



ASEAN SECURITIES

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

CTCP Sữa Việt Nam (HSX: VNM)

Giữ vững đà tăng trưởng trước áp lực ngành

KHUYẾN NGHỊ: KHẢ QUAN [+24%]

ASEANSC Research | Q2/2025

Thông tin cơ bản (27/05/2025)	
Sàn giao dịch:	HSX
Giá thị trường:	55.400
EPS:	4.194
P/E:	13,2
Giá trị sổ sách:	16.123
P/B:	3,4
KLGD TB 20 phiên:	3.735.650
KLCP đang lưu hành:	2.089.955.445
Vốn hóa (tỷ đồng):	115.783

Biến động giá cổ phiếu trong vòng 1 năm



Nguồn: Tradingview, Aseansc research

Khuyến nghị đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu **VNM** trong năm 2025 với giá hợp lý được xác định ở mức **68.600 đồng/cổ phiếu (+24% so với giá thị trường)**.

Dự báo kết quả kinh doanh 2025:

Aseansc ước tính lợi nhuận sau thuế (LNST) năm 2025F của VNM đạt 9.561 tỷ (+1% YoY), dựa trên giả định biên LNG ổn định ở mức 41% và doanh thu tăng trưởng ổn định ở cả 2 kênh nội địa và xuất khẩu (lần lượt tăng 4% và 7%).

Luận điểm đầu tư:

- Chiến lược tái định vị thương hiệu và tái cơ cấu kênh phân phối giúp doanh thu nội địa cải thiện.
- Doanh thu xuất khẩu tiếp tục được đẩy mạnh nhờ mở rộng danh mục sản phẩm, và hoạt động hiệu quả của các kênh bán hàng. **VNM sẽ không chịu ảnh hưởng trực tiếp từ tác động của chính sách thuế quan của Hoa Kỳ** khi doanh thu xuất khẩu không tập trung vào một số thị trường cụ thể mà chủ động mở rộng thị trường xuất khẩu. Doanh thu Driftwood - công ty con tại Hoa Kỳ, cũng không bị ảnh hưởng nhờ sử dụng 100% nguyên liệu địa phương.
- Biên LNG xuất khẩu tiếp tục cải thiện giúp biên LNG ổn định.
- Triển vọng ngành **SỬA** năm 2025 được đánh giá **TRUNG LẬP**. Trong đó, yếu tố tích cực đến từ tăng trưởng kinh tế cũng như các chính sách như duy trì giảm thuế VAT 2% kéo dài đến 30/06/2026 và miễn học phí cho học sinh công lập cả nước. Ở chiều ngược lại, ngành sửa Việt Nam đối mặt với thách thức từ khủng hoảng niềm tin người tiêu dùng trước loạt sửa giả được phanh phui, cùng với áp lực giá NVL đầu vào, và cạnh tranh từ các doanh nghiệp nước ngoài.

Cập nhật kết quả kinh doanh:

- Doanh thu Q1/25 và LNST Q1/25 giảm lần lượt 8,2% và 28,1% do thị trường nội địa trong quá trình tái cơ cấu kênh phân phối.

Năm	2022	2023	2024	2025F (Asean ước tính)	2025F (Kế hoạch ĐHCĐ)
Doanh thu thuần	59.956	60.369	61.783	64.584	64.505
Tăng trưởng	-1,6%	0,7%	2,3%	4,5%	4,3%
LNST	8.578	9.019	9.453	9.561	9.680
Tăng trưởng	-19,3%	5,2%	4,8%	1,1%	2,4%

Nguồn: VNM, Aseansc research



I	TỔNG QUAN	
1.	Giới thiệu	
2.	Cơ cấu cổ đông và ban điều hành	
3.	Quá trình hình thành và phát triển	
4.	Sơ đồ tổ chức	
5.	Chuỗi giá trị doanh nghiệp	
6.	SWOT	
7.	Chuỗi giá trị ngành	
II	HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	
1.	Doanh thu nội địa giảm nhưng xuất khẩu Q1/25 vẫn duy trì đà tăng trưởng	
2.	Biên LNG thu hẹp với chi phí quảng cáo tăng trong Q1/25	
3.	LNST Q1/25 giảm nhưng hiệu suất sinh lời vẫn ở mức cao	
III	TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH	
IV	LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ	
V	DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH, ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ	
VI	TRIỂN VỌNG NGÀNH SỮA VIỆT NAM	
VII	RỦI RO	

4	
4	
5	
6	
7	
8	
12	
13	
17	
17	
18	
19	
20	
21	
24	
26	
30	





I. TỔNG QUAN

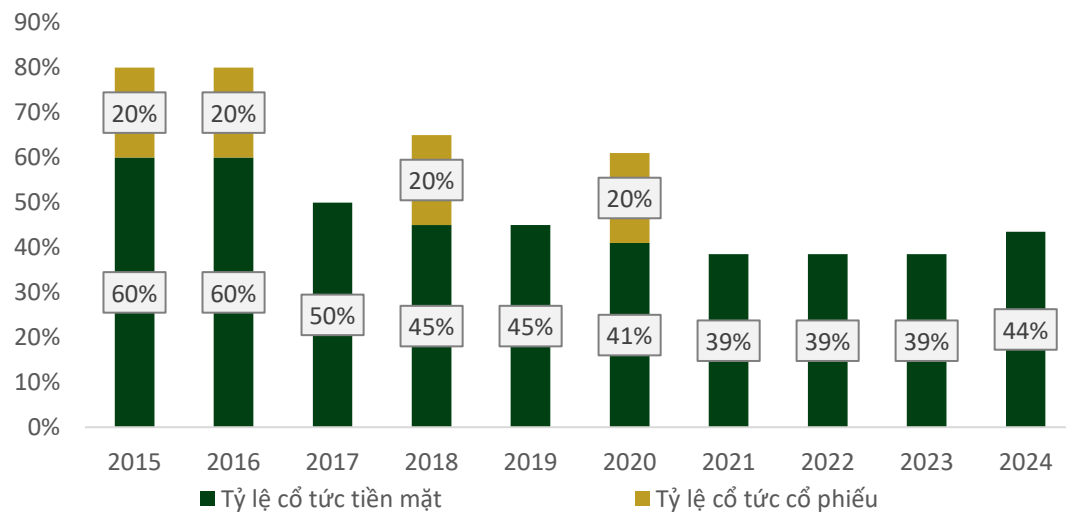
1. Giới thiệu:

LOGO CÔNG TY

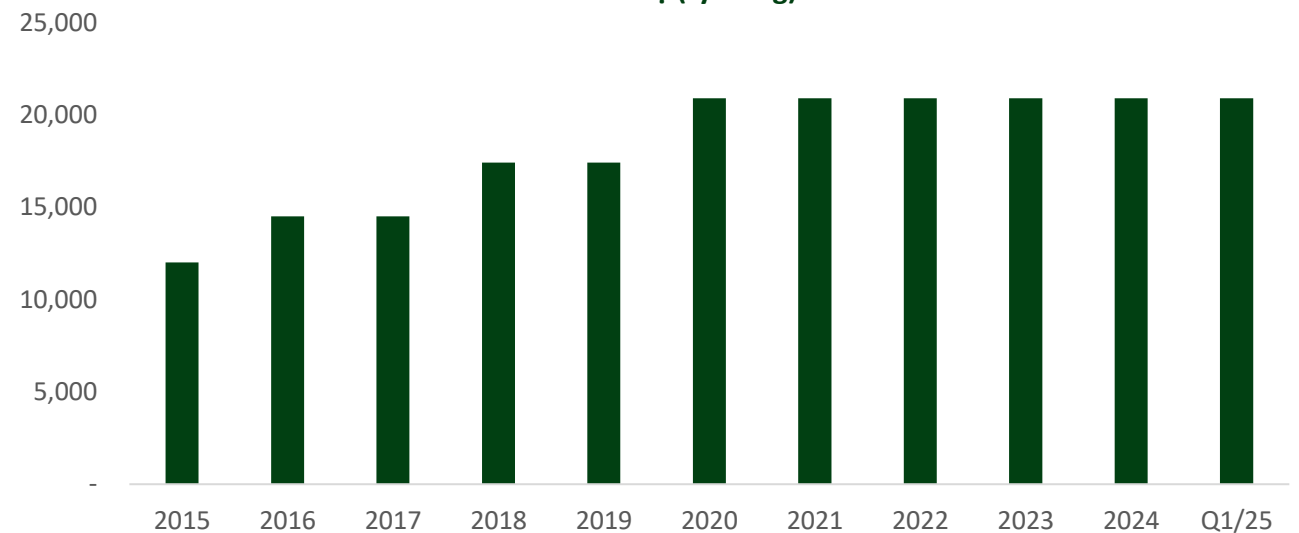


- Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM) là doanh nghiệp đầu ngành sữa tại Việt Nam, chiếm gần 50% thị phần với danh mục sản phẩm đa dạng trong các phân khúc sữa nước, sữa đặc, sữa chua, sữa bột, và các sản phẩm từ sữa (kem, phô mai). Sữa nước hiện đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu, theo sau là sữa chua và sữa bột.
- VNM luôn có tỷ lệ chi trả cổ tức cao, trong năm 2025, VNM lên kế hoạch duy trì cổ tức tiền mặt tối thiểu 50% lợi nhuận sau thuế, đảm bảo cổ tức đều đặn và bền vững cho cổ đông.

Tỷ lệ chi trả cổ tức



Vốn điều lệ (tỷ đồng)

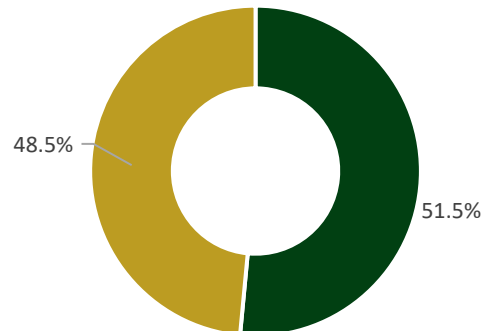




I. TỔNG QUAN

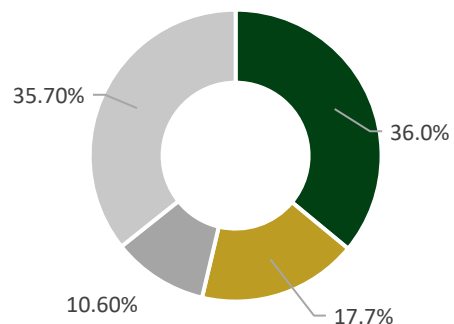
2. Cơ cấu cổ đông và ban điều hành VNM

Cơ cấu cổ đông theo khu vực



■ Nhà đầu tư nước ngoài ■ Nhà đầu tư trong nước

Cơ cấu cổ đông theo tổ chức



■ SCIC ■ F&N Dairy Investment PTE Ltd
■ Platinum Victory PTE Ltd ■ Các tổ chức khác

VNM được dẫn dắt bởi Chủ tịch HĐQT ông Nguyễn Hạnh Phúc – có nhiều năm kinh nghiệm trong quản lý Nhà Nước, và bà Mai Kiều Liên – Tổng Giám Đốc, đã gắn bó với công ty gần 50 năm.

Về cơ cấu cổ đông theo tổ chức, nhìn chung cơ cấu cổ đông VNM không biến động quá nhiều trong vòng 5 năm trở lại đây. Vinamilk có cơ cấu cổ đông đa dạng với SCIC (36%), tiếp theo là hai nhà đầu tư Singapore: F&N Dairy Investment PTE Ltd (17,7%) và Platinum Victory PTE Ltd (10,6%). Xét theo khu vực, nhà đầu tư nước ngoài chiếm ưu thế với 51,5% tỷ lệ sở hữu, cao hơn nhà đầu tư trong nước (48,5%).

Hội Đồng Quản Trị



Ông NGUYỄN HẠNH PHÚC
Chủ tịch, Thành viên
HĐQT độc lập
Hơn 40 năm kinh nghiệm
quản lý Nhà nước

Bà Mai Kiều Liên
Thành viên HĐQT,
Tổng Giám đốc

Ông Lê Thành Liêm
Thành viên HĐQT,
GDĐH Khối Tài chính

Ông Alain Xavier Cany
Thành viên HĐQT không
điều hành

Ông Michael Chye Hin Fah
Thành viên HĐQT không
điều hành

Ông Lee Meng Tat
Thành viên HĐQT không
điều hành

Ông Hoàng Ngọc Thạch
Thành viên HĐQT không
điều hành

Bà Đặng Thị Thu Hà
Thành viên HĐQT không
điều hành

Ông Đỗ Lê Hùng
Thành viên HĐQT độc lập

Bà Tiêu Yến Trinh
Thành viên HĐQT độc lập

Ban Điều Hành



Bà MAI KIỀU LIÊN
Tổng Giám Đốc,
48 năm tại VNM
Kỹ sư công nghệ
Chế biến sữa, Nga
TOP50 nữ doanh nhân
quyền lực nhất Châu Á

Bà Bùi Thị Hương
• GDĐH Khối Hành chính, Nhân sự, Đối
ngoại
• 19 năm tại Vinamilk

Ông Lê Thành Liêm
• GDĐH Khối Tài chính
• 30 năm Vinamilk

Ông Lê Hoàng Minh
• GDĐH Khối Sản xuất
• 23 năm tại Vinamilk

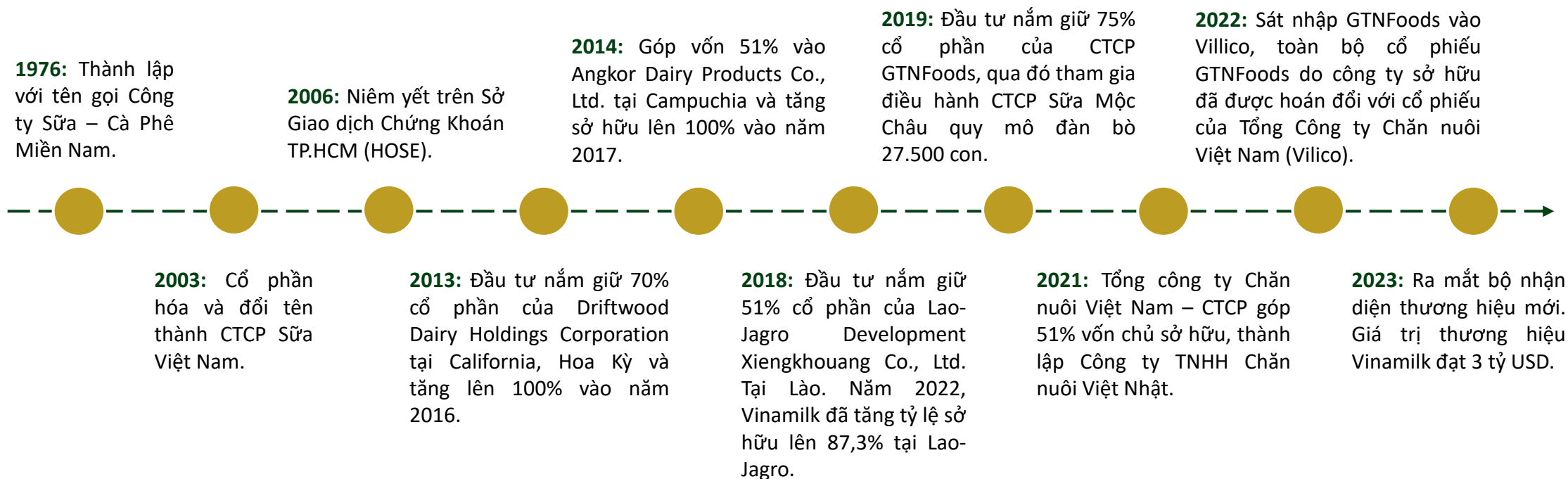
Ông Nguyễn Quốc Khánh
• GDĐH Khối Nghiên cứu và Phát Triển
• 36 năm tại Vinamilk

Ông Nguyễn Quang Trí
• GDĐH Khối Marketing
• 10 năm tại Vinamilk

Ông Đoàn Quốc Khánh
• GDĐH Khối Phát triển Vùng nguyên liệu
• 26 năm tại Vinamilk

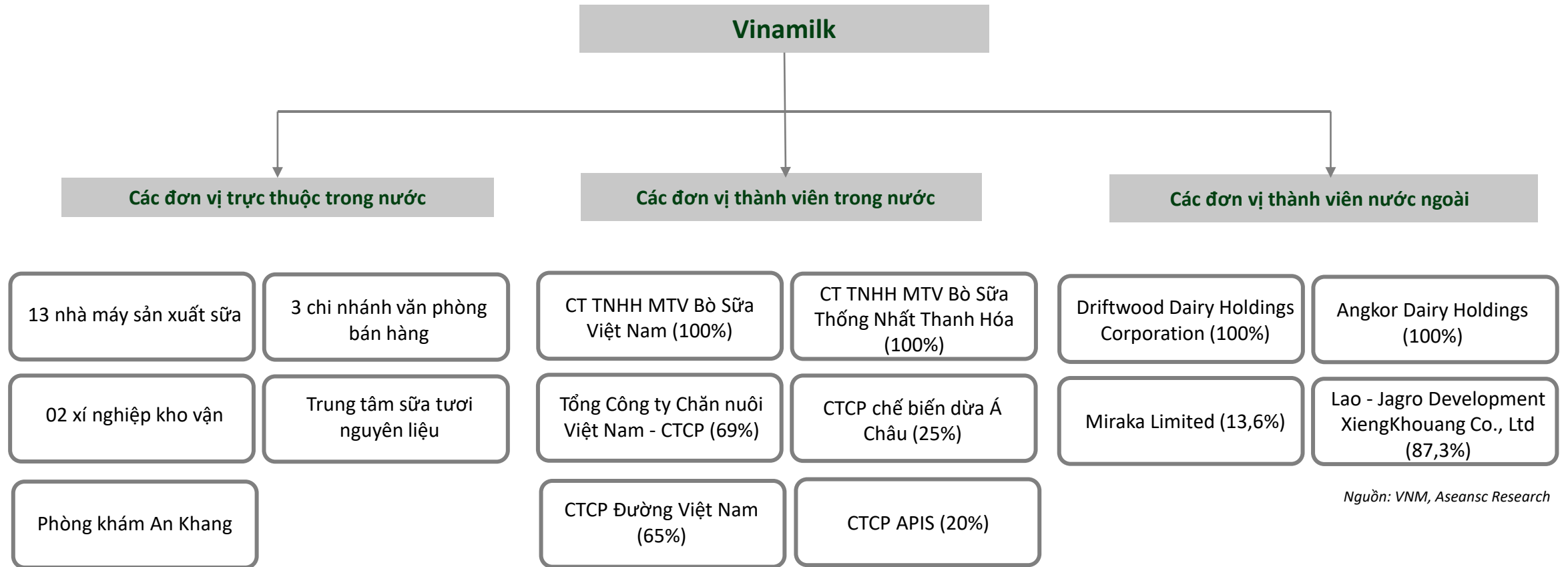


3. Quá trình hình thành và phát triển:





4. Sơ đồ tổ chức:



Nguồn: VNM, Aseansc Research

VNM có 06 công ty con, công ty liên kết ở trong nước; 04 công ty con, công ty liên doanh, liên kết tại nước ngoài và các đơn vị trực thuộc. Đáng chú ý, công ty con của VNM tổng công ty chăn nuôi Việt Nam – CTCP (VLC) nắm giữ 59,3% CTCP giống Bò sữa Mộc Châu (MCM).



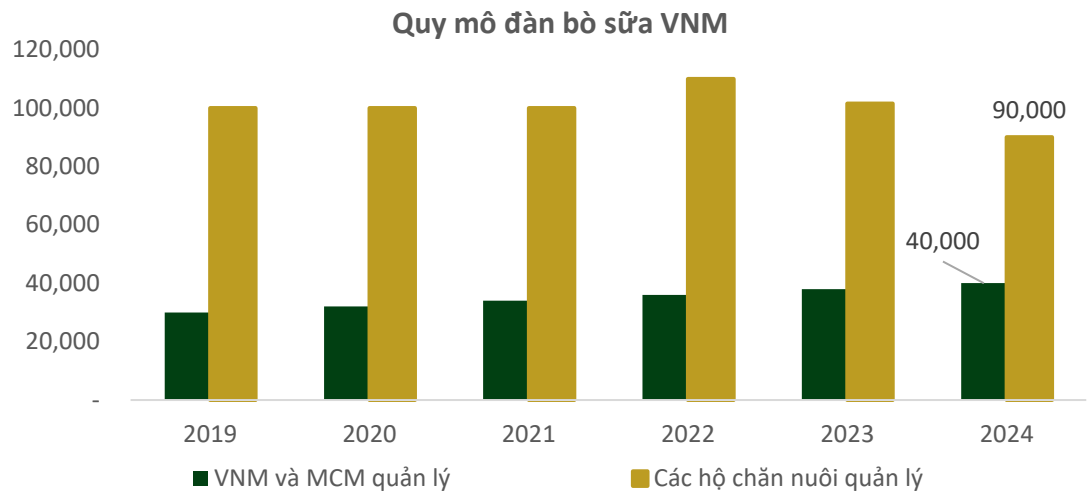
I. TỔNG QUAN

5. Chuỗi giá trị doanh nghiệp:





5. Chuỗi giá trị doanh nghiệp - Tập trung phát triển đàn bò trang trại



Các dự án phát triển trang trại tiếp tục được triển khai trong 2025:

STT	Dự án	Quy mô đàn bò sữa	Vốn đầu tư	Tiến độ hoạt động
1	Dự án trang trại bò sữa Lao-Jargo tại Lào	24.000 trong giai đoạn 1	NA	Đã khai thác 8.000 ở giai đoạn 1 trong 2022
2	Tổ hợp thiên đường sữa Mộc Châu	4.000	3.150 tỷ đồng	Dự kiến đi vào hoạt động trong 2025

Nguồn: VNM, Aseansc Research

Theo ước tính của chúng tôi, sữa nguyên liệu từ trang trại và các hộ nông dân chiếm khoảng 60% nguồn cung sữa nguyên liệu của VNM.

Hiện nay, VNM đang tập trung phát triển đàn bò trang trại và bớt phụ thuộc vào sản lượng sữa nguyên liệu từ các hộ nông dân. Quy mô đàn bò sữa của VNM tại các trang trại tăng đều đặn từ 30.000 con năm 2019 lên gần 40.000 con năm 2024, trong khi đàn bò liên kết với các hộ chăn nuôi giảm từ 100.000 con xuống còn 90.000 con.

Xu hướng này được thúc đẩy bởi năng suất cao hơn tại đàn bò được trực tiếp quản lý, với năng suất bình quân đạt khoảng 4,5 tấn/con/năm, so với mức chỉ 2,5 tấn/con/năm từ các hộ năng dân vào 2024 nhờ VNM nhập khẩu giống bò sữa tại các quốc gia có năng suất cao và bò sữa được quản lý trực tiếp được chăm sóc với công nghệ tiên tiến. Bên cạnh đó, chi phí sản xuất trung bình tại các trang trại thấp hơn so với chi phí thu mua từ nông dân cũng là yếu tố để VNM tập trung phát triển trang trại.

VNM đang tiếp tục đầu tư phát triển bò sữa trang trại trong 2025, nhằm cải thiện sản lượng sữa nguyên liệu.



I. TỔNG QUAN

5. Chuỗi giá trị doanh nghiệp - Quy mô sản xuất sữa lớn nhất Việt Nam

Hệ thống trang trại và nhà máy của VNM



Nguồn: VNM, Aseansc Research

Quy trình sản xuất các sản phẩm sữa VNM

Ngành hàng	Nguyên liệu sản xuất	Quy trình sản xuất	Dòng sản phẩm chính - Hạn sử dụng
Sữa nước	Sữa tươi nguyên liệu và sữa bột nhập khẩu	Sữa nguyên liệu → Chuẩn hóa, khử trùng → Phối trộn với các thành phần khác → Chiết rót, đóng bao bì	Sữa tươi tiệt trùng, thanh trùng (7-10 ngày), sữa hoan nguyên tiệt trùng.
Sữa bột	Sữa bột nhập khẩu	Sữa nguyên liệu → Hòa trộn tạo dịch sữa → Chuẩn hóa, thanh trùng → Cô đặc sữa → Sấy sữa → Đóng lon	Sữa công thức cho trẻ em, sữa cho phụ nữ mang thai, sữa cho người già, người cao tuổi.
Sữa chua	Sữa tươi nguyên liệu và sữa bột nhập khẩu	Sữa nguyên liệu → Chuẩn hóa, thanh trùng → Làm lạnh xuống 40-45°C → Cấy men → Ủ → Làm lạnh → Chiết rót, đóng gói	Sữa chua ăn, sữa chua uống.
Sữa đặc	Sữa bột nhập khẩu	Sữa nguyên liệu → Chuẩn hóa, thanh trùng → Cô đặc, làm nguội → Kết tinh → Đóng hộp	Sữa đặc.



