



企业报告：移动世界投资股份公司 (MWG)

分析师

吴妙玲

邮箱: linhnd@gtias.com.vn – ext 705

2025年10月14日

投资论点

MWG 正在进入 2025-2030 年新的增长周期，主要由三大关键动力驱动：

(1) ICT 与家电板块在重组后复苏。门店数量较年初减少约 7%，但销售质量提升约 20%。预计全年营收将达到 100.6 万亿越盾，同比增长约 12%。此外，MWG 计划在 2027 年后推动 Era Blue 印尼连锁的 IPO。该连锁在 2023-2024 年试点阶段后业绩显著改善，目前已开设 124 家门店，且均实现盈利。

(2) BHX 将成为 MWG 的核心利润增长引擎，并计划于 2028 年进行 IPO，有望提升 MWG 的整体估值水平。增长动力主要来自中部地区扩张的成功，以及“北进”计划的推进。预计今年净利润可达约 5000 亿越盾，同比增长约 40%。然而，BHX 是否能如期 IPO，仍取决于其能否扭转累计亏损，约 6.9 万亿越盾并实现累计盈利。

(3) 通过强化线上业务提升经营效率。
借助移动世界和蓝电器的电商基础设施，绿色百货计划在未来两年内将线上收入占比从 5% 提升至 10%。线上渠道有助于降低租金压力，从而支持利润率改善。
此外，AvaKid 与安康药房业务暂无明显突破，我们将在后续报告中持续更新。

值与建议

我们采用 SOTP 估值法，建议“持有”MWG 股票，合理股价为 80496 越南盾/股。
MWG 正进入一个有利的经营周期，主要的增长动力来自绿色百货连锁体系。从长期来看，公司计划将旗下子品牌链条进行 IPO（首次公开募股），这是一个值得关注的亮点，有望提升企业整体估值水平。

	Net rev. (VND b)	Net rev. (Δ%)	Net Profit (VND b)	EPS (VND)	EPS (Δ%)	ROE (%)	ROA (%)
12/31							
2022A	133,404	8.50	4,101	2,810	-59.24	18.52%	6.90%
2023A	118,279	-11.34	167	115	-95.91	0.71%	0.29%
2024A	134,341	14	3733	2,546	22.14	13.3%	5.3%
2025F	150,000	11.7	4,500	3,062	20.27	16.0%	6.4%

流通股数（百万） 1,469.44
市值（十亿越南盾） 120,494
三个月平均成交量（‘000） 9,481
52 周最高/最低价（越盾） 85,000/45,100

大股东 (%) RETAIL WORLD INVESTMENT
CONSULTANT LIMITED
Tri Tam Company Limited 9.86%
Free float (%) 75%

源: the Company, Guotai Junan (VN)

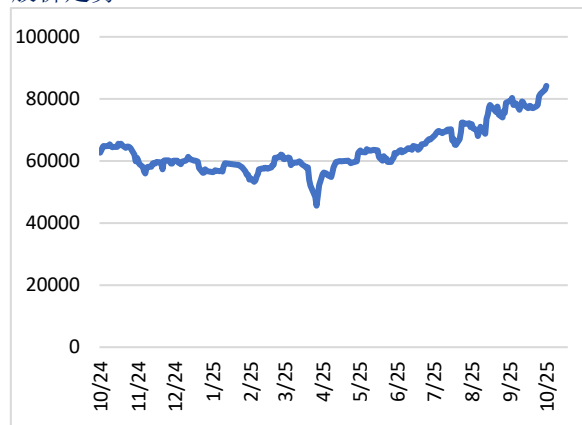
建议:

持有

6-18个月目标价: 80496

目前价: 84200

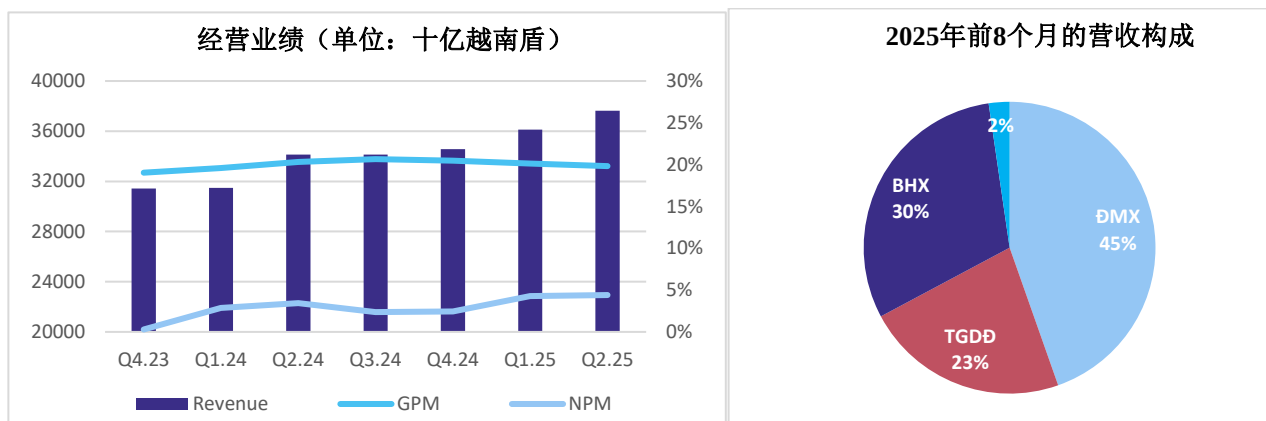
股价走势



股价走势	1M	3M	1Y
波动率%	5.9%	23.8%	34.3%
与越南指数相比	4.5%	19.8%	36.9%
平均价 (越盾)	79,000	74,000	64,000

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

一、各业务板块协同发力，业绩增长积极

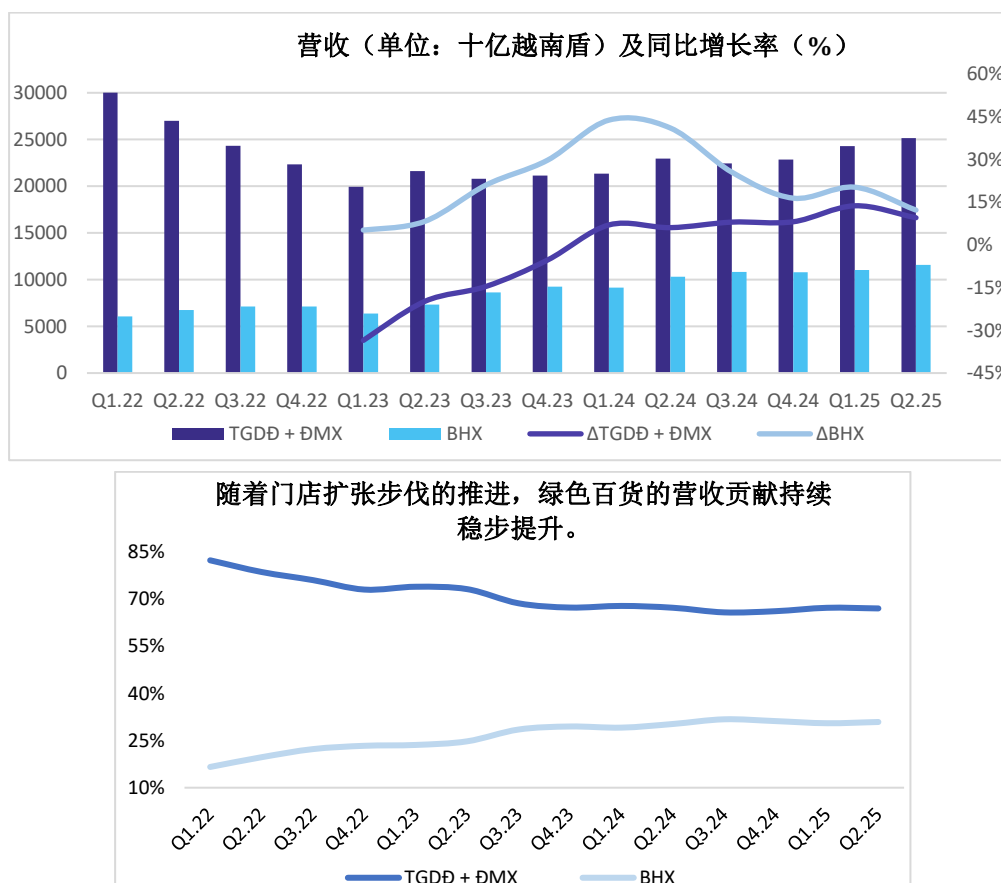


源: MWG 报告, GTJAVN Research

在第二季度，集团实现营业收入 37.62 万亿越南盾，同比增长 10.2%；税后利润也录得积极增长，达到 1.659 万亿越南盾，同比提升 41.4%。

蓝电器与移动世界两大连锁体系在第二季度依然是公司主要的收入来源，合计贡献约 75% 的营收，但其占比正呈逐步下降趋势。

与此同时，绿色百货仍是推动集团整体营收增长的核心业务板块，其同比收入增速维持在 10% 以上。相比之下，尽管移动世界与蓝电器两大连锁仍占据主要营收份额，但在过去几个季度中仅表现出轻微的复苏迹象。



源: MWG 报告, GTJAVN Research

1.1 蓝电器与移动世界

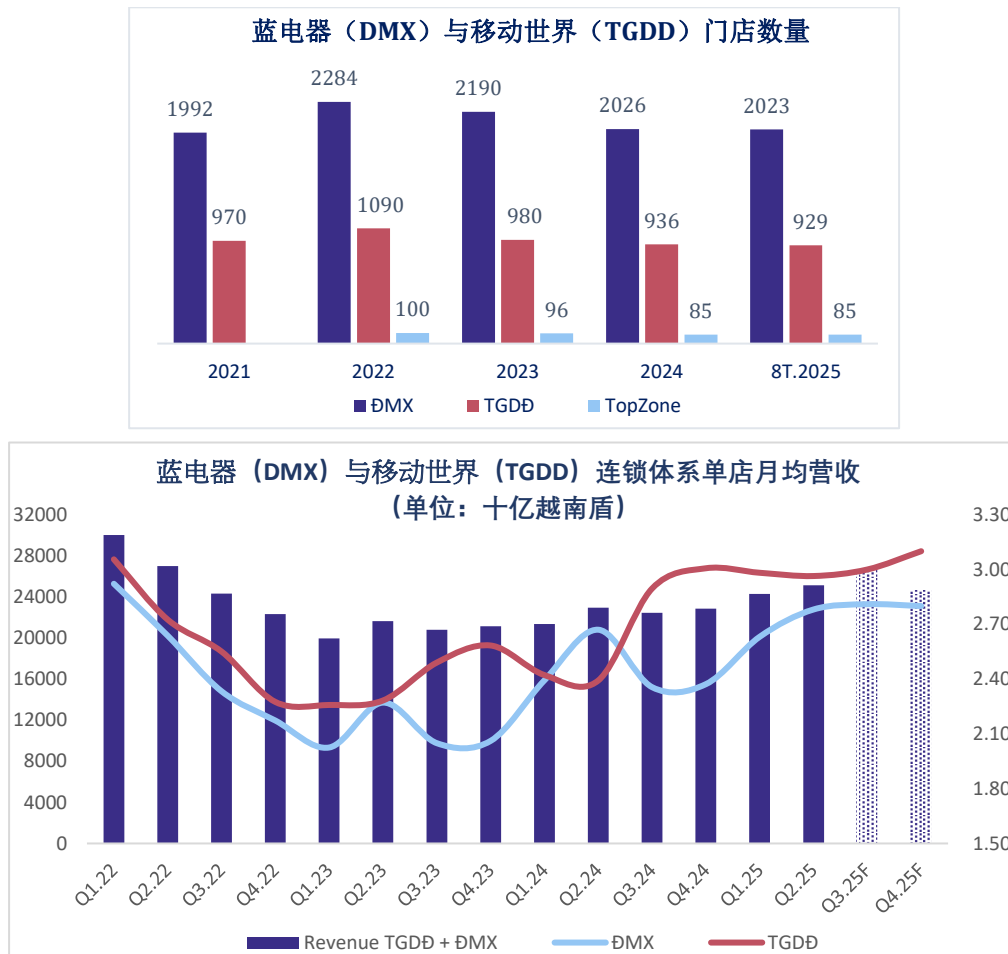
在经历一段时间的需求放缓之后，手机与电脑等产品的市场需求在 2025 年上半年出现了显著回升，增长幅度达到 20%至 50%。这推动了公司第一季度和第二季度的营业收入分别同比增长 13%和 9%。

蓝电器与移动世界各类产品的营收增长情况表

品类	同比
手机、平板电脑、笔记本电脑、配件	20%-50%
洗衣机、家电、穿戴式设备	10%-20%
电视、冰箱	0%-10%
空调	<0%

源: MWG, GTJAVN Research

集团继续有效推进“减量提质”的战略，这一策略体现在门店数量逐步减少的同时，每家门店的经营质量与效率得到显著提升。截至 2025 年 8 月，蓝电器与移动世界两大连锁的门店总数较 2024 年年初减少约 7%，约 200 家门店。集团一方面专注于提升单店运营质量，另一方面关闭经营效益不佳的门店。通过与 Apple 等供应商的直接合作，并实施 0%分期付款、免费安装等客户吸引政策，各门店的运营质量保持良好。这在今年各门店的营收增长中表现明显：每家门店月均营业额超过 30 亿越盾，较 2024 年初的 24 亿越盾提升约 20%。



源: MWG, GTJAVN Research

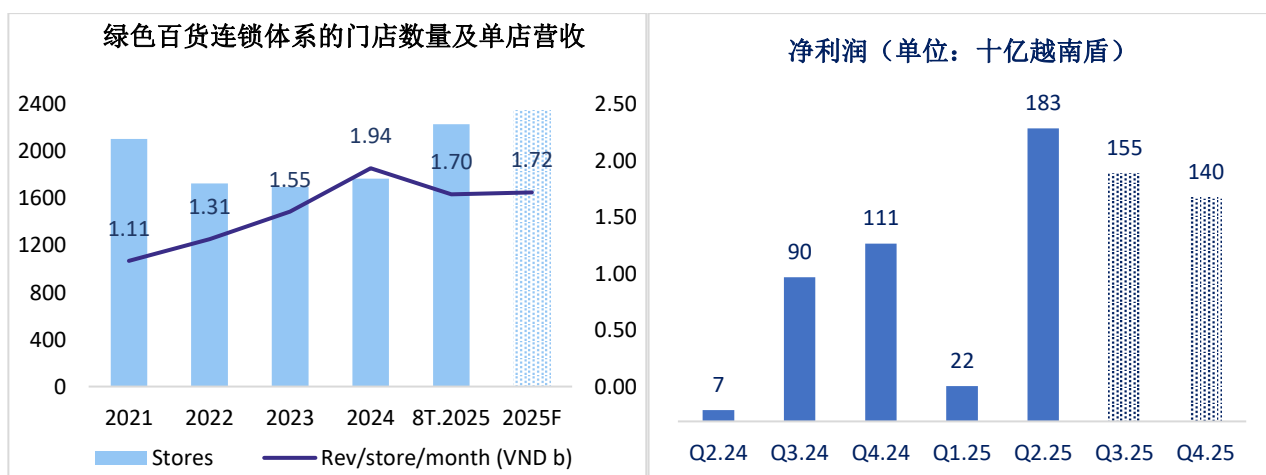
我们预计家电和 ICT 领域下半年营收将与去年同期保持相当水平，因为市场渗透率几乎已趋于饱和，手机市场份额约占 50%。在 9 月期间，我们预计家电和手机业务的收入将继续增长，因为正值开学季，同时新款 iPhone 17 的发布也将刺激新一轮的购买需求。我们预测这两个业务链条在下半年两个季度的营收将达到 51.2 万亿越盾，且每个销售点的平均业绩将会略有改善。

关于国际市场业务：

根据公司 CEO 武登玲先生（Vu Dang Linh）的说法，在专注于雅加达开设门店的阶段结束后，EraBlue 连锁目前已扩展至其他地区，门店总数达到 124 家，预计到年底将增至 150 家。值得注意的是，大部分门店已经实现盈利。

MWG 管理层表示，EraBlue 的目标是将门店数量扩大至 500 家，并在印度尼西亚市场推进 IPO 上市，该市场的消费潜力仍有很大空间。由于 MWG 持股 45%，公司按联营企业方式确认来自 EraBlue 的利润，不并入营收报表，但其价值将在 IPO 时体现在公司整体估值中。

1.2 绿色百货连锁持续突破，携 IPO 雄心前进



源：MWG, GTJAVN Research

绿色百货连锁在今年前 8 个月实现营业收入近 30.5 万亿越盾，同比增长 14%。收入增长主要来自两个核心品类：生鲜食品和快速消费品（FMCG）。

各门店的经营效率显著提升，2025 年前 8 个月的单店月均营收已达 17 亿越盾，逐步接近行业平均水平（22-23 亿越盾/月），延续自 2024 年底以来公司层面的盈利增长趋势。

自年初以来，该连锁体系已新开 463 家门店，超过年初设定的 400 家目标，其中超过 50% 位于中部地区，使得门店总数增至 2233 家。预计从现在到年底，绿色百货还将新开约 150 家门店，总数达到约 2350 家，同比增长 26%。

在快速扩张的背景下，百货业务板块利润仍保持强劲增长。第二季度实现利润 1830 亿越盾，相比前几年亏损大幅好转。这表明公司在高投入、快速扩张的同时，仍能有效提升单店经营管理效率。

我们预计，下半年食品及快速消费品市场将保持温和增长，绿色百货的净利润将继续维持高水平，同比增长约 40%，相当于 2025 年税后利润 5000 亿越南盾，营业收入达 48 万亿越南盾。

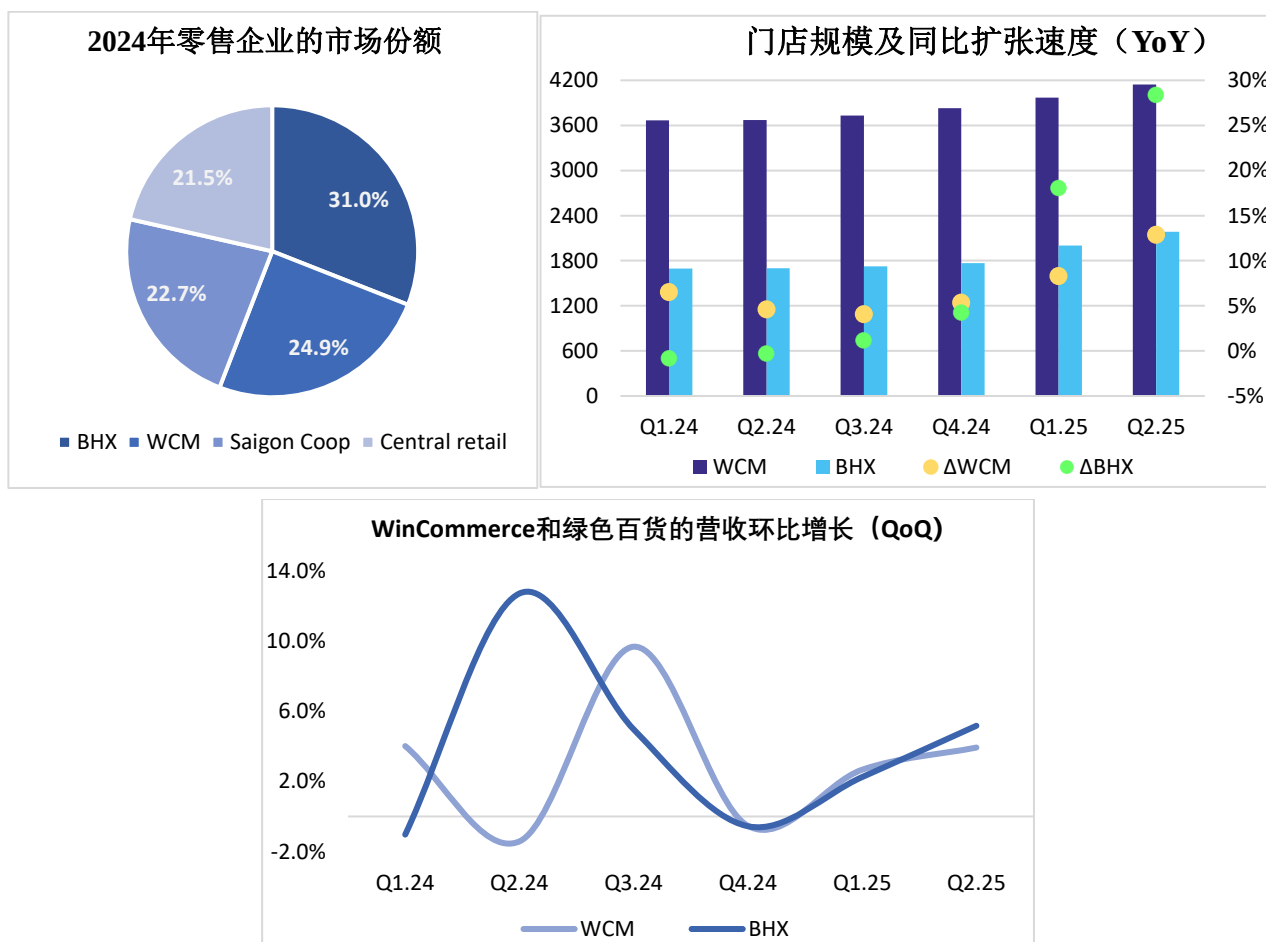
北进战略与 IPO 计划：每年新开 1000 家门店，目标 2028 年上市

从长期来看，绿色百货正致力于多元化门店模式，不再局限于传统的 150 平方米单层店型。公司计划推出专营门店（仅售干货、仅售生鲜）以及位于公寓底层的小型店铺等新业态。自 2026 年起，公司目标是“北进”布局，每年新开约 1000 家门店，并为 2028 年 IPO 计划作准备。

门店数量的快速增长预计将强力拉动营收，帮助企业加速弥补累积亏损，并通过优化生产—仓储—陈列—售后等全流程运营，使毛利率稳定在 4%至 5%。

竞争格局：与 Winmart 正面交锋。当绿色百货向中部与北部扩张时，其直接竞争对手为 Winmart。截至 2025 年第二季度，Winmart 拥有 4146 家门店，其中北部占比超 50%，中部约 20%，南部约 30%。

根据 2024 年各企业的营业收入数据，尽管 Winmart 的门店数量是绿色百货的两倍，但其市场份额仍低于 BHX。这表明，BHX 聚焦单店质量的战略效果显著。随着 BHX 门店扩张速度恢复正增长，其营收增长表现也日趋积极。我们认为，若维持当前的扩张势头，到 2028 年 BHX 门店数量将与 Winmart 持平，其中北部地区的新店将成为连锁体系的新增长引擎。

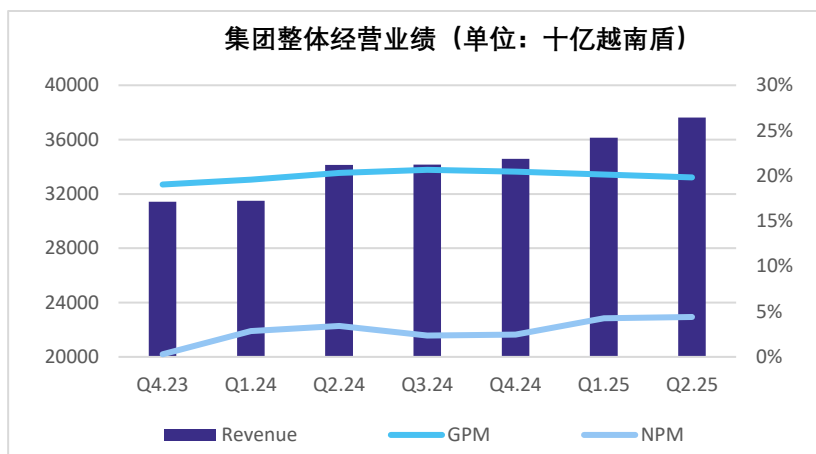


源：商业报告，GTJAVN Research

根据数据显示，MWG 在 2023-2024 年期间新店开设速度有所放缓，但自 2025 年起再次迎来

强劲增长。这表明公司似乎已找到一套行之有效的门店扩张模式，其中中部地区的成果可视为这一成功模式的典型体现。我们预计，MWG 将凭借其丰富的经验以及对北部市场和消费者习惯的深入研究与理解，在该地区逐步建立起适合本地的绿色百货成功模型。然而，初期阶段的推进可能会相对缓慢，需要一定时间进行测试与优化；但在模型验证成功后，门店扩张速度将显著加快，有望追上公司长期的战略扩张规划。

二、有效的成本管理助力利润改善



源: MWG 报告, GTJAVN Research

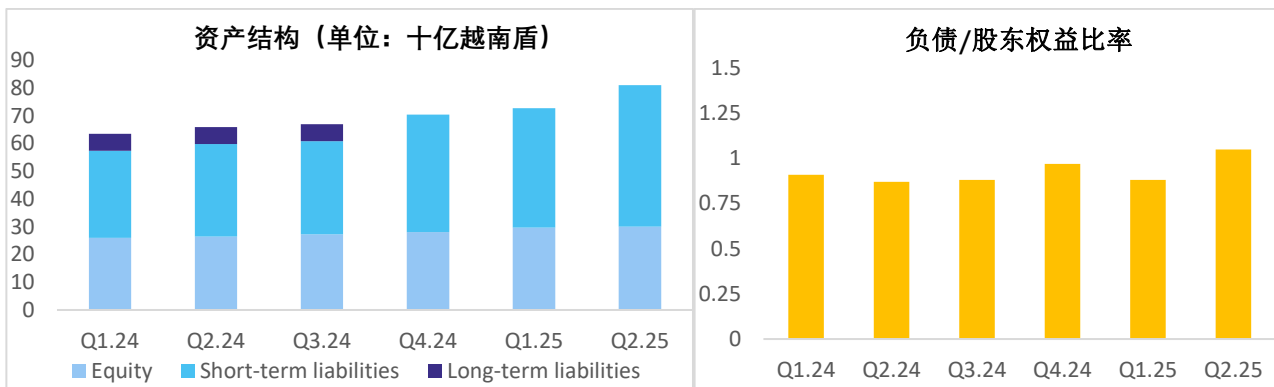
集团的利润在近几个季度中持续改善，尤其在今年第二季度实现了显著增长。利润的积极提升不仅得益于门店经营质量的改善，还来自于成本控制的有效优化。其中，配送中心（DC）成本占比已由 5% 降至仅 3%；与此同时，门店运营费用也大幅降低，使得利润结构在财务报表上愈发清晰可见。

加速线上营收增长，优化运营体系

绿色百货连锁超市计划进一步扩大线上业务，目标是将线上营收占比从 5% 提升至 10%。这一举措不仅能拓展销售渠道，还能节省部分线下租金成本。绿色百货的一大优势在于其广泛的门店网络，使得线上订单能够快速处理与配送，有效缩短交付时间。根据市场报告，目前越南现代零售（MT）渠道仅占零售总额约 12%，远低于泰国和印尼的 30% 至 50%。这表明市场仍具备巨大的增长潜力，未来可通过多元化销售渠道实现营收的进一步扩张。

财务收益推动整体利润增长：除了商品销售收入外，MWG 的利润增长还受到金融收入的强力支撑。截至 2025 年第二季度末，公司持有的现金及现金等价物规模创下历史新高，超过 41 万亿越南盾。

其中，大部分资金以银行存款和债券投资形式存在，较年初增加近 7 万亿越南盾。在 2025 年上半年，MWG 实现利息收入逾 1.35 万亿越南盾，同比增长 29%。扣除约 7000 亿越南盾的利息支出后，公司仍实现净金融收益 6500 亿越南盾，进一步巩固了整体盈利能力。



三、估值与投资建议

我们采用 SOTP（分部加总法）对 MWG 股票进行估值。

- 对于绿色百货，我们采用 P/S（市销率）比较法，参照消费品零售企业的估值水平进行评估。

表格：消费品零售企业 P/S 比较分析

企业	国家	P/S
99 Speed Mart	马来西亚	2.1
Sheng Siong	新加坡	2.2
Pure Gold	菲律宾	0.83
Avenue Supermarts Ltd	印度	4.5
BIM Birlesik Magazalar	土耳其	0.95
Price Mart	美国	0.69
Seven & I Holdings	日本	0.76
7- Eleven	泰国	0.9
Masan Group	越南	1.49
中位数		0.95

源: StockAnalysis, companiesmarketcap.com, GTJAVN Research

我们预计绿色百货在 2025 年的营收将达到 48 万亿越盾，同比增长 16.8%，并在 2026 年进一步增长至 55 万亿越盾，同比增长 14.5%。据此推算，绿色百货连锁体系的估值约为 $55000 \times 0.95 = 52.25$ 万亿越盾。

- 对于 ICT 业务板块（移动世界与蓝电器），我们采用 P/E（市盈率）比较法进行估值。

我们预计这两大连锁在 2025 年营收将达到 100.623 万亿越盾，同比增长 12%，并在 2026 年达到 111 万亿越盾。预计 2026 年利润约为 4 万亿越盾。

在假设前瞻 P/E（Forward P/E）= 16 倍的情况下，移动世界与蓝电器两大连锁的估值约为：
 $4000 \times 16 = 64$ 万亿越盾。



MWG 估值:

	合理价值
绿色百货 (十亿越南盾)	52,250
移动世界与蓝电器 (十亿越南盾)	64,000
其他连锁店 (十亿越南盾)	2,000
MWG (十亿越南盾)	120,250
流通股数 (十亿股)	1.469
每股价值 (越南盾/股)	80,496

我们建议“持有”MWG 股票，合理股价为 **80496 越南盾/股**。

目前，MWG 正步入一个经营环境有利的新周期，其中主要的增长动力来自绿色百货连锁体系。

从长期来看，公司旗下子品牌连锁业务的 IPO 规划是一个值得关注的亮点，这将有助于提升整体企业估值水平，为 MWG 带来新的价值重估契机。

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在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

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

陈氏红绒

Deputy Director

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

Customer Service Specialist
and 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)