

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Ổn định phân phối, vững vàng đi lên

- Q4/2025, VNM ghi nhận LN ròng tăng mạnh 31% svck đạt 2,840 tỷ đồng nhờ các thị trường đều tăng tốt và cơ cấu lại kênh bán hàng hiệu quả. Cả năm 2025, LN ròng đạt 9,410 tỷ đồng (+0% svck), hoàn tất 95% dự phóng của MBS Research.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 8.5% trong năm 2026-2027 với động lực chủ yếu từ thị trường nội địa và giá NVL đầu vào giảm nhiệt.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 80,800 VND/cổ phiếu

Q4/2025, LN ròng tăng mạnh 31% svck nhờ các thị trường tăng trưởng tốt và tối ưu kênh bán hàng
Q4/2025, tổng DT đạt 17,034 tỷ đồng (+10% svck), trong đó nội địa ghi nhận mức kỉ lục, đạt 13,846 tỷ đồng (+8% svck) chủ yếu nhờ vào chiến lược cao cấp hóa sản phẩm. Bên cạnh đấy, doanh thu nước ngoài ghi nhận 3,188 tỷ đồng (+21% svck) với động lực chủ yếu từ doanh thu xuất khẩu thuần. Biên LN gộp tăng nhẹ 0.3d% svck nhờ khả năng ổn định NVL đầu vào. Tỷ trọng CPBH&QLDN giảm 3d% svck nhờ sự tối ưu chi phí hỗ trợ bán hàng. Thu nhập tài chính giảm 9% svck, chi phí tài chính giảm 23% svck. Tổng kết, LN ròng đạt 2,840 tỷ đồng, tăng 34% svck. Lũy kế cả năm 2025, DT và LN ròng đạt 63,645/9,410 tỷ đồng, hoàn tất 97%/95% dự báo của MBS Research.

Lợi nhuận ròng ước tính tăng 9%/8% svck trong năm 2026-2027

Chúng tôi kỳ vọng ~750 cửa hàng Vinamilk với nhận diện thương hiệu mới, cùng hệ thống phân phối bán lẻ được ổn định sẽ là động lực tăng trưởng chính cho VNM, giúp cho sản lượng gia tăng. Kết hợp với chiến lược cao cấp hóa sản phẩm, nâng cao chất lượng sản phẩm với hàm lượng dinh dưỡng cao giúp cho tổng doanh thu tăng 5%/7% svck trong năm 2026-2027. Bên cạnh đấy, giá NVL đầu vào giảm nhiệt nhờ nguồn cung dồi dào quốc tế sẽ giúp cho biên LN gộp cải thiện 1d% svck trong 2026 và duy trì trong năm 2027. Tổng kết, chúng tôi ước tính tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 8.5% trong năm 2026-2027

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 80,800 VND/cổ phiếu
Giá mục tiêu mới cao hơn 4% sv dự báo cũ (T2/2025) do chúng tôi tăng P/E mục tiêu năm 2026 nhờ HDKD cốt lõi vững chắc hơn. Giá NVL sữa giảm nhiệt trong năm 2026, kết hợp với chiến lược cao cấp hóa phù hợp sẽ giúp cho DT và biên LN gộp cải thiện, kỳ vọng LN ròng tăng trưởng kép 8.5% trong năm 2026-2027. Bên cạnh đấy, VNM còn có câu chuyện đáng lưu tâm năm 2026 là việc thoái vốn liên quan đến Platinum Victory (125.8tr cp) với tổng số lượng ~6% CPLH. Chúng tôi cho rằng mức giá thoái vốn sẽ ở mức định giá phù hợp theo quan điểm đầu tư cơ bản và cao hơn giá thị trường hiện tại, điều này sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho diễn biến giá của VNM trong thời gian tới.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	61,782	63,645	67,088	72,160
Lợi nhuận ròng	9,392	9,410	10,233	11,050
Tăng trưởng doanh thu thuần	2.3%	3.0%	5.4%	7.6%
Tăng trưởng LN ròng	5.8%	0.2%	8.7%	8.0%
Biên LN gộp	41.4%	41.2%	42.3%	42.4%
Biên EBITDA	20.6%	20.5%	20.7%	20.9%
ROAE	26.4%	26.6%	29.6%	31.4%
ROAA	17.4%	17.4%	19.2%	20.2%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,494	4,503	4,897	5,288
BVPS (VND/cổ phiếu)	15,445	14,682	14,637	15,062

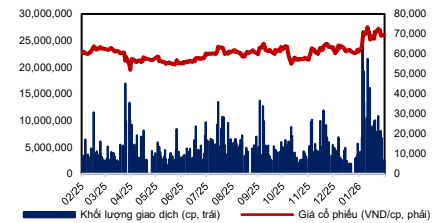
Nguồn: VNM, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu VND80,800

Tiềm năng tăng giá (bao gồm tỷ suất cổ tức) 24%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:
EPS 26/27 giảm 3%/1% sv báo cáo cũ
Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	69,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	73,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	48,000
Vốn hóa (tỷ VND)	143,789
P/E (TTM)	15.5
P/B	4.2
Thị suất cổ tức (%)	5.5
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	50.3

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)	
Tổng CTĐT và KD vốn nhà nước – Công ty TNHH	36.0
F&N Dairy Investments Pte Ltd	22.3
Platinum Victory Pte. Ltd	6.0
Others	35.7



Nguyễn Quỳnh Ly
Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Luận điểm đầu tư & khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

