

CTCP Sữa Việt Nam (VNM) HÀNG TIÊU DÙNG

KHẢ QUAN (TỪ TRUNG LẬP)
+20,4%

Giá hiện tại	VND59.700
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND71.073/ VND53.257
Giá mục tiêu	VND71.900
Giá mục tiêu trước đó	VND70.400
Consensus	
Tiềm năng tăng giá	20,4%
Tỷ suất cổ tức	4,9%
TSR	25,3%

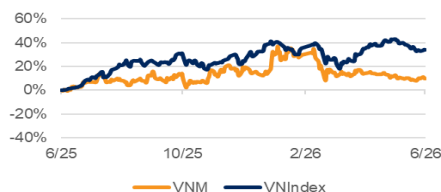
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	4.771
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	8,8
Sở hữu NN (tr USD)	2.409
Số CP lưu hành (tr)	2.090
Số CP sau pha loãng (tr)	2.090

	VNM	VNI
P/E trượt	12,9x	12,4x
P/B hiện tại	3,5x	2,0x
ROA	17,6%	2,6%
ROE	27,4%	16,5%

*dữ liệu ngày 15/09/2026

Diễn biến giá



Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	22,3%
Khác	41,7%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập năm 1976 với gần 50 năm kinh nghiệm, VNM đã xây dựng thương hiệu mạnh với danh mục sản phẩm gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại đồ uống khác. Công ty duy trì vị thế dẫn đầu với độ hiện diện mạnh mẽ ở hầu hết các phân khúc chính, với thị phần trên 50%

Chuyên viên phân tích:



Đào Hồng Anh

anh.daohong@vndirect.com.vn

Phục hồi nội địa, tăng trưởng quốc tế

- Chúng tôi nâng khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu đồng 71.900/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá 20,4% và lợi suất cổ tức 4,9%.
- Giá mục tiêu tăng do điều chỉnh giả định WACC và dự phóng biên LN gộp cao hơn trước đó.
- VNM đang giao dịch P/E ở mức ~13x, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm (17,5x) và chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Điểm nhấn tài chính

- DT thuần Q2/26 tăng 12,4% svck lên 18.847 tỷ đồng, ghi nhận mức doanh thu quý cao nhất của công ty. Đặc biệt doanh thu Angkor Milk tăng trưởng ấn tượng trong quý 2 (+241,7% svck).
- Chúng tôi dự phóng biên LN gộp 2026 cải thiện 2 điểm % svck đạt 43,2%, hỗ trợ bởi kết quả tích cực nửa đầu năm. Bên cạnh đó, tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT tiếp tục duy trì ổn định ở mức 24,7% trong 2026.

Luân điểm đầu tư

Sản phẩm cao cấp cải thiện doanh thu nội địa

Hai quý đầu năm Vinamilk ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu nội địa ấn tượng (lần lượt 24,6%/12,4%) trong bối cảnh ngành tiêu dùng và bán lẻ phục hồi ổn định. Chúng tôi ghi nhận những nỗ lực thúc đẩy doanh thu của doanh nghiệp: 1) Tập trung đẩy mạnh sản phẩm cao cấp như sữa công thức cho trẻ em và người cao tuổi, dòng sản phẩm Green Farm và dòng kem Gelato; 2) Chương trình kỷ niệm 50 năm đi cùng các khuyến mại thúc đẩy doanh thu nội địa. Chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa cả năm tăng trưởng 3% svck đạt 52.478 tỷ đồng.

Thị trường nước ngoài ghi nhận tăng trưởng ấn tượng, giảm tốc cuối năm

Trong Q2/26 chi nhánh nước ngoài tại thị trường Campuchia - Angkor Milk - tăng trưởng đột phá 241,7% svck hưởng lợi từ cạnh thẳng địa chính trị giữa Thái Lan - Campuchia. Chúng tôi dự phóng doanh thu thị trường nước ngoài năm 2026 đạt 14.513 tỷ đồng (+14,4% svck), với doanh thu các chi nhánh nước ngoài tăng 22,3% và xuất khẩu tăng 8,3%. Mức tăng trưởng xuất khẩu cả năm thấp hơn Q1/Q2 (+43,6%/+13% svck), phản ánh lo ngại về ảnh hưởng của căng thẳng tại Trung Đông khi nguồn hàng của doanh nghiệp đi qua eo Hormuz và nền so sánh cao trong Q3-Q4/25.

Tập trung vào chất lượng sản phẩm giúp tăng giá bán, hỗ trợ BLNG mở rộng

Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp 2026 cải thiện 2 điểm % svck đạt 43,2% nhờ xu hướng tiêu dùng ở các sản phẩm cao cấp chọn lọc, có giá bán cao hơn bù đắp biến đổi chi phí đầu vào. Bên cạnh đó, 90% giá nguyên liệu đầu vào 2026 đã được VNM chốt ở mức hợp lý.

Định giá hấp dẫn so với các công ty tiêu dùng khác

So với các doanh nghiệp sữa, VNM đang giao dịch ở mức P/E hấp dẫn 13 lần, thấp hơn mức P/E trung bình 5 năm (17,5x) và trung bình ngành (15,9x) mặc dù ROE của VNM ở mức hấp dẫn (31,1%) và biên LN cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

	2024	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng DT thuần	2,3%	3,0%	5,3%	1,9%	2,1%
Tăng trưởng EPS	4,9%	(2,9%)	14,5%	(3,7%)	2,1%
Biên lợi nhuận gộp	41,4%	41,2%	43,2%	42,0%	41,5%
Biên LN ròng	15,3%	14,8%	16,1%	15,2%	15,2%
P/E hiện tại (x)	14,3	14,7	12,8	13,3	13,1
Rolling P/B (x)	3,4	3,6	3,4	3,3	3,2
ROAE	44,9%	45,0%	51,6%	49,7%	50,7%
Nợ ròng trên VCSH	19,5%	22,2%	20,4%	19,0%	13,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q2/26: Doanh thu tăng trưởng tích cực

Hình 1: KQKD Q2/26

(tỷ đồng)	Q2/26	Q2/25	svck	6T26	svck
Doanh thu	18.847	16.775	12,4%	34.996	17,7%
Nội địa	14.516	13.614	6,6%	26.596	12,5%
Nước ngoài	4.332	3.112	39,2%	8.401	39,1%
- Xuất khẩu	2.132	1.887	13,0%	4.458	27,1%
- Cty con NN	2.200	1.223	79,9%	3.943	55,9%
Lợi nhuận gộp	8.204	7.022	16,8%	15.100	23,4%
CP BH&QLDN	4.625	4.174	10,8%	8.809	13,3%
Thu nhập tài chính ròng	279	267	4,6%	511	-13,6%
LNTT	3.899	3.096	25,9%	6.914	37,0%
LNST	3.184	2.489	28,0%	5.643	38,4%
<i>Biên LNG</i>	<i>43,5%</i>	<i>41,9%</i>	<i>1,7 điểm %</i>	<i>43,1%</i>	<i>2,0 điểm %</i>
<i>Biên LNR</i>	<i>16,9%</i>	<i>14,8%</i>	<i>2,1 điểm %</i>	<i>16,1%</i>	<i>2,4 điểm %</i>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Doanh thu Q2/26 ghi nhận doanh thu tăng trưởng ấn tượng hỗ trợ bởi thị trường nước ngoài

Doanh thu Q2/26 tăng mạnh 12,4% svck đạt 18.847 tỷ đồng, hoàn thành 52,8% dự phóng cả năm của chúng tôi, hỗ trợ bởi tăng trưởng tích cực tại thị trường nước ngoài:

- Doanh thu nội địa duy trì đà tăng trưởng đạt 14.516 tỷ đồng trong Q2/26 (+6,6% svck) hỗ trợ bởi: 1) tăng trưởng của các ngành hàng cốt lõi và sản phẩm giá trị gia tăng, cùng đóng góp tích cực từ sản phẩm mới và sản phẩm cao cấp có giá bán cao hơn; và 2) các kênh hiện đại, hệ thống cửa hàng và thương mại điện tử duy trì tăng trưởng vượt trội, giúp mở rộng khả năng tiếp cận khách hàng.
- Doanh thu nước ngoài duy trì tăng trưởng mạnh, đạt 4.332 tỷ đồng trong Q2/26 (+39,2% svck). Trong đó, doanh thu xuất khẩu tăng 13,0% svck lên 2.132 tỷ đồng, nhờ tăng trưởng tại các thị trường trọng điểm như Trung Đông và mở rộng danh mục sản phẩm. Các công ty con ở nước ngoài cũng đóng góp tích cực, nổi bật là Angkor Milk với doanh thu Q2/26 tăng 241,7% svck nhờ nhu cầu ổn định và mở rộng mạng lưới phân phối tại Campuchia; trong khi doanh thu Driftwood tăng 3,3% svck.

Biên LN gộp cải thiện nhờ chính sách phòng vệ giá nguyên liệu đầu vào

Lợi nhuận gộp Q2/26 tăng lên 8.204 tỷ đồng (+16,8% svck), cao hơn mức tăng doanh thu 12,4% svck nhờ phí đầu vào được kiểm soát tốt. Trong đó, giá sữa bột nguyên kem duy trì ở mức thấp nhờ chính sách phòng vệ giá nguyên liệu trước 2-3 quý, qua đó hỗ trợ biên LN gộp cải thiện 1,7 điểm % svck đạt 43,5%.

Chi phí BH&QLDN tăng chủ yếu đến từ chi phí quảng cáo & khuyến mãi

Chi phí BH&QLDN Q2/26 tăng 10,8% svck đạt 4.625 tỷ đồng, chủ yếu đến từ chi phí vận chuyển tăng 54,8%. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu giảm 0,34 điểm % svck xuống 25,9%, cho thấy hiệu quả tối ưu hóa chi phí được cải thiện trong bối cảnh doanh thu tăng trưởng mạnh.

LNST cao hơn dự phóng cả năm của chúng tôi

Trong Q2/26, LNST tăng vượt bậc 28% svck lên 3.184 tỷ đồng, hỗ trợ biên LN ròng tăng 2,1 điểm % svck, hoàn thành 58,5% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Triển vọng 2026/27: Tiếp tục nắm bắt cơ hội từ thị trường nước ngoài

