



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

2025年越南消费品 板块展望报告

Analyst: 阮德平
邮箱: binhnd@gtjas.com.vn
Guotai Junan (VN) Research
Jan 09, 2024

我们在2025年优先选择必需消费品股票，而不是非必需消费品股票，主要基于以下原因：

- 尽管消费者信心可能略有改善，但越南消费者仍然显得谨慎。通胀、相对较高的利率以及越南盾贬值等经济压力预计将持续至2025年。
- 我们预计必需消费品将更多受益于旅游业增长、便利店连锁的扩张以及消费信贷（主要由小额消费贷款推动）的增长。此外，必需消费品受到2024年台风Yagi影响较小。
- 2024年，许多非必需消费品股票已大幅上涨，而必需消费品股票同期持平。在非必需消费品股票价格已处于较高水平的情况下，我们预计投资者将转向关注必需消费品板块。
- 我们预测VNCONS（必需消费品板块）的表现将在2025年优于VNCOND（非必需消费品板块）。

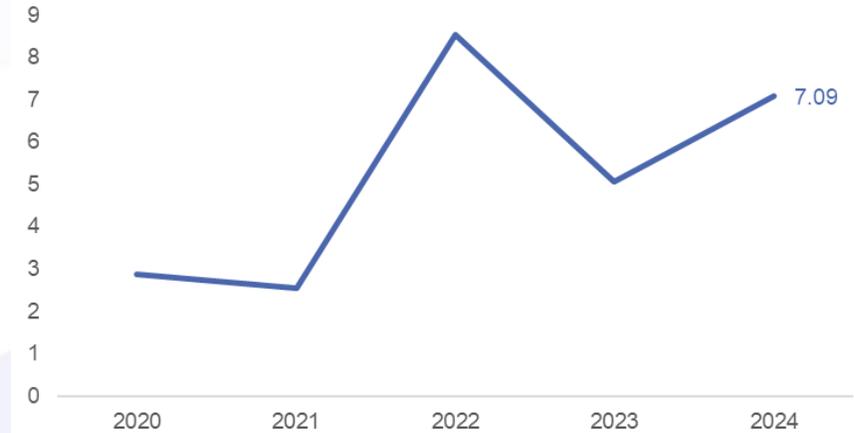
我们推荐VNM股票，并给予“增持”建议，未来6至18个月的目标价格为70000越南盾，相比当前交易价格61700越南盾（2024年1月9日的基准价格），上涨空间+13.4%。



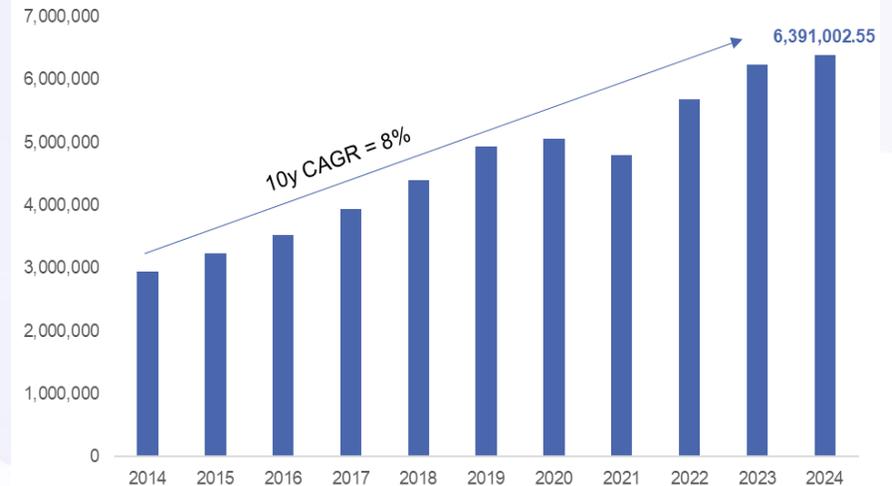
2025年，越南GDP增长率预计将达到6.5%，主要得益于政府加快基础设施投资支出以及消费复苏的推动。

我们预计2025年零售收入增长率将在7%至10%之间，与越南长期零售收入的平均增长率保持一致。得益于相对良好的劳动力市场和旅游业的增长，零售增长将受到持续收入增长的推动。