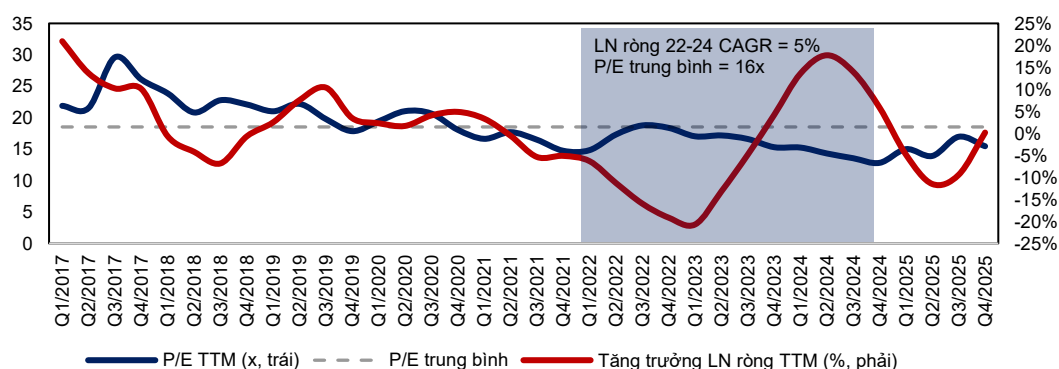
- Sau khi ổn định hệ thống phân phối và mở rộng cửa hàng Vinamilk mô hình mới, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi doanh thu nội địa sẽ khả quan hơn và đạt tốc độ tăng trưởng kép 5% trong năm 2026-27. Bên cạnh đấy, giá NVL sản xuất đầu vào cũng được dự báo sẽ hạ nhiệt trong năm 2026 nhờ nguồn cung dồi dào trong bối cảnh cầu thế giới còn yếu, do vậy chúng tôi ước tính biên LN gộp tăng 1d% svck và duy trì ~42% trong năm 2026-2027. Tổng kết, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép lợi nhuận ròng sẽ tích cực hơn năm 2026-27, đạt 8.5% với động lực chủ yếu từ sự phục hồi thị trường nội địa cùng với sự giảm nhiệt của giá nguyên vật liệu sữa đầu vào.
- So với các doanh nghiệp sữa trong cùng khu vực, VNM tiếp đà duy trì ROE ở ngưỡng cao (27%), cao hơn trung bình ngành (16%) và tỷ lệ vay nợ/VCSH là 0.3, thấp hơn trung bình ngành (0.4x). Hiện tại, doanh nghiệp có lượng tiền mặt ròng/cổ phiếu ~6,600 đồng, khả năng tài chính lành mạnh giúp VNM hưởng lợi lớn trong bối cảnh lãi suất tăng.
- VNM sở hữu tỷ suất lợi tức cao, tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình duy trì ở mức 80% trong 5 năm gần đây, tương đương khoảng 3,900VND/cổ phiếu, lợi suất cổ tức đạt 5.5%.

Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**, giá mục tiêu 1 năm là 80,800 VND/cổ phiếu dựa vào 2 phương pháp DCF và P/E (tiềm năng tăng giá 23.8%, bao gồm lợi suất cổ tức 5.7%).

- Phương pháp DCF với WACC: 9.4%, COE: 10%, LTG: 2% để phản ánh ước tính về sự tăng trưởng của VNM trong giai đoạn 2026F-2035F
- VNM đang có mức định giá hấp dẫn khi P/E TTM đang ở mức 16x và lợi nhuận ròng đang trong giai đoạn phục hồi tích cực. Trong bối cảnh sức cầu thiết yếu đang khả quan và hệ thống phân phối của VNM đã ổn định trở lại, chúng tôi kỳ vọng mức P/E mục tiêu cao hơn trong giai đoạn mới, đánh dấu thời điểm tăng trưởng mới của VNM sau giai đoạn khó khăn hậu COVID-19. Do vậy, P/E mục tiêu của chúng tôi cho giai đoạn 2026-27 ở mức 17.5x, cao hơn so với trung bình giai đoạn 2022-24 (16x) để phản ánh tăng trưởng kép về kỳ vọng lợi nhuận ròng của giai đoạn 2026-2027 (9%) tích cực hơn giai đoạn năm 2022 – 2024 (5%).

Hình 1: Tăng trưởng lợi nhuận ròng và P/E



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 2: Tổng hợp phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND/cp)
FCFF	50%	81,988
P/E	50%	79,661
Giá mục tiêu (làm tròn)		80,800
Giá hiện tại (11/02/2026)		68,400
Tiềm năng tăng giá (bao gồm tỷ suất cổ tức)		23.8%

Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 3: Dự báo dòng tiền phương pháp DCF

	2026	2027	2028	2029	///	2035
EBIT	11,790	12,857	13,640	14,483		21,180
Khấu hao	1,869	1,972	2,081	2,198		3,075
Đầu tư tài sản cố định	(2,214)	(2,381)	(2,551)	(2,735)		(4,238)
Thay đổi vốn lưu động	54	(279)	(283)	(307)		(513)
Dòng tiền tự do	11,499	12,169	12,888	13,639		19,503
Chi phí thuế	(2,339)	(2,642)	(2,707)	(2,985)		(4,398)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	9,160	9,527	10,181	10,654		15,106
Giá trị năm cuối mô hình						210,799
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8,374	7,962	7,779	7,442		6,159
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình						85,953

Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 4: Định giá theo FCFF và các giả định

FCFF		
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 26E-35E	tỷ đồng	71,705
(+) Giá trị hiện tại giá trị DN cuối chu kỳ	tỷ đồng	85,953
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	157,658
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	25,486
(-)Nợ vay ngắn và dài hạn	tỷ đồng	-9,273
Giá trị VCSH	tỷ đồng	171,351
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	2,090
Giá mục tiêu (làm tròn)	đồng/cp	81,988

WACC và tăng trưởng dài hạn

Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Beta	0.7
Phần bù rủi ro thị trường	8.5%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Chi phí vốn CSH	10.0%
Chi phí sử dụng nợ	5.5%
Thuế DN	20.0%
WACC	9.4%

Nguồn: VNM, MBS Research

Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 5: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Doanh nghiệp	Mã Bloomberg	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	676,026	22.8	15.1	3.3	3.1	5.3	7.7	14.2	20.3
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	193,492	12.4	10	1.3	1.1	-0.3	5.2	-0.7	11.4
Yakult Honsha Co Ltd	600597 CH	135,174	17	16	1.3	1.2	5	6	7.4	7.3
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK	82,836	26	23	3.4	3.1	9.2	10.1	13.7	13.7
Bright Dairy & Food Co Ltd	2267 JT	41,314	16.2	21.8	1.2	1.1	3	2	7.6	5.2
Trung bình			18.9	17.2	2.1	1.9	4.4	6.2	8.4	11.6
CTCP Sữa Việt Nam		143,789	15.5	14.2	4.2	4.7	17.4	19.2	26.6	29.6

Nguồn: VNM, MBS Research

Rủi ro giảm giá:

