

Tiêu dùng

Triển vọng tích cực và định giá hấp dẫn

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

24/12/2025

Kết quả kinh doanh 9T2025 phân hóa

Ở ngành hàng tiêu dùng mà chúng tôi theo dõi (MSN, VNM, QNS), hầu hết doanh nghiệp ghi nhận doanh thu sụt giảm và kém hơn kì vọng do tác động của thắt chặt quy định thuế khoán đến các cửa hàng bán lẻ, cạnh tranh tiếp tục gay gắt và người tiêu dùng tiếp tục có xu hướng tiết kiệm. Ở chiều ngược lại, giá heo neo cao do bệnh dịch và bão lũ trong hơn 1 năm qua đã phần nào giúp doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp chăn nuôi heo (DBC, BAF, HPA) tăng trưởng vượt bậc trong 9T-2025 so với cùng kì. Về thủy sản xuất khẩu, KQKD của các doanh nghiệp có sự tăng trưởng tương đối ổn định, chủ yếu nhờ chi phí nuôi ổn định và làn sóng chạy trước đơn hàng trong 9T-2025.

Triển vọng 2026

Kinh tế và tiêu dùng trong năm tới được thúc đẩy bởi mục tiêu tăng trưởng cao và giảm trừ thuế TNCN, hứa hẹn đem lại nhiều dư địa cho các doanh nghiệp hàng tiêu dùng tại thị trường nội địa. Chúng tôi kì vọng các thương hiệu tiêu dùng hàng đầu là MSN và VNM sẽ duy trì được vị thế dẫn đầu nhờ nền tảng phân phối phủ khắp, nhận diện thương hiệu cao và cải tiến sản phẩm. Về ngành chăn nuôi lợn, chúng tôi kì vọng thị phần tiếp tục có xu hướng dần tập trung về các doanh nghiệp lớn, đem lại triển vọng tăng trưởng sản lượng tích cực trong khi giá bán heo được kì vọng tiếp tục neo cao. Về ngành thủy sản xuất khẩu, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng thấp hoặc sụt giảm nhẹ với cạnh tranh cao tại các thị trường chính như Mỹ và Châu Âu khi các rào cản thương mại vẫn tiềm ẩn rủi ro nhất định.

Định giá hấp dẫn cho thủy sản, tiềm năng tăng trưởng tốt với hàng tiêu dùng nội địa

Chúng tôi ưa thích VNM và MSN với vị thế vững chắc và dư địa tăng trưởng rõ ràng trong 2026. Trong đó, MSN là sự lựa chọn tốt hơn ở thời điểm hiện tại, dựa theo tiềm năng tăng giá. Cùng với đó, chúng tôi cũng khuyến nghị MUA đối với VHC và FMC, hai doanh nghiệp thủy sản cá tra và tôm hàng đầu với mức giá đã được chiết khấu về mức hấp dẫn.

MUA thay đổi

Khuyến nghị	
VNM	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	69,800 VNĐ
MSN	MUA
Giá mục tiêu	98,800 VNĐ
VHC	MUA
Giá mục tiêu	68,000 VNĐ
FMC	MUA
Giá mục tiêu	46,800 VNĐ

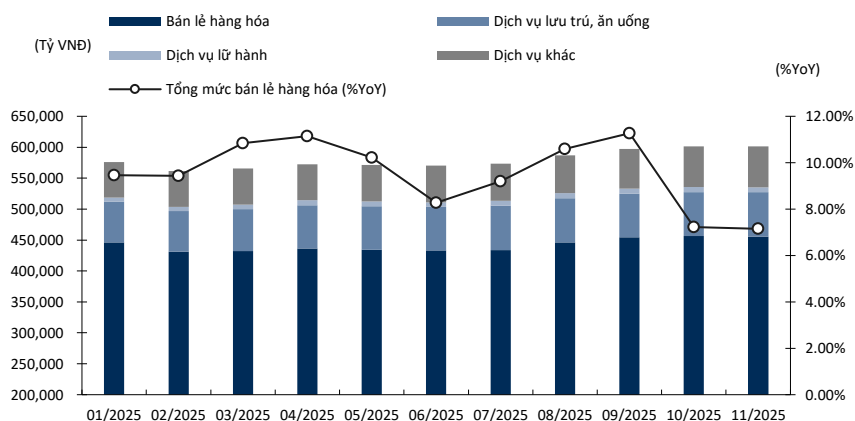
Kết quả kinh doanh 9T2025

Ngành tiêu dùng bán lẻ tiếp tục tăng trưởng ổn định với lạm phát thấp trong 2025

Lũy kế 11T-2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 7.15% (đã loại trừ lạm phát), cho thấy sức tăng ở mức vừa phải, chịu nhiều tác động từ yếu tố tâm lý tiêu dùng tiếp tục dè dặt trong bối cảnh kinh tế và xã hội có nhiều chuyển biến khó lường như tái cấu trúc bộ máy nhà nước, thuế đối ứng tại Mỹ,.. Mặt khác, đà tăng trưởng cao của ngành du lịch giúp dịch vụ lưu trú & ăn uống và dịch vụ lẻ hành tăng lần lượt 14% YoY và 20% YoY trong 11 tháng, hỗ trợ không nhỏ đến sức tiêu dùng cả nước. Lạm phát được kiểm soát tốt với chỉ số giá tiêu dùng và lạm phát cơ bản lần lượt đạt 3.6% và 3.28% YoY tính đến tháng 11.

Nhìn chung, tốc độ tăng trưởng có phần chậm lại trong tháng 10-11, cho thấy nhu cầu đang có dấu hiệu tăng chậm và ổn định.

Biểu đồ 1. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ bóc tách

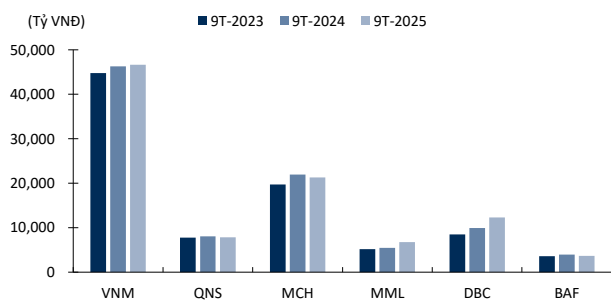


Nguồn: Fiinpro, GSO

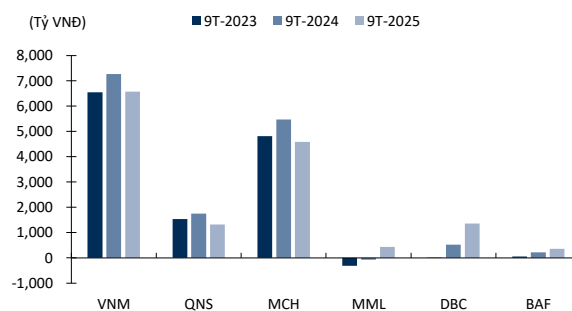
Ngành thực phẩm tiêu dùng: khó khăn tạm thời

Trong 2025, chính sách thuế khoán là một trong những yếu tố tác động mạnh mẽ nhất tới ngành tiêu dùng. Quy định mới yêu cầu các hộ kinh doanh phải kết nối với tài khoản ngân hàng để ghi nhận doanh thu, thay vì ước tính như trước đây, khiến chi phí thuế ước tăng khoảng 4 lần. Điều này tác động đến nhu cầu nhập hàng của các tiểu thương ngay lập tức từ quý 2, gây sụt giảm doanh thu của các doanh nghiệp tại kênh truyền thống. Theo đó, Masan Consumer – thương hiệu lớn nhất về hàng tiêu dùng với các sản phẩm như Gia Vị, Mì gói tiện lợi, nước giải khát và cà phê bị ảnh hưởng nhiều nhất, với doanh thu trong 2Q-3Q25 giảm lần lượt -15% và -6% YoY.

Ngoài ra, Masan và Vinamilk đều thực hiện cuộc cải tổ mạnh mẽ về phương thức bán hàng nhằm giảm lệ thuộc vào kênh phân phối sỉ truyền thống, vốn chiếm từ 70%-90% doanh thu trước đây. Cả hai doanh nghiệp đều giới thiệu các nền tảng ứng dụng công nghệ mới, sử dụng AI để kết nối với cửa hàng bán lẻ nhằm theo dõi tình hình bán hàng, tự động hóa đặt hàng và dự phóng nhu cầu của người tiêu dùng dựa trên thời gian thực. Hoạt động tái cấu trúc của hàng này cũng ảnh hưởng lớn đến sự sụt giảm doanh thu trong ngắn hạn của Vinamilk trong 1Q25 và Masan Consumer (MCH) trong 2Q25.

Bảng 2. Doanh thu của các doanh nghiệp F&B lớn

Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

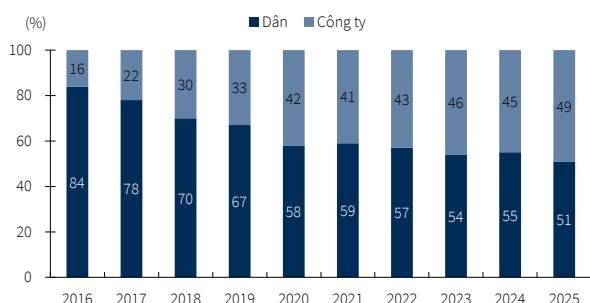
Bảng 3. Lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp phân hóa

Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

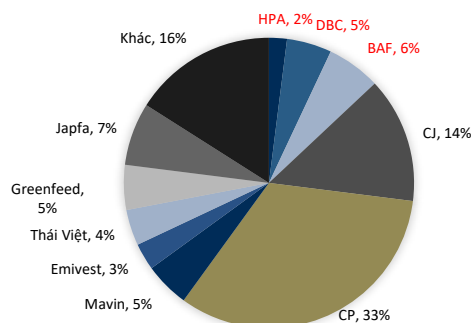
Chăn nuôi heo: các doanh nghiệp ghi nhận KQKD tích cực nhờ chu kỳ giá heo tốt

Nguồn cung heo trong 2025 bị tác động bởi nhiều yếu tố như (1) Dịch bệnh tả lợn Châu Phi khiến nguồn cung diễn ra bất thường; (2) Các trận bão lũ cũng khiến tỉ lệ hao hụt trong quá trình nuôi tăng cao. Hai yếu tố này đóng vai trò chính khiến giá heo có những biến động lớn, tăng mạnh trong 2 quý đầu năm - thời điểm nhu cầu cao, rồi sụt giảm mạnh do nhu cầu yếu và trạng thái chủ động bán chạy dịch/lũ.

Các doanh nghiệp lớn tiếp tục hưởng lợi trong môi trường giá heo tăng nhờ nguồn cung ổn định, đầu tư trang trại kỹ lưỡng hơn giúp giảm tỉ lệ hao hụt và tận dụng được những thời điểm giá heo neo cao. Bên cạnh đó, giá thức ăn chăn nuôi (TACN) duy trì ở mức thấp và ổn định nhờ nguồn cung khá và nhu cầu chậm trên toàn cầu, giúp các doanh nghiệp lớn tối ưu chi phí và duy trì biên lợi nhuận cao. Trong 9T-2025, ba doanh nghiệp chăn nuôi và chế biến heo lớn nhất là DBC, BAF và MML ghi nhận LNST đạt lần lượt 1,358 tỷ VNĐ (+156%YoY), 363 tỷ VNĐ (69%) và 438 tỷ VNĐ (+710%).

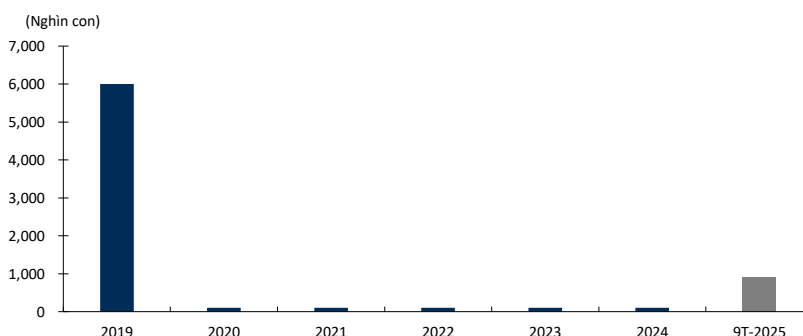
Bảng 4. Thị phần heo thịt chăn nuôi trong ngành

Nguồn: Agromonitor

Bảng 5. Top các công ty có đàn nái lớn nhất cả nước

Nguồn: Agromonitor

9T-2025, số lượng heo trên cả nước bị tiêu hủy lên tới hơn 1.2 triệu con, tăng mạnh so với 2024. Vì vậy, nguồn cung heo được dự báo sẽ tiếp tục khan hiếm trong thời gian tới do các trang trại cần thời gian đảm bảo an toàn sinh học (ATSH) và tái đàn.

Biểu đồ 6. Số lượng heo tiêu hủy do dịch bệnh tăng cao

Nguồn: Agromonitor, FAO, Cục chăn nuôi và thú y

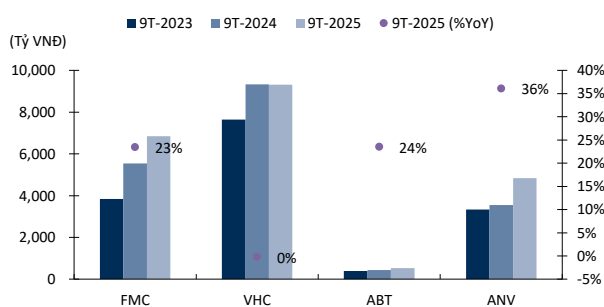
Thủy sản: đơn hàng ổn định nhưng biên lợi nhuận co hẹp do cạnh tranh và rào cản thương mại

Trong 9T-2025, hai doanh nghiệp thủy sản hàng đầu về chế xuất cá tra và tôm trên sàn mà chúng tôi ưa thích là Vĩnh Hoàn (VHC) và Thực Phẩm Sao Ta (FMC) đều ghi nhận KQKD tăng trưởng dù trong bối cảnh đối mặt với mức thuế đối ứng cao (10%-20%) tại Mỹ - thị trường quan trọng nhất đối với cả hai.

Về VHC, doanh thu và LNST công ty mẹ tăng lần lượt 0% YoY và 39% YoY trong 9T-2025. Điều này chủ yếu đến từ việc chi phí nuôi cá (chủ yếu là TACN) thấp hơn cùng kì, hoàn nhập dự phòng, trong khi giá bán đầu ra đi ngang, giúp biên gộp cải thiện 260 bps YoY. Về sản lượng tiêu thụ, tổng sản lượng cá tra ghi nhận đạt 67.6 nghìn tấn (-7%YoY) với các thị trường chính lần lượt là Mỹ (36.6 nghìn tấn, -4% YoY), Châu Âu (11.7 nghìn tấn, +11% YoY), Trung Quốc (6.1 nghìn tấn, -43%YoY) và khác (13.1 nghìn tấn, -1% YoY). Bất chấp các đơn hàng chạy trước, sản lượng tại Mỹ sụt giảm do nhu cầu tiêu thụ vừa phải, và tồn kho còn cao. Mặt khác, thị trường Trung Quốc chứng kiến sự sụt giảm mạnh do nhu cầu sản phẩm phi lê hạn chế, tiêu chuẩn thấp và cạnh tranh cao. Nhìn chung, giá bán trung bình của VHC đi ngang so với cùng kì, bị tác động bởi thuế quan và làn sóng cạnh tranh gay gắt của thương mại toàn cầu.

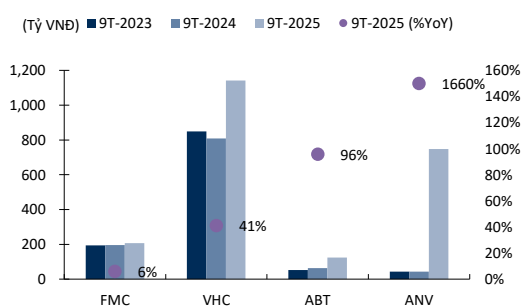
Đối với FMC, doanh thu và LNST công ty mẹ tăng lần lượt 24% YoY và 6% YoY trong 9T-2025. Trong đó, doanh thu của FMC tại thị trường Mỹ (30%-44% tổng doanh thu) ghi nhận bao gồm cả thuế quan (10%-20%) đối với hầu hết đơn hàng từ quý 3 do doanh nghiệp đổi sang phương thức vận chuyển DPP (Delivered Duty Paid). Điểm tích cực là sản lượng tôm xuất khẩu tăng 18% YoY nhờ nhu cầu nhập hàng trước (Front-loading) tại Mỹ (44% doanh thu) và nhu cầu ổn định tại các thị trường còn lại. Mặt khác, FMC ghi nhận chi phí bán hàng tăng 99% YoY, bao gồm chi phí thuế đối ứng, chi phí dự phòng cho thuế CBPG và Trợ cấp, khiến lợi nhuận bị bào mòn dù tăng trưởng sản lượng và doanh thu vẫn tương đối mạnh mẽ.

Bảng 7. Doanh thu của các doanh nghiệp Thủy sản xuất khẩu lớn



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

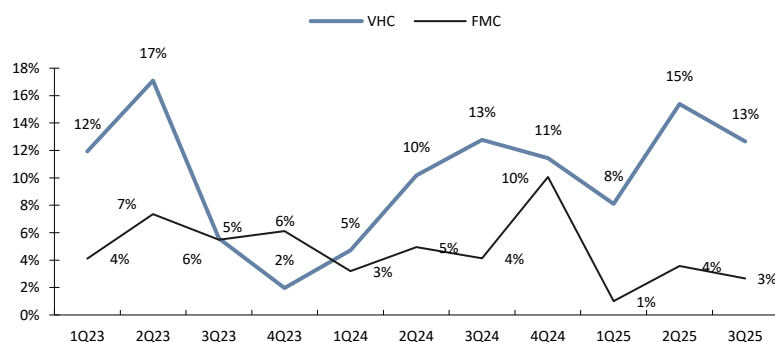
Bảng 8. Lợi nhuận sau thuế giữ đà phục hồi, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận tăng mạnh



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 9. Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) của 2 doanh nghiệp niêm yết mà chúng tôi theo dõi

Tăng trưởng LNST của VHC chủ yếu đến từ việc cải thiện biên lợi nhuận do chi phí sản xuất thấp và hoàn nhập. Biên lợi nhuận của FMC lại thu hẹp do các khoản dự phòng thuế tương đối cao, dù sản lượng và doanh thu cải thiện mạnh mẽ.



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Triển vọng 2026

Ngưỡng miễn thuế dự kiến tăng 40%, cải thiện sức mua tiêu dùng

Trong cuối 2025, nhà nước đã phê duyệt tăng mức miễn thuế TNCN từ 11 triệu lên 15 triệu VNĐ và mức giảm trừ người phụ thuộc từ 4.4 triệu VNĐ lên 6.2 triệu VNĐ, có hiệu lực từ 2026. Điều này giúp tăng ngưỡng miễn thuế tăng khoảng 40% so với trước đây, đem lại thu nhập khả dụng và sức mua cải thiện đáng kể. Mặc khác, chúng tôi cho rằng nhu cầu đầu tư lớn của toàn xã hội và cá nhân phần nào sẽ tiếp tục hạn chế tăng trưởng của các mặt hàng tiêu dùng, dự kiến tăng ở mức 1 con số trung bình.

Các doanh nghiệp tiêu dùng lớn dự kiến phục hồi đáng kể

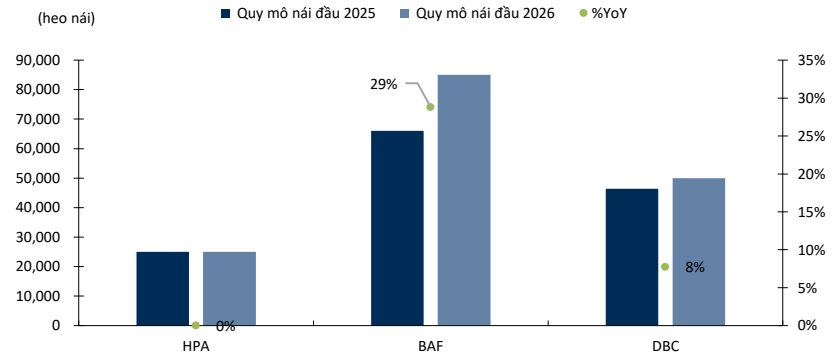
Về triển vọng phục hồi và tăng trưởng trong 2026, chúng tôi kì vọng VNM và MCH/MSN sẽ hưởng lợi đáng kể với các quy định thuế mới. Cả hai doanh nghiệp đều sở hữu mô hình sản xuất và bán hàng với quy mô lớn, thương hiệu có độ nhận diện cao và đầu tư mạnh mẽ vào sản phẩm. Đặc biệt, cả hai đều đầu tư vào chuỗi giá trị bán lẻ hiện đại trực tiếp và gián tiếp, hưởng lợi từ sự dịch chuyển trong thói quen tiêu dùng, giúp duy trì vị thế dẫn đầu. Với MCH, sự mở rộng của chuỗi Winmart (số cửa hàng + 16% YoY trong 11T-2025) đem lại không gian tăng trưởng cho kênh hiện đại trong bối cảnh kênh truyền thống không ổn định. Đối với VNM, doanh nghiệp tiếp tục đầu tư vào chuỗi cửa hàng bán lẻ riêng với mục tiêu 700 cửa hàng trên toàn quốc, đồng thời làm việc sát sao với các cửa hàng truyền thống để chuyển đổi mô hình. Chúng tôi dự báo LNST của VNM và MCH sẽ tăng trưởng lần lượt 9.9% YoY và 9.8% YoY trong 2026, với dòng tiền CFO mạnh mẽ và khả năng trả cổ tức tiếp tục cải thiện.

DN chăn nuôi heo kì vọng tăng trưởng tích cực nhờ cải thiện sản lượng, thị phần và giá neo cao

Trong bối cảnh dịch tả heo châu Phi (ASF) vẫn diễn biến phức tạp và rủi ro sinh học cao, mô hình chăn nuôi nhỏ lẻ sẽ tiếp tục thu hẹp mạnh mẽ do thiếu vốn tái đàn và không đảm bảo an toàn sinh học. Đây là "thời cơ vàng" để các doanh nghiệp công nghiệp với quy mô lớn, quy trình khép kín từ con giống đến chế biến, giúp duy trì chi phí tối ưu trong bối cảnh giá bán biến động với biên độ rộng. Chúng tôi kì vọng sản lượng bán hàng của các doanh nghiệp niêm yết, bao gồm heo hơi (BAF, DBC, HPA) và thịt đã qua chế biến (BAF, MML) sẽ tiếp tục xu hướng tăng và cải thiện đáng kể trong 2026. Trong các doanh nghiệp, BAF sẽ là doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng tốt nhất về sản lượng trong 2026, nhờ chiến lược mở rộng thông qua thu mua các trang trại nhỏ hoạt động không hiệu quả. Thói quen mua sắm dịch chuyển sang kênh bán lẻ hiện đại cũng sẽ là 1 yếu tố tác động đến sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp niêm yết, đặc biệt là BAF và MML. Về giá bán, nguồn cung hạn chế sẽ phần nào đẩy mức giá bán lên cao trong giai đoạn cao điểm từ quý 4-2025 đến quý 1-2026, tương tự như giai đoạn trong 2024-2025, đem lại triển vọng khả quan cho nhóm doanh nghiệp chăn nuôi, với lợi thế quy mô lớn và tỉ lệ nuôi thành công vượt trội so với ngành. Tuy nhiên, nguồn cung trong nửa cuối năm 2026 kì vọng sẽ phục hồi tốt theo tính chu kì ngành, có xu hướng khiến giá bán giảm. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng giá heo hơi trung bình của các doanh nghiệp sẽ tiếp tục duy trì ở mức quanh 60 nghìn/kg, tương đương mức trung bình của 2025.

Với sản lượng heo nái (heo mẹ đẻ) tăng mạnh lên mức 85,000 con hiện nay, BAF cho thấy khả năng tăng trưởng cao nhất về quy mô đàn. Doanh nghiệp cũng công bố chiến lược “heo cao tầng” trong dài hạn, đặt mục tiêu 10 triệu heo thịt trong 2030.

Biểu đồ 10. Quy mô heo nái công bố bởi các doanh nghiệp

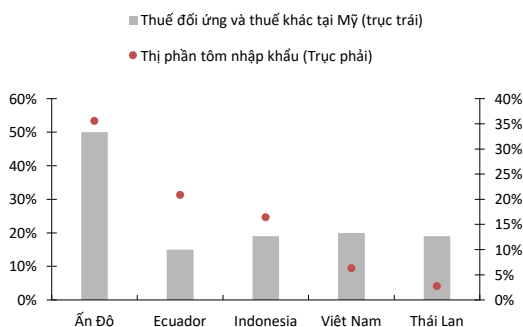


Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

Doanh thu các doanh nghiệp thủy sản kì vọng đi ngang nhờ đa dạng hóa thị trường

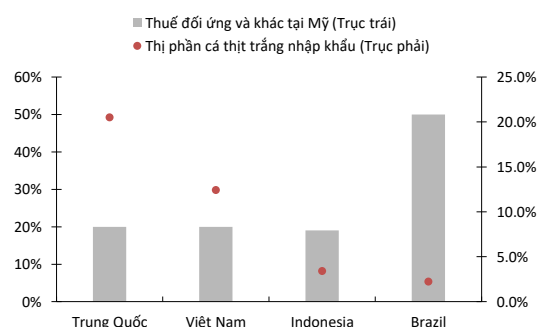
Các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản đang đối mặt với nhiều khó khăn nhất định bao gồm mức thuế CBPG sơ bộ cao đối với tôm, cạnh tranh gay gắt hơn giữa các doanh nghiệp cá tra Việt Nam (thêm 6 doanh nghiệp được hưởng thuế 0%) và mức thuế của Mỹ giảm mạnh xuống 20% đối với Trung Quốc (ngang với Việt Nam). Với hai doanh nghiệp niêm yết mà chúng tôi theo dõi, mở rộng và đa dạng hóa sang các thị trường khác sẽ là chiến lược chính trong 2026 trong bối cảnh thị trường Mỹ tiềm ẩn nhiều rủi ro. Chúng tôi kì vọng sản lượng của VHC và FMC đi ngang so với cùng kì với mức giá bán thấp hơn từ 3%-5% do đa dạng hóa ra khỏi thị trường Mỹ - vốn có mức giá cao hơn. Tuy vậy, biên lợi nhuận của FMC có thể được cải thiện hơn nhờ đa dạng hóa sang các thị trường có biên lợi nhuận cao hơn thị trường Mỹ (vốn chịu nhiều chi phí tuân thủ do mức thuế CBPG cao). Đối với VHC, chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận ổn định, được hỗ trợ bởi dịch chuyển doanh thu sang C&G và các sản phẩm bánh phồng & sản phẩm từ gạo. Trong bối cảnh thị trường 2026 dự kiến kém sôi động, mô hình kinh doanh tự chủ nguyên liệu không hoàn toàn (VHC 70%, FMC 30%) cho phép doanh nghiệp linh hoạt cắt giảm nguồn thu mua ngoài để tương thích với sức cầu từ đơn hàng mà không gánh chịu rủi ro dư thừa công suất quá lớn, qua đó bảo vệ biên lợi nhuận hiệu quả.

Biểu đồ 11. Mức thuế tổng áp dụng với mặt hàng Tôm (chưa bao gồm mức thuế sơ bộ với tôm Việt Nam là ~35%) tại Mỹ



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12. Mức thuế tổng áp dụng với các mặt hàng cá tra tại Mỹ



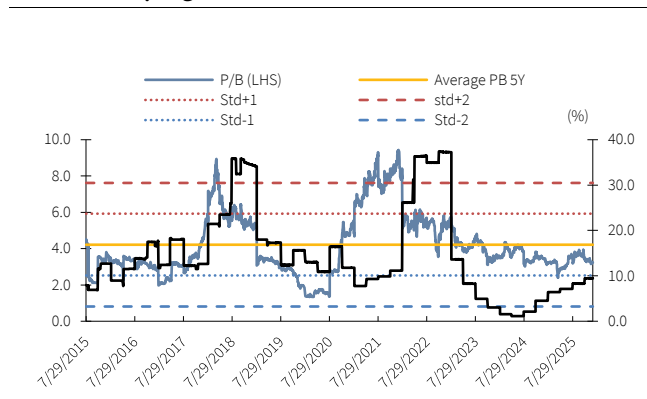
Nguồn: ITC, KBSV tổng hợp

Định giá hầu hết các doanh nghiệp đều ở vùng hấp dẫn

Chúng tôi ưa thích VNM, MSN, VHC và FMC nhờ vị thế dẫn đầu trong ngành và sở hữu lợi thế cạnh tranh nhất định.

