

Bán lẻ

Tốt hơn hay xấu đi phụ thuộc vào điều kiện vĩ mô

Nhu cầu tiêu dùng yếu có thể kéo dài lâu hơn

Trong 1Q25, nhu cầu tiêu dùng đã cải thiện so với quý trước, được hỗ trợ bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô tích cực như tăng trưởng GDP 6.9% svck và tăng trưởng xuất khẩu 10.6% svck, góp phần nâng cao thu nhập và sức mua của người tiêu dùng. Nhờ đó, ba chuỗi bán lẻ điện tử-điện máy niêm yết ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 12.2% svck, tiếp tục xu hướng phục hồi. Tuy nhiên, trong phần còn lại của năm 2025, nhu cầu tiêu dùng có thể vẫn yếu hoặc thậm chí suy giảm nếu các chính sách thuế quan ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế, do niềm tin người tiêu dùng sụt giảm và thu nhập bị ảnh hưởng bởi nguy cơ chững lại trong sản xuất công nghiệp và xuất khẩu.

MWG: BHX bước vào giai đoạn mở rộng đầu tiên

Trong 1Q25, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 36.1 nghìn tỷ đồng (+14.8% svck) và LNST đạt 1,548 tỷ đồng (+71.4% svck), được thúc đẩy bởi doanh số điện thoại di động, máy lạnh và việc mở rộng của BHX. Cụ thể, BHX đã mở thêm 232 cửa hàng (cao hơn nhiều so với 44 cửa hàng trong 4Q24), trong khi chúng tôi ước tính LNST của BHX đạt khoảng 25–50 tỷ đồng. Trong 3Q25, chúng tôi cho rằng BHX sẽ tiếp tục mở thêm 200–250 cửa hàng, đồng thời ghi nhận LNST ở mức 50–100 tỷ đồng (nhờ vào lợi nhuận cao hơn từ các cửa hàng mở trong quý 4/2024 và khoản lỗ thấp hơn từ các cửa hàng mở trong 1Q25). Về tổng thể, LNST của MWG được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh.

FRT: Tăng trưởng chậm lại

Trong 1Q25, FRT ghi nhận DT thuần đạt 11.7 nghìn tỷ đồng (+29.1% svck) và LNST đạt 213 tỷ đồng (gấp 3.5 lần svck). Long Châu tiếp tục là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng DT và LNST, trong khi đà phục hồi của FPT Shop đang chậm lại. Tốc độ mở rộng chuỗi nhà thuốc gần như thấp nhất trong các quý gần đây, trong khi số trung tâm tiêm chủng tăng nhẹ so với 4Q24. Trong 2Q25, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu của FRT có thể chậm lại do Long Châu giảm tốc mở rộng và triển vọng kém tích cực của FPT Shop. LNST sẽ đến chủ yếu từ các nhà thuốc hiện hữu, trong khi FPT Shop có thể tiếp tục ghi nhận khoản lỗ.

PNJ: Thách thức kép

Trong 1Q25, doanh thu thuần của PNJ giảm 12.1% svck xuống còn 8.8 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do doanh số vàng 24K giảm mạnh 66.2%, khi người tiêu dùng e ngại bán vàng giữa bối cảnh giá vàng tăng cao. Doanh số bán lẻ trang sức tăng 5% svck, chủ yếu do giá bán tăng hơn là từ phía nhu cầu, vốn vẫn yếu do chi phí vàng tăng cao. Lợi nhuận sau thuế giảm 8.1% svck xuống còn 678 tỷ đồng, chịu ảnh hưởng bởi chi phí nguyên liệu vàng thô cao hơn. Trong quý 2 năm 2025 dự kiến, giá vàng có thể hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì ở mức cao, trong khi tình trạng thiếu hụt vàng thô có thể kéo dài. Do đó, PNJ được kỳ vọng sẽ có sự phục hồi nhẹ trong mảng bán lẻ trang sức, tuy nhiên những thách thức vẫn còn tồn tại.

Không xếp hạng

Công ty	Xếp hạng	GMT
MWG	Nắm Giữ	N/A
FRT	Không xếp hạng	N/A
PNJ	Không xếp hạng	N/A

Phòng phân tích
Researchdept@kisvn.vn

Bảng 01 . Danh mục cổ phiếu

Khuyến nghị & GMT			Lợi nhuận & Định giá										
Company				Doanh thu	LNHH	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBIT DA
				(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(VND)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)
Thế Giới Di Động (MWG)	GMT (đồng)	N/A	2020A	108,546	5,216	3,918	8,650	34,139	28.4	8.9	15.2	3.8	8.2
	Thị giá (đồng)	64,300	2021A	122,958	5,888	4,899	6,861	28,561	27.3	9.0	19.2	4.6	11.3
	Vốn hóa.		2022A	133,405	6,644	4,100	2,802	16,338	18.5	6.9	15.3	2.6	6.3
	(Tỷ đồng)		2023A	118,279	1,017	167	114	15,953	0.7	0.3	428.5	2.8	40.3
			2024A	135,225	5,227	3,733	2,546	19,813	14.5	5.7	22.9	3.1	15.3
Bán Lê FPT (FRT)	GMT (đồng)	N/A	2020A	14,661	14	10	266	15,367	2.0	0.4	101.1	2.1	0.5
	Thị giá (đồng)	175,000	2021A	22,495	546	444	5,618	21,045	30.9	5.5	17.6	4.7	2.2
	Vốn hóa.		2022A	30,166	474	398	3,295	16,951	21.3	3.7	24.2	8.6	2.2
	(Tỷ đồng)		2023A	31,850	(297)	(329)	(2,537)	11,738	(18.3)	-2.9	-64.6	13.9	0.5
			2024A	40,104	543	408	2,331	14,032	18.9	2.2	84.8	14.1	33.6
Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)	GMT (đồng)	N/A	2020A	17,511	1,508	1,069	4,463	23,029	21.8	12.5	17.7	3.4	12.3
	Thị giá (đồng)	84,400	2021A	19,547	1,409	1,029	4,295	26,416	18.3	10.7	18.4	3.0	13.7
	Vốn hóa.		2022A	33,876	2,337	1,810	6,988	34,302	25.1	15.1	11.3	2.3	8.5
	(Tỷ đồng)		2023A	33,137	2,484	1,971	6,009	29,882	21.6	14.2	14.3	3.3	12.9
			2024A	37,823	2,652	2,115	6,254	33,292	20.1	13.4	15.3	2.9	12.5

