

# 2026 年越南消费品行业投资 展望报告

看好

前言

展望 2026 年，越南消费行业预计将继续保持积极增长态势，基于稳健的宏观基础以及 2024 年至 2025 年期间一系列关键政策改革所奠定的支撑。2025 年，越南国内消费显著回暖：GDP 预计增速超过 8%，居民可支配收入得到改善，消费者信心已基本恢复至疫情前水平。值得关注的是，政策端的多项举措，包括关于个体工商户税收的第 70 号法令、促进私营经济发展的政策导向，以及货币与财政环境的持续宽松，已成为推动消费能力提升及降低企业融资成本的核心动力。

进入 2026 年，我们预期消费行业将延续良好增长势头，尤其是在非必需消费品板块，受益于周期性需求回升以及中产阶级的持续扩张。2026 年人均 GDP 预计达到 5400 至 5500 美元。在 ICT、医药及必选消费品等细分领域，增长空间主要来自：一、现代零售渠道在经历 2023 年至 2025 年的重组阶段后，运营模式逐步标准化；二、消费支出持续向专业连锁门店转移，当前现代零售渗透率仅约 30%至 35%，明显低于区域内其他市场。

与此同时，电子商务仍是推动行业结构变革的重要力量。线上渠道 GMV 预计将保持约 15%至 20%的年均增速，并在消费者购买决策链条中的作用愈发突出。这将迫使传统零售企业加速推进 O2O 布局，优化物流体系，并深化运营数字化，以巩固自身市场份额。

在投资机会方面，我们重点推荐具备稳定利润增长、拥有清晰竞争优势并具备市场份额扩张潜力的企业，包括 FRT、PNJ、MWG。此外，行业内即将出现的新一轮 IPO 与上市转移浪潮，如 MCH 的上市计划，或 HPG 农业板块的 IPO，将在 2026 年显著拓宽投资者的选择范围。

WATCHLIST

| 股票代码          | 板块         | 投资展望 | 目标价    |
|---------------|------------|------|--------|
| MWG           | ICT 与消费品零售 | 看好   | 80500  |
| FRT           | ICT 与医药零售  | 看好   | 165100 |
| PNJ           | 珠宝首饰       | 看好   | 100000 |
| MSN           | 消费品        | 看好   | 82000  |
| MCH           | 消费品制造      | 中立   | 145000 |
| VNM           | 乳制品        | 中立   | 67000  |
| SAB           | 啤酒         | 中立   | -      |
| QNS, LSS, SLS | 食糖         | 不佳   | -      |



## 附录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 第一部分：总体背景.....               | 3  |
| 1.1 宏观背景.....                | 3  |
| 1.2 2026 年消费前景与趋势 消费趋势 ..... | 11 |
| 第二部分：2026 年消费品股票的投资前景 .....  | 15 |
| 2.1 马山集团股份有限公司 .....         | 17 |
| 2.2 越南乳制品股份公司 .....          | 19 |
| 2.3 MWG 移动世界投资股份公司 .....     | 20 |
| 2.4 FPT 数字零售股份公司 .....       | 22 |
| 2.5 富润金银珠宝股份公司 .....         | 25 |
| 2.6 西贡啤酒—酒精—饮料股份总公司 .....    | 26 |
| 附录.....                      | 29 |

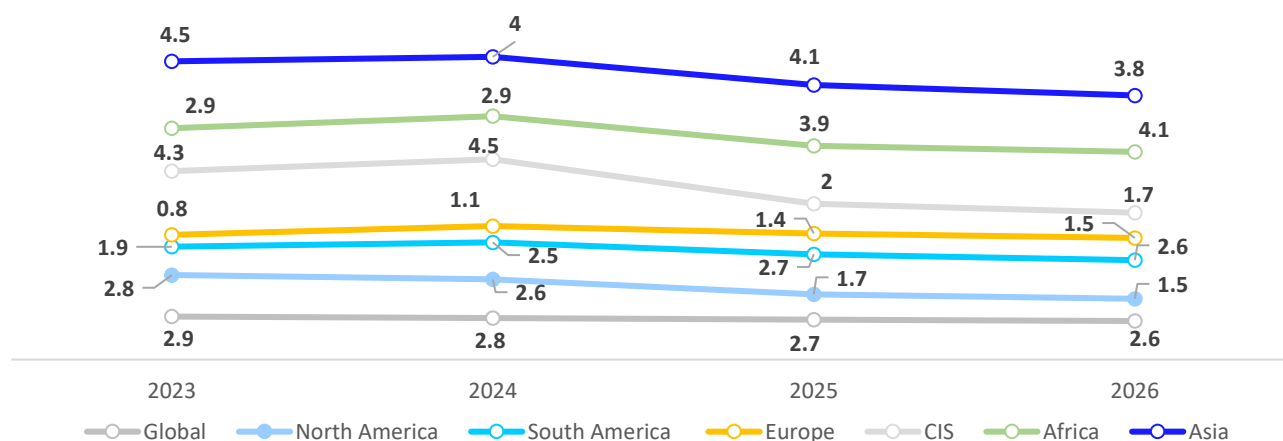
## 第一部分：总体背景

### 1.1 宏观背景

在经历 2025 年的对等关税冲击之后，全球贸易仍保持积极增长趋势。最新信息包括：

- (1) 美国经济增长率在 2025 年前两个季度超过 3%；
- (2) 近期关税对等措施有所降温，同时美国签署多项双边贸易协定；
- (3) 预计 2026 年全球经济增长率将达到 2.7%，为 2026 年的全球贸易带来更为乐观的前景。

全球经济增长与主要市场



源: WorldBank, 2025 年 10 月更新

在越南，经济高速增长（2026 年 GDP 增长目标为 10%）以及收入水平的改善，为消费行业提供坚实基础。

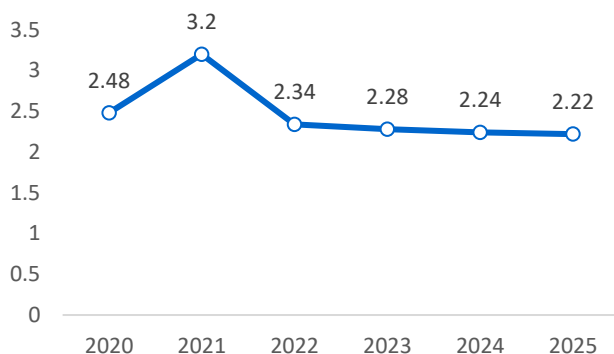
在刚过去的 2025 年 11 月，越南国会通过 2026 年社会经济发展决议，确定来年经济增长目标力争达到 10% 以上，人均 GDP 达到 5400 至 5500 美元。通胀将控制在约 4.5%。在这些目标的指引下，预计 2026 年将在政府的支持以及财政政策与货币政策的协调下，具备良好的增长基础。



年度 GDP 增长率



失业率



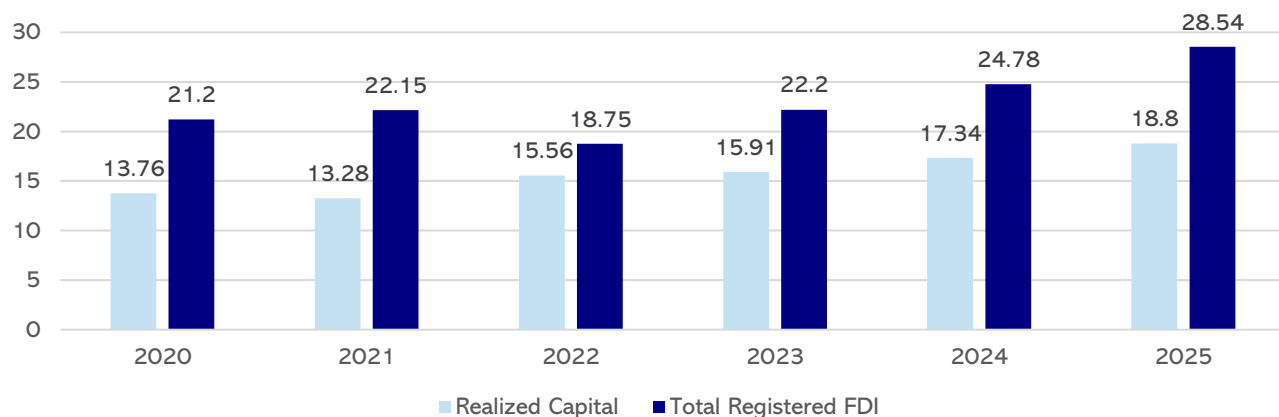
源: 统计局 GSO, GTJA RS team

经济前景与居民收入的改善，正受到强劲的 FDI 资本流入、积极的贸易活动以及加速的公共投资的进一步巩固。

### 外商直接投资 (FDI)

在 2025 年，越南与美国、欧盟、日本和韩国等主要伙伴开展的多项合作协议与双边访问，推动消费领域的投资机会扩展，特别是在食品、零售、消费能源、物流以及支持性工业等领域。此外，FTSE Russell 将越南股票市场提升至“新兴市场”组别，这进一步增强国际投资者的信心，为通过并购 (M&A) 或与本土消费企业合资等方式吸引间接资本创造更多机会。

历年前九个月外商直接投资 (FDI) (十亿美元)



源: 计划与投资部, GTJASVN RS

根据越南计划与投资部外国投资局的数据，2025 年前 9 个月，注册 FDI 总额超过 285 亿美元，同比增长 15.2%；实际到位资金约 188 亿美元，增长 8.5%。这些积极的数据表明，在全球经济复苏阶段，越南正逐渐建立起稳固的基础，以吸引并留住战略性投资资本。



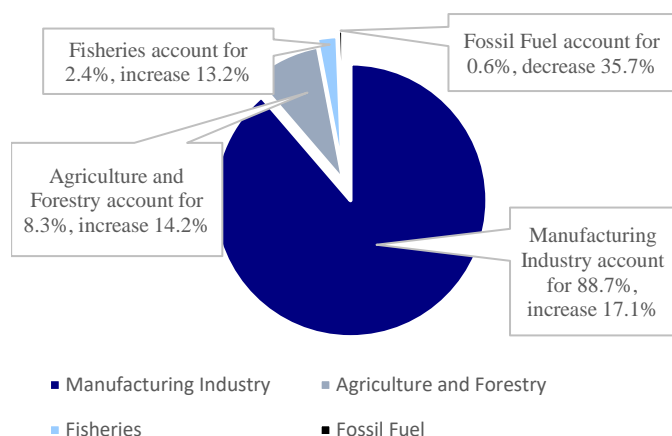
## 贸易保持积极势头——2025 年贸易总额预计将实现 15% 的增长

10 月份，越南货物进出口总额达 814.9 亿美元，环比下降 1.2%，但同比增长 17.2%。2025 年前 10 个月，货物进出口总额达到 7624.4 亿美元，同比增长 17.4%，其中出口增长 16.2%，进口增长 18.6%。贸易顺差达 195.6 亿美元。

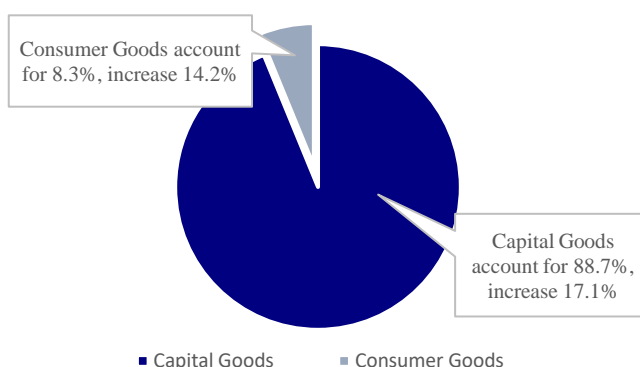
强劲的贸易活动正为 2026 年经济增长与收入前景奠定坚实基础。电子、机械及零部件等主要商品类别的持续增长，不仅有效拉动企业营收提升，也进一步扩大就业规模，促进劳动者收入水平稳步提高。凭借高度的贸易开放度和大幅的贸易顺差，贸易正成为推动越南迈入 2026 年、并拥有更积极与稳固经济与收入展望的重要动力。

## 进出口

按产品类别划分的出口结构  
(2025年10月)



按产品类别划分的进口结构  
(2025年10月)



## 中美贸易框架协议后对价格的影响

根据第 73/2025/ND-CP 号法令，越南对原产于美国的进口商品实施关税减免政策，该举措对国内企业和消费者产生多方面影响，尤其体现在汽车、能源与原材料投入以及高端农产品等领域。其中，美国进口汽车的关税由此前的极高水平下调至 32% 至 50%，显著降低进口车辆的终端价格。这一变化对中高端消费群体而言具有明显利好，提升消费者福利；但与此同时，也对国内汽车组装制造企业形成直接的竞争压力，迫使其在提升产品质量、优化成本结构和增强竞争力方面加快调整与转型。



| 商品         | 原 MFN 税率 | 新 MFN 税率 |
|------------|----------|----------|
| 乘用车（客运用途）  | 64%      | 50%      |
| 轿车及四座车     | 45%      | 32%      |
| 液化天然气（LNG） | 5%       | 2%       |
| 乙醇         | 10%      | 5%       |
| 冷冻鸡肉（鸡腿）   | 20%      | 15%      |
| 开心果        | 15%      | 5%       |
| 杏仁         | 10%      | 5%       |
| 新鲜苹果       | 8%       | 5%       |
| 樱桃         | 10%      | 5%       |
| 葡萄干        | 12%      | 5%       |
| 木制品        | 20-25%   | 0-5%     |
| 玉米         | 2%       | 0%       |
| 大豆         | 1-2%     | 0%       |

源：US Trade, GTJASVN RS

在战略性原材料方面，越南将液化天然气（LNG）、乙烷、乙醇及玉米的进口关税下调至 0% 至 2%。上述商品并非越南具备大规模自主生产能力的产品，因此关税下调主要体现在降低电力—燃气、化工、饲料及食品加工等行业的投入成本。其溢出效应在于生产成本下降，有助于稳定商品价格水平，并通过抑制通胀间接支持居民实际收入。

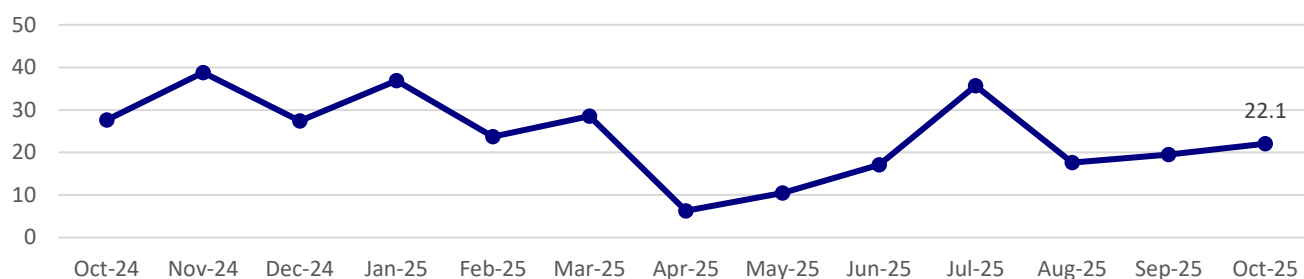
对于美国农产品（如苹果、车厘子、杏仁、冷冻鸡腿、葡萄干等），关税大幅下调至 5% 至 15%，显著提升进口产品的价格竞争力。消费者将从更丰富的产品选择、更高的品质以及更具可负担性的价格中受益。然而，这一变化也加大对部分国内生产者的竞争压力，尤其是在水果种植和畜牧食品相关领域，美国农产品在规模化生产和成本控制方面具备明显优势。

### 旅游业持续复苏，配合《2030 年旅游业发展规划》

2025 年，越南旅游业持续强劲复苏。2025 年前 10 个月，越南共接待约 1720 万人次国际游客，同比增长约 21.5%。增长动力主要来自于对多国实施免签政策并延长停留期限，以及国际航班数量的增加。然而，受全球通胀压力、游客趋于控制消费支出，以及来自泰国、新加坡、马来西亚等区域竞争对手的竞争影响，国际游客的人均消费水平仍未完全恢复至疫情前水平。



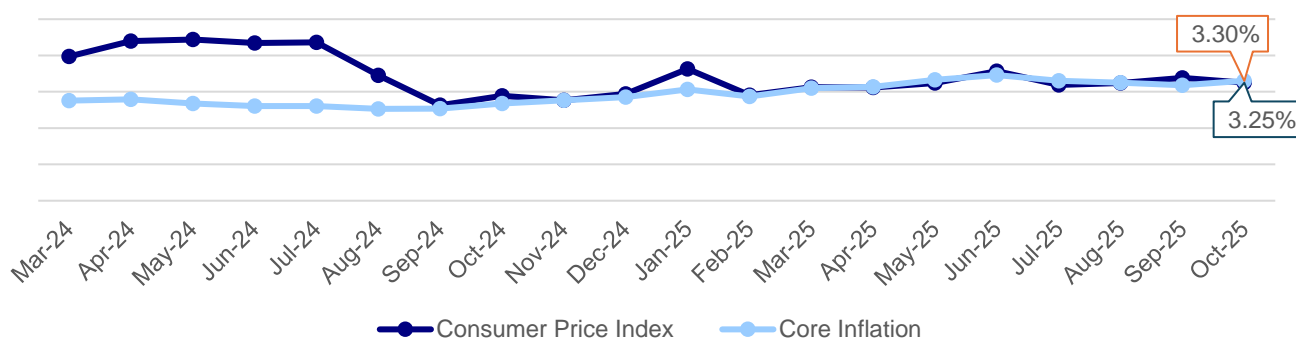
越南国际游客总到达量（同比增长）



源: 统计局, GSO, GTJASVN RS team

预计 2026 年越南国内旅游仍将保持增长态势，但增速可能有所放缓。游客消费行为趋于理性，更倾向于选择符合预算的旅游体验，积极寻找优惠方案并优化出行成本。

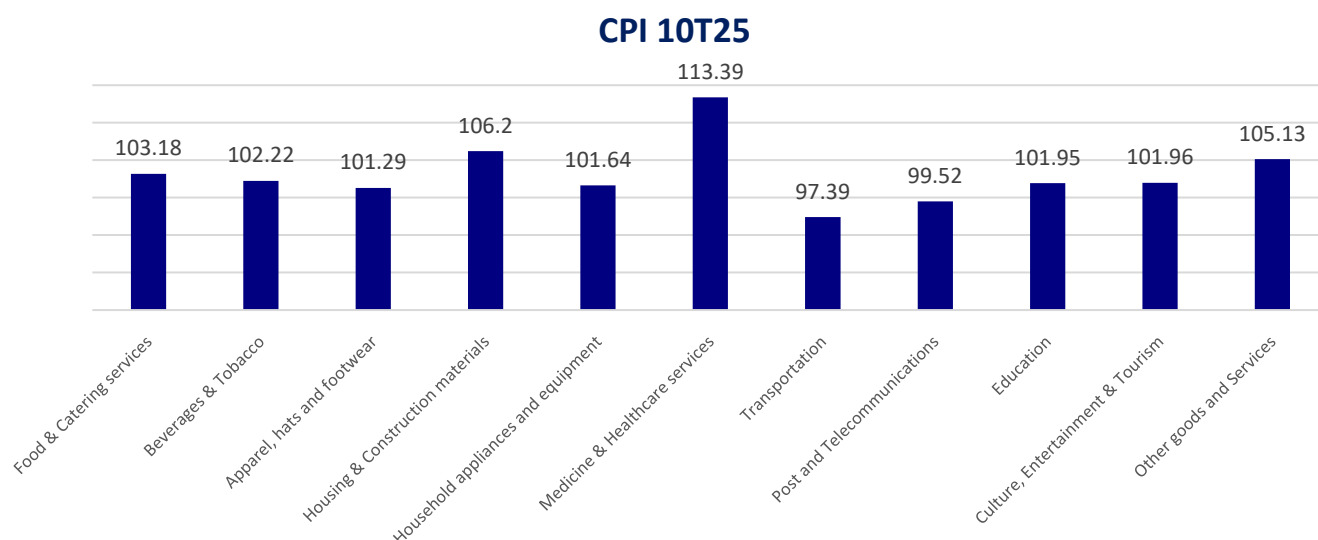
通胀水平保持稳定，有助于巩固消费者信心并支撑旅游消费需求。



源: 统计局 GSO, GTJASVN RS team

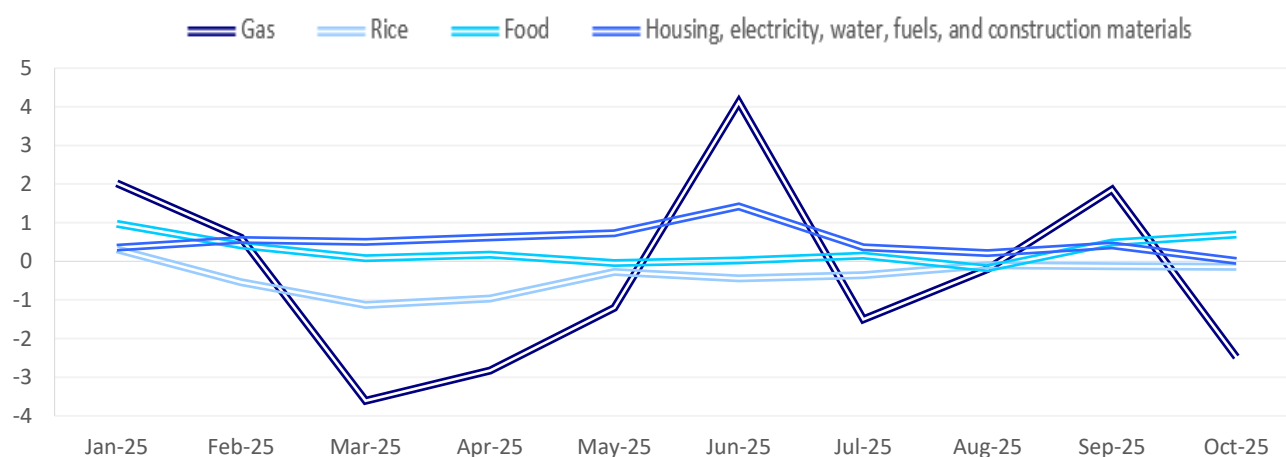
2026 年的消费将持续增长，重点集中在健康医疗、住房以及各类公共服务领域，而食品和餐饮服务等其他基本消费类别的增长则相对温和。





源：统计局 GSO, GTJASVN RS team

### 2025年部分商品价格按百分比变化的走势

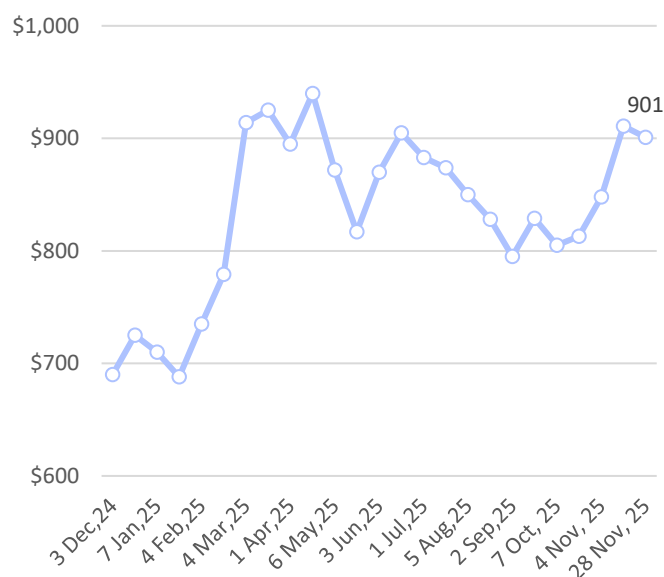


源：统计局 GSO, GTJASVN RS team

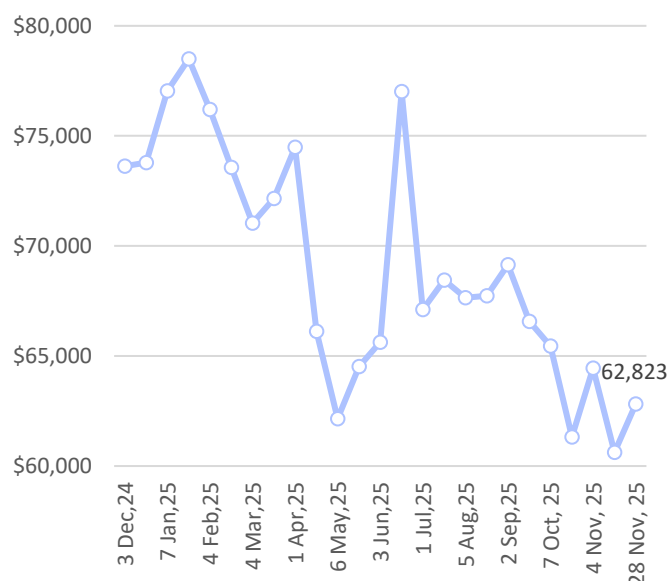
2025 年汽油和石油价格将维持在较低水平。在全球油价走势向好以及国内成品油价格调控政策的共同作用下，预计到 2025 年底，汽油价格将继续下降，从而为运输和消费创造有利条件。国际能源署（IEA）预测，2026 年全球原油产量将增加 240 万桶/日，而 OPEC+则预计全球原油消费量仅增加约 70 万桶/日。



热轧卷钢价格



布伦特原油价格



源: Trading Economics, GTJA RS team

2025 年，建筑材料价格在房地产市场复苏以及公共投资需求增长的推动下呈现上升趋势。进入 2026 年，随着下一年度各项工程建设计划的推进，如北—南东部高速公路项目、宁顺核电站项目、国际铁路项目等基础设施工程，以及其他房地产项目的实施，建筑材料价格预计将继续上涨。

### 政策框架——未来数年消费行业发展的关键支点

| 政策名称                  | 内容                            | 对消费行业的影响                       |
|-----------------------|-------------------------------|--------------------------------|
|                       | - 将商品和服务的增值税降低 2%（从 10%降至 8%） | - 刺激需求，提高购买力                   |
| 第 180/2024/NĐ-CP 号法令； | - 调整纳税对象                      | - 增加合规成本并降低零售企业（尤其是小型零售店）的抵扣能力 |
| 第 174/2024/QH15 号决议；  | - 补充进项税额抵扣规定                  |                                |
| 第 48/2024/QH15 号增值税法  | - 非现金支付                       |                                |
|                       | - 加强对电子商务的税收征管                |                                |
| 第 117/2025/NĐ-CP 号法令  | - 要求电子商务平台进行税款代扣代缴            | - 促进传统零售和线上零售之间的公平竞争           |
|                       |                               | - 增加运营成本和数据管理要求                |
| 第 01/2025/QĐ-TTg 号决定  | - 取消对进口价值低于 100 万越南盾货物的免税政策   | - 保护国内制造业                      |
|                       |                               | - 导致进口商品和零售的国外商品成本上升           |

|  |  |   |
|--|--|---|
| 第 49/2024/QH15 号（修订）<br>特别消费税法                           | - 提高酒精饮料税率：酒精度高<br>于 20 度的酒类税率上调至<br>90%，酒精度不高于 20 度的<br>酒类税率上调至 60%；同时<br>将啤酒税率提高至 90%，并<br>上调传统卷烟的税率。<br><br>- 对电动汽车和环保产品提供税<br>收优惠。 | - 影响啤酒、饮料行业<br><br>- 促进绿色消费，推动电动汽车行业<br>发展                                      |
| 第 81/2021/ND-CP 号法令                                      | - 减免学费并提供学习费用支持  | - 减轻费用负担，增加收入，促进消<br>费  |
| 第 97/2025/ND-CP 号法令                                      | - 促进改革创新<br><br>- 投资优惠   | - 创造就业，增加收入   |
| 第 70/2025/ND-CP 号法令修<br>订规范发票和单据的第<br>123/2020/ND-CP 号法令 | - 自 2025 年 6 月 1 日起，年营<br>业收入达到 10 亿越南盾及以<br>上的个体工商户必须使用从<br>收银机开具并连接到税务机<br>构的电子发票。   | - 在初期导致个体工商户在合规方面<br>感到困惑<br><br>- 为零售业统一发展奠定基础<br><br>- 有助于更好地管控商品来源，保护<br>消费者 |

源: GTJA RS team 收集

财政政策与货币政策实现协调调控。

根据第 204/2025/QH15 号决议，对部分商品和服务适用的增值税税率将由 10%下调至 8%，该政策自 2025 年 7 月 1 日起生效，并持续至 2026 年底。预计这一举措将成为 2026 年刺激消费需求的重要动力。

同时，自 2025 年 7 月起，汽车牌照注册费（车辆登记费）的征收比例将按照第 10/2022/ND-CP 号法令执行，并根据第 51/2025/ND-CP 号法令第一条以及第 175/2025/ND-CP 号法令第一条第四款的修订与补充内容进行调整。具体征收标准如下：

| 车辆类型  | 税率 | 适用期限              |
|---|----|-------------------|
| 汽车、挂车、半挂车、装有发<br>动机的四轮载人车辆、装有发<br>动机的四轮载货车辆、专用摩 | 2% | 自 2025 年 7 月 1 日起 |

托车、以及类似此类车辆

载人 9 座及以下的汽车（包括

载人皮卡车）

10%

自 2025 年 7 月 1 日起

电池驱动电动汽车 0%

0%

适用至 2027 年 2 月底

源: GTJA RS team 收集

该政策不仅有助于汽车市场重新活跃起来，还将对保险、保养与维修服务、零部件以及汽车消费信贷等多个相关行业产生显著的溢出带动效应。

## 消费者信心巩固行业发展前景

根据新加坡大华银行（UOB）发布的《东盟消费者心理研究》（ACSS），越南消费者的乐观程度继续领跑区域，指数达 67 点，显著高于区域平均水平的 54 点，且较去年上升 3 点。这一结果反映出越南消费者对国家整体经济以及个人财务前景保持着稳固而持续的信心。

## 1.2 2026 年消费前景与趋势

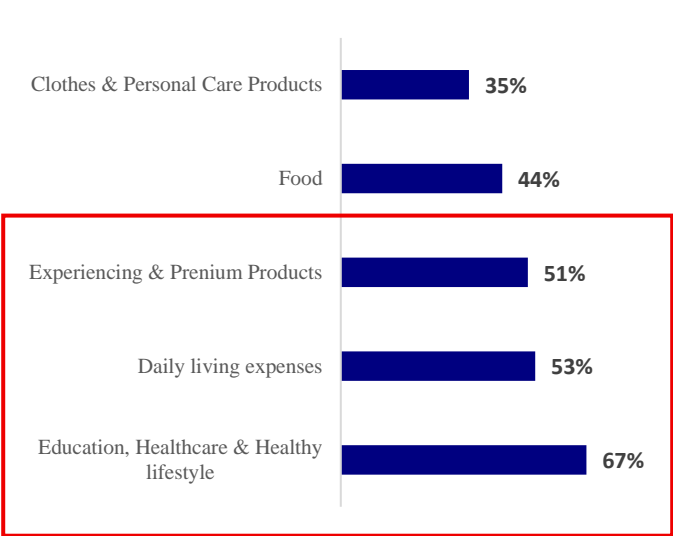
### 消费趋势——健康与教育

当前市场正逐步显现出“理性消费 / 有意识消费（conscious consumption）”趋势。越南消费者在预算规划上愈发审慎，并根据不同行业灵活调整支出水平。

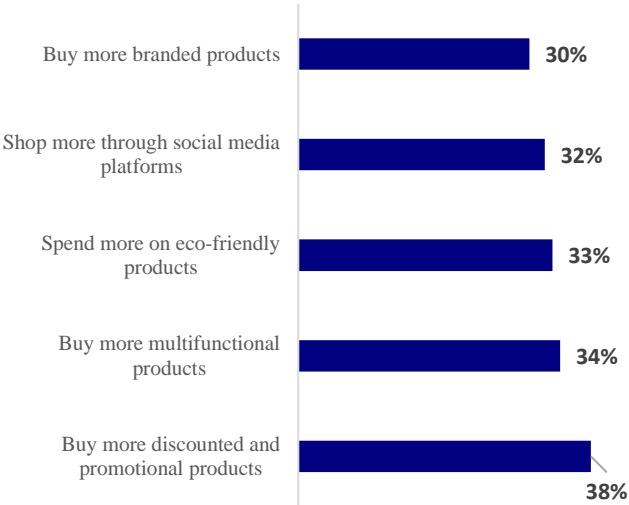
市场正在见证“理性/有意识消费”趋势的兴起，越南消费者在预算安排上愈发谨慎，并根据不同行业对支出水平进行调整。伴随着电子商务的持续发展，消费者越来越倾向于购买折扣商品、促销产品及高性价比优惠方案等。与此同时，环保型产品在消费篮子中的优先级持续提升，超过 33% 的越南消费者愿意为绿色产品支付更高的价格。



消费支出水平同比提升



购物行为变化



源：消费者心理学研究 ASEAN (ACSS)

除环境因素之外，财务安全感正推动消费者在各类刚性需求领域增加支出。根据 ACSS 的数据，**67%的越南消费者在教育、医疗健康及身体保健方面的支出有所增加，这一比例高于其在日常生活必需品上的支出水平（53%）。**

与此同时，对消费体验升级的需求也显著增强。消费者愿意在娱乐、高端餐饮以及休闲度假旅游方面投入更多资金，体现出“有选择的享受”这一消费取向。这类支出被视为对生活质量的投资，而非冲动型消费，尤其是在越南消费者愈发重视每一笔交易所带来价值回报的背景下。

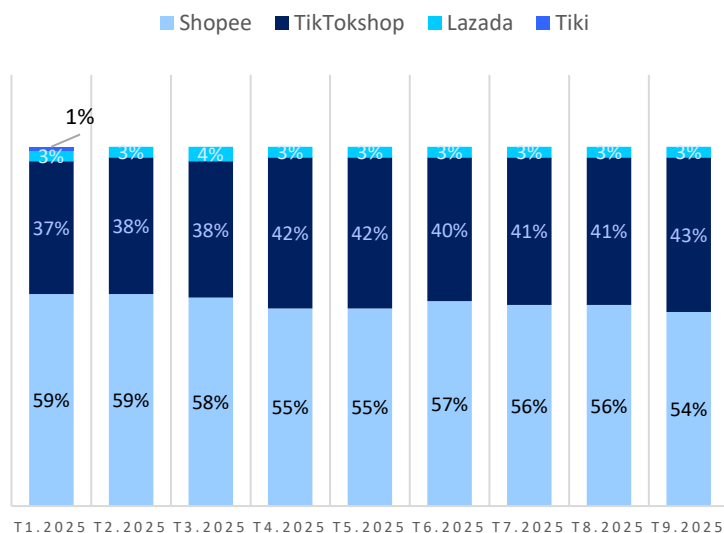
2026 年的“现代化”消费趋势

电子商务及从传统渠道（GT）向现代渠道（MT）的转移

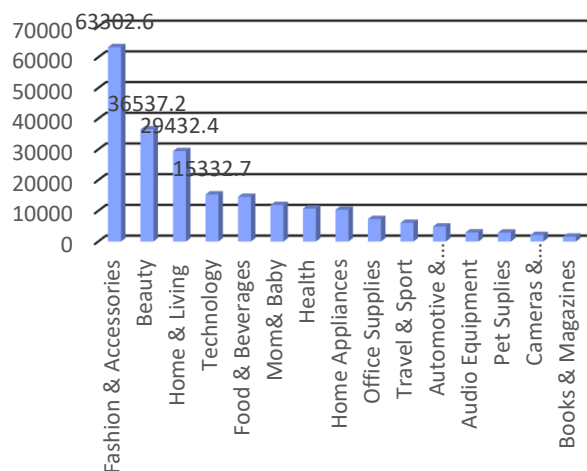
数字化消费趋势持续深化，居民对无现金支付、线上购物以及社交媒体电商（Social Commerce）的接受度不断提高。2025 年，TikTok Shop、Shopee、Lazada 等平台均实现了两位数增长，反映出购物行为的显著转变。展望 2026 年，人工智能驱动的个性化客户体验与全渠道（Omnichannel）零售模式的融合，有望帮助本土零售商提升运营效率并增强消费者忠诚度。



电商平台月度销售市场份额



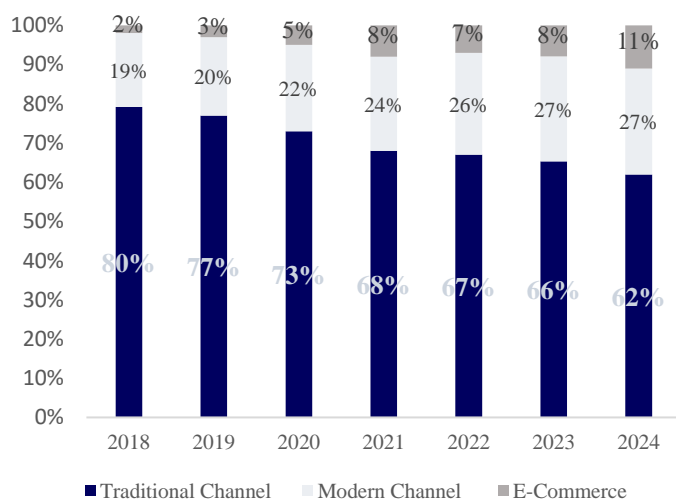
四大主要电商平台中总营收最高的前15个产品品类



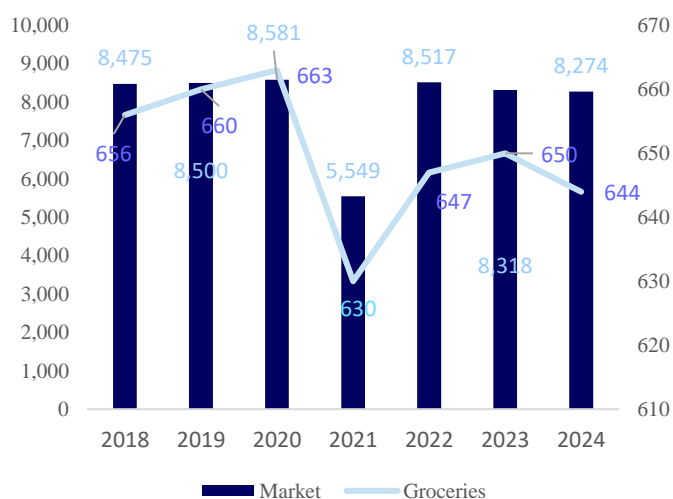
源: Metric

越南电子商务市场预计在 2028 年前将保持约 35% 的年均增长潜力。与此同时，零售商正见证消费者行为的长期结构性转变——从传统零售渠道持续向现代零售渠道迁移。

零售渠道结构



传统市场与杂货店数量呈下降趋势



源: Metric

### 意见领袖 (Influencer) 对购买决策的影响力空前增强

长期以来，千禧一代 (Millennials) 和 Z 世代 (Gen Z) 一直依赖意见领袖 (Influencer) 来发现新产品并选择值得信赖的品牌。如今，这一趋势已扩展至部分  $\alpha$  世代 (Gen Alpha) ——当前最年轻的消费群体。数据显示，49% 的  $\alpha$  世代消费者认为，意见领袖给出的购物建议与家人和朋



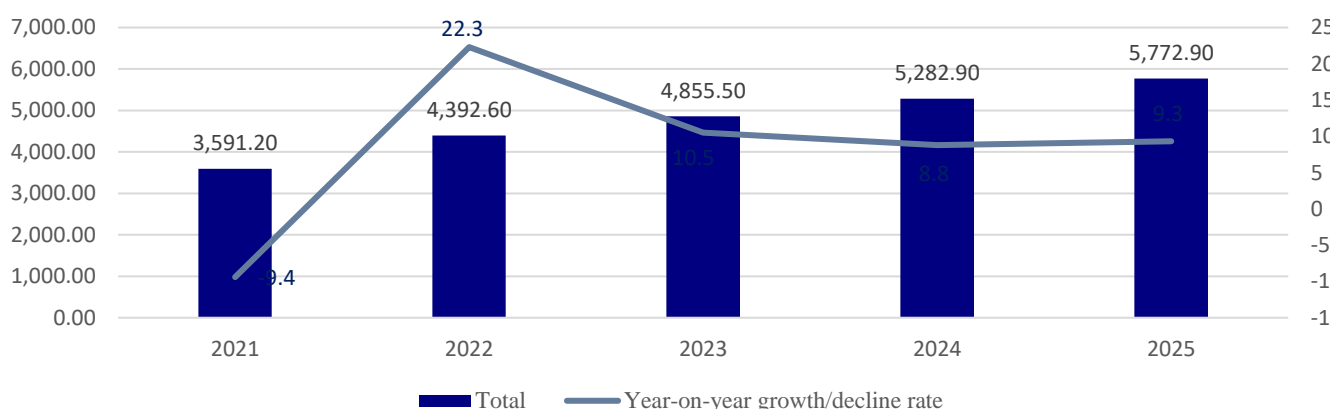
友的建议具有同等可信度。对于 Z 世代而言，意见领袖账号对其购买决策的影响力已明显超过零售商官方账号。

根据 Klarna 发布的《Shopping Pulse》研究，意见领袖在触达 Z 世代方面的影响力已超过传统零售渠道。

在宏观环境、政策支持及消费趋势等多重利好因素的推动下，预计 2026 年社会消费品零售总额（商品零售与消费服务收入）将实现约 10% 的增长。

综合 2025 年前十个月数据，按现行价格计算，商品零售总额及消费服务收入预计达 5.7729 万亿越盾，同比增长 9.3%，高于 2024 年同期的 8.8%；若剔除价格因素，实际增长约为 7.0%，亦明显高于 2024 年同期的 4.8%。

2021–2025 年期间前十个月按现价计算的商品零售总额和消费服务收入



源: 统计局 GSO, GTJASVN RS team

2025 年前十个月，商品零售收入预计达到 4.4001 万亿越盾，占社会消费品零售总额的 76.2%，同比增长 8.0%。其中，粮食和食品类增长 10.0%；服装纺织品类增长 8.6%；家庭用品、器具及设备类增长 7.1%；文化和教育用品类增长 6.9%。

总体来看，越南国内消费需求正呈现温和复苏态势，市场有望在 2026 年随着各类刺激消费计划的推进以及个人所得税相关法律法规的实施，迎来更具突破性的恢复。

|    | 2025 年 10 月估计值 | 2025 年前 10 个月估计值 | 同比增长 (%)    |               |
|----|----------------|------------------|-------------|---------------|
|    |                |                  | 2025 年 10 月 | 2025 年前 10 个月 |
| 总计 | 598.4          | 5,772.9          | 7.2         | 9.3           |



|           |       |         |      |      |
|-----------|-------|---------|------|------|
| 商品零售      | 452.6 | 4,400.1 | 5.7  | 8.0  |
| 住宿与餐饮服务   | 71.7  | 695.1   | 14.1 | 14.6 |
| 旅游（旅行社服务） | 8.1   | 77.4    | 18.8 | 19.8 |
| 其他服务      | 66.0  | 600.3   | 9.4  | 11.8 |

源: 统计总局 GSO, GTJASVN RS team

## 第二部分：2026 年消费品股票的投资前景

| 股票代码                 | 板块         | 投资展望 | 目标价    |
|----------------------|------------|------|--------|
| <b>MWG</b>           | ICT 与消费品零售 | 看好   | 80500  |
| <b>FRT</b>           | ICT 与医药零售  | 看好   | 165100 |
| <b>PNJ</b>           | 珠宝首饰       | 看好   | 100000 |
| <b>MSN</b>           | 消费品        | 看好   | 82000  |
| <b>MCH</b>           | 消费品制造      | 中立   | 145000 |
| <b>VNM</b>           | 乳制品        | 中立   | 67000  |
| <b>SAB</b>           | 啤酒         | 中立   | -      |
| <b>QNS, LSS, SLS</b> | 食糖         | 不佳   | -      |

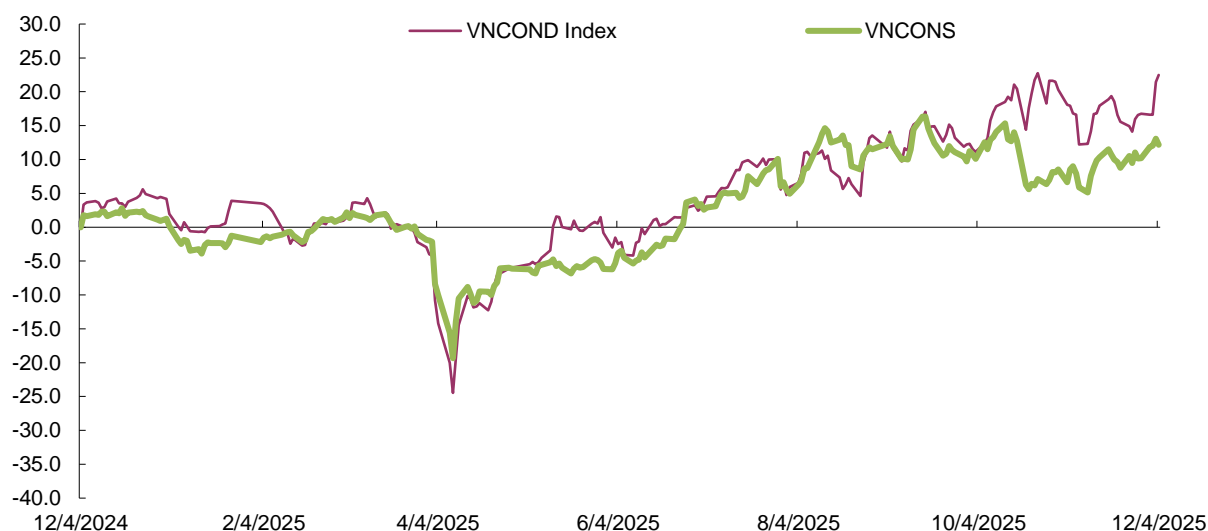
我们观察到消费行业内企业的经营前景出现明显分化，具体如下：

- 拥有消费品**零售连锁体系**的上市公司，如绿色百货、Winmart，将直接受益于现代化消费趋势以及消费者对商品来源与可追溯性的重视。
- 药品零售连锁在居民日益关注健康与营养的趋势下，仍将是行业中的重要增长亮点。
- **非必需消费品零售连锁**，尤其是电子产品和家电领域，近期已显现出市场趋于饱和的迹象，并面临来自线上销售渠道的激烈竞争。目前，这些企业正推进系统性重组，着力提升单店运营效率，同时加快线上渠道布局。
- 上游消费品企业，如 **MCH**、**VNM**，仍然保持其在国内市场的领先地位。但由于市场份额提升空间有限，其发展战略正转向产品高端化以及加大出口渠道拓展。目前，这两家企业的经营业绩整体表现仍较为稳健。
- 啤酒行业竞争激烈，并持续受到相关监管政策的影响（如消费税及第 168 号法令）。

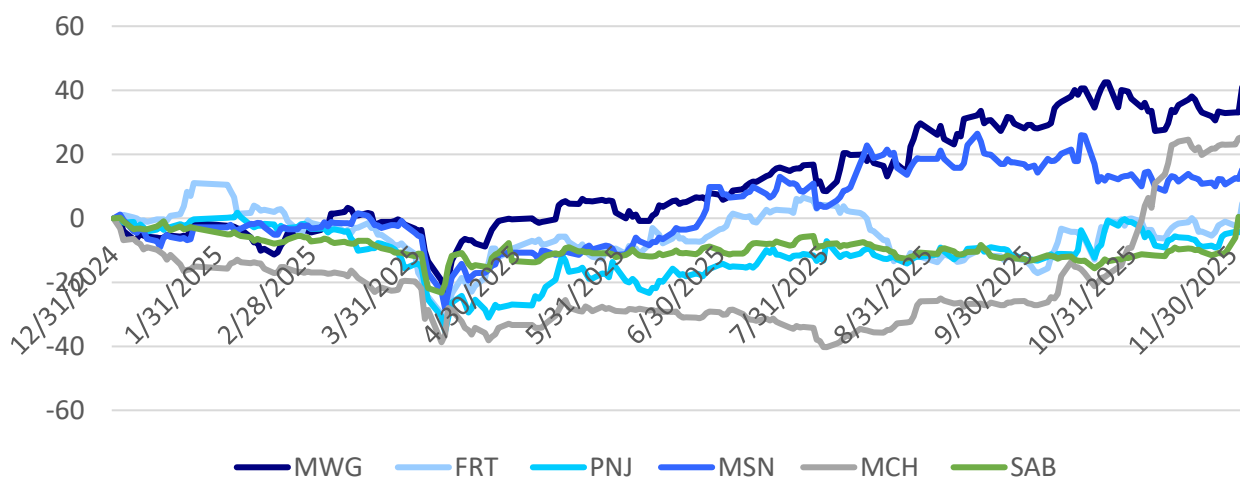


- 在制糖业务方面，我们认为行业前景相对不佳，主要原因在于当前行业处于供给过剩状态，越南国内糖价大幅下跌。该趋势或将在 2026 年持续，直至库存逐步消化后，行业才有望迎来复苏。

总体来看，2025 年非必需消费品板块（VNCOND）的股价表现略优于必需消费品板块（VNCONS）。



MWG、MSN是该行业的龙头股票



源: Bloomberg, GTJASVN RS

## 2.1 马山集团股份有限公司

|                                   |                       |
|-----------------------------------|-----------------------|
| <b>Masan Group- MSN (HOSE)</b>    | 目标价: 82000<br>建议: 看好  |
| <b>Masan Consumer- MCH (HOSE)</b> | 目标价: 145000<br>建议: 中立 |

MSN 拥有由旗下成员公司组成的消费品品牌生态系统，这些品牌在消费市场上占有一定份额并建立品牌定位。

- WinCommerce – 拥有零售连锁店 WinMart
- MML - 拥有冷鲜肉品牌 MEATLife
- Phuc Long Heritage – 越南奶茶连锁店
- MCH 一家专注于消费品领域的公司，旗下拥有食品、方便面、调味品、咖啡等多个品牌，在越南市场占有较大的市场份额。

### 经营展望

- 预期在 2026 年，必需品的需求将保持稳定。食品饮料行业（F&B）预计将实现轻微但有限的增长。在食品安全担忧、假冒伪劣产品增多、健康饮食趋势以及电商普及的推动下，食品饮料细分市场预计将朝着原料来源透明、成分安全、加工快捷方便产品方向发展，并同时拓展电商平台业务。
- MCH 是贡献 MSN 利润的主要支柱。然而在 2025 年，由于分销渠道重组的影响，该公司的业绩增长有所放缓。我们预计，该公司在 2026 年将恢复两位数的增长。
- 与此同时，预计 MML、Wincommerce 和 PLH 的经营前景将继续成为推动 MSN 明年收入和利润增长的亮点。
- 值得注意的是，我们强调 Wincommerce 的经营前景因能够继承并充分利用当前适用于 MT 模式的政策与趋势。

**2025 年，经营业绩在整个生态系统中全面向好**



| 单位                       | 收入      |        | 同比增长率   |        | 税后利润    |        | 同比增长率   |             |
|--------------------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|-------------|
|                          | Q3/2025 | 9M2025 | Q3/2025 | 9M2025 | Q3/2025 | 9M2025 | Q3/2025 | 9M2025      |
| MSN                      | 21,164  | 58,376 | 9.70%   | 8%     | 1,866   | 4,468  | 43.40%  | 63.90%      |
| Wincommerce              | 10,544  | 28,459 | 22.60%  | 16.60% | 175     | 243    | 870%    | 4470 亿越南盾   |
| Masan Consumer - MCH     | 7,517   | 21,281 | -5.90%  | -3.10% | 1,822   | 4,965  | -8.80%  | -4.20%      |
| Masan MEATLife MML       | 2,384   | 6,794  | 23.20%  | 24.70% | 101     | 466    | 520%    | 5260 亿越南盾   |
| Phuc Long Heritage (PLH) | 516     | 1,373  | 21.20%  | 14.10% | 55      | 141    | 210%    | 80.10%      |
| Masan HT Materials (MHT) | 2,041   | 5,048  | 33.40%  | 25.10% | 5       | -211   | 扭亏为盈    | 1.159 万亿越南盾 |

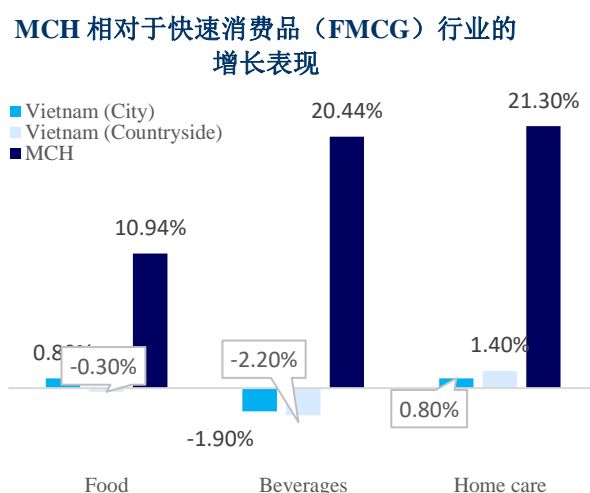
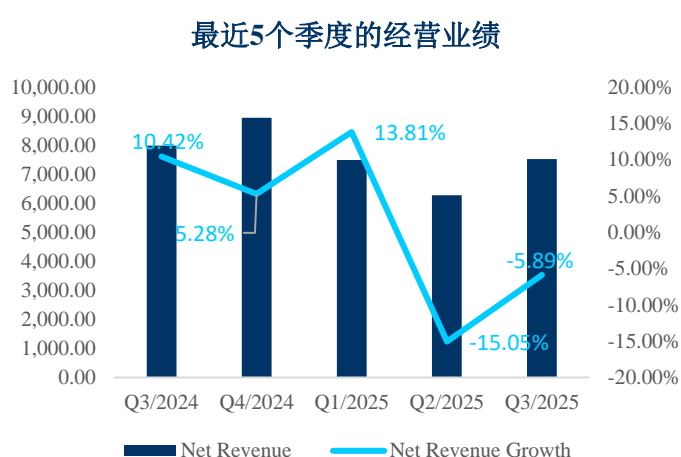
源: Masan

凭借已取得的成果，WCM 预计净收入将超过母公司 Masan 设定的目标（2025 年从 35.6 万亿至 36.9 万亿越南盾），相当于同比增长 8% 至 12%，并实现全年税后利润为正数。这一成果得益于门店网络的扩张以及在可比基础上（LFL）的收入增长加速。截至 2025 年 10 月底，新开门店数量达 550 家，超出了 2025 年开设 400 至 700 家迷你店目标范围的最低门槛（为 400 家）。在 2025 年第三季度，通过现代零售渠道销售的快速消费品（FMCG）在四大城市的市场份额较同期提升 1.5%，在农村地区提升 1.3%，分别达到 25.5% 和 6.3% 的市场份额。迷你超市模式平均较同期提升 0.5% 的市场份额。

## MCH 经营展望:

- 经过 2025 年的分销渠道重组阶段后，预计从 2026 年起将恢复两位数的增长轨道。
- 该公司拥有在越南市场占据主导地位的消费品产品。同时，通过 Wincommerce 连锁超市系统的分销优势有助于提高新产品在市场的渗透率，从而带来超越竞争对手的卓越效果。

## MCH 因实施分销渠道重组，所以短期内营收承压



源: FinProX, GTJASVN RS Team

## 2.2 越南乳制品股份公司 Vinamilk

VINAMILK - VNM (HOSE) – 利用健康和营养的消费趋势

目标价: 67000

建议: 中立

## 经营展望:

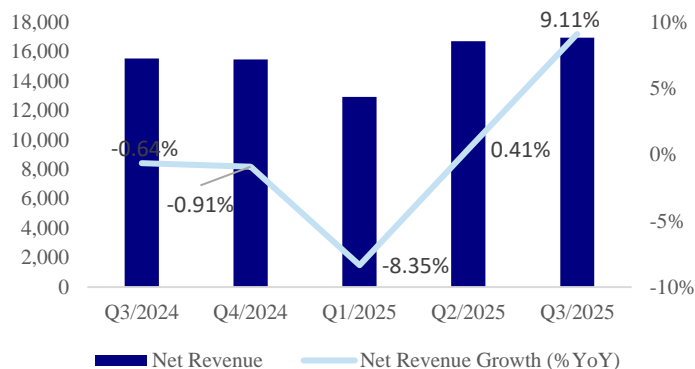
- VNM 在 2026 年的增长动力主要将来自扩大在海外市场的份额以及新产品（除牛奶和高端奶制品系列外）带来的动力。越南工贸部批准加强边境贸易发展和向柬埔寨出口的提案，将为 VNM 在海外市场取得更多成就创造机会。此外，旗舰店模式预计将有助于 VNM 巩固和增加其在国内市场的份额。



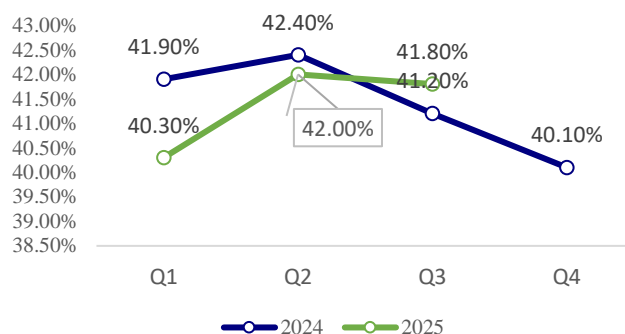


- 由于天气条件利于畜牧养殖以及牛群疾病得到控制，鲜奶供应积极增长，全球奶粉原料价格走低，预计 2026 年税后利润率将显著回升。保持乳制品行业市场份额第一的地位，预计 2025 年营收与利润将实现小幅改善。
- 根据第三季度合并财务报告，Vinamilk 实现合并营收 16.953 万亿越南盾，同比增长 9.1%，创历史新高。税后净利润达 2.511 万亿越南盾，同比增长 4.5%；毛利率接近 42%。

