Shinhan Securities

Thực phẩm và Đồ uống

Được hỗ trợ thông qua các chính sách kích thích tiêu dùng



Nhi Nguyễn
☎ (84-28) 6299 8000
✉ nhi.ntt@shinhan.com

Nội dung

Thực phẩm & Đồ uống: Được hỗ trợ thông qua các chính sách kích thích tiêu dùng

1. Cập nhật H1/2025: Giá cả tăng trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ sụt giảm

   Đồ uống là ngành ghi nhận sụt giảm nặng nhất trong nửa đầu năm ở cả hai khu vực Thành thị và Nông thôn

2. Triển vọng ngành F&B 2025

   Ngành đường: Giá đường giảm nhẹ trong bối cảnh tiêu thụ đầu năm chững lại và tồn kho tăng lên

   Ngành bia: Tăng thuế Tiêu thụ đặc biệt từ năm 2027 theo lộ trình 5%/năm

   Ngành sữa: Dư địa tăng trưởng tiêu dùng khả quan và kỳ vọng giá bột sữa giảm hỗ trợ lợi nhuận trong nửa cuối năm

3. Cơ hội đầu tư với các cổ phiếu trong ngành F&B

   SAB, VNM & MSN

01

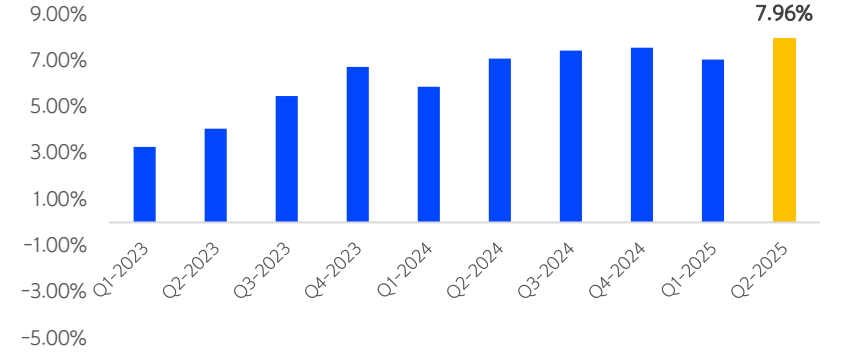
Cập nhật H1/2025: Giá cả tăng trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ sụt giảm

1. Cập nhật H1/2025: Tổng kết tình hình kinh tế vĩ mô và thu nhập

Quý 2 ghi nhận tăng trưởng GDP ở mức cao là 7.96% YoY, kèm theo đó chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân Q2 cũng tăng 3.31% YoY, cho thấy có sự gia tăng trong mức giá chung của hàng hóa – dịch vụ.

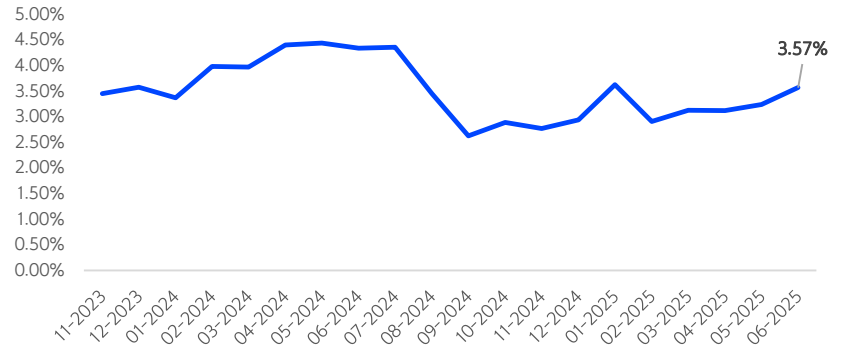
Tình hình việc làm chưa có nhiều khả quan khi thu thập bình quân đầu người trong Q2 sụt giảm nhẹ so với quý trước, ở mức 8.2 triệu đồng/người, đồng thời tỷ lệ thất nghiệp cũng nhích nhẹ lên 2.24%.

Tăng trưởng GDP theo quý (% YoY)



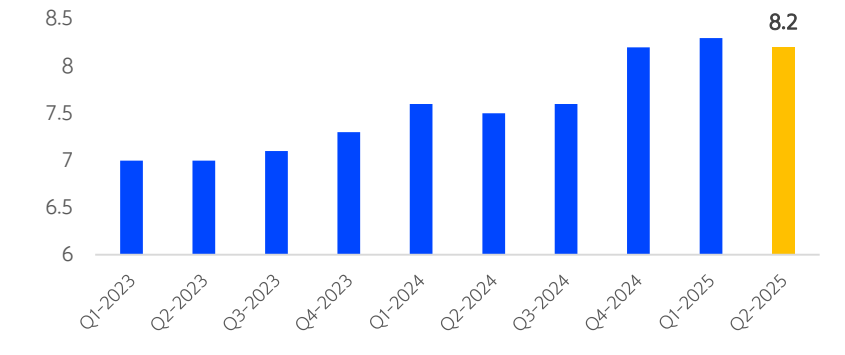
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng CPI theo tháng (YoY)



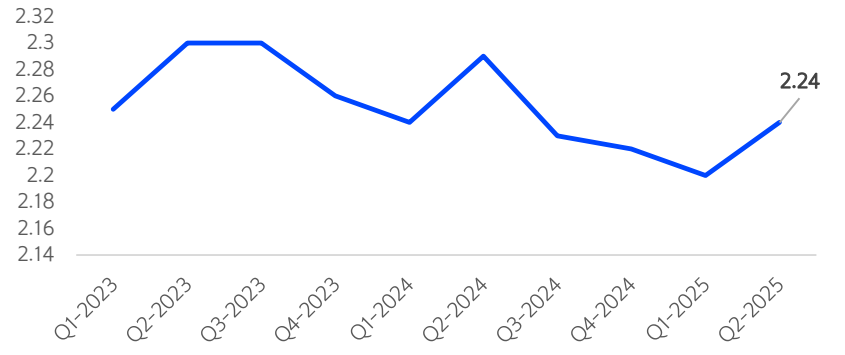
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Thu nhập bình quân đầu người cả nước (triệu đồng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

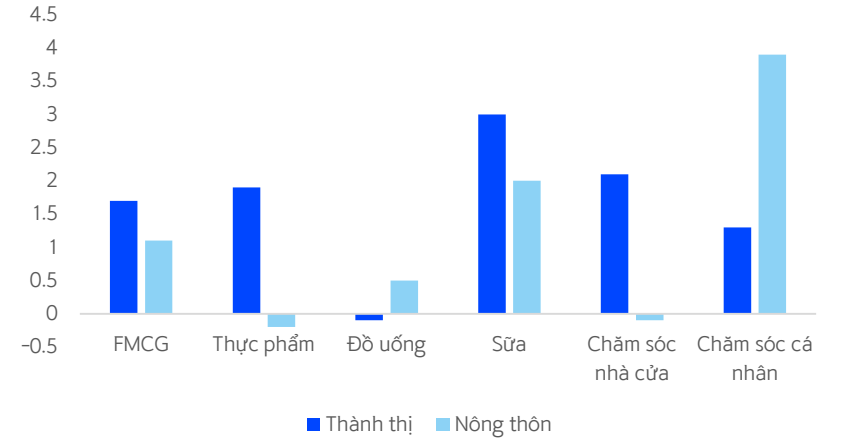
Tỷ lệ thất nghiệp trong độ tuổi lao động (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

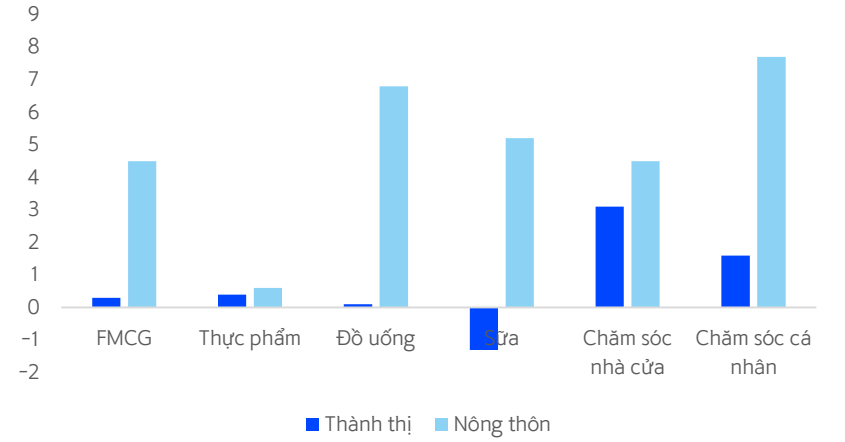
1. Cập nhật H1/2025: Giá cả tăng trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ sụt giảm

Thay đổi chi tiêu FMCG MAT Q2/2025 (% YoY)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam
*MAT (moving annual total): số liệu lũy kế 4 quý gần nhất cho đến Q2/2025

Thay đổi chi tiêu FMCG MAT Q2/2024 (% YoY)



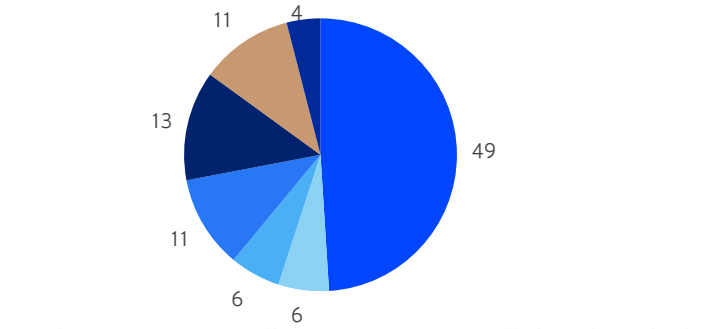
Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

Khu vực thành thị chứng kiến mức sụt giảm lượng tiêu thụ trong Q2/25 sau hai quý liên tục ghi nhận hồi phục trước đó. Mức giảm này chủ yếu đến từ mảng đồ uống, ngoại trừ lĩnh vực chăm sóc gia đình vẫn duy trì tăng trưởng bền vững. Phần lớn các ngành hàng ghi nhận tăng trưởng chi tiêu nhờ đóng góp từ giá cả tăng trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ sụt giảm nhẹ.

Ở khu vực nông thôn cũng trong xu hướng tương tự. Mức tiêu thụ đồ uống tiếp tục giảm trong quý thứ ba liên tiếp. Thực tế thì thị trường nông thôn đang sụt giảm rõ rệt trên tất cả các ngành hàng, điều này đặc biệt rõ trong quý 2. Lo ngại ngày càng gia tăng của người tiêu dùng về chi phí và tài chính đang ảnh hưởng ngay cả đến các nhóm sản phẩm thiết yếu.

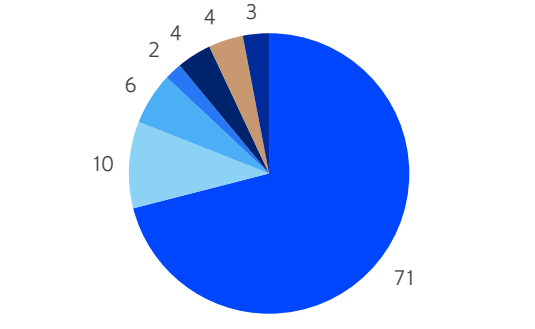
1. Cập nhật H1/2025: Dịch chuyển thị phần từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại

Cấu trúc kênh phân phối ở Thành thị Q2/25 (%)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

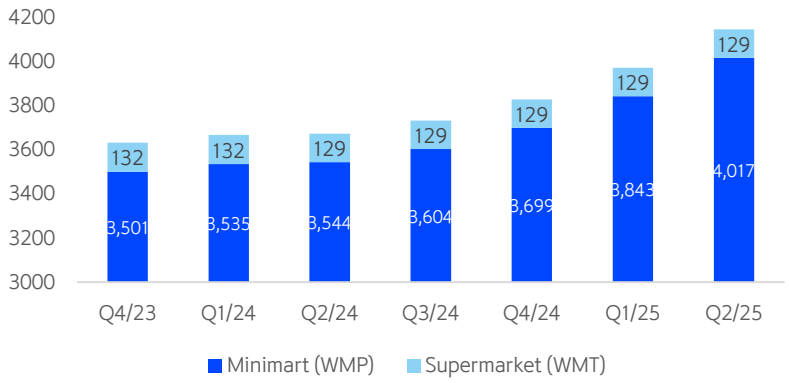
Cấu trúc kênh phân phối ở Nông thôn Q2/25 (%)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

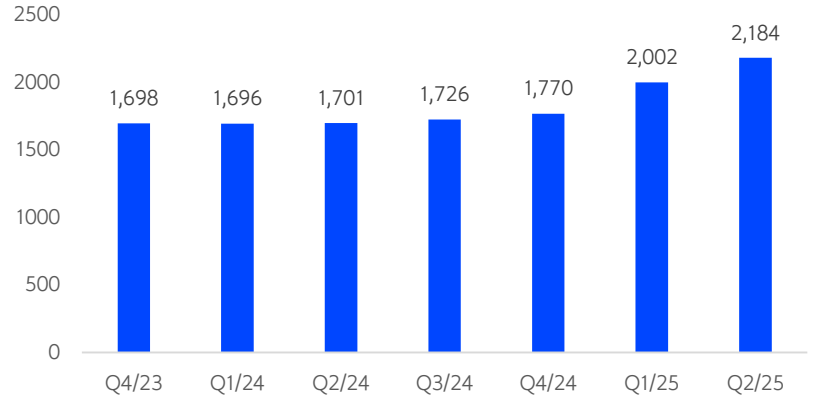
Cửa hàng tạp hóa vẫn là kênh phân phối chiếm thị phần chủ đạo. Tuy nhiên, dữ liệu cho thấy sự chuyển dịch thị phần từ các kênh truyền thống sang các kênh hiện đại, đặc biệt là kênh Online và Minimart, xu hướng này rõ nét hơn tại khu vực Thành thị cũng như thể hiện sự thay đổi trong thói quen mua sắm của người tiêu dùng.

