CTCP SỮA VIỆT NAM (HOSE: VNM)

Thực phẩm và đồ uống

- Doanh thu Q4/2025 đạt 17,034 tỷ đồng (+10.1% svck), xác lập mức cao mới. Lũy kế cả năm đạt 63,646 tỷ đồng (+3.0% svck), với mảng kinh doanh nước ngoài tiếp tục là động lực tăng trưởng chính (+15.5% svck).

- LNST-CĐTS Q4/2025 đạt 2,840 tỷ đồng (+33.7% svck). Lũy kế cả năm đạt 9,410 tỷ đồng (đi ngang svck), được hỗ trợ bởi việc tối ưu chi phí bán hàng sau tái cấu trúc, qua đó bù đắp tác động tiêu cực trong giai đoạn đầu năm.

Giá hiện tại	VND 69,100
Cao nhất 52T	VND 73,400
Thấp nhất 52T	VND 47,900
Giá mục tiêu	n/a
Tiềm năng tăng giá	n/a
Tỷ suất cổ tức	7.7%
Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	144,416
KLGD TB 10 phiên (Triệu)	9.7
Room NN còn lại (%)	49.8%
Số CP lưu hành (triệu)	2,090

	VNM	VNI
P/E trượt 12T	15.4x	14.2x
P/B hiện tại	4.7x	2.1x
ROAA trượt 12T	17.4%	2.3%
ROAE trượt 12T	29.9%	14.7%

**Dữ liệu ngày 06/02/2026*

VNM Q4/2025: Doanh thu lập đỉnh mới, tăng trưởng lợi nhuận phục hồi sau tái cấu trúc phân phối

Doanh thu thuần Q4/2025 vượt mốc 17,000 tỷ đồng, xác lập mức cao mới; doanh thu cả năm tăng nhẹ do ảnh hưởng tái cấu trúc phân phối

Doanh thu thuần Q4/2025 của VNM đạt 17,034 tỷ đồng, tăng 10.1% svck và 0.5% sv quý trước, đồng thời là quý đầu tiên doanh nghiệp ghi nhận doanh thu vượt mốc 17,000 tỷ đồng. Do ảnh hưởng từ quá trình tái cấu trúc toàn diện hệ thống phân phối trong Q1/2025, kết quả kinh doanh trong nước giai đoạn đầu năm chịu tác động tiêu cực. Doanh thu thuần cả năm 2025 đạt 63,646 tỷ đồng, tăng nhẹ 3.0% svck.

Kinh doanh trong nước phục hồi trong Q4/2025, tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm mới

Doanh thu thuần trong nước Q4/2025 đạt 13,846 tỷ đồng, tăng 7.8% svck và 2.6% sv quý trước. Lũy kế cả năm, doanh thu thuần trong nước đạt 50,964 tỷ đồng, gần như đi ngang svck (+0.3%).

VNM tiếp tục đẩy mạnh hoạt động R&D; trong năm 2025, doanh nghiệp ra mắt và tái tung khoảng 100 sản phẩm, tập trung vào các phân khúc có giá trị gia tăng cao, như sữa dinh dưỡng (đạm A2) và các dòng sữa nước với hương vị mới. Bên cạnh đó, theo chia sẻ từ VNM, sau quá trình tái định vị, các dòng sản phẩm truyền thống như sữa nước, sữa chua uống đã phục hồi và ghi nhận tăng trưởng tích cực, trong khi sữa hạt, sữa bột và dòng sản phẩm GreenFarm tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng nổi bật.

Kinh doanh nước ngoài duy trì đà tăng trưởng quý thứ 10 liên tiếp, tiếp tục đóng vai trò động lực chính

Doanh thu thuần nước ngoài Q4/2025 đạt 3,188 tỷ đồng, tăng 21.0% svck nhưng giảm 7.8% sv quý trước. Lũy kế cả năm, doanh thu thuần nước ngoài đạt 12,682 tỷ đồng, tăng 15.5% svck.

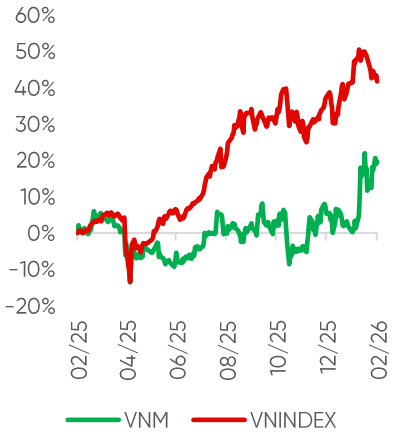
Dù giảm mạnh sv quý trước, mảng xuất khẩu đóng vài trò là động lực tăng trưởng chủ yếu, với doanh thu thuần Q4/2025 và cả năm tăng lần lượt 26.0%/25.5% svck. VNM tiếp tục duy trì thị phần và vị thế tại khu vực Trung Đông, đồng thời đẩy mạnh hoạt động xúc tiến thương mại tại các thị trường mới tại châu Á. Ngoài ra, các đơn vị nước ngoài như Angkor Milk (Campuchia) tiếp tục tăng trưởng tích cực, trong khi Driftwood (Mỹ) duy trì kết quả kinh doanh ổn định.

Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định trong bối cảnh giá sữa bột biến động mạnh

Trong bối cảnh giá nguyên liệu sữa bột tăng mạnh từ cuối năm 2024, với giá sữa bột nguyên kem chạm đỉnh vào tháng 5/2025 (tăng khoảng 31.3% so với đầu năm 2024), biên lợi nhuận gộp Q4/2025 đạt 40.4%, gần như đi ngang svck (+0.3 điểm %) và giảm 1.4 điểm % sv quý trước.

Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc biên lợi nhuận mảng kinh doanh nước ngoài thu hẹp, giảm khoảng 3 điểm % svck và 4.8 điểm % sv quý trước. Trên cơ sở cả năm, biên lợi nhuận gộp năm 2025 đạt 41.2%, đi ngang svck (-0.2 điểm %).

Diễn biến giá cổ phiếu



Giá CP (%)	1T	3T	6T
VNM	3.8	-2.8	1.0
VN-INDEX	5.2	2.3	25.3

Cổ đông lớn

SCIC	36.0%
F&N Dairy Investments PTE. LTD.	22.3%
Platinum Victory PTE. LTD.	6.0%

Tổng quan doanh nghiệp

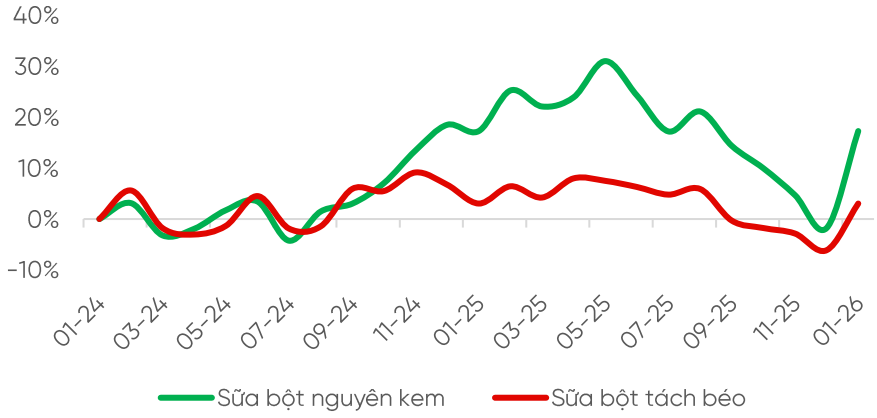
Vinamilk thành lập năm 1976, niêm yết trên HOSE từ năm 2006. Doanh nghiệp giữ vị thế dẫn đầu trong ngành sữa Việt Nam, sở hữu chuỗi giá trị khép kín từ chăn nuôi, sản xuất đến phân phối với danh mục sản phẩm đa dạng bao phủ các phân khúc sữa nước, sữa bột, sữa dinh dưỡng và sản phẩm từ sữa. Bên cạnh thị trường nội địa, VNM mở rộng hoạt động ra thị trường quốc tế thông qua xuất khẩu và các công ty con ở nước ngoài

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Anh Minh

minhna@vpbanks.com.vn

Hình 1. Giá sữa bột hạ nhiệt từ tháng 5/2025 và đã bắt đầu tăng trở lại trong đầu năm 2026 (01/2024 = 0)



Nguồn: GlobalDairyTrade, VPBankS Research

Tối ưu chi phí bán hàng sau tái cấu trúc; LNST-CĐTS Q4/2025 tăng trưởng mạnh

Trong Q4/2025, chi phí dịch vụ khuyến mãi, trưng bày, giới thiệu sản phẩm và hỗ trợ bán hàng (chiếm khoảng 70% chi phí bán hàng) giảm 9.4% svck và 19.6% sv quý trước, qua đó giúp chi phí bán hàng giảm 4.4% svck và 7.6% sv quý trước.

Nhờ đó, LNST-CĐTS Q4/2025 đạt 2,840 tỷ đồng, tăng mạnh 33.7% svck và 12.4% sv quý trước. LNST-CĐTS cả năm 2025 đạt 9,410 tỷ đồng, gần như đi ngang svck (+0.2%).

Hình 2. KQKD của VNM

Tỷ đồng	Q4/25	Q4/24	Q3/25	%svck	%sv quý trước	2025	2024	%svck
Doanh thu thuần	**17,034**	**15,477**	**16,953**	**10.1%**	**0.5%**	**63,646**	**61,783**	**3.0%**
Trong nước	13,846	12,842	13,494	7.8%	2.6%	50,964	50,800	0.3%
Nước ngoài	3,188	2,635	3,459	21.0%	-7.8%	12,682	10,983	15.5%
- Xuất khẩu	*1,579*	*1,253*	*2,019*	*26.0%*	*-21.8%*	*7,106*	*5,664*	*25.5%*
- Chi nhánh NN	*1,609*	*1,382*	*1,440*	*16.4%*	*11.7%*	*5,576*	*5,319*	*4.8%*
Lợi nhuận gộp	**6,890**	**6,210**	**7,087**	**11.0%**	**-2.8%**	**26,209**	**25,590**	**2.4%**
Trong nước	5,728	5,170	5,662	10.8%	1.2%	21,013	20,975	0.2%
Nước ngoài	1,162	1,039	1,426	11.8%	-18.5%	5,197	4,615	12.6%
Biên LN gộp	**40.4%**	**40.1%**	**41.8%**	**0.3%**	**-1.4%**	**41.2%**	**41.4%**	**-0.2%**
Trong nước	41.4%	40.3%	42.0%	1.1%	-0.6%	41.2%	41.3%	-0.1%
Nước ngoài	36.4%	39.4%	41.2%	-3.0%	-4.8%	41.0%	42.0%	-1.0%
CPBH&QLDN	**(3,732)**	**(3,906)**	**(4,040)**	**-4.4%**	**-7.6%**	**(15,546)**	**(15,186)**	**2.4%**
Doanh thu tài chính	**358**	**395**	**396**	**-9.2%**	**-9.5%**	**1,497**	**1,586**	**-5.6%**
Chi phí tài chính	**(108)**	**(140)**	**(91)**	**-23.2%**	**17.7%**	**(350)**	**(428)**	**-18.2%**
LNTT	**3,477**	**2,643**	**3,126**	**31.5%**	**11.2%**	**11,650**	**11,600**	**0.4%**
LNST-CĐTS	**2,840**	**2,124**	**2,527**	**33.7%**	**12.4%**	**9,410**	**9,392**	**0.2%**

Nguồn: VNM, VPBankS Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập luận là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21&25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn