



Equity Report: CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Analyst

Nguyễn Ngọc Hiệp

Mail: hiepnng@gtth.com.vn – ext 708

13/10/2026

Cổ phiếu phòng thủ với cổ tức hấp dẫn

NỘI DUNG CHÍNH

Theo báo cáo kết quả kinh doanh 1H26, doanh thu VNM đạt 34,996 tỷ đồng (+17.8% YoY), nhờ doanh thu nội địa tăng 12.4% và xuất khẩu tăng 39.1%. Đà phục hồi được hỗ trợ bởi tăng giá danh mục sản phẩm, sức cầu cải thiện, cao cấp hóa danh mục và tăng trưởng tại các thị trường quốc tế. Biên LNG 1H26 tăng 200 điểm cơ bản nhờ kiểm soát chi phí và chốt giá WMP, SMP và đường trước 3–6 tháng.

VNM sở hữu **chính sách cổ tức hấp dẫn**, tài chính lành mạnh. Theo thông tin công bố, VNM chi trả cổ tức tiền mặt năm 2025 tổng cộng 4,350 đồng/cp (43.5% mệnh giá). Trong đó, 2,500 đồng/cp đã được tạm ứng vào năm 2025 và 1,850 đồng/cp còn lại được thanh toán ngày 17/07/2026. Tại 30/06/2026, tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 26,503 tỷ đồng, tương đương 46.1% tổng tài sản, trong khi dư nợ vay khoảng 8,455 tỷ đồng, tạo nền tảng vững chắc cho cổ tức và đầu tư.

Định giá hấp dẫn: VNM đang giao dịch ở P/E 11.5x và P/B 3.95x, thấp hơn đáng kể mức trung bình lịch sử 3 năm và 5 năm. Chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu 12.0x, kết hợp phương pháp DCF để xác định giá trị hợp lý.

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2026 đạt 66,951 tỷ đồng (+5.2%), lợi nhuận gộp 27,822 tỷ đồng (+6.2%), tương ứng biên LNG 41.6%.

Rủi ro chính: Giá nguyên liệu và tỷ giá tăng trở lại, chi phí A&P cao trong 2H26, tăng trưởng nội địa hạn chế, cạnh tranh gia tăng và các thay đổi chính sách từ 2027.

Nhận định và khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với VNM ở mức giá mục tiêu 59,000 (upside 1.03%) với các luận điểm: **(1) Tăng trưởng phục hồi:** Doanh thu nội địa đang cải thiện trong khi xuất khẩu tăng tốc, cùng đóng góp tích cực từ các công ty con ở nước ngoài, hỗ trợ VNM quay lại quỹ đạo tăng trưởng; **(2) Biên lợi nhuận được bảo vệ:** Lợi thế chốt giá WMP, SMP và đường trước 3–6 tháng giúp duy trì biên LNG trong 2H26, dù giá nguyên liệu thế giới bắt đầu tăng trở lại; **(3) Cổ tức hấp dẫn:** Chính sách cổ tức tối thiểu 50% LNST cùng bảng cân đối lành mạnh, với tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm 46.1% tổng tài sản, tạo nền tảng cho mức chi trả cổ tức ổn định.

Recommendation:

TÍCH LŨY

6-18m TP:

VND 59,000

Upside

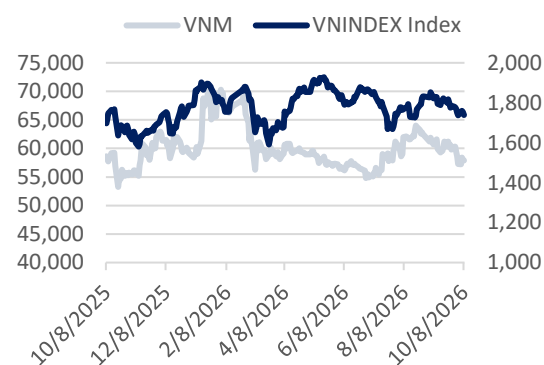
+1.03%

Current price:

VND 58,400

(12/10/2026)

Price performance



Price change	1 M	3 M	1Y
% Abs.	-5.1%	2.3%	-1.3%
% Rel to VNIndex	-10.1%	-2.6%	1.2%
Avg price (VND)	59,722	60,100	61,435

Source: Bloomberg, FiinX, Guotai Haitong (VN)

Shares in issue (m)

2,089.96

Major shareholder

SCIC 36.00%

Market cap. (VND b)

121,008.42

Free float (%)

40.0%

3-month average vol. ('000)

3,870

D/E

0.24

52 week high/ low (VND)

71,134/ 53,302

Source: VNM, Bloomberg, Guotai Haitong (VN).

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2 VÀ NỬA ĐẦU NĂM 2026

Tóm tắt KQKD

	Q2/2026	Q2/2025	Tăng (YoY Q2)	6M26	6M25	Tăng (YoY 6M)
Doanh thu thuần	18,847	16,748	+12.5%	34,996	29,706	+17.8%
Nội địa	14,516	13,636	+6.5%	26,596	23,668	+12.4%
Nước ngoài	4,332	3,112	+39.2%	8,400	6,038	+39.1%
Lợi nhuận gộp	8,204	7,005	+17.1%	15,100	12,199	+23.8%
Doanh thu HĐ tài chính	426	376	+13.3%	813	743	+9.4%
Chi phí tài chính (Lãi vay)	147 (116)	110 (85)	+33.6% (+36.5%)	302 (234)	151 (160)	+100.0% (+46.3%)
Chi phí bán hàng	4,104	3,711	+10.6%	7,829	6,881	+13.8%
Chi phí QLDN	521	462	+12.8%	980	893	+9.7%
LNTT	3,899	3,096	+25.9%	6,914	5,047	+37.0%
NPAT	3,184	2,489	+28.0%	5,643	4,076	+38.4%
NPAT thuộc cổ đông cty mẹ	3,167	2,475	+28.0%	5,596	4,043	+38.4%
EBITDA	4,560	3,825	+19.2%	8,352	6,364	+31.3%

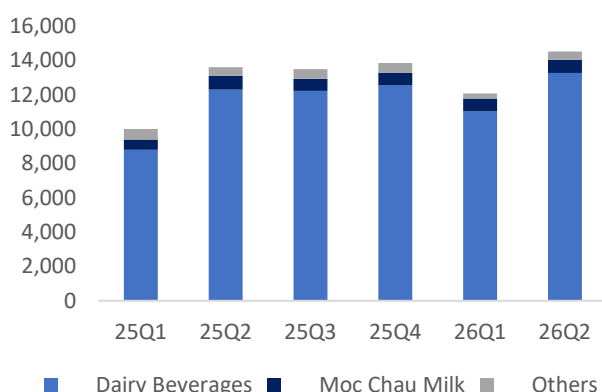
Nguồn: VNM, GHTTVN tổng hợp

Doanh thu cải thiện nhờ mảng nội địa phục hồi và xuất khẩu tăng tốc

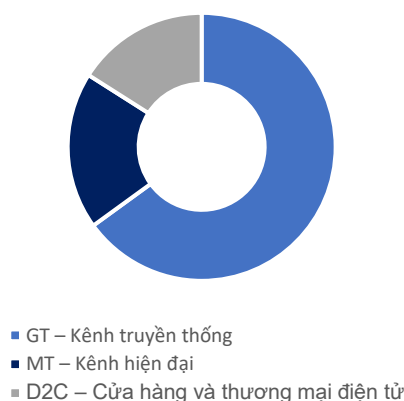
Doanh thu nội địa 1H2026 tăng 12.4% YoY, được hỗ trợ bởi đợt điều chỉnh giá bán khoảng 3–4% từ đầu tháng 4/2026, cùng với sức cầu tiêu dùng cải thiện, thể hiện qua tiêu dùng cuối cùng của hộ gia đình tăng 9.48% và tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 12.5% YoY.

Vinamilk đang đẩy mạnh chiến lược cao cấp hóa danh mục sản phẩm, tập trung vào các dòng sữa tươi chất lượng cao và dinh dưỡng chuyên biệt nhằm cải thiện cơ cấu doanh thu. Theo thông tin doanh nghiệp chia sẻ tại buổi gặp gỡ nhà đầu tư tháng 8/2026, Green Farm ghi nhận tăng trưởng doanh thu ba chữ số trong 6T2026, trong khi Optimum A2 Pro+ đạt tốc độ tăng trưởng chưa từng có trong danh mục Optimum sau khoảng sáu tháng ra mắt, đóng góp đáng kể vào tăng trưởng của dòng sản phẩm này. Bên cạnh đó, Mộc Châu Creamery đang mở rộng phân phối tại thị trường phía Nam thông qua hệ thống siêu thị và cửa hàng Vinamilk, với các sản phẩm chủ lực tăng trưởng gần hai chữ số trong 6T2026. Theo báo cáo, MCM ghi nhận doanh thu Q2/2026 tăng 25.2% YoY và LNST tăng 67.8% YoY, cải thiện đáng kể so với mức tăng doanh thu chỉ 2.3% YoY trong Q2/2024. Các thương hiệu chiến lược khác như Vinamilk 100% sữa tươi, cùng các dòng sản phẩm cao đạm và sữa thực vật, tiếp tục đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh nội địa; trong khi các ngành hàng cốt lõi gồm sữa nước, sữa chua, sữa người lớn và dinh dưỡng trẻ em duy trì tăng trưởng ổn định.

tỷ đồng **Cơ cấu doanh thu mảng nội địa**



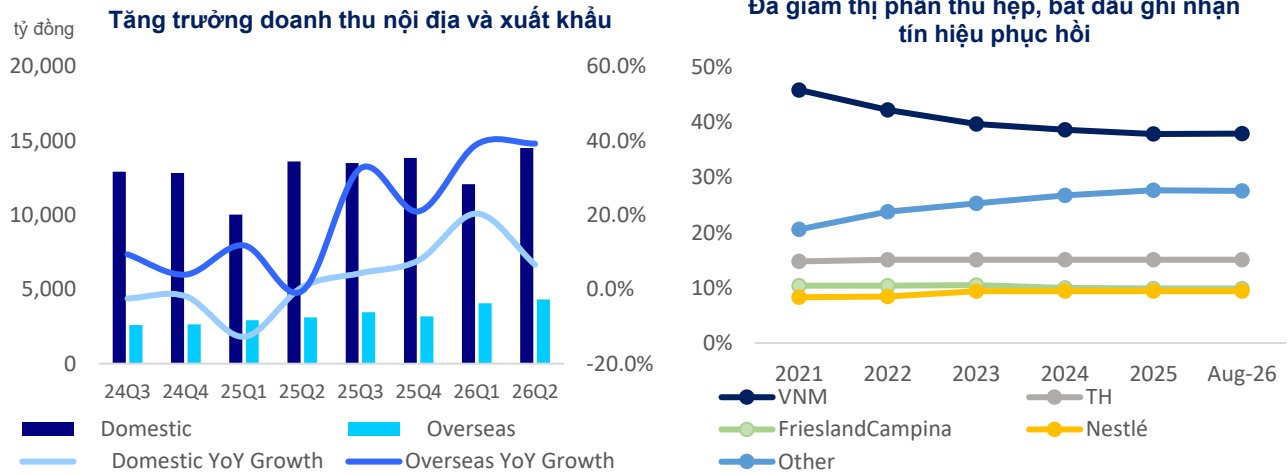
Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối



Nguồn: VNM, GHTTVN tổng hợp

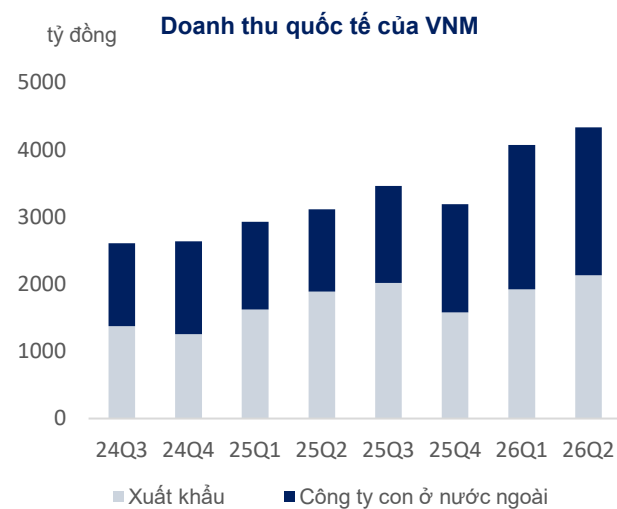
Song song với đổi mới sản phẩm, Vinamilk phát triển hệ thống cửa hàng tự doanh và thương mại điện tử nhằm tăng cường tiếp cận trực tiếp người tiêu dùng. Kênh D2C hiện đóng góp khoảng 15–16% doanh thu nội địa, với gần 950 cửa hàng và mục tiêu nâng lên 1,000 cửa hàng vào cuối năm 2026. Trong chiến lược này, flagship store có thể hỗ trợ quảng bá, dùng thử và thương mại hóa các sản phẩm cao cấp, thúc đẩy bán chéo và tăng mức độ gắn kết với khách hàng.

Tính đến tháng 8/2026 VNM tiếp tục giữ vị trí dẫn đầu thị phần toàn thị trường với 38% thị phần giá trị ở phân khúc sữa nước và 84% (tăng 2% so với mức 82% năm 2021) ở nhóm sản phẩm sữa khác.



Nguồn: VNM, Euromonitor, GTHTVN tổng hợp

Doanh thu quốc tế tăng mạnh nhờ đồng thời gia tăng sản lượng tại các thị trường hiện hữu và mở rộng độ phủ tại các thị trường mới. Xuất khẩu trực tiếp đạt 4,990 tỷ đồng, tăng 42.3% YoY, chủ yếu nhờ sản lượng tăng tại các thị trường hiện hữu; Trung Đông vẫn là thị trường xuất khẩu chủ lực, tuy nhiên trước biến động địa chính trị, chi phí logistics gia tăng và kéo dài thời gian giao hàng lên khoảng 45 ngày thay vì 1 tháng. Vinamilk chủ động điều chỉnh chuỗi cung ứng, thiết lập tuyến vận chuyển thay thế qua Jordan nhằm đảm bảo giao hàng. Về dài hạn, doanh nghiệp tiếp tục đa dạng hóa thị trường và nguồn nguyên liệu để giảm rủi ro, tiếp tục mở rộng sang Campuchia, Philippines, Hàn Quốc, Nhật Bản, Canada và Mỹ.



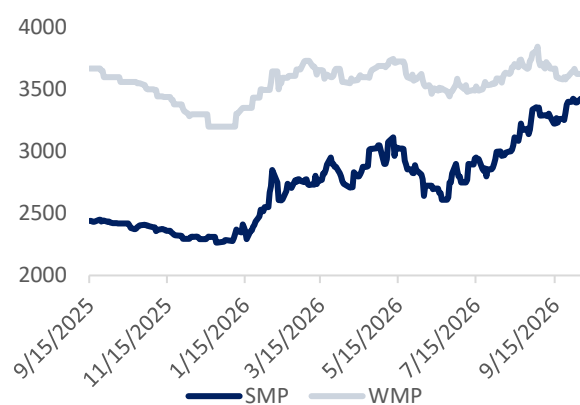
Nguồn: VNM, Bloomberg, GTHTVN tổng hợp

Tại các công ty con, Angkor Milk (Campuchia) tăng doanh thu 218.4% YoY, nhờ mở rộng hệ thống phân phối, trong khi Driftwood (Mỹ) duy trì doanh thu gần ổn định nhưng LNST tăng 51.5% %, riêng Q2 tăng 103.7%, nhờ giá sữa nguyên liệu tại Mỹ thuận lợi hơn và các biện pháp kiểm soát chi phí.

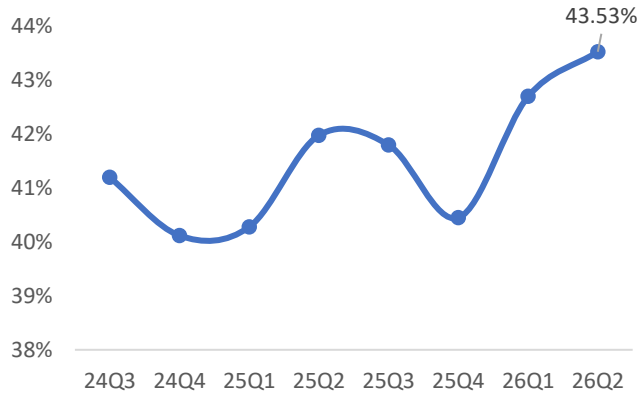
Lợi nhuận tăng nhanh hơn doanh thu

Lợi nhuận gộp Q2/2026 tăng 170 điểm cơ bản; lũy kế 1H2026 tăng 200 điểm cơ bản, động lực chính đến từ giá nguyên liệu thuận lợi nhờ độ trễ mua hàng. VNM thường chốt sữa bột trước 3–6 tháng, do đó giá vốn 1H2026 vẫn hưởng lợi từ các hợp đồng ký trong cuối 2025–đầu 2026, khi giá WMP đã giảm về khoảng 3,400–3,500 USD/tấn, so với vùng đỉnh khoảng 4,100 USD/tấn vào giữa 2025.

USD/MT Q2 bắt đúng nhịp giá sữa bột thấp



Biên LNG phục hồi mạnh



Nguồn: VNM, Euromonitor, GTHTVN tổng hợp

October 13, 2026

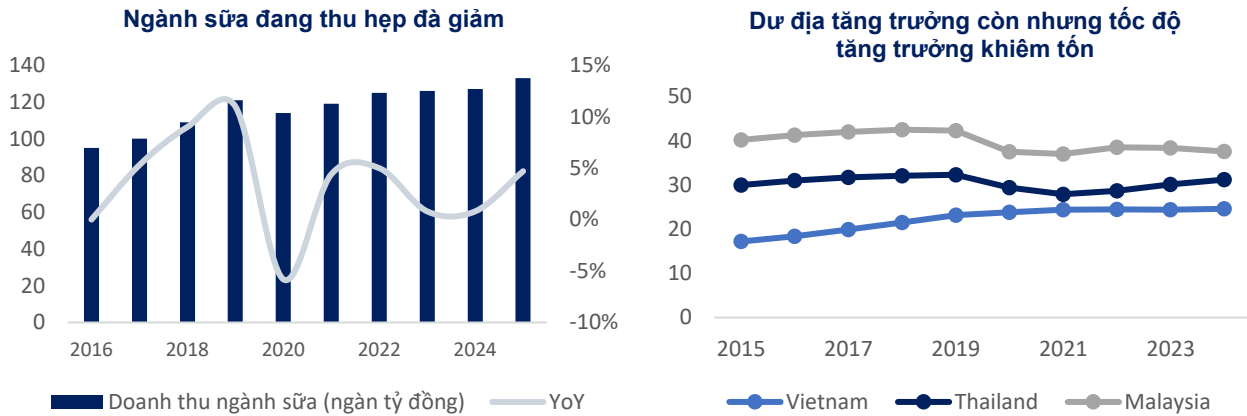
VNM

Company Report

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ OUTLOOK 2H2026

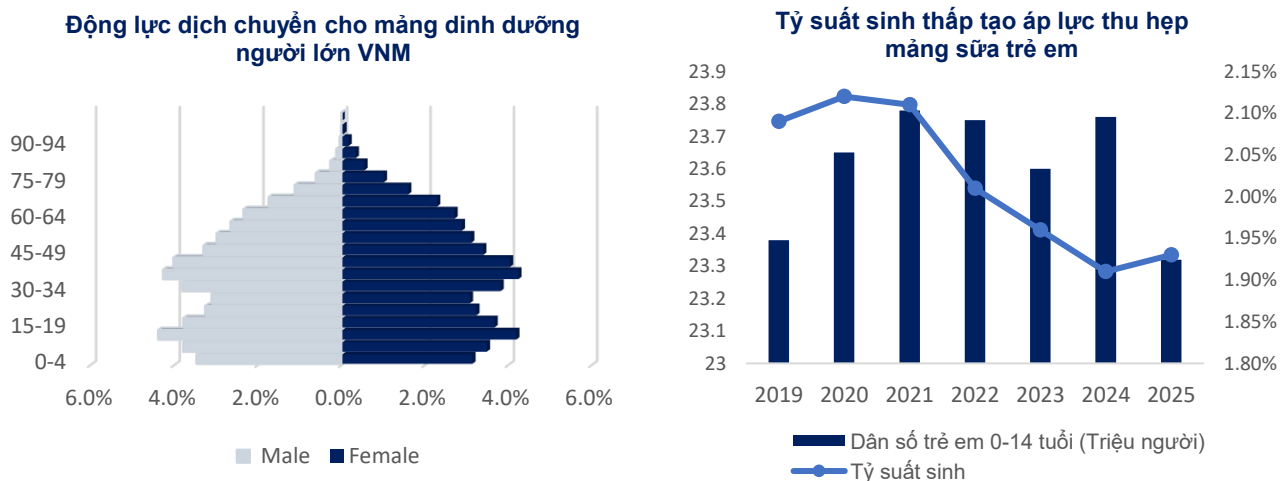
1. Bối cảnh ngành & xu hướng tiêu dùng

Đà suy giảm của ngành sữa đang thu hẹp: Theo NielsenIQ, sau khi giảm 2.4% trong năm 2025 và 2.9% trong 1Q2026, doanh số ngành sữa chỉ còn giảm 0,5% trong 2Q2026. Tuy nhiên, xu hướng thị trường hiện mới đang ở trạng thái thu hẹp đà giảm và chưa trở lại quỹ đạo tăng trưởng rõ nét. Tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam ước đạt 23.2 lít/người/năm vào năm 2025, đi ngang từ năm 2020 và vẫn thấp hơn đáng kể so với mục tiêu 40 lít vào năm 2030 theo Quyết định 309/QĐ-TTg.



Nguồn: VNM, Hiệp hội sữa Việt Nam (VDA), NielsenIQ

Già hóa dân số tạo động lực tăng trưởng dài hạn: Dân số từ 60 tuổi trở lên dự kiến tăng mạnh từ 11.7 triệu người năm 2020 lên 21.0 triệu người vào năm 2036, thúc đẩy nhu cầu đối với sữa giàu đạm, ít đường và các sản phẩm dinh dưỡng chuyên biệt. Xu hướng này mở ra dư địa tăng trưởng mới cho VNM, đặc biệt tại phân khúc dinh dưỡng người trưởng thành và cao tuổi, các dòng sản phẩm như Sure Prevent Gold dành cho người trưởng thành và cao tuổi, Sure Diecerna cho người cần kiểm soát đường huyết và Sure Canxi Pro hướng đến nhu cầu bổ sung canxi là những sản phẩm chủ lực. Trong đó, Vinamilk từng ghi nhận doanh số nhóm sữa bột và sữa bột pha sẵn người lớn tăng trưởng ấn tượng sau khi tái định vị Sure Prevent Gold; tuy nhiên, doanh nghiệp chưa công bố tốc độ tăng trưởng doanh thu riêng của phân khúc này. Danh mục dinh dưỡng chuyên biệt vì vậy mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn, góp phần đa dạng hóa nguồn doanh thu trong bối cảnh nhóm khách hàng trẻ em thu hẹp.



Nguồn: GSO, PopulationPyramid.net

2. Động lực tăng trưởng & đầu tư nội tại

Mở rộng năng lực sản xuất và vùng nguyên liệu: VNM dự kiến đầu tư 4,128 tỷ đồng cho tài sản trong năm 2026. Doanh nghiệp hiện sở hữu đàn bò sữa hơn 130,000 con và dự kiến mở rộng thêm 16,000 con tại Mộc Châu, Tây Ninh và Bình Định. Riêng Mộc Châu Milk, trang trại mới quy mô 4,000 con tương đương tăng khoảng 20% đàn bò hiện hữu, dự kiến bổ sung khoảng 20,000 tấn sữa nguyên liệu/năm khi vận hành tối đa. Bên cạnh đó, giá đậu nành và ngô ổn định hỗ trợ kiểm soát chi phí chăn nuôi, trong khi dự án bò thịt Tam Đảo đã bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2026.

Xuất khẩu phục hồi: Doanh thu xuất khẩu được kỳ vọng tiếp tục phục hồi từ 3Q2026 sau giai đoạn gián đoạn nhẹ trong 2Q2026 do căng thẳng địa chính trị.

3. Biên lợi nhuận & áp lực chi phí

Khả năng neo Giữ biên lợi nhuận gộp nhờ "chốt khóa" giá nguyên liệu đầu vào

Mặc dù giá nguyên liệu thế giới bắt đầu có xu hướng nhích lên, song VNM chưa có kế hoạch tăng giá bán sản phẩm mới nhờ vào các hợp đồng cung ứng sữa bột nguyên kem (WMP), sữa bột gầy (SMP) và đường đã được chốt từ 3–6 tháng, Toàn bộ lượng nguyên liệu cho nửa cuối năm 2026 đã được khóa ở vùng giá thấp từ các kỳ trước.

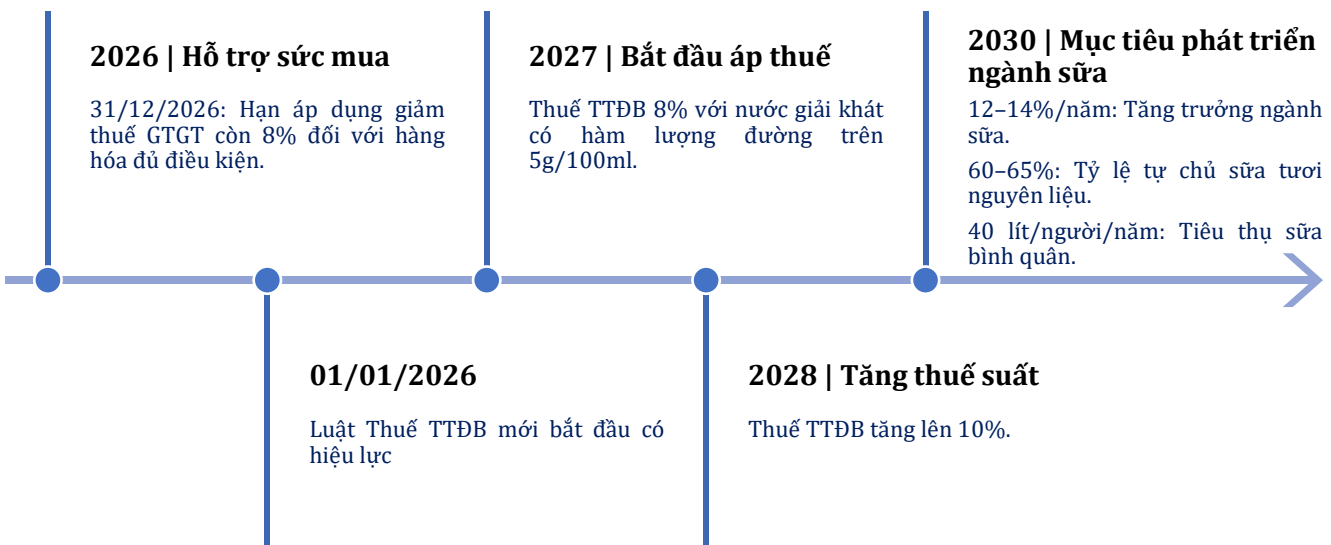
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng **chi phí A&P cao trong giai đoạn 2H2026**, trùng với dịp kỷ niệm 50 năm thành lập, dự kiến gây áp lực lên biên lợi nhuận dù các khoản chi này đã được chủ động dự phòng trong kế hoạch năm. Bên cạnh đó, thu nhập lãi tiền gửi có thể cải thiện trong 2H2026 khi các khoản tiền gửi kỳ hạn 9–12 tháng đáo hạn và được tái tục ở mặt bằng lãi suất cao hơn. Tuy nhiên, mức đóng góp sẽ phụ thuộc vào tỷ trọng tiền gửi được tái tục và lãi suất thực tế mà VNM đạt được.

Từ 1Q2027, A&P hạ nhiệt và thu nhập tài chính được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất tiền gửi cao, qua đó tạo dư địa cải thiện lợi nhuận.

4. Chính sách & yếu tố định giá

Chính sách tạo cả cơ hội và áp lực: Ưu đãi thuế GTGT tiếp tục hỗ trợ sức mua trong năm 2026. Từ năm 2027, thuế TTĐB 8%, tăng lên 10% từ năm 2028, sẽ áp dụng đối với nước giải khát thuộc phạm vi TCVN 12828:2019 có hàm lượng đường trên 5g/100ml. Phần lớn danh mục sữa cốt lõi của Vinamilk được loại trừ khỏi phạm vi điều chỉnh; tác động tiềm tàng tập trung ở các dòng đồ uống thảo mộc hoặc pha chế có đường nếu đáp ứng đầy đủ điều kiện chịu thuế.

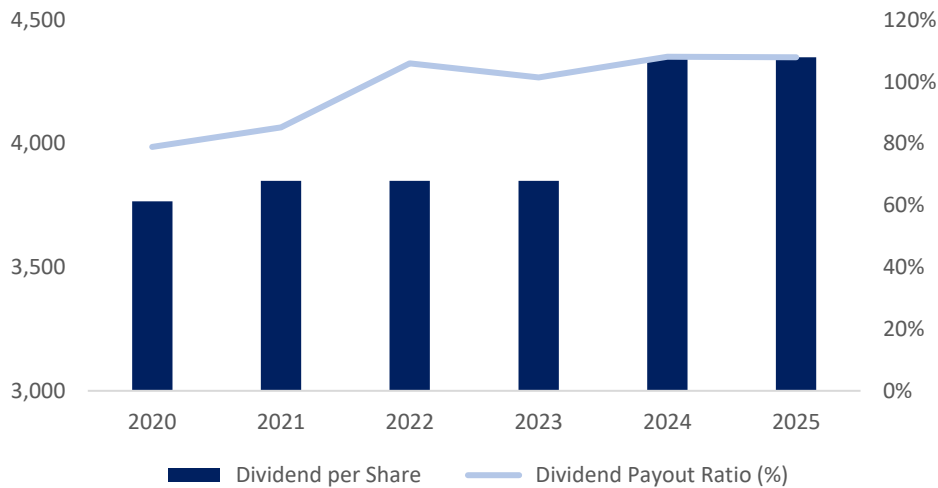
Ngoài ra, quy định kê khai giá sữa theo Thông tư 33 có thể hạn chế khả năng chuyển chi phí đầu vào sang giá bán; trong khi EPR và các quy định về quảng cáo tiếp tục làm tăng chi phí tuân thủ. Quy mô lớn giúp VNM có lợi thế tương đối trong việc hấp thụ các chi phí này.



5. Chính sách chia cổ tức

Cổ tức tiền mặt là điểm mạnh dễ bị bỏ qua — Tại ĐHĐCĐ năm 2026, Vinamilk thông qua mức cổ tức tiền mặt cho năm tài chính 2025 là 4,350 đồng/cp, tương đương 43,5% mệnh giá. Đối với năm 2026, công ty đặt mục tiêu chi trả cổ tức tiền mặt tối thiểu bằng 50% lợi nhuận sau thuế hợp nhất theo kế hoạch; với LNST dự kiến 9,828 tỷ đồng, mức sàn tương ứng khoảng 2,350 đồng/cp. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý đây chỉ là mức tối thiểu mà VNM dự kiến chi trả, lịch sử cho thấy doanh nghiệp thông thường trả cổ tức quanh ngưỡng khoảng 4,000 VND/cp mỗi năm.

Lịch sử chi trả cổ tức của VNM

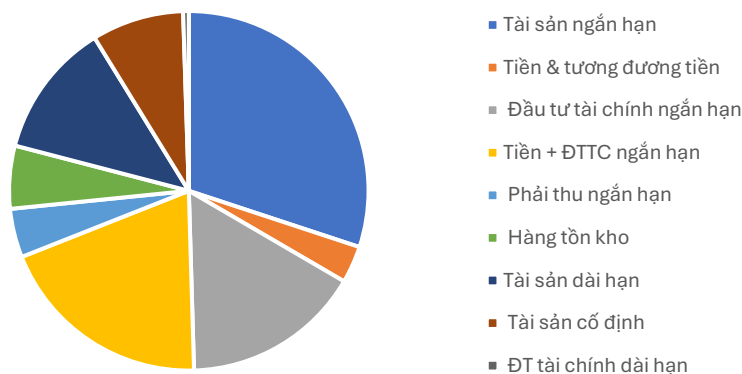


Lịch sử chi trả cổ tức cho thấy VNM duy trì tỷ lệ lợi nhuận dành cho cổ tức ở mức cao. Điều này củng cố sức hấp dẫn của cổ phiếu đối với nhà đầu tư ưu tiên thu nhập tiền mặt.

Nguồn: VNM, GTHTSVN Research

Khả năng duy trì cổ tức được hỗ trợ bởi nền tảng tài chính lành mạnh. Cuối năm 2025, VNM có 53,312 tỷ đồng tổng tài sản, trong đó tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm 43.4%, giúp duy trì thanh khoản cao. Công ty cũng duy trì đòn bẩy thấp và cơ cấu vốn tương đối an toàn, trong khi dòng tiền kinh doanh ổn định tạo nền tảng cho việc vừa duy trì cổ tức tiền mặt, vừa đáp ứng nhu cầu đầu tư.

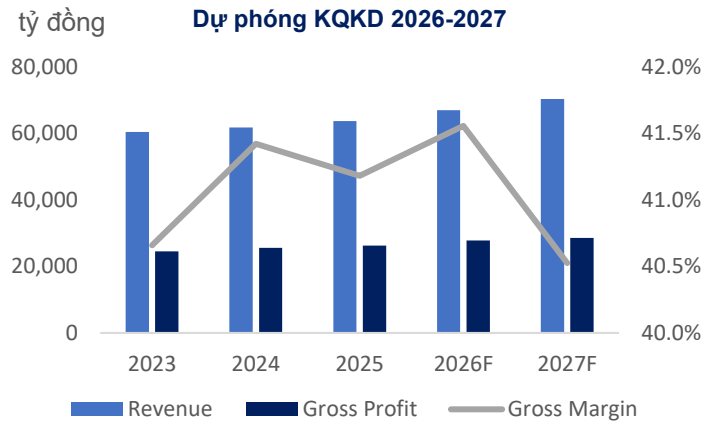
Cơ cấu tài sản VNM tại 30/06/2026 (%)



Nguồn: FiinproX, GTHTSVN Research

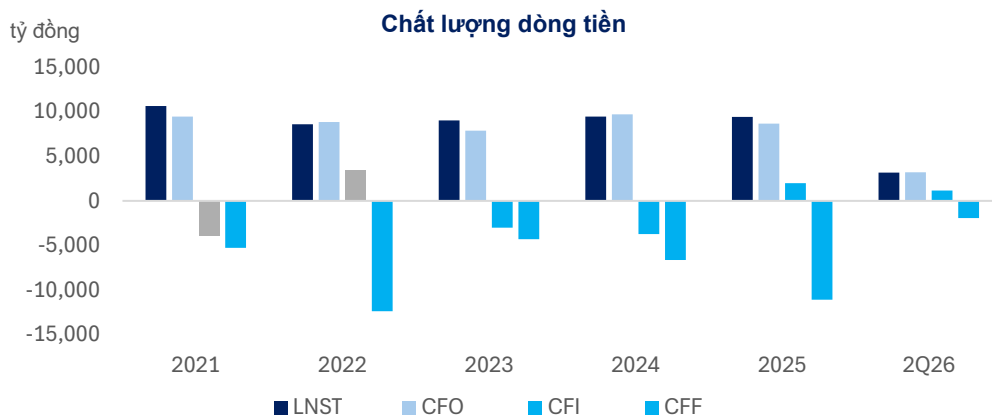
DỰ PHÓNG KQKD

- Chúng tôi dự phóng doanh thu VNM năm 2026 đạt 66,951 tỷ đồng (+5.2% svck), chủ yếu nhờ thị trường nội địa tiếp tục phục hồi, xuất khẩu tăng trưởng trở lại từ 3Q26 và đóng góp tích cực hơn từ các công ty con ở nước ngoài, đặc biệt khi Angkor Milk tiếp tục mở rộng quy mô kinh doanh. Trong khi lợi nhuận gộp đạt 27,822 tỷ đồng (+6.2% svck), đưa biên LNG lên 41.6% từ 41.2% năm 2025. Biên lợi nhuận tiếp tục được hỗ trợ trong 2H26 nhờ độ trễ 3–6 tháng giữa thời điểm ký hợp đồng và ghi nhận giá vốn, qua đó cho phép VNM tiếp tục hưởng lợi từ mặt bằng giá sữa bột nguyên liệu thấp trước đó.



Nguồn: Finxpro, GTHTSVN ước tính

- Từ năm 2027, chúng tôi dự báo biên LNG giảm nhẹ xuống 40,5%, khi lợi thế chi phí từ lượng hàng tồn kho nguyên liệu giá thấp dần suy giảm và giá nguyên liệu đầu vào trở lại mặt bằng bình thường. Đồng thời, các dự án đầu tư mới đi vào vận hành có thể làm gia tăng chi phí khấu hao và vận hành, tạo thêm áp lực lên biên lợi nhuận. Tuy nhiên, mức thu hẹp được kỳ vọng sẽ không đáng kể nhờ cơ cấu sản phẩm tiếp tục cải thiện theo hướng gia tăng tỷ trọng các sản phẩm giá trị gia tăng cao, cùng với hiệu quả vận hành được nâng cao.



Nguồn: Finxpro, VNM

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá gồm **chiết khấu dòng tiền (DCF)** và **định giá so sánh (relative valuation)** để xác định giá trị hợp lý của VNM, nhằm đảm bảo phản ánh đầy đủ cả yếu tố nội tại và mặt bằng định giá thị trường.

ĐỊNH GIÁ VNM BẰNG PHƯƠNG PHÁP DCF			
Lãi suất phi rủi ro	4.5%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (tỷ VND)	107,410
Beta	0.6	Giá trị hiện tại của công ty (tỷ VND)	141,081
Phần bù rủi ro	8.1%	Giá trị vốn cổ phần	123,032
Tăng trưởng dài hạn	1%	Số lượng cổ phiếu (triệu cổ)	2089.96
WACC	8.3%	Giá cổ phiếu (VND/cổ)	58,868

Nguồn: GTHTSVN dự phóng

Đối với Phương pháp định giá DCF, chúng tôi lựa chọn các giả định theo hướng thận trọng, dựa trên nhận định rằng VNM có mô hình kinh doanh tương đối ổn định, dòng tiền ít biến động và vị thế dẫn đầu ngành

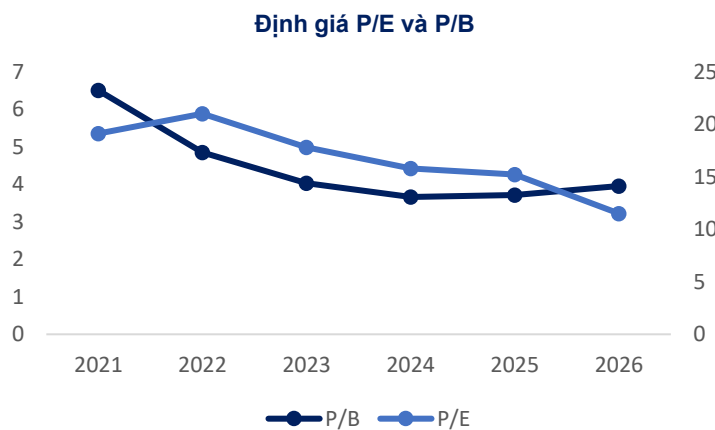
sữa. Beta thấp 0.6 phản ánh mức độ biến động tương đối thấp của cổ phiếu. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được duy trì ở mức thấp 1%, nhằm hạn chế việc đánh giá quá cao giá trị cuối kỳ, phù hợp với nhận định về triển vọng tăng trưởng ổn định của VNM đã ở giai đoạn tương đối trưởng thành.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Name	P/E	EV / EBITDA	EV / EBIT	EV/Rev	P/BV
Avg.	12.0x	7.8x	10.8x	1.2x	4.5x
Vinamilk	11.5x	7x	8.4x	1.4x	3.8x
Nestle Malaysia Bhd	31.7x	18.5x	23x	2.9x	29.1x
Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	7.6x	6x	6.8x	1.4x	1.5x
Universal Robina Corp	9.5x	5.4x	7.4x	0.7x	0.9x
Nissin Foods Holdings Co Ltd	16x	8.5x	13.7x	1.1x	1.6x
Want Want China Holdings Ltd	7.4x	3.5x	4x	0.8x	1.4x
Toyo Suisan Kaisha Ltd	13.4x	7.9x	9.8x	1.5x	1.8x
MEIJI Holdings Co Ltd	16.1x	7.5x	11.7x	1x	1.4x
Yamazaki Baking Co Ltd	15.4x	6.5x	11.1x	0.5x	1.5x
China Mengniu Dairy Co Ltd	10.7x	6.6x	9.3x	0.7x	1.4x

Nguồn: Bloomberg, GTHTSVN ước tính

Định giá thấp hơn mức lịch sử: VNM đang giao dịch ở mức P/B 3.95x, thấp hơn mức trung bình 5 năm 4.52x, và P/E 11.5x, thấp hơn mức trung bình 3 năm 14.7x. Định giá hiện tại thấp hơn gần 2 độ lệch chuẩn so với lịch sử, phản ánh mức định giá tương đối hấp dẫn. Chúng tôi lựa chọn mức P/E mục tiêu 12x nhằm phản ánh triển vọng phục hồi tăng trưởng lợi nhuận, đồng thời duy trì mức định giá thận trọng trước những bất định về sức cầu tiêu dùng và áp lực cạnh tranh trong ngành sữa.



Nguồn: Finxpro, GTHTSVN

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá kết hợp DCF và P/E với tỷ trọng (70% - 30%), chúng tôi xác định giá mục tiêu của VNM là **59,000 VND/cp** (kết quả đã được làm tròn), tương ứng **mức tỷ suất sinh lời 1.03%** so với giá đóng cửa ngày 12/10/2026.

Khuyến nghị: TÍCH LŨY

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Giá nguyên liệu & tỷ giá:** Biên gộp từng giảm khoảng 5 điểm % trong giai đoạn 2020–2025 khi giá sữa bột và tỷ giá cùng tăng; giá SMP/WMP tăng mạnh trở lại có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận.
- **Chi phí A&P:** Chi phí quảng cáo và khuyến mại (A&P) trong 2H26 cao hơn dự kiến có thể làm giảm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận.
- **Tăng trưởng nội địa hạn chế:** Doanh thu nội địa đi ngang trong 2021–2025, trong khi tiêu thụ sữa/người chỉ tăng 1.3%/năm từ 2019, cho thấy dư địa tăng trưởng tự nhiên thu hẹp.
- **Cạnh tranh gia tăng:** Sự trỗi dậy của thương hiệu nội địa và sữa nhập khẩu tiếp tục gây áp lực lên thị phần, buộc VNM tăng đầu tư vào thương hiệu và sản phẩm.
- **Tăng trưởng quốc tế thiếu bền vững:** Angkor Milk tăng 218.4% trong 1H26 nhờ gián đoạn nguồn cung từ Thái Lan vào Campuchia, đóng góp 2.7/18.0 điểm % tăng trưởng; khi hiệu ứng này phai nhạt, tăng trưởng có thể bình thường hóa.
- **Rủi ro chính sách 2027:** Hết ưu đãi thuế GTGT và áp dụng thuế tiêu thụ đặc biệt 8% từ 2027 có thể gây áp lực lên sức mua và doanh thu nội địa.

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: VN - Index.

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: VN - Index

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Haitong Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

GUOTAI HAITONG VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Nguyễn Ngọc Hiệp

Research Analyst

hiepnn@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 708

Trần Thị Hồng Nhung

Director

nhungth@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

October 13, 2026



CONTACT	Hanoi Head Office	HCMC Branch
Advising: (024) 35.730.073	R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	3 rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Stock ordering: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: info@gtht.com.vn Website: www.gtht.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696

VNM

Company Report