Số lượng cửa hàng WinCommerce theo quý



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

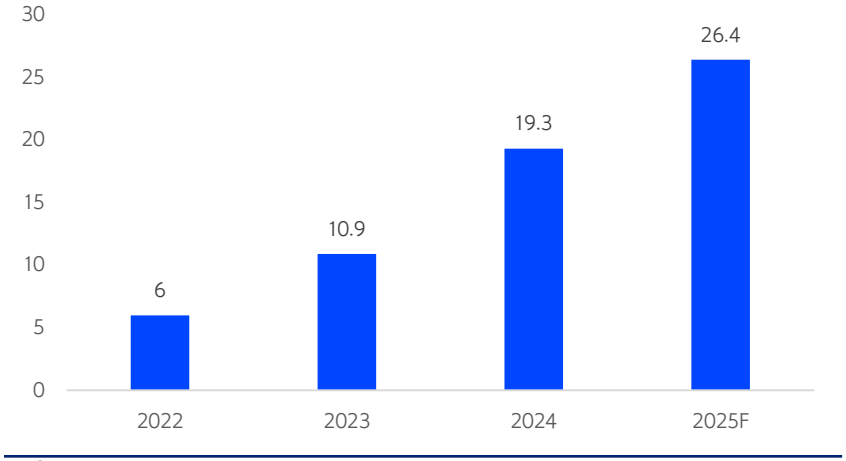
Số lượng cửa hàng Bách Hóa Xanh theo quý



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

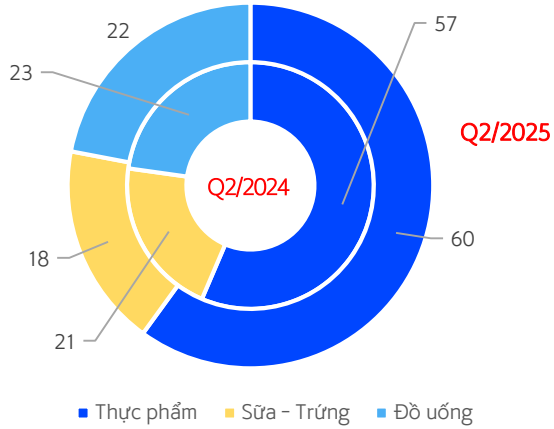
1. Cập nhật H1/2025: Ngành F&B trên các sàn bán lẻ trực truyến bùng nổ

Doanh thu F&B trên sàn bán lẻ trực tuyến (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Metric, Shinhan Securities Vietnam
**Thống kê trên 4 sàn Lazada, Shopee, Tiki và Tiktok Shop*

Tỷ trọng ngành hàng (%)



Nguồn: Metric, Shinhan Securities Vietnam
**Thống kê trên 4 sàn Lazada, Shopee, Tiki và Tiktok Shop*

Trái ngược với tình hình ảm đạm chung của thị trường, doanh thu F&B trên các sàn thương mại điện tử tăng trưởng vượt bậc, từ chỉ 6 nghìn tỷ đồng năm 2022 lên 19.3 nghìn tỷ đồng năm 2024. Lũy kế H1/2025, doanh thu ghi nhận 11.9 nghìn tỷ đồng, lớn hơn tổng cả năm 2024 và được dự báo chạm mốc 26.4 nghìn tỷ đồng vào cuối năm. Như vậy, xu hướng chuyển dịch trong thói quen mua sắm của người dùng đang diễn ra mạnh mẽ

Phân tích tỷ trọng ngành hàng, Đồ uống và Sữa-trứng ghi nhận sự sụt giảm tỷ trọng trong Q2/2025 so với cùng kỳ. Trong khi đó, tỷ trọng Thực phẩm tăng mạnh lên 60%, đạt 3.46 nghìn tỷ đồng.

02

Triển vọng ngành F&B 2025: Được hỗ trợ thông qua các chính sách kích thích tiêu dùng

Ngành đường: Giá đường giảm trong bối cảnh tiêu thụ chững lại và tồn kho tăng lên

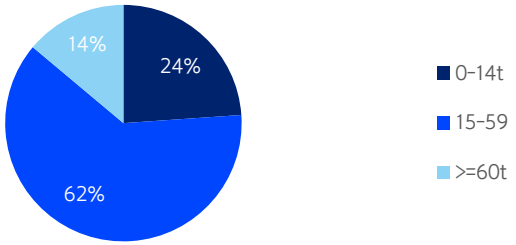
Ngành bia: Bắt đầu tăng thuế Tiêu thụ đặc biệt từ năm 2027 theo lộ trình 5%/năm

Ngành sữa: Dư địa tăng trưởng tiêu dùng khả quan và kỳ vọng giá bột sữa giảm giảm hỗ trợ lợi nhuận trong nửa cuối năm

2. Triển vọng ngành F&B 2025

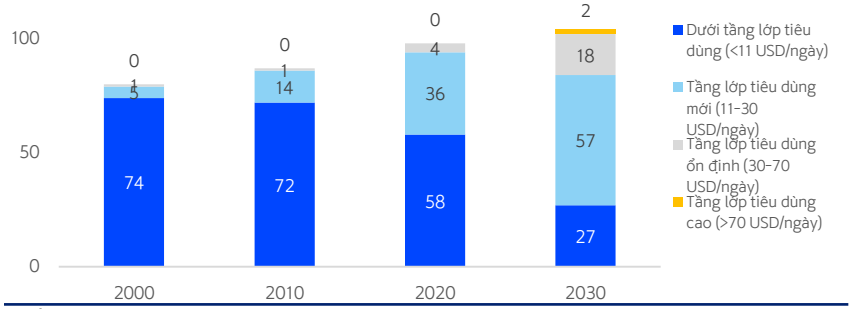
Trong trung dài hạn, F&B vẫn là một ngành tiềm năng nhờ các yếu tố nhân khẩu học thuận lợi và tiềm năng từ phát triển du lịch

Cơ cấu dân số theo độ tuổi (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu dân số theo thu nhập (triệu người)



Nguồn: McKinsey, Shinhan Securities Vietnam

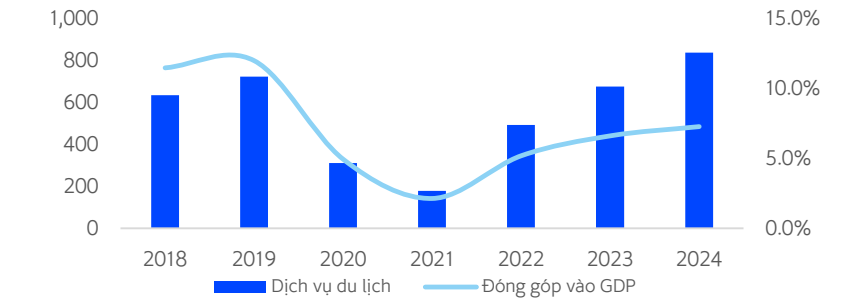
Hiện tại, Việt Nam vẫn đang ở trong cơ cấu dân số vàng và được duy trì cho đến ít nhất năm 2036 (theo Quỹ Dân số Liên Hợp Quốc). Cơ cấu dân số trẻ là động lực quan trọng nhất cho chi tiêu F&B nhờ nhu cầu tiêu dùng đa dạng, khả năng nắm bắt xu hướng nhanh cũng như thói quen tiêu dùng hiện đại dần thay thế cho những tập quán truyền thống.

Ngoài ra, sự mở rộng thu nhập và bùng nổ của tầng lớp trung lưu cũng là một thuận lợi cho nền kinh tế nói chung và ngành F&B nói riêng. Dự kiến đến năm 2023, Việt Nam sẽ đón thêm 37 triệu người vào tầng lớp tiêu dùng (với mức tiêu dùng tối thiểu 11 USD/ngày – McKinsey). Năm 2000, chưa đầy 10% dân số Việt Nam nằm trong tầng lớp tiêu dùng, nhưng đến nay con số này đã tăng lên 40%. Đến năm 2030, tỷ lệ này có thể đạt mức 75%. Sức mua tăng thêm không chỉ đến từ bộ phận mới gia nhập tầng lớp tiêu dùng mà còn đến từ sự nâng cấp tiêu dùng lên các cấp độ cao hơn.

2. Triển vọng ngành F&B 2025

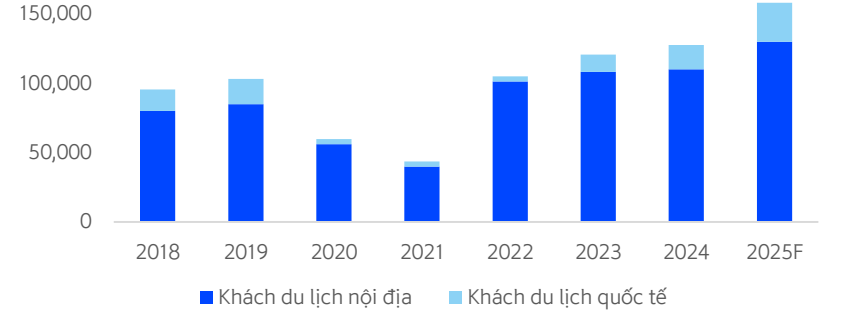
Trong trung dài hạn, F&B vẫn là một ngành tiềm năng nhờ các yếu tố nhân khẩu học thuận lợi và tiềm năng từ phát triển du lịch

Tổng thu từ du lich (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Tổng cục du lịch, GSO, Shinhan Securities Vietnam

Thống kê lượt khách du lịch (nghìn lượt)



Nguồn: Tổng cục du lịch, Shinhan Securities Vietnam

Bên cạnh những lợi thế dài hạn về nhân khẩu học như cơ cấu dân số trẻ và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, tiềm năng tăng trưởng dịch vụ du lịch cũng là một động lực quan trọng thúc đẩy chi tiêu cho dịch vụ ăn uống và lưu trú, đóng vai trò như một cấu phần quan trọng đối với tăng trưởng tiêu dùng.

Theo ước tính của Tổng cục du lịch, năm 2025 đạt mục tiêu đón khoảng 130 triệu lượt khách du lịch nội địa và 23 triệu lượt khách quốc tế. Lũy kế 8 tháng đầu năm, Việt Nam đã đón khoảng 106 triệu lượt khách nội địa và 13.9 triệu lượt khách quốc tế, tăng trưởng lần lượt 18.4% và 21.7% so với cùng kỳ.

2. Triển vọng ngành F&B 2025

Chúng tôi đánh giá cao nỗ lực của Chính phủ trong việc ban hành những chính sách kích cầu và nâng cao mức độ minh bạch của thị trường nội địa

- **Chính thức duy trì VAT 8% cho đến hết năm 2026**

Để hỗ trợ phục hồi kinh tế sau dịch COVID, Chính phủ lần đầu tiên giảm thuế VAT từ 10% về 8% trong năm 2022. Tháng 6/2025, Quốc hội chính thức phê duyệt tiếp tục duy trì mức giảm 2% VAT cho đến hết năm 2026, đồng thời mở rộng thêm đối tượng được giảm thuế như kinh doanh vận chuyển, logistics, dịch vụ công nghệ thông tin…

- **Nỗ lực triệt phá hàng giả, hàng kém chất lượng**

Đáng chú ý là việc tăng cường kiểm soát và triệt tiêu các đường dây buôn bán hàng giả, hàng nhái, kém chất lượng (trong lĩnh vực thực phẩm, dược phẩm, mỹ phẩm,…) góp phần thanh lọc thị trường và gia tăng khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp nội địa Việt Nam, cũng như giúp doanh nghiệp chớp lấy cơ hội mở rộng thị phần từ khoảng trống tiêu thụ của các sản phẩm bị loại bỏ.

- **Nghị định mới siết chặt quản lý thuế đối với hộ kinh doanh**

Nghị quyết 198/2025/QH15 quy định chuyển đổi từ hình thức thuế khoán sang thuế doanh thu đối với hộ kinh doanh kể từ 1/1/2026 là một bước chuyển mình quan trọng trong công tác điều tiết khu vực tư nhân, tạo sân chơi công bằng về thuế, giảm sự cạnh tranh bất bình đẳng về giá, từ đó nâng cao khả năng cạnh tranh của khối doanh nghiệp tư nhân. Tuy gây ra một số ảnh hưởng trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng về lâu dài sẽ là một động lực giúp thị trường bán lẻ hoạt động hiệu quả và minh bạch hơn.

2. Triển vọng ngành F&B 2025

Tuy nhiên, lo ngại về thu nhập cũng như những biến động về kinh tế là yếu tố gây trở ngại tâm lý tiêu dùng

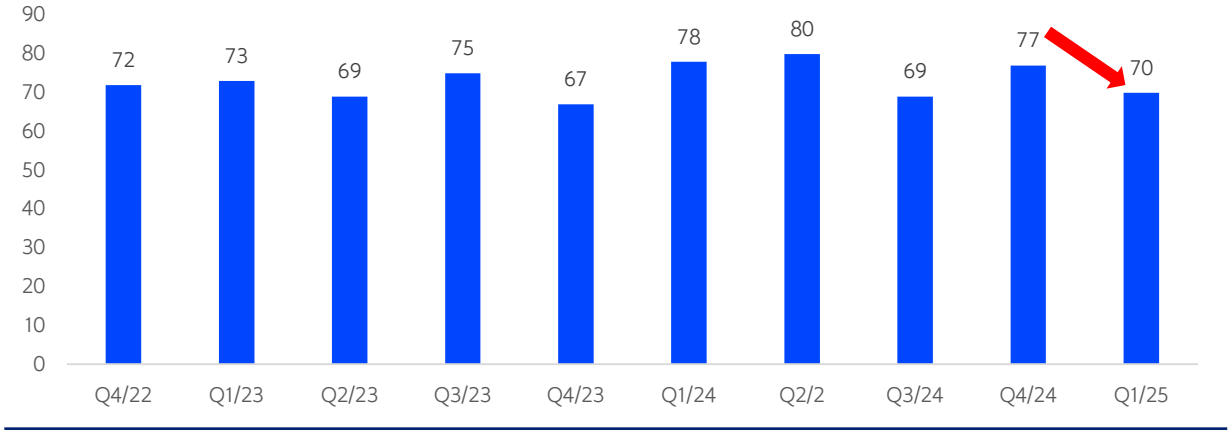
- Tái cấu trúc mạnh mẽ đối với khu vực công

Chính sách tinh giản biên chế và cơ cấu lại tổ chức bộ máy nhà nước có thể gây ra một số ảnh hưởng trong ngắn hạn như thất nghiệp cục bộ gia tăng, đồng thời gây ra tâm lý bất ổn về thu nhập tương lai, dẫn đến niềm tin của người tiêu dùng suy giảm.

- Áp lực cạnh tranh với hàng ngoại gia tăng

Trong diễn biến mới nhất về thuế quan, Việt Nam đồng ý mức thuế nhập khẩu 0% đối với mọi loại mặt hàng nhập khẩu từ Mỹ. Điều này sẽ làm gia tăng áp lực cạnh tranh đối với hàng nội địa Việt Nam, đặc biệt là với các mặt hàng tiêu dùng có mức độ nhạy cảm về giá cao.

Khảo sát niềm tin của người tiêu dùng

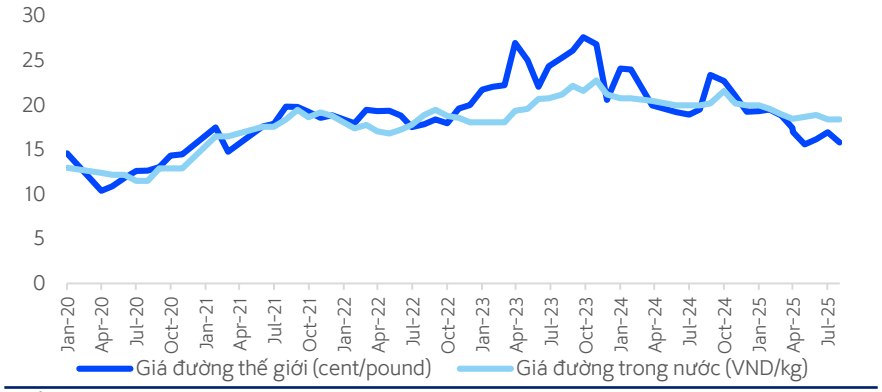


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Giá đường thế giới và giá đường trong nước đều giảm so với đầu năm

Diễn biến giá đường

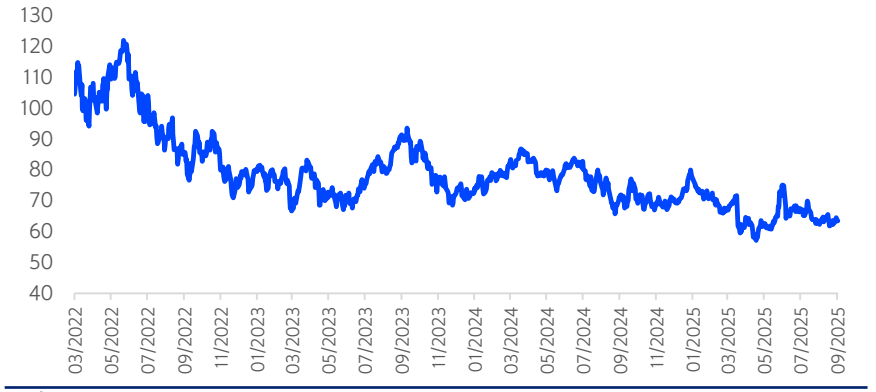


Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

**Tham chiếu giá đường trong nước là giá đường RS An Khê kho nhà máy*

** Tham chiếu giá đường thế giới là hợp đồng Sugar No 11 trên sàn ICE*

Diễn biến giá dầu thô WTI (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Bất chấp dự báo về tình trạng thâm hụt cung-cầu đường, **giá đường thế giới vẫn giảm khoảng 17% trong 8 tháng đầu năm**, nguyên nhân đến từ tăng sản lượng dự phóng ở các quốc gia xuất khẩu đường chủ lực như Brazil, Thái Lan và Ấn Độ cũng như lo ngại về nhu cầu tiêu thụ trước biến động bất ổn của tình hình kinh tế thế giới, đặc biệt là dưới ảnh hưởng của chính sách thuế Hoa Kỳ.

Giá đường trong nước cũng cùng chung xu hướng giảm trong trong bối cảnh lượng tồn kho còn cao và tình hình giao dịch trên thị trường khá trầm lắng, chịu ảnh hưởng thêm bởi xu hướng các công ty sản xuất nước giải khát chuyển dịch sang sử dụng đường lỏng siro ngô (HFCS). Dữ liệu từ Cục hải quan cho thấy lượng nhập khẩu HFCS tăng dần qua các năm. Cụ thể, năm 2020, lượng đường lỏng siro ngô HFCS là 164,179 tấn, năm 2024 con số này đã lên đến 241,504 tấn. Trong 7 tháng năm 2025, lượng đường lỏng sirô ngô HFCS nhập khẩu là 126,024 tấn.

Giá dầu thô WTI cũng trong xu hướng sụt giảm tương tự. Mức chênh lệch này giữa giá đường và giá dầu vẫn sẽ tiếp tục ủng hộ cho việc sản xuất đường từ mía thay vì Ethanol.

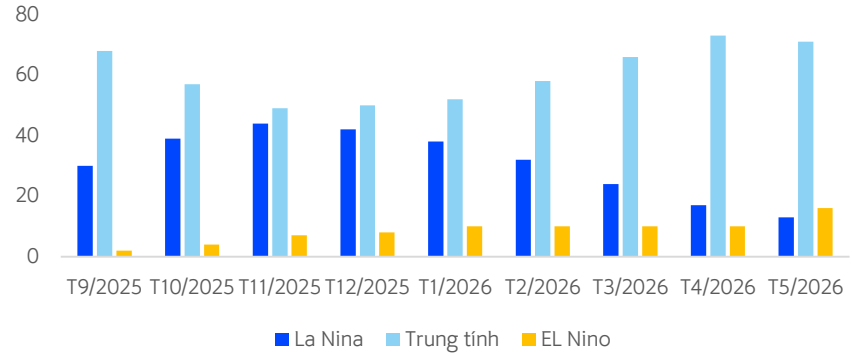
2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Khí hậu thuận lợi cho canh tác mía, ngành đường thế giới vẫn dự báo giảm thâm hụt trong niên vụ 2025/26

Tính đến giữa tháng 8 năm 2025, khu vực Thái Bình Dương xích đạo đang ở trạng thái ENSO trung tính. Dự báo của Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI) chỉ ra khả năng cao (68%) là tình trạng trung tính sẽ duy trì từ tháng 8–10 năm 2025. Đối với các mùa sau đó (tháng 10–12 và tháng 11–1 năm sau), xác suất ENSO trung tính giảm nhẹ xuống lần lượt là 57% và 49%, nhưng vẫn cao hơn so với cả La Niña hay El Niño.

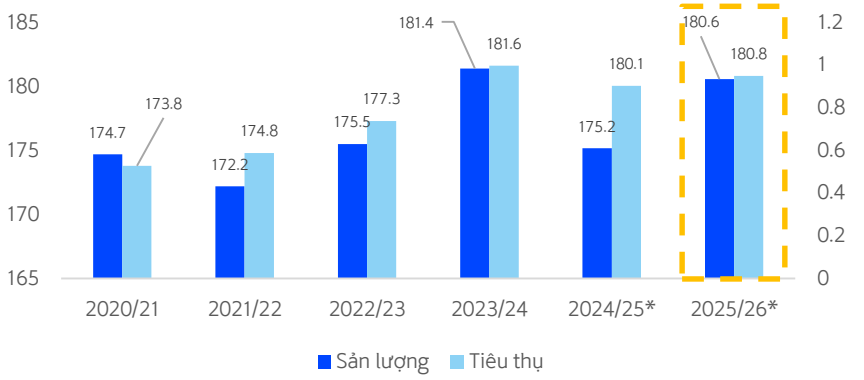
Như vậy, cả El Niño và La Niña đều không có xu hướng mạnh trong năm nay, là môi trường tương đối thuận lợi cho canh tác mía.

Xác suất xảy ra ENSO (%)



Nguồn: IRI T8/2025, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính sản lượng và tiêu thụ đường toàn cầu (triệu tấn)



Nguồn: ISO, Shinhan Securities Vietnam

Dự báo đầu tiên của Hiệp hội Đường Thế giới (ISO) trong tháng 8/2025 về niên vụ 2025/26 ước tính thâm hụt ở mức 0.231 triệu tấn (so với niên vụ trước đó là 4.88 triệu tấn); trong đó lượng sản xuất được dự báo tăng lên 180.59 triệu tấn nhờ tăng sản lượng tại Thái Lan, Ấn Độ và Pakistan; còn tiêu thụ ở mức 180.82 triệu tấn.

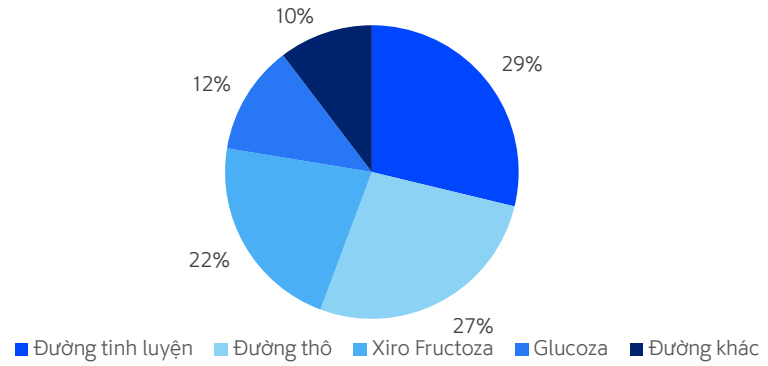
2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Việt Nam vẫn phụ thuộc nhiều vào đường nhập khẩu khi sản xuất chưa đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ

Cơ cấu hiện tại ngành đường trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 1/2 nhu cầu sử dụng, còn lại vẫn phải phụ thuộc vào đường nhập khẩu, bao gồm nhập khẩu chính ngạch và đường nhập lậu. Trong đó, nhập khẩu chủ yếu là đường tinh luyện và đường thô (tỷ trọng 56% trong 8T/2025).