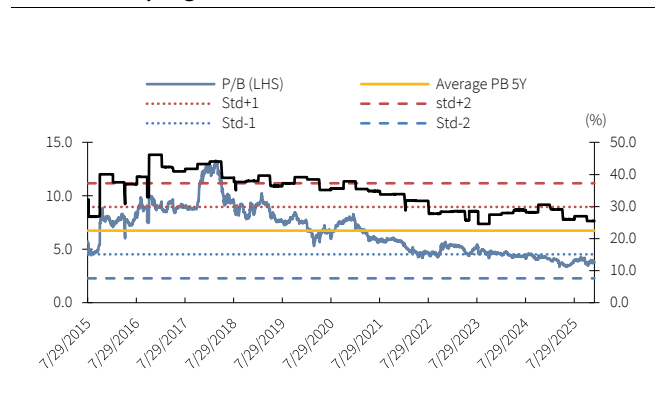
Đối với tiêu dùng nội địa, điểm nhấn chính là triển vọng tăng trưởng và phục hồi tích cực sẽ giúp VNM và MSN ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đáng kể. So với mức giá ở thời điểm hiện tại, MSN là sự lựa chọn hấp dẫn với chuỗi bán lẻ hiện đại tăng trưởng cao và sự phục hồi của mảng hàng tiêu dùng (MCH) trong 2026. Đối với thủy sản xuất khẩu, dù triển vọng ở mức trung bình, chúng tôi nhận thấy mức định giá hấp dẫn là yếu tố chính của quan điểm đầu tư ở thời điểm hiện tại với PE và PB của VHC và FMC đều ở mức chiết khấu sâu so với trung bình quá khứ.

Biểu đồ 13. Định giá ROB & PB của MSN



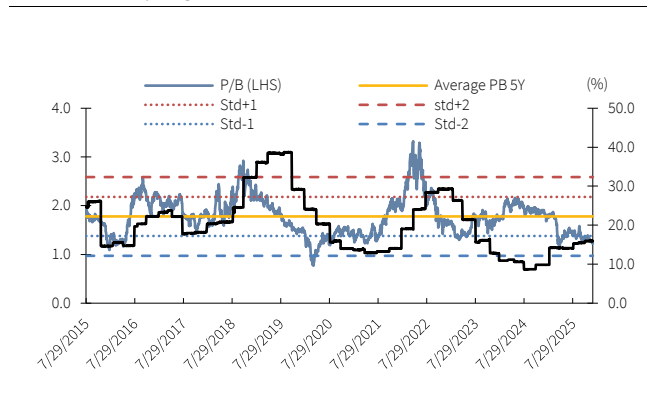
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 14. Định giá ROB & PB của VNM



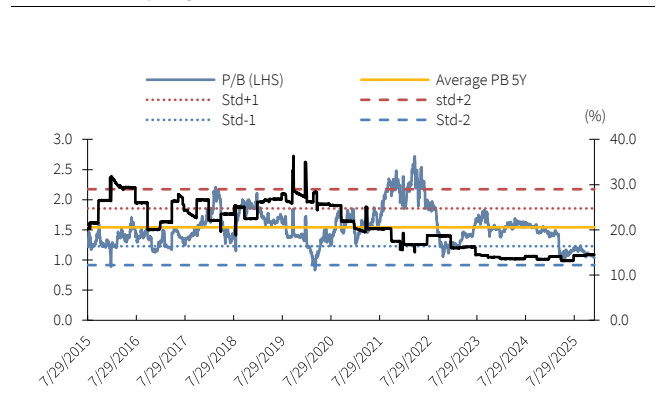
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 15. Định giá ROB & PB của VHC



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 16. Định giá ROB & PB của FMC



Nguồn: KBSV tổng hợp

CTCP Thực Phẩm Sao Ta

Định giá hấp dẫn, triển vọng lạc quan

03/11/2025

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

Doanh thu tăng 23% YoY trong 9M25, nhưng LNST chỉ tăng 6% YoY

Nhu cầu nhập hàng trước thuế quan thúc đẩy tổng sản lượng trong 9M2025 tăng 18% YoY. Bất chấp nhu cầu hạ nhiệt trong quý 3, sản lượng vẫn đi ngang (+0%YoY), giúp doanh thu và LNST công ty mẹ vẫn đạt lần lượt 2,984 tỷ VNĐ (+5%YoY) và 97 tỷ VNĐ (+22%YoY). Lũy kế 9M2025, FMC ghi nhận doanh thu và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 6,850 tỷ VNĐ (+23% YoY) và 207 tỷ VNĐ (+6% YoY).

Thuế CBPG được kì vọng quay lại mức thấp 0%, giúp FMC hoàn nhập dự phòng trong 2026

Trong quý 2/2025, Bộ thương mại Mỹ (DOC) công bố mức thuế sơ bộ chống bán phá giá (CBPG) là 35.27% đối với 1 doanh nghiệp chế xuất tôm Việt Nam và áp dụng với cả các doanh nghiệp khác (bao gồm FMC). Tuy nhiên, FMC có thể tiếp tục được chứng minh không bán phá giá, qua đó duy trì mức thuế 0% - mức doanh nghiệp nhận được trong 4 năm qua. Điều này sẽ giúp doanh nghiệp ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng, ước tính khoảng 172 tỷ VNĐ của giai đoạn 2024-2025, trong năm 2026

