

CTCP SỮA VIỆT NAM – HSX: VNM

| KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

| Giá mục tiêu: 78,000

| Upside: +13%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Trong 2026, BSC kỳ vọng VNM sẽ ghi nhận tăng trưởng +11% yoy nhờ (1) giá sữa bột giảm -12% so với cùng kỳ (2) thị phần nội địa được bảo vệ nhờ hoàn thành chiến lược tái định vị, ngoài ra, các sản phẩm mới cũng đang được thị trường đón nhận và tăng trưởng cao tại kênh TMĐT.

2. So với báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh tăng mức P/E mục tiêu từ 16.5 lên 17.5 do (1) tăng trưởng 2026 +11% yoy nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm và thị phần được bảo vệ (2) mức P/E = 17.5 là mức tương đương giai đoạn 2023 – 2024 (giai đoạn VNM ghi nhận doanh thu và lợi nhuận hồi phục). Khuyến nghị THEO DÕI chủ yếu do VNM đã ghi nhận mức tăng 26.7% kể từ thời điểm khuyến nghị đầu tiên của BSC vào 04/11/2025 phần nào đã phản ánh triển vọng năm 2026 của doanh nghiệp.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q4.2025: DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 17,034 tỷ đồng (+10% yoy) và 2,840 tỷ đồng (+34% yoy). Trong đó:

- DTT được dẫn dắt tăng trưởng từ thị trường nội địa = 13,846 tỷ đồng (+8% yoy) nhờ thị phần được bảo vệ sau khi hoàn thành chiến lược tái định vị, đẩy mạnh kênh bán hàng MT qua đó giảm sự phụ thuộc vào các kênh bán hàng truyền thống (theo hình thức đại lý, cửa hàng phân cấp) nắm cơ hội các cửa hàng nhỏ lẻ gặp khó khăn trong việc khai thuế để chiếm lĩnh thị phần. Ngoài ra, thị trường xuất khẩu = 1,579 tỷ đồng (+26% yoy) và các công ty con tại nước ngoài = 1,610 tỷ đồng (+16% yoy) cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực trên mức nền thấp của cùng kỳ khi thị trường Campuchia hồi phục và vị thế tại khu vực Trung Đông được duy trì.
- LNST-CĐTS +34% yoy nhờ (1) biên lợi nhuận gộp = 40.4% +0.3 điểm % svck nhờ VNM tăng giá một số dòng sản phẩm nhằm bù đắp lại cho chi phí NVL tăng trong 2025 (2) chi phí SG&A/DT tiết giảm -3.3 điểm % svck chủ yếu do giảm các chi phí quảng cáo sau khi hoàn thành chiến lược tái định vị.

Như vậy, lũy kế 2025, VNM ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 61,783 tỷ đồng (+3% yoy) và 9,410 tỷ đồng (+0% yoy) phù hợp kỳ vọng của BSC khi hoàn thành lần lượt 102%/103% dự phóng trong báo cáo gần nhất.

KQKD	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	60,369	61,783	63,646	67,963
Lợi nhuận gộp	24,545	25,590	26,209	28,765
LNST-CĐTS	8,874	9,392	9,410	10,430
EPS	3,796	4,022	4,030	4,466

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/02/2026 – 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):	72,600
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,089
Vốn hoá (Tỷ VND):	150,267
Thanh khoản 30n (Triệu):	11.216
Sở hữu nước ngoài:	48.82%

PHỤ LỤC: BẢNG TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH

VNM_Tỷ VNĐ	Q4.2024	Q4.2025	% YoY	2024	2025	% YoY
Doanh thu thuần	15,477	17,034	10%	61,783	63,646	3%
Nội địa	12,842	13,846	8%	50,799	50,964	0%
Xuất khẩu	1,252	1,579	26%	5,663	7,105	25%
Công ty con	1,383	1,610	16%	5,320	5,576	5%
Giá vốn hàng bán	(9,267)	(10,144)	9%	(36,192)	(37,436)	3%
Lãi gộp	6,210	6,890	11%	25,590	26,209	2%
Thu nhập tài chính	395	358	-9%	1,586	1,497	-6%
Chi phí tài chính	(140)	(108)	-23%	(428)	(350)	-18%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(66)	(90)	36%	(279)	(326)	17%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	23	24		32	(151)	-570%
Chi phí bán hàng	(3,351)	(3,187)	-5%	(13,358)	(13,642)	2%
CP QLDN	(555)	(545)	-2%	(1,828)	(1,904)	4%
Lãi từ HĐKD	2,582	3,433	33%	11,594	11,660	1%
Thu nhập khác, ròng	61	44	-28%	6	(10)	-272%
Lợi nhuận trước thuế	2,643	3,477	32%	11,600	11,650	0%
Thuế TNDN	(555)	(688)	24%	(2,241)	(2,273)	1%
Lợi nhuận sau thuế	2,147	2,827	32%	9,453	9,414	0%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	23	(13)	-157%	61	3	-94%
LNST - CĐTS	2,124	2,840	34%	9,392	9,410	0%
Chỉ số						
Biên LNG	40.1%	40.4%	0%	41.4%	41.2%	-0.2%
Biên LNR	13.9%	16.6%	3%	15.3%	14.8%	-0.5%
SG&A/DT	25.2%	21.9%	-3.3%	24.6%	24.4%	-0.2%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/02/2026 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

Giá mục tiêu: 78,000

Upside: +13%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 72,600

Cổ phiếu LH (Triệu): 2,089

Vốn hoá (Tỷ VND): 150,267

Thanh khoản 30n (Triệu): 11.216

Sở hữu nước ngoài: 48.82%

TRIỂN VỌNG 2026

Trong 2026, BSC kỳ vọng VNM sẽ ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số nhờ (1) thị phần nội địa được bảo vệ sau khi hoàn thành chiến lược tái định vị, (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện do giá nguyên vật liệu đầu vào giảm so với cùng kỳ, cụ thể:

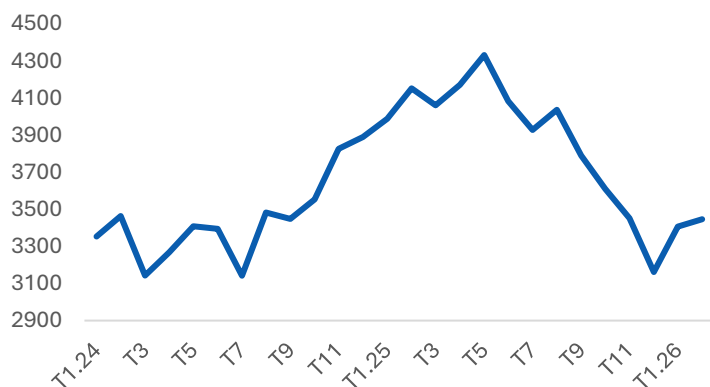
1. Thị phần nội địa của VNM kỳ vọng tiếp tục được bảo vệ thị phần trong 2026.

- Chiến lược tái định vị đã hoàn thành và hiệu quả đã được phản ánh trong KQKD 3 quý cuối năm 2025 khi doanh số thị trường nội địa ghi nhận tăng trưởng lần lượt +1%/+4%/+5% yoy (BSC lưu ý mức nền của 2024 là không thấp). Ngoài ra, kênh TMDT và các sự vụ liên quan đến sữa giả, sữa kém chất lượng xảy ra trong giai đoạn cuối năm 2025 cũng là sẽ yếu tố thúc đẩy dịch chuyển cầu tiêu dùng cho VNM.
- Đối với thị trường Xuất khẩu, BSC lặp lại quan điểm ở các báo cáo trước đó rằng tăng trưởng 2 chữ số sẽ được duy trì khi KQKD Q4.2025 vẫn đi theo kỳ vọng và thị trường Campuchia kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong 2026.

2. Biên lợi nhuận gộp VNM = 42.5% dự báo sẽ cải thiện 1.1 điểm % so với cùng kỳ nhờ giá sữa bột giảm:

- Giá sữa bột T2.2026 = 3,446 USD/MT (-17% yoy) do (1) nhu cầu suy giảm tại thị trường Trung Quốc, Châu Âu, Đông Nam Á (2) trong khi, sản lượng sản xuất và tồn kho tại các quốc gia sản xuất chính (Australia, New Zealand) vẫn đang duy trì mức cao.
- Mức giảm của giá sữa bột sẽ bắt đầu được phản ánh rõ rệt vào KQKD của VNM kể từ Q2.2026 do (1) hợp đồng cung cấp sữa bột cho Q1.2026 đã được chốt kể từ Q3.2025 (trung bình khoảng 3,918 USD/MT) nhằm ổn định sản xuất (2) hợp đồng cho phần còn lại của năm 2026 sẽ được ký kết trong cuối Q1.2026 và đầu Q2.2026. Như vậy, BSC ước tính giá sữa bột bình quân 2026 sẽ giảm khoảng -12% yoy.

Hình 1: Giá Sữa bột neo cao so với cùng kỳ (USD)



Nguồn: Global Trade Diary

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



Nguồn: VNM

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/02/2026 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ:	THEO DÕI
Giá mục tiêu:	78,000
Upside:	+13%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	72,600
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,089
Vốn hoá (Tỷ VND):	150,267
Thanh khoản 30n (Triệu):	11.216
Sở hữu nước ngoài:	48.82%

DỰ PHÓNG CỦA BSC

Năm 2026, BSC dự phóng VNM sẽ ghi nhận DTT và LNST – CĐTTS lần lượt đạt 67,963 tỷ đồng (+7% yoy) và 10,430 tỷ đồng (+11% yoy), tương đương EPS FW 2026 = 4,466 VNĐ/CP, PE FW 2026 = 16.1 lần dựa trên những giả định chính sau:

1. Thị trường nội địa = 54,013 tỷ đồng (+6% yoy) nhờ thị phần nội địa được bảo vệ sau khi hoàn thành tái định vị.
2. Thị trường xuất khẩu = 7,816 tỷ đồng (+10% yoy), Công ty con tại nước ngoài = 6,134 tỷ đồng (+10% yoy) nhờ sự hồi phục của thị trường Campuchia và vị thế duy trì tại khu vực Trung Đông.
3. Biên lợi nhuận gộp = 42.3% cải thiện 1.1 điểm % so với cùng kỳ (chi tiết NĐT xem phần trên)
4. Tỷ lệ SG&A/DT = 21.4% đi ngang so với cùng kỳ.

Bảng tóm tắt giả định của BSC

	2022	2023	2024	2025	2026	% yoy
Doanh thu	59,956	60,369	61,783	63,646	67,963	7%
Nội Địa	50,704	50,618	50,799	50,964	54,013	6%
Xuất khẩu	4,828	5,039	5,663	7,105	7,816	10%
Công ty con	4,424	4,712	5,320	5,576	6,134	10%
Biên lợi nhuận gộp	39.9%	40.7%	41.4%	41.2%	42.3%	1.1%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/02/2026 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ:

THEO DÕI

Giá mục tiêu:

78,000

Upside:

+13%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):

72,600

Cổ phiếu LH (Triệu):

2,089

Vốn hoá (Tỷ VND):

150,267

Thanh khoản 30n (Triệu):

11.216

Sở hữu nước ngoài:

48.82%

PHỤ LỤC: DỰ PHÒNG KQKD CỦA BSC

KQKD(Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	59,956	60,369	61,783	63,646	67,963
Giá vốn hàng bán	(36,059)	(35,824)	(36,192)	(37,436)	(39,197)
Lợi nhuận gộp	23,897	24,545	25,590	26,209	28,765
Thu nhập tài chính	1,380	1,716	1,586	1,497	1,360
Chi phí tài chính	(618)	(503)	(428)	(350)	(406)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(166)	(354)	(279)	(326)	(293)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	(24)	(81)	32	(151)	(151)
Chi phí BH	(12,548)	(13,018)	(13,358)	(13,642)	(14,567)
Chi phí QLDN	(1,596)	(1,756)	(1,828)	(1,904)	(2,033)
Lãi từ HĐKD	10,491	10,904	11,594	11,660	12,969
Thu nhập khác, ròng	4	64	6	(10)	(10)
LNTT	10,496	10,968	11,600	11,650	12,959
Thuế TNDN	(1,918)	(1,948)	(2,241)	(2,273)	(2,525)
LNST	8,578	9,019	9,453	9,414	10,434
Lợi ích CĐKKS	62	146	61	3	4
LNST Công ty mẹ	8,516	8,874	9,392	9,410	10,430
EPS	3,632	3,796	4,022	4,030	4,466

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/02/2026 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI
Giá mục tiêu: 78,000
Upside: +13%

Thông tin doanh nghiệp

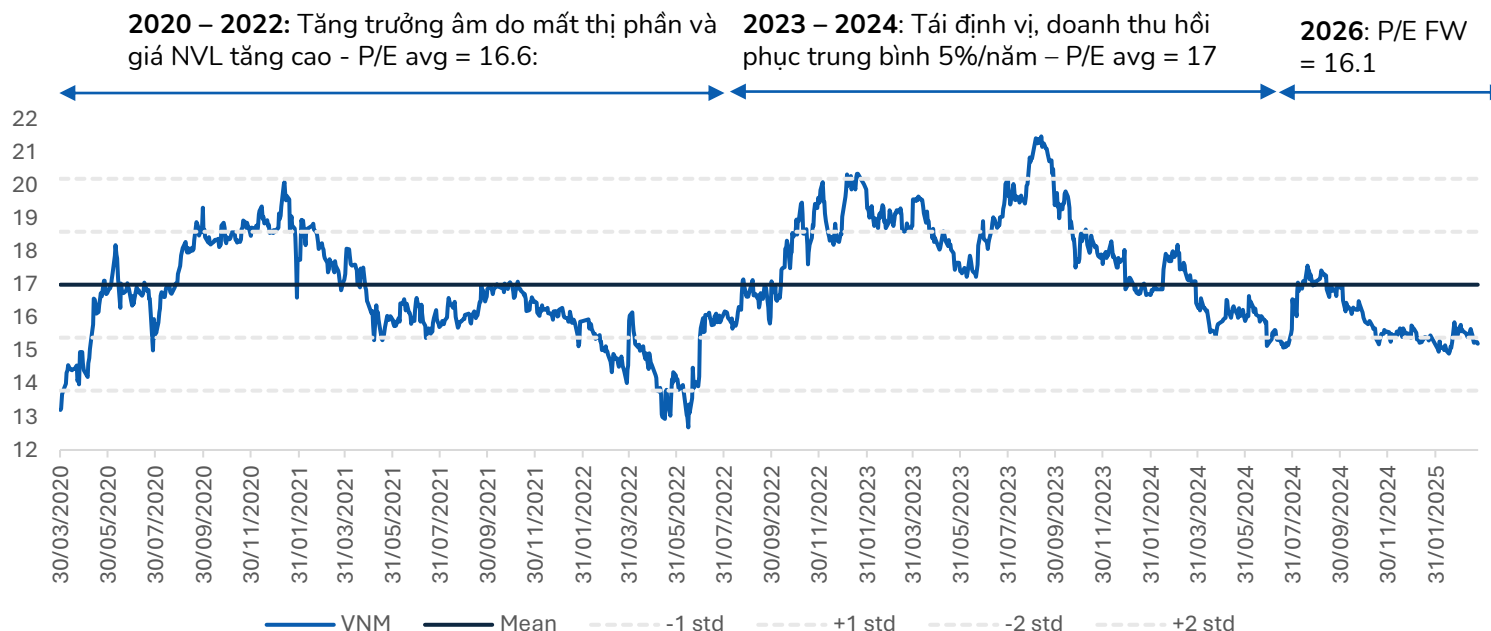
Giá hiện tại (VND): 72,600
Cổ phiếu LH (Triệu): 2,089
Vốn hoá (Tỷ VND): 150,267
Thanh khoản 30n (Triệu): 11.216
Sở hữu nước ngoài: 48.82%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

Ở thời điểm hiện tại, **BSC** đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với **VNM** với giá mục tiêu = **78,000 VNĐ/CP** (+13% so với giá ngày 03/02/2026 – đã bao gồm cổ tức bằng tiền mặt, +22% so với giá mục tiêu cũ), dựa trên những quan điểm sau:

- BSC sử dụng mức P/E mục tiêu = 17.5 lần thay vì 16.5 lần trong báo cáo trước đó dựa trên (1) tăng trưởng 11% trong 2026 nhờ thị phần được bảo vệ và giá nguyên vật liệu đầu vào giảm trở lại mức thấp so với cùng kỳ và (2) mức P/E = 17.5 là mức P/E bình quân trong giai đoạn 2023 – 2024 khi VNM ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng trở lại.
- Mức giá mục tiêu thay đổi chủ yếu đến từ (1) thay đổi P/E mục tiêu (2) thay đổi năm định giá cơ sở từ 2025 sang 2026. Khuyến nghị THEO DÕI chủ yếu do VNM đã ghi nhận mức tăng 26.7% kể từ thời điểm khuyến nghị đầu tiên của BSC vào 04/11/2025 phần nào đã phản ánh triển vọng năm 2026 của doanh nghiệp, hay triển vọng nâng hạng thị trường và khả năng thoái vốn của SCIC tại VNM.

Hình: Biến động P/E VNM



BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/02/2026 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ:	THEO DÕI
Giá mục tiêu:	78,000
Upside:	+13%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	72,600
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,089
Vốn hoá (Tỷ VND):	150,267
Thanh khoản 30n (Triệu):	11.216
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 Nguyễn 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.