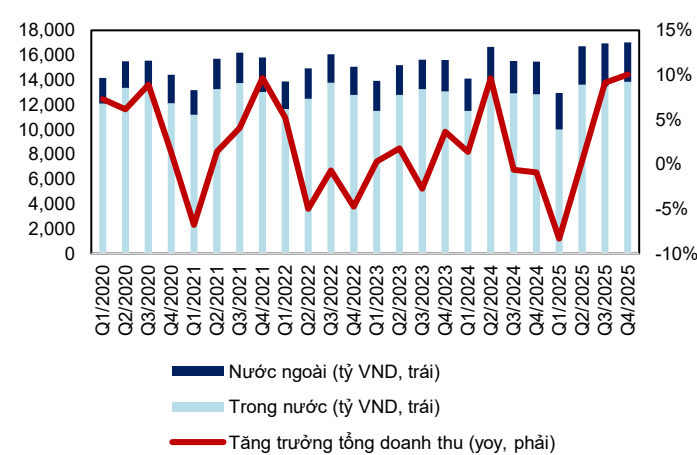
- Thị phần trong nước thấp hơn so với dự tính do tiêu dùng nội địa vẫn còn chậm, đặc biệt tỷ lệ sinh giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu của các sản phẩm giữa cho trẻ em từ 0-4 tuổi.
- Sự cải thiện về thị phần nội địa ít hơn so với ước tính do tính không hiệu quả của các chương trình hỗ trợ bán hàng
- Giá bột sữa thế giới tăng mạnh khi có sự biến động bất thường ở nguồn cung hay nhu cầu trên thế giới, ảnh hưởng trực tiếp đến biên LN gộp của VNM.

Q4/2025, lợi nhuận ròng tăng mạnh 34% svck nhờ các thị trường
tăng trưởng tốt và tối ưu chi phí bán hàng

Hình 6: KQKD Q4/2025 (tỷ đồng)

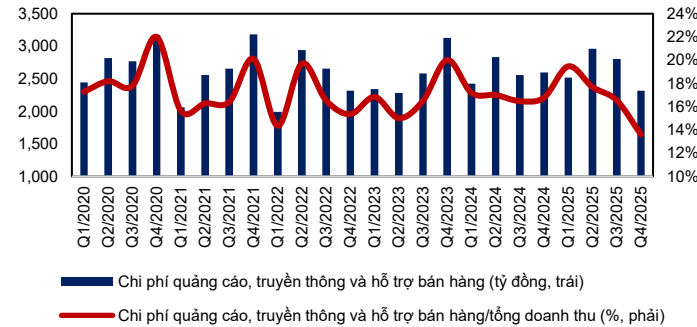
Tỷ đồng	Q4/2025	so với quý trước (%)	so với cùng kỳ (%)	2025	so với cùng kỳ (%)	sv dự bảo cũ	Comment
Doanh thu thuần	17,034	0.5%	10.1%	63,645	3.0%	97.1%	
-Trong nước	13,846	2.6%	7.8%	50,964	0.3%	95.5%	Q4/2025, doanh thu trong nước tăng 8% svck chủ yếu nhờ vào chiến lược cao cấp hóa sản phẩm, bên cạnh đó hệ thống phân phối được ổn định trở lại sau 1H2025 cùng tổng cửa hàng bán lẻ VNM được mở rộng rộng rãi, chạm mốc 750 cửa hàng giúp cho sản lượng tiêu thụ ước tính tăng nhẹ svck. Sự tăng trưởng tích cực trong Q4/2025 giúp cho doanh thu cả năm 2025 đi ngang svck.
-Nước ngoài	3,188	-7.8%	21.0%	12,681	15.5%	104.1%	Q4/2025, doanh thu nước ngoài tăng 21% svck với động lực chủ yếu từ doanh thu xuất khẩu nhờ sự tích cực từ thị trường Trung Đông và các thị trường lân cận. Bên cạnh đấy, doanh thu từ các công ty con nước ngoài tăng 16% svck với sự tăng trưởng khả quan của Angkor Milk tại Campuchia, trong khi Driftwood tăng trưởng ổn định. Lũy kế cả năm 2025, tổng doanh thu nước ngoài tăng 16% svck
Lợi nhuận gộp	6,890	-2.8%	11.0%	26,209	2.4%	97.2%	
Biên LN gộp	40.5%	-1.4%	0.3%	41.2%	-0.2%	100.2%	Q4/2025, biên LN gộp tăng 0.3d% svck nhờ khả năng ổn định NVL đầu vào cùng với việc cao cấp hóa sản phẩm của VNM trong Q4/2025. Cả năm 2025, do mức nền giá sữa nguyên vật liệu cao hơn svck khiến cho biên LN gộp giảm nhẹ 0.2d% svck.
Chi phí bán hàng	3,187	-10.8%	-4.9%	13,642	2.1%	96.8%	Q4/2025, chi phí bán hàng giảm 5% svck chủ yếu nhờ vào chi phí hỗ trợ bán hàng giảm. Cả năm 2025, nhờ việc tối ưu chi phí hỗ trợ bán hàng nên tổng chi phí bán hàng tăng ít hơn so với sự tăng trưởng của doanh thu. Lũy kế cả năm 2025, chi phí bán hàng tăng tương đương với mức tăng tổng doanh thu.
Chi phí QLDN	545	17.0%	-1.7%	1,904	4.2%	100.2%	
Chi phí bán hàng QLDN/tổng doanh thu	21.9%	-1.9%	-3.3%	24.4%	-0.2%	100.1%	
Thu nhập tài chính	358	-9.5%	-9.2%	1,497	-5.6%	83.3%	Q4/2025, thu nhập tài chính giảm 9% svck chủ yếu do quy mô tiền gửi ngắn hạn giảm ~8% svck. Cả năm 2025, tổng thu nhập tài chính giảm 6% svck
Chi phí tài chính	108	17.7%	-23.2%	350	-18.2%	70.3%	Chi phí tài chính giảm 18% svck chủ yếu do trong năm 2025 có thêm 1 khoản hoàn nhập trong chi phí khác ghi nhận ~48 tỷ đồng
LN trước thuế	3,477	11.2%	31.5%	11,650	0.4%	94.7%	
Thuế	650	5.6%	30.9%	2,236	4.2%	98.1%	
LN ròng	2,840	12.4%	33.7%	9,410	0.2%	94.6%	Tổng kết, nhìn chung sức cầu năm 2025 còn khá yếu và cũng là thời điểm VNM điều chỉnh lại hệ thống phân phối bán lẻ, do vậy kết quả 1H2025 không nhiều khả quan. Tuy nhiên sự ổn định nhanh chóng đã tạo động lực cho doanh thu 2H2025 tăng trưởng trở lại, đưa số tổng doanh thu cả năm tăng 3% svck. Bên cạnh đấy, khả năng kiểm soát giá NVL đầu vào tốt hơn đã giúp cho biên LN gộp 2H2025 cải thiện sv 1H2025, nhờ vậy biên LN gộp cả năm đi ngang svck. Tổng kết, lợi nhuận ròng cả năm 2025 đi ngang ở mức 9,410 tỷ đồng và hoàn tất 97% kế hoạch của doanh nghiệp. Kết quả này hoàn tất 95% dự phóng của MBS Research.

Hình 7: Doanh thu theo từng mảng (tỷ đồng)



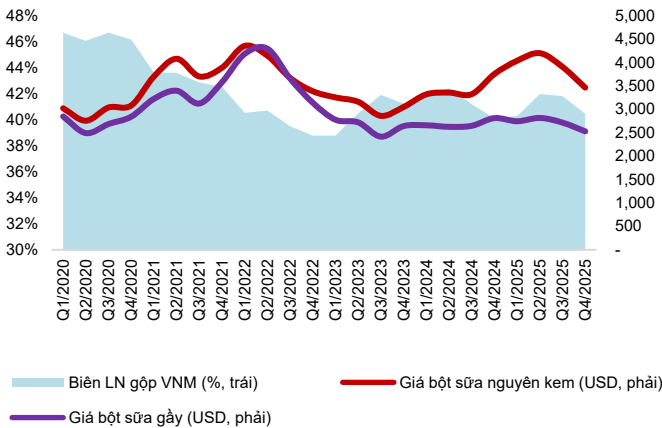
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 9: Năm 2025, TB tỷ lệ chi phí quảng cáo, truyền thông và hỗ trợ bán hàng trên tổng doanh thu đạt 16.8% - thấp hơn TB giai đoạn 20-24



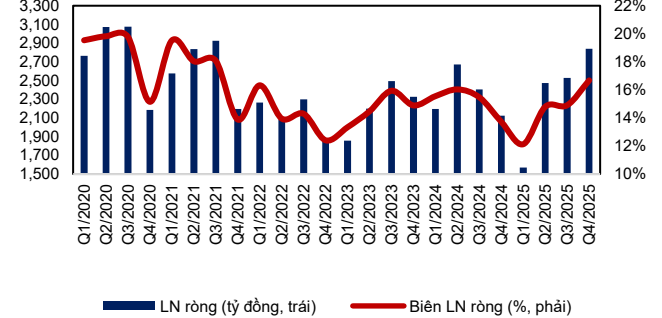
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 8: Sự tương quan giữa giá bột sữa nguyên kem (WMP) và bột sữa gầy (SMP) thế giới cùng biên lợi nhuận gộp của VNM



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 10: Lợi nhuận ròng và biên LN ròng



Nguồn: VNM, MBS Research

Năm 2026-2027: Tăng trưởng tích cực nhờ sự phục hồi khả quan của thị trường nội địa cùng biên LN gộp cải thiện.

Điều chỉnh dự phóng KQKD 2026F-2027F

Hình 11: Điều chỉnh dự phóng KQKD VNM 2026F-2027F

Tỷ VND	2025	2026F	svck %	Δ%	2027F	svck%	Δ%	Đánh giá
Doanh thu thuần	63,645	67,088	5.4%	-2.9%	72,160	7.6%	1.7%	Chúng tôi giảm dự phóng năm 2026 4.5% sv dự báo cũ do sức tiêu thụ năm 2025 ít hơn so với dự tính ban đầu. Trong giai đoạn 2026-27, sau giai đoạn ổn định hệ thống phân phối cho GT cùng quy mô cửa hàng VNM được mở rộng trong năm 2025 sẽ giúp cho sản lượng tăng 1% mỗi năm, từ đó tăng trưởng kép doanh thu năm 2026-27 đạt 5%.
-Trong nước	50,964	53,023	4.0%	-4.5%	56,247	6.1%	-0.1%	
-Nước ngoài	12,681	14,066	10.9%	3.5%	15,913	13.1%	8.4%	Chúng tôi tăng dự phóng DT NN 2026/2027 thêm 4%/8% sv dự báo trước nhờ năm 2025, sản lượng xuất khẩu ra nước ngoài tăng trưởng khả quan hơn ước tính ban đầu. Sau điều chỉnh, doanh thu nước ngoài 2026-27 tăng 11%/13% svck dựa trên ước tính sản lượng tăng 5%/5% svck và ước tính giá bán tăng 2%/4% svck.
Lợi nhuận gộp	26,209	28,405	8.4%	0.0%	30,584	7.7%	1.9%	

Biên LN gộp	41%	42%	1.2d%	3.0%	42%	0.0d%	0.2%	Năm 2026-2027, bên cạnh doanh thu tích cực, chúng tôi kỳ vọng nhờ vào xu hướng giảm giá sữa nguyên vật liệu trên thế giới sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận gộp và giúp cho biên LN gộp tăng ~1d% svck vào năm 2026 và duy trì trong năm 2027.
Chi phí bán hàng	13,642	14,609	7.1%	-0.8%	15,569	6.6%	1.6%	
Chi phí QLDN	1,904	2,007	5.4%	0.2%	2,159	7.6%	-1.9%	
Chi phí bán hàng QLDN/tổng doanh thu	24%	25%	0.3%	2.3%	25%	-0.2d%	-0.5%	Tỷ trọng CPBH&QLDN năm 2026 giảm 2 điểm% sv dự báo cũ do chúng tôi điều chỉnh giảm tỷ trọng CP khuyến mãi/tổng DT trong năm 2026-2027 thấp hơn 2 điểm% khi số thực năm 2025 được tối ưu tốt hơn số dự báo năm 2025 cũ.
Thu nhập tài chính	1,497	1,525	1.9%	-15.4%	1,591	4.4%	-7.8%	Điều chỉnh doanh thu tài chính năm 2026 giảm 15% sv dự báo trước do chúng tôi điều chỉnh giảm quy mô đầu tư ngắn hạn
Chi phí tài chính	350	523	49.5%	16.6%	532	1.6%	1.4%	Chi phí tài chính năm 2026 tăng 8% sv dự báo cũ do chúng tôi điều chỉnh tăng lãi suất cho vay thêm 1d% sv dự phóng cũ
Chi phí lãi vay	326	408	25.1%	8.0%	407	-0.1%	1.0%	
LN trước thuế	11,650	12,638	8.5%	-3.2%	13,764	8.9%	0.2%	
Thuế	2,236	2,339	4.6%	-3.3%	2,642	13.0%	3.9%	
LN ròng	9,410	10,233	8.7%	-3.2%	11,050	8.0%	-0.7%	Năm 2026, với động lực từ tăng trưởng sản lượng bán hàng cùng giá NVL đầu vào giảm nhiệt (hỗ trợ biên LN gộp cải thiện), chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng trưởng 9% svck, ghi nhận 10,233 tỷ đồng.

Nguồn: VNM, MBS Research

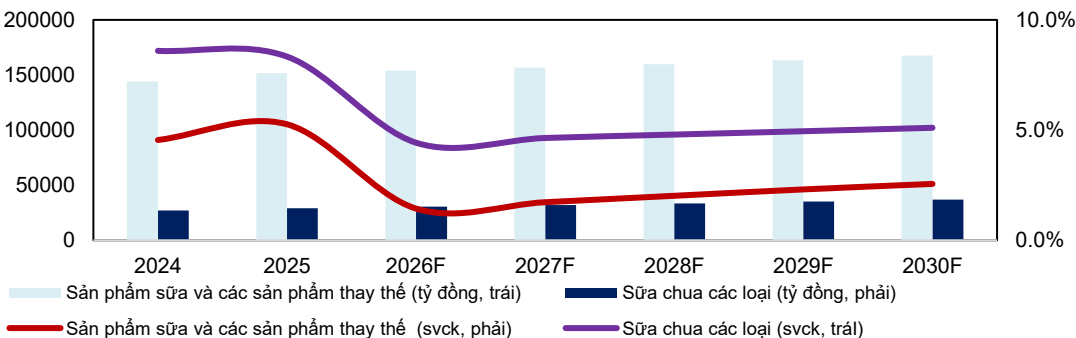
Sự ổn định về hệ thống phân phối cùng thể mạnh về R&D tạo động lực tăng trưởng khả quan cho doanh thu nội địa trong năm 2026-2027

Thị trường chung tăng trưởng ổn định với động lực chính từ phát triển sản phẩm nội địa

Thời gian qua, VNM đã nỗ lực thực hiện hoàn tất thay đổi nhận diện mới cho 100% sản phẩm và liên tục ra mắt các sản phẩm mới với hàm lượng dinh dưỡng vượt trội. Kết thúc năm 2025, VNM có ~100 sản phẩm mới ra mắt thị trường (bao gồm cả tái tung) và ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu các sản phẩm mới đạt 2 chữ số, cho thấy phần nào người tiêu dùng đang phản ứng tích cực với sự chuyển mình mạnh mẽ của doanh nghiệp. Bên cạnh đấy, doanh thu nội địa đi ngang trong khi thị trường chung còn yếu cho thấy thị phần đã được cải thiện đáng kể, tạo bản lề cho sự tăng trưởng trong thời gian tới.

Trong năm 2026-2027F, thị trường Sữa Việt Nam dự báo tăng trưởng kép 2% với động lực chủ yếu đến chiến lược cao cấp hóa sản phẩm nhằm phù hợp với xu hướng tiêu dùng hiện nay, hướng đến các sản phẩm ít đường, hàm lượng dinh dưỡng cao (nhiều đạm, ít béo,...)- phù hợp với sự xu hướng kiểm soát cân nặng và lối sống lành mạnh của người tiêu dùng.

Hình 12: Ước tính tăng trưởng thị trường sữa và thị trường sữa chua tại Việt Nam năm 2026-2027



Nguồn: Euromonitor, MBS Research

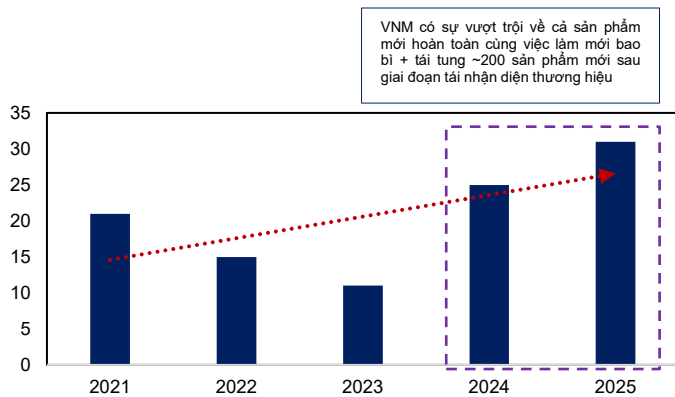
Chúng tôi kỳ vọng với thể mạnh về người dẫn dắt xu hướng, VNM sẽ có tăng trưởng doanh thu tốt hơn thị trường chung.

Vinamilk đã hoàn tất nhận diện thương hiệu trong năm 2025 và ra mắt ~30 sản phẩm hoàn toàn mới với (1) ~35% số sản phẩm có sự đột phá về hàm lượng dinh dưỡng (đạm A2, kombucha, sữa dinh dưỡng ADM cho trẻ con,...), (2) ~25% sản phẩm giảm đường. Doanh thu các sản phẩm mới ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số svck, cho thấy sự đúng đắn trong chiến lược đổi mới và phát triển sản phẩm, phù hợp với sự thay đổi chung của người tiêu dùng. Theo đánh giá, chúng tôi nhận thấy Vinamilk đang làm đúng vai trò của người dẫn dắt sự thay đổi xu hướng chung cho thị trường sữa Việt Nam, hướng đến lợi ích sức khỏe cho người tiêu dùng và xu thế này vẫn sẽ tiếp tục khả quan trong trung – dài hạn. Nhờ vậy, chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng khả quan hơn so với thị trường chung, ước tính tăng trưởng kép doanh thu đạt 4% trong năm 2026-2027. Cụ thể, chiến lược cao cấp sản phẩm tiếp tục phát huy giúp cho mức giá bán trung bình tăng ~2% svck, sản lượng tiêu thụ trung bình tăng 2% svck.