Source: Company Data, KIS VN

Bảng 2: KQKD 1Q25

(tỷ đồng, %, %p)

	Doanh thu			LNST		
	1Q25	yoy	qoq	1Q25	yoy	qoq
MWG	36,135	14.8	4.5	1,548	71.4	81.6
FRT	11,670	29.1	1.9	213	250.6	58.9
PNJ	9,635	(23.5)	12.3	678	(8.1)	(7.5)
Tổng	57,440	8.1	5.2	2,439	43.3	41.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

NỘI DUNG

I.	Nhu cầu tiêu dùng yếu có thể kéo dài lâu hơn	4
	Tăng trưởng có mối quan hệ chặt chẽ với các điều kiện vĩ mô.	4
II.	KQKD 1Q25 của các doanh nghiệp niêm yết	8
	MWG – BHX bước vào giai đoạn tăng trưởng đầu tiên	7
	FRT – Tăng trưởng chậm lại	9
	PNJ – Thách thức kép	11

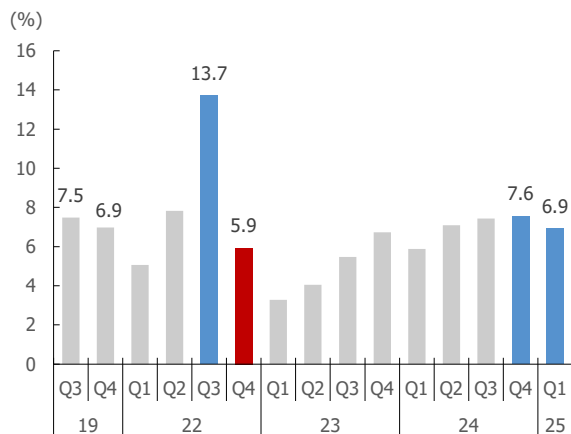
I. Nhu cầu tiêu dùng yếu có thể kéo dài

Tăng trưởng DT của chuỗi bán lẻ có mối quan hệ chặt chẽ với vĩ mô.

Trong 1Q25, nhu cầu tiêu dùng tiếp tục cải thiện so với quý trước, tuy nhiên vẫn còn yếu so với giai đoạn trước Covid-19 hoặc năm 2022. Sự phục hồi này được hỗ trợ bởi các yếu tố vĩ mô tích cực như tăng trưởng GDP đạt 6.9% svck, chủ yếu nhờ vào tăng trưởng xuất khẩu 10.6% svck, qua đó giúp thu nhập và sức mua của người tiêu dùng được cải thiện. Nhờ đó, ba chuỗi bán lẻ điện tử điện máy niêm yết ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 12.2% svck trong 1Q25 (Hình 04), tiếp tục duy trì xu hướng phục hồi.

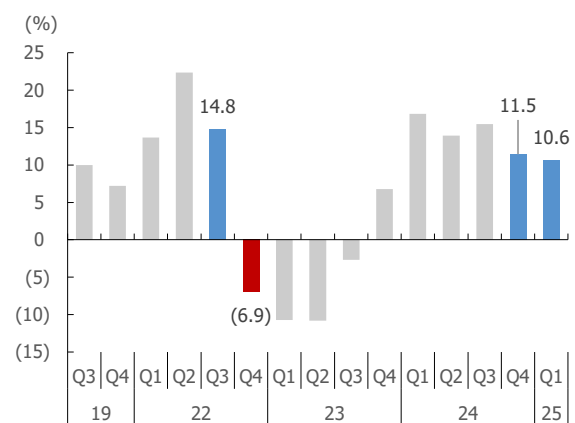
Tuy nhiên, trong phần còn lại của năm 2025, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng nhiều khả năng sẽ tiếp tục yếu, hoặc thậm chí còn yếu hơn hiện tại nếu các chính sách thuế quan gây tác động tiêu cực đến nền kinh tế. (1) Xu hướng chi tiêu có thể giảm do niềm tin người tiêu dùng suy yếu trong bối cảnh tương lai nhiều bất định. (2) Sức mua cũng có thể giảm khi sản xuất công nghiệp chậm lại do nhu cầu xuất khẩu giảm, kéo theo thu nhập của người tiêu dùng giảm.

Hình 1. Tăng trưởng GDP có thể chậm lại, ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng...



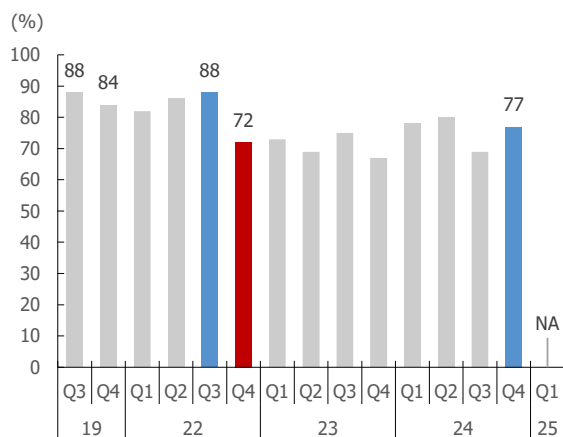
Nguồn: TCTK, KIS Research

Hình 2. ... do tăng trưởng xuất khẩu chậm lại vì bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan



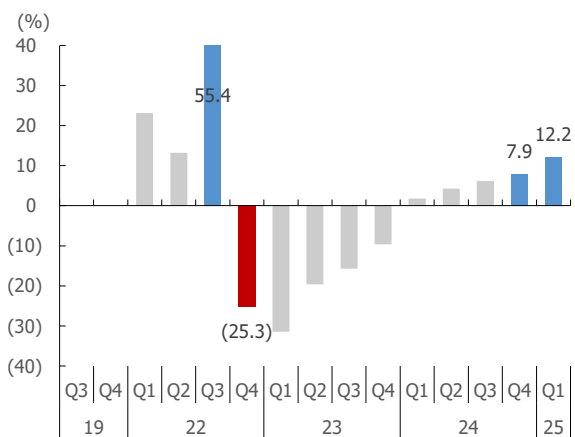
Nguồn: TCTK, KIS Research

Hình 3. Niềm tin người tiêu dùng hiện đang ở mức thấp và có nguy cơ suy giảm nhanh trong thời gian tới



Nguồn: Kantar Worldpanel Division, KIS Research

Hình 4. Doanh thu của các nhà bán lẻ điện tử điện máy tiếp tục tăng trưởng trong 1Q25; tuy nhiên, có thể chậm lại trong 2Q25



Bao gồm tăng trưởng DT của TGDD, DMX và FPT Shop
 Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

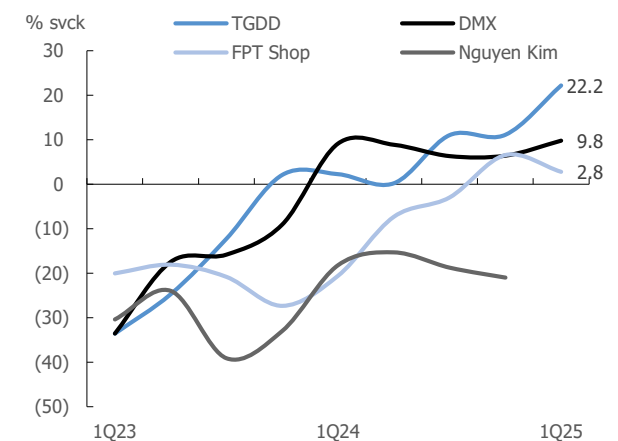
Tiêu dùng không thiết yếu sẽ chịu ảnh hưởng nặng nề hơn

Tổng quan, các chuỗi bán lẻ niêm yết đã ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong 1Q25.

- **Điện tử - Điện máy – Xu hướng phục hồi khác nhau giữa các chuỗi**

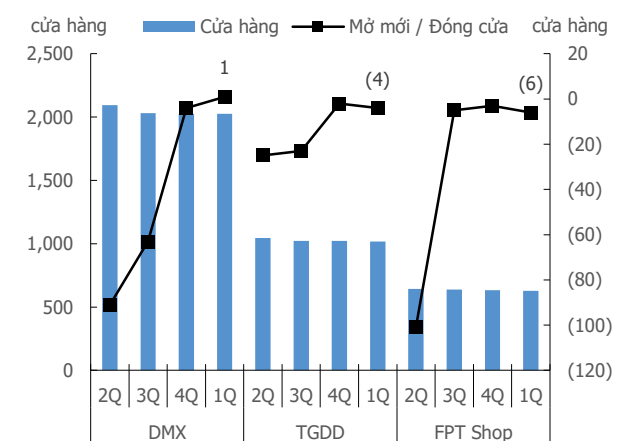
Trong 1Q25, doanh thu của 3 chuỗi bán lẻ điện tử - điện máy niêm yết tăng trưởng 12.2% svck, nhưng tốc độ phục hồi không đồng đều giữa các chuỗi. Cụ thể, Thế Giới Di Động (TGDD) và Điện Máy Xanh (DMX) phục hồi mạnh hơn với mức tăng lần lượt là 22.2% svck và 9.8% svck, trong khi FPT Shop chỉ tăng 2.8% svck. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do MWG đã giành được thêm thị phần. So với 4Q24, số lượng cửa hàng bán lẻ điện tử - điện máy có giảm nhẹ, đặc biệt là ở FPT Shop. Đối với 2Q25, chúng tôi dự đoán nhu cầu tổng thể đối với ICT-điện tử điện máy sẽ tiếp tục yếu do người tiêu dùng có xu hướng trì hoãn mua sắm vì sự bất định về triển vọng tương lai. Điều này sẽ làm chậm lại quá trình phục hồi của các chuỗi bán lẻ ICT-CE niêm yết. Tiếp theo, việc nhu cầu yếu có kéo dài đến 3Q25 hay không sẽ phụ thuộc phần lớn vào tác động thực tế của chính sách thuế quan lên nền kinh tế.

Hình 5. TGDD và DMX tăng trưởng mạnh hơn trong 1Q25 so với FPT Shop



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 6. Số cửa hàng của DMX duy trì ổn định, trong khi TGDD và FPT Shop tiếp tục đóng cửa các cửa hàng

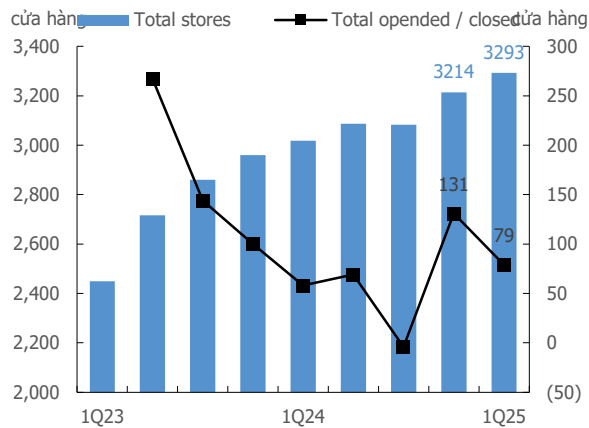


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

- **Dược phẩm – Bước vào giai đoạn hợp nhất thị phần**

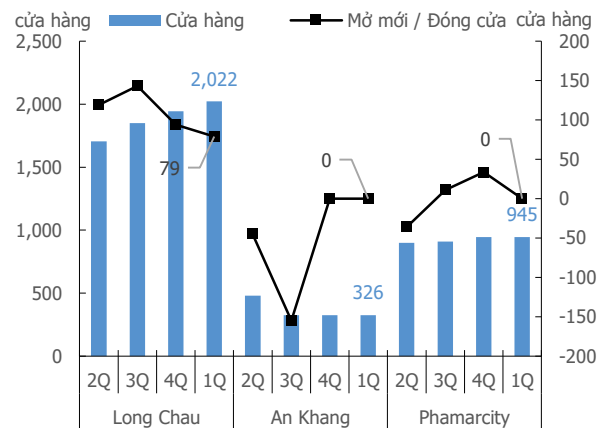
Trong 1Q25, số lượng nhà thuốc hiện đại tăng thêm 79 nhà thuốc, đạt tổng cộng 3,293 nhà thuốc, mức tăng trưởng chậm lại so với việc mở mới 131 nhà thuốc trong 4Q24. Cụ thể, sự mở rộng trong 1Q25 chủ yếu do Long Châu dẫn dắt, trong khi số lượng cửa hàng của An Khang và Pharmacy giữ nguyên. Chúng tôi nhận định thị trường bán lẻ nhà thuốc hiện đại đã qua giai đoạn tăng trưởng nhanh, bước vào giai đoạn hợp nhất thị phần (tổng giá trị thị trường tăng chậm lại và thị phần được tập trung vào một vài chuỗi lớn). Trong 2Q25, chúng tôi dự báo Long Châu sẽ tiếp tục mở thêm khoảng 80 nhà thuốc, trong khi Pharmacy có thể mở rộng chậm lại và An Khang sẽ duy trì số lượng cửa hàng hiện tại để tập trung đạt điểm hòa vốn.

