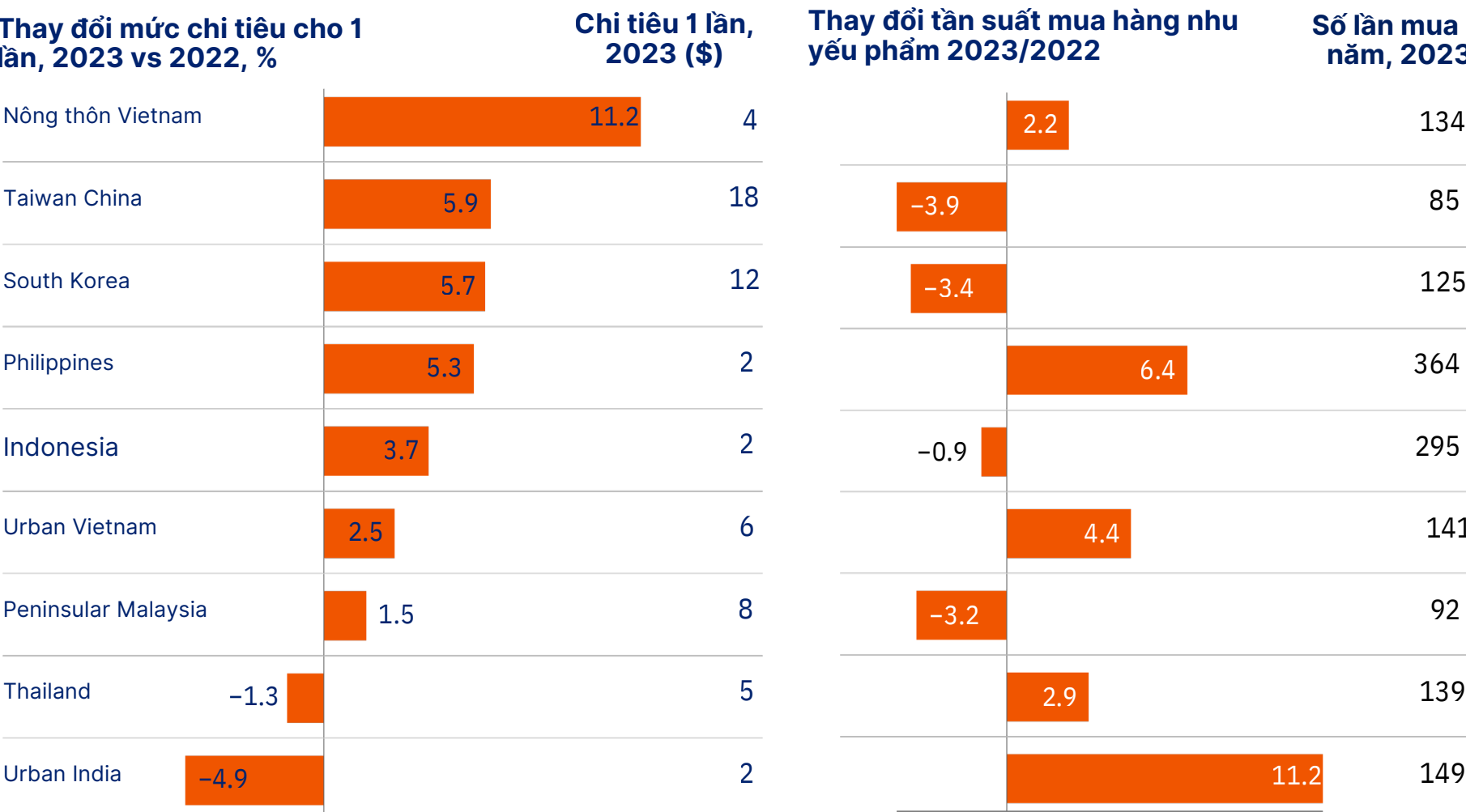
So với các quốc gia khác trong khu vực, tỷ trọng kênh MT của Việt Nam vẫn thấp, tạo dư địa cho các nhà bán lẻ khai thác trong tương lai



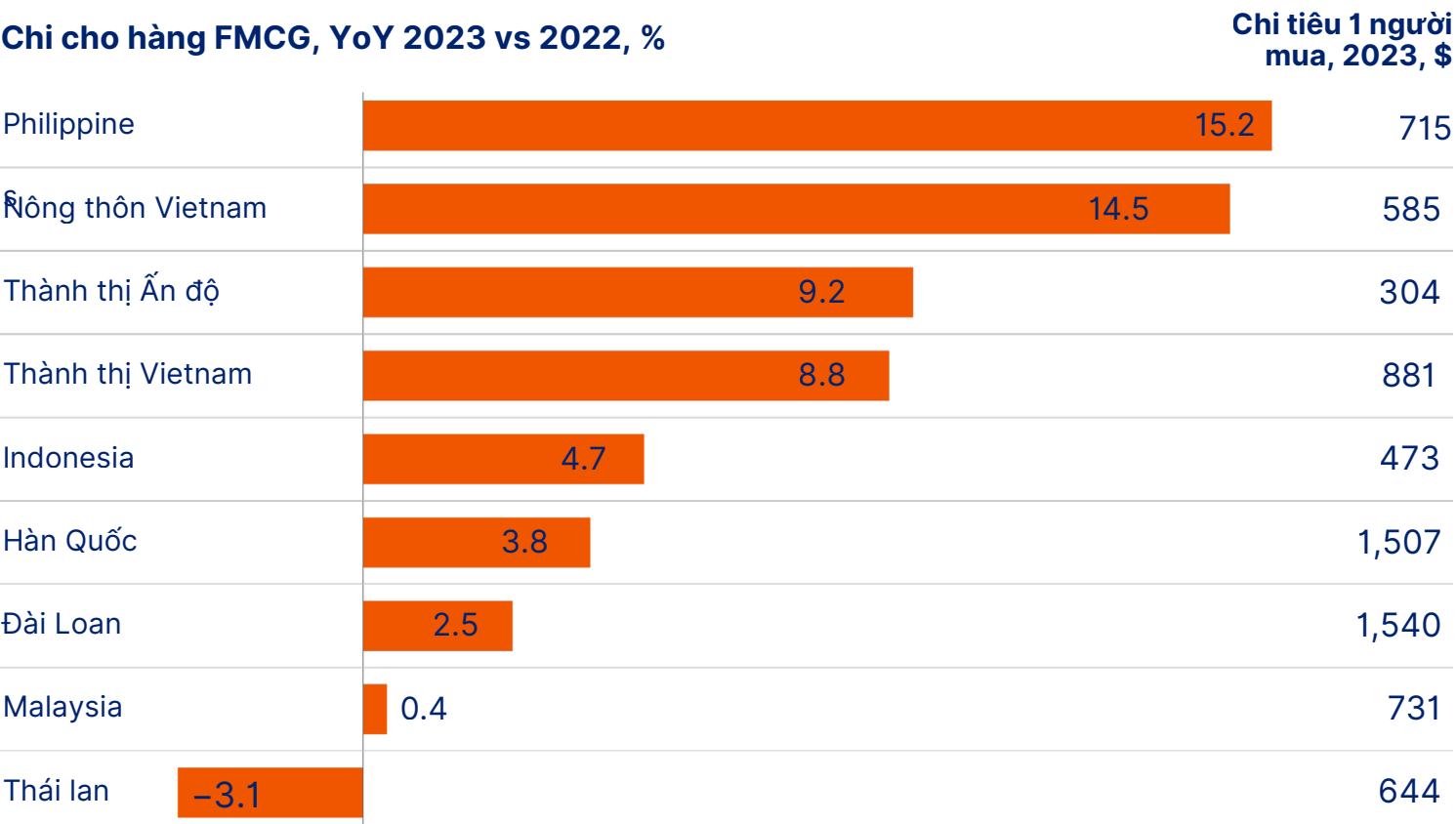
GT: Truyền thống; MT: Hiện đại



Khu vực nông thôn, nơi tập trung trên 60% dân số là thị trường tiềm năng của các nhà bán lẻ, khi người tiêu dùng chuyển sang quan tâm nhiều hơn tới chất lượng, tính an toàn vệ sinh của sản phẩm.



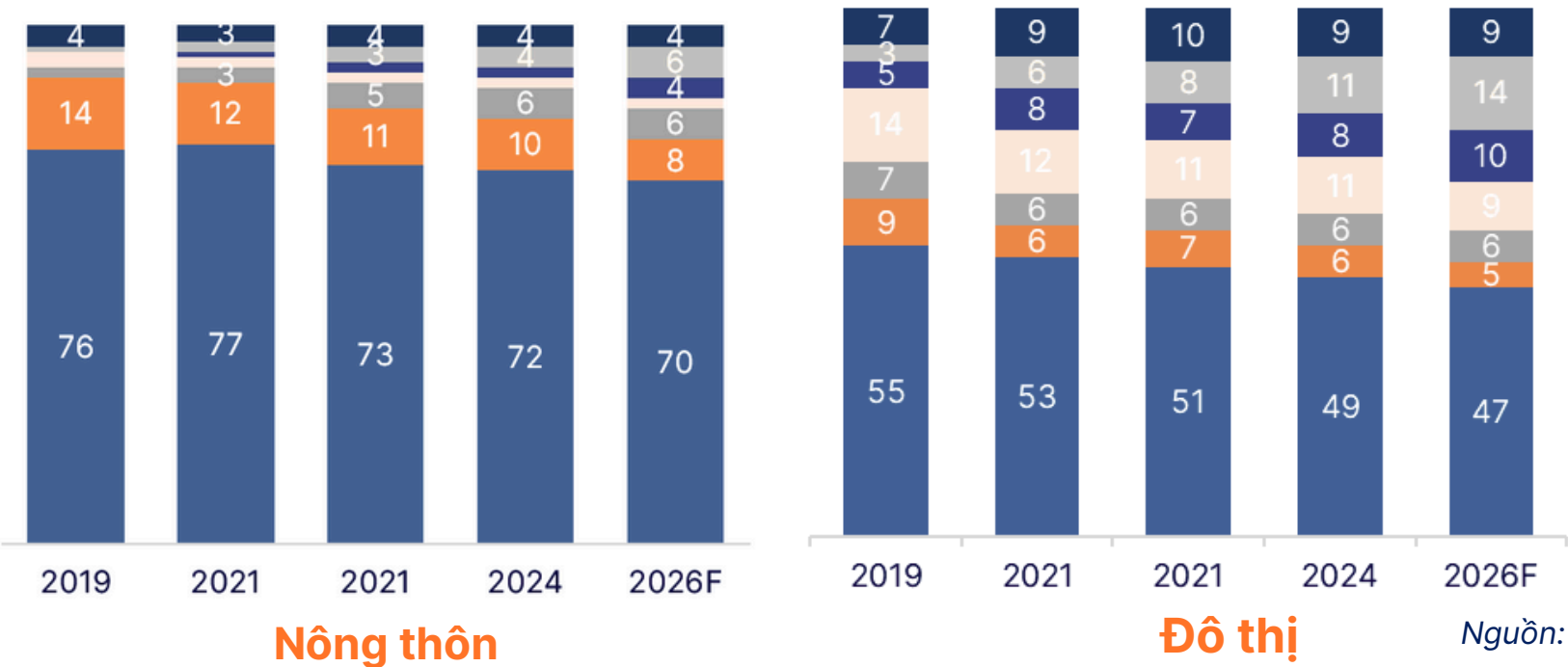
Nguồn: Worldpanel by Kantar, Mc Kinsey



Ghi chú: Tăng trưởng danh nghĩa chưa tính tới lạm phát

Nguồn: Worldpanel by Kantar, Mc Kinsey

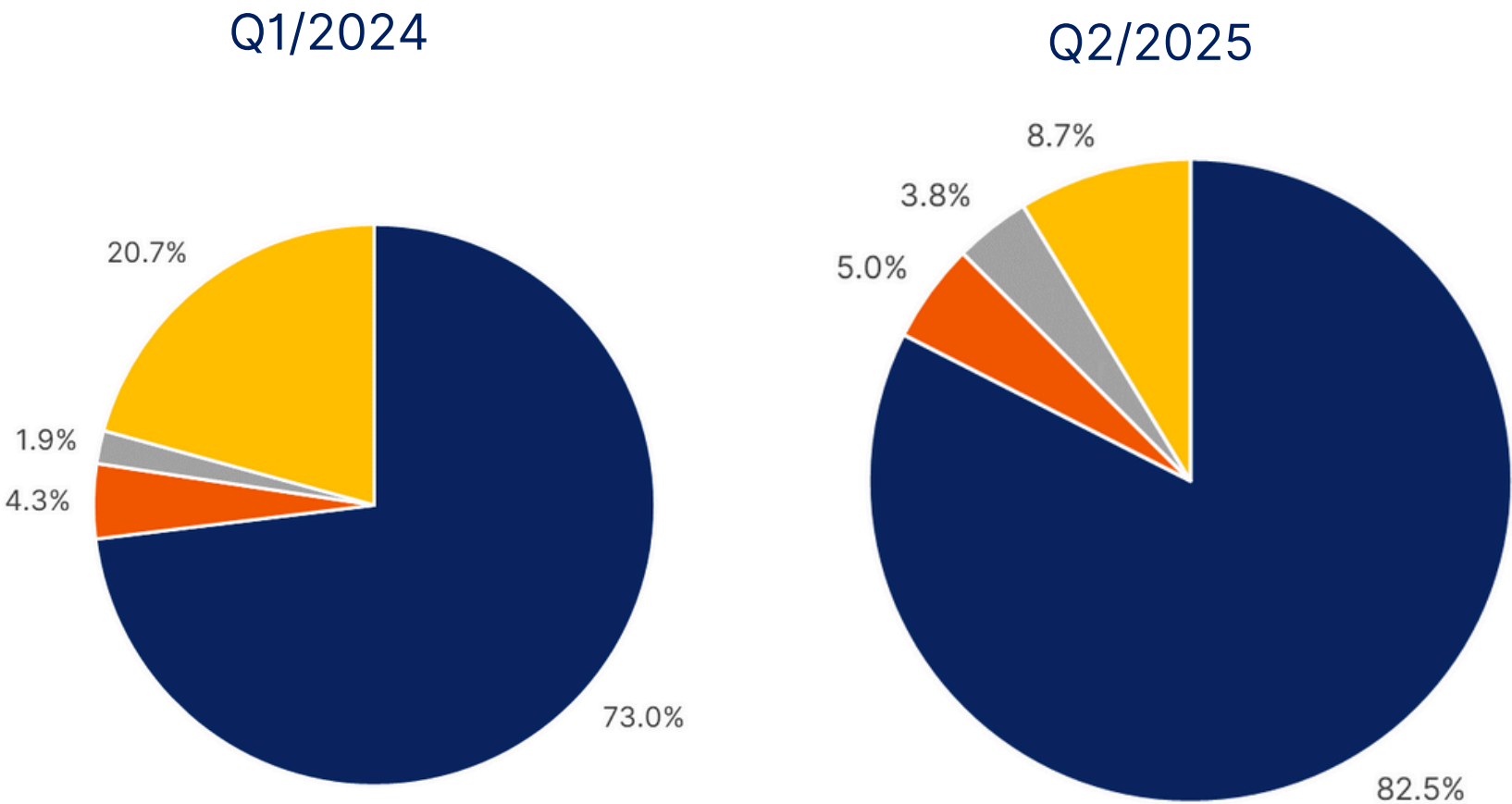
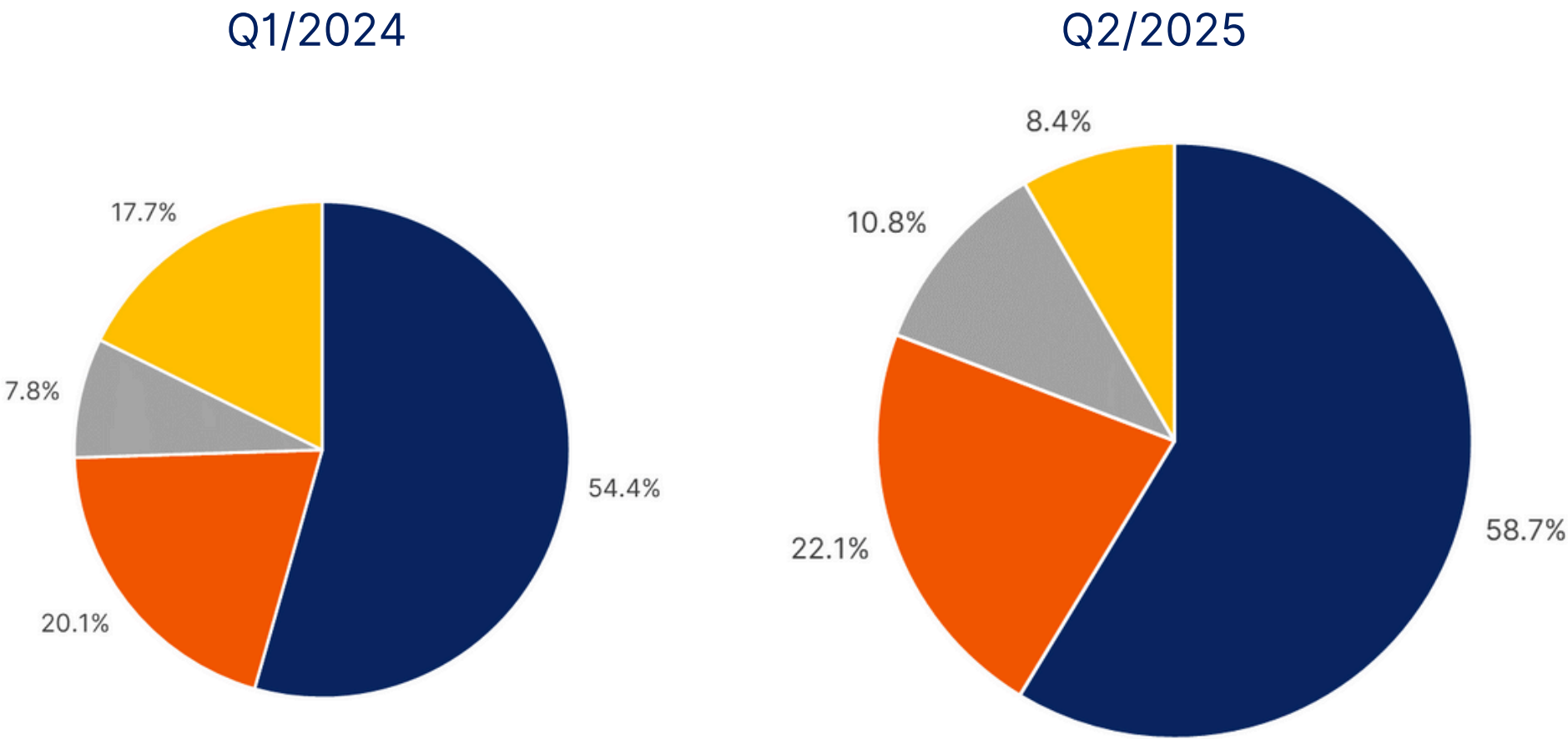
Chi tiêu cho hàng FMCG theo các kênh (%)



Quy mô thị trường bán lẻ FMCG tại Việt Nam liên tục mở rộng cả về thị phần lẫn quy mô

Thành thị *

Nông thôn

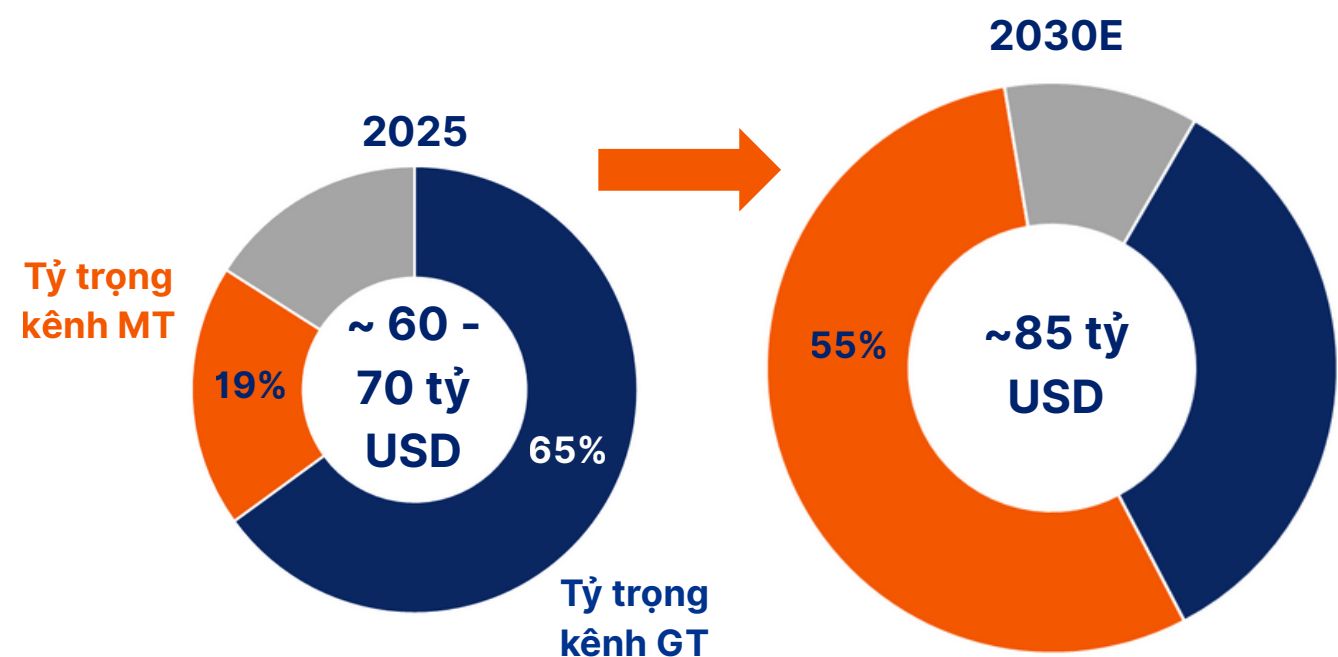


Nguồn: NIQ

■ Kênh truyền thống ■ Kênh MT ■ Kênh Online ■ Quà tặng kèm

Ghi chú: 4 thành phố lớn gồm Hà Nội, Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Cần thơ

Quy mô thị trường bán lẻ FMCG



Nguồn: SHS Research

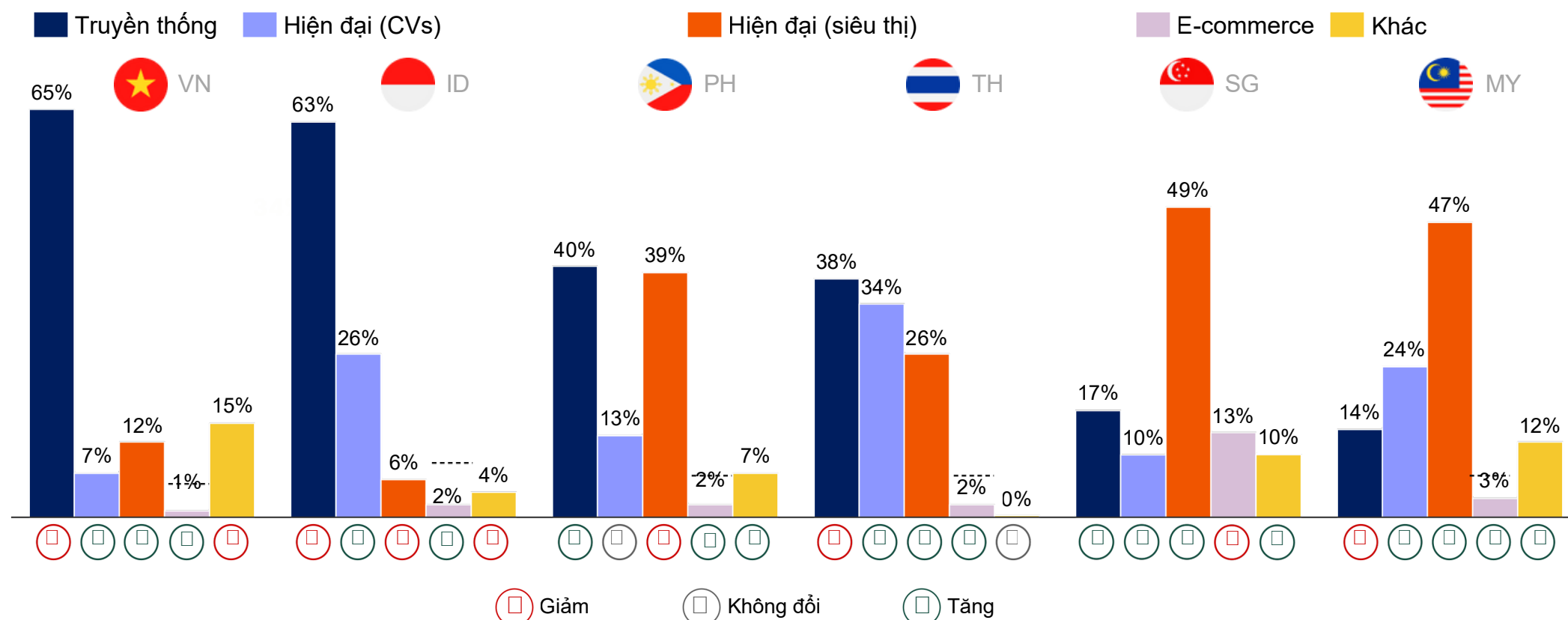
CHỈ TIÊU TRỌNG TÂM

Quyết định 3352/QĐ-CT 2025: Kế hoạch 60 ngày cao điểm chuyển đổi mô hình từ thuế khoán sang kê khai đối với hộ kinh doanh

Mô hình mới TỰ KHAI, TỰ NỘP Áp dụng cho Hộ Kinh Doanh Từ 01/01/2026	Tiếp cận & Hỗ trợ 100% Hộ kinh doanh được hỗ trợ thông tin Chuyển đổi Thuế Khoán sang Kê Khai	Triển khai bắt buộc 100% Áp dụng HĐĐT khởi tạo từ máy tính tiền Theo Nghị định 70/2025/NĐ-CP
Số hóa thủ tục 100% Thực hiện các thủ tục về thuế Bằng phương thức điện tử (Thuận lợi, dễ dàng)	Tốc độ phản hồi 100% Vướng mắc của Hộ kinh doanh được giải đáp Trong vòng 24 giờ	Hoàn thiện hệ thống VĂN BẢN QPPL & Hướng dẫn thi hành liên quan Bổ sung/Ban hành mới theo kế hoạch

Tỷ trọng kênh bán lẻ hiện đại (~ 19%) Có dư địa tăng gấp 3 lần lên mức bình quân khu vực ~ 50% - 60%

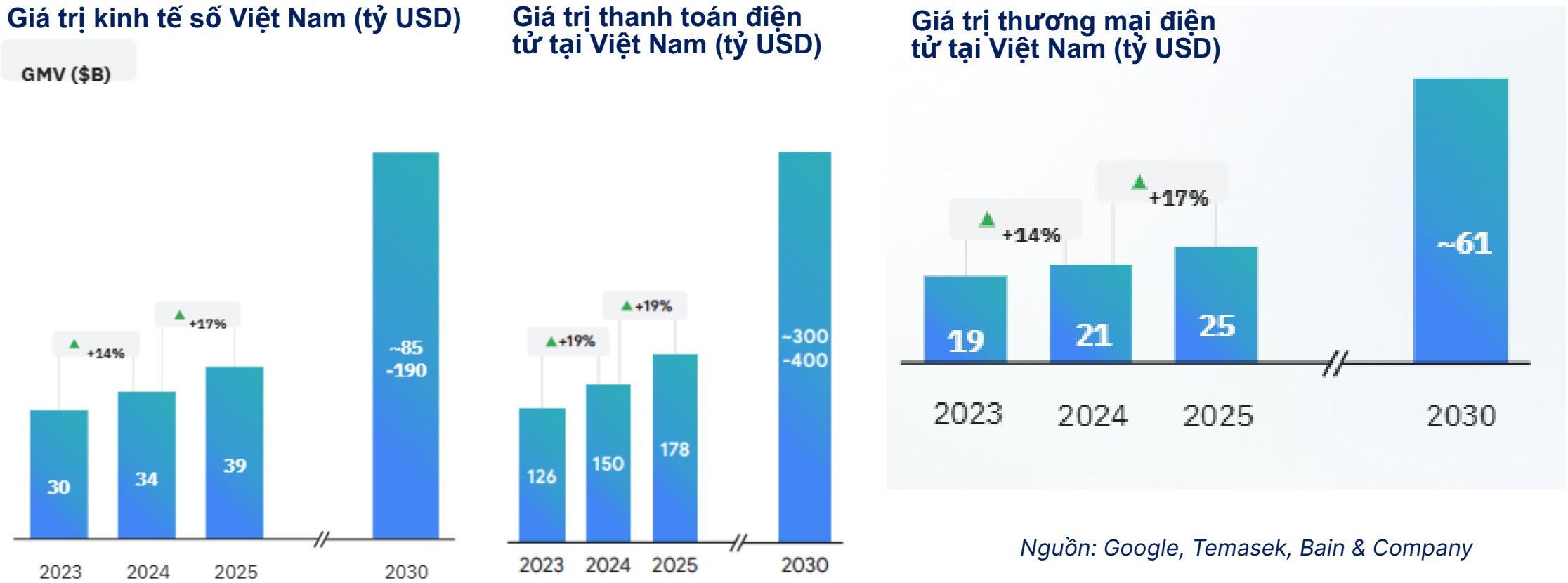
Dự báo doanh số FMCG theo các kênh tại các nước Đông Nam Á



Source: Bain&Company, NIQ

Chính sách loại bỏ thuế khoán, Nghị định 70/2025/NĐ-CP về phát hành hóa đơn nhằm tăng cường tính minh bạch về thuế sẽ làm thu hẹp nhanh chóng các hoạt động kinh doanh truyền thống (chiếm khoảng 70% thị phần phân phối đồ tươi sống hiện tại), thúc đẩy kênh hiện đại tăng mạnh mẽ lên 35% sớm hơn thay vì 2030 như dự báo. Bộ Công Thương đã phê duyệt Chương trình phát triển thị trường trong nước và kích thích tiêu dùng, đồng thời tăng cường chiến dịch "Người Việt Nam ưu tiên dùng hàng Việt Nam" cho giai đoạn 2025-2027.