Hình 13: Các sản phẩm mới nổi bật của Vinamilk với sự đột phá về dinh dưỡng và hương vị

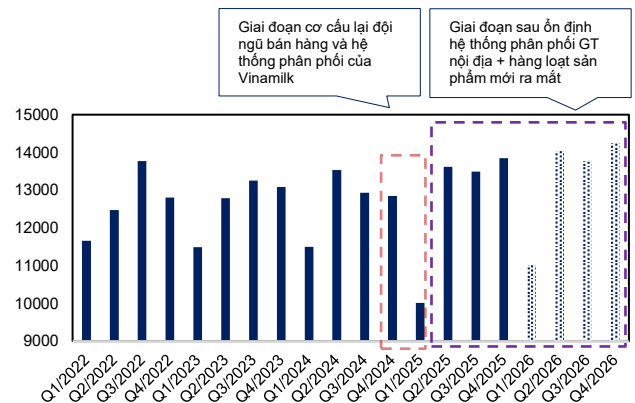


Hình 14: Sự tăng trưởng sản phẩm hoàn toàn mới...



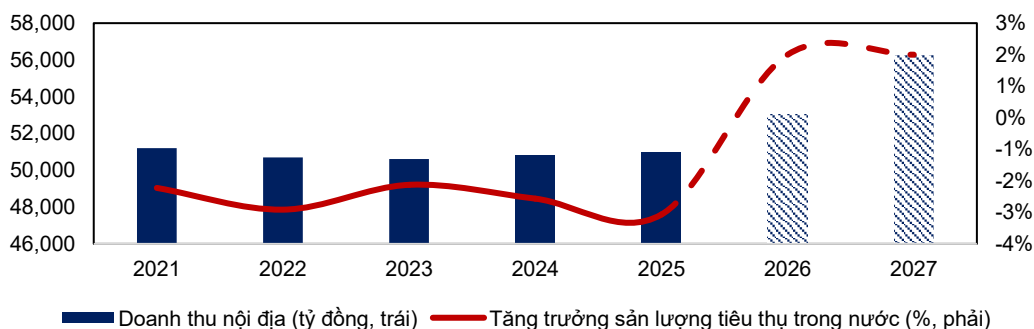
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 15: ...là một trong những động lực chính cho sự tăng trưởng trong giai đoạn tiếp theo



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 16: Ước tính doanh thu nội địa của Vinamilk trong năm 2026-2027



Nguồn: VNM, MBS Research

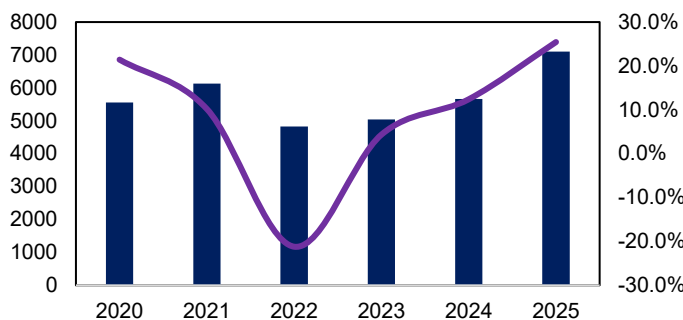
Doanh thu nước ngoài tiếp đà tăng trưởng 2 chữ số với động lực chính từ xuất khẩu trực tiếp và AngkorMilk

Với sự hiệu quả về chiến lược mở rộng và tiếp cận tại thương trường quốc tế của Vinamilk, sức tiêu thụ tại thị trường Trung Đông và các khu vực lân cận ghi nhận nhiều sự tích cực, nhờ đó doanh thu xuất khẩu trực tiếp tăng trưởng 25% svck trong năm 2025. Bên cạnh đấy, Angkor Milk cũng đang ghi nhận sự tăng trưởng 2 chữ số, tốt hơn trung bình tăng trưởng thị trường sữa tại Campuchia, nhờ vào chiến lược mở rộng danh mục sản phẩm phù hợp.

Trong giai đoạn 2025-2027, chúng tôi ước tính tổng doanh thu nước ngoài tăng trưởng kép 12% với động lực đồng đều từ cả khu vực xuất khẩu trực tiếp và các chi nhánh con nước ngoài, cụ thể:

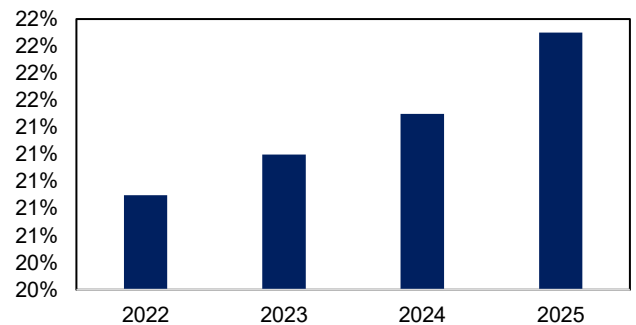
- Tổng doanh thu xuất khẩu thuần tăng 12%/13% svck với động lực chính từ thị trường Trung Đông và các thị trường lân cận. Tại đây, VNM đang ghi nhận sự tăng trưởng tốt nhờ sự yêu thích của người tiêu dùng cùng sự mở rộng của danh mục sản phẩm xuất khẩu.
- Tổng doanh thu các chi nhánh con nước ngoài tăng trưởng kép 9% trong giai đoạn 26-27 với động lực chủ yếu doanh thu Angkormilk sẽ duy trì tăng trưởng 2 chữ số, bên cạnh đấy Driftwood duy trì sự ổn định.

Hình 17: Doanh thu xuất khẩu trực tiếp liên tục tăng trưởng tích cực sau COVID-19.



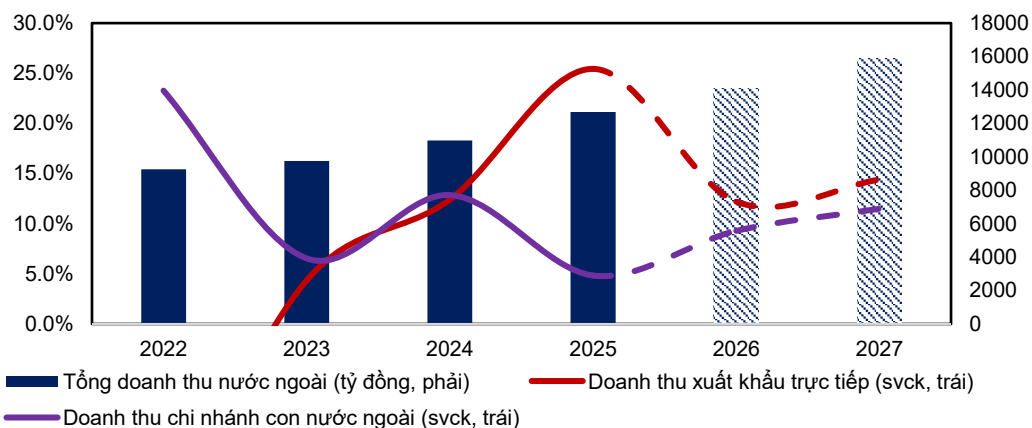
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 18: Ở các chi nhánh con nước ngoài, tỷ trọng doanh thu Angkor Milk/tổng doanh thu toàn thị trường tăng dần từ năm 2022 đến nay cho thấy phần nào thị phần của Angkor Milk tại đây cải thiện đáng kể.



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 19: Ước tính doanh thu nước ngoài của Vinamilk trong năm 2026-2027



Nguồn: VNM, MBS Research

Biên LN góp khả năng cải thiện nhờ sự giảm nhiệt của giá NVL đầu vào khi nguồn cung thế giới dồi dào, trong bối cảnh nhu cầu còn yếu

Chúng tôi ước tính giá bột sữa nguyên kem giảm nhẹ 3% svck trong 2026 do nguồn cung dồi dào

Năm 2026, nhu cầu tiêu thụ bột sữa trên toàn thế giới ước tính đi ngang hoặc giảm nhẹ so với cùng kỳ, trong bối cảnh nguồn cung còn khá dồi dào nhờ sự thuận lợi của thời tiết. Trong năm 2026, lượng xuất khẩu của từng quốc gia cũng được ước tính co lại phù hợp để giá sữa không giảm quá mạnh trong năm 2026. Cụ thể:

- Ước tính giá bột sữa nguyên kem giảm 3% svck trong bối cảnh nguồn cung được dự báo giảm nhẹ 1% svck. Nhà xuất khẩu bột sữa lớn nhất thế giới – New Zealand được dự báo có nguồn cung đi ngang svck do lượng cầu từ Algeria hay Trung Quốc chưa có sự đột phá, đặc biệt khi quy chuẩn mới về sữa tiệt trùng tại Trung Quốc có hiệu lực từ 16/9/2025 (chỉ chấp nhận sữa tươi làm sữa tiệt trùng, không chấp nhận sản phẩm sử dụng sữa hoàn nguyên, làm giảm nhu cầu bột sữa). Bên cạnh đấy, lượng xuất khẩu tại châu Âu vẫn tiếp xu hướng giảm, ước tính giảm 9% svck do nguồn cầu chung thế giới còn yếu và sự chủ động trong việc giảm đàn bò sữa tại đây.
- Ước tính giá bột sữa gầy giảm nhẹ 1% svck trong bối cảnh nguồn cung đi ngang svck, giá sữa giảm nhẹ đồng thuận với xu hướng giảm của bột sữa nguyên kem. Nguồn xuất khẩu tại Úc, EU hay US đều đi ngang hoặc giảm nhẹ svck, tuy nhiên lượng xuất khẩu tại New Zealand được dự báo tăng 4% svck nhờ đáp ứng nhu cầu tại EU (các nhà sản xuất tại EU ưu tiên hơn cho việc sản xuất cheese vì có biên LN cao hơn nên nguồn cung nội địa giảm).

Hình 20: Ước tính sản lượng xuất khẩu WMP của các quốc gia xuất khẩu lớn nhất trên thế giới ('000 tấn)

	2024	2025F	2026F	2026F svck
Argentina	121	135	145	▲7%
Australia	55	52	45	▼13%
European Union	208	170	155	▼9%
New Zealand	1,373	1,375	1,375	—0%
Tổng lượng XK các quốc gia lớn	1,757	1,732	1,720	▼1%

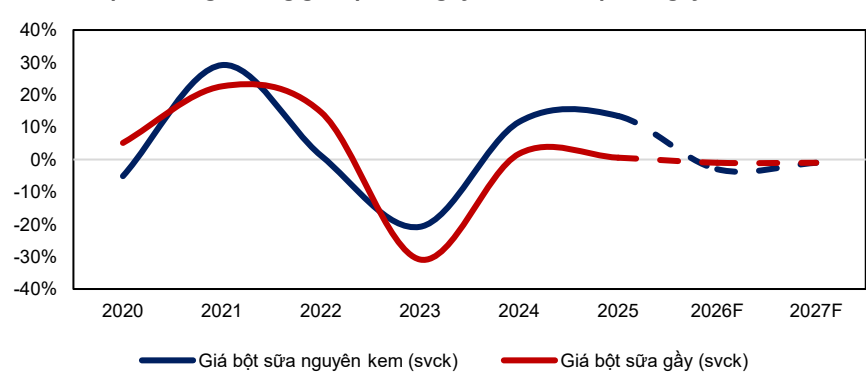
Nguồn: USDA, MBS Research

Hình 21: Ước tính sản lượng xuất khẩu SMP của các quốc gia xuất khẩu lớn nhất trên thế giới ('000 tấn)

	2024	2025F	2026F	2026F svck
Argentina	170	155	155	—0%
Australia	716	760	750	▼1%
European Union	441	420	435	▲4%
New Zealand	744	669	668	—0%
Tổng lượng XK các quốc gia lớn	2,071	2,004	2,008	—0%

Nguồn: USDA, MBS Research

Hình 22: Dự báo tăng trưởng giá bột sữa nguyên kem và bột sữa gầy năm 2025F-26F

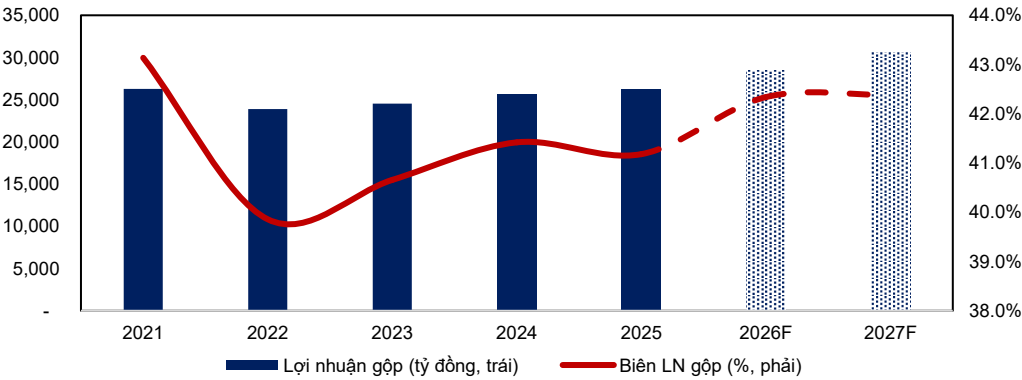


Nguồn: VNM, MBS Research

Cùng với chiến lược cao cấp hóa sản phẩm phù hợp giúp cho biên LN gộp cải thiện ~1đ% svck trong năm 2026.

Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cải thiện ~1đ%, tăng lên 42.3% nhờ vào sự giảm nhiệt của giá NVL đầu vào cùng với chiến lược cao cấp hóa sản phẩm mà Vinamilk đã và đang thực hiện trong năm 2025.

Hình 23: Ước tính biên lợi nhuận gộp của VNM trong năm 2026-2027



Nguồn: VNM, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	61,782	63,645	67,088	72,160
Giá vốn hàng bán	(36,192)	(37,436)	(38,683)	(41,576)
Lợi nhuận gộp	25,590	26,209	28,405	30,584
Chi phí quản lý DN	(1,828)	(1,904)	(2,007)	(2,159)
Chi phí bán hàng	(13,358)	(13,642)	(14,609)	(15,569)
LN từ HĐKD	10,405	10,664	11,790	12,857
EBITDA thuần	12,746	13,027	13,905	15,075
LN trước thuế & lãi vay	10,405	10,664	11,790	12,857
Thu nhập lãi	1,586	1,497	1,525	1,591
Chi phí tài chính	(428)	(350)	(523)	(532)
Thu nhập ròng khác	6	(10)	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	32	(151)	(151)	(151)
LN trước thuế	11,600	11,650	12,638	13,764
Thuế TNDN	(2,147)	(2,236)	(2,339)	(2,642)
Lợi nhuận sau thuế	9,453	9,414	10,299	11,121
Lợi ích cổ đông thiểu số	61	3	66	71
Lợi nhuận ròng	9,392	9,410	10,233	11,050

Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	2,226	1,795	1,536	1,213
Đầu tư ngắn hạn	23,260	21,355	21,468	23,091
Phải thu khách hàng	4,793	4,702	4,956	5,331
Hàng tồn kho	5,687	6,839	7,209	7,754
Tổng tài sản ngắn hạn	37,554	36,261	36,821	39,165
Tài sản cố định	11,520	11,618	11,650	11,695
Xây dựng cơ bản dở dang	1,540	1,321	1,374	1,439
BDS đầu tư	54	52	43	34
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD, LK	622	511	511	511
Các khoản đầu tư dài hạn khác	902	1,243	980	1,054
Tổng tài sản dài hạn	17,495	17,051	16,664	16,883
Tổng tài sản	55,049	53,312	53,484	56,047
Vay & nợ ngắn hạn	9,115	9,394	8,722	9,381
Phải trả người bán	3,874	3,923	4,136	4,448
Phải trả ngắn hạn khác	2,855	2,874	3,030	3,259
Tổng nợ ngắn hạn	18,460	18,520	18,598	20,004
Vay & nợ dài hạn	158	63	-	-
Các khoản phải trả khác	257	246	259	279
Tổng Nợ dài hạn	415	309	259	279
Tổng nợ	18,875	18,829	18,858	20,283
Vốn điều lệ	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	3,471	8,523	8,617	9,371
Các quỹ thuộc VCSH	7,874	1,229	1,006	1,082
Vốn chủ sở hữu	36,174	34,483	34,627	35,764
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	36,174	34,483	34,627	35,764
Tổng nợ và VCSH	55,049	53,312	53,484	56,047

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026	2027
LN trước thuế	11,600	11,650	12,638	13,764
Khấu hao	2,341	2,363	1,824	1,906
Thuế đã nộp	(2,128)	(1,536)	(2,339)	(2,642)
Các khoản điều chỉnh khác	(861)	(108)	(2,379)	(2,261)
Thay đổi VLĐ	(1,053)	(3,025)	54	(279)
LCTT từ HĐKD	9,686	8,668	10,313	11,224
Đầu tư TSCĐ	(1,742)	(1,762)	(2,214)	(2,381)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	114	118	26	26
LCTT từ đầu tư	(3,739)	1,976	(1,677)	(4,046)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	722	7	-	-
Tiền vay ròng nhận được	796	175	(735)	659
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(8,160)	(11,264)	(8,160)	(8,160)
LCTT từ hoạt động TC	(6,641)	(11,082)	(8,895)	(7,500)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,912	2,226	1,795	1,536
LC tiền thuần trong năm	(686)	(431)	(258)	(323)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,226	1,795	1,536	1,213

Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu thuần	2.3%	3.0%	5.4%	7.6%
Tăng trưởng EBITDA	5.6%	2.2%	6.7%	8.4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	6.5%	2.5%	10.6%	9.1%
Tăng trưởng LN trước thuế	5.8%	0.4%	8.5%	8.9%
Tăng trưởng LN ròng	5.8%	0.2%	8.7%	8.0%
Tăng trưởng EPS	6.3%	0.2%	8.7%	8.0%
Biên LN gộp	41.4%	41.2%	42.3%	42.4%
Biên EBITDA	20.6%	20.5%	20.7%	20.9%
Biên LN ròng	15.2%	14.8%	15.3%	15.3%
ROAE	26.4%	26.6%	29.6%	31.4%
ROAA	17.4%	17.4%	19.2%	20.2%
Vòng quay tài sản	1.1	1.2	1.3	1.3
Cổ tức chi trả/LN ròng	86.9%	86.7%	79.7%	73.8%
Tổng nợ vay/VCSH	25.6%	27.4%	25.2%	26.2%
Nợ vay ròng/VCSH	19.5%	22.2%	20.8%	22.8%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	12.8%	14.4%	13.4%	14.6%
Khả năng thanh toán lãi vay	1.51	1.53	1.55	1.56
Số ngày phải thu	28.3	27.0	27.0	27.0
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	57.4	66.7	68.0	68.1
Số ngày phải trả tiền bán	39.1	38.3	39.0	39.1
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.0	2.0	2.0	2.0
Khả năng thanh toán nhanh	1.7	1.6	1.6	1.6
Khả năng thanh toán tiền mặt	1.4	1.2	1.2	1.2
Định giá				
EPS	4,494	4,503	4,897	5,288
BVPS	15,445	14,682	14,623	15,020
P/E	14.1	13.6	14.2	13.2
P/B	4.1	4.2	4.8	4.6

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHOI NGHIEN CUU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyến</i> <i>Nguyễn Đức Hào</i>	Bất động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng Lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>