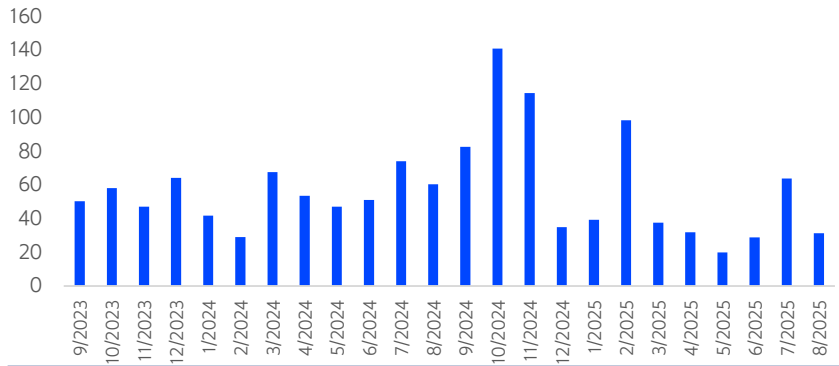
Lũy kế 8 tháng đầu năm 2025, lượng đường thô nhập khẩu đạt khoảng 169.7 nghìn tấn và lượng đường tinh luyện nhập khẩu đạt khoảng 181.2 nghìn tấn. Các thị trường nhập khẩu chính vẫn là Thái Lan, Lào, Campuchia, Myanmar…

Cơ cấu đường nhập khẩu theo chủng loại 8T/2025



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam
*Dữ liệu ước tính đến ngày 26/08/2025

Sản lượng đường thô và đường tinh luyện nhập khẩu chính ngạch (nghìn tấn)

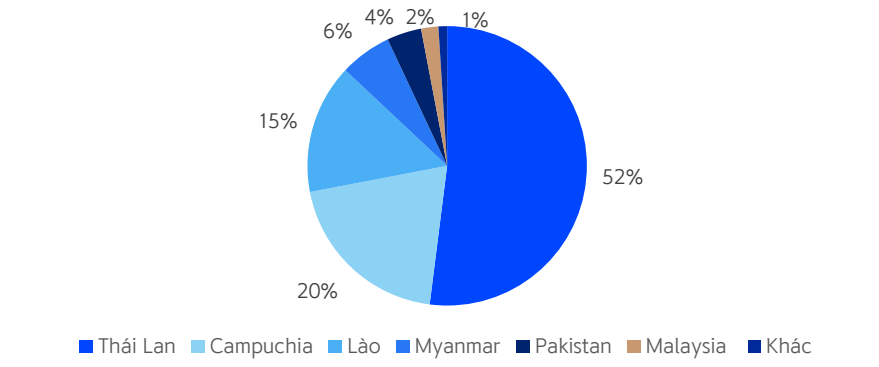


Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

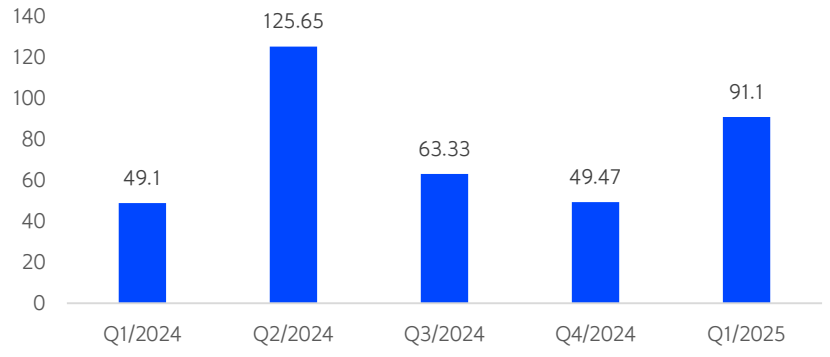
Thái Lan vẫn là thị trường nhập khẩu chính bên cạnh Lào, Campuchia, Myanmar…

Cơ cấu nhập khẩu đường thô và đường tinh luyện Q1/2025



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng nhập khẩu từ Thái Lan (nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

**Thống kê cho đường thô và đường tinh luyện khập khẩu chính ngạch*

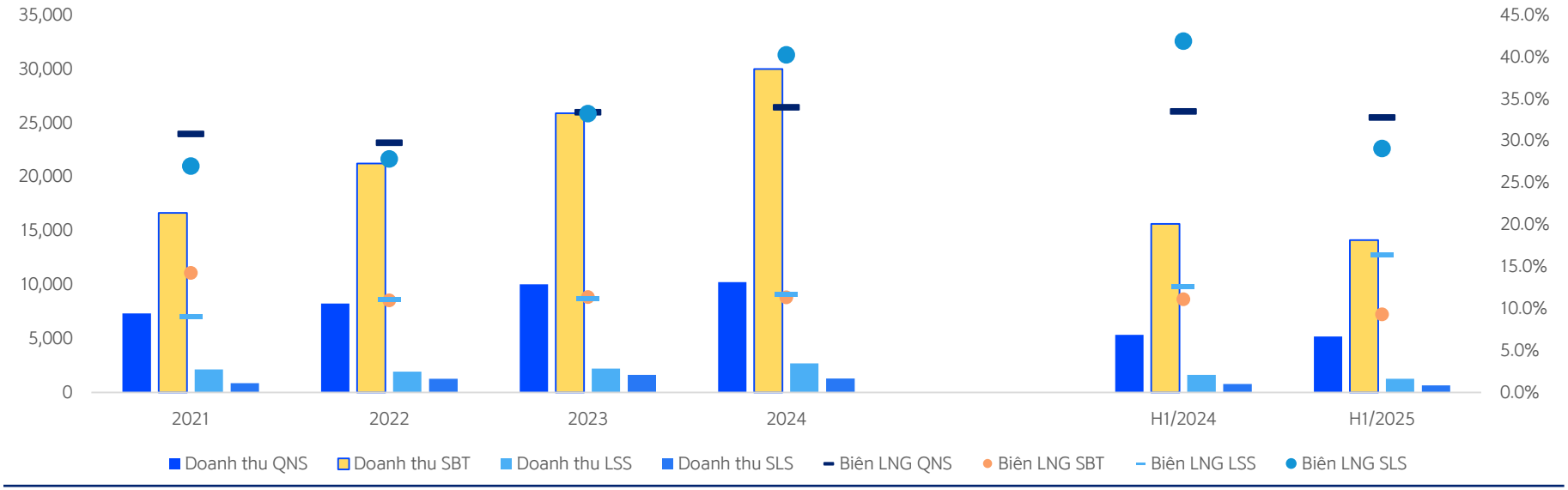
Tiến hành rà soát, kiến nghị tiếp tục thực hiện thuế Chống bán phá giá, chống trợ cấp đối với đường Thái Lan

Nhằm bảo hộ ngành sản xuất trong nước, từ ngày 16/6/2021, Bộ Công Thương ban hành quyết định áp thuế chống bán phá giá là 42.99% và thuế chống trợ cấp là 4.65% đối với đường Thái Lan với thời hạn 5 năm. Như vậy đến tháng 6/2026 thì các loại thuế này sẽ hết hiệu lực. Hiện tại, doanh nghiệp và đại diện ngành đang kiến nghị lên Cục Phòng vệ để rà soát và tiếp tục thực hiện thuế này sau khi hết hiệu lực.

Cơ quan chuyên ngành sẽ tiến hành điều tra trong vòng 6-9 tháng và sẽ thông báo kết quả trước khoảng 3 tháng so với ngày hết hiệu lực.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Cập nhật KQKD các công ty đường niêm yết trong H1/2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

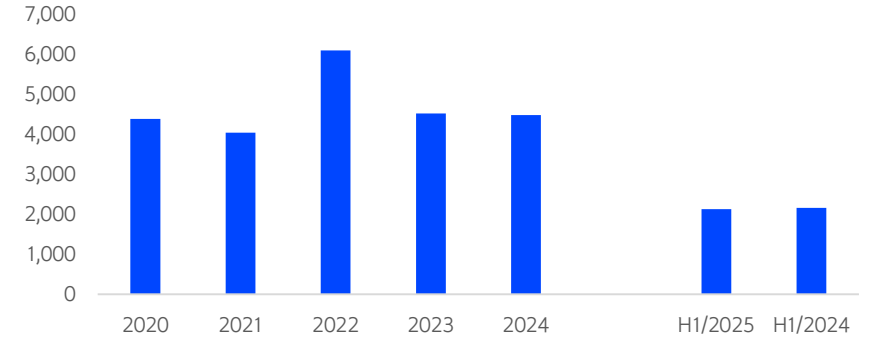
Do ảnh hưởng bất lợi từ giá đường giảm, các doanh nghiệp sản xuất và phân phối đường đều ghi nhận lợi nhuận sụt giảm trong nửa đầu năm 2025 cũng như sự sụt giảm trong biên lợi nhuận gộp (ngoại trừ LSS).

Ông lớn ngành mía đường SBT ghi nhận doanh thu H1/2025 sụt giảm gần 10%. Mảng đường của QNS cũng tương tự, tuy nhiên được bù đắp bởi mảng sữa đậu nành tăng trưởng nên nhìn chung doanh thu của QNS chỉ giảm gần 3% trong nửa đầu năm 2025.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

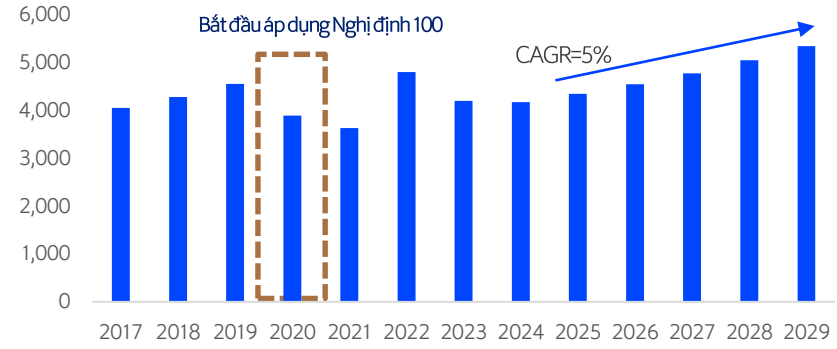
Sản lượng tiêu thụ và sản xuất bia gần như đi ngang trong H1/2025

Lượng sản xuất bia qua các năm (triệu lít)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Lượng tiêu thụ bia qua các năm (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Theo thống kê từ Euromonitor, tiêu thụ bia năm 2024 giảm nhẹ so với năm trước và đạt 4,182 triệu lít. Như vậy, từ sau khi hồi phục mạnh sau dịch COVID-19 vào năm 2022, ngành bia tăng trưởng âm trong 2 năm tiếp theo trong bối cảnh Nghị định 168 (thay thế Nghị định 100) phạt vi phạm nồng độ cồn vẫn còn được thực thi nghiêm ngặt và tâm lý tiêu dùng kém khả quan khiến người tiêu dùng thu hẹp ngân sách chi tiêu cho những mặt hàng không thiết yếu. Mặt khác, bia là mặt hàng không được hỗ trợ giảm 2% VAT, nên chính sách giảm VAT của chính phủ cũng không có tác dụng hỗ trợ cho ngành. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ vẫn được dự báo tăng trưởng với CAGR=5% trong giai đoạn 2025-2029 khi việc tăng thuế TTĐB được hoãn đến năm 2027 (thay vì 2026) như đề xuất trước đây và kỳ vọng sự phục hồi trong tiêu dùng tổng thể.

Tình hình sản xuất bia gần như đi ngang với lượng sản xuất đạt 4,486 triệu lít trong năm 2024, giảm nhẹ so với cùng kỳ. 6 tháng đầu năm 2025, sản lượng bia đạt 2,133 triệu lít, giảm nhẹ so với con số cùng kỳ là 2,160 triệu lít. **Quan sát số liệu sản xuất và tiêu thụ, có thể thấy thị trường tiêu thụ bia hầu như là thị trường nội địa**, sản xuất trong nước và phục vụ nhu cầu tiêu dùng trong nước, do vậy ít chịu ảnh hưởng bởi các hạn chế về xuất nhập khẩu. Hai yếu tố quyết định đến ngành là (1) Nhu cầu tiêu thụ liên quan tới sức mua và tâm lý tiêu dùng và chính sách; (2) Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào, đặc biệt đối với các nguyên liệu nhập khẩu.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Thị phần ngành bia khá cô đặc với gần 80% vào tay hai ông lớn là Heineken và Sabeco, đồng thời tỷ trọng bán hàng qua kênh Off-trade ngày càng chiếm ưu thế

Bối cảnh cạnh tranh trong ngành bia

SABECO

Có 26 nhà máy

Có các nhãn hiệu: Saigon Gold, Saigon Special, Saigon 333, Saigon Export, Saison Lager, Saigon Chill, Bia Lạc Việt.

Có các sản phẩm bia đóng chai, bia đóng lon

HEINEKEN VIETNAM

Có 06 nhà máy

Có các nhãn hiệu: Heineken, Heineken Silver, Heineken 0.0, Tiger, Tiger crystal, Larue special, Biere Larue, Bia Việt, Bivina, Strongbow Cider.

Có các sản phẩm bia đóng chai, bia đóng lon, bia tươi

HABECO Sức bật Việt Nam

Có 16 nhà máy

Có các nhãn hiệu: Trúc bạch, Hanoi Bold, Hanoi Light, Bia hà nội 1890, Bia Hà Nội, Bia Hà Nội Peremium, Bia Hà Nội Nhãn xanh.

Có các sản phẩm bia đóng chai, bia đóng lon, bia hơi

Carlsberg Vietnam

Có 01 nhà máy tại TP. Huế

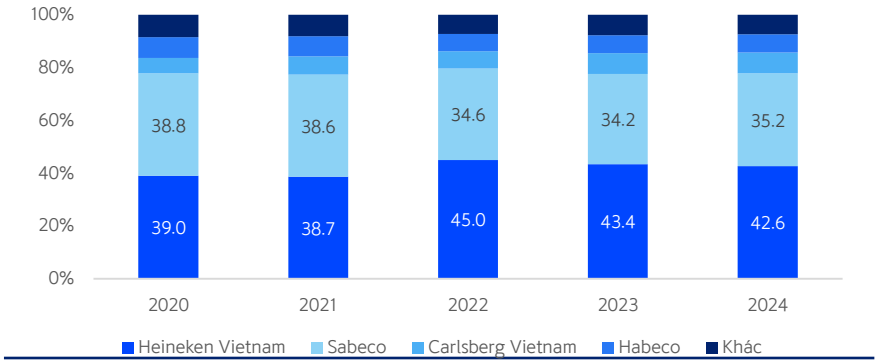
Có các nhãn hiệu: 1664 Blanc, Carlsberg, Tuborg, Huda, Huda Ice Blast, Huda Gold, Festival, Halida, Halida Export, Halida Dark.

Bia đóng chai, bia đóng lon, bia tươi

Tổng sản lượng chiếm khoảng gần 95% sản lượng bia toàn ngành

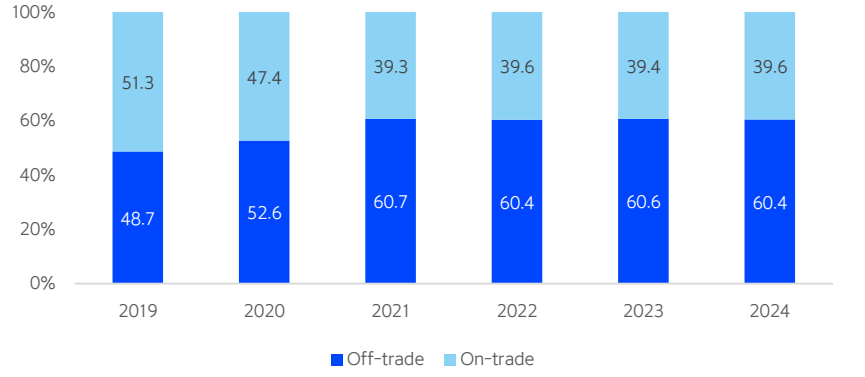
Nguồn: VBA (2024)

Thị phần ngành bia theo sản lượng (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Phân phối (theo sản lượng) qua kênh Off-trade tăng dần



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Thay đổi chính sách: Quốc Hội thông qua lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) từ 2027

- Theo đó, thuế TTĐB đối với mặt hàng bia sẽ tăng từ mức hiện tại là 65% lên 70% vào năm 2027, sau đó tăng đều 5% mỗi năm cho đến khi đạt 90% vào năm 2031.
- Ngoài ra, nước giải khát có đường cũng sẽ bắt đầu chịu thuế TTĐB 8% từ năm 2027 và 10% từ năm 2028.

Vì bản chất là một loại thuế gián thu, thông thường phần tăng thuế sẽ được chuyển hết cho người tiêu dùng thông qua việc tăng giá bán. Do đó, khả năng cao là các doanh nghiệp bia sẽ tăng giá bán để không ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

Tuy vậy, ảnh hưởng của việc giá cả gia tăng lên nhu cầu tiêu thụ có thể không quá lớn

Nhiều nghiên cứu được tiến hành cho thấy bia là mặt hàng có cầu không co giãn theo giá, nghĩa là khi giá thay đổi 1% thì thay đổi về lượng cầu ít hơn 1%.

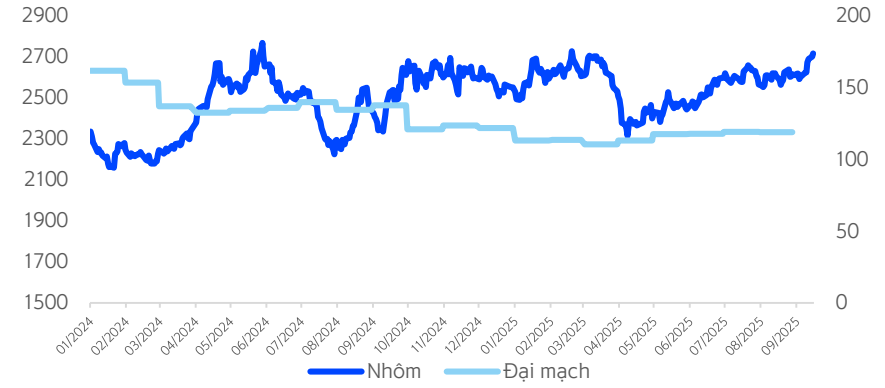
- Các nghiên cứu ở Hoa Kỳ và Châu Âu thường cho thấy độ co giãn của cầu theo giá đối với mặt hàng bia nằm trong khoảng từ -0.3 đến -0.7. Nói cách khác, giá tăng 10% chỉ có thể làm giảm lượng cầu từ 3% đến 7%.
- Nghiên cứu của Đại học Munich (Đức) cho thấy độ co giãn của cầu theo giá của bia tại Đức là -0.4. Nghiên cứu của Đại học Cornell (Mỹ) cho thấy độ co giãn tại Mỹ là -0.5.
- Ở quốc gia châu Á có nhiều nét tương đồng hơn so với Việt Nam là Trung Quốc, kết quả nghiên cứu cho thấy nhu cầu về bia còn ít bị ảnh hưởng hơn bởi giá. Trong nghiên cứu của Environmental Research and Public Health tại Trung Quốc, độ co giãn theo giá đối với thức uống có cồn rất nhỏ (gần như bằng không đối với bia và -0.12 đối với rượu).

Đồng thời, các nghiên cứu cũng cho thấy có sự khác nhau đối với các phân khúc sản phẩm. **Đồ uống có cồn ở phân khúc càng cao cấp thì độ co giãn của cầu theo giá càng lớn, nghĩa là cầu tiêu thụ sẽ giảm nhiều hơn một khi giá bán tăng.** Điều này tạo lợi thế cho các doanh nghiệp trong phân khúc phổ thông như Sabeco.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Giá nhôm giảm sau khi tổng thống Trump tuyên bố áp thuế nhưng đã hồi phục lại từ tháng 5 trước tin đàm phán tích cực

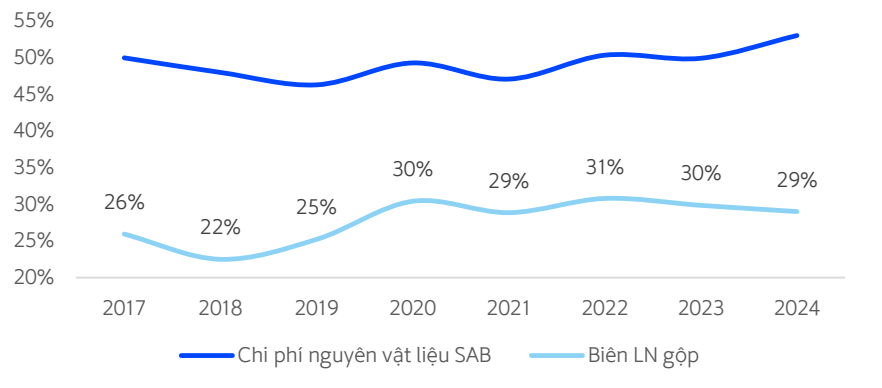
Giá Nguyên vật liệu



Nguồn: IMF, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

**Đại mạch (Phải– USD/tấn) và Nhôm (Trái– USD/tấn)*

Chi phí nguyên vật liệu diễn biến trái chiều với biên LN gộp



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

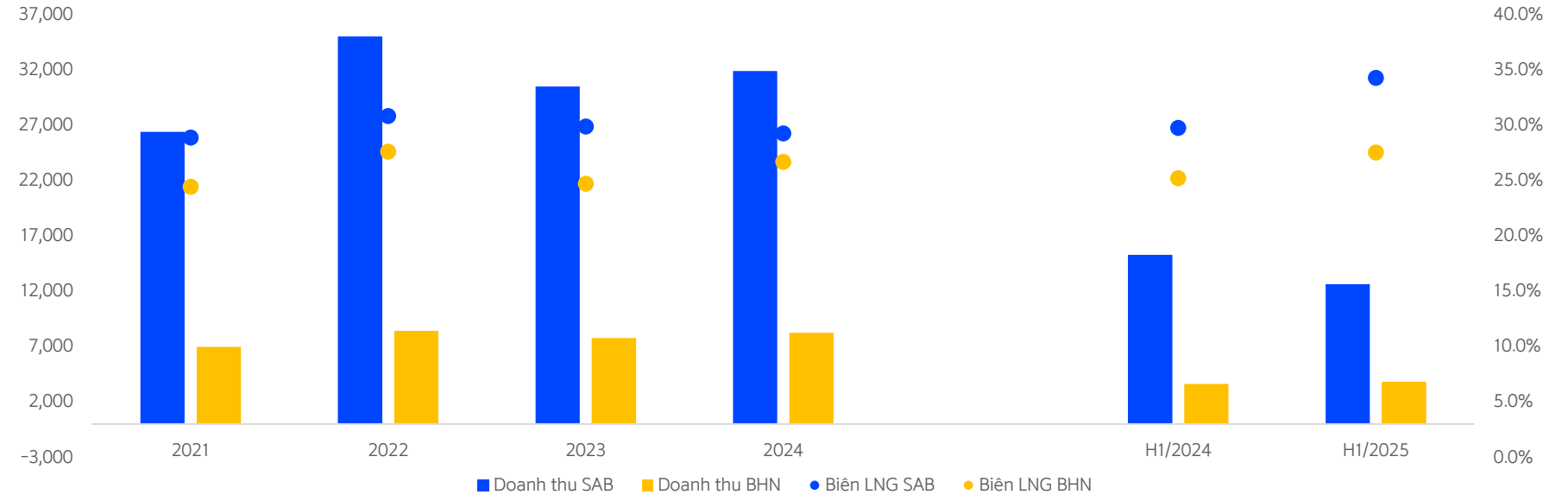
Trong cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố của các doanh nghiệp sản xuất bia (SAB và BHN), tỷ trọng của chi phí nguyên vật liệu dao động từ 45–55%. Trong đó, nguồn cung nguyên liệu đầu vào hầu như phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu, bao gồm đại mạch (malt), hoa bia, nhôm; và thường được chốt trước từ 3–6 tháng. Vì vậy, những biến động trong giá nguyên vật liệu nhập khẩu có ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận doanh nghiệp.

Dưới ảnh hưởng của thông tin thuế quan vào đầu tháng 4, giá nhôm đã chứng kiến mức sụt giảm mạnh trong tháng này, về vùng đáy dưới 2,400 USD/tấn. Tuy nhiên, giá mặt hàng này đã tăng trở lại kể từ tháng 5 trước tiến triển tích cực hơn trong đàm phán thuế quan. Hiện tại, giá nhôm neo ở mức khoảng 2,700 USD/tấn, khôi phục hoàn toàn biên độ sụt giảm.

Giá đại mạch thì vẫn duy trì tương đối ổng định và ít biến động trong 6 tháng đầu năm 2025.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Cập nhật KQKD các công ty bia niêm yết trong H1/2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

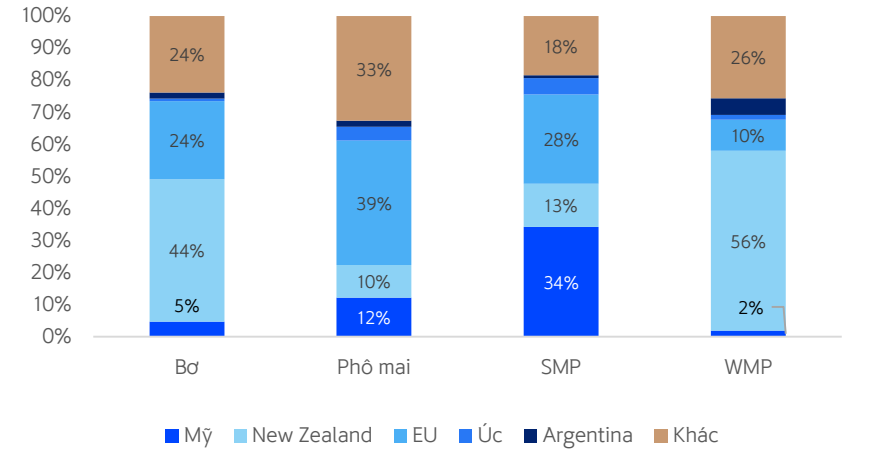
Trong số 2 doanh nghiệp bia niêm yết mà chúng tôi thống kê, SAB ghi nhận doanh thu sụt giảm 13.7% trong nửa đầu năm 2025 do tác động từ việc tính toán lại thuế TTĐB sau hợp nhất với Sabibeco với tư cách là công ty con thay vì công ty liên kết như trước đây. Tuy doanh thu giảm nhưng biên LNG cải thiện, một phần do sử dụng hết nguồn tồn kho đại mạch giá cao và tác động của việc hợp nhất.

Trái chiều, BHN ghi nhận doanh thu tăng trưởng, và biên lợi nhuận cũng trong xu hướng cải thiện so với cùng kỳ.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

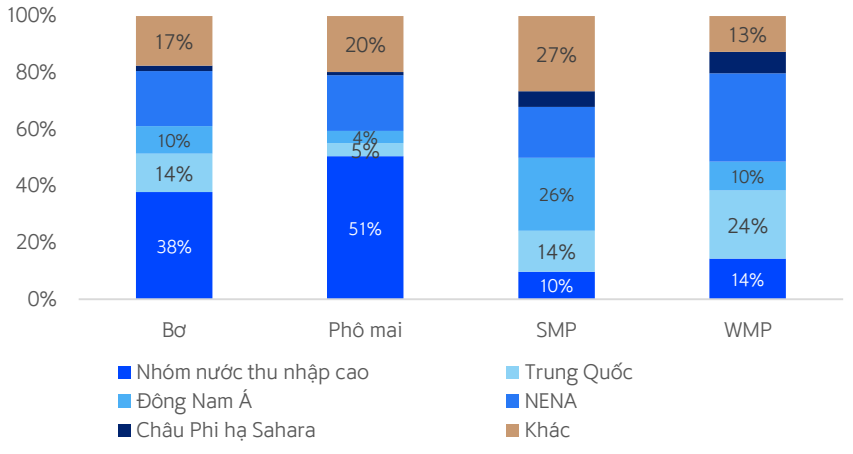
Bối cảnh ngành sữa toàn cầu: Nguồn cung lớn đến từ Mỹ, New Zealand, EU và Úc...

Thị trường xuất khẩu sữa toàn cầu 2021-2023 (%)



Nguồn: USDA, Shinhan Securities Vietnam

Thị trường nhập khẩu sữa toàn cầu 2021-2023 (%)



Nguồn: USDA, Shinhan Securities Vietnam
**NENA: Khu vực Bắc Âu và Bắc Mỹ*

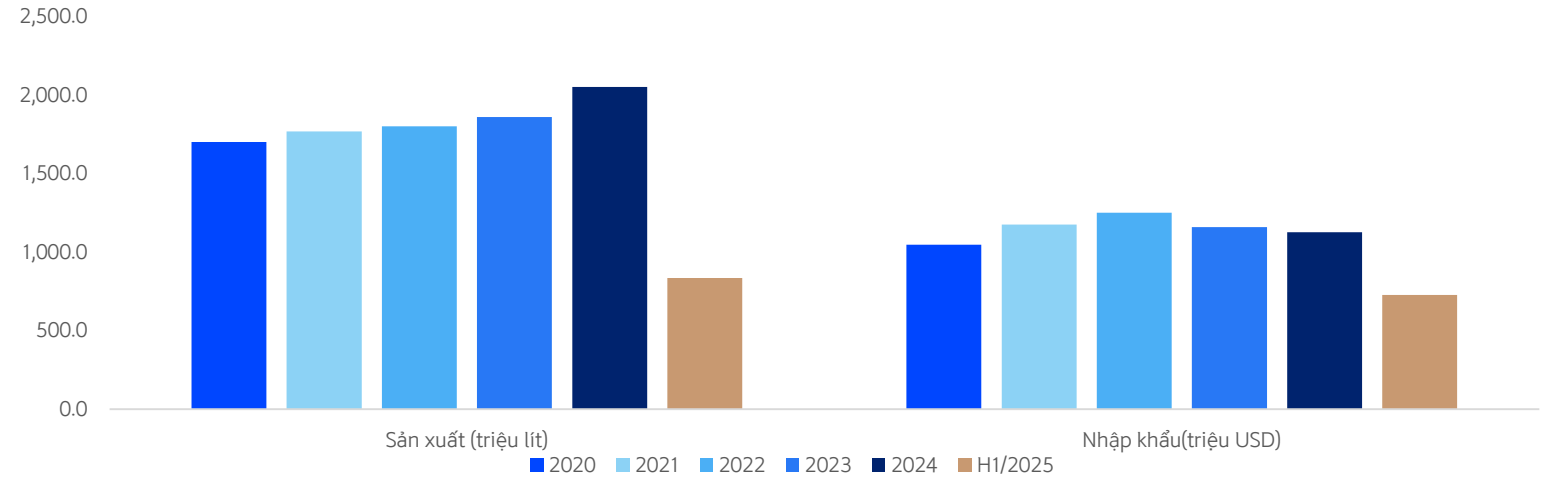
Các nước xuất khẩu chính đối với sữa và các sản phẩm sữa là Mỹ, New Zealand, EU, Úc… Trong đó, Mỹ có thế mạnh về xuất khẩu SMP (34%), New Zealand lại là nhà xuất khẩu chủ yếu WMP (56%) và Bơ (44%), còn EU sở hữu lợi thế về Phô mai (39%).

Ở chiều nhập khẩu, các khu vực nhập khẩu nhiều là Trung Quốc, Đông Nam Á,…Trong đó Trung Quốc vẫn giữ vị thế là quốc gia nhập khẩu nhiều nhất, tuy có định hướng phát triển ngành sữa nội địa để đạt mục tiêu tự chủ nguồn cung và giảm sự phụ thuộc vào thị trường thế giới. Khu vực Đông Nam Á nhập khẩu khoảng 15-20% sản lượng sữa toàn cầu.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

Việt Nam: Sản lượng sản xuất duy trì ổn định, nhập khẩu tăng trong Q2 do hiệu ứng frontloading trong thời hạn tạm hoãn tăng thuế

Sản lượng sản xuất và nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa của Việt Nam



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

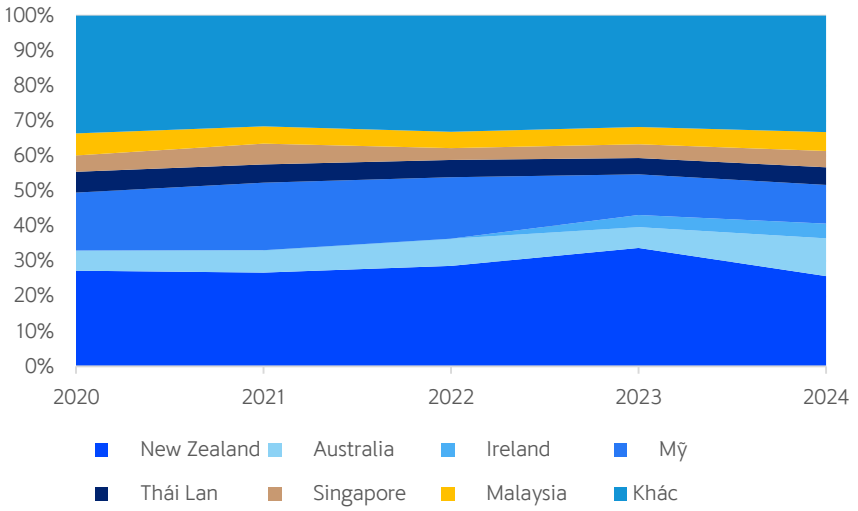
Số liệu từ Tổng cục Thống kê cho thấy lượng sản xuất và nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa diễn biến trái chiều trong năm 2024. Cụ thể, lượng sản xuất trong năm là 2,054 triệu lít sữa tươi, tăng 10% YoY, đồng thời lượng nhập khẩu là 1,128 triệu USD, giảm 2.8% YoY.

Đặc biệt, lượng nhập khẩu tăng mạnh trong Q2/2025, với lượng nhập khẩu đạt 388 triệu USD (+39% YoY) cho thấy sự lo ngại của các doanh nghiệp sản xuất trước những biến động của thuế quan.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

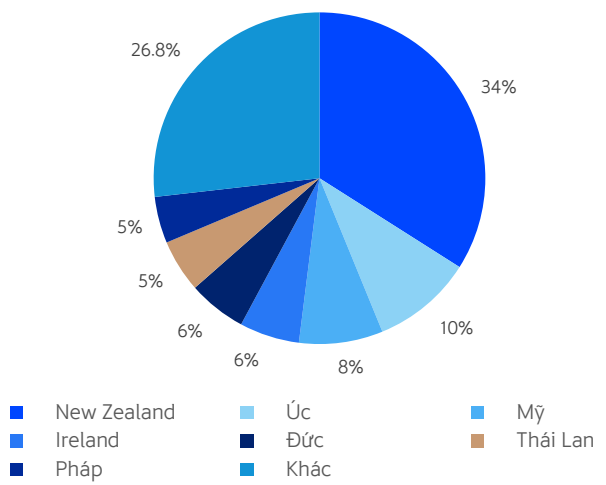
Việt Nam: New Zealand, Úc, Mỹ là các thị trường nhập khẩu chính

Cơ cấu nhập khẩu theo thị trường qua các năm (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Các thị trường nhập khẩu chính trong H1/2025 (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

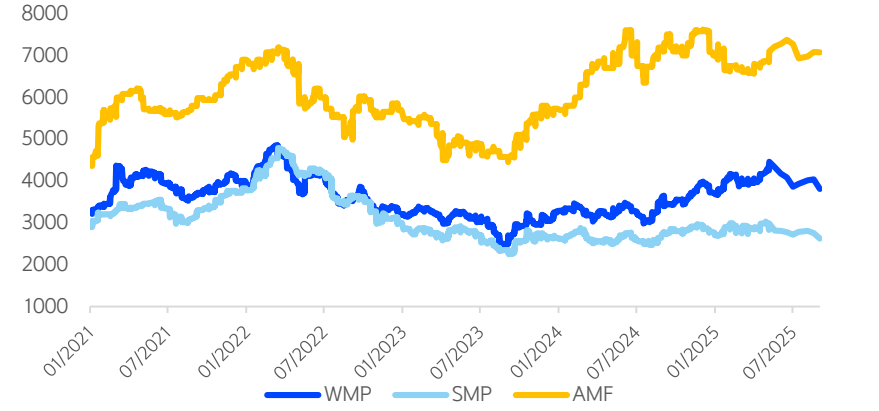
Do nhiều hạn chế về quy mô đàn bò và khí hậu, nguồn sữa trong nước không đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa. Các doanh nghiệp sản xuất sữa ở Việt Nam vẫn phải nhập thêm các nguyên liệu như bột sữa và kem béo từ nước ngoài, khiến biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi biến động của giá các nguyên vật liệu này trên thị trường thế giới. Ngoài ra, VN cũng nhập khẩu thêm sữa ngoại để đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng.

Các thị trường nhập khẩu chính là New Zealand, Úc, Ireland và Mỹ. Trong đó, New Zealand là thị trường nhập khẩu lớn nhất với tỷ lệ 34% trong nửa đầu năm 2025.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

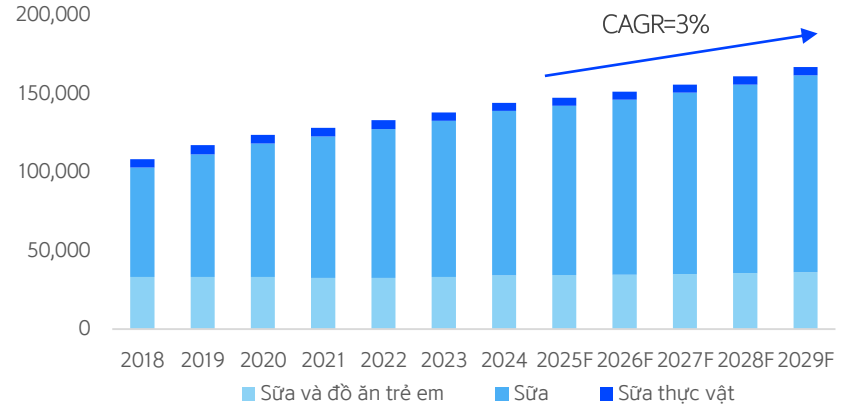
Thị trường sữa ước tính tăng trưởng với CAGR=3% trong giai đoạn 2025-2029

Giá bột sữa nguyên liệu (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Doanh số thị trường sữa Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

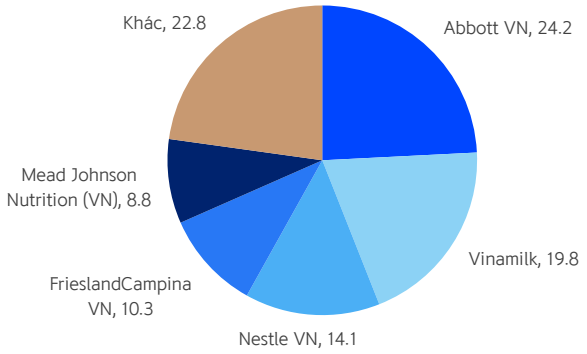
Giá bột sữa tăng trong nửa đầu năm nhưng đã bắt đầu giảm lại kể từ tháng 5, nguyên nhân là do nhu cầu ở Trung Quốc chậm lại cũng như dự báo sản lượng sữa tại quốc gia này tăng lên. Do vậy, chi phí nguyên vật liệu (NVL) của các doanh nghiệp sản xuất trong Quý 1, chẳng hạn với VNM giá NVL trung bình đã tăng 4.5% trong Q1. Chúng tôi kỳ vọng giá các chi phí này sẽ phần nào hạ nhiệt trong nửa sau của năm 2025.

Theo ước tính của Euromonitor, doanh số thị trường sữa Việt Nam 2024 đạt 144,062 tỷ đồng, trong đó sữa chiếm tỷ trọng lớn nhất 73%, theo sau là sữa và đồ ăn trẻ em và sữa thực vật, chiếm lần lượt 24% và 4%. Quy mô của sữa thực vật tuy còn khá nhỏ nhưng là một phân khúc đầy tiềm năng khi nhu cầu về thực phẩm lành mạnh tăng lên cũng như thị trường ăn chay đang tăng trưởng nhanh chóng. Dự phóng mới nhất của Euromonitor cho rằng thị trường sữa nói chung sẽ tăng trưởng với CAGR=3% trong giai đoạn 2025-2029.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

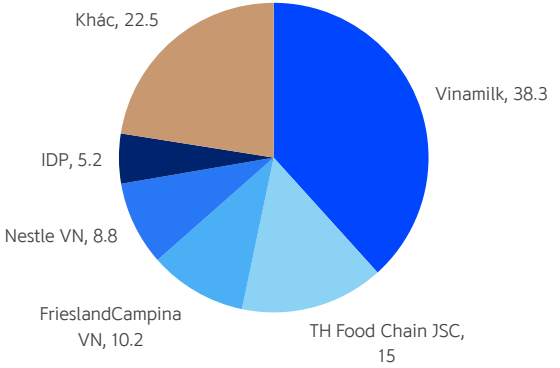
Quy mô thị phần khá phân mảnh với áp lực cạnh tranh gay gắt

Thị phần sữa trẻ em 2024 (%)



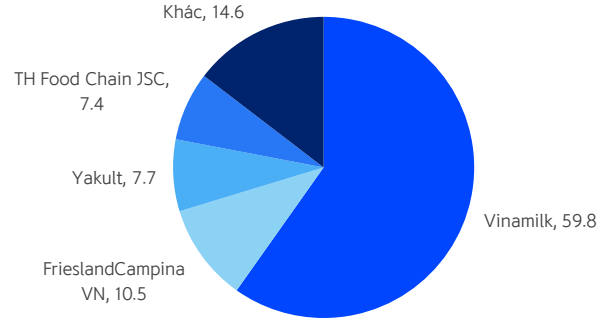
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần Sữa nước 2024 (%)



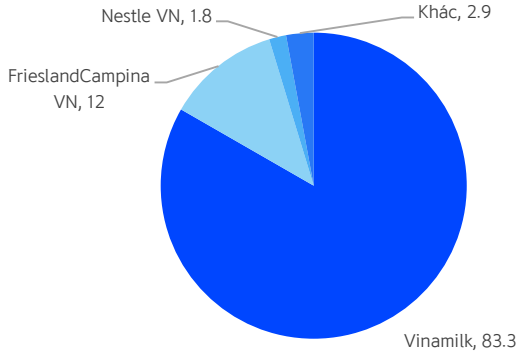
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần sữa chua 2024 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

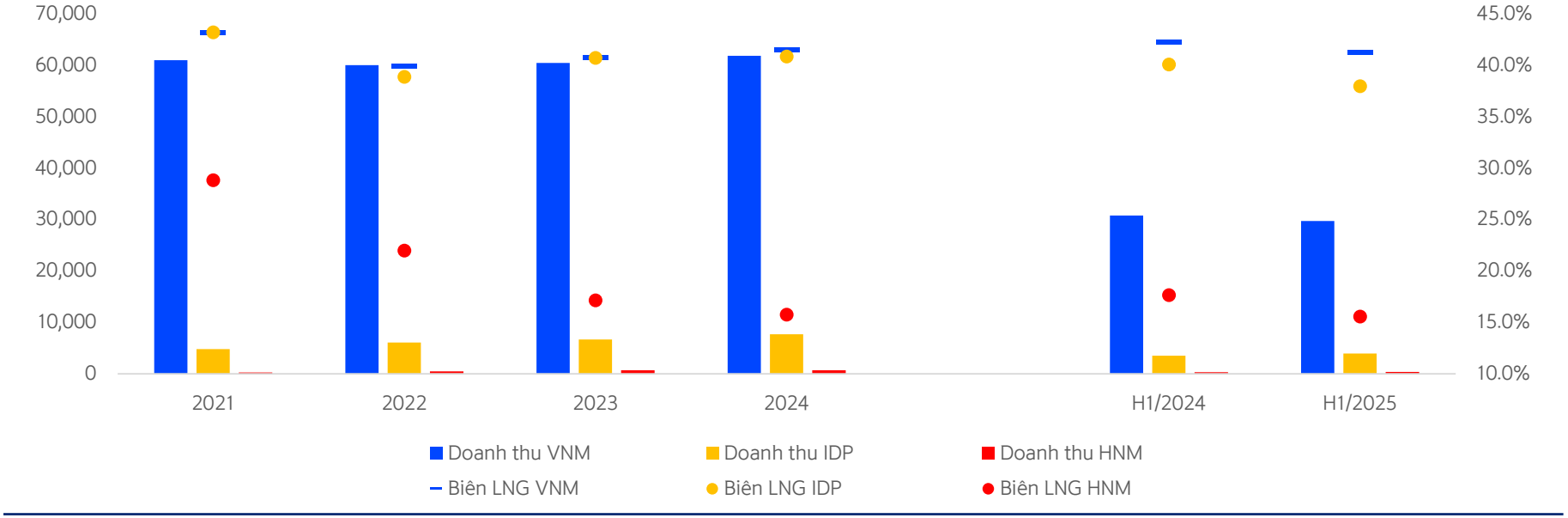
Thị phần sữa đặc 2024 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

Cập nhật KQKD các công ty sữa niêm yết trong H1/2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong số 3 doanh nghiệp sữa niêm yết mà chúng tôi thống kê, VNM ghi nhận doanh thu sụt giảm 3.6% trong nửa đầu năm 2025 do tái cấu trúc hệ thống phân phối trong Q1, cũng như ảnh hưởng bởi kênh truyền thống (GT) do quy định mới về thuế và hóa đơn. Ngược lại, IDP và HNM vẫn ghi nhận tăng trưởng doanh thu lần lượt 12.2% và 20.6%.

Biên LNG của các doanh nghiệp đều sụt giảm so với cùng kỳ do giá bột sữa nguyên liệu tăng.

03

Cơ hội đầu tư với các cổ phiếu ngành F&B

VNM, SAB, & MSN

- **SAB**: Tỷ suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn, chỉ số định giá đang ở vùng thấp so với lịch sử
- **VNM**: Kỳ vọng giá NVL hạ nhiệt giúp cải thiện biên lợi nhuận, động lực tăng trưởng đến từ thị trường xuất khẩu và các công ty nước ngoài
- **MSN**: Dư địa tăng trưởng tốt trong bối cảnh mảng bán lẻ-tiêu dùng phục hồi, động lực niêm yết HOSE của MCH và nâng hạng thị trường là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Các doanh nghiệp niêm yết lớn

Dự phóng KQKD 2025

Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu cuối năm 2025 (VND)	Upside (%)	Dự phóng doanh thu 2025 (tỷ VND)	Tăng trưởng doanh thu (YoY) (%)	Dự phóng lợi nhuận 2025 (tỷ VND)	Tăng trưởng lợi nhuận (YoY) (%)	Nợ/VCSH	P/B (2025F)	P/E (2025F)
VNM	128,323	61,400	71,900	17.1%	63,134	2.2%	9,179	-2.9%	0.26	3.9	18.3
SAB	58,613	45,700	58,500	28.0%	27,511	-13.7%	4,290	-4.5%	0.02	3.1	18.6
QNS	17,463	47,500	62,700	32.0%	9,902	-3.3%	2,186	-8.0%	0.27	1.8	8.9
MSN	118,420	81,900	91,580	11.8%	82,019	-1.4%	5,234	22.5%	1.6	4.2	47.7
BAF	10,306	33,900	37,800	11.5%	5,274	-6.5%	648	103.1%	0.7	2.5	17.8
DBC*	10,468	27,200	N/A	N/A	15,877	17.0%	1248	62.3%	0.8	N/A	N/A
	Tổng				**203,717**	**-1.2%**	**22,785**	**5.1%**			

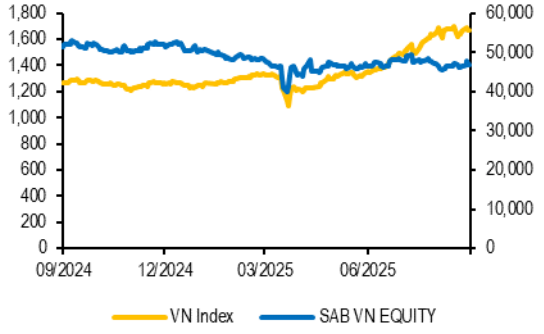
(*) Số liệu consensus
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu tại ngày 22/09/2025

CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**58,500 VND**
Giá hiện tại (22/09/25)	45,700 VND
Suất sinh lời (%)	27.2%
VNINDEX	1,634
P/E thị trường	13.8
Vốn hóa (tỷ VND)	58,613
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,283
SLCP tự do giao dịch (triệu)	134
52 tuần cao/thấp (VND)	58,800/41,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.23
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	66
Sở hữu nước ngoài (%)	60

Cổ đông lớn (%)	CTTNHH Vietnam Beverage	53.59

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-7.7	-9.1	-20.4
Tg đối với VN-Index (%)	-28.8	-32.8	-48.9



Tỷ suất cổ tức hấp dẫn

Luận điểm đầu tư

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco, HOSE: SAB) là doanh nghiệp đứng thứ 2 về sản xuất bia tại Việt Nam với thị phần đạt 35% (Euromonitor, 2024). SAB đứng đầu về số lượng nhà máy bia với công suất 3.1 tỷ lít/năm, cung cấp các sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp.

SAB ghi nhận KQKD 6T đầu năm kém khả quan do ảnh hưởng từ việc tính thuế tiêu thụ đặc biệt sau hợp nhất với Sabibeco (SBB) và giảm sản lượng trong bối cảnh tình hình tiêu thụ còn nhiều khó khăn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá cao SAB với vị thế doanh nghiệp đầu ngành sở hữu tỷ lệ tài chính tốt, ít vay nợ và tỷ suất cổ tức hấp dẫn mặc dù bối cảnh ngành đang kém thuận lợi trong ngắn hạn; kết hợp với chỉ số định giá đang ở vùng thấp so với lịch sử. Dựa trên phương pháp FCFF và P/E, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua SAB với giá mục tiêu 58,500 đồng, tương ứng với P/E 2025F là 18.6x.

Cập nhật KQKD và dự phóng

SAB ghi nhận doanh thu Q2/2025 đạt 6,804 tỷ đồng (-15.9% YoY) và LNST đạt 1,250 tỷ đồng (-5.2% YoY). Trong đó, doanh thu mảng bia giảm gần 10% YoY, đạt 6,314 tỷ đồng. Nguyên nhân doanh thu giảm đến từ tác động của việc hợp nhất với SBB và giảm sản lượng trong bối cảnh thị trường tiêu thụ còn nhiều khó khăn. Mảng nguyên vật liệu cũng giảm gần 60% YoY do ảnh hưởng từ việc sáp nhập. Theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, nếu loại trừ tác động hợp nhất thì Doanh thu Like-for-like 6 tháng sụt giảm khoảng 4% YoY. Cũng nhờ tác động của việc sáp nhập và sử dụng hết nguồn tồn kho đại mạch giá cao mà biên lợi nhuận gộp mảng bia cũng cải thiện đáng kể lên 38% (cùng kỳ là 34%), đẩy biên lợi nhuận gộp tổng lên 36% (tăng 5.8 điểm phần trăm YoY).

Trước bối cảnh Nghị định 70 về hóa đơn điện tử và cách thu thuế mới gây ảnh hưởng tới kênh phân phối truyền thống (GT) khi nhiều nhà bán lẻ ngưng nhập hàng và để phản ánh tác động của việc hạch toán thuế tiêu thụ đặc biệt sau hợp nhất, chúng tôi hạ dự báo doanh thu 2025 của SAB về 27,511 tỷ đồng (-13.7% YoY), LNST đạt 4,290 tỷ đồng (-4.6% YoY). Trong đó, mảng bia được dự báo đóng góp doanh thu 25,456 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp ở mức 35.5%, tăng 4.3 điểm phần trăm.

Rủi ro

(1) Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu; (2) Rủi ro tăng thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB); (3) Rủi ro chính sách; (4) Rủi ro tiêu thụ nội địa phục hồi yếu hơn kỳ vọng.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**34,979**	**30,461**	**31,872**	**27,511**	**28,224**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	5,498	3,811	4,437	4,461	4,562
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**5,499**	**4,255**	**4,494**	**4,290**	**4,384**
EPS (VND)	7,980	3,132	3,291	3,138	3,205
BPS (VND)	36,083	18,877	18,152	16,311	16,042
OPM (%)	15.7	12.5	13.9	16.2	16.2
NPM (%)	15.7	14.0	14.1	15.6	15.5
ROE (%)	22.4	17.0	18.0	18.4	19.8
PER (x)	18.8	18.4	16.9	18.6	18.3
PBR (x)	4.0	4.2	3.0	3.1	3.6

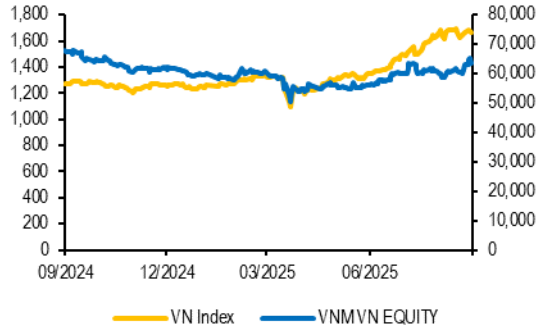
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**71,900 VND**
Giá hiện tại (22/09/25)	61,400 VND
Suất sinh lời (%)	17.1%

VNINDEX	1,634
P/E thị trường	13.8
Vốn hóa (tỷ VND)	128,323
SLCP đang lưu hành (triệu)	2,090
SLCP tự do giao dịch (triệu)	737
52 tuần cao/thấp (VND)	74,000/ 51,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	5.22
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	357
Sở hữu nước ngoài (%)	51.5
Cổ đông lớn (%) Tổng CT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	36.0
Cổ đông lớn (%) F&N Dairy Investments Private Limited	17.69

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	8.5	0.2	-15.5
Tg đối với VN-Index (%)	-12.6	-23.5	-44.0



Shinhan Securities

Thị trường nội địa hồi phục

Luận điểm đầu tư

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa có quy mô lớn nhất cả nước. KQKD Q2 phục hồi khá tốt nhờ thị trường nội địa và vẫn đang phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Dựa trên phương pháp FCFF và P/E, chúng tôi cập nhật định giá và khuyến nghị MUA đối với VNM với giá mục tiêu là 71,900 VNĐ.

Doanh nghiệp đang tập trung đẩy mạnh hoạt động tại thị trường nước ngoài, liên tục bành trướng sang các vùng lãnh thổ lớn. Với mức giá hiện tại, VNM là một khoản đầu tư xứng đáng được cân nhắc bởi: (1) Tỷ lệ chi trả cổ tức cao và tiềm lực tài chính khỏe mạnh đủ để đáp ứng cho những nhu cầu đầu tư mở rộng trong tương lai, (2) Động lực tăng trưởng đến từ thị trường xuất khẩu và các công ty ở nước ngoài và (3) Dư địa tăng trưởng ở ngành sữa Việt Nam vẫn còn khi tăng trưởng kép dự báo ở mức 3.0%/năm trong giai đoạn 2025-2029 (theo Euromonitor 2024) và mức tiêu thụ sữa trên đầu người còn thấp so với các nước khác trong khu vực Đông Nam Á, tuy còn nhiều rào cản mở rộng sản xuất và phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập.

Cập nhật KQKD và dự phóng

Quý 2/2025, VNM ghi nhận DT thuần hợp nhất đạt 16,725 tỷ đồng, gần như đi ngang so với cùng kỳ và LNST 2,489 tỷ đồng (-7.7% YoY). Trong đó thị trường nội địa có sự phục hồi tốt so với quý trước (+29% MoM) – Q1 bị ảnh hưởng bởi việc cải tổ hệ thống phân phối gây gián đoạn trong quá trình bán hàng. Hoạt động phân phối qua kênh truyền thống (GT) ở thị trường nội địa cũng bị ảnh hưởng một phần vì quy định mới về thuế và hóa đơn, khiến nhiều nhà bán lẻ đóng cửa kinh doanh, tuy BLĐ kỳ vọng rằng tác động này chỉ mang tính ngắn hạn. Lũy kế nửa đầu năm nay, kênh GT ở khu vực nông thôn tăng trưởng âm, còn kênh GT ở khu vực thành thị thì tăng trưởng chậm lại.

Lũy kế sáu tháng đầu năm, VNM đã đạt DT là 30,769 tỷ đồng (-3.6% YoY) và LNST là 4,903 tỷ đồng (-16.9% YoY), hoàn thành lần lượt 46% và 42% dự phóng của chúng tôi tại báo cáo trước.

VNM đã cho thấy sự phục hồi khá tốt ở Quý 2. Chúng tôi kỳ vọng đà hồi phục sẽ duy trì cho hai quý cuối năm và không thay đổi dự phóng DT cho năm 2025 so với ở báo cáo lần trước, tuy nhiên hạ dự báo LNST do chi phí SG&A cao hơn dự kiến, chịu ảnh hưởng của tái cấu trúc và tiếp thị cho các sản phẩm mới. Theo đó, chúng tôi dự báo DT thuần 2025 đạt 63,134 tỷ đồng (+2.2% YoY) và LNST đạt 9,179 tỷ đồng (-2.9% YoY).

Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ em dưới 2 tuổi; (3) Cạnh tranh; (4) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**59,956**	**60,369**	**61,782**	**63,134**	**64,320**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,753	9,771	10,405	10,175	10,939
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**8,577**	**9,019**	**9,452**	**9,179**	**9,783**
EPS (VND)	3,632	3,796	4,022	3,928	4,186
BPS (VND)	14,282	15,166	15,444	15,881	16,346
OPM (%)	16.3	16.2	16.8	16.1	17.0
NPM (%)	14.3	14.9	15.3	14.5	15.2
ROE (%)	25.0	26.6	26.6	25.1	26.1
PER (x)	19.2	17.0	15.8	18.3	17.2
PBR (x)	4.9	4.3	4.1	3.9	3.8

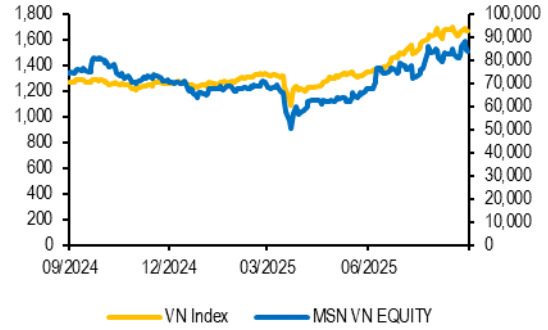
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Masan (HOSE: MSN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**91,580 VND**
Giá hiện tại (22/09/25)	81,900 VND
Suất sinh lời (%)	11.8%

VNINDEX	1,634
P/E thị trường	13.8
Vốn hóa (tỷ VND)	118,420
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,446
SLCP tự do giao dịch (triệu)	741
52 tuần cao/thấp (VND)	89,000/50,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	9.10
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	829
Sở hữu nước ngoài (%)	25.18
Cổ đông lớn (%) – CTCP Masan	31.03
Cổ đông lớn (%) – CT TNHH Xây dựng Hoa Hướng Dương	13.15

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	21.3	20.6	9.6
Tg đối với VN-Index (%)	0.2	-3.0	-18.9



Duy trì đà tăng trưởng

Luận điểm đầu tư

CTCP Tập đoàn Masan (Masan, HOSE: MSN) là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân đa ngành lớn nhất Việt Nam với trọng tâm là bán lẻ – tiêu dùng được kỳ vọng hưởng lợi từ nhân khẩu học và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, bên cạnh đó là mảng khai khoáng – tài nguyên và lợi ích liên kết tại ngân hàng Techcombank. Ra đời vào năm 1996, tập đoàn đã mở rộng quy mô qua các thương vụ M&A chiến lược.

Chúng tôi công bố báo cáo cập nhật MSN với khuyến nghị GIỮ và nâng giá mục tiêu lên 91,580 đồng. Chúng tôi kỳ vọng: (1) Mảng tiêu dùng – bán lẻ cốt lõi tăng trưởng tích cực tạo động lực cho tăng trưởng lợi nhuận khi WinCommerce (WCM) và Masan MEATLife (MML) bắt đầu có lợi nhuận từ Q3/2024 và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong giai đoạn tiếp theo; (2) Masan consumer (MCH) tuy ghi nhận kết quả tăng trưởng âm trong nửa đầu năm trước ảnh hưởng của quy định mới về hóa đơn và thuế cho hộ kinh doanh, nhưng chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ bắt đầu tăng trưởng trở lại kể từ Q4; (3) Giảm lỗ từ Masan High-tech (MHT) sau tái cấu trúc, thậm chí còn ghi nhận LN sau thuế (NPAT) dương trong Q2; (4) Động lực từ việc MCH chuyển sàn và thu hút dòng vốn ngoại trong kịch bản nâng hạng thị trường.

Cập nhật KQKD và dự phóng

Doanh thu Q2 đạt 18,315 tỷ đồng (-9% YoY), chủ yếu đến từ hai nguyên nhân là (1) DT MHT sụt giảm sau khi thoái vốn khỏi HC.Starck và (2) Đóng góp từ một trong những trụ cột quan trọng là Masan consumer (MCH) sụt giảm mạnh -15.1%. Các mảng còn lại đều ghi nhận tăng trưởng tích cực cả về doanh thu kèm theo sự cải thiện trong biên lợi nhuận. Nếu loại trừ tác động của việc thoái vốn này, doanh thu LFL (Life-for-like) Quý 2 tăng trưởng 3.2% YoY. Lũy kế 6 tháng, MSN ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất là 37,212 tỷ đồng (-4.6% YoY). Dù DT sụt giảm, lợi nhuận gộp cũng như NPAT có sự cải thiện đáng kể, đạt lần lượt 11,883 tỷ đồng (+6.4% YoY) và 2,602 tỷ đồng (+82.6% YoY). NPAT sau phân bổ cho cổ đông thiểu số (NPAT-Mi) H1/25 cũng đạt 1,426 tỷ đồng (+134.9% YoY).

Chúng tôi ước tính DT cả năm đạt 82,019 tỷ đồng, nếu loại bỏ phần đóng góp từ MHT thì doanh thu tăng 9.1% YoY, NPAT đạt 5,234 tỷ đồng (+22.5% YoY) và NPAT-Mi đạt 2,773 tỷ đồng (+38.7% YoY). Chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng bền vững đến từ chuỗi WCM khi gia tăng tốc độ mở mới đồng thời tăng được biên lợi nhuận trên mỗi cửa hàng, bù đắp cho sự chững lại của MCH trước những bất lợi trong ngắn hạn.

Rủi ro

(1) Rủi ro cầu tiêu thụ yếu gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ tiêu dùng, (2) Rủi ro tỷ giá và lãi suất, (3) Rủi ro nguyên vật liệu, (4) Rủi ro cạnh tranh.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**76,189**	**78,252**	**83,178**	**82,019**	**89,470**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	4,669	4,179	6,174	7,169	8,339
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**4,754**	**1,870**	**4,273**	**5,234**	**6,824**
EPS (VND)	2,511	294	1,345	1,919	2,212
BPS (VND)	18,366	18,560	21,031	21,770	23,873
OPM (%)	6.1	5.3	7.4	8.7	9.3
NPM (%)	6.2	2.4	5.1	6.4	7.6
ROE (%)	13.0	4.9	10.49	11.5	13.4
PER (x)	37.0	227.9	51.9	47.7	41.4
PBR (x)	5.1	3.6	3.3	4.2	3.8

Shinhan Securities

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công bố quan trọng

Cổ phiếu

- **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN



Thông báo tuân thủ

- Tôi/chúng tôi, với tư cách là chuyên viên/ các chuyên viên chuẩn bị bản báo cáo này, cam kết nội dung trình bày ở trên phản ánh chính xác quan điểm của tôi/chúng tôi về các chủ đề chứng khoán và tổ chức phát hành được thảo luận trong bài nghiên cứu. Hơn nữa, tôi/chúng tôi cũng xác nhận rằng bài báo cáo này được soạn thảo mà không phải chịu bất kỳ áp lực hoặc sự can thiệp bất hợp lí nào từ bên ngoài.
- Bản báo cáo này là tài liệu tham khảo cho đầu tư dựa trên các dữ liệu trong quá khứ, vì thế những biến động giá cổ phiếu trong tương lai có thể khác với các xu hướng đã được hình thành.
- Các dữ liệu này phản ánh chính xác quan điểm của người phụ trách nghiên cứu và phân tích về chứng khoán của doanh nghiệp, nhưng các quan điểm và những ước tính này có thể có sai sót. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng nên phụ thuộc vào chính mỗi nhà đầu tư.
- Các dữ liệu nghiên cứu và phân tích chỉ được gửi tới cho khách hàng của chúng tôi, do đó không được phép sao chép, chuyển tiếp, hay gửi lại cho các đơn vị khác trong mọi trường hợp mà chưa được sự cho phép của chúng tôi.

Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing dành cho thị trường / chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi Phòng Phân Tích của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiên 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 Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.
- 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. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, 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 Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. 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 ⓒ 2020 của Công ty Chứng Khoán Shinhan 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 Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.

Mạng lưới Shinhan Investment

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

HONG KONG
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

INDONESIA
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

SHANGHAI
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

HO CHI MINH
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

HA NOI
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District,
Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000


Shinhan
Securities