

CTCP SỮA VIỆT NAM – HSX: VNM

| KHUYẾN NGHỊ: MUA

| Giá mục tiêu: 64,500

| Upside: +20%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q3.2025: VNM ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 16,953 tỷ đồng (+9% yoy) và 2,527 tỷ đồng (+5% yoy)

1. DTT +9% yoy nhờ:

- DT thị trường nội địa = 13,494 tỷ đồng (+4% yoy) do (1) thị phần nội địa ước tính đi ngang so với cùng kỳ sau khi hoàn thành chiến lược tái định vị (2) mức tăng trưởng chủ yếu đến từ kênh TMĐT và các sản phẩm mới ra mắt trong Q3.2025.
- DT thị trường xuất khẩu = 3,458 tỷ đồng (+33% yoy) nhờ (1) tăng trưởng tích cực tại các thị trường Châu Á và Châu Phi (2) thị trường Campuchia hồi phục trở lại từ mức nền thấp

2. LNST-CĐTS +5% yoy do:

- Biên lợi nhuận gộp = 41.8% cải thiện 0.6% so với cùng kỳ nhờ giá bán bình quân cải thiện so với cùng kỳ khi VNM thực hiện tăng giá tại 1 số sản phẩm nhằm bù đắp lại cho giá nguyên vật liệu đầu vào tăng.
- Tỷ lệ SG&A/DT = 23.8% tiết giảm 0.4% so với cùng kỳ nhờ (1) kiểm soát chi phí marketing hiệu quả (2) ứng dụng công nghệ và trong quản lý và sản xuất.

BSC đánh giá KQKD Q3.2025 của VNM là khả quan và cho thấy xu hướng hồi phục của KQKD khi không chỉ ghi nhận nhận tăng trưởng so với cùng kỳ mà còn tăng trưởng so với quý trước đó, lưu ý, mức nền của Q2.2025 là một mức nền cao đã phần nào phản ánh sự hiệu quả của chiến lược tái định vị sau khi hoàn thành. Lũy kế 9T.2025, DTT và LNST-CĐTS đã hoàn thành lần lượt 75%/73% dự phóng của BSC.

KQKD	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	59,956	60,369	61,783	62,225
Lợi nhuận gộp	23,897	24,545	25,590	25,242
LNST-CĐTS	8,516	8,874	9,392	9,111
EPS	3,632	3,796	4,022	3,902

BÁO CÁO CẬP NHẬT

10/11/2025 – HSX: VNM

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Trần Lâm Tùng

(Chuyên viên phân tích)

Tungtl@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	57,600
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,089
Vốn hoá (Tỷ VND):	123,725
Thanh khoản 30n (Triệu):	5.875
Sở hữu nước ngoài:	48.82%

Mở tài khoản tại đây



PHỤ LỤC: BẢNG TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH

VNM_Tỷ VNĐ	Q3.2024	Q3.2025	% YoY	9T.2024	9T.2025	% YoY
Doanh thu thuần	15,537	16,953	9%	46,306	46,612	1%
Nội địa	12,928	13,494	4%	37,957	37,118	-2%
Xuất khẩu	1,375	2,019	47%	4,411	5,526	25%
Công ty con	1,234	1,439	17%	3,937	3,967	1%
Giá vốn hàng bán	(9,136)	(9,866)	8%	(26,925)	(27,293)	1%
Lãi gộp	6,401	7,087	11%	19,380	19,319	0%
Thu nhập tài chính	430	396	-8%	1,191	1,139	-4%
Chi phí tài chính	(98)	(91)	-7%	(288)	(243)	-16%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(63)	(75)	21%	(213)	(236)	11%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	(5)	(194)		9	(175)	-2128%
Chi phí bán hàng	(3,336)	(3,574)	7%	(10,007)	(10,455)	4%
CP QLDN	(422)	(466)	10%	(1,273)	(1,359)	7%
Lãi từ HĐKD	2,971	3,158	6%	9,012	8,227	-9%
Thu nhập khác, ròng	(29)	(32)	11%	(56)	(54)	-3%
Lợi nhuận trước thuế	2,942	3,126	6%	8,956	8,173	-9%
Thuế TNDN	(574)	(644)	12%	(1,686)	(1,585)	-6%
Lợi nhuận sau thuế	2,403	2,511	4%	7,306	6,586	-10%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(0)	(16)	4335%	37	17	-56%
LNST - CĐTS	2,404	2,527	5%	7,269	6,570	-10%
Chỉ số						
Biên LNG	41.2%	41.8%	1%	41.9%	41.4%	-0.4%
Biên LNR	15.5%	14.8%	-1%	15.8%	14.1%	-1.6%
SG&A/DT	24.2%	23.8%	-0.4%	24.3%	25.3%	1.0%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

10/11/2025 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 64,500

Upside: +20%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 57,600

Cổ phiếu LH (Triệu): 2,089

Vốn hoá (Tỷ VNĐ): 123,725

Thanh khoản 30n (Triệu): 5.875

Sở hữu nước ngoài: 48.82%

TRIỂN VỌNG Q4.2025 VÀ 2026

BSC cho rằng trong Q4.2025 và 2026, KQKD của VNM sẽ duy trì tăng trưởng ở mức tương đương hiện tại khoảng 5 – 8% nhờ chiến lược tái định vị hoàn thành giúp VNM bảo vệ thị phần, tăng trưởng so với cùng kỳ sẽ đến từ các thị trường nước ngoài. Ngoài ra, việc giá sữa bột có xu hướng giảm trở lại cũng sẽ hỗ trợ VNM cải thiện lợi nhuận gộp trong giai đoạn tới.

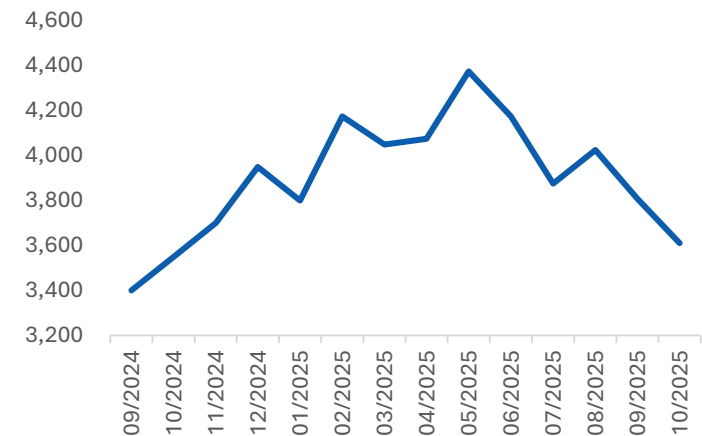
1. Thị phần tại thị trường nội địa của VNM kỳ vọng tiếp tục được bảo vệ trong phần còn lại của 2025 và 2026 nhờ:

- Chiến lược tái định vị đã hoàn thành trong Q2 và Q3.2025 và đã phần nào đã cho thấy được sự hiệu quả thông qua KQKD Q2 và Q3 khi doanh số nội địa tăng trưởng khả quan +1%/4% yoy (lưu ý: mức nền của Q2.2024 là mức nền cao) đồng thời duy trì thị phần không giảm. BSC kỳ vọng xu hướng trên sẽ tiếp tục được duy trì khi (1) VNM đặt kỳ vọng tiếp tục gia tăng độ phủ của các cửa hàng trong Q4.2025 và 2026 (2) ra mắt/đẩy mạnh thêm các dòng sản phẩm mới như Kombucha, Sữa đậu nành mè đen, sữa yến mạch, kem gelato ...
- Kênh TMĐT kỳ vọng tiếp tục được chú trọng và đẩy mạnh trong Q4.2025 và 2026 khi liên tục duy trì đà tăng trưởng mạnh trên 2 chữ số trong 2 quý gần nhất
- Đối với thị trường nước ngoài, BSC kỳ vọng đà tăng trưởng 2 con số sẽ tiếp tục được duy nhờ (1) nhu cầu cải thiện tại thị trường Campuchia (2) thị phần được mở rộng tại các thị trường khác (Mỹ, Châu Á, Châu Phi,...)

2. Giá sữa bột đã giảm mạnh so với vùng đỉnh kỳ vọng sẽ hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp trong 2026, cụ thể:

- Giá sữa bột T11 = 3,610 USD/MT (-18% so với vùng đỉnh, -12% so với bình năm 10 tháng đầu năm 2025) do nhu cầu thấp tại thị trường Trung Quốc và các nước Châu Âu. BSC cho rằng vùng giá hiện tại có thể duy trì ít nhất đến hết 1H.2026 khi (1) dự báo nhu cầu chưa có cải thiện (2) sản lượng sữa bột tại các khu vực sản xuất chính kỳ vọng tiếp tục tăng trong 2026.

Hình 1: Giá sữa bột giảm mạnh -18% so với đỉnh



Nguồn: Global Trade Diary

Hình 2: Cửa hàng Flagship của VNM được hoàn thiện trong Q2.2025



Nguồn: VNM

BÁO CÁO CẬP NHẬT

10/11/2025 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	64,500
Upside:	+20%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	57,600
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,089
Vốn hoá (Tỷ VND):	123,725
Thanh khoản 30n (Triệu):	5.875
Sở hữu nước ngoài:	48.82%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

Ở thời điểm hiện tại, **BSC** duy trì khuyến nghị **MUA** cho **VNM** với giá mục tiêu = 64,500 VNĐ/CP (upside +20% so với giá đóng ngày 10/11/2025, mức upside đã bao gồm 4,350 VNĐ tiền cổ tức/cổ phiếu của VNM) dựa trên:

- Mức P/E mục tiêu = 16.5 lần giữ nguyên so với báo cáo trước đó trên quan điểm thận trọng của BSC khi đây là mức P/E trung bình của giai đoạn khó khăn của VNM 2020 – 2022. Chúng tôi sẽ xem xét nâng giá mục tiêu trong trường hợp (1) thị phần của VNM trong 2 quý tới được mở rộng (2) giá sữa bột quốc tế tiếp tục giảm vào neo thấp trong Q4.2025 theo như kỳ vọng hiện tại.
- KQKD Q3.2025 đang đi theo kỳ vọng của BSC và kỳ vọng tiếp tục duy trì trong Q4.2025 và 2026. Ngoài ra, việc giá nguyên liệu giảm có thể sẽ là yếu tố hỗ trợ mạnh cho KQKD 2026, BSC sẽ tiếp tục quan sát và đưa thông tin đến NĐT trong các báo cáo cập nhật tiếp theo.
- Ngoài ra, tỷ lệ cổ tức tiền mặt/trên mệnh giá của VNM = 7.5% cao hơn tương đối so với lãi suất tiền gửi của các ngân hàng thương mại hiện tại với khoảng 5-6% cũng sẽ là một yếu tố hỗ trợ thu hút dòng tiền cho VNM.

Hình: VNM đang giao dịch ở mức P/E FW 2025 = 15 lần tiệm cận – 1 lần độ lệch chuẩn



BÁO CÁO CẬP NHẬT

10/11/2025 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	64,500
Upside:	+20%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	57,600
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,089
Vốn hoá (Tỷ VND):	123,725
Thanh khoản 30n (Triệu):	5.875
Sở hữu nước ngoài:	48.82%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

