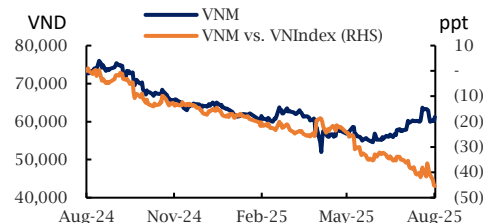


MUA

Mức tăng giá mục tiêu: **+7,6%**
 Đóng cửa: **07/08/2025**
 Giá hiện tại: **60.900 đồng**
 Giá mục tiêu 12T: **65.500 đồng**

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường (triệu USD)	4.855
GTGD BQ 6T (triệu USD)	11,0
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	35,0%
Sở hữu nước ngoài (%)	49,0%
Cổ đông lớn (%)	64,3%
Nợ / VCSH Q2/2025 (x)	0,2x
P/E 2025E (x)	14,6x
Room ngoại còn lại (%)	Không giới hạn
Tỷ suất cổ tức 2025E (%)	6,0%

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tỷ đồng	1H2025	% YoY
Doanh thu	29.659	-3,6%
Trong nước	23.624	-5,6%
Nước ngoài	6.035	5,1%
LN gộp	12.232	-5,8%
Biên LN gộp (%)	41,2%	-0,9 ppt
EBIT	4.458	-18,3%
Biên EBIT (%)	15,0%	-2,7 ppt
LN ròng	4.043	-16,9%
Biên LN ròng (%)	13,6%	-2,2 ppt

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Chuyên viên phân tích:

Lưu Bộ Di

di.luu@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

Tác động ngắn hạn, triển vọng dài hạn

Tác động của chính sách thuế lên kênh bán hàng truyền thống (GT) là điểm nhấn trong buổi công bố và thảo luận về KQKD Q2/2025 của VNM.

Tiêu điểm

Doanh thu Q2/2025 (+29,0% QoQ / +0,4% YoY) đạt 16,7 nghìn tỷ đồng. Tăng trưởng YoY khiêm tốn chủ yếu do doanh thu nội địa chỉ tăng nhẹ +0,6% lên 13,6 nghìn tỷ đồng. Xét về mặt tích cực, doanh thu tăng QoQ nhờ các nỗ lực chuyển đổi số / tiếp thị và sự phục hồi niềm tin của người tiêu dùng đối với các sản phẩm sữa có thương hiệu sau vụ bê bối sữa bột giả được phát hiện hồi tháng 5.

Chấp nhận những tác động ngắn hạn để có được sự tăng trưởng dài hạn.

Chính sách thuế mới đối với hộ kinh doanh được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tính minh bạch hơn cho kênh GT trong dài hạn, nhưng những thay đổi này rõ ràng là mang lại nhiều khó khăn trong ngắn hạn. VNM đang tích cực mở rộng chuỗi cửa hàng VINAMILK để tăng đóng góp từ kênh hiện đại (MT), giúp bù đắp cho sự sụt giảm trong doanh thu của kênh GT.

Trong khi đó, doanh thu bán hàng từ các thị trường quốc tế giảm -0,4%YoY còn 3,1 nghìn tỷ đồng trong Q2/2025, chủ yếu do doanh thu từ các chi nhánh ở nước ngoài (như Angkor Milk và Driftwood) giảm 12% so với mức nền cao của Q2/2024. Ngược lại, doanh thu xuất khẩu vẫn tăng trưởng +8% YoY trong Q2/2025 khi VNM thực hiện chiến lược cao cấp hóa sản phẩm tại các thị trường truyền thống.

PATMI Q2/2025 (+59% QoQ nhưng -7% YoY) đạt 2,5 nghìn tỷ đồng. Mức giảm YoY là do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao hơn (+1,2% YoY trong Q2/2025) và chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp cũng tăng cao (+3,5% YoY) để hỗ trợ các hoạt động bán hàng.

Biên lợi nhuận giảm YoY trong Q2/2025. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp đạt 42,0% (+1,7 điểm phần trăm QoQ / -0,4 điểm phần trăm YoY) và biên lợi nhuận ròng đạt 14,8% (+2,7 điểm phần trăm QoQ / -1,2 điểm phần trăm YoY).

Doanh thu 1H2025 (-3,6% YoY) đạt 29,7 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 46% dự báo năm 2025E của chúng tôi). **LNST 1H2025 (-16,9% YoY)** đạt 4,0 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 42% dự báo của chúng tôi.

Quan điểm

Chúng tôi giữ quan điểm lạc quan nhưng vẫn thận trọng. Chúng tôi ưa thích VNM vì tỷ suất cổ tức cao và vì những nỗ lực “chuyển mình” của công ty. Tuy nhiên, với vị thế là công ty sữa lớn nhất Việt Nam, câu chuyện tăng trưởng của VNM trong tương lai khá hạn chế.

Các sản phẩm mới và cao cấp được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng trong thời gian tới. VNM cho biết mức đóng góp của các sản phẩm mới vào tổng doanh thu đã đạt mức cao kỷ lục trong Q2/2025. Với hơn 50 sản phẩm được tung mới /tái tung trong Q2/2025 (so với chỉ 11 sản phẩm trong Q1/2025), chúng tôi ước tính các sản phẩm tung mới/ tái tung trong Q2/2025 chiếm khoảng 18% tổng số SKU hiện tại (bao gồm những sản phẩm được ra mắt vào tháng 7 và tháng 8).

Giá cổ phiếu VNM đã tăng 11,5% kể từ báo cáo lần đầu của chúng tôi được xuất bản vào tháng 6. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương mức TSSL kỳ vọng 12 tháng là +13,6%, do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với VNM.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Assistant Analyst

giang.hoang@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Nhi Ly

Assistant Analyst

nhi.ly@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3855)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Jason Lu

Sales Manager

Tel: +84 28 3622 6868

jason.lu@yuanta.com.vn

Phuc Pham

Sales trader

Tel: +84 28 3622 6868

phuc.pham@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Manager

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868
hien.le@yuanta.com.vn

Linh Nguyen
Sales trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)
linh.nguyen2@yuanta.com.vn