Hình 7: Tổng số nhà thuốc tăng trưởng chậm trong 1Q25 và chủ yếu do sự mở rộng của Long Châu...



Tổng số nhà thuốc bao gồm Long Châu, Pharmacy và An Khang.
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 8: ... Tuy nhiên, tốc độ mở rộng của Long Châu cũng là thấp nhất trong các quý gần đây.

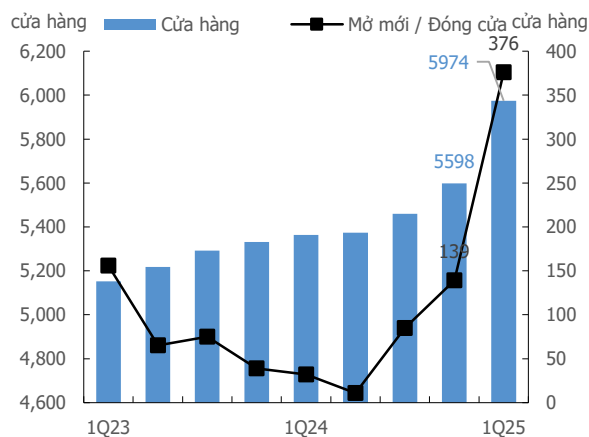


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

• Bách Hóa – Siêu thị mini bước vào giai đoạn mở rộng

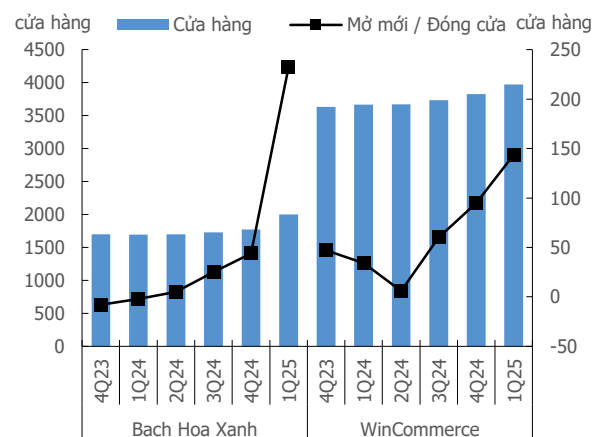
Trong 1Q25, hai chuỗi siêu thị mini (Bách Hóa Xanh và WinCommerce) đã bước vào giai đoạn mở rộng đầu tiên. Cụ thể, BHX và WCM đã mở mới lần lượt 232 và 144 cửa hàng, nhanh hơn so với kỳ vọng và kế hoạch năm là 200-400 cửa hàng cho BHX và 400-700 cửa hàng cho WCM. Tiếp theo, hai chuỗi này mở rộng nhanh vào khu vực miền Trung để giành thị phần, với khoảng 70% số cửa hàng mới của BHX (~162 cửa hàng) và 45% của WCM (~64 cửa hàng) được mở tại khu vực này. Mặc dù lợi nhuận sau thuế (LNST) của BHX và WCM giảm so với 4Q24, chúng tôi cho rằng đây không phải tín hiệu xấu vì hai chuỗi ưu tiên mở rộng cửa hàng để xây dựng lợi thế cạnh tranh về quy mô. Trong 2Q25, chúng tôi dự đoán hai chuỗi sẽ tiếp tục mở rộng nhanh, nhưng tốc độ có thể chậm lại nếu nhu cầu tiêu dùng bị ảnh hưởng.

Hình 9: Các chuỗi siêu thị mini bước vào quý mở rộng đầu tiên và có lãi ...



Cửa hàng bao gồm Bách Hóa Xanh, WinCommerce
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 10: Đặc biệt, Bách Hóa Xanh (BHX) đã mở rộng nhanh chóng trong 1Q25 với 232 siêu thị mini mới



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

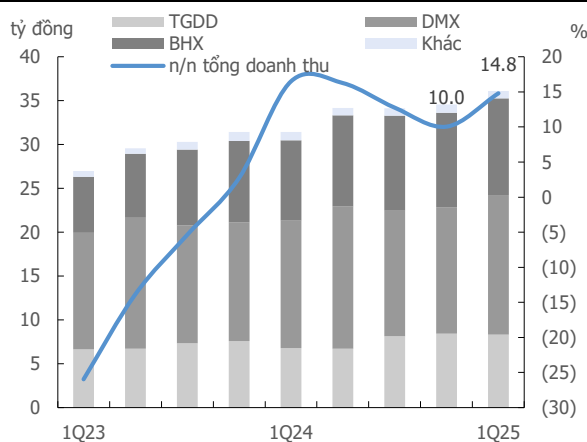
II. Kết quả kinh doanh 1Q25 của các doanh nghiệp niêm yết

MWG – BHX bước vào giai đoạn mở rộng đầu tiên

Tăng trưởng DT được thúc đẩy bởi ĐTDĐ và các sản phẩm thực phẩm

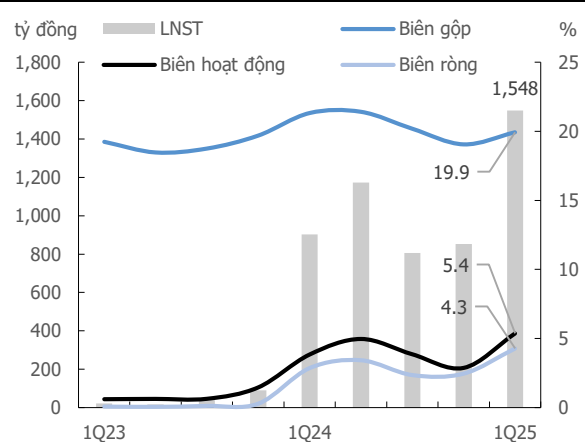
Trong 1Q25, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 36.1 nghìn tỷ đồng, tăng 14.8% svck, nhờ sự phục hồi tiếp tục của các sản phẩm điện tử điện máy (đặc biệt là điện thoại di động) và sự mở rộng của Bách Hóa Xanh (BHX). Lợi nhuận sau thuế (NPAT) tăng mạnh lên 1,548 tỷ đồng, tăng 71.4% svck, nhờ tiết kiệm chi phí sau quá trình tái cấu trúc cửa hàng.

Hình 11. MWG ghi nhận tăng trưởng doanh số mạnh trong 1Q25, chủ yếu nhờ đóng góp từ TGDD và BHX



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 12. Lợi nhuận sau thuế (LNST) tăng mạnh nhờ tiết kiệm chi phí sau tái cấu trúc

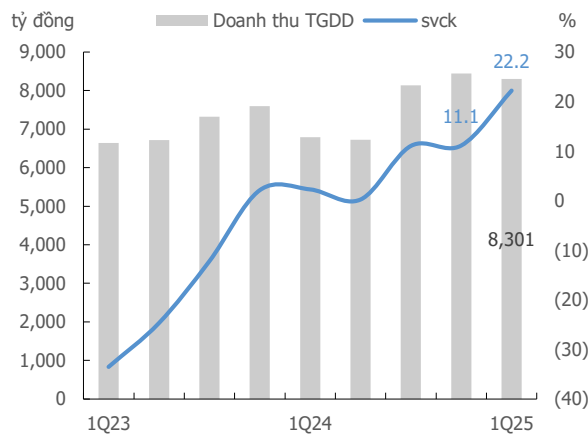


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

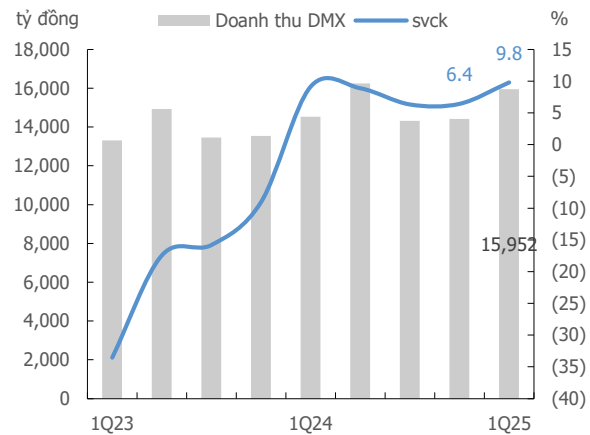
• TGDD & DMX – Doanh thu tiếp tục phục hồi

Doanh thu của Thế Giới Di Động (TGDD) và Điện Máy Xanh (DMX) lần lượt đạt 8,3 nghìn tỷ đồng (+22,2% svck) và 16,0 nghìn tỷ đồng (+9,8% svck). Trong đó, doanh thu điện thoại di động dẫn dắt sự phục hồi nhờ việc tăng thị phần và chương trình giảm giá của Apple dành cho các phiên bản iPhone cũ. Đối với nhóm điện tử tiêu dùng, chúng tôi nhận thấy doanh thu máy điều hòa không khí cũng ghi nhận mức tăng trưởng tích cực nhờ thời tiết nóng. Trong 1Q25, số lượng cửa hàng của TGDD và DMX gần như giữ nguyên, lần lượt là 1.017 cửa hàng (-4 cửa hàng so với quý trước) và 2.027 cửa hàng (+1 cửa hàng so với quý trước).

Trong 2Q25F, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu của TGDD và DMX có thể sẽ không mạnh như trong 1Q25 do tác động của thuế quan lên nhu cầu tiêu dùng (ít nhất là ảnh hưởng đến mong muốn chi tiêu của người tiêu dùng), trong khi số lượng cửa hàng dự kiến sẽ được duy trì ở mức hiện tại.

Hình 13. Doanh thu của TGDD tăng mạnh nhờ chương trình giảm giá cho iPhone

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

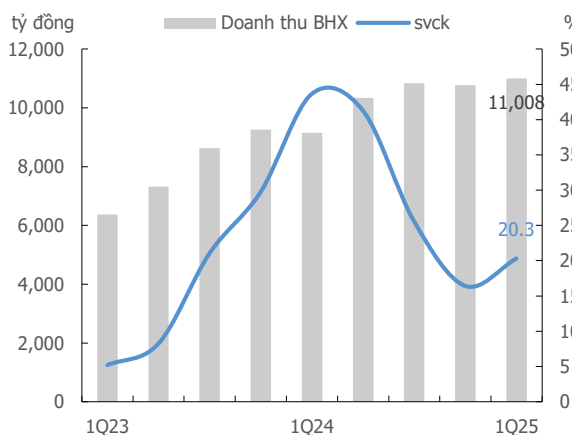
Hình 14. Doanh thu của DMX cũng tăng nhờ sản phẩm máy lạnh

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

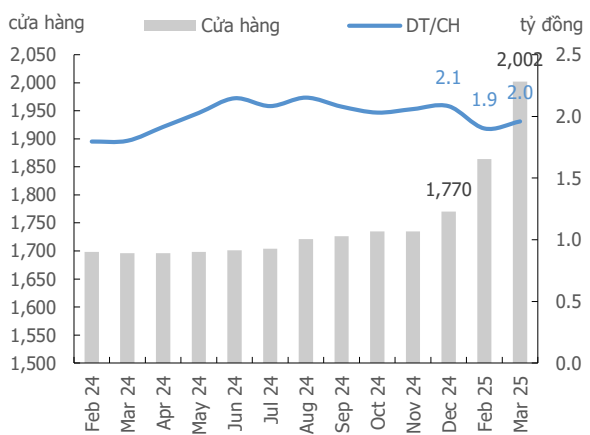
- BHX mở rộng nhanh hơn dự kiến trong khi vẫn duy trì lợi nhuận**

Doanh thu của Bách Hóa Xanh (BHX) tăng lên 3,9 nghìn tỷ đồng (+28,3% svck) nhờ việc mở rộng thêm 232 cửa hàng (đạt tổng cộng 2,002 cửa hàng), nhanh hơn nhiều so với 44 cửa hàng mở mới trong 4Q24. Mặc dù tốc độ mở cửa hàng nhanh, doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng vẫn duy trì ở mức 1,9–2,0 tỷ đồng (+6-9% svck), nhờ vào 1) tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng (SSSG) của các cửa hàng hiện hữu duy trì ở mức tăng trưởng hai con số thấp, và 2) doanh thu của các cửa hàng mới cũng cao, nên không làm giảm nhiều doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng. Dựa trên doanh thu bình quân mỗi cửa hàng, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế (LNST) của BHX khoảng 25-50 tỷ đồng (thấp hơn so với khoảng 110 tỷ đồng trong 4Q24). Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực đối với BHX khi tốc độ mở rộng nhanh hơn kỳ vọng và chuỗi vẫn báo cáo lợi nhuận sau thuế dương.

Trong 2Q25, chúng tôi cho rằng BHX sẽ tiếp tục mở thêm 200-250 cửa hàng, đồng thời ghi nhận lợi nhuận sau thuế khoảng 50-100 tỷ đồng (do lợi nhuận từ các cửa hàng mở trong 4Q24 và giảm lỗ ở các cửa hàng mở trong 1Q25).

Hình 15. Doanh thu của BHX tăng mạnh nhờ vào việc mở rộng số lượng cửa hàng

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 16. Doanh thu mỗi cửa hàng BHX duy trì ở mức 1.9 – 2.0 nghìn tỷ đồng bất chấp tốc độ mở rộng nhanh

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Lợi nhuận sau thuế (LNST) vượt kỳ vọng sau tái cấu trúc

Trong 1Q25, biên lợi nhuận gộp của MWG giảm xuống còn 19.9% (-1.4 đpt svck) do tỷ trọng đóng góp cao hơn từ nhóm điện thoại di động. Trong khi đó, chi phí bán hàng & quản lý / doanh thu giảm xuống còn 15.5% (-2.5 đpt svck) nhờ tiết kiệm chi phí từ việc vận hành ít cửa hàng hơn nhưng vẫn duy trì được tăng trưởng doanh thu. Nhờ đó, biên lợi nhuận ròng tăng lên 4.3% (+1.4 đpt svck), giúp lợi nhuận sau thuế tăng mạnh lên 1,548 tỷ đồng (+71.4% svck).

Trong 2Q25, chúng tôi cho rằng LNST sẽ thấp hơn so với 1Q25 do bước vào mùa thấp điểm. Thông thường, lợi nhuận quý 2 của MWG thấp hơn quý 1 khoảng 20%. Do đó, nếu nhu cầu không suy yếu thêm do tác động từ thuế quan, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của MWG sẽ đạt khoảng 1,200 tỷ đồng hoặc cao hơn. Ngược lại, nếu nhu cầu yếu hơn kỳ vọng, con số này có thể thấp hơn.

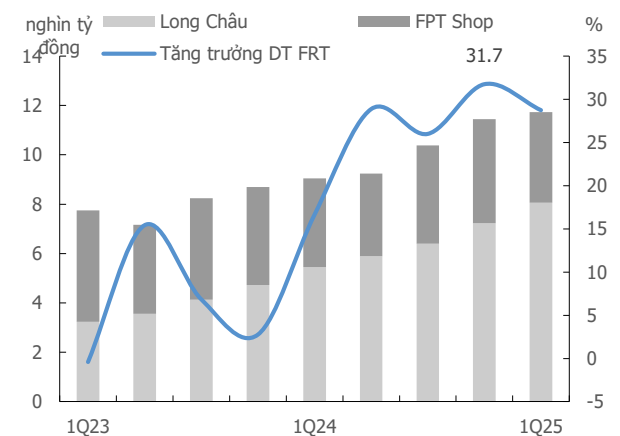
FRT – Tăng trưởng chậm lại

Lợi nhuận sau thuế vượt kỳ vọng nhưng tăng trưởng doanh thu chậm lại

Trong 1Q25, FRT ghi nhận doanh thu thuần đạt 11.7 nghìn tỷ đồng (+29.1% svck) và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 213 tỷ đồng (gấp 3.5 lần svck). Long Châu tiếp tục là động lực chính đóng góp vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận, trong khi đà phục hồi của FPT Shop có dấu hiệu chậm lại.

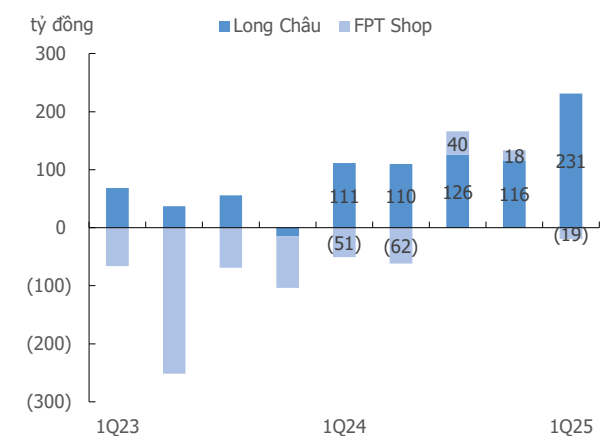
Trong 2Q25 dự báo, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu của FRT có thể chậm lại do tốc độ mở rộng của Long Châu giảm và triển vọng không tích cực của FPT Shop. Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế theo quý (qoq) cũng sẽ chậm hơn so với 1Q25 do FPT Shop có thể thua lỗ nhiều hơn và nền lợi nhuận quý trước cao.

Hình 17. Tăng trưởng DT của FRT chậm lại trong 1Q25, đến từ cả Long Châu và FPT Shop



Nguồn Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 18. LC ghi nhận lợi nhuận ròng tăng mạnh từ các nhà thuốc hiện có, trong khi FPT Shop lại báo lỗ



Nguồn Dữ liệu công ty, KIS Research

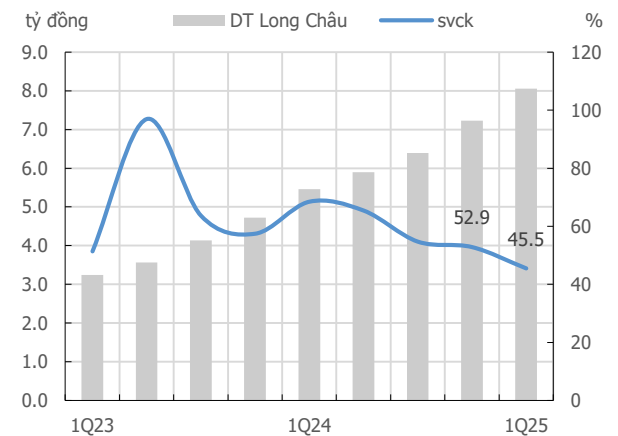
• Tốc độ mở rộng cửa hàng của Long Châu chậm lại

Doanh thu của Long Châu tiếp tục tăng lên 8.1 nghìn tỷ đồng (+45.5% svck), được thúc đẩy bởi việc mở mới 79 nhà thuốc (nâng tổng số lên 2,022 nhà thuốc) và 18 trung tâm tiêm chủng (đạt 144 trung tâm). Tốc độ mở rộng nhà thuốc gần như thấp nhất trong các quý gần đây (4Q24: +94 nhà thuốc), trong khi số trung tâm tiêm chủng mở mới tăng nhẹ từ 11 trung tâm trong 4Q24 (nhưng vẫn thấp hơn so với mức trong 1H24), như đã đề cập trước đó.

