

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)
Nguyễn Thị Thanh Thư

Chuyên viên Phân tích cơ bản

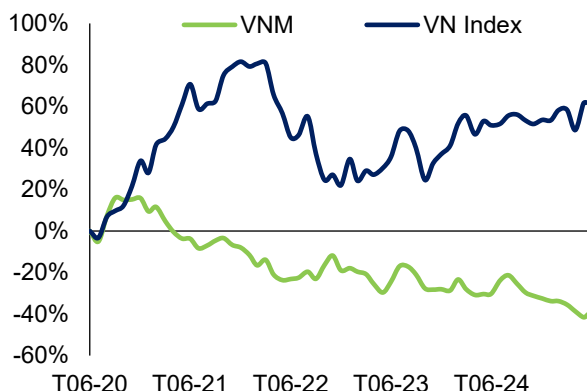
Email: thuntt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4311

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu VNM và VNIndex

Thông tin giao dịch (13/08/2026)

Giá hiện tại (VND/cp)	61.600
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	71.134
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	53.302
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	2.090
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	2.090
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	5.166.596
% sở hữu nước ngoài	49,6%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	128.741
P/E trailing 12 tháng (lần)	11,74
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	5.246

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Sữa Việt Nam
Địa chỉ	10 Tân Trào, P. Tân Mỹ, TP. Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Sản xuất kinh doanh sữa và các sản phẩm từ sữa
Chi phí chính	Sữa tươi nguyên liệu, sữa bột nhập khẩu, bao bì.
Lợi thế cạnh tranh	Nhận diện thương hiệu và danh mục sản phẩm đa dạng.
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu

 Giá hiện tại: **61.600**

 Giá mục tiêu: **71.600**

 Tăng/(giảm): **+16,3%**

Khuyến nghị

MUA
PHỤC HỒI TÍCH CỰC NHỜ TÁI ĐỊNH VỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VNM với giá mục tiêu là **71.600 VND/cp**, cao hơn **16,3%** so với giá đóng cửa ngày 13/08/2026 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

CTCP Sữa Việt Nam (HSX: VNM) là doanh nghiệp dẫn đầu ngành sữa Việt Nam về thị phần và đang trong giai đoạn phục hồi vị thế cạnh tranh nhờ chiến dịch tái định vị thương hiệu.

Khuyến nghị MUA cổ phiếu VNM dựa trên kỳ vọng đà tăng doanh thu tích cực ở cả thị trường nội địa và thị trường nước ngoài trong giai đoạn 2026 – 2030F. Cụ thể, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt tăng +5,3%/năm và +4,5%/năm ([chi tiết](#)). Trong đó:

➤ **Nội địa (77% doanh thu) – động lực từ xu hướng tiêu dùng vì sức khỏe & ưu tiên trải nghiệm và vị thế cạnh tranh duy trì** ([chi tiết](#))

Doanh thu dự phóng tăng +4,7% YoY năm 2026F và +4,6%/năm từ 2027 – 2030F. Kỳ vọng VNM duy trì vị thế cạnh tranh nhờ chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm giúp gia tăng thị phần ở mảng sữa chua & sữa bột và duy trì vị thế dẫn đầu ở mảng sữa đặc.

➤ **Nước ngoài (23% doanh thu) – tăng trưởng mạnh trong ngắn hạn và giảm tốc trong dài hạn.** ([chi tiết](#))

Doanh thu 2026 dự phóng tăng +26,1% YoY chủ yếu từ đà tăng của Angkormilk (+96,7% YoY) nhờ hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển tiêu dùng khỏi hàng Thái Lan tại Campuchia. Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu giảm tốc (+10,3% YoY và thấp hơn 11,6 đpt YoY) do gián đoạn vận tải tại Hormuz bởi xung đột giữa Mỹ - Iran leo thang.

Từ 2027 – 2030F, doanh thu kỳ vọng tăng +7,9%/năm dựa trên quan điểm thận trọng về tốc độ mở rộng thị phần của Angkormilk tại Campuchia và khả năng phục hồi tình hình vận tải tại Hormuz.

➤ **Biên lợi nhuận sau thuế 2026F dự phóng đạt 15,7% (+0,9 đpt YoY)** chủ yếu nhờ (1) chi phí sữa bột nhập khẩu bình quân giảm -4,1% YoY và (2) tỷ lệ chi phí bán hàng/DTT chỉ tăng nhẹ +0,1 đpt YoY khi chiến dịch tái định vị đã hoàn tất trong năm 2025. ([chi tiết](#))

CÁC YẾU TỐ THEO DÕI:

➤ **Biến động giá sữa bột thế giới** ([chi tiết](#))

➤ **Tình hình xung đột giữa Mỹ và Iran** ([chi tiết](#))

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Tới 2025, VNM có quy mô sản xuất sữa lớn nhất Việt Nam và xuất khẩu tới 63 thị trường; thông qua sở hữu 14 nhà máy sữa tại Việt Nam và 02 nhà máy sữa tại Campuchia và Mỹ.

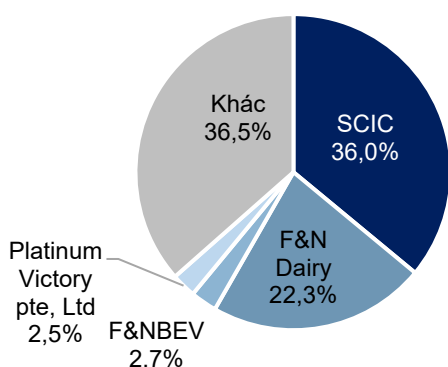
Nhìn chung, VNM đang dần phục hồi vị thế cạnh tranh nhờ chiến dịch tái định vị thương hiệu, sau giai đoạn 2020 – 2025 khi doanh thu của VNM bị chững lại do cạnh tranh ngành sữa tại Việt Nam gia tăng.

VNM công bố thông tin khá hạn chế về mặt số liệu chi tiết. Trong báo cáo này, chúng tôi đã phải ước tính và tổng hợp dữ liệu từ nguồn thứ ba (Tổng cục Hải quan, Euromonitor, ...) về cơ cấu chi phí giá vốn hàng bán, doanh thu nội địa phân theo các mảng kinh doanh, doanh thu xuất khẩu theo thị trường của VNM do thiếu thông tin.

Lịch sử hình thành và một số dấu mốc phát triển quan trọng

1976	• Thành lập Công ty Sữa - Cà Phê Miền Nam
1992	• Đổi tên thành Công ty Sữa Việt Nam
2003	• Cổ phần hóa và chuyển đổi thành CTCP Sữa Việt Nam
2006	• Niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng Khoán TP.HCM, mã CP: VNM
2007 - 2022	• Mở rộng quy mô qua đầu tư và thuê mua các nhà máy, trang trại trong và ngoài nước
2023 - 2025	• Ra mắt bộ nhận diện thương hiệu mới • Tái định vị thương hiệu • Tái cấu trúc kênh phân phối truyền thống

Biểu đồ 1. Cơ cấu cổ đông tại ngày 15/06/2026



Nguồn: FPTS tổng hợp

Cổ đông lớn nhất của VNM hiện nay là Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) với tỷ lệ nắm giữ 36,0%. Tiếp đến là F&N (thuộc tập đoàn Thai Beverage có trụ sở tại Thái Lan và hoạt động trong lĩnh vực thực phẩm – đồ uống) sở hữu 24,99% cổ phần VNM thông qua 2 doanh nghiệp F&N Dairy Investments và F&NBEV Manufacturing.

Cơ cấu doanh nghiệp

Tính đến hiện tại, VNM có 07 công ty con sở hữu trực tiếp, 03 công ty con sở hữu gián tiếp và 03 công ty liên doanh liên kết hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực chăn nuôi bò sữa, sản xuất và kinh doanh sữa & các sản phẩm từ sữa.

STT	Tên	Hoạt động chính	Tỷ lệ sở hữu
Các công ty con sở hữu trực tiếp			
1	Công ty TNHH Một Thành viên Bò Sữa Việt Nam	Chăn nuôi bò sữa	100%
2	Công ty TNHH Một Thành viên Bò Sữa Thống Nhất Thanh Hóa	Sản xuất sữa và chăn nuôi gia súc	100%
3	Driftwood Dairy Holding Corporation	Sản xuất và kinh doanh sữa	100%
4	Angkor Dairy Products Co., Ltd.	Sản xuất và kinh doanh sữa	100%
5	Công ty Cổ phần Đường Việt Nam	Sản xuất và tinh luyện đường	65%
6	Lao-Jagro Development Xiengkhouang Co., Ltd.	Chăn nuôi bò sữa và kinh doanh sản phẩm nông nghiệp	92,01%
7	Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam - Công ty Cổ phần	Sản xuất, chăn nuôi, chế biến và kinh doanh các sản phẩm từ thịt gia súc và gia cầm	68,94%
Các công ty con sở hữu gián tiếp thông qua Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam			
1	Công ty Cổ phần Giống Bò sữa Mộc Châu	Chế biến sữa và các sản phẩm từ sữa	49,73%
2	Công ty TNHH Chăn nuôi Việt Nhật	Sản xuất, chăn nuôi, chế biến và kinh doanh các sản phẩm từ thịt bò	35,16%
Công ty con sở hữu gián tiếp thông qua Công ty TNHH Chăn nuôi Việt Nhật			
1	Công ty TNHH JV Meat	Chế biến các sản phẩm từ thịt bò	24,61%
Công ty liên doanh, liên kết trực tiếp			
1	Taupomh Limited	Sản xuất sữa	13,6%
2	Công ty Cổ phần APIS	Kinh doanh nguyên liệu thực phẩm	20,0%
3	Công ty Cổ phần Chế biến Dừa Á Châu	Sản xuất và kinh doanh mặt hàng từ dừa	24,96%

Nguồn: VNM

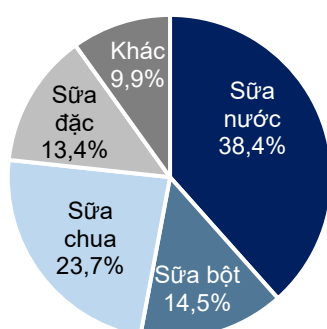
Tổng quan hoạt động kinh doanh

VNM hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh sữa & các sản phẩm từ sữa. Các thị trường tiêu thụ chính của VNM bao gồm:

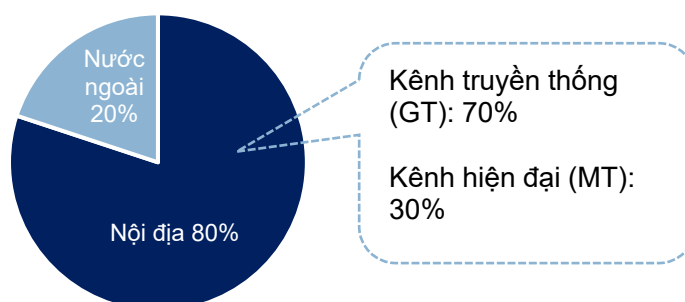
- Thị trường nội địa (80% doanh thu 2025): trong đó, ước tính 70% doanh thu nội địa đến từ kênh phân phối truyền thống (các tiệm tạp hóa và điểm phân phối nhỏ lẻ), 30% đến từ kênh hiện đại (siêu thị, cửa hàng tiện lợi, sàn thương mại điện tử và các cửa hàng Vinamilk). Các nhóm ngành chính gồm sữa nước, sữa chua, sữa bột và sữa đặc (chiếm ~90% doanh thu nội địa 2025).

- Thị trường nước ngoài (20% doanh thu 2025): bao gồm Hoạt động xuất khẩu (chiếm ~11,2% doanh thu 2025) và Chi nhánh của VNM ở nước ngoài (chiếm ~8,8%). Trong hoạt động xuất khẩu, thị trường xuất khẩu chủ lực của VNM là Iraq (chiếm ~68% doanh thu xuất khẩu 2025).

Biểu đồ 2. Bốn nhóm ngành chính chiếm ~90% doanh thu nội địa VNM năm 2025



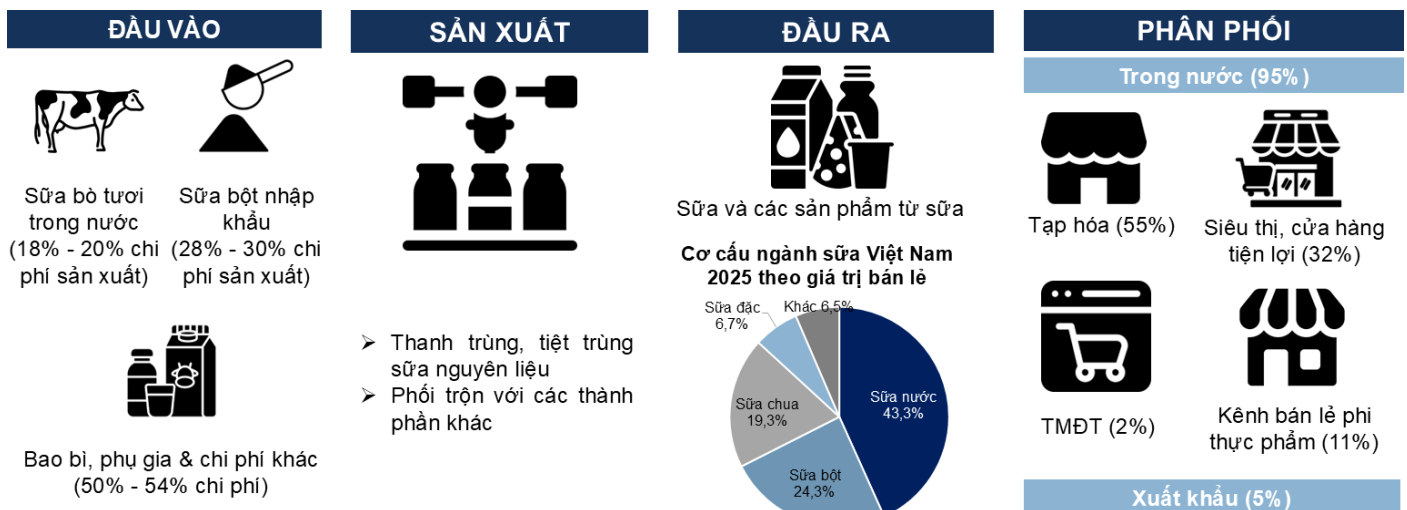
Biểu đồ 3. Thị trường nội địa là khu vực tiêu thụ chính trong đó kênh truyền thống chiếm ~70% doanh thu 2025



Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp và ước tính

II. TỔNG QUAN NGÀNH SỮA VIỆT NAM

Hình 1. Chuỗi giá trị ngành sữa Việt Nam



Nguồn: FPTs Research

*Lưu ý: Cơ cấu chi phí đầu vào được ước tính dựa trên số liệu của VNM chiếm ~40% thị phần ngành sữa Việt Nam

Về đầu vào, các sản phẩm sữa của Việt Nam được sản xuất từ 02 nguyên liệu chính là sữa bò tươi nội địa và sữa bột nhập khẩu, ước chiếm khoảng 46 – 50% chi phí sản xuất.

Với **sữa bò tươi**, tính đến năm 2024, quy mô bò sữa của Việt Nam đạt ~335 nghìn con, cung ứng khoảng 1,3 triệu lít sữa nguyên liệu và đáp ứng khoảng 56% nhu cầu sản xuất trong nước. Tăng trưởng quy mô đàn bò sữa có xu hướng chững lại kể từ năm 2020 đến nay (+0,4%/năm so với mức +10,6%/năm của giai đoạn 2010 – 2019) do những khó khăn về đất đai, chăn nuôi nông hộ suy giảm và chi phí sản xuất cao.

Với **sữa bột nhập khẩu**, sản phẩm này được dùng làm nguyên liệu bổ sung để sản xuất các sản phẩm sữa. Các loại sữa bột nhập khẩu chủ yếu gồm sữa bột gầy (Skim milk powder - SMP) và sữa bột nguyên kem (Whole milk powder - WMP) từ các quốc gia sản xuất sữa bột lớn trên thế giới gồm New Zealand, Mỹ và Úc (~48% kim ngạch nhập khẩu). Hiện nay, các doanh nghiệp sữa lớn tại Việt Nam như Vinamilk, FrieslandCampina, IDP, Nestle, Nutifood,... đều sử dụng sữa bột làm nguyên liệu bổ sung khi sản xuất các sản phẩm sữa chua, sữa đặc, sữa dinh dưỡng để (1) bù đắp việc hạn chế nguồn cung sữa tươi trong nước và (2) đặc tính dễ bảo quản, ít hư hỏng và giúp đảm bảo tính ổn định của sản phẩm.

Chúng tôi cho rằng, **việc sử dụng 2 nguyên liệu sữa trên mang tính đánh đổi**. Sản xuất sử dụng hoàn toàn từ sữa bò tươi giúp các doanh nghiệp đón đầu xu hướng gia tăng tiêu dùng ở phân khúc sản phẩm cao cấp. Tuy vậy nguồn cung sữa tươi nội địa đang bị hạn chế do những khó khăn về đất đai khiến các doanh nghiệp khó mở rộng đàn bò nhanh chóng. Ngược lại, sử dụng bổ sung sữa bột nguyên liệu giúp các doanh nghiệp tiếp cận đa dạng tệp khách hàng (bình dân, trung cấp) và đảm bảo được nguồn cung nguyên liệu đầu vào.

Về sản xuất, sữa bò tươi và sữa bột nguyên liệu sẽ được tiệt trùng/thanh trùng, sau đó phối trộn với các thành phần cần thiết khác như đường, phụ gia, các vitamin, khoáng chất,... để sản xuất sữa thành phẩm. Ngành sản xuất sữa đòi hỏi phải đầu tư vốn lớn để xây dựng nhà xưởng, trang bị nhiều loại máy móc, thiết bị,... bởi mỗi ngành hàng (sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc, các sản phẩm từ sữa khác) yêu cầu dây chuyền sản xuất khác nhau. Hiện nay, hầu hết các nhà máy sữa lớn tại Việt Nam đều nhập khẩu nhiều loại dây chuyền tự động và bán tự động hiện đại từ các quốc gia có ngành sữa phát triển như Thụy Điển, Đan Mạch, Đức và Thụy Sĩ giúp các doanh nghiệp sản xuất đa dạng ngành hàng. Như vậy, **rào cản về công nghệ và quy mô sản xuất định hình nên một thị trường sữa tại Việt Nam với mức độ tập trung cao và thị phần chủ yếu được nắm giữ bởi các thương hiệu sữa lớn trong và ngoài nước.**

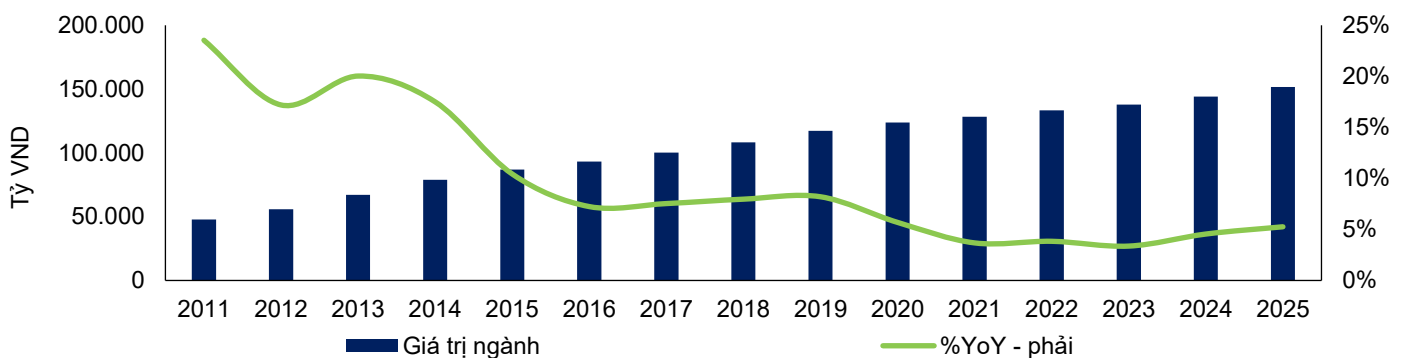
Về đầu ra, các sản phẩm sữa chính gồm: sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các sản phẩm từ sữa khác (phô mai, bơ, kem,...). Trong đó ước tính khoảng 95% được tiêu thụ trong nước và chỉ khoảng 5% là xuất khẩu. Các sản phẩm sữa trong nước được phân phối chủ yếu qua kênh cửa hàng tạp hóa nhỏ lẻ (~55% giá trị ngành) và kênh siêu thị & cửa hàng tiện lợi (32%), còn lại qua kênh bán lẻ phi thực phẩm (11%) như chuỗi cửa hàng mẹ

và bé, cửa hàng tiện ích tổng hợp, ... và trên các sàn thương mại điện tử (~2%). Giai đoạn 2019 – 2025, **xu hướng chuyển dịch sang các kênh phân phối hiện đại gia tăng do nhu cầu mua sắm tiện lợi của người tiêu dùng khi tốc độ đô thị hóa ngày càng cao**. Tăng trưởng doanh thu của kênh siêu thị & cửa hàng tiện lợi đạt +8,3%/năm (cao hơn 5,7 đpt và 5,3 đpt so với tăng trưởng của kênh tạp hóa và kênh bán lẻ phi thực phẩm). Kênh thương mại điện tử mặc dù chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong doanh thu toàn ngành nhưng đang có tốc độ tăng trưởng doanh thu mạnh nhất +22,2%/năm.

1. Tăng trưởng giá trị ngành sữa giảm tốc, nhu cầu tiêu thụ phân hóa giữa các nhóm ngành

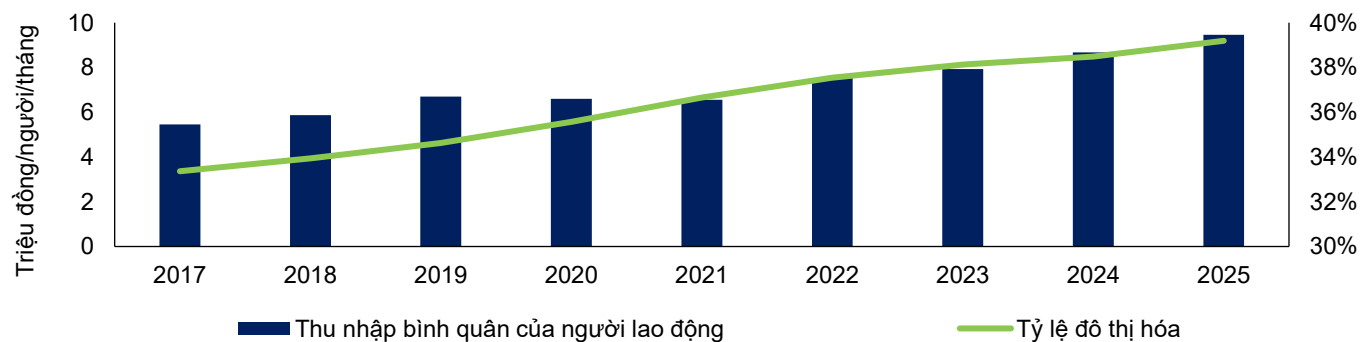
Ngành sữa Việt Nam bước vào giai đoạn trưởng thành với tăng trưởng giá trị bán lẻ giảm tốc trong giai đoạn 2011 – 2025 khi độ phủ sản phẩm của sữa và các sản phẩm từ sữa đã cao. Do đó, động lực tăng trưởng của ngành đã chuyển dịch từ tiêu thụ thiên về lượng (đáp ứng nhu cầu dinh dưỡng cơ bản) sang xu hướng tiêu dùng trải nghiệm và cá nhân hóa nhu cầu qua đa tầng của nhóm sản phẩm giá trị gia tăng và sản phẩm chú trọng sức khỏe. Điều này được hỗ trợ bởi tốc độ đô thị hóa và thu nhập gia tăng làm thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng.

Biểu đồ 4. Ngành sữa Việt Nam bước vào giai đoạn trưởng thành với tăng trưởng giá trị ngành giảm tốc giai đoạn 2011 – 2025



Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 5. Thu nhập bình quân của người lao động cùng tốc độ đô thị hóa tại Việt Nam gia tăng trong giai đoạn 2017 – 2025



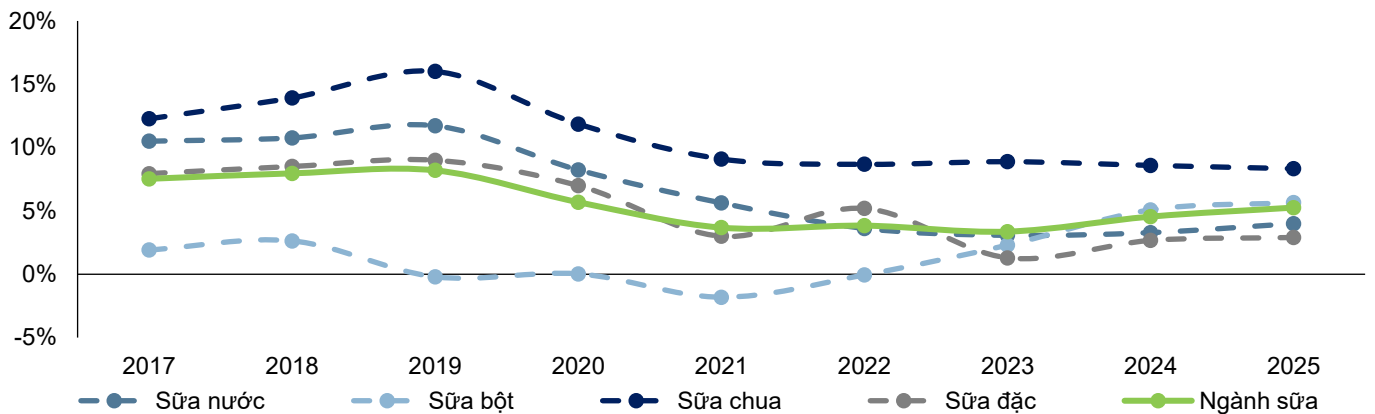
Nguồn: Cục thống kê, FPTS tổng hợp

Tăng trưởng giá trị ngành sữa Việt Nam có sự phân hóa giữa các nhóm ngành do gia tăng xu hướng tiêu dùng vì sức khỏe và ưu tiên trải nghiệm. Theo khảo sát, khoảng 50% người tiêu dùng Việt Nam cho rằng sức khỏe thể chất & tinh thần là ưu tiên hàng đầu của họ hiện nay (khảo sát tháng 2/2025 của Ac Nielsen), với 49% muốn tăng ngân sách cho mảng này và chỉ có 6% có ý định cắt giảm (khảo sát tháng 6/2025 Euromonitor). Trong đó, có tới 78% người tiêu dùng Việt Nam đang tìm kiếm và sẵn sàng chi trả cho các loại thực phẩm có bổ trợ sức khỏe & dinh dưỡng (khảo sát tháng 6/2025 Euromonitor). Mặt khác, người tiêu dùng không chỉ tìm kiếm giá trị dinh dưỡng mà còn quan tâm nhiều hơn đến trải nghiệm sản phẩm theo sở thích cá nhân và sự tiện lợi (sử dụng nhanh chóng và dễ dàng), đáp ứng lối sống bận rộn tại đô thị. Các xu hướng này thúc đẩy đa tầng tăng trưởng tích cực ở mảng sữa chua, trong khi mảng sữa nước và sữa bột có sự dịch chuyển từ tiêu thụ thiên về lượng sang nhóm sản phẩm cao cấp và sản phẩm giá trị gia tăng. Cụ thể:

- Mảng sữa nước (43% giá trị ngành, 38% doanh thu nội địa VNM): Doanh thu bán lẻ tăng +3,5%/năm giai đoạn 2022 – 2025, nhờ tăng trưởng của nhóm sản phẩm giá trị gia tăng (bổ sung hương vị) và sản phẩm cao cấp, mặc dù vẫn thấp hơn 0,9 đpt so với tăng trưởng ngành. Sản lượng tiêu thụ sữa nước gần như đi ngang từ năm 2022 do thị trường dần bão hòa.

- Mảng sữa chua (~19% giá trị ngành, 24% doanh thu nội địa VNM): Doanh thu duy trì đà tăng cao hơn so với ngành trong giai đoạn 2017 – 2025 (+10,6%/năm và cao hơn 5,3 đpt tăng trưởng ngành) nhờ sản phẩm gắn liền với sức khỏe đường ruột và hệ miễn dịch giúp hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng trên.
- Mảng sữa bột (~24% giá trị ngành, 15% doanh thu nội địa VNM): Doanh thu tăng tốc và đạt +4,3%/năm từ 2023 – 2025 (tương đương tăng trưởng ngành) nhờ xu hướng cao cấp hóa bởi thay đổi nhận thức dinh dưỡng cho trẻ nhỏ từ nuôi dưỡng cơ bản sang khoa học và khắt khe hơn. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ ước giảm -0,1%/năm do tỷ lệ sinh giảm và các chính sách khuyến khích sử dụng sữa mẹ của Nhà nước.
- Riêng mảng sữa đặc (~7% giá trị ngành, 13% doanh thu nội địa VNM) vốn chủ yếu dùng làm nguyên liệu pha chế/chế biến thay vì tiêu dùng trực tiếp: Doanh thu tăng trưởng thấp hơn bình quân 2,0 đpt so với ngành kể từ năm 2023 do xu hướng tiêu dùng thận trọng và tiết giảm chi tiêu đối với ngành đồ uống.

Biểu đồ 6. Tăng trưởng (YoY) giá trị bán lẻ ngành sữa của Việt Nam có sự phân hóa giữa các nhóm ngành

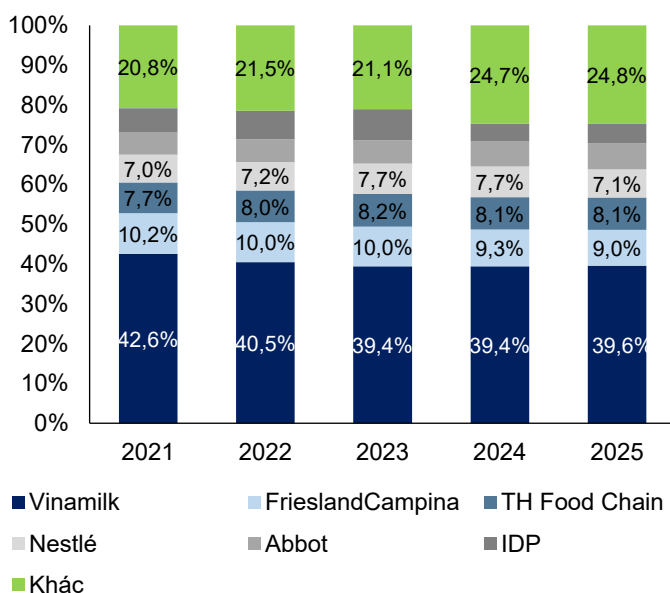


Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

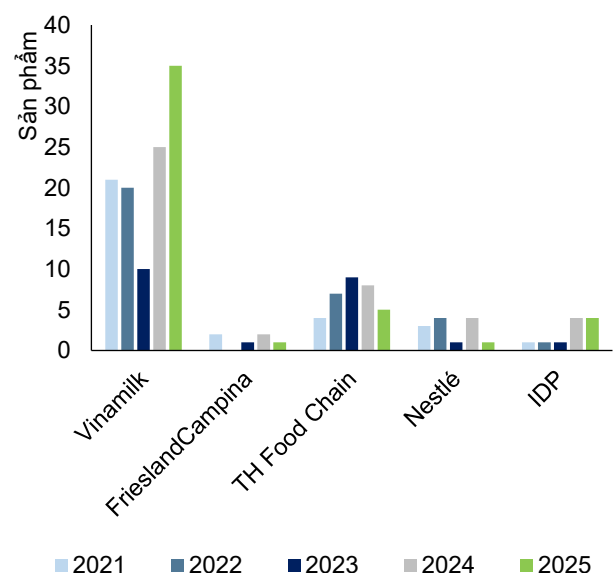
2. Thị hiếu người tiêu dùng phân hóa mạnh làm gia tăng mức độ cạnh tranh trong ngành sữa Việt Nam

Mức độ cạnh tranh trong ngành ngày càng gia tăng do (1) nhu cầu tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa chậm lại và (2) thị hiếu tiêu dùng ngày càng phân hóa theo mục đích sử dụng, khả năng chi trả, và kỳ vọng dinh dưỡng. Xu hướng này tạo điều kiện cho các thương hiệu chuyên biệt phát triển ở những phân khúc ngách, qua đó gia tăng áp lực cạnh tranh đối với nhóm doanh nghiệp dẫn đầu. Vì vậy, các doanh nghiệp này có xu hướng đẩy mạnh mở rộng danh mục sản phẩm giai đoạn 2021 – 2025 nhằm đáp ứng xu hướng tiêu dùng trên và củng cố vị thế cạnh tranh.

Biểu đồ 7. Thị phần bán lẻ sữa và các sản phẩm từ sữa của nhóm doanh nghiệp đầu ngành tại Việt Nam có xu hướng thu hẹp trong giai đoạn 2021 – 2025



Biểu đồ 8. Các doanh nghiệp lớn gia tăng mở rộng danh mục sản phẩm giai đoạn 2021 – 2025



Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

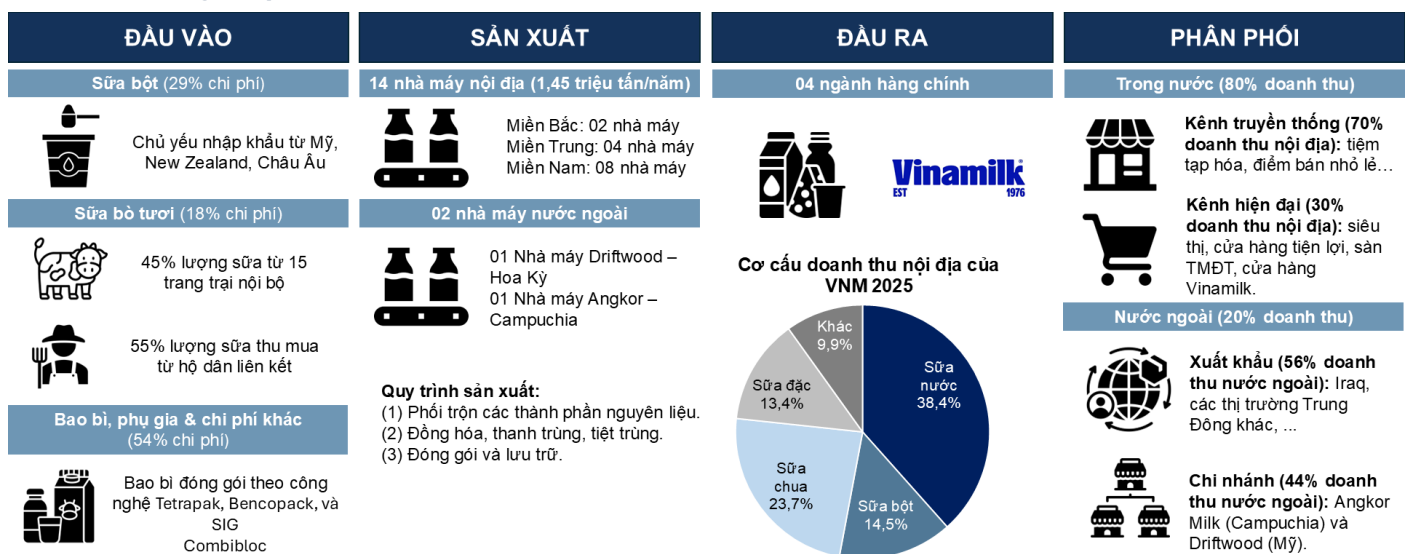
III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Giai đoạn 2021 – 2025, kết quả kinh doanh của VNM kém khả quan. Doanh thu thuần tăng +1,1%/năm, trong đó thị trường nội địa (~83% doanh thu) gần như đi ngang do nhu cầu tiêu thụ sữa tại Việt Nam chậm lại, cạnh tranh trong ngành khốc liệt và tái cấu trúc kênh phân phối trong Q1/2025 làm gián đoạn tiêu thụ. Ngược lại, thị trường nước ngoài (~17% doanh thu) ghi nhận đà tăng tích cực +6,9%/năm với động lực tăng trưởng đến từ cả hoạt động xuất khẩu và chi nhánh nước ngoài. Lợi nhuận sau thuế giảm -3,0%/năm chủ yếu do áp lực từ sự gia tăng chi phí sữa nguyên liệu.

Trong 1H2026, kết quả kinh doanh của VNM ghi nhận phục hồi tích cực. Doanh thu thuần tăng +17,8% YoY, trong đó thị trường nội địa tăng +12,4% từ mức nền thấp cùng kỳ nhờ kênh phân phối truyền thống đã hoạt động ổn định sau giai đoạn tái cấu trúc (Q1/2025) và thị phần cải thiện nhờ vị thế cạnh tranh phục hồi sau tái định vị. Thị trường nước ngoài tiếp tục ghi nhận mức tăng cao +39,1% YoY, trong đó mảng xuất khẩu +16,2% YoY nhờ nhu cầu nhập khẩu sữa bột gia tăng tại Trung Đông. Doanh thu chi nhánh tăng +70,5% YoY nhờ hưởng lợi từ khoảng trống thị trường do người tiêu dùng Campuchia tẩy chay hàng Thái Lan sau cuộc xung đột biên giới giữa hai nước. Lợi nhuận sau thuế tăng +38,4% YoY với BLNST tăng +2,4 đpt YoY chủ yếu nhờ chi phí sữa bột giảm giúp BLNG tăng +2,1 đpt YoY.

Chuỗi giá trị sản xuất sữa của VNM

Hình 2. Chuỗi giá trị sản xuất sữa của VNM năm 2025



Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp và ước tính

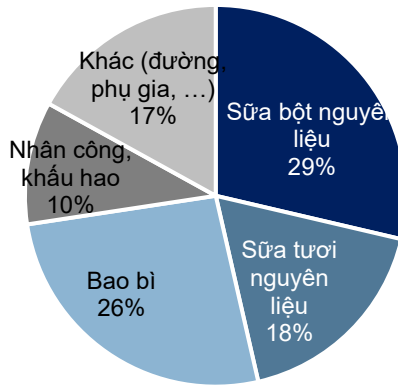
Đầu vào: VNM sử dụng cả 2 nguyên liệu sữa tươi nội địa và sữa bột nhập khẩu (chiếm lần lượt 18% và 29% cơ cấu chi phí sản xuất). Với đặc thù chiến lược đa dạng ngành hàng, phân khúc và nhắm đến nhiều đối tượng khách hàng, chúng tôi đánh giá việc sử dụng nguyên liệu sữa bột nhập khẩu mang tính tối ưu cho VNM. Lựa chọn này giúp đảm bảo tính linh hoạt trong sản xuất nhằm phù hợp với từng phân khúc khách hàng. Mặt khác, xét về khía cạnh nguồn cung, do lượng sữa tươi trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ cùng với việc khó bảo quản cho vận chuyển đường xa, nên việc sử dụng nguyên liệu sữa bột nhập khẩu giúp VNM đảm bảo được nguồn cung nguyên liệu. Với các chi phí bao bì & phụ gia, do sự hạn chế về mặt thông tin, chúng tôi chưa thể đưa ra nhận định về ảnh hưởng của biến động chi phí các nguyên liệu trên.

Sản xuất: VNM hiện là doanh nghiệp có quy mô sản xuất sữa lớn nhất Việt Nam với 14 nhà máy nội địa tổng công suất ước tính ~1,45 triệu tấn sản phẩm/năm (khả năng cung ứng ~57% tổng nhu cầu tiêu thụ sữa trong nước). Bên cạnh các nhà máy trong nước, VNM cũng sở hữu 02 nhà máy sữa tại nước ngoài là Angkor Milk tại Campuchia và Driftwood tại Mỹ.

Đầu ra & phân phối: Danh mục sản phẩm của VNM đa dạng gồm 04 ngành hàng chính với danh mục ước tính hơn 300 SKUs (Stock Keeping Unit) sản phẩm phù hợp với nhiều đối tượng khách hàng. Các sản phẩm của VNM chủ yếu tiêu thụ trong nước với 80% doanh thu đến từ thị trường nội địa. Khoảng 20% được VNM xuất khẩu và tiêu thụ tại các chi nhánh nước ngoài.

1. Đầu vào: Phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu sữa bột nhập khẩu biến động giá lớn

Biểu đồ 9. Sữa nguyên liệu chiếm ~46% giá vốn sản xuất sữa của VNM năm 2025



Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp và ước tính

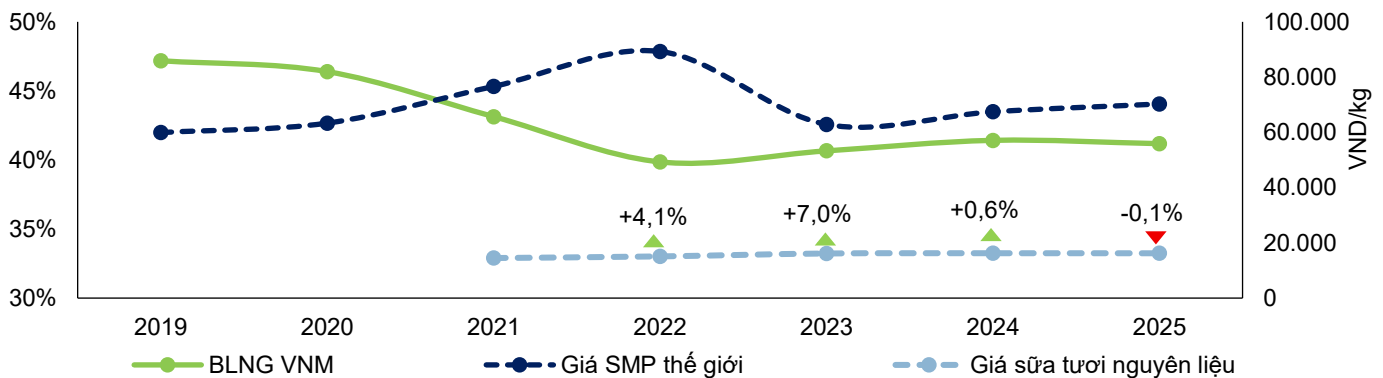
Sữa nguyên liệu và bao bì chiếm ~73% cơ cấu giá vốn của VNM năm 2025. Trong đó, sữa bột nguyên liệu (~29%) chủ yếu phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu có biến động giá lớn. Đối với sữa tươi nguyên liệu (~18%), khoảng 55% sản lượng được thu mua từ các hộ nông dân liên kết và 45% từ các trang trại nội bộ của doanh nghiệp. Giá sữa tươi nguyên liệu gần như đi ngang trong giai đoạn 2024 – 2025 nhờ giá thức ăn chăn nuôi duy trì giảm từ mức đỉnh 2022. Với bao bì (~26%), VNM mua bao bì giấy, nhựa, thiếc, ... từ nguồn nội địa và nguồn nhập khẩu. Tuy vậy, do hạn chế về thông tin, chúng tôi chưa thể đưa ra nhận định cũng như theo dõi biến động giá bao bì ảnh hưởng đến BLNG của VNM.

1.1. Sữa bột nhập khẩu (~29% chi phí giá vốn): biến động giá sữa bột gây ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận gộp của VNM

Giá sữa bột gầy (SMP) thế giới ảnh hưởng đến BLNG của VNM do ước tính chiếm ~21% cơ cấu chi phí giá vốn, tuy nhiên thường có độ trễ do doanh nghiệp thường đặt hàng và chốt trước giá sữa bột cho khoảng 1 – 2 quý sản xuất nhằm đảm bảo ổn định nguồn cung nguyên liệu đầu vào. Sữa bột gầy chủ yếu nhập từ các thị trường lớn như Châu Âu, Mỹ và Úc.

Bên cạnh đó, chi phí sữa tươi nguyên liệu chiếm ~18% giá vốn của VNM và gần như đi ngang trong giai đoạn 2024 – 2025 nhờ giá thức ăn chăn nuôi duy trì giảm từ mức đỉnh 2022 ([chi tiết](#)).

Biểu đồ 10. Biến động giá sữa bột gây thế giới ảnh hưởng đến BLNG của VNM giai đoạn 2019 – 2025



Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp và ước tính

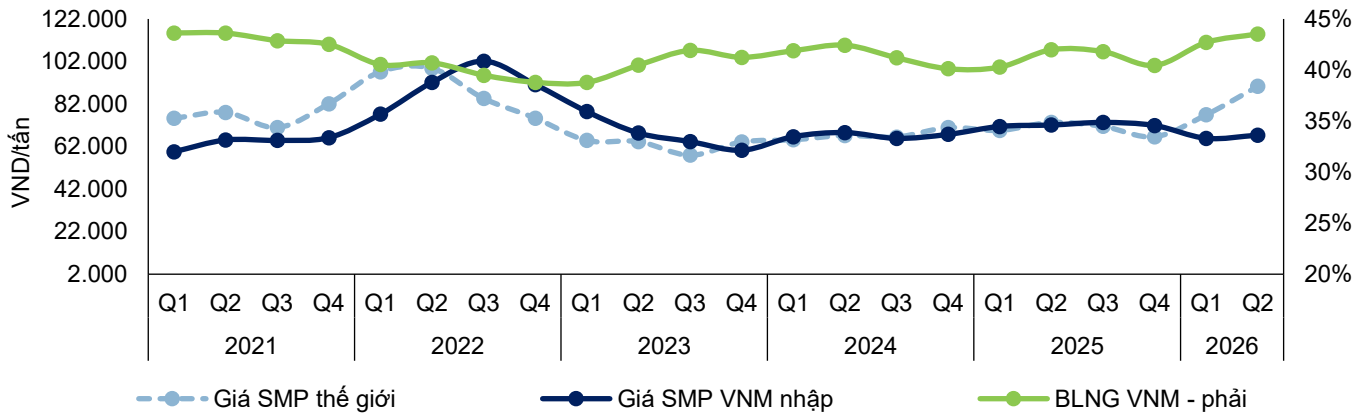
*Lưu ý: Dữ liệu giá sữa tươi nguyên liệu bắt đầu từ 2021

Năm 2025, BLNG của VNM giảm 0,2 đpt YoY (đạt 41,2%) chủ yếu do chi phí sữa bột ước tăng +8,6% YoY, ảnh hưởng bởi việc chốt giá sữa bột đầu vào tại vùng giá cao (+3,6% YoY) và tỷ giá tăng +3,7% YoY.

Trong 1H2026, BLNG của VNM phục hồi tích cực +2,1 đpt YoY (đạt 43,1%) nhờ chi phí sữa bột ước giảm 7,2% YoY (đã bao gồm tác động của tỷ giá). Việc đặt hàng và chốt giá tại vùng giá thấp Q4/2025 giúp chi phí sữa bột giảm và giúp VNM tránh được tác động mạnh từ đợt tăng giá sữa bột toàn cầu trong nửa đầu năm 2026. Trong 1H2026, giá sữa bột gầy tăng mạnh +14,7% YoY chủ yếu do ảnh hưởng bởi các yếu tố mang tính đột ngột và ngắn hạn. Trong khi đó sản xuất sữa nguyên liệu của các khu vực xuất khẩu lớn vẫn ghi nhận tăng trưởng tích cực (EU tăng +3,8% YoY, New Zealand tăng +5,4% YoY, US tăng +2,8% YoY) nhờ tình hình thời tiết thuận lợi. Cụ thể:

- (1) Nhu cầu sữa bột gia tăng đột ngột. Trong bối cảnh kỳ vọng giá thấp kéo dài, nhiều người mua chưa chốt đủ nhu cầu kỳ hạn, từ đó dẫn đến hoạt động mua bù vị thế khi giá đảo chiều (theo Tổ chức phát triển ngành nông nghiệp Vương quốc Anh).
- (2) Gián đoạn nguồn cung xuất khẩu tại Iran (quốc gia xuất khẩu sữa bột thứ 4 thế giới và chủ yếu cung cấp cho thị trường Trung Đông) do ảnh hưởng từ xung đột giữa Iran và Mỹ.

Biểu đồ 11. Ảnh hưởng của biến động giá sữa bột gây lên BLNG của VNM có độ trễ do chính sách đặt hàng và chốt trước giá khoảng 1 – 2 quý sản xuất

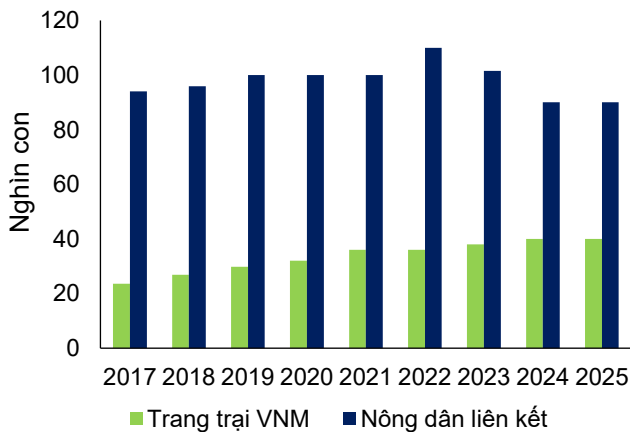


Nguồn: FPTTS tổng hợp và ước tính

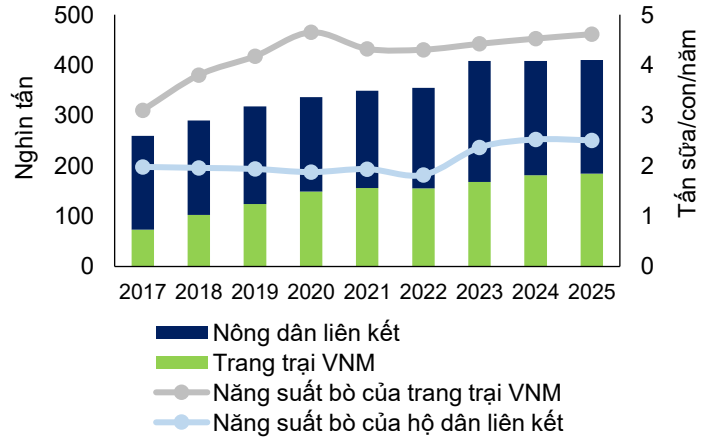
1.2. Sữa bò tươi (18% chi phí giá vốn): gia tăng quy mô đàn bò nội bộ tuy vậy đã mở rộng đang dần hạn chế

Giai đoạn 2017 – 2025, quy mô tổng đàn bò của VNM tăng trưởng ở mức thấp +1,3%/năm và đạt 130 nghìn con (chiếm ~39% đàn bò sữa cả nước) năm 2025. Trong đó, doanh nghiệp chủ yếu tập trung mở rộng đàn bò nội bộ thông qua phát triển 15 trang trại trải khắp cả nước với quy mô đàn tăng +6,8%/năm cùng giai đoạn. Ngược lại, đàn bò liên kết với các hộ nông dân trong 2017 – 2021 và có xu hướng thu hẹp từ 2023 đến nay.

Biểu đồ 12. Tổng quy mô đàn bò sữa của VNM có xu hướng giảm kể từ 2023



Biểu đồ 13. Sản lượng sữa bò nguyên liệu của VNM có xu hướng chững lại từ năm 2023



Nguồn: VNM, FPTTS tổng hợp

- (1) Với đàn bò nội bộ, chúng tôi đánh giá việc tập trung phát triển và mở rộng của VNM nhất quán với một trong những định hướng phát triển sản phẩm của doanh nghiệp là chiến lược cao cấp hóa gắn với giá trị dinh dưỡng. Chiến lược này dẫn đến yêu cầu về chất lượng sữa tươi nguyên liệu của VNM ngày càng khắt khe hơn. Mô hình chăn nuôi liên kết khiến VNM khó đồng bộ về quy trình chăn nuôi và chất lượng sữa nguyên liệu. Ngoài ra, nguồn cung từ nông hộ thường kém bền vững đặc biệt trong những giai đoạn giá thức ăn thô (~60 -70% chi phí sản xuất sữa) tăng cao và thời tiết nắng nóng ảnh hưởng đến năng suất của bò. Mở rộng đàn bò nội bộ giúp VNM áp dụng đồng bộ công nghệ chăn nuôi tiên tiến (công nghệ làm mát chuồng, cá nhân hóa chăm sóc bằng chip điện tử,...) nhằm kiểm soát chất lượng sữa và nâng năng suất đàn bò. Sản lượng sữa nguyên liệu từ trại nội bộ tăng +12,2%/năm và cao hơn 5,4 đpt so với mức tăng quy mô đàn. Mặt khác, còn giúp doanh nghiệp tối ưu chi phí sản xuất khi giá sữa nguyên liệu tại trại nội bộ ước tính thấp hơn khoảng 15 – 18% so với giá thu mua từ hộ dân liên kết.
- (2) Với đàn bò liên kết, VNM tăng cường các biện pháp hỗ trợ như cung cấp giống & thức ăn chăn nuôi chất lượng cao, tư vấn kỹ thuật & công nghệ chăn nuôi cho các hộ nông dân nhằm gia tăng năng suất bò sữa. Do đó, mặc dù từ 2023 quy mô đàn có xu hướng giảm rõ rệt, năng suất bò sữa vẫn ghi nhận sự tăng trưởng đáng kể từ 2023 và duy trì ở mức cao.

Hiện nay, VNM tiếp tục chiến lược mở rộng quy mô đàn bò nội bộ thông qua triển khai phát triển các dự án trang trại. Trong Q2/2026, VNM đã đưa vào vận hành trang trại Mộc Châu và dự kiến giúp sản lượng sữa tươi từ trại nội bộ tăng +10,8% so với 2025. Đồng thời doanh nghiệp cũng tiến hành khởi công mở rộng quy mô 02 trang trại trong thời gian này. Chúng tôi ước tính các trang trại này hoàn thành và đi vào hoạt động dự kiến giúp sản lượng sữa tươi nội bộ tăng +48,1% so với năm 2025.

Tuy vậy, hiện VNM đang gặp rào cản khi khó tìm được quỹ đất sạch và rộng trong quá trình xây dựng trang trại và mở rộng quy mô đàn bò. Với mô hình chăn nuôi bò sữa tập trung của các doanh nghiệp lớn, diện tích dành cho vùng trồng thức ăn thô xanh thường chiếm tới 70% – 80% tổng diện tích trang trại nhằm đảm bảo nguồn dinh dưỡng tươi và liên tục cho đàn bò. Tuy vậy, việc quy hoạch các vùng trồng cỏ chăn nuôi tập trung tại Việt Nam hiện tương đối hạn chế. Do đặc điểm đất nông nghiệp của Việt Nam thường manh mún, phân tán và chủ yếu ưu tiên trồng lúa và các cây trồng có giá trị kinh tế cao hơn (diện tích trồng lúa và cây lâu năm chiếm 75% tổng diện tích đất sản xuất nông nghiệp). Do đó, trong dài hạn đà mở rộng quy mô đàn bò nội bộ của doanh nghiệp đang dần hạn chế.

Bảng 1. Các dự án mở rộng trang trại của VNM trong năm 2026

Tên dự án	Tổng quy mô bò sữa (con)	Sản lượng sữa dự kiến (nghìn tấn/năm)*	Cập nhật tiến độ dự án
Dự án trang trại bò sữa Mộc Châu	4.000	21	Đã đưa vào vận hành trong Q2/2026
Dự án mở rộng quy mô Trang trại bò sữa Tây Ninh thêm 8.000 con	16.000	45	Đã khởi công trong Q2/2026 và dự kiến đưa vào vận hành từ 2028
Dự án mở rộng quy mô Trang trại bò sữa Bình Định	4.000	23	Đã khởi công trong Q2/2026
Dự án trang trại tại công ty con Angkormilk	N/A	N/A	Đã nhận được chấp thuận chủ trương của chính phủ về việc cho thuê 592 ha đất. Chưa giải ngân do thủ tục đầu tư kéo dài hơn dự kiến.

Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp và ước tính

*Lưu ý: sản lượng quy đổi từ lít ra kg dựa trên khối lượng riêng của sữa nguyên chất

2. Sản xuất: Quy mô sản xuất lớn nhất Việt Nam với sự hiện diện ở hầu hết các ngành hàng

Vinamilk hiện là doanh nghiệp có quy mô sản xuất sữa lớn nhất Việt Nam với 14 nhà máy sữa (tổng công suất ước tính ~1,45 triệu tấn sản phẩm/năm) trải dài từ Bắc vào Nam giúp thuận tiện cung ứng sản phẩm trên toàn quốc. Sản phẩm đầu ra của VNM hiện diện ở hầu hết các ngành hàng sữa với đa dạng phân khúc giúp tiếp cận nhiều tệp khách hàng.

Bảng 2. So sánh quy mô và năng lực sản xuất của một số doanh nghiệp sữa tại Việt Nam

	Doanh nghiệp nội địa				Doanh nghiệp nước ngoài		
	Vinamilk	TH Group	Nutifood	IDP	Friesland Campina	Nestlé	Abbot
Số nhà máy tại Việt Nam	15	1	6	3	2	4	-
Quy mô đàn bò sữa (con)	130.000	75.000	12.000	Không có số liệu	35.000	Không có đàn bò	Không có đàn bò
Danh mục sản phẩm							
Sữa nước	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗

Sữa bột	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
Sữa chua	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Sữa đặc, kem đặc	✓	✗	✓	✗	✓	✓	✗
Khác (kem, bơ, phô mai, ...)	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✗
Phân khúc sản phẩm							
Bình dân	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓
Cao cấp	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓

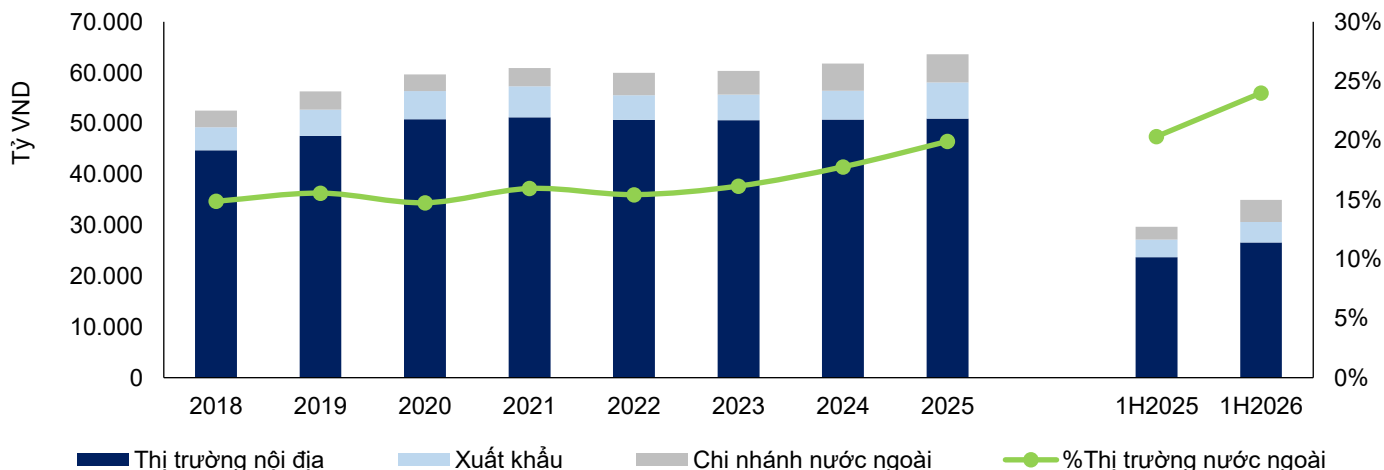
Nguồn: FPTS tổng hợp

3. Đầu ra: Thị phần bán lẻ nội địa phục hồi nhờ tái định vị, doanh thu nước ngoài tăng mạnh

Thị trường nội địa chiếm bình quân ~80% doanh thu hàng năm của doanh nghiệp. Thị trường này đã gần như đi ngang từ sau giai đoạn Covid-19 do nhu cầu tiêu thụ sữa tại Việt Nam chậm lại, cạnh tranh trong ngành khốc liệt và tái cấu trúc kênh phân phối trong Q1/2025 làm gián đoạn tiêu thụ. Trong 1H2026, doanh thu thị trường nội địa có xu hướng phục hồi tích cực (+12,4% YoY) từ mức nền thấp cùng kỳ nhờ kênh phân phối dần ổn định và khả năng cạnh tranh cải thiện nhờ chiến dịch tái định vị thương hiệu.

Thị trường nước ngoài có xu hướng gia tăng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu của VNM (từ 14,8% năm 2018 lên mức 24% trong 1H2026), với động lực tăng trưởng đến từ cả hoạt động xuất khẩu và chi nhánh nước ngoài. Với hoạt động xuất khẩu, VNM có lợi thế về phân khúc sản phẩm giá cả phải chăng giúp gia tăng thị phần trong bối cảnh sức mua của người tiêu dùng Iraq suy giảm do kinh tế khó khăn. Với chi nhánh nước ngoài, Angkormilk tăng trưởng mạnh từ năm 2025 nhờ hưởng lợi từ khoảng trống thị trường do người tiêu dùng Campuchia tẩy chay hàng Thái Lan sau cuộc xung đột biên giới giữa hai nước (tháng 7/2025).

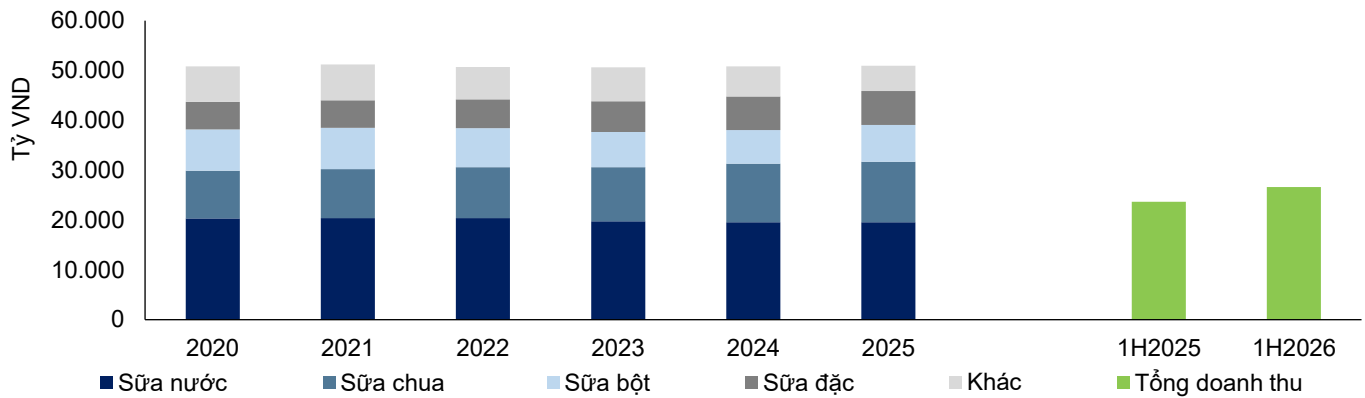
Biểu đồ 14. Thị trường nước ngoài gia tăng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu của VNM



Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

3.1. Thị trường nội địa (80% doanh thu): Phục hồi tích cực nhờ khả năng cạnh tranh cải thiện từ hoạt động tái định vị thương hiệu

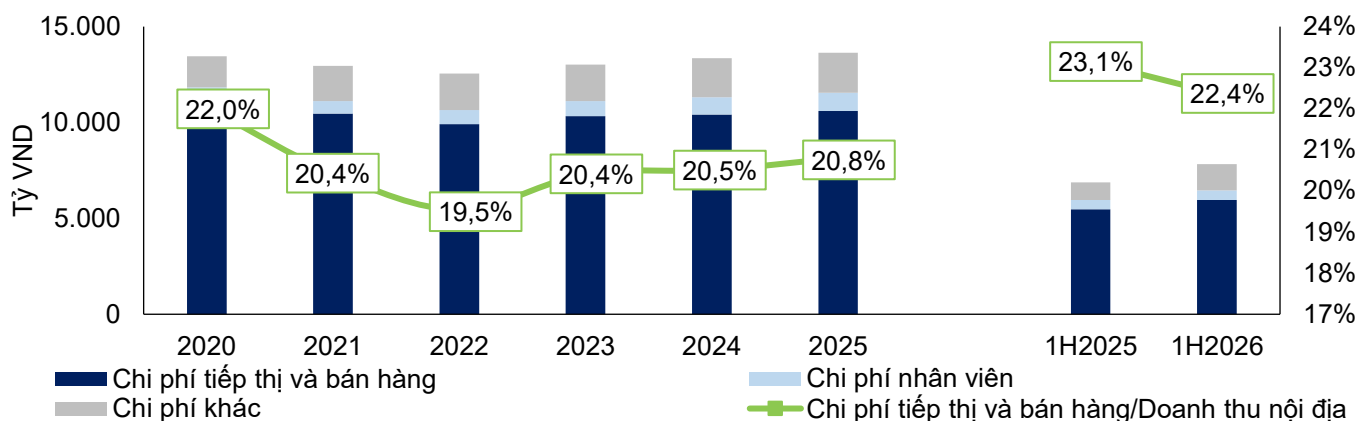
Sau giai đoạn trầm lắng do suy giảm khả năng cạnh tranh (2020 – 2022), hoạt động tái định vị thương hiệu (2H2023 – 2025) đã ghi nhận hiệu quả tích cực giúp thị phần bán lẻ sữa của VNM ngắn đà giảm trong 2024 sau đó cải thiện nhẹ trong 2025. Doanh thu nội địa ghi nhận tăng trưởng rõ rệt từ năm 2026. Lũy kế 1H2026, doanh thu của VNM đạt mức giá trị cao nhất của doanh thu bán niên trong 10 năm trở lại đây, phục hồi tích cực (+12,4% YoY) sau khi chiến lược tái định vị hoàn tất, kênh phân phối nội địa dần ổn định và sức mua của người tiêu dùng cải thiện ([chi tiết](#)).

Biểu đồ 15. Doanh thu nội địa của VNM tăng +12,4% YoY trong 1H2026 sau giai đoạn trầm lắng


Nguồn: VNM, FPTS ước tính

Giai đoạn 2020 – 2022, tăng trưởng doanh thu nội địa của VNM đi ngang với thị phần bán lẻ duy trì giảm. Cạnh tranh ngành sữa gia tăng khi nhu cầu tiêu dùng phân hóa mạnh tạo điều kiện phát triển những phân khúc ngách. Hoạt động ra mắt sản phẩm mới suy giảm cùng với việc tiết giảm chi tiêu cho quảng cáo và bán hàng làm giảm khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trong giai đoạn này.

Nhằm lấy lại vị thế cạnh tranh trên thị trường nội địa, giai đoạn 2H2023 – 2025 VNM đã tiến hành chiến lược tái định vị thương hiệu, thay đổi diện mạo lần lượt từng nhóm sản phẩm và song song với việc mở rộng danh mục sản phẩm theo định hướng cá nhân hóa trải nghiệm khách hàng và cao cấp hóa gắn với giá trị dinh dưỡng. Quá trình tái định vị được VNM thực hiện phân kỳ theo từng nhóm ngành ([chi tiết](#)) thay vì triển khai ồ ạt. Việc chia nhỏ lộ trình, song hành với chuyển dịch từ tiếp thị đại trà (qua các phương tiện truyền thông đại chúng) sang tiếp thị số (qua mạng xã hội), đã giúp doanh nghiệp phân bổ áp lực chi phí hiệu quả. Tỷ lệ chi phí tiếp thị & bán hàng/doanh thu nội địa tăng mạnh +0,9 đpt năm 2023 sau đó duy trì ổn định trong 2024 – 2025 và giảm 0,8 đpt trong 1H2026 từ mức nền cao cùng kỳ (giai đoạn VNM tái cấu trúc kênh phân phối truyền thống).

Biểu đồ 16. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần duy trì ổn định khi hoạt động tái định vị hoàn tất


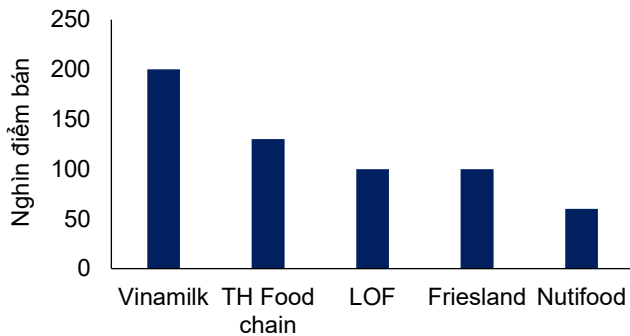
Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

Song song với đó, VNM đẩy mạnh mô hình phân phối đa kênh tích hợp nhằm tối đa hóa khả năng tiếp cận khách hàng và hỗ trợ chiến lược đa dạng danh mục sản phẩm trong giai đoạn tái định vị.

VNM tiếp tục duy trì phát triển kênh bán lẻ truyền thống (~70% doanh thu) thông qua hoạt động tái cấu trúc lại kênh này trong Q1/2025 gồm thay thế các nhà phân phối không đạt yêu cầu và cải tổ đội ngũ kinh doanh. Đến nay, kênh đã hoạt động ổn định và tiếp tục là kênh phân phối chủ lực của VNM với khoảng 200 nghìn điểm bán lẻ - lớn nhất so với một số doanh nghiệp cùng ngành.

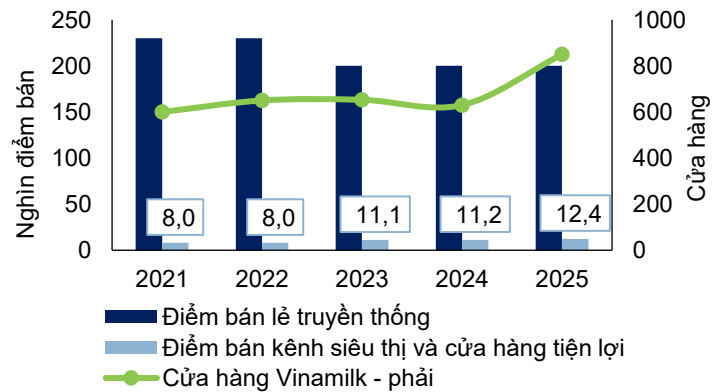
Đồng thời, doanh nghiệp cũng đẩy mạnh mở rộng kênh phân phối hiện đại (siêu thị, cửa hàng tiện lợi, cửa hàng Vinamilk và các sàn thương mại điện tử) nhằm khai thác xu hướng mua sắm tiện ích của người tiêu dùng khi tốc độ đô thị hóa ngày càng gia tăng. Mặt khác, việc mở rộng phân phối qua các sàn thương mại điện tử và gia tăng số lượng cửa hàng Vinamilk không chỉ nhằm tối ưu điểm chạm sản phẩm tới khách hàng mà còn nhằm rút ngắn chu kỳ giới thiệu sản phẩm mới và tăng tốc độ đưa sản phẩm trực tiếp đến người tiêu dùng. Nhờ quyền chủ động tuyệt đối trong việc trưng bày và phân phối trực tiếp đến khách hàng mà không phải phụ thuộc vào quy trình phê duyệt hay thương lượng của các bên bán hàng trung gian.

Biểu đồ 17. VNM sở hữu số lượng điểm bán lẻ truyền thống lớn nhất so với một số doanh nghiệp sữa tại Việt Nam



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 18. VNM gia tăng mở rộng kênh bán hàng hiện đại trong giai đoạn 2021 – 2025

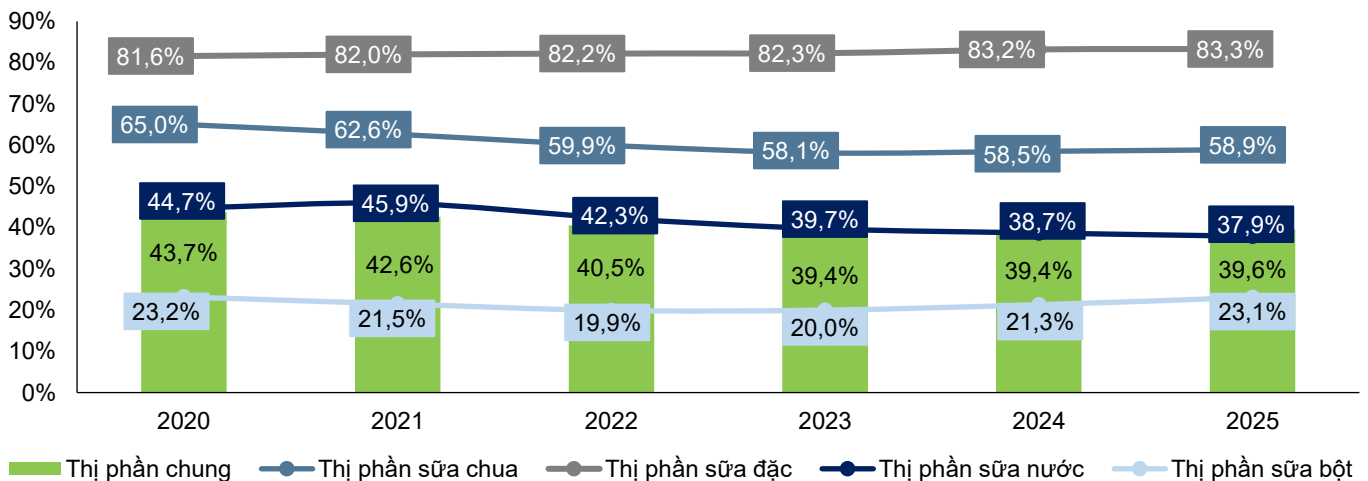


Nguồn: Báo cáo phát triển bền vững VNM

Nhìn chung trong giai đoạn tái định vị, doanh thu nội địa của doanh nghiệp gần như đi ngang chủ yếu do sức mua yếu bởi kinh tế khó khăn tác động mạnh tới mảng sữa bột và sữa nước (vốn nhu cầu đang dần bão hòa và cạnh tranh trong ngành khốc liệt) trong năm 2023 – 2024 và tái cấu trúc kênh phân phối truyền thống (chiếm ~70% doanh thu nội địa) trong Q1/2025 làm gián đoạn tiêu thụ ở các mảng sữa nước, sữa chua và sữa đặc (phân phối phần lớn qua kênh truyền thống).

Tuy vậy, **xét về thị phần bán lẻ, thị phần sữa nói chung của VNM ngắn đã giảm trong năm 2024 và cải thiện nhẹ +0,2 đpt YoY trong năm 2025**. Mức độ nhận diện thương hiệu cải thiện tích cực thể hiện qua xếp hạng sức mạnh thương hiệu của VNM được nâng từ mức AAA lên mức cao nhất AAA+ trong năm 2025 ([chi tiết về xếp hạng thương hiệu](#)). Chiến lược đa dạng hóa sản phẩm thúc đẩy đã tăng thị phần bán lẻ ở mảng sữa chua, sữa bột và sữa đặc. Riêng mảng sữa nước, thị phần vẫn duy trì giảm trong giai đoạn 2021 – 2025.

Biểu đồ 19. Thị phần bán lẻ sữa nói chung của VNM ngắn đã giảm và phục hồi nhẹ trong năm 2025

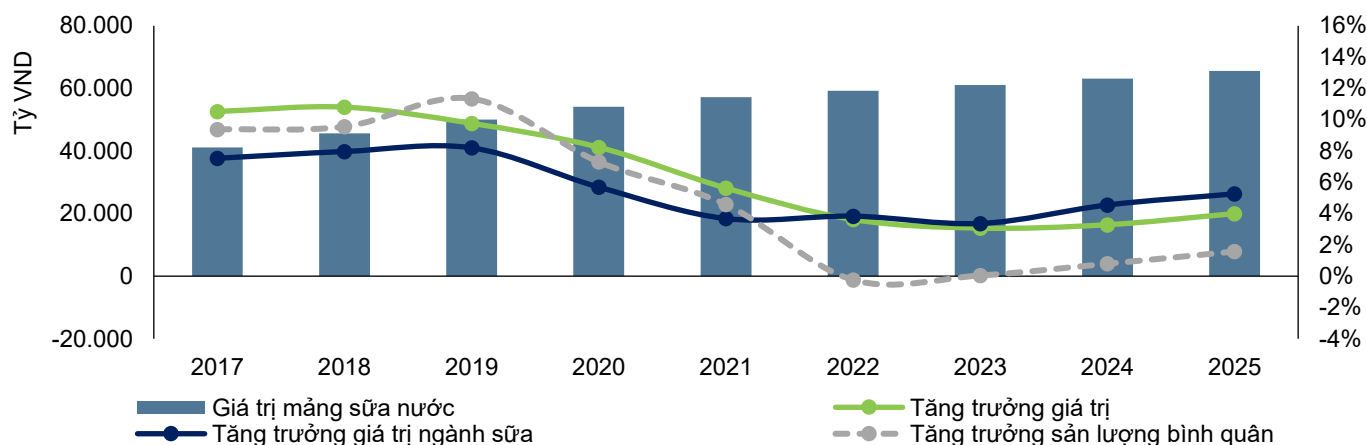


Nguồn: VNM, Euromonitor, FPTTS tổng hợp

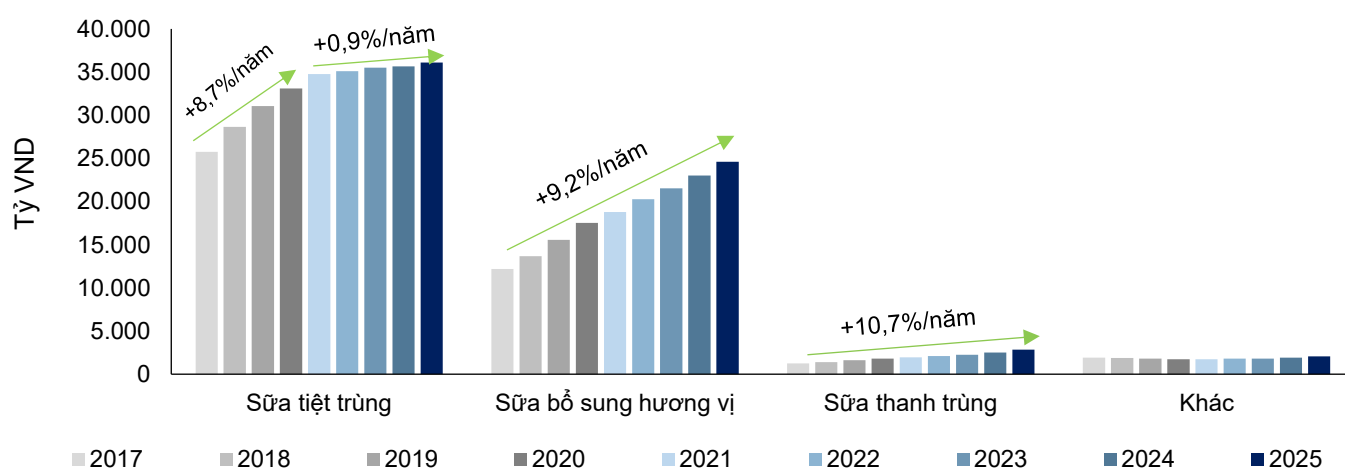
3.1.1. Mảng sữa nước (38% doanh thu nội địa)

➤ **Việt Nam – thị trường bước vào giai đoạn bão hòa, tiêu dùng hướng đến cao cấp hóa.**

Tăng trưởng giá trị mảng sữa nước của Việt Nam giảm tốc theo xu hướng chung của ngành và duy trì thấp hơn tăng trưởng của ngành kể từ năm 2022 – 2025 do bước vào giai đoạn bão hòa. Động lực tăng trưởng chính đến từ xu hướng tiêu thụ sản phẩm cao cấp hóa và sản phẩm giá trị gia tăng, trong khi sản lượng tiêu thụ sữa nước gần như đi ngang. Xu hướng tiêu dùng vì sức khỏe và ưu tiên trải nghiệm thúc đẩy người tiêu dùng tìm đến các sản phẩm dinh dưỡng nguyên bản (hàm lượng dinh dưỡng cao) và sản phẩm giá trị gia tăng (bổ sung hương vị) thay vì tiêu thụ sản phẩm chỉ đáp ứng dinh dưỡng cơ bản.

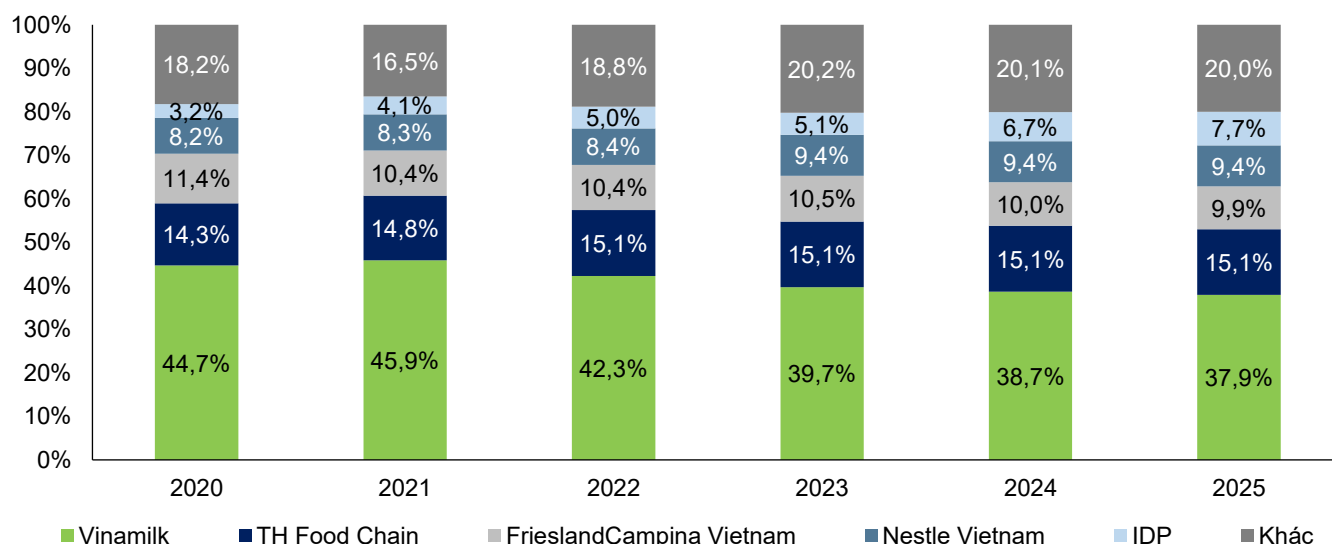
Biểu đồ 20. Tăng trưởng giá trị mảng sữa nước của Việt Nam giảm tốc trong giai đoạn 2017 – 2025


Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 21. Nhóm sữa hương vị và sữa thanh trùng dẫn dắt tăng trưởng doanh thu bán lẻ mảng sữa nước


Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

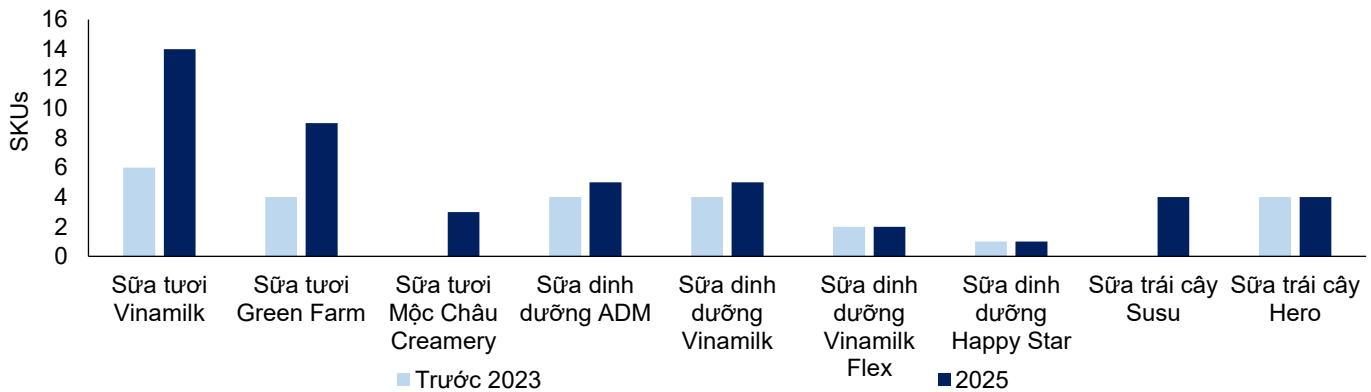
➤ **VNM - thị phần bán lẻ duy trì giảm từ 2022, đà giảm nhìn chung đã chậm lại từ năm 2024.**

Biểu đồ 22. Thị phần bán lẻ sữa nước của VNM duy trì giảm trong giai đoạn 2021 – 2025


Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

VNM tái định vị mảng sữa nước thông qua thay đổi nhận diện bao bì các sản phẩm đồng thời đa dạng danh mục sản phẩm chủ yếu tập trung ở việc bổ sung nhiều hương vị mới cho nhóm sữa tươi Vinamilk và mở rộng nhóm sản phẩm cao cấp Green Fam và Mộc Châu Creamery.

Biểu đồ 23. Số lượng sản phẩm mới ra mắt mảng sữa nước tăng mạnh trong giai đoạn tái định vị và chủ yếu tập trung ở nhóm sữa tươi



Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

*Lưu ý: SKUs được thống kê không tính đến các sản phẩm điều chỉnh khối lượng đóng gói

Dù vậy, hoạt động này nhìn chung chưa mang lại sự cải thiện rõ rệt cho VNM khi thị phần bán lẻ mảng sữa nước của doanh nghiệp vẫn duy trì đà giảm trong giai đoạn 2022 – 2025 mặc dù tốc độ giảm đã chậm lại từ năm 2024. Nguyên nhân chủ yếu đến từ:

(1) Trong bối cảnh tăng trưởng ngành được thúc đẩy bởi xu hướng cao cấp hóa, danh mục sản phẩm của VNM vẫn tập trung đáng kể ở phân khúc phổ thông mặc dù từ giai đoạn tái định vị (2023) doanh nghiệp gia tăng mở rộng danh mục sang phân khúc cao cấp và chuyên biệt (tỷ trọng trong tổng danh mục sản phẩm tính đến năm 2025 tăng 15,9 đpt so với trước 2023 và đạt 31,9%). Điều này khiến tăng trưởng toàn mảng sữa nước của VNM chậm hơn so với các thương hiệu có mức độ tập trung cao ở phân khúc cao cấp (như TH Food Chain). ([chi tiết danh mục sản phẩm của các doanh nghiệp](#))

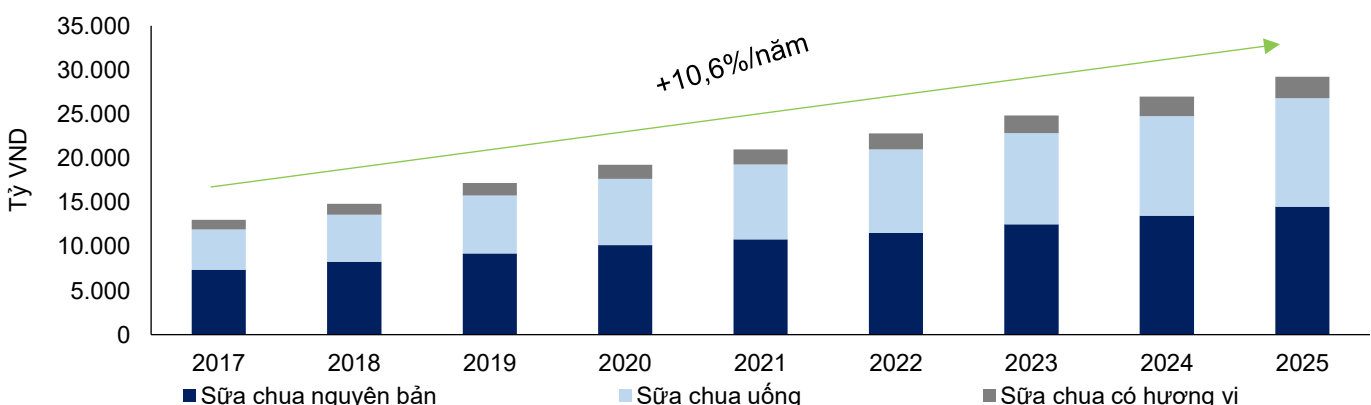
(2) Sự gia tăng cạnh tranh từ các thương hiệu chuyên biệt theo nhóm khách hàng & phân khúc sản phẩm. Chiến lược danh mục đa tầng nhắm đến đa dạng nhóm khách hàng giúp VNM duy trì vị thế dẫn đầu trong mảng sữa nước. Tuy vậy, thị hiếu tiêu dùng phân hóa mạnh cùng với sự thâm nhập của nhóm doanh nghiệp chuyên biệt (như TH với định vị sữa phân khúc cao cấp, Lof & Nestle với danh mục chủ yếu nhắm đến khách hàng là trẻ em) gây áp lực cạnh tranh lớn lên VNM.

3.1.2. Mảng sữa chua (24% doanh thu nội địa)

➤ **Việt Nam - xu hướng tiêu dùng vì sức khỏe, cá nhân hóa trải nghiệm và tiện dụng thúc đẩy tăng trưởng giá trị ngành hàng.**

Giá trị mảng sữa chua của Việt Nam tăng +10,6%/năm giai đoạn 2017 – 2025 (cao hơn 5,3 đpt so với tăng trưởng chung ngành sữa) nhờ hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng tiêu dùng sản phẩm sức khỏe với đặc tính sản phẩm có lượng dinh dưỡng cao (protein, men vi sinh và các loại vitamin thiết yếu) và công dụng linh hoạt. Trong đó, xu hướng cá nhân hóa trải nghiệm và tìm kiếm sự tiện dụng thúc đẩy tăng trưởng nhóm sữa chua uống và sữa chua có hương vị ghi nhận tăng trưởng vượt trội hơn (lần lượt +13,2%/năm & 10,4%/năm) so với sữa chua nguyên bản (+8,8%/năm).

Biểu đồ 24. Giá trị bán lẻ mảng sữa chua của Việt Nam tăng 10,6%/năm giai đoạn 2017 – 2025



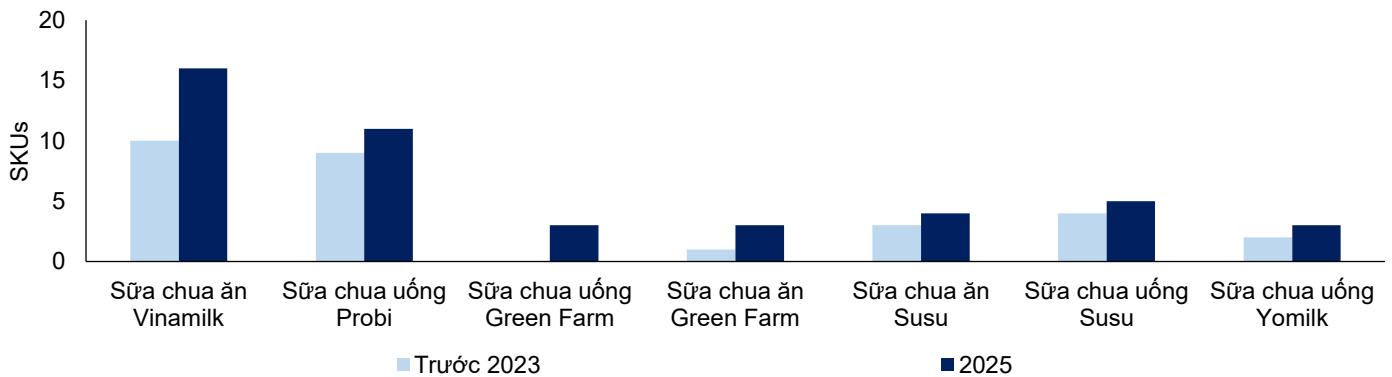
Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

➤ **VNM – thị phần bán lẻ phục hồi tích cực nhờ tái định vị và chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm**

Thị phần bán lẻ mảng sữa chua VNM dần phục hồi +0,4 đpt/năm trong 2024 – 2025 nhờ (1) mức độ nhận diện thương hiệu cải thiện (thay đổi nhận diện với nhóm sản phẩm cũ) và (2) chiến lược mở rộng danh mục sản phẩm đáp ứng xu hướng tiêu dùng vì sức khỏe và cá nhân hóa trải nghiệm.

Nhằm khai thác xu hướng tiêu dùng trên, VNM đã đẩy mạnh mở rộng danh mục với mảng sữa chua trong giai đoạn tái định vị. Số lượng sản phẩm trong mảng sữa chua tính đến năm 2025 tăng 55,1% so với trước năm 2023. Trong đó, VNM chủ yếu tập trung mở rộng danh mục sản phẩm ở các dòng ít đường & hương vị mới và nhóm sản phẩm cao cấp Green Farm với các dòng sữa chua uống và sữa chua ăn kèm topping.

Biểu đồ 25. Số lượng sản phẩm mảng sữa chua của VNM tăng mạnh trong giai đoạn tái định vị



Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

*Lưu ý: SKUs được thống kê không tính đến các sản phẩm điều chỉnh khối lượng đóng gói

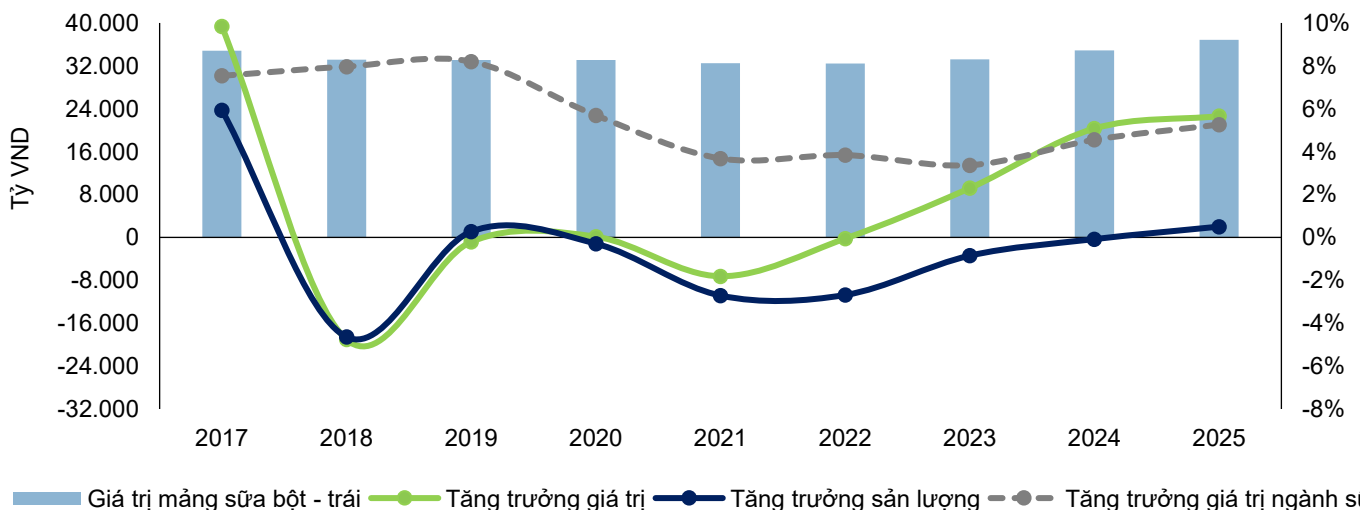
3.1.3. Mảng sữa bột (15% doanh thu nội địa)

➤ **Việt Nam – nhu cầu tiêu thụ bảo hòa, động lực tăng trưởng từ xu hướng cao cấp hóa**

Mảng sữa bột tại Việt Nam đã bão hòa với sản lượng tiêu thụ giảm -1,3%/năm giai đoạn 2017 – 2025, chủ yếu do (1) tỷ lệ sinh tại Việt Nam giảm ~0,7%/năm cùng giai đoạn và (2) các chính sách khuyến khích sử dụng sữa mẹ của Nhà nước (thời gian nghỉ thai sản dài và các quy định về nghiêm cấm quảng cáo sản phẩm thay thế sữa mẹ dùng cho trẻ dưới 24 tháng – hiệu lực từ năm 2015).

Tuy vậy, xét về giá trị, mảng sữa bột ghi nhận mức tăng trưởng tích cực +4,3%/năm trong giai đoạn 2023 – 2025 đến từ xu hướng dịch chuyển tiêu dùng sang các sản phẩm cao cấp. Xu hướng này được hỗ trợ bởi thu nhập gia tăng cùng với nhận thức ngày càng cao về dinh dưỡng trẻ em. Phụ huynh ngày càng ưu tiên các sản phẩm chính hãng, an toàn và có lợi ích sức khỏe được chứng minh, đồng thời sẵn sàng chi trả cao hơn cho các giải pháp dinh dưỡng hỗ trợ phát triển não bộ, miễn dịch và tiêu hóa thay vì chỉ tập trung vào tăng cân (theo Euromonitor).

Biểu đồ 26. Tăng trưởng giá trị ngành sữa bột trẻ em phục hồi tích cực kể từ năm 2023 nhờ xu hướng cao cấp hóa



Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

➤ **VNM - thị phần bán lẻ phục hồi tích cực kể từ 2024 nhờ nhận diện thương hiệu cải thiện và cải tiến công thức sản phẩm giúp đáp ứng nhu cầu khát khe của người tiêu dùng.**

Tái định vị cho mảng sữa bột được VNM thực hiện kể từ Q4/2024 và đẩy mạnh trong năm 2025 bao gồm thay đổi bao bì các sản phẩm hiện hữu và đẩy mạnh các chiến dịch quảng bá trên mạng xã hội nhằm gia tăng mức độ nhận diện. Năm 2025, thương hiệu sữa bột Vinamilk có 7 chiến dịch quảng bá lọt top 10 chương trình nổi bật nhất trên mạng xã hội (theo thống kê của BuzzMetrics).

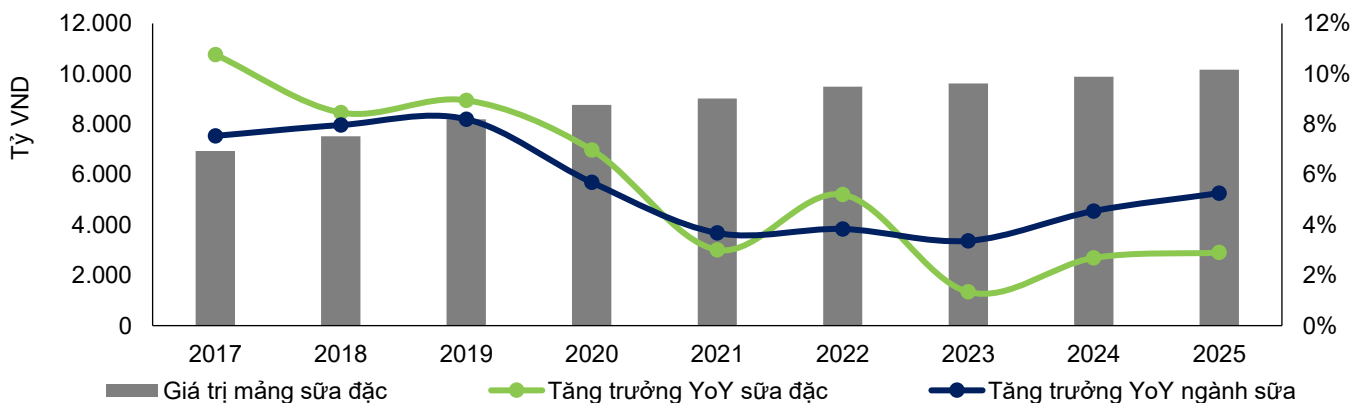
Khác với chiến lược mở rộng danh mục sản phẩm của các mảng khác, mảng sữa bột VNM chủ yếu tập trung vào việc cải tiến dinh dưỡng. Cụ thể, VNM tiên phong ứng dụng công nghệ bổ sung 6 HMO¹ vào dòng sản phẩm Optimum (năm 2024) và khai thác xu hướng đạm A2² với sản phẩm Sữa uống dinh dưỡng Vinamilk Optimum A2 Pro+ (năm 2025). Hầu hết các dòng sản phẩm sữa bột của VNM đều đạt được chứng nhận quốc tế Purity Award và 08 sản phẩm thuộc các dòng Optimum, Dielac và YokoGold đạt chứng nhận First 1000 Day Promise ([chi tiết về chứng nhận](#)), góp phần củng cố cam kết của thương hiệu về độ an toàn và tính minh bạch của sản phẩm. Đặc biệt các vụ việc liên quan đến sữa giả và thực phẩm giả trong năm 2025 đã làm gia tăng đáng kể mối quan tâm của người tiêu dùng đối với chất lượng, nguồn gốc và an toàn thực phẩm. Trong đó, có tới 70% người tiêu dùng đánh giá an toàn thực phẩm là một vấn đề cực kỳ quan trọng và 64% cho biết mức độ lo ngại về an toàn thực phẩm gia tăng do những quan ngại liên quan đến sức khỏe và bệnh tật (theo khảo sát tháng 1/2026 của Q&Me).

3.1.4. Mảng sữa đặc (13% doanh thu nội địa)

➤ **Việt Nam – tăng trưởng giảm tốc do xu hướng chi tiêu thận trọng hơn cho đồ uống**

Tăng trưởng giá trị ngành hàng sữa đặc có xu hướng giảm tốc và duy trì ở mức thấp hơn ngành từ năm 2023 chủ yếu đến từ tăng trưởng chậm lại của doanh thu cửa hàng đồ uống bởi tâm lý tiêu dùng thận trọng đặc biệt đối với các khoản chi tiêu tùy ý sau giai đoạn kinh tế khó khăn. Nhóm ngành đồ uống là động lực tăng trưởng chính của sữa đặc do sản phẩm này thường được sử dụng như một nguyên liệu hoặc gia vị bổ sung thay vì tiêu dùng trực tiếp và phổ biến trong nhiều loại đồ uống như cà phê, sinh tố, matcha,...

Biểu đồ 27. Tăng trưởng mảng sữa đặc có xu hướng chậm lại và thấp hơn so với ngành kể từ 2023

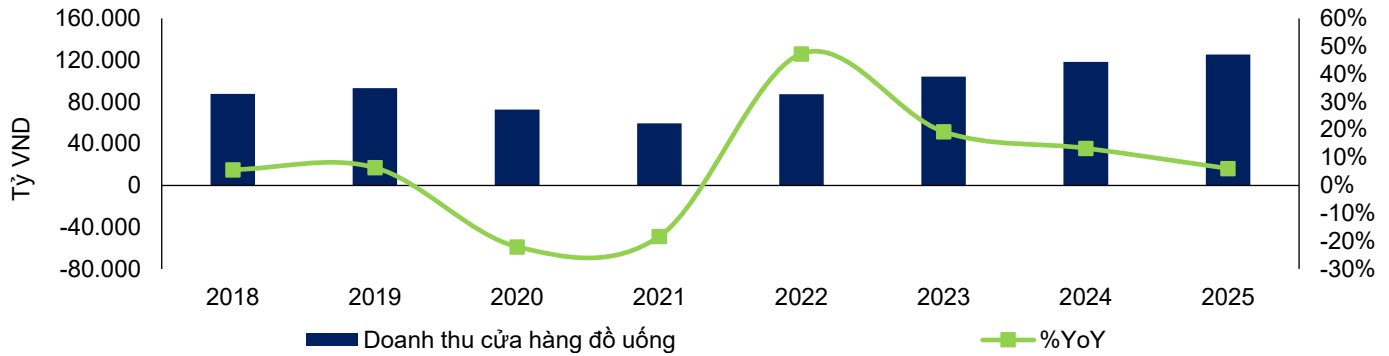


Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Doanh thu cửa hàng đồ uống tại Việt Nam có xu hướng tăng chậm lại từ sau sự phục hồi mạnh năm 2022. Nguyên nhân đến từ tình hình kinh tế vĩ mô biến động và áp lực chi phí sinh hoạt gia tăng khiến tâm lý chi tiêu của người tiêu dùng cho ăn uống trở lên dè dặt hơn. Có khoảng 34,5% người tiêu dùng giảm chi tiêu cho ăn uống (+1,4 đpt so với khảo sát năm 2024) và nhóm khách hàng có thói quen mua đồ uống hàng ngày đã giảm mạnh từ mức 18,2% xuống 13,6% năm 2025 (theo khảo sát của IPOS năm 2025).

¹ Human Milk Oligosaccharide (HMO) là một nhóm carbohydrate phức tạp, chỉ có trong sữa mẹ và không xuất hiện trong sữa bò hay sữa của các loài động vật có vú khác. HMO đóng vai trò thiết yếu trong việc hỗ trợ hệ tiêu hóa và tăng cường miễn dịch cho trẻ nhỏ.

² Đạm A2 là loại đạm ít phổ biến có cấu trúc gần với đạm β -casein trong sữa mẹ, không bị chuyển hóa thành hoạt chất β -casomorphin-7 (BCM-7), dễ tiêu hóa và hạn chế kích ứng đường tiêu hóa của trẻ nhỏ.

Biểu đồ 28. Doanh thu cửa hàng đồ uống tại Việt Nam giảm tốc kể từ năm 2023 đến nay


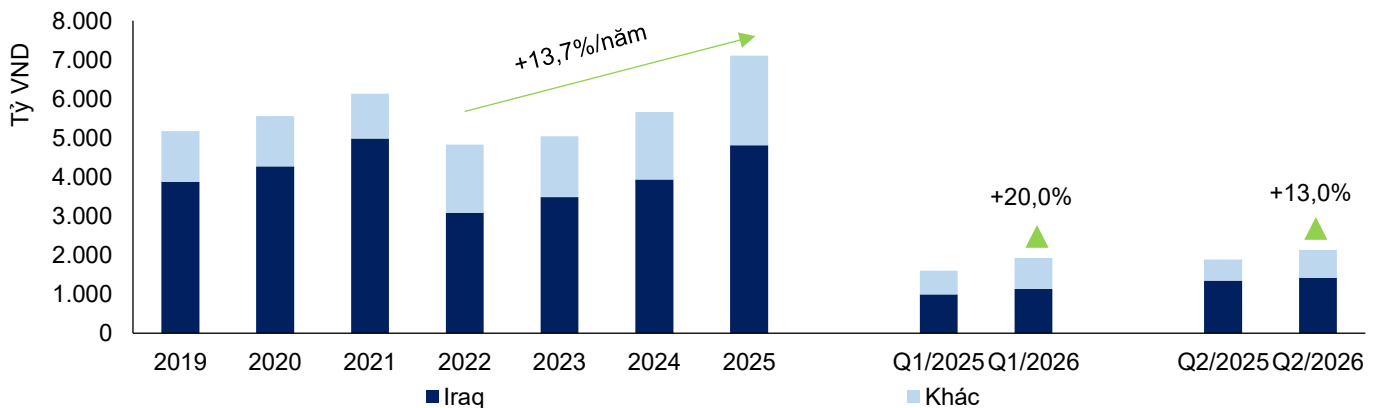
Nguồn: Euromonitor, IPOS, FPTS tổng hợp

➤ **VNM – duy trì ưu thế tuyệt đối trong ngành với thị phần bán lẻ tiếp đà tăng**

Sữa đặc thường được tiêu dùng như một nguyên liệu trong pha chế và chế biến thực phẩm thay vì tiêu dùng trực tiếp, khiến người tiêu dùng ưu tiên sự quen thuộc và đặc trưng hơn (theo Euromonitor). Trong ngành hàng sữa đặc, thương hiệu lâu đời Ông Thọ và Ngôi sao Phương Nam giúp VNM duy trì thị phần gần như tuyệt đối (>80%). Trong giai đoạn tái định vị thương hiệu, VNM cũng đẩy mạnh đa dạng danh mục sản phẩm dựa trên đặc tính hương vị (vị dâu, cà phê, socola, matcha) và bao bì tiện dụng (bao bì 1kg có nắp vặn), giúp doanh nghiệp duy trì đà tăng thị phần bán lẻ giai đoạn 2020 – 2025.

3.2. Hoạt động xuất khẩu (11,2% doanh thu): Thị trường chủ lực Iraq là động lực tăng trưởng chính

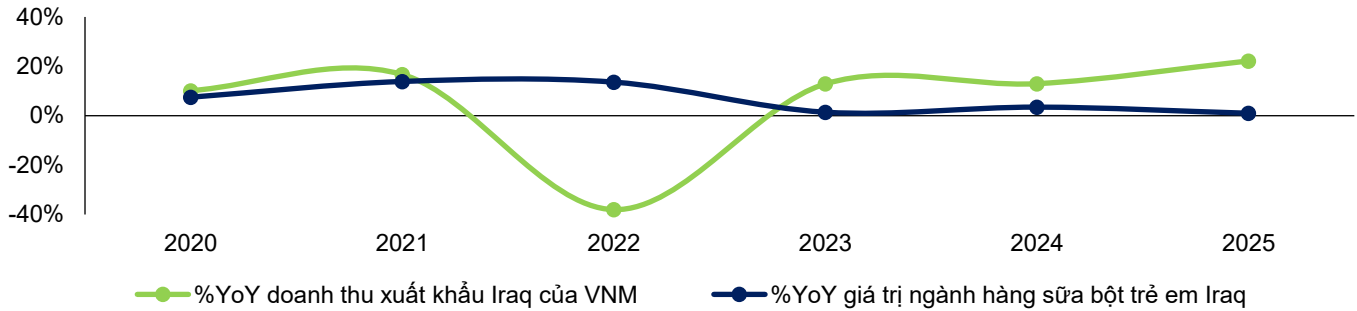
Sau đà giảm mạnh năm 2022, doanh thu xuất khẩu của VNM phục hồi tích cực trở lại tăng 13,7%/năm từ 2023 – 2025 và tăng ~16,2% YoY trong 1H2026. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ việc gia tăng quy mô xuất khẩu thị trường Iraq nhờ lợi thế danh mục sản phẩm giá cả phải chăng, chủ yếu là sữa bột của hai thương hiệu Dielac và Ridielac (chiếm hơn 80% doanh thu xuất khẩu).

Biểu đồ 29. Doanh thu xuất khẩu của VNM phục hồi và tăng mạnh từ 2023 đến nay


Nguồn: Hải quan Việt Nam, FPTS tổng hợp và ước tính

Xuất khẩu sang Iraq diễn biến tích cực với doanh thu phục hồi và đạt mức tăng trưởng cao hơn so với mức tăng giá trị ngành sữa bột trẻ em của Iraq từ năm 2023 – 2025. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ lợi thế phân khúc sản phẩm giá rẻ giúp VNM gia tăng thị phần trong bối cảnh tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ sữa bột giảm tốc do hạn chế về sức mua trong giai đoạn 2023 – 2025.

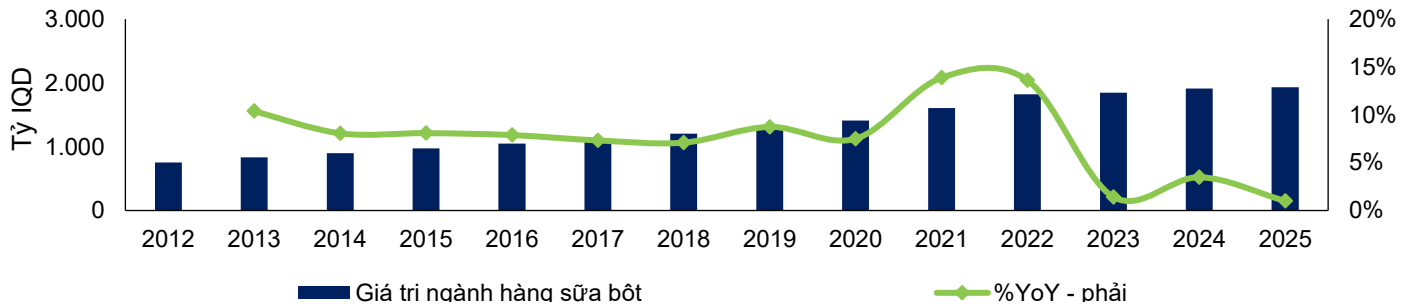
Trong 1H2026, xuất khẩu sữa của VNM sang Iraq duy trì đà tăng bình quân +16,2% YoY. Tình hình kinh tế Iraq tiếp tục khó khăn do xung đột giữa Mỹ - Iran khiến xuất khẩu dầu (ước tính chiếm 53% GDP thực của Iraq) giảm mạnh 55,8% YoY về sản lượng. Trong bối cảnh này, việc ưu tiên sử dụng các sản phẩm giá cả phải chăng của người tiêu dùng Iraq là yếu tố thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sữa của VNM. Tuy vậy, đà tăng doanh thu xuất khẩu của VNM có xu hướng chậm lại rõ rệt trong Q2/2026 với mức tăng trưởng thấp hơn 7 đpt so với Q1/2026 do gián đoạn vận tải qua khu vực eo Hormuz (giữ vai trò chiến lược khi mọi tuyến hàng hải đưa hàng hóa từ bên ngoài vào Vùng Vịnh Ba Tư đều phải đi qua eo biển này) bởi xung đột Mỹ - Iran. VNM chuyển sang các tuyến vận tải thay thế tại khu vực eo Hormuz và tuyến đi vòng qua Biển Đỏ. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng các tuyến vận tải thay thế chỉ mang tính tạm thời, việc gián đoạn lưu lượng hàng hóa vào khu vực Vùng Vịnh vẫn chưa được khắc phục triệt để ([chi tiết](#)).

Biểu đồ 30. Doanh thu xuất khẩu sang Iraq phục hồi và gia tăng mạnh kể từ năm 2023 đến nay


Nguồn: Cục hải quan, Euromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

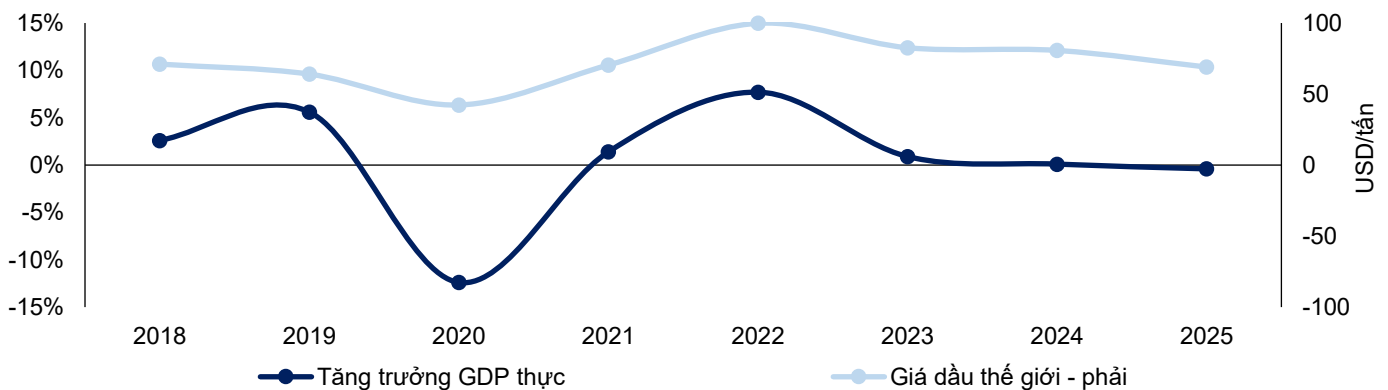
Nhu cầu tiêu thụ sữa công thức tại Iraq nhìn chung ở mức cao so với khu vực Châu Á với tăng trưởng giá trị đạt +9,2%/năm giai đoạn 2012 – 2022 (cao hơn ~7,5 đpt so với tăng trưởng chung của khu vực Châu Á) nhờ:

- (1) Sữa bột trẻ em được xem là sản phẩm tiêu dùng thiết yếu tại Iraq và phần lớn trẻ sơ sinh tại quốc gia này phụ thuộc vào sữa công thức trong 02 năm đầu đời.
- (2) Tỷ lệ sinh tại Iraq năm 2025 ở mức 26,85 trẻ/1000 người, cao hơn rất nhiều so với trung bình thế giới là 17,13 trẻ/1000 người (theo Macrotrends).

Biểu đồ 31. Tăng trưởng giá trị ngành hàng sữa bột tại Iraq giảm tốc kể từ 2023 đến nay


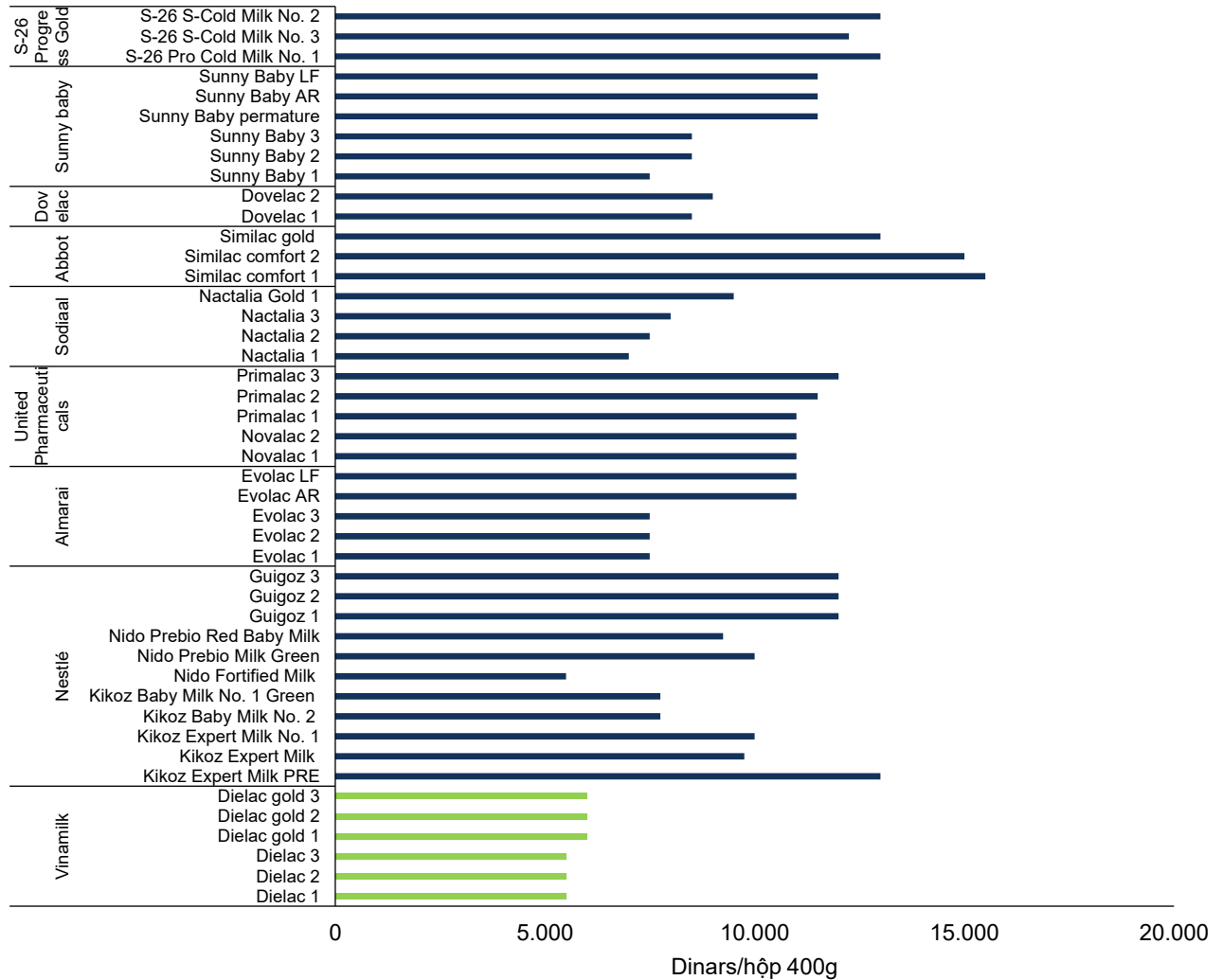
Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Tuy vậy, tăng trưởng giá trị ngành hàng sữa bột có xu hướng chậm lại kể từ năm 2023 đến nay. Nguyên nhân chủ yếu đến từ tình hình kinh tế kém khả quan hạn chế sức mua của người tiêu dùng. Nền kinh tế của Iraq phụ thuộc chủ yếu vào xuất khẩu dầu mỏ (năm 2025 dầu mỏ chiếm 53% GDP thực của Iraq) dẫn tới tăng trưởng kinh tế bị chi phối bởi biến động giá dầu mỏ thế giới. Giai đoạn 2023 – 2025, tăng trưởng GDP giảm tốc đáng kể chủ yếu do giá dầu duy trì đà giảm kể từ năm 2023 đến nay. Tỷ lệ thất nghiệp gia tăng và tăng trưởng chi thường xuyên của chính phủ cho quỹ lương và trợ cấp (bình quân chiếm hơn 20% so với GDP hàng năm) chậm lại trong giai đoạn 2023 – 2025 ([chi tiết ở phụ lục](#)) ảnh hưởng đến thu nhập khả dụng và sức mua của người dân. Sức mua yếu thúc đẩy người tiêu dùng Iraq tìm đến sản phẩm sữa bột có giá cả phải chăng hơn.

Biểu đồ 32. Tăng trưởng GDP thực của Iraq giảm tốc trong giai đoạn 2023 – 2025


Nguồn: IMF, World Bank

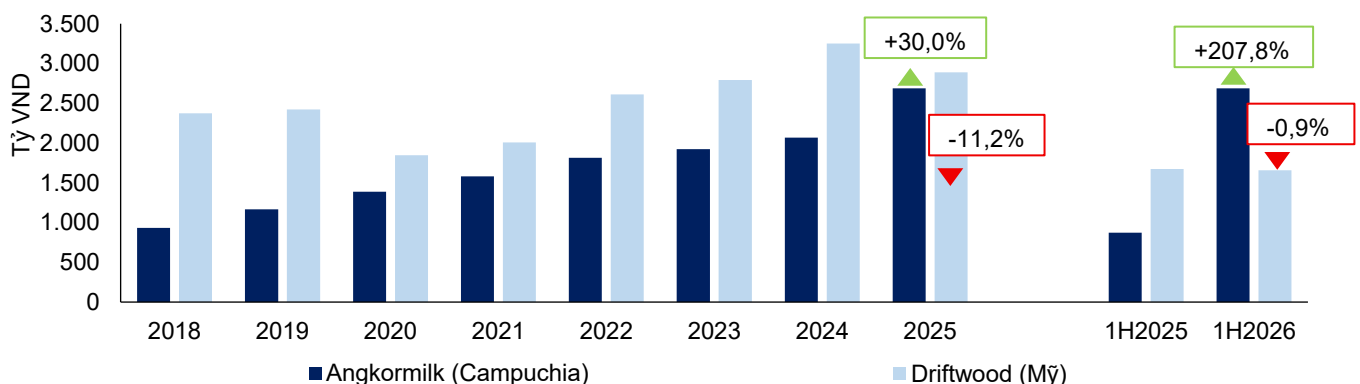
Lợi thế phân khúc sản phẩm có giá cả phải chăng so với các đối thủ khác trong ngành giúp VNM gia tăng mạnh về thị phần trong giai đoạn 2023 – 2025.

Biểu đồ 33. Giá bán lẻ sữa bột của VNM thấp hơn đáng kể so với các hãng sữa tại thị trường Iraq


Nguồn: sadaf-iraq.com, FPTS tổng hợp

3.3. Chi nhánh nước ngoài (8,8% doanh thu): Động lực tăng trưởng chính từ chi nhánh Angkormilk

Biểu đồ 34. Doanh thu của Angkormilk tăng mạnh trong năm 2025 và 1H2026

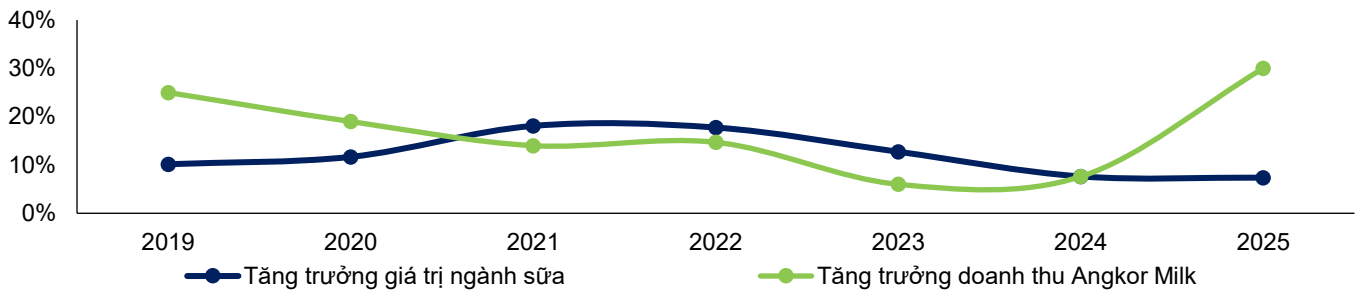


Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

Doanh thu chi nhánh nước ngoài phục hồi và tăng trưởng +11,6%/năm kể từ 2021 đến nay, chủ yếu dẫn dắt bởi tăng trưởng của Driftwood thông qua việc đấu thầu cung cấp sữa tại các trường học, nhà hàng, bệnh viện ở Bang California. Tuy vậy, tăng trưởng doanh thu của Driftwood ghi nhận giảm -11,2% YoY & -0,9% YoY trong năm 2025 và 1H2026 do các chính sách thuế đối ứng làm giá cả hàng hóa leo thang ảnh hưởng tiêu cực đến chi tiêu tiêu dùng tại Mỹ. Chúng tôi hiện tại không thể đánh giá cụ thể về hoạt động kinh doanh của Driftwood do hạn chế về thông tin cùng với việc tăng trưởng doanh thu của Driftwood phụ thuộc nhiều vào hoạt động đấu thầu sữa tại trường học, nhà hàng, bệnh viện trong khi đó ngành sữa tại Mỹ đã bão hòa (tiêu thụ bình quân chỉ tăng 0,5%/năm giai đoạn 2010 – 2024).

Ngược lại, doanh thu của Angkor tăng trưởng tương đối ổn định từ năm 2018 đến nay. Năm 2025 và 1H2026, doanh thu của Angkor tăng lần lượt +30% YoY và +207,8% từ mức nền thấp 1H2025 nhờ hưởng lợi từ xu hướng tẩy chay hàng hóa của Thái Lan sau cuộc xung đột biên giới giữa Campuchia và Thái Lan.

Biểu đồ 35. Doanh thu Angkormilk tăng mạnh +30% YoY và cao hơn so với tăng trưởng chung của ngành sữa Campuchia 2025



Nguồn: VNM, Euromonitor, FPTS tổng hợp

*Lưu ý: giá trị ngành sữa không bao gồm mảng sữa bột trẻ em

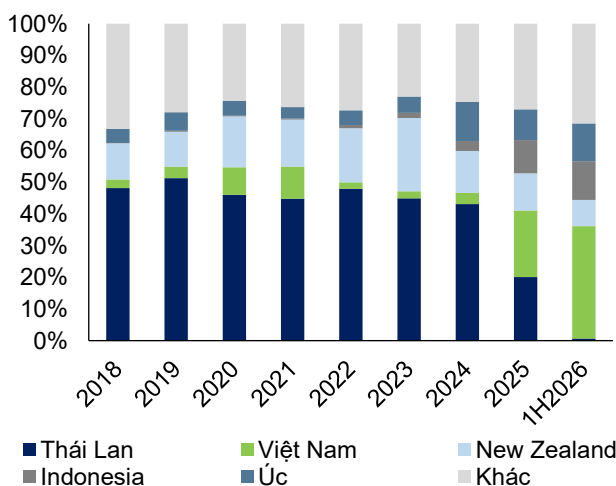
Cuộc xung đột biên giới giữa Thái Lan và Campuchia (từ tháng 07/2025) dẫn tới xu hướng tẩy chay hàng Thái của người tiêu dùng Campuchia (vốn chiếm hơn 40% kim ngạch nhập khẩu sữa hàng năm của Campuchia). Kim ngạch nhập khẩu sữa từ Thái Lan giảm mạnh về tỷ trọng trong năm 2025 và gần như dưới 1% trong 1H2026. Mặc dù tốc độ tăng trưởng nhu cầu sữa giảm tốc trong năm 2025 ([chi tiết tại Phụ lục](#)), việc hụt nguồn cung chính từ Thái Lan thúc đẩy Campuchia gia tăng tiêu thụ nguồn sữa nội địa. Tuy vậy, do sản xuất nội địa mới chỉ đáp ứng khoảng 20% nhu cầu tiêu dùng, Campuchia phải tăng nhập khẩu thêm từ các thị trường lân cận để bù đắp thiếu hụt.

Chúng tôi cho rằng động lực để Angkormilk lấp đầy khoảng trống thị trường từ sữa Thái Lan đến từ:

(1) Angkormilk dẫn đầu thị phần trong ngành sữa của Campuchia hiện nay. Trải qua hơn 10 năm thành lập phát triển, thị phần sữa của doanh nghiệp năm 2024 đạt 36,2%. Động lực cho việc gia tăng thị phần nhanh chóng nhờ sản phẩm có giá cả phải chăng giúp dễ dàng tiếp cận với phần đông người tiêu dùng ở cả thành thị và nông thôn ([chi tiết so sánh giá bán lẻ sữa](#)).

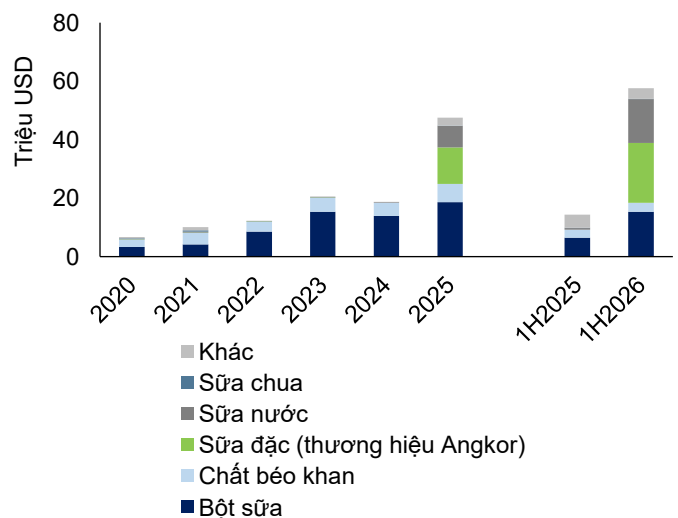
(2) Tận dụng lợi thế về quy mô sản xuất của VNM nhằm lấp khoảng trống thị trường một cách nhanh chóng khi năng lực sản xuất của Angkor hạn chế. Công suất nhà máy ước tính chỉ bằng ~4% so với công suất hàng năm của VNM và hiện đã đạt mức tối đa. VNM với hơn 50% nhà máy nội địa của VNM phân bố ở miền Nam Việt Nam giúp thuận tiện cung ứng nguyên liệu và thành phẩm cho Angkor. Năm 2025 và 1H2026, kim ngạch xuất khẩu sữa của VNM sang Campuchia ước tăng lần lượt 155% và 301% YoY, trong đó phần lớn đến từ sữa thành phẩm (sữa đặc và sữa nước) và chủ yếu mang thương hiệu của Angkor.

Biểu đồ 36. Kim ngạch nhập khẩu sữa của Campuchia chuyển dịch từ Thái Lan sang các thị trường lân cận trong khu vực



Nguồn: Tổng cục hải quan Campuchia

Biểu đồ 37. Kim ngạch xuất khẩu sữa của VNM sang Campuchia tăng mạnh trong năm 2025 và 1H2026



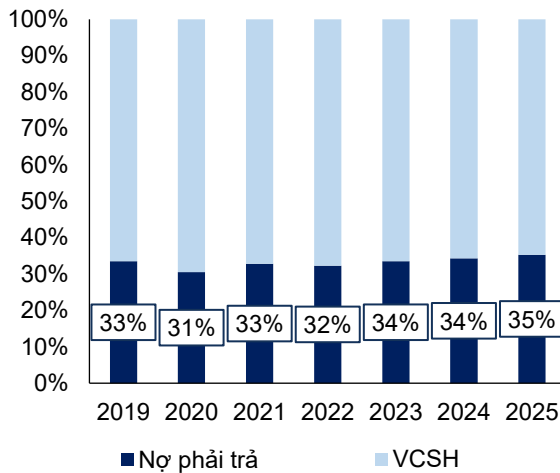
Nguồn: Cục hải quan, FPTS tổng hợp và ước tính

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

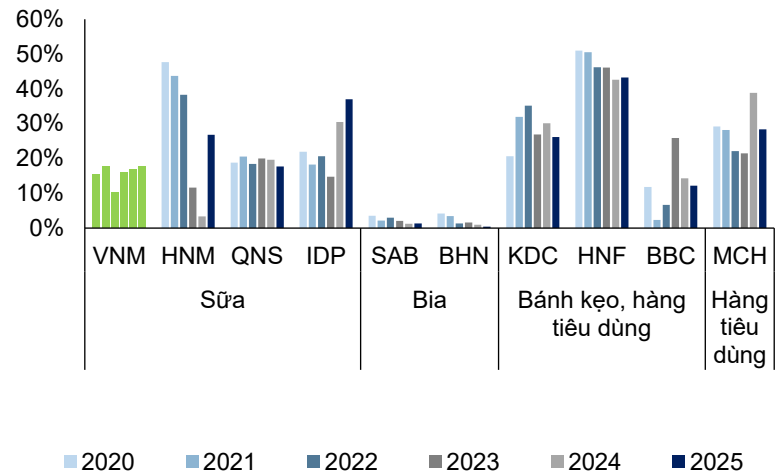
1. Cơ cấu tài chính lành mạnh, nợ vay chủ yếu là nợ ngắn hạn

Cơ cấu tài chính của VNM tương đối lành mạnh với nợ phải trả chiếm hơn 30% trong tổng nguồn vốn giai đoạn 2019 – 2025. Trong đó, tỷ lệ nợ vay/TTS ở mức thấp so với các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống niêm yết và chủ yếu là nợ vay ngắn hạn (chiếm 98,4% tổng nợ vay) phục vụ nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp. Áp lực chi trả lãi vay đối với VNM không quá lớn khi khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/Chi phí lãi vay) ở mức cao so với các doanh nghiệp trong ngành.

Biểu đồ 38. Cơ cấu nguồn vốn ổn định trong giai đoạn 2019 – 2025

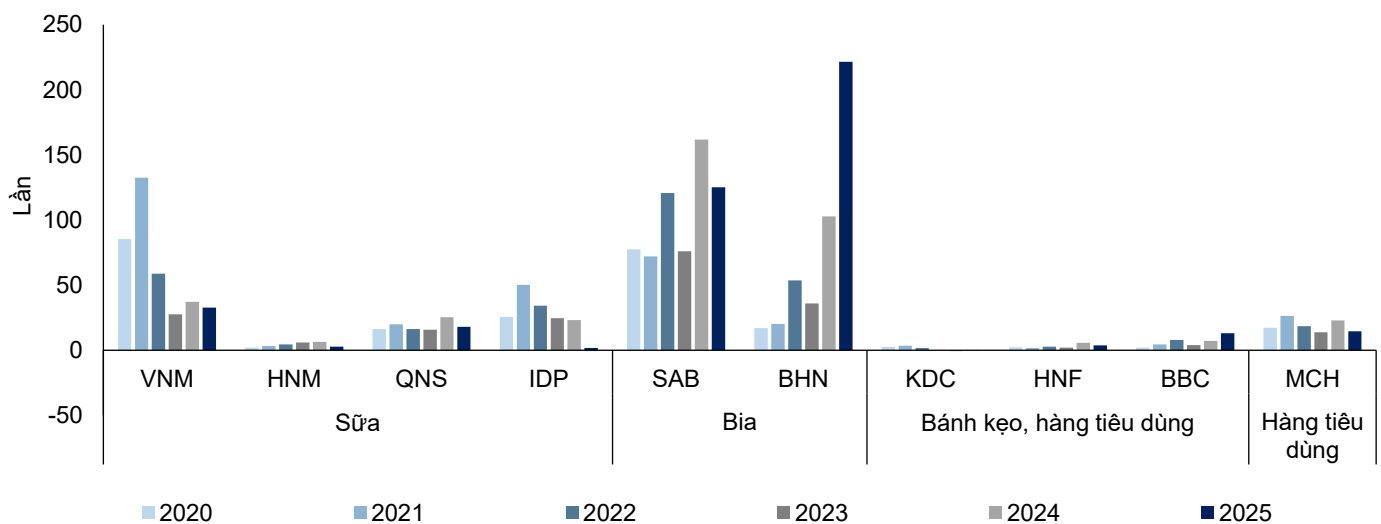


Biểu đồ 39. Tỷ lệ Nợ vay/TTS của VNM ở mức thấp so với các doanh nghiệp niêm yết ngành thực phẩm – đồ uống



Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

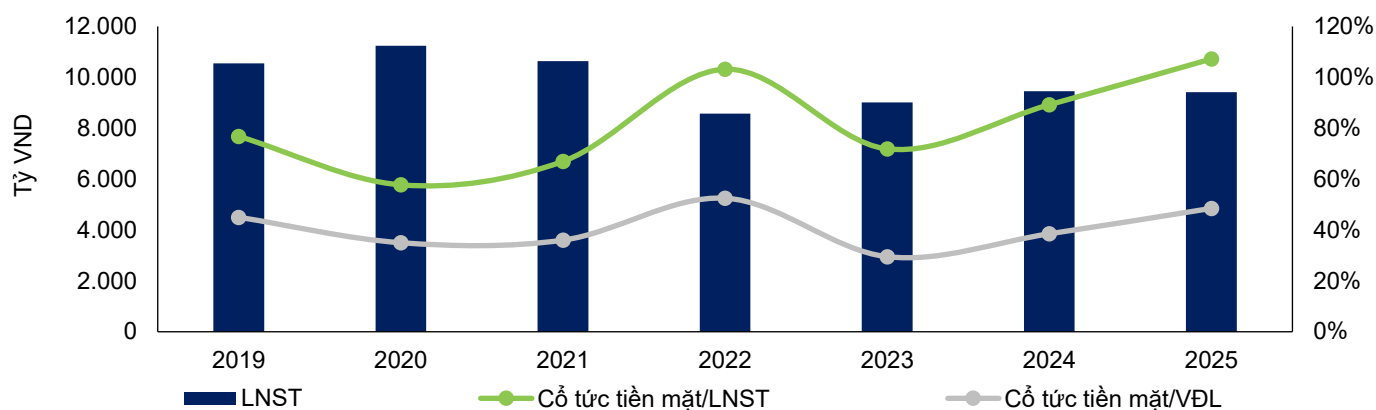
Biểu đồ 40. Tỷ lệ EBIT/Chi phí lãi vay của VNM ở mức cao so với các doanh nghiệp niêm yết ngành thực phẩm – đồ uống



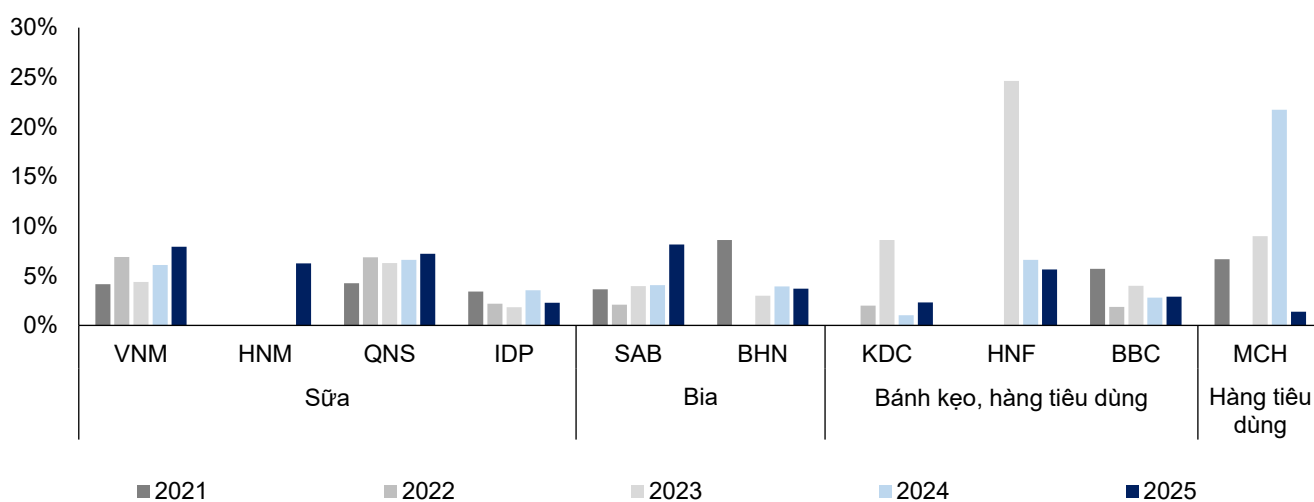
Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

2. Chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ lệ duy trì ở mức cao

VNM duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn cho cổ đông với tỷ lệ cổ tức tiền mặt/LNST duy trì ở mức rất cao bình quân khoảng 82% trong giai đoạn 2019 – 2025. Nhu cầu đầu tư tài sản cố định thấp cùng với lượng tiền thuần lớn (chiếm ~26% tổng tài sản của doanh nghiệp) giúp VNM duy trì được mức chi trả cổ tức cao cho cổ đông. So với các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm – đồ uống, tỷ suất cổ tức tiền mặt của VNM ở mức khá cao và có xu hướng gia tăng từ năm 2023 đến nay.

Biểu đồ 41. Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của VNM duy trì ở mức cao


Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 42. Tỷ suất cổ tức tiền mặt của VNM duy trì xu hướng tăng từ 2023 – 2025 và ở mức khá cao so với các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống niêm yết khác


Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

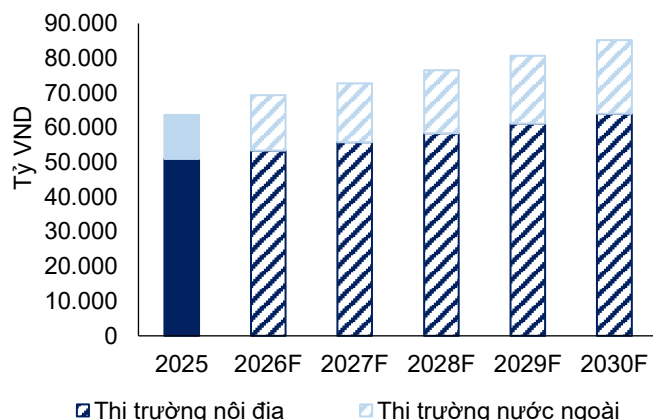
*Tỷ suất cổ tức tiền mặt được tính bằng cổ tức tiền mặt/cổ phiếu chia cho giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm

V. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH ([quay lại trang đầu](#))

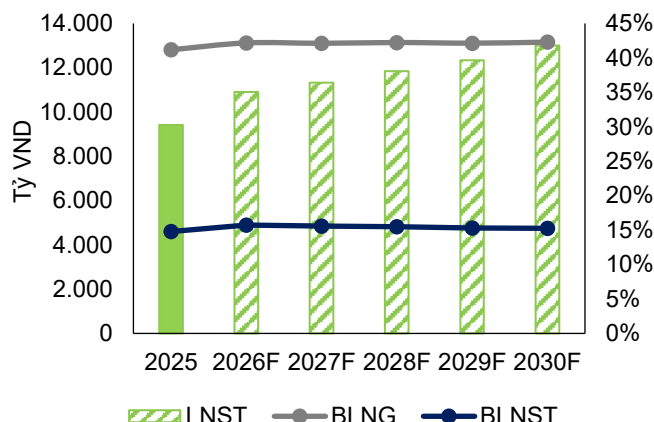
Năm 2026F, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần hợp nhất của VNM đạt 69.341 tỷ VND (+8,9% YoY & 104% KH2026) và lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 10.910 tỷ VND (+15,9% YoY & 111% KH2026).

Giai đoạn 2026 – 2030F, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VNM đạt lần lượt +5,3%/năm và +4,5%/năm.

Biểu đồ 43. Doanh thu VNM dự phóng tăng +5,3%/năm giai đoạn 2026 – 2030F



Biểu đồ 44. Lợi nhuận sau thuế VNM dự phóng tăng +4,5%/năm giai đoạn 2026 – 2030F



Nguồn: FPT S dự phóng

Các giả định dự phóng chi tiết được chúng tôi tóm gọn trong bảng sau:

Đơn vị: Tỷ VND

Chỉ tiêu	2026F	%YoY	2027 - 2030F	Cơ sở giả định
Danh thu thuần	69.341	+8,9%	+5,3%/năm	
Thị trường nội địa	53.350	+4,7%	+4,6%/năm	Năm 2026: Doanh thu 2H2026 kỳ vọng giảm nhẹ -2,0% YoY so với mức nền cao cùng kỳ do tâm lý chi tiêu của người tiêu dùng kỳ vọng thận trọng bởi lạm phát ở mức cao. Từ 2027F: Tăng trưởng tích cực ở hầu hết các ngành hàng với kỳ vọng xu hướng sức khỏe & trải nghiệm dẫn dắt tăng trưởng ngành sữa Việt Nam và VNM duy trì vị thế cạnh tranh sau giai đoạn tái định vị
Sữa nước	20.403	+4,2%	+4,2%/năm	Tăng trưởng thấp hơn 0,5 đpt so với ngành dựa trên quan điểm thận trọng khi nhu cầu tiêu thụ sữa nước dần bão hòa và cạnh tranh trong mảng này khốc liệt. Tái định vị chưa đem lại cải thiện rõ ràng cho mảng sữa nước của VNM.
Sữa chua	12.972	+7,2%	+7,2%/năm	Tăng trưởng cao hơn 0,2 đpt so với ngành với kỳ vọng VNM duy trì đà phục hồi thị phần từ chiến lược mở rộng danh mục sản phẩm.
Sữa bột	7.755	+4,7%	+4,5%/năm	Năm 2026: kỳ vọng thị phần duy trì đà tăng tích cực nhờ hưởng lợi từ sự cố thu hồi sữa công thức nghi nhiễm độc của các thương hiệu sữa bột toàn cầu.

Từ 2027: đà tăng thị phần chậm lại dựa trên quan điểm thận trọng khi cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt

Sữa đặc	7.120	+4,3%	+4,3%/năm	<i>Tiếp tục duy trì vị thế tuyệt đối trong ngành hàng nhờ lợi thế thương hiệu lâu đời cùng danh mục sản phẩm đa dạng.</i>
Thị trường nước ngoài	15.991	+26,1%	+7,4%/năm	
Xuất khẩu	7.836	+10,3%	+10,0%/năm	<i>Năm 2026: tăng trưởng dự phóng giảm tốc trong 2H2026 (đà tăng thấp hơn 11,6 đpt so với mức tăng của 1H2026) do gián đoạn vận tải bởi xung đột Mỹ - Iran leo thang.</i> <i>Từ 2027: đà tăng giảm tốc trong năm 2027 (+7,0% YoY) và tăng +11,0%/năm từ 2028 dựa trên quan điểm thận trọng về sự phục hồi hoạt động vận tải tại eo Hormuz. Động lực tăng trưởng dài hạn từ nhu cầu sữa bột tại thị trường Iraq gia tăng và lợi thế phân khúc sản phẩm giá rẻ giúp VNM duy trì đà tăng thị phần tại thị trường này.</i>
Chi nhánh nước ngoài	8.155	+46,2%	+4,6%/năm	<i>Năm 2026: doanh thu tăng tích cực chủ yếu đến từ chi nhánh Angkor (Campuchia) với kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục lấp đầy khoảng trống từ sữa Thái Lan nhờ lợi thế thương hiệu nội địa có độ phủ lớn, phân khúc sản phẩm giá cả phải chăng và hưởng lợi từ hệ sinh thái của Vinamilk.</i> <i>Từ 2027F: doanh thu dự phóng tăng +4,6%/năm dựa trên quan điểm thận trọng khi cạnh tranh trong ngành sữa tại Campuchia gia tăng.</i>
Biên lợi nhuận gộp	42,2%	+1,0 đpt	42,1% - 42,3%	<i>Năm 2026: BLNG tăng 1,0 đpt YoY nhờ chi phí sữa bột cả năm dự phóng giảm 4,1% YoY.</i> <i>Từ 2027: giả định BLNG duy trì ở mức 42,1% - 42,3%.</i>
CPBH/DTT	21,5%	+0,1 đpt	21,6% - 22,0%	<i>Kỳ vọng VNM duy trì chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm trong dài hạn khi cạnh tranh ngành sữa khốc liệt và thị hiếu của người tiêu dùng ngày càng đa dạng.</i>
LNST	10.910	+15,9%	+4,5%/năm	

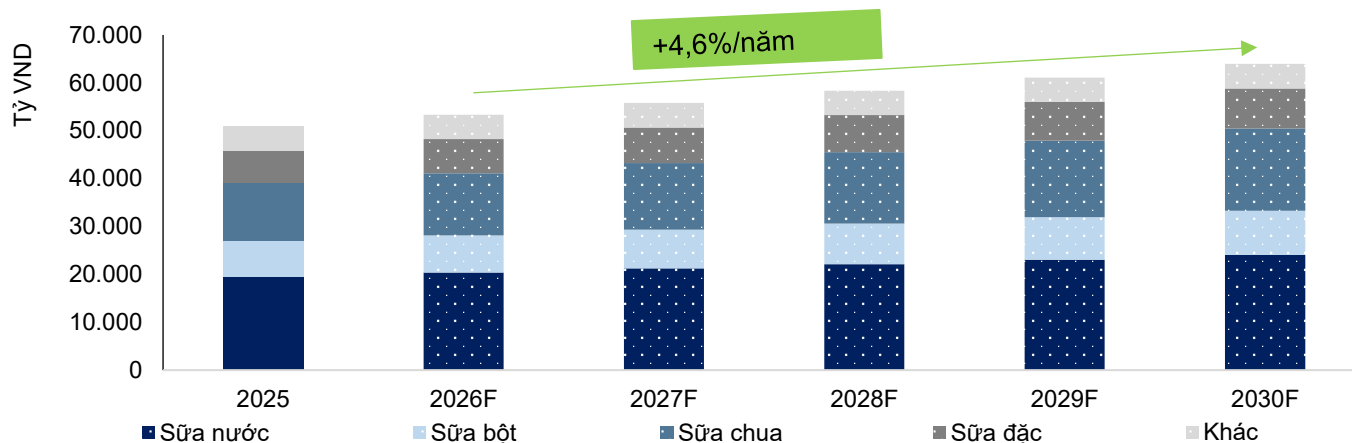
Nguồn: FPTTS dự phóng

1. Thị trường nội địa (~77% doanh thu): Xu hướng tiêu dùng sức khỏe và ưu tiên trải nghiệm là động lực tăng trưởng dài hạn (quay lại)

Doanh thu nội địa dự phóng tăng +4,7% YoY trong năm 2026F. Trong đó, doanh thu 2H2026 dự phóng giảm nhẹ -2,0% so với mức nền cao cùng kỳ (doanh thu 2H2025 đạt mức giá trị cao nhất doanh thu nửa cuối năm trong 10 năm trở lại). Chúng tôi thận trọng khi dự phóng doanh thu nội địa của VNM trong 2H2026 bởi tâm lý chi tiêu của người tiêu dùng kỳ vọng vẫn thận trọng do áp lực lạm phát ở mức cao. Bình quân 7 tháng đầu năm 2026, lạm phát cơ bản tăng ~4,2% (cao hơn 1,0 đpt YoY). Chỉ số niềm tin người tiêu dùng đi ngang trong 1H2026 (theo InforCUS Mekong Research).

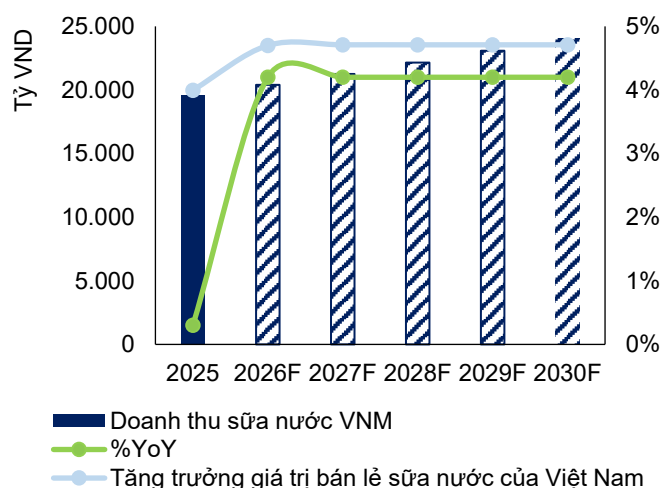
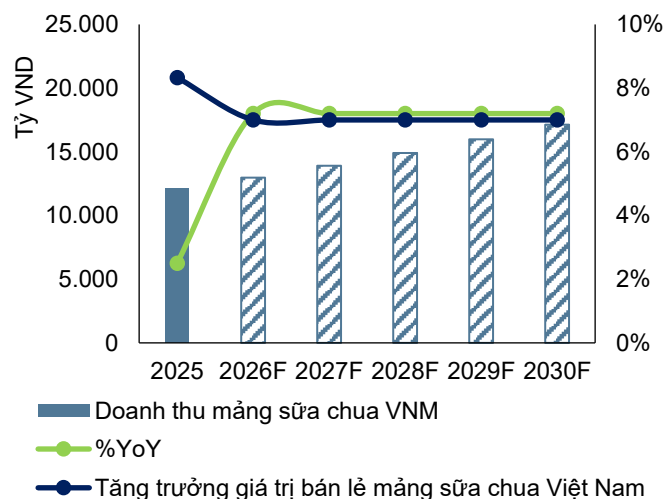
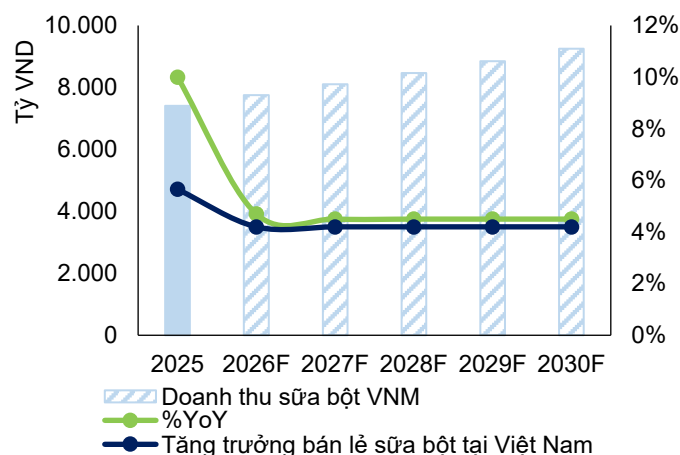
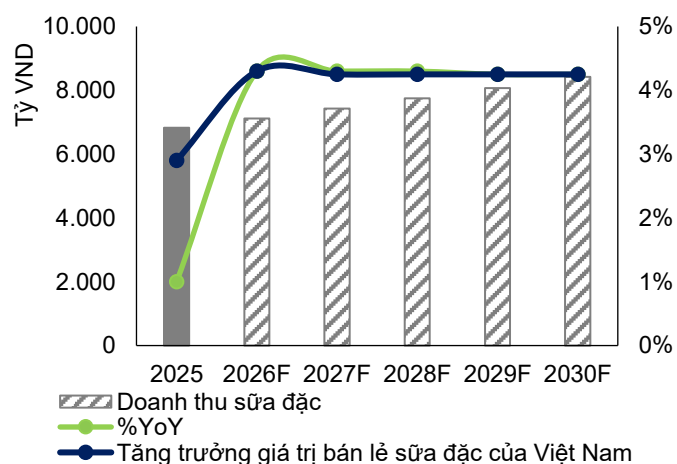
Từ 2027 – 2030F, chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa của VNM tăng +4,6%/năm với động lực chính từ (1) tâm lý chi tiêu của người tiêu dùng cải thiện, (2) xu hướng tiêu dùng vì sức khỏe và ưu tiên trải nghiệm tiếp tục duy trì nhờ đô thị hóa và thu nhập khả dụng gia tăng ([chi tiết](#)) và (3) chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm để duy trì vị thế cạnh tranh của VNM trong mảng sữa chua, sữa bột và sữa đặc.

Biểu đồ 45. Doanh thu nội địa dự phóng tăng +4,6%/năm giai đoạn 2026 – 2030F



Nguồn: FPTs dự phóng

- **Mảng sữa nước (~38% doanh thu nội địa):** doanh thu dự phóng tăng +4,2%/năm và thấp hơn 0,5 đpt so với tăng trưởng ngành. Xu hướng cao cấp hóa và cá nhân hóa là động lực tăng trưởng của mảng sữa nước tại Việt Nam trong giai đoạn dự phóng. Nhận thức ngày càng cao về sức khỏe và xu hướng ưu tiên trải nghiệm thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm sữa có giá trị dinh dưỡng cao hơn và công năng chuyên biệt. Với VNM, chúng tôi thận trọng dự phóng tăng trưởng doanh thu thấp hơn so với tăng trưởng ngành khi cạnh tranh trong mảng sữa nước ngày càng khốc liệt, tái định vị cùng với chiến lược đa dạng danh mục chưa đem lại cải thiện rõ ràng về thị phần cho VNM.
- **Mảng sữa chua (~24% doanh thu nội địa):** doanh thu dự phóng tăng +7,2%/năm và cao hơn +0,2 đpt so với tăng trưởng ngành. Sản phẩm gắn với sức khỏe đường ruột và hệ miễn dịch là động lực giúp sữa chua hưởng lợi rõ rệt nhất từ xu hướng tiêu dùng sản phẩm sức khỏe. Chúng tôi kỳ vọng thị phần sữa chua của VNM duy trì đà phục hồi nhờ chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm theo hướng đổi mới về chức năng và sản phẩm chuyên biệt.
- **Mảng sữa bột (~15% doanh thu nội địa):** doanh thu dự phóng tăng +4,5%/năm và cao hơn 0,3 đpt so với tăng trưởng ngành. Xu hướng cao cấp hóa là động lực tăng trưởng của mảng sữa bột khi nhận thức và yêu cầu của các phụ huynh về dinh dưỡng cho con ngày càng khắt khe hơn. Chiến lược đa dạng hóa sản phẩm tiếp tục là động lực duy trì vị thế cạnh tranh của VNM. Trong đó, đà tăng thị phần của VNM kỳ vọng tích cực trong năm 2026 (tăng trưởng cao hơn 0,5 đpt so với tăng trưởng ngành) nhờ hưởng lợi từ sự cố thu hồi sữa nghi nhiễm độc của các thương hiệu sữa bột toàn cầu tại Việt Nam như Nestle (đứng thứ 3 về thị phần tại Việt Nam), Danone và Lactalis. Sự cải tiến về công thức cùng với độ an toàn và tính minh bạch của sản phẩm giúp VNM gia tăng thị phần sau sự kiện này. Trong dài hạn, đà tăng thị phần chậm lại dựa trên quan điểm thận trọng khi cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt.
- **Mảng sữa đặc (~13% doanh thu nội địa):** doanh thu dự phóng tăng +4,3%/năm và tương đương với tăng trưởng ngành. Doanh thu cửa hàng cà phê và đồ uống dự phóng tăng +4,3%/năm giai đoạn dự phóng kỳ vọng thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sữa đặc – vốn được sử dụng như một nguyên liệu pha chế. Chúng tôi kỳ vọng VNM tiếp tục duy trì vị thế tuyệt đối trong ngành hàng nhờ lợi thế thương hiệu lâu đời cùng danh mục sản phẩm đa dạng.

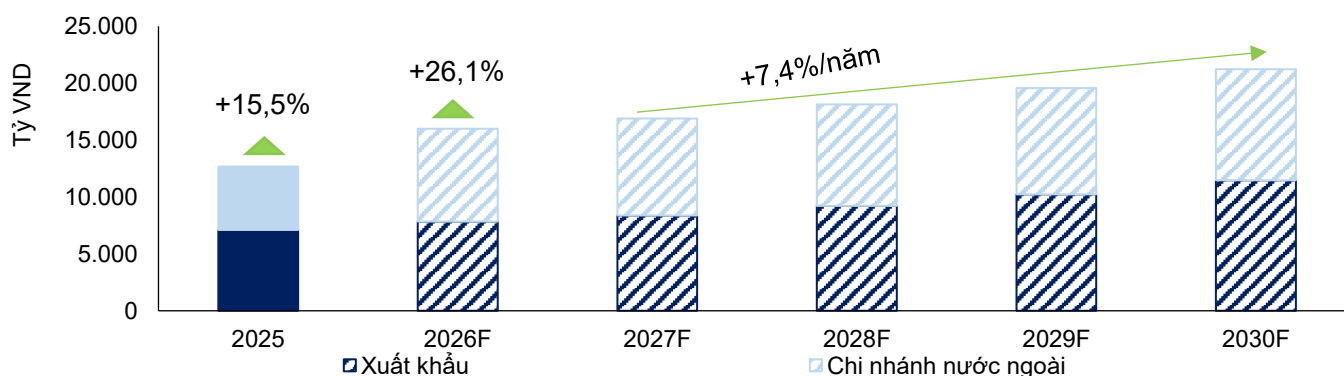
Biểu đồ 46. Tăng trưởng các ngành hàng của VNM kỳ vọng tích cực trong dài hạn
Màng sữa nước

Màng sữa chua

Màng sữa bột

Màng sữa đặc


Nguồn: imarc, FPTs tổng hợp và dự phóng

2. Thị trường nước ngoài: tăng trưởng cao trong 2026 và kỳ vọng giảm tốc trong dài hạn (quay lại)

Năm 2026F, doanh thu nước ngoài dự phóng tăng +26,1% YoY (15.991 tỷ VND) với động lực tăng trưởng từ chi nhánh nước ngoài (+46,2% YoY và cao hơn 41,4 đpt YoY) nhờ Angkormilk hưởng lợi từ khoảng trống thị trường do sự kiện tẩy chay sữa Thái tại Campuchia. Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu kỳ vọng giảm tốc (+10,3% YoY & thấp hơn 15,2 đpt YoY) do gián đoạn vận tải tại eo biển Hormuz.

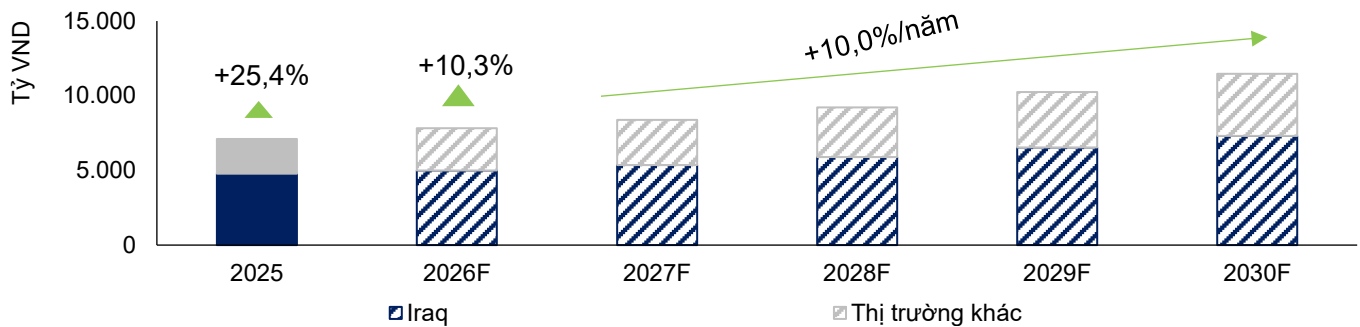
Giai đoạn 2027 – 2030F, doanh thu kỳ vọng tăng +7,4%/năm dựa trên quan điểm thận trọng về tốc độ mở rộng thị phần của Angkormilk tại Campuchia và khả năng phục hồi tình hình vận tải tại eo Hormuz.

