

BÁO CÁO NGÀNH SỮA

Premium Hóa, Tái Cấu Trúc Chuỗi Giá Trị

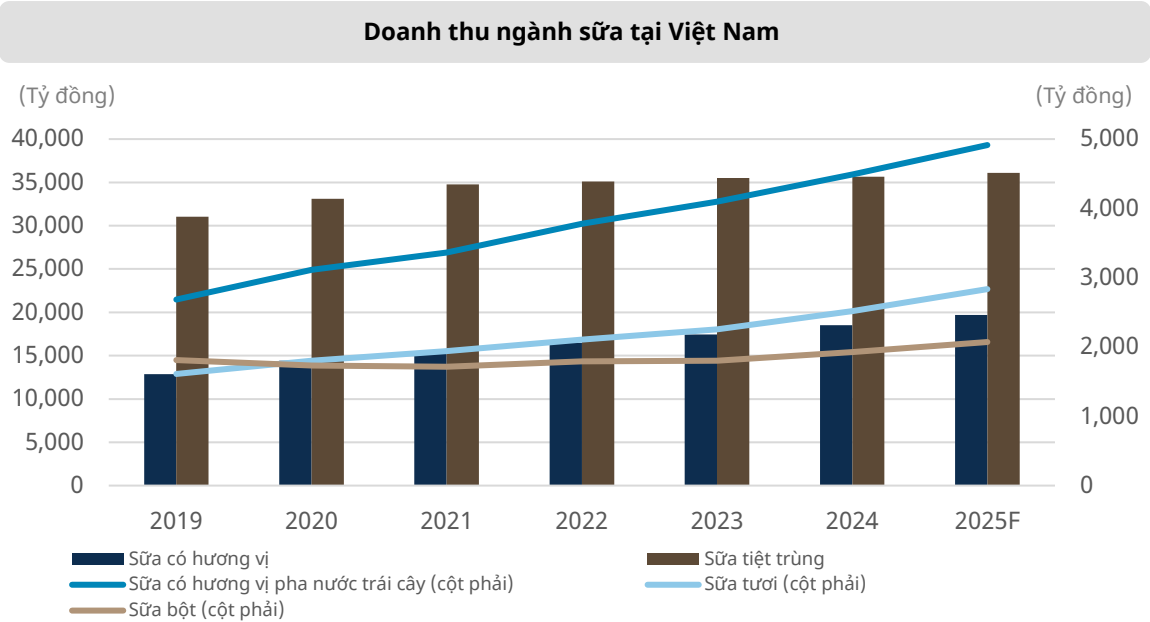
Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

Huỳnh Thị Thu Thảo

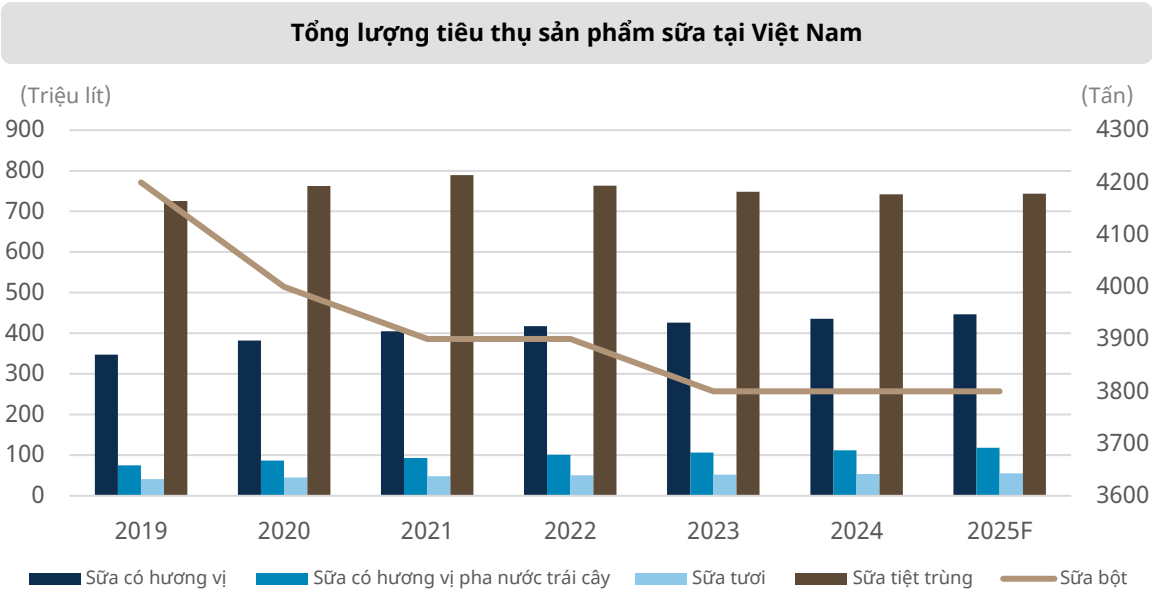
thao.htt@miraeasset.com.vn

Ngành sữa: tăng trưởng chuyển từ sản lượng sang giá trị

- Giai đoạn 2019-2024, tổng doanh thu ngành sữa uống tại Việt Nam tăng từ 50,0 nghìn tỷ đồng lên 63,1 nghìn tỷ đồng, tương ứng CAGR ~5%/năm. Mức tăng này phản ánh sức cầu ổn định của ngành hàng thiết yếu, dù tốc độ tăng trưởng đã chậm lại so với giai đoạn trước dịch Covid. (1) Nhóm đồ uống sữa có hương vị ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh nhất, với CAGR ~9%/năm, nhờ xu hướng tiêu dùng hướng đến sản phẩm tiện lợi, đa dạng hương vị và bổ sung dinh dưỡng. Trong đó, sữa có hương vị pha nước trái cây nổi bật với CAGR ~11%/năm, phản ánh nhu cầu ngày càng cao đối với sản phẩm lai giữa sữa và đồ uống giải khát. Sữa có hương vị thông thường cũng tăng tốt ở mức ~8%/năm. (2) Sữa tươi duy trì đà tăng ổn định với CAGR ~9%/năm, nhờ xu hướng tiêu dùng ưu tiên sản phẩm “fresh milk”, tự nhiên và ít đường. Sữa tiệt trùng tăng chậm hơn ở mức 3%/năm, do đã đạt mức độ thâm nhập cao tại các đô thị lớn. (3) Sữa bột gần như đi ngang với CAGR 1%/năm với sự bão hòa của phân khúc sữa công thức cho trẻ em.
- Tổng sản lượng tiêu thụ sữa giai đoạn 2019-2024 cho thấy xu hướng trái chiều ở một số phân khúc. Sản lượng tiêu thụ không còn tăng mạnh, nhưng doanh thu toàn ngành vẫn mở rộng nhờ định vị sản phẩm cao cấp, đổi mới danh mục và phát triển phân khúc mới. (1) Nhóm đồ uống sữa có hương vị ghi nhận tốc độ tăng trưởng về sản lượng mạnh nhất, với CAGR ~5.4%/năm. (2) Sữa tươi và sữa tiệt trùng tăng trưởng về sản lượng với CAGR 5 năm lần lượt đạt khoảng 5,3% và 0,4%. (3) Sữa bột ghi nhận đà giảm sản lượng, CAGR đạt -2% trong giai đoạn vừa qua.
- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng đồ uống sữa có hương vị tăng trưởng giá trị ở mức 3-4% chủ yếu đến từ sữa có hương vị pha nước trái cây tăng mạnh khi trọng số còn thấp, dư địa tăng trưởng còn dài. Ở phân khúc sữa, sữa tươi là động lực tăng trưởng chính đóng góp đạt khoảng 4%.



Nguồn: Tổng hợp từ Euromonitor

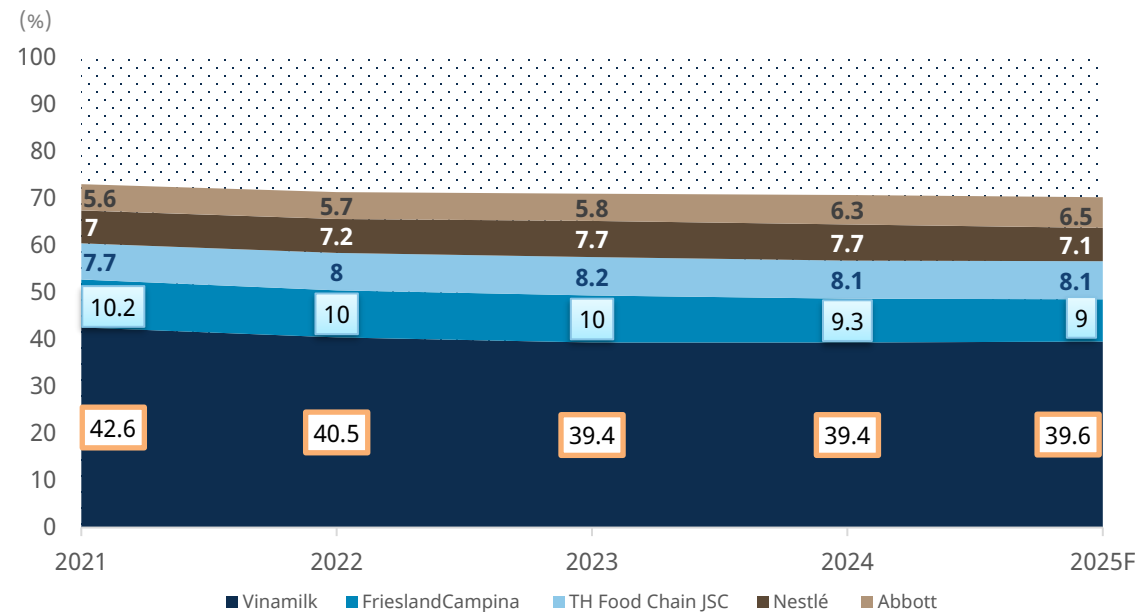


Nguồn: Tổng hợp từ Euromonitor

Thị phần nhóm dẫn đầu bị thu hẹp

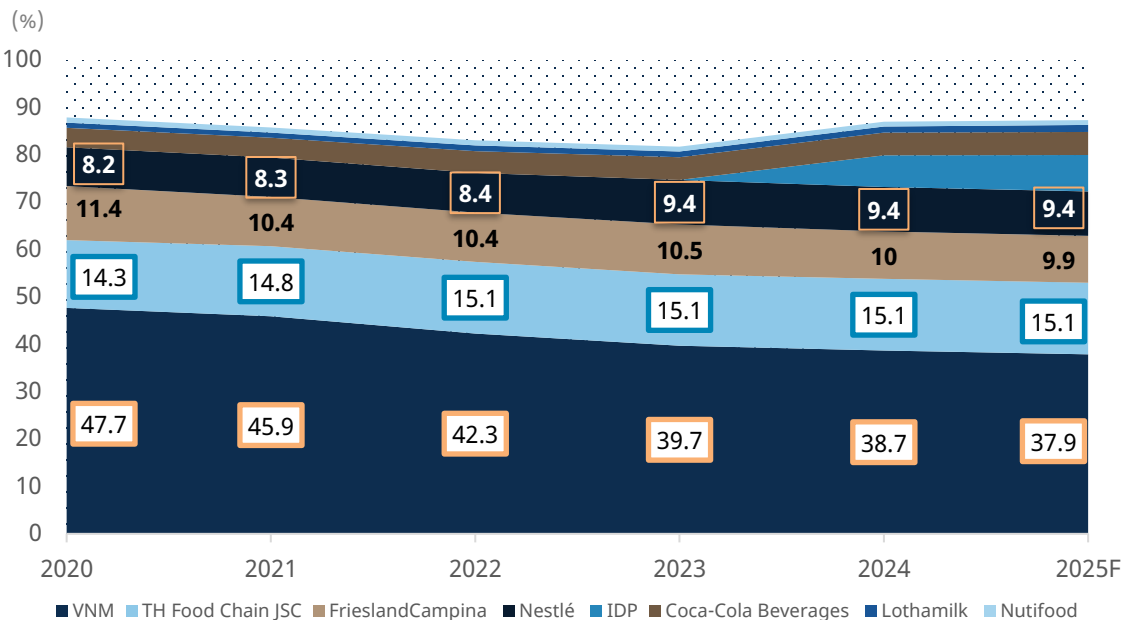
- Giai đoạn 2020–2024, Vinamilk tiếp tục giữ vị thế thống lĩnh trong toàn ngành sữa với thị phần giảm từ 43,7% xuống 39,5%, song vẫn chiếm gần 40% tổng giá trị bán lẻ. FrieslandCampina đứng thứ hai với khoảng 10%, trong khi TH True Milk và Nestlé duy trì ở mức 7% – 8%. Abbott chiếm thị phần nhỏ và tăng dần, phản ánh cấu trúc ngành có mức tập trung cao và ít biến động qua các năm. Nhìn chung, thị trường sữa Việt Nam ở cấp độ toàn ngành vẫn ổn định, với nhóm 5 doanh nghiệp lớn chiếm hơn 70% tổng giá trị, thể hiện rào cản gia nhập cao và vị thế vững chắc của các thương hiệu dẫn đầu. Tuy nhiên, nhóm dẫn đầu này vẫn có xu hướng dần bị thu hẹp do cạnh tranh gia tăng.
- Trong khi đó, ở phân khúc sữa uống, thị trường cho thấy mức độ cạnh tranh gia tăng rõ rệt. Vinamilk vẫn dẫn đầu nhưng thị phần giảm mạnh từ 47,7% (2020) xuống 38,7% (2024), đánh dấu sự phân tán trong cơ cấu cạnh tranh. TH True Milk duy trì thị phần ổn định quanh 15%. Các doanh nghiệp ngoại như FrieslandCampina và Nestlé giữ thị phần ổn định (8% – 10%), còn Coca-Cola Beverages cải thiện nhẹ lên hơn 5%. Tổng thể, phân khúc sữa uống có tính cạnh tranh động và phân tán hơn, trái ngược với sự ổn định trong cấu trúc toàn ngành.

Thị phần tổng thể toàn ngành sản phẩm sữa và sữa thực vật



Nguồn: Tổng hợp từ Euromonitor

Thị phần của các doanh nghiệp trong ngành sữa uống tại Việt Nam

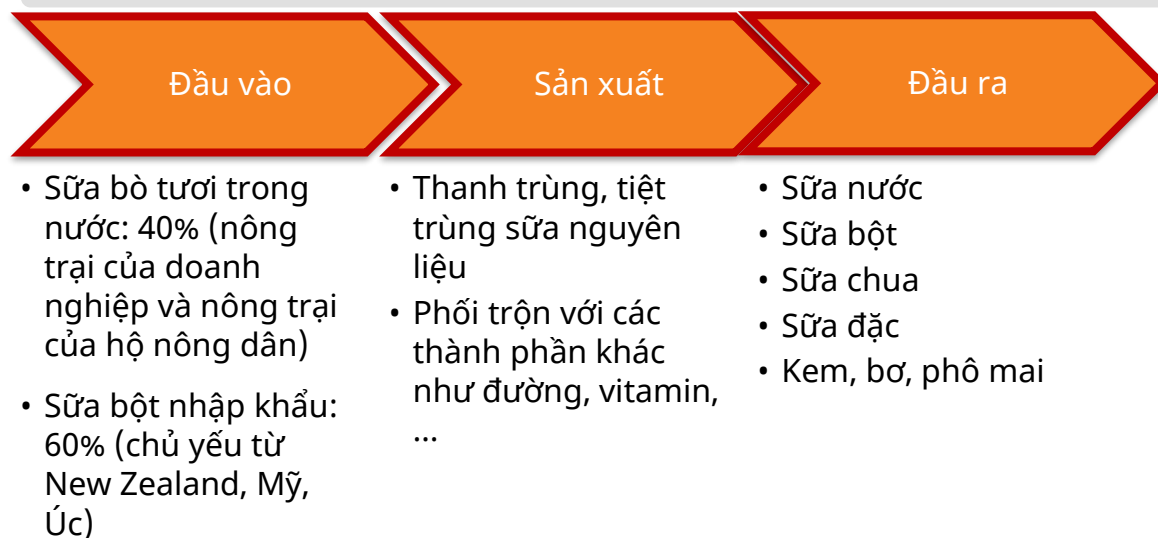


Nguồn: Tổng hợp từ Euromonitor

Chuỗi giá trị sản xuất chưa hoàn thiện

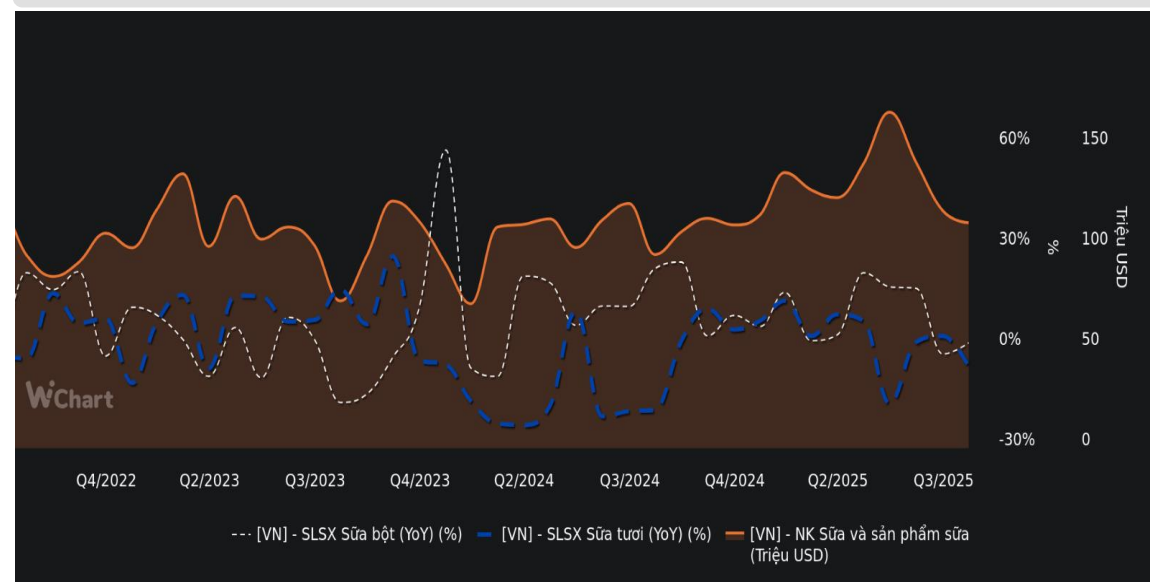
- Chuỗi giá trị ngành sữa Việt Nam hiện nghiêng mạnh về nhập khẩu nguyên liệu (60% là sữa bột ngoại), giúp ổn định cung nhưng khiến biên lợi nhuận biến động theo giá toàn cầu. Trong khi đó, nhóm doanh nghiệp nội như TH True Milk, Mộc Châu Milk đang đầu tư ngược về vùng nguyên liệu nhằm xây dựng lợi thế kiểm soát chi phí và chất lượng đầu vào. Lợi thế cạnh tranh dài hạn sẽ dịch chuyển từ “quy mô phân phối” sang “năng lực kiểm soát chuỗi giá trị”.
- Ngành sữa Việt Nam vẫn còn phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu nguyên liệu từ nước ngoài, chủ yếu dưới dạng sữa bột để hoàn nguyên. Giai đoạn 2023 – 2025, nhập khẩu sữa và sản phẩm sữa tăng mạnh, đạt đỉnh vào Q2/2025, cho thấy nhu cầu cao và sự phụ thuộc vào nguồn cung nước ngoài.
- Theo Bộ Nông nghiệp và Môi trường (MoAE), Việt Nam chi hơn 1 tỷ USD nhập khẩu sữa và sản phẩm từ sữa trong năm 2024, chủ yếu là sữa bột. Trong 7 tháng đầu năm 2025, Việt Nam chi gần 2,6 tỷ USD nhập khẩu sản phẩm chăn nuôi, trong đó sữa và sản phẩm từ sữa chiếm hơn 860 triệu USD.

Chuỗi giá trị ngành sữa



Nguồn: Tổng hợp từ MoAE

Diễn biến sản xuất và nhập khẩu ngành sữa Việt Nam

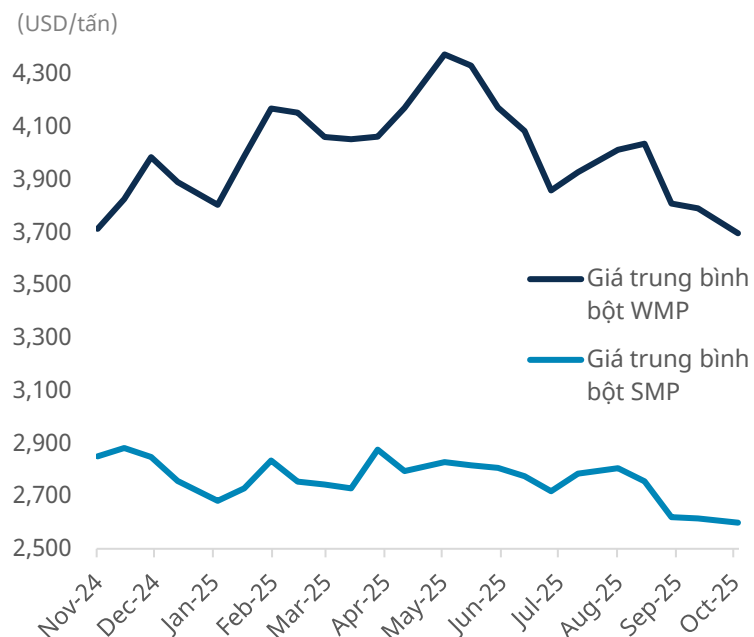


Nguồn: Tổng hợp từ WGroup

Giá nguyên liệu dự kiến giảm, củng cố lợi nhuận cuối năm

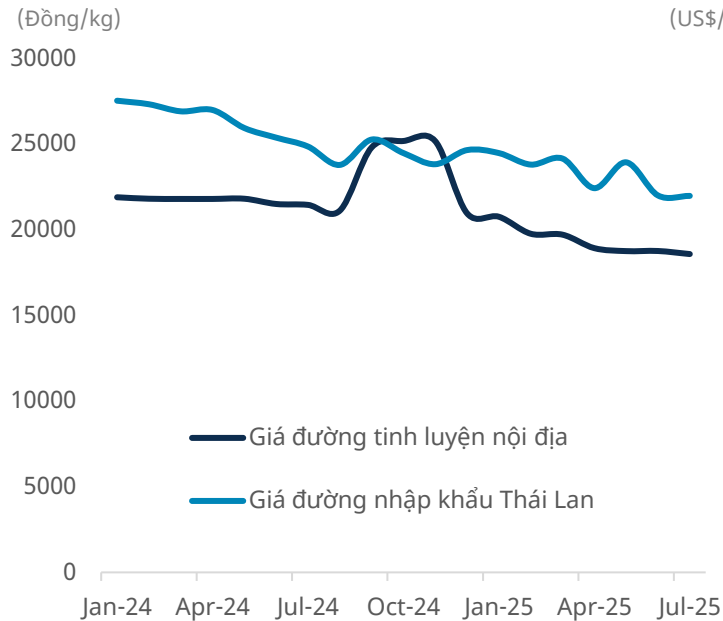
- Trong 9T/2025, giá bột sữa toàn phần (WMP) tăng liên tục, đạt đỉnh vào tháng 5/2025 và điều chỉnh giảm còn khoảng 3.850 USD/tấn vào tháng 9/2025. Ngược lại, giá bột sữa gầy (SMP) duy trì mức ổn định trong quý I – II và giảm nhẹ về 2.650 USD/tấn trong quý III/2025. Tỷ giá VND/USD tăng khiến chi phí nhập khẩu bột sữa cao hơn (tính đến cuối tháng 10, tỷ giá tăng 3% YTD), tạo áp lực lên giá thành và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sữa. Ngược lại, giá đường có xu hướng giảm, bù đắp một phần chi phí nhưng không đáng kể do chỉ chiếm khoảng 12% chi phí sản xuất.
- Bước sang quý IV/2025, khi tác động từ giá nguyên liệu giảm dần phản ánh vào chi phí thực tế, biên lợi nhuận của doanh nghiệp sữa dự kiến phục hồi. Với mức giá bột sữa WMP và SMP hiện thấp hơn khoảng 8–10% so với đỉnh tháng 5/2025, các doanh nghiệp đầu ngành có khả năng tối ưu hóa giá vốn, **dự kiến phục hồi dần từ cuối năm và cải thiện rõ hơn trong nửa đầu 2026 khi biến động giá bột sữa trên thị trường quốc tế thường phản ánh vào chi phí sản xuất với độ trễ khoảng 1 – 2 quý.**

Giá trung bình bột sữa



Nguồn: Tổng hợp từ Globaldairytrade

Giá đường trong nước và nhập khẩu



Nguồn: Tổng hợp từ Agromonitor

Tỷ giá VND-USD

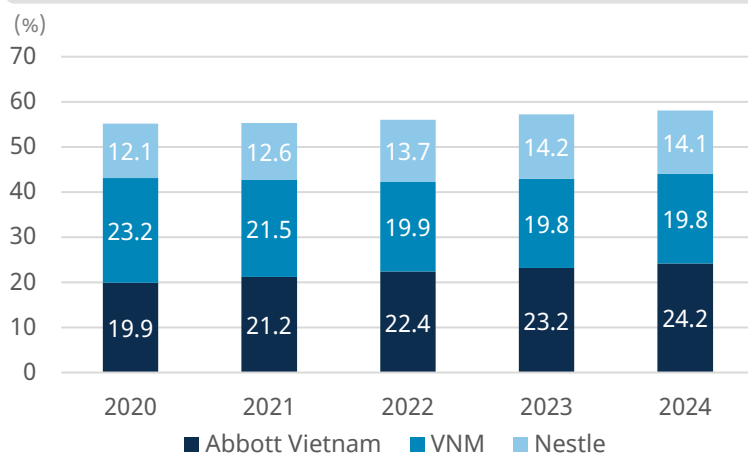


Nguồn: Tổng hợp từ Fiinpro

Cấp trụ cột ngành: Sữa nước & Sữa bột chiếm hơn 75% doanh thu

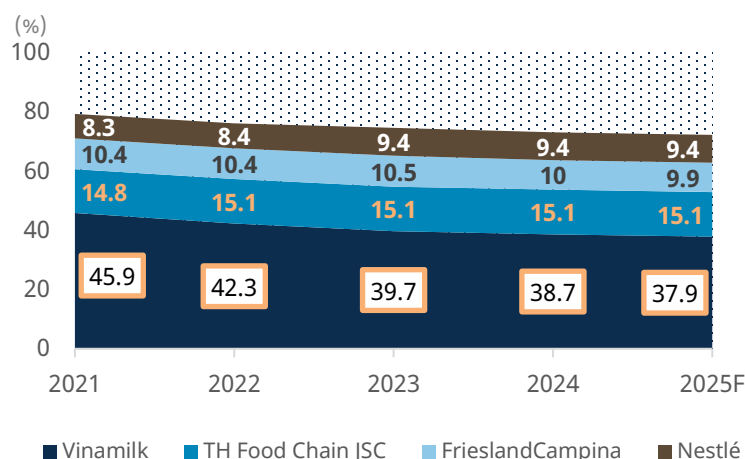
- Tăng trưởng sữa bột tại Việt Nam hiện dịch chuyển mạnh sang phân khúc cao cấp (premium) – nhập khẩu, dẫn đầu bởi Abbott, Nestlé. Vinamilk gặp khó trong việc duy trì định vị và niềm tin người tiêu dùng. Đặc biệt, giai đoạn sau Covid-19, nhu cầu về sản phẩm dinh dưỡng, miễn dịch và công thức cao cấp (HMO, DHA, colostrum) tăng nhanh, khiến nhóm thương hiệu ngoại mở rộng thị phần rõ rệt. Xét riêng mảng sữa bột, chúng tôi dự báo doanh thu tiếp tục đi ngang song áp lực cạnh tranh với các thương hiệu ngoại khiến thị phần tiếp tục bị thay đổi.
- Trong giai đoạn 2019–2024, doanh thu mảng sữa tươi ghi nhận mức tăng trưởng ổn định với CAGR ~9.4%, trong khi sữa tiệt trùng có mức CAGR ~2.8%. Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ xu hướng tiêu dùng chuyển dịch sang sản phẩm “sữa thật” – tức sữa tươi nguyên chất, organic, ít đường, thay vì sữa pha lại. Các doanh nghiệp như TH True Milk và Friesland Campina tận dụng tốt xu hướng này để mở rộng thị phần, trong khi Vinamilk dù vẫn dẫn đầu, đang dần mất lợi thế do tốc độ đổi mới sản phẩm và đầu tư trang trại chậm hơn so với đối thủ.
- Bước sang năm 2026, chúng tôi cho rằng thị trường sữa nước tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ động lực từ sữa tươi với mức dự phóng 12-13%, tăng trưởng doanh thu đến từ sản lượng tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng cùng giá thành cải thiện, trong khi sữa tiệt trùng chỉ tăng nhẹ 0.5-1% về sản lượng và nổi bật với đồ uống có hương vị (sữa có hương vị và sữa pha nước trái cây với mức tăng lần lượt khoảng 6-7% và 9-10% nhờ sản lượng tiêu thụ). Nhu cầu sản phẩm cao cấp, bao bì tiện lợi, và xu hướng “premiumization” (như Green Farm, A2, Organic) được kỳ vọng sẽ giữ vững đà tăng của sữa nước.

Thị phần sữa bột tại Việt Nam



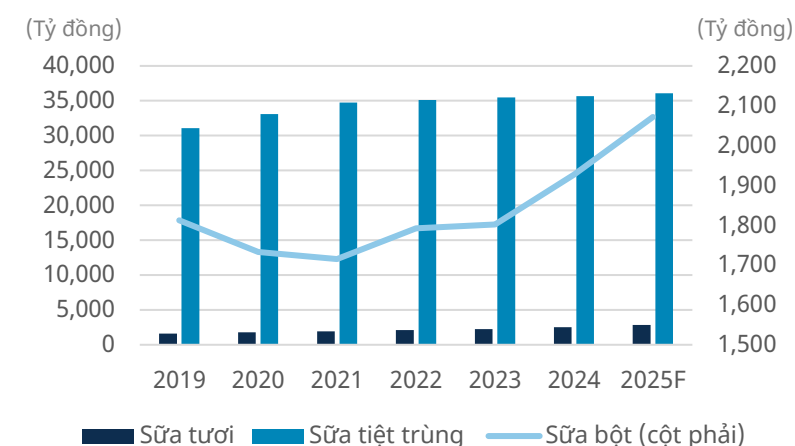
Nguồn: Tổng hợp từ Euromonitor

Thị phần sữa nước tại Việt Nam



Nguồn: Tổng hợp từ Euromonitor

Doanh thu sữa nước & sữa bột



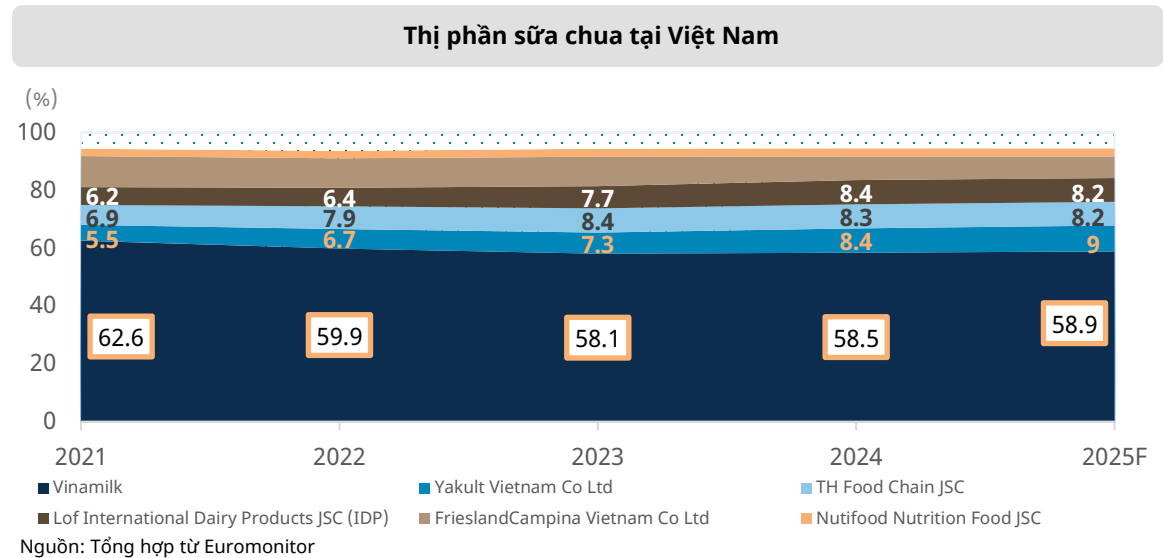
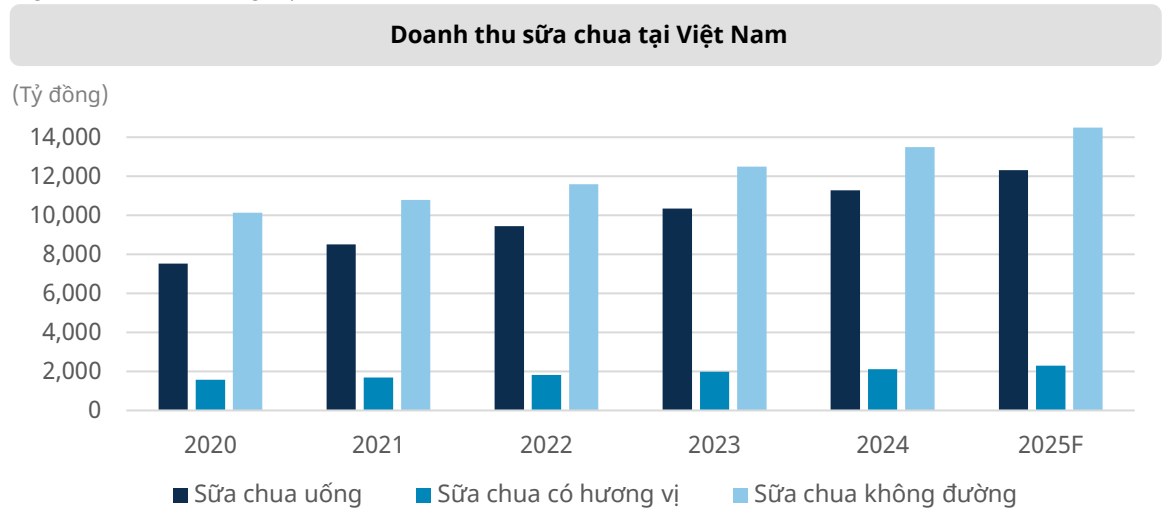
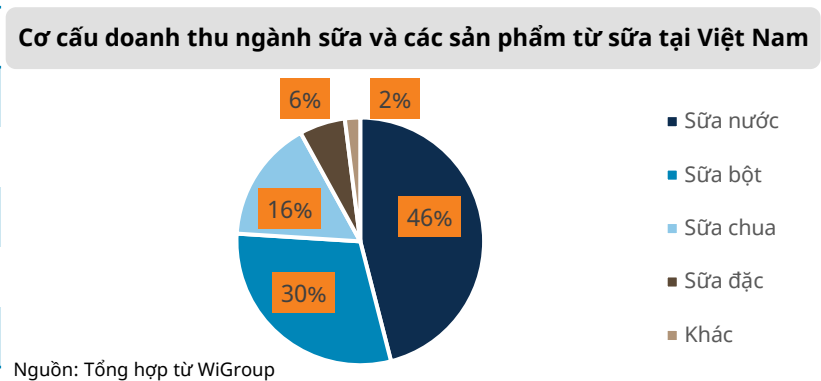
Nguồn: Tổng hợp từ Euromonitor

Các sản phẩm ngoài trụ cột: sữa chua tăng trưởng ổn định

- Giai đoạn 2020-2024, thị trường sữa chua Việt Nam duy trì tăng trưởng doanh thu ổn định 9%/năm nhờ xu hướng tiêu dùng chú trọng sức khỏe, đặc biệt các sản phẩm probiotic, ít đường, sữa chua uống tiện lợi được ưa chuộng sau đại dịch. Trong năm 2025, chúng tôi dự báo sữa chua tăng trưởng quanh 8-9%, tập trung vào sản phẩm chức năng và trải nghiệm tiêu dùng, tiếp tục là mảng ổn định với biên lợi nhuận tốt trong cơ cấu của các doanh nghiệp sữa khi dư địa tiêu dùng chưa quá lớn.
- Với tốc độ tăng trưởng mạnh nhất trong phân khúc sữa chua, sữa chua uống có tốc độ tăng trưởng CAGR 2020-2024 đạt 11% và chiếm khoảng 42% tổng doanh thu sữa chua năm 2024 tại Việt Nam. Yakult đã thành công trong việc mở rộng thị phần từ 5.5% (năm 2021) lên 8.4% (năm 2024). Ngoài ra, ông lớn TH và IDP cũng gặt hái được thành quả về thị phần nhất định. Giai đoạn 2025-2030, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ vẫn tiếp tục tăng trưởng, đặc biệt ở phân khúc sữa chua uống và sữa chua có hương vị do các cải tiến ngày càng phù hợp với nhu cầu thay đổi của người tiêu dùng, với CAGR đạt khoảng 8%/năm và sữa chua không đường đạt 5%/năm.

Nhóm sản phẩm	Tỷ trọng doanh thu	Vinamilk	TH True Milk	IDP	Nutifood	Friesland Campina	Nestlé	Abbott
Sữa nước	46%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Sữa bột	30%	✓	✓		✓	✓	✓	✓
Sữa chua	16%	✓			✓	✓	✓	
Sữa đặc	6%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Phô mai / Kem / Bơ	2%	✓	✓		✓		✓	

Nguồn: Mirae Asset tự tổng hợp

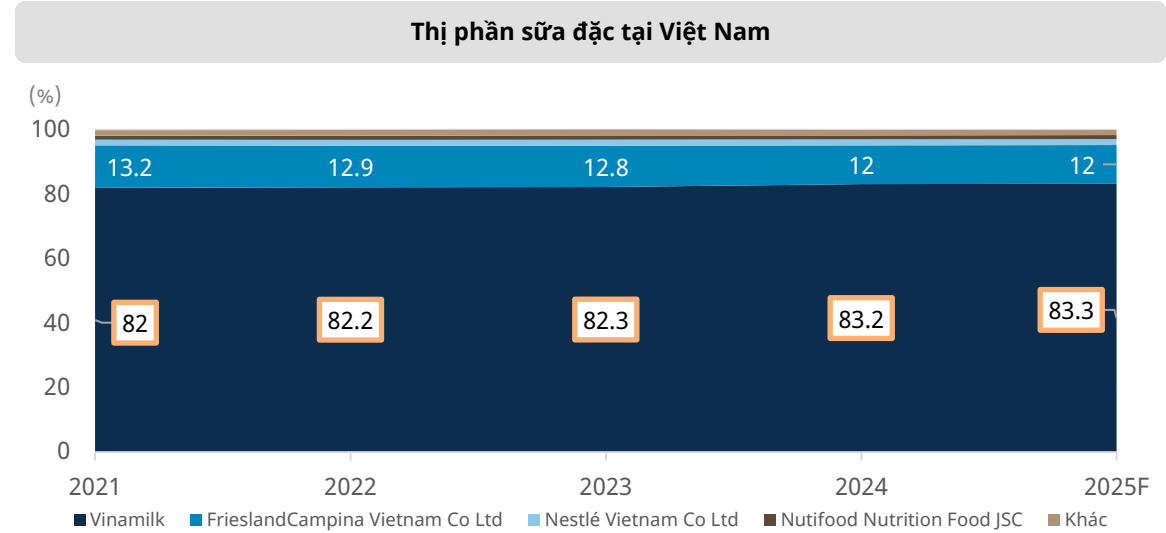
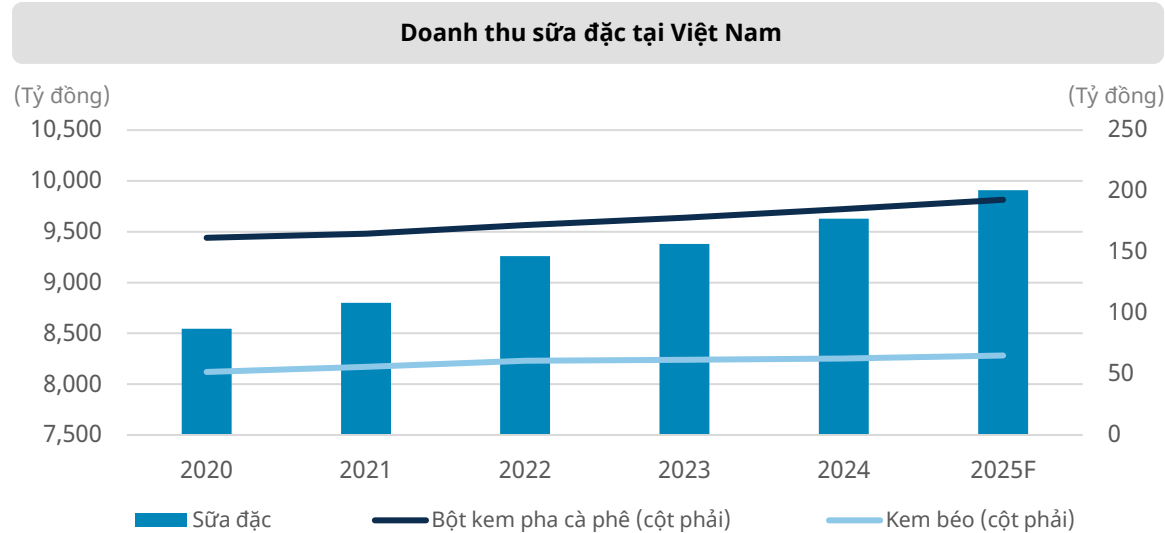
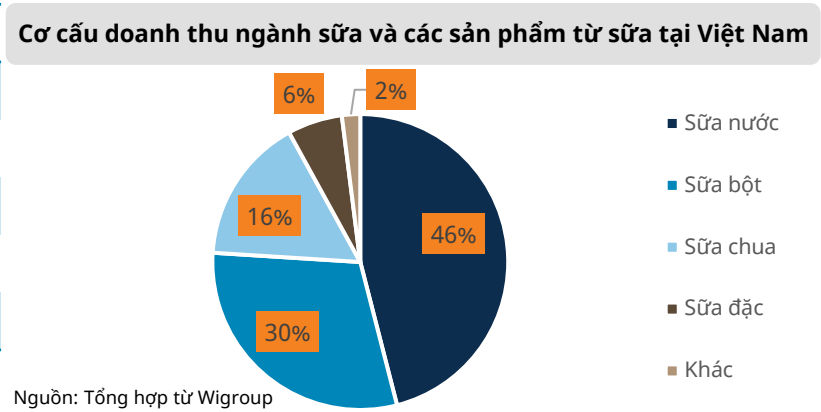


Các sản phẩm ngoài trụ cột: sữa đặc tăng nhẹ

- Giai đoạn 2020–2024, sữa đặc là mảng chỉ tăng nhẹ 3%/năm, chủ yếu phục vụ kênh F&B (cà phê, trà sữa, quán ăn), trong khi nhu cầu hộ gia đình chững lại do xu hướng giảm tiêu thụ đường. Vinamilk gần như độc quyền (>80% thị phần) với các thương hiệu Ông Thọ và Ngôi Sao Phương Nam, nhờ nhận diện lâu đời và mạng lưới phân phối rộng. Năm 2025-2030, sản lượng tiêu thụ sữa đặc được dự báo tiếp tục tăng trưởng với CAGR đạt khoảng 2-3%/năm, lợi nhuận bền vững nhưng ít dư địa mở rộng.
- Thị phần Vinamilk tiếp tục độc chiếm và tăng trưởng, chúng tôi dự báo thị phần Vinamilk tăng nhẹ trong năm 2025. Các nhãn hàng còn lại đều có sự giảm sút nhẹ hoặc đi ngang về thị phần.

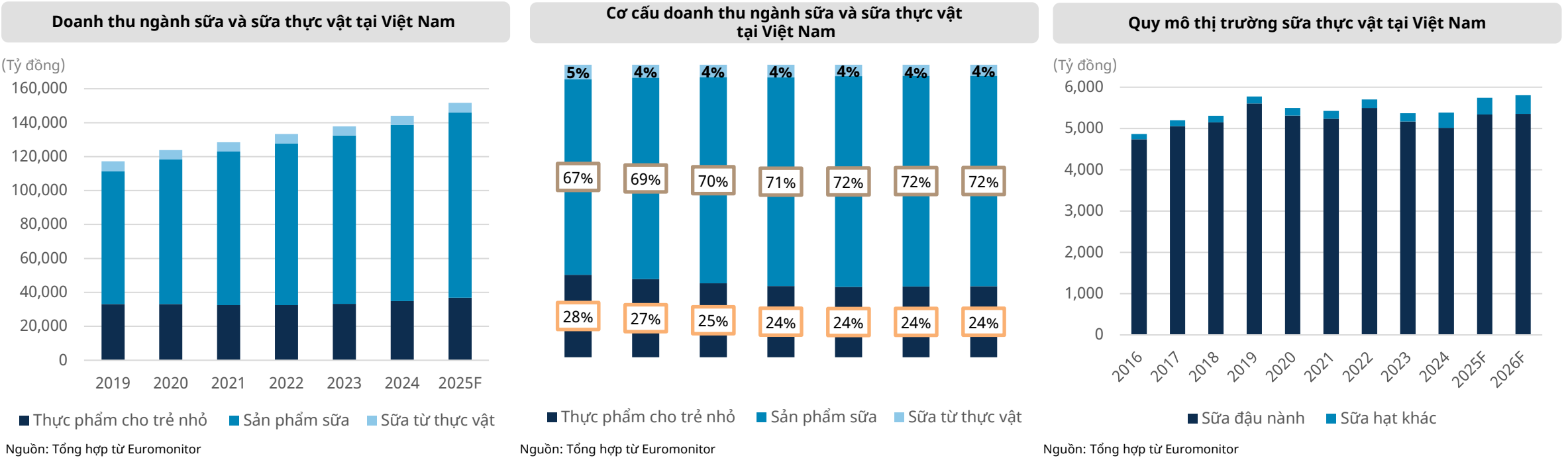
Nhóm sản phẩm	Tỷ trọng doanh thu	Vinamilk	TH True Milk	IDP	Nutifood	Friesland Campina	Nestlé	Abbott
Sữa nước	46%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Sữa bột	30%	✓	✓		✓	✓	✓	✓
Sữa chua	16%	✓			✓	✓	✓	
Sữa đặc	6%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Phô mai / Kem / Bơ	2%	✓	✓		✓		✓	

Nguồn: Mirae Asset tự tổng hợp



Xu hướng mới: Sữa thực vật – kỳ vọng động lực tăng trưởng dài hạn

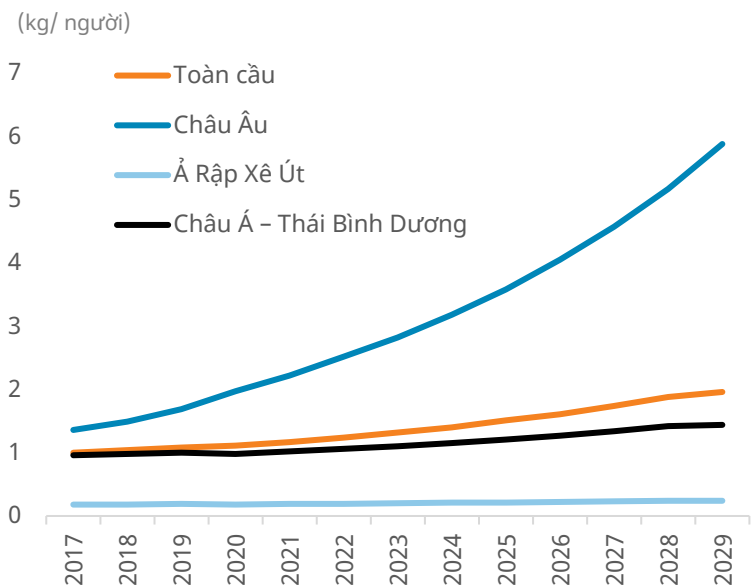
- Giai đoạn 2020–2025, tổng quy mô doanh thu ngành sản phẩm sữa và sữa thay thế (sữa thực vật, sữa chua thực vật, phô mai thực vật, bơ/kem thực vật) tại Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 4,1%/năm. Trong đó, sản phẩm sữa tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, với doanh thu tăng đều qua các năm và đạt CAGR 5%, thực phẩm cho trẻ nhỏ đạt CAGR 2,2%/năm. Đây là phân khúc có mức độ thâm nhập cao, cạnh tranh gay gắt từ các thương hiệu quốc tế và chịu ảnh hưởng từ tỷ lệ sinh giảm tại Việt Nam. Trong khi đó, sữa thay thế tăng trưởng đạt CAGR 0.9%/năm. Nhìn tổng thể, tăng trưởng của ngành vẫn được dẫn dắt bởi sản phẩm sữa truyền thống, trong khi các phân khúc thay thế và mở rộng như sữa thực vật mới ở giai đoạn khởi đầu.
- Từ năm 2016 đến 2024, **doanh thu thị trường sữa thực vật tại Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng kép ~1%/năm**. Trong giai đoạn đầu, sữa đậu nành chiếm ưu thế tuyệt đối và là động lực tăng trưởng chính nhờ thương hiệu nội địa như Vinasoy. Tuy nhiên mức tăng trưởng có dấu hiệu chậm lại do thị trường dần bão hòa, sau năm 2020, và người tiêu dùng bắt đầu tìm kiếm các sản phẩm cao cấp hơn. Nhóm sữa hạt khác như óc chó, hạnh nhân, yến mạch, hạt điều nổi lên nhanh chóng, tăng từ khoảng 129 tỷ đồng (năm 2016) lên 370 tỷ đồng năm 2024, tương ứng CAGR ~14%/năm, phản ánh xu hướng dịch chuyển rõ rệt từ sản phẩm sữa đậu nành truyền thống sang phân khúc “healthy & premium”, đánh dấu giai đoạn chuyển đổi cơ cấu tiêu dùng trong ngành sữa thực vật Việt Nam. Bước sang giai đoạn 2025–2030, chúng tôi dự báo phân khúc sữa hạt được dự báo trở thành động lực tăng trưởng chính của ngành sữa thực vật với CAGR ~9%/năm, nhìn chung cả ngành tăng trưởng với CAGR ~2%/năm, nhờ xu hướng ăn uống lành mạnh.



Sữa đậu nành chiếm lĩnh thị trường

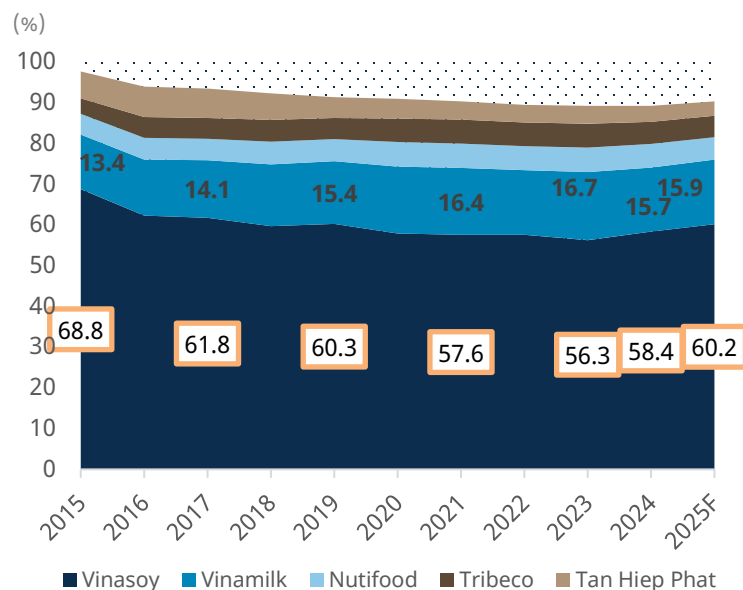
- Việc tiêu thụ các sản phẩm thay thế sữa (sữa thực vật, sữa chua thực vật, phô mai thực vật, bơ/kem thực vật) đang gia tăng trên khắp khu vực Châu Á - Thái Bình Dương do sự gia tăng đáng kể dân số ăn chay, cùng với tình trạng dân số không dung nạp lactose ngày càng tăng. So với châu Âu và toàn cầu, dự địa phát triển của châu Á được dự báo dẫn đầu nhờ dân số lớn.
- Tại Việt Nam, thị trường sữa thực vật có mức độ tập trung cao, trong đó QNS (Vinasoy) và Vinamilk (VNM) chiếm tổng cộng hơn 80% thị phần. QNS dẫn đầu với các sản phẩm sữa đậu nành, trong khi Vinamilk mở rộng danh mục sang các dòng sữa hạt đa dạng (hạnh nhân, óc chó, yến mạch...). Dù vậy, toàn ngành vẫn còn phân mảnh và quy mô nhỏ, với tốc độ tăng trưởng chưa đồng đều giữa các phân khúc.
- Vinasoy tiếp tục giữ vị thế dẫn đầu ngành sữa thực vật tại Việt Nam với hơn 56% thị phần. 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu mảng sữa đậu nành ước đạt 3.596 tỷ đồng (+13% YoY), chiếm 47% tổng doanh thu. Biên gộp tăng từ 38,6% lên 43,7%, được hỗ trợ bởi giá nguyên liệu đậu nành giảm và danh mục sản phẩm sữa hạt ngày càng đa dạng. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu tăng khoảng 7%/năm, chủ yếu nhờ mở rộng quy mô sản xuất và gia tăng sản lượng tiêu thụ.

Mức tiêu thụ bình quân đầu người các sản phẩm thay thế sữa



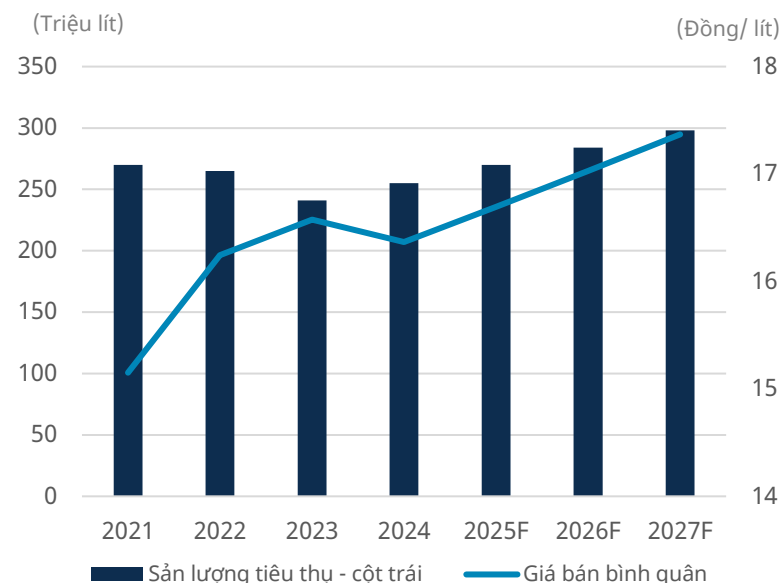
Nguồn: Tổng hợp từ Mordor Intelligence

Thị phần sữa thực vật tại Việt Nam



Nguồn: Tổng hợp từ Euromonitor

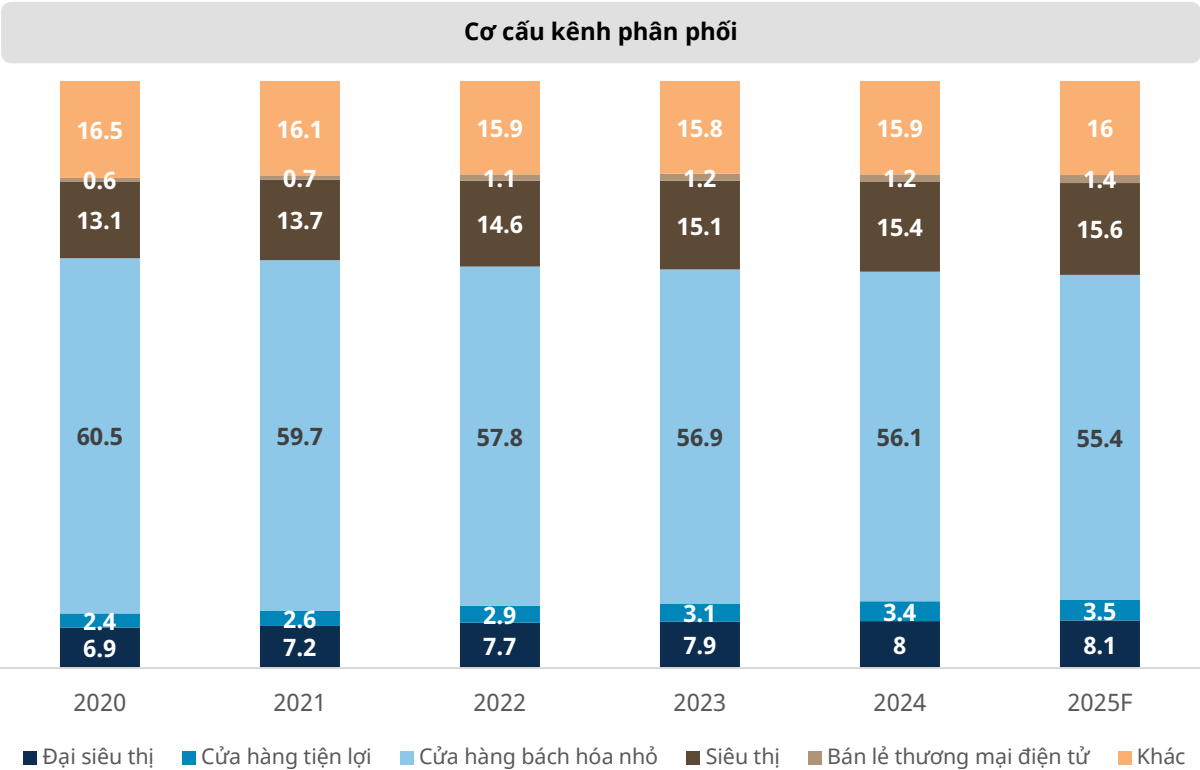
Sản lượng, giá bán mảng sữa thực vật - Vinasoy



Nguồn: Tổng hợp từ QNS

Cơ cấu kênh phân phối dịch chuyển

- Cơ cấu kênh bán lẻ ngành sữa Việt Nam đang dịch chuyển dần từ truyền thống sang hiện đại. Kênh tạp hóa giảm tỷ trọng từ ~60.5% (2020) xuống ~56.1% (2024). Trong khi, nhóm siêu thị, cửa hàng tiện lợi và thương mại điện tử tăng liên tục, phản ánh xu hướng tiêu dùng tiện lợi và hiện đại hóa. Đặc biệt, thương mại điện tử nổi lên dù quy mô còn nhỏ, mở ra cơ hội mới cho các sản phẩm sữa thực vật – phân khúc phù hợp với người tiêu dùng trẻ, có nhận thức cao về sức khỏe và sẵn sàng thử sản phẩm mới.
- Trong năm 2025, hoạt động tiêu thụ sữa tại Việt Nam chịu ảnh hưởng ngắn hạn từ việc triển khai quy định thuế khoán và hóa đơn điện tử đối với hộ kinh doanh nhỏ (Nghị quyết 198/2025/QH15). Quy định này khiến kênh bán hàng truyền thống – bị gián đoạn tạm thời trong Q2 – Q3/2025, làm sản lượng tiêu thụ chậm lại và tồn kho tăng cục bộ. Tuy nhiên, các công ty như Vinamilk và QNS dự kiến sẽ phục hồi dần từ Q4/2025 khi hệ thống bán lẻ hoàn tất điều chỉnh và sức mua cải thiện trở lại.



Nguồn: Tổng hợp từ Euromonitor

Doanh nghiệp	Số lượng nhà phân phối	Số điểm bán hàng ước tính
Vinamilk	~220	~250.000 (và 618 cửa hàng riêng g)
TH True Milk	~180	~130.000 (và 383 cửa hàng riêng g)
IDP	~160	Không công bố
Nutifood	~100	~60.000
Friesland Campina	~200	~100.000
Nestlé	~120	Không công bố
Vinasoy	~156	~142.000

Nguồn: Mirae Asset tự tổng hợp

BÁO CÁO NGẮN

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS)

KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

Mua



Analyst: Huỳnh Thị Thu Thảo

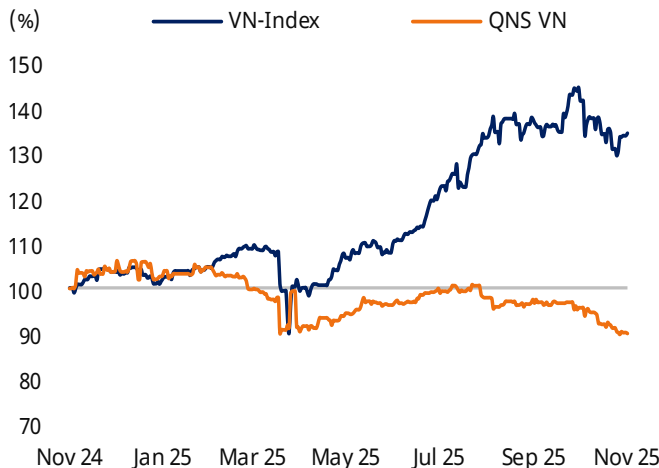
Email: thao.htt@miraesec.com.vn +84 28 3910 222

Giá đóng cửa (14/11/2025)	44.000
Giá mục tiêu (12 tháng)	57.900
Lợi nhuận kỳ vọng	31.6%
Lãi ròng (26F, tỷ đồng)	2,243
Tăng trưởng EPS (26F, %)	16.6
P/E (26F, x)	7.2
Vốn hoá (tỷ đồng)	16,213
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	368
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	65.9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	9.2
Beta (12M)	0.7
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	43,500
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	52,300
(%)	1 M3M12M
Tuyệt đối	-2.8-1.3-6.9
Tương đối	2.8-25.7-41.2

Đầu nành đắt giá, cổ tức đậm đà

Đường Quảng Ngãi (QNS) là doanh nghiệp dẫn đầu mía đường và sữa đậu nành tại Việt Nam. QNS sở hữu Nhà máy Đường An Khê công suất 18.000 tấn/ngày. Trong sữa đậu nành, QNS giữ 90,6% thị phần năm 2024 (+1% YoY) nhờ các thương hiệu Fami và Vinasoy.

- 9T2025, doanh thu mảng đường đạt 2.635 tỷ đồng (-18% YoY), chiếm 34% tổng doanh thu. Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 32,3% xuống 22,0% do giá đường nội địa hạ nhiệt so với mức cao 2024 và nhu cầu trong nước suy yếu.
- Ngược lại, mảng sữa đậu nành tiếp tục tăng trưởng bền vững với doanh thu 3.596 tỷ đồng (+13% YoY), chiếm 47% tổng doanh thu. Biên gộp tăng từ 38,6% lên 43,7%. Đây là mảng tăng trưởng hiệu quả nhất, đóng góp lớn nhất và là động lực chính của QNS trong bối cảnh thị trường khó khăn.
- Năm 2025, QNS triển khai ba dự án lớn: (1) nâng công suất Nhà máy Đường An Khê lên 25.000 tấn mía/ngày; (2) mở rộng Nhà máy Điện sinh khối lên 135 MW; (3) xây dựng Nhà máy Ethanol 200.000 lít/ngày. Tổng đầu tư 3.758 tỷ đồng, trong đó dự án Ethanol 1.741 tỷ đồng, được VietinBank Quảng Ngãi tài trợ 70%, khởi công 4/2025 và vận hành thương mại 11/2027. Hai dự án còn lại hoàn thành cuối 2027 và bắt đầu đóng góp từ 2028. Khi vận hành, cụm dự án giúp QNS mở rộng chuỗi sản xuất khép kín, tận dụng phụ phẩm mía cho điện và nhiên liệu sinh học, hưởng lợi từ chính sách năng lượng tái tạo và xu hướng xăng E10, qua đó củng cố tăng trưởng bền vững và giảm phụ thuộc vào mảng đường.
- Năm 2025, QNS chi trả cổ tức tiền mặt 4.000 đồng/cp, tương ứng tỷ suất gần 9% so với thị giá. Công ty duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ổn định và cao nhiều năm, phản ánh nền tảng tài chính vững và cam kết đem lại giá trị bền vững cho cổ đông. Dù lợi nhuận 2025 dự kiến giảm so với 2024, QNS vẫn giữ mức cổ tức như năm trước, tiếp tục là lựa chọn an toàn và ổn định cho nhà đầu tư dài hạn.
- Trong 9T2025, doanh thu và lợi nhuận ghi nhận cải thiện nhờ giá nguyên liệu đậu nành duy trì ở mức thấp và danh mục sản phẩm sữa hạt được mở rộng, góp phần gia tăng biên lợi nhuận. Trong năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu Vinasoy và Fami tăng khoảng 7%/năm, chủ yếu đến từ việc mở rộng quy mô sản xuất và gia tăng sản lượng tiêu thụ. Việc điều chỉnh giá bán có thể được xem là dư địa tăng trưởng bổ sung trong trường hợp giá đậu nành phục hồi. Dù ghi nhận biến động tăng của giá đậu nành trong tháng 11/2025, tác động ngắn hạn đến biên lợi nhuận của QNS dự kiến không đáng kể nhờ doanh nghiệp chủ động sử dụng các hợp đồng tương lai để ổn định chi phí đầu vào song rủi ro dài hạn vẫn tiềm ẩn tác động đến biên lợi nhuận nếu chi phí tăng không chuyển được cho người tiêu dùng cần theo dõi thêm.
- Triển vọng 2026, chúng tôi dự báo KQKD đạt 10.440 tỷ đồng (+4% YoY) và lãi ròng đạt 2,243 tỷ đồng (+17% YoY): 1) Mảng sữa đậu nành tăng trưởng 7%YoY nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng; 2) Mảng đường tăng 3% YoY do chúng tôi kỳ vọng giá đường phục hồi so với nền thấp 2025; 3) Giá đậu nành thấp tiếp tục là điểm tựa cho biên lợi nhuận mở rộng. EPS dự kiến cho năm 2026 đạt 6.101 đồng/cp, tương ứng với mức P/E forward ở mức 7,2 lần. Chúng tôi đánh giá tích cực cho QNS: 1) Dẫn đầu mảng sữa đậu nành, và là điểm sáng cho những năm tiếp theo; 2) Cổ tức hấp dẫn; 3) Ngành hàng thiết yếu, ổn định trong bất ổn.



	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025 (F)	FY 2026 (F)
Doanh thu (tỷ đồng)	7,335	8,255	10,021	10,243	10,002	10,440
LNHĐKD (tỷ đồng)	1,316	1,359	2,154	2,381	1,930	2,330
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	17.9	16.5	21.5	23.2	19.3	22.3
Lãi ròng (tỷ đồng)	1,254	1,287	2,183	2,377	1,924	2,243
EPS (VND)	4,117	4,226	7,172	7,680	5,232	6,101
ROE (%)	18.1	17.5	26.9	25.3	18.4	19.3
P/E (x)	11.8	8.5	6.4	6.5	8.4	7.2
P/B (x)	2.1	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4
Cổ tức/thị giá (%)	3.1	8.4	6.6	6.0	9.1	9.1

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Fdata, Mirae Asset

Mirae Asset Vietnam Research

BÁO CÁO NGẮN

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

Mua



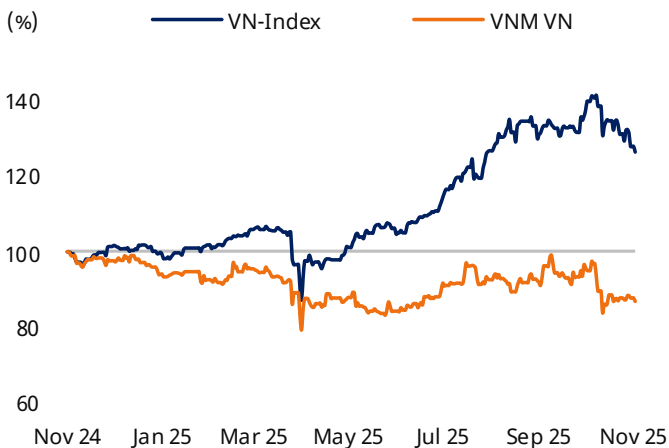
Analyst: Huỳnh Thị Thu Thảo

Email: thao.htt@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

Giá đóng cửa (10/11/2025)	57.000
Giá mục tiêu (12 tháng)	70.000
Lợi nhuận kỳ vọng	22.8%
Lãi ròng (26F, tỷ đồng)	9,859
Tăng trưởng EPS (26F, %)	5.7
P/E (26F, x)	12.1
Vốn hoá (tỷ đồng)	119,127
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,090
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.3
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	49.0
Beta (12M)	0.6
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	51,400
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	66,200
(%)	1 M3M12M
Tuyệt đối	-7.7-1.5-12.3
Tương đối	0.8-25.2-40.0

Ổn định bứt phá nhờ “cú hích kép”

- Q3/2025, doanh thu VNM đạt 16.968 tỷ đồng (+9,1% YoY) và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 2.511 tỷ đồng (+4,5% YoY). Lũy kế 9T2025, doanh thu hợp nhất đạt 46.678 tỷ đồng (+0,7% YoY) và LNST đạt 6.586 tỷ đồng (-9,9% YoY). Chủ yếu do kết quả kinh doanh yếu ở đầu năm khi VNM tái cấu trúc hệ thống phân phối nội địa. Nếu loại trừ khoản lỗ liên doanh và chi phí trích lập dự phòng đầu tư một lần tại các công ty con ở New Zealand, Úc và Trung Quốc, lợi nhuận trước thuế riêng quý 3 từ hoạt động cốt lõi của VNM đạt 3.330 tỷ đồng (+13,2% YoY).
- Chúng tôi dự báo Q4/2025 sẽ tích cực, với doanh thu và LNST tăng trưởng lần lượt 10% và 28% YoY, nhờ: 1) Doanh thu cải thiện; 2) Chi phí được quản lý hiệu quả hơn với giá bột sữa có xu hướng giảm, biên lợi nhuận gộp cải thiện đạt 41,9%; 3) Công ty không còn chịu tác động từ chi phí dự phòng.
- Trong nước: Sau quá trình tái cấu trúc, VNM bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ 2026, dẫn dắt bởi danh mục sản phẩm cao cấp, mở rộng quốc tế và cải thiện hiệu quả vận hành. Các phân khúc mới như sữa dinh dưỡng người lớn, sữa cao đậm, đồ uống thưởng thức và sữa hạt đều tăng trưởng hai chữ số. “Green Farm” được chọn làm sản phẩm chiến lược, với doanh số 10 tháng đầu năm tăng 225% YoY. Kênh Modern Trade chiếm 20% doanh thu, tăng 11% YoY, phản ánh chiến lược phân phối đang phát huy hiệu quả.
- Nước ngoài: Doanh thu xuất khẩu Q3/2025 đạt 2.019 tỷ đồng, tăng 46,9% YoY, nhờ đóng góp mạnh từ các thị trường chủ lực tại châu Á, châu Phi và Campuchia. Doanh thu từ Angkor Milk và Driftwood cũng tăng đáng kể, nâng tỷ trọng đóng góp nước ngoài lên hơn 20%, so với 18% năm 2024.
- VNM sở hữu nền tảng tài chính vững, dòng tiền ổn định và cổ tức/thị giá duy trì trên 6%, kết hợp việc thêm vào VN50 Growth Index và kỳ vọng nâng hạng thị trường, sẽ là cú hích cho thanh khoản, khả năng tái định giá trong trung hạn.
- Kỳ vọng tăng mức giảm trừ gia cảnh từ Q1/2026 sẽ hỗ trợ tiêu dùng nội địa, đặc biệt với nhóm hàng thiết yếu như sữa và thực phẩm. VNM hưởng lợi nhờ danh mục sản phẩm dinh dưỡng, cao đậm, sữa hạt và sữa cho người lớn tuổi. Động lực tăng trưởng đang rõ nét với chiến lược mở rộng xuất khẩu sang châu Á, châu Phi và Campuchia – các thị trường tiêu thụ sữa tăng nhanh và biên lợi nhuận tốt. Đặc biệt, việc được phép xuất khẩu chính ngạch sang Campuchia kỳ vọng giúp doanh thu quốc tế duy trì tăng trưởng hai chữ số trong năm tới.
- Triển vọng 2026, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 66.048 tỷ đồng (+4% YoY) và lợi nhuận ròng 9.859 tỷ đồng (+6% YoY) nhờ: 1) Thị trường trong nước tăng 1% YoY, thị trường nước ngoài tăng 15% YoY; 2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 41,7% khi chi phí nguyên liệu hạ nhiệt. EPS 2026 ước đạt 4.718 đồng/cp, tương ứng P/E forward 12,1x. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với VNM nhờ: (1) động lực tăng trưởng mạnh ở thị trường nước ngoài, (2) tỷ suất cổ tức duy trì trên 6%, và (3) vị thế vững chắc của ngành hàng thiết yếu giúp doanh nghiệp trụ vững giữa biến động kinh tế.



	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025 (F)	FY 2026 (F)
Doanh thu (tỷ đồng)	60,919	59,956	60,369	61,783	63,637	66,048
LNHĐKD (tỷ đồng)	11,760	9,753	9,771	10,405	10,755	11,162
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	19.3	16.3	16.2	16.8	16.9	16.9
Lãi ròng (tỷ đồng)	10,532	8,516	8,874	9,392	9,325	9,859
EPS (VND)	4,517	3,632	3,796	4,022	4,462	4,718
ROE (%)	29.3	24.1	25.8	26.3	24.9	26.9
P/E (x)	19.1	21.0	17.8	15.8	12.8	12.1
P/B (x)	5.5	5.3	4.5	4.1	3.2	3.2
Cổ tức/thị giá (%)	4.6	5.1	5.7	6.1	8.5	7.0

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Fdata, Mirae Asset

Mirae Asset Vietnam Research