Long Châu ghi nhận lợi nhuận sau thuế tăng mạnh lên 231 tỷ đồng (+gấp 2.1 lần svck), chủ yếu đến từ các nhà thuốc hiện hữu và tốc độ mở rộng chậm lại. Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống còn 23.3% (-1.0 đpt svck) do thay đổi cơ cấu sản phẩm, trong khi chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm xuống còn 19.4% (-2.0 đpt svck) nhờ quy mô mở rộng (vận hành nhiều nhà thuốc hơn giúp giảm chi phí logistics và phân phối trên mỗi cửa hàng).

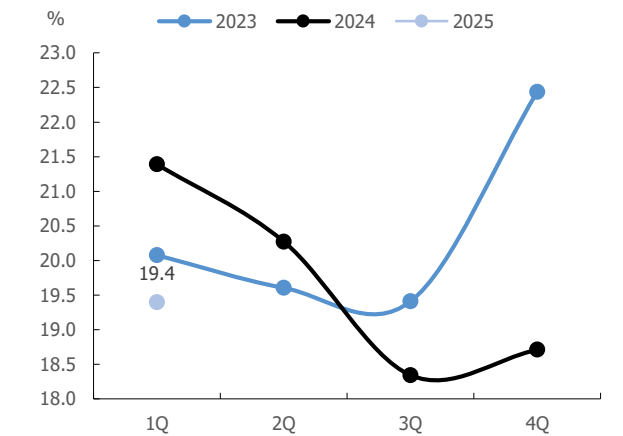
Trong 2Q25 dự báo, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu của Long Châu sẽ tiếp tục chậm lại do mở rộng chậm cả ở nhà thuốc (~80 cửa hàng so với 119 cửa hàng trong 2Q24) và trung tâm tiêm chủng (~20 trung tâm so với 36 trung tâm trong 2Q24). Trong khi đó, lợi nhuận sau thuế sẽ tiếp tục tăng mạnh nhờ đóng góp từ các nhà thuốc hiện hữu; còn trung tâm tiêm chủng sẽ tiếp tục trong giai đoạn tìm điểm hòa vốn.

Hình 19. Tăng trưởng doanh số của Long Châu chậm lại trong 1Q25 do tốc độ mở rộng cửa hàng giảm



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 20. Tỷ lệ chi phí SG&A trên doanh thu của Long Châu giảm nhờ tối ưu hóa hoạt động



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

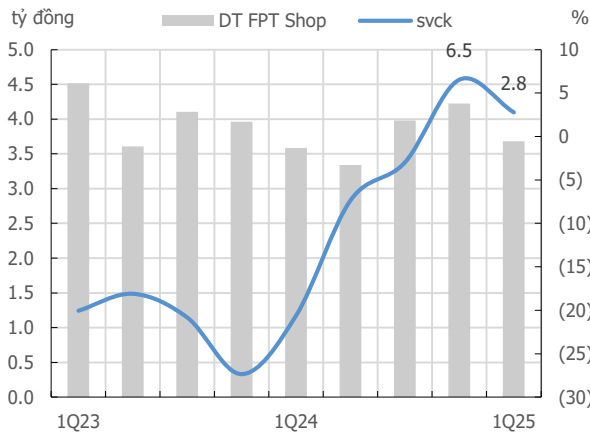
• FPT Shop ghi nhận lỗ trở lại

Doanh thu của FPT Shop duy trì ở mức 3.7 nghìn tỷ đồng (+2.8% svck), nhờ tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng (SSSG) đạt 21.6% svck, trong khi số cửa hàng giảm 15.5% svck. So với 4Q24 (doanh thu tăng 6.5% svck), chúng tôi cho rằng tốc độ hồi phục doanh thu của FPT Shop khá chậm, có thể do (1) nhu cầu tiêu dùng yếu và (2) mất thị phần (doanh thu của TGDD tăng 22.2% svck trong 1Q25). Tính đến 1Q25, FPT Shop vận hành 628 cửa hàng (-6 cửa hàng qoq; -115 cửa hàng svck).

Biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 12.5% (-0.9 đpt svck) do tỷ trọng điện thoại di động tăng cao, trong khi chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm xuống còn 12.4% (-2.0 đpt svck) nhờ vận hành ít cửa hàng hơn. Tuy nhiên, FPT Shop tiếp tục ghi nhận lỗ sau thuế 19 tỷ đồng (so với lợi nhuận sau thuế 18 tỷ đồng trong 4Q24) vì doanh thu thấp không đủ bù đắp chi phí cố định (doanh thu 4Q24 là 4.3 nghìn tỷ đồng – mùa cao điểm cuối năm).

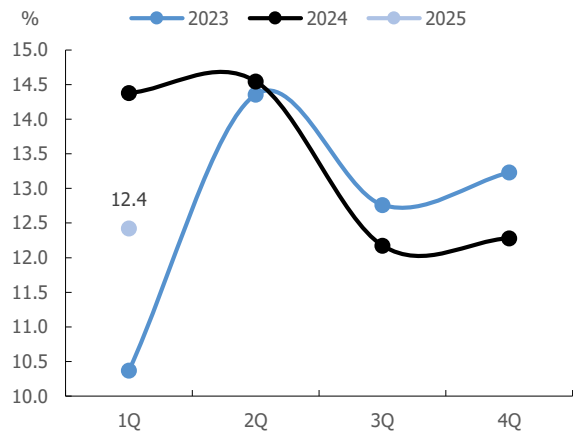
Trong dự báo 2Q25, vốn là mùa thấp điểm (thậm chí còn thấp hơn 1Q25), chúng tôi cho rằng doanh thu của FPT Shop sẽ tiếp tục ảm đạm (đặc biệt khi xem xét tác động của thuế quan đến nhu cầu tiêu dùng). Việc đóng cửa cửa hàng có thể vẫn tiếp diễn trong các quý tới, nhưng ở mức độ thấp. Do đó, về cuối cùng, chúng tôi cho rằng FPT Shop có thể tiếp tục ghi nhận lỗ nhỏ sau thuế do doanh thu vẫn chưa đủ bù đắp chi phí cố định.

Hình 21. Doanh số của FPT Shop yếu nên không đủ trang trải chi phí cố định



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 22. Chi phí SG&A/doanh thu của FPT Shop giảm khi số lượng cửa hàng hoạt động ít hơn



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

PNJ: Thách thức kép

Giá vàng tăng ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu dùng và nguồn cung vàng nguyên liệu

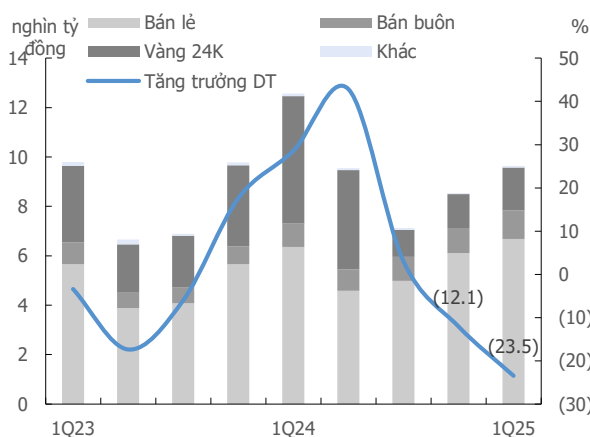
Trong 1Q25, doanh thu thuần của PNJ giảm xuống còn 8.8 nghìn tỷ đồng (-12.1% svck), chủ yếu do sự sụt giảm mạnh của sản phẩm Vàng 24K.

• Nhu cầu mua sắm trang sức bán lẻ yếu

Doanh thu bán lẻ trang sức tăng lên 6.7 nghìn tỷ đồng (+5.0% svck), mà chúng tôi cho rằng chủ yếu đến từ sự tăng giá của vàng. Tuy nhiên, tổng thể nhu cầu mua sắm trang sức bán lẻ trong 1Q25 vẫn yếu do giá vàng tăng mạnh, khiến trang sức trở nên đắt đỏ hơn và người tiêu dùng mua ít đi.

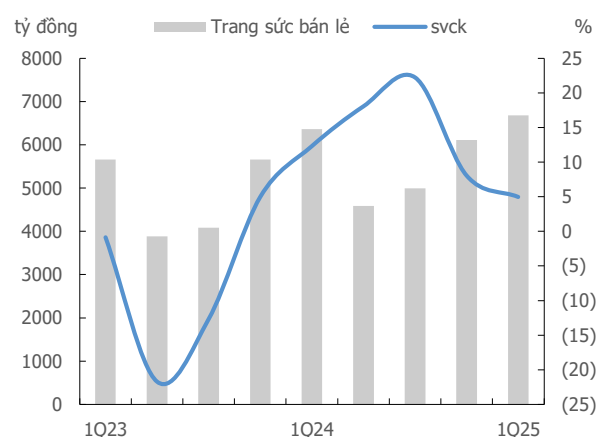
Trong 2Q25, chúng tôi cho rằng nhu cầu mua sắm trang sức bán lẻ sẽ phụ thuộc vào triển vọng giá vàng, mà chúng tôi cho rằng sẽ tiếp tục biến động do ảnh hưởng của các điều kiện kinh tế vĩ mô toàn cầu.

Hình 23. Doanh thu thuần của PNJ giảm do sự sụt giảm mạnh của vàng 24K



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 24. Doanh số trang sức bán lẻ yếu trong 1Q25 do giá vàng tăng mạnh



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

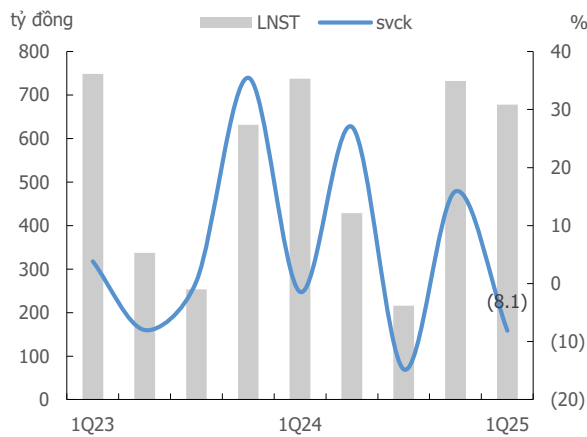
• Tình trạng thiếu hụt vàng 24K

Doanh số vàng 24K giảm mạnh 66.2% svck, chỉ còn 1,744 tỷ đồng, nguyên nhân chính là do tình trạng thiếu hụt vàng 24K (người tiêu dùng không muốn bán vàng vì kỳ vọng giá sẽ tiếp tục tăng, đồng thời PNJ cũng không có đủ vàng 24K để bán cho khách hàng). Trong 2Q25, chúng tôi dự đoán doanh số vàng 24K sẽ tiếp tục giảm mạnh so với mức cơ sở cao của 2Q24.

Lợi nhuận sau thuế giảm do doanh số bán lẻ trang sức yếu

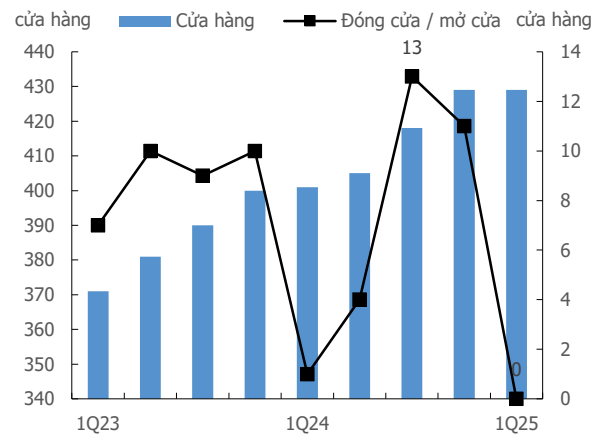
Trong 1Q25, lợi nhuận sau thuế (LNST) của PNJ giảm 8.1% svck, xuống còn 678 tỷ đồng do doanh số bán lẻ trang sức yếu. Giá vàng cao đã làm tăng chi phí nguyên vật liệu, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ trang sức. Trong 2Q25, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của PNJ có thể tiếp tục giảm nhẹ do doanh số bán lẻ trang sức yếu và tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên liệu vẫn tiếp diễn.

Hình 25. LNST của PNJ giảm do doanh số bán lẻ trang sức yếu và tình trạng thiếu hụt vàng nguyên liệu



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 26. PNJ không mở thêm cửa hàng mới trong 1Q25



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 15/05/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 15/05/2025.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.