

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

Chuyên viên Phân tích cơ bản

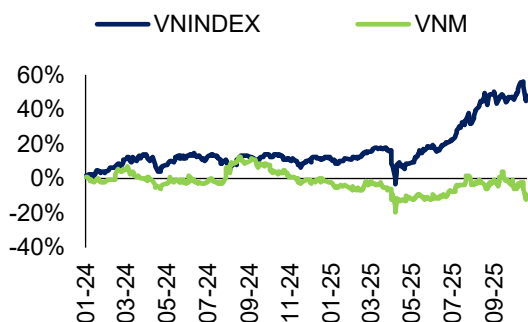
Email: Thuntt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4311

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu VNM và VNINDEX

Thông tin giao dịch (11/11/2025)

Giá hiện tại (VND/cp)	58.900
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	62.234
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	48.011
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	2.090
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	2.090
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	4.046.259
% sở hữu nước ngoài	49,07%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	123.098
P/E trailing 12 tháng (lần)	14,36x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	4.101

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Sữa Việt Nam
Địa chỉ	Số 10 Tân Trào, P. Tân Phú, Quận 7, 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: **58.900**

 Giá mục tiêu: **67.800**

 Tăng/(giảm): **+15,0%**

Khuyến nghị

MUA
LỢI NHUẬN TÍCH CỰC NHỜ GIÁ SỮA BỘT THẾ GIỚI GIẢM

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VNM với giá mục tiêu là **67.800 VND/cp**, cao hơn **15,0%** so với giá đóng cửa ngày 11/11/2025 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF). Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

- **Doanh thu nội địa (80% doanh thu) 2025 dự phóng giảm nhẹ trong ngắn hạn do tác động từ tái cấu trúc kênh phân phối và kỳ vọng phục hồi trong dài hạn.** Doanh thu dự phóng tăng 5,3 % YoY (13.528 tỷ VND) trong Q4/2025F tương ứng giảm nhẹ 0,3% YoY (50.646 tỷ VND) cả năm 2025F. Từ 2026, doanh thu dự phóng phục hồi và tăng chậm chậm +3,7%/năm, với động lực đến từ ngành hàng sữa chua và sữa đặc nhờ kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ gia tăng và VNM tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh (nhận diện thương hiệu & danh mục sản phẩm) trong các ngành hàng này.
- **Doanh thu nước ngoài (20% doanh thu):** dự phóng tăng 23,5% YoY (3.254 tỷ VND) Q4/2025F, tương ứng tăng 16,1% YoY (12,748 tỷ VND) năm 2025F nhờ gia tăng thị phần tại Iraq trong bối cảnh kinh tế khó khăn người tiêu dùng ưu tiên các sản phẩm giá cả phải chăng và xu hướng ưu tiên sữa nội địa & giảm tiêu thụ sữa nhập khẩu tại Campuchia sau giai đoạn xung đột biên giới với Thái Lan. Từ năm 2026, doanh thu dự phóng tăng trưởng +8,1%/năm phản ánh quan điểm thận trọng trước cạnh tranh gia tăng tại thị trường sữa Iraq và xu hướng chuyển dịch tiêu thụ của người tiêu dùng Campuchia không bền vững khi sản xuất sữa nội địa chưa đáp ứng được nhu cầu trong nước.
- **Biên lợi nhuận sau thuế giảm 1,1 đpt YoY năm 2025** do chi phí sữa bột nguyên liệu duy trì ở mức cao và chi phí bán hàng gia tăng do cạnh tranh ngành sữa gay gắt. Năm 2026, kỳ vọng phục hồi tích cực 1,5 đpt YoY chủ yếu nhờ giá sữa bột thế giới giảm (bình quân giảm 10,9% YoY đối với sữa bột nguyên kem và 7,7% với sữa bột gầy) bởi nguồn cung sữa nguyên liệu dự kiến dồi dào.

RỦI RO ĐẦU TƯ:

- **Biến động giá sữa bột nguyên liệu:** Do đầu vào phụ thuộc vào sữa bột nhập khẩu, biến động giá sữa bột thế giới ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng sinh lời của VNM.

A. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2025

Bảng 1. Kết quả kinh doanh của VNM tăng trưởng tích cực trong Q3/2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2025	%YoY	9T2025	%YoY	%KH25	Ghi chú Q3/2025
Doanh thu thuần	16.953	+9,1%	46.612	+0,7%	72%	
Nội địa	13.494	+4,4%	37.118	-2,2%		Tăng trưởng tích cực nhờ kênh truyền thống (75% doanh thu nội địa) phục hồi +3,9% YoY sau giai đoạn tái cấu trúc. Mặt khác, kênh hiện đại (25% doanh thu nội địa) cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực +11,0% YoY nhờ sức mua của người tiêu dùng cải thiện rõ rệt và việc gia tăng hoạt động chiết khấu và tiếp thị giúp thúc đẩy nhu cầu tại kênh này.
Xuất khẩu	2.019	+46,9%	5.526	+25,3%		Tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu gia tăng tại thị trường chủ lực Trung Đông (>80% doanh thu xuất khẩu) và lợi thế cạnh tranh với danh mục sản phẩm đa dạng và giá cả sản phẩm phải chăng.
Chi nhánh nước ngoài	1.440	+16,6%	3.968	+0,8%		Tăng trưởng trở lại trong Q3 chủ yếu do doanh thu của Angkormilk cải thiện rõ rệt nhờ người tiêu dùng Campuchia có xu hướng ưu tiên sữa nội địa và giảm tiêu thụ sữa nhập khẩu từ Thái Lan (ước chiếm 41% nhập khẩu sữa hàng năm) sau giai đoạn căng thẳng biên giới giữa hai nước. Kim ngạch xuất khẩu sữa của Thái Lan sang Campuchia giảm mạnh ~60% YoY trong Q3/2025.
Lợi nhuận gộp	7.087	+10,7%	19.319	-0,3%		
BLNG	41,8%	+0,6 đpt	41,4%	-0,4 đpt		BLNG phục hồi nhẹ chủ yếu nhờ quy mô doanh số cải thiện trong khi chi phí sữa bột vẫn ở mức cao.
Doanh thu tài chính	396	-8,0%	1.139	-4,4%		
Chi phí tài chính	91	-6,7%	243	-15,8%		
Chi phí lãi vay	75	+20,5%	236	+10,6%		
Chi phí bán hàng	3.574	+7,1%	10.455	+4,5%		
CP bán hàng/DTT	21,1%	-0,4 đpt	22,4%	+0,8 đpt		
Chi phí QLDN	466	+10,4%	1.359	+6,7%		
CP quản lý/DTT	2,7%	+0,01 đpt	2,9%	+0,2 đpt		
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	(194)	N/A	(175)	N/A		Chủ yếu do VNM trích lập khoảng 194 tỷ VND (~7,7% LNST) dự phòng 1 lần khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết Miraka Holiday Limited
LNST	2.511	+4,5%	6.586	-9,9%	68%	
Tỷ suất LNST	14,8%	-0,7 đpt	14,1%	-1,6 đpt		

Nguồn: VNM

B. CẬP NHẬT DỰ PHÓNG Q4/2025F

Chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của VNM khả quan trong Q4/2025F với động lực từ sự phục hồi tăng trưởng của thị trường nội địa sau giai đoạn tái cấu trúc kênh phân phối và thị trường nước ngoài duy trì mức tăng cao nhờ nhu cầu sữa gia tăng tại các thị trường chính. Biên lợi nhuận sau thuế tăng nhẹ 0,5 đpt YoY chủ yếu nhờ giá sữa bột giảm trong Q4.

Chi tiết dự phóng KQKD Q4/2025 của VNM như sau:

Bảng 2. KQKD Q4/2025 dự phóng duy trì đà tăng tích cực

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4/2025	%YoY	2025	%YoY	%KH25	Ghi chú Q4/2025
Doanh thu thuần	16.782	+8,4%	63.394	+2,6%	98%	
<i>Nội địa</i>	<i>13.528</i>	<i>+5,3%</i>	<i>50.646</i>	<i>-0,3%</i>		<i>Sức mua của người tiêu dùng cải thiện tích cực là yếu tố chính thúc đẩy doanh thu nội địa của VNM khi kênh truyền thống đã ổn định hậu tái cấu trúc.</i>
<i>Xuất khẩu</i>	<i>1.680</i>	<i>+34,0%</i>	<i>7.205</i>	<i>+27,2%</i>		<i>Xuất khẩu tăng trưởng cao với động lực từ (1) nhu cầu gia tăng của thị trường chủ lực Trung Đông và (2) VNM tiếp tục duy trì lợi thế với danh mục ngành hàng đa dạng và giá cả phải chăng.</i>
<i>Chi nhánh nước ngoài</i>	<i>1.574</i>	<i>+14,0%</i>	<i>5.542</i>	<i>+4,2%</i>		<i>Chi nhánh nước ngoài tiếp đà tăng nhờ xu hướng ưu tiên sữa nội địa và giảm tiêu thụ sữa nhập khẩu từ Thái Lan của người tiêu dùng Campuchia tiếp tục duy trì.</i>
Lợi nhuận gộp	6.849	+10,3%	26.168	+2,3%		
BLNG	40,8%	+0,7 đpt	41,3%	-0,1 đpt		<i>BLNG dự phóng phục hồi nhẹ nhờ giá sữa bột thế giới dự kiến giảm -5,7% YoY cho sữa bột gầy và -8,8% YoY cho sữa bột béo nhờ nguồn cung tại các khu vực xuất khẩu chính kỳ vọng dồi dào khi thời tiết thuận lợi hơn và dịch bệnh ở bò được kiểm soát.</i>
Doanh thu tài chính	418	+5,9%	1.556	-1,9%		
Chi phí tài chính	135	-3,4%	378	-11,7%		
Chi phí lãi vay	68	+2,5%	304	+8,7%		
Chi phí bán hàng	3.789	+13,1%	14.243	+6,6%		<i>Chi phí bán hàng duy trì tăng khi VNM gia tăng chi tiêu cho các hoạt động tiếp thị và bán hàng trong bối cảnh cạnh tranh ngành sữa ngày càng gay gắt.</i>
CP bán hàng/DTT	22,6%	+0,9 đpt	22,5%	+0,8 đpt		
Chi phí QLDN	580	+4,6%	1.939	+6,1%		
CP quản lý/DTT	3,5%	-0,1 đpt	3,1%	+0,1 đpt		
Lợi nhuận sau thuế	2.404	+12,0%	8.990	-4,9%	93%	
Tỷ suất LNST	14,3%	+0,5 đpt	14,2%	-1,1 đpt		

Nguồn: VNM, FPTS dự phóng

Như vậy, dự kiến cả năm VNM hoàn thành 98% kế hoạch doanh thu và 93% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.

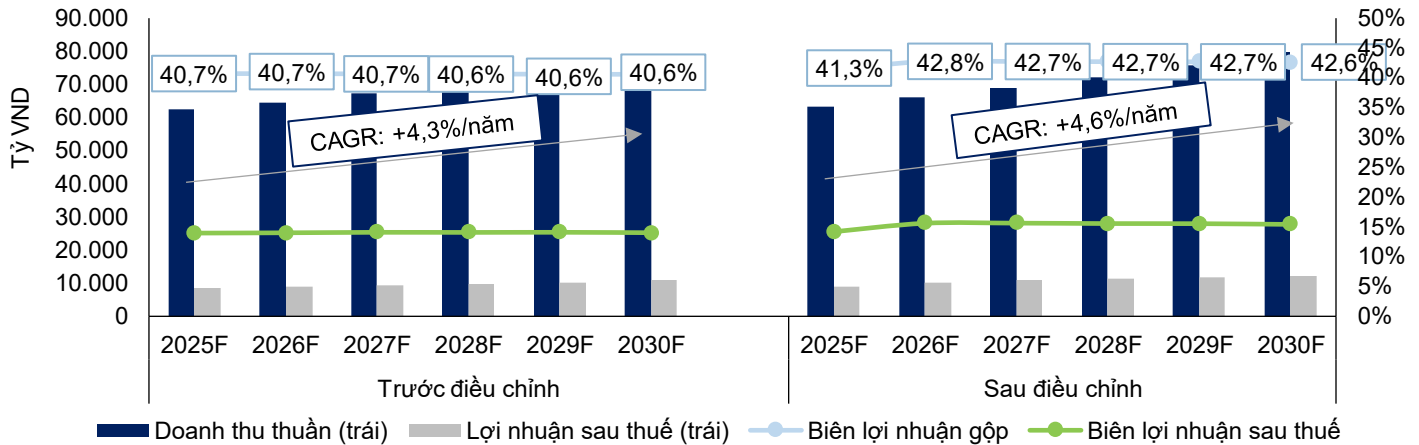
C. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VNM giai đoạn 2025 – 2030 tăng trưởng bình quân CAGR lần lượt +4,6%/năm (+0,3 đpt so với dự phóng T07/2025) và +6,5%/năm (+2,0 đpt so với dự phóng T07/2025).

