

NGÀNH THỰC PHẨM

BẢN GIAO HƯỞNG MÙA XUÂN

KHOİ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Analyst: Hoàng Oanh

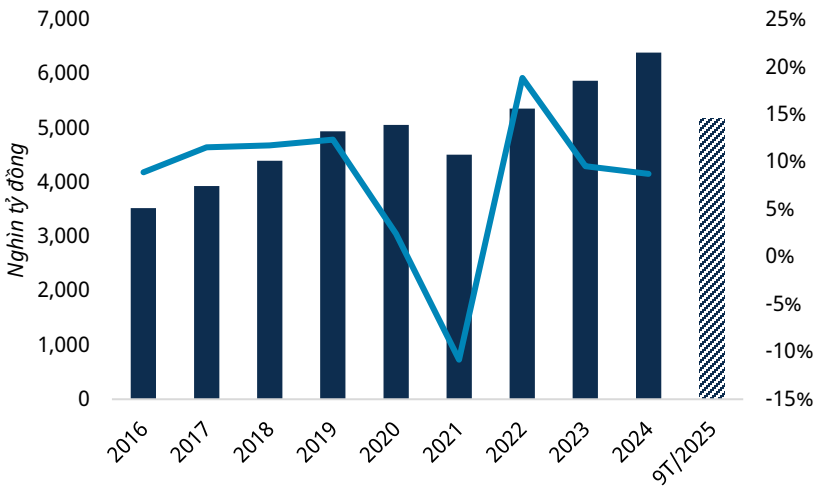
Email: oanh.h@miraesasset.com.vn +84 28 3910 222



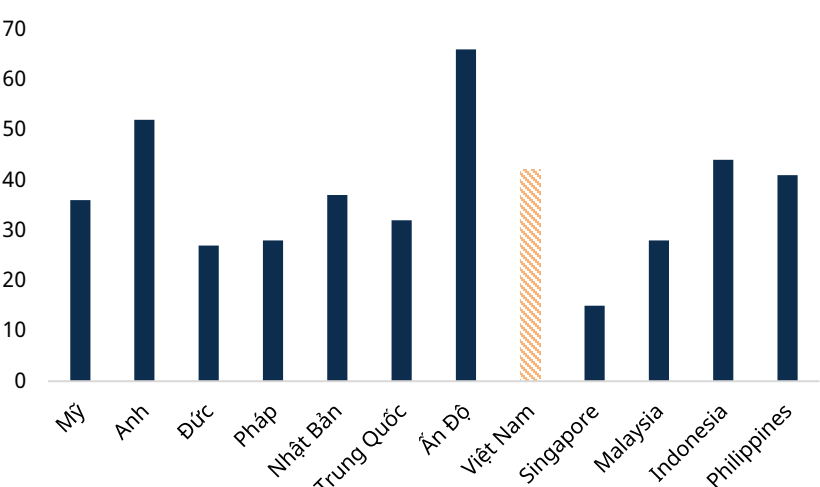
NGÀNH BÁN LẺ: TÂM LÝ TIÊU DÙNG CẢI THIẾN

- Theo Tổng cục Thống kê, tính chung 9 tháng 2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 5.176 nghìn tỷ đồng, tăng 9,5% YoY (cùng kỳ năm 2024 tăng 8,8%), nếu loại trừ yếu tố giá tăng 7,2% (cùng kỳ năm 2024 tăng 5,8%).
- Trong đó: Doanh thu bán lẻ hàng hóa 9 tháng năm 2025 ước đạt 3.947 nghìn tỷ đồng, tăng 8,3% so với cùng kỳ năm trước; Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống ước đạt 624 nghìn tỷ đồng (+14,8% YoY); Doanh thu du lịch lữ hành ước đạt 70 nghìn tỷ đồng (+20,5% YoY); Doanh thu dịch vụ khác ước đạt 534 nghìn tỷ đồng (+12,1% YoY).
- Đà tăng của tiêu dùng nội địa tiếp tục được duy trì trong 9 tháng 2025, phản ánh hiệu quả từ chính sách giảm thuế VAT 2% cùng các hoạt động xúc tiến du lịch – lễ hội. Theo khảo sát của BCG Global Consumer Radar, Việt Nam thuộc top 5 quốc gia lạc quan nhất về tiêu dùng, với 41% người dân dự định tăng chi tiêu trong những tháng tới. Xu hướng này cho thấy nền tảng tâm lý người tiêu dùng đang cải thiện, kết hợp với thu nhập tốt hơn và nhu cầu nâng cao chất lượng sống – tạo nền tảng cho tiêu dùng nội địa duy trì đà tăng trong quý cuối năm.

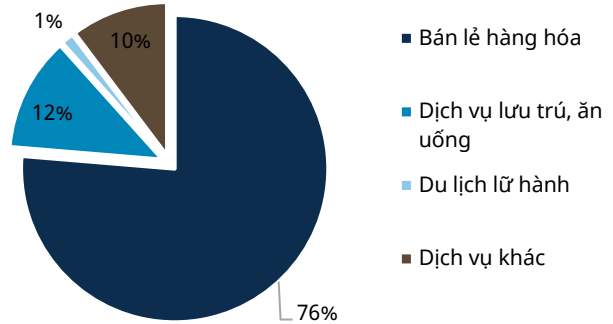
Tổng mức bán lẻ HH và DV (Nghìn tỷ đồng)



Tỷ lệ người tiêu dùng có ý định tăng chi tiêu (%)



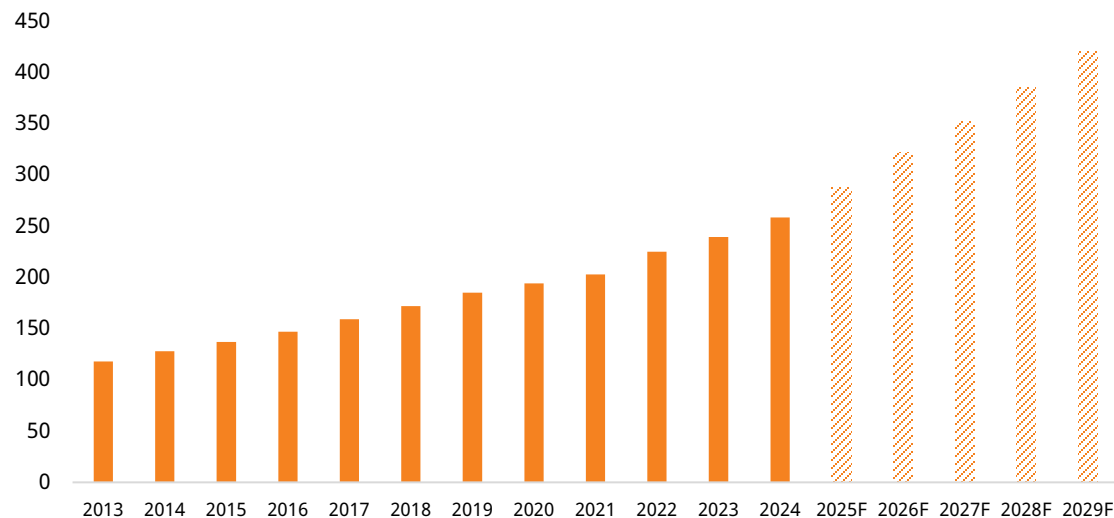
Tỷ trọng các mảng năm 2024 (%)