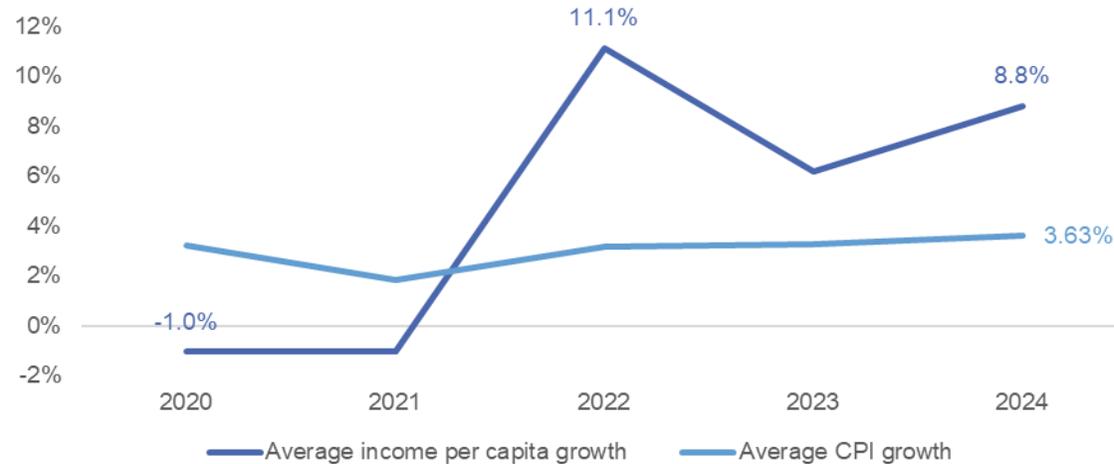
Vietnam GDP growth rate %



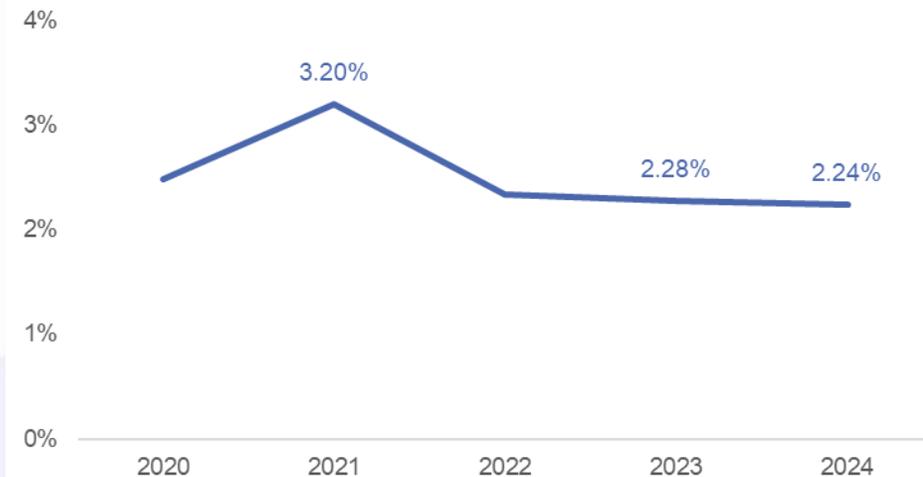
Total consumption (in VND bn)



Comparing growth of income per capita and CPI



Unemployment rate



2024年，劳动者的平均收入为770万越南盾/月，比去年增长8.6%。

2024年，名义人均收入将达到约540万越南盾/月，比去年增长8.8%。

预计2025年，随着经济的复苏，收入将进一步增长，从而推动消费者支出增长。

2024年的失业率为2.24%。预计2025年失业率将维持在低位，不超过 2.3%。



预计2025年，越南将迎来多个重大公共投资项目，全年公共投资总额创历史新高，达791万亿越南盾（约占GDP的6.4%）。

2025年是2021年至2025年中期公共投资规划的最后一年，政府基础设施支出的增加将对劳动力市场和消费者信心产生积极影响。



越南建筑板块在2023年约雇用470万名工人（数据来源：Statista），占全国就业人口的9%以上。此外，制造业雇用近1200万名工人。

随着公共投资的增加，基础设施建设公司、建材制造商如钢铁、水泥企业以及物流公司将直接受益。这不仅推动相关板块发展，也有助于提升从业人员的收入水平。

2025年重点项目

北南高速公路（第二阶段）

- 总投资：146.99万亿越南盾
- 全长：729公里
- 进度：施工中，预计2025年底完工

隆城国际机场

- 亚太地区最大基础设施项目之一
- 第一阶段投资约50亿美元，预计2027年投入运营，目前正在施工中。

其他重要交通项目：多个交通基建项目正在推进，包括：

- 河内与胡志明市的环城路项目
- 美安—高岭高速公路的第一阶段
- 宁强桥（跨宁科河，国道37B）
- 东部北南高速公路扩建

远期规划：南北高铁超级项目

- 总投资：673亿美元
- 预计2027年开工，2035年完工



挑战：2024年Yagi台风的后果



2024年9月初，Yagi台风对越南，尤其是北部地区造成毁灭性的影响。据估算，该台风预计给经济造成约81.5万亿越南盾（相当于33.1亿美元）的损失。

农业和水产养殖业受到严重影响。台风淹没超过19万公顷稻田，并造成大量农作物受损。约3.2万公顷果树受损。超过3269个水产养殖网箱被损坏或被冲走。

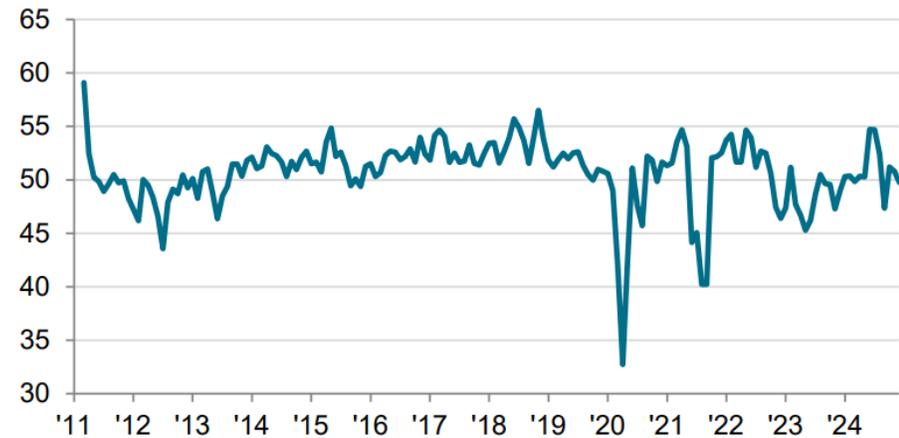
制造业也受到严重冲击。北部主要工业中心如海防和广宁在台风中生产严重受阻，许多工厂受损，生产被迫暂停。这导致越南9月份制造业PMI指数大幅下降。



农业、林业和水产养殖业是越南劳动密集型程度最高的板块（2023年数据，数据来源：Statista）。2024年Yagi台风对北部地区造成了严重破坏，尤其是农业和制造业也受到影响。这不仅影响了北部许多居民的收入和财产，也可能对2025年的非必需消费产生负面影响。

S&P Global Vietnam Manufacturing PMI

sa, >50 = improvement since previous month



Source: S&P Global PMI.

Data were collected 05-13 December 2024.

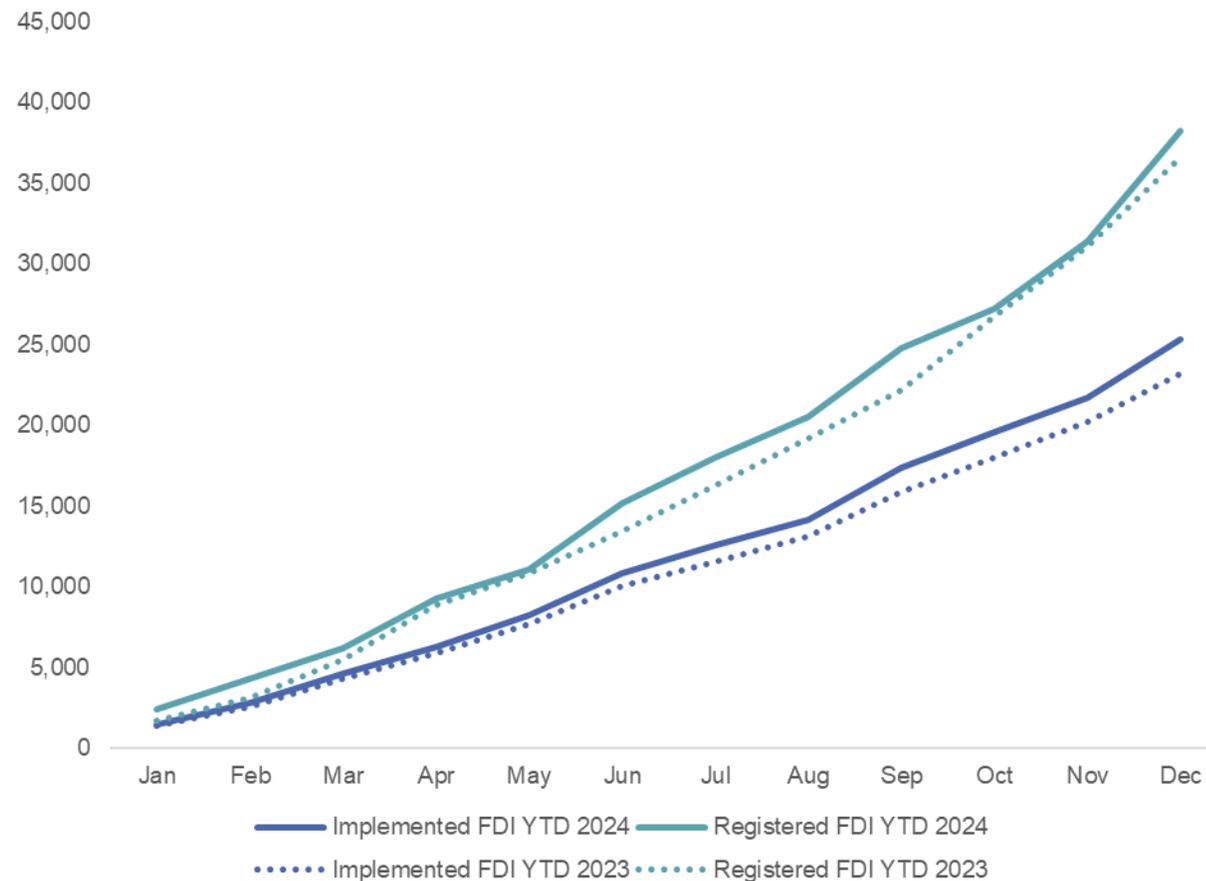


外国直接投资（FDI）对越南劳动力市场产生积极影响。

2024年，FDI注册金额约为380亿美元，预计实际到位资金达253.5亿美元，创造数十万个新工作岗位。

我们预计，越南将继续受益于China+1战略趋势，并在2025年及未来几年吸引更多FDI资金，从而支持劳动力市场。

FDI企业提供的就业岗位通常为劳动者带来更高的工资和收入。此外，FDI企业往往实施内部培训计划，以提升员工技能。根据2017年的政府调查，大约57%的FDI企业开展员工培训计划，有助于提升生产率和劳动力质量。

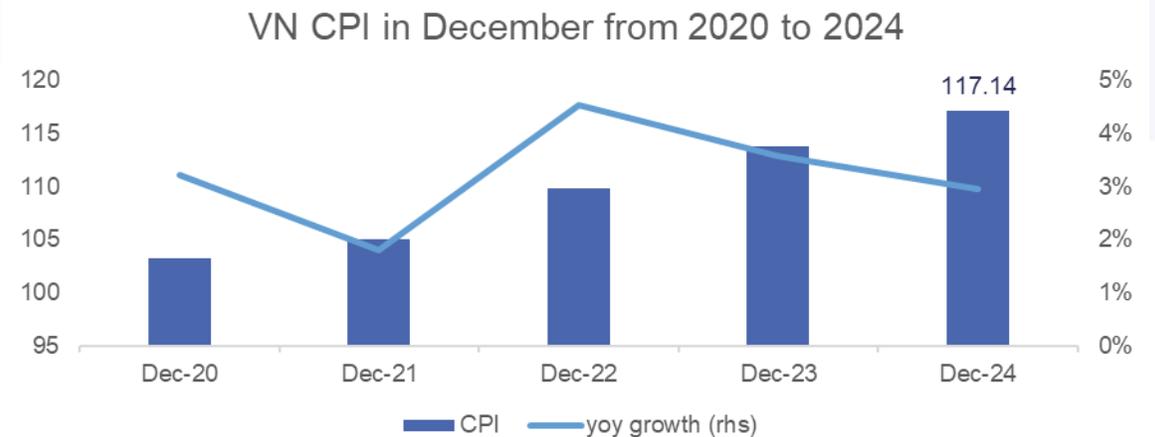


2024年FDI与2023年对比
(已实施和已注册, 累计, 单位: 百万美元)



美国总统唐纳德·特朗普提出的政策，例如大幅提高关税、削减美国税收以及大规模驱逐移民，预计将推高通胀。专家预测，关税上调可能导致美国通胀上升、利率提高，甚至可能导致滞胀，并可能在全球范围内引发贸易战。尽管大规模驱逐移民的提案不太可能完全实施，但可能会导致美国国内劳动力短缺和通胀压力加剧。对此，美联储已调整政策，将2025年降息预期下调至两次。专家认为，2025年越南盾兑美元将出现适度贬值。越南盾兑美元贬值也给越南的利率环境和从美国进口商品的价格造成压力。越南外汇储备较低，这限制越南国家银行（SBV）在稳定本币方面的能力，使越南盾面临一定风险。

2024年的通胀压力已影响越南消费者支出，许多人更关注基本生活必需品。这一趋势可能会持续至2025年，消费者将优先购买必需品，而非非必需品。2024年平均通胀率（CPI平均增长率）为3.63%，预计2025年CPI平均增长率将在3%至4%之间，维持在适度偏高的水平。



劳动力市场相对强劲以及收入增长将成为提振消费者信心的有利因素。此外，政府已采取措施支持房地产市场，预计这将进一步增强消费者信心。然而，越南盾贬值、利率上升以及通胀压力将对消费者信心构成阻碍。

根据PwC近期调查，63%的越南消费者计划在2025年增加对生活必需品的支出。此外，52%的消费者计划在服装方面增加消费，而48%的人可能会提高医疗保健支出。调查结果表明，必需品消费相比非必需品将更具优势，而消费者仍对未来通胀表示担忧。

调查还指出，强势品牌在消费品板块的重要性。越南消费者表示，他们更愿意忠于那些值得信赖的品牌。

越南消费者信心指数



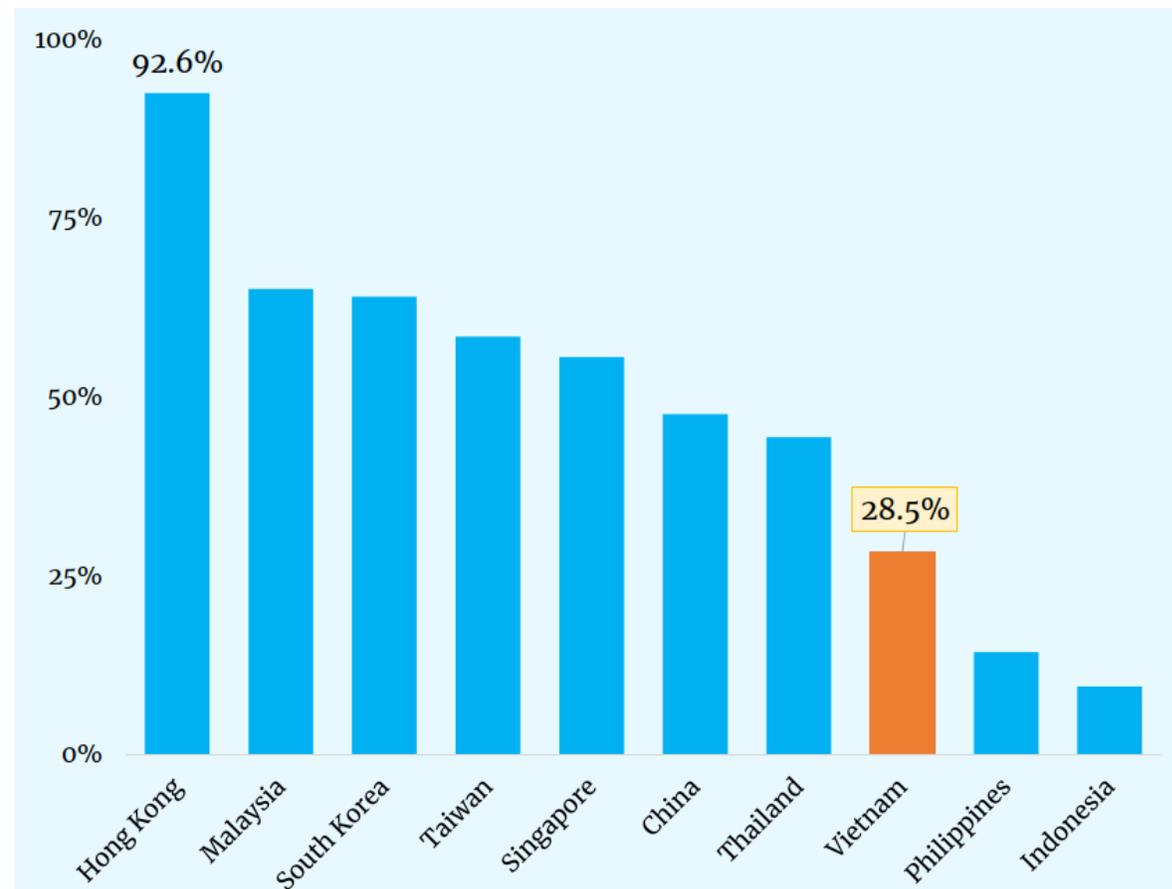
越南消费者信心指数 (CCI) 从2020年至2024年6月
(来源: Statista, cafebiz.vn)。
我们预测CCI指数将在2025年开始复苏。



预计2025年越南消费信贷将实现强劲增长。随着小额贷款的普及、审批要求简化以及成本的降低，消费信贷变得更加易获取且更具吸引力，从而推动消费增长。我们预计，消费信贷增长速度将超过越南国家银行为2025年设定的整体信贷增长目标（16%）。

2024年，近40%的消费者使用银行应用程序进行购物交易，这反映出数字支付的迅速普及，大幅提升购物的便利性。此外，这一趋势还使消费者更容易接触到信用产品，例如信用卡或电子钱包中的快速消费贷款，进一步推动越南消费信贷市场的增长。

消费信贷的可获得性和低成本，加上消费者信心的改善以及数字支付的便利性，可能成为2025年及长期内促进消费增长的关键驱动力。



2023年消费金融贷款余额包括抵押贷款和住房贷款与GDP的比率。
来源: FiinGroup。



旅游业是越南经济的重要领域，预计在2024年贡献约12%的GDP

- 国际游客的到来有助于刺激消费。据估计，滨城市场等著名市场约60%的收入来自游客，显示出游客巨大的购买力和贡献。虽然国际游客仅占总游客数量的一小部分，但国际旅游业每年对GDP的贡献约为8%，是国内旅游业贡献率（约4%）的两倍。国际旅游支出包括很多类别，其中食品和饮料约占支出的30-40%。
- 2024年，越南接待的国际游客预计将达到1760万人次，比2023年增长39.5%，接近2019年新冠疫情之前的水平。预测显示，2025年游客人数将继续增长。

2025年展望：

- 截至2024年6月，越南设定在2025年接待2500万至2800万人次国际游客的目标。然而，我们预计2025年国际游客的年增长率将在20%至30%之间，即游客数量约为2100万至2300万。
- 国内游客的目标为1.3亿人次。我们预计2025年国内游客数量将在1.16亿至1.27亿之间，相较于2024年的1.1亿人次，增长5%至15%。
- 旅游业预计在2025年将提供约630万个直接和间接就业岗位，高于2024年的596万个，有助于促进劳动力市场发展。



出口前景：2025年越南出口展望

越南工商部（MOIT）为2025年设定6%至12%的出口增长目标。该目标是在2024年出口强劲增长的背景下提出的，2024年出口同比增长14.3%，达到约4050亿美元。

我们预计2025年出口增速将放缓，仅增长6%至9%。出口放缓，尤其是农产品和水产品的出口，可能会影响人均收入增长。

机遇：

多项已签署的自由贸易协定（FTA）将继续推动越南出口。《欧盟-越南自由贸易协定》（EVFTA）预计将在2025年持续促进对欧盟市场的出口。此外，欧盟近期加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP），这将为越南出口创造更多便利条件。

挑战：

监管障碍

- 美国：对质量、食品安全和环境的严格标准，尤其是针对水产品、家具和纺织品。
- 中国：更严格的植物检疫和标签要求。
- 欧盟：严格的环境、劳动和食品安全标准。

地缘政治不稳定

出口可能因不可预测的地缘政治变化而面临挑战，尤其是与唐纳德·特朗普政策相关的影响。

市场饱和：随着印度恢复大米出口，某些板块可能面临更激烈的竞争。

物流成本高企：目前物流成本仍处于较高水平，影响出口企业的盈利能力。

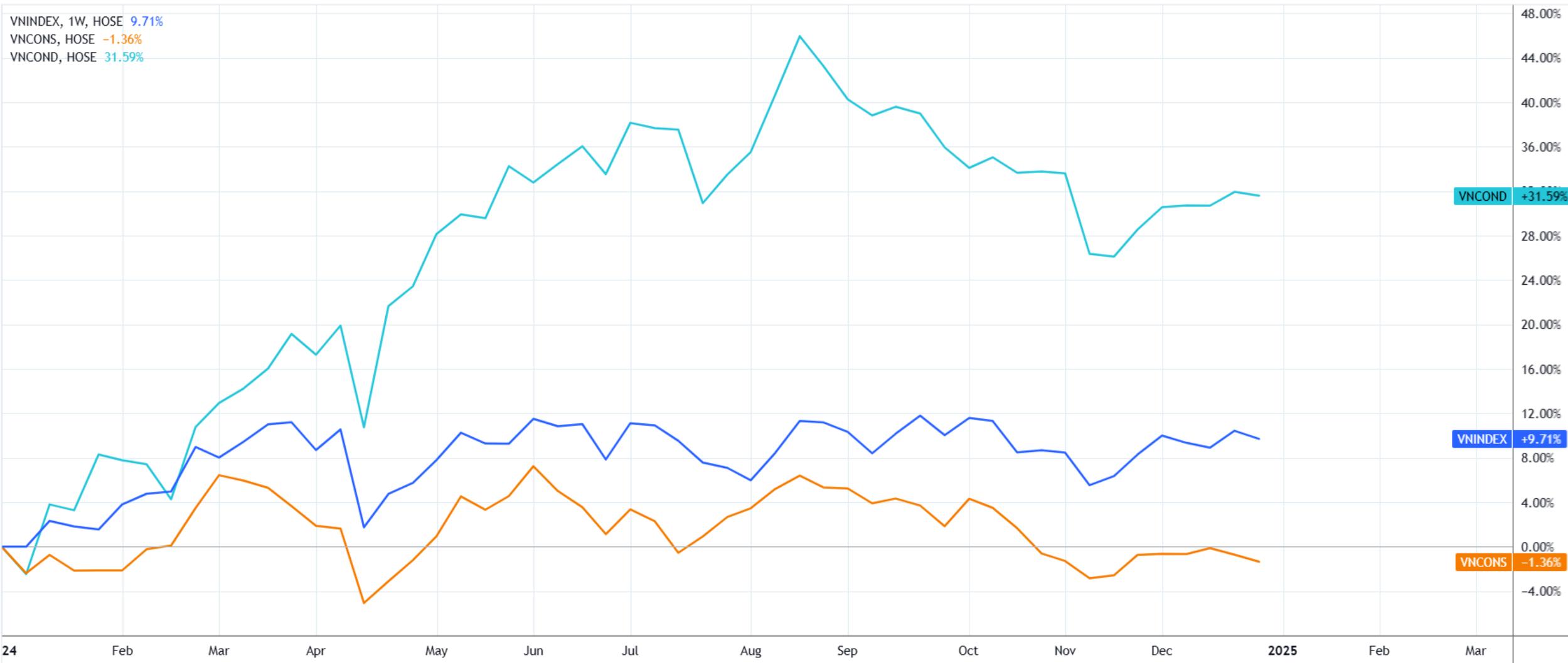




2024年VNCONS和VNCOND的动态



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)



TradingView

源: TradingView

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)





