

## CTCP SỮA VIỆT NAM (HOSE: VNM)

### Thực phẩm và đồ uống

#### KHUYẾN NGHỊ 12T

#### NẮM GIỮ

**Giá mục tiêu 12T** **67,200 đồng**

**Tiềm năng tăng giá** **10.3%**

**Giá đóng cửa gần nhất (06/04/2026)** **60,900 đồng**

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Nắm giữ đối với VNM với tiềm năng tăng giá 10.3%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu 6.7% so với mức định giá trước là 63,000 đồng/cổ phiếu.
- Mức điều chỉnh này phản ánh: (1) thay đổi phương pháp định giá sang kết hợp cân bằng giữa CKDT và P/E, (2) điều chỉnh tăng EPS 2026 thêm 6.0%, và (3) cập nhật các giả định hoạt động và chỉ số định giá.

### Tiếp tục tái cơ cấu tăng trưởng nội địa; xuất khẩu đối mặt rủi ro từ Trung Đông

- **Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa của VNM tăng 3.8% trong năm 2026, được hỗ trợ bởi:**

- (1) Các ngành hàng chủ lực tiếp tục tăng trưởng ổn định, trong bối cảnh tiêu thụ sữa tại Việt Nam còn thấp hơn các nước trong khu vực
- (2) Cơ cấu sản phẩm tiếp tục cải thiện, hỗ trợ nâng cao giá trị danh mục và mở rộng thị phần
- (3) Kênh phân phối hiện đại được kỳ vọng sẽ tiếp tục mở rộng, đáp ứng nhu cầu mua sắm đang nhanh chóng thay đổi

- **Xuất khẩu vẫn là động lực tăng trưởng dài hạn, nhưng rủi ro ngắn hạn gia tăng do căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông.**

Trung Đông tiếp tục là thị trường xuất khẩu trọng yếu của VNM. Do xung đột bắt đầu vào cuối Q1/2026, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh trong quý đầu năm sẽ chỉ phản ánh một phần tác động, trong khi mức độ ảnh hưởng đầy đủ nhiều khả năng sẽ thể hiện rõ hơn trong các quý còn lại. Chúng tôi xây dựng ba kịch bản cho doanh thu xuất khẩu năm 2026 như sau:

- (1) Kịch bản cơ sở: xung đột kéo dài hết Q2/2026, doanh thu xuất khẩu giảm 13.7% svck.
- (2) Kịch bản tích cực: xung đột kết thúc trong Q1/2026, doanh thu xuất khẩu tăng 4.2% svck.
- (3) Kịch bản tiêu cực: xung đột kéo dài hết Q3/2026, doanh thu xuất khẩu giảm 31.5% svck.

- **Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định, LN ròng tăng nhẹ 2.2% svck**

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2026 duy trì tương đối ổn định ở mức 41.4% (+0.2 điểm % svck) với kỳ vọng VNM hưởng lợi nguồn nguyên liệu giá thấp trong Q1-Q2/2026, từ đơn hàng trong nửa cuối năm 2025. Qua đó, LN ròng của VNM được kỳ vọng tăng 2.2% svck, chủ yếu nhờ tăng trưởng doanh thu, dù mức tăng phần nào bị hạn chế bởi chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự kiến cao hơn trong năm kỷ niệm 50 năm thành lập.

- **Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho VNM là 67,200 đồng/cổ phiếu, tương ứng mức tăng giá 10.3%.**

Với kỳ vọng doanh thu nội địa tiếp tục phục hồi và biên lợi nhuận duy trì ổn định trong năm 2026, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng giá này phù hợp với khuyến nghị Nắm giữ, trong bối cảnh rủi ro từ thị trường xuất khẩu vẫn hiện hữu.

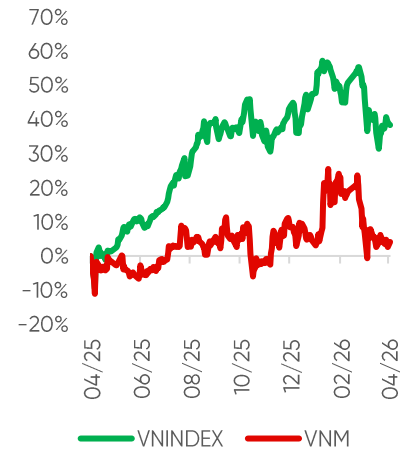
Giá hiện tại	VND 60,900
Cao nhất 52T	VND 73,400
Thấp nhất 52T	VND 47,900
Giá mục tiêu	VND 67,200
Tiềm năng tăng giá	10.3%
Tỷ suất cổ tức	4.1%

Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	125,397
KLGD TB 10 phiên (Triệu)	3.8
Room NN còn lại (%)	51.0%
Số CP lưu hành (triệu)	2,090

	VNM	VNI
P/E trượt 12T	13.5x	13.6x
P/B hiện tại	4.2x	2.0x
ROAA trượt 12T	17.4%	2.4%
ROAE trượt 12T	29.9%	16.1%

\*Dữ liệu ngày 06/04/2026

#### Diễn biến giá cổ phiếu



Giá CP (%)	1T	3T	6T
VNM	-1.4	0.9	5.0
VN-INDEX	4.7	16.9	39.2

#### Cổ đông lớn

SCIC	36.0%
F&N Dairy Investments PTE. LTD.	22.3%

#### Tổng quan doanh nghiệp

Vinamilk thành lập năm 1976, niêm yết trên HOSE từ năm 2006. Doanh nghiệp giữ vị thế dẫn đầu trong ngành sữa Việt Nam, sở hữu chuỗi giá trị khép kín từ chăn nuôi, sản xuất đến phân phối với danh mục sản phẩm đa dạng bao phủ các phân khúc sữa nước, sữa bột, sữa dinh dưỡng và sản phẩm từ sữa. Bên cạnh thị trường nội địa, VNM mở rộng hoạt động ra thị trường quốc tế thông qua xuất khẩu và các công ty con ở nước ngoài

#### Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Anh Minh**

[minhna@vpbanks.com.vn](mailto:minhna@vpbanks.com.vn)

## Năm 2025: Tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm và thúc đẩy cao cấp hóa

**Hình 1. KQKD 2025**

Tỷ đồng	Q4/25	Q4/24	Q3/25	%svck	%sv quý trước	2025	2024	%svck	% hoàn thành kế hoạch
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>17,034</b>	<b>15,477</b>	<b>16,953</b>	<b>10.1%</b>	<b>0.5%</b>	<b>63,646</b>	<b>61,783</b>	<b>3.0%</b>	<b>99%</b>
Trong nước	13,846	12,842	13,494	7.8%	2.6%	50,964	50,800	0.3%	
Nước ngoài	3,188	2,635	3,459	21.0%	-7.8%	12,682	10,983	15.5%	
- Xuất khẩu	1,579	1,253	2,019	26.0%	-21.8%	7,106	5,664	25.5%	
- Chi nhánh NN	1,609	1,382	1,440	16.4%	11.7%	5,576	5,319	4.8%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6,890</b>	<b>6,210</b>	<b>7,087</b>	<b>11.0%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>26,209</b>	<b>25,590</b>	<b>2.4%</b>	
Trong nước	5,728	5,170	5,662	10.8%	1.2%	21,013	20,975	0.2%	
Nước ngoài	1,162	1,039	1,426	11.8%	-18.5%	5,197	4,615	12.6%	
<b>CPBH&amp;QLDN</b>	<b>(3,732)</b>	<b>(3,906)</b>	<b>(4,040)</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-7.6%</b>	<b>(15,546)</b>	<b>(15,186)</b>	<b>2.4%</b>	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>358</b>	<b>395</b>	<b>396</b>	<b>-9.2%</b>	<b>-9.5%</b>	<b>1,497</b>	<b>1,586</b>	<b>-5.6%</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(108)</b>	<b>(140)</b>	<b>(91)</b>	<b>-23.2%</b>	<b>17.7%</b>	<b>(350)</b>	<b>(428)</b>	<b>-18.2%</b>	
<b>LNTT</b>	<b>3,477</b>	<b>2,643</b>	<b>3,126</b>	<b>31.5%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11,650</b>	<b>11,600</b>	<b>0.4%</b>	
<b>LNST</b>	<b>2,827</b>	<b>2,147</b>	<b>2,511</b>	<b>31.7%</b>	<b>12.6%</b>	<b>9,414</b>	<b>9,453</b>	<b>-0.4%</b>	<b>97%</b>
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>2,840</b>	<b>2,124</b>	<b>2,527</b>	<b>33.7%</b>	<b>12.4%</b>	<b>9,410</b>	<b>9,392</b>	<b>0.2%</b>	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>40.4%</b>	<b>40.1%</b>	<b>41.8%</b>	<b>0.3%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>41.2%</b>	<b>41.4%</b>	<b>-0.2%</b>	
<b>Biên LN ròng</b>	<b>16.7%</b>	<b>13.7%</b>	<b>14.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.8%</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.2%</b>	<b>-0.4%</b>	

Nguồn: VNM, VPBankS Research

### Doanh thu phục hồi tăng trưởng phản ánh hiệu quả của quá trình tái cấu trúc hệ thống phân phối từ Q1/2025

Vinamilk bắt đầu triển khai bộ nhận diện thương hiệu mới từ tháng 7/2023, đồng thời ban lãnh đạo đặt mục tiêu hoàn tất quá trình tái cấu trúc trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng định hướng chiến lược này nhằm phục vụ hai mục tiêu chính: (1) tiếp cận thế hệ người tiêu dùng mới thông qua thiết kế bao bì hiện đại và táo bạo hơn; và (2) nâng cao mức độ nhận diện tại thị trường quốc tế, nhờ hệ thống nhận diện tối giản hơn và phù hợp với xu hướng chung của ngành F&B toàn cầu.

Trong bối cảnh công ty thực hiện tái cấu trúc hệ thống phân phối trong Q1/2025, doanh thu nội địa ghi nhận giảm 12.9% svck. Tuy nhiên, đây chủ yếu là tác động ngắn hạn trong giai đoạn chuyển đổi kênh bán hàng. Tính đến nay, số lượng của hàng sở hữu trực tiếp của Vinamilk đã tăng lên 849 cửa hàng, từ khoảng 600 cửa hàng trong năm 2024. Theo ban lãnh đạo, doanh thu từ hệ thống cửa hàng này cùng với kênh hiện đại đều ghi nhận tăng trưởng hai chữ số, từng bước bù đắp cho sự suy giảm của kênh truyền thống.

Trong năm 2025, kênh hiện đại và kênh bán trực tiếp tới người tiêu dùng (D2C) tiếp tục duy trì đà tăng trưởng hai chữ số, qua đó nâng tỷ trọng đóng góp lên khoảng 30% doanh thu nội địa. Ngược lại, kênh truyền thống hiện vẫn chiếm khoảng 70% doanh thu còn lại, với mạng lưới phân phối duy trì 20 nhà phân phối và khoảng 250.000 điểm bán, nhưng đang trong xu hướng thu hẹp dần.

Đáng chú ý, doanh thu nội địa đã phục hồi rõ nét trong Q4/2025 với mức tăng 7.8% svck. Đồng thời, tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu trong Q4/2025 giảm xuống còn 18.3%, thấp hơn đáng kể so với mức thông thường 21-22%, chủ yếu phản ánh doanh thu tăng mạnh, giúp hấp thụ tốt hơn các chi phí cố định.

**Mở rộng danh mục sản phẩm và đẩy mạnh xu hướng cao cấp hóa**

Vinamilk tiếp tục đẩy mạnh chiến lược đổi mới sản phẩm khi ra mắt và tái ra mắt 125 sản phẩm trong năm 2024 và thêm 100 sản phẩm trong năm 2025. Các sản phẩm nổi bật bao gồm dòng cao cấp Green Farm, các sản phẩm sữa cao đạm, đạm quý A2, cùng nhiều hương vị mới ở ngành hàng sữa nước nhằm bắt kịp xu hướng tiêu dùng năng động và ngày càng chú trọng sức khỏe.

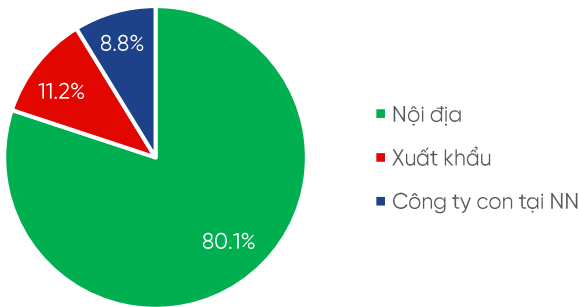
Theo ban lãnh đạo, tỷ trọng doanh thu đóng góp từ các sản phẩm mới đã tăng gấp đôi, trở thành một trong những động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và cải thiện thị phần. Xét theo từng nhóm sản phẩm, Green Farm ghi nhận tăng trưởng ba chữ số; sữa bột và sữa thực vật tăng trưởng hai chữ số; trong khi các sản phẩm sữa nước và sữa đặc duy trì mức tăng trưởng một chữ số.

Chúng tôi cho rằng việc mở rộng danh mục và nâng cấp phân khúc sản phẩm không chỉ hỗ trợ tăng trưởng doanh thu, mà còn góp phần cải thiện chất lượng doanh thu nhờ xu hướng dịch chuyển sang các dòng sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn.

**Doanh thu nước ngoài duy trì đà tăng trưởng tích cực**

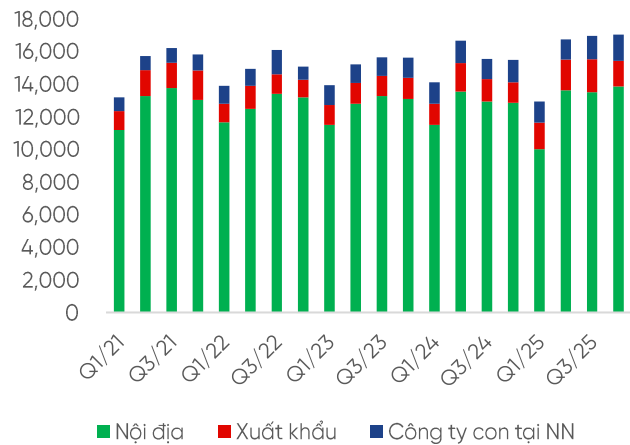
Doanh thu thuần từ thị trường nước ngoài tiếp tục ghi nhận quý tăng trưởng thứ 10 liên tiếp, với mức tăng 25.5% svck trong năm 2025. Theo ban lãnh đạo, Trung Đông vẫn là thị trường xuất khẩu trọng điểm của Vinamilk. Bên cạnh đó, công ty đang từng bước mở

**Hình 2. Tỷ trọng doanh thu VNM 2025**



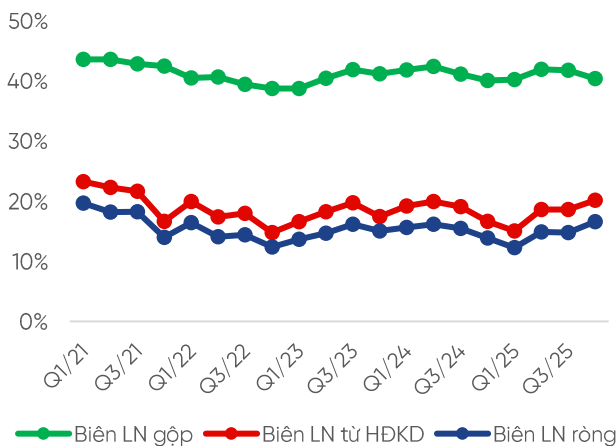
Nguồn: VNM, VPBankS Research

**Hình 3. Doanh thu quý VNM (2021–2025) (Đvt: Tỷ đồng)**



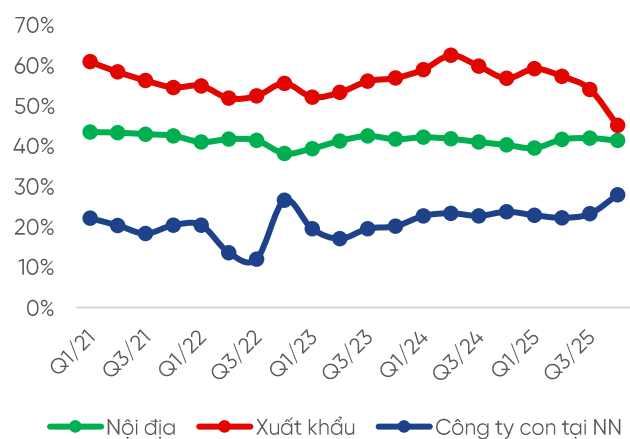
Nguồn: VNM, VPBankS Research

**Hình 4. Biên LN quý VNM (2021–2025)**



Nguồn: VNM, VPBankS Research

**Hình 5. Biên LN gộp theo khu vực VNM (2021–2025)**



Nguồn: VNM, VPBankS Research

rộng hiện diện tại các thị trường có yêu cầu cao hơn như Nhật Bản, Australia và một số thị trường phát triển khác, với tốc độ tăng trưởng đều đạt mức hai chữ số.

Ở cấp độ công ty con nước ngoài, Driftwood ghi nhận mức tăng trưởng vừa phải do thị trường Mỹ đã bước vào giai đoạn bão hòa. Trong khi đó, Angkormilk tại Campuchia tiếp tục duy trì tăng trưởng hai chữ số, cho thấy dư địa mở rộng tại các thị trường khu vực vẫn còn tích cực

## Triển vọng 2026: Doanh thu nội địa duy trì đà hồi phục trong bối cảnh biên lợi nhuận ổn định; doanh thu xuất khẩu chịu áp lực từ xung đột tại Trung Đông

Hình 6. Điều chỉnh dự phóng 2026-2027

Tỷ đồng	Cũ			Mới			
	2025	2026	2027	2026	%svck	2027	%svck
<b>Doanh thu</b>	<b>63,646</b>	<b>64,104</b>	<b>65,336</b>	<b>65,064</b>	<b>2.2%</b>	<b>67,766</b>	<b>4.2%</b>
Nội địa	50,964	52,005	52,620	53,018	3.8%	54,787	3.3%
Nước ngoài	12,682	12,099	12,716	12,045	-5.0%	12,978	7.7%
<b>LN gộp</b>	<b>26,209</b>	<b>26,286</b>	<b>26,704</b>	<b>26,909</b>	<b>2.7%</b>	<b>28,037</b>	<b>4.2%</b>
Biên LN gộp	41.2%	41.0%	40.9%	41.4%	0.2%	41.4%	0.0%
<b>CPBH&amp;QLDN</b>	<b>(15,546)</b>	<b>(16,644)</b>	<b>(16,924)</b>	<b>(16,344)</b>	<b>5.1%</b>	<b>(16,403)</b>	<b>0.4%</b>
%CPBH&QLDN/doanh thu	24.4%	26.0%	25.9%	25.1%	0.7%	24.2%	-0.9%
<b>EBIT</b>	<b>10,664</b>	<b>9,642</b>	<b>9,780</b>	<b>10,566</b>	<b>-0.9%</b>	<b>11,634</b>	<b>10.1%</b>
Biên EBIT	16.8%	15.0%	15.0%	16.2%	-0.5%	17.2%	0.9%
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>1,497</b>	<b>1,963</b>	<b>2,032</b>	<b>1,653</b>	<b>10.5%</b>	<b>1,659</b>	<b>0.3%</b>
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(350)</b>	<b>(567)</b>	<b>(581)</b>	<b>(408)</b>	<b>16.4%</b>	<b>(428)</b>	<b>4.9%</b>
Chi phí lãi vay	(326)	(398)	(405)	(387)	18.7%	(404)	4.4%
<b>LNTT</b>	<b>11,650</b>	<b>11,076</b>	<b>11,269</b>	<b>11,778</b>	<b>1.1%</b>	<b>12,840</b>	<b>9.0%</b>
Biên LNTT	18.3%	17.3%	17.2%	18.1%	-0.2%	18.9%	0.8%
<b>LNST</b>	<b>9,414</b>	<b>9,075</b>	<b>9,233</b>	<b>9,623</b>	<b>2.2%</b>	<b>10,491</b>	<b>9.0%</b>
Biên LNST	14.8%	14.2%	14.1%	14.8%	0.0%	15.5%	0.7%

Nguồn: VNM, VPBankS Research

### Doanh thu nội địa tiếp tục phục hồi sau tái cấu trúc hệ thống phân phối

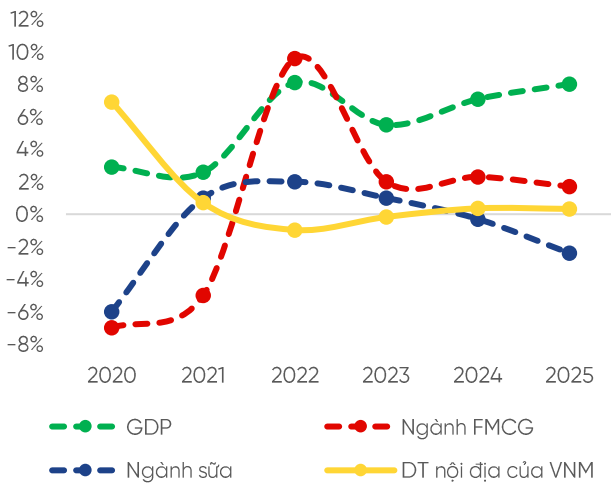
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa của VNM sẽ tăng 3.8% trong năm 2026, được hỗ trợ bởi các động lực chính sau:

- (1) Các ngành hàng chủ lực tiếp tục tăng trưởng ổn định trong bối cảnh dư địa tiêu thụ sữa tại Việt Nam còn thấp trong khu vực: Sau giai đoạn tái cấu trúc hệ thống phân phối, chúng tôi cho rằng doanh thu từ các ngành hàng cốt lõi sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định. Dù tỷ trọng các sản phẩm cao cấp gia tăng trong năm 2025, các ngành hàng chủ lực, đặc biệt là sữa nước và sữa đặc, vẫn ghi nhận mức tăng trưởng một con số. Về dài hạn, thị trường sữa Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa phát triển. Theo Hiệp hội sữa Việt Nam, mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người hiện chỉ đạt khoảng 26-28 lit/người/năm, thấp hơn so với nhiều quốc gia trong khu vực như Thái Lan và Singapore. Trong bối cảnh thu nhập bình quân đầu người tiếp tục cải thiện, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đối với các sản phẩm sữa thiết yếu sẽ tiếp tục phục hồi và duy trì tăng trưởng ổn định.
- (2) Cơ cấu sản phẩm tiếp tục cải thiện, hỗ trợ tăng trưởng thông qua nâng cao giá trị danh mục và mở rộng thị phần: Bên cạnh sự phục hồi của các ngành hàng

cốt lõi, chúng tôi cho rằng việc tái cơ cấu danh mục theo hướng phù hợp hơn với xu hướng tiêu dùng sẽ tiếp tục là động lực hỗ trợ tăng trưởng trong năm 2026. Trong bối cảnh người tiêu dùng ngày càng quan tâm đến sức khỏe, cùng với sự gia tăng của nhóm khách hàng trẻ em và người cao tuổi, các dòng sản phẩm như sữa thực vật, dinh dưỡng chuyên biệt và phân khúc cao cấp được kỳ vọng sẽ tiếp tục gia tăng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu. Theo chúng tôi, lợi ích chính của chiến lược này không chỉ nằm ở việc nâng giá bán bình quân và cải thiện chất lượng doanh thu, mà còn giúp VNM củng cố vị thế cạnh tranh và tăng cường khả năng mở rộng thị phần trong ngành. Thực tế, trong bối cảnh toàn ngành sữa suy giảm trong năm 2025, doanh thu nội địa của VNM vẫn duy trì mức tăng trưởng nhẹ, qua đó cho thấy doanh nghiệp đang từng bước cải thiện thị phần nhờ danh mục sản phẩm mới phù hợp hơn với xu hướng tiêu dùng hướng đến sức khỏe.

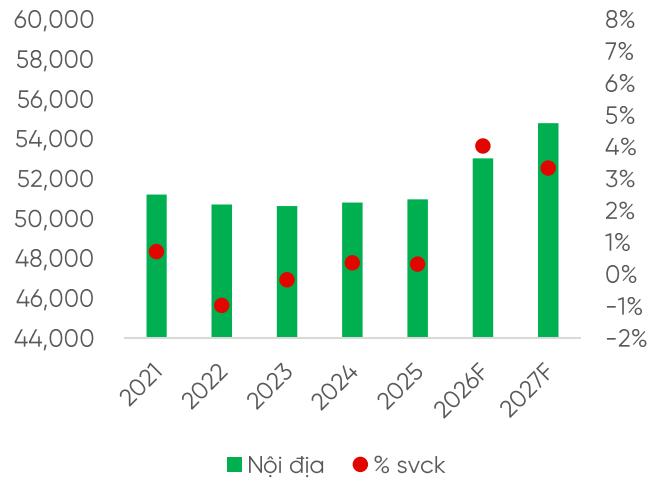
- (3) Tiếp tục gia tăng tỷ trọng kênh phân phối hiện đại: Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ tiếp tục mở rộng mạng lưới cửa hàng trong năm 2026, với khoảng 200 cửa hàng mới, qua đó gia tăng hiện diện tại kênh bán lẻ hiện đại và giảm dần mức độ phụ thuộc vào kênh truyền thống. Chỉ riêng trong tháng 1/2026, công ty đã mở thêm 70 cửa hàng trên toàn quốc, nâng tổng số cửa hàng sở hữu lên khoảng 870 cửa hàng, cho thấy quá trình mở rộng vẫn đang được triển khai tích cực. Trong năm 2025, kênh hiện đại và D2C đã chiếm khoảng 30% doanh thu nội địa và ghi nhận tăng trưởng hai chữ số. Chúng tôi kỳ vọng kênh hiện đại sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực, qua đó hỗ trợ duy trì tăng trưởng doanh thu trong bối cảnh người tiêu dùng ngày càng dịch chuyển sang các kênh mua sắm hiện đại.

**Hình 7. Doanh thu nội địa của VNM duy trì tăng trưởng nhẹ trong bối cảnh thị trường sữa chung suy giảm**



Nguồn: Nielsen IQ, VNM, VPBankS Research

**Hình 8. Dự phóng doanh thu nội địa của VNM năm 2026 (+3.8% svck) (Đvt: Tỷ đồng)**



Nguồn: VNM, VPBankS Research

**Doanh thu xuất khẩu chịu ảnh hưởng từ căng thẳng tại Trung Đông**

Trung Đông là khu vực xuất khẩu đầu tiên của Vinamilk và tiếp tục đóng vai trò là thị trường trọng yếu trong cơ cấu doanh thu nước ngoài của công ty. Trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại khu vực này leo thang từ ngày 28/02, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu của VNM khó tránh khỏi tác động tiêu cực trong ngắn hạn.

Do xung đột bắt đầu vào cuối Q1/2026, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh trong Q1/2026 sẽ chỉ phản ánh một phần tác động, trong khi mức độ ảnh hưởng đầy đủ nhiều khả năng sẽ thể hiện rõ hơn trong các quý còn lại của năm. Trên cơ sở mức nền sản lượng container năm 2025, chúng tôi xây dựng ba kịch bản đối với doanh thu xuất khẩu năm 2026 dựa trên các giả định chính gồm: (1) giá bán bình quân trên mỗi container

không thay đổi; (2) doanh thu từ Trung Đông, chiếm khoảng 70% doanh thu xuất khẩu của VNM, chịu cùng một mức độ ảnh hưởng trong thời gian xung đột; (3) 100% đơn hàng tại khu vực này bị đóng băng trong thời gian gián đoạn theo giả định thận trọng; và (4) tăng trưởng tại các thị trường ngoài Trung Đông giúp bù đắp một phần doanh thu bị ảnh hưởng.

- Kịch bản cơ sở: xung đột kéo dài đến hết Q2/2026 (tương đương ảnh hưởng trong 4 tháng), qua đó doanh thu xuất khẩu giảm 13.7% svck.
- Kịch bản tích cực: xung đột kết thúc ngay trong Q1/2026 (ảnh hưởng khoảng 1 tháng), doanh thu xuất khẩu tăng 4.2% svck.
- Kịch bản tiêu cực: xung đột kéo dài đến hết Q3/2026 (ảnh hưởng trong 7 tháng), doanh thu xuất khẩu giảm 31.5% svck.

**Hình 9. Phân tích độ nhạy đối với doanh thu xuất khẩu của VNM dưới các kịch bản căng thẳng tại Trung Đông**

Số tháng ảnh hưởng bởi xung đột	Tỷ trọng doanh thu khu vực Trung Đông (%)							
	55.0%	60.0%	65.0%	70.0%	75.0%	80.0%	85.0%	
1	9.5%	7.7%	6.0%	4.2%	2.4%	0.6%	-1.2%	
2	4.8%	2.6%	0.4%	-1.8%	-4.0%	-6.2%	-8.4%	
3	0.2%	-2.5%	-5.1%	-7.7%	-10.4%	-13.0%	-15.6%	
4	-4.5%	-7.6%	-10.6%	<b>-13.7%</b>	-16.7%	-19.8%	-22.8%	
5	-9.2%	-12.7%	-16.1%	-19.6%	-23.1%	-26.6%	-30.1%	
6	-13.9%	-17.8%	-21.7%	-25.6%	-29.5%	-33.4%	-37.3%	
7	-18.5%	-22.9%	-27.2%	-31.5%	-35.9%	-40.2%	-44.5%	

Nguồn: VPBankS Research

### Nguồn cung các sản phẩm sữa tiếp tục tăng trưởng nhẹ, hạn chế nguy cơ bước vào một chu kỳ tăng giá mạnh mới

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của VNM trong năm 2026 có thể cải thiện khoảng 20 đcb svck, chủ yếu nhờ công ty vẫn được hưởng lợi trong Q1-Q2/2026 từ vùng giá nguyên liệu thấp đã chốt trong giai đoạn từ Q2/2025, đồng thời kỳ vọng mặt bằng giá bột sữa trong năm 2026 chỉ biến động nhẹ so với năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức cải thiện này sẽ tương đối hạn chế khi rủi ro xung đột kéo dài tại Trung Đông có thể tiếp tục đẩy chi phí vận tải container lên cao.

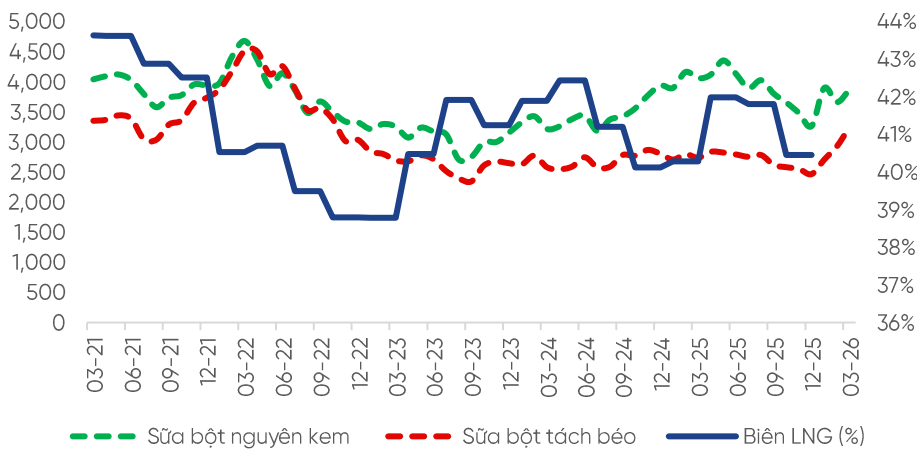
Ở phía cung, chúng tôi cho rằng thị trường sữa toàn cầu trong năm 2026 vẫn sẽ duy trì trạng thái tương đối đối đầu. Theo Rabobank, sau khi tăng khoảng 2.6% trong năm 2025, tăng trưởng nguồn cung sữa toàn cầu được dự báo chậm lại còn 0.2% trong năm 2026, chủ yếu do tốc độ tăng cung suy yếu tại Nam Mỹ, Australia và Trung Quốc, trong khi sản lượng tại châu Âu dự kiến giảm 0.9%. Dù vậy, phần suy giảm này được bù đắp một phần bởi Mỹ, nơi biên lợi nhuận của nông hộ vẫn được hỗ trợ bởi giá thịt bò cao. Nhìn chung, nguồn cung toàn cầu vẫn chưa cho thấy tín hiệu bước vào một chu kỳ thiếu hụt rõ rệt.

Ở phía cầu, động lực hỗ trợ giá trong cuối năm 2025 chủ yếu đến từ hoạt động bổ sung tồn kho, đặc biệt tại khu vực Trung Đông và Bắc Phi, trong bối cảnh các nhà nhập khẩu đẩy mạnh dự trữ trước rủi ro địa chính trị. Theo USDA, Trung Quốc, thị trường nhập khẩu WMP lớn nhất thế giới, được dự báo sẽ duy trì nhập khẩu ổn định ở mức 425 nghìn tấn trong năm 2026, sau khi tăng 4% trong năm 2025. Trong khi đó, triển vọng nhập khẩu tại khu vực MENA, đặc biệt là Algeria, kém tích cực hơn so với giai đoạn cuối 2025, khi xuất khẩu WMP chưa được kỳ vọng phục hồi rõ rệt và nhập khẩu SMP chỉ tăng nhẹ do các

quy định nhập khẩu mới tiếp tục tạo áp lực. Do đó, chúng tôi cho rằng cầu toàn cầu khó tạo thêm áp lực tăng giá mạnh trong năm 2026.

Trên thực tế, giá nguyên liệu bột sữa đã phục hồi từ tháng 12/2025. Tính đến cuối tháng 3/2026, giá SMP/WMP trên sàn GDT đạt US\$3,243/MT và US\$3,863/MT, lần lượt tăng 9.1% và 4.2% so với đầu tháng, đồng thời tăng 26.5% và 13.4% so với đầu năm. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, đà tăng này chủ yếu phản ánh sự phục hồi từ vùng nền thấp và ảnh hưởng từ xung đột hơn là tín hiệu của một chu kỳ tăng giá mới do thiếu cung toàn cầu.

**Hình 10. Xu hướng giá bột sữa toàn cầu và biên LN gộp của VNM (2021-2025) (Đvt: USD/tấn)**



Nguồn: GlobalDairyTrade, VNM, VPBankS Research

**Chúng tôi dự phóng LN ròng của VNM tăng 2.2% svck trong năm 2026, chủ yếu nhờ các yếu tố sau:**

- Doanh thu thuần tăng 2.2% svck, chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu nội địa, trong khi doanh thu xuất khẩu tiếp tục chịu áp lực từ xung đột tại Trung Đông.
- Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định ở mức 41.4% (+0.2 điểm % svck), nhờ cơ cấu sản phẩm tiếp tục cải thiện và chi phí đầu vào chưa ghi nhận biến động quá lớn.
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự kiến tăng trong năm 2026 do đây là năm kỷ niệm 50 năm thành lập của VNM, qua đó khiến tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu tăng lên mức 25.1% (+0.7 điểm % svck).

## Định giá: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Nắm giữ** với giá mục tiêu **67,200 đồng/cổ phiếu**

Chúng tôi điều chỉnh phương pháp định giá theo hướng kết hợp cân bằng giữa phương pháp Chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp định giá P/E, với tỷ trọng 50%/50%. Trên cơ sở đó, giá mục tiêu được nâng 6.7% lên 67,200 đồng/cổ phiếu, từ mức 63,000 đồng/cổ phiếu trước đó, chủ yếu nhờ (1) thay đổi phương pháp định giá, (2) điều chỉnh tăng EPS 2026 thêm 6.0%, và (3) cập nhật các giả định cũng như chỉ số định giá.

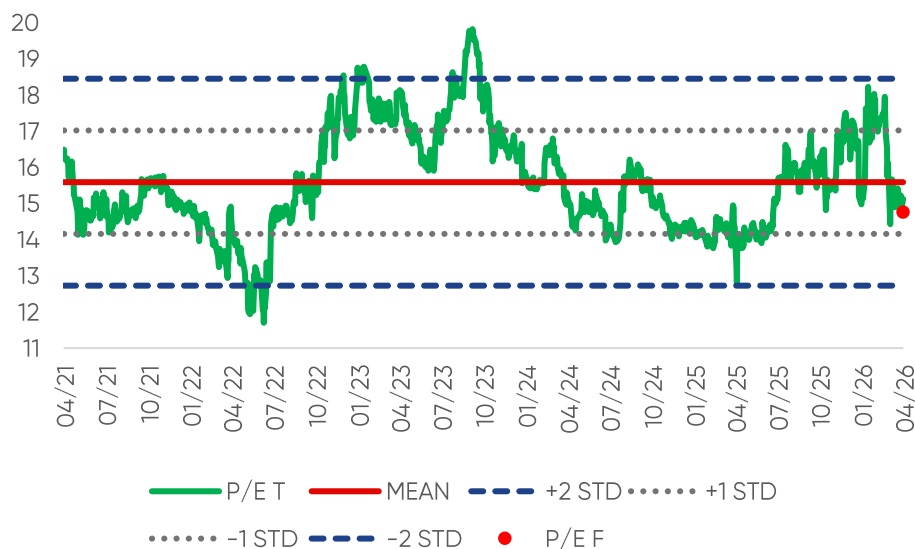
Yếu tố hỗ trợ tăng giá gồm: (1) nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa tăng trưởng cao hơn kỳ vọng, (2) giá sữa bột thấp hơn dự báo và (3) xung đột tại Trung Đông diễn biến theo kịch bản tích cực.

Rủi ro giảm giá gồm: (1) nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng, (2) giá bột sữa cao hơn dự báo, và (3) xung đột tại Trung Đông diễn biến theo kịch bản tiêu cực.

Tại mức giá 60,900 đồng/cổ phiếu, VNM hiện đang giao dịch ở mức P/E trailing 15.1x, thấp hơn nhẹ so với mức trung bình 5 năm là 15.6x. Trên cơ sở EPS dự phóng 2026 của chúng tôi, cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức P/E forward 14.8x.