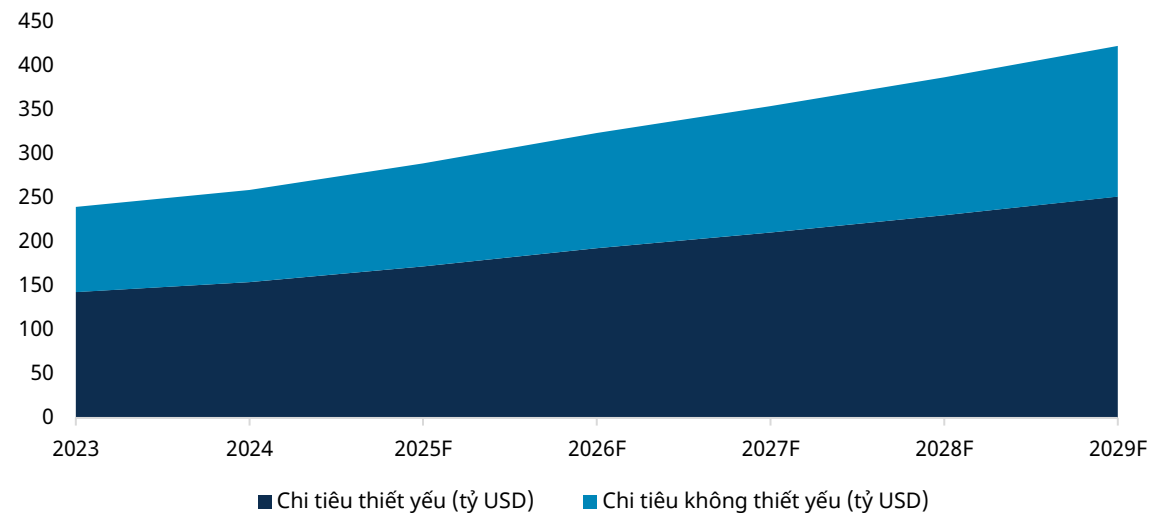
TỔNG QUAN XU HƯỚNG CHI TIÊU TIÊU DÙNG

- Theo Fitch Solutions, chi tiêu tiêu dùng Việt Nam tăng mạnh từ khoảng 118 tỷ USD năm 2013 lên hơn 258 tỷ USD năm 2024, tương đương CAGR ~7,4%/năm. Giai đoạn 2025–2029, tổng chi tiêu tiêu dùng dự báo tăng trung bình 10%/năm (theo Fitch Solutions). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tốc độ thực tế có thể thấp hơn, khoảng 8–9%/năm do áp lực lạm phát, biến động thu nhập, bất ổn kinh tế toàn cầu, thay đổi chính sách thuế – lãi suất và xu hướng hộ gia đình cắt giảm chi tiêu không thiết yếu.
- Dự báo năm 2025, chi tiêu cho hàng hóa – dịch vụ thiết yếu đạt khoảng 4.127 nghìn tỷ đồng (172 tỷ USD), chiếm 60% ngân sách hộ gia đình và tăng bình quân ~10%/năm giai đoạn 2025–2029 (Fitch Solutions). Cơ cấu này cho thấy tiêu dùng Việt Nam vẫn tập trung vào nhóm thiết yếu, duy trì cầu bền vững cho thực phẩm, đồ uống và nhu yếu phẩm. Đồng thời, người tiêu dùng chuyển từ ưu tiên số lượng sang chất lượng, chuộng sản phẩm an toàn, tiện lợi và giá trị cao, tạo dư địa cho doanh nghiệp FMCG và bán lẻ hiện đại mở rộng và nâng cấp danh mục.

Chi tiêu tiêu dùng (Tỷ USD)

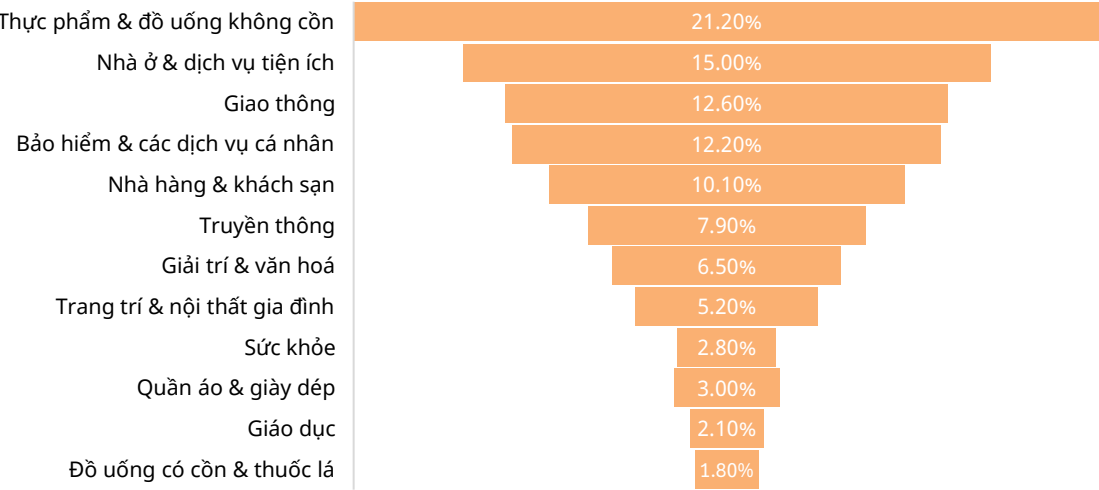


Chi Tiêu Thiết Yếu và Không Thiết Yếu (Tỷ USD)

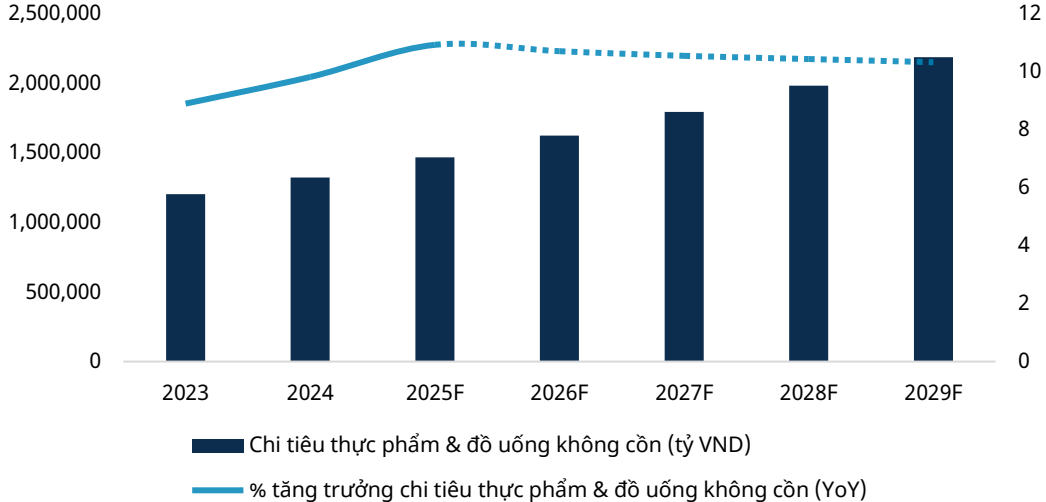


- Theo Fitch Solutions, trong dự báo cơ cấu chi tiêu hộ gia đình năm 2025, thực phẩm và đồ uống không cồn vẫn là nhóm lớn nhất, chiếm 21,2% tổng chi tiêu với khoảng 1.467 nghìn tỷ đồng. Điều này khẳng định vai trò thiết yếu và ổn định của thực phẩm trong rổ chi tiêu người Việt. Đồng thời, nhu cầu về chất lượng bữa ăn, an toàn vệ sinh và nguồn gốc rõ ràng đang thúc đẩy sự chuyển dịch sang sản phẩm tiêu chuẩn cao hơn, giúp ngành thực phẩm – đồ uống duy trì tăng trưởng ngay cả khi kinh tế biến động.
- Giai đoạn 2025–2029, chi tiêu cho thực phẩm và đồ uống không cồn được dự báo tăng ổn định 10–11%/năm (Fitch Solutions), tiếp tục là nhóm có quy mô lớn và bền vững nhất trong rổ chi tiêu hộ gia đình. Tuy nhiên, từ góc nhìn của chúng tôi, mức tăng trưởng thực tế có thể thấp hơn ở mức 8%/năm do một số yếu tố: (1) Đà tăng giá lương thực–thực phẩm đã cao trong giai đoạn 2023–2024 khiến người tiêu dùng có xu hướng thận trọng hơn; (2) Thu nhập của nhóm hộ gia đình thu nhập trung bình–thấp cải thiện chậm. Dù vậy, nhu cầu thiết yếu ổn định, tốc độ đô thị hóa nhanh và sự mở rộng của bán lẻ hiện đại vẫn sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ ngành thực phẩm duy trì tăng trưởng tích cực trong trung hạn.

Dự báo chi tiêu hộ gia đình Việt Nam theo hạng mục năm 2025 (%)

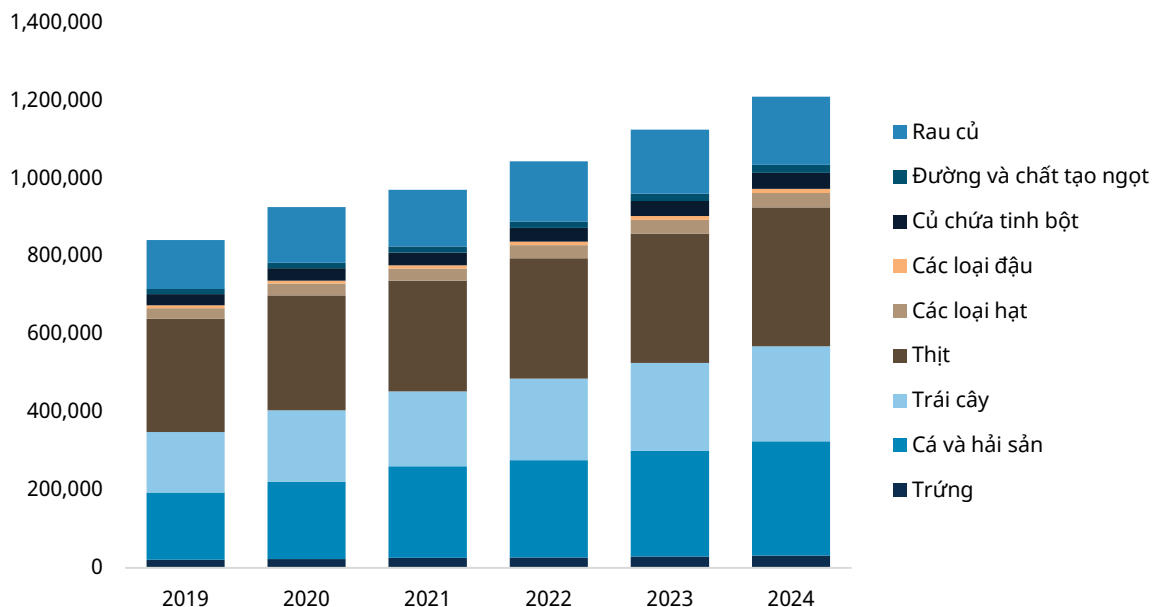


Chi tiêu cho thực phẩm và đồ uống (tỷ USD)

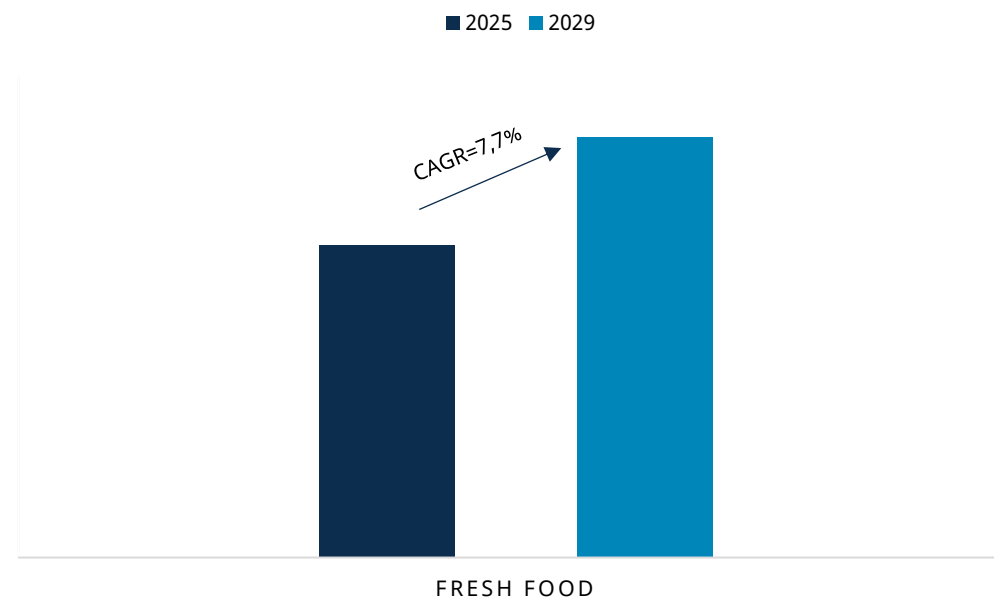


- Quy mô ngành thực phẩm tươi sống Việt Nam tăng từ 840 nghìn tỷ đồng năm 2019 lên 1.208 nghìn tỷ đồng năm 2024, CAGR trung bình đạt 7,5%/năm (Euromonitor). Động lực đến từ nhu cầu chú trọng sức khỏe, sản phẩm an toàn, truy xuất nguồn gốc và sự phát triển phân phối hiện đại. Chính phủ siết chất lượng và tiêu chuẩn vệ sinh giúp ngành duy trì tăng trưởng ổn định dù chi phí đầu vào biến động và tiêu thụ thịt đỏ giảm.
- Giai đoạn 2025–2029, Euromonitor dự báo ngành tăng từ 1.296 nghìn tỷ lên 1.742 nghìn tỷ đồng (CAGR ~7,7%/năm) nhờ tầng lớp trung – cao tăng, thương mại điện tử thực phẩm tươi mở rộng và đầu tư mạnh vào chuỗi cung ứng lạnh. Triển vọng tích cực khi doanh nghiệp chú trọng logistics – bảo quản và đẩy mạnh sản phẩm hữu cơ có biên lợi nhuận cao. Ngành tiếp tục là trụ cột tiêu dùng nội địa và có lợi thế trong xuất khẩu nông sản.

Doanh số bán lẻ thực phẩm tươi sống theo danh mục

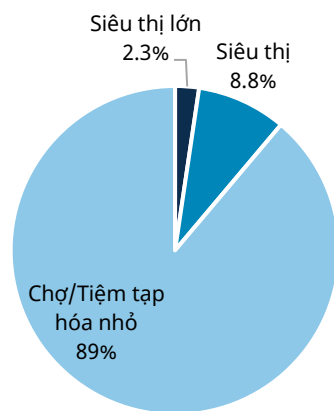


Dự phóng Doanh thu bán lẻ thực phẩm tươi sống 2025-2029



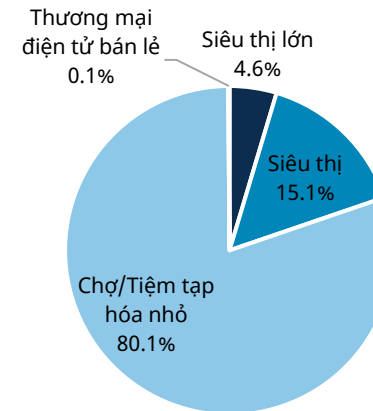
- Cơ cấu kênh phân phối Thực phẩm Tươi sống tại Việt Nam đang dần chuyển dịch theo hướng hiện đại hóa. Thị phần Kênh Truyền thống (chợ, tiệm tạp hóa nhỏ) tuy vẫn chiếm ưu thế với 80% năm 2024, nhưng đã giảm 9% so với năm 2010 (ở mức 89%). Ngược lại, Kênh Hiện đại gần như tăng gấp đôi thị phần, từ 11% lên 20%, nhờ sự mở rộng nhanh của chuỗi siêu thị mini/ siêu thị lớn. Xu hướng này phản ánh rõ sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng, khi người dân ưu tiên hơn cho chất lượng, an toàn và tiện lợi.
- Dự địa tăng trưởng cho kênh hiện đại vẫn lớn, khi kênh truyền thống vẫn chiếm phần lớn thị trường. Trong những năm tới, dự kiến thị phần kênh hiện đại tăng thêm 5-7% nhờ sự phát triển của siêu thị mini, cửa hàng tiện lợi và đầu tư vào chuỗi cung ứng lạnh. Mạng Thương mại điện tử thực phẩm tươi sống dù mới chiếm khoảng 0,1% thị phần năm 2024, nhưng đang nổi lên như kênh tiềm năng, đặc biệt sau COVID-19, khi thói quen đặt mua thực phẩm tươi qua ứng dụng và giao hàng nhanh trở nên phổ biến tại đô thị. Sự kết hợp giữa các ứng dụng đặt hàng, logistics lạnh và truy xuất nguồn gốc minh bạch đang mở rộng quy mô thị trường online, giúp ngành tiếp cận nhóm khách hàng trẻ, bận rộn và sẵn sàng chi trả cao hơn cho sự tiện lợi và an toàn thực phẩm.

Cơ cấu Thị phần Kênh Phân phối Thực phẩm Tươi sống tại Việt Nam (2010 vs 2024)



2010 (%)

Xu hướng hiện đại hóa

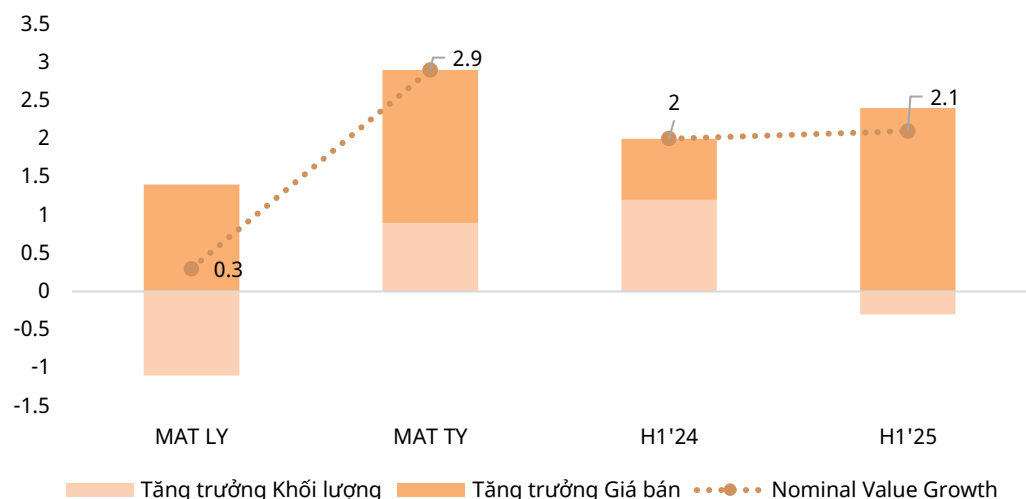


2024 (%)

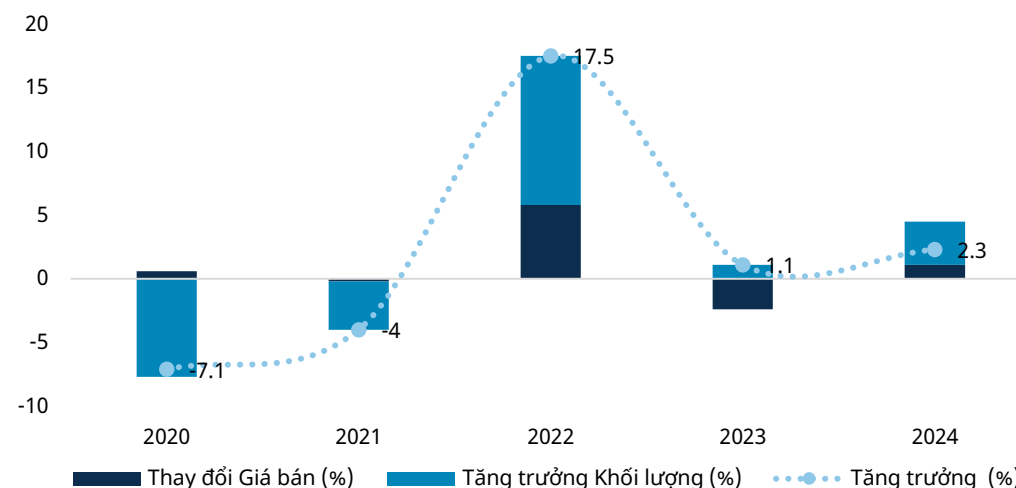
BỨC TRANH FMCG: Áp lực giá cả đè nặng

- Những năm gần đây, tăng trưởng ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) chuyển dần từ dựa trên sản lượng sang giá bán, khi áp lực chi phí và xu hướng “cao cấp hóa” đẩy giá bình quân tăng nhanh hơn nhu cầu thực. Năm 2025, xu hướng này tiếp diễn: 6 tháng đầu năm, FMCG tăng +2,1% YoY, trong đó giá bán tăng +2,4% còn sản lượng giảm -0,3%. Diễn biến này phản ánh tâm lý thận trọng của người tiêu dùng sau giai đoạn thắt chặt chi tiêu và cho thấy nhu cầu thực vẫn chưa phục hồi hoàn toàn, tiếp tục hạn chế tăng trưởng ngắn hạn của ngành.
- Với mức nền thấp của năm 2024, và kỳ vọng cải thiện trong các tháng cuối năm nhờ xu hướng nâng cấp tiêu dùng, các gói kích cầu trong nước và mùa cao điểm Tết 2026, chúng tôi dự phóng ngành FMCG sẽ tăng tốc trong nửa cuối 2025 với tăng trưởng cả năm 2025 được kỳ vọng đạt khoảng 3%. Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng 4-5%/năm, được hỗ trợ bởi: 1) Thu nhập khả dụng cải thiện và niềm tin tiêu dùng phục hồi; 2) Chính sách giảm thuế VAT 2% tiếp tục tạo dư địa cho tiêu dùng thiết yếu; 3) Nhu cầu mùa vụ tăng mạnh trước Tết, đặc biệt ngành hàng có tính lễ hội như đồ uống, thực phẩm đóng gói và sản phẩm biếu tặng.

Tăng trưởng FMCG H1/2025

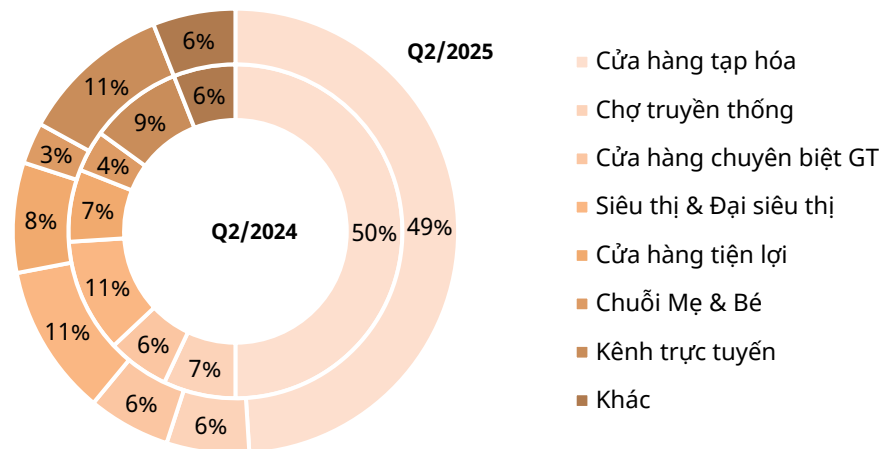


Xu hướng tăng trưởng FMCG giai đoạn (2020-2024)

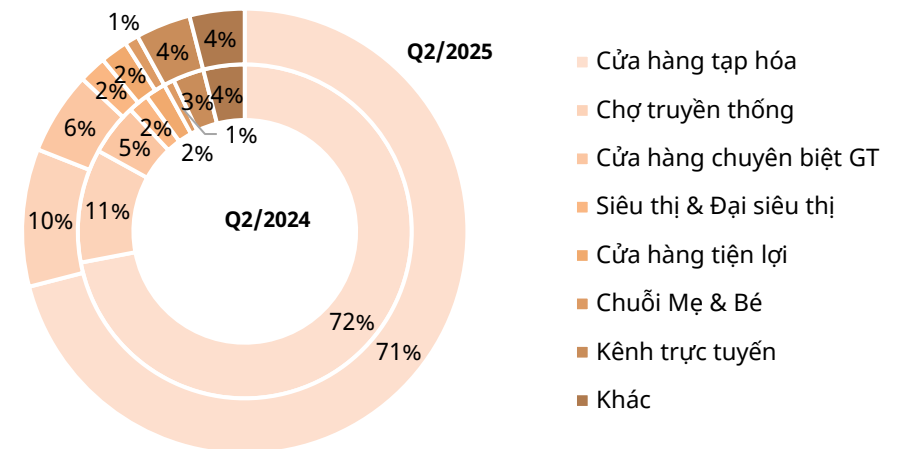


- Thị trường FMCG tại các thành phố dịch chuyển rõ rệt sang các kênh hiện đại. Tỷ trọng của cửa hàng tiện lợi (tăng từ 7% lên 8%) và các kênh trực tuyến (tăng từ 9% lên 11%), cho thấy người tiêu dùng ngày càng ưu tiên sự tiện lợi và khả năng mua sắm nhanh tại các kênh hiện đại. Ngược lại, các chợ truyền thống và cửa hàng nhỏ lẻ tiếp tục thu hẹp thị phần, phản ánh sự thay đổi trong hành vi mua sắm khi người tiêu dùng. Sự mở rộng nhanh của các chuỗi hiện đại mang lại cơ hội cho các thương hiệu FMCG tăng độ phủ, mở rộng nhóm khách hàng và tối ưu kích thước giỏ hàng.
- Tại khu vực nông thôn, mặc dù tốc độ hiện đại hóa chậm hơn, nhưng xu hướng tương tự đang hình thành. Khi thị phần các cửa hàng truyền thống đang giảm dần. Điều này phản ánh sự cải thiện cơ sở hạ tầng bán lẻ, sự tham gia mạnh hơn của các chuỗi cửa hàng tiện lợi và nhu cầu mua sắm cân nhắc về giá và chất lượng. Dù kênh truyền thống vẫn chiếm ưu thế, xu hướng chuyển dịch này cho thấy giai đoạn 2025–2027 sẽ là thời điểm thuận lợi để các nhà bán lẻ hiện đại mở rộng mạng lưới, nơi thu nhập tăng và người tiêu dùng kỳ vọng cao hơn về trải nghiệm mua sắm.

Cơ cấu kênh bán lẻ tại Thành thị Q2/25



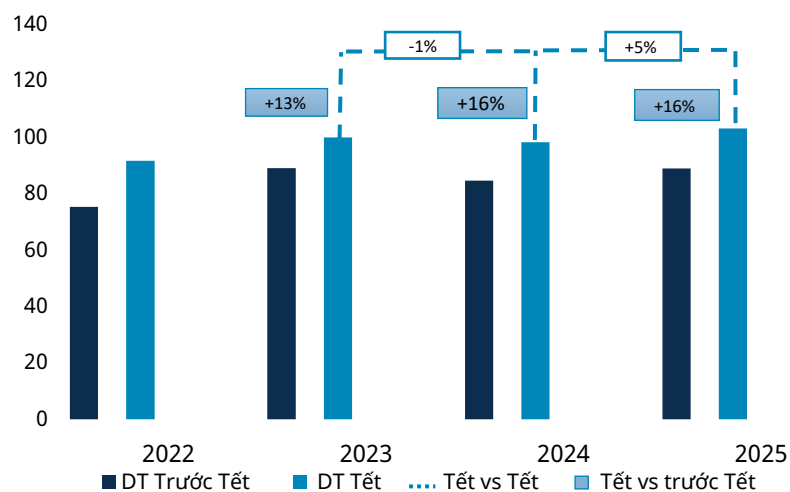
Cơ cấu kênh bán lẻ tại Nông thôn Q2/25



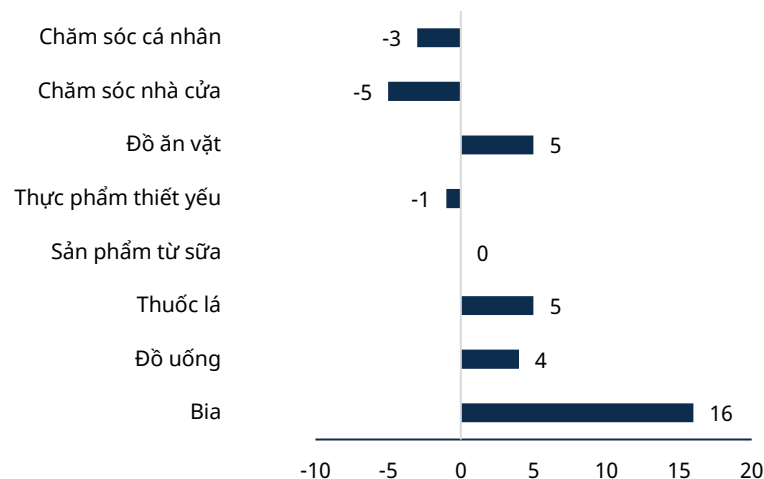
FMCG: TẬN DỤNG “NỐT THĂNG” DỊP TẾT

- Tết giữ vai trò là “mùa cao điểm” của ngành FMCG, khi doanh thu luôn bật tăng mạnh so với giai đoạn trước Tết (Tết 2025 ghi nhận tăng 16% so với trước Tết 2025). Tỷ trọng đóng góp của Tết vào tổng doanh thu cũng duy trì quanh mức 18–20% (giai đoạn năm 2021- 2025), cho thấy đây là mùa bán hàng có tính chu kỳ. Tết vẫn là dịp người tiêu dùng sẵn sàng nâng mức mua sắm, ưu tiên tích trữ và tăng chi tiêu cho các nhóm có tính lễ hội – tạo nên điểm rơi doanh thu chắc chắn cho các doanh nghiệp FMCG.
- Tăng trưởng Tết chủ yếu được thúc đẩy bởi các ngành hàng có tính mùa vụ cao, đặc biệt là Bia và Đồ ăn vặt – hai nhóm ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội trong Tết 2025. Bia tăng +16% so với Tết 2024, đồ ăn vặt và đồ uống bật tăng +5%, trở thành hai động cơ tăng trưởng nổi bật nhất. Trái lại, các nhóm thiết yếu như Sữa, Chăm sóc cá nhân hay Chăm sóc nhà cửa ghi nhận tăng trưởng thấp hơn hoặc giảm nhẹ do người tiêu dùng ưu tiên ngân sách cho các mặt hàng phục vụ biếu tặng, tụ họp và tiêu dùng trong gia đình.
- Bước sang Tết 2026, nhu cầu được kỳ vọng duy trì đà tăng tích cực nhờ: 1) Nhu cầu tiêu dùng cải thiện; 2) Sự mở rộng của kênh hiện đại nhờ đa dạng sản phẩm và khuyến mãi hấp dẫn; 3) Xu hướng cao cấp hoá trong chi tiêu tiếp tục lan rộng ở các nhóm hàng mang tính lễ hội.

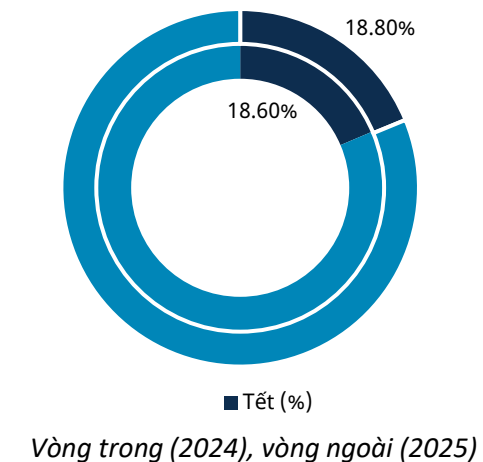
Doanh thu & Tăng trưởng FMCG trong 3 mùa Tết (%)



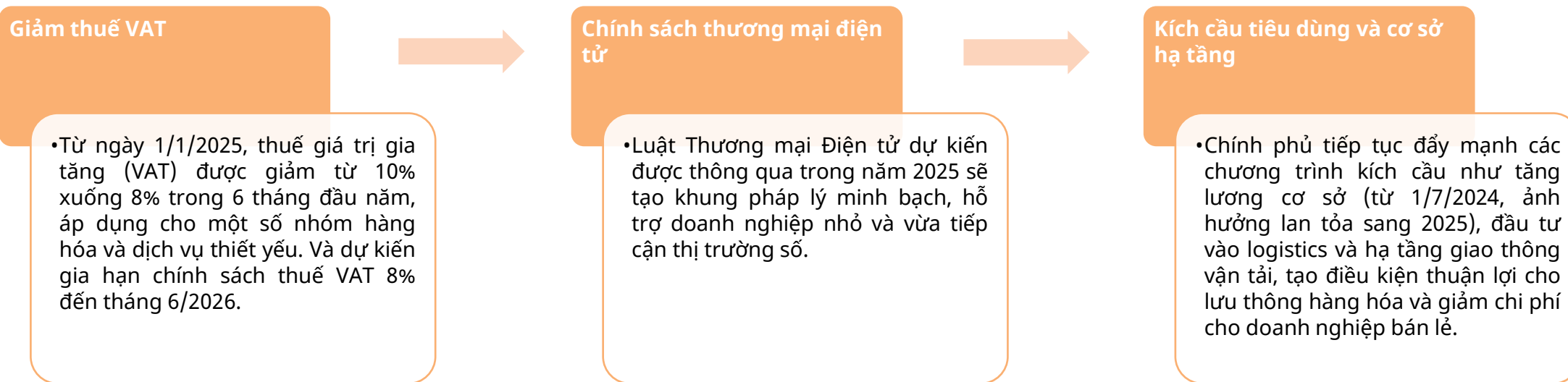
Tăng trưởng Tết 25 vs tết 24 theo ngành hàng (%)



Tỷ trọng đóng góp của Tết (%)



- Chúng tôi lựa chọn hợp nhất hai nhóm Thực phẩm tươi sống và FMCG nhằm xây dựng góc nhìn toàn diện cho ngành Thực phẩm, trên cơ sở cả hai nhóm đều chiếm tỷ trọng lớn trong chi tiêu thực phẩm của hộ gia đình, phục vụ nhu cầu thiết yếu và có mối liên hệ chặt chẽ trong hành vi tiêu dùng. Đồng thời, hai nhóm này cũng chịu tác động tương đồng từ các yếu tố vĩ mô như biến động giá nguyên liệu, sức mua hộ gia đình và xu hướng chuyển dịch kênh bán lẻ.
- Dựa trên đánh giá đối với hai trụ cột này, chúng tôi nhận định triển vọng ngành Thực phẩm giai đoạn 2025–2026 ở mức tích cực, được nâng đỡ bởi các động lực chính: 1) Người tiêu dùng ngày càng ưu tiên các sản phẩm an toàn, có truy xuất nguồn gốc và chất lượng cao qua đó thúc đẩy nâng cấp tiêu chuẩn sản xuất – phân phối; 2) Quá trình hiện đại hóa bán lẻ diễn ra nhanh cùng sự mở rộng mạnh của thương mại điện tử trong ngành thực phẩm, được hỗ trợ bởi khung pháp lý ngày càng hoàn thiện, bao gồm Luật Thương mại điện tử và các chính sách thúc đẩy chuyển đổi số trong phân phối hàng tiêu dùng; 3) Thu nhập khả dụng cải thiện và Chính phủ tiếp tục duy trì các chính sách hỗ trợ hàng thiết yếu như chương trình bình ổn giá, giảm thuế VAT, ưu đãi tín dụng cho doanh nghiệp phân phối thực phẩm và các gói kích cầu tiêu dùng; 4) Chi tiêu mùa vụ vẫn là động lực quan trọng, góp phần duy trì mức cầu ổn định trong năm.
- Mã cổ phiếu đáng chú ý: PAN, VNM**



- Ngành thực phẩm ghi nhận mức độ phân hoá lợi nhuận rõ rệt trong 9M/2025. Một số doanh nghiệp như PAN và MML cải thiện kết quả đáng kể, với PAN tăng trưởng lợi nhuận +11% và MML chuyển từ mức lỗ sang lãi. Ở chiều ngược lại, các doanh nghiệp lớn trong ngành như VNM, QNS và MCH tiếp tục đối mặt áp lực khi lợi nhuận lần lượt giảm 10%, 25% và 16%, chủ yếu do giá nguyên liệu duy trì ở mức cao và sức mua nội địa yếu hơn kỳ vọng. Nhìn chung, tổng lợi nhuận toàn ngành giảm 10%, phản ánh bức tranh tăng trưởng không đồng đều và sự phân hóa ngày càng rõ giữa các doanh nghiệp.

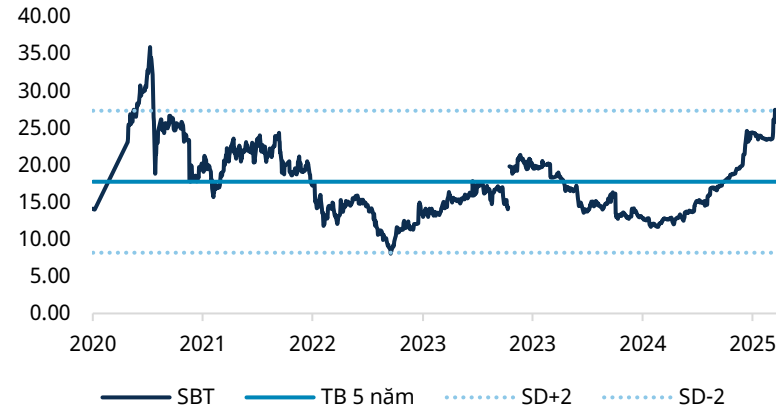
Mã	Sàn	Doanh thu thuần 9M/2024	Doanh thu thuần 9M/2025	Tăng trưởng	Lãi ròng 9M/2024	Lãi ròng 9M/2025	Tăng trưởng
VNM	HOSE	46,306	46,612	1%	7,269	6,570	-10%
SBT	HOSE	22,458	19,495	-13%	616	578	-6%
QNS	UPCoM	8,069	7,872	-2%	1,755	1,319	-25%
PAN	HOSE	11,917	13,285	11%	363	403	11%
MML	UPCoM	5,446	6,794	25%	(72)	438	
MCH	UPCoM	21,955	21,281	-3%	5,474	4,588	-16%
Tổng		116,151	115,339	-1%	15,405	13,895	-10%

P/E CỦA MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

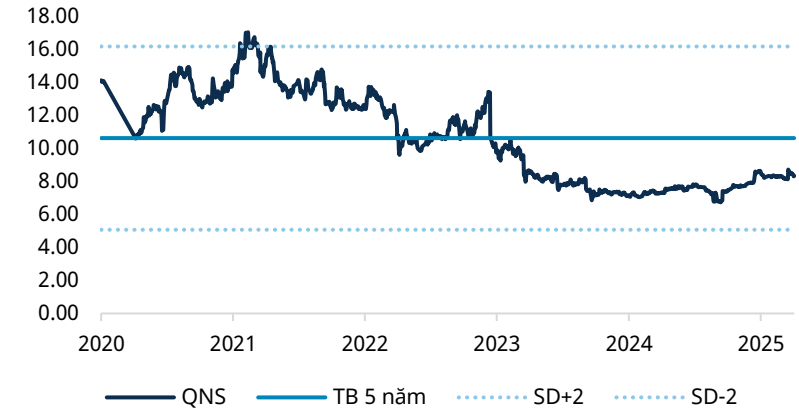
P/E VNM



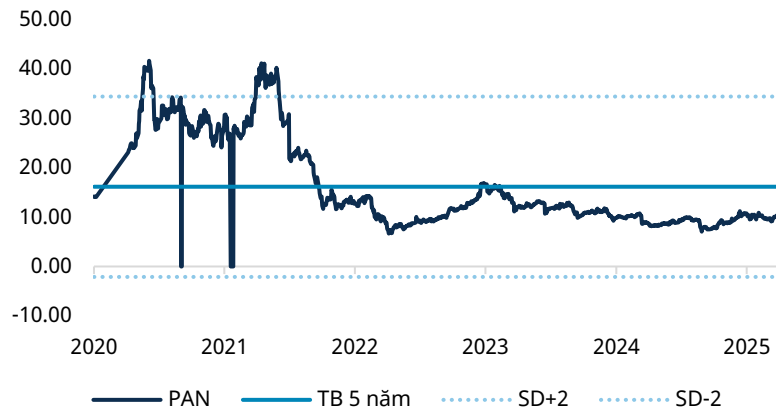
P/E SBT



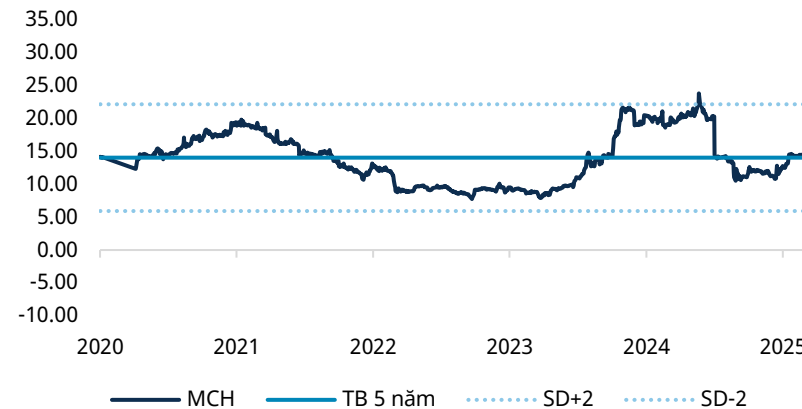
P/E QNS



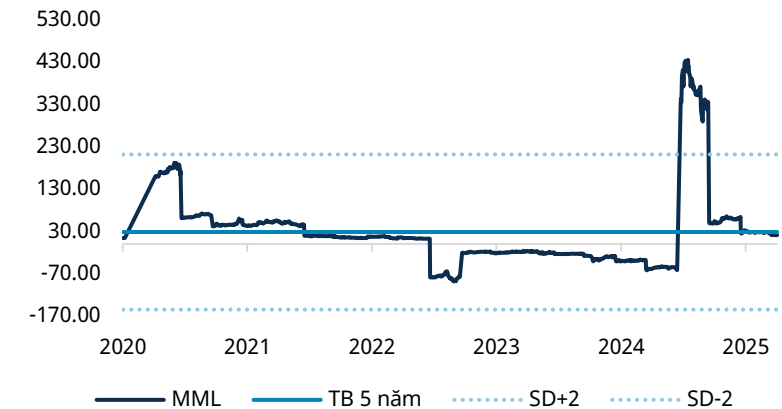
P/E PAN



P/E MCH

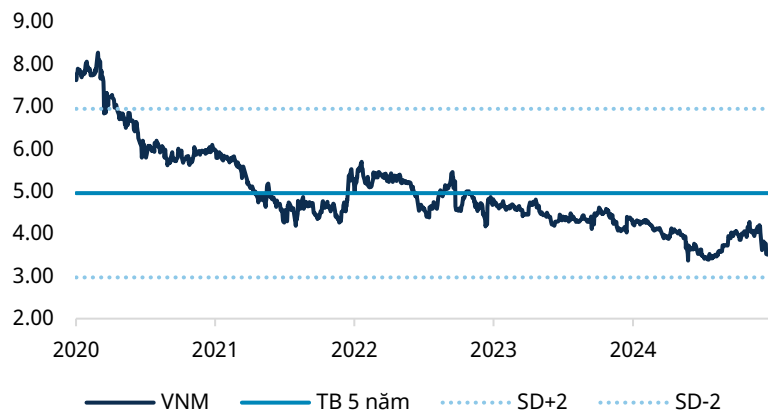


P/E MML



P/B CỦA MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

P/B VNM



P/B SBT



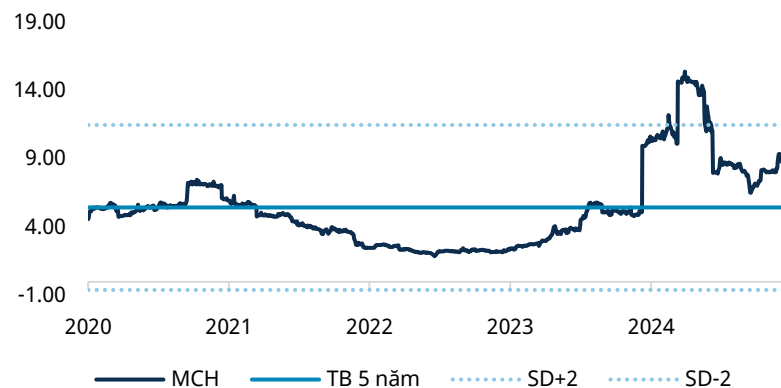
P/B QNS



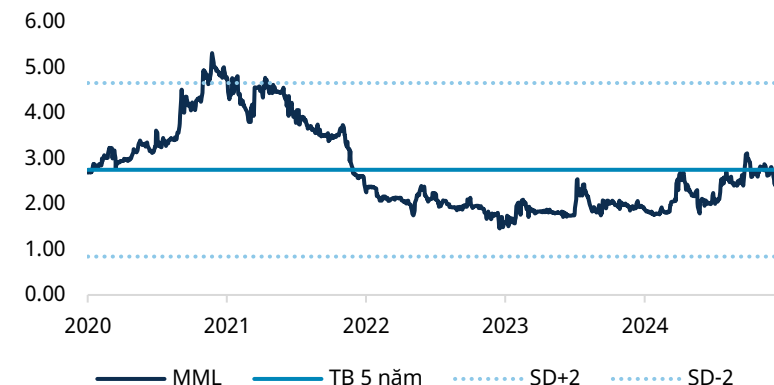
P/B PAN



P/B MCH



P/B MML



BÁO CÁO NGẮN

Công ty Cổ phần Tập đoàn PAN (PAN)



KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG

THE PAN GROUP

Analyst: Hoàng Oanh

Email: oanh.h@miraeeasset.com.vn +84 28 3910 222

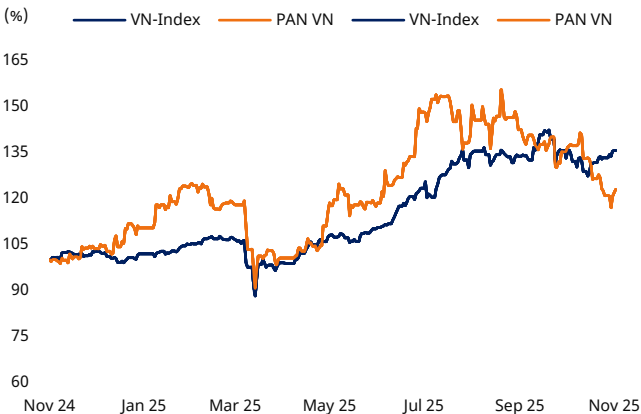
Giá đóng cửa (11/12/2025)	27.850
Giá mục tiêu (12 tháng)	32.600
Lợi nhuận kỳ vọng	17%
Lãi ròng (25F, tỷ đồng)	655
Tăng trưởng EPS (23F, %)	17%
P/E (23F, x)	8,8

Vốn hoá (tỷ đồng)	5,839
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	209
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	82.1
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	20.9
Beta (12M)	0.9
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	20,400
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	35,600

(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	-10.9	1.8	21.8
Tương đối	-11.2	-24.6	-13.9

Hiệu quả từ sự cân đối

- Lũy kế 9 tháng 2025**, PAN ghi nhận doanh thu thuần đạt 13.285 tỷ đồng (+11% YoY) đà tăng chủ yếu nhờ tăng trưởng từ mảng thủy sản tăng 23,5% YoY; trong khi mảng nông nghiệp giảm nhẹ 1,5%; mảng thực phẩm đóng gói tăng nhẹ 2,4%. Lợi nhuận ròng đạt 403 tỷ đồng (+11% YoY).
- Mảng nông nghiệp**: Giá gạo xuất khẩu bình quân của Việt Nam trong 9T/2025 giảm khoảng 18%YoY, do Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu và xu hướng tăng tự chủ nguồn cung tại các thị trường nhập khẩu lớn như Philippines và Indonesia, khiến nhu cầu toàn cầu suy yếu. Diễn biến này tạo áp lực lên giá bán và biên lợi nhuận của mảng nông nghiệp PAN. Tuy nhiên, nhờ lợi thế tự chủ được nguồn giống và duy trì sự ổn định nhờ tập trung vào phân khúc gạo cao cấp, giúp giảm thiểu rủi ro trước biến động giá. Đồng thời, nhu cầu giống và thuốc bảo vệ thực vật dự kiến phục hồi trong vụ Đông Xuân – vụ chiếm khoảng 70% sản lượng năm, qua đó hỗ trợ doanh thu trong quý 4.
- Mảng thực phẩm**: PAN đang trong quá trình tái cơ cấu, tập trung mở rộng xuất khẩu và điều chỉnh cơ cấu sản phẩm theo phân khúc trung – cao cấp nhằm phù hợp xu hướng “cao cấp hóa” trong tiêu dùng. Song song đó, doanh nghiệp đẩy mạnh kênh bán lẻ hiện đại nhằm cải thiện biên lợi nhuận trong giai đoạn cuối năm.
- Mảng thủy sản**: Ghi nhận mức tăng trưởng tích cực nhất trong 9T/2025, với doanh thu xuất khẩu tôm và cá tra đều tăng trên 23% YoY. Tuy nhiên, áp lực từ thuế đối ứng 20% của Mỹ và rủi ro từ các loại thuế chống bán phá giá (AD) và chống trợ giá (CVD) dự kiến công bố vào tháng 12/2025 tại Mỹ có thể khiến hoạt động xuất khẩu gặp nhiều thử thách hơn. Công ty cũng lên kế hoạch tái cơ cấu thị trường xuất khẩu theo hướng mở rộng sang Nhật Bản, Canada, Úc và Hàn Quốc, giúp giảm phụ thuộc vào thị trường Mỹ. Đồng thời, việc mở rộng danh mục sản phẩm giá trị gia tăng giúp cải thiện biên lợi nhuận và nâng sức cạnh tranh cho Doanh nghiệp.
- Dự phóng và định giá**: Năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu PAN đạt 17.827 tỷ đồng (+10% YoY), lãi ròng đạt 655 tỷ đồng (+7,6% YoY), biên lợi nhuận thu hẹp từ 20,9% năm 2024 xuống 20,3%, chủ yếu do chi phí đầu vào ở mức cao cùng với áp lực từ thuế đối ứng. Năm 2026, ước tính doanh thu đạt 18.802 tỷ đồng (+5% YoY), lãi ròng đạt 723 tỷ đồng (+10% YoY), biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 20,6% nhờ kỳ vọng áp lực chi phí đầu vào giảm dần.
- EPS dự kiến năm 2025 đạt 3.176 đồng/cp, tương ứng mức P/E forward ở mức 8,8 lần. Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC dành cho PAN: 1) Kỳ vọng doanh thu từ các tháng cao điểm mùa vụ cuối năm 2025 và đầu năm 2026; 2) Đa dạng hóa sản phẩm và thị trường xuất khẩu giảm thiểu rủi ro.



	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025(F)	FY 2026(F)
Doanh thu	9,249	13,655	13,205	16,182	17,827	18,802
LNHĐKD	451	870	939	1,162	1,284	1,467
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	4.9	6.4	7.1	7.2	7.2	7.8
Lãi ròng	297	374	406	609	655	723
EPS (VND)	1,110	1,384	1,668	2,704	3,136	3,461
ROE (%)	5.9	6.7	7.5	11.5	13.4%	12.6
P/E (x)	34.7	10.8	12.1	8.8	8.8	8.0
P/B (x)	1.9	0.7	0.9	1.0	0.6	0.5
Cổ tức/thị giá (%)	1.3	1.5	#N/A	2.1	2	2

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Fdata, Mirae Asset

BÁO CÁO NGẮN

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM)

KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

Mua

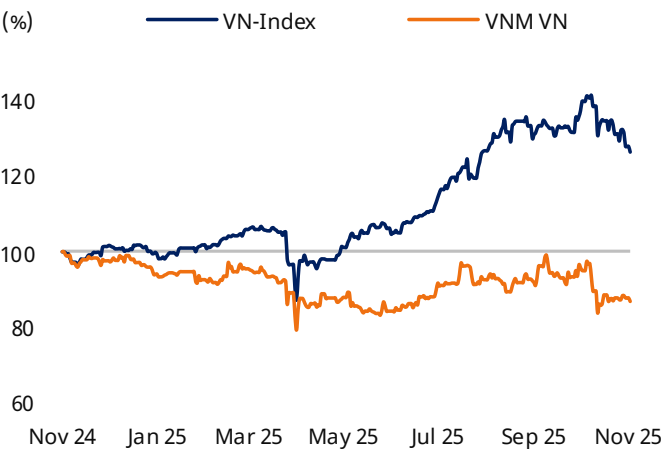


Analyst: Huỳnh Thị Thu Thảo
• Email: thao.htt@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

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

Ổn định bứt phá nhờ “cú hích kép”

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



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

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Fdata, Mirae Asset

Mirae Asset Vietnam Research

- Báo cáo được viết và phát hành bởi Chứng khoán Mirae Asset. Báo cáo được thực hiện dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Chứng khoán Mirae Asset không chịu trách nhiệm về độ chính xác, tính công bằng và đầy đủ của những thông tin này. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Chứng khoán Mirae Asset, các đối tượng có kiến thức về môi trường kinh doanh địa phương, pháp luật cũng như nguyên tắc kế toán.
- Báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của từng khách hàng. Thông tin và quan điểm trong báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. Chứng Khoán Mirae Asset, các chi nhánh, giám đốc, nhân viên và các đại lý không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.
- Chứng Khoán Mirae Asset, các chi nhánh, giám đốc, nhân viên và các đại lý có thể thực hiện hoặc đề nghị các giao dịch mua hoặc bán bất kỳ loại chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào vào bất kỳ thời điểm nào. Chứng khoán Mirae Asset và các chi nhánh có thể đã, đang hoặc sẽ có mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được luật pháp và quy định hiện hành cho phép. Báo cáo này không được sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Chứng khoán Mirae Asset.