

Ngành hàng tiêu dùng: KQKD Q2/2025 thấp hơn kỳ vọng do gián đoạn ở kênh bán hàng truyền thống

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

- KQKD Q2/2025 của 6 công ty hàng tiêu dùng trong danh sách khuyến nghị của HSC - VNM, SAB, MCH, QNS, TLG và FRT - đều kém tích cực và thấp hơn kỳ vọng. Tổng lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ, và thấp hơn 6% so với dự báo.
- KQKD kém là do tác động của quy định thuế mới đối với hộ kinh doanh, cùng với việc tăng cường kiểm soát hàng giả, hàng không rõ nguồn gốc, tạo ra sự gián đoạn trong hoạt động của kênh bán hàng truyền thống.
- Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu đối với FRT, QNS và SAB.

Lợi nhuận Q2/2025 của ngành hàng tiêu dùng thấp hơn kỳ vọng

KQKD Q2/2025 của 6 công ty hàng tiêu dùng trong danh sách khuyến nghị của HSC - VNM, SAB, MCH, QNS, TLG và FRT, nhìn chung kém khả quan và thấp hơn kỳ vọng, do quy tác động của định thuế mới đối với hộ kinh doanh, cùng với việc tăng cường kiểm soát hàng giả, hàng không rõ nguồn gốc, tạo ra sự gián đoạn trong hoạt động của kênh bán hàng truyền thống.

Trong số các công ty này, chỉ có SAB ghi nhận lợi nhuận cao hơn dự báo, trong khi lợi nhuận của 5 công ty còn lại thấp hơn kỳ vọng. Theo đó, tổng lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ và thấp hơn 6% so với dự báo.

Kênh bán hàng truyền thống bị gián đoạn do quy định thuế mới và kiểm soát hàng giả

Trong Q2/2025, hoạt động của kênh bán hàng truyền thống bị gián đoạn do có 2 thay đổi về mặt chính sách quan trọng. Thứ nhất, Nghị quyết 198/2025/QH15 quy định các hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh phải chuyển từ phương pháp thuế khoán sang cách tính thuế dựa trên doanh thu thực tế bắt đầu từ ngày 1/1/2026. Trước đó, từ ngày 1/6/2025, khoảng 37.000 hộ kinh doanh có doanh thu hằng năm trên 1 tỷ đồng phải sử dụng hệ thống hóa đơn điện tử kết nối với cơ quan thuế. Quy định này làm gia tăng gánh nặng tài chính và yêu cầu tuân thủ, đặc biệt đối với các tiểu thương nhỏ, hộ kinh doanh không chính thức, vốn chiếm phần lớn trong kênh bán hàng truyền thống.

Đồng thời, Chính phủ đã tăng cường kiểm soát hàng giả, hàng không rõ nguồn gốc theo chỉ thị của Thủ tướng Phạm Minh Chính. Điều này khiến một số hộ kinh doanh theo kênh truyền thống phải tạm thời đóng cửa hoặc thu hẹp quy mô kinh doanh, đặc biệt là những hộ kinh doanh phụ thuộc vào hàng hóa giá rẻ hoặc không có chứng từ.

Xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu đối với FRT, QNS và SAB.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/8.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
FRT	154,500	Mua vào	-	162,240	-	5.01	82.9	44.4	34.7	23.3	0	0.26
MCH	105,000	Mua vào	-	154,900	-	47.5	9.75	14.4	10.0	12.8	25.5	5.71
QNS	48,700	Mua vào	-	55,300	-	13.6	6.34	6.24	-	-	8.21	8.21
SAB	47,950	Tăng tỷ trọng	-	58,200	-	21.4	14.6	13.7	11.8	10.6	10.4	10.4
TLG	52,000	Tăng tỷ trọng	-	56,500	-	8.65	10.8	10.7	6.66	6.62	4.81	4.81
VNM	60,000	Tăng tỷ trọng	-	67,000	-	11.7	14.9	14.5	10.6	10.2	7.25	7.25

Giá cổ phiếu tại ngày 1/8/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Sự gián đoạn ở kênh bán hàng truyền thống tác động đến các công ty hàng tiêu dùng

KQKD Q2/2025 của 6 công ty hàng tiêu dùng trong danh sách khuyến nghị của HSC - VNM, SAB, MCH, QNS, TLG và FRT, nhìn chung kém khả quan và thấp hơn kỳ vọng, do quy định thuế mới tác động lên hệ kinh doanh cùng với việc tăng cường kiểm soát hàng giả, hàng không rõ nguồn gốc, tạo ra sự gián đoạn trong hoạt động của kênh bán hàng truyền thống. Trong số các công ty này, chỉ có SAB ghi nhận lợi nhuận cao hơn kỳ vọng. Lợi nhuận của VNM sát với dự báo nhưng vẫn giảm so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận của 4 công ty còn lại thấp hơn kỳ vọng. Theo đó, tổng lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ và thấp hơn 6% so với dự báo của HSC. Chúng tôi đang xem xét lại dự báo lợi nhuận đối với những công ty này.

KQKD Q2/2025 kém hơn kỳ vọng

HSC đã xem xét KQKD Q2/2025 của 6 công ty hàng tiêu dùng trong danh sách khuyến nghị - VNM, SAB, MCH, QNS, TLG và FRT. Nhìn chung, KQKD kém khả quan là do quy định thuế mới tác động lên hệ kinh doanh cùng với việc tăng cường kiểm soát hàng giả, hàng không rõ nguồn gốc, tạo ra sự gián đoạn trong hoạt động của kênh bán hàng truyền thống. Tổng lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ, thấp hơn 6% so với dự báo của chúng tôi, trong khi tổng doanh thu thuần đi ngang so với cùng kỳ.

Trong số các công ty này, chỉ có SAB ghi nhận lợi nhuận cao hơn dự báo, trong khi lợi nhuận của 5 công ty còn lại thấp hơn kỳ vọng.

MCH – lợi nhuận thấp hơn 17% so với dự báo

MCH bị ảnh hưởng nặng nề bởi sự gián đoạn của kênh bán hàng truyền thống trong Q2/2025 do kênh này đóng góp khoảng 83% doanh thu. Lợi nhuận thuần Q2/2025 giảm mạnh 24,5% so với cùng kỳ đạt 1.326 tỷ đồng, thấp hơn 17% so với dự báo của HSC ở mức 1.600 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 6.276 tỷ đồng, giảm 15% so với cùng kỳ. Doanh thu các nhóm sản phẩm chính giảm mạnh do quy định thuế mới đối với hệ kinh doanh đã làm gián đoạn kênh bán hàng truyền thống. Doanh thu của ba nhóm sản phẩm lớn nhất: gia vị, thực phẩm tiện lợi và nước uống đóng chai giảm mạnh lần lượt 21%, 12% và 26% so với cùng kỳ. Doanh thu cà phê và các sản phẩm chăm sóc gia đình & cá nhân tăng lần lượt 1,8% và 1,3%.

Bảng 1: Doanh thu thuần Q2/2025 & 6 tháng đầu năm 2025 của một số công ty ngành Tiêu dùng

Tổng doanh thu thuần đi ngang so với cùng kỳ trong Q2 và tăng 1% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
VNM	16,656	16,725	0.4%	30,768	29,659	-3.6%
SAB	8,086	6,804	-15.9%	15,270	12,615	-17.4%
MCH	7,388	6,276	-15.1%	13,968	13,764	-1.5%
QNS	2,820	2,956	4.8%	5,343	5,225	-2.2%
TLG	1,207	1,246	3.2%	2,016	2,040	1.2%
FRT	9,239	11,390	23.3%	18,281	23,060	26.1%
Total	45,396	45,396	0.0%	85,646	86,364	0.8%

Nguồn: Báo cáo tài chính của các công ty

Bảng 2: Lợi nhuận thuần Q2/2025 & 6 tháng đầu năm 2025 của một số công ty ngành Tiêu dùng

Tổng lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ trong Q2 và giảm 14% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	Q2/25 ước tính	Thực tế/Ước tính	6T24	6T25	% so với cùng kỳ
VNM	2,670	2,475	-7.3%	2,512	-1.5%	4,865	4,043	-16.9%
SAB	1,248	1,208	-3.3%	1,091	10.7%	2,246	2,001	-10.9%
MCH	1,757	1,326	-24.5%	1,600	-17.1%	3,402	2,912	-14.4%
QNS	691	546	-21.0%	640	-14.7%	1,223	938	-23.3%
TLG	242	223	-8.1%	247	-9.8%	331	302	-8.8%
FRT	27	119	343.7%	163	-27.2%	66	287	337.5%
Tổng	6,635	5,895	-11.2%	6,253	-5.7%	12,132	10,481	-13.6%

Nguồn: Báo cáo tài chính của các công ty

QNS – lợi nhuận thấp hơn 15% so với dự báo

KQKD Q2/2025 của QNS kém tích cực, chủ yếu do KQKD của mảng đường kém. Doanh thu thuần trong quý tăng 5% so với cùng kỳ đạt 2.956 tỷ đồng nhưng lợi nhuận thuần giảm 21% so với cùng kỳ đạt 546 tỷ đồng (thấp hơn 15% so với dự báo). Doanh thu đường giảm 10% so với cùng kỳ xuống 955 tỷ đồng do sản lượng tiêu thụ giảm 5%. Đối với sữa đậu nành, doanh thu tăng 16% so với cùng kỳ đạt 1.378 tỷ đồng chủ yếu do thay đổi cách ghi nhận chi phí khuyến mãi. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ trong quý tăng chỉ 3% so với cùng kỳ, với sản lượng tiêu thụ giảm trong tháng 6. Theo BLĐ, sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành trong tháng 6 giảm 2% so với cùng kỳ và tình hình thậm chí còn khó khăn hơn trong tháng 7.

TLG – lợi nhuận thấp hơn 10% so với dự báo

Doanh thu Q2/2025 của TLG đạt 1.245 tỷ đồng, chỉ tăng 3% so với cùng kỳ và thấp hơn 18% so với mục tiêu 1.516 tỷ đồng được chia sẻ tại hội thảo được tổ chức hồi tháng 6 của HSC, có thể do sự gián đoạn của kênh bán hàng truyền thống. Lợi nhuận thuần giảm 8% so với cùng kỳ xuống 223 tỷ đồng, thấp hơn 10% so với dự báo của HSC. Doanh thu trong nước giảm 2% so với cùng kỳ đạt 932 tỷ đồng trong khi doanh thu xuất khẩu phục hồi mạnh 21% so với cùng kỳ đạt 314 tỷ đồng.

FRT – lợi nhuận thấp hơn 27% so với dự báo

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của FRT tăng lần lượt 23% và 344% so với cùng kỳ, đạt 11.390 tỷ đồng và 119 tỷ đồng, thấp hơn 3% và 27% so với dự báo của HSC do KQKD của chuỗi nhà thuốc Long Châu kém hơn dự báo. So với Q1/2025, doanh thu thuần giảm 2% trong khi lợi nhuận giảm 44%.

Đáng lưu ý, mặc dù số lượng cửa hàng tăng 6% so với quý trước, doanh thu của chuỗi nhà thuốc Long Châu vẫn đi ngang, dẫn đến doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng giảm 8% xuống 1,2 tỷ đồng, đa phần do doanh thu thực phẩm chức năng giảm - đóng góp 25-30% tổng doanh thu - trước lo ngại của thị trường về hàng giả, mặc dù Long Châu không liên quan đến vấn đề này.

VNM – lợi nhuận thấp hơn 1% so với dự báo

Lợi nhuận thuần của VNM giảm 7% xuống 2.475 tỷ đồng trong khi doanh thu thuần chỉ tăng nhẹ 0,4% đạt 16.725 tỷ đồng, cả hai đều thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi. So với quý trước, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cải thiện lần lượt 29% và 58%, nhờ yếu tố mùa vụ và sự phục hồi vừa phải từ mức rất thấp trong Q1/2025.

Động lực tăng trưởng chính, doanh thu trong nước của công ty mẹ, tăng 4% so với cùng kỳ và 8% so với quý trước lên 12.301 tỷ đồng, phản ánh tác động tích cực từ chiến lược tái cấu trúc hệ thống phân phối và đội ngũ bán hàng trong Q1/2025, cũng như nhu cầu vững chắc đối với các thương hiệu sữa uy tín của VNM trong bối cảnh lo ngại ngày càng tăng về hàng giả.

Tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy bởi KQKD vững chắc trong tháng 4 và tháng 5, mặc dù vậy đà tăng trưởng có phần chậm lại trong tháng 6 do chính sách thuế mới đối với hộ kinh doanh ảnh hưởng đến kênh bán hàng truyền thống.

SAB – lợi nhuận cao hơn 11% so với dự báo

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q2/2025 giảm lần lượt 16% và 3% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, kết quả trên lần lượt cao hơn 2% và 11% so với kỳ vọng của chúng tôi. Doanh thu giảm so với cùng kỳ chủ yếu là do chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt tăng 23% so với cùng kỳ lên 2.944 tỷ đồng, vì Sabibeco đã trở thành công ty con của Công ty từ năm 2025 (SAB sở hữu 65% cổ phần).

Đáng chú ý là doanh thu gộp của bia, vốn không bị ảnh hưởng bởi việc thay đổi cách tính chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt, chỉ giảm nhẹ 1% xuống 9.321 tỷ đồng do sản lượng tiêu thụ giảm.

Tỷ suất lợi nhuận thuần (đã điều chỉnh sau khi thay đổi cách tính chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt) cải thiện nhẹ lên 12,4% (từ 11,9% trong Q2/2024).

Kênh bán hàng truyền thống bị gián đoạn do quy định thuế mới và kiểm soát hàng giả

Ngày 17/5/2025, Quốc hội đã ban hành Nghị quyết 198/2025/QH15, quy định các hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh phải ngừng phương pháp thuế khoán từ ngày 1/1/2026. Thay vào đó, các hộ kinh doanh này được yêu cầu nộp thuế dựa trên doanh thu thực tế theo Luật Quản lý thuế. Bắt đầu từ ngày 1/6/2025, khoảng 37.000 hộ kinh doanh có doanh thu hằng năm cao hơn 1 tỷ đồng phải sử dụng hóa đơn điện tử thông qua máy tính tiền điện tử kết nối với cơ quan thuế.

Trong Q2/2025, Chính phủ đã phát động một chiến dịch với quy mô toàn quốc nhằm kiểm soát hàng giả và hàng không rõ nguồn gốc - theo chỉ thị của Thủ tướng Phạm Minh Chính và tăng cường giám sát hàng hóa trước lo ngại thương mại với của Mỹ.

Tất cả những thay đổi này đã tác động đáng kể đến kênh bán hàng truyền thống, dẫn đến quyết định tạm thời đóng cửa và thu hẹp quy mô kinh doanh ở một số trường hợp. Kênh bán hàng truyền thống chủ yếu là các nhà bán lẻ và bán buôn nhỏ trước đây đóng thuế theo hình thức thuế khoán với hạn chế về chứng từ xuất xứ. Ngoài ra, nhiều cửa hàng ở kênh bán hàng truyền thống đã kinh doanh các sản phẩm giá rẻ hoặc chưa được xác minh nguồn gốc sản phẩm, bao gồm các mặt hàng giả mạo hoặc thiếu nguồn gốc xuất xứ rõ ràng.

Từ ngày 15/5/2025 đến ngày 15/6/2025, các đơn vị chức năng đã phát hiện hơn 3.100 vi phạm và phạt tiền lên đến hơn 63 tỷ đồng và tịch thu hàng hóa bất hợp pháp, bao gồm hàng giả như hàng xa xỉ, dược phẩm, mỹ phẩm và thực phẩm không rõ nguồn gốc. Đáng chú ý, 26 vụ việc có dấu hiệu vi phạm luật hình sự và đã được chuyển sang cơ quan điều tra - tăng 50% so với cùng kỳ.

Xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu đối với FRT, QNS và SAB.

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn