

CTCP SỮA VIỆT NAM

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (VNM VN) | Mã Reuters (VNM.HM)

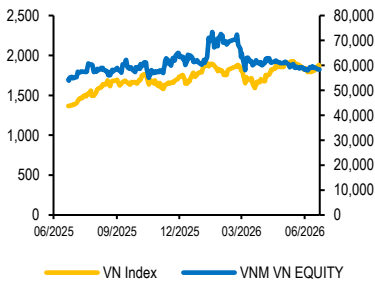
MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **73,700 VND**
 Giá hiện tại (25/06/2026) **58,300 VND**
Suất sinh lời (%) **26%**

VNINDEX	1,863
P/E thị trường	13.4
Vốn hóa (tỷ VND)	122,053
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,090
Tự do giao dịch (triệu CP)	799
52-tuần cao/thấp (VND)	75,500/55,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.52
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	200
Sở hữu nước ngoài (%)	48.75%

Cổ đông lớn (%)	Tổng CT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	36.0	
	F&N Group	24.99	
Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-6.0	-4.7	2.8
So với VN-Index (%)	-18.5	-11.8	-33.7



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyễn

(84-28) 6299-8000
 nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 73,700 đồng

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa có quy mô lớn nhất cả nước. VNM thị phần dẫn đầu trên hầu hết các phân khúc cùng cơ cấu tài sản lành mạnh và tình hình chi trả cổ tức đều đặn. VNM vừa đây đã công bố kết quả kinh doanh Q1/2026 với doanh thu tăng mạnh so với cùng kỳ, nhờ đóng góp của cả thị trường trong nước và thị trường quốc tế. Dựa trên phương pháp FCF và P/E, chúng tôi cập nhật định giá và khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 73,700 đồng, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 26%. Chúng tôi cho rằng mức P/E TTM hiện tại quanh 13x khá hấp dẫn để mua vào một cổ phiếu với mức chi trả cổ tức đều đặn như VNM, với mức tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 7.4% tính trên giá hiện tại.

Cập nhật KQKD Q1/2026

Trong Q1/2026, VNM ghi nhận DT thuần hợp nhất là 16,149 tỷ đồng (-5.2% QoQ, +24.8% YoY), trong đó cả thị trường nội địa và nước ngoài đều đóng góp vào mức tăng trưởng YoY. Cụ thể, doanh thu từ thị trường nội địa đạt 12,080 tỷ đồng (-12.8% QoQ, +20.7% YoY), chiếm 75% tổng doanh thu và tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ: (1) nền thấp trong Q1/2025 do tái cấu trúc hệ thống phân phối gây gián đoạn cho quá trình bán hàng, và (2) cơ cấu danh mục sản phẩm hiệu quả hơn giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Doanh thu từ thị trường quốc tế đạt 4,069 tỷ đồng (+27.6% QoQ, +39.2% YoY) và tiếp tục thiết lập mốc đỉnh cao mới.

LNST đạt 2,458 tỷ đồng (-13.1% QoQ, +54.9% YoY) trong Q1/2026 nhờ biên chi phí SG&A giảm so với cùng kỳ (đạt 25.9%, tương đương giảm 1.9 đpt), tuy nhiên cao hơn so với quý trước, phản ánh sự gia tăng chi phí khuyến mãi, quảng cáo khi năm nay đánh dấu mốc kỉ niệm 50 năm thành lập của Vinamilk. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng theo quan điểm chia sẻ từ phía ban lãnh đạo thì mục tiêu vẫn giữ biên chi phí SG&A cả năm không cao hơn so với năm trước.

Dự phóng KQKD 2026F

Cho năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 67,920 tỷ đồng (+6.7% YoY), tương ứng tốc độ tăng trưởng doanh thu của thị trường nội địa và thị trường nước ngoài đạt lần lượt 4.8% và 14.5%. Biên lợi nhuận cả năm dự kiến duy trì ở mức 41.2%, LNST dự báo đạt mức tăng trưởng 6.2% YoY, tương ứng đạt 9,996 tỷ đồng.

Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ em dưới 2 tuổi; (3) Cạnh tranh; (4) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	60,369	61,783	63,646	67,920	70,858
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,771	10,405	10,664	11,274	11,896
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	9,019	9,453	9,414	9,996	10,491
EPS (VND)	3,796	4,022	4,028	4,285	4,491
BPS (VND)	15,166	15,444	14,682	14,615	14,754
OPM (%)	16.2	16.8	16.8	16.6	16.8
NPM (%)	14.9	15.3	14.8	14.7	14.8
ROE (%)	26.6	26.6	26.6	29.0	30.4
PER (x)	17.8	15.8	15.2	17.2	16.4
PBR (x)	4.5	4.1	4.2	3.2	5.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. 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. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the [Compliance & Disclosure Notice at the end of this report](#).

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2026

(Tỷ đồng)	Q1/2026	Q1/2025	Thay đổi (YoY)	FY2026	Thay đổi (YoY)
Doanh thu thuần	16,149	12,935	24.8%	67,920	6.7%
Nội địa	12,080	10,011	20.7%	53,399	4.8%
Nước ngoài	4,069	2,924	39.2%	14,521	14.5%
Lợi nhuận gộp	6,896	5,210	32.4%	27,983	6.8%
Nội địa	5,191	3,954	31.3%	22,000	4.7%
Nước ngoài	1,705	1,256	35.7%	5,983	15.1%
Lợi nhuận tài chính (ròng)	232	325	-28.6%	1,159	1.0%
Chi phí SG&A	4,184	3,601	16.2%	16,709	7.5%
Lợi nhuận sau thuế	2,458	1,587	54.9%	9,996	6.2%
Biên lợi nhuận					
Biên LNG	42.7%	40.3%	2.4 đpt	41.2%	0 đpt
Nội địa	43.0%	39.5%	3.5 đpt	41.2%	0 đpt
Nước ngoài	41.9%	43.0%	-1.1 đpt	41.2%	0.2 đpt
Biên SG&A	25.9%	27.8%	-1.9 đpt	24.6%	0.2 đpt
Biên LNST	15.2%	12.3%	2.9 đpt	14.7%	-0.1 đpt

Doanh thu Q1/2026 ghi nhận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, doanh thu nước ngoài thiết lập đỉnh mới

Q1/2026, VNM ghi nhận DT thuần hợp nhất là 16,149 tỷ đồng (-5.2% QoQ, +24.8% YoY), trong đó cả thị trường nội địa và nước ngoài đều đóng góp đáng kể vào mức tăng trưởng YoY.