Biểu đồ 47. Tăng trưởng doanh thu thị trường nước ngoài của VNM gia tăng trong 2026 và chậm lại trong dài hạn


Nguồn: FPTs dự phóng

2.1. Hoạt động xuất khẩu: tăng trưởng kỳ vọng giảm tốc do gián đoạn vận tải tại Hormuz ([quay lại](#))

Biểu đồ 48. Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu của VNM kỳ vọng giảm tốc trong năm 2026 và đạt +10,0%/năm giai đoạn 2027 – 2030F



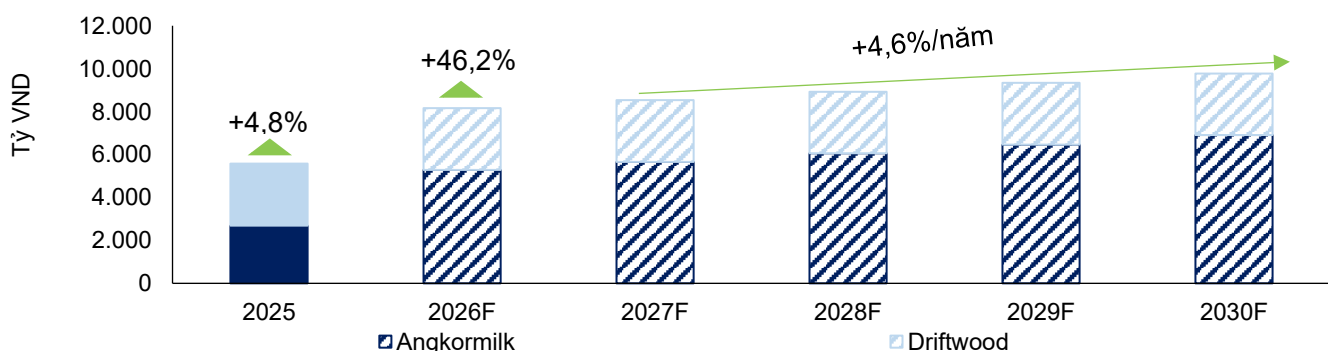
Nguồn: FPTs dự phóng

Năm 2026F, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu xuất khẩu của VNM đạt 10,3% YoY và thấp hơn 15,2 đpt YoY. Trong 2H2026F, doanh thu xuất khẩu dự phóng tăng +4,6% YoY và thấp hơn 11,6 đpt so với mức tăng của 1H2026 chủ yếu do gián đoạn vận tải bởi xung đột Mỹ - Iran. Trong khi nhu cầu tiêu thụ sữa bột VNM từ thị trường Iraq kỳ vọng vẫn tích cực do sữa bột là mặt hàng thiết yếu và xu hướng chuyển sang tiêu dùng các sản phẩm giá rẻ trong giai đoạn kinh tế khó khăn. Tình hình vận tải tại eo Hormuz tiếp tục gián đoạn do xung đột vẫn leo thang nghiêm trọng kỳ vọng ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu của VNM vào khu vực vùng Vịnh. Tháng 08/2026, các bên liên quan đang dần hoàn thiện khung thỏa thuận giữa Iran – Oman với thỏa thuận tạm thời kéo dài khoảng 60 ngày nhằm tháo gỡ bế tắc giao thông tại Hormuz. Theo đó, Iran sẽ quản lý luồng tàu đi vào, Oman sẽ cấp phép luồng tàu đi ra sau khi thông báo cho Iran. Thỏa thuận đi kèm điều kiện Mỹ dỡ bỏ phong tỏa hàng hải và các lệnh trừng phạt kinh tế đồng thời bồi thường thiệt hại và giải tỏa các tài sản đóng băng của Iran, đồng thời chấm dứt đe dọa hành động quân sự và tuân thủ các thỏa thuận cũ. Tuy vậy, vẫn còn rào cản lớn để đạt được thỏa thuận này do lập trường cứng rắn giữa 2 bên Iran – Mỹ. Mặt khác, các tuyến vận tải thay thế đã được phát triển nhằm giải quyết vấn đề lưu thông hàng hóa tại khu vực vùng Vịnh tuy vậy chỉ mang tính tạm thời ([chi tiết](#)).

Giai đoạn 2027 – 2030F, tăng trưởng doanh thu xuất khẩu dự phóng giảm tốc trong 2027 (+7,0% YoY) sau đó phục hồi trở lại từ 2028 với mức tăng +11,0%/năm (cao hơn +2,6 đpt so với tăng trưởng giá trị ngành hàng sữa bột tại khu vực Trung Đông, theo dự phóng của Persistence Market Research). Chúng tôi thận trọng trong việc dự phóng sự phục hồi hoạt động vận tải tại khu vực vùng Vịnh khi tình hình xung đột giữa Mỹ và Iran tương đối bất định. Trong dài hạn với giả định eo Hormuz mở cửa trở lại, đà tăng trưởng doanh thu xuất khẩu được thúc đẩy bởi (1) nhu cầu tiêu thụ sữa bột của Iraq tăng trưởng tích cực kể từ năm 2027 khi tình hình kinh tế cải thiện giúp thúc đẩy sức mua của người tiêu dùng ([chi tiết tại Phụ lục](#)) và (2) VNM kỳ vọng tiếp tục gia tăng thị phần tại Iraq nhờ lợi thế phân khúc sản phẩm giá cả phải chăng, phù hợp hơn với khả năng chi trả của người tiêu dùng tại nước này, đặc biệt tại khu vực nông thôn (nơi có tỷ lệ nghèo cao hơn 6,6 đpt so với khu vực thành thị tại Iraq).

2.2. Chi nhánh nước ngoài: động lực tăng trưởng ngắn hạn nhờ tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển tiêu dùng khỏi hàng Thái Lan tại Campuchia ([quay lại](#))

Biểu đồ 49. Doanh thu chi nhánh nước ngoài VNM dự phóng tăng +46,2% YoY năm 2026F và +4,6%/năm từ 2027 – 2030F



Nguồn: FPTs dự phóng

Doanh thu chi nhánh nước ngoài dự phóng tăng +46,2% YoY năm 2026 và +4,6%/năm giai đoạn 2027 – 2030F với động lực tăng trưởng chủ yếu từ chi nhánh Angkormilk. Năm 2026F, doanh thu Angkormilk dự phóng duy trì tăng trưởng cao +96,7% YoY với kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục lấp đầy khoảng trống từ sữa Thái Lan nhờ lợi thế thương hiệu nội địa có độ phủ lớn, phân khúc sản phẩm giá cả phải chăng và hưởng lợi từ hệ sinh thái của Vinamilk. Chúng tôi kỳ vọng, việc dịch chuyển tiêu thụ khỏi các sản phẩm sữa Thái Lan của người tiêu dùng Campuchia tiếp tục duy trì trong năm 2026. Cuộc xung đột biên giới giữa Campuchia và Thái Lan đã hạ nhiệt tuy vậy tình trạng căng thẳng song phương giữa hai nước vẫn còn hiện diện.

Từ 2027 – 2030F, doanh thu Angkormilk dự phóng tăng +6,9%/năm tương đương mức tăng trưởng giá trị ngành sữa của Campuchia dựa trên quan điểm thận trọng khi cạnh tranh trong ngành tại thị trường này ngày càng gia tăng bởi nhu cầu tiêu dùng phân hóa theo nhiều phân khúc sản phẩm. Thu nhập khả dụng gia tăng, quá trình đô thị hóa và sự mở rộng của các kênh bán lẻ hiện đại thúc đẩy nhu cầu khám phá và tiêu thụ các sản phẩm với đa dạng phân khúc (theo Euromonitor).

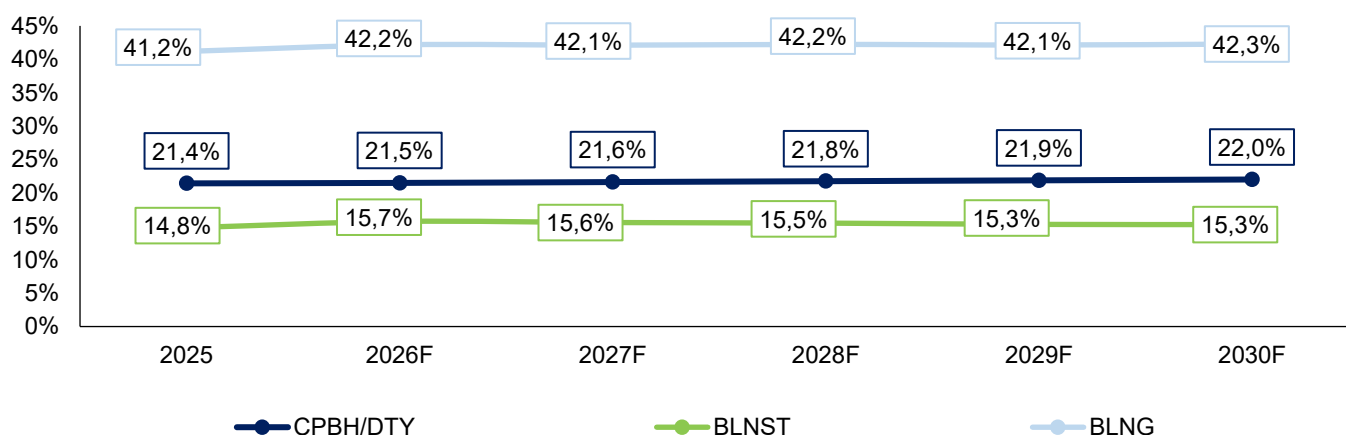
Đối với Driftwood, chúng tôi dự phóng doanh thu tiếp đà giảm 0,7% YoY do nhu cầu tiêu thụ yếu. Sức mua tại Mỹ suy giảm bởi lạm phát gia tăng và căng thẳng địa chính trị kéo dài khiến niềm tin người tiêu dùng tại Mỹ giảm trong nửa đầu năm 2026 ([chi tiết tại Phụ lục](#)). Giai đoạn 2027 – 2030, chúng tôi giả định doanh thu Driftwood đi ngang dựa trên quan điểm thận trọng khi ngành sữa tại Mỹ đã bão hòa và hạn chế về mặt thông tin liên quan đến hoạt động đầu thầu sữa tại các trường học, bệnh viện.

3. Biên lợi nhuận sau thuế dự phóng tăng 0,9 đpt YoY năm 2026F nhờ chi phí sữa bột giảm và chi phí bán hàng/doanh thu thuần chỉ tăng nhẹ +0,1 đpt YoY ([quay lại](#))

Biên lợi nhuận sau thuế VNM năm 2026F dự phóng tăng 0,9 đpt YoY và đạt 15,7%. Trong đó, BLNG dự phóng tăng +0,9 đpt YoY (42,1%) nhờ chi phí sữa bột bình quân cả năm giảm 4,1% YoY. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần dự phóng đạt 21,5% (+0,1 đpt YoY) nhờ hoạt động tái định vị đã hoàn tất trong năm 2025 và việc ra mắt sản phẩm mới không còn ồ ạt như giai đoạn trước.

Từ 2027 – 2030F, biên lợi nhuận sau thuế dự phóng duy trì giảm chủ yếu do chi phí bán hàng/DTT kỳ vọng tăng nhẹ +0,1 đpt/năm trong giai đoạn này trong khi BLNG giả định đi ngang. Chúng tôi kỳ vọng VNM tiếp tục chiến lược đa dạng danh mục sản phẩm trong dài hạn khi cạnh tranh ngành sữa khốc liệt và thị hiếu của người tiêu dùng ngày càng đa dạng.

Biểu đồ 50. Biên lợi nhuận sau thuế của VNM kỳ vọng tăng +0,9 đpt YoY năm 2026



Nguồn: FPTs dự phóng

Năm 2026F, BLNG của VNM dự phóng tăng bình quân +0,9 đpt YoY và đạt 41,1%. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng giá sữa bột thế giới ở mức nền cao sẽ phản ánh vào giá vốn của doanh nghiệp kể từ Q3/2026 khiến BLNG 2H2026 dự phóng giảm nhẹ 0,1 đpt YoY. VNM đã đặt hàng và chốt giá sữa bột cho nửa cuối năm 2026 ở mức nền cao cuối Q2 và đầu Q3. Chúng tôi ước tính chi phí sữa bột nhập khẩu trong 2H2026 ở mức tương đương với cùng kỳ (đã bao gồm tác động của tỷ giá). Chi phí sữa tươi duy trì tương đương so với năm 2025 do VNM dự kiến không tăng giá thu mua sữa từ hộ nông dân (theo chia sẻ của BLĐ doanh nghiệp). Các chi phí như bao bì, đường và phụ gia, chúng tôi giả định sẽ đi ngang trong năm 2026.

Từ 2027 – 2030F, chúng tôi giả định BLNG của VNM duy trì trong khoảng 42,1 – 42,3%.

VI. YẾU TỐ THEO DÕI

1. Biến động giá sữa bột thế giới ([quay lại](#))

Chi phí sữa bột ước chiếm ~29% giá vốn sản xuất sữa của VNM và chủ yếu phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu. Giá sữa bột gây thế giới chủ yếu chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố như thời tiết, dịch bệnh ở bò và cạnh tranh từ các sản phẩm sữa khác (bột whey). Do đó, biến động chi phí đầu vào của VNM chủ yếu chịu ảnh hưởng bởi biến động giá sữa bột thế giới và khó kiểm soát. Trong bối cảnh cạnh tranh ngành sữa ngày càng gay gắt, VNM hạn chế trong việc chuyển phần gia tăng chi phí đầu vào sang giá bán, khiến BLNG chịu áp lực khi giá sữa bột tăng.

2. Tình hình xung đột giữa Mỹ và Iran còn khá bất định ([quay lại](#))

Eo biển Hormuz là tuyến đường trọng yếu trong vận tải hàng hóa giữa khu vực Vùng Vịnh và thế giới. Trong đó, hoạt động thương mại hàng hóa của Iraq phần lớn phụ thuộc vào cảng Umm Qasr – cửa ngõ hàng hải chiến lược kết nối với vịnh Ba Tư. Mặc dù đã có những giải pháp vận chuyển hàng hóa thay thế khi eo Hormuz đóng cửa do xung đột giữa Mỹ và Iran. Những giải pháp này chỉ mang tính tạm thời và không thể giải quyết triệt để việc gián đoạn chuỗi cung ứng tại khu vực này.

Mặc dù tháng 08/2026, các bên liên quan đang dần hoàn thiện khung thỏa thuận giữa Iran – Oman với thỏa thuận tạm thời kéo dài khoảng 60 ngày nhằm tháo gỡ bế tắc giao thông tại Hormuz. Tuy vậy, vẫn còn rào cản lớn để đạt được thỏa thuận này do lập trường cứng rắn giữa 2 bên Iran – Mỹ. Do đó, chúng tôi khuyến nghị theo dõi yếu tố này do tính chất bất định và khó dự báo của xung đột.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VNM với giá mục tiêu **71.600 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **16,3%** so với giá đóng cửa ngày 13/08/2026. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Kết quả định giá:

Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Giá trị	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	69.235	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	74.034	50%
Giá mục tiêu (đã làm tròn)	71.600	

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	144.365
(+) Tiền mặt (tỷ VND)	23.686
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	9.457
(-) Cổ tức đã trả từ đầu năm 2026	3.866
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	154.728
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	2.090
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	74.034
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	144.699
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	69.235

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T06/2026	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2026	8,93%	Phần bù rủi ro thị trường	10,35%
Chi phí sử dụng nợ	4,6%	Hệ số Beta	0,5
Chi phí sử dụng VCSH	10,47%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro	4,2%	Thời gian dự phóng	5 năm

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

Kết quả HĐKD	2025A	2026F	2027F	Cân đối kế toán	2025A	2026F	2027F
DTT	63.646	69.341	72.711	Tài sản			
GVHB	(37.436)	(40.098)	(42.088)	Tiền, TĐT & ĐTTC	23.686	24.236	24.791
LNG	26.209	29.243	30.623	Các khoản phải thu	5.490	6.031	6.324
CPBH	(13.642)	(14.907)	(15.725)	Hàng tồn kho	6.530	6.794	6.935
CP QLDN	(1.904)	(2.074)	(2.175)	Tài sản NH khác	544	583	612
LN thuần HĐKD	10.664	12.262	12.723	Tổng tài TSNH	36.250	37.643	38.661
(Lỗ)/lãi HĐTC	1.472	1.678	1.688	Tài sản CĐHH	11.625	11.135	10.634
Lợi nhuận khác	(160)	6	53	Đầu tư TCNH	959	959	959
LNTT, lãi vay	11.976	13.946	14.464	Tài sản dài hạn khác	3.601	3.922	4.132
Chi phí đi vay	(326)	(444)	(457)	Xây dựng CBDD	877	877	877
LNTT	11.650	13.502	14.007	Tổng TSDH	17.063	16.893	16.602
Thuế TNDN	(2.236)	(2.592)	(2.689)	TTS	53.312	54.536	55.263
LNST	9.414	10.910	11.318	Nợ & VCSH			
Lợi ích CĐTS	3	4	4	Vay và nợ NH	9.394	10.005	10.007
LNST của CĐCTM	9.410	10.906	11.314	Các khoản phải trả	8.174	8.728	9.161
EPS (đ)	4.028	5.218	5.413	Quỹ khen thưởng	953	1.177	1.380
				Nợ ngắn hạn	18.520	19.910	20.548
Chỉ số sinh lời	2025A	2026F	2027F	Vay và nợ DH	63	47	31
Tỷ suất LNG	41,2%	42,2%	42,1%	Phải trả dài hạn khác	246	264	277
Tỷ suất LNST	14,8%	15,7%	15,6%	Nợ dài hạn	309	311	308
ROE DuPont	29,9%	35,6%	37,0%	Tổng nợ	18.829	20.221	20.856
ROA DuPont	17,4%	20,2%	20,6%	Vốn góp CSH	20.900	20.900	20.900
Tỷ suất EBIT/doanh thu	18,8%	20,1%	19,9%	LN chưa phân phối	8.523	8.351	8.438
LNTT / EBIT	97,3%	96,8%	96,8%	Các khoản khác	1.229	1.229	1.229
LNST/LNTT	80,8%	80,8%	80,8%	Lợi ích CĐTS	3.798	3.802	3.806
Vòng quay TTS	1,17	1,29	1,32	Vốn chủ sở hữu	34.483	34.316	34.407
Đòn bẩy tài chính	1,72	1,76	1,80	Tổng cộng NV	53.312	54.536	55.263
HQVH	2025A	2026F	2027F	Lưu chuyển tiền tệ	2025A	2026F	2027F
Thời gian luân chuyển tiền	11,1	14,0	13,0	Tiền đầu năm	2.226	1.795	2.345
Số ngày phải thu	33,6	30,3	31,0	Lợi nhuận sau thuế	10.114	10.910	11.318
Số ngày tồn kho	59,6	60,6	59,5	Khấu hao	2.116	2.125	2.267
Số ngày phải trả	82,1	76,9	77,6	Thay đổi VLĐ & khác	(3.626)	(1.100)	(971)
COGS / Hàng tồn kho	6,6	6,1	6,2	Tiền từ HĐKD	8.668	11.935	12.615
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2025A	2026F	2027F	Chi mua sắm TSCĐ	(1.762)	(1.844)	(1.910)
CS thanh toán hiện hành	2,0	1,9	1,9	Các HĐ đầu tư khác	3.620	-	-
CS thanh toán nhanh	1,6	1,5	1,5	Tiền từ HĐĐT	1.976	(1.844)	(1.910)
CS thanh toán tiền mặt	1,3	1,2	1,2	Thay đổi nợ	175	595	(13)
Nợ / Tài sản	0,4	0,4	0,4	Cổ tức đã trả	(11.264)	(10.136)	(10.136)
Nợ / Vốn CSH	0,5	0,6	0,6	Tiền từ HĐTC	(11.082)	(9.541)	(10.150)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,5	0,6	0,6	Tổng LCTT	(438)	550	555
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	Chênh lệch tỷ giá	7	-	-
Khả năng TT lãi vay	36,8	31,4	31,6	Tiền cuối năm	1.795	2.345	2.900

VIII. PHỤ LỤC

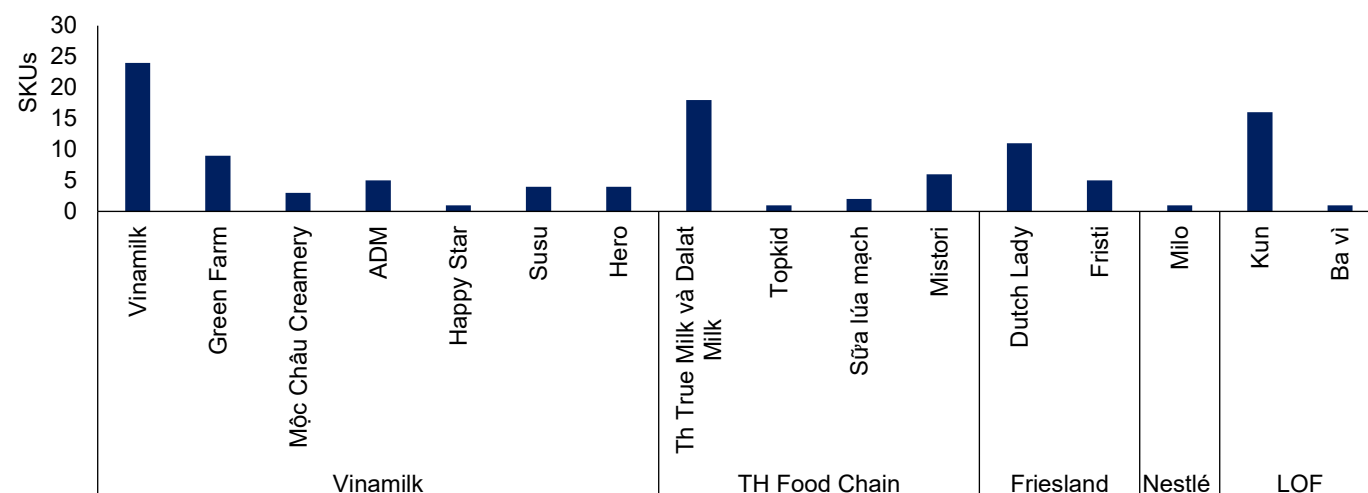
1. Quá trình tái định vị thương hiệu của VNM giai đoạn 2023 – 2025 ([quay lại](#))



Nguồn: VNM, FPTS tổng hợp

2. So sánh danh mục sữa nước của các doanh nghiệp sữa tại Việt Nam ([quay lại](#))

Biểu đồ 51. VNM có danh mục sữa nước đa dạng nhất so với các doanh nghiệp sữa tại Việt Nam



Nguồn: FPTS tổng hợp

*Lưu ý: SKUs được thống kê không tính đến các sản phẩm khác biệt về khối lượng đóng gói

3. Xếp hạng sức mạnh thương hiệu của VNM theo Brand Finance ([quay lại](#))

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vinamilk	AA+	AA	AA+	AAA-	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA+

Nguồn: Brand Finance

Brand Finance đo lường sức mạnh thương hiệu thông qua Chỉ số Sức mạnh Thương hiệu (Brand Strength Index - BSI). Chỉ số này dựa trên 2 khung đánh giá chính gồm Nhận thức về thương hiệu (Brand Perceptions) và Hành vi khách hàng (Customer Behaviors). Hệ thống xếp hạng được chia từ D đến AAA và có cơ chế tương đồng với phương pháp xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp.

4. Chứng nhận Purity Award và First 1,000-day Promise ([quay lại](#))

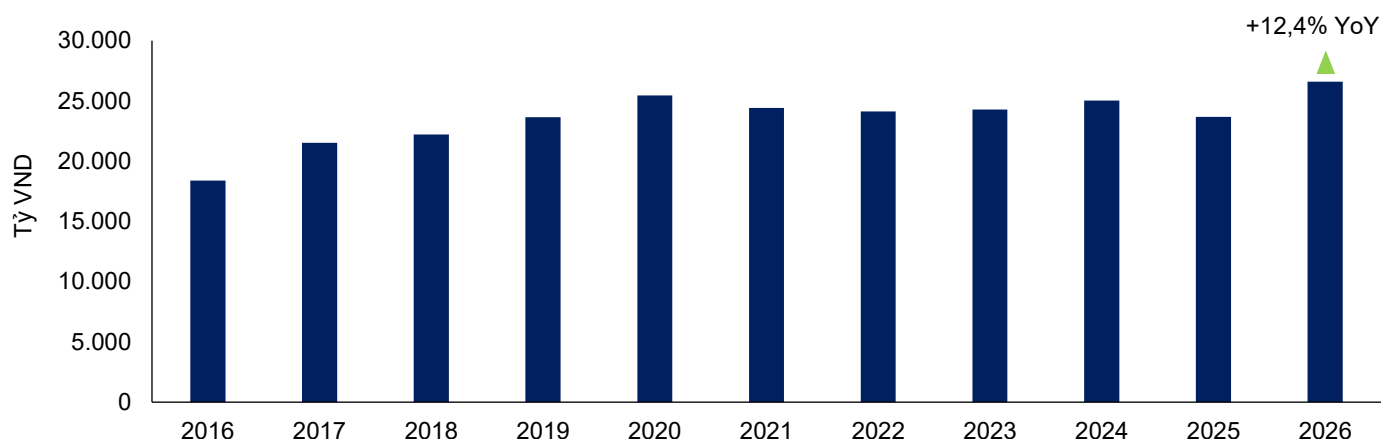
Purity Award và First 1,000-day Promise là các chứng nhận tự nguyện của Clean Label Project – tổ chức phi lợi nhuận tại Mỹ tập trung đánh giá khả năng kiểm soát các chất gây ô nhiễm trong sản phẩm. Trong khi Purity Award tập trung vào độ tinh khiết của sản phẩm, First 1,000 Day Promise mở rộng phạm vi đánh giá sang các yêu cầu về quản lý chất lượng và chuỗi cung ứng đối với nhóm sản phẩm dành cho mẹ và trẻ nhỏ.

	Purity Award	First 1,000 day Promise
Mục tiêu	Đánh giá mức độ tinh khiết của sản phẩm (sản phẩm không chứa các chất gây ô nhiễm tiềm ẩn).	Đảm bảo các sản phẩm dành cho giai đoạn 1.000 ngày đầu đời của trẻ đáp ứng các yêu cầu bổ sung về kiểm soát chất gây ô nhiễm và quản lý chất lượng.
Hệ thống pháp lý để xây dựng quy trình đánh giá	- Dự luật 65 của bang California. - Hệ thống quy định từ các Cơ quan Liên bang (EPA, FDA, USDA).	- Quy định (EU) số 609/2013. - Quy định (EC) số 178/2002. - Quy định (EC) số 1881/2006. - Dự luật 65 của California. - Dự luật CA 652 và CA 1200. - Các báo cáo của Cơ quan Đánh giá Rủi ro Sức khỏe Môi trường California (OEHHA). - Hệ thống quy định Liên bang Hoa Kỳ.
Quy trình kiểm nghiệm	Mẫu xét nghiệm được lấy ngẫu nhiên thông qua việc mua sản phẩm trực tiếp tại các cửa hàng bán lẻ và hoàn toàn không báo trước. Kiểm nghiệm được thực hiện bởi các phòng thí nghiệm được công nhận đạt chuẩn ISO 17025.	
Khung yêu cầu tuân thủ	05 yêu cầu cốt lõi ban đầu gồm: - Tài liệu chứng minh doanh nghiệp đáp ứng các tiêu chuẩn về an toàn thực phẩm và Thực hành sản xuất tốt. - Đặc tả sản phẩm. - Thiết lập quy trình vận hành chuẩn về kiểm tra nhà cung cấp. - Bằng chứng tuân thủ qua Kiểm nghiệm Thành phẩm. - Đánh giá rủi ro thành phần.	10 yêu cầu cốt lõi ban đầu gồm: - Tài liệu chứng minh doanh nghiệp đáp ứng các tiêu chuẩn về an toàn thực phẩm và Thực hành sản xuất tốt. - Đặc tả sản phẩm. - Thiết lập quy trình vận hành chuẩn về kiểm tra nhà cung cấp. - Bằng chứng tuân thủ qua Kiểm nghiệm Thành phẩm. - Xác định loại sản phẩm. - Đánh giá rủi ro thành phần. - Đánh giá rủi ro chế biến & bao bì. - Đưa các yếu tố rủi ro cao vào phân tích HACCP & HARPC. - Tài liệu tuân thủ quy định pháp lý. - Phân tích Dinh dưỡng.
Số lượng chỉ tiêu kiểm nghiệm đối với sữa công thức	123 chỉ tiêu	Hơn 400 chỉ tiêu
Tiêu chuẩn đánh giá	Kết quả tổng thể được xác định nằm trong top 33% của tập mẫu đại diện.	Dựa trên các ngưỡng tiêu chuẩn Đạt/Không đạt cụ thể.

Nguồn: Clean label project, FPTs tổng hợp

5. Doanh thu nội địa 1H2026 của VNM đạt mức giá trị cao nhất của bán niên trong 10 năm trở lại đây ([quay lại](#))

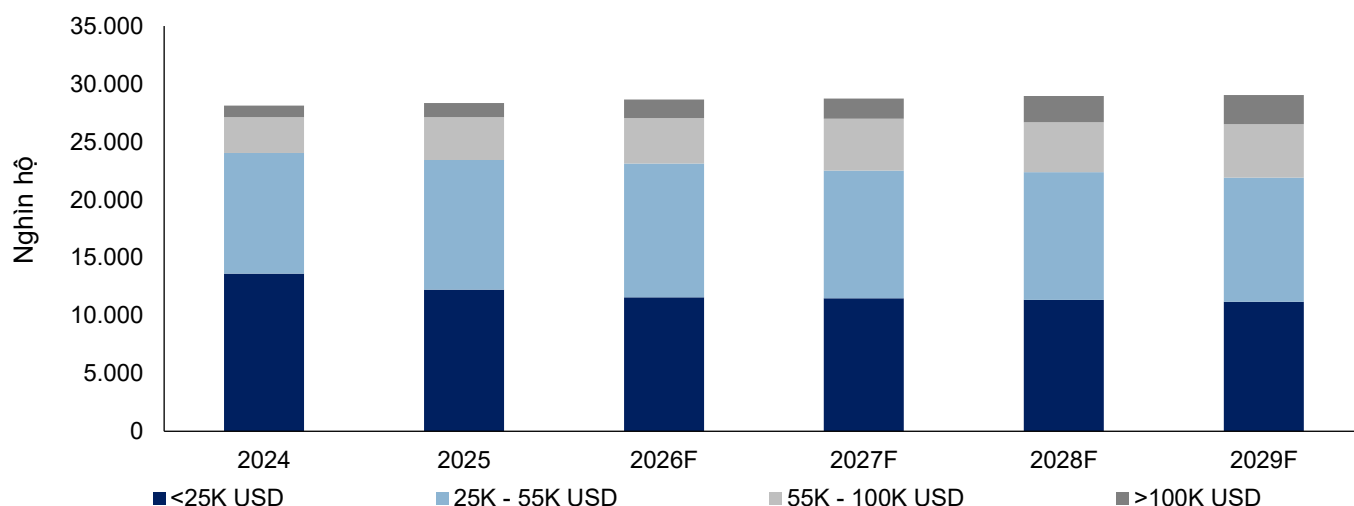
Biểu đồ 52. Doanh thu nội địa bán niên của VNM giai đoạn 2016 – 2026



Nguồn: VNM, FPTs tổng hợp

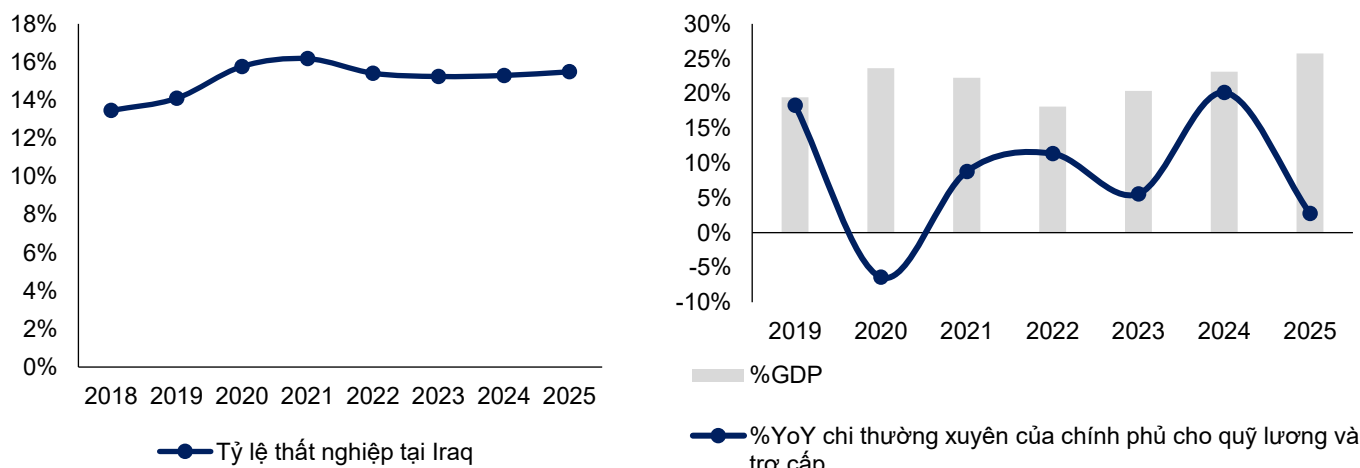
6. Thu nhập khả dụng của hộ gia đình dự báo gia tăng trong giai đoạn 2026 – 2029 ([quay lại](#))

Biểu đồ 53. Cơ cấu thu nhập khả dụng theo hộ gia đình



Nguồn: Euromonitor

7. Iraq: Lạm phát gia tăng (biểu đồ trái) và tăng trưởng chi thường xuyên của chính phủ cho quỹ lương và trợ cấp giảm tốc (biểu đồ phải) ([quay lại](#))



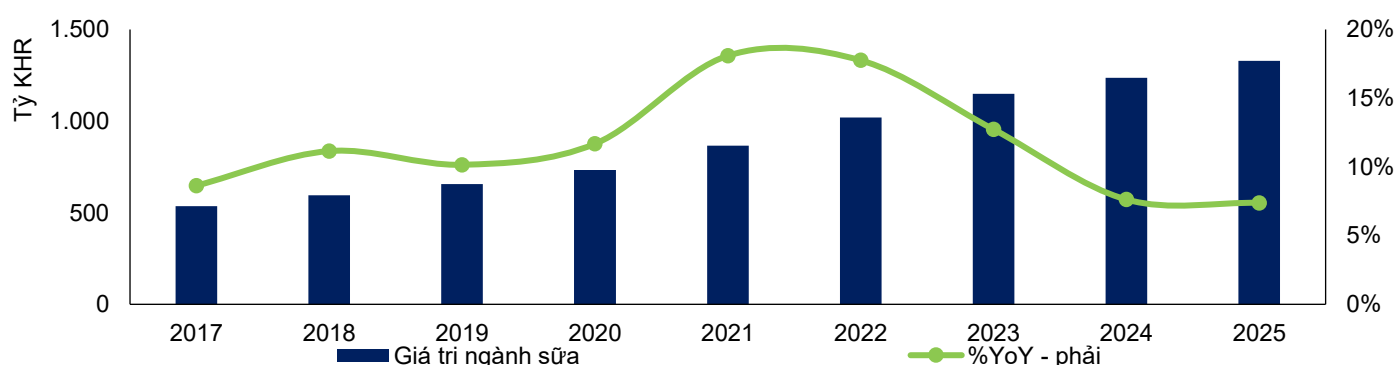
Nguồn: World Bank

8. Tăng trưởng giá trị ngành hàng sữa tại Campuchia giảm tốc từ năm 2023 đến nay ([quay lại](#))

Giai đoạn 2017 – 2025, giá trị ngành hàng sữa và các sản phẩm từ sữa tại thị trường này đạt mức tăng +11,9%/năm được thúc đẩy bởi tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ đô thị hóa. Sau giai đoạn tăng mạnh hậu Covid nhờ sự phục hồi chi tiêu sau cú sốc tiêu dùng, tăng trưởng giá trị ngành sữa giảm tốc và duy trì ở mức thấp hơn so với giai đoạn 2017 – 2019. Năm 2025, tăng trưởng giá trị ngành thấp hơn 0,2 đpt YoY chủ yếu do tình hình kinh tế kém khả quan ảnh hưởng đến chi tiêu tiêu dùng (tiêu dùng tư nhân giảm 0,5% YoY). Năm 2025, kinh tế Campuchia đối mặt với nhiều áp lực khiến tăng trưởng giá trị thực GDP thấp hơn 1 đpt YoY và lạm phát gia tăng. Cụ thể:

- Suy thoái bất động sản kéo dài từ tình trạng bão hòa thị trường do đầu tư quá mức trong giai đoạn trước đại dịch, kết hợp với tình trạng dư thừa nguồn cung và nhu cầu tiêu dùng ngày càng suy yếu.
- Xung đột biên giới Thái Lan – Campuchia gây gián đoạn thị trường lao động, đứt gãy chuỗi cung ứng và giảm lượng kiều hối đổ về nước (năm 2024 tổng lượng kiều hối tương đương 5,5% GDP và 80% đến từ Thái Lan).

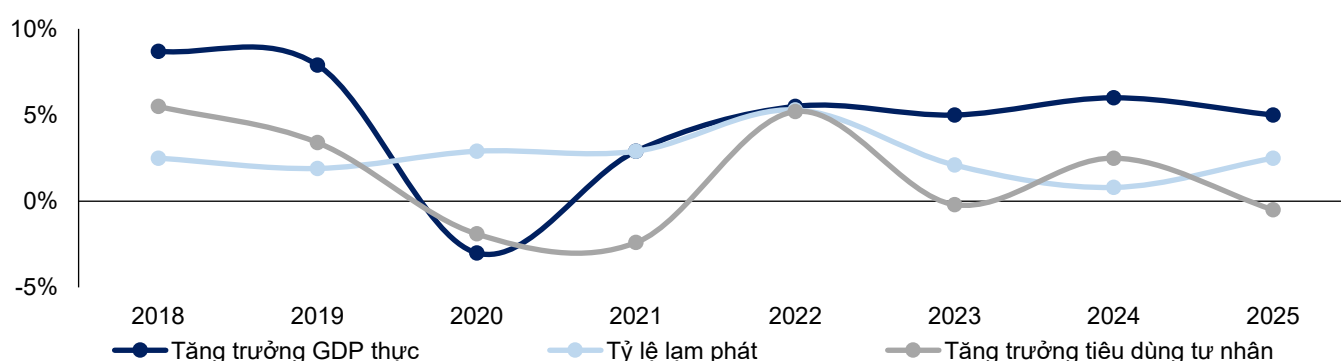
Biểu đồ 54. Tăng trưởng giá trị ngành sữa Campuchia giảm tốc kể từ năm 2023 đến nay



Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

**Lưu ý: giá trị ngành sữa không bao gồm mảng sữa bột trẻ em*

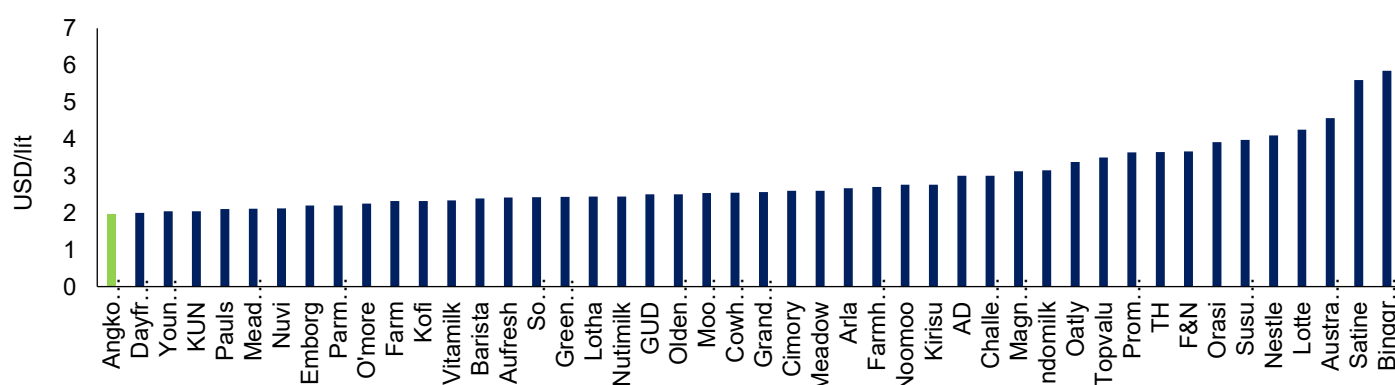
Biểu đồ 55. Tình hình kinh tế Campuchia kém khả quan ảnh hưởng tiêu cực đến tiêu dùng tư nhân 2025



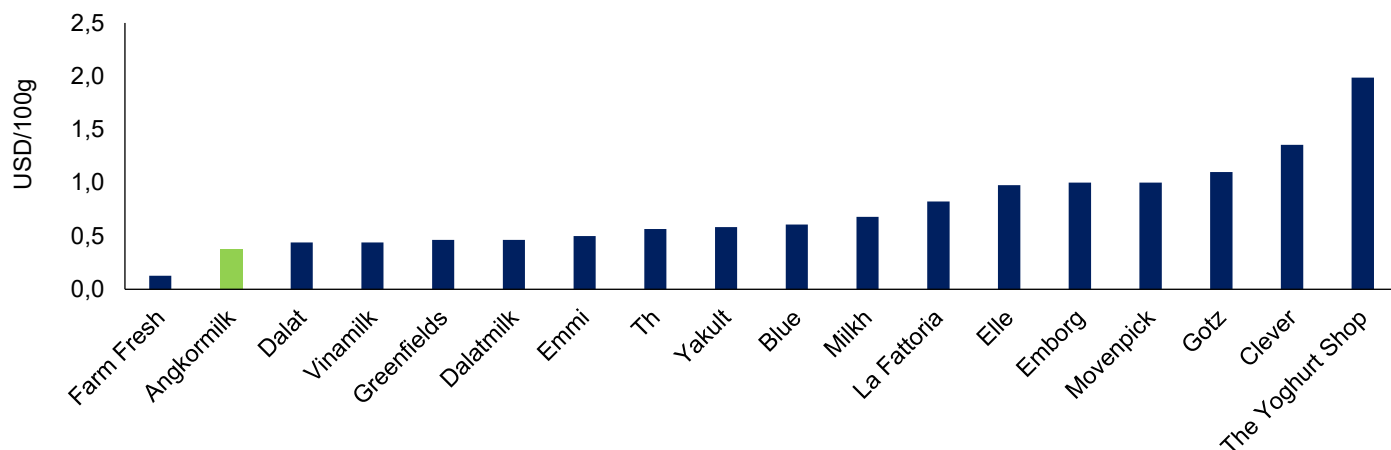
Nguồn: World Bank, FPTS tổng hợp

9. Giá bán lẻ sữa của Angkormilk thấp hơn so với các thương hiệu sữa tại Campuchia ([quay lại](#))

Biểu đồ 56. Giá bán lẻ sữa nước của các thương hiệu tại siêu thị lớn ở Campuchia

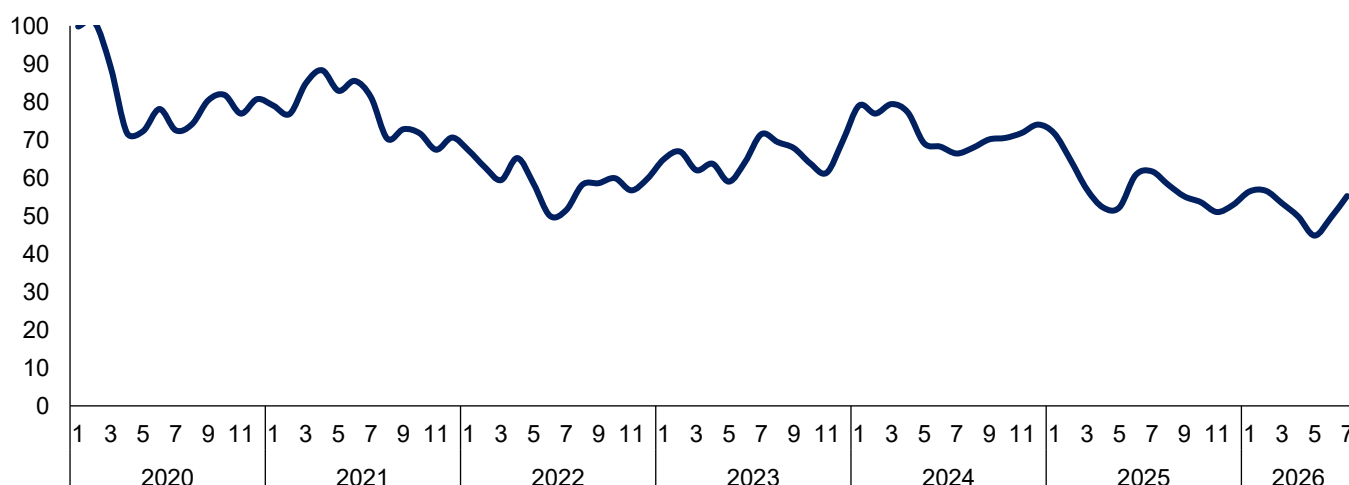


Nguồn: Foodpanda.com, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 57. Giá bán lẻ sữa chua của các thương hiệu tại siêu thị lớn ở Campuchia


Nguồn: Foodpanda.com, FPTS tổng hợp

10. Chỉ số niềm tin tiêu dùng tại Mỹ suy giảm và duy trì ở mức thấp trong nửa đầu năm 2026 [\(quay lại\)](#)



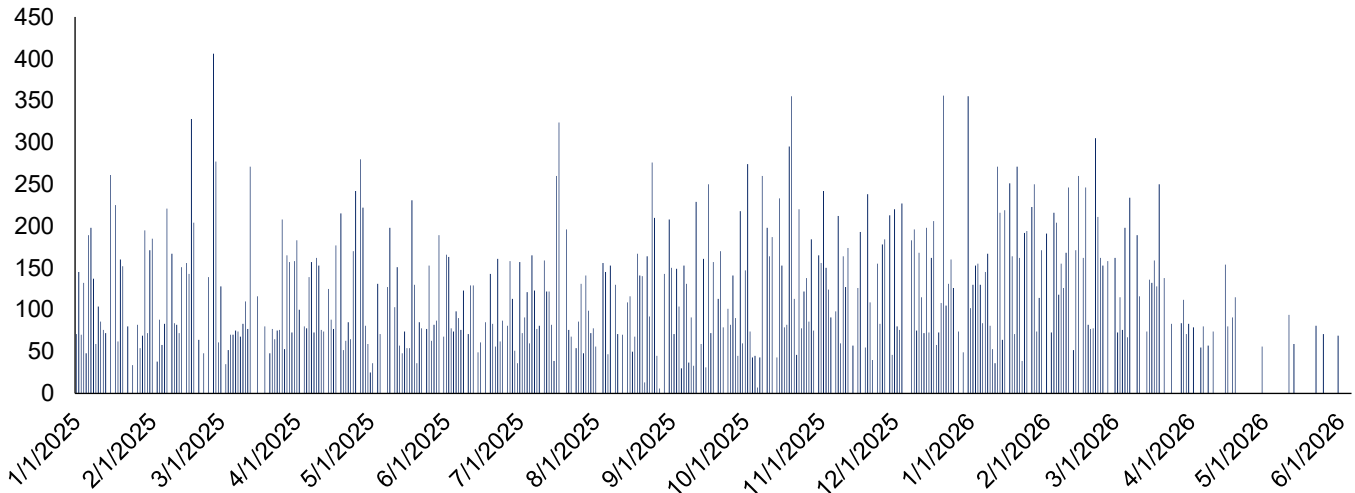
Nguồn: University of Michigan Surveys of Consumers

11. Sự kiện eo biển Hormuz đóng cửa gây gián đoạn nghiêm trọng trong hoạt động thương mại hàng hóa tại khu vực vịnh Ba Tư [\(quay lại phần đầu ra\)](#) [\(quay lại phần triển vọng\)](#)

Xung đột nổ ra từ cuối tháng 2, eo biển Hormuz chính thức đóng cửa vài ngày sau đó và kéo dài tới nay đã gây gián đoạn nghiêm trọng trong hoạt động vận tải biển của khu vực Vịnh Ba Tư.

Eo biển Hormuz đóng vai trò chiến lược trong vận tải hàng hóa của khu vực vùng Vịnh bởi mọi tuyến hàng hải đưa hàng hóa từ bên ngoài vào khu vực đều phải đi qua eo biển này. Theo thống kê của UNCTAD, lượng luân chuyển qua eo biển này giảm 95% so với giai đoạn trước xung đột.

Nhằm giải quyết vấn đề vận tải, kể từ đầu tháng 3 các hãng vận tải đã lập tức kích hoạt các mạng lưới bến cảng có kết nối đường bộ nội địa trải dài trên 4 khu vực gồm Biển Đỏ (cảng Jeddah và King Abdullah (Saudi Arabia)), bán đảo Ả Rập (cảng Salalah, Sohar (Oman), Khor Fakkan và Fujairah (UAE)), Thổ Nhĩ Kỳ (cảng Mersin và Iskenderun), Jordan (Cảng Aqaba). Các giải pháp này không giải quyết triệt để được tình trạng tắc nghẽn và tê liệt vận tải. Theo ước tính của Kpler, nhóm các cảng thay thế có tuyến kết nối đường bộ hiện tại mới chỉ hấp thụ được khoảng 38% lượng hàng hóa dịch chuyển khỏi eo biển Hormuz. Ngay cả khi giả định tất cả các cảng thay thế hoạt động trơn tru ở mức công suất cao nhất từng được ghi nhận trong lịch sử thì mới chỉ đáp ứng tối đa 62% lượng hàng hóa. Khối lượng hàng hóa nông nghiệp nhập khẩu qua eo Hormuz giảm mạnh kể từ cuối tháng 3 đến nay.

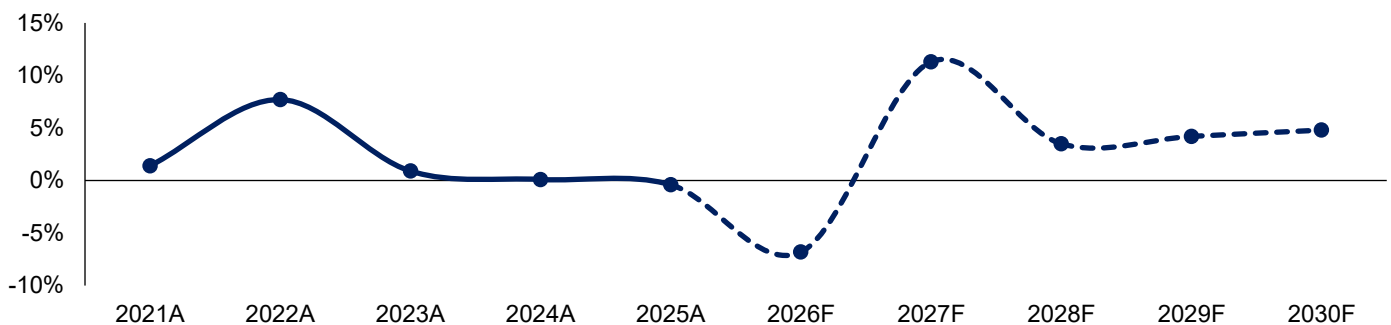
Biểu đồ 58. Chỉ số khối lượng hàng hóa nông nghiệp nhập khẩu qua eo Hormuz


Nguồn: WTO, FPTs tổng hợp

12. Tăng trưởng GDP thực của Iraq dự phóng giảm mạnh trong năm 2026F và phục hồi từ 2027 – 2030F (quay lại)

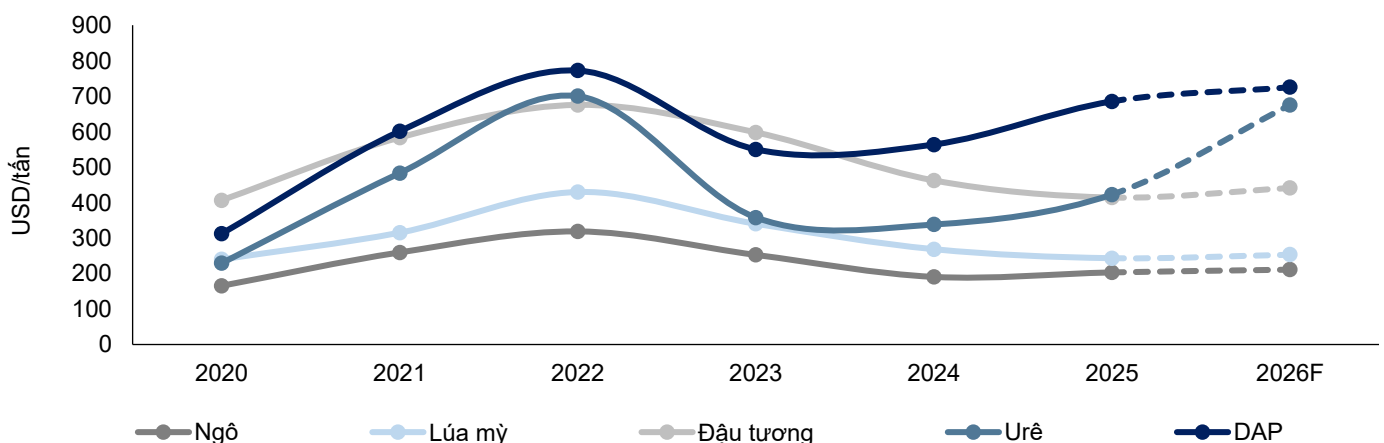
Tăng trưởng GDP thực của Iraq dự phóng giảm 6,8% YoY trong 2026F do chịu ảnh hưởng nặng nề từ cuộc xung đột giữa Mỹ và Iran khiến hạ tầng năng lượng chịu thiệt hại cùng với việc đóng cửa eo biển Hormuz làm tê liệt hoạt động vận tải ở khu vực vùng Vịnh Ba Tư.

Với giả định cuộc xung đột diễn ra trong ngắn hạn và eo biển Hormuz sớm mở cửa trở lại, IMF dự phóng tăng trưởng GDP của Iraq phục hồi tích cực kể từ 2027.

Biểu đồ 59. Dự phóng tăng trưởng GDP thực của Iraq giai đoạn 2026 – 2030F


Nguồn: IMF, FPTs tổng hợp

13. Giá hàng hóa nông nghiệp dự phóng gia tăng trong năm 2026 do ảnh hưởng từ xung đột Mỹ - Iran (quay lại Đầu vào)



Nguồn: World Bank

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu VNM, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính	Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.	Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.	100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng.
ĐT: 19006446	ĐT: 19006446	ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058	Fax: (84.28) 6 291 0607	Fax: (84.236) 3553 888