最近5个季度的经营业绩



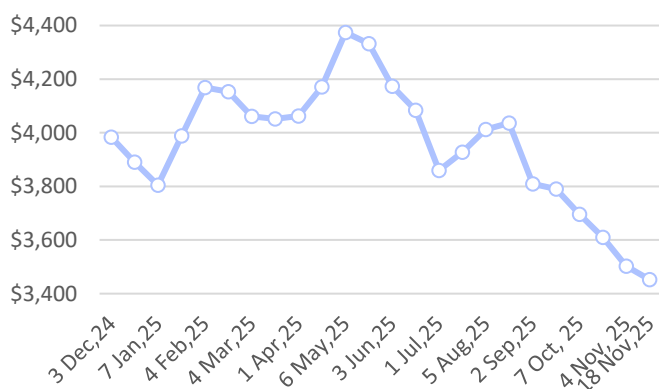
在原材料投入成本相对稳定的支撑下，毛利率与上一季度相比保持稳定



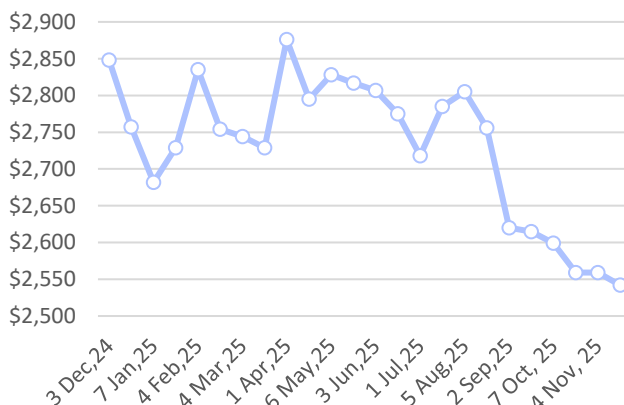
源: FinProX, GTJASVN RS Team

目前全脂奶粉（WMP）价格较去年同期已下跌超 10%

全脂奶粉价格波动



脱脂奶粉价格波动



源: Global Dairy Trade, GTJASVN RS Team

## 2.3 移动世界投资股份公司 MWG

移动世界投资股份公司 – MWG (HOSE)

目标价: 80500 越南盾/股

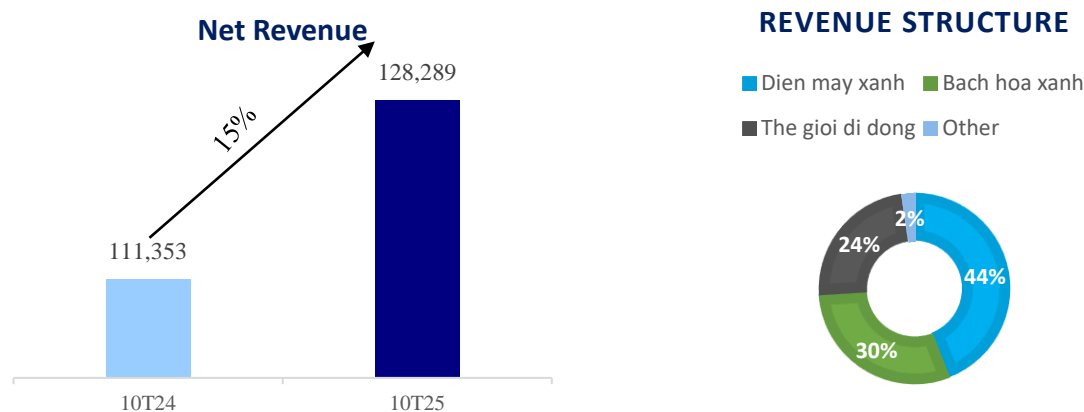
建议: 持有



- 2025 年，MWG 展现全系统经营效益的改善。其中，ICT 零售模式（蓝色电器与世界移动）维持现有规模并实施销售点优化战略；消费品零售模式——绿色百货继续在南部与中部地区扩大规模。
- 我们认为，在 2026 年，绿色百货将通过改善现有门店效益、逐步实现盈亏平衡以及进军北部市场的计划，成为 MWG 的主要增长动力。与此同时，与今年的快速增长相比，两家 ICT 零售连锁的增长将仅为个位数于今年（部分反映 2024 年低基数阶段）。
- 绿色百货、蓝色电器、世界移动等旗下品牌的 IPO 计划将成为公司股票的催化剂。

## 2025 年营业结果更新——开学季收获硕果与门店网络扩张

截至 2025 年 10 个月，MWG 已完成收入计划的 86%，净收入同期增长 15%。



源: MWG, GTJASVN RS Team

## 蓝色电器与移动世界连锁店在开学季后录得积极业绩。

2025 年 10 月，该连锁店营收超过 10.5 万亿越南盾，连续第八个月实现增长，同比增长 33%。这也是全年销售额最高的月份，甚至超过了农历新年期间。主要增长动力来自 iPhone 产品线，通过精心的货源准备、有效的新产品推广活动以及灵活的销售策略，实现了两位数增长。2025 年前 10 个月，两家连锁店系统继续取得优异的业绩。累计收入达到 87 万亿越南盾，同比增长近 17%，显著高于行业整体增速。在未开设新店的情况下，增长主要来自现有门店营收的改善，增幅超过 19%。前 10 个月，线上渠道营收接近 5 万亿越南盾，占总营收的 5.7%。

## 百货绿连锁店加速扩张规模

累计 2025 年前 10 个月，百货绿连锁店实现近 38.4 万亿越南盾营收，同比增长 13%，增长来源于生鲜食品和快速消费品两大品类。仅在 10 月份，营收达近 4 万亿越南盾。



该连锁在 10 个月内新增 600 家门店，其中超 50% 位于中部地区。新开门店在门店层级（扣除所有直接运营与物流成本后）已实现整体盈利。在 2025 年第四季度，连锁体系在持续拓展新店的同时，仍将重点优化运营并维持可持续营收，以确保运营效率并完成年初设定的利润目标。

### 其余连锁品牌

安康（An Khang）在 2025 年 10 月录得平均营收达 5750 亿越南盾/店，标志着连续第四个月实现增长，且较去年同期有明显提升。该连锁品牌正着力提升每家门店的经营效益，致力于为集团贡献利润的目标迈进。

AvaKids 在今年前十个月实现两位数增长，单店月均营收达 18 亿越南盾。该连锁品牌已在公司层面实现盈利，并正朝着未来更高效率的目标迈进。

2025 年前 10 个月，EraBlue 收入同比增长超过 70%。该连锁品牌目前运营 158 家门店，已超过全年 150 家的目标，并在公司层面实现盈利，各项财务指标持续改善。

## 2.4 FPT 数字零售股份公司

FPT 数字零售股份公司- FRT (HOSE)

目标价: 165100

建议: 看好

### 企业展望

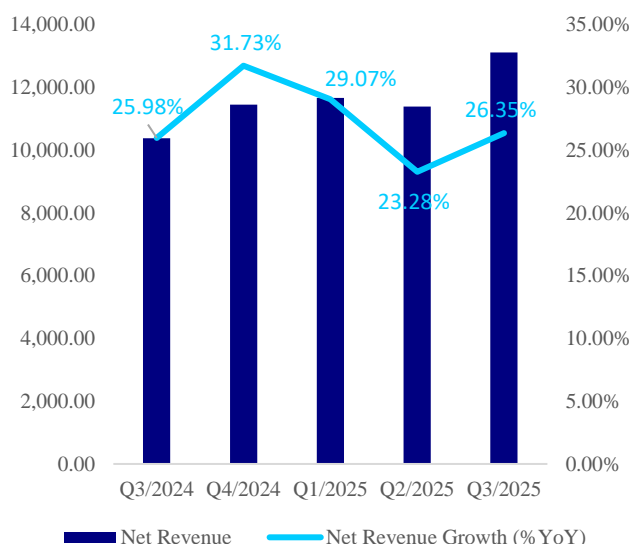
- 未来一段时间内，龙珠将继续成为 **FRT** 营收和利润增长的主要驱动力。今年的财政政策也为公司的发展和 2026 年的增长奠定了基础。具体而言，龙珠在药品及保健品来源管控、电子发票申报，以及卫生部关于延长 ETC 处方药有效期的通函等方面获得的竞争优势，使其在传统渠道中脱颖而出。疫苗接种业务凭借价格优势、产品品类（SKU）及系统覆盖广度，实现稳定的需求和较高的利润率。基于目前的营业结果，我们预计 FRT 在 2025 年将实现 47 万亿越南盾的营收，同比增长 17.5%。
- 对于 FPT Shop 而言，信息通信技术（ICT）和消费电子（CE）业务板块受到消费支持政策及重组后新商品战略的推动。然而，我们判断该业务板块将仅保持稳定，并更加侧重于优化连锁效率的方向发展。

- 2026 年，假设龙珠继续加强扩张新店，并小幅缩减现有 FPT Shop 门店数量，我们预计 FRT 收入增长率将达到 15%。

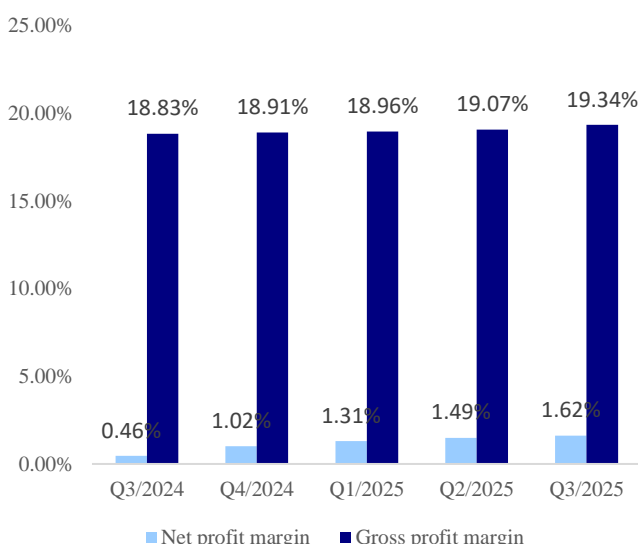
## 2025 年前 9 个月营业结果更新

在 2025 年第三季度，得益于龙珠业绩的强劲表现和 FPT Shop 的复苏，FRT 净营收同比增长 26.3%，达到 13.2 万亿越南盾。2025 年前 9 个月，净营收达 36.2 万亿越南盾（同比增长 26%），税前利润达 8040 亿越南盾（同比增长 125%），分别完成全年计划的 75% 和 89%。其中，龙珠贡献约 68.5% 的营收，其余 31.5% 来自 FPT Shop 连锁店。

最近5个季度的业务业绩

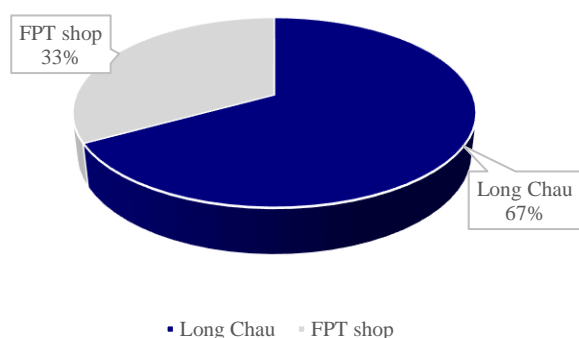


最近5个季度的毛利率

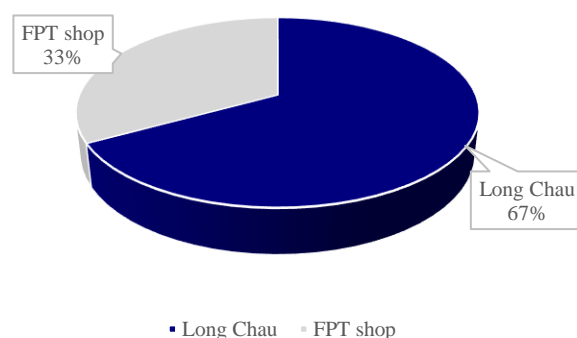


源: FinProX, GTJASVN RS Team

2025年第三季度FRT收入贡献

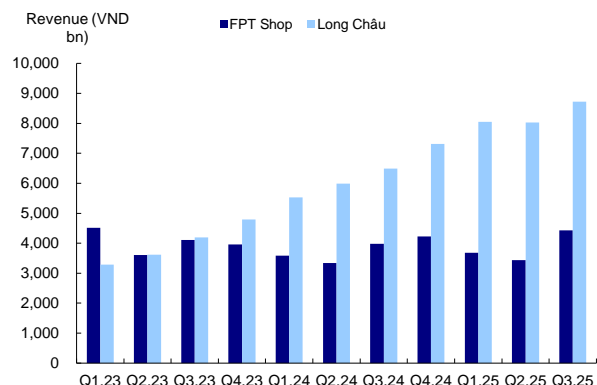


2025年第三季度FRT收入贡献

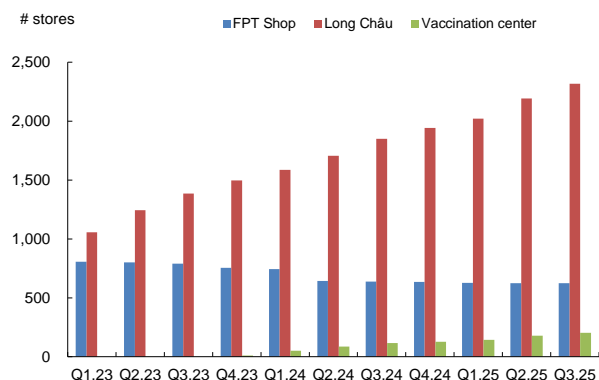




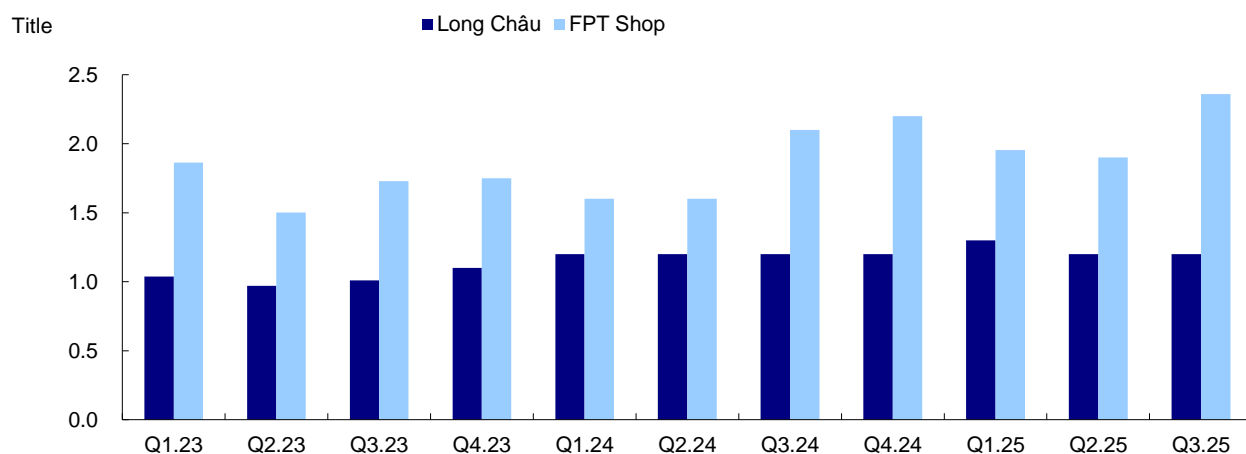
### 按连锁体系划分的收入



### 门店数量



### 单店月均收入



源: FRT, GTJASVN RS



## 2.5 富润金银珠宝股份公司

富润金银珠宝股份公司 – PNJ (HOSE)

目标价: 100000

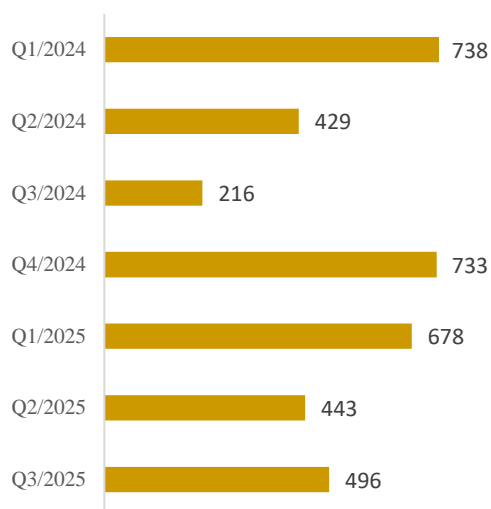
建议: 看好

- 珠宝零售渠道继续是 PNJ 的主要增长动力。预计 2025 年第四季度和 2026 年第一季度，随着婚礼季、农历新年、情人节等节日的到来，将成为 PNJ 的销售旺季。2025 年第三季度推出的婚嫁系列，如“玉叶金枝”、“槟榔”等系列，以及与 Hello Kitty、哆啦 A 梦联名的款式，预计将符合年轻消费者的喜好。年轻人及高收入群体中“消费高端化”的趋势，预计将成为 PNJ 的潜在客户群体。
- 第 232/2025/ND-CP 号议定，于 2025 年 10 月生效，对 PNJ 的经营业务具有转折性意义，允许私营企业生产和进口金条及黄金原料。这项政策有望缓解长期以来制约珠宝销售的黄金原料供应短缺问题。对此，PNJ 已满足该法令在注册资本（超过 1 万亿越南盾）及内部流程方面的大部分核心标准。企业正在完善黄金进口配额申请材料，预计配额分配结果将于每年 12 月 15 日前公布。一旦获得许可，PNJ 将充分利用新的法律框架推动金条及珠宝销售。尽管金条业务利润率较薄，但其被视为吸引顾客至 PNJ 的“磁石”，从而有助于带动其他产品的交叉销售。
- 未来一段时间，受地缘政治因素及全球黄金需求上升的影响，金价预计将维持上行趋势。尽管高金价可能在一定程度上抑制珠宝需求，但在新政策保障黄金原料供应更加稳定的背景下，PNJ 有望进一步扩大市场份额。此外，越南消费者特有的购金文化，尤其是在婚庆季和年初时段，将持续支撑 PNJ 在 2025 年第四季度至 2026 年第一季度乃至中长期的经营前景。

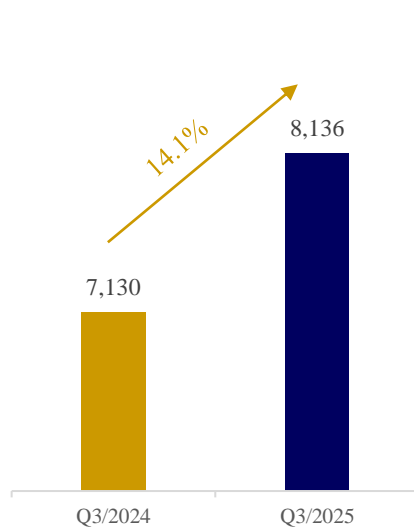




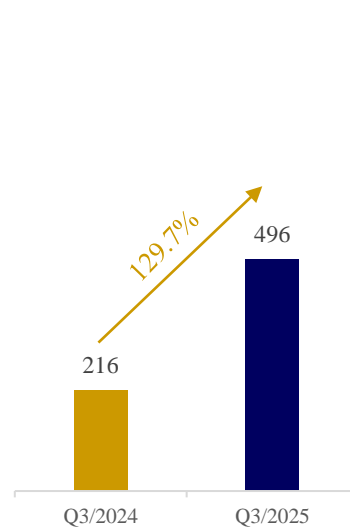
按季度划分的税后利润



净收入



税后利润



源: PNJ, GTJASVN RS Team

2025年前九个月收入构成



源: PNJ, GTJASVN RS Team

## 2.6 西贡啤酒—酒精—饮料股份总公司

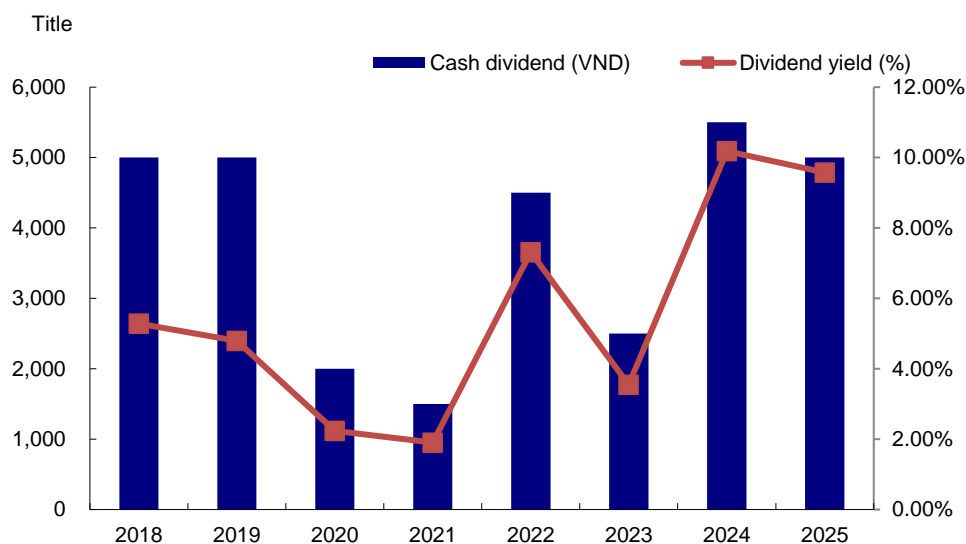
西贡啤酒—酒精—饮料股份总公司 – SAB (HOSE)

目标价: N/A

建议: 中立

- 近几个季度以来, SAB 在经营战略上展现出较强的主动性, 包括推进分销渠道重组、加大电子商务布局, 从而重新夺回市场份额第一的位置。年内完成对 SBB 的收购, 也进一步提升 SAB 的市场覆盖率。

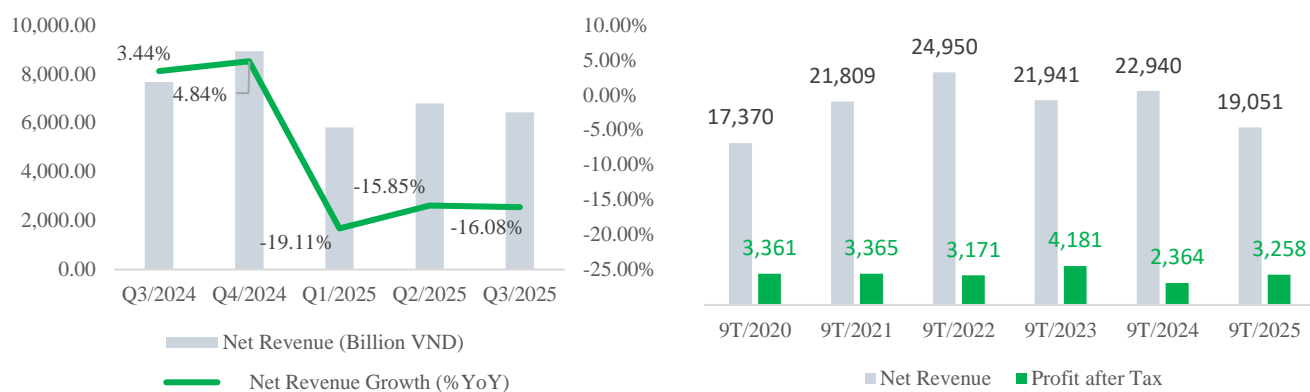
- 高效的库存管理推动利润率改善。受益于麦芽、大米等原材料价格下降，Sabeco 2025 年第三季度的毛利率较去年同期显著提升。
- 啤酒行业仍持续受到提高消费税政策以及第 168 号法令（关于道路交通安全行政处罚）的直接影响，同时公司还需面对来自国际品牌的激烈竞争。企业的增长动力主要来自产品多元化及高端化战略。
- 我们认为，SAB 在未来一年内的业绩增速大概率维持持平（基准情景），或在乐观情景下实现个位数增长。未来一段时间，SAB 将加大春节营销活动力度，有助于巩固其在 2025 年第四季度及 2026 年第一季度的经营前景。良好的库存控制叠加合理的成本对冲策略，将持续优化经营效率。
- 公司具备稳健的分红政策及充裕的现金流。



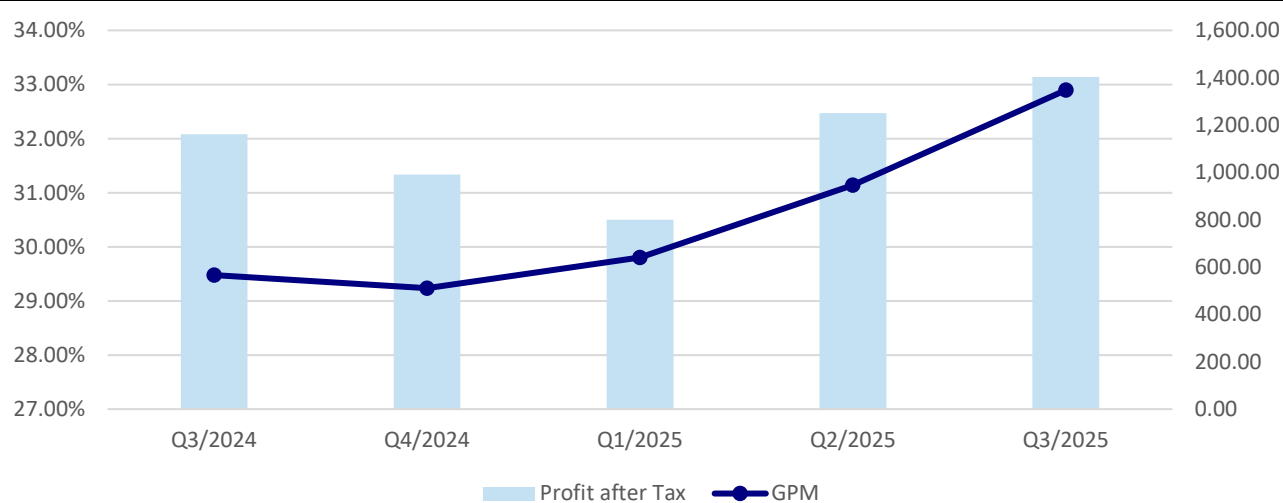
源: SAB, FiiiproX, GTJASVN RS

### SAB 主动调整战略以应对行业挑战：多元化销售渠道并加速布局电子商务

Sabeco 作为啤酒行业中具有高度品牌认知度的企业，旗下拥有西贡啤酒、333 啤酒等知名品牌。为在消费环境承压的背景下实现转型与稳健发展，Sabeco 积极推动从“现场消费”向“带回家消费”的转变，并开始在各大电子商务平台开展销售业务。



源: FinProX, VietstockFinance, GTJASVN RS Team



源: SAB, GTJAS RS Team



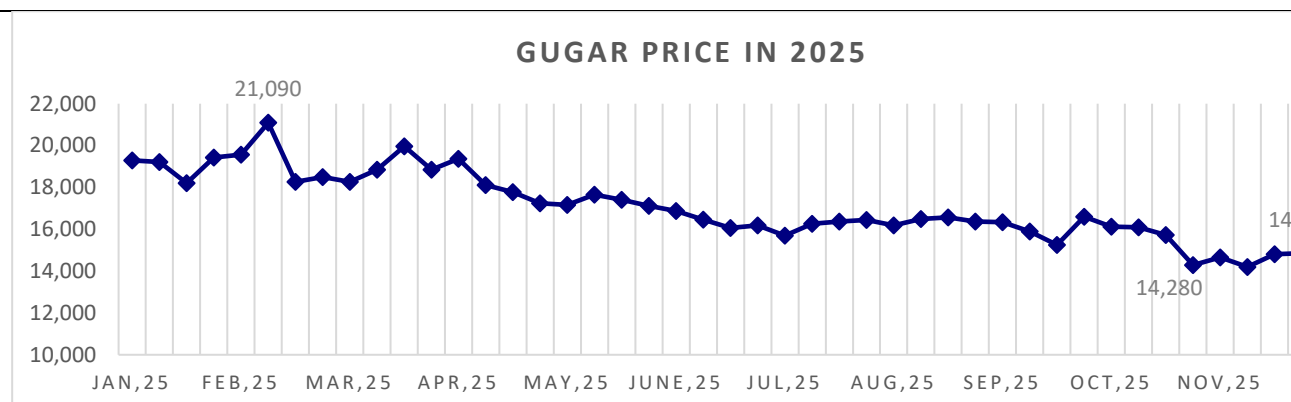
## 附录

制糖板块——表现偏弱：面临走私糖竞争压力及库存创历史新高

| 代码  | 交易所   | 2025 年前九个月<br>收入 | 同比增长 | 2025 年前九个月税<br>前利润 | 同比增长 |
|-----|-------|------------------|------|--------------------|------|
| SBT | HOSE  | 19,548           | -13% | 611                | -12% |
| QNS | UPCoM | 7,944            | -2%  | 1,499              | -22% |
| LSS | HOSE  | 1,644            | -22% | 119                | 13%  |
| SLS | HNX   | 960              | -1%  | 274                | -36% |
| KTS | HNX   | 225              | -14% | 18                 | -51% |

源: FiinproX, GTJASVN RS

受巴西和印度供应恢复、越南国内库存创历史新高，以及来自泰国、柬埔寨和老挝的走私食糖与液态甜味剂 HFCS 大量涌入市场、加剧竞争等多重因素影响，全球及越南国内食糖价格均出现大幅下跌。



源: Trading Economics, GTJASVN RS Team

全球食糖市场供过于求，前景偏弱：全球食糖市场整体表现低迷，主要原因在于供给显著超过需求。根据美国农业部（USDA）的数据，2024/25 榨季全球食糖产量预计将达到创纪录的 1.86 亿吨，较上一榨季增加 250 万吨。本轮增产主要由印度、中国、泰国和墨西哥推动，足以抵消巴西产量下滑的影响。与此同时，在健康消费趋势转变以及多国政府对进口食糖征收相关税费政策的影响下，全球食糖需求呈现下降态势。

## 越南国内食糖市场因走私与库存高企而“承压震荡”

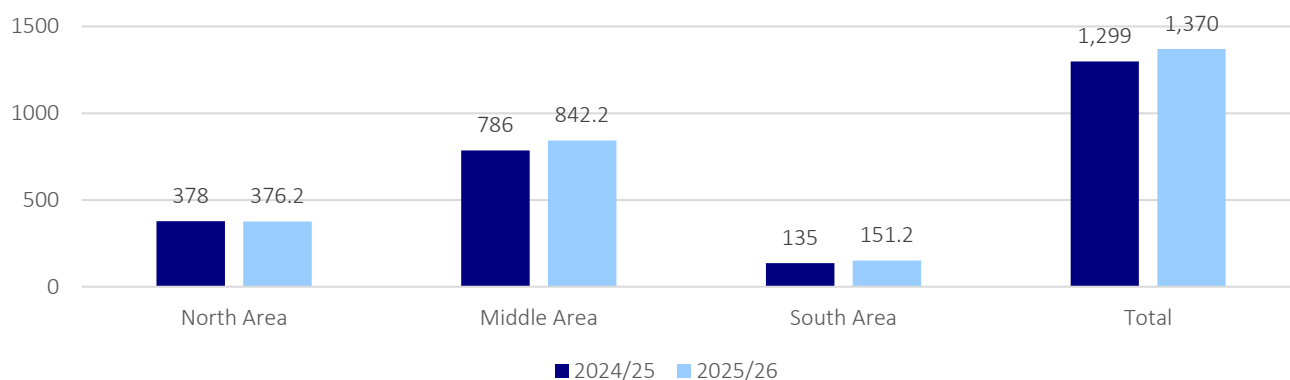
据越南糖业协会（VSSA）2025 年 5 月报告，国内食糖市场需求大幅下滑。其中一个重要原因是消费逐步转向高果糖玉米糖浆（HFCS）等液态甜味剂。与此同时，越南国内食糖供应极为充裕，既包括 2024/25 榨季的新产糖，也包含 2023/24 榨季尚未售出的库存。

尽管相关职能部门加大打击力度，食糖走私问题在全国范围内仍然复杂严峻，导致 VSSA 成员企业的库存水平创下新高，库存量超过 2024/25 榨季产量的 70%。

从价格角度看，越南国内糖价目前处于区域最低水平。VSSA 数据显示，菲律宾马尼拉的平均糖价为 32476 越盾/公斤，印度尼西亚为 29625 越盾/公斤，中国为 20945 越盾/公斤，而越南仅为 18898 越盾/公斤。

随着政府于 2025 年 5 月陆续发布第 65/CĐ-TTg 号和第 72/CĐ-TTg 号电函以及第 13/CT-TTg 号指示，加强对假冒、走私商品的全面整治，糖业在 2026 年有望逐步回暖。但在短期内，行业仍需时间消化高企库存，企业或被迫通过大幅降价来加快销售。

2024/25作物年度糖产量结果及2025/26作物年度计划



源: AgroMornitor, GTJASVN RS Team



### 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%<br>或公司/行业前景乐观   |
| 收集 | 预期收益率 5% 至 15%<br>或公司/行业前景乐观   |
| 持有 | 预期收益率 -5% 至 5%<br>或公司/行业前景中等   |
| 减持 | 预期收益率-15% 至 -5%<br>或公司/行业前景不乐观 |
| 卖出 | 预期收益率小于 -15%<br>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%<br>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%<br>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%<br>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国家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

武琮如

Research Analyst

[nhuvq@gtjas.com.vn](mailto:nhuvq@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:702

吴妙玲

Research Analyst

[linhnd@gtjas.com.vn](mailto:linhnd@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:705

郑庆玲

Research Analyst

[linhtk@gtjas.com.vn](mailto:linhtk@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:707

阮岐明

Chief Economist

[minhmk@gtjas.com.vn](mailto:minhmk@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:706

陈氏红绒

Deputy Director

[nhungtth@gtjas.com.vn](mailto: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](mailto:trangth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist  
and translator

[huongntl@gtjas.com.vn](mailto:huongntl@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:113

阮秋庄

Customer Service Specialist  
and translator

[trangnt@gtjas.com.vn](mailto:trangnt@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:114

### 联系方式

咨询电话:

(024) 35.730.073

挂单电话:

(024) 35.779.999

Email: [info@gtjas.com.vn](mailto:info@gtjas.com.vn)

Website: [www.gtjai.com.vn](http://www.gtjai.com.vn)

### 河内总部

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

### 胡志明分公司

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