Với kỳ vọng tăng trưởng doanh thu nội địa tiếp tục hồi phục và biên lợi nhuận ổn định trong năm 2026, chúng tôi cho rằng mức upside 10.3% hiện tại phù hợp với khuyến nghị **Nắm giữ**, trong bối cảnh rủi ro từ thị trường xuất khẩu vẫn hiện hữu.

**Hình 11. P/E trailing của VNM đang giao dịch tại sát ngưỡng trung bình 5 năm; P/E forward hiện ở mức 14.8x**



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

**Hình 12. Tóm tắt định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng (%)	Giá trị hợp lý (Đồng/Cổ phiếu)	Đóng góp (Đồng/Cổ phiếu)
CKDT	50%	67,026	33,513
Định giá P/E	50%	67,389	33,694
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>67,207</b>
<b>Giá làm tròn</b>			<b>67,200</b>
P/E tại Giá mục tiêu			16.3

Nguồn: VPBankS Research

**Hình 13. Phương pháp định giá P/E**

Định giá P/E	Giá trị
<b>LNST-CĐTS 2026</b>	<b>9,620</b>
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2,090
EPS pha loãng	4,125
<b>P/E mục tiêu</b>	<b>16.3</b>
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>67,389</b>

Nguồn: VPBankS Research

**Hình 14. Giá định**

Chỉ số định giá	Giá trị
Tỷ lệ phi rủi ro	4.3%
Phần bù rủi ro thị trường	8.1%
Hệ số Beta	0.77
Chi phí vốn chủ sở hữu	10.6%
Chi phí nợ vay	4.0%
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	77.8%
Tỷ lệ nợ vay	22.2%
Tỷ lệ tới hạn	1.0%
Thuế thu nhập DN	18.3%
<b>WACC</b>	<b>9.0%</b>

Nguồn: VPBankS Research

**Hình 15. Phương pháp định giá CKDT**

CKDT (5 năm)	Tỷ đồng
Tổng GTHT của Dòng tiền tự do	44,545
GTHT của giá trị tới hạn	102,656
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>147,202</b>
Cộng: Tiền mặt và tương đương tiền	2,770
Trừ: Tổng nợ	9,888
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>140,084</b>
Cổ phiếu pha loãng (triệu CP)	2,090
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>67,026</b>

Nguồn: VPBankS Research

**Hình 16. Tóm tắt dòng tiền tự do**

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Lợi nhuận trước lãi vay và thuế</b>	<b>10,566</b>	<b>11,634</b>	<b>12,288</b>	<b>12,931</b>	<b>13,614</b>
*(1 - % Thuế TNDN)	8,633	9,506	10,040	10,565	11,124
+ Khấu hao	2,949	3,144	3,125	3,113	3,162
- Vốn đầu tư vào TSCĐ	1,476	1,530	1,594	1,662	1,734
- Thay đổi của vốn lưu động	(302)	227	386	319	327
<b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>	<b>10,407</b>	<b>10,893</b>	<b>11,186</b>	<b>11,698</b>	<b>12,225</b>
<b>Giá trị tới hạn</b>					<b>154,520</b>
GTHT của DTTD	9,757	9,369	8,828	8,470	110,778
<b>GTHT lũy kế của DTTD</b>	<b>9,757</b>	<b>19,126</b>	<b>27,954</b>	<b>36,424</b>	<b>147,202</b>

Nguồn: VNM, VPBankS Research

Hình 17. Phân tích độ nhạy của định giá

		WACC						
		7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
Tăng trưởng dài hạn	0.4%	77,479	72,138	67,458	63,324	59,646	56,352	53,386
	0.6%	79,305	73,701	68,808	64,499	60,676	57,261	54,192
	0.8%	81,241	75,351	70,228	65,732	61,754	58,210	55,032
	1.0%	83,295	77,095	71,724	<b>67,026</b>	62,882	59,200	55,907
	1.2%	85,480	78,942	73,302	68,387	64,065	60,236	56,820
	1.4%	87,809	80,902	74,969	69,819	65,306	61,320	57,772
	1.6%	90,296	82,983	76,733	71,329	66,611	62,455	58,768

Nguồn: VPBankS Research

Hình 18. So sánh với các doanh nghiệp trong ngành (dữ liệu ngày 06/04/2026)

Công ty	Mã CP	Quốc gia	Vốn hóa (Tỷ đồng)	P/E	P/E FY1	P/E FY2
DUTCH LADY MILK INDS BHD	DLM MK Equity	Malaysia	13,089	19.8x	14.8x	11.9x
NESTLE (MALAYSIA) BERHAD	NESZ MK Equity	Malaysia	161,923	45.4x	39.5x	36.6x
HANOIMILK JSC	HNM VN Equity	Việt Nam	357	12.0x	n/a	n/a
MOCCHAU DAIRY CATTLE BREEDING	MCM VN Equity	Việt Nam	1,438	14.6x	n/a	n/a
BRIGHT DAIRY & FOOD CO LTD-A	600597 CH Equity	Trung Quốc	49,647	15.6x	25.9x	22.9x
CHINA MENGNIU DAIRY CO	2319 HK Equity	Hồng Kông	253,025	n/a	16.2x	11.1x
MEIJI HOLDINGS CO LTD	2269 JP Equity	Nhật Bản	200,476	23.1x	19.1x	17.0x

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 19. Giá mục tiêu theo từng kịch bản xuất khẩu

Các kịch bản	Doanh thu xuất khẩu 2026 (tỷ đồng)	%svck	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Cơ sở	6,134	-13.7%	67,200
Tích cực	7,402	4.2%	69,500
Tiêu cực	4,866	-31.5%	64,900

Nguồn: VPBankS Research

**Báo cáo kết quả kinh doanh**

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>60,369</b>	<b>61,783</b>	<b>63,646</b>	<b>65,064</b>	<b>67,766</b>
Nội địa	50,617	50,799	50,964	53,018	54,787
Xuất khẩu	5,038	5,664	7,105	6,134	6,594
Công ty con tại NN	4,713	5,319	5,577	5,912	6,385
Giá vốn hàng bán	(35,824)	(36,192)	(37,436)	(38,154)	(39,729)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>24,545</b>	<b>25,590</b>	<b>26,209</b>	<b>26,909</b>	<b>28,037</b>
Chi phí bán hàng	(13,018)	(13,358)	(13,642)	(14,370)	(14,345)
Chi phí QLDN	(1,756)	(1,828)	(1,904)	(1,974)	(2,058)
<b>LN hoạt động</b>	<b>9,771</b>	<b>10,405</b>	<b>10,664</b>	<b>10,566</b>	<b>11,634</b>
Chi phí khấu hao	(2,300)	(2,341)	(2,363)	(2,949)	(3,144)
<b>EBITDA</b>	<b>12,071</b>	<b>12,746</b>	<b>13,027</b>	<b>13,514</b>	<b>14,778</b>
Thu nhập tài chính	1,716	1,586	1,497	1,653	1,659
Chi phí tài chính	(503)	(428)	(350)	(408)	(428)
Thu nhập ròng khác	64	6	(10)	20	30
Thu nhập từ các công ty LDLK	(81)	32	(151)	(54)	(55)
<b>LNTT</b>	<b>10,968</b>	<b>11,600</b>	<b>11,650</b>	<b>11,778</b>	<b>12,840</b>
Chi phí thuế	(1,949)	(2,147)	(2,236)	(2,154)	(2,349)
LNST	9,019	9,453	9,414	9,623	10,491
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>8,874</b>	<b>9,392</b>	<b>9,410</b>	<b>9,620</b>	<b>10,487</b>

**Bảng cân đối kế toán**

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền & tương đương tiền	2,912	2,226	1,795	2,770	2,808
Đầu tư tài chính ngắn hạn	20,137	23,260	21,355	20,355	20,855
Phải thu ngắn hạn	6,530	6,234	6,028	6,428	6,810
Hàng tồn kho	6,128	5,687	6,839	6,353	6,599
Tài sản ngắn hạn khác	229	147	244	250	260
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>35,936</b>	<b>37,554</b>	<b>36,261</b>	<b>36,157</b>	<b>37,333</b>
Tài sản cố định	12,690	12,551	12,649	12,018	11,329
Tổng tài sản đầu tư	56	54	52	50	48
Tài sản dài hạn khác	31	110	139	142	147
<b>Tổng tài sản</b>	<b>52,673</b>	<b>55,049</b>	<b>53,312</b>	<b>52,663</b>	<b>53,154</b>
Phải trả người bán ngắn hạn	3,806	3,874	3,923	4,091	4,398
Nợ vay ngắn hạn	8,218	9,115	9,394	9,760	10,165
Phải trả ngắn hạn khác	306	320	337	344	358
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>17,139</b>	<b>18,460</b>	<b>18,520</b>	<b>19,170</b>	<b>20,103</b>
Nợ vay dài hạn	238	158	63	128	143
Phải trả dài hạn khác	270	257	246	252	262
Vốn góp của chủ sở hữu	20,900	20,900	20,900	20,900	20,900
Lợi nhuận giữ lại	3,926	3,471	8,523	5,599	3,709
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>35,026</b>	<b>36,174</b>	<b>34,483</b>	<b>33,113</b>	<b>32,645</b>
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>52,673</b>	<b>55,049</b>	<b>53,312</b>	<b>52,663</b>	<b>53,154</b>

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>9,771</b>	<b>10,405</b>	<b>10,664</b>	<b>10,566</b>	<b>11,634</b>
Khấu hao	2,300	2,341	2,363	2,949	3,144
Thuế đã nộp	(1,564)	(2,128)	(1,536)	(2,154)	(2,349)
Lãi đã trả	(303)	(337)	(312)	(387)	(404)
Thay đổi vốn lưu động	(2,505)	(716)	(2,713)	(652)	(1,090)
Các điều chỉnh khác	188	121	202	117	131
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>7,887</b>	<b>9,686</b>	<b>8,668</b>	<b>10,438</b>	<b>11,067</b>
Hoạt động TSCĐ ròng	(1,475)	(1,628)	(1,644)	(2,386)	(2,440)
Hoạt động cho vay ròng	(2,856)	(3,620)	2,232	1,000	(500)
Hoạt động đầu tư ròng	(25)	36	(41)	63	63
Thu từ cổ tức và lãi vay	1,368	1,473	1,429	1,553	1,551
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>(2,989)</b>	<b>(3,739)</b>	<b>1,976</b>	<b>229</b>	<b>(1,326)</b>
Hoạt động góp vốn ròng	347	722	7	7	7
Hoạt động đi vay ròng	3,512	796	175	431	420
Cổ tức đã trả	(8,152)	(8,160)	(11,264)	(10,136)	(10,136)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>(4,293)</b>	<b>(6,641)</b>	<b>(11,082)</b>	<b>(9,698)</b>	<b>(9,709)</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,300	2,912	2,226	1,795	2,770
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	606	(694)	(438)	969	31
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2,912</b>	<b>2,226</b>	<b>1,795</b>	<b>2,770</b>	<b>2,808</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ số tăng trưởng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng doanh thu	0.7%	2.3%	3.0%	2.2%	4.2%
Tăng trưởng LN gộp	2.7%	4.3%	2.4%	2.7%	4.2%
Tăng trưởng LN ròng	5.2%	4.8%	-0.4%	2.2%	9.0%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2023	2024	2025	2026F	2027F
Biên LN gộp	40.7%	41.4%	41.2%	41.4%	41.4%
Biên EBITDA	20.0%	20.6%	20.5%	20.8%	21.8%
Biên LN hoạt động	16.2%	16.8%	16.8%	16.2%	17.2%
Biên LN ròng	14.9%	15.3%	14.8%	14.8%	15.5%
ROAA	17.8%	17.6%	17.4%	18.2%	19.8%
ROAE	26.6%	26.6%	26.6%	28.5%	31.9%
Chỉ số đòn bẩy	2023	2024	2025	2026F	2027F
Khả năng trả lãi vay	27.6	37.2	32.7	27.3	28.8
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	6.6	6.7	6.6	4.9	5.2
Nợ vay/VCSH	24%	26%	27%	30%	32%
Chỉ số thanh khoản	2023	2024	2025	2026F	2027F
Vòng quay phải thu	9.6	9.7	10.4	10.1	10.0
Số ngày phải thu	38.2	37.7	35.2	36.1	36.7
Vòng quay hàng tồn kho	6.1	6.1	6.0	6.0	6.0
Số ngày tồn kho	59.4	59.6	61.1	60.8	60.6
Vòng quay phải trả	9.0	9.3	9.9	9.2	9.1
Số ngày phải trả	40.5	39.2	36.9	39.6	40.2
Chỉ số thanh toán hiện hành	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9
Chỉ số thanh toán nhanh	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập luận là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

### Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21&25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: [cskh@vpbanks.com.vn](mailto:cskh@vpbanks.com.vn)

Website: [www.vpbanks.com.vn](http://www.vpbanks.com.vn)

### Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: [equityresearch@vpbanks.com.vn](mailto:equityresearch@vpbanks.com.vn)