Hình 2: Dự phóng KQKD giai đoạn 2026-27

		Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% svck		Chú thích
(Tỷ đồng)	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027	
Doanh thu	63.646	66.242	68.416	66.991	68.297	5,3%	1,9%	
Nội địa	50.964	52.504	53.824	52.478	53.268	3,0%	1,5%	Nâng dự phóng doanh thu nội địa nhờ: 1) xu hướng tiêu dùng chuyển sang các dòng sản phẩm cao cấp với giá bán cao, 2) nhu cầu tiêu thụ sửa cải thiện trong nửa đầu năm
Nước ngoài	12.682	13.738	14.592	14.513	15.029	14,4%	3,6%	Nâng dự phóng doanh thu nước ngoài 2026 lên 5,6% sv dự phóng trước do ghi nhận tăng trưởng vượt bậc từ thị trường nước ngoài đặc biệt là Campuchia.
Lợi nhuận gộp	26.209	27.343	28.134	28.914	28.669	10,3%	-0,8%	
Biên LNG	41,2%	41,3%	41,1%	43,2%	42,0%	2,0 đ%	-1,2%	Biên LN gộp của doanh nghiệp cải thiện 2 điểm % nhờ: 1) nguyên liệu đầu vào đã được dự phòng ở mức thấp, 2) giá bán tăng bù đắp phần nào chi phí
Chi phí BH&QLDN	15.546	16.349	16.748	16.534	16.719	6,4%	1,1%	
% chi phí BH&QLDN/doanh thu	24,4%	24,7%	24,5%	24,7%	24,5%	0,3 đ%	-0,2 đ%	Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT trong năm 2026 tăng nhẹ 0,3 điểm % do đầu tư vào sự kiện kỷ niệm 50 năm sinh nhật công ty
Chi phí tài chính	350	529	551	532	553	51,8%	4,0%	
Chi phí lãi vay	326	510	533	513	535	57,5%	4,3%	
Lỗ tỷ giá	58	53	55	54	55	-7,2%	1,9%	
EBIT	10.664	10.994	11.385	12.380	11.951	16,1%	-3,5%	
Biên EBIT	16,8%	16,6%	16,6%	18,5%	17,5%	1,7 đ%	-1,0 đ%	
LNTT	11.651	11.840	12.279	13.233	12.848	13,6%	-2,9%	
Biên LNTT	18,3%	17,9%	17,9%	19,8%	18,8%	1,4 đ%	-0,9 đ%	
LN ròng	9.415	9.649	9.922	10.784	10.381	14,5%	-3,7%	
Biên LN ròng	14,8%	14,6%	14,5%	16,1%	15,2%	1,3 đ%	-0,9 đ%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

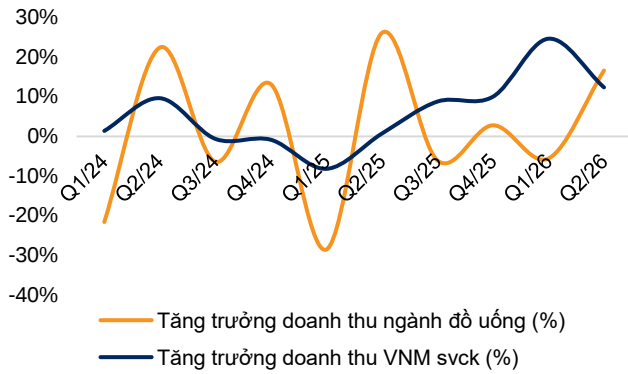
Kỳ vọng doanh thu cả năm phục hồi

Doanh thu sửa nội địa phục hồi trong bối cảnh tiêu dùng còn yếu

Trong quý 2 năm 2026, doanh thu nội địa của VNM tăng 6,6% svck nhờ đầu tư vào các sản phẩm chất lượng có giá bán cao hơn trong khi sản lượng chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt. Chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa cả năm 2026 tăng 3% svck do:

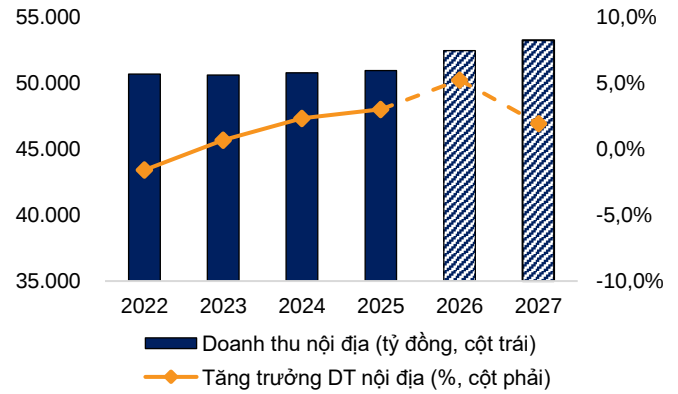
- Doanh thu nội địa Q1 và Q2 của VNM ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng lần lượt 24,6%/12,4% svck trong khi chỉ số niềm tin người tiêu dùng hai quý đầu năm giảm ở mức 53 và 36 (Theo Nielsen). Nhu cầu tiêu dùng chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt tuy nhiên sửa là sản phẩm thiết yếu và người tiêu dùng có xu hướng lựa chọn những sản phẩm sửa có thương hiệu và chất lượng cao.
- Trong Q1/26, VNM tiếp tục đưa ra các sản phẩm dinh dưỡng chuyên biệt phù hợp với xu hướng tiêu dùng như sữa bột công thức dành cho người lớn (Sure Canxi Pro, Sure Gold và Sure Diacerna) và trẻ em (Optimum A2 Pro+) có giá bán cao hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng kênh hiện đại và kênh trực tiếp tới khách hàng tiếp tục ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu cao. Tính đến Q3/26, doanh nghiệp mở rộng kênh trực tiếp tới khách hàng (D2C) lên 1002 cửa hàng cao hơn hẳn mức 800 cửa hàng cuối năm 2025, vượt kế hoạch của doanh nghiệp 2026. Trong khi đó kênh truyền thống (kênh bán hàng chính) phục hồi nhờ quá trình tái cơ cấu.

Hình 3: Doanh thu VNM tăng trưởng dù xu hướng ngành đồ uống chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro, Báo cáo công ty

Hình 4: ...hỗ trợ đà tăng trưởng doanh thu nội địa của VNM



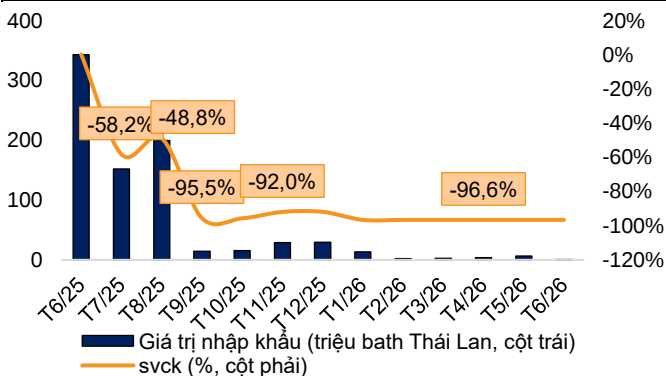
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Doanh thu thị trường nước ngoài tăng trưởng tích cực nhưng giảm tốc trong nửa cuối năm

Chúng tôi kỳ vọng thị trường nước ngoài còn nhiều dư địa cho VNM phát triển ở mảng xuất khẩu và các chi nhánh nước ngoài.

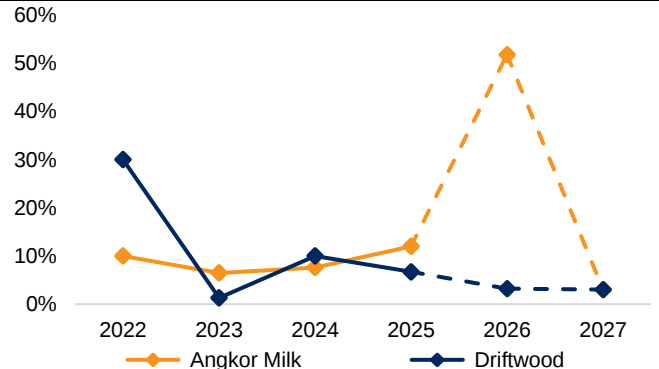
- Cảng thẳng thương mại Campuchia - Thái Lan mở ra cơ hội cho công ty con của VNM - Angkor Milk (~44% thị phần nội địa Campuchia), trong Q2/26, doanh thu Angkor Milk ghi nhận tăng trưởng ấn tượng 241,7% svck. Từ đầu năm đến nay, sản lượng xuất khẩu sữa từ Thái Lan sang Campuchia giảm 96% svck, chỉ duy trì một lượng rất nhỏ. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tại Angkor Milk cả năm tăng trưởng tích cực (+50% svck) và giảm tốc trong nửa cuối năm do lượng thiếu hụt phần lớn đã được bù đắp trong hai quý đầu năm.
- Tại Trung Đông - thị trường xuất khẩu chủ lực của VNM, doanh nghiệp cho biết hàng hóa hiện chỉ được vận chuyển qua eo biển Hormuz, khiến hoạt động xuất khẩu chịu tác động trực tiếp từ căng thẳng tại khu vực. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng xuất khẩu cả năm tích cực nhưng chậm lại trong nửa cuối năm 2026, phản ánh rủi ro này cùng nền so sánh cao của Q3-Q4/25.

Hình 5: Xuất khẩu sữa từ Thái Lan sang Campuchia giảm mạnh từ tháng 7/2025, gia tăng cơ hội cho Angkor Milk



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Hải quan Thái Lan

Hình 6: Kỳ vọng doanh thu Angkor Milk tăng trưởng mạnh, trong khi Driftwood đi ngang trong năm 2026 (%)



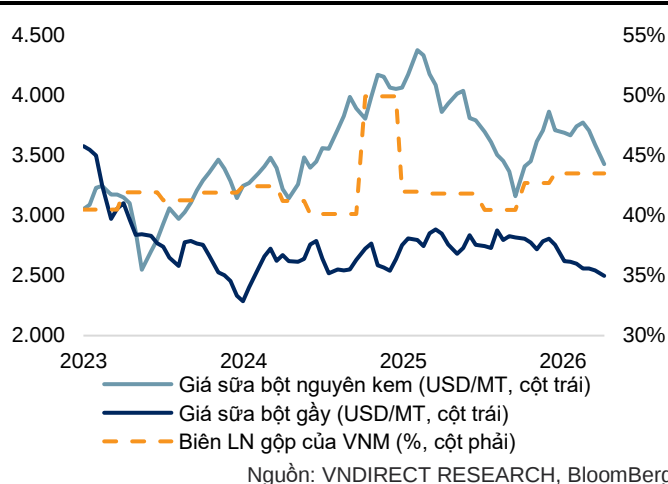
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ sản phẩm cao cấp

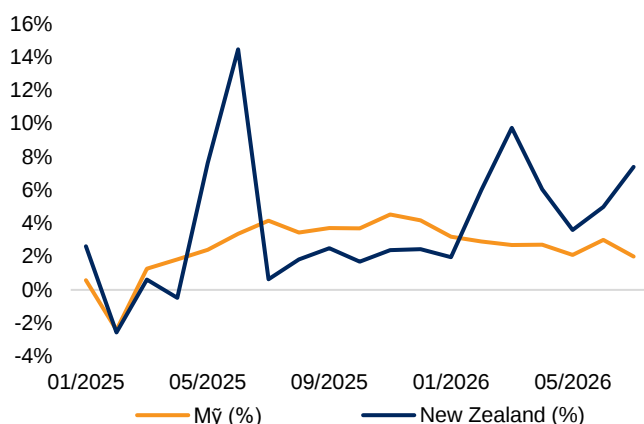
Giá sữa bột nguyên liệu biến động do ảnh hưởng gián tiếp từ căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng giá sẽ không đáng kể nhờ sản lượng sữa tại các thị trường sản xuất chính như New Zealand

và Mỹ vẫn tăng trưởng trung bình từ đầu năm lần lượt ~5,7%/2,7% svck giúp ổn định nguồn cung. Bên cạnh đó, đến Q3/26, VNM đã chốt hầu hết giá nguyên liệu đầu vào và ban lãnh đạo kỳ vọng biên LN gộp hai quý cuối năm duy trì ở mức tương đương với Q1 và Q2/26. Hơn hết, giá bán sản phẩm của doanh nghiệp cũng được tăng lên nhờ phân khúc sản phẩm chất lượng cao giúp bù đắp phần nào biến động chi phí đầu vào. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp cải thiện 2 điểm % svck và đạt 43,2% cho cả năm 2026.

Hình 7: Tương quan giữa giá sữa bột và biên LN gộp của VNM



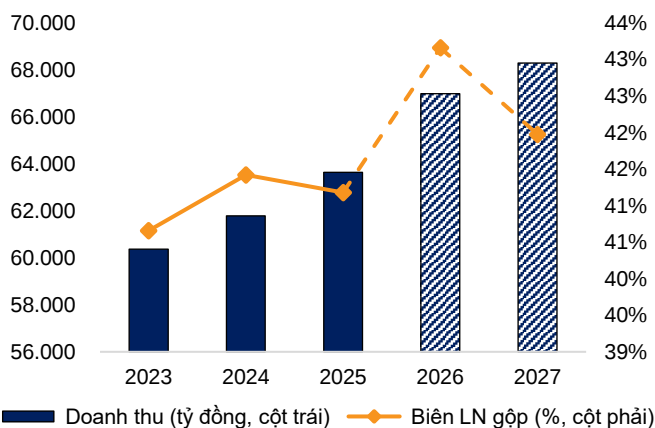
Hình 8: Tăng trưởng sản lượng sản xuất sữa ở các quốc gia sản xuất chính ổn định



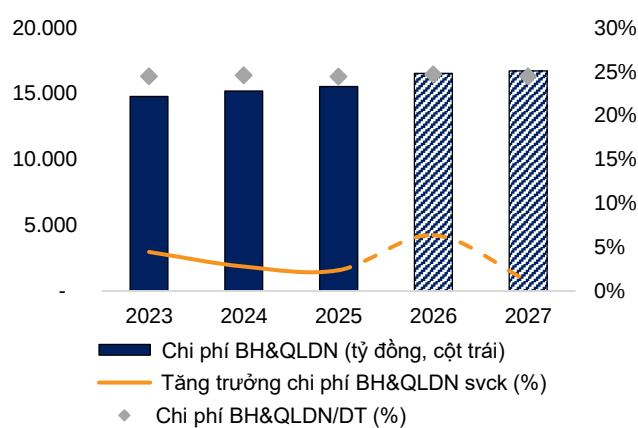
Tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT tăng nhẹ do tăng chi phí quảng cáo, khuyến mãi cho sự kiện 50 năm của doanh nghiệp

Trong năm 2026, chúng tôi tin rằng doanh nghiệp tiếp tục đẩy mạnh các hoạt động quảng cáo, khuyến mãi, đặc biệt là chương trình liên quan đến kỷ niệm 50 năm. Chúng tôi nhận thấy sự thay đổi của công ty trong chiến dịch quảng cáo, gia tăng sự hiện diện tại các mạng xã hội thu hút giới trẻ như live Tiktok, tiếp cận được nhiều tệp khách hàng. Hiệu quả từ hoạt động marketing cải thiện đáng kể với tỷ lệ chi phí marketing duy trì ổn định. Chúng tôi kỳ vọng tỉ lệ chi phí BH&QLDN/DT chỉ tăng nhẹ 0,3 điểm % svck đạt 24,7%/24,5% chủ yếu do lo ngại chi phí logistic và chi phí marketing cho hoạt động kỷ niệm 50 năm tăng cao. Cùng với biên LN gộp cải thiện, biên LN ròng kỳ vọng tăng 1,3 điểm % svck, đạt 16,1% trong năm 2026.

Hình 9: Kỳ vọng biên LN gộp mở rộng



Hình 10: Tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT được duy trì ổn định



Định giá: Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu 71.900 đồng/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp kết hợp với tỷ trọng ngang nhau giữa DCF và P/E. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 71.900 đồng (từ 70.400 đồng), tương đương mức tăng 2,1% phản ánh tác động từ các yếu tố sau:

- Mô hình DCF: Chúng tôi điều chỉnh WACC khi nâng lãi suất phi rủi ro từ 3,6% lên 4,4% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm) và giảm ERP từ 8,1% xuống 7,9% theo [Mô hình Damodaran](#) cập nhật ngày 1/7/2026.
- Định giá P/E: P/E mục tiêu 15,9x bằng mức trung bình P/E ngành các công ty sữa ở châu Á.

Hình 11: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	70.111	50%	35.055
P/E	73.729	50%	36.865
Giá trung bình (đồng)			71.920
Giá mục tiêu (Làm tròn)			71.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Định giá theo hệ số (P/E)

LNST để tính EPS năm 2026 (tỷ đồng)	9.645
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS điều chỉnh 2026 (đồng)	4.636
P/E mục tiêu	15,9
Định giá 2026 (đồng)	73.729

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Các giả định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,7
Phần bù rủi ro thị trường	7,9%
Lãi suất phi rủi ro	4,4%
Chi phí vốn CSH	10,0%
Chi phí sử dụng nợ	6,5%
Thuế suất hiệu dụng DN	18,5%
WACC	8,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF (Tỷ đồng)	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	61.279
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	70.175
Giá trị doanh nghiệp	131.454
Tiền và tương đương tiền	25.263
Tổng nợ	10.189
Giá trị VCSH	146.528
SL cổ phiếu (triệu)	2.090
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	70.111

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do (FCF)

(Tỷ đồng)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	12.380	11.951	12.084	10.818	11.138	11.373	11.581	11.829	12.120
(-) Chi phí thuế	(2.449)	(2.466)	(2.407)	(2.257)	(2.240)	(2.373)	(2.331)	(2.470)	(2.441)
(+) Khấu hao	1.908	2.217	2.521	2.661	2.806	2.957	3.113	3.274	3.440
(-) Đầu tư tài sản cố định	(3.350)	(3.415)	(1.882)	(1.918)	(1.954)	(1.992)	(2.029)	(2.066)	(2.105)
Thay đổi vốn lưu động	179	38	(316)	(62)	(67)	(75)	(75)	(75)	(74)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8.668	8.325	9.999	9.242	9.683	9.891	10.259	10.491	10.940
Giá trị năm cuối mô hình									142.256
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.483	7.478	8.245	6.996	6.728	6.308	6.006	5.638	5.397
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình									70.175

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Phân tích độ nhạy của các giả định định giá (đồng/cổ phiếu)

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
	0,5%	74.500	72.300	70.400	68.700	67.200	65.900	64.700
	1,0%	76.000	73.600	71.500	69.700	68.000	66.600	65.300
	1,5%	77.800	75.100	72.700	70.700	68.900	67.400	66.000
	2,0%	80.000	76.800	74.200	71.900	70.000	68.200	66.700
	2,5%	82.500	78.900	75.900	73.300	71.100	69.200	67.600
	3,0%	85.700	81.400	77.900	74.900	72.500	70.300	68.500
	3,5%	89.600	84.400	80.300	76.900	74.000	71.600	69.600

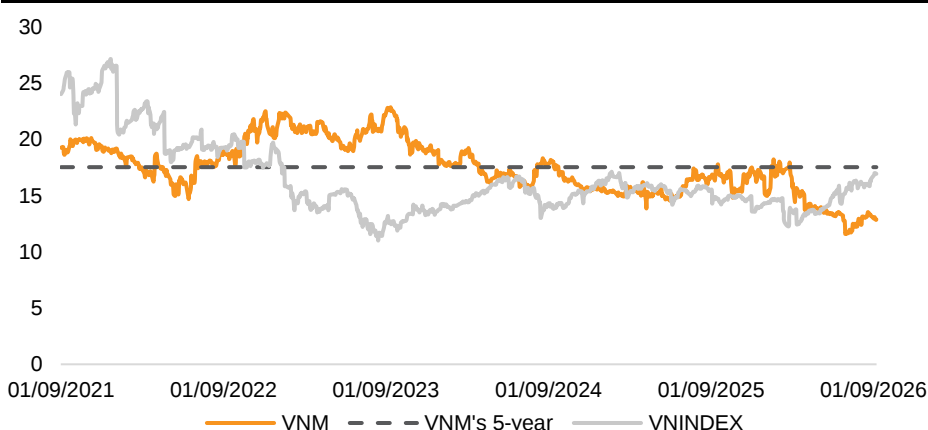
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 15/9/2026)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu trượt 12T	svck	LN ròng trượt 12T	svck	D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B
		tr USD	tr USD	%	tr USD	%	x	%	x	x	x
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	25.278	16.930	0,6	1.401	24,6	124,2	18,9	14,2	21,5	3,2
MEIJI Holdings Co Ltd	Nhật Bản	7.903	7.711	3,5	287	(14,3)	16,9	5,3	20,2	15,1	1,6
Morinaga Milk Industry Co Ltd	Nhật Bản	2.458	3.727	1,9	147	216,9	47,1	8,3	14,5	10,8	1,3
Ultrajaya Milk Industry & Trad	Malaysia	916	607	19,6	108	82,5	0,5	23,3	8,9	16,1	2,0
Trung bình		9.139	7.243	6,4	486	77,5	47,2	14,0	14,5	15,9	2,0
Trung vị		5.181	5.719	2,7	217	53,6	32,0	13,6	14,3	15,6	1,8
CTCP Sữa Việt Nam	Việt Nam	4.985	2.625	13,7	418	29,2	23,7	31,1	13,0	13,0	4,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, Báo cáo công ty

Hình 18: VNM đang giao dịch P/E mức ~13x thấp hơn mức trung bình 5 năm và VNINDEX



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá: (1) nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa tăng mạnh hơn kỳ vọng; (2) xuất khẩu và tiêu thụ tại Campuchia tăng cao hơn dự kiến trong bối cảnh căng thẳng kéo dài giữa Campuchia và Thái Lan.

Rủi ro giảm giá: (1) giá sữa bột nguyên kem tăng cao hơn kỳ vọng; (2) nhu cầu sữa nội địa yếu hơn dự kiến; (3) kênh truyền thống phục hồi chậm hơn kỳ vọng do yêu cầu tuân thủ thuế đối với hộ kinh doanh.

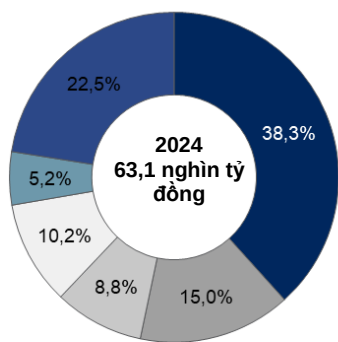
Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, VNM) được thành lập năm 1976 và niêm yết trên HoSE năm 2006. Kể từ khi niêm yết, VNM đã phát triển thành doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt Nam xét theo doanh thu và thị phần. Công ty hiện vận hành nền tảng sản xuất trên toàn quốc với 16 nhà máy và 15 trang trại bò sữa hiện đại, tổng công suất chế biến hơn 1,1 triệu tấn sản phẩm sữa mỗi năm. Nền tảng sản xuất này củng cố vị thế dẫn đầu của VNM tại thị trường sữa nội địa, đồng thời hỗ trợ hoạt động xuất khẩu tới hơn 60 quốc gia.

VNM đã xây dựng thương hiệu mạnh trong nhiều phân khúc sữa chủ lực, bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các sản phẩm đồ uống. Công ty duy trì vị thế dẫn đầu tại hầu hết các phân khúc chính. Đồng thời, Vinamilk cũng sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng nhất trong ngành sữa Việt Nam, với hơn 250 dòng sản phẩm đáp ứng nhu cầu dinh dưỡng của nhiều nhóm tuổi và phân khúc người tiêu dùng.

Trong bối cảnh xu hướng cao cấp hóa của ngành sữa, Vinamilk đang nâng cao trải nghiệm người tiêu dùng thông qua việc tập trung nhiều hơn vào chất lượng sản phẩm và mở rộng các dòng sản phẩm nguồn gốc thực vật như sữa đậu nành và sữa óc chó. Bên cạnh đó, nhằm đón đầu sự thay đổi trong xu hướng tiêu dùng, công ty cũng mở rộng sang các danh mục mới như kem gelato và kombucha dưới thương hiệu HayDay từ năm 2025.

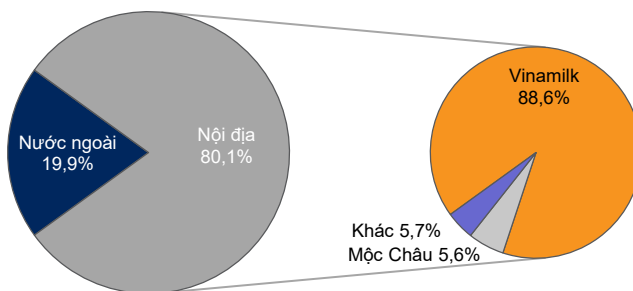
Hình 19: VNM dẫn đầu thị phần sữa nước năm 2024



■ Vinamilk ■ TH food chain ■ Nestle VN □ Friesland Campin ■ IDP ■ Khác

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROMONITOR

Hình 20: Cơ cấu doanh thu của VNM năm 2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Phụ lục 2: Dự phóng tài chính

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	59.956	60.369	61.783	63.646	66.991	68.297	69.700
Nội địa	50.704	50.617	50.799	50.964	52.478	53.268	54.070
Xuất khẩu	4.828	5.039	5.664	7.105	7.694	8.004	8.326
Công ty con tại nước ngoài	4.424	4.713	5.319	5.577	6.819	7.025	7.304
Giá vốn hàng bán	(36.059)	(35.824)	(36.192)	(37.436)	(38.077)	(39.627)	(40.757)
Lợi nhuận gộp	23.897	24.545	25.590	26.209	28.914	28.669	28.943
Chi phí quản lý DN	(1.596)	(1.756)	(1.828)	(1.904)	(1.930)	(1.967)	(2.014)
Chi phí bán hàng	(12.548)	(13.018)	(13.358)	(13.642)	(14.604)	(14.752)	(14.846)
EBITDA thuần	11.615	11.795	12.423	12.681	14.534	14.414	14.851
Chi phí khấu hao	1.862	2.024	2.018	2.017	2.155	2.464	2.767
LN HĐ trước thuế & lãi vay	9.753	9.771	10.405	10.664	12.380	11.951	12.084
Thu nhập tài chính	1.199	1.540	1.390	1.371	1.347	1.395	1.423
Chi phí tài chính	(618)	(503)	(428)	(350)	(532)	(553)	(562)
Thu nhập ròng khác	4	64	6	(10)	71	73	74
Thu nhập từ các công ty LDLK	(24)	(81)	32	(151)	(151)	(151)	(151)
Lợi nhuận trước thuế	10.496	10.968	11.600	11.651	13.233	12.848	13.003
Chi phí thuế	(1.918)	(1.949)	(2.147)	(2.236)	(2.449)	(2.466)	(2.407)
Lợi nhuận ròng	8.516	8.874	9.392	9.411	10.780	10.378	10.593

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tiền & Tương đương tiền	2.300	2.912	2.226	1.795	2.786	3.222	5.141
Đầu tư tài chính ngắn hạn	17.414	20.137	23.260	21.355	22.477	22.915	23.386
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.634	4.808	4.793	4.702	5.139	5.239	5.347
Hàng tồn kho	5.538	6.128	5.687	6.839	6.468	6.731	7.146
Tài sản ngắn hạn khác	208	229	147	244	252	257	262
Tổng tài sản ngắn hạn	31.599	35.952	37.571	36.283	38.518	39.787	42.735
Tài sản cố định	10.860	11.689	11.520	11.618	13.086	14.130	13.920
Tổng tài sản đầu tư	743	831	1.373	958	807	807	807
Tài sản dài hạn khác	808	886	885	1.220	1.003	1.023	1.044
Tổng tài sản	48.483	52.673	55.049	53.312	56.341	58.304	60.923
Nợ vay ngắn hạn	4.867	8.218	9.115	9.394	10.021	10.217	10.427
Phải trả người bán ngắn hạn	4.284	3.806	3.874	3.923	3.964	4.126	4.243
Phải trả ngắn hạn khác	4.087	2.751	2.855	2.874	3.026	3.085	3.148
Tổng nợ ngắn hạn	15.308	17.139	18.460	18.520	19.462	20.086	20.532
Nợ vay dài hạn	66	238	158	63	167	138	128
Phải trả dài hạn khác	292	270	257	246	259	311	317
Vốn góp của chủ sở hữu	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900
Lợi nhuận giữ lại	3.353	3.926	3.471	8.523	10.051	11.218	12.587
Vốn chủ sở hữu	32.817	35.026	36.174	34.483	36.242	37.512	38.991
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.967	3.329	3.896	3.798	3.997	4.075	4.159
Tổng nợ và VCSH	48.483	52.673	55.049	53.312	56.341	58.304	60.923

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận trước thuế	10.496	10.968	11.600	11.650	13.233	12.848	13.003
Khấu hao	2.341	2.546	2.341	2.363	2.134	2.479	2.583
Thuế đã nộp	(1.975)	(1.564)	(2.128)	(1.536)	(2.449)	(2.466)	(2.407)
Các khoản điều chỉnh khác	(567)	(273)	(861)	43	(921)	(638)	(496)
Thay đổi vốn lưu động	(1.101)	(2.808)	(1.053)	(3.025)	179	38	(316)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	8.827	7.887	9.686	8.668	12.490	12.248	12.191
Đầu tư TSCĐ	(1.457)	(1.580)	(1.742)	(1.762)	(3.350)	(3.415)	(1.882)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	137	105	114	118	27	49	47
Các khoản khác	3.592	(2.882)	(3.584)	2.192	(971)	(438)	(471)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.201	1.368	1.473	1.429	222	(14)	(14)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	3.473	(2.989)	(3.739)	1.976	(4.072)	(3.818)	(2.320)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	338	490	722	7	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	(143)	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(4.531)	3.512	796	175	732	166	200
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	(8.167)	(8.152)	(8.160)	(11.264)	(8.160)	(8.160)	(8.152)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(12.360)	(4.293)	(6.641)	(11.082)	(7.428)	(7.994)	(7.951)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2.349	2.300	2.912	2.226	1.795	2.786	3.222
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(60)	606	(694)	(438)	991	436	1.919
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2.300	2.912	2.226	1.795	2.786	3.222	5.141

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EPS (VND)	3.883	3.973	4.169	4.048	4.636	4.463	4.556
P/E	18,7	17,2	15,1	13,3	13,9	14,5	14,2
PEG 1 năm	-1,0	7,4	3,1	-4,6	1,0	-3,9	6,8
P/S	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/B	4,8	4,4	3,9	3,6	4,1	4,0	3,9
Tỷ suất cổ tức	5,1%	5,3%	5,8%	9,0%	5,4%	5,4%	5,4%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	95,9%	91,9%	86,9%	119,7%	75,7%	78,6%	77,0%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	-1,6%	0,7%	2,3%	3,0%	5,3%	1,9%	2,1%
Tăng trưởng LN gộp	-9,1%	2,7%	4,3%	2,4%	10,3%	-0,8%	1,0%
Tăng trưởng LN ròng	-19,1%	4,2%	5,8%	0,2%	14,5%	-3,7%	2,1%
Tăng trưởng EPS	-19,1%	2,3%	4,9%	-2,9%	14,5%	-3,7%	2,1%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	39,9%	40,7%	41,4%	41,2%	43,2%	42,0%	41,5%
Biên EBITDA	19,4%	19,5%	20,1%	19,9%	21,7%	21,1%	21,3%
Biên LN hoạt động	16,3%	16,2%	16,8%	16,8%	18,5%	17,5%	17,3%
Biên LN ròng	14,3%	14,9%	15,3%	14,8%	16,1%	15,2%	15,2%
ROAA	16,7%	17,4%	18,6%	17,5%	19,9%	18,9%	18,5%
ROAE	24,5%	25,8%	27,7%	26,4%	30,5%	29,3%	28,7%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	58,7	27,6	37,2	32,7	24,1	22,3	22,1
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	7,2	6,1	6,1	6,1	3,8	3,6	6,1
Nợ vay/ Vốn	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ vay/ VCSH	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Nợ vay ròng/ VCSH	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Chỉ số hoạt động							
Vòng quay tổng tài sản	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Vòng quay khoản phải thu	13,3	12,8	12,9	13,4	13,6	13,2	13,2
Số ngày phải thu	27,0	28,2	28,0	26,9	26,4	27,4	27,3
Vòng quay khoản phải trả	8,5	8,9	9,4	9,6	9,7	9,8	9,7
Số ngày phải trả	42,4	40,6	38,2	37,5	37,3	36,7	37,0
Vòng quay hàng tồn kho	5,9	6,1	6,1	6,0	5,7	6,0	5,9
Số ngày tồn kho	61,5	58,6	58,8	60,2	62,9	60,0	61,3
Chỉ số thanh khoản							
Hệ số thanh toán hiện hành	6,5	4,4	4,1	3,9	3,8	3,9	4,1
Hệ số thanh toán nhanh	4,0	2,7	2,7	2,4	2,5	2,5	2,7
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng Bán lẻ và Hàng không

Email: ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Đào Thị Hồng Anh – Chuyên viên phân tích

Email: anh.daohong@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Huyện Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>