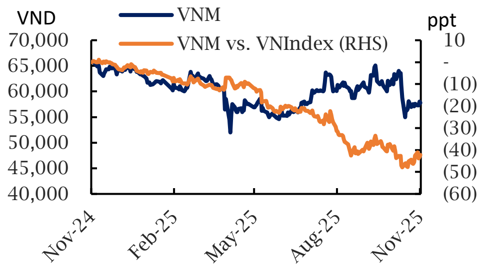
CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

Đà tăng trưởng sẽ tiếp tục trong 1H2026

MUA

Mức tăng giá mục tiêu:	**+12,9%**
Đóng cửa:	**06/11/2025**
Giá hiện tại:	**58.000 đồng**
Giá mục tiêu 12T:	**65.500 đồng**

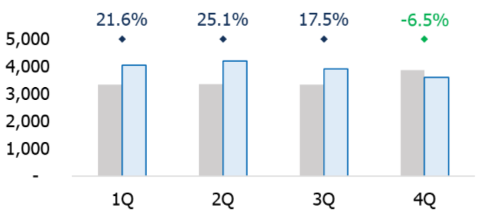
Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



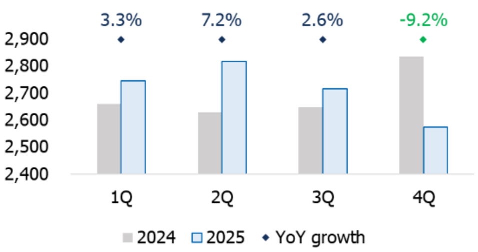
Vốn hóa thị trường (triệu USD)	**4.605**
GTGD BQ 6T (triệu USD)	**11,4**
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	**2.090**
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	**35,0%**
Sở hữu nước ngoài (%)	**48,9%**
Cổ đông lớn (%)	**64,3%**
Nợ / VCSH Q3/2025 (x)	**0,1x**
P/E 2025E (x)	**14,2x**
Room ngoại còn lại (%)	**51,1%**
Tỷ suất cổ tức 2026E (%)	**6,9%**

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Whole milk powder average price (USD/MT)



Skim milk powder average price (USD/MT)



Nguồn: Globaldairytrade.info

Tiêu điểm

Kết quả kinh doanh tiếp tục cải thiện trong Q3/2025, được hỗ trợ bởi cả thị trường trong và ngoài nước.

- **Doanh thu Q3/2025** tăng +1% QoQ / +9% YoY đạt 17,0 nghìn tỷ đồng. Trong đó, doanh thu nội địa tăng +4% YoY đạt 13,5 nghìn tỷ đồng, doanh thu nước ngoài tăng mạnh +33% YoY đạt 3,5 nghìn tỷ đồng, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng của các thị trường chính tại khu vực châu Á và châu Phi, đặc biệt là tại Campuchia nhờ điều kiện thị trường thuận lợi.
- **Biên lợi nhuận gộp Q3/2025** giảm nhẹ -0,2 điểm phần trăm QoQ nhưng cải thiện +0,6 điểm phần trăm YoY đạt 41,8%, nhờ doanh thu tăng trưởng trong bối cảnh chi phí sản xuất ổn định.
- **Những nỗ lực số hóa giúp nâng cao hiệu quả hoạt động,** với tỷ lệ chi phí SG&A trên doanh thu giảm -1,2 điểm phần trăm QoQ / -0,4 điểm phần trăm YoY xuống còn 23,8% trong Q3/2025.
- **VNM đã thận trọng trích lập dự phòng một lần** cho khoản đầu tư vào Miraka Holdings (New Zealand) trong Q3/2025, do lo ngại nhu cầu sữa bột suy giảm tại Trung Quốc có thể tác động tiêu cực đến hiệu suất kinh doanh của Miraka. Do đó, công ty ghi nhận khoản lỗ 195 tỷ đồng từ công ty liên doanh, âm so với khoản lãi 4 tỷ đồng trong Q2/2025 và tăng gấp 38 lần so với khoản lỗ được ghi nhận trong Q3/2024 là 5 tỷ đồng.
- **Do đó, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (PATMI) Q3/2025** đạt 2,5 nghìn tỷ đồng (+2% QoQ / +5% YoY) và biên lợi nhuận ròng đạt 14,9% (+0,1 điểm phần trăm QoQ / -0,6 điểm phần trăm YoY).

Trong 9T2025, doanh thu và lợi nhuận ròng của VNM lần lượt hoàn thành 72% và 69% so với dự báo 2025E của chúng tôi.

- **Doanh thu 9T2025** đạt 46,6 nghìn tỷ đồng (+0,7% YoY), chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng +14% YoY của doanh thu nước ngoài, trong khi doanh thu nội địa giảm -2,2% YoY.
- **Lợi nhuận gộp** giảm -0,3% YoY xuống còn 19,3 nghìn tỷ đồng trong 9T2025, phản ánh giá sữa bột nhập khẩu cao trong giai đoạn này. Theo đó, biên lợi nhuận gộp 9T2025 giảm -0,4 điểm phần trăm YoY xuống 41,4%. Giá sữa bột nguyên liệu nhập khẩu đã hạ nhiệt trong Q4/2025 (vui lòng xem các biểu đồ bên trái để biết chi tiết) và VNM kỳ vọng xu hướng này sẽ hỗ trợ tích cực cho biên lợi nhuận của công ty trong 1H2026.
- **PATMI 9T2025** giảm -9,6% YoY xuống 6,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu bị ảnh hưởng bởi mức giảm -29% YoY trong Q1/2025 và -7% YoY trong Q2/2025.

Quan điểm

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan nhưng thận trọng đối với VNM. Dù dư địa tăng trưởng dài hạn có thể bị hạn chế do vị thế thống lĩnh thị trường của doanh nghiệp, chúng tôi vẫn đánh giá cao VNM nhờ mức lợi suất cổ tức hấp dẫn và những nỗ lực không ngừng trong việc tái định vị thương hiệu và "đổi mới" hoạt động kinh doanh.

Giá cổ phiếu VNM gần như đã đạt đến giá mục tiêu của chúng tôi vào giữa tháng 9 trước khi có sự điều chỉnh. Ở các mức hiện tại, giá mục tiêu của chúng tôi vẫn kỳ vọng mức TSSL 12 tháng là +19,8%, và chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với VNM.

Chuyên viên phân tích:

Lưu Bội Di

di.luu@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification
Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions
BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.
HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.
HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.
SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.
Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.
Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer
 The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Saigon Ward, HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK

YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA
Head of Research
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)
matthew.smith@yuanta.com.vn

Binh Truong
Deputy Head of Research (O&G, Energy)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran
Analyst (Banks)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Tam Nguyen
Analyst (Property)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

Ngan Le
Analyst (Materials)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
Ngan.le@yuanta.com.vn

Di Luu
Analyst (Consumer)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
di.luu@yuanta.com.vn

An Nguyen
Assistant Analyst
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
an.nguyen@yuanta.com.vn

Giang Hoang
Assistant Analyst
giang.hoang@yuanta.com.vn

Nhi Ly
Assistant Analyst
nhi.ly@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey
Head of Institutional Sales
Tel: +84 28 3622 6868 (3855)
lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen
Manager
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)
anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Jason Lu
Sales Manager
Tel: +84 28 3622 6868
Jason.lu@yuanta.com.vn

Dat Bui
Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)
dat.bui@yuanta.com.vn

Phuc Pham
Sales trader
Tel: +84 28 3622 6868
phuc.pham@yuanta.com.vn

Vi Truong
Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)
vi.truong@yuanta.com.vn

Hien Le
Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868
hien.le@yuanta.com.vn

Linh Nguyen
Sales trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)
linh.nguyen2@yuanta.com.vn