

KQKD QUÝ 3 BỨT PHÁ

06/11/2025

KHOẢ PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa

hoaduong@phs.vn

- Hầu hết các doanh nghiệp bán lẻ đều ghi nhận KQKD rất khả quan trong Q3/2025 và 9T2025. Trong đó, nhóm ICT/CE, bách hóa, dược phẩm ghi nhận mức tăng trưởng rất tích cực. Nhóm trang sức, văn phòng phẩm ghi nhận bức tranh trái chiều về doanh thu và lợi nhuận.
- MWG là ngôi sao sáng khi ghi nhận mức tăng trưởng đồng đều ở tất cả các ngành hàng, lãi ròng Quý 3 cũng đạt mức kỷ lục nhờ gia tăng thị phần và kiểm soát chi phí hiệu quả.
- Chúng tôi đưa ra nhận định TÍCH CỰC đối với triển vọng ngành bán lẻ trong Q4/2025 và 2026. Trong đó, chúng tôi ưa thích MWG, PNJ và đánh giá triển vọng tăng trưởng lợi nhuận dự kiến khả quan trong năm 2026.

Kết thúc Q3/2025, các doanh nghiệp ngành bán lẻ nhìn chung ghi nhận KQKD rất khởi sắc, mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực tại nhóm ICT/CE, bách hóa, dược phẩm. Trong khi đó, nhóm ngành trang sức và văn phòng phẩm ghi nhận đà tăng trưởng trái chiều. Cụ thể:

+ Nhóm ICT/CE: MWG, FRT và DGW đều ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong Q3/2025 và gần như sát với dự báo trước đó của PHS. Kết quả này là nhờ hưởng lợi từ:

(1) Mở bán sớm iPhone 17 Series vào tháng 9: Khác với mọi năm, năm nay, Việt Nam là 1 trong những thị trường đầu tiên phân phối sản phẩm iPhone đến tay khách hàng, thậm chí nhận hàng sớm hơn thị trường Mỹ;

(2) Xu hướng hiện đại hóa và cao cấp hóa diễn ra mạnh mẽ;

(3) Các chính sách mới của Chính phủ tạo môi trường cạnh tranh công bằng cho các nhà phân phối minh bạch như quy định về quản lý thuế đối với hoạt động kinh doanh trên thương mại điện tử, siết chặt quản lý hàng xách tay, không rõ nguồn gốc...

Trong đó, chuỗi bán lẻ Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh (TGDD/DMX) của MWG ghi nhận mức tăng trưởng vượt bậc và tiếp tục dẫn đầu thị phần ngành bán lẻ ICT/CE. Trong kỳ, MWG cũng thực hiện kiểm soát chi phí hiệu quả, đưa lãi ròng Quý 3 đạt mức kỷ lục là 1,784 tỷ VND (+121.4% YoY).

Trong khi đó, mảng điện thoại DGW ghi nhận mức tăng trưởng âm trong 3 quý liên tiếp do gặp cạnh tranh tại phân khúc tầm trung từ các thương hiệu Trung Quốc khác. Ở chiều ngược lại, mảng máy tính xách tay, máy tính bảng, thiết bị văn phòng, đồ gia dụng đều ghi nhận mức tăng trưởng 2 chữ số.

+ Nhóm ngoài-ICT/CE:

- **Bách hóa:** Hiệu quả hoạt động của các cửa hàng bách hóa hiện đại vẫn đang duy trì khá tốt nhờ sự chuyển dịch từ kênh bán lẻ truyền thống sang kênh bán lẻ hiện đại. Trong đó, Bách Hóa Xanh (BHX) đã mở thêm 520 cửa hàng sau 9 tháng với hơn một nửa tập trung tại khu vực miền Trung, khiến hiệu suất bình quân mỗi cửa hàng chậm lại trong nửa cuối năm. Dù vậy, các cửa hàng mới đã ghi nhận tổng lợi nhuận dương ở cấp độ cửa hàng, doanh thu bình quân mỗi cửa hàng đến tháng 9 đạt khoảng 1.9 tỷ đồng/tháng.

WCM (Wincommerce) cũng tích cực mở rộng quy mô cửa hàng, với 464 cửa hàng được mở mới từ đầu năm tập trung chủ yếu tại miền Bắc và miền Trung. Trong đó, hơn 80% tổng số cửa hàng mới đã đạt điểm hòa vốn ở cấp độ EBITDA cửa hàng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu LFL của chuỗi siêu thị mini (Winmart+) cải thiện dần đều và đạt 11.0% YoY vào Q3/2025.

- **Dược phẩm:** Chuỗi FPT Long Châu vẫn dẫn đầu trong thị trường bán lẻ dược phẩm và là động lực tăng trưởng chính của FRT trong 9T2025 với doanh thu tăng 38% YoY. Theo ước tính, doanh thu bình quân mỗi nhà thuốc cải thiện nhẹ svck, đạt 1.3 tỷ đồng/tháng (+5.6% YoY). Đối với chuỗi tiệm chũng Long Châu, FRT đang vận hành 203 trung tâm và dự kiến sẽ mở rộng chậm lại trong năm tới để tập trung cải thiện hiệu quả. Kết thúc 9T2025, biên EBIT của FPT Long Châu cải thiện lên mức 3.4% (+60bps YoY).

Chuỗi nhà thuốc An Khang của MWG hiện vẫn duy trì quy mô 326 cửa hàng như hồi cuối năm ngoái. Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng đã duy trì đà tăng trưởng 3 tháng liên tiếp, hiện đạt 540 triệu đồng/tháng.

- **Khác:** Doanh thu PNJ trong 9T2025 giảm 13.3% YoY trong khi LNST tăng 16.5% YoY, chủ yếu do sụt giảm nguồn cung vàng và gia tăng giá trị thu hồi hàng mua lại trong bối cảnh giá vàng tăng. TLG gặp áp lực về chi phí bán hàng tăng mạnh khiến LNST giảm 10.7% YoY trong 9T2025.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá cổ phiếu ngành bán lẻ sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong Q4/2025 và năm 2026, dù mức độ tăng trưởng có thể sẽ được phản ánh theo từng câu chuyện riêng của từng nhóm ngành, cụ thể:

Bảng 1: Tổng hợp triển vọng ngành bán lẻ

STT	Triển vọng	Đánh giá tác động đến các nhóm ngành (*)				
		ICT/CE	Bách hóa	Dược phẩm	Trang sức	Văn phòng phẩm
1	Chiến lược phát triển thị trường bán lẻ Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050, được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 21/10/2025, đặt mục tiêu tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng bình quân từ 11% - 11.5%/năm đến năm 2030 và từ 10.0% - 10.5%/năm giai đoạn 2031 - 2050					
2	Việc sửa đổi Luật Thuế thu nhập cá nhân có hiệu lực từ năm 2026, tăng mức giảm trừ gia cảnh được kỳ vọng gia tăng thu nhập khả dụng và thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng cho bán lẻ					
3	Ngành bán lẻ bước vào mùa mua sắm sôi động phục vụ dịp Lễ Tết					
4	Xu hướng chuyển dịch từ kênh bán lẻ truyền thống sang kênh hiện đại, cùng với sự phát triển của thương mại điện tử và việc thiết lập quy chuẩn, môi trường cạnh tranh minh bạch, đang tạo lợi thế cho các nhà bán lẻ hiện đại					
5	Xóa bỏ cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng theo Nghị định số 232/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 10/10/2025 giúp thị trường vàng vận hành minh bạch, giải quyết bài toán thiếu hụt nguyên liệu trong chế tác					
		(*) Chú thích: Tích cực		Trung lập		

Nguồn: PHS tổng hợp

Chúng tôi ưa thích MWG, PNJ và đánh giá triển vọng tăng trưởng lợi nhuận dự kiến khả quan trong năm 2026. Đối với PNJ, với những diễn biến tích cực

theo Nghị định số 232/2025/NĐ-CP, chúng tôi nhận thấy cần điều chỉnh lại định giá để phản ánh những thông tin mới này.

Bảng 2: Tổng hợp KQKD Q3/2025 và 9T2025 của các doanh nghiệp ngành bán lẻ

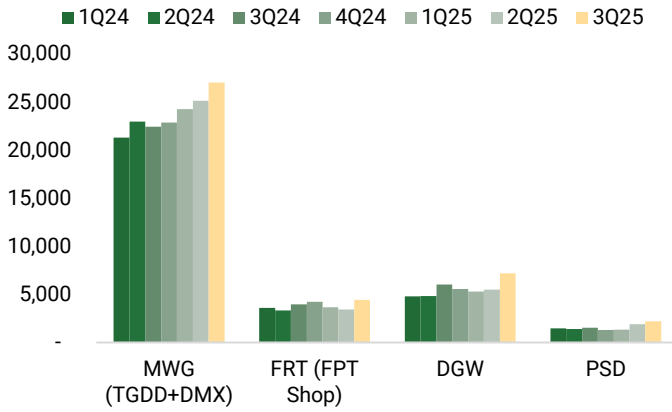
Đơn vị: Tỷ VND	MWG		FRT		DGW		PSD		PNJ		TLG		MSN	
	3Q25	9M25	3Q25	9M25	3Q25	9M25	3Q25	9M25	3Q25	9M25	3Q25	9M25	3Q25	9M25
Doanh thu thuần	39,853	113,607	13,110	36,170	7,391	18,641	2,215	5,443	8,136	25,353	1,184	3,225	21,164	58,376
% YoY	17%	14%	26%	26%	19%	15%	44%	24%	14%	-13%	32%	11%	-2%	-4%
Lợi nhuận gộp	7,478	22,247	2,539	7,135	651	1,619	103	268	1,607	5,285	588	1,599	6,442	18,325
% YoY	9%	6%	34%	30%	8%	12%	29%	23%	29%	8%	53%	22%	0%	4%
EBIT	1,788	5,034	339	894	186	429	30	72	609	2,028	92	451	2,083	5,122
% YoY	66%	42%	46%	84%	73%	26%	51%	23%	101%	13%	-21%	-11%	29%	42%
LNST	1,784	4,989	266	636	168	393	44	96	496	1,610	76	376	1,866	4,468
% YoY	121%	73%	61%	132%	39%	30%	59%	49%	130%	17%	-17%	-11%	43%	64%
% Biên gộp	19%	20%	19%	20%	9%	9%	5%	5%	20%	21%	50%	50%	30%	31%
% Biên EBIT	5%	4%	3%	3%	3%	2%	1%	1%	8%	8%	8%	14%	10%	9%
% Biên ròng	5%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	6%	6%	6%	12%	9%	8%
ROA	8%	7%	4%	4%	6%	4%	3%	3%	14%	9%	12%	11%	3%	3%
ROE	20%	17%	25%	22%	17%	13%	19%	15%	20%	14%	17%	15%	11%	11%
Net Debt/Equity	-0.4	-0.4	1.3	1.3	0.9	0.9	0.5	0.5	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	1.1	1.1
EPS (VND/cp)	1,198	3,374	1,284	2,967	759	1,771	856	1,856	1,370	4,451	-	3,874	795	1,739

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Phụ lục 1: Cập nhật KQKD Q3/2025

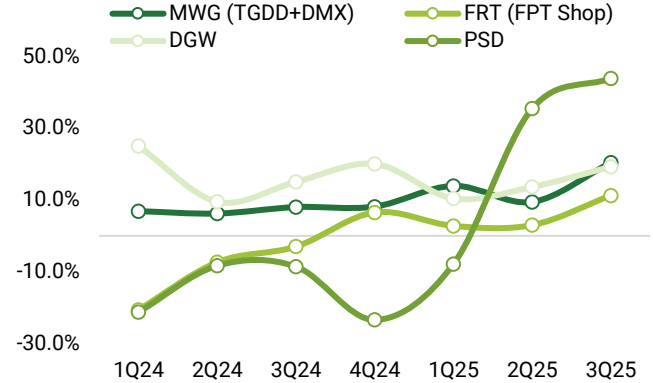
Hình 1: Nhóm ICT/CE ghi nhận mức tăng trưởng vượt bậc

Doanh thu thuần nhóm ICT/CE (Tỷ VND)


 Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp
 Số liệu DGW không bao gồm ngành hàng tiêu dùng

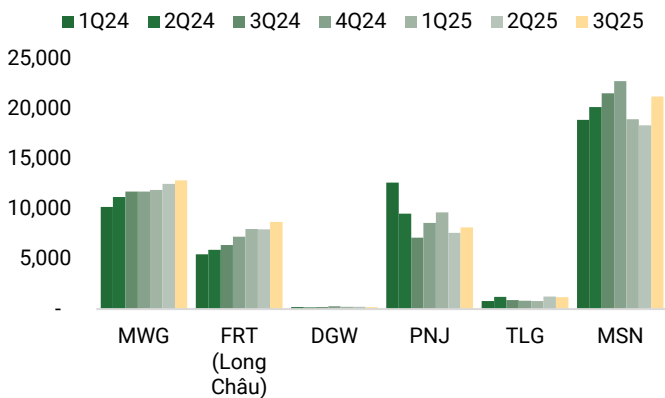
Hình 2: MWG và DGW ghi nhận mức tăng trưởng tích cực xuyên suốt các quý vừa qua

Tăng trưởng doanh thu YoY nhóm ICT/CE


 Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp
 Số liệu DGW không bao gồm ngành hàng tiêu dùng

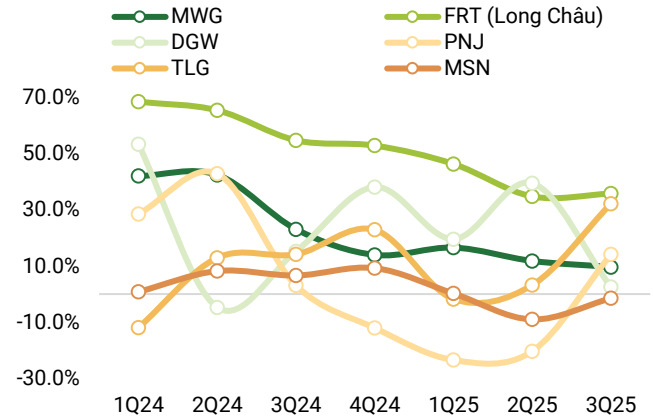
Hình 3: Mỗi nhóm ngành có một câu chuyện tăng trưởng riêng

Doanh thu thuần nhóm ngoài-ICT/CE (Tỷ VND)


 Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp
 Số liệu MWG, DGW bao gồm nhóm thực phẩm, hàng tiêu dùng nhanh

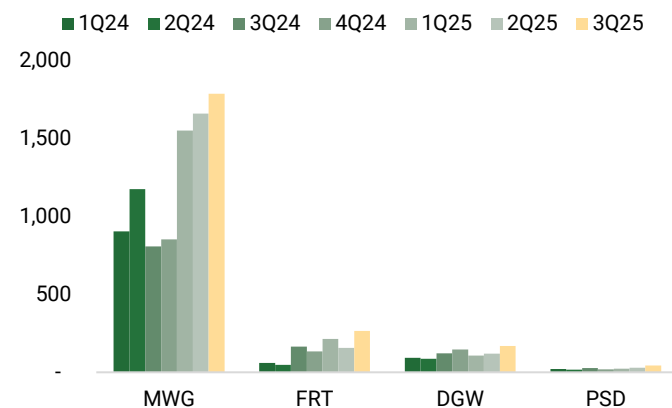
Hình 4: Tuy nhiên hiệu suất nhìn chung thấp hơn so với nhóm ICT/CE

Tăng trưởng doanh thu YoY nhóm ngoài-ICT/CE


 Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp
 Số liệu MWG, DGW bao gồm nhóm thực phẩm, hàng tiêu dùng nhanh

Hình 5: MWG ghi nhận lãi ròng Q3 cao kỷ lục nhờ gia tăng thị phần tại nhóm ICT/CE và kiểm soát chi phí hiệu quả

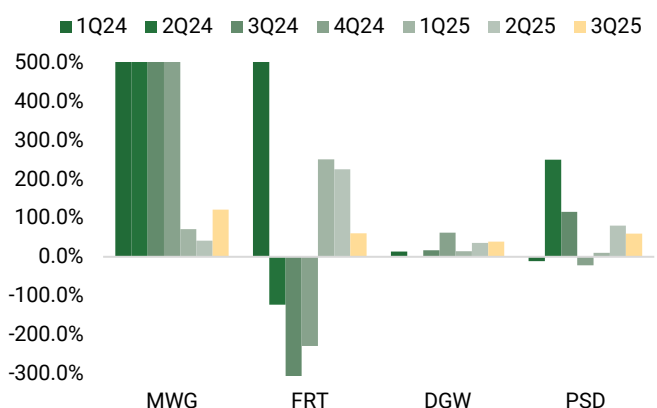
LNST nhóm ICT/CE (Tỷ VND)



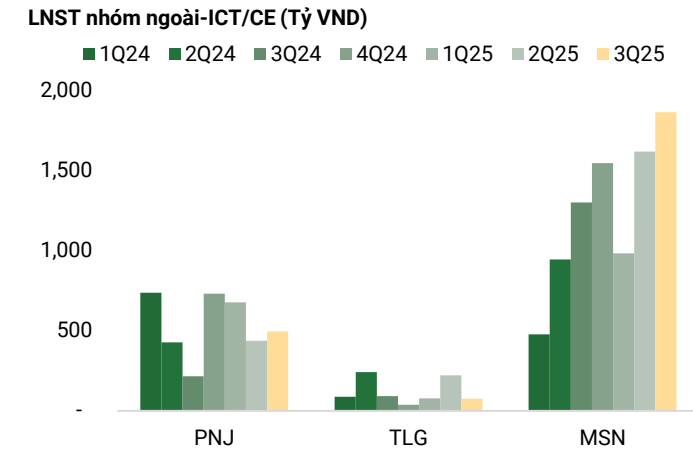
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 6: Lãi ròng FRT phục hồi mạnh mẽ sau giai đoạn sụt giảm

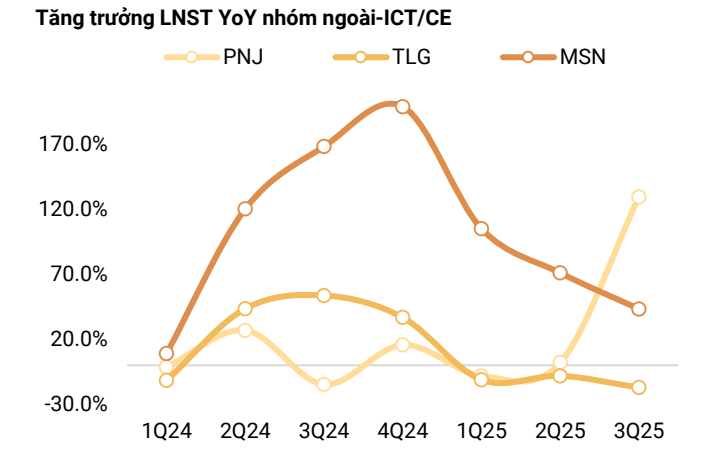
Tăng trưởng LNST YoY nhóm ICT/CE



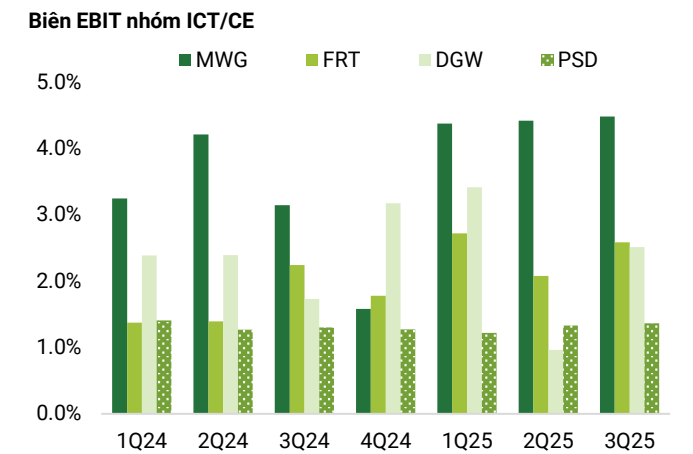
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 7: Lãi ròng Q3 của MSN đạt mức cao nhất kể từ Q1/2022 nhờ đóng góp tích cực từ WCM, MML


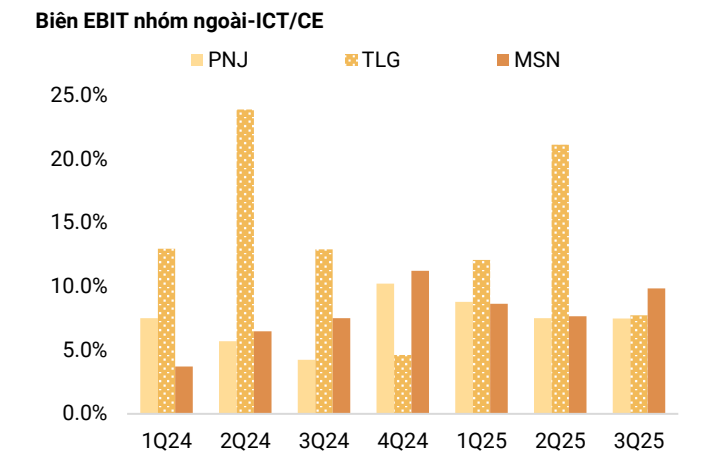
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 8: TLG ghi nhận LNST Q3 giảm mạnh do gia tăng hoạt động bán hàng, hệ thống phân phối


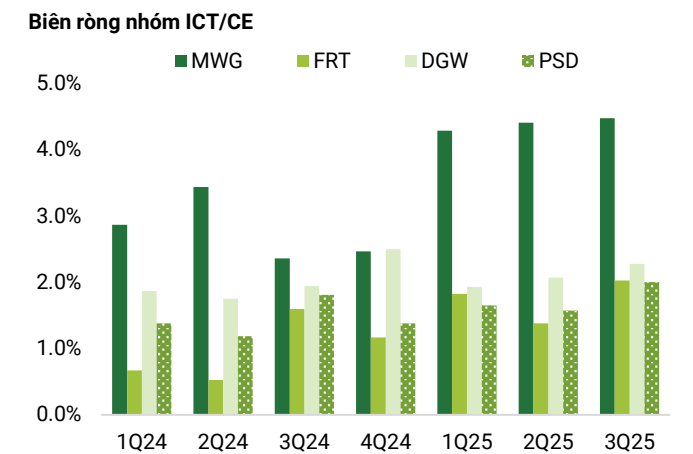
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 9: Biên EBIT và biên ròng nhóm ICT/CE cải thiện nhờ kiểm soát chi phí hiệu quả


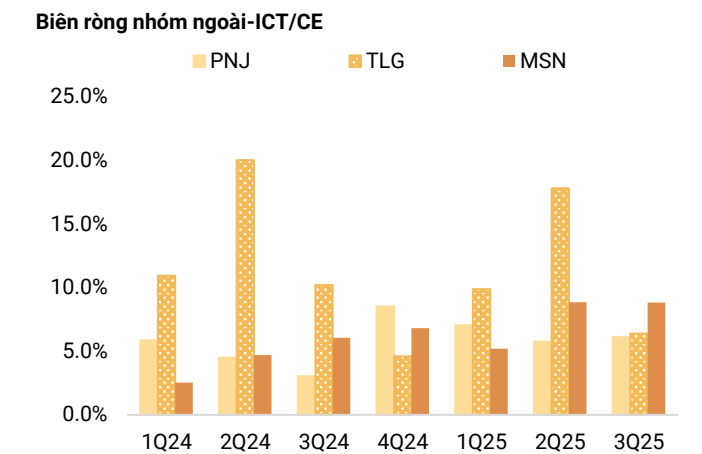
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 10: Biên EBIT của TLG trời sập thất thường phản ánh rõ tính mùa vụ và áp lực cạnh tranh với hàng giá rẻ từ Trung Quốc


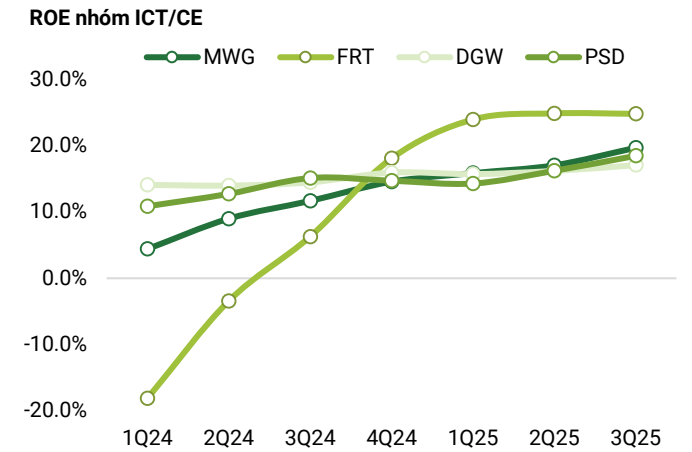
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 11: Biên EBIT và biên ròng nhóm ICT/CE cải thiện nhờ kiểm soát chi phí hiệu quả


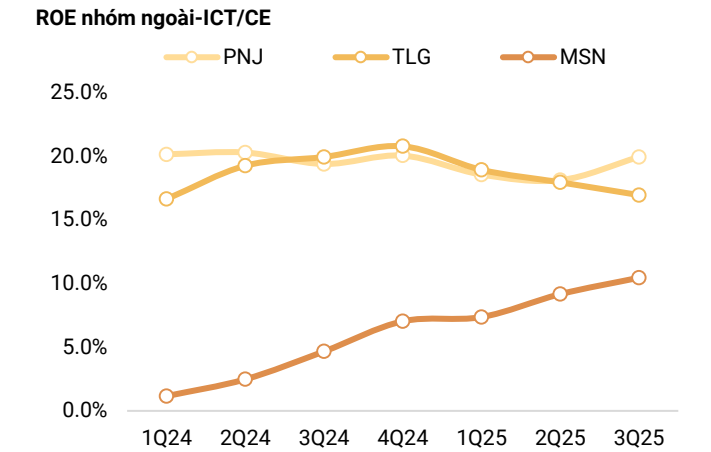
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 12: Biên lợi nhuận của MSN liên tục cải thiện qua từng quý


