

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2025

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	68.600
Giá thị trường (10/11/2025)	57.000
Lợi nhuận kỳ vọng	+20,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	47.972-62.184
Vốn hóa	119.127 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.089.955.445
KLGD bình quân 10 ngày	2.747.983
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.350
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,63%
Beta	0,65

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

(84 24) 3928.8080 ext.209

dunglnt@bvsc.com.vn

CTCP Sữa Việt Nam

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

Tăng trưởng nhẹ trở lại trong 2026F

Doanh thu hợp nhất tiếp tục thiết lập đỉnh theo quý. Quý 3/2025, doanh thu thuần đạt 16.953 tỷ đồng (+9,1% YoY) và LNST-CĐTS 2.527 tỷ đồng (+5,1% YoY). Lũy kế 9T/2025, doanh thu thuần đạt 46.612 tỷ đồng (+0,7% YoY) và LNST đạt 6.570 tỷ đồng (-9,6% YoY).

Mảng kinh doanh trong nước nổi tiếp đà phục hồi. Quý 3/2025 doanh thu đạt 13.494 tỷ đồng (+4,4% YoY và -0,9% QoQ), sự phục hồi vẫn tới từ doanh thu nội địa công ty mẹ với 12.227 tỷ đồng (+5,3% YoY) trong khi Mộc Châu Milk doanh thu tiếp tục suy giảm 3,2% YoY đạt 716 tỷ đồng.

Mảng kinh doanh nước ngoài tăng trưởng ấn tượng. Quý 3/2025, doanh thu nước ngoài đạt 3.459 tỷ đồng (+32,6% YoY và +11,2% QoQ), sự tăng trưởng tới đồng đều từ cả thị trường xuất khẩu và các công ty tại nước ngoài, lần lượt đạt 2.019 tỷ đồng (+46,6% YoY) và 1.440 tỷ đồng (+16,6% YoY). Động lực chính tại các thị trường trọng điểm Châu Á, Châu Phi và tăng cường xuất khẩu sang Campuchia (phối hợp với Angkormilk khai thác).

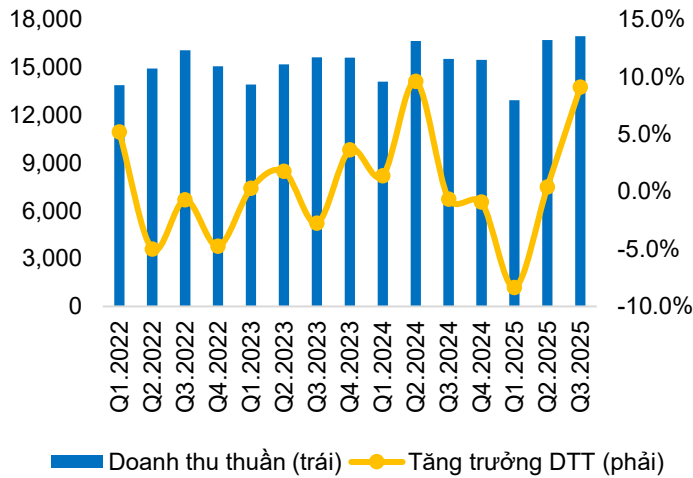
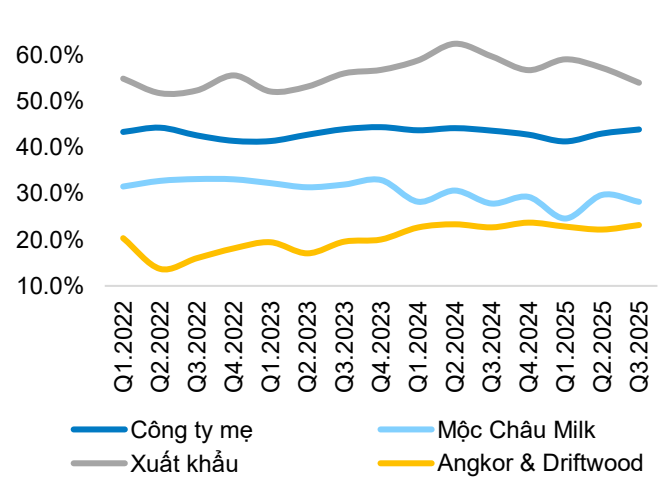
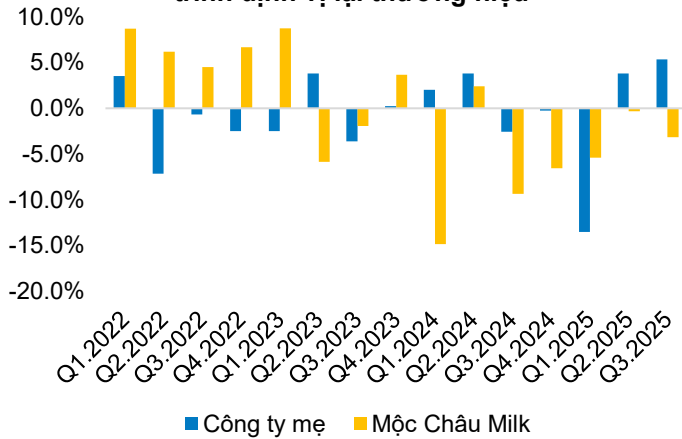
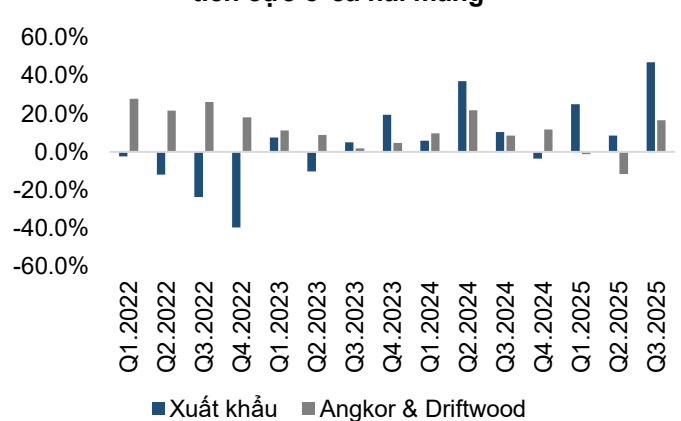
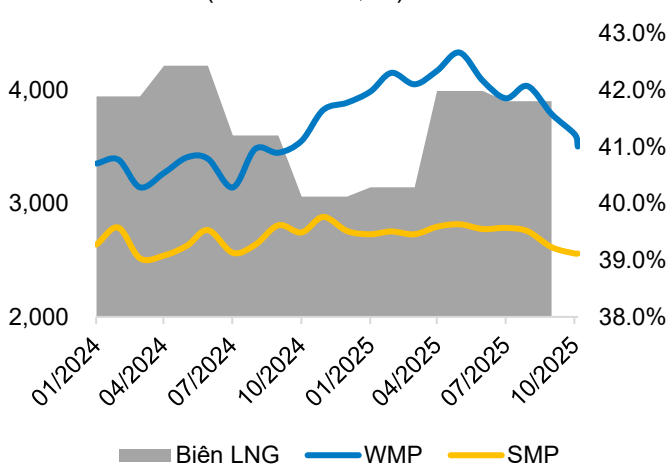
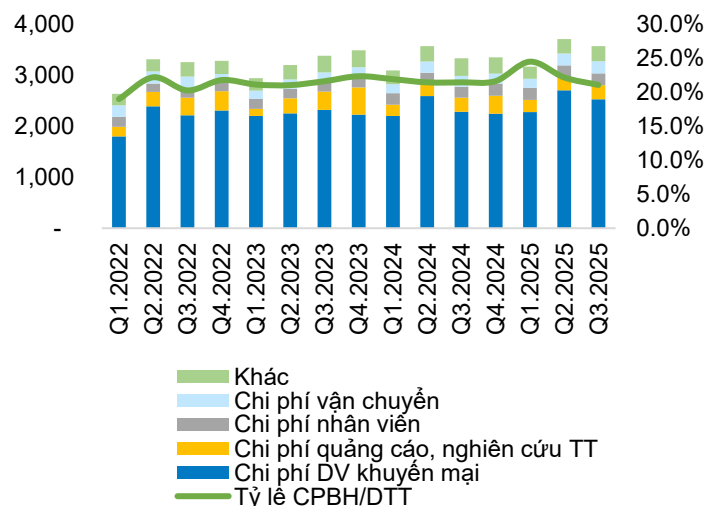
Biên lợi nhuận gộp trong Q3/2025 đạt 41,8%. Biên lợi nhuận gộp hợp nhất trong Q3/2025 đạt 41,8% - cao hơn 60 điểm cơ bản so với Q3/2024 và thấp hơn 20bps so với quý trước. Biên LNG sẽ tiếp tục phục hồi trong các quý tới khi diễn biến giá nguyên liệu đầu vào ủng hộ, VNM đã chốt giá cho Q4/2025 và Q1/2026.

Trong Quý 3/2025, VNM cũng ghi nhận lỗ tại công ty liên kết, liên doanh đột biến -194,5 tỷ đồng so với mức -5 tỷ đồng cùng kỳ năm 2024. Khoản mục này tới từ việc bán cổ phần tại Miraka Holdings và VNM trích lập dự phòng một cách thận trọng với giả định giá trị thu hồi bằng 0 qua đó ghi nhận khoản lỗ hơn 200 tỷ đồng (giá trị khoản đầu tư tại đầu năm là hơn 221 tỷ đồng).

KQKD trong 2 quý tiếp theo tăng trưởng mạnh trên mức nền thấp của Q4/2024 và Q1/2025. BVSC ước tính, doanh thu và LNST-CĐTS trong Q4/2025 của VNM lần lượt đạt 16.964 tỷ đồng (+9,6% YoY) và 2.503 tỷ đồng (+17,9% YoY). Động lực trong hai quý tới tới từ hệ thống phân phối cải thiện, đóng góp tích cực của các sản phẩm mới (đặc biệt là chiến dịch đưa dòng Green Farm ra kênh truyền thống).

Dự phóng năm 2026F lợi nhuận phục hồi rõ ràng hơn. Năm 2026F, BVSC dự phóng doanh thu thuần đạt 65.924 tỷ đồng (+4,7% YoY) và LNST-CĐTS đạt 9.690 tỷ đồng (+5,8% YoY). Sự phục hồi của LNST đến từ mức nền thấp trong năm 2025F, kết hợp với kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận gộp cải thiện.

Khuyến nghị đầu tư. Sử dụng phương pháp DCF, định giá VNM ở mức **68.600 đồng/cp** tại cuối năm 2026F và khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu VNM.

Báo cáo cập nhật VNM
Doanh thu thuần & tăng trưởng
(đvt: tỷ đồng)

Biên lợi nhuận gộp phục hồi theo quý từ mức thấp Q4/2024 và Q1/2025

MCM tiếp tục suy giảm khi đang trong quá trình định vị lại thương hiệu

Doanh thu nước ngoài tăng trưởng tích cực ở cả hai mảng

Diễn biến giá bột sữa WMP, SMP theo hướng có lợi cho VNM
(đvt: USD/mt, %)

Chi phí bán hàng vẫn được kiểm soát ổn định
(đvt: tỷ đồng, %)


Nguồn: VNM, BVSC

Dự phóng KQKD năm 2026F

Năm 2026F, BVSC dự phóng doanh thu thuần đạt 66.991 tỷ đồng (+5,4% YoY) và LNST-CĐTS đạt 9.663 tỷ đồng (+6,5% YoY). Động lực phục hồi KQKD trong năm sau trên mức nền thấp của năm 2025F tới từ (1) mảng nội địa công ty mẹ tăng trưởng tốt hơn nhờ hiệu quả hệ thống phân phối và đóng góp tích cực của các sản phẩm mới; và (2) kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận gộp trong bối cảnh giá sửa bột nguyên liệu diễn biến theo chiều hướng có lợi cho VNM.

(Đvt: tỷ đồng)	2024A	2025F	%YoY	2026F	%YoY
Doanh thu thuần	61.783	63.577	2,9%	66.991	5,4%
Mảng nội địa	50.799	50.872	0,1%	52.822	3,8%
Công ty mẹ	45.013	45.641	1,4%	47.246	3,5%
Mộc Châu Milk	2.917	2.834	-2,8%	3.061	8,0%
Khác	2.870	2.396	-16,5%	2.516	5,0%
Mảng nước ngoài	10.983	12.705	15,7%	14.169	11,5%
Xuất khẩu	5.664	7.218	27,4%	8.264	14,5%
Angkor & Driftwood	5.319	5.487	3,2%	5.905	7,6%
Lợi nhuận gộp	25.590	26.384	3,1%	27.837	5,5%
SG&A	-15.186	-16.055	5,7%	-17.016	6,0%
LNST-CĐTS	9.392	9.073	-3,4%	9.663	6,5%
Biên LNG	41,4%	41,5%		41,6%	
SG&A/doanh thu	24,6%	25,3%		25,4%	

Định giá

BVSC sử dụng phương pháp DCF, định giá cổ phiếu VNM ở mức **68.600 đồng/cp** tại thời điểm cuối năm 2026F và khuyến nghị **OUTPERFORM**. Tại mức giá mục tiêu, P/E của VNM tương ứng ở cuối 2026F là 14,8x, tương đối phù hợp với mức P/E bình quân trong vòng 2 năm trở lại đây.

Định giá DCF (đồng/cp)	2026F
Giá mục tiêu cuối năm 2026F	68.610
P/E tại giá mục tiêu	14,8x

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	60.369	61.783	63.577	66.991
Giá vốn	(35.824)	(36.192)	(37.192)	(39.154)
Lợi nhuận gộp	24.545	25.590	26.384	27.837
Doanh thu tài chính	1.716	1.586	1.530	1.566
Chi phí tài chính	503	428	327	460
LNST-CĐTS	8.874	9.392	9.073	9.663

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tiền & khoản tương đương tiền	23.049	25.486	26.203	24.328
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.464	5.360	5.137	5.668
Hàng tồn kho	6.128	5.687	6.330	6.408
Tài sản cố định	11.689	11.520	12.043	13.090
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	831	1.373	820	820
Tổng tài sản	52.673	55.049	55.851	56.370
Nợ ngắn hạn	17.139	18.460	18.649	19.222
Nợ dài hạn	509	415	765	764
Vốn chủ sở hữu	35.026	36.174	36.436	36.384
Tổng nguồn vốn	52.673	55.049	55.851	56.370

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-2%	2%	3%	5%
Tăng trưởng LNST	-19%	6%	-3%	7%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	40%	41%	42%	42%
Lợi nhuận thuần biên	14%	15%	14%	14%
ROA	17%	18%	16%	17%
ROE	27%	29%	28%	30%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	10%	17%	18%	17%
Tổng nợ/Tổng VCSH	15%	26%	27%	27%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.621	4.015	3.867	4.131
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.282	15.445	15.582	15.513

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lương Ngọc Tuấn Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhnd@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoimn@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn. Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888