Các thay đổi về triển vọng của VNM so với [Báo cáo cập nhật tin tức VNM T07/2025](#) gồm có :

- Thị trường nước ngoài tăng trưởng tích cực chủ yếu thúc đẩy bởi hoạt động xuất khẩu tăng trưởng cao hơn so với nhận định T07/2025.
- Biên lợi nhuận gộp tích cực hơn so với nhận định T07/2025 nhờ giá sữa bột thế giới kỳ vọng giảm trong năm 2026.

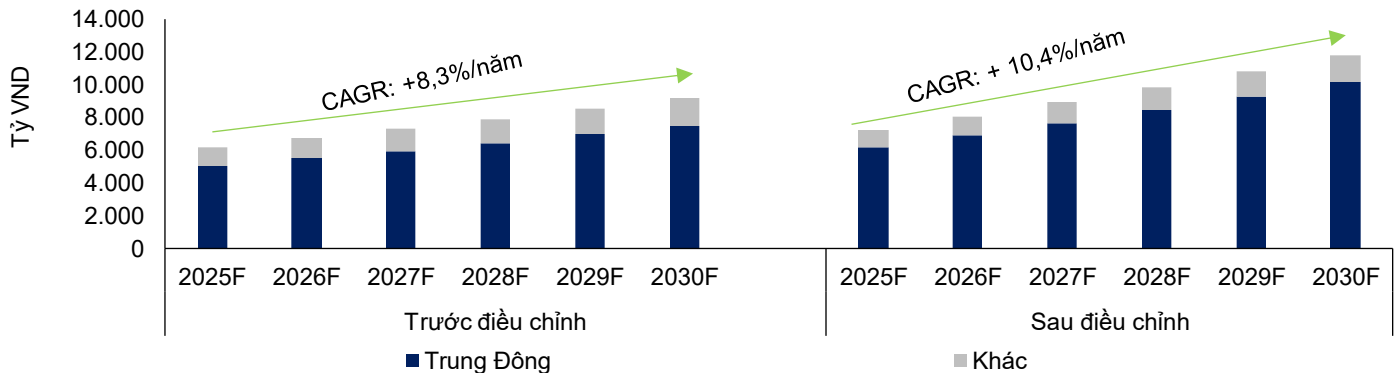
Biểu đồ 1. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế dự kiến gia tăng so với kỳ vọng trước đó



Nguồn: FPTs Research

Trong đó, doanh thu xuất khẩu tăng 10,4%/năm giai đoạn 2025 – 2030F (cao hơn 2,2 đpt so với kỳ vọng trước đó) là động lực chính, chủ yếu từ khu vực Trung Đông đặc biệt là thị trường Iraq.

Biểu đồ 2. Doanh thu xuất khẩu dự phóng gia tăng so với kỳ vọng trước đó nhờ gia tăng nhu cầu tại thị trường Trung Đông



Nguồn: FPTs research

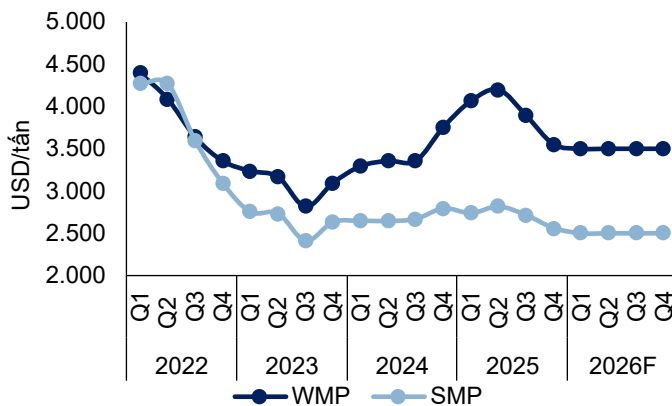
Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu xuất khẩu sang thị trường Iraq tăng +40% YoY năm 2025 và +13,0%/năm giai đoạn 2025 – 2030 (cao hơn 4,7 đpt so với kỳ vọng trước đó) khi nhu cầu nhập khẩu sữa của thị trường này tăng trưởng tích cực hơn so với kỳ vọng.

Trong 09T2025, xuất khẩu sữa của VNM sang Iraq ước tính tăng hơn 40% YoY. Chúng tôi cho rằng các yếu tố hỗ trợ cho xuất khẩu sang Iraq tăng chủ yếu nhờ lợi thế giá cả phải chăng giúp VNM tiếp tục gia tăng được thị phần khi (1) sữa là sản phẩm thiết yếu tại Iraq (theo Euromonitor) và (2) kinh tế dự báo kém khả quan tác khiến người tiêu dùng ưu tiên các sản phẩm giá cả phải chăng. Tăng trưởng GDP thực tế của Iraq dự báo ở mức -0,9% chủ yếu do sự sụt giảm mạnh trong GDP liên quan đến dầu mỏ khi Iraq phải điều chỉnh sản lượng để bù lại việc vượt hạn ngạch OPEC+ trong quá khứ (theo World Bank). Lạm phát dự kiến đạt 3,0% (+0,5 đpt YoY).

Từ năm 2026, tăng trưởng doanh thu xuất khẩu sang Iraq ở mức +13,0%/năm thấp hơn so với mức tăng mạnh 40% YoY năm 2025 phản ánh sự thận trọng của chúng tôi khi cạnh tranh trong ngành sữa của Iraq gia tăng. Cạnh tranh trên thị trường sữa Iraq ngày càng gay gắt khi sức mua kỳ vọng dần phục hồi (tăng trưởng GDP dự báo bình

quân đạt 5,1% từ năm 2026 nhờ việc đẩy nhanh quá trình nói lỏng cắt giảm sản lượng OPEC+) và nhận thức của phụ huynh về dinh dưỡng cho trẻ nhỏ tăng lên. Bên cạnh đó, người tiêu dùng có xu hướng chuyển sang các sản phẩm cao cấp hơn nhờ đa dạng lựa chọn và khả năng tiếp cận tốt hơn (theo Euromonitor).

Biểu đồ 3. Giá sữa bột thế giới dự phóng duy trì giảm trong năm 2026 nhờ nguồn cung dồi dào



Nguồn: FPTs Research

Biên lợi nhuận gộp dự phóng sẽ phục hồi tích cực hơn trong năm 2026 (+1,5 đpt YoY) nhờ giá sữa bột thế giới duy trì giảm (bình quân giảm -10,9% YoY đối với sữa bột nguyên kem và -7,7% với sữa bột gầy) bởi nguồn cung sữa nguyên liệu kỳ vọng dồi dào. Theo dự phóng của Rabobank, sản lượng sữa của nhóm 7 quốc gia xuất khẩu lớn trên thế giới (New Zealand, Úc, Brazil, Argentina, Uruguay, EU và Hoa Kỳ) ước tính tăng 2,0% YoY trong 2H2025 và dự phóng duy trì đà tăng 0,44% trong năm 2026. Động lực tăng trưởng đến từ thời tiết ổn định hơn giúp dịch Bluetongue ở bò dần được kiểm soát và hỗ trợ tích cực cho hoạt động chăn nuôi.

D. KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VNM với mức giá mục tiêu **67.800 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **15,0%** so với giá đóng cửa ngày 11/11/2025. 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).

Giá mục tiêu của cổ phiếu VNM tăng khoảng 14,0% so với giá mục tiêu đã điều chỉnh của [Báo cáo cập nhật tin tức VNM T07/2025](#) do kết quả kinh doanh của VNM kỳ vọng khả quan hơn dự phóng của chuyên viên thời điểm T07/2025.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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 FPTTS. 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, FPTTS 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**Trụ sở chính**

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Hải Châu,
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888