Thương mại điện tử tiếp tục tăng trưởng nhanh, AI (trí tuệ nhân tạo) sẽ tham gia sâu hơn vào quá trình mua sắm



- Mua sắm đa kênh trong đó kênh online sẽ tiếp tục gia tăng với sự ảnh hưởng của mạng xã hội, AI sẽ dần trở thành bạn đồng hành và thay đổi trải nghiệm mua hàng của người tiêu dùng.
- Dự thảo luật về thương mại điện tử được thông qua sẽ tạo hành lang pháp lý, chống hàng giả và hàng kém chất lượng, thúc đẩy hơn nữa hoạt động mua bán online.

Các hoạt động mà người tiêu dùng tin tưởng AI có thể hỗ trợ:

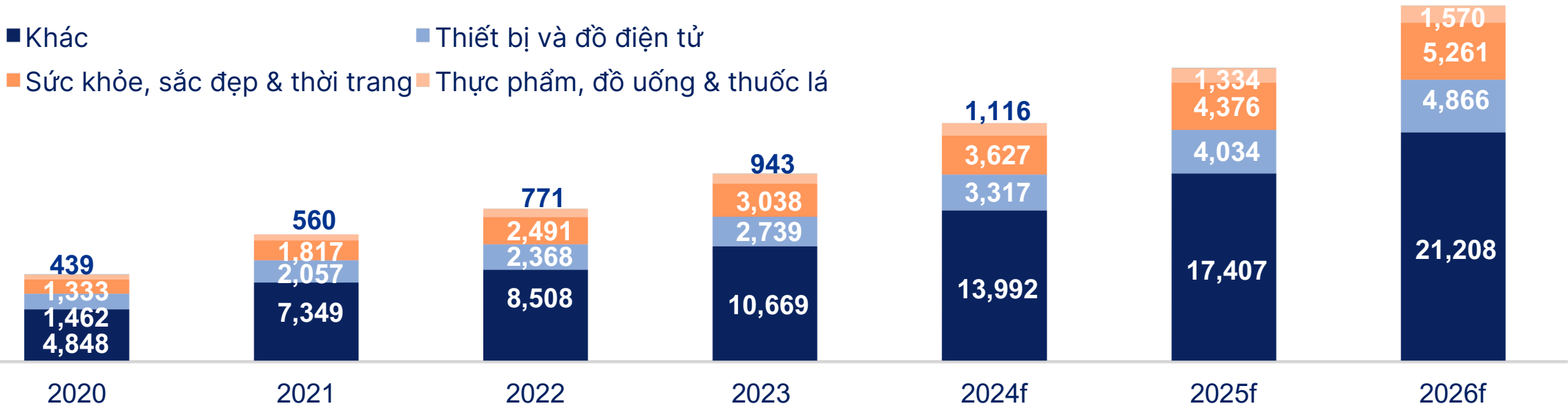
69% Thu thập thông tin sản phẩm

63% Đưa ra gợi ý về sản phẩm

59% Hỗ trợ dịch vụ khách hàng

Nguồn: Khảo sát của PwC

Giá trị thương mại điện tử bán lẻ theo nhóm sản phẩm (triệu USD)



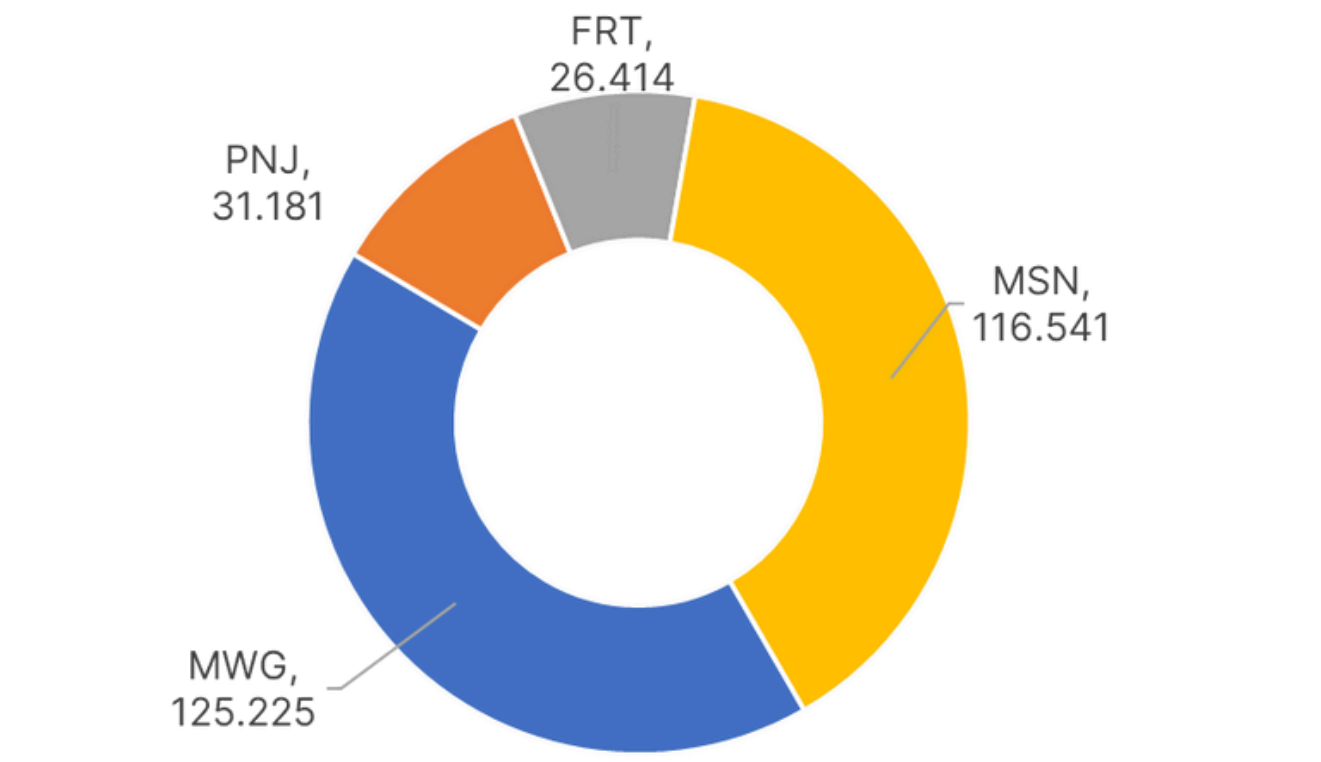
Nguồn: Euromonitor



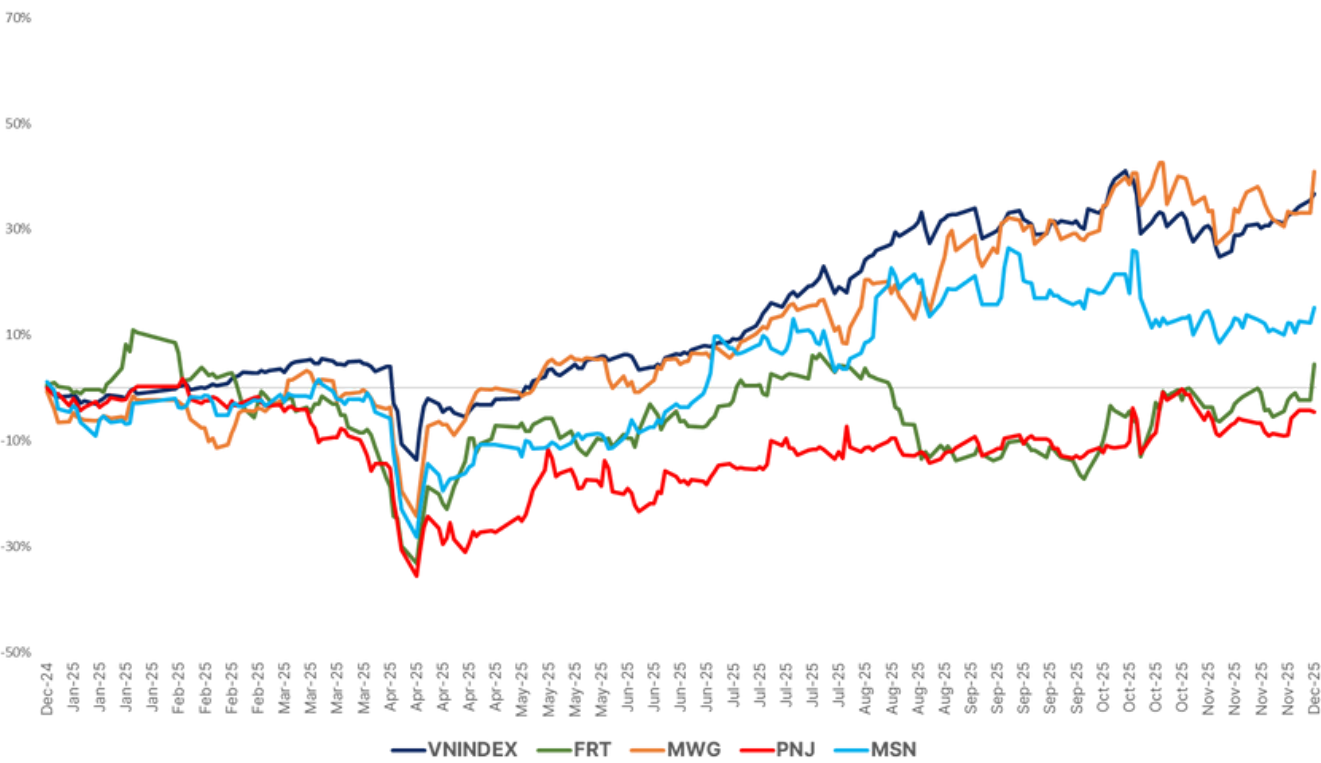
CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP



Quy mô vốn hóa các doanh nghiệp (tỷ VND)



Diễn biến giá cổ phiếu nhóm bán lẻ 2025



	Doanh thu (tỷ VND)						
	Q3.25	YoY	9T.25	YoY	% KH 2025	2025F*	2026F*
MSN	21.163,8	-1,5%	58.375,5	-3.5%	73,0%	87.968	98.938
MWG	39.852,5	16,7%	113.607,4	13,9%	75,7%	155.634	184.847
PNJ	8.135,5	14,1%	25.353,1	-13,3%	80,2%	32.862	33.143
FRT	13.109,9	26,4%	36.170,1	26,2%	75,2%	N/A	N/A

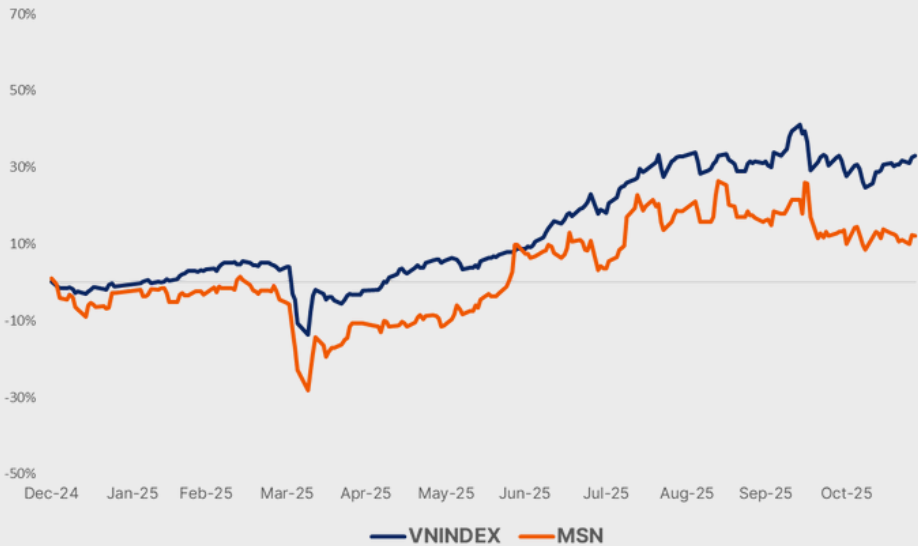
	Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)						
	Q3.25	YoY	9T.25	YoY	% KH 2025	2025F*	2026F*
MSN	1.865,8	43,4%	4.468,2	63,9%	91,7%	5.880	7.290
MWG	1.783,7	121,4%	4.989,0	73,2%	102,9%	5.186	7.144
PNJ	495,7	129,7%	1.610,4	16,5%	82,2%	2.182	2.072
FRT	265,9	60,7%	635,9	131,6%	91,2%	N/A	N/A

Khuyến nghị OW	Giá hiện tại	80.600
	Giá mục tiêu	98.300
	+/-	22%

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	111.914
Số lượng CP lưu hành:	1.445.915.457
KLCP đang niêm yết:	1.445.915.457
KLGD TB 20 phiên (CP):	5.427.000
Giá thấp 52w:	50.300
Giá cao 52W:	94.000
Sở hữu NĐT nước ngoài:	23,01%
Free-float:	60,00%

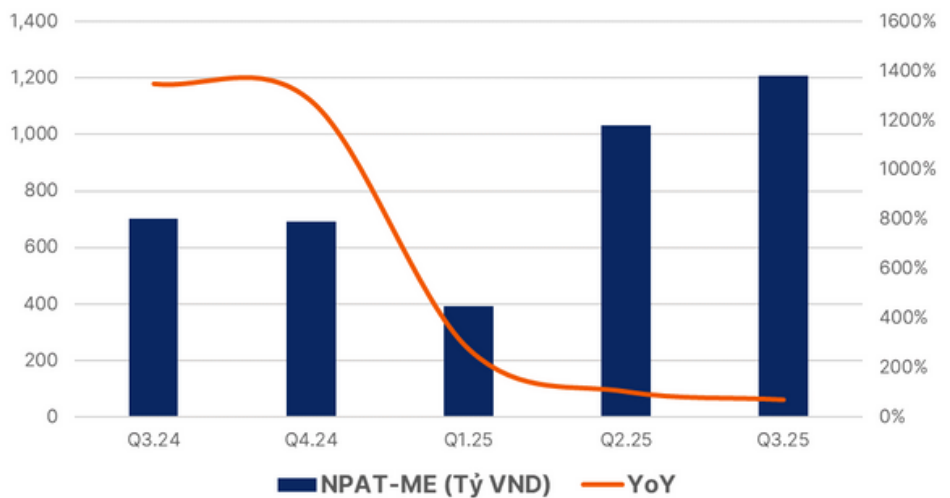
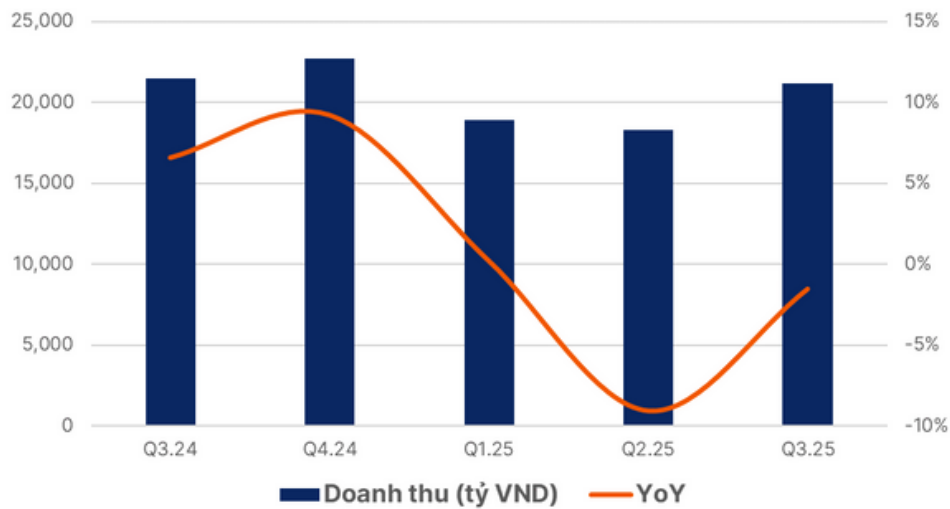
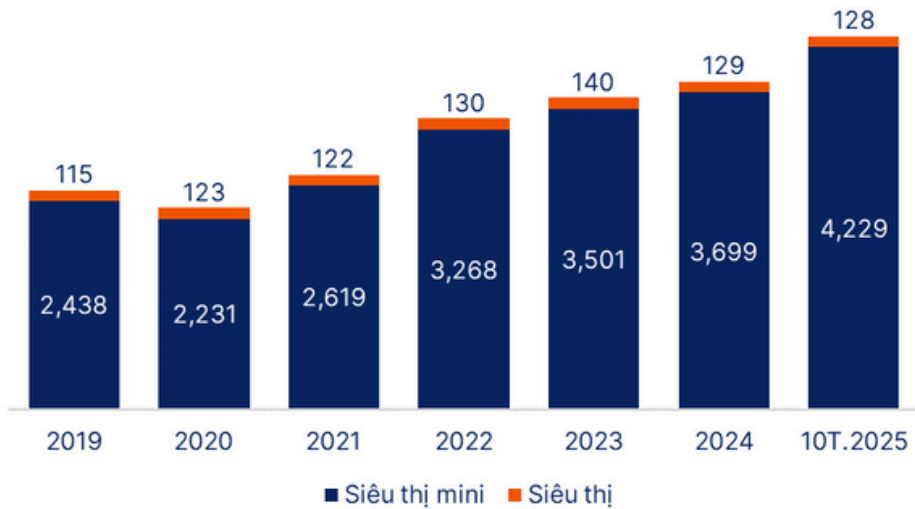
Diễn biến giá cổ phiếu 2025



Luận điểm đầu tư

- MSN được hưởng lợi lớn từ việc nâng hạng TTCK Việt Nam có hiệu lực chính thức vào 21/9/2026 khi các nhà đầu tư nước ngoài có thể mua giá trị lớn cổ phiếu MSN trong thời gian tới.
- Doanh thu Q3 đạt 21.163 tỷ đồng (-1,5% YoY), lãi sau thuế 1.866 tỷ đồng (+43,4% YoY), 9 tháng đạt 2.634 tỷ đồng (+63,9%% YoY), hoàn thành 91,7% kế hoạch năm.
- WCM** tiếp tục củng cố vị thế hàng đầu khi mở thêm 146 cửa hàng WMP trong Q3 chủ yếu tại miền Bắc và miền Trung, doanh thu +22,6% YoY trong đó tăng trưởng LFL theo quý đạt 10,6%, cao nhất từ trước tới nay. Tới cuối tháng 10/2025, WCM sở hữu 4.357 cửa hàng các loại, +529 cửa hàng so với cuối năm 2024. Lãi sau thuế 9 tháng đạt 243 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 204 tỷ đồng).
- MCH** (-5,9% YoY doanh thu, -18,9% YoY NPAT Pre-Me) do ảnh hưởng từ việc chuyển đổi sang mô hình phân phối trực tiếp. Tuy nhiên MCH kỳ vọng hoạt động sẽ cho kết quả tích cực kể từ Q4.2025. MCH dự kiến tăng vốn từ 10.676 tỷ lên 12.945 tỷ đồng thông qua chia cổ phiếu quỹ tỷ lệ 10.000:103 và phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 10.000:2.147 cho cổ đông. MCH đã nộp hồ sơ niêm yết tại HOSE, giúp công ty tái định giá lại giá trị doanh nghiệp.
- MML** tiếp tục ghi nhận +23,2% YoY doanh thu, +419% YoY lãi sau thuế nhờ mảng thịt chế biến và tiết giảm chi phí sản xuất, vận hành. Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đạt 465,8 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 60 tỷ đồng). **MSR** ghi nhận +33,4% YoY doanh thu, +60,7% YoY EBITDA sau khi loại trừ phần đóng góp của HCS, 9 tháng lỗ 211 tỷ so với lỗ 1.380 tỷ đồng cùng kỳ.
- Tình hình tài chính tiếp tục cải thiện nhờ giảm quy mô nợ vay, nợ ròng/EBITDA giảm xuống 2,8x (2,9x tại Q4.2024).
- Rủi ro: Cạnh tranh; Chính sách, sức mua; Tỷ giá; WinCommerce có thể chưa đem lại lợi nhuận cho MSN như kỳ vọng trong tương lai gần.

Số lượng cửa hàng WinMart



Khuyến nghị OW	Giá hiện tại	84.700
	Giá mục tiêu	99.200
	+/-	17%

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	118.129
Số lượng CP lưu hành:	1.478.456.763
KLCP đang niêm yết:	1.479.693.177
KLGD TB 52 tuần (CP):	7.582.072
Giá thấp 52 tuần:	45.600
Giá cao 52 tuần:	85.700
Sở hữu NĐT nước ngoài:	46,07%
Free-float:	75,00%

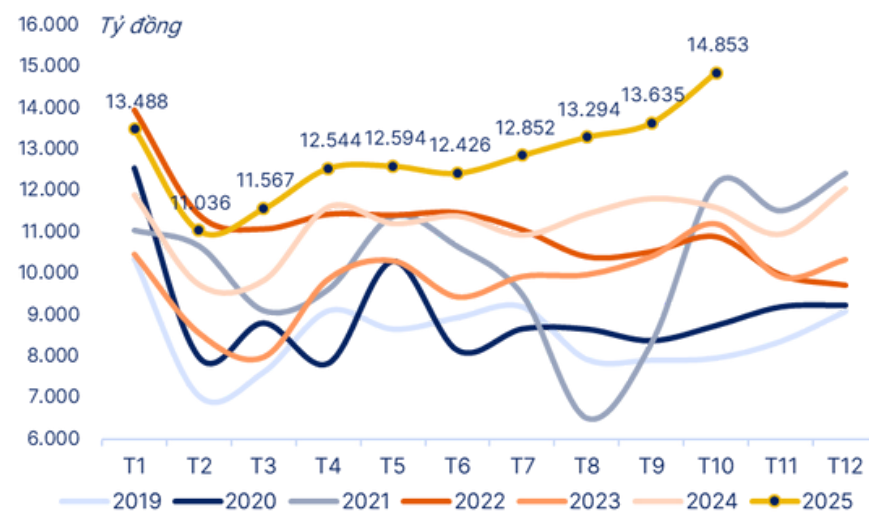
Diễn biến giá cổ phiếu 2025



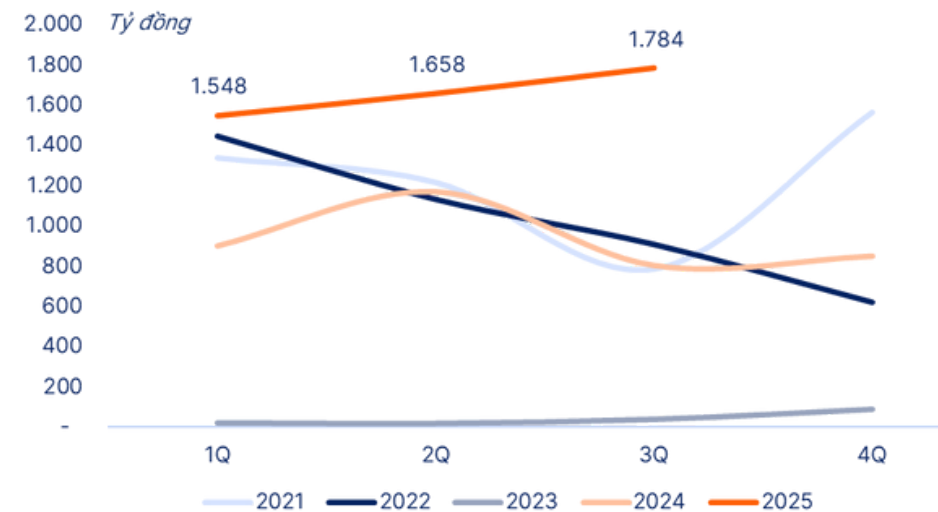
Luận điểm đầu tư

- Chuỗi Bách Hóa Xanh** - động lực tăng trưởng của MWG sau 9 tháng đầu năm LNST ước tính khoảng 255 tỷ, cả năm kỳ vọng không dưới 600 tỷ. Doanh thu của BHX đang tăng tỷ trọng nhanh trong tổng doanh thu và tích cực xóa lỗ lũy kế. Công ty đang trong quá trình Bắc tiến với dự địa mở mới cửa hàng và tăng trưởng doanh thu lớn. Chúng tôi dự phóng doanh thu của chuỗi BHX sẽ tăng trưởng lần lượt 37% và 44% vào năm 2025 và 2026.
- Chuỗi MW (TGDD&DMX)** đang tiến tới quá trình IPO. Doanh thu TGDD Q4 có thể tương đương Q3/2025. DMX đang tăng trưởng tốt nhờ là chuỗi mua sắm hiện đại, có thị phần lớn. DMX được kỳ vọng tăng trưởng hai chữ số năm 2026. Công ty không có ý định mở thêm số lượng cửa hàng chuỗi MW mà chỉ cải thiện hiệu quả của các cửa hàng hiện có. Doanh thu trung bình mỗi cửa hàng/tháng tăng trưởng trong khoảng 5-6% giai đoạn 2025-2029F với số lượng cửa hàng đi ngang.

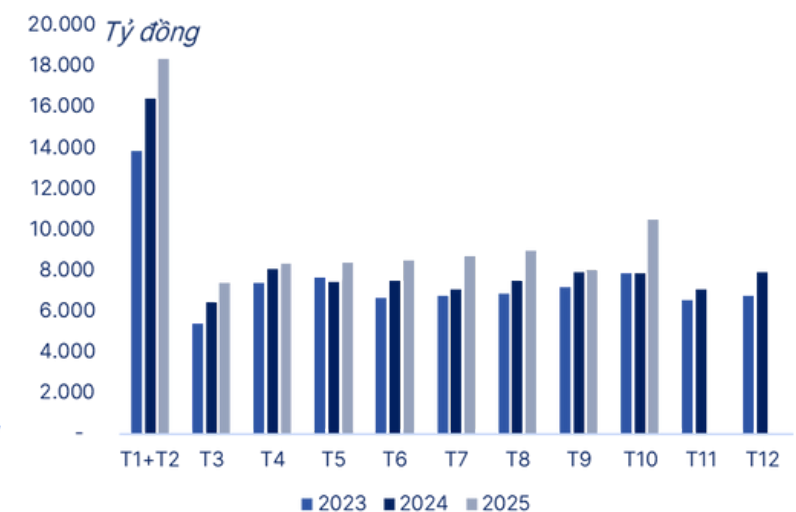
Doanh thu MWG



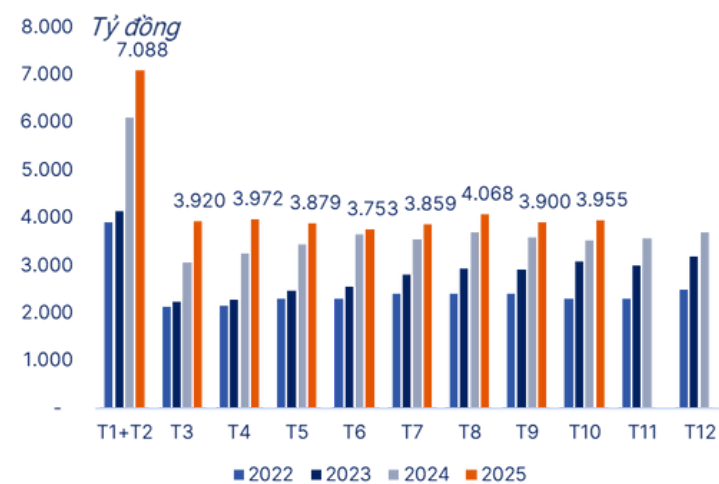
LNST MWG



Doanh thu chuỗi MW



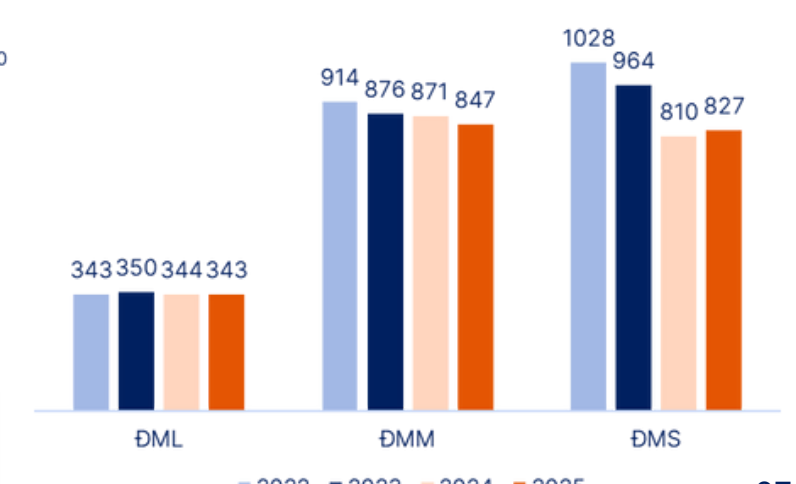
Doanh thu chuỗi BHX



Số cửa hàng BHX



Số cửa hàng DMX

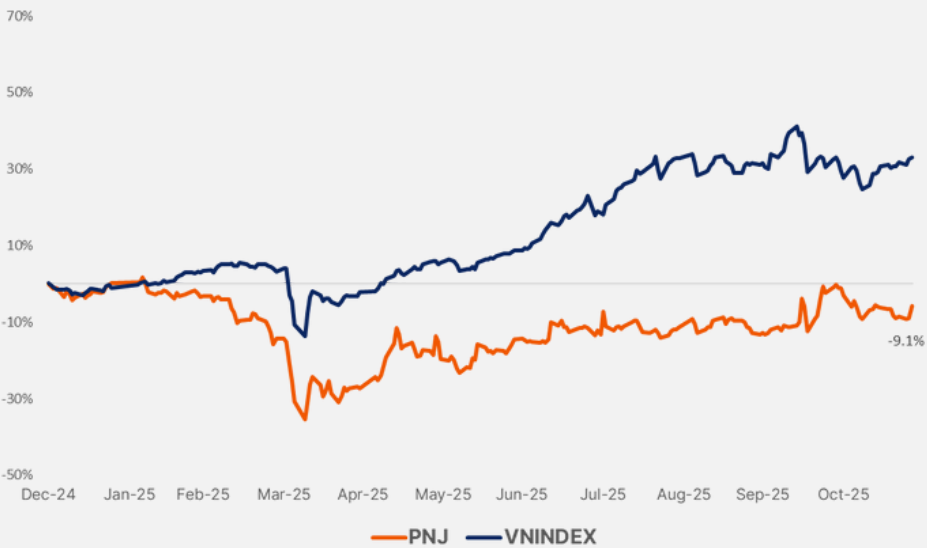


Khuyến nghị OW	Giá hiện tại	91.400
	Giá mục tiêu	110.200
	+/-	21%

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	31.045
Số lượng CP lưu hành:	341.149.107
KLCP đang niêm yết:	341.318.666
KLGD TB 52 tuần (CP):	814.892
Giá thấp 52 tuần:	97.400
Giá cao 52 tuần:	61.800
Sở hữu NĐT nước ngoài:	48,75%
Free-float:	90,00%

Diễn biến giá cổ phiếu 2025

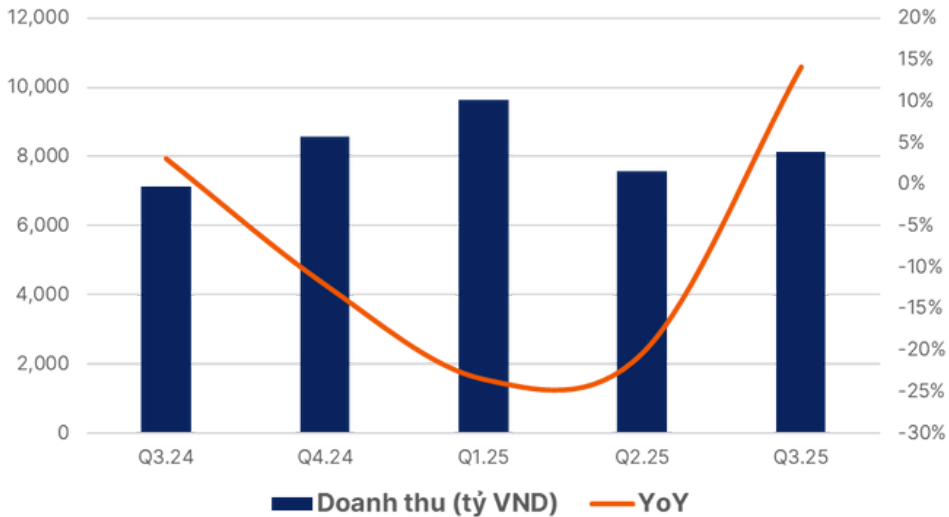


Luận điểm đầu tư

- PNJ duy trì chiến lược mở rộng nhưng vẫn bảo toàn được biên lợi nhuận.** Biên LNG trung bình 9T2025 đạt 20,8%, tăng so với mức 16,7% cùng kỳ năm 2024 nhờ kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động.
- Đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ để giảm thiểu rủi ro phụ thuộc vào nguyên liệu vàng.** doanh thu bán lẻ 9T2025 vẫn ghi nhận mức tăng trưởng 5,1% yoy nhờ số lượng cửa hàng gia tăng và chiến lược sản phẩm và danh mục hàng hóa được điều chỉnh linh hoạt theo xu hướng và nhu cầu thị trường đang thay đổi.
- PNJ có thể chiếm thêm được thị phần** từ các tiệm vàng nhỏ lẻ bị hạn chế kinh doanh trong bối cảnh Chính phủ siết chặt kiểm tra tính hợp pháp của nguồn nguyên liệu.
- Tiềm năng tăng trưởng từ xu hướng tiêu dùng hiện đại với cơ cấu dân số trẻ.**

Chúng tôi định giá cổ phiếu PNJ với giá trị hợp lý là 110.200 đồng/cổ phiếu (+21% so với giá đóng cửa 28/11/2025).

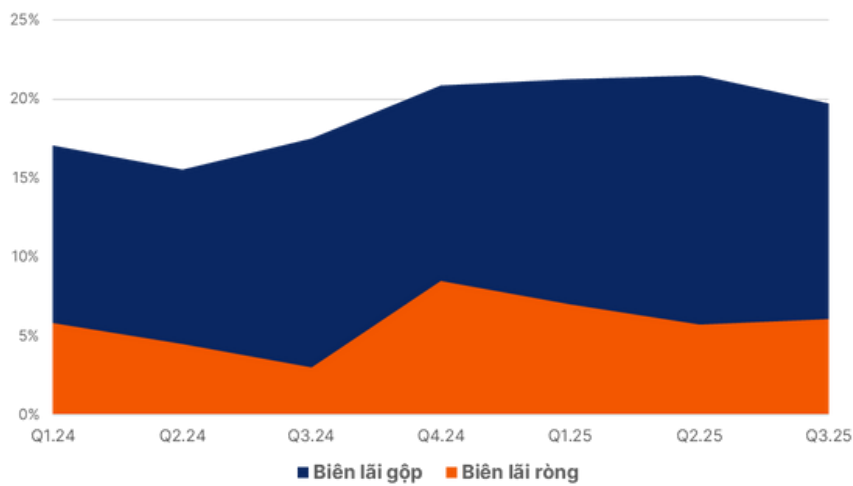
Doanh thu PNJ



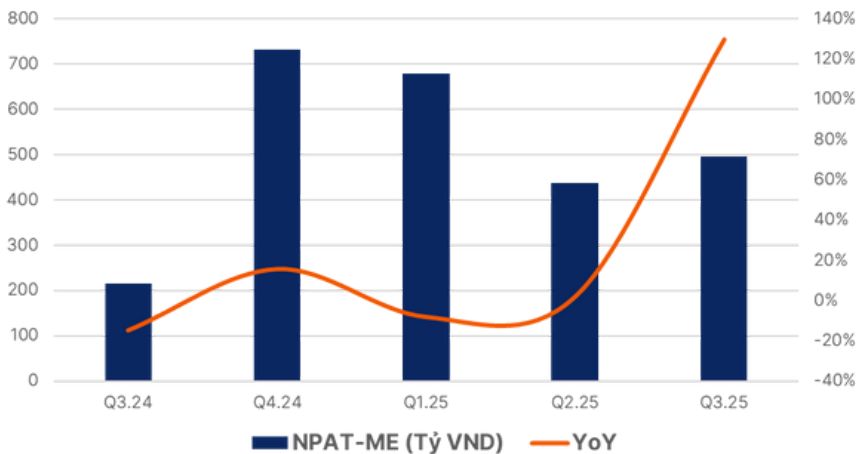
Tại thời điểm 30/09/2025	Số lượng cửa hàng
PNJ	422
Style by PNJ	3
CAO Fine Jewellery	3
Trung tâm Kinh doanh si	1
Tổng	429

(*) Trong 09 tháng năm 2025, PNJ mở 10 cửa hàng mới và đóng 10 cửa hàng

Biên lợi nhuận PNJ



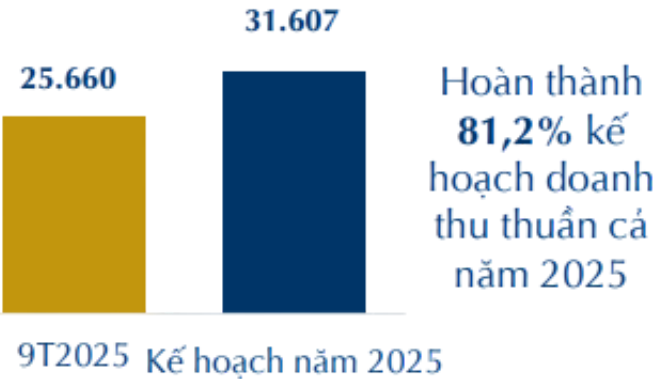
Lợi nhuận PNJ



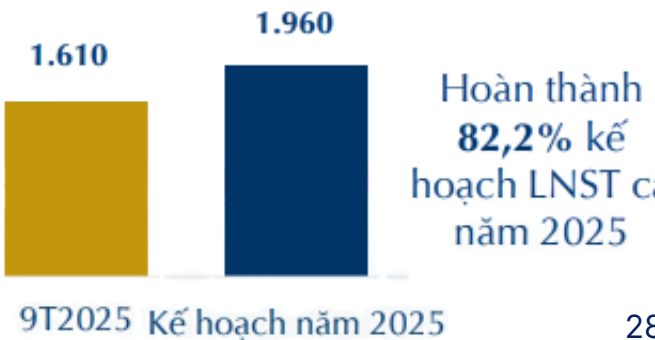
Nguồn: PNJ, SHS Research

KẾ HOẠCH 2025

Doanh thu



Lợi nhuận sau thuế

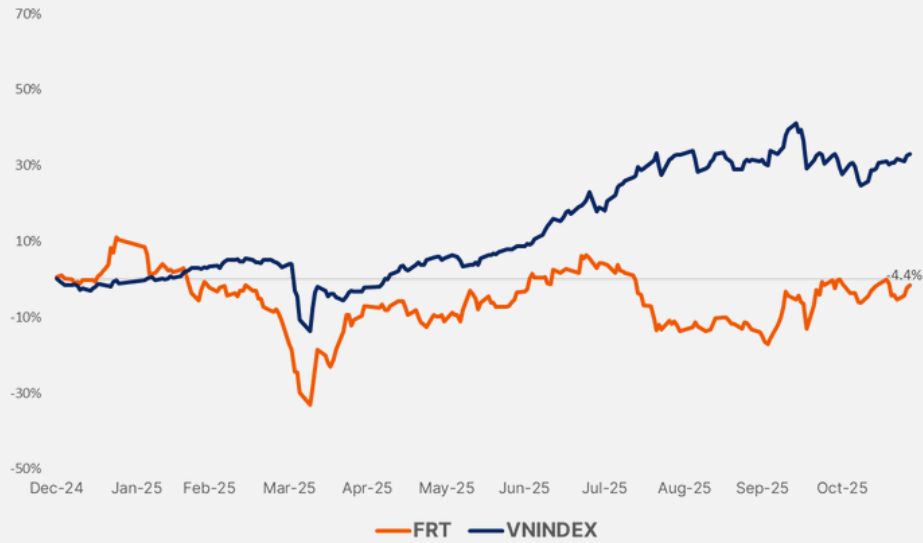


Khuyến nghị N/A	Giá hiện tại	155.100
	Giá mục tiêu	N/A
	+/-	N/A

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	25.034
Số lượng CP lưu hành:	170.301.785
KLCP đang niêm yết:	170.301.785
KLGD TB 52 tuần (CP):	534.318
Giá thấp 52 tuần:	99.300
Giá cao 52 tuần:	164.800
Sở hữu NĐT nước ngoài:	46,07%
Free-float:	75,00%

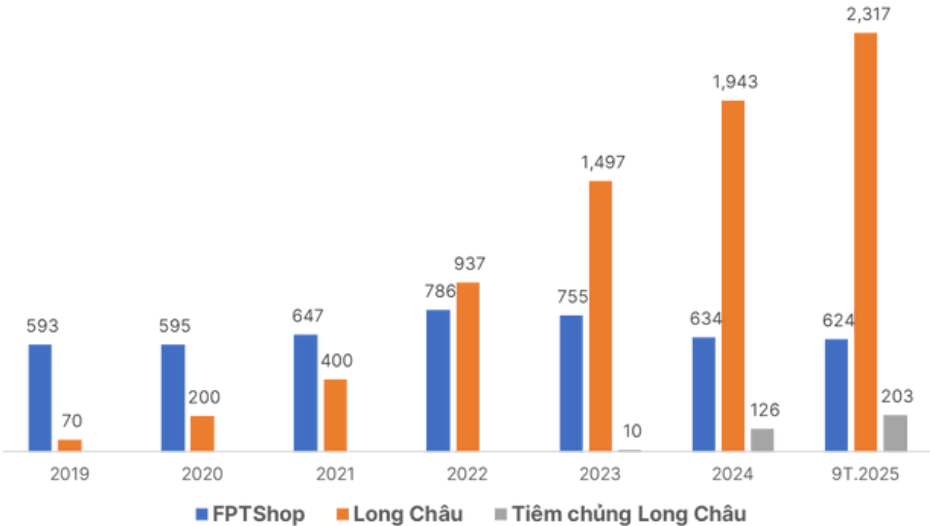
Diễn biến giá cổ phiếu 2025



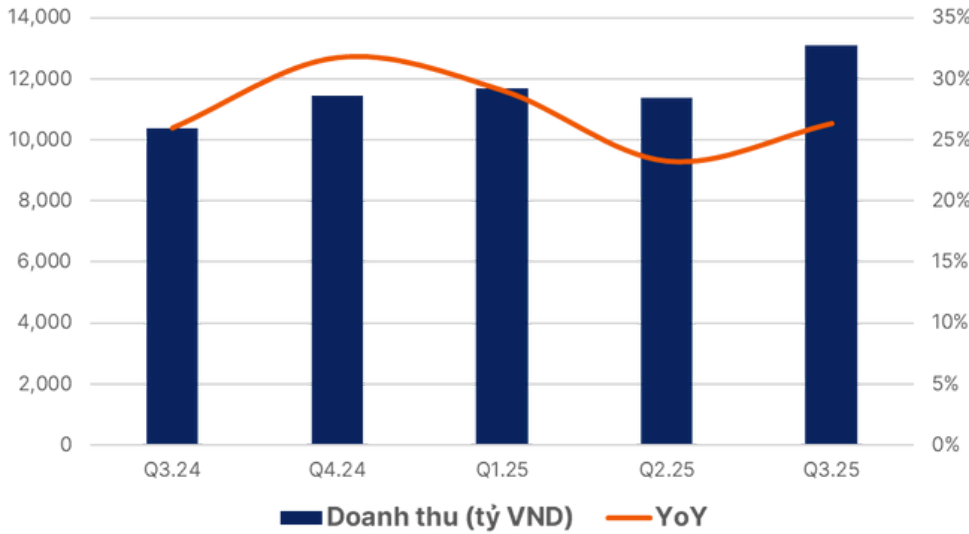
Cập nhật KQKD

- Trong Quý 3/2025, **FRT** ghi nhận doanh thu 13.110 tỷ đồng (+26,4% YoY), lãi sau thuế 266 tỷ đồng (+60,7% YoY).
- Lũy kế 9 tháng đạt 36.170 tỷ đồng doanh thu (+ 26% YoY), lãi sau thuế 505 tỷ đồng (+131,6% YoY), hoàn thành lần lượt 75% và 89% kế hoạch năm. Chuỗi Long Châu (nhà thuốc và trung tâm tiêm chủng) ghi nhận doanh thu 9 tháng +38% YoY, mở thêm 126 cửa hàng thuốc và 25 trung tâm tiêm chủng trong Quý 3, đưa tổng số cửa hàng lên 2.317 cửa hàng thuốc (+ 374 cửa hàng) và 203 trung tâm tiêm chủng (+ 77 trung tâm), doanh thu trung bình 1,1 tỷ đồng/cửa hàng. Chuỗi FPT Shop tiếp tục giảm bớt cửa hàng, tuy nhiên doanh thu tăng 6% nhờ sản phẩm Điện máy, Dịch vụ và Laptop, iPhone 17, doanh thu trung bình Quý 3 đạt 2,4 tỷ đồng/cửa hàng (+30% QoQ, +14% YoY).

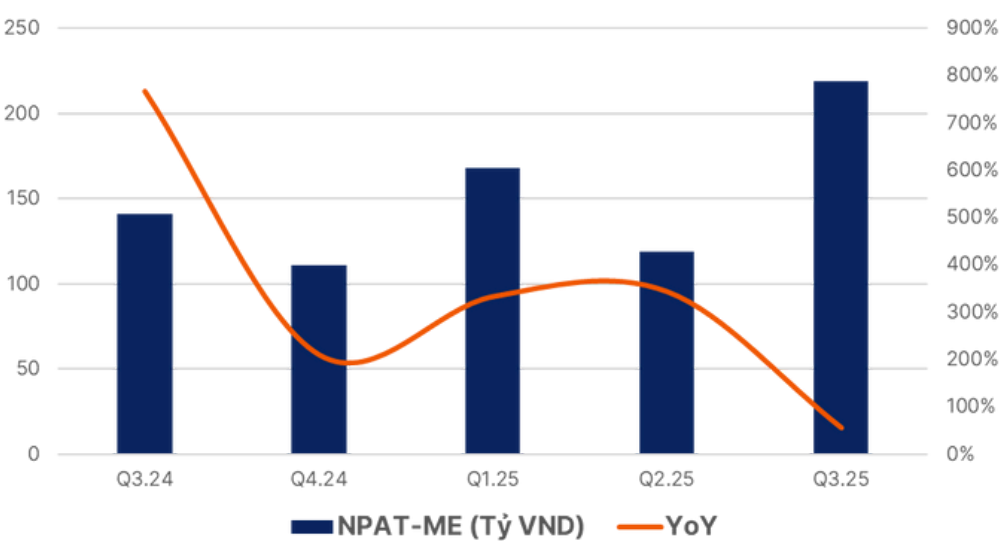
Số CH của các công ty thuộc FRT



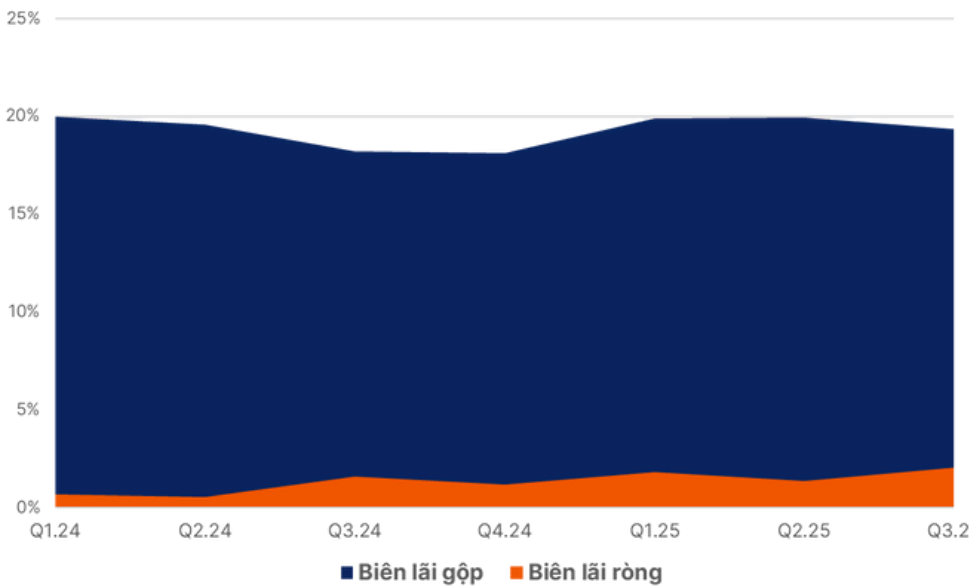
Doanh thu FRT

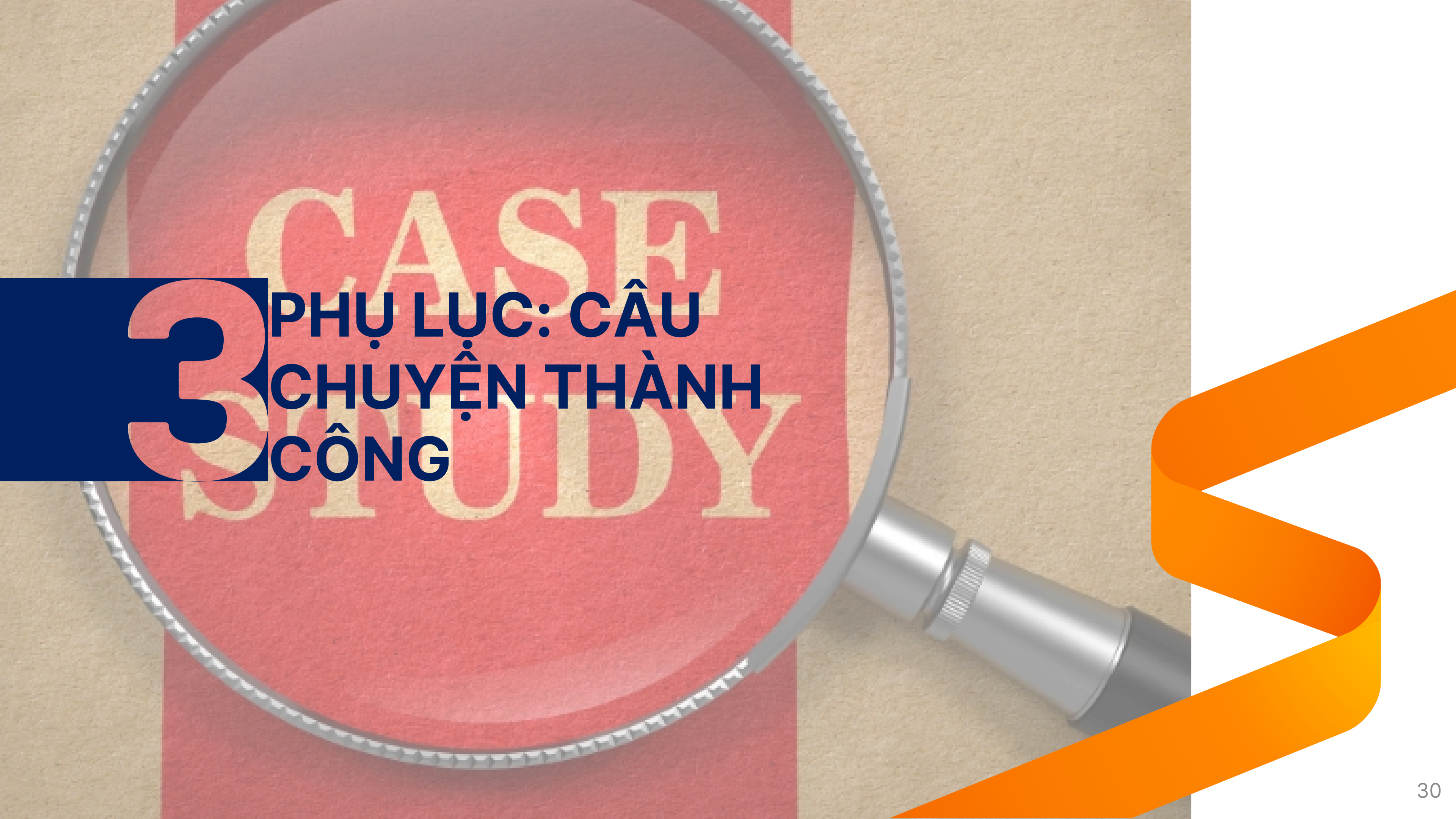


Lợi nhuận FRT



Biên lợi nhuận FRT





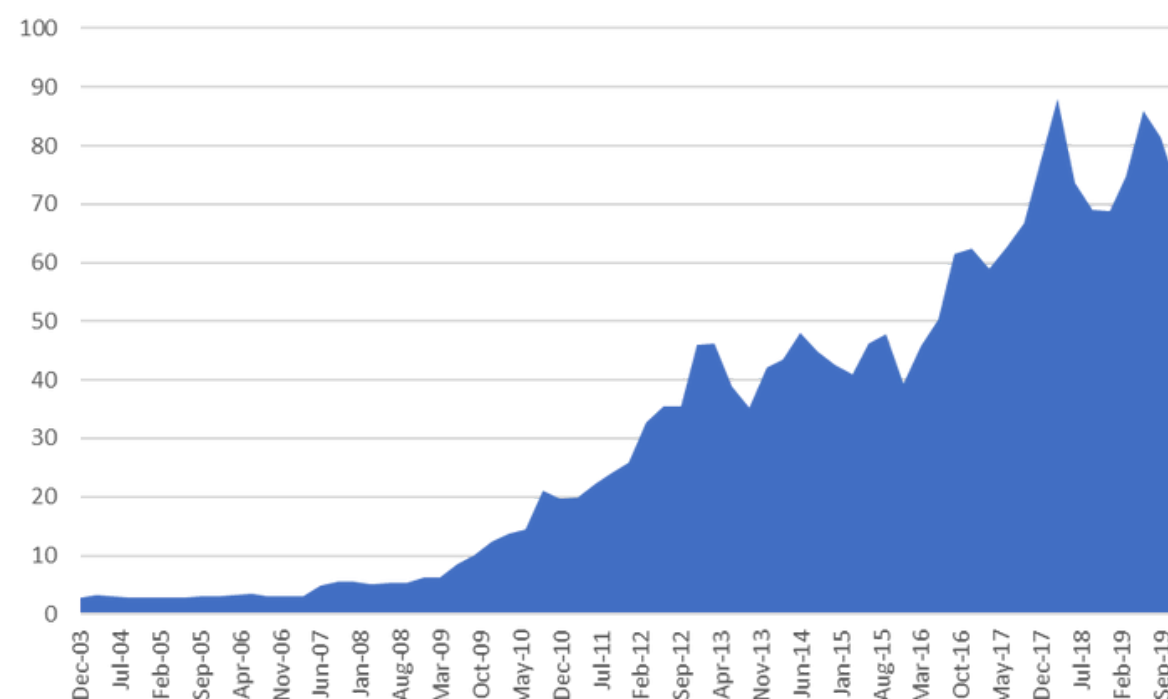
3 PHỤ LỤC: CÂU CHUYỆN THÀNH CÔNG



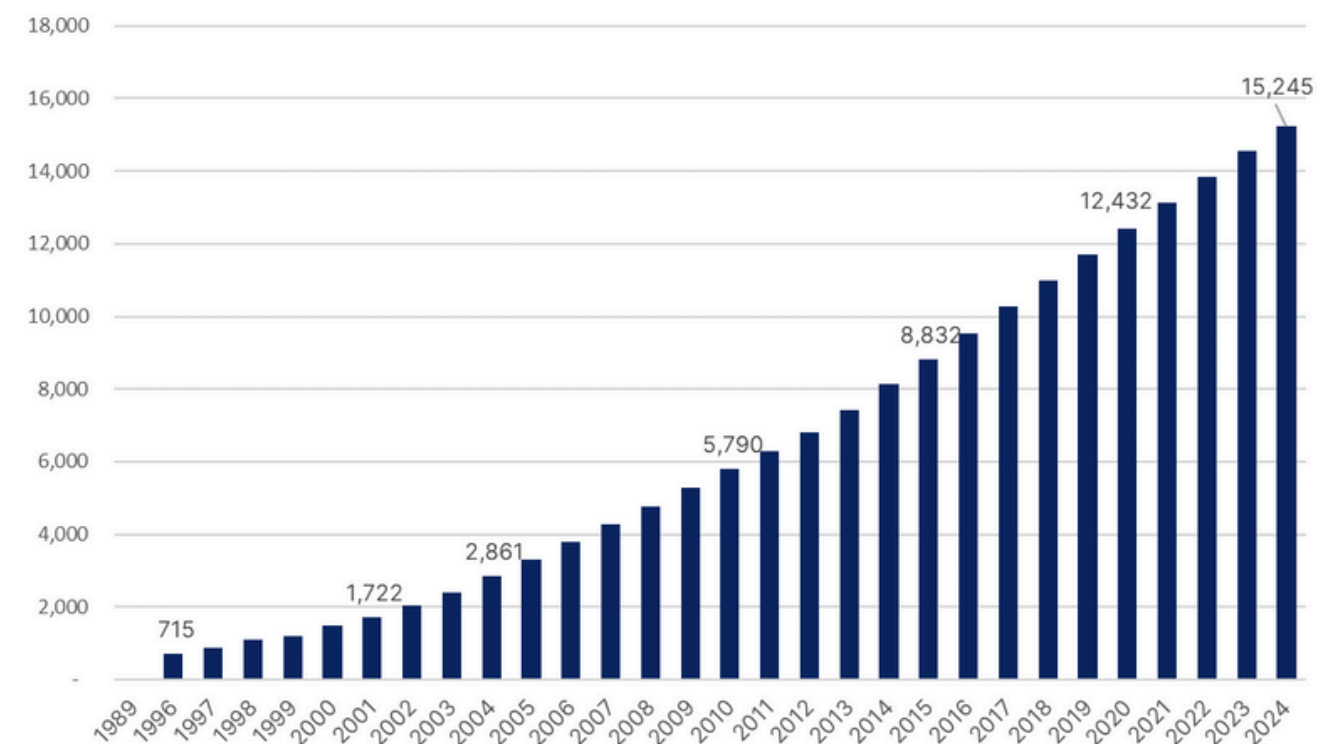
Dân số:
66 triệu



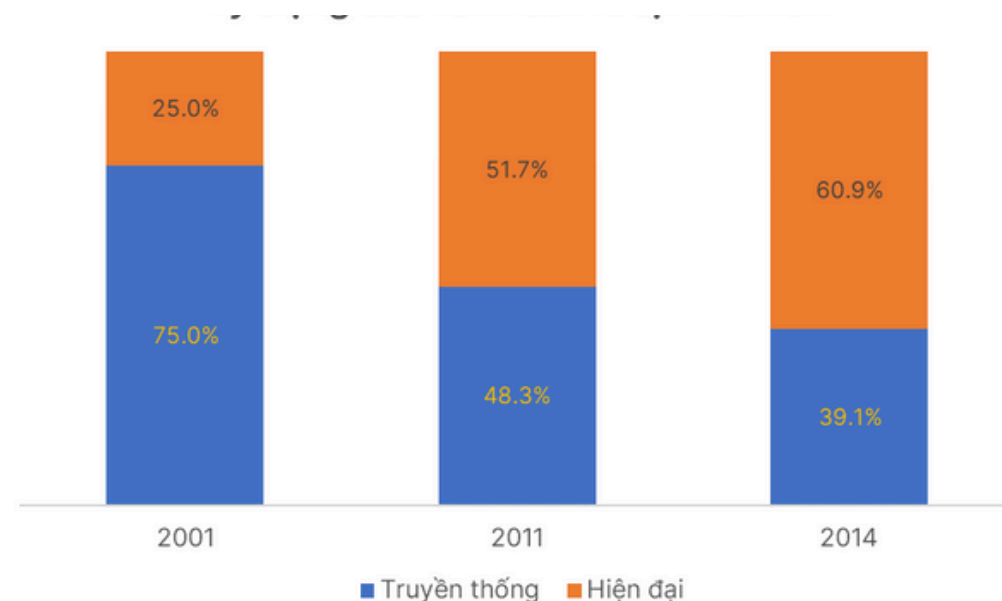
Giá cổ phiếu công ty mẹ sở hữu 7-Eleven Thái Lan (THB)



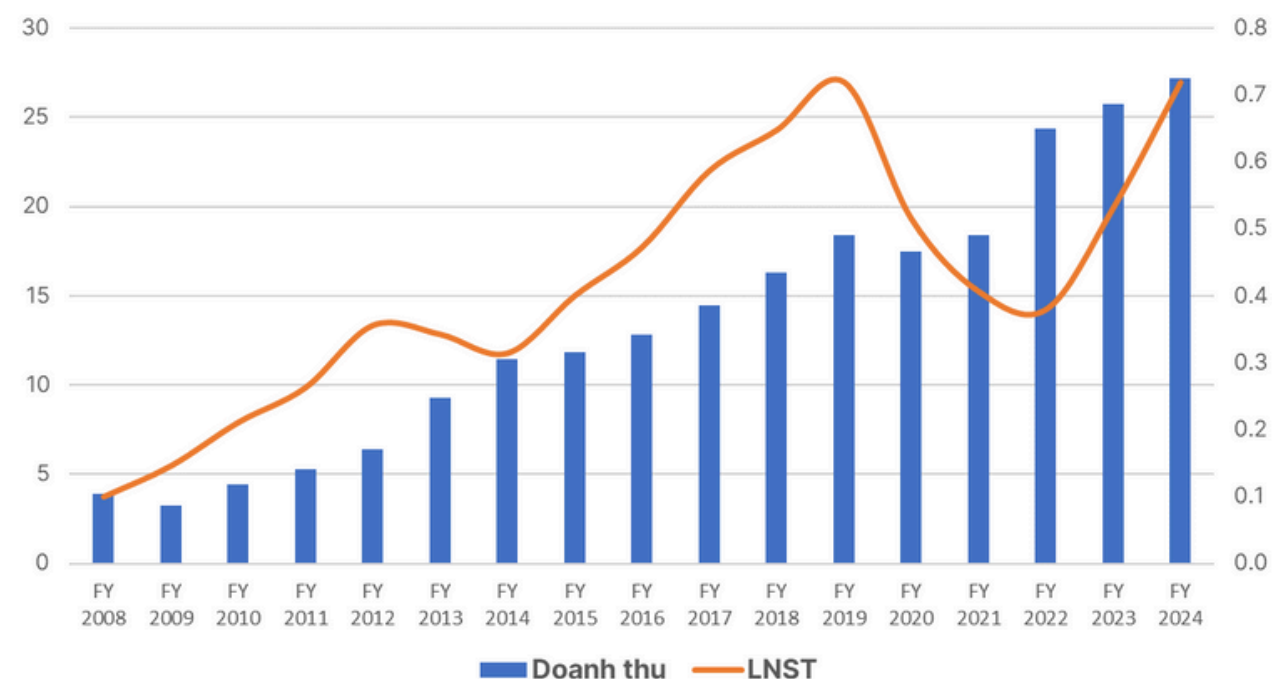
Số lượng CH 7-Eleven



Tỷ trọng các kênh bán hàng tạp hóa tại Thái Lan



Kết quả kinh doanh CPALL (Tỷ USD)



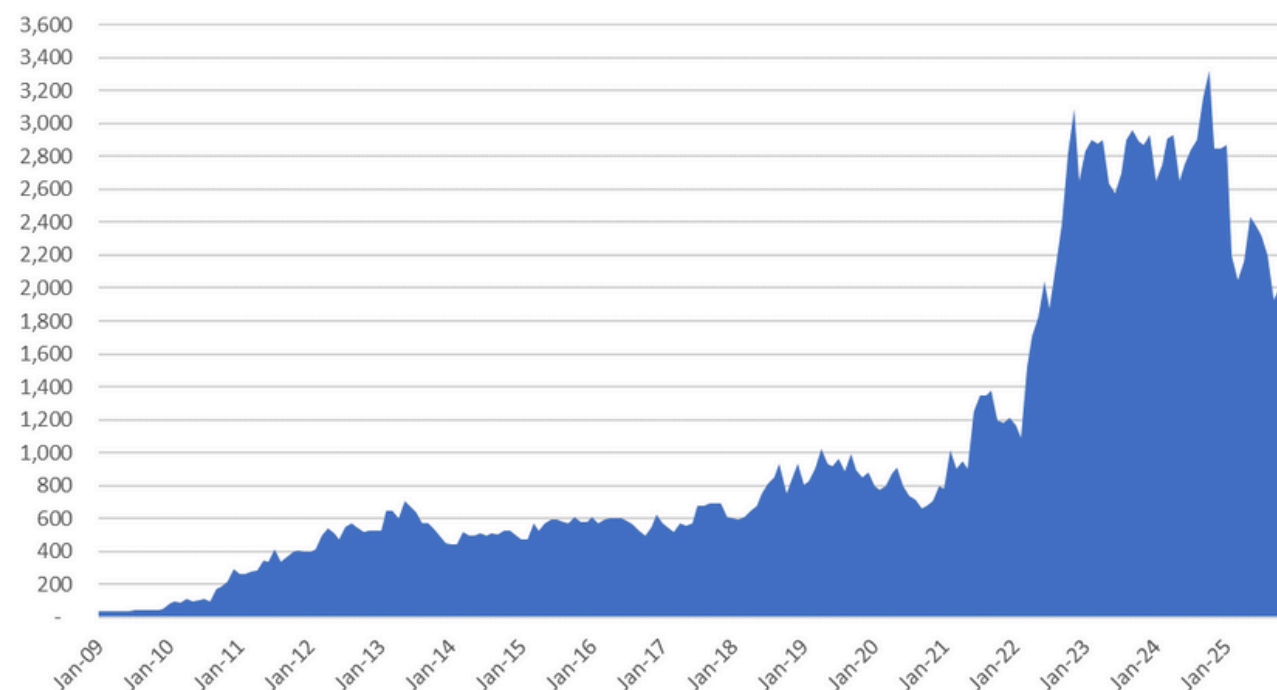
Câu chuyện thành công nước ngoài



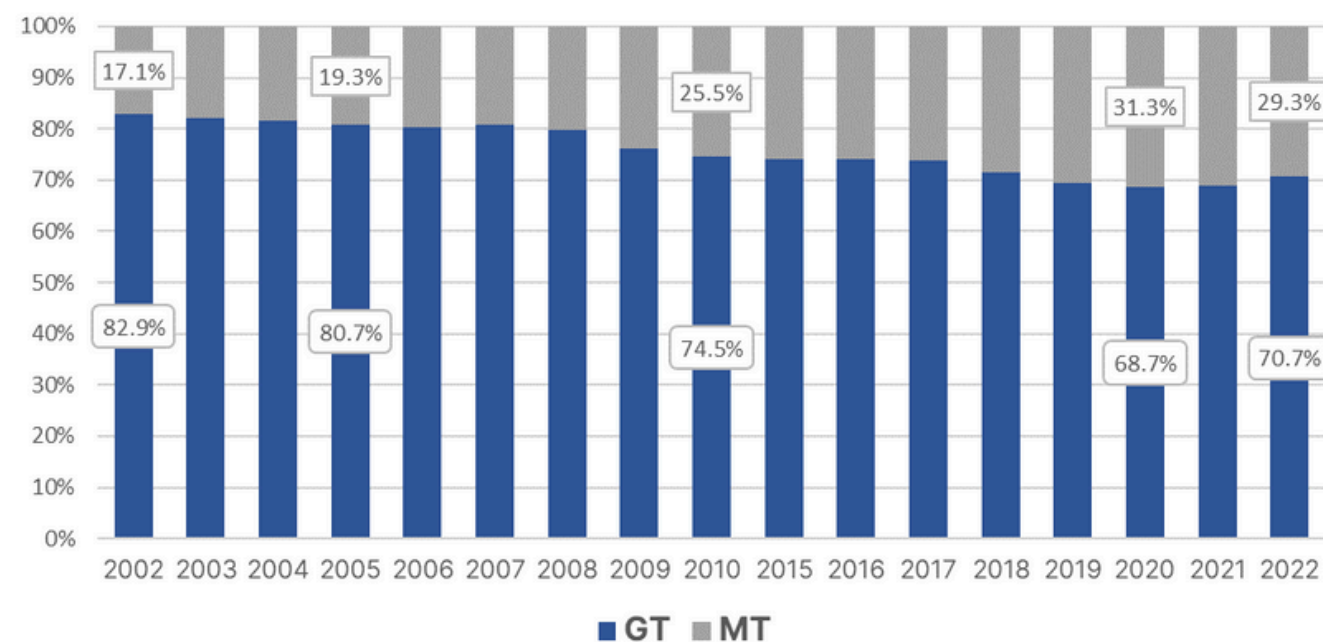
Dân số:
281.5 triệu

Alfamart

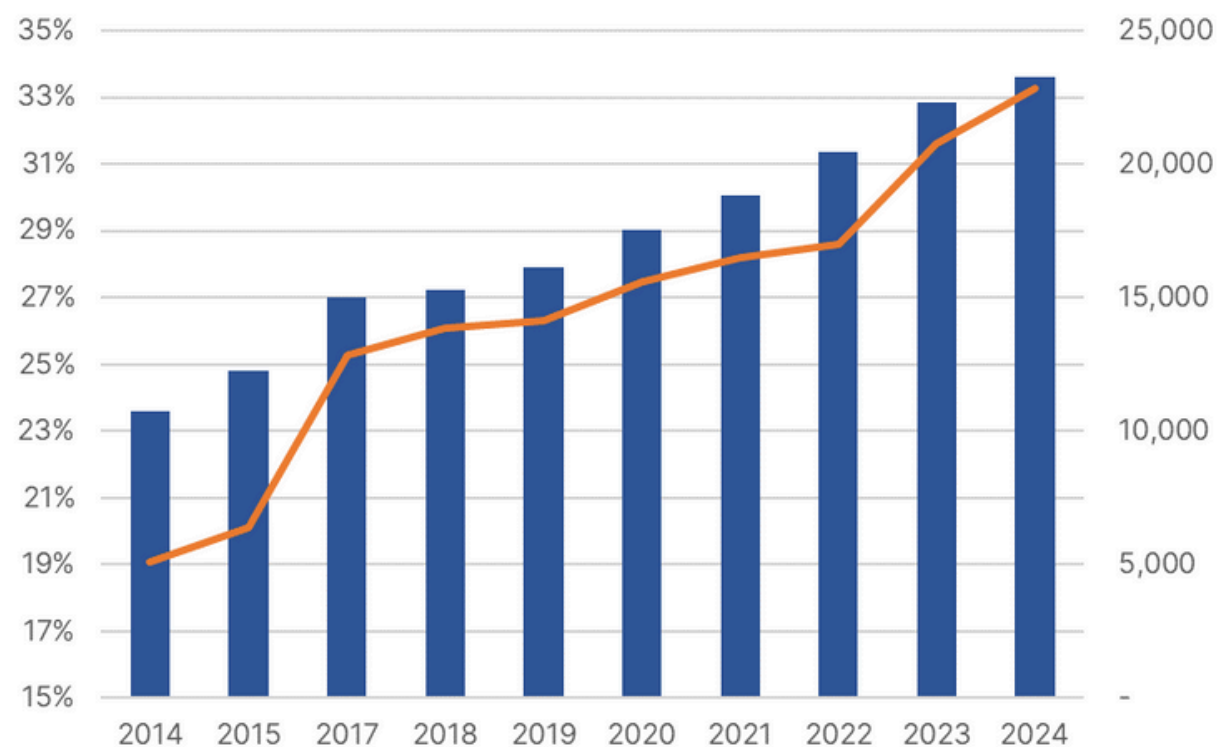
Diễn biến giá cổ phiếu công ty mẹ sở hữu Alfamart (IDR)



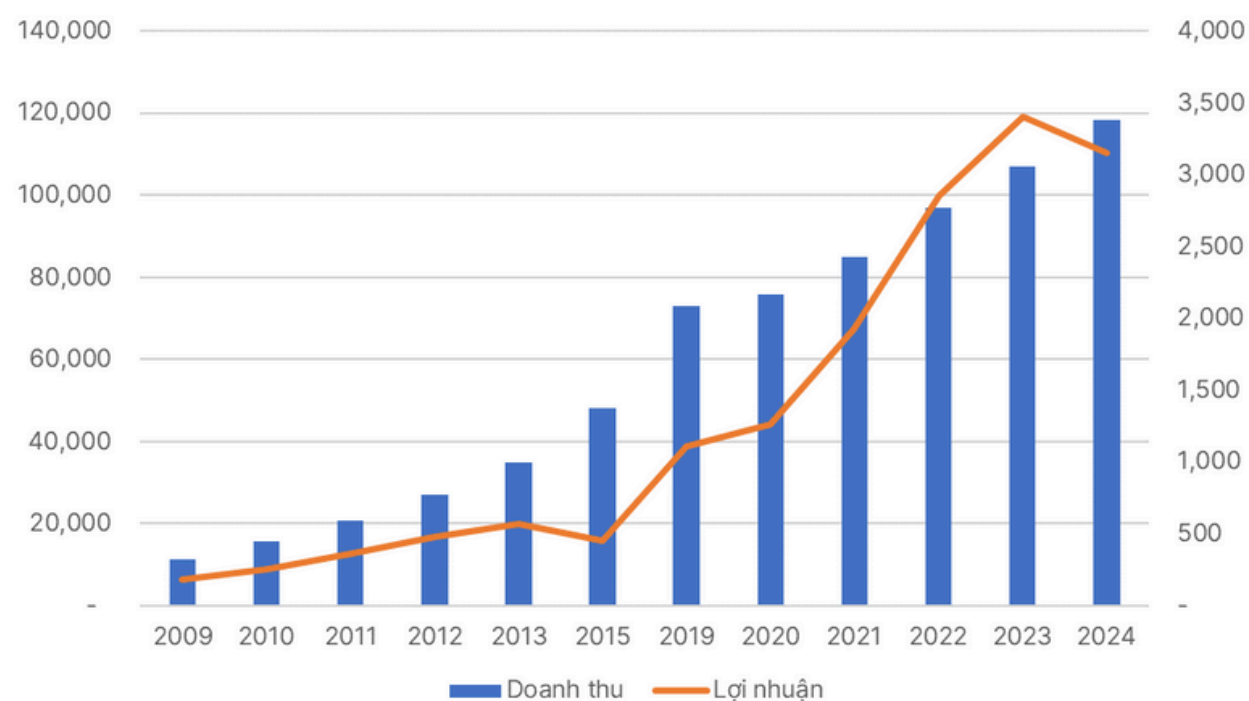
Tỷ trọng các kênh bán hàng tạp hóa tại Indonesia



Số lượng CH và thị phần của Alfamart



Kết quả kinh doanh Alfamart (Tỷ IDR)



Mô
hình
siêu
thị



Alfamart
Diện tích: 100-150m2
SKU: >3.800
Số CH: 20.120



Lawson
Diện tích: 44-184m2
SKU: >2.500
Số CH: 374



Alfamidi
Diện tích: 200-400m2
SKU: >7.000
Số CH: 2.435



Dan + Dan
Diện tích: 100m2
SKU: >8.600
Số CH: 348

Câu chuyện thành công nước ngoài

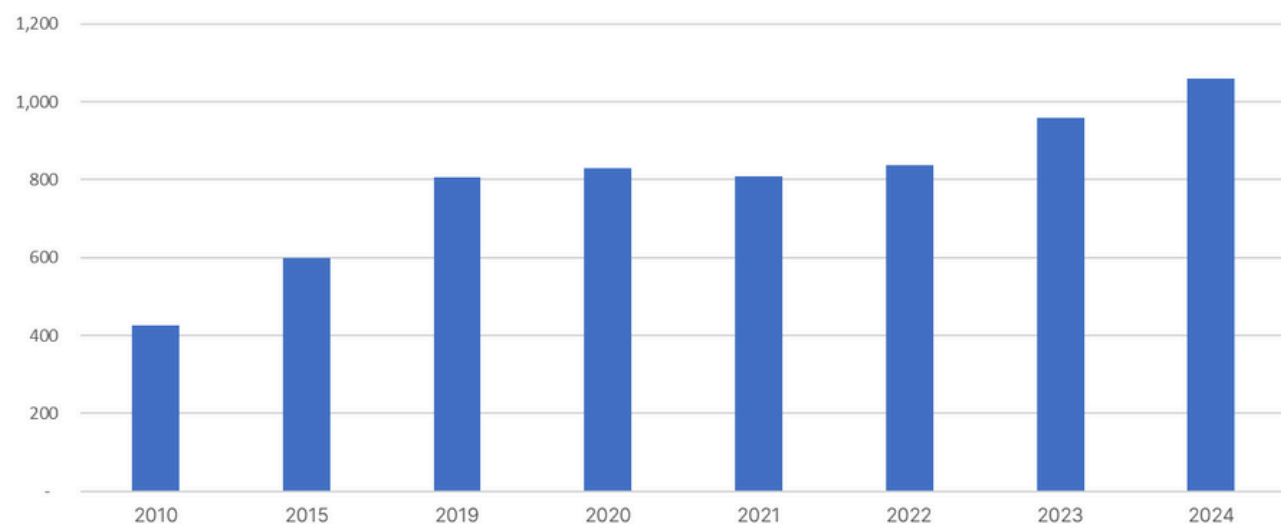


Dân số
1.5 tỷ

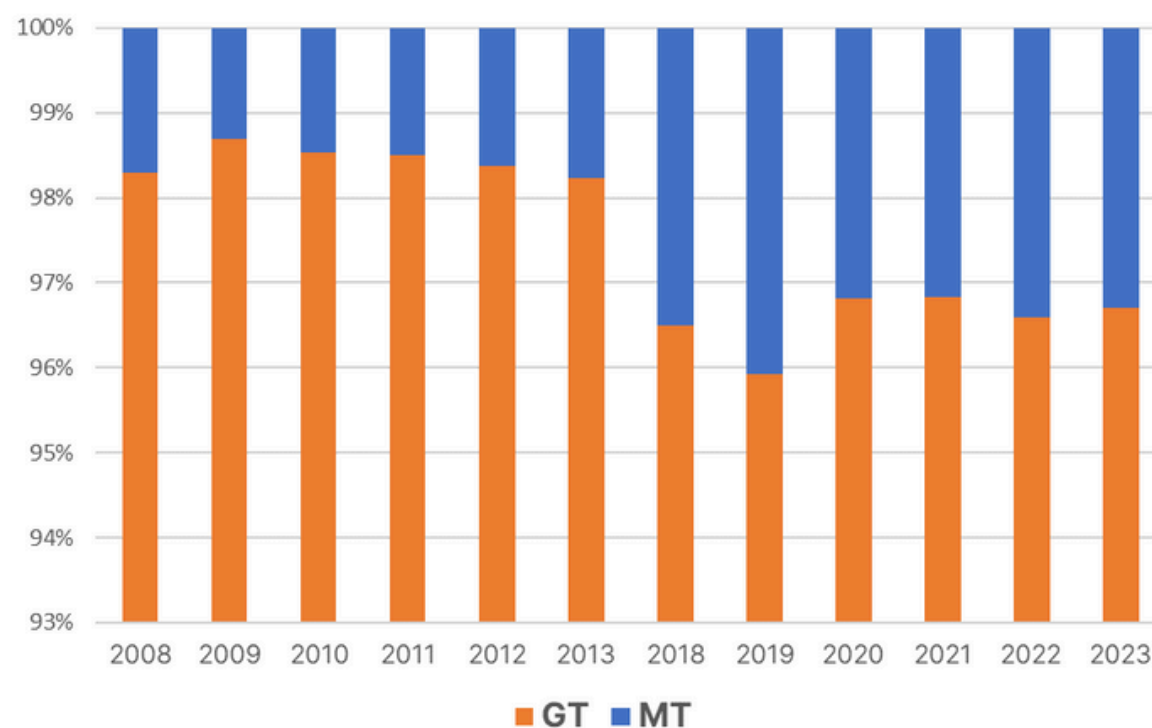


\$ 200 tỷ
(2027)

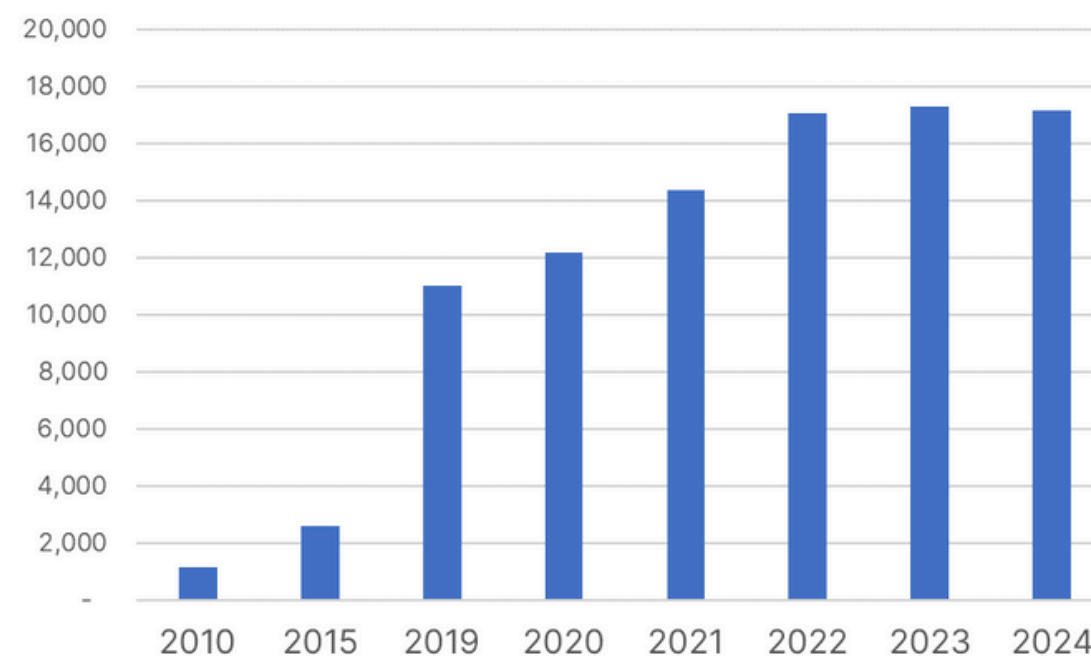
Quy mô thị trường bán lẻ Ấn Độ (tỷ \$)



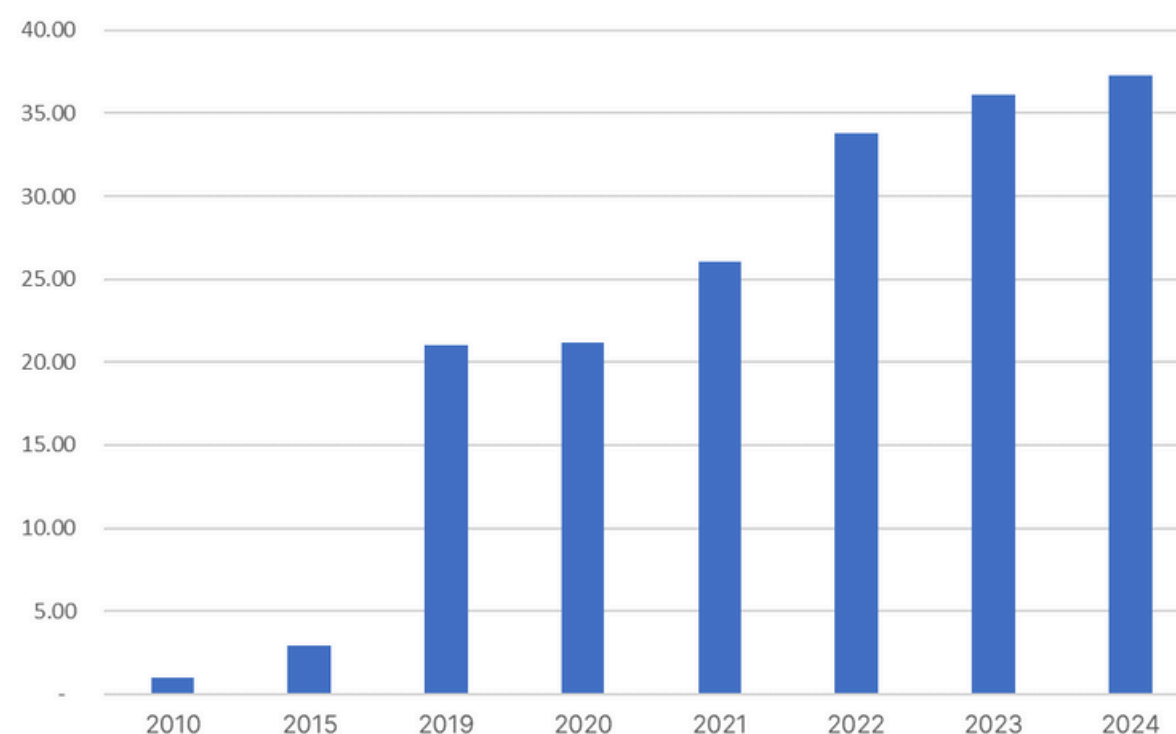
Tỷ trọng các kênh bán hàng tạp hóa tại Ấn Độ



Số lượng CH của Reliance Retail

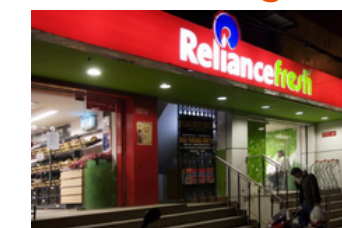


Doanh thu của Reliance Retail (Tỷ USD)

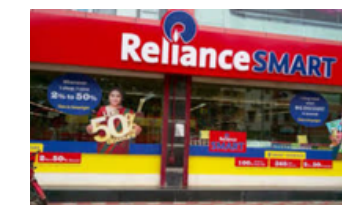


Mô
hình
siêu
thị

Fresh + Fresh Signature



Smart Bazaar



Diện tích: 4.000-6.500 m2
Số CH: 260

Smart Superstore



Diện tích: 1.400-2.500 m2
Số CH: 400+

Smart Point



Diện tích: 185-300 m2
Số CH: 1.800+

Reliance Market



Số CH: 52

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyen Minh Hanh
Head of Research
Hanh.nm@shs.com.vn

Ngo The Hien
Research Director
Hien.nth@shs.com.vn

Phan Tan Nhat
Research Director
Nhat.pt@shs.com.vn

Doan Thi Anh Nguyen
Research Manager
Nguyet.dta@shs.com.vn

Le Thu Huyen
Analyst
Huyen.lt@shs.com.vn

Le Nguyen Tu Anh
Analyst
Anh.Int@shs.com.vn

Nguyen Ngoc Anh
Analyst
Anh.nn@shs.com.vn

Nguyen Thanh Hoa
Research Director
Hoa.nt@shs.com.vn

Pham Hong Son
Research Director
Son.ph@shs.com.vn

Le Anh Thang
Research Manager
Thang.la@shs.com.vn

Vu Tuan Duy
Analyst
Duy.vt@shs.com.vn

Vu Nhat Anh
Analyst
Anh.vn@shs.com.vn

Pham Cao Duy
Analyst
Anh.vn@shs.com.vn

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng (OW): Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng
Khả quan (P): Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ (N): Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng
Kém khả quan (Ne): Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Hạ tỷ trọng (UW): Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng
Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)
Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...
Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Những quan điểm được trình bày trong báo cáo đã phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích, chúng tôi xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan tới các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:
Research@shs.com.vn
Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ Phần
Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội
43 Lý Thường Kiệt, phường Cửa
Nam, Tp.Hà Nội
Tel: (84.24) 38181 888 Ext. -
Fax: (84.24) 38181 688 -
Website: www.shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh
Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số
36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành,
Thành phố Hồ Chí Minh,
Việt Nam.
Tel: (84-8)-3915 1368
Fax: (84-8)-3915 1369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng
Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2,
số 03 Lê Đình Lý,
Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam
Tel: (84-511)-352 5777
Fax: (84-511)-352 5779
Email: contact-dn@shs.com.vn

Website: www.shs.com.vn