Thuế đối ứng vẫn đem lại khả năng cạnh tranh ổn định cho doanh nghiệp

So với trước sự kiện thuế đối ứng, chênh lệch thuế hiện tại không thay đổi quá nhiều, giúp FMC duy trì khả năng cạnh tranh tại thị trường Mỹ. Mức thuế bổ sung lên tới 50% đối với Ấn Độ, nhà xuất khẩu tôm lớn nhất tại Mỹ cũng sẽ hỗ trợ thúc đẩy nhu cầu thay thế từ các quốc gia khác.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 46,800 VND/cổ phiếu

Tác động của thuế đối ứng và vụ kiện CBPG đã khiến cổ phiếu FMC giảm 20% trong thời gian qua. Định giá PE và PB của doanh nghiệp hiện lần lượt là 7.7 lần và 1.09 lần, thấp hơn lần lượt 20% và 30% so với trung bình 5 năm. Chúng tôi khuyến nghị MUA với định giá hợp lý là 46,800 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 27%.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND46,800
Tăng/giảm (%)	27%
Giá hiện tại (03/11/2025)	VND36,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 48,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	2.2/0.09

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	23.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	3.6/0.1
Sở hữu nước ngoài (%)	31.0%
Cổ đông lớn	Pan Group (37.75%) C.P Việt Nam (24.9%)

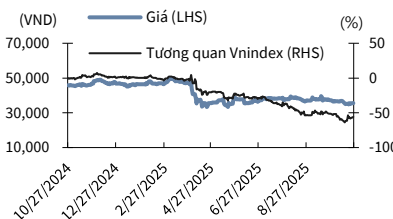
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4.6	-7.3	-0.3	-22.7
Tương đối	-5.9	-17.2	-37.2	-57.0

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	5,087	6,913	8,292	8,768
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	363	269	387	486
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	276	306	292	351
EPS (VNĐ)	4,222	4,675	4,472	5,372
Tăng trưởng EPS (%)	-10.7	10.7	-4.3	20.1
P/E (x)	8.7	7.8	8.2	6.8
P/B (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
ROE (%)	14	15	13	16
Tỷ suất cổ tức (%)	5.5	5.5	5.5	5.5

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn

Định giá hấp dẫn cho doanh nghiệp đầu ngành

27/11/2025

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

KQKD quý 3 cải thiện nhờ các mảng kinh doanh khác ngoài cá tra

Doanh thu và LNST CĐ công ty mẹ trong quý 3 đạt lần lượt 3,471 tỷ VNĐ (+6%YoY) và 433 tỷ VNĐ (+35%YoY). Động lực chính đến từ thoái vốn chứng khoán đầu tư và sự phục hồi tốt của doanh thu C&G/Sa Giang/Phụ phẩm với tăng trưởng lần lượt 20%/12%/29% YoY nhờ tâm lý và nhu cầu phục hồi. Trái lại, doanh thu từ cá tra (phi lê và GTGT) tăng trưởng âm (-9% YoY) do tác động của nhu cầu nhập trước từ quý 2.

Nhu cầu mảng cá tra dự kiến ổn định trong 2026

Chúng tôi kì vọng Châu Âu và Mỹ tiếp tục là thị trường tiêu thụ chính với sự ổn định cao nhờ chuỗi giá trị đã được thiết lập sẵn và nhu cầu đối với cá thịt trắng nuôi trồng sẽ tiếp tục tăng trong bối cảnh sản lượng cá hoang dã được dự báo tiếp tục cắt giảm mạnh ở cả phân khúc cao cấp và bình dân. Dù vậy, cạnh tranh với cá rô phi dự kiến sẽ tiếp tục tăng cao, phần nào được hạn chế bởi mức thuế cao của Mỹ đối với các nhà cung cấp chính.

Động lực trong dài hạn sẽ đến từ các mảng ngoài cá tra

Với mảng phi lê cá tra đã đến giới hạn về tăng trưởng, VHC đang chủ động đầu tư kĩ lưỡng hơn vào C&G và Sa Giang (thương hiệu thực phẩm từ gạo và bánh phồng), kì vọng tạo động lực tăng trưởng dài hạn. Với hệ thống phân phối và kinh nghiệm lâu năm, chúng tôi kì vọng doanh thu từ 2 mảng này sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số với biên lợi nhuận ròng cao ở quanh mức 20%.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 68,000 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi xác định giá hợp lý cho cổ phiếu VHC trong 1 năm tới là 68,000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 18%. Cổ phiếu VHC hiện giao dịch với mức PE và PB lần lượt thấp hơn 30% và 25% so với mức trung bình 5 năm quá khứ, cho thấy triển vọng đầu tư hấp dẫn.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND68,000
Tăng/giảm (%)	+18%
Giá hiện tại (27/11/2025)	VND 57,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 59,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	12.9/0.48

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	192.9/7.7
Sở hữu nước ngoài (%)	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (42.3%)

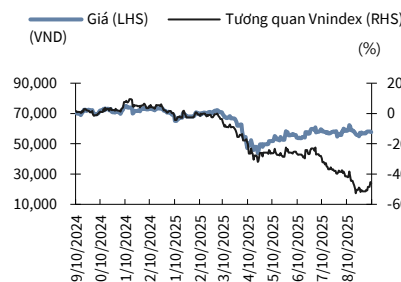
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.4	6.9	-18.5	-17.7
Tương đối	-4.2	-17.5	-41.4	-46.3

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	10,033	12,513	12,553	12,956
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,118	1,450	1,730	1,788
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	919	1,226	1,462	1,524
EPS (VNĐ)	4,914	5,463	6,509	6,785
Tăng trưởng EPS (%)	-54	11	19	4
P/E (x)	17.6	10.7	9.0	8.6
P/B (x)	1.9	1.5	1.3	1.2
ROE (%)	11	14	16	14
Tỷ suất cổ tức (%)	0	6.8	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Tiếp tục duy trì sự tích cực

15/12/2025

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

LNST của công ty mẹ tăng 101% YoY trong 9T-2025

Trong 3Q25, 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 9T/2025, doanh thu và LNST thuộc CĐ công ty mẹ của MSN đạt lần lượt 58,375 tỷ VNĐ (-3% YoY) và 2,634 tỷ VNĐ (+101% YoY).

Các mảng kinh doanh tiếp tục tăng trưởng cao, giúp bù đắp sự sụt giảm của MCH

Doanh thu của MCH (mảng sản phẩm tiêu dùng) tiếp tục giảm -6% YOY (quý 2 giảm -15%YoY) bị ảnh hưởng bởi nhu cầu yếu tại kênh truyền thống (GT) do tác động của thay đổi quy định thuế và tái cấu trúc kênh phân phối. Bù lại, mảng bán lẻ hiện đại Wincommerce và thịt thương hiệu (Meatlife) và khai khoáng MSR tiếp tục hưởng lợi nhờ xu hướng thị trường, đem lại tăng trưởng doanh thu cao từ 18%-33% YoY trong quý 3-2025.

MCH tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng hai chữ số hàng năm trong giai đoạn tới

MCH dự kiến sẽ chuyển sang sàn giao dịch TP HCM (HOSE) trong 2026. Doanh nghiệp tiếp tục kì vọng giữ được tăng trưởng khoảng 10%-15%/năm về doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2030 nhờ phát triển sản phẩm mới, xu hướng cao cấp hóa và đẩy mạnh xuất khẩu.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 98,800 VNĐ/ Cổ phiếu

Bằng phương pháp định giá tổng thành phần (SOTP), KBSV xác định giá trị hợp lý là 98,800 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá là 34% so với giá cổ phiếu hiện tại.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 98,800
Tăng/giảm (%)	34%
Giá hiện tại (15/12/2025)	VND 73,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 99,800
Vốn hóa thị trường	111.2/4.2
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

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%)

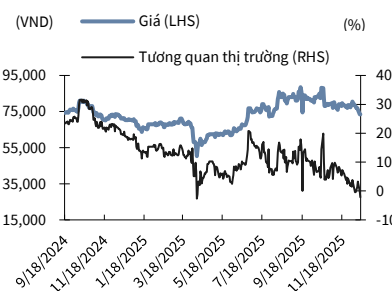
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.75	-8	-3	6.4
Tương đối	-3.05	-9.05	-24	-26.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	78,252	83,178	80,854	89,937
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,350	6,761	9,065	15,773
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	419	1,999	3,704	6,152
EPS (VNĐ)	293	1,321	2,448	4,066
Tăng trưởng EPS (%)	-88	352	85	66
P/E (x)	266	56	30	18
P/B (x)	4.2	3.7	3.3	2.8
ROE (%)	2	7	12	17
Tỷ suất cổ tức (%)	0.2	1.5	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

Bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định

05/12/2025

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

KQKD quý 3 tích cực hơn dự kiến nhờ cả nội địa và nước ngoài

Doanh thu và LNST thuộc CĐ CTM trong 3Q25 phục hồi mạnh mẽ, đạt lần lượt 16,953 tỷ VNĐ (+9.1% YoY) và 2,527 tỷ VNĐ (+2.1% YoY). Lũy kế 9T-2025, VNM hoàn thành lần lượt 72% và 68% kế hoạch doanh thu và LNST, chủ yếu do bị kéo lùi do hoạt động tái cấu trúc kênh bán hàng trong quý 2.

Nhu cầu nội địa tiếp đà phục hồi, trong khi xuất khẩu bất ngờ tăng trưởng mạnh 40% YoY

Điểm nhấn chính trong quý 3 đến từ việc doanh thu nội địa phục hồi 4.4% YoY, trong khi xuất khẩu tăng trưởng vượt bậc (+44% YoY) nhờ chiếm thêm thị phần tại Campuchia và nhu cầu ổn định tại thị trường Iraq. Chúng tôi kì vọng xu hướng này tiếp tục diễn ra trong vài quý tới.

Triển vọng 2026 tương đối lạc quan

Chúng tôi kì vọng KQKD của VNM trong 2026 sẽ được cải thiện đáng kể nhờ cơ cấu sản phẩm mới có khả năng cạnh tranh cao trong mọi phân khúc, từ trung cấp đến cao cấp. Ngoài ra, sự cải thiện trong thu nhập khả dụng của người lao động thông qua quy định về thuế TNCN mới, cũng như tác động từ hoạt động siết chặt thuế khoán và tái cấu trúc kênh phân phối dần được thích ứng, đem lại triển vọng tích cực.

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 69,800 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu hợp lý của cổ phiếu VNM trong 2026 là 69,800 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương tỉ suất lợi nhuận là 10%. Vì vậy, chúng tôi nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu VNM.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND69,800
Tăng/giảm (%)	10%
Giá hiện tại (05/12/2025)	VND 63,400
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 71,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	135.6/5.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	265/10.3
Sở hữu nước ngoài (%)	50.8%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

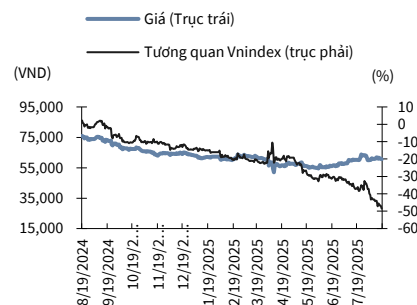
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.8	8.4	-0.2	-20.1
Tương đối	-8.5	-17.8	-27.2	-49.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	60,369	61,783	62,476	66,834
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	10,405	9,955	11,020	11,445
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	8,874	9,392	9,033	9,925
EPS (VNĐ)	4,246	4,494	4,322	4,749
Tăng trưởng EPS (%)	4%	6%	-4%	10%
P/E (x)	15.3	14.5	15.0	13.7
P/B (x)	4.3	4.2	4.3	4.4
ROE (%)	29	29	28	32
Tỷ suất cổ tức (%)	5.9	6.7	6.7	6.7

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, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, 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, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@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 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 đánh giá triển vọng 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.