Doanh thu từ thị trường nội địa đạt 12,080 tỷ đồng (-12.8% QoQ, +20.7% YoY), chiếm 75% tổng doanh thu và tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ: (1) nền thấp trong Q1/2025 do tái cấu trúc hệ thống phân phối gây gián đoạn cho quá trình bán hàng, và (2) cơ cấu danh mục sản phẩm hiệu quả hơn giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.

Doanh thu từ thị trường quốc tế đạt 4,069 tỷ đồng (+27.6% QoQ, +39.2% YoY), chiếm 25% tổng doanh thu và tiếp tục thiết lập mốc đỉnh cao mới.

- Doanh thu xuất khẩu (chiếm 15-18% tổng doanh thu) tiếp tục dẫn dắt đà tăng trưởng, thị trường trọng điểm là thị trường Trung Đông (chiếm khoảng 7% tổng doanh thu của VNM) ghi nhận tăng trưởng hai chữ số bất chấp những biến động chính trị, bên cạnh đó các thị trường tiềm năng khác như Trung Quốc cũng ghi nhận tín hiệu tích cực nhờ các dòng sản phẩm chủ lực như sữa đặc và sữa chua.
- Các công ty con và công ty liên kết ghi nhận kết quả trái chiều: Angkor Milk đạt doanh thu tăng gần gấp 3 lần và lợi nhuận tăng gấp 2.5 lần cùng kỳ; doanh thu Driftwood giảm 5% YoY do điều chỉnh giá bán theo cơ chế với khách hàng khi giá sữa tươi nguyên liệu giảm nhưng sản lượng tiêu thụ vẫn duy trì ổn định, tuy nhiên LNST tăng gần 25%.

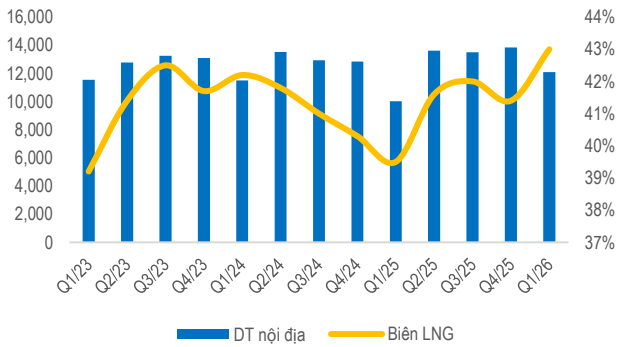
Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ tồn kho nguyên vật liệu giá thấp

Biên LN gộp mở rộng trong Q1/2026, đạt 42.7% (+2.4 đpt YoY) nhờ chi phí nguyên liệu thấp hơn cùng kỳ do đã được tích trữ từ các đợt mua trước đó, phù hợp với dự phóng trước đó của chúng tôi. Tuy nhiên, xung đột trên thị trường quốc tế gần đây đã làm giá cả các loại hàng hóa, trong đó có giá bột sữa tăng vọt. Dù đã hạ nhiệt khi tình hình chiến sự bớt căng thẳng hơn, giá bột sữa tách béo (SMP), bột sữa nguyên kem (WMP) và bơ béo (AMF) vẫn đang tăng lần lượt 39%, 11% và 18% YTD. Vì VNM có chính sách mua trước nguyên vật liệu từ 3-6 tháng, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp từ Q3 có thể kém thuận lợi hơn so với kết quả đạt được trong quý đầu năm.

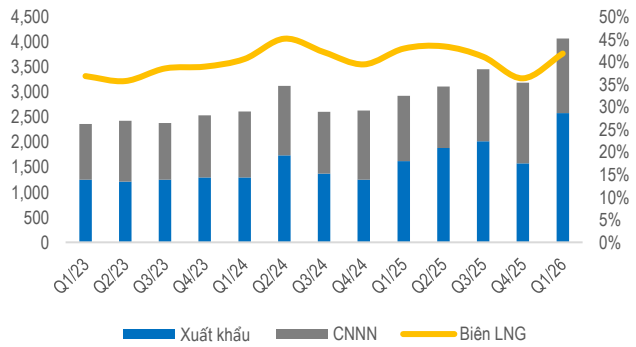
Lợi nhuận sau thuế tăng mạnh so với cùng kỳ

LNST đạt 2,458 tỷ đồng (-13.1% QoQ, +54.9% YoY) trong Q1/2026 nhờ biên chi phí SG&A giảm so với cùng kỳ (đạt 25.9%, tương đương giảm 1.9 đpt), tuy nhiên cao hơn so với quý trước, phản ánh sự gia tăng chi phí khuyến mãi, quảng cáo khi năm nay kỉ niệm sự kiện 50 năm thành lập của Vinamilk. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng theo quan điểm chia sẻ từ phía ban lãnh đạo thì mục tiêu vẫn giữ biên chi phí SG&A cả năm không cao hơn so với năm trước.

Doanh thu nội địa tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ (Tỷ đồng)



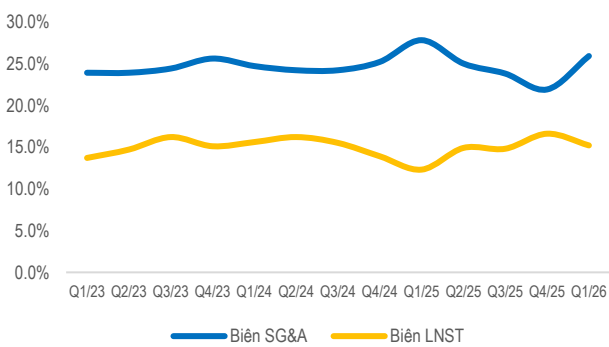
Doanh thu nước ngoài thiết lập đỉnh cao mới (Tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

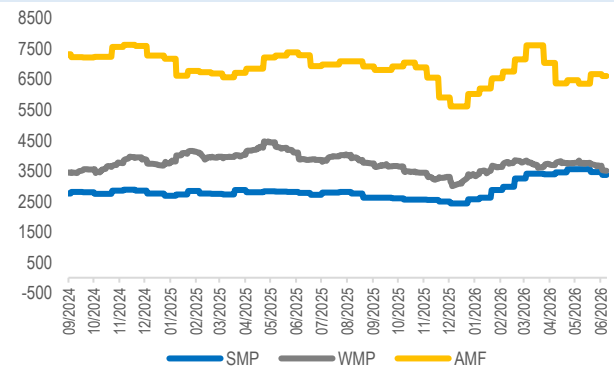
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ kiểm soát chi phí tốt hơn



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá bột sữa nhập khẩu tăng mạnh YTD (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Cho năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 67,920 tỷ đồng (+6.7% YoY), tương ứng tốc độ tăng trưởng doanh thu của thị trường nội địa và thị trường nước ngoài đạt lần lượt 4.8% và 14.5%. Biên lợi nhuận cả năm dự kiến duy trì ở mức 41.2%, LNST dự báo đạt mức tăng trưởng 6.2% YoY, tương ứng đạt 9,996 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu xuất khẩu của VNM trong Q2 có thể giảm tốc so với Q1 do ảnh hưởng từ xung đột vĩ mô khiến chi phí vận chuyển tăng cao và gián đoạn trong chuỗi cung ứng.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E để định giá VNM với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Tuy chúng tôi tăng dự phóng lợi nhuận trước, giá trị hợp lý của cổ phiếu giảm so với báo cáo lần trước do: (1) tăng tỷ suất WACC khi chúng tôi cập nhật lại lãi suất phi rủi ro và phần bù vốn cổ phần và (2) giảm P/E mục tiêu do P/E trung bình của các doanh nghiệp chúng tôi sử dụng làm peer tham chiếu giảm.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	9.70
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.4
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.16
Beta	0.65
Chi phí nợ sau thuế (%)	3.4
Chi phí sử dụng vốn (%)	10.4
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.08
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	10,365

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCFF của VNM					
Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	9,996	10,491	11,036	11,609	12,222
(Cộng) Lãi vay sau thuế	273	286	300	314	330
(Cộng) Chi phí không bằng tiền	2,211	2,321	2,428	2,380	2,403
(Trừ) Thay đổi vốn lưu động	49	(207)	625	175	236
(Trừ) Vốn đầu tư	1,637	1,857	1,787	1,887	1,890
Dòng tiền tự do (FCFF)	10,794	11,448	11,352	12,241	12,829
Tỷ lệ chiết khấu	0.95	0.87	0.79	0.72	0.72
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	47,233				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	95,226				
Giá trị doanh nghiệp	142,459				
(Cộng) Tiền và tương đương tiền	10,365				
(Trừ) Nợ vay	25,080				
(Trừ) Lợi ích cổ đông thiểu số	3,822				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	2.09				
Giá mục tiêu (VND)	73,300				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đối với phương pháp P/E, giá trị P/E chúng tôi sử dụng cho định giá là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong ngành và bình quân P/E lịch sử 5 năm gần nhất của doanh nghiệp (với tỷ trọng mỗi giá trị là 50%). Với P/E mục tiêu là 17.3x thì giá mục tiêu theo phương pháp này là 74,100 đồng.

Tên công ty	Mã CK	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EPS (%)	P/E	ROE (%)
FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD	FNH MK Equity	65,700	-0.93	-5.13	25.3	2.31
CISARUA MOUNTAIN DAIRY PT TB	CMRY IJ Equity	50,319	18.82	33.23	16.1	4.66
NEW HOPE DAIRY CO LTD-A	002946 CH Equity	50,327	5.33	27.59	16.4	2.99
ULTRAJAYA MILK IND & TRADING	ULTJ IJ Equity	20,982	-1.20	18.25	9.5	9.52
Trung bình					16.8	
P/E 5 năm của VNM					17.8	
P/E mục tiêu					17.3	
EPS 2026F					4,285	
Giá mục tiêu					74,100	

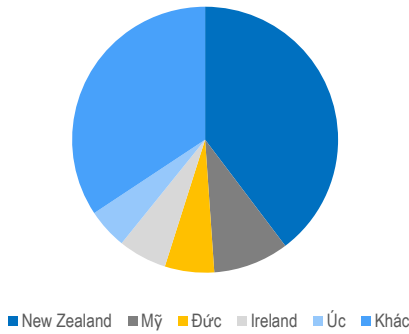
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro phụ thuộc nguyên vật liệu nhập khẩu

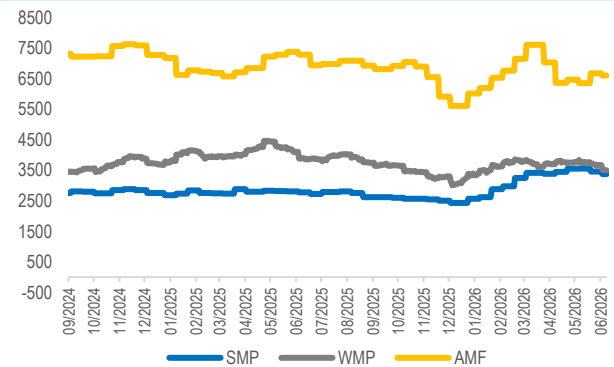
Do nhiều hạn chế về quy mô đàn bò và khí hậu, nguồn sữa trong nước không đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa. Các doanh nghiệp sản xuất sữa ở Việt Nam vẫn phải nhập thêm các nguyên liệu như bột sữa và kem béo từ nước ngoài, khiến biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi biến động của giá các nguyên vật liệu này trên thị trường thế giới. Ngoài ra, Việt Nam cũng nhập khẩu thêm nhiều loại sữa ngoại để đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng. Các trường nhập khẩu chính là New Zealand, Úc, Ireland và Mỹ. Trong đó, New Zealand là thị trường nhập khẩu lớn nhất với tỷ lệ 39.7% trong Q1/2026.

Thị trường nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa của Việt Nam Q1/2026



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Giá bột sữa nhập khẩu (USD/tấn)



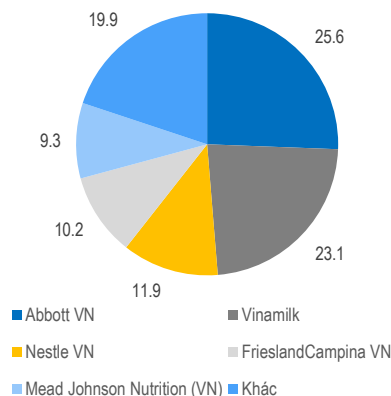
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ dưới 2 tuổi

Mức độ cạnh tranh trong mảng sữa trẻ em giữa các doanh nghiệp khá gay gắt nhất khi (1) tỷ lệ sinh tại Việt Nam giảm từ 2.12 trẻ/phụ nữ (năm 2020) xuống 1.93 trẻ/phụ nữ (2025) khiến nhu cầu tiêu thụ sữa trẻ em giảm tốc và (2) xu hướng chi tiêu các sản phẩm cao cấp cho trẻ tăng cao trong khi đó các doanh nghiệp sữa ngoại có lợi thế về thương hiệu hơn. Có thể thấy, doanh nghiệp sữa ngoại đang chiếm thị phần cao hơn so với doanh nghiệp sữa nội là Vinamilk.

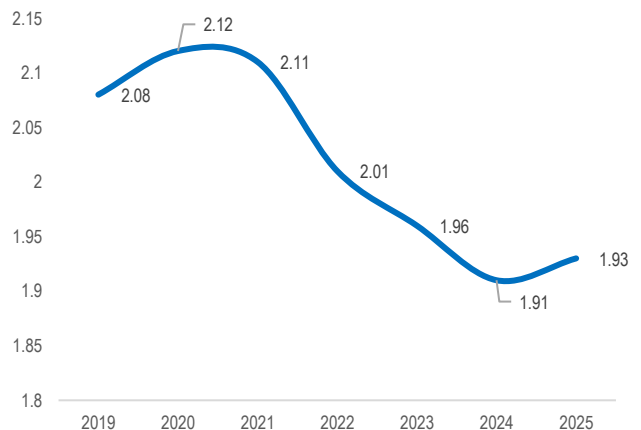
Thêm vào đó, Luật Quảng cáo năm 2018 cấm việc quảng cáo sản phẩm sữa thay thế sữa mẹ dùng cho trẻ dưới 24 tháng tuổi, sản phẩm dinh dưỡng bổ sung dùng cho trẻ dưới 06 tháng tuổi. Điều này góp phần giới hạn việc tiếp cận của doanh nghiệp sữa nội trong mảng sữa trẻ em.

Thị phần mảng sữa trẻ em phân mảnh (2025)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sinh (trẻ/phụ nữ) giảm qua các năm



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

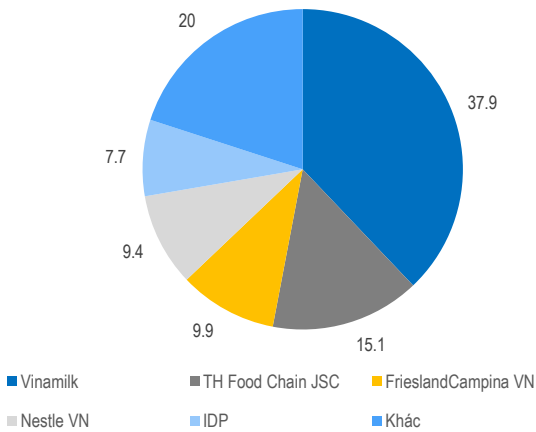
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) được thành lập năm 1976 dựa trên sự tiếp quản 3 nhà máy sữa của giai đoạn trước. Đến năm 1998, VNM xuất khẩu thành công 300 tấn sữa bột và 2,000 tấn sữa béo nguyên kem sang Iraq, mở đường cho việc xuất khẩu sang thị trường Trung Đông và nhiều nước trên thế giới. Sau 3 năm cổ phần hóa, VNM chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2006 và dần trở thành công ty sữa lớn nhất trên HOSE.

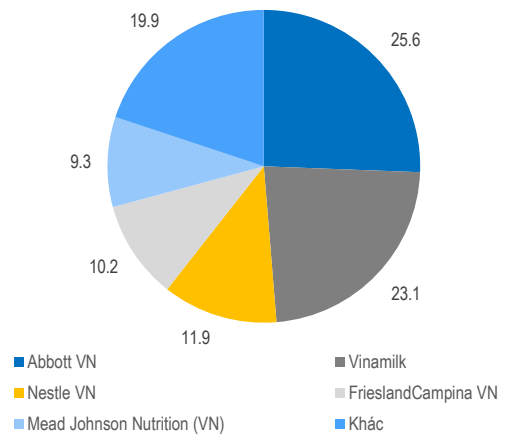
Sự thành công của thương hiệu được củng cố bởi sự đổi mới không ngừng của doanh nghiệp. Vinamilk liên tục ra mắt và cải tiến sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Trong đó, 4 ngành hàng (sữa nước, sữa trẻ em, sữa chua, sữa đặc) chiếm hơn 90% trong tiêu thụ sản phẩm sữa của người Việt Nam. Xét theo ngành hàng, Vinamilk chiếm thị phần đứng đầu trong ngành sữa nước, sữa chua và sữa đặc, đứng thứ 2 trong mảng sữa bột trẻ em (sau Abbott).

Thị phần Sữa nước 2025 (%)



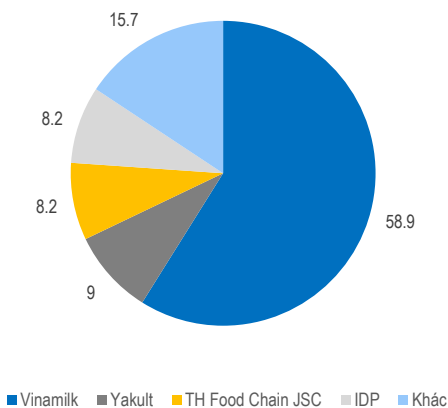
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần sữa bột trẻ em 2025 (%)



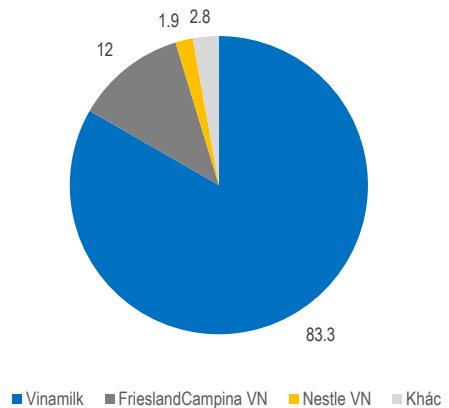
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần Sữa chua 2025 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

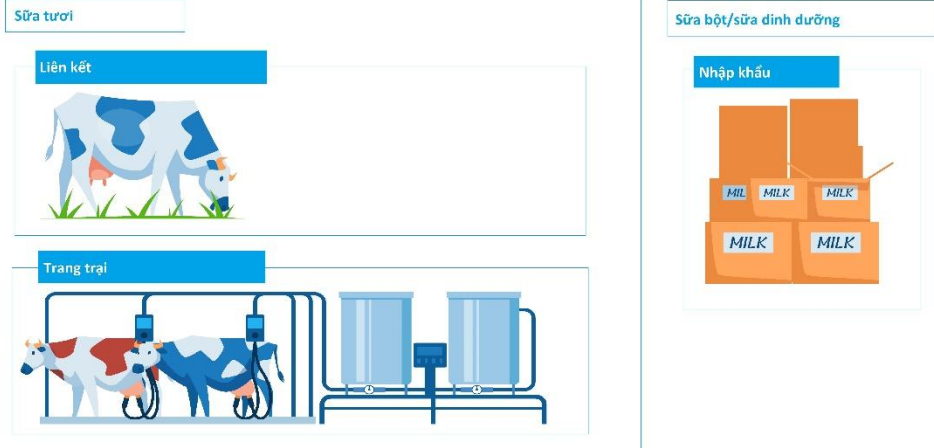
Thị phần Sữa đặc 2025 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Trang trại và nguyên liệu

Nguyên liệu của VNM chủ yếu đến từ sữa tươi và sữa bột nhập khẩu



Nguồn: VNM - Giới thiệu doanh nghiệp (2023), Shinhan Securities Vietnam

Để sản xuất sản phẩm sữa tươi, doanh nghiệp thu gom sữa tươi từ 15 trang trại của doanh nghiệp và khoảng 4,000 hộ nông dân liên kết. VNM hiện đang khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước với khoảng 130,000 con, tự chủ được khoảng 50% sữa tươi nguyên liệu đầu vào.

Vinamilk khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước (31/12/2025)

Trang trại	Đàn bò (con)	% số lượng bò sữa	Sữa sản xuất (tấn/năm)	Năng suất (kg/con/năm)
VNM và MCM quản lý trực tiếp (15 trang trại)	39,500	30%	410,000	3,154
Liên kết với nông dân	90,500	70%		
Đàn bò thịt	5,300		N/A	N/A

Nguồn: BCTN (2025), Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, năng suất đàn bò của Vinamilk trong các trang trại cao gần gấp 2 lần so với liên kết với nông dân và trung bình của cả nước. Năng suất cao tại trang trại của VNM chủ yếu đến từ (1) gia tăng nhập khẩu giống bò sữa từ các quốc gia có năng suất sữa cao như New Zealand và (2) bò sữa được chăm sóc với chế độ đặc biệt nhờ công nghệ tiên tiến và các yếu tố phúc lợi động vật.

Mặt khác, sản xuất sữa trong nước hiện chỉ đáp ứng được 40-50% nhu cầu sữa trong nước. Do đó, để đáp ứng nhu cầu sữa trong nước cùng **sản xuất sản phẩm sữa bột và sữa dinh dưỡng**, VNM nhập khẩu thêm các nguyên liệu gồm sữa bột nguyên kem (WMP), bột sữa tách béo (SMP) và bột béo từ các quốc gia như Mỹ, châu Âu và New Zealand. Điều này khiến biên lợi nhuận gộp của VNM chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu nhập khẩu.

Các dự án đang được triển khai

Dự án	Vốn đầu tư	Tình trạng triển khai (tính đến cuối 2025)
Nhà máy sữa Tây Ninh	388 tỷ đồng	Đã giải ngân 1.6 tỷ đồng. Dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư, dự kiến đưa vào thương mại trong Q4/2026
Tổ hợp trang trại Tây Ninh 2 và 3	4,130 tỷ đồng	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư và giải ngân 15 tỷ cho trang trại Tây Ninh 2; trang trại Tây Ninh 3 đang chờ phê duyệt.
Nhà máy sữa Hưng Yên	2,083 tỷ đồng	Đã giải ngân 63 tỷ đồng và phê duyệt chủ trương đầu tư
Trang trại tại công ty con Angkormilk	12.34 triệu USD	Đã được chấp thuận chủ trương của chính phủ về việc cho thuê 592 ha đất, chưa giải ngân
Dây chuyền sữa đặc có đường tại Mega	418.5 tỷ đồng	Chưa giải ngân. Dự kiến sản xuất thương mại trong Q4/2026

Nguồn: BCTN (2025), Shinhan Securities Vietnam

3. Hệ thống phân phối

Ngoài vùng nguyên liệu, hệ thống phân phối cũng đóng vai trò quan trọng trong cuộc chiến thị phần. Theo Euromonitor, hơn 98% sữa và các sản phẩm từ sữa được phân phối qua kênh bán lẻ truyền thống như tiệm tạp hóa, siêu thị,... và chỉ khoảng gần 2% sản phẩm được bán thông qua thương mại điện tử. Do đó, việc sở hữu hệ thống phân phối vượt trội hơn đối thủ góp phần tăng độ phủ các sản phẩm của Vinamilk, từ đó củng cố thị phần.

Hiện tại, VNM sở hữu hơn 200 nhà phân phối độc quyền, khoảng 800 cửa hàng Vinamilk & Mộc Châu cùng hơn 190,000 điểm bán lẻ truyền thống như cửa hàng tạp hóa, chợ và đại lý nhỏ, kết hợp với hơn 6,000 điểm bán kênh hiện đại, mang lại trải nghiệm mua sắm tiện nghi cho người dùng.

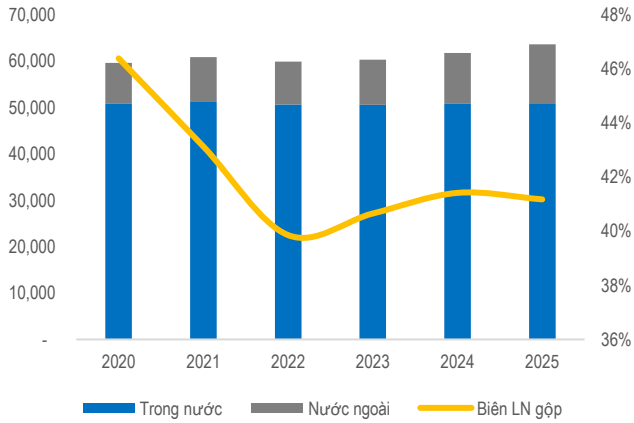
4. Doanh thu và chi phí

Doanh thu Vinamilk tăng khoảng 7% trong giai đoạn 2020-2025 với khoảng 80% đóng góp từ nội địa và khoảng 20% là doanh thu từ nước ngoài (xuất khẩu và các công ty con ở nước ngoài bao gồm AngkorMilk và Driftwood). Trong đó, doanh thu xuất khẩu chủ yếu là các đơn hàng sữa bột trẻ em tại thị trường Trung Đông, sữa đặc tại thị trường Trung Quốc và các sản phẩm sữa đặc, sữa chua, sữa tươi tại thị trường châu Á. Đáng lưu ý là tỷ trọng đóng góp của doanh thu nước ngoài liên tục tăng nhờ tốc độ tăng trưởng duy trì hai chữ số.

Chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk là chi phí nguyên vật liệu (56%), tiếp đến là chi phí bán hàng (26%). Vinamilk thường chốt trước nguyên liệu từ 3-6 tháng, tuy vậy, giá nguyên vật liệu đạt đỉnh năm 2022 cũng khiến biên gộp của doanh nghiệp giảm nhẹ.

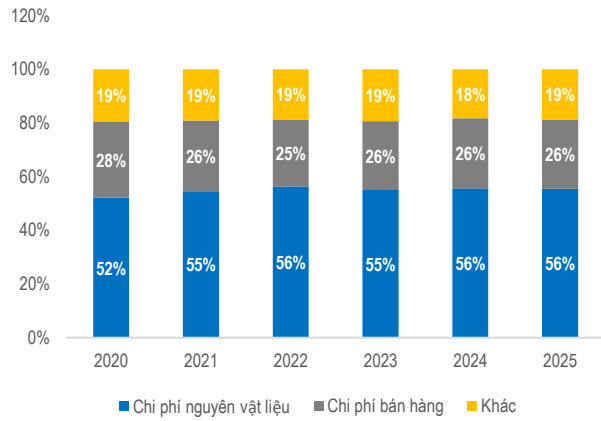
Chi phí bán hàng luôn chiếm tỷ trọng cao trong cấu thành chi phí hoạt động. Điều đó cho thấy mức độ cạnh tranh của ngành sữa tại Việt Nam khi các doanh nghiệp phải gia tăng chi phí bán hàng nhằm gia tăng nhận diện thương hiệu và giữ vững thị phần.

Doanh thu (tỷ) và biên lợi nhuận gộp (%) của Vinamilk qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

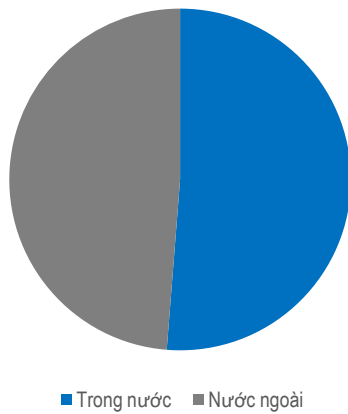
Cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

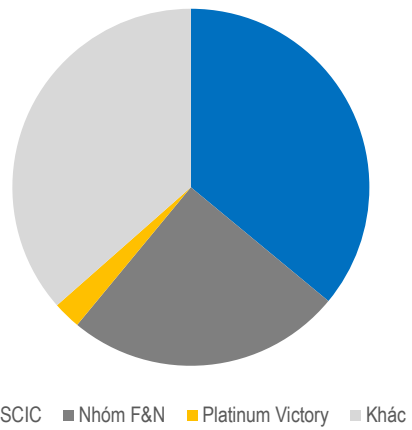
5. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 25/06/2026



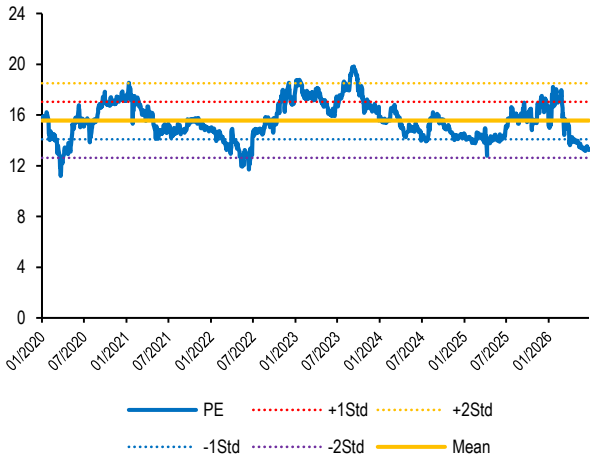
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 25/06/2026



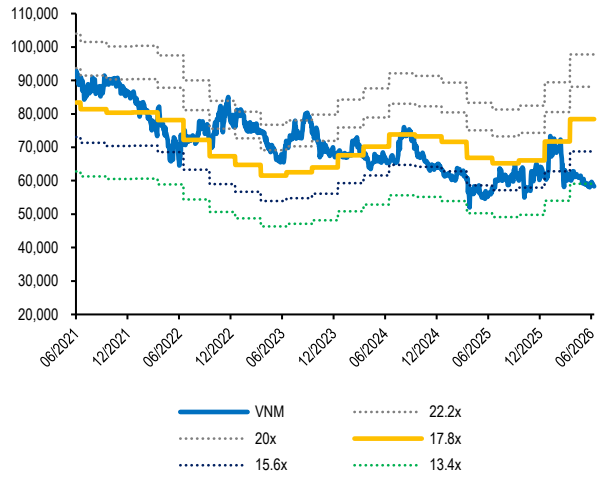
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/E



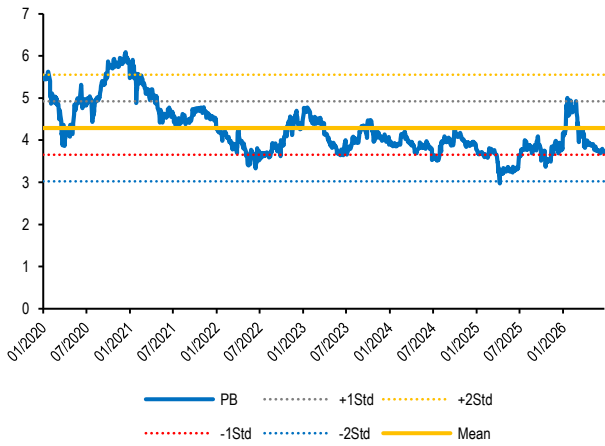
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PE Band



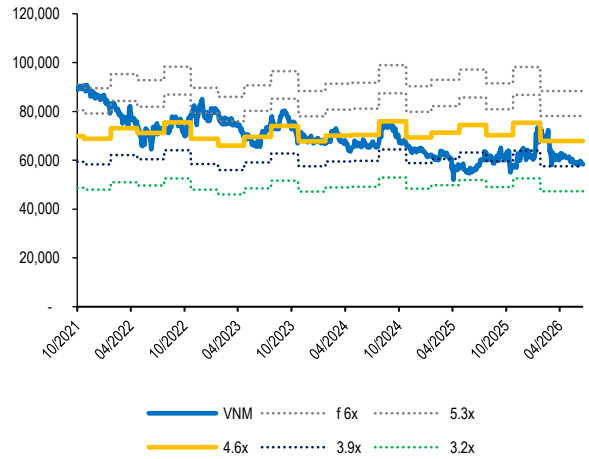
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/B



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PB Band



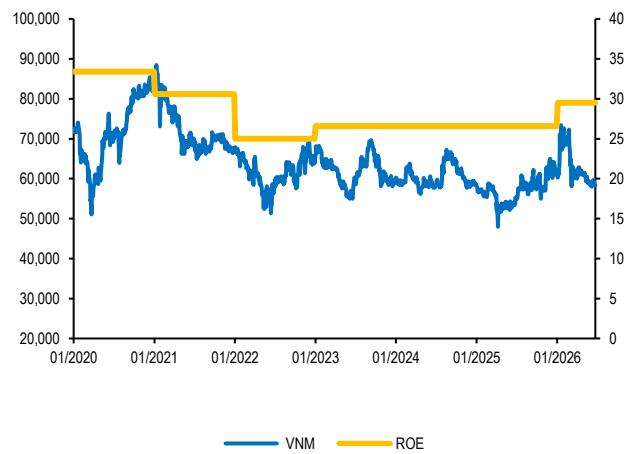
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ EV/EBITDA



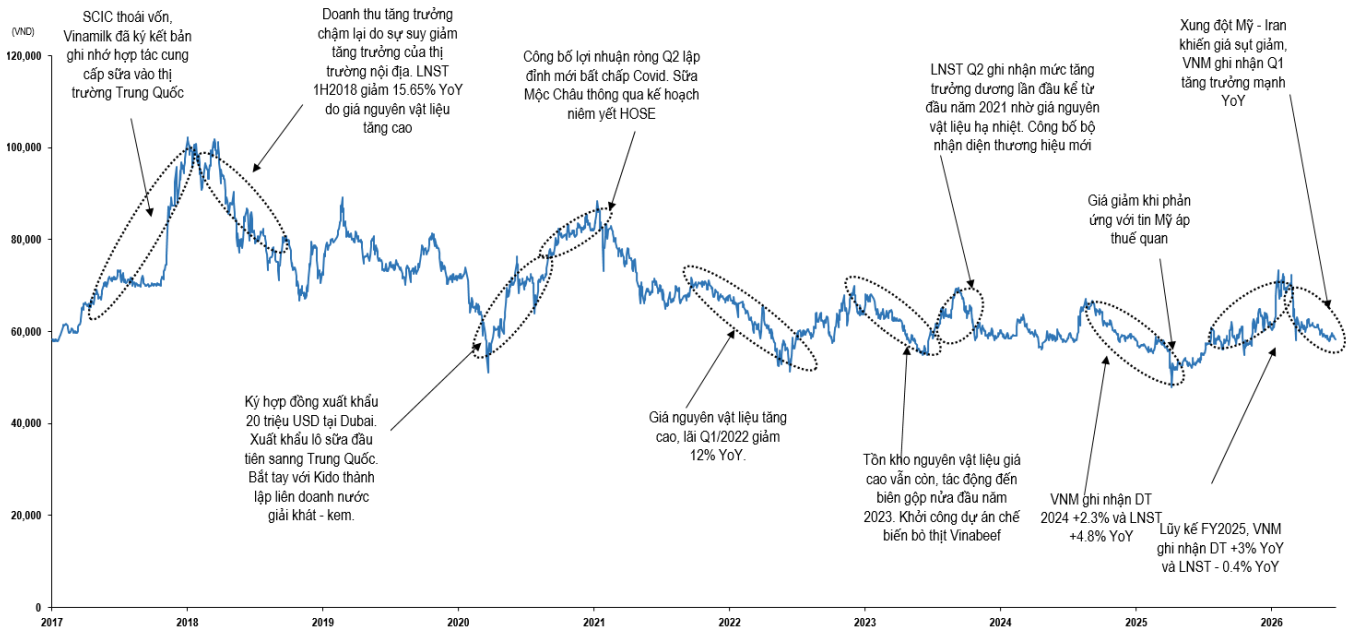
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của VNM



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	52,673	55,049	53,312	54,830	56,066
Tài sản ngắn hạn	35,936	37,554	36,261	38,352	40,052
Tiền và tương đương tiền	2,912	2,226	1,795	3,770	4,460
Đầu tư TC ngắn hạn	20,137	23,260	21,355	20,376	21,257
Các khoản phải thu	6,530	6,234	6,028	6,664	6,850
Hàng tồn kho	6,773	5,538	6,128	5,687	6,839
Tài sản ngắn hạn khác	-416	296	955	1,855	646
Tài sản dài hạn	16,737	17,495	17,051	16,478	16,014
Tài sản cố định ròng	12,690	12,551	12,649	12,708	12,411
Tài sản đầu tư	937	1,540	1,321	1,121	1,160
Tài sản dài hạn khác	4,047	4,944	4,402	3,770	3,603
Tổng nợ	17,648	18,875	18,829	20,486	21,433
Nợ ngắn hạn	17,139	18,460	18,520	20,200	21,160
Khoản phải trả	3,806	3,874	3,923	4,238	4,407
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	8,218	9,115	9,394	9,866	10,347
Khác	5,115	5,471	5,203	6,096	6,406
Nợ dài hạn	509	415	309	286	273
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	238	158	63	39	26
Khác	271	257	246	247	247
Vốn chủ sở hữu	35,026	36,174	34,483	34,344	34,633
Vốn góp chủ sở hữu	20,900	20,900	20,900	20,900	20,900
Quỹ đầu tư và phát triển	34	34	34	34	34
Vốn khác	10,166	11,769	5,026	5,028	5,028
Lợi nhuận giữ lại	3,926	3,471	8,523	8,382	8,671
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,767	2,967	3,329	3,896	3,798
*Nợ vay	8,456	9,273	9,457	9,905	10,373
*Nợ ròng (tiền)	(14,593)	(16,213)	(13,693)	(14,241)	(15,344)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	7,887	9,686	8,668	9,851	10,564
Lợi nhuận ròng	9,453	9,414	9,996	10,491	11,036
Khấu hao TSCĐ	2,300	2,341	2,363	2,211	2,321
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,463)	(1,447)	(1,180)	(1,426)	(1,488)
Thay đổi vốn lưu động	(1,701)	182	(1,968)	(49)	207
Thay đổi khác	(702)	(804)	(543)	(1,376)	(1,512)
Tiền từ HĐ đầu tư	(2,988)	(3,739)	1,976	768	(1,250)
Thay đổi tài sản cố định	(1,475)	(1,628)	(1,644)	(1,637)	(1,857)
Thay đổi tài sản đầu tư	(2,856)	(3,620)	2,232	979	(881)
Khác	1,343	1,509	1,388	1,426	1,488
Tiền từ HĐ tài chính	(4,294)	(6,642)	(11,081)	(8,644)	(8,624)
Thay đổi vốn cổ phần	347	722	7	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	3,511	796	176	448	468
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(8,152)	(8,160)	(11,264)	(9,092)	(9,092)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	605	(695)	(437)	1,975	690
Tổng tiền đầu năm	2,300	2,912	2,226	1,795	3,770
Thay đổi trong kỳ giá	7	9	6	-	-
Tổng tiền cuối năm	2,912	2,226	1,795	3,770	4,460

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	60,369	61,783	63,646	67,920	70,858
Tăng trưởng (%)	0.7	2.3	3.0	6.7	4.3
Giá vốn hàng bán	(35,824)	(36,192)	(37,436)	(39,937)	(41,672)
Lợi nhuận gộp	24,545	25,591	26,210	27,983	29,186
Biên lợi nhuận gộp (%)	40.7	41.4	41.2	41.2	41.2
Chi phí BH & QLDN	(14,774)	(15,186)	(15,546)	(16,709)	(17,290)
LN từ HĐKD	9,771	10,405	10,664	11,274	11,896
Tăng trưởng (%)	0.2	6.5	2.5	5.7	5.5
Biên LN từ HĐKD (%)	16.2	16.8	16.8	16.6	16.8
LN khác	1,196	1,196	986	1,097	1,088
Thu nhập tài chính	1,716	1,586	1,497	1,587	1,632
Chi phí tài chính	(503)	(428)	(350)	(428)	(432)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(354)	(279)	(326)	(337)	(353)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(17)	38	(161)	(62)	(112)
LNTT	10,968	11,600	11,650	12,371	12,984
Thuế TNDN	(1,949)	(2,147)	(2,236)	(2,375)	(2,493)
LNST	9,019	9,453	9,414	9,996	10,491
Tăng trưởng (%)	5.1	4.8	(0.4)	6.2	5.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	14.9	15.3	14.8	14.7	14.8
LNST cổ đông công ty mẹ	8,874	9,392	9,410	9,996	10,491
Lợi ích CĐTTS	145	61	4	0	0
LN trước thuế và lãi vay	11,322	11,879	11,976	12,708	13,337
Tăng trưởng (%)	6.2	4.9	0.8	6.1	4.9
Biên LN (%)	18.8	19.2	18.8	18.7	18.8
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	13,622	14,220	14,339	14,919	15,658
Tăng trưởng (%)	4.8	4.4	0.8	4.0	5.0
Biên LN (%)	22.6	23.0	22.5	22.0	22.1

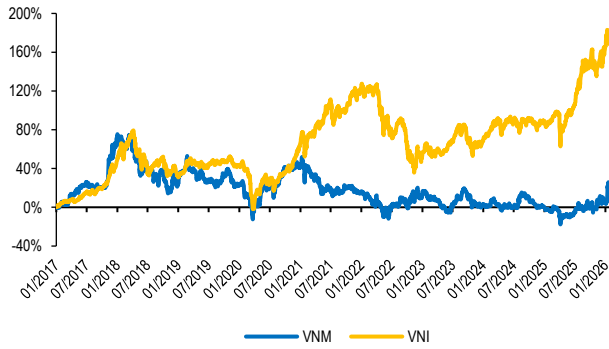
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	3,796	4,022	4,028	4,285	4,491
BPS (đồng)	15,166	15,444	14,682	14,615	14,754
PER (x)	17.8	15.8	15.2	17.2	16.4
PBR (x)	4.5	4.1	4.2	3.2	5.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	90.7	96.8	96.6	91.0	86.7
Lãi cổ tức (%)	6.1	6.1	7.5	7.4	7.4
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	22.6	23.0	22.5	22.0	22.1
Biên LN từ HĐKD (%)	16.2	16.8	16.8	16.6	16.8
Biên LNST (%)	14.9	15.3	14.8	14.7	14.8
ROA (%)	17.8	17.6	17.4	18.5	18.9
ROE (%)	26.6	26.6	26.6	29.0	30.4
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	24.1	25.6	27.4	28.8	30.0
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(107.1)	(114.0)	(95.5)	(95.5)	(98.0)
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	134.5	138.1	125.0	119.5	121.5
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	32.0	42.6	36.7	37.7	37.8
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	40.5	39.2	36.9	36.9	37.9
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	59.7	60.0	61.5	65.2	64.2
Số ngày khoản phải thu (ngày)	28.5	28.4	27.2	26.1	26.4

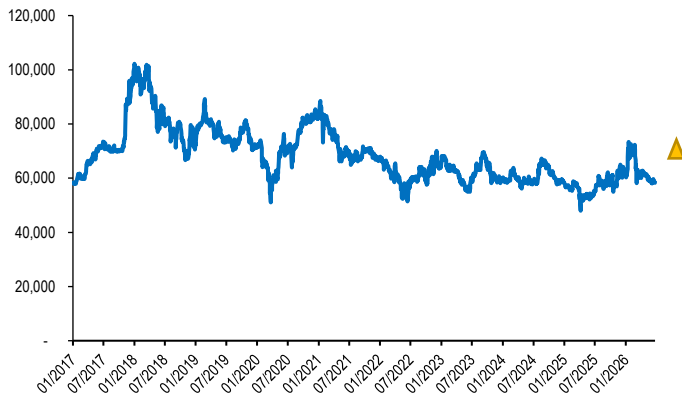
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
25/04/2024 (BC lần đầu)	MUA	84,400	18.6	26.4/6.8
21/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	76,000	15	3.5/23.8
11/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	75,000	14.8	2.9/24.6
03/06/2025 (BC cập nhật)	MUA	72,700	18.0	3.3/44.8
13/08/2025 (BC cập nhật)	MUA	71,900	20.4	4.0/45.7
06/11/2025 (BC cập nhật)	MUA	71,600	20.7	13.2/33.0
09/02/2026 (BC cập nhật)	GIỮ	78,100	34.1	6.4/62.8
26/06/2026 (BC cập nhật)	MUA	73,700	21.0	0.4/36.8

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000