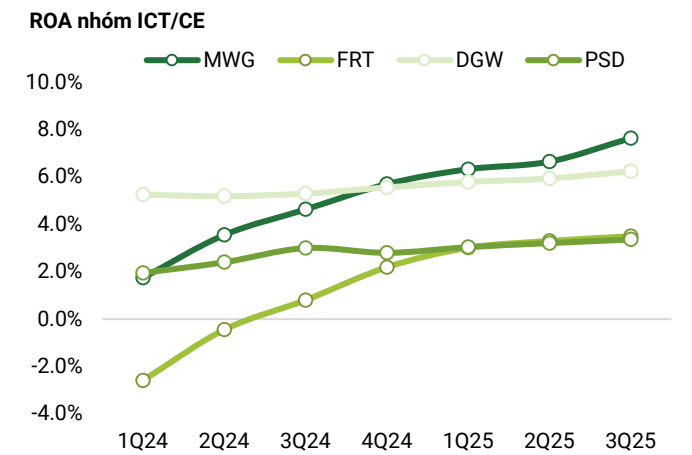
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 13: Với đà tăng trưởng tích cực về lợi nhuận, ROE nhóm ICT/CE liên tục được cải thiện


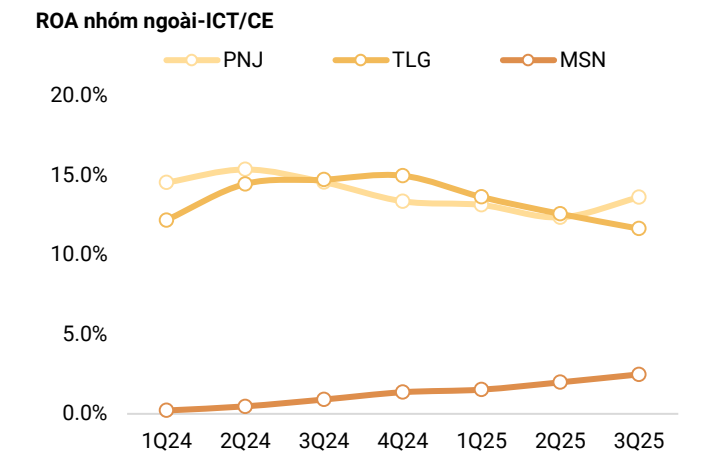
Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp

Hình 14: MSN cũng ghi nhận ROE liên tục cải thiện trong khi của TLG đang trong xu hướng đi xuống


Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp

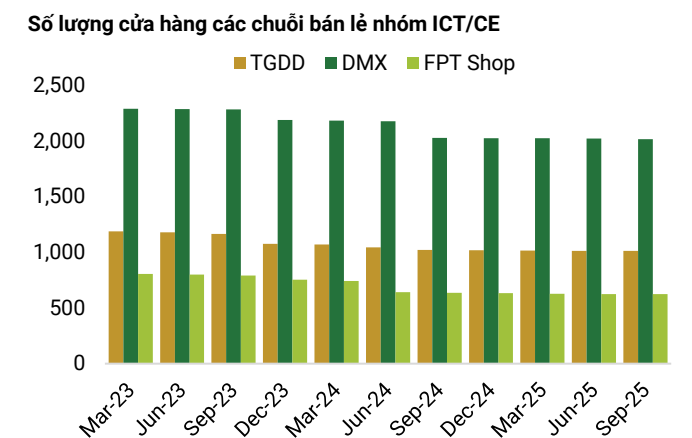
Hình 15: MWG thể hiện ROA vượt trội hơn trong ngành


Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp

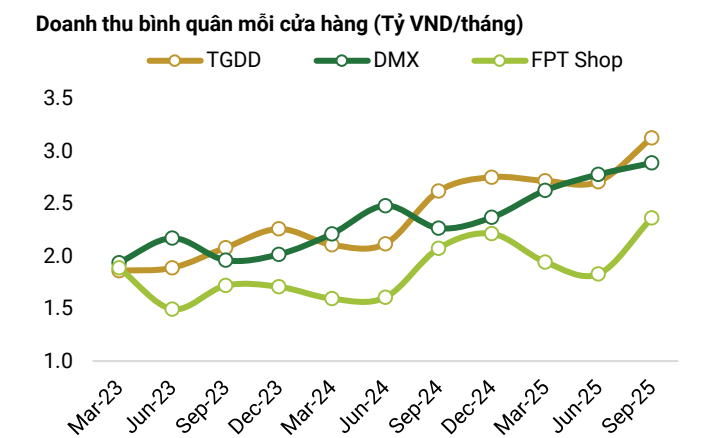
Hình 16: Hiệu quả sử dụng tài sản của TLG suy giảm


Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp

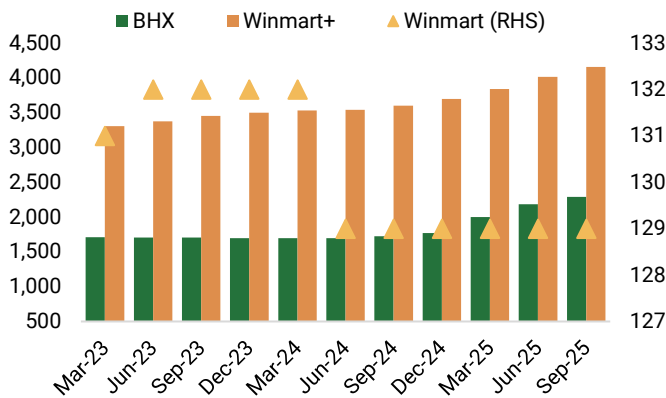
Phụ lục 2: Hiệu quả hoạt động trên quy mô cửa hàng

Hình 17: Sự thu hẹp quy mô của các chuỗi bán lẻ ICT/CE đã chậm lại xuyên suốt 9T2025


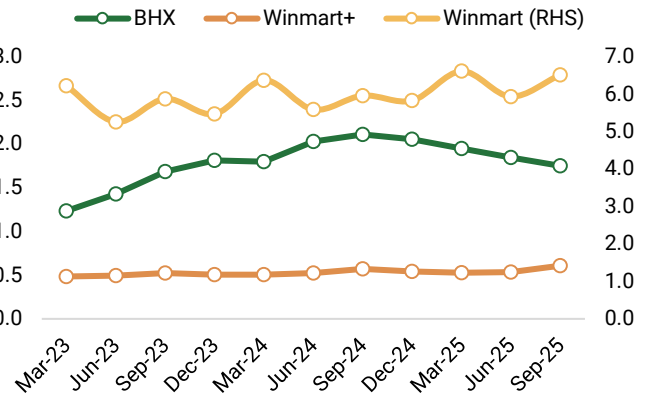
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 18: FPT Shop đã cải thiện so với cùng kỳ nhưng vẫn chưa bắt kịp các đối thủ


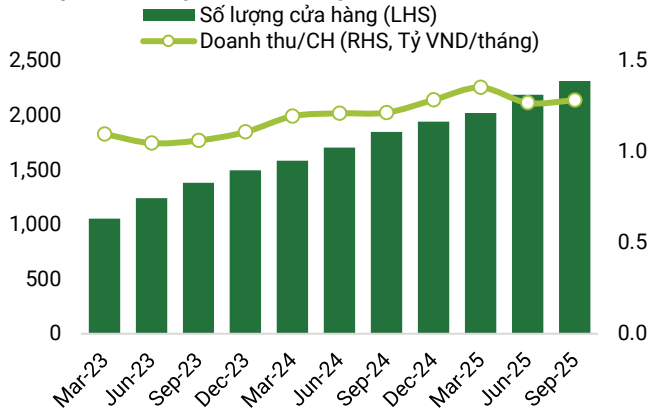
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 19: BHX và WCM đều đang trên cuộc đua mở rộng quy mô cửa hàng
Số lượng cửa hàng các chuỗi bán lẻ nhóm bách hóa


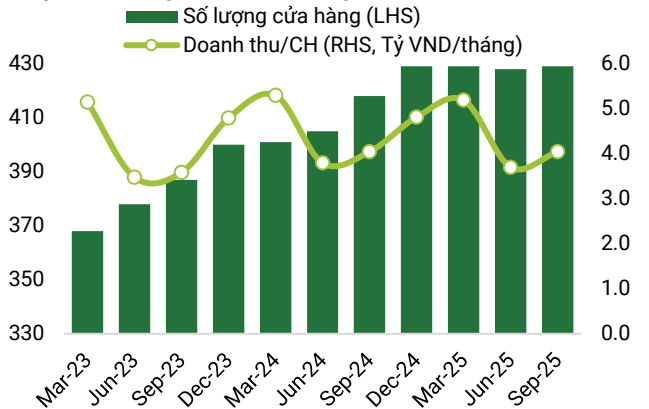
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 20: Hiệu quả hoạt động bán hàng của các cửa hàng hiện đại vẫn đang duy trì tốt
Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng (Tỷ VND/tháng)


Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 21: Dù dự kiến hưởng lợi từ việc rà soát thuốc giả, doanh số mỗi cửa hàng chưa cho thấy cải thiện đáng kể
Hiệu quả hoạt động chuỗi FPT Long Châu


Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 22: Doanh số trang sức bán lẻ cải thiện dù sức mua thị trường trang sức toàn cầu suy yếu
Hiệu quả hoạt động chuỗi bán lẻ trang sức PNJ


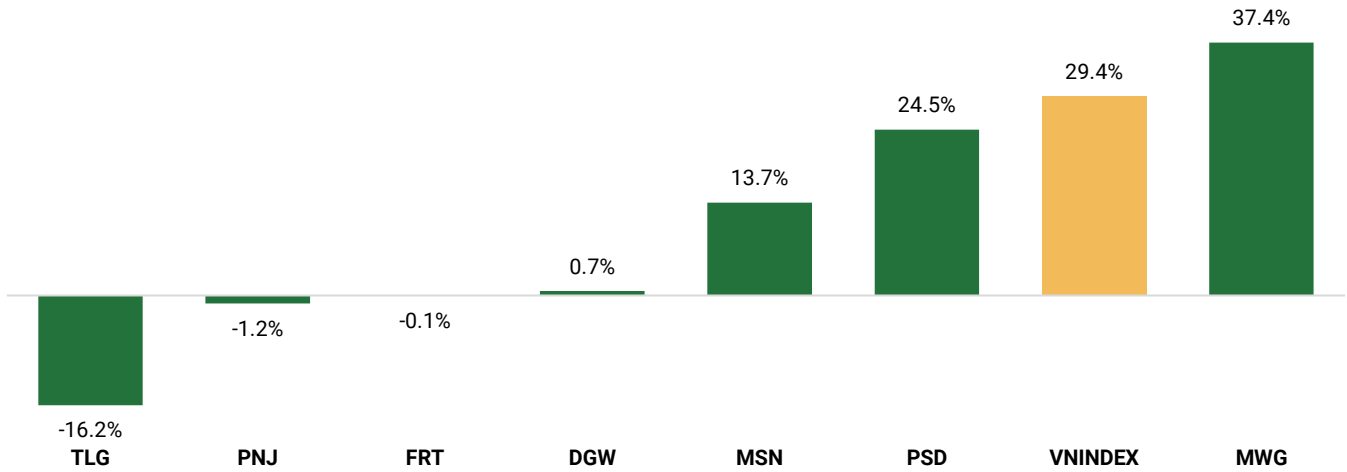
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Phụ lục 3: Tổng hợp định giá các cổ phiếu ngành bán lẻ

Bảng 3: Hiệu suất các cổ phiếu ngành bán lẻ (% thay đổi giá cổ phiếu tính đến ngày 31/10/2025)

	MWG	MSN	PNJ	FRT	DGW	TLG	PSD	VNINDEX
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	122,120.53	115,094.87	32,272.71	25,272.78	8,813.57	4,694.82	792.97	
1Y	26.0%	3.9%	2.1%	6.7%	-6.0%	10.9%	26.4%	29.7%
YTD	37.4%	13.7%	-1.2%	-0.1%	0.7%	-16.2%	24.5%	29.4%
6M	37.8%	27.4%	35.2%	10.6%	23.9%	14.3%	44.3%	33.7%
3M	26.5%	9.8%	13.9%	-4.1%	-6.4%	0.9%	-3.2%	9.1%
1M	6.3%	-1.7%	13.8%	15.9%	-3.3%	1.5%	15.0%	-1.3%
% thay đổi so với giá cao nhất 1 năm	-3.6%	-10.1%	-2.9%	-10.0%	-17.2%	-22.5%	-3.2%	-7.2%
% thay đổi so với giá thấp nhất 1 năm	81.2%	58.3%	53.1%	49.5%	40.7%	28.5%	59.4%	49.8%

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

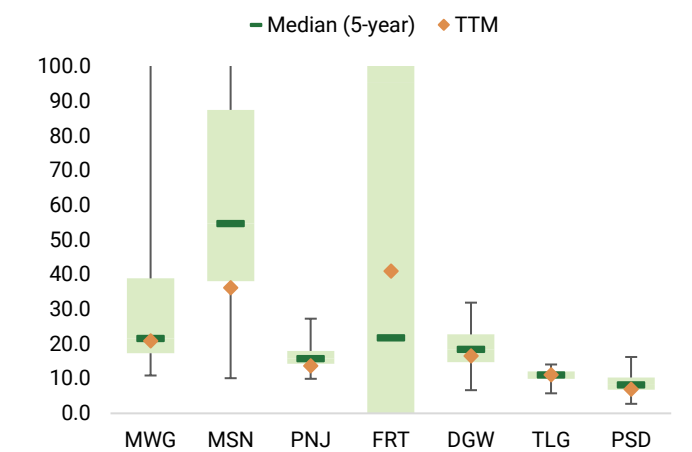
Hình 23: Hiệu suất cổ phiếu ngành bán lẻ kể từ đầu năm đến nay (% thay đổi giá cổ phiếu tính đến ngày 31/10/2025)


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

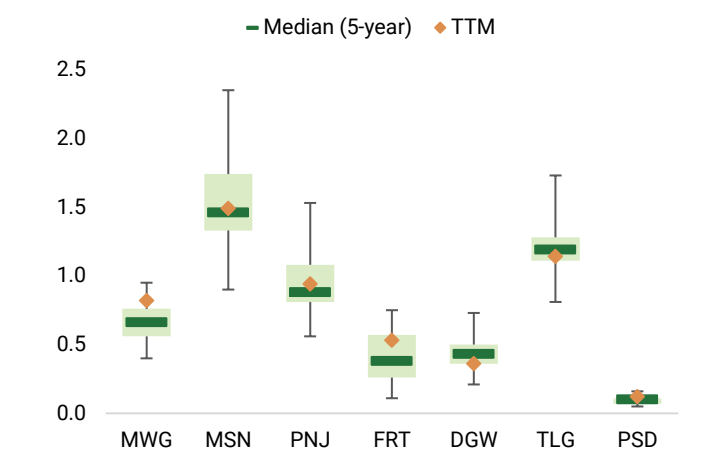
Bảng 4: Tổng hợp định giá các cổ phiếu ngành bán lẻ

Mã cổ phiếu	Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	Giá mục tiêu (VND/cp)	% Upside/Downside	P/E TTM	P/S TTM
MWG	122,120.53	92,500	15%	20.9	0.8
PNJ	32,272.71	96,800	6%	13.7	0.9
FRT	25,272.78	135,800	-5%	41.0	0.5
DGW	8,813.57	48,500	22%	16.5	0.4
TLG	4,694.82	59,700	14%	11.1	1.1

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 24: Diễn biến P/E trong vòng 5 năm qua


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 25: Diễn biến P/S trong vòng 5 năm qua


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Dương Trung Hoa, Chuyên viên phân tích cao cấp** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa,
Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Thanh Xuân, Hà
Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801