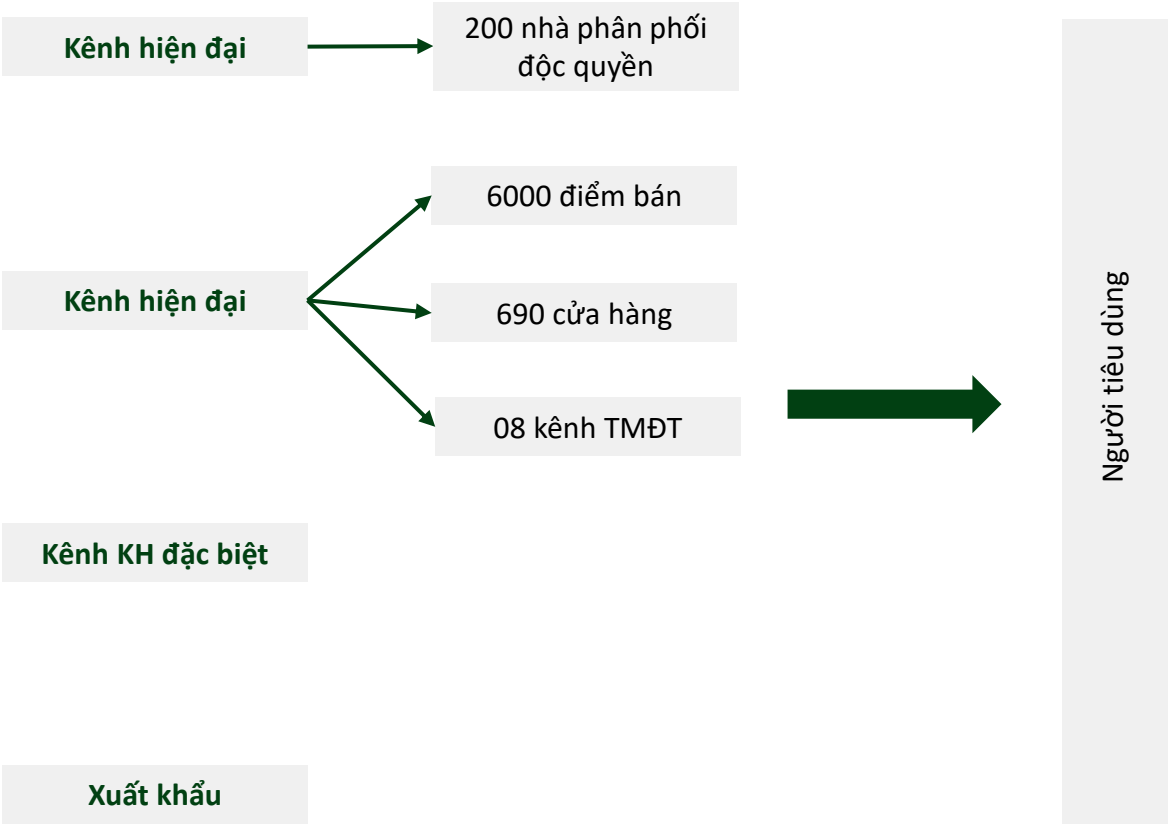
I. TỔNG QUAN

5. Chuỗi giá trị doanh nghiệp - Đầu ra và phân phối

Danh mục sản phẩm của VNM



VNM đa dạng hóa kênh phân phối

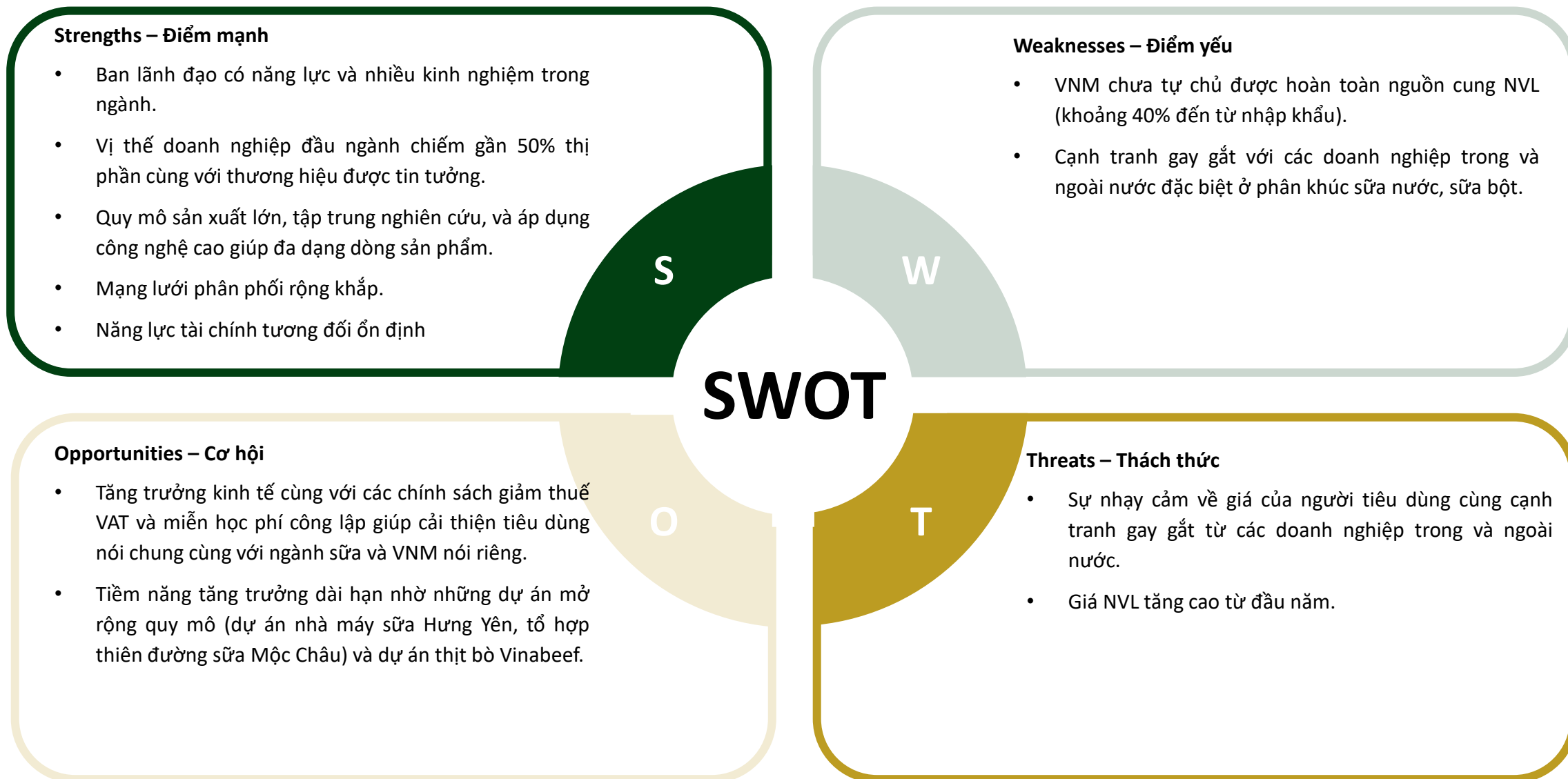


Với quy mô sản xuất lớn nhất cả nước, VNM sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng và toàn diện, bao phủ đầy đủ các phân khúc từ sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc đến các sản phẩm chế biến từ sữa khác.

Điểm mạnh cạnh tranh của VNM không chỉ đến từ khả năng sản xuất mà còn từ hệ thống phân phối rộng khắp với 200 nhà phân phối độc quyền, 6.000 điểm bán truyền thống, 690 cửa hàng hiện đại và 8 kênh thương mại điện tử. Mạng lưới đa dạng và thâm nhập sâu này giúp VNM đảm bảo độ phủ sản phẩm tối ưu trên toàn quốc, từ đó củng cố vị thế dẫn đầu với thị phần 50% toàn ngành sữa, khẳng định vị thế số 1 không thể thay thế của VNM trong ngành công nghiệp sữa Việt Nam.



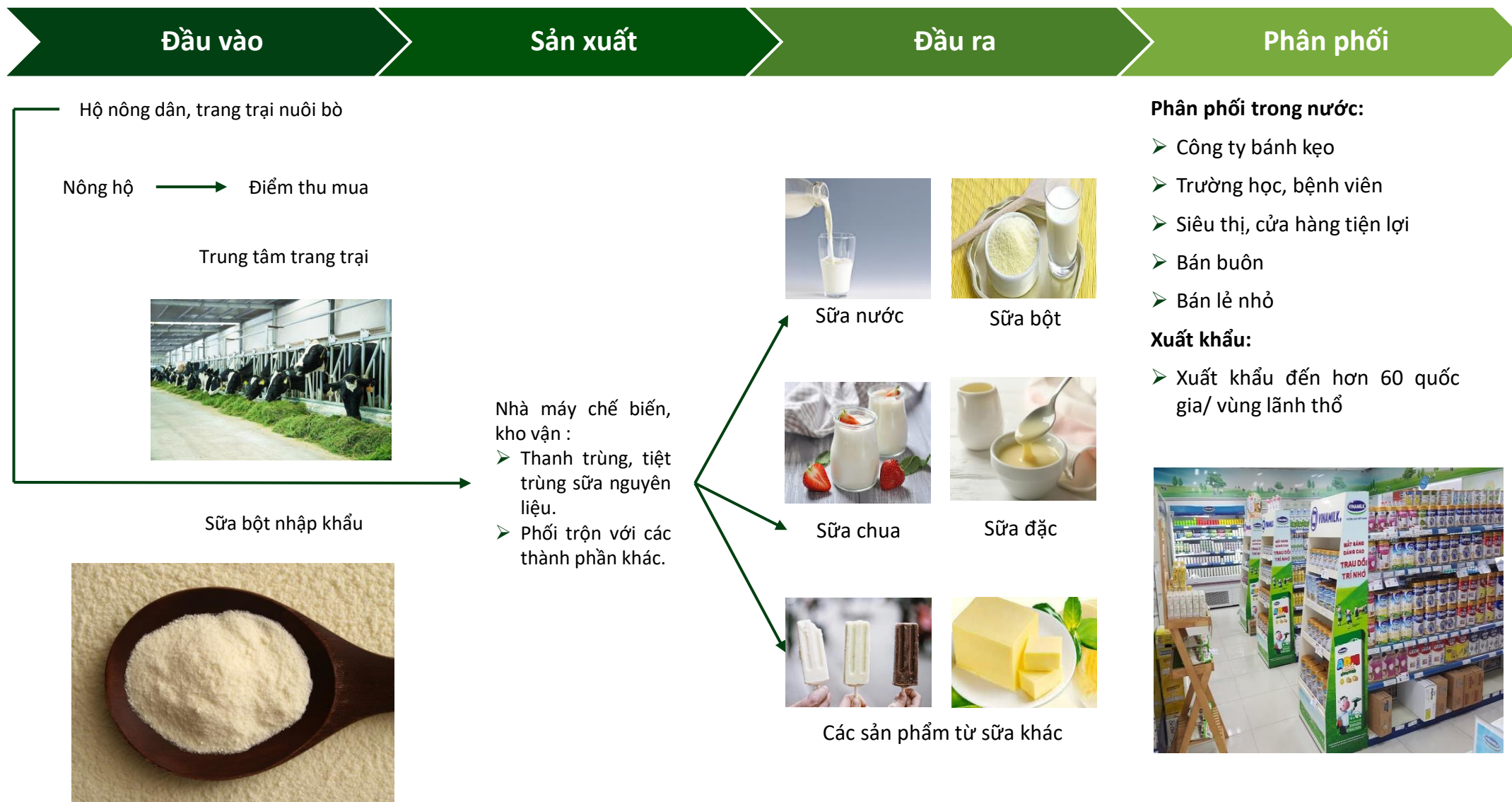
6. SWOT:





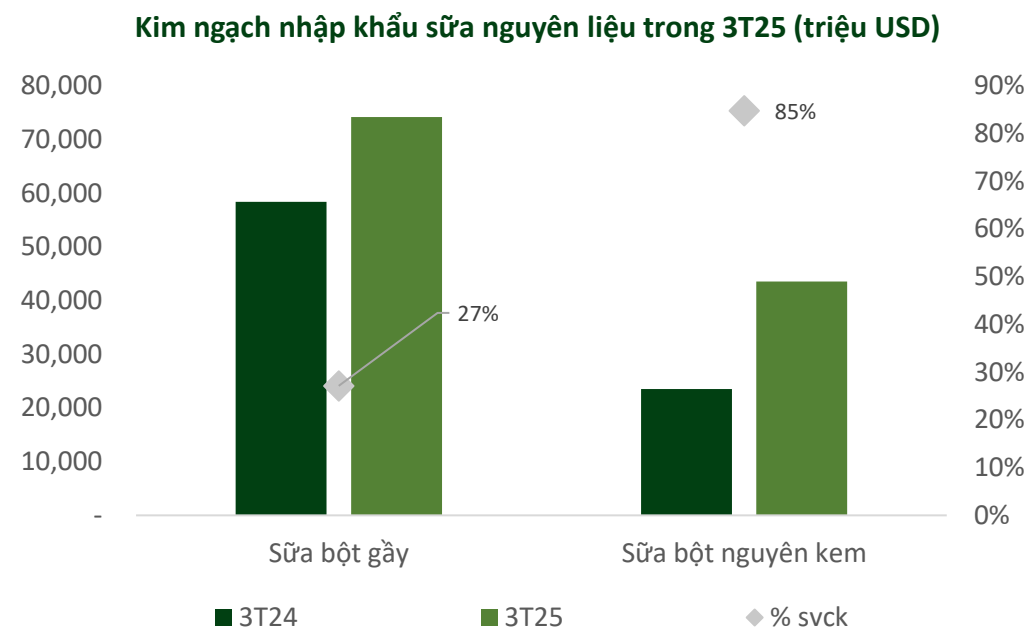
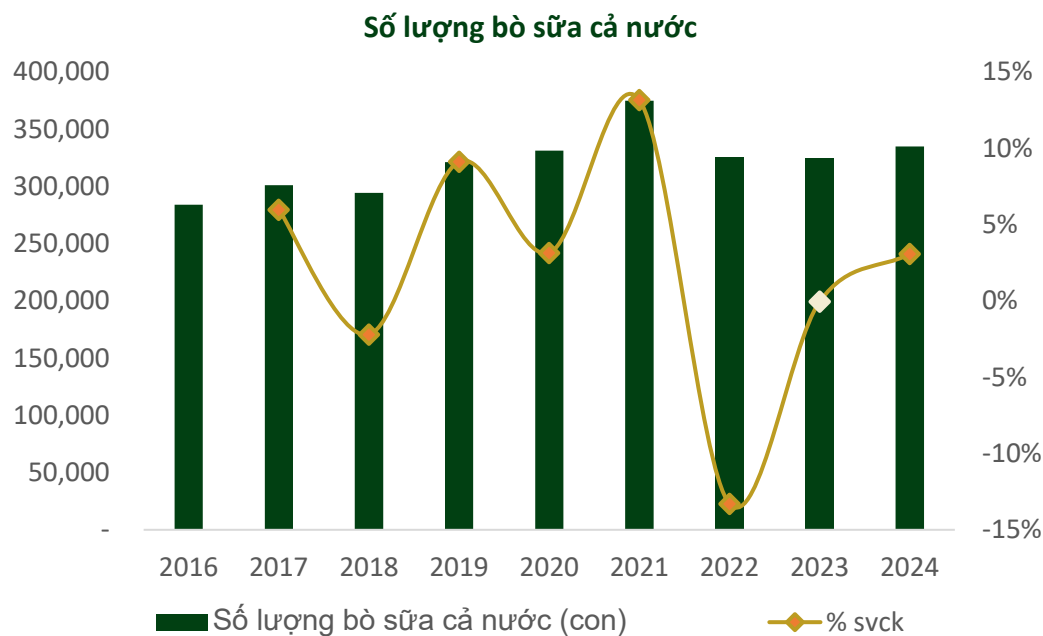
I. TỔNG QUAN

7. Chuỗi giá trị ngành Sữa:





7. Chuỗi giá trị ngành Sữa: Nâng cao hiệu quả chăn nuôi nhưng vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu



Nguồn: Tổng cục thống kê, Tổng cục hải quan, Aseansc Research

Ngành chăn nuôi bò sữa Việt Nam đang có xu hướng hiệu quả hơn với sản lượng sữa tươi nguyên liệu bình quân cao hơn nhờ tăng trưởng bình quân bò sữa Việt Nam giai đoạn 2016-2024 ở mức 2,3% và các công ty sữa Việt Nam đẩy mạnh quá trình nhập khẩu giống bò sữa từ nước ngoài.

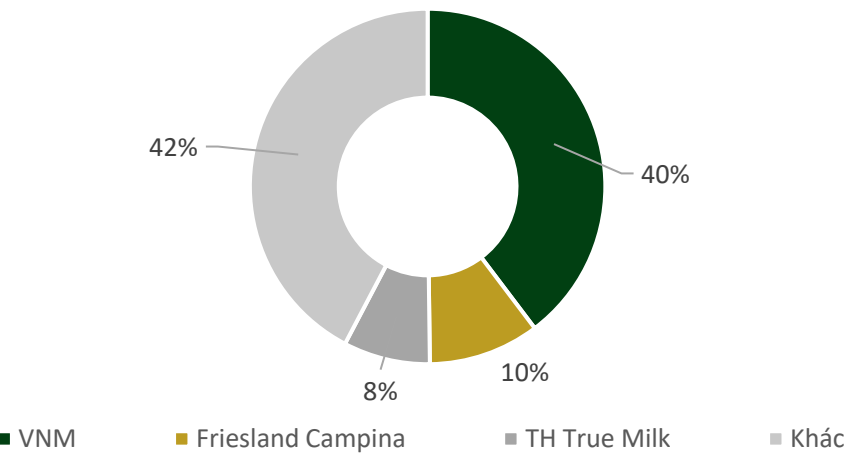
Tuy nhiên khí hậu và công nghệ chăn nuôi tại Việt Nam vẫn còn nhiều hạn chế khiến sản lượng sữa tươi trong nước chưa cao, chỉ đạt khoảng 30-35% nhu cầu nguyên liệu của các doanh nghiệp lớn. Sữa tươi đạt chuẩn quốc tế, đặc biệt là sữa đạt chuẩn hữu cơ ở Việt Nam đến nay cung vẫn không đủ cầu. Kim ngạch nhập khẩu sữa bột gầy và sữa bột nguyên kem Việt Nam trong Q1/25 vẫn ở mức cao đạt lần lượt 74,2 và 43,5 triệu USD tương đương mức tăng trưởng lần lượt 27,14% và 84,82% svck.

7. Chuỗi giá trị ngành Sữa: Thị phần ngành thuộc chủ yếu thuộc về các doanh nghiệp lớn

Danh mục sản phẩm VNM và các doanh nghiệp cùng ngành khác

Danh mục sản phẩm	VNM	TH	Nutifood	IDP	Nestlé	Friesland Campina	Abbott	Mead Johnson
Sữa nước	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗
Sữa bột	✓	✗	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Sữa đặc	✓	✗	✓	✗	✓	✓	✗	✓
Sữa chua	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗
Khác (kem, bơ, phô mai)	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✗	✗

Thị phần sữa và sản phẩm sữa các doanh nghiệp năm 2023



Nguồn: Euromonitor, Aseansc Research

Việt Nam có khoảng 200 doanh nghiệp ngành sữa, tuy nhiên thị phần chủ yếu thuộc về các công ty quy mô lớn với danh mục sản phẩm đa dạng như VNM, TH True Milk, Nutifood, IDP cùng các tập đoàn đa quốc gia Friesland Campina, Abbot, Nestle, Mead Johnson. Các doanh nghiệp ngành sữa với quy mô nhỏ, chủ yếu phục vụ cho khu vực địa phương. Rào cản gia nhập ngành sữa khá cao do các nhà sản xuất cần đầu tư nguồn vốn đáng kể cho việc xây dựng cơ sở hạ tầng sản xuất, trang trại nuôi bò sữa, thiết bị máy móc và dây chuyền công nghệ.

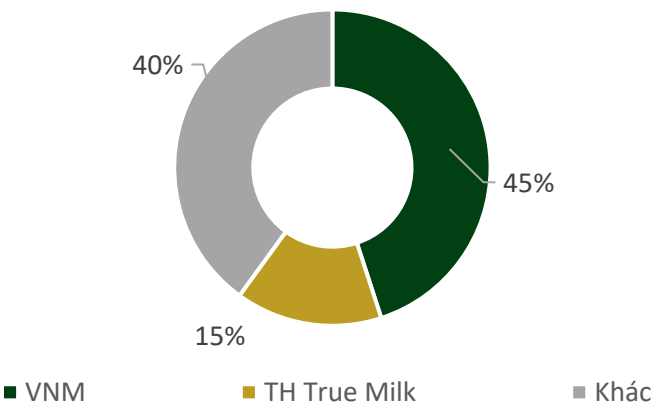
Để giành và giữ thị phần thường phải đẩy mạnh, các doanh nghiệp có quy mô lớn chi phí cho hoạt động bán hàng, hoạt động quảng cáo và tiếp thị để khuyến khích người tiêu dùng mua sản phẩm.

Trong năm 2023, theo Euromonitor, VNM đứng đầu thị phần ngành sữa và sản phẩm từ sữa Việt Nam với 39,7% thị phần, theo sau bởi Friesland Campina và TH True Milk với lần lượt 10,4% và 7,9% thị phần. Cụ thể, VNM chiếm ưu thế tại các phân khúc sữa tươi, sữa chua, và sữa đặc với thị phần đạt 45%, 62%, và 83% trong năm 2023.

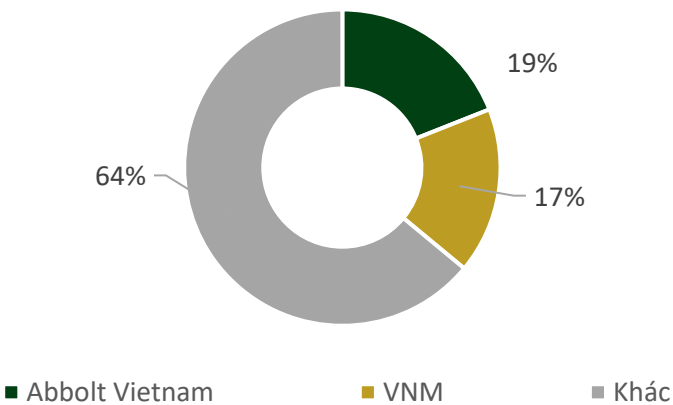


7. Chuỗi giá trị ngành Sữa: Thị phần các phân khúc sản phẩm sữa Việt Nam 2023

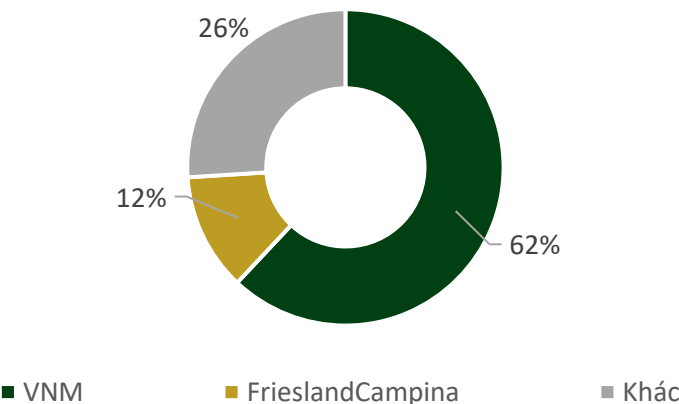
Thị phần sữa nước các doanh nghiệp



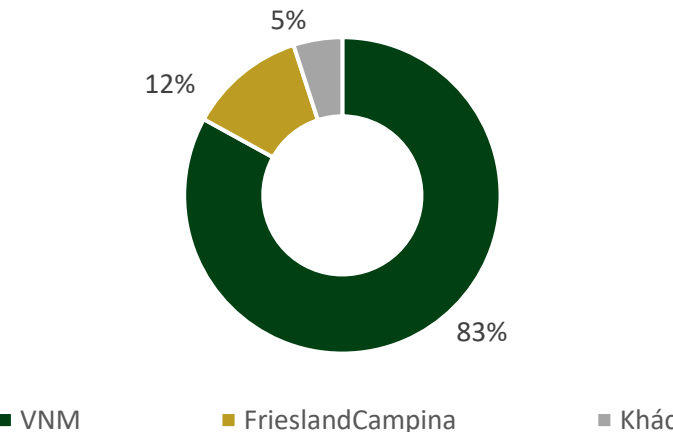
Thị phần sữa bột các doanh nghiệp



Thị phần sữa chua các doanh nghiệp



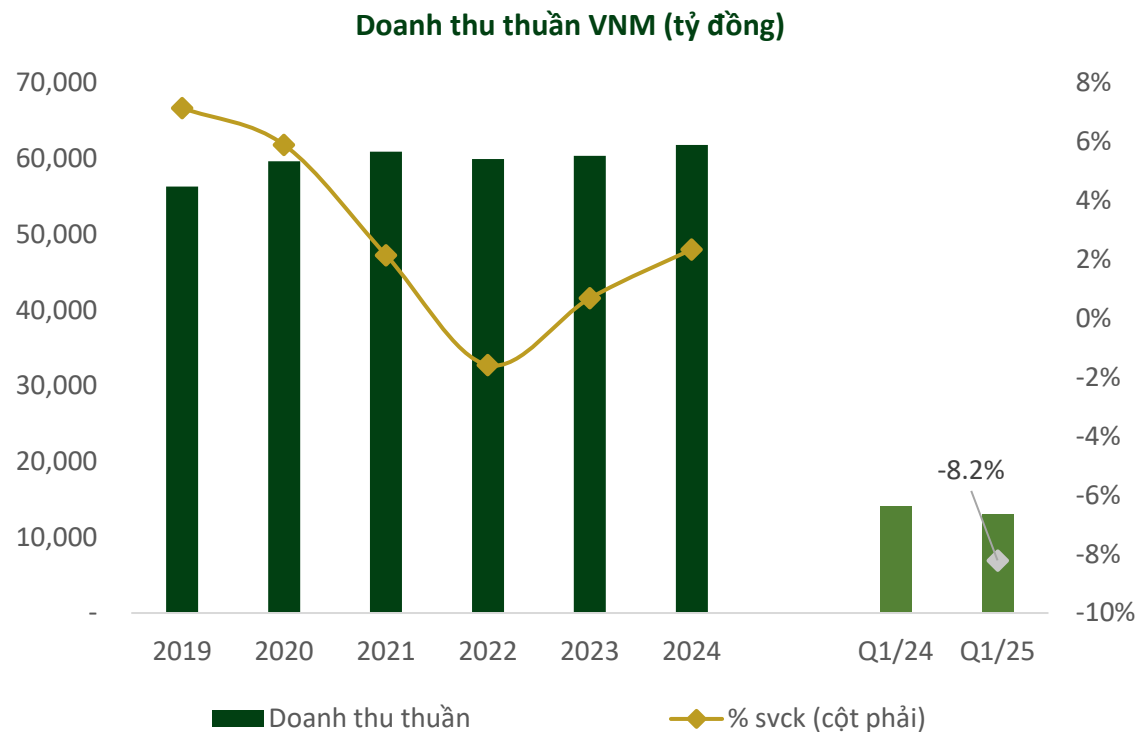
Thị phần sữa đặc các doanh nghiệp



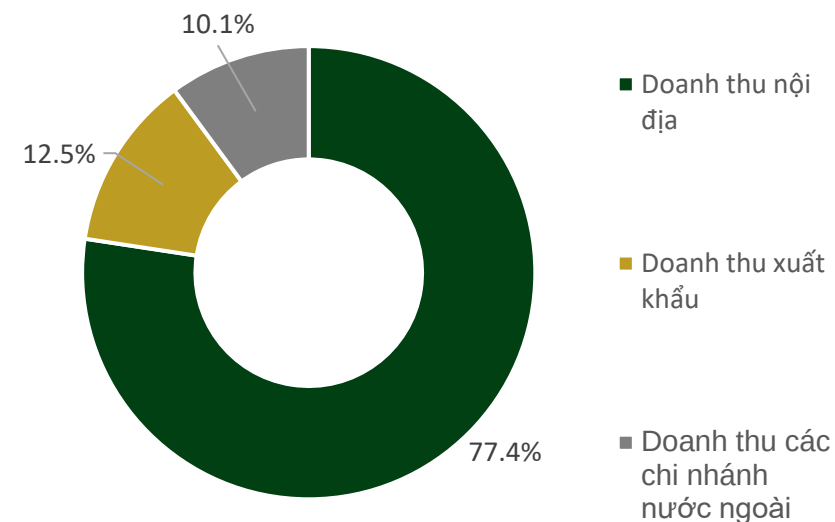


II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Doanh thu nội địa Q1/25 giảm nhưng xuất khẩu vẫn duy trì đà tăng trưởng



Cơ cấu doanh thu VNM Q1/25 theo thị trường



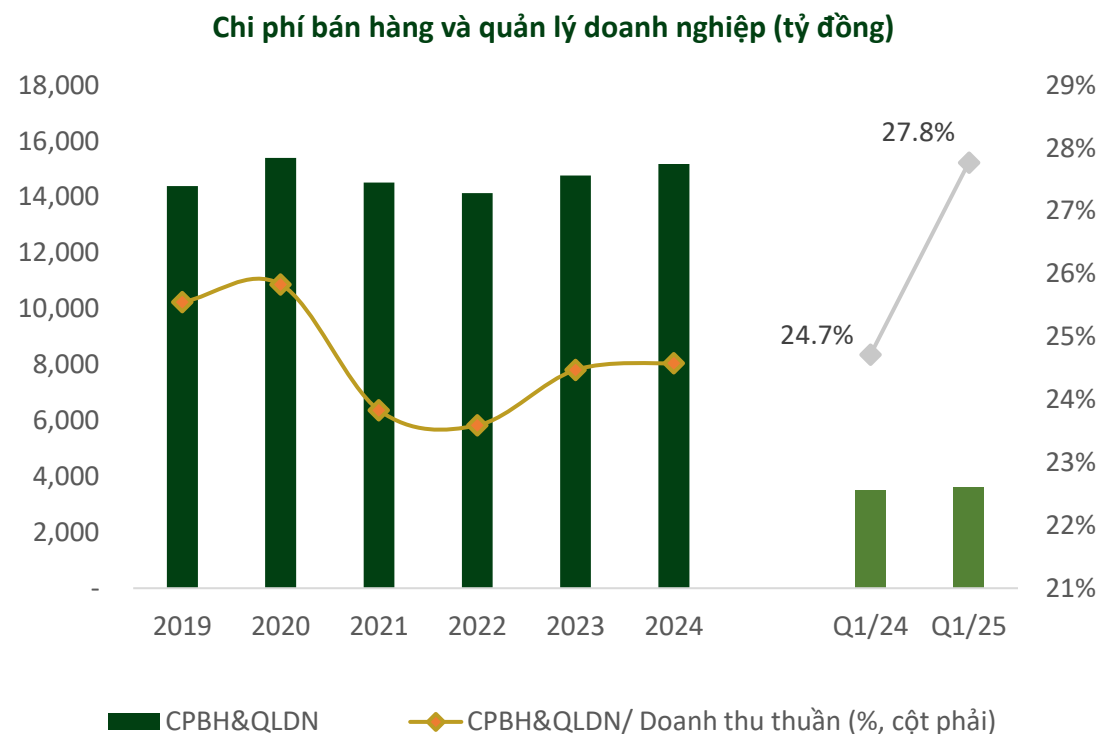
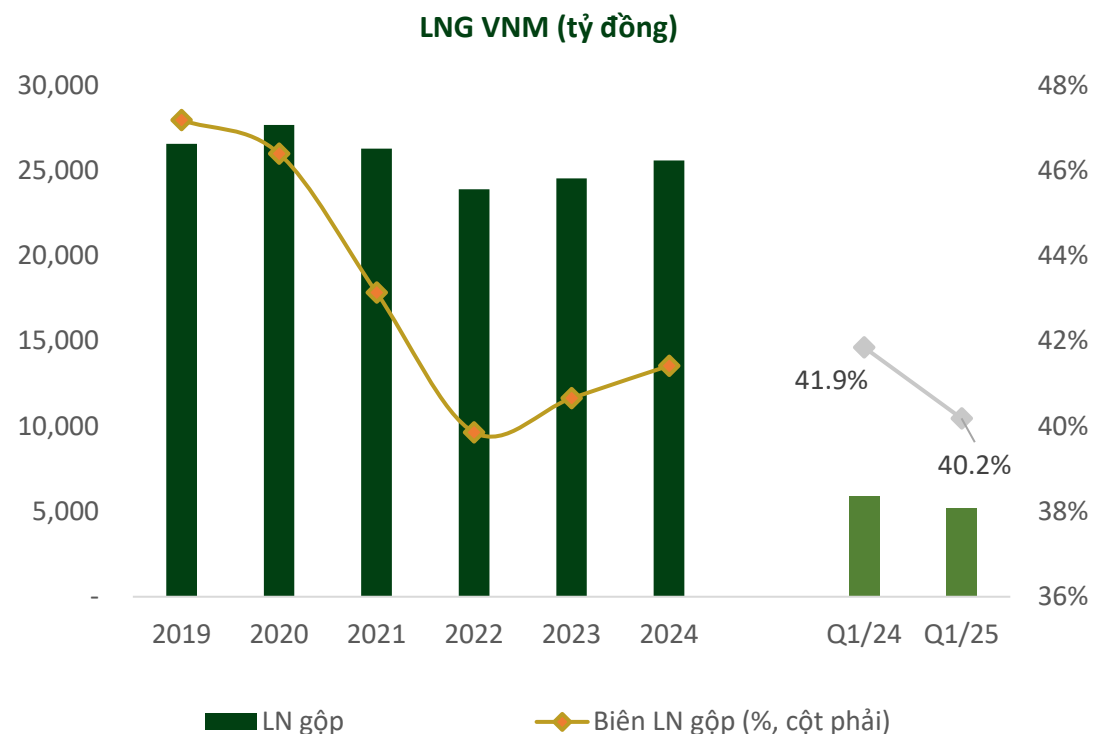
Nguồn: VNM, Aseansc Research

Doanh thu thuần VNM Q1/25 đạt 12.395 tỷ đồng, giảm 8,2% svck với doanh thu nội địa giảm 12,9% svck trong bối cảnh công ty chủ động tái cấu trúc hệ thống phân phối (thay thế nhà phân phối cũ không đạt yêu cầu và nâng cấp chất lượng đội ngũ bán hàng). Xét đến doanh thu nước ngoài, doanh thu xuất khẩu và các thị trường nước ngoài đánh dấu tăng trưởng dương 7 quý liên tiếp, đạt 2.924 tỷ đồng, tăng trưởng 11,8% svck.



II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

2. Biên LNG thu hẹp với chi phí quảng cáo tăng trong Q1/25



Nguồn: VNM, Aseansc Research

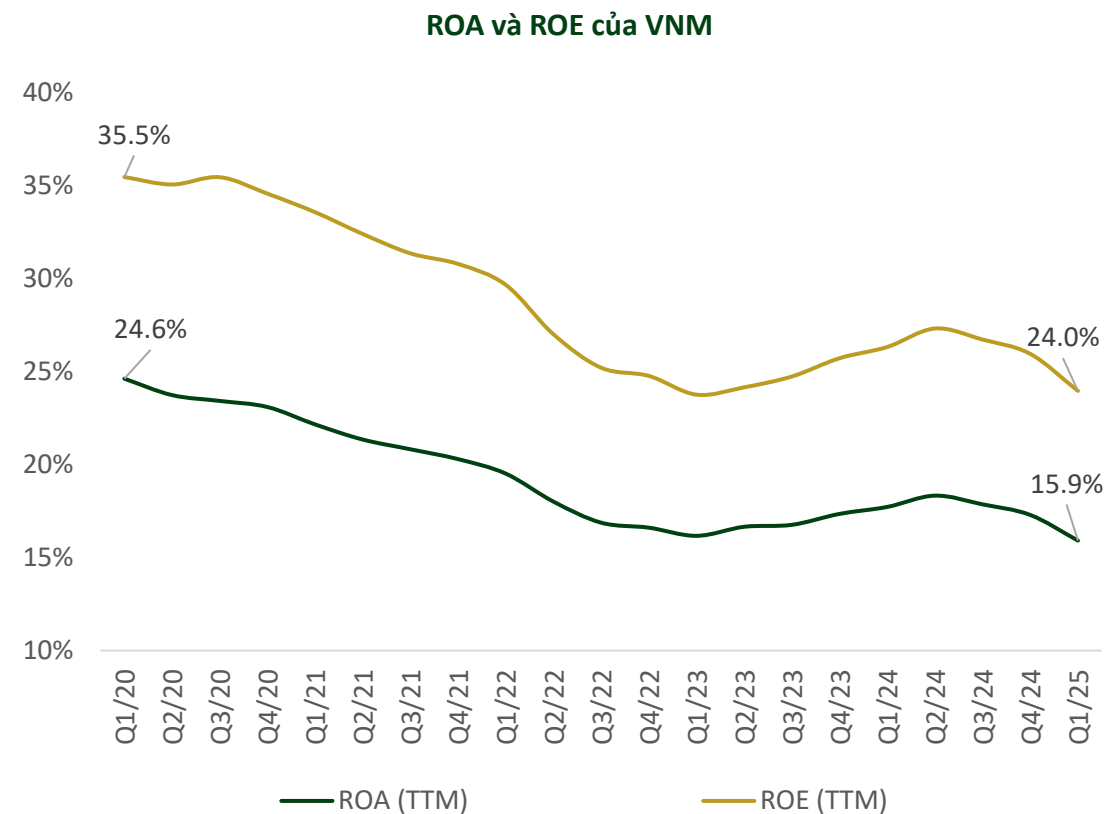
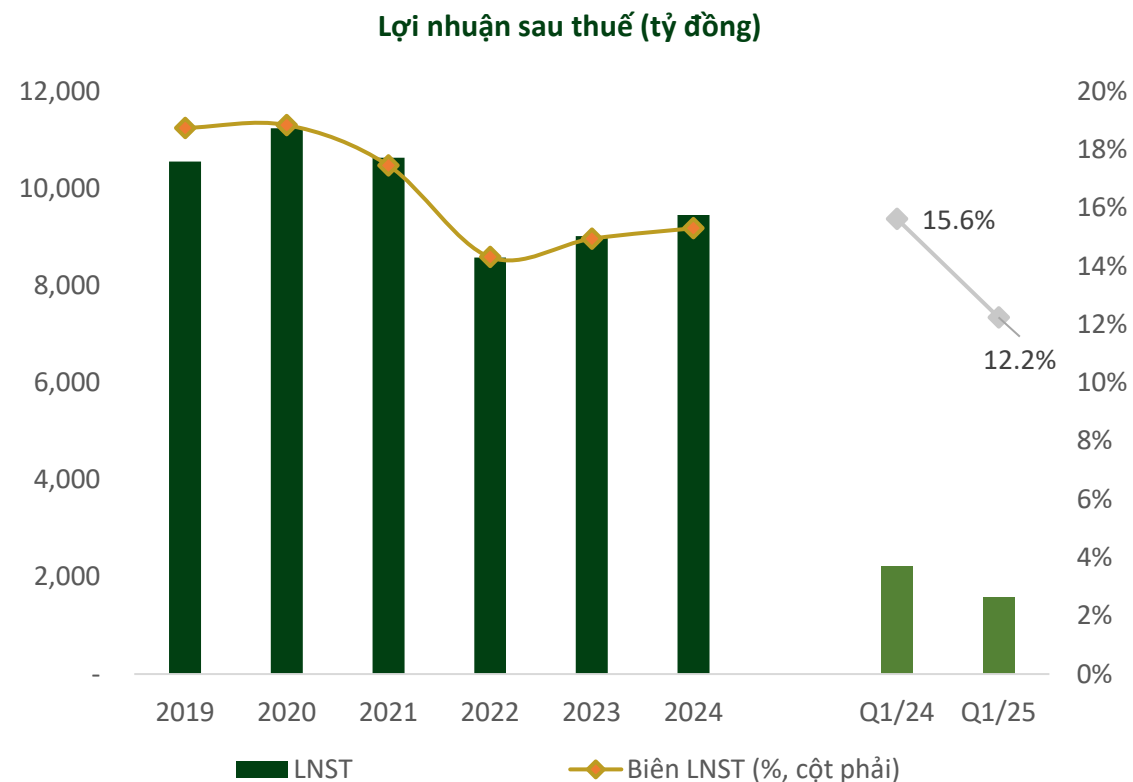
BLNG giảm 1,6 điểm % đạt 40,2% khiến LNG giảm 11,9% svck xuống còn 5.210 tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo ước tính, chi phí NVL Q1/25 tính tăng 4,5% svck, công ty đã tăng giá bán trung bình các sản phẩm 2,9% svck để bù đắp đà tăng này.

Bên cạnh đó, **CPBH&QLDN Q1/25 tăng 3% svck** do chi phí khuyến mại và quảng cáo tăng 3,8% svck khiến tỷ lệ CPBH&QLDN/DTT tăng 3,1 điểm % svck.



II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

3. LNST Q1/25 giảm nhưng hiệu suất sinh lời vẫn duy trì ở mức cao



Nguồn: VNM, Aseansc Research

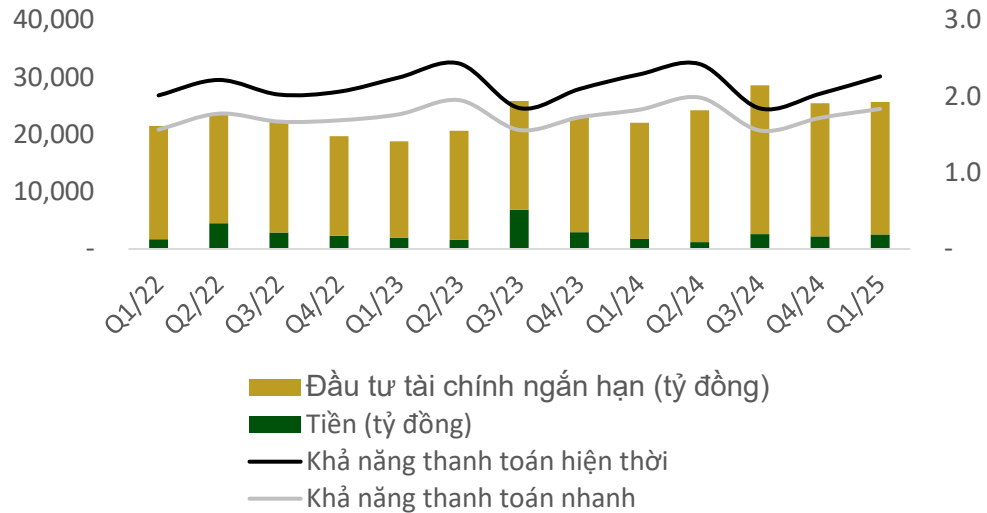
Việc doanh thu, biên LNG giảm, và CPBH&QLDN tăng svck đẩy biên LNST Q1/25 giảm 3,4 điểm %. **LN ròng Q1/25 đạt 1.587 tỷ đồng, tương đương mức giảm 28,1% svck.**

Dù vậy, **hiệu suất sinh lời của VNM trong Q1/25 vẫn ở mức cao**, với ROA TTM và ROE TTM của VNM lần lượt đạt 15,9% và 24,0%.



III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Khả năng thanh toán



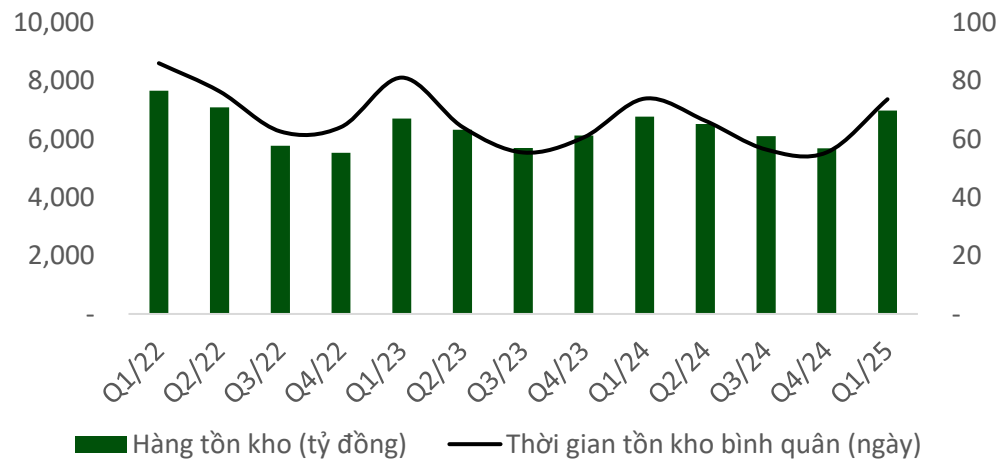
Chúng tôi đánh giá sức khỏe tài chính của VNM tương đối ổn định, nhờ:

VNM đang sở hữu hơn 25.700 tỷ đồng bao gồm cả tiền mặt và tiền gửi ngân hàng (+16,6% so với đầu năm). Bên cạnh đó, khả năng thanh toán của VNM đang có xu hướng tăng lên từ Q3/24.

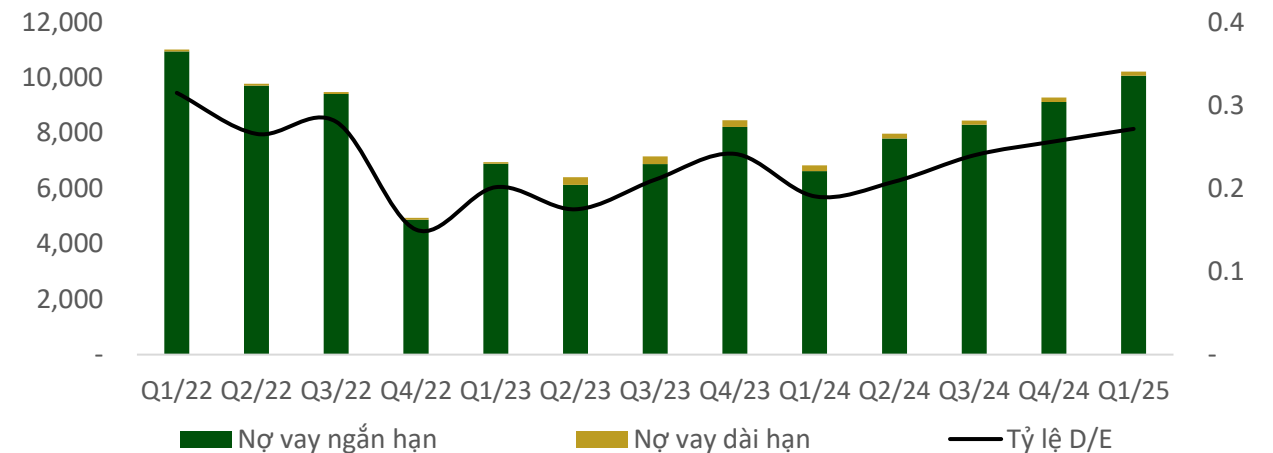
Số ngày tồn kho của VNM trong Q1/25 tăng mạnh lên 74 ngày (so với 55 ngày từ Q4/24) do công ty tái cấu trúc hệ thống phân phối. Chúng tôi kỳ vọng chỉ số này sẽ giảm dần trong các quý tiếp theo với kỳ vọng Doanh thu trong nước cải thiện trong các quý tiếp theo.

Nợ vay tài chính của VNM tại Q1/25 đạt hơn 10.214 tỷ đồng tăng mạnh svck (+49,5%), khiến tỷ lệ D/E cao hơn. Dù vậy, tỷ lệ D/E luôn duy trì ở mức thấp, phản ánh cấu trúc vốn bền vững.

Hàng tồn kho



Nợ vay và tỷ lệ D/E





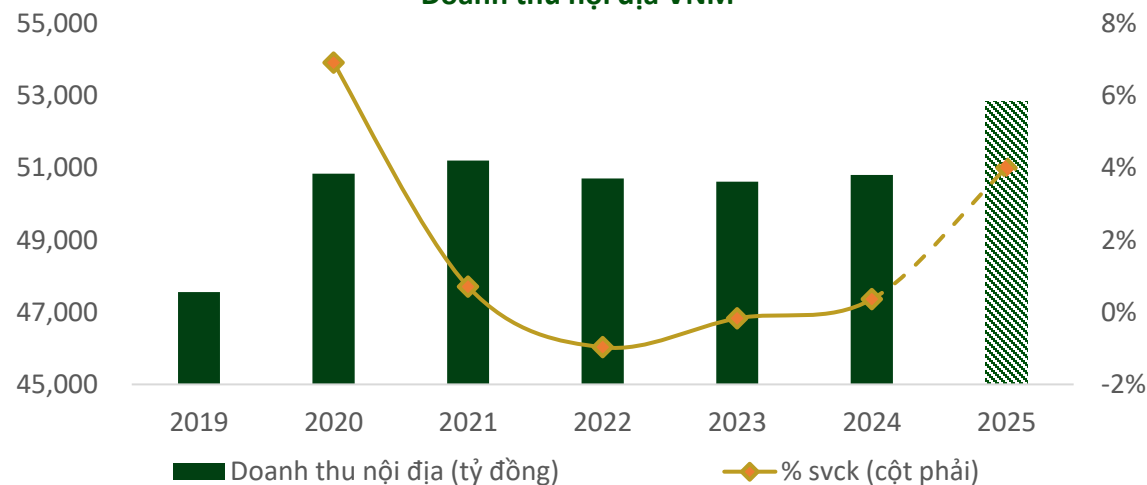
IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Doanh thu nội địa cải thiện nhờ chiến lược tái định vị thương hiệu và tái cơ cấu kênh phân phối

Các sản phẩm mới và tái trung trong Q1/25



Doanh thu nội địa VNM



Nguồn: VNM, Aseansc Research

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa VNM dần cải thiện trong các quý tiếp theo so với mức giảm -12,9% svck tại Q1/25 nhờ: (1) tái cơ cấu cấu trúc đội ngũ bán hàng, (2) mở mới cửa hàng Vinamilk (dự kiến từ 600 tại Q1/25 lên 800 cửa hàng vào Q2/25) đồng thời thay đổi nhận diện cho các cửa hàng hiện hữu, (3) hoàn thành chiến lược tái định vị với hơn 100 sản phẩm (trong Q1/25 gần 20 sản phẩm đã được tung mới và tái tung), và (4) dự án tái định vị thương hiệu Mộc Châu Milk vào ngày 06/07/2025. Doanh thu nội địa t4/25 VNM đã tăng hơn 10% svck, và tăng gần 40% sv trung bình 1 tháng Q1/25 nhờ tái cấu trúc đội ngũ và hệ thống bán hàng.

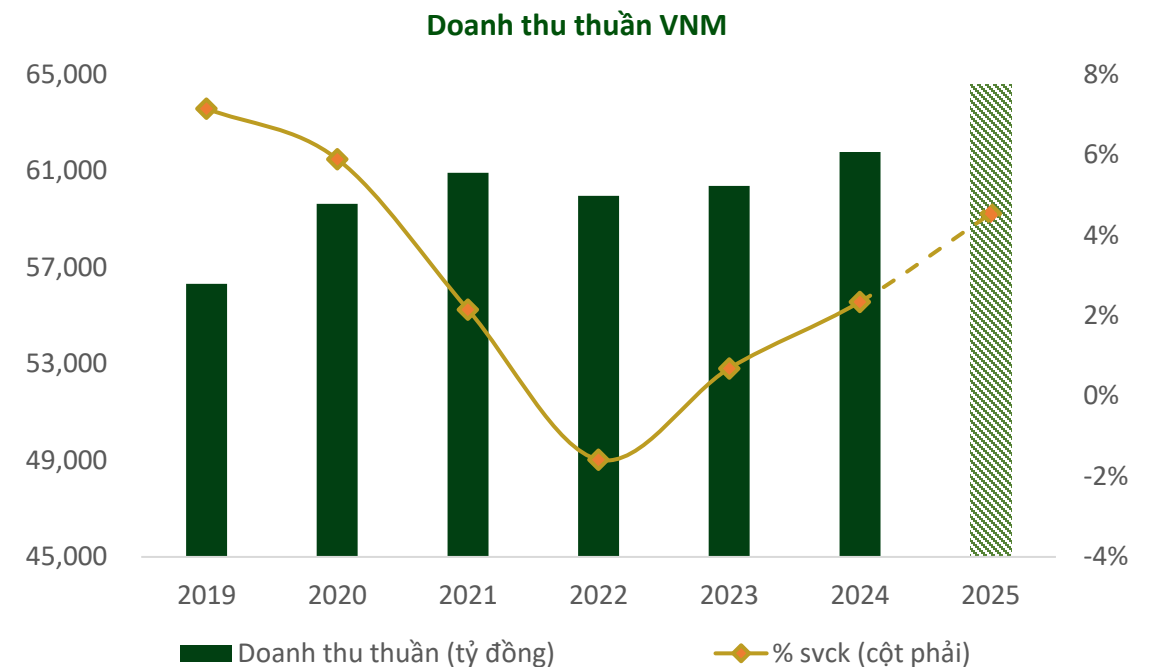
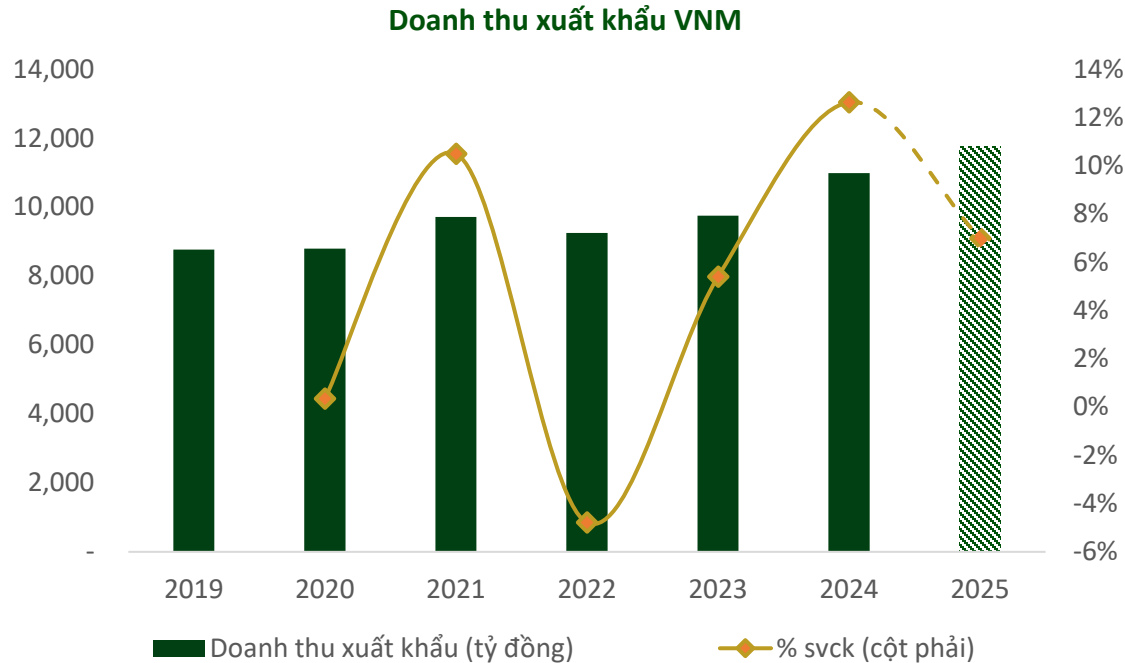
Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng phân khúc sữa bột nội địa của VNM có thể tăng trưởng tốt hơn trong 2025 do công cuộc siết chặt sữa giả, thực phẩm chức năng giả trên khắp cả nước thời gian gần đây làm người tiêu dùng có xu hướng sử dụng các sản phẩm từ các tên tuổi lớn trên thị trường, gián tiếp cải thiện thị phần của VNM trong phân khúc này.

Chúng tôi ước tính doanh thu nội địa VNM năm 2025 đạt khoảng 52.832 tỷ đồng, tăng trưởng 4% svck.



IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

2. Doanh thu xuất khẩu tiếp tục được đẩy mạnh nhờ mở rộng danh mục sản phẩm và hiệu quả hoạt động kênh bán hàng



Nguồn: VNM, Aseansc Research

Đối với thị trường xuất khẩu và các chi nhánh nước ngoài, **chúng tôi ước tính doanh thu này của VNM trong 2025 tăng trưởng 7% svck** qua việc tiếp tục đẩy mạnh hoạt động tiếp thị, và tăng cường danh mục sản phẩm tại thị trường nước ngoài cùng với hoạt động hiệu quả của kênh Horeca tại Driftwood.

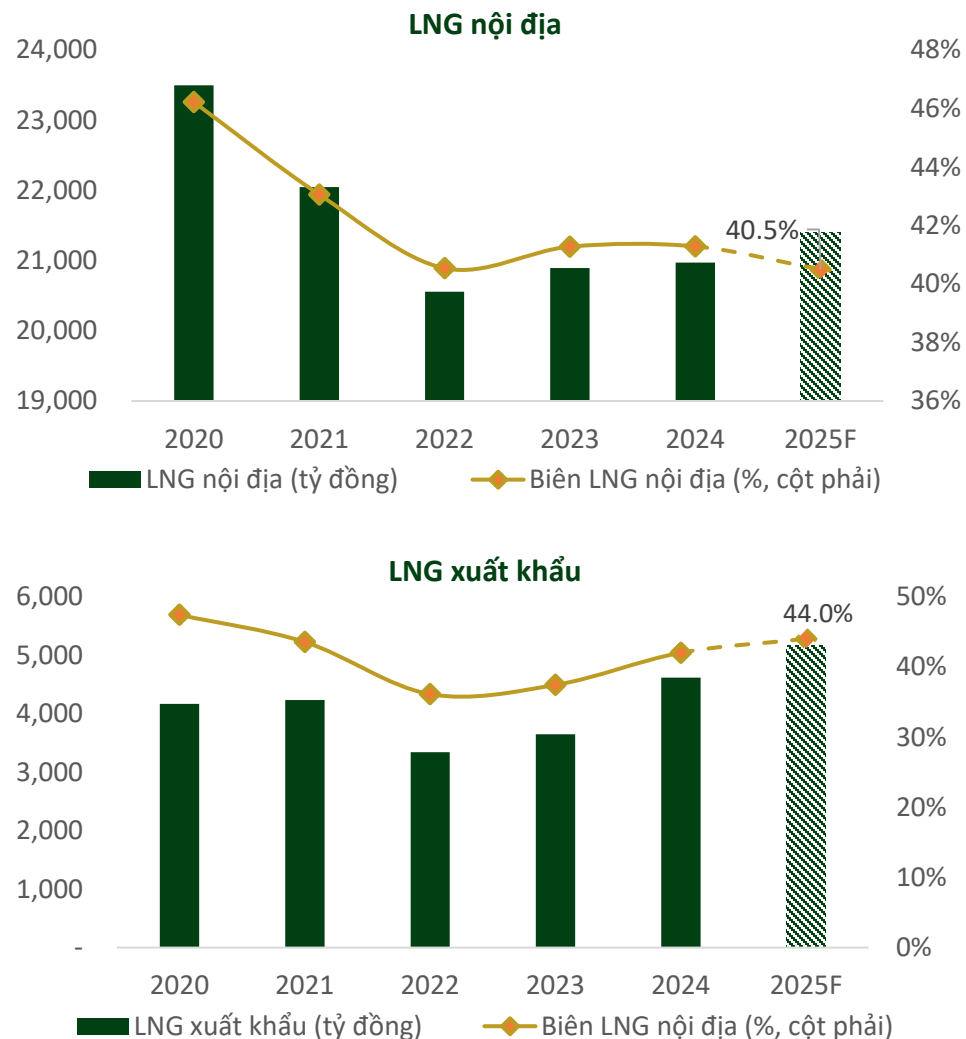
Thêm vào đó, **VNM sẽ không chịu ảnh hưởng trực tiếp từ tác động của chính sách thuế quan của Hoa Kỳ** khi doanh thu xuất khẩu không tập trung vào một số thị trường cụ thể mà chủ động mở rộng thị trường xuất khẩu. Doanh thu Driftwood - công ty con tại Hoa Kỳ, cũng không bị ảnh hưởng nhờ sử dụng 100% nguyên liệu địa phương.

Với việc doanh thu nội địa và xuất khẩu lần lượt tăng trưởng 4% và 7% svck, **chúng tôi ước tính doanh thu VNM năm 2025, tăng trưởng 4,5% svck đạt 64.584 tỷ đồng.**



IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

3. Biên LNG xuất khẩu tiếp tục cải thiện giúp biên LNG ổn định



Nguồn: Aseansc Research

- Biên LNG xuất khẩu Q1/25 cải thiện 2,3 điểm % svck, chúng tôi cho rằng điều này đến từ việc VNM khai thác tốt các FTAS nhằm tạo lợi thế về giá bán cùng với đẩy giá trị dịch vụ cao hơn qua chủ động đề xuất, tư vấn bảo bì cho khách hàng nước ngoài. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này tiếp tục duy trì trong năm 2025, giúp biên LNG xuất khẩu tăng 2,0 điểm % svck đạt 44,0%.
- Bên cạnh đó, chúng tôi ước tính biên LNG nội địa cũng dần cải thiện các quý tiếp theo giúp biên LNG nội địa năm 2025 giảm 0,8 điểm % (so với mức giảm 2,7 điểm % trong Q1/25 trước áp lực giá NVL đầu vào) nhờ kế hoạch tăng giá bán bình quân của VNM. Ban lãnh đạo ước tính giá nguyên liệu nhập khẩu tăng 4,2% svck, trong khi lên kế hoạch tăng 3,4% giá bán bình quân.
- Do đó, chúng tôi ước tính biên LNG năm 2025 duy trì ở mức ổn định, giảm nhẹ 0,3 điểm %, đạt 41,1% (cải thiện so với mức giảm 1,6 điểm % tại Q1/25), qua đó giúp LNG 2025 đạt 26.597 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng 3,9% svck.



V. DƯ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH, ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Dự phóng kết quả kinh doanh 2025:

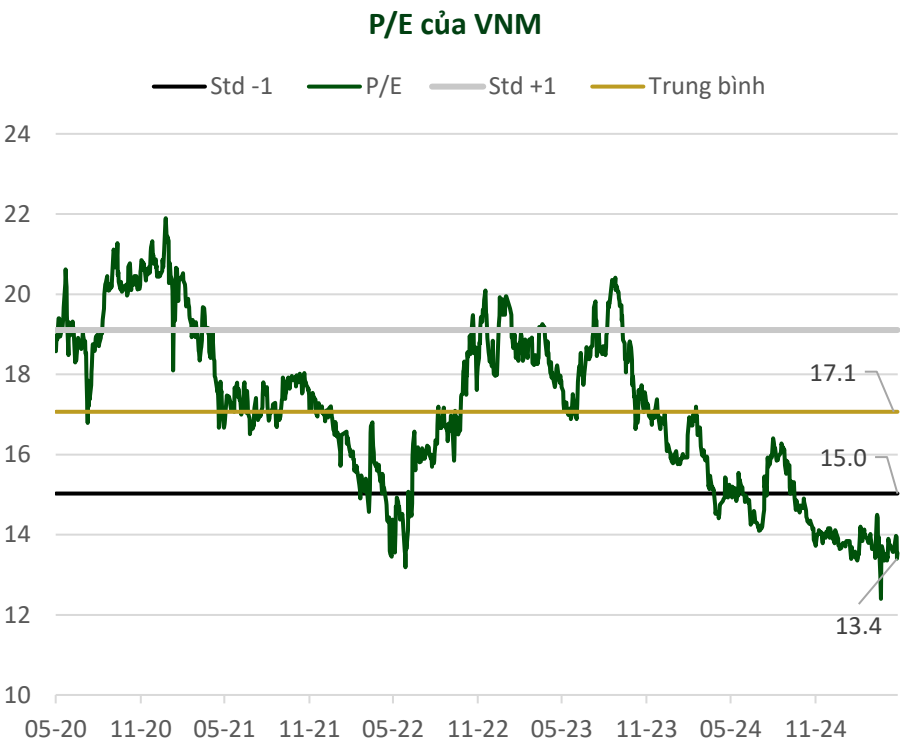
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	% svck	2025F	% svck	Quan điểm dự phóng
Doanh thu thuần	60.369	61.783	2%	64.584	5%	
Nội địa	50.618	50.800	0%	52.832	4%	Doanh thu nội địa cải thiện nhờ gia tăng thị phần thông qua tái định vị thương hiệu và cơ cấu lại kênh phân phối.
Nước ngoài	9.752	10.983	13%	11.752	7%	
Lợi nhuận gộp	24.544	25.589	4%	26.568	4%	
Lợi nhuận gộp nội địa	20.894	20.974	0%	21.397	2%	
Lợi nhuận gộp nước ngoài	3.650	4.615	26%	5.171	12%	
BLNG	41%	41%	0,8 điểm %	41%	-0,3 điểm %	Biên LNG xuất khẩu cải thiện giúp biên LNG ổn định
BLNG nội địa	41%	41%	0,0 điểm %	41%	-0,8 điểm %	
BLNG nước ngoài	37%	42%	4,6 điểm %	44%	2,0 điểm %	Khai thác tổ FTAS giúp có lợi thế về giá và đẩy giá trị dịch vụ cao hơn
Thu nhập tài chính ròng	1.213	1.157	-5%	1.250	8%	
Chi phí bán hàng & QLDN	(14.774)	(15.186)	3%	(16.196)	7%	
Chi phí bán hàng & QLDN / doanh thu thuần	-24%	-25%	-0,1 điểm %	-25%	-0,5 điểm %	Chi phí quảng cáo tăng trong nỗ lực gia tăng thị phần tại thị trường nội địa.
LNTT	10.968	11.600	6%	11.660	1%	
LNST	9.019	9.453	5%	9.561	1%	
Biên LNST	15%	15%	0,4 điểm %	15%	-0,5 điểm %	
EPS	4.320	4.520	5%	4.575	1%	



Định giá và khuyến nghị:

Phương pháp P/E	
P/E	15,x
EPS 2025	4.575
Giá hợp lý (đồng/cp)	68.600

- **ĐỊNH GIÁ.** Dựa trên phương pháp định giá thông dụng P/E, Aseansc xác định mức giá hợp lý đối với VNM là **68.600 VND/CP**, tương đương tiềm năng tăng giá 24% so với giá thị trường.
- **KHUYẾN NGHỊ.** Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu VNM với tầm nhìn đầu tư 1 năm.



Nguồn: Aseansc Research

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu	LN ròng	D/E	ROE	P/E trượt	P/B
		(tr USD)	(tr USD)	(tr USD)	%	%		
Bright Dairy & Food Co Ltd	Trung Quốc	1.651	3.365	48	41	9,0	15,2	1,4
China Mengniu Dairy Co Ltd	Trung Quốc	31.020	12.761	604	81	9,8	15,5	1,5
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	25.815	16.400	1.640	104	22,0	18,8	3,4
MEI JI Holdings Co Ltd	Nhật Bản	5.659	7.514	352	10	6,7	20,1	1,2
CTCP Giống bò sữa Mộc Châu	Việt Nam	125	111	9	6	9,3	14,9	1,4
CTCP Sữa Hà Nội	Việt Nam	15	30	1	3	6,7	12,5	0,8
CTCP Sữa Quốc Tế Lof	Việt Nam	525	310	29	35	24,0	17,9	4,2
Trung bình		9.259	5.785	383		12,5	16,4	2,0
CTCP Sữa Việt Nam	Việt Nam	4.459	2.341	341	19	23,9	13,2	3,4

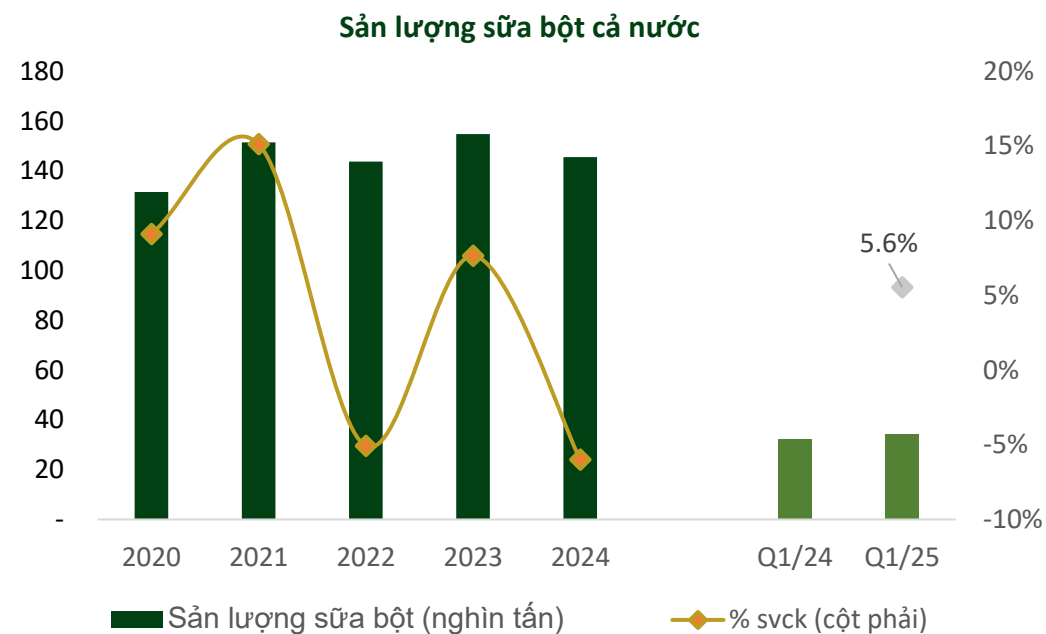
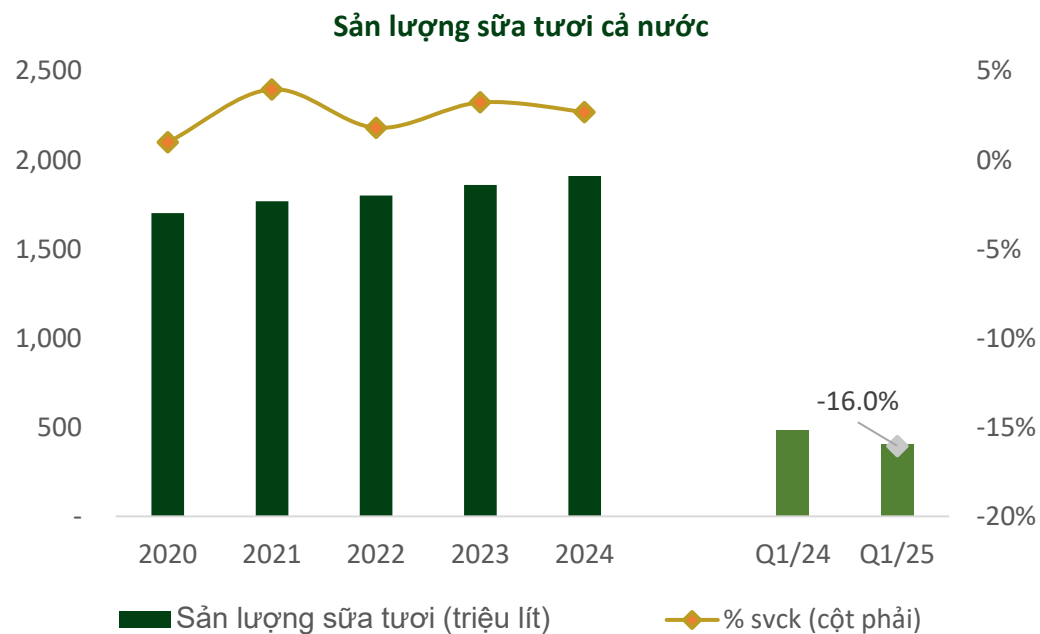


VI. TRIỂN VỌNG NGÀNH SỮA VIỆT NAM

Ngắn hạn (dưới 12 tháng)	Trung và dài hạn (2 – 5 năm và trên 5 năm)
Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành sữa Việt Nam trong ngắn hạn (dưới 12 tháng) ở mức TRUNG LẬP dựa trên cơ sở: (1) Thủ tướng chính phủ quyết không thay đổi mục tiêu tăng trưởng GDP 8% dẫn tạo động lực cho tăng trưởng tiêu dùng và ngành sữa. (2) Các chính sách như duy trì giảm thuế VAT 2% kéo dài đến 30/06/2026 và miễn học phí cho học sinh công lập cả nước đối với trẻ em mầm non, học sinh phổ thông hỗ tiêu dùng nói chung và ngành sữa nói riêng. (3) Hiệp hội sữa Việt Nam (VDA) ước tính tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sản phẩm sữa đạt 1,8%, tiếp tục xu hướng tăng trưởng các năm trước. Ở chiều ngược lại, (1) Các hiệp định thương mại tự do tạo áp lực cạnh tranh gay gắt cho thị trường Việt Nam trước sự đổ bộ mạnh mẽ của thương hiệu sữa ngoại. (2) Loạt vụ việc liên quan đến sữa giả, sữa nhái khiến ngành sữa nói chung đánh mất niềm tin người dùng. (3) Ngành sữa Việt Nam tiếp tục chịu áp lực từ giá NVL đầu vào đang ở mức cao trong năm 2025.	Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành sữa Việt Nam trong trung và dài hạn (2 – 5 năm và trên 5 năm) ở mức KHẢ QUAN dựa trên cơ sở: (1) Việt Nam có nhiều yếu tố thuận lợi thúc đẩy sản xuất ngành sữa tại thị trường nội địa: (i) Môi trường chính trị, kinh tế trong nước ổn định, thuận lợi thu hút vốn đầu tư trong và ngoài nước. (ii) Điều kiện tự nhiên thuận lợi, hình thành được các trang trại chăn nuôi tập trung đạt chuẩn. Nhân lực dồi dào, giá nhân công rẻ. Chi phí sản xuất thấp hơn so với các khu vực khác. (iii) Sự hỗ trợ cao của Chính phủ về phát triển tầm vóc người Việt và quy hoạch phát triển vùng nguyên liệu ngành sữa. (2) Thị trường tiêu thụ nội địa tiềm năng khi sản lượng sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 40-50% nhu cầu trong nước, và mức bình quân tiêu thụ đạt khoảng 26-28 lít/người/năm thấp hơn nhiều so với các khu vực khác. (3) Các hiệp định thương mại tự do tạo cơ hội cho các doanh nghiệp ngành sữa tạo áp lực cạnh tranh trong ngắn hạn nhưng cũng là cơ hội cho doanh nghiệp trong nước nâng cao năng lực cạnh tranh thông qua nhập thiết bị, dây chuyền, bò giống với thuế suất thấp và tạo điều kiện cho xuất khẩu sang các thị trường lớn như EU, Singapore, Trung Quốc nơi Việt Nam có lợi thế cạnh tranh về giá. (4) Hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng mới. Người tiêu dùng ngày càng ưa chuộng các sản phẩm sữa hữu cơ, không lactose, sữa thực vật, sữa kết hợp trái cây, ngũ cốc, thảo mộc hoặc các sản phẩm cá nhân hóa. Các hương vị mới như trà xanh, cà phê cũng đang được ưa chuộng.



1. Triển vọng ngắn hạn còn nhiều khó khăn:



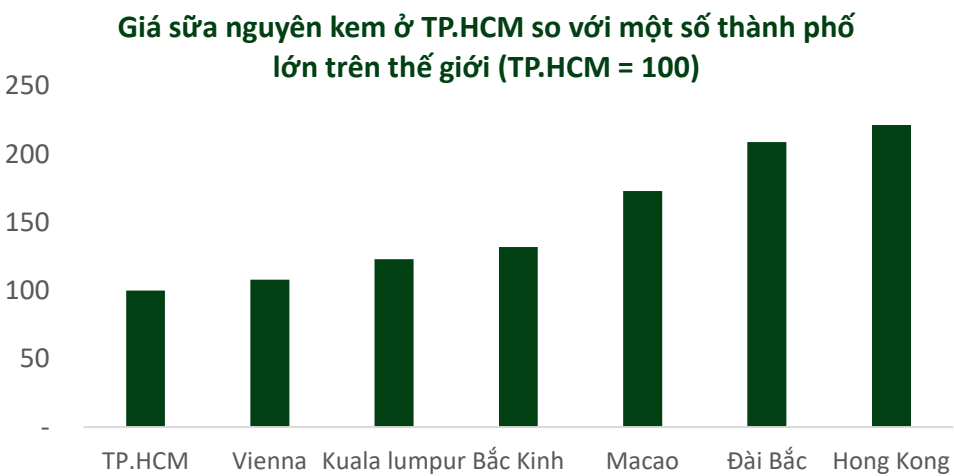
Nguồn: Tổng cục thống kê, Aseansc Research

Ngành sữa trong nước Q1/25 gặp nhiều khó khăn với sản lượng sữa tươi sản xuất cả nước giảm 16,0% svck đạt 407,3 triệu lít còn sản lượng sữa bột sản xuất tăng trưởng ở mức thấp 5,6% svck.

Chúng tôi cho rằng sản lượng ngành sữa Việt Nam trong năm 2025 tiếp tục duy trì ở mức thấp dù kỳ vọng tăng trưởng kinh tế ở mức cao, và có các chính sách hỗ trợ như giảm thuế VAT 2% hay miễn phí học phí công lập, trong bối cảnh người tiêu dùng trở nên thận trọng và cảnh giác hơn với các sản phẩm sữa khi gần 600 sản phẩm sữa giả, sữa nhái được phanh phui. Bên cạnh đó, việc giá NVL đầu vào duy trì ở mức cao trong năm 2025 và các hiệp định thương mại tự do tạo cơ hội cho các doanh nghiệp sữa ngoại xuất khẩu cũng đem lại tác động tiêu cực cho ngành sữa Việt Nam 2025.



2. Tiềm năng phát triển ngành sữa trong dài hạn:



Khu vực	Tiêu dùng bình quân (lít/người/năm)
Việt Nam	26-28
Thái Lan	35
Singapore	45
Các nước châu Âu	80-100

Nguồn: Chiến lược phát triển ngành sữa 2030, tầm nhìn đến năm 2050, Aseansc Research

Về sản xuất, Việt Nam sở hữu môi trường chính trị ổn định, kinh tế trong nước phát triển bền vững, tạo nền tảng vững chắc để thu hút vốn đầu tư trong và ngoài nước vào ngành sữa. Điều kiện tự nhiên thuận lợi với hệ thống trang trại chăn nuôi tập trung đạt chuẩn quốc tế cùng với sự hỗ trợ mạnh mẽ của Chính phủ qua các chính sách phát triển tầm vóc người Việt và quy hoạch phát triển vùng nguyên liệu cũng giúp đẩy mạnh phát triển sản xuất sữa trong dài hạn.

Về tiêu thụ, việc chi phí giá sữa đầu vào thấp hơn cùng với các hiệp định thương mại tự do như CPTPP, EVFTA và RCEP mở ra cơ hội cho xuất khẩu của Việt Nam qua EU, Singapore, Trung Quốc, nơi Việt Nam có lợi thế cạnh tranh về giá cả và đang dần khẳng định vị thế về chất lượng sản phẩm.

Bên cạnh đó, tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ngành sữa Việt Nam nội địa xuất phát từ khoảng cách lớn giữa mức tiêu thụ hiện tại và tiềm năng thị trường. Hiện tại, mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người của Việt Nam chỉ đạt khoảng 26-28 lít/năm, thấp hơn đáng kể so với Thái Lan (35 lít/năm), Singapore (45 lít/năm), và các nước châu Âu 80-100 lít/người.



3. Định hướng phát triển ngành Sữa Việt Nam:

Dự báo sản lượng sữa sản xuất Việt Nam đến 2050

Năm	Sản lượng sữa tươi (triệu lít)	Sản lượng sữa bột (nghìn tấn)
2030	2.065.968	211.177
2045	3.196.824	324.588
2050	3.573.776	362.392

Dự báo nhu cầu sữa Việt Nam đến 2050

Năm	Tiêu dùng bình quân (lít/người/năm)	Nhu cầu (tấn)
2025	27	3.115
2030	40	4.140
2050	65	7.280

Theo dự thảo báo cáo chiến tổng hợp chiến lược phát triển ngành sữa giai đoạn 2030, tầm nhìn đến năm 2050 hoàn thiện vào tháng 6/2024:

Giai đoạn đến năm 2030:

- Sản lượng sữa tươi nguyên liệu chế biến đạt 4.200 triệu lít.
- Sản lượng sữa tươi trong nước đạt khoảng 2.100 triệu lít, sữa bột 210.000 nghìn tấn
- Tốc độ tăng trưởng ngành sữa bình quân hàng năm từ 4%-4,5%. Tiêu thụ sữa bình quân trên người đạt 40 lít/người/năm.
- Sữa nước nguyên liệu đáp ứng 56% tổng nhu cầu sữa chế biến trong nước.

Giai đoạn đến năm 2045:

- Sản lượng sữa tươi nguyên liệu chế biến đạt 5.500 triệu lít.
- Sản lượng sữa tươi trong nước đạt khoảng 3.200 triệu lít, sữa bột 330.000 nghìn tấn
- Tốc độ tăng trưởng ngành sữa bình quân hàng năm từ 3-4%. Tiêu thụ sữa bình quân trên người đạt 58 lít/người/năm.
- Sữa nước nguyên liệu đáp ứng 58% tổng nhu cầu sữa chế biến trong nước.

Nguồn: Chiến lược phát triển ngành sữa 2030, tầm nhìn đến năm 2050, Aseansc Research



- **Rủi ro lạm phát và suy giảm sức mua:** Trong bối cảnh lạm phát gia tăng, sức mua của người tiêu dùng có xu hướng sụt giảm do chi phí sinh hoạt tăng cao. Điều này đặc biệt ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng các sản phẩm nhạy cảm về giá như sữa. Sản lượng tiêu thụ của VNM sẽ chịu tác động tiêu cực từ điều này kéo theo sự sụt giảm của doanh thu thuần.
- **Rủi ro cạnh tranh:** Ngành tiêu dùng nhanh (FMCG) nói chung và ngành sữa nói riêng tại Việt Nam đối mặt với rủi ro cạnh tranh cao. Các doanh nghiệp trong nước và quốc tế đều đẩy mạnh các hoạt động bán hàng và tung ra nhiều sản phẩm mới để phục hồi hoạt động kinh doanh và tăng trưởng doanh thu. Điều này tạo ra áp lực lớn về đổi mới sản phẩm, duy trì chất lượng và giá cả cạnh tranh. Như đã đề cập, VNM cũng đã tái định vị và tung ra hơn 100 sản phẩm mới để đối phó với áp lực cạnh tranh này.
- **Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu:** VNM vẫn chưa thể chủ động hoàn toàn 100% nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào. Vì vậy, biến động của giá nguyên vật liệu thế giới có thể tác động tiêu cực tới biên LNG của doanh nghiệp.



THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần chứng khoán ASEAN

Địa chỉ: Tầng 4,5,6,7 số 3 Đặng Thái Thân, P.Phan Chu Trinh, Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội

Webiste: www.aseansc.com.vn | Hotline: 1900 638 088

Email: research@aseansc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này bao gồm các nhận định chủ quan và dựa trên nguồn thông tin tin cậy và cơ sở phân tích chi tiết, cẩn trọng. ASEANSC không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này đồng thời bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn ra quyết định cụ thể nào. Người sử dụng báo cáo nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định của chính mình. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền ASEANSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của ASEANSC đều trái luật.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG