

2026 年上半年越南消费行业更新

在全球经济受中东紧张局势影响的背景下，越南经济在 2026 年上半年仍保持强劲增长，GDP 同比增长 8.18%。其中，消费领域对整体经济增长贡献积极。具体而言，2026 年上半年国内消费需求持续改善，社会消费品零售总额及消费服务收入同比增长 12.9%，其中商品零售额同比增长 12.5%。不过，消费力的复苏仍不均衡，主要集中于必需品及价格较为亲民的产品。

现代零售渠道持续从传统渠道中抢占市场份额，尤其是在 FMCG 及食品领域，主要受益于价格、产品组合及服务质量等优势。WCM 和 BHX 继续保持较快的门店扩张速度，同时单店收入持续改善，为 2026 年下半年的增长前景提供支撑。

必需消费品行业呈现明显分化。乳制品行业在低基数基础上持续复苏，主要受产量改善及消费者向营养型产品转变的趋势推动；而畜牧业则受到原材料价格上涨及生猪价格下跌的双重压力，利润率及盈利前景趋于弱势。啤酒行业正逐步适应酒精浓度管控政策及消费需求疲软的压力。随着麦芽价格压力有所缓解以及世界杯赛带动，行业出现温和复苏，但整体改善幅度仍尚未显著。

药品零售仍处于扩张周期，其中龙州继续发挥领先作用，安康和 Pharmacity 也开始加快门店扩张。不过，随着市场竞争加剧，促销及运营费用可能进一步上升，从而对利润率造成压力。

非必需消费品整体已趋于饱和，增长动力不足，尤其是 ICT 及家电零售持续面临电子商务渠道竞争的压力。行业龙头企业凭借市场份额、交叉销售能力以及对供应商较强的议价能力，短期内仍有望实现温和增长。珠宝零售则面临较大挑战，消费者信心明显下降，同时原材料价格波动进一步增加经营压力。

总体而言，2026 年下半年有望成为消费行业复苏更加明显的阶段，但各细分领域之间的增长仍将呈现明显分化。我们更看好具备规模扩张、市场份额提升及运营效率改善能力的企业；与此同时，主要风险来自投入成本上升、促销竞争加剧以及消费需求复苏不均衡。

观察名单

股票	板块	投资展望	目标价(越南盾/股)
MWG	ICT 与消费品零售	中立	80500
FRT	ICT 与医药零售	看好	150100
DMX	ICT 零售	中立	88300
PNJ	珠宝首饰	持续观察	-
MSN	消费品	看好	73000
VNM	乳制品	看好	68000
SAB	啤酒	中立	-

国泰海通（越南）研究部
research@ght.com.vn

2026 年 8 月 21 日

相关报告

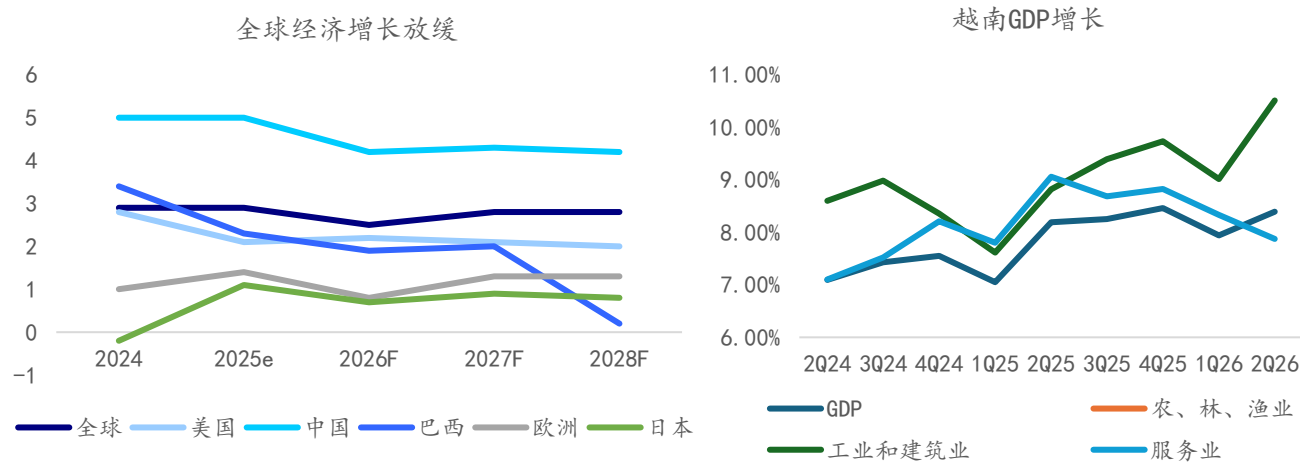
[国泰君安证券\(越南\) 2026 年越南消费品行业投资展望报告](#)

目录

第一部分： 宏观背景更新	3
第二部分: 2026 年上半年消费行业表现及 2026 年下半年展望	6
2.1. 零售行业	6
2.1.1. ICT 零售	8
2.1.2. 药品零售	10
2.1.3. 珠宝零售	12
2.2. 饮料及食品行业	13
2.2.1. 啤酒	13
2.2.2. 乳制品	14
2.2.3. FMCG – 消费品	16

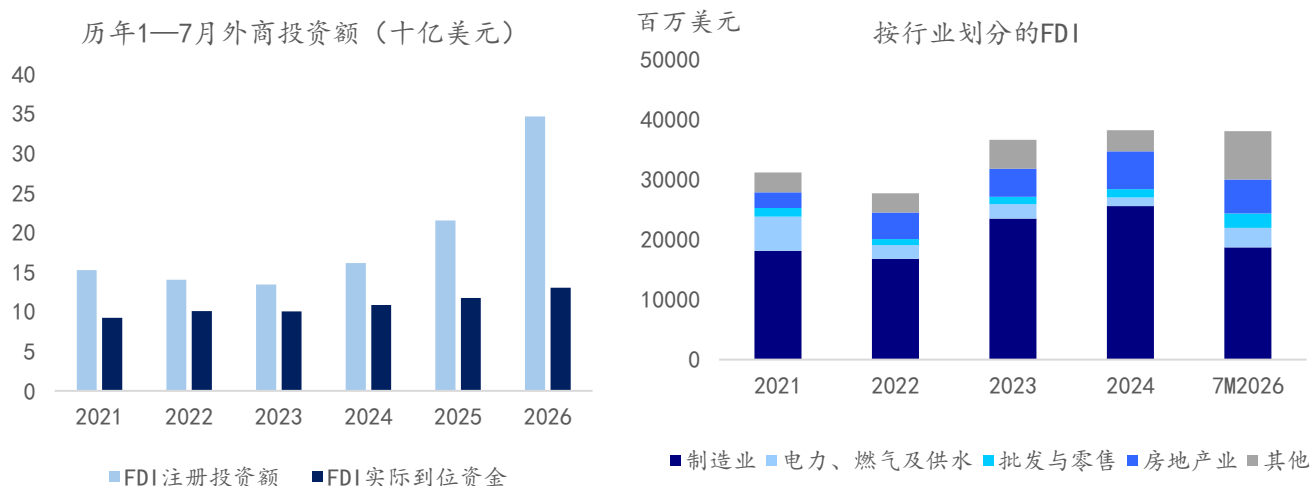
第一部分：宏观背景更新

2026 年上半年，全球经济持续处于高度不确定的环境中，经济增长受到贸易保护主义抬头、地缘政治紧张局势以及全球供应链重构等因素的压力。全球通胀再次走高，金融市场环境趋于收紧，全球经济增长呈现放缓趋势。自 2026 年 7 月 24 日起，**美国正式对来自 60 个贸易伙伴的进口商品加征 10%–12.5% 的关税**，取代此前的临时关税机制，进一步强化贸易保护主义趋势，并加剧全球经济碎片化风险。在此背景下，全球经济增长前景较年初预期有所走弱。**世界银行将 2026 年全球 GDP 增长预测下调至 2.5%，低于 2025 年的 2.9%。**根据 Tax Foundation 数据，**美国 2026 年的有效关税税率预计达到 6.6%，显著高于 2024 年的 2.4%，为 1969 年以来最高水平。**受影响较大的商品主要包括电子产品、机械设备、纺织品、鞋类、木制品及消费品，这些行业对全球供应链依赖程度较高。



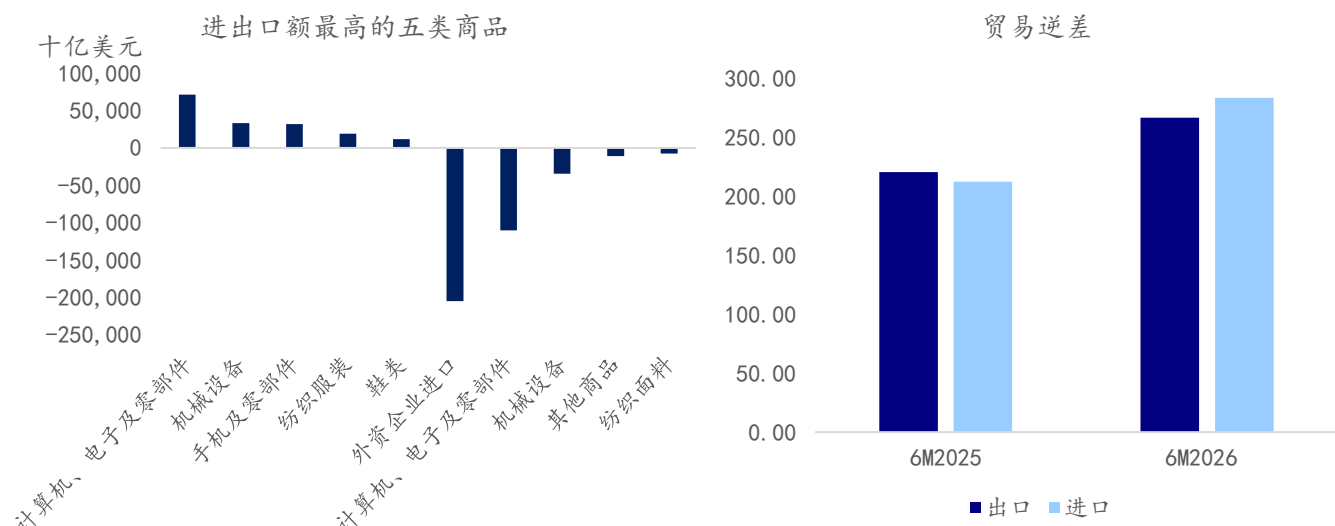
数据来源：Worldbank, FinproX, GTHTS RS

尽管全球经济环境存在较大不确定性，越南经济在 2026 年上半年仍保持积极增长态势。2026 年上半年 GDP 同比增长 8.18%，高于去年同期的 7.63%，主要受工业与建筑业以及服务业复苏推动。劳动力市场继续保持稳定，劳动年龄人口失业率为 2.22%，同时劳动者平均收入持续改善，为国内消费提供了良好的基础。



数据来源：财政部, GSO, FinXpro, GTHTS RS

FDI 资金流入继续成为越南经济的一大亮点。截至 2026 年 7 月底，越南累计注册外商直接投资（FDI）约为 380.6 亿美元，同比增长 58%；实际到位 FDI 约为 152 亿美元，同比增长 11.8%。资金主要流向加工制造业、房地产及高科技领域，反映出外国投资者对越南长期经济增长前景仍保持信心。



数据来源: GSO, FinxxPro, GTHT RS Team

2026 年上半年，越南对外贸易活动继续保持积极增长，尽管全球经济环境仍存在较大波动。商品进出口总额达到 5497 亿美元，同比增长 27.1%，其中出口额为 2665 亿美元，同比增长 21.0%，进口额为 2832 亿美元，同比增长 33.4%。由于进口增速明显高于出口，贸易余额由 2025 年上半年的 79.5 亿美元顺差转为 2026 年上半年的 166.5 亿美元逆差，反映出生产活动强劲复苏的同时，成本压力亦有所上升。

贸易逆差扩大主要源于机械设备、零部件及生产原材料进口需求增加。与此同时，部分企业主动增加原材料及中间品进口，以提前备货、满足订单需求并应对美国关税政策变化。传统出口行业如鞋类及木制品则面临订单方面的挑战。

预计美国调整后的关税政策将在 2026 年下半年进一步推高全球商品价格水平。受影响较大的商品主要包括电子产品、机械设备、纺织品、鞋类、木制品及消费品，这些行业对全球供应链及美国市场的依赖程度较高。

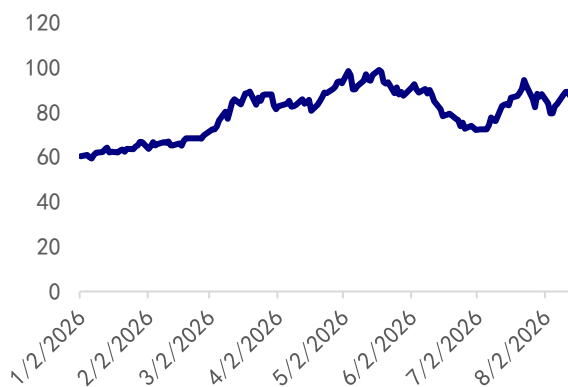
关于最新 301 条款关税政策的详细更新，请参阅: [301 条款最新关税更新](#)

旅游业继续成为推动 2026 年上半年消费增长的重要动力之一。越南共接待 1230 万国际游客，同比增长 14.9%，已完成全年 2500 万人目标的近 50%，创历史同期新高。此外，国内游客人数预计约达到 8000 万人次，继续保持较高水平，并进一步带动零售、住宿、餐饮及娱乐等行业收入增长。

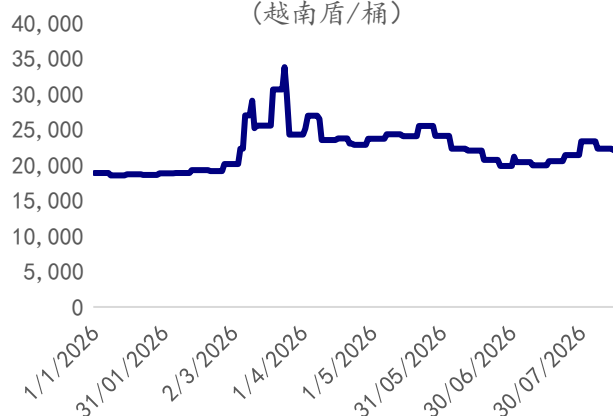
随着国际航线持续扩张及航班频次增加，越南与主要客源市场之间的交通连接进一步改善。2026 年上半年，82.6% 的国际游客通过航空运输方式入境越南。

2026 年 7 月 CPI 环比下降 0.12%，较 2025 年 12 月上涨 3.08%，同比上涨 4.45%。2026 年前 7 个月，CPI 同比上涨 4.39%，核心通胀同比上涨 4.19%。

国际布伦特原油价格（美元/桶）



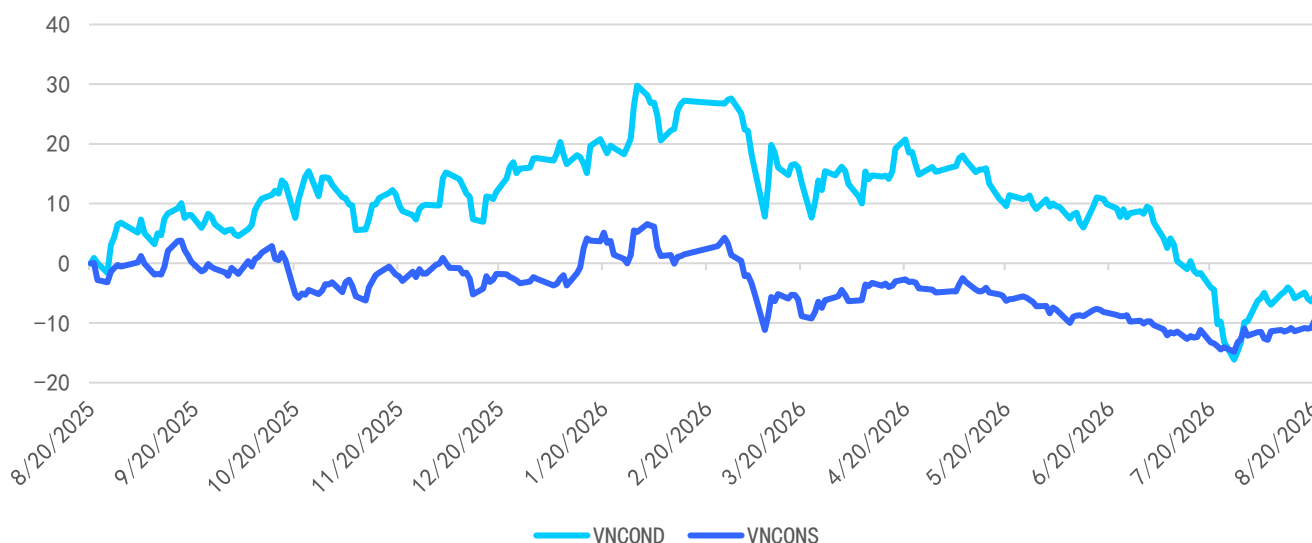
国内汽油价格与国际原油价格走势一致
(越南盾/桶)



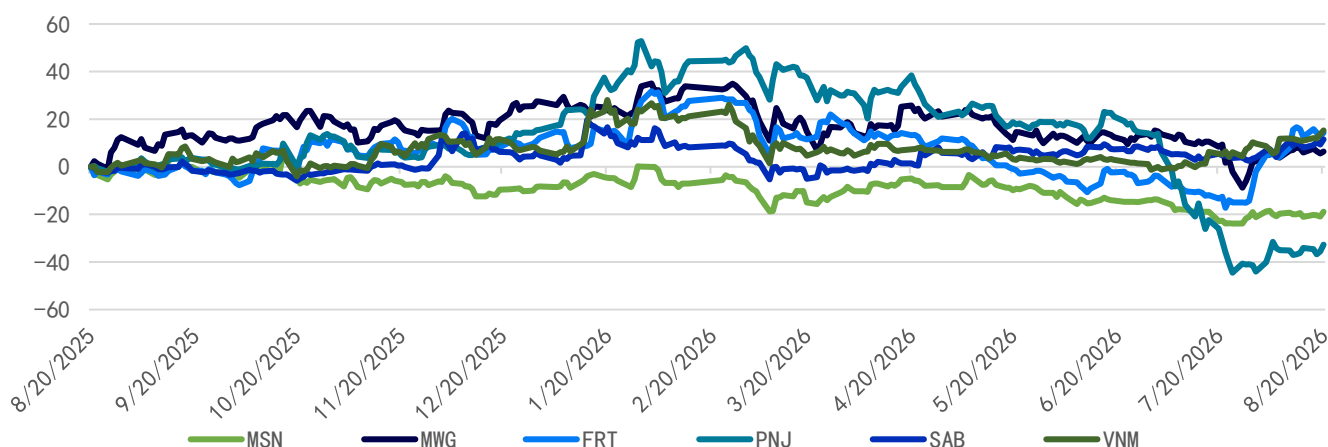
数据来源: Bloomberg, FinxxPro, GTHT RS Team

能源价格仍是影响 2026 年上半年整体价格水平的重要因素。布伦特原油价格主要维持在 75–85 美元/桶区间，期间受中东地缘政治紧张局势影响一度大幅上涨，推高运输及生产成本。越南国内汽油价格跟随国际油价波动，对物流成本及多类消费品的终端售价形成一定压力。

第二部分: 2026 年上半年消费行业表现及 2026 年下半年展望



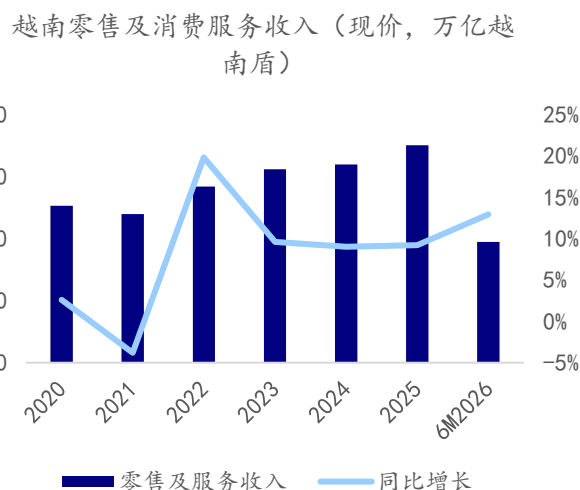
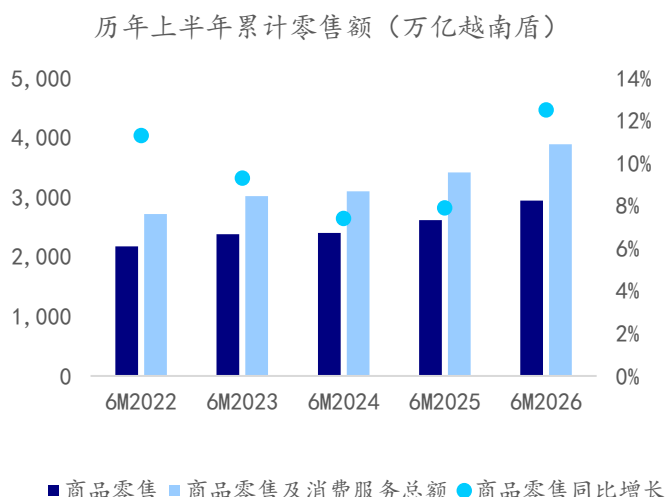
消费行业个股价格走势



数据来源: Bloomberg, FinxxPro, GTHT RS Team

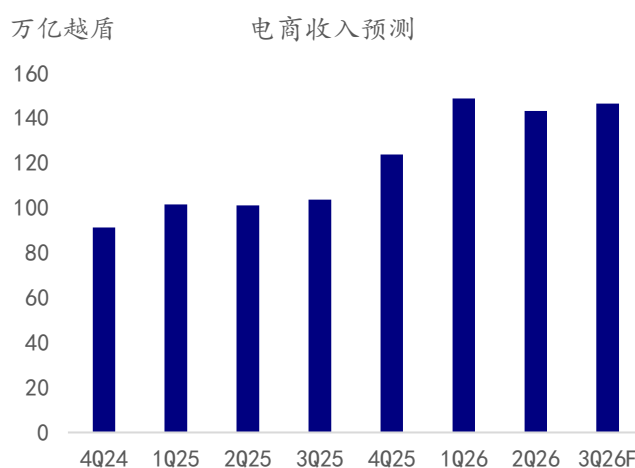
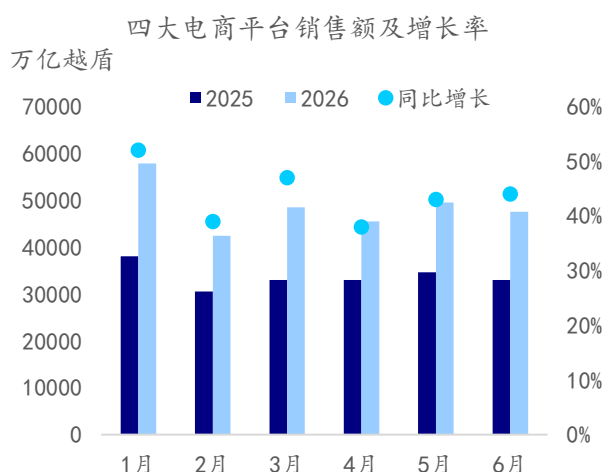
2.1. 零售行业

零售行业在 2026 年上半年持续复苏，但实际消费需求尚未真正实现突破，不同品类之间的分化日益明显。2026 年上半年，按现价计算的社会消费品零售总额及消费服务收入达到 3889.5 万亿越南盾，同比增长 12.9%。剔除通胀因素后，社会消费品零售总额及消费服务收入实际同比增长约 7.3%，与 2025 年上半年的 7.4% 基本持平，表明尽管受到通胀压力影响，消费仍保持相对稳定的增长态势。2026 年上半年，居民消费价格指数（CPI）和核心通胀率分别上涨 4.38% 和 4.12%，主要受住房、供电供水、燃料及建筑材料价格，以及燃油和餐饮成本上涨推动。当前零售额的名义增长同时反映了 **消费需求复苏及终端售价上涨**，而实际购买力仍受到通胀及生活成本上升的压制。尤其是地缘政治紧张局势以及能源、原材料价格上涨，使消费者更加谨慎，更倾向于购买必需品及价格较为合理的产品。



数据来源: GSO, FinxxPro, GTHT RS Team

在电子商务方面，2026 年上半年越南电商市场在 Shopee、Lazada、Tiki 和 TikTok Shop 四大平台上的收入规模达到 291.6 万亿越南盾，同比增长 44.11%。商品销量达到 21.867 亿件，同比增长 13.67%。市场已经走过依靠低价商品进行粗放式扩张的阶段，开始进入更加注重单笔订单价值提升的深度增长周期。随着零售渠道现代化程度不断提高，线上渠道对企业年度收入的贡献也日益增加。



数据来源: Metric, GTHT RS Team

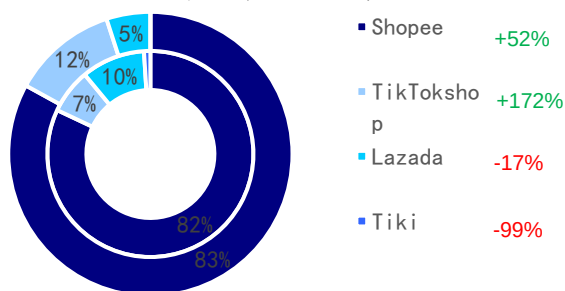
食品杂货类在 2026 年上半年实现爆发式增长，收入规模达到 19.55 万亿越南盾，同比增长 151.08%，销量达到 1.883 亿件，同比增长 98.91%。这一原本高度依赖传统零售渠道（General Trade）的品类快速向线上渠道转移，充分体现了**越南消费者线上购物习惯正在快速增强**。目前该品类销售额排名靠前的品牌包括 Vinamilk、Ensure、TH True Milk、中原和 Milo。

汽车及摩托车品类在电商平台上同样展现出较大潜力，收入规模达到 7.34 万亿越南盾，同比增长 56.34%，销量达到 6,133 万件，同比增长 24.05%。技术属性较强的品类在线上渠道实现快速增长，表明消费者已逐步将电商平台视为正式的销售渠道，而不再仅仅用于购买小型配件及低价值商品。目前该品类主要由 Honda、VinFast、Royal、Non Son 等大型品牌主导。

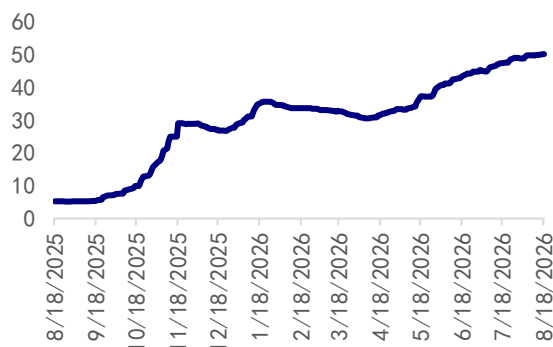
2.1.1. ICT 零售

2026 年上半年，越南 ICT 市场在经历需求调整后明显复苏，增长主要集中于进入新一轮升级周期的笔记本电脑、平板电脑及办公设备，而智能手机由于市场渗透率已经较高，复苏相对缓慢。设备更新周期、AI 发展趋势以及企业数字化需求推动市场需求改善，为整个行业的销售增长奠定基础。电商数据同样显示需求明显回暖：2026 年前 5 个月，电商平台上的手机、平板电脑及电脑销售额同比增长 52%，销量同比增长 42%，表明实际消费需求正在恢复。

2026年1月1日 - 5月31日电子设备行业各电商平台
销售额市场份额同比



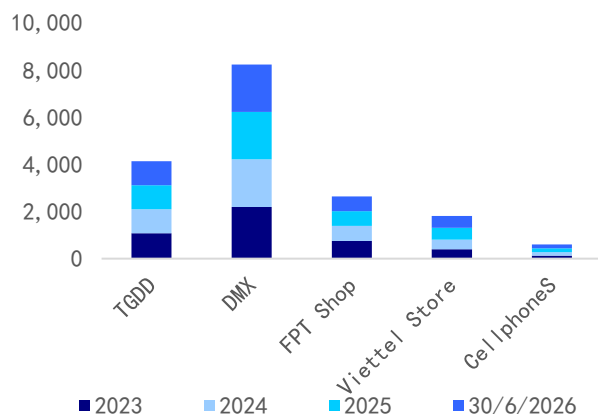
AI 需求激增推动 DRAM 价格持续上涨



数据来源: Metric, Bloomberg, GTHT RS Team

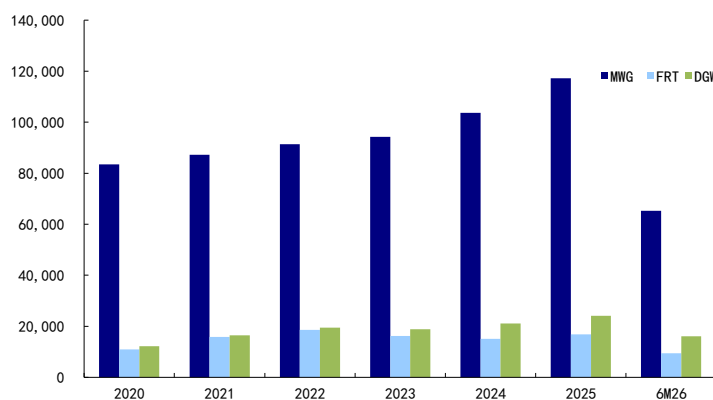
不过，各细分市场的复苏并不均衡。消费者更倾向于购买中高端产品及具备新功能的设备，而非单纯扩大购买数量。同时，尤其是内存等关键零部件成本大幅上涨，推高终端售价，并对大众市场需求造成压力。**AI 热潮正在引发全球存储芯片供应紧张，并进一步推高笔记本电脑、RAM、SSD 及智能手机价格。**电脑 RAM 价格已接近翻倍，SSD 价格上涨近 50%，导致多款笔记本电脑上调售价。部分零售系统也表示，随着存储成本上升，组装 PC 及笔记本电脑价格已根据不同细分市场上涨约 10%-30%。

ICT 零售连锁门店数量



十亿越南盾

头部企业 ICT 业务收入



数据来源: Bloomberg, MWG, DMX, FRT, GTHT RS Team

2026 年上半年，ICT 零售行业正在从“通过增加门店数量实现扩张”转向“选择性扩张并优化单店收入”。大型零售商普遍不再以门店数量扩张为首要目标，而是更加重视网络重组、关闭低效门店、升级门店模式以及提升单店收入。行业龙头逐步形成差异化战略：FPT Shop 选择收缩低效门店，以改善利润率；而蓝电器

(DMX) 则通过分期付款、延期付款、保修及维修等综合服务打造一体化零售模式，以提升客户生命周期价值。

移动世界投资股份公司– MWG (HOSE)

目标价: 80500 越南盾/股

建议: 中立

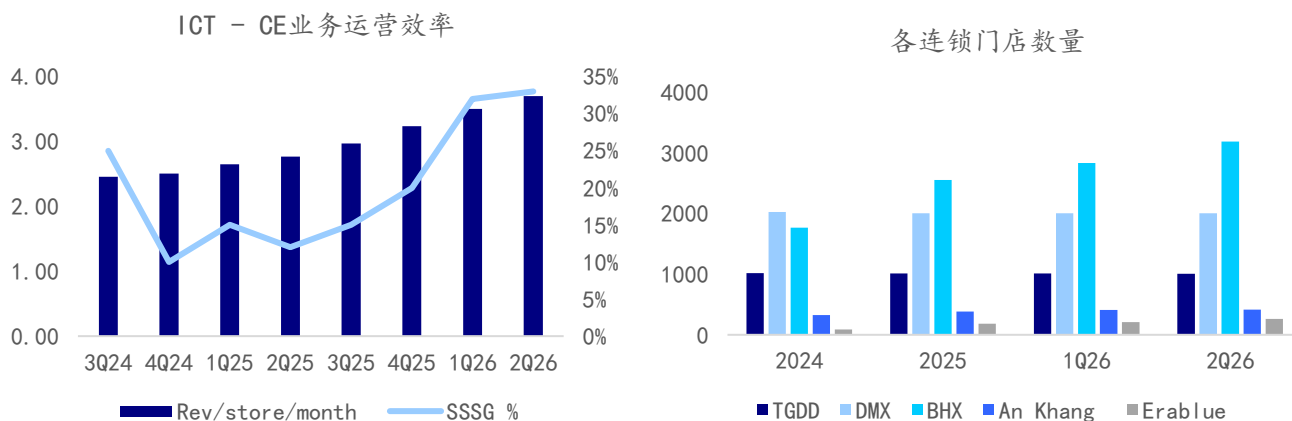
经营展望:

- **芯片/RAM 价格上涨——机遇与压力并存:** 存储芯片供应紧张推动设备 ASP 上涨，从而支撑 MWG 名义收入增长；但若零部件价格上涨速度超过消费者的承受能力，需求可能被推迟，并对利润率造成压力。目前，MWG 已主动提前备货，尚未出现明显的缺货风险。然而，从长期来看，若高价持续，MWG 将面临商品成本大幅上涨的压力，从而压缩利润率。
- **从传统零售向现代零售转型:** 加强税务管理、电子发票制度以及自 2026 年起取消定额税制，将削弱小型零售商的经营优势，为 BHX 等现代零售连锁进一步获取市场份额创造条件。随着 MWG 持续推动 BHX 向各省扩张，该趋势将成为长期增长的重要支撑因素。不过，电子商务的快速发展仍将持续对企业形成压力。
- **DMX 在 IPO 后维持增长:** 经营业绩继续受到家电需求及运营效率改善的支持。IPO 后，股票获得市场较高关注度，但未来经营表现仍取决于消费需求变化以及企业能否持续维持运营效率。

关于 DMX 的更多信息，请参阅以下报告: [国泰海通证券越南 DMX 新股申购报告](#) [产品之外的价值](#) [目标价 88300](#)

经营业绩更新:

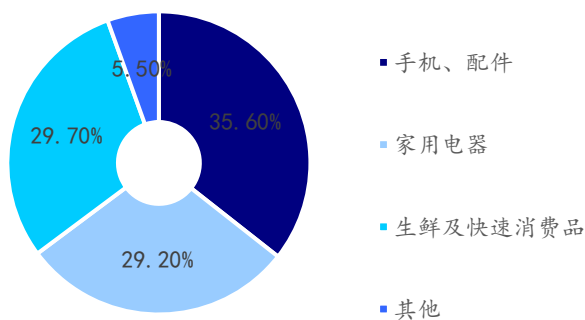
根据 2026 年上半年经营业绩更新，移动世界股份公司（MWG）实现净收入 95.305 万亿越南盾，同比增长 29%，完成全年 185 万亿越南盾收入目标的约 52%；税后净利润约为 6.017 万亿越南盾，同比增长 88%，完成全年利润目标的约 65%。增长动力继续来自 DMX 和 BHX 两大核心业务。蓝电器生态体系，包括移动世界、蓝电器、TopZone、EraBlue 及蓝电器技术服务家，实现收入 65.1 万亿越南盾，同比增长 31%，其中主要由 SSSG 增长 32% 推动，表明同店销售及现有门店运营效率明显改善。移动世界同比增长 28%，蓝电器同比增长 32%，TopZone 同比增长 36%，其中 TopZone 的苹果产品销售额同比增长约 50%。



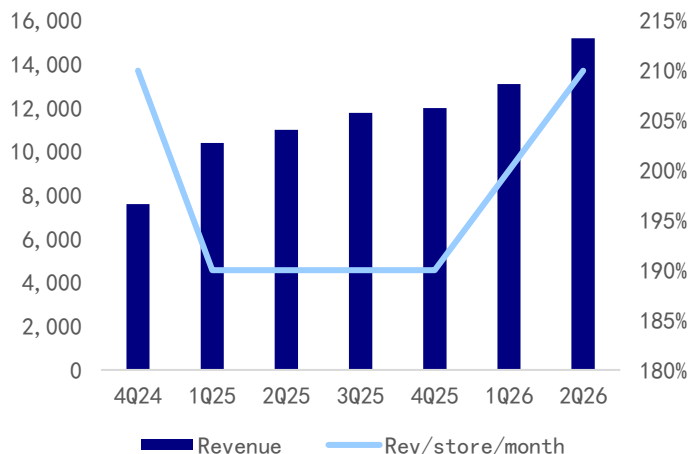
数据来源: MWG, FinxxPro, GTHT RS Team

绿杂货（BHX）继续成为重要增长引擎，2026 年上半年收入达到 28.3 万亿越南盾，同比增长 25%，其中第二季度收入同比增长超过 31%，主要受生鲜及 FMCG 双位数增长推动。值得注意的是，BHX 在 2026 年上半年新增 632 家门店，门店总数达到 3191 家；本期所有新增门店在计入物流成本后均已实现门店层面经营利润为正，表明扩张效率显著改善。BHX 税后净利润约为 9060 亿越南盾，同比增长 340%，创历史新高。

产品分类收入



BHX运营效率

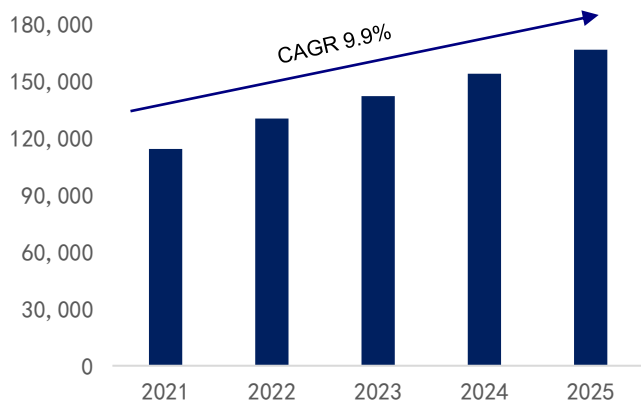


数据来源: MWG, FinxxPro, GTHT RS Team

2.1.2. 药品零售

药品零售行业继续受益于市场规范化及药品经营监管力度加强。值得关注的是，第 90/2026/ND-CP 号法令于 2026 年 3 月 30 日颁布，并于 5 月 15 日起正式生效，进一步完善医疗领域行政处罚框架，提高对方、药品调配及药品经营活动的合规要求。监管趋严将增加小型药店的经营成本，但同时也将使拥有集中管理体系及全网络供应链管理能力的连锁药房获得相对优势。在市场仍高度分散的背景下，这一点尤为重要：**2025 年越南药品市场规模约为 214 万亿越南盾，而现代零售渠道占比仅约 19%，表明传统药房向现代连锁药房转型仍拥有较大的增长空间。**

药品零售收入（十亿越南盾）



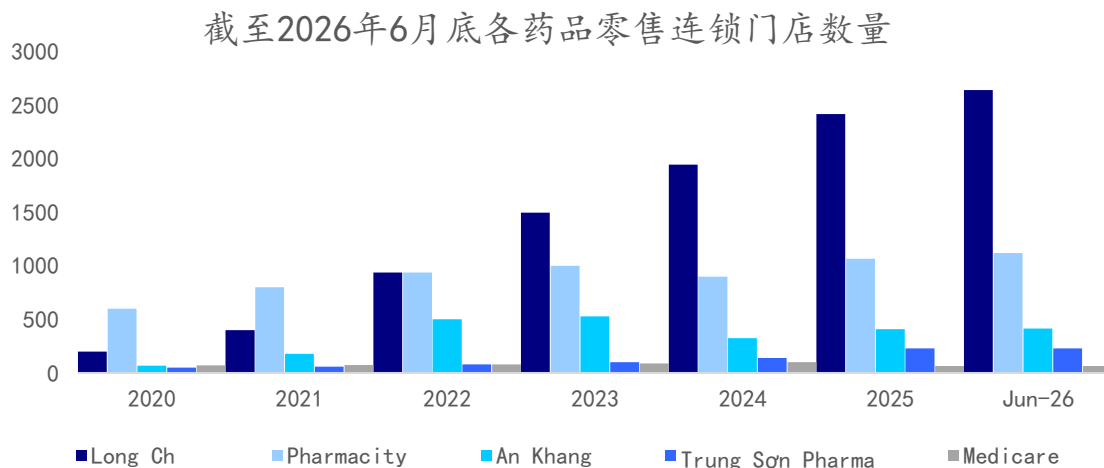
OTC及ETC收入



数据来源: IMARC, BMI/Fitch Solutions, IQVIA, GTHT RS Team

除政策因素外，健康护理需求日益成为行业的结构性增长动力。经过拆分分析，我们发现销售额增速持续高于销量增速，反映出消费结构向高价值产品转移，以及消费者健康护理需求日益多元化，同时也体现了健康

护理产品价格上涨的趋势。该趋势进一步扩大了连锁药房从传统处方药及 OTC 药品向保健食品、药妆、新一代药品及健康护理服务拓展的空间。事实上，龙州已在 2026 年上半年将新一代及罕见药品品类扩大至 12 类，同时在药房网络之外进一步发展疫苗接种中心。



数据来源: MWG, FRT, Pharmacity, Trung Sơn Pharma, Enuromonitor, GTHT RS Team

值得注意的是，现代连锁药房的扩张正在明显从河内和胡志明市向两大城市以外的省份转移。根据 Q&Me 数据，2026 年现代连锁药房门店总数达到 4088 家，同比增长约 15%，新增门店的扩张动力正越来越多来自各省，而非仅集中于两大城市。龙州是这一趋势的典型代表：门店数量从 2025 年底的 2417 家增加至 2026 年上半年的 2639 家，仅 6 个月新增 222 家；同时疫苗接种中心数量增至 236 家。更重要的是，门店快速扩张的同时运营效率也持续改善：龙州 2026 年上半年收入达到 21.448 万亿越南盾，同比增长 33%，单店月均收入约 13 亿越南盾，高于 2025 年全年平均水平。这表明，现代连锁药房未来的增长空间已不再仅来自一二线城市的门店覆盖率提升，而是进一步向省级市场及零售渠道现代化程度较低的地区渗透。

FPT 数字零售股份公司 - FRT (HOSE)

目标价: 150100

建议: 客观

经营展望:

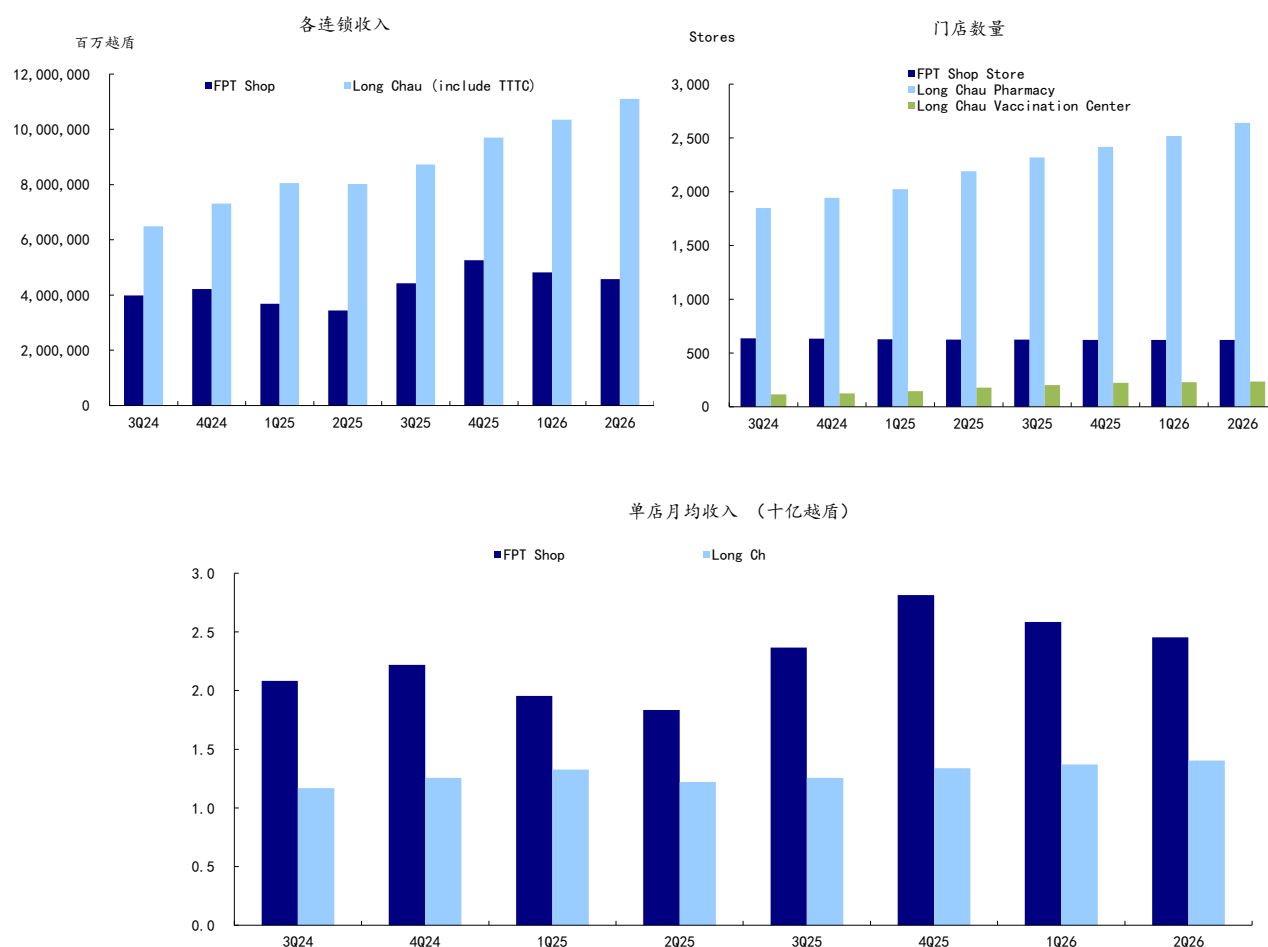
- **龙州继续成为主要增长动力**，受益于门店网络扩张及 SSSG 保持正增长。公司计划 2026 年新增约 450 家药房，同时通过提升运营效率进一步改善单店收入。
- FPT Shop 维持复苏态势，受益于 ICT 消费需求改善、设备更新周期以及年底销售旺季。通过优化门店网络及控制成本，公司将进一步提升单店收入和利润率，而非单纯依赖门店数量扩张。
- 综合利润率有望继续改善。随着龙州达到足够规模并形成运营杠杆，同时 FPT Shop 逐步实现更加稳定的利润贡献，预计 2H26 净利润增速将快于收入增速。
- 药品及医疗服务品类扩张进一步打开龙州的增长空间。将新一代药品、罕见药品及健康护理服务纳入体系，有助于提升客单价及客户黏性，从而巩固连锁药房的市场地位。我们看好疫苗接种业务的增长潜力，行业仍拥有较大空间，但仍需进一步观察公司的业务策略，以进一步验证该投资逻辑。

风险： 龙州较快的门店扩张速度可能在短期内增加成本及现金流压力；与此同时，FPT Shop 仍面临 RAM/SSD 价格上涨风险，设备价格上涨可能导致消费者推迟设备升级。

经营业绩更新:

根据 2026 年上半年经营业绩，FRT 实现收入 30.743 万亿越南盾，同比增长 33%；税前利润（LNTT）约为 1.038 万亿越南盾，分别完成全年收入及利润目标的 52%和 67%。主要增长动力仍来自龙州，其收入达到 21.448 万亿越南盾，同比增长 33%，约占合并收入的 70%；单店月均收入达到约 13 亿越南盾，较 2025 年进一步改善。

FPT Shop 同样明显复苏，2026 年上半年收入实现两位数增长，受益于 ICT 消费需求改善及单店运营效率提升。2026 年第一季度收入达到 4.815 万亿越南盾，同比增长 31%，单店月均收入约 26 亿越南盾，表明门店网络重组已开始取得成效。



数据来源: FRT, Bloomberg, GTHT RS Team

2.1.3. 珠宝零售

随着黄金价格持续处于高位，珠宝消费需求面临明显压力。根据 World Gold Council 数据，2026 年上半年越南黄金首饰需求同比下降 28%至 1.8 吨，为东南亚地区降幅最大；其中，2026 年第二季度金条及金币需求同比下降 31%至 6.5 吨。

不过，大型品牌的珠宝零售收入仍保持增长，主要得益于售价上涨以及消费者向高附加值产品转移。行业数据显示，2026 年第一季度珠宝零售收入同比增长 21.7%，2026 年上半年累计仍同比增长 13.6%，主要受益于产品组合多元化及更强的客户触达能力。

除黄金价格外，消费者信心也成为更加重要的影响因素。2026 年上半年，监管部门处理了近 20000 起涉及走私、商业欺诈及假冒商品的案件。与假冒商品、走私商品及钻石来源相关的事件进一步促使消费者更加重视品牌、发票及产品可追溯性，从而为大型现代珠宝零售连锁创造相对优势。

关于 PNJ 的更多信息，请参阅以下报告：[国泰海通证券越南 PNJ 企业报告_2026 年第二季度业绩更新及重点事件 2026 年 7 月 31 日](#)

2.2. 饮料及食品行业

2.2.1. 啤酒

越南啤酒行业在 2026 年上半年出现复苏迹象，此前行业曾受到酒精浓度管控政策及消费疲软的持续压制。随着餐饮、旅游及服务消费逐步恢复，加之世界杯带来的消费刺激，啤酒消费需求逐渐改善，大型企业经营业绩也有所好转。不过，复苏力度仍然有限，酒精管控政策持续影响啤酒消费行为，同时通胀上升也使消费者在消费方面更加谨慎。

原材料成本及税收政策仍是行业面临的两大压力因素。麦芽及部分生产原材料价格整体较为有利，但包装成本，尤其是铝材价格仍存在波动风险。值得注意的是，自 2026 年起，啤酒特别消费税仍维持在 65%，并将自 2027 年起每年提高 5 个百分点，最终于 2031 年达到 90%。

西贡啤酒—酒精—饮料股份总公司-SAB (HOSE)

目标价: N/A
建议: 中立

经营展望:

我们预计 2H2026 SAB 经营业绩将继续改善，但整体保持谨慎，主要受以下两大因素推动：

- 销量恢复：随着消费者及分销体系逐步适应酒精管控规定，啤酒需求有望改善；同时，2025 年下半年较低的基数也将为同比增长提供支撑。但由于消费者行为已经发生变化，行业较难迎来强劲增长周期。
- 利润率继续获得支撑：SAB 凭借规模优势以及提前 6-9 个月采购原材料的策略，能够降低原材料价格波动的影响。此外，加大高端产品推广力度有望改善 ASP 及产品结构，从而降低对销量增长的依赖。

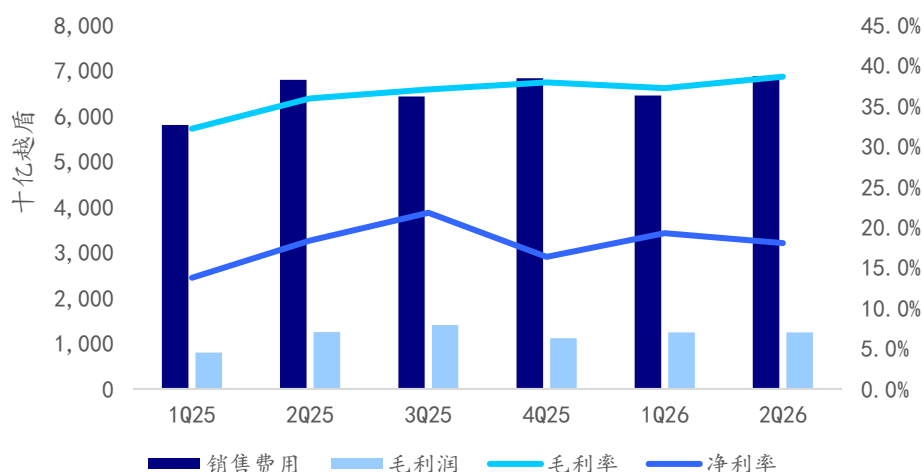
主要风险仍来自税收政策及酒精饮料监管政策。不过，需要注意的是，2026 年啤酒特别消费税仍维持在 65%，上调计划从 2027 年开始，而并非此前部分草案所预计的 2026 年立即上调。此外，行业竞争日趋激烈，各品牌增加营销支出以维持市场份额，可能导致 SG&A 增速快于收入，并限制利润率扩张。

经营业绩更新:

2026 年上半年，SAB 实现净收入 13.345 万亿越南盾，同比增长 6%；税前利润 3.085 万亿越南盾，同比增长 21%；税后净利润 2.489 万亿越南盾，同比增长 21%。值得注意的是，利润增速快于收入，主要受益于良好的成本控制；其中第一季度明显受益于较低的成本基数，而第二季度利润增速有所放缓，主要由于销售及管理费用增加。

公司在夏季加大广告营销活动，并赞助国家队以及东南亚锦标赛（Asean Championship）和 FIFA 世界杯相关活动，导致相关费用增加。不过，预计该部分费用将在第三季度和第四季度恢复至正常水平。因此，第二季度净利润率同比下降 40bps，归属于母公司股东的净利润同比下降 3.3% 至 1.167 万亿越南盾。

SAB 经营业绩



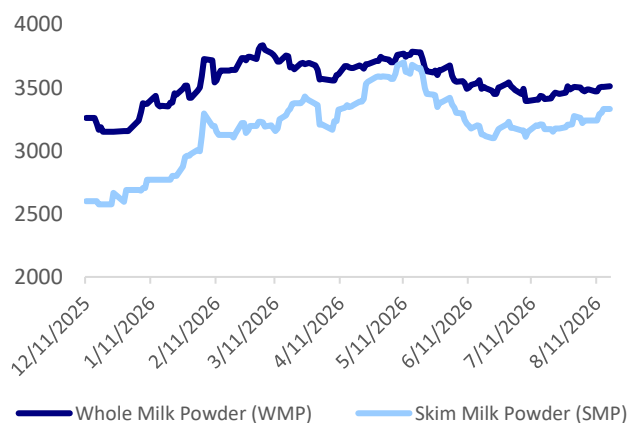
数据来源: SAB, FinxxPro, GTHT RS Team

2.2.2. 乳制品

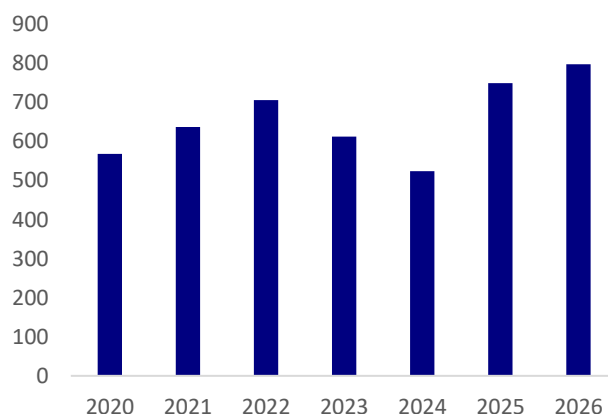
越南乳制品市场仍面临消费饱和及需求尚未完全恢复的问题。在生活成本上涨的背景下，消费者更加倾向于优先购买必需品，同时对价格更加敏感。越南乳制品市场仍较大程度依赖进口供应。2026 年上半年，乳制品进口额同比增长 9.6% 至 7.97 亿美元。（越南工贸部）

在这一背景下，产品高端化及产品创新成为更加重要的增长动力。大型企业正逐渐将增长重点从销量提升转向高附加值产品，例如高蛋白牛奶、专业营养产品、植物奶以及面向成人的营养产品。VNM 继续推进品牌重新定位并扩大新品类，而 MCM 则加大 Moc Chau Creamery (MCC) 系列产品的推广，以提升品牌认知度及 ASP。

国际奶粉价格 (美元/吨)



乳及乳制品进口额 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, Bộ Công Thương

在成本方面，2026 年上半年国际奶粉价格走势整体有利于 VNM。由于 2025 年末 GDT 指数在最后一轮上涨 6.3%，2026 年 1 月继续上涨 1.5%，国际奶粉价格在年初有所上升；但随着欧美奶源供应改善，价格随后逐步回落。6 月，整体乳制品价格环比下降 1.5%，其中脱脂奶粉（SMP）结束连续 5 个月上涨的趋势。这有助于 VNM 维持成本优势，尤其考虑到公司较大比例使用进口奶粉。

相比之下，MCM 主要使用鲜奶原料，因此其成本更加依赖饲料价格。2026 年上半年，越南国内玉米价格维持在约 7200–7500 越南盾/kg，豆粕价格约为 11000 越南盾/kg，因此尚未对 MCM 饲料成本形成明显压力。

Vinamilk- VNM (HOSE)

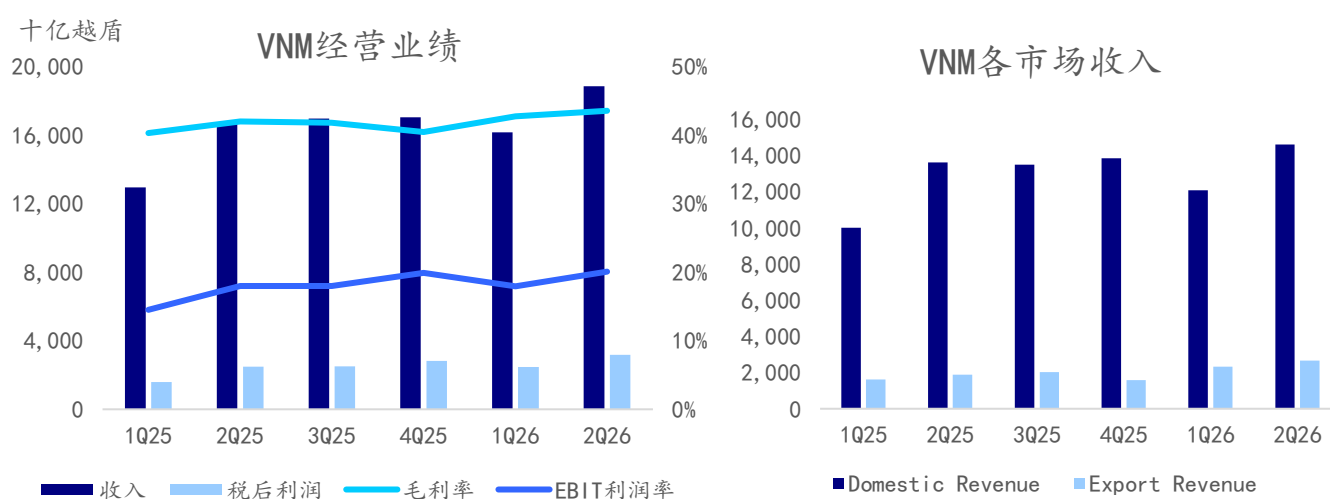
目标价: 68000

建议: 客观

经营展望:

- **VNM 受益于消费高端化，稳定的原材料成本支持利润率：**我们预计 2H2026 VNM 将继续受益于消费高端化及产品创新。高端产品收入占比已超过两位数，其中 Green Farm 实现三位数增长，Optimum A2 Pro+在上市 6 个月后已快速贡献收入。Moc Chau Creamery 向南部地区扩大分销，也将进一步打开增长空间。
- 从宏观角度来看，国内消费需求改善及通胀得到控制将支持乳制品消费，而中东局势缓和可能推动出口业务恢复，但仍需进一步观察。
- 在成本方面，公司原材料采购价格已锁定至 11 月，整体仍处于可控范围内，因此预计毛利率将保持相对稳定；利润增长将更多依赖产品结构改善，而非提高售价。
- 不过，消费需求尚未完全恢复，行业竞争仍然激烈，同时 VNM 尚无 2026 年提价计划，因此收入增长难以实现大幅突破。我们预计 VNM 2H2026 的主要增长动力将来自产品高端化、新产品及出口业务，同时通过控制原材料成本保护利润率。
- 总体而言，VNM 仍属于相对稳健的投资选择，主要受益于多年保持稳定的股息分配率以及较强的市场份额维持能力。

经营业绩更新:



数据来源: VNM, FinxxPro, GTHT RS Team

2026 年第二季度，VNM 收入同比增长 12.5% 至 18.856 万亿越南盾，税后净利润同比大幅增长 28.0% 至 3.184 万亿越南盾。2026 年上半年累计收入达到 35.034 万亿越南盾，同比增长 17.7%；税后净利润达到 5.643 万亿越南盾，同比增长 38.4%，分别完成全年预测的 49.6% 和 55.2%。

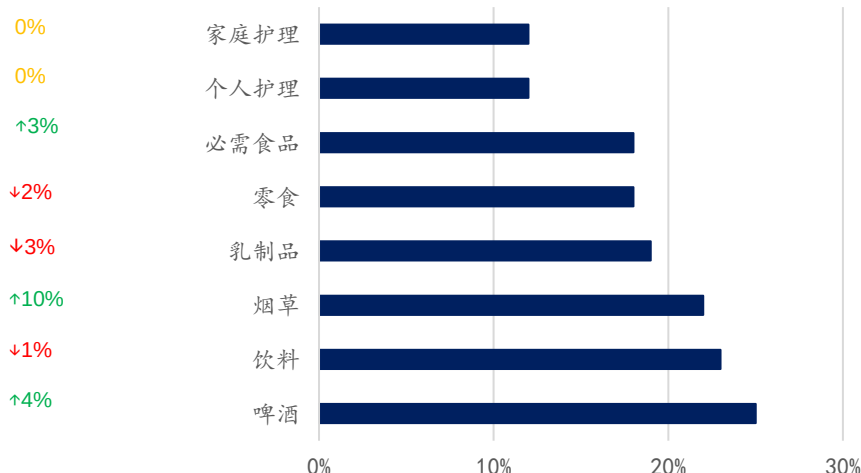
VNM 2026 年上半年的增长来自国内及出口市场双轮驱动。其中，国内收入同比增长 12.4%，主要受液态奶、酸奶及成人营养产品推动；直接出口收入同比增长 42.3%，继续成为主要增长动力。子公司，尤其是 Angkor Milk 和 Driftwood，也对合并业绩形成积极贡献。

利润方面，税后净利润增速快于收入，主要得益于高附加值产品占比提升以及原材料成本环境较为有利。因此，2026 年上半年净利润率提升至 16.1%，高于去年同期的 13.7%。

2.2.3. FMCG – 消费品

2026 年上半年 FMCG 市场有所复苏，但不同品类之间的表现并不均衡。越南 FMCG 市场进入 2026 年时，城市及农村地区的消费量均有所下降，其中乳制品、饮料及包装食品承压较为明显；相反，健康、美容及便利型产品仍保持较好的增长。这表明，目前 FMCG 收入增长已经难以单纯依赖提价。

2026 年一季度产品组合收入占比同比

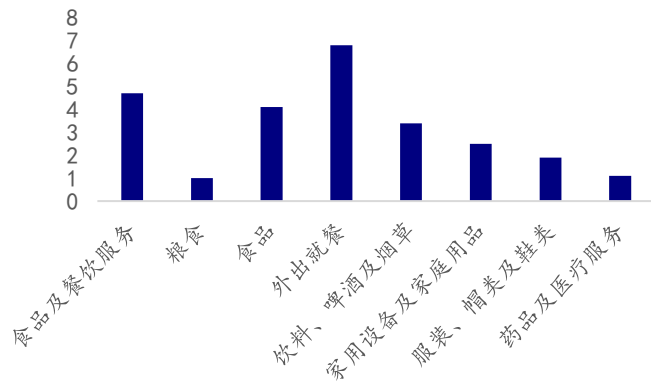


数据来源: GSO, GTHT RS Team

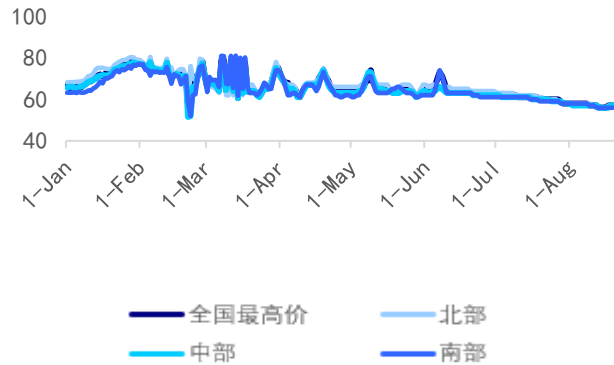
消费者信心及产品质量成为更加重要的竞争因素。食品安全及假冒商品相关事件促使消费者更加关注产品来源、品牌及成分。这一趋势有利于拥有强大品牌及完善分销体系的大型 FMCG 企业，但同时也会推高品牌建设、质量控制及渠道覆盖成本。

对于企业而言，最大的压力在于维持销量及利润率。当消费需求疲软时，企业难以将原材料成本上涨完全转嫁至终端售价，因为提价可能进一步对销量造成压力。因此，2026 年上半年的主要趋势是产品创新、拓展高附加值产品、提高渠道覆盖率及优化产品组合，而非单纯依赖提价。拥有强大品牌及广泛分销网络的企业将在市场份额争夺中占据更有利的位置。

2026年上半年各类消费品价格涨幅(%)



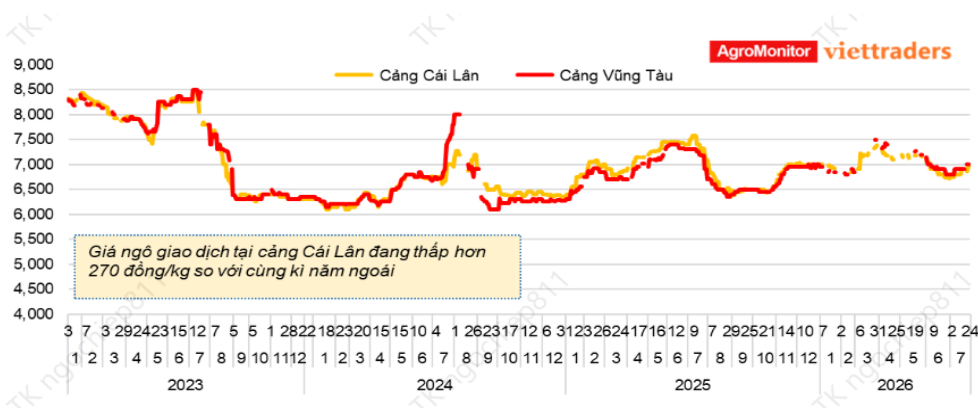
生猪价格走势(2026年初至今)



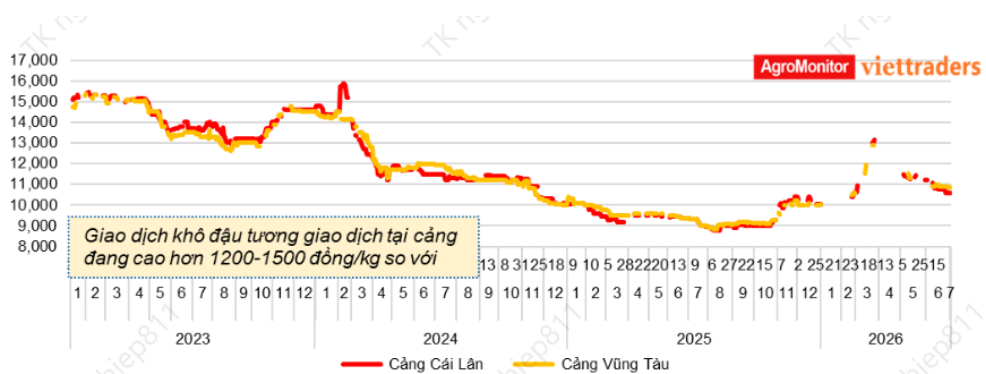
数据来源: GSO, AgroMonitor, GTHT RS Team

2026 年上半年, FMCG 价格水平仍面临压力, 其中食品及餐饮服务 CPI 同比上涨 4.79%, 明显高于饮料及烟草的 3.52%。8 月生猪价格下降有助于降低肉类加工企业的原材料成本, 支持利润率改善, 同时也有利于刺激食品消费。不过, 行业前景仍面临一定压力: 美国供应趋紧推动玉米价格再次上涨, 而豆粕供应充足, 价格仍维持在相对较低水平。

北部和南部港口进口玉米交易价格(越南盾/公斤)



北部和南部港口进口豆粕交易价格(越南盾/公斤)



数据来源: AgroMonitor, GTHT RS Team

Masan Group- MSN (HOSE)

目标价: 73000

建议: 客观

经营展望:

- 2H26 行业前景继续保持积极, 主要受益于 FMCG 消费需求复苏及各业务经营效率改善。WCM 继续快速扩张, 2026 年计划新增约 1000-1500 家门店; 同时, LFL 实现两位数增长, 新店快速达到盈亏平衡, 显示门店经营效率持续改善。
- MML 受益于生猪价格下降, 原材料成本及利润率得到改善, 但玉米及饲料价格再次上涨将对养殖业务形成压力; 提高加工肉制品占比有助于降低对原材料价格波动的依赖。
- MCH 收入及传统零售 (GT) 渠道覆盖率持续恢复。在 Retail Supreme 模式调整后, 公司收入及渠道覆盖逐步恢复, 但销售及营销费用仍将对利润率形成压力。
- MSR 短期内仍是利润增长的重要驱动力。钨及 APT 价格维持高位, 加上产量恢复, 将继续对 MSN 2H26 的 NPAT 形成较强支撑。

经营业绩更新:

MSN 2026 年上半年经营业绩表现积极, 收入约 52.1 万亿越南盾, 同比增长 38%; NPAT Pre-MI 达到 5.8 万亿越南盾, 同比增长 2.2 倍, 主要受 MSR 强劲贡献以及消费零售生态体系经营效率改善推动。

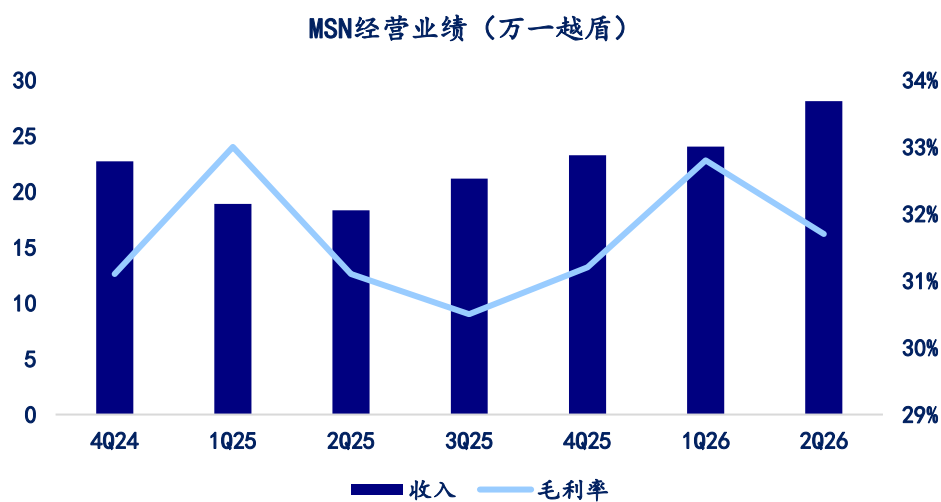
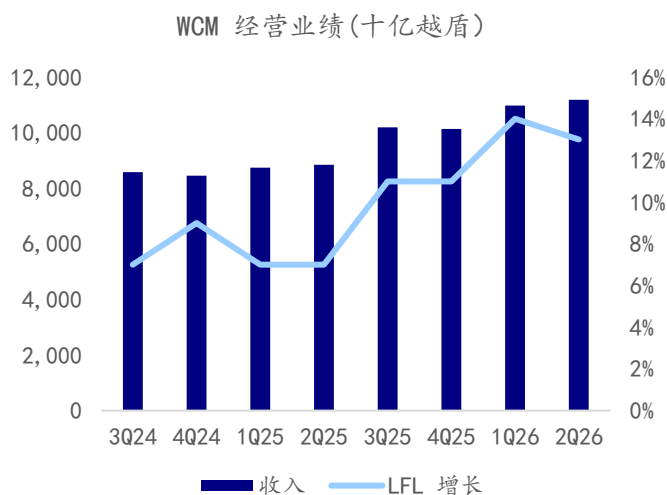
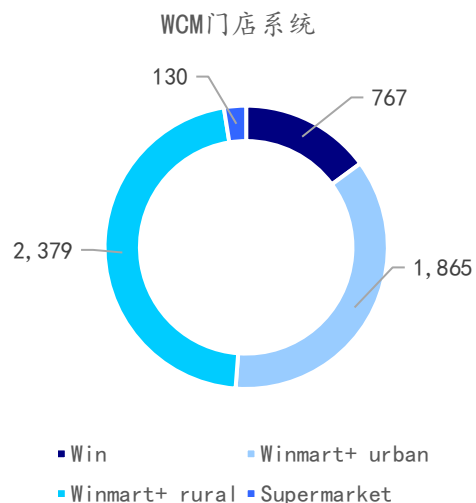
WCM 正逐步通过 Minimart 农村+ 模式向农村地区扩张。根据第二季度数据, WinCommerce 新增 324 家门店, 使连锁门店总数达到 5,141 家; 其中超过 90% 的新开门店在当季即实现 EBITDA 盈亏平衡。此外, **Retail Supreme 预计将在未来一段时间进一步改善公司的经营效率。**

MCH 收入及 GT 渠道覆盖率均持续恢复。2026 年第二季度, GT 销售额同比增长 10.6%, 销售网点增至约 550000 个, SKU/门店达到 5.8 个。

MML 持续优化产品结构, 以改善利润率。2026 年第二季度, 鲜肉收入同比增长 15.2%, 而加工肉制品收入同比大幅增长 34.7%, 占总收入的 37.6%。牛仔猪和 Ponnies 等新品继续保持快速增长, 表明 MML 正在逐步降低对鲜肉及生猪价格的依赖, 并向深加工产品转型。

VND bn	2Q2026	2Q2025	增长	1H2026	1H2025	增/减 (%)
收入	28118	18315	53.5%	52137	37212	40.1%
MCH	7,165	6276	14.2%	15637	13764	13.6%
WCM	11629	9130	27.4%	22992	17915	28.3%
MML	2683	2340	14.7%	5,162	4409	17.1%
PLH	550	434	26.9%	1119	858	30.4%
MSR	8138	1614	404.1%	11131	3007	270.2%
EBITDA	7014	3748	87.1%	11990	7751	54.7%
MCH	1800	1605	12.1%	3942	3524	11.9%
WCM	477	314	51.9%	987	676	46.0%
MML	328	223	47.2%	639	400	59.5%
PLH	110	80	37.4%	228	161	41.6%
MSR	2492	563	342.7%	3542	976	262.9%
NPAT	3800	1619	134.7%	5773	2602	121.9%
NPATMI	3125	1032	202.8%	4371	1426	206.6%

数据来源: MSN, GTHT RS Team



数据来源: MSN, Bloomberg, GTHT RS Team

股票投资评级说明

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

行业投资评级说明

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。国泰海通证券(越南)股份有限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。国泰海通证券(越南)股份有限公司的总经理、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。国泰海通证券(越南)股份有限公司不宣称、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,不能视为国泰海通证券(越南)股份有限公司的观点。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海通证券(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海通证券(越南)股份有限公司和/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。

未经国泰海通证券(越南)股份有限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。

GTHT 证券（越南）－研究部

阮玉侠

Research Analyst

hiepnn@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 - ext: 708

陈氏红绒

Director of Research

nhungth@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:703

GTHT 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

咨询电话:
(024) 35.730.073
挂单电话:
(024) 35.779.999
Email: info@gtht.com.vn
Website: www.gtht.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