



企业报告：Masan 消费品股份公司(UpCom: MCH)

分析部门

2025年5月13日

HOSE转板在即，布局价值腾飞新阶段

企业更新

截至 2025 年第一季度末，MCH（Masan Consumer Holdings）实现合并营收 7.489 万亿越盾，同比增长 14%；税前利润为 1.585 万亿越盾，同比小幅下降 3.6%。尽管宏观经济形势不甚乐观，可能影响到越南消费需求，但 MCH 仍是一只颇具吸引力的防御型消费股，主要得益于以下几点：产品组合多样、覆盖广泛，满足多类消费者需求；作为 Masan 集团的一环，MCH 能充分利用其分销体系优势；凭借“Go Global”战略，在产品和营收多元化、拓展国际市场方面具有增长潜力。

其产品高端化战略正助力 MCH 扩大营收规模，并在快速消费品（FMCG）领域维持高增长。

此外，MCH 以稳定且丰厚的股息著称，2025 年分红率预计达 60%。在 2025 年度股东大会上，管理层已确认公司将于 2025 年第三季度在胡志明证券交易所（HSX）挂牌上市，预计将提升交易活跃度、吸引更多境内外投资者，并为纳入主要指数打下基础。

投资建议

我们给予 MCH 股票的目标价为 116000 越南盾/股。以 2025 年 5 月 13 日的收盘价 127900 越南盾/股为基准，我们对该股给出“中立”评级。

建议：

中立

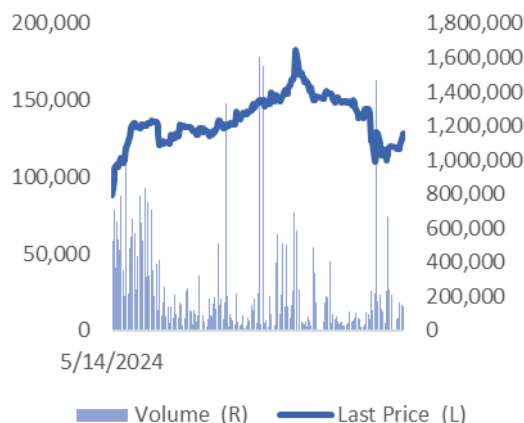
目标价：

VND116,000

当前股价（越南盾）

VND127,900

股价走势



股价波动	1 M	3 M	1Y
变动率	5.3%	-17.0%	43.4%
与越南指数相比	9.5%	-14.9%	47.3%
平均价(VND)	118,865	134,869	145,647

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股（百万）	1,051.45	大股东（%）	Masan Consumer Holdings
市值（VND b）	138,055.31	Free float（%）	69.7%
三个月平均成交量（‘000）	120.89	EPS TTM（VND）	30%
52 周最高/最低价（VND）	182872 / 101424	NPM TTM（%）	10,733
源: the Company, Guotai Junan (VN).			22%

一、企业简介

Masan 消费品股份公司（股票代码：**MCH**）是 Masan 集团旗下的成员公司。自 1996 年成立以来，Masan Consumer 从最初以出口为主的模式成功转型，迅速在越南市场上成为食品与饮料领域的领导企业之一。

业务模式：目前，**Masan Consumer** 是越南最大的快速消费品公司（**FMCG**）之一。公司生产并分销多种产品，涵盖以下领域：

- 调味品类
- 即食食品类
- 瓶装饮料与营养饮品类
- 咖啡类
- 个人与家庭护理的化妆品和清洁用品类

调味品类



即食食品类



瓶装饮料与营养饮品类



咖啡类



个人与家庭护理的化妆品和清洁用品类

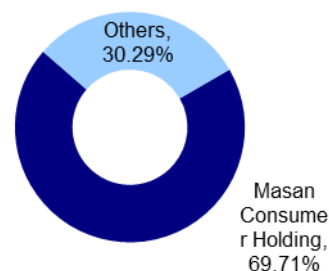


Masan Consumer（MCH）是 Masan 集团正在打造的综合消费生态系统中的一个重要环节，目标是掌控从生产到消费的整个价值链。在这一生态系统中，MCH 负责快速消费品（FMCG）的生产与开发。目前，MCH 拥有超过 31.3 万个传统零售点和 8500 个现代零售点的分销网络。根据 Kantar Worldpanel 的数据显示，越南有 98% 的家庭至少使用过 MCH 的一款产品。

MCH 对 Masan 集团的贡献

	收入贡献 (十亿越盾)	毛利贡献 (十亿越盾)
MCH	30,897	14,405
WinCommerce	32,961	8,134
MML	7,650	1,962
Phuc Long	1,626	1,061
Masan High-tech	14,336	893
Total	83,178	24,656

MCH 股东结构



源: Masan Consumer, GTJASVN RS

源: Masan Group

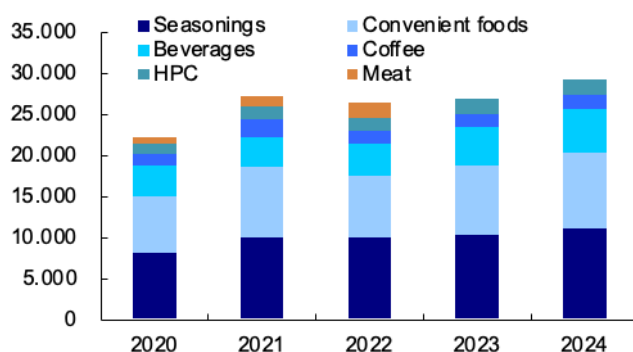
2025 年 3 月 29 日，在成功完成一轮股票发行后，Masan Consumer Holding 的持股比例从 91.27%降至 69.71%。

作为闭环价值链中的关键一环，MCH 能够优化物流与分销成本，提升消费者数据的获取能力，同时加快新产品的推出与市场占领速度 —— 这为其在同行业中带来显著的竞争优势。

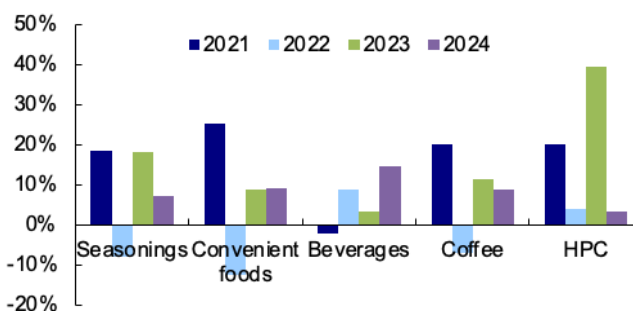
二、业务经营分析

2.1. 按品类划分的经营活动

2020-2024 年各品类收入结构



各行业收入增长情况

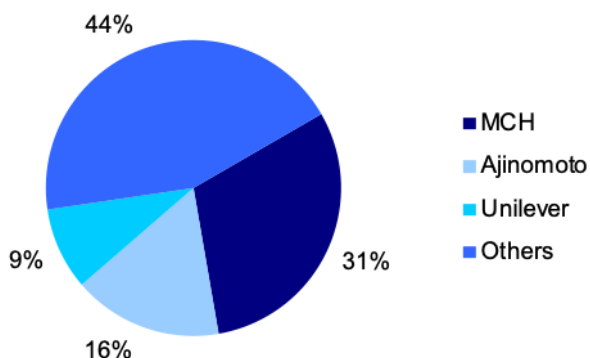


源: MCH, GTJASVN RS

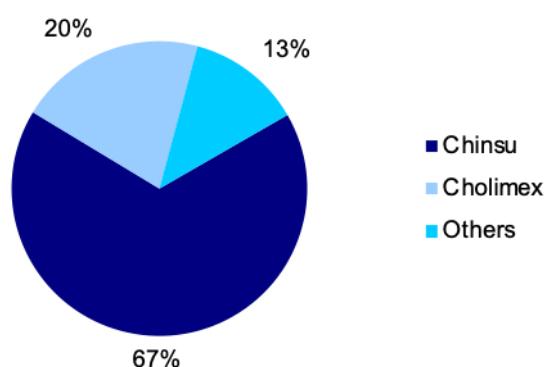
a、调味品板块

调味品始终是 MCH 收入结构中的核心业务板块，2024 年贡献公司总收入的 36%。根据 Euromonitor 的数据显示，越南调味品市场规模约为 33.5 万亿越南盾，其中蘸料细分市场占比高达 64%。在各类调味品中，鱼露占据主导地位，市场规模达 15 万亿越南盾，其次为酱油和辣椒酱。Frost & Sullivan 的数据显示，2024 年 MCH 在鱼露市场的市占率达到 68.8%，稳居第一；在辣椒酱市场占比为 67.0%，在酱油市场占比为 52.9%，远远领先于其他竞争对手。2024 年 MCH 辣椒酱按收入计算的市场份额，其营收为 Cholimex 的两倍。

2024 年 MCH 各类调味品按收入划分的市场份额



Cholimex 2024 年 MCH 辣椒酱按收入计算的市场份额，其营收为 Cholimex 的两倍



源: MCH, GTJASVN RS

b、瓶装饮料与营养饮品类板块

2024 年，瓶装饮料板块为公司贡献 16.8% 的总收入。在 MCH 的收入结构中，瓶装饮料板块是收入增长最为稳定的板块，年均增长率为 6.25%，即便是在 2021 年至 2022 年这一时期仍持续增长。

根据 Frost&Sullivan 的数据，2024 年，MCH 以 10% 的市占率位居功能饮料市场第四。除功能饮料外，饮料板块的增长还得益于面向 Z 世代的产品创新，例如注重健康的“Bup Non 茶饮品牌”。根据 Herbalife 最近对亚太地区的健康优先调查结果，在新冠疫情之后，有多达 86% 的越南消费者更加关注健康。因此，像 Bup Non 这样的注重消费者健康的产品预计在可预见的未来仍将持续增长。

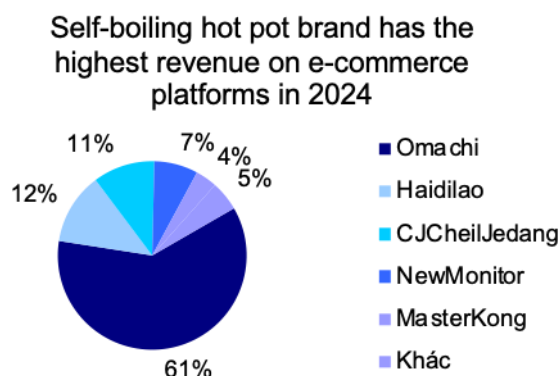
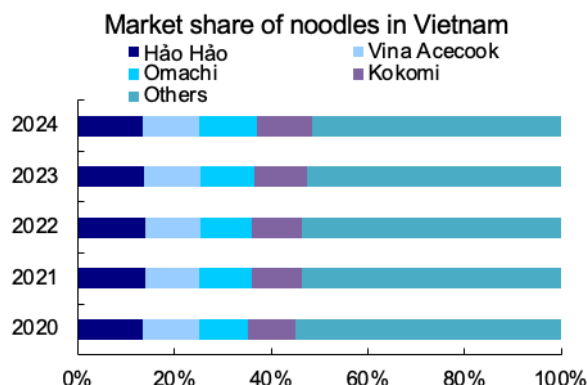
产品类	核心产品	详细
瓶装茶		该产品线于 2023 年 11 月推出，并在 2024 年实现积极的增长速度。通过加强市场营销活动，产品在市场上的品牌认知度得以迅速提升。
能量饮料		MCH 还持续开发符合年轻人喜好的新口味。值得注意的是，2025 年 4 月，Wake-Up247 正式成为 2025 年至 2027 年曼彻斯特城足球俱乐部在越南的官方能量饮料合作伙伴，这一合作有助于进一步提升产品的品牌影响力，同时也为 Masan Consumer 饮料业务的增长提供强劲动力。
瓶装水		MCH 的瓶装饮料板块中，以“Vinh Hao”矿泉水品牌最为突出，该品牌是越南首个矿泉水品牌。
啤酒		“Red Ruby”啤酒品牌由 Masan 于 2020 年推出，已初步进入与其他酒精饮料公司的市场竞争。凭借 Winmart 系统的渠道优势，Red Ruby 在上市后迅速接近消费者、提升品牌渗透率。

c、方便食品行业

MCH 的方便食品品牌包括 Omachi、Kokomi、Hu Tieu Story 和 Pho Story。其中，面类产品包括方便面、煮面、米粉、越南粉，不包括意大利面是最畅销的品类，预计占

方便食品板块收入的 98% 以上。

MCH 的两大主打产品——Omachi 面和 Kokomi 面，分别在整体市场中位居第 3 和第 4，逐步确立与主要竞争对手 Acecook 抗衡的市场地位。



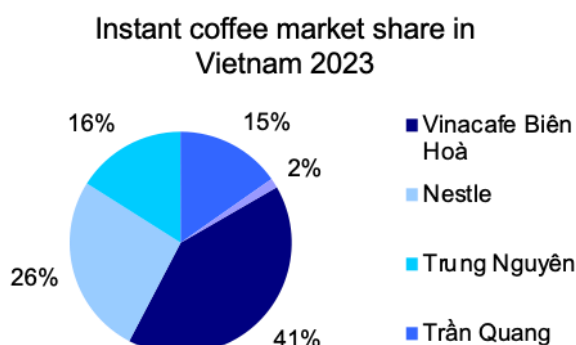
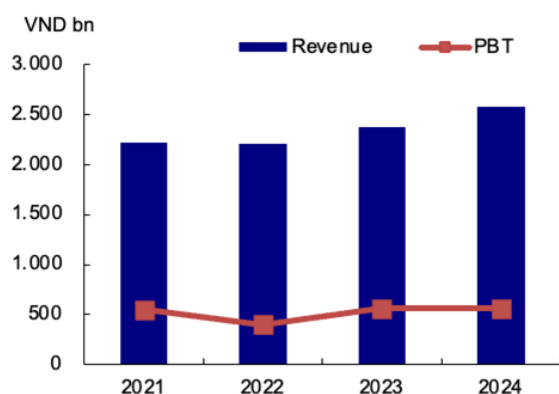
源: Euromonitor, Metrics, GTJASVN Research

作为高端化和产品多样化战略的一部分，Omachi 自热火锅被 xác định 为核心产品，并将在 2025 年继续重点发展。根据 Metrics 的数据显示，无论在 销量还是电商平台的销售额方面，Omachi 自热火锅始终位居第一，击败所有进口产品。

d、速溶咖啡板块

MCH 的速溶咖啡板块由 Vinacafe 品牌代表，该品牌自 2011 年通过并购交易并入 MCH 体系。根据 Euromonitor 的数据，在主要品牌中，MCH 旗下的 Wake-up 和 Vinacafe 两大品牌均占据较高的市场份额，其中 Vinacafe 以 18.1% 的市场占有率位居第二，仅次于 Nescafe。不过，速溶咖啡板块的年营收增长不稳定，主要是因为该类产品容易受到原材料成本波动的影响。

边和 Vinacafe 的经营业绩



源: VCF, GTJASVN Research

e、化妆品和清洁用品类板块

MCH 的日化业务板块包括两个品牌，分别是 Chanté 和 NET。MCH 持有 NET 洗衣粉股份公司 52.25% 的股份，主要提供个人护理和家庭清洁类产品，如洗衣粉和洗洁精等。截至 2024 年底，

NET 洗衣粉在越南洗衣粉市场中以 6.4% 的市场份额排名第五。Chanté 品牌继续保持在 WinCommerce 系统洗涤用品品类的领先地位，并且扩展到洗洁精和地板清洁剂等领域，这些产品均位列各自品类的前三名。

该业务板块的年收入持续增长，主要得益于不断推出的新产品。然而，MCH 在该领域的市场占有率仅约为 2%，而联合利华和宝洁两大品牌则占据 71% 的市场份额，年收入约达 50 万亿越南盾，数据来源于 Euromonitor。尽管面临外资品牌的激烈竞争，NET 洗衣粉在乡村地区仍以每年约 25% 的增长速度跻身家庭护理领域最受欢迎的前 10 名越南品牌之列。

城市地区			农村地区		
排名	品牌	CRP (M)	排名	品牌	CRP (M)
1	Sunlight	10.3	1	Sunlight	50.7
2	Omo	6.8	2	Omo	40.2
3	Comfort	4.1	3	Comfort	30.4
4	Ha Noi (Tien Hieu)	3.8	4	Lix	23.5
5	Vim	3.7	5	Aba	19
6	Downy	3.5	6	Downy	17.7
7	Lix	2.6	7	Net	13.3
8	Surf	2.6	8	Thanh Ha	11.6
9	Gift	2	9	My Hao	11.2
10	My Hao	1.6	10	Surf	8.7

源: Kantar

根据 Kantar 2024 年的数据，虽然 NET 洗衣粉未进入城市市场中最受欢迎品牌前列，但在乡村市场中，连续两年稳居第 7 位。

2.2 按市场划分的经营活动

a、国内市场

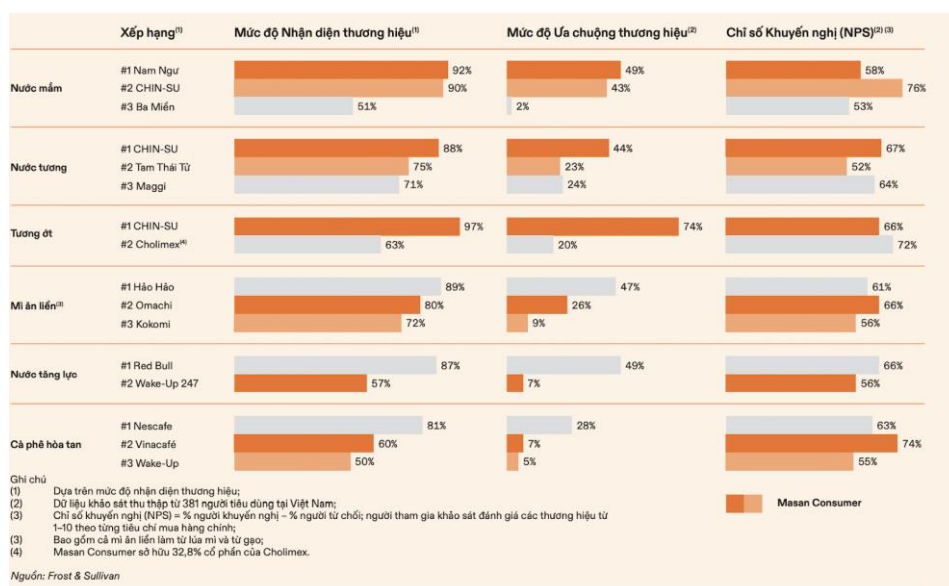
在国内市场方面，Masan Consumer 是农村地区消费者选择最多的品牌，在城市地区的品牌选择度中排名第三。

城市地区			农村地区		
排名	生产商	CRP (M)	排名	生产商	CRP (M)
1	Vinamilk	60.9	1	Masan Consumer	324.8
2	Unilver	52.0	2	Unilver	297.4
3	Masan Consumer	39.6	3	Vinamilk	223.8
4	Nestle	29.6	4	Wilmar	123.6
5	Suntory Pepsico Vietnam Beverages	27.0	5	Acecook Vietnam	120.4

源: Kantar

在越南，尤其是农村地区——这里聚居着近 70% 的越南人口，Masan Consumer 凭借在各

业务领域高度认知的产品，稳居 2024 年最受消费者青睐的品牌前列。根据近期对 378 名国内消费者的调查，Masan Consumer 旗下核心品牌的认知度显著领先，受欢迎程度超过同类竞争品牌，且在大多数关键品类中，净推荐值（Net Promoter Score，反映消费者满意度及推荐意愿）均保持较高水平。



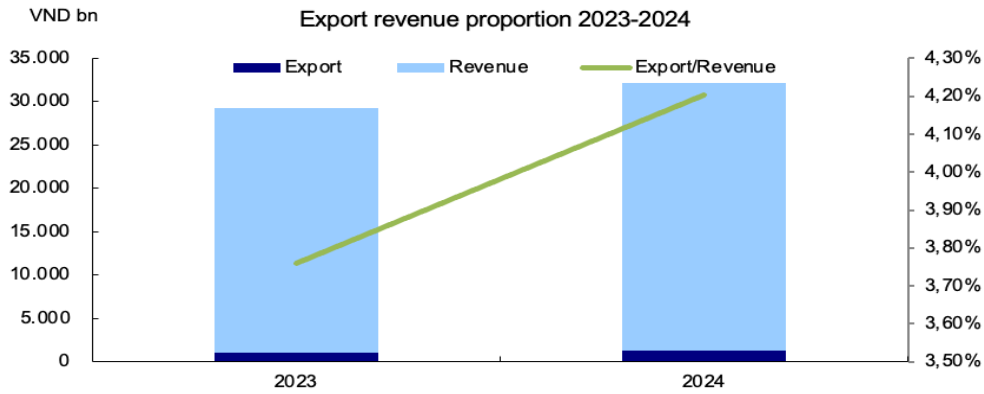
源: Frost & Sullivan

越南大部分人口居住在交通基础设施较为有限的农村地区，因此能够覆盖全国各地消费者成为消费品公司成功的关键因素。凭借覆盖传统渠道（General Trade，简称 GT）和现代渠道（Modern Trade，简称 MT）的广泛分销网络，MCH 的产品有效渗透市场并触达消费者。

目前，Masan Consumer 在传统渠道拥有 31.3 万个销售点，在现代渠道拥有 8500 个销售点。依托高效的分销网络及与 WinCommerce 零售连锁的合作，通过各种推广活动和产品试用计划，截至 2024 年，越南 98% 的家庭至少拥有一款 MCH 的产品。

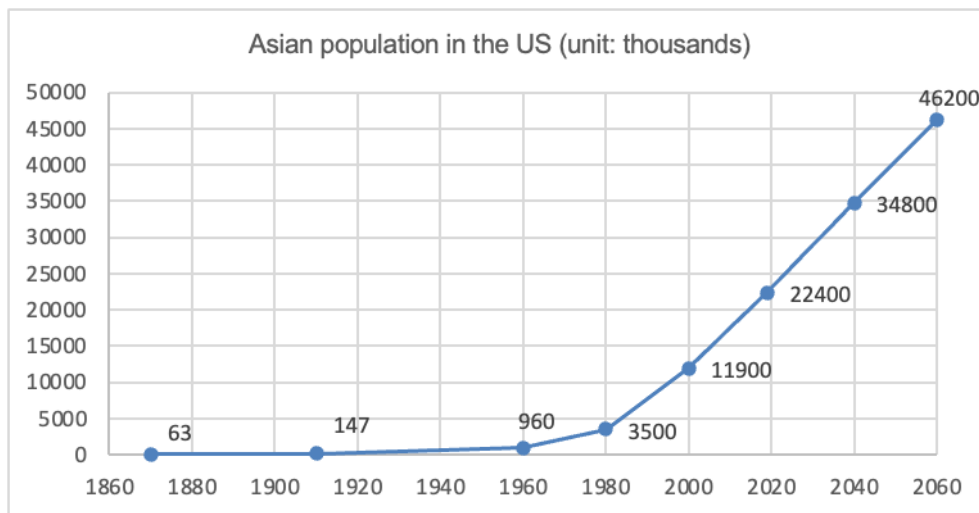
b、出口市场

Masan Consumer 从 2023 年开始具体披露出口市场的营业收入数字。凭借“走向全球”（Go Global）战略，Masan 计划到 2027 年实现 15% 的销售额来自国际业务，而截至 2023 年，这一比例为 3.76%。2024 年第四季度，出口收入同比增长近 31%，推动全年出口收入较去年增长 22.4%，从 1.062 万亿越南盾增至 1.299 万亿越南盾，占 MCH 总收入的 4.3%。



源: MCH, GTJASVN RS

Masan Consumer 的产品，尤其是调味品和方便面，在日本、韩国和美国等多个主要市场正受到积极欢迎。近年来，美国逐渐成为 MCH 出口战略的重点市场，这得益于当地亚裔中产阶级群体的迅速增长。像 Chinsu 和 Nam Ngu 鱼露这类主打产品，因为贴合亚裔消费者的口味偏好，在美国市场展现出巨大潜力。MCH 对美出口也已取得一定成果，Chin-Su 品牌稳居美国亚马逊热销调味品前 8 名，显示出国际市场对越南调味品品牌的高度认可。



源: World Economic Forum

然而，MCH 未来进军美国市场的前景可能会受到美国总统难以预测的关税政策及升级的中美贸易战影响。若实施 46% 的关税政策，MCH 在美国市场的成品价格将显著上升，进而削弱其相对于其他竞争对手（如日本味之素 Ajinomoto）的竞争力。但这并不是 MCH 过于担忧的因素，因为像韩国、日本等亚洲市场仍有望在未来帮助 MCH 增加出口利润，尤其是日本市场。MCH 已专门针对该市场推出一套定制调味品。2024 年 3 月，在日本国际食品展（Foodex Japan）上，公司推出特色调味料颗粒与粉类组合、Sriracha 辣椒酱以及 Chin-Su 春卷，并获得日本消费者和来自 60 多个国家的合作伙伴的积极反馈。此外，日本政府目前正在推出一项超 1000 亿美元的经济刺激计划，其中包括对企业的支持和税收减免，以提升民众购买力。这一政策有望为 Masan Consumer 拓展日本市场提供有利条件。可以看出，日本作为 MCH 出口产品的第二大主要市场，仍有很大增长空间。MCH 管理层也透露，未来计划进军全球最大消费市场——中国，并已准备

通过 Chin-Su、Omachi 和 Vinacafe 等品牌进行市场布局。

FY23 market size for key export markets

FY23 Market size				
Total	\$6.0B	\$36.8B	\$8.1B	\$3.6B
Seasonings ¹	\$2.3B	\$15.1B	\$1.2B	\$0.4B
Instant noodle	\$2.7B	\$19.3B	\$5.7B	\$2.3B
Instant coffee	\$0.9B	\$2.3B	\$1.1B	\$1.0B

源: MCH

三、财务分析

2024 年，Masan Consumer 的净收入达到 30.897 万亿越南盾，完成 99% 的年度经营计划，同比增长 9.4%，主要得益于调味品、方便食品和非酒精饮料业务的销售增长。2024 年，Masan Consumer 的毛利率提升 70 个基点，达到 46.6%，相比 2023 年的 45.9% 有所上升。毛利率的提升主要来自收入结构向高端业务转移，尤其是调味品和方便食品行业。通过应用 80/20 原则——80% 的收入来源于 20% 的产品代码，MCH 聚焦于带来较大影响力的产品。2024 年毛利率的增长归因于两大主力行业产品的高端化，具体包括 Nam Ngu 鱼露和自热火锅产品。其余三个行业毛利率略有下降，主要由于原材料成本和包装成本的上升。集团报告指出，2024 年合理的价格调整也促进毛利率的提升。



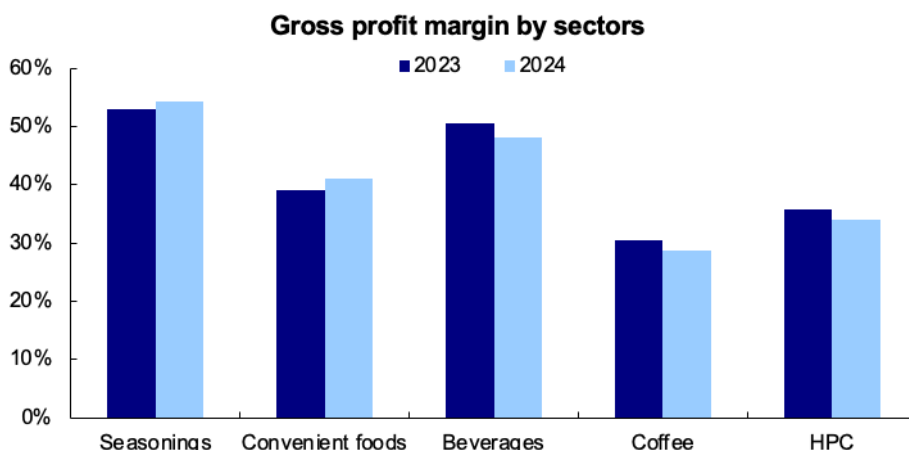
源: MCH, GTJASVN RS

尽管受到新冠疫情的影响，WinMart 在 2020-2021 年期间的营业收入仍实现非常积极的增长，主要得益于消费者行为和购物心理的变化。在社交隔离的背景下，线上购物需求大幅增加，而 WinMart 自 2019 年起便拥有线上销售平台，因此充分利用这一优势。在此期间，收入增长主要由三个主要品类驱动：方便食品、肉类和调味品。尤其是方便食品板块实现 25.4% 的增长，反映出消费者更倾向于既方便又健康的产品。这与疫情期间消费者愿意为健康花更多钱的心理相契合。

进入 2022 年，尽管防疫措施已解除，但收入出现下降，主要原因是疫情后消费者收紧支出心理，同时经济面临多重挑战，尤其是创纪录的高通胀压力。管理层表示，此次收入下滑属于短期现象，且部分是有意为之，目的是帮助分销商将库存调整至正常水平。这一举措被视为 Masan Consumer 为度过 2023 年上半年困难时期的战略准备，同时为未来新产品的增长预留空间。

毛利率受原材料价格波动影响

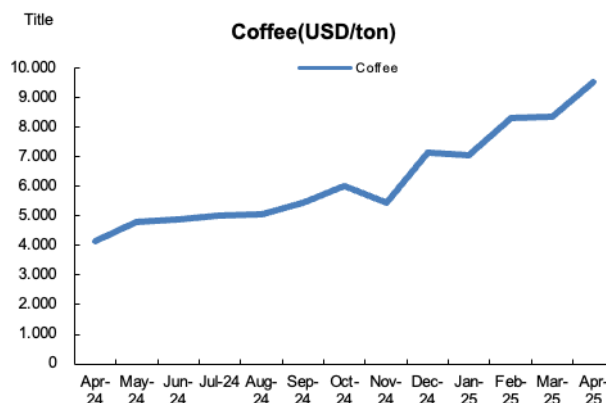
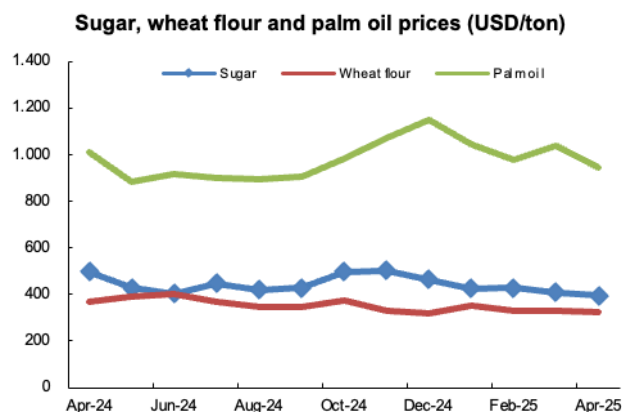
MCH 的主要原材料包括棕榈油、小麦粉、糖和咖啡。在过去 12 个月中，MCH 的原材料成本表现出明显的分化趋势。关键原料如糖、棕榈油和小麦粉的价格相比 2024 年年底的高点均大幅回落。具体而言，小麦粉和糖的价格分别较高点下跌约 21.7% 和 21.6%，棕榈油价格也调整至每吨 326 美元，达到一年以来的最低水平。由于泰国 2024/25 制糖年度产量预计同比增长 18%，加上国内生产充足、正规进口及走私糖的供应，国内糖价预计将继续下降，这进一步推动非法进口糖的增加。这些变化对方便食品和饮料等品类的毛利率产生积极影响。



Nguồn: MCH, GTJASVN RS

相反，咖啡价格在同期内大幅上涨 130%，对咖啡类产品的生产成本造成了压力。根据越南商品交易所（MXV）的数据显示，全球两大咖啡生产国巴西和越南的供应担忧推动咖啡价格攀升至高点。尽管如此，凭借多元化供应策略、主动库存管理以及优化利润率的产品组合调整，预计 MCH 能够在短期和中期内较好地控制原材料风险。

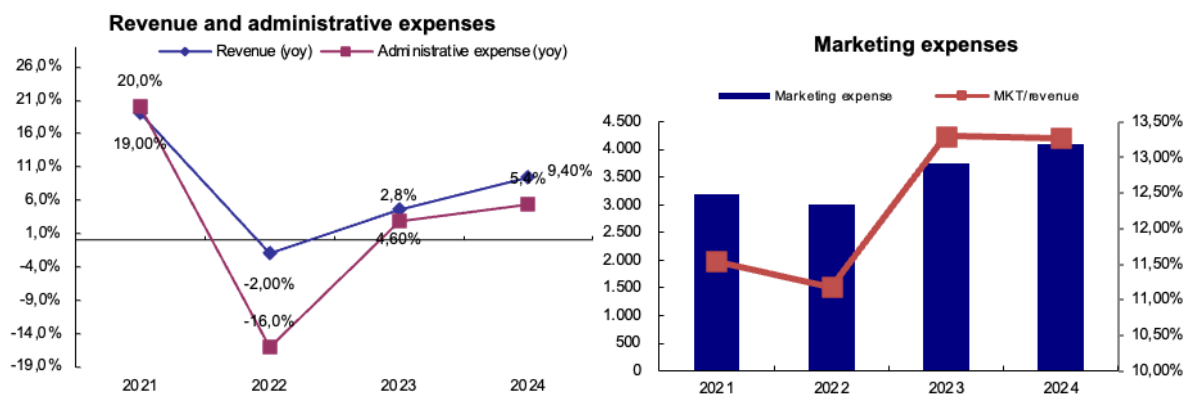
2025 年，MCH 预计主要原材料价格将持续走高。为减少价格波动带来的影响，MCH 已采取期货合同等策略以锁定原料价格，同时利用品牌优势调整销售价格。MCH 多样化的产品组合也有助于降低任何单一原材料价格波动对整体利润的影响。此外，截至 2024 年底，MCH 的原材料成本较去年上涨近 12%，公司可能已经储备一部分必要的原材料，其中进口原料通过一个进出口中介单位采购，以减轻未来价格周期性上涨的影响。



源: MCH, GTJASVN RS

加强市场营销活动

作为一家以产品发布战略和品牌扩展为主要增长动力的公司，MCH 正在加大对市场营销活动的投入，以巩固品牌地位并支持在日益激烈的消费品市场竞争中的收入增长。在 2021 年至 2024 年期间，MCH 的市场营销费用呈现明显增长趋势，尤其是在 2023 年——这一阶段 MCH 连续推出具有创新和引领性的新品。具体而言，市场营销费用在 2021 年为 3.205 万亿越南盾，2022 年略降至 3.015 万亿越南盾，随后在 2023 年大幅上升至 7560 亿越南盾，并在 2024 年继续增长，达到 4.099 万亿越南盾。

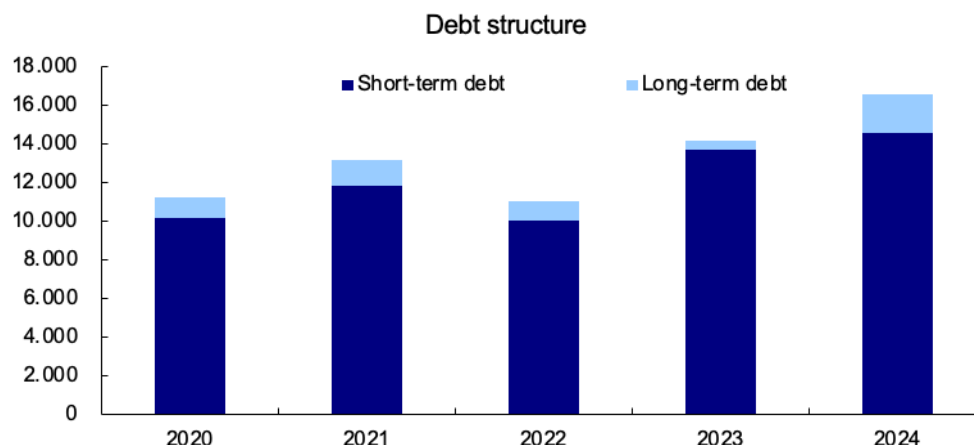


源: MCH, GTJASVN RS

MCH 在 2021 至 2024 年期间的管理费用表现出根据收入波动灵活调整的趋势。2021 年，管理费用增长 20.04%，与收入增长 19% 相对应，表明公司在增长阶段扩大经营规模。然而，到 2022 年，收入略降 2%，MCH 迅速反应，将管理费用削减 16.04%，反映出其良好的成本控制能力和对不利市场环境的适应性。在接下来的两年中，管理费用有所回升，但增速低于收入增长，具体为 2023 年增长 2.78%，2024 年增长 5.41%，而收入同期分别增长 4.6% 和 9.4%。这显示 MCH 正在逐步优化管理运营，提高运营效率，并通过良好控制固定成本来提升利润。

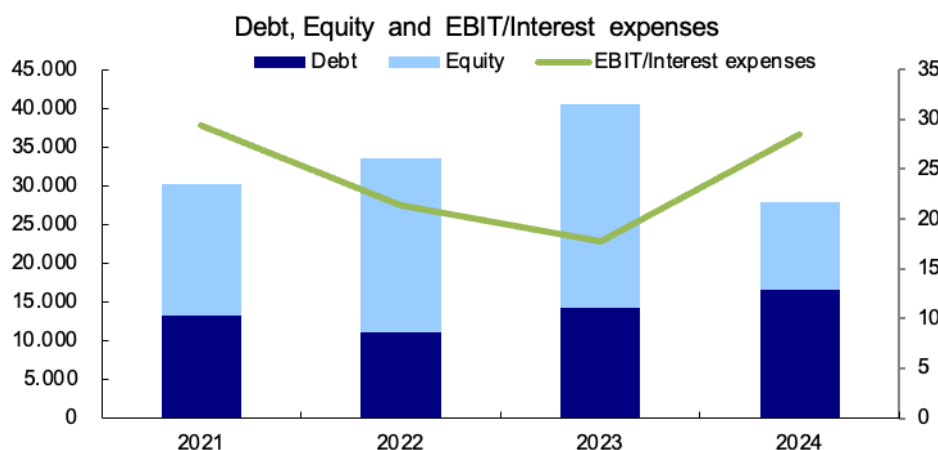
短期债务占借款结构大部分

2020 至 2023 年期间，Masan Consumer Holdings（MCH）的负债结构明显偏向短期债务，这反映快速消费品行业（FMCG）的特点以及公司的财务策略。由于需要大量营运资金以维持覆盖近 18 万个零售点的供应链，加上经销商的账期较长，MCH 优先选择从银行及供应商信贷获取短期借款，以确保流动性和优化资本成本。与 Techcombank——同属生态体系的金融机构——的紧密合作起到关键作用，帮助公司以优惠利率获得短期资金支持。此外，MCH 历史上进行过如边和 Vinacafé、Hoa Muoi Gio 及 NETCO 等大型并购，这进一步增加短期借款比例，以支持产品组合的扩展。但短期债务结构也带来流动性风险，尤其是在经营现金流不稳定的情况下。



源: MCH, GTJASVN RS

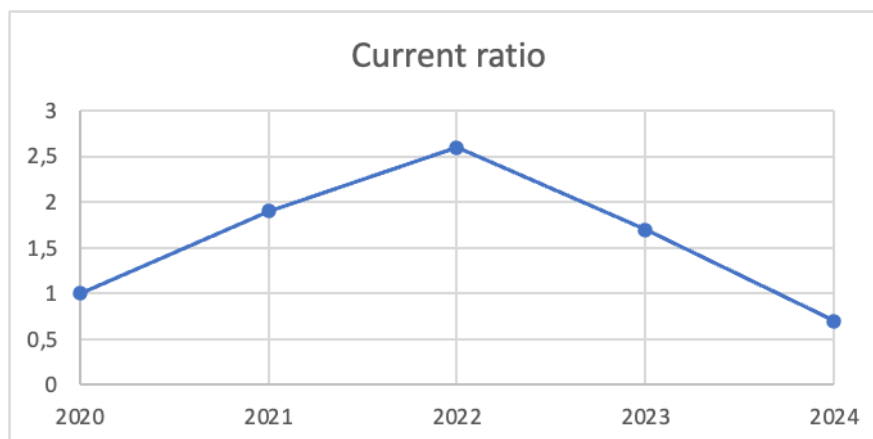
进入 2024 年，MCH 的长期债务出现爆发式增长——同比增长约 340%，主要来源于用于投资建设和改造生产厂房的贷款，例如在平阳省的调味品工厂项目和河南省的化妆品生产线项目。这一现象表明，MCH 正逐步朝着更可持续的资本结构进行重组，减轻短期偿债压力，为长期发展计划创造财务空间，包括计划于 2025 年转板上市，以增强财务实力，逐步减少对短期债务的依赖。



源: MCH, GTJASVN RS

截至 2024 年底，MCH 的总借款达到 1.657 万亿越南盾，同比增长 17%，同时股东权益较

2023 年 12 月 31 日的 26.376 万亿越南盾减少 57%，导致资产负债率（D/E）大幅上升，并在 2021-2024 年期间首次超过 1。此举是为了支持持续研发计划，提升 MCH 各产品线的大规模生产能力，并且通过这一扩张取得企业创纪录的利润，同时用于支付过去一年的大量股息。研发投入和扩张也导致利息支出维持在较高水平，但利息保障倍数保持增长趋势，确保企业的偿债能力。



源: MCH, GTJASVN RS

截至 2024 年，MCH 的流动比率为 0.7，延续自 2022 年以来的快速下降趋势。过去三年中，MCH 流动比率迅速下滑，主要原因是公司持续以现金形式支付股息，导致流动资产从 23.921 万亿越南盾大幅减少至 2024 年的 10.393 万亿越南盾。具体来说，公司于 2023 年 7 月支付 55% 的股息，9 月又支付 168%，并于 12 月预付 2024 年股息的 95%（7 万亿越南盾）。这些大量支付显著减少现金及现金等价物，使流动比率从 2022 年的 2.6 下降至 2024 年的 0.7，释放出流动性风险的信号。

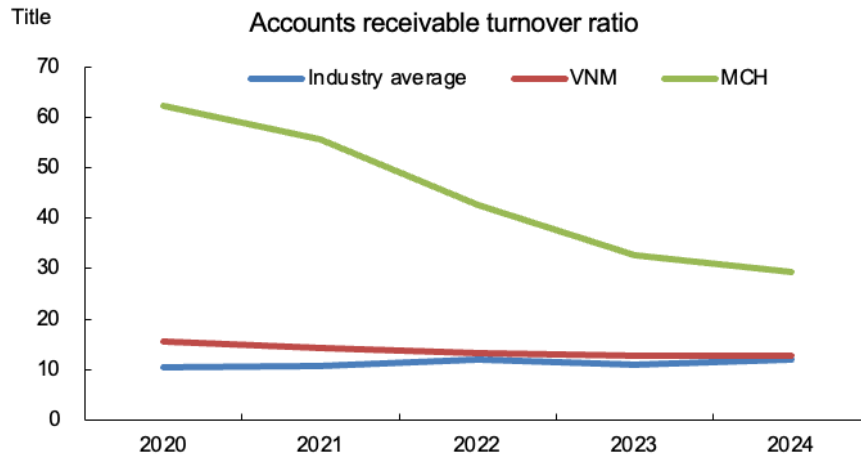
高财务杠杆的使用，且短期负债占比一直很高，进一步加剧支付压力。然而，在快速消费品（FMCG）行业中，由于日常必需品带来的稳定现金流，加上 Techcombank 的信贷支持，MCH 具备管理该风险的潜力。管理层强调对资产质量充满信心（主要为易于收回的应收账款和强势品牌），优先选择分红以维持股东信任并推动上市地位转换计划，而非积累现金。尽管如此，若因激烈竞争导致经营现金流减弱，或上市转换计划未达预期，这一策略仍存在潜在风险。在最近于 4 月 25 日召开的股东大会上，鉴于对收入和利润的良好预期，管理层提交并获得批准，将于 2025 年以留存利润现金形式预付股息，最高比例可达 60%。

MCH 股息支付历史

实施日期	详细
2023 年 8 月 14 日	以现金支付 2023 年股息，每股 4500 越南盾
2024 年 7 月 12 日	以现金支付 2023 年股息第 2 次，每股 5500 越南盾
2024 年 10 月 4 日	以现金支付 2023 年股息，每股 16800 越南盾
2024 年 12 月 30 日	以现金支付 2024 年股息，每股 9500 越南盾



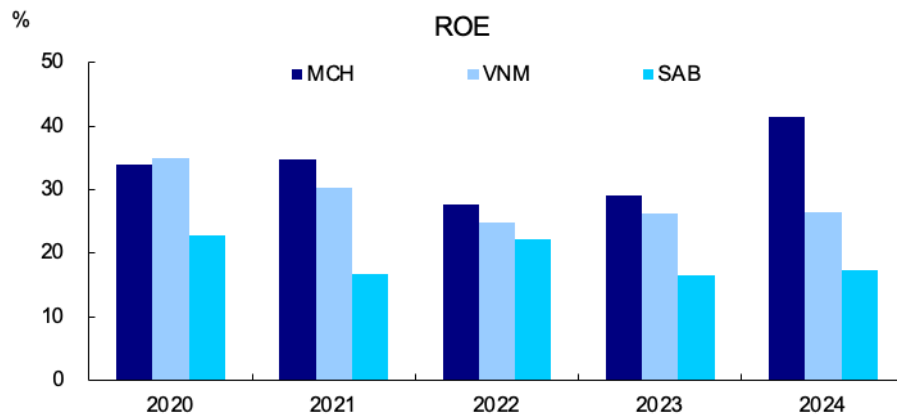
2025 年 2 月 11 日	实施增发股票的认购权
2025 年 4 月 25 日	提交 2025 年预付股息计划，比例为 60%



源: MCH, GTJASVN RS

MCH 在 2020 至 2024 年期间的应收账款周转率保持在远高于行业平均水平及竞争对手 VNM 的水平，反映出其良好的应收账款回收能力。然而，应收账款周转率从 2020 年的 62.28 逐年下降至 2024 年的 29.42，显示其信用政策正在逐步放宽，需持续关注以控制现金流风险。

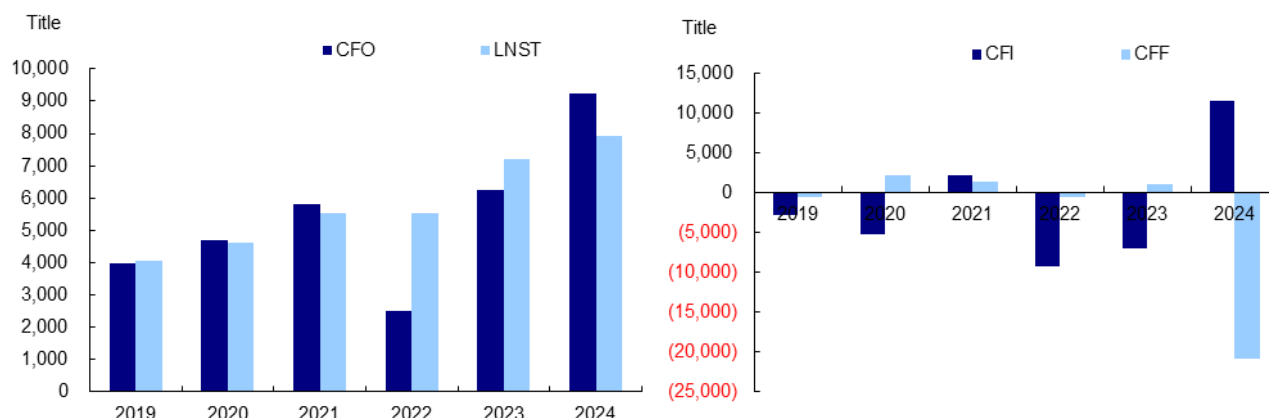
2024 年，ROE 大幅上升，主要因高额股息支付后股东权益进行调整。



源: MCH, GTJASVN Research

2025 年第一季度，MCH 以每股 10000 越南盾的价格发行超过 3.268 亿股新股，行权比例为 45.1%，预计募集资金超过 3.268 万亿越南盾。Masan Consumer Holdings（MSN 子公司，持股 72.8%）已认购其中的 6920 万股，在此次总发行的 3.027 亿股中，预计 MCH 和 MSN 的持股比例将分别降至 70.4%和 51%。据企业披露，本次持股比例的调整是为了符合胡志明证券交易所关于转板的相关规定，即至少 20%的表决权股份须由不低于 300 名非大股东持有。在 2025 年股东大会上，管理层表示，MCH 的转板工作预计将在 2025 年第三季度完成。该计划旨在通过提升流动性和资产使用效率，支持公司在国内外的增长战略，从而进一步提升 MCH 的资产质量。

MCH 现金流评估



源: MCH, GTJASVN Research

2019 至 2024 年期间，MCH 的经营活动现金流（CFO）持续呈现积极趋势，尤其在 2024 年达到 9.927 万亿越南盾，高于同期净利润，反映出现金流质量优异。2022 年，受短期财务策略包括投资交易性证券及偿还债务的影响，现金流一度出现短暂下滑，但至 2023 至 2024 年已重新转正。

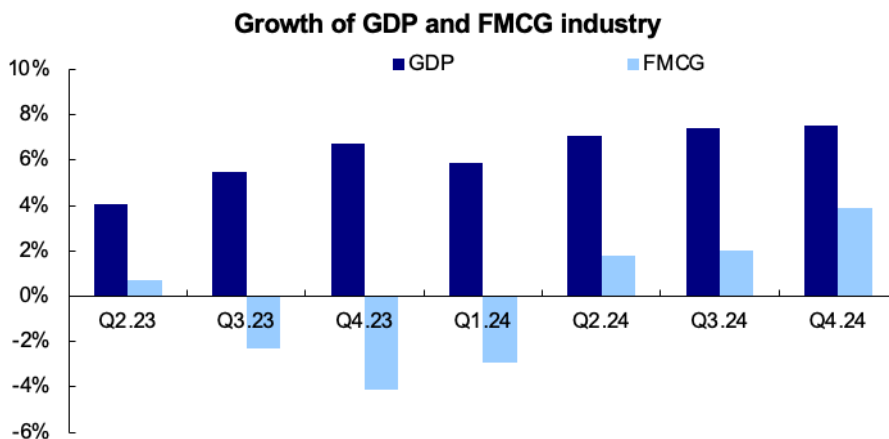
2024 年，MCH 的投资活动现金流（CFI）出现显著正值，超过 11.474 万亿越南盾，而 2023 年为负值 7.088 万亿越南盾。此变化主要来自于定期存款的提取和其他金融投资的回收，共计 28.357 万亿越南盾，而新增存款仅为 17.931 万亿越南盾。资金提取可能用于近期公布的目标：(i) 增加市场营销费用及大规模新品发布，(ii) 现金股息支付，(iii) 为潜在的个人护理健康领域并购机会做准备。同时，2024 年财务活动现金流（CFF）录得创纪录的负值-20.816 万亿越南盾，主要因支付巨额现金股息约-23.07 万亿越南盾。

四、企业经营前景评估

4.1 消费品行业前景

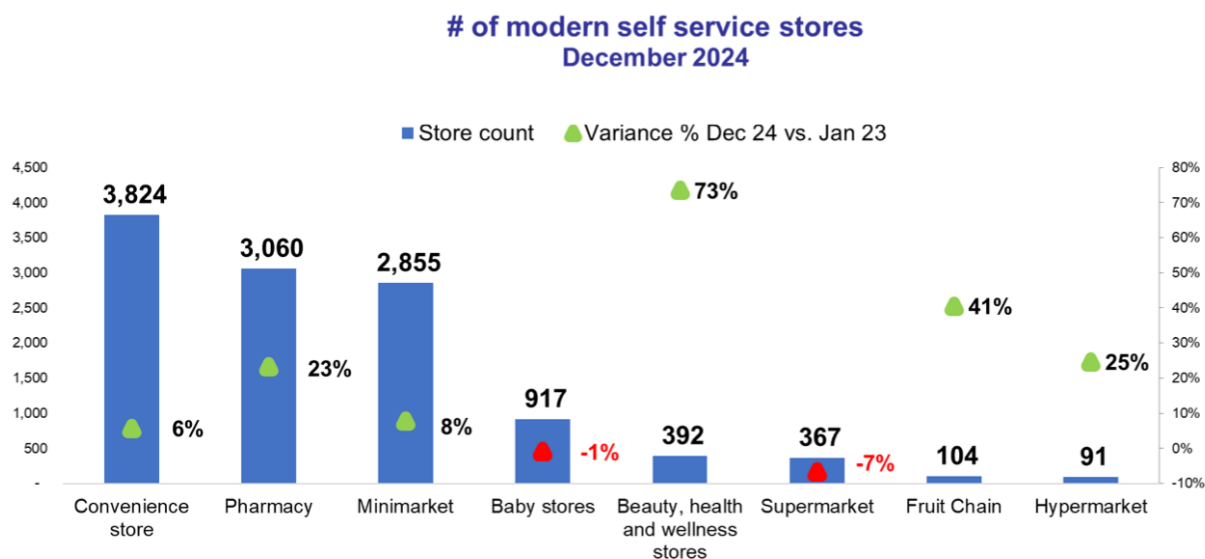
越南快速消费品（FMCG）市场正在强劲增长，这得益于稳健的经济发展、可支配收入的不断提高以及消费者行为的转变。根据 Frost & Sullivan 的报告，预计到 2029 年，市场规模将达到 584 亿美元，自 2024 年起的年均复合增长率（CAGR）为 9.7%。市场的价值增长伴随着城市化进程的加快、中产阶级规模的扩大以及零售模式的变化，尤其是现代零售形式的渗透率不断提升，如超市、购物中心和便利店等。

2023 年，尽管 GDP 保持增长，FMCG 行业仍因消费力减弱而面临挑战，反映出宏观经济对消费的滞后影响。然而，自 2024 年第二季度起，该行业开始显著复苏，连续多个季度保持正增长。随着复苏趋势愈发明显，加之政策支持和国内消费需求的回升，2025 年 FMCG 行业展望积极。



源: NielsenIQ

旅游复苏带来的预期：2025 年第一季度，国际游客数量同比增长 29.6%，再加上 2025 年便利店的发展，将为便利产品在来年持续增长奠定基础。



源: Cimigo

鉴于特朗普总统未来税收政策的不确定性，政府的 GDP 增长和就业目标将受到影响，外资企业及工人就业有减少风险。在此背景下，民众的购买力和消费信心将受到负面冲击。然而，政府正积极支持消费品行业，采取以下政策措施：

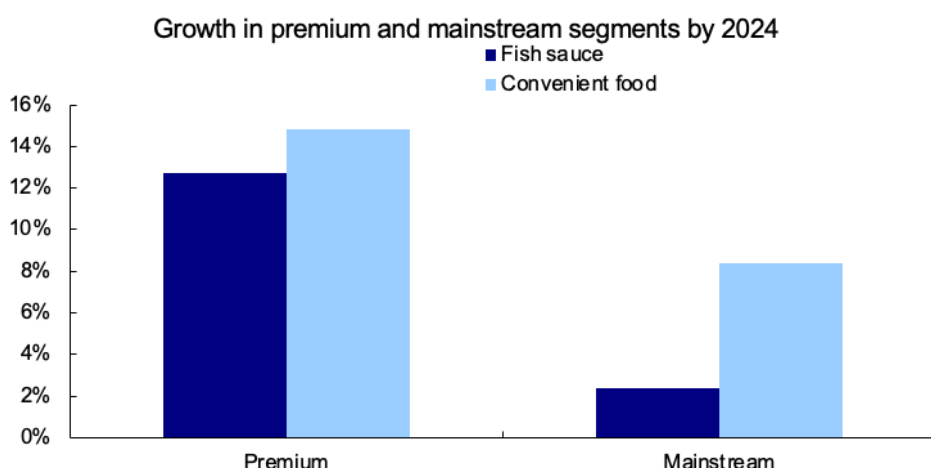
- 持续将增值税率从 10% 下调至 8%，直到 2025 年 6 月底，有助于短期内维持消费品行业的购买力，从而推动内需和生产恢复，尤其是在越南中产阶级占多数的人口结构下。
- 2025 年 4 月 4 日，越南工贸部发布第 08 号指令（08/CT-BCT），落实促进越南市场发展和刺激 2025 年消费的措施。指令目标是实现商品和服务零售总额约增长 12%，以支持政府第 25 号决议（25/NQ-CP）提出的 GDP 增长超过 8% 的目标。提议措施包括召开市场发展解决方案会议、开展供需对接项目、鼓励消费越南商品和 OCOP 产品，并借鉴国际经

验制定合适的消费刺激政策。该消费刺激政策的实施预期将为消费品行业在 2025 年的强劲发展创造良好条件，推动经济增长并提升民众购买力。

4.2 Masan Consumer 的经营前景

Masan 的经营战略聚焦三大支柱：产品高端化、新产品开发及“走向全球”战略，这些将成为企业增长的动力。

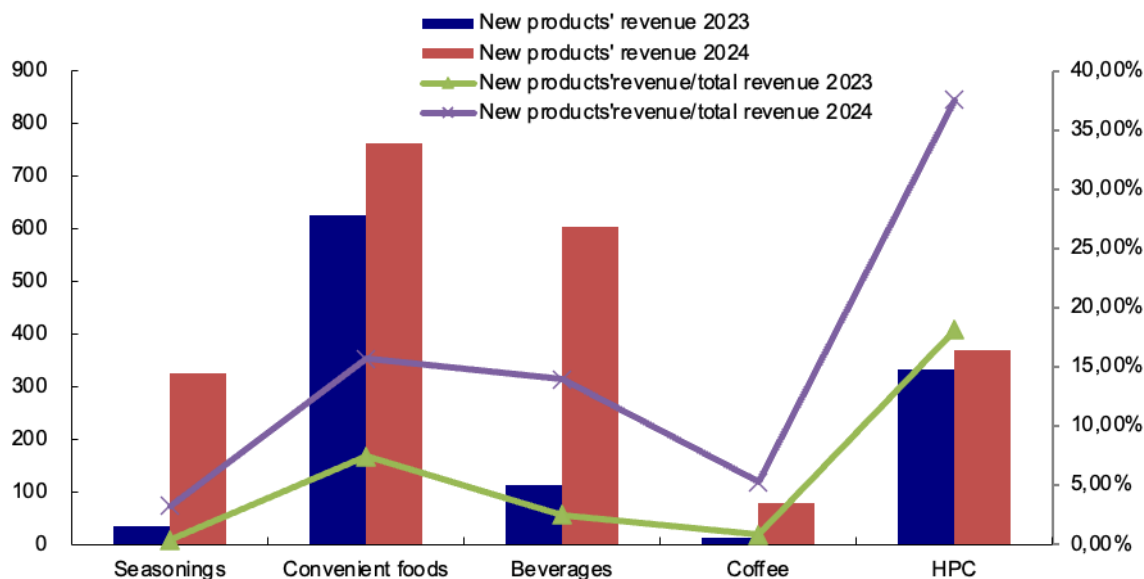
4.2.1 持续推动产品高端化，以吸引新客户群并扩大利润空间



源: MCH, MSN

在消费品行业趋于饱和的背景下，MCH 面临的主要竞争对手均已占据一定市场份额，市场格局相对稳定。产品高端化被 MCH 视为其持续增长的首要战略。高端化战略为 MCH 开辟极具吸引力的增长空间，尤其是在其两大主力品类——**鱼露和便利食品领域**。数据显示，这两个品类中高端细分市场的增长远超普通细分市场：**高端鱼露增长率达到 12.7%，而普通鱼露仅为 2.4%；高端便利食品增长率为 14.8%，几乎是普通便利食品（8.4%）的两倍。**这表明消费者消费趋势明显向高附加值产品转移，消费者愿意为更高品质、更强品牌和更佳体验买单。凭借强大的品牌优势、广泛的分销网络以及灵敏的产品开发能力，MCH 具备推动产品高端化的坚实基础，进而扩大利润空间，提高每笔订单的平均价值。

4.2.2. 新产品开发



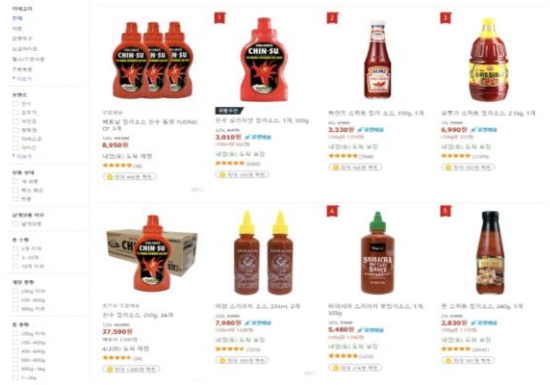
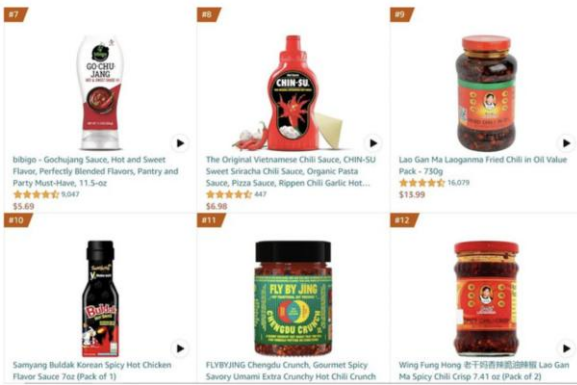
源: MCH, GTJASVN RS

在 2023 至 2024 年期间，MCH 新产品销售额实现强劲增长，从 1.119 万亿越南盾增至 2.142 万亿越南盾，增长率达到 91.4%。这表明新产品开发与推出战略在推动整体收入增长中发挥重要作用。尤其是调味品（+828.6%）、饮料（+435.4%）和咖啡（+507.7%）等品类表现出色，反映公司快速捕捉消费趋势和拓展市场份额的潜力。与此同时，方便食品仍然是绝对价值贡献最大的品类。这一成果肯定产品创新在 MCH 长期增长战略中的关键地位。

2024 年新产品收入占比较 2023 年在大多数品类中明显提升，体现企业多元化产品组合和通过创新推动增长的战略方向。其中，饮料类新产品占比增长最为显著，从 2.46% 提升至 11.48%，包括能量饮料和瓶装茶，这些产品获得市场的积极响应。**咖啡和调味品新产品**收入占比虽较低，但也有**小幅提升**。方便食品继续保持较高占比，并由 7.4% 微升至 8.28%，显示出该品类产品创新的稳定趋势。**化妆品行业**的新产品收入占比本已较高，2024 年仅略有增加，反映出激烈的竞争及快速的产品更新周期，要求持续创新成为必要。

4.2.3 “走向全球”战略（Go Global）——重点通过跨境电商平台出口

“走向全球”战略在 MCH 的发展策略中依然举足轻重。未来出口前景被积极看好，尤其依托跨境电商平台的战略布局。目前，MCH 大力推进通过亚马逊、阿里巴巴、天猫国际和虾皮国际平台（SIP）等国际电商渠道，直接接触海外消费者，无需大量投入传统分销体系。方便面、调味品及预制食品等核心产品已在海外越南和亚洲社区中建立良好口碑，MCH 专注于优化产品包装设计与宣传，更贴合当地市场口味。利用电商渠道不仅帮助 MCH 以更低成本快速扩大国际客户网络，还能灵活试水各市场新产品。同时，发达市场对方便食品和亚洲口味需求的增长，也为 MCH 通过此渠道提升出口创造有利条件。然而，MCH 仍需持续加强物流运营能力、完善产品国际标准认证，并提升数字营销能力，以充分挖掘全球电商渠道的潜力。



源: Amazon, Coupang

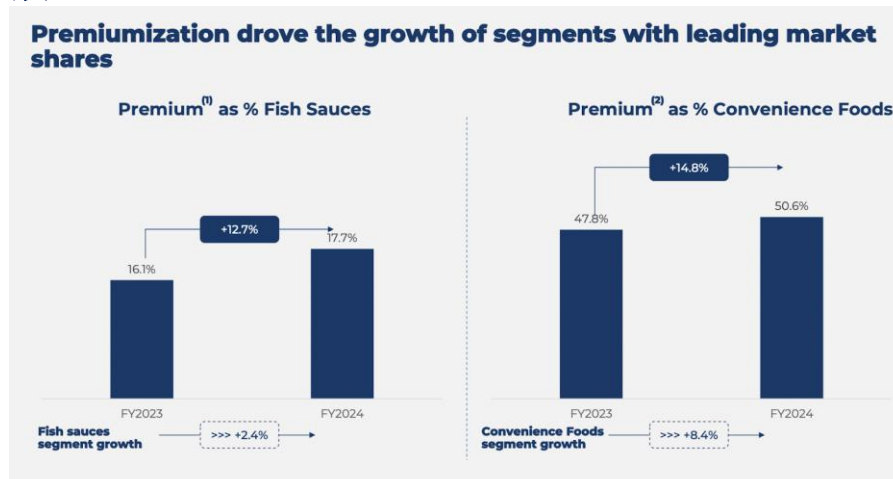
4.3. 2025 年业务成果预测

按业务类别预测的 2025 年收入

	2024 年	2025 年 预测	同比增长率	主要依据
调味品	11,195	12,315	+10%	得益于与传统餐食相关的稳定需求，以及持续推行的产品高端化战略
方便食品	9,215	10,320	+12%	受益于新的消费趋势，并在高端细分市场进一步扩大市场份额
速溶咖啡	1,769	1,945	+10%	利用速溶咖啡消费热潮，同时加强出口力度
瓶装饮料	5,271	5,745	+9%	面临激烈的竞争压力，增长依赖于 2024 年推出的改进产品上市计划
化妆品和清洁用品	1,901	1,996	+5%	增长缓慢，需通过创新以直接与国际品牌竞争

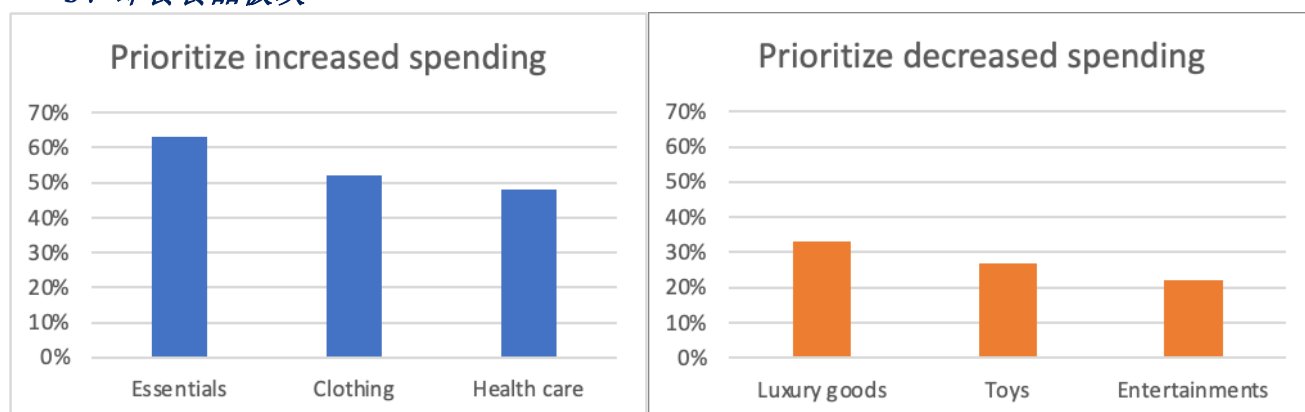
MCH 各业务板块展望

a、调味品板块



关于鱼露业务方面，Masan 是唯一一家进入亚太市场鱼露品牌市场份额前五的越南品牌。尽管 MCH 在 2023 年已占据鱼露市场的主要份额（45%），但高端产品在收入中的占比仍有提升空间（2024 年高端鱼露占比仅为 17.7%）。MCH 正在拓展多样化的蘸料配方，以满足消费者多样化的口味需求和便捷需求。此外，调味品类继续扩展，新增品类包括蛋黄酱、调味粉、蚝油、食用油、青辣椒盐、红辣椒盐及便捷调味料等，目标客户定位于年轻群体，走高端和健康路线。尽管 MCH 在 2024 年鱼露市场的份额达到 70%，高端产品在未来仍有提升销售占比的潜力，而无需大幅增加产量，因为高端鱼露 2024 年收入占比仅为 17.7%。高端方便食品市场的增长速度高于整个行业平均水平，其市场规模约为现有市场的一半。凭借品牌优势和广泛的分销体系，MCH 有动力通过提升平均售价扩大收入，因为高端产品价格比普通产品高出 0.5 至 1.5 倍，且毛利率高出 10%至 15%。此外，预计出口收入将从美国、日本、韩国和欧洲等潜力市场获得改善。

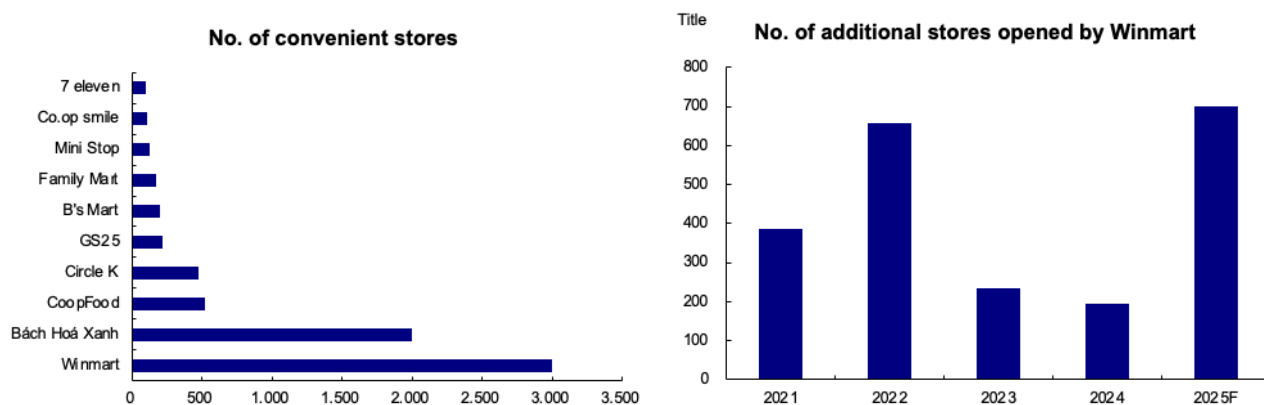
b、即食食品板块



源: PwC

尽管越南正面临人口老龄化的风险，但根据越南统计局的数据，在未来至少 10 年内，越南劳动年龄人口仍将持续增长。根据 Cimigo 的调查，越南有 88%的劳动年龄段女性拥有工作，为该地区最高比例。这些因素共同推动一种新的消费趋势：消费者越来越偏好既方便又有益健康的产品。在 2024 年，MCH 便利食品中高端产品的收入占比已达 50.6%，同比增长 14.8%。

此外，MCH 便利食品业务的收入增长也将持续受益于全国范围内便利店网络的扩展，尤其是其战略分销渠道——WinMart/WinMart+零售系统，目前在全国的门店数量已达 3000 家，远超其他 FMCG 供应商，带来显著的竞争优势。据 Masan 报告显示，2019 至 2024 年期间，MCH 在 WinCommerce 系统中的年复合增长率达到 84%。得益于 Masan 生态系统的深度整合，MCH 旗下如 Omachi、Kokomi 等核心品牌在门店陈列中享有优先位置，并充分受益于拥有 900 万会员的 WIN 会员体系。预计 2025 年，WinMart 将新增 500 至 700 家门店，为 MCH 进一步扩大渠道覆盖、加速便利食品新品推广提供有力支撑。



源: MCH, GTJASVN Research

就方便面市场而言——这是即食食品行业的主要增长动力，MCH 在未来有望在国内外市场实现份额增长。根据统计，2023 年越南方便面消费量位居全球第四，年消费量达 81 亿份。MCH 的出口目标市场如日本、美国，也是全球方便面消费量排名前列的国家。通过实施产品高端化战略，并采取差异化定位策略，将方便面从单纯的便捷食品转型为家庭餐饮选择，MCH 有能力在提升售价的同时，维持收入和利润率的稳定。在此方向引导下，MCH 计划对旗下原本定位于大众市场的平价品牌 Kokomi 进行品牌形象与产品的升级改造。

在方便面市场这一即食食品行业的核心增长引擎中，MCH 未来在国内外均具备进一步提升市场份额的潜力。根据统计，2023 年越南方便面年消费量达 81 亿份，位居全球第四，而 MCH 的重点出口市场如日本和美国，也是全球方便面消费量最大的国家之一。通过实施产品高端化战略，并采取差异化定位策略，将方便面从单纯的便捷食品转型为家庭餐饮选择，MCH 有能力在提升售价的同时，维持收入和利润率的稳定。在此方向引导下，MCH 计划对旗下原本定位于大众市场的平价品牌 Kokomi 进行品牌形象与产品的升级改造。

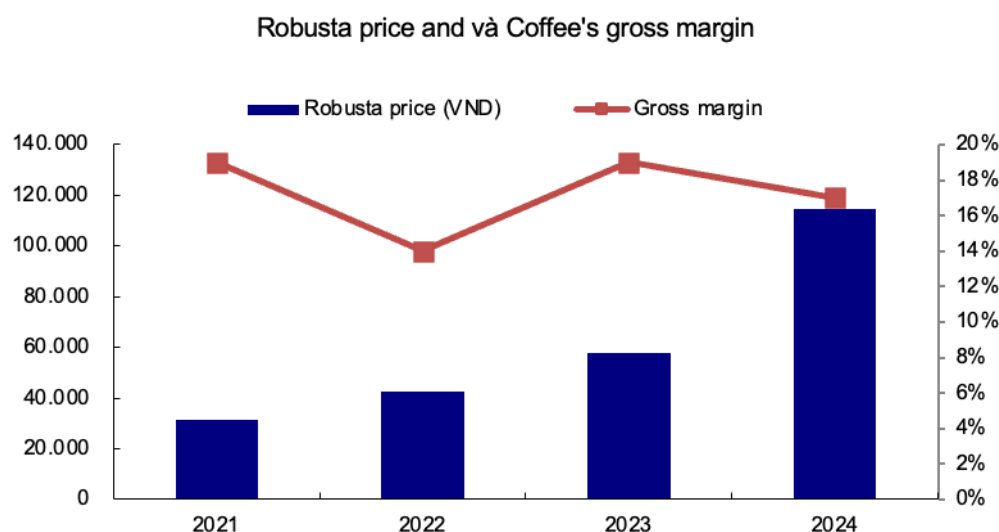
排名	国家	地区	2023 年消费量 (十亿份)	排名	国家	地区	2023 年消费量 (十亿份)
1	中国、香港	亚洲	42.2	7	菲律宾	亚洲	4.4
2	印度尼西亚	亚洲	14.5	8	韩国	亚洲	4
3	印度	亚洲	8.7	9	泰国	亚洲	4
4	越南	亚洲	8.1	10	尼日利亚	非洲	3
5	日本	亚洲	5.8	11	巴西	南美	2.6
6	美国	北美	5.1	12	俄罗斯	亚洲/欧洲	2.2

源: Hiệp hội Mỳ ăn liền Thế giới (WINA)

c、速溶咖啡板块

根据 Mordor Intelligence 的报告，越南速溶咖啡市场规模预计将从 2023 年的 4.7261 亿美元

增长至 2028 年的 7.0606 亿美元，年复合增长率（CAGR）达 8.13%。仅在 2025 年第一季度，Vinacafe 就实现利润 1600 亿越南盾，同比增长 44%，完成 2025 年全年利润目标的 33%。



源: MCH, GTJASVN RS

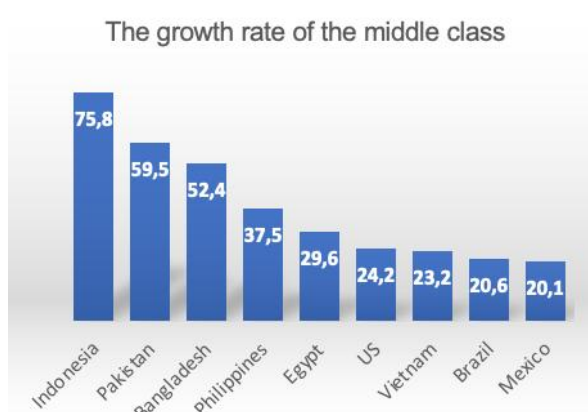
罗布斯塔咖啡豆价格在 2021 年至 2024 年间上涨近 3.6 倍，给咖啡业务的利润率带来显著压力。在咖啡价格大幅上涨的阶段，利润率呈现收缩趋势，反映出毛利率对原材料成本变化的高度敏感性。由于 FMCG 行业及速溶咖啡的特性，原材料成本占比高，而销售价格却难以及时调整，导致原料成本上涨速度快于售价增长，从而压缩利润空间。短期来看，由于 Vinacafé 的原材料咖啡依赖于库存储备，其利润率仍将受到国际咖啡价格波动的影响。

越南人均咖啡消费仍处于较低水平：根据最近的调查数据显示，越南人年均咖啡消费量约为 2 公斤，远低于美国（4.2 公斤）、巴西（5.8 公斤）及芬兰（12 公斤）等国家，因此越南国内市场仍具有广阔的增长潜力。尽管如此，过去一年对越南速溶咖啡生产商来说仍是充满挑战的一年。现代风格咖啡馆的快速发展，使得消费者的咖啡需求不再局限于传统速溶产品，加剧了本就竞争激烈的国内即饮咖啡市场压力。然而，速溶咖啡的长期前景依然积极。在经济不确定性较大的背景下，消费者——尤其是年轻人群体——倾向于在家冲泡咖啡以节省开支，从而推动对便捷型咖啡产品如速溶咖啡的需求。根据 2024 年 Decision Lab 的报告，越南 18 岁至 34 岁年轻人在家冲泡咖啡的比例同比增长近 20%，主要由于经济因素和居家办公习惯的影响。此一趋势为行业带来新的增长机会，尤其是对于能够在便捷性、价格合理和口味创新之间取得平衡的企业来说。

展望未来，咖啡业务将继续推进产品组合的创新与突破，并通过“Go Global”战略拓展国际市场，聚焦 Vinacafé 与 Wake-Up 两个品牌，配合大规模的市场营销与销售推广活动。2024 年已为出口业务打下坚实基础，例如积极参与如日本 Foodex 和亚洲最大咖啡展——首尔国际咖啡展（Seoul International Cafe Show）等出口型展会。

d、瓶装饮料板块

据估计，全球即饮茶和咖啡市场规模在 2022 年达到 10.362 万亿美元，并预计从 2023 年至 2030 年将以 6.2% 的年复合增长率（CAGR）持续增长。



源: GTJASVN RS Tổng hợp

年轻人口结构、快速增长的城市化率以及不断扩大的中产阶级为瓶装饮料消费的增长创造有利条件。此外，MCH 拥有广泛的战略性分销系统，使其饮品产品在客户接触面上相较于其他品牌更具优势。依托统一生态系统，MCH 的新产品在上市初期通常可获得显眼的陈列位置，在 WinMart 连锁超市内经常举办试饮活动，并通过 WIN 会员计划获得促销优先权。

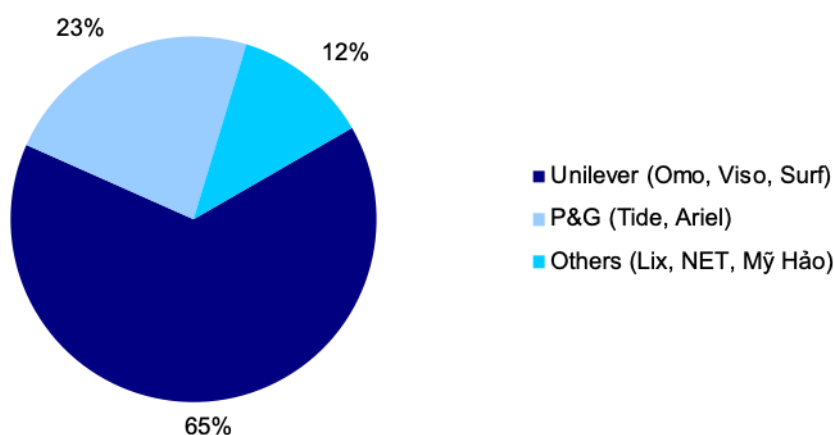
饮品板块的收入有望在 2024 年实现大幅改善，得益于前期产品上市时间的战略性延后，从而把握更合适的市场时点，同时受益于多样化的宣传推广活动，有效触达广泛的消费者群体。部分值得关注的营销活动包括：

- Bup Non 茶赞助《Anh trai vuot ngan chong gai/Call Me by Fire Vietnam》节目，精准触达年轻消费群体；
- Wake Up 247 宣布与曼城足球俱乐部合作，并推出面向女性消费者的新产品系列 —— 拓展目标客群、强化国际品牌认知，如在比赛中通过 LED 广告展示品牌形象。

e、化妆品和清洁用品类板块

作为 MCH 新兴的业务板块——仅在近 5 年内进入市场，加之越南洗衣粉和洗衣液市场长期被联合利华（Unilever）、宝洁（P&G）等外国品牌占据，MCH 需要付出更多努力才能在市场上获得一定的份额。不过，得益于开始通过现代贸易渠道拓展 Chante 品牌的分销，MCH 的日化产品销售额预计仍能保持 **4%至 5% 的增长**。由于并购整合过程中 NET 产品的分销暂时中断，NET 洗衣粉的销售一度受影响，但预计将恢复增长。2025 年，该业务板块将继续推动销售增长，重点在全国范围内推广 NET 品牌，持续发展 Chante 品牌，同时在 WinCommerce 平台内打造 Santoso 洗发水和沐浴露品牌，随后逐步实现全国范围的广泛分销。

Market share of detergent powder in Vietnam



五、估值与投资建议

我们采用综合估值方法对 **MCH** 股票进行估值。我们建议“持有”MCH 股票，目标价格为 **116000 越南盾/股**，比 2025 年 5 月 13 日的收盘价低 9.3%。

方法	权重	目标价（越南盾）
FCFF	50%	128,704
P/E	50%	103,472
目标价		116,088

5.1 自由现金流折现（FCFF）估值法

对于 FCFF 现金流折现模型，我们预计 2025 年公司营业收入将达到 34.913 万亿越南盾，同比增长 13%，低于 MCH 在股东大会上提出的 15% 增长目标。原因在于宏观环境不再像年初那样有利，受到关税政策等因素影响，进而削弱国内购买力以及出口市场的竞争力。据此，我们估计 2025 年公司的归母净利润约为 7.5 万亿越南盾。

在 FCFF 现金流折现模型中，我们预计 MCH 2025 年营业收入将达 34.913 万亿越南盾，同比增长 13%，低于公司在股东大会上提出的 15% 目标。这主要由于宏观环境趋于不利，受关税政策等因素影响，削弱了国内消费力与出口竞争力。据此，我们预计公司 2025 年归母净利润约为 7.5 万亿越南盾。

越南盾（十亿）	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
息税前利润（EBIT）	9426	10369	11406	12775	14691
所得税	1225	1348	1482	1660	1909



折旧	750	806	844	946	1088
资本支出 (CAPEX)	1256	1382	1520	2365	2720
营运资金变动 (WC 变化)	-167	-184	-202	-227	-261
自由现金流 (FCFF)	7862	8629	9450	9921	11410
FCFF 现值	7303	7136	7107	6786	7096
永续增长模型 (增长率 3%) 计算			104,990		
企业价值 (EV)			140,420		
减: 净负债			10,830		
加: 现金			5677		
股本价值			135,267		
流通股数 (百万股)			1051		
每股价值			128,704		
WACC (加权平均资本成本) = 9.96%					

5.2 市盈率 (P/E) 比较估值法

在 P/E 估值法中, 我们采用目标市盈率 14 倍, 并假设 2025 年每股收益 (EPS) 约为 7136 越南盾/股。

本益比法 (P/E)	
NPAT	7,500
EPS	7,136
P/E	14.5
Price	103,472

六、投资风险

- **原材料风险:** 由于宏观经济因素及供应链中断的影响, 棕榈油、糖、咖啡、小麦粉等原材料的价格可能大幅波动, 从而直接影响 MCH 的毛利率。
- **购买力和消费心理风险:** 若宏观经济环境不利, MCH 的产品, 尤其是高端产品线的销售收入可能会受到影响。
- **股票转板风险:** MCH 在转板过程中可能面临合规要求、信息透明成本增加以及市场预期压力等风险。若该过程不顺利, 可能因投资者情绪而对 MCH 股价产生负面影响。

股票排名

参考指数: VN – Index.

投资期: 6-18 个月

建议	具体
买入	预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等
减持	预期收益率-15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观
卖出	预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观

行业排名

参考指数: VN – Index

投资期: 6-18 个月

评级	具体
跑赢大市	与越南指数相比,平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观
中性	与越南指数相比,平均行业利润率-5%至 5% 或行业前景中等
跑输大市	与越南指数相比,平均行业利润率小于-5% 或行业前景不可观

免责声明

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考,投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定,投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券(越南)股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券(越南)股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券(越南)股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点,不能视为国泰君安证券(越南)股份公司的观点。另外,本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券(越南)的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突,影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容,其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券(越南)股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。

未经国泰君安证券(越南)股份公司的授权代表的书面同意,任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。



GTJA 证券（越南）研究部

陈氏红绒

Equity Analyst- Banking sector

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

GTJA 证券（越南）客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:113

阮秋庄

Translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:114

联系方式

河内总部

胡志明分公司

咨询电话:

(024) 35.730.073

挂单电话:

(024) 35.779.999

Email: info@gtjas.com.vn

Website: www.gtjai.com.vn

河内市纸桥区陈维兴路 117 号
Charm Vit 大厦一楼

电话:

(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明市第三郡国际工厂路第二
号 BIS 三楼

电话:

(028) 38.239.966

传真:(028)38.239.696



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)