VNCONS和VNCOND的估值



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

VALUATION CHART



VALUATION CHART





VNCONS——必需消费品板块





2024年VNCONS的动态



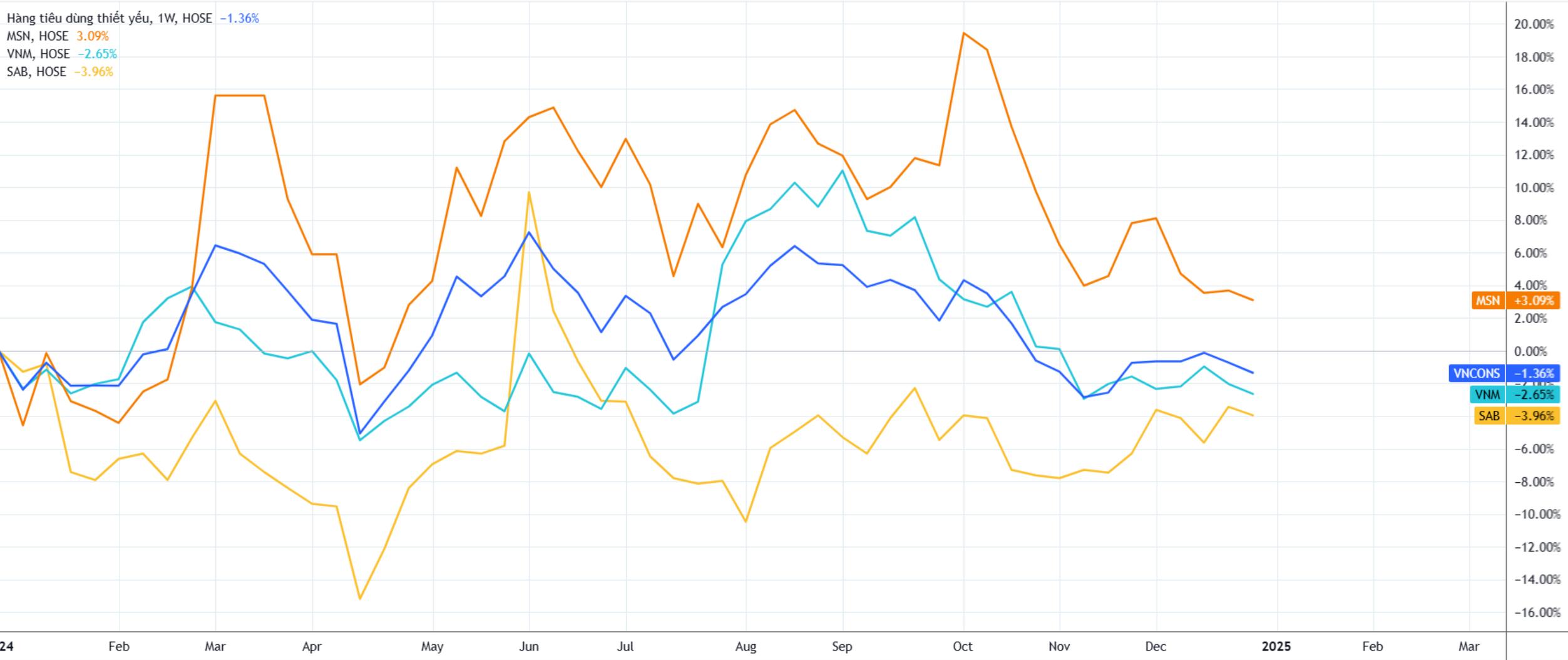
CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

Hàng tiêu dùng thiết yếu, 1W, HOSE -1.36%

MSN, HOSE 3.09%

VNM, HOSE -2.65%

SAB, HOSE -3.96%



TradingView

源: TradingView

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



越南的消费必需品板块涵盖需求稳定的各类产品，包括食品、饮料、家用品及个人护理产品。

食品和饮料（F&B）板块是越南基本消费品市场最大的细分市场之一。我们认为F&B板块受到两种看似相反的趋势的影响，具体：

一、便利食品和即食产品需求上升——受忙碌的生活方式和城市化进程推动，消费者对方便食品的需求持续增长。

二、健康饮食趋势增强——越来越多的消费者倾向于选择有机和天然包装食品，以追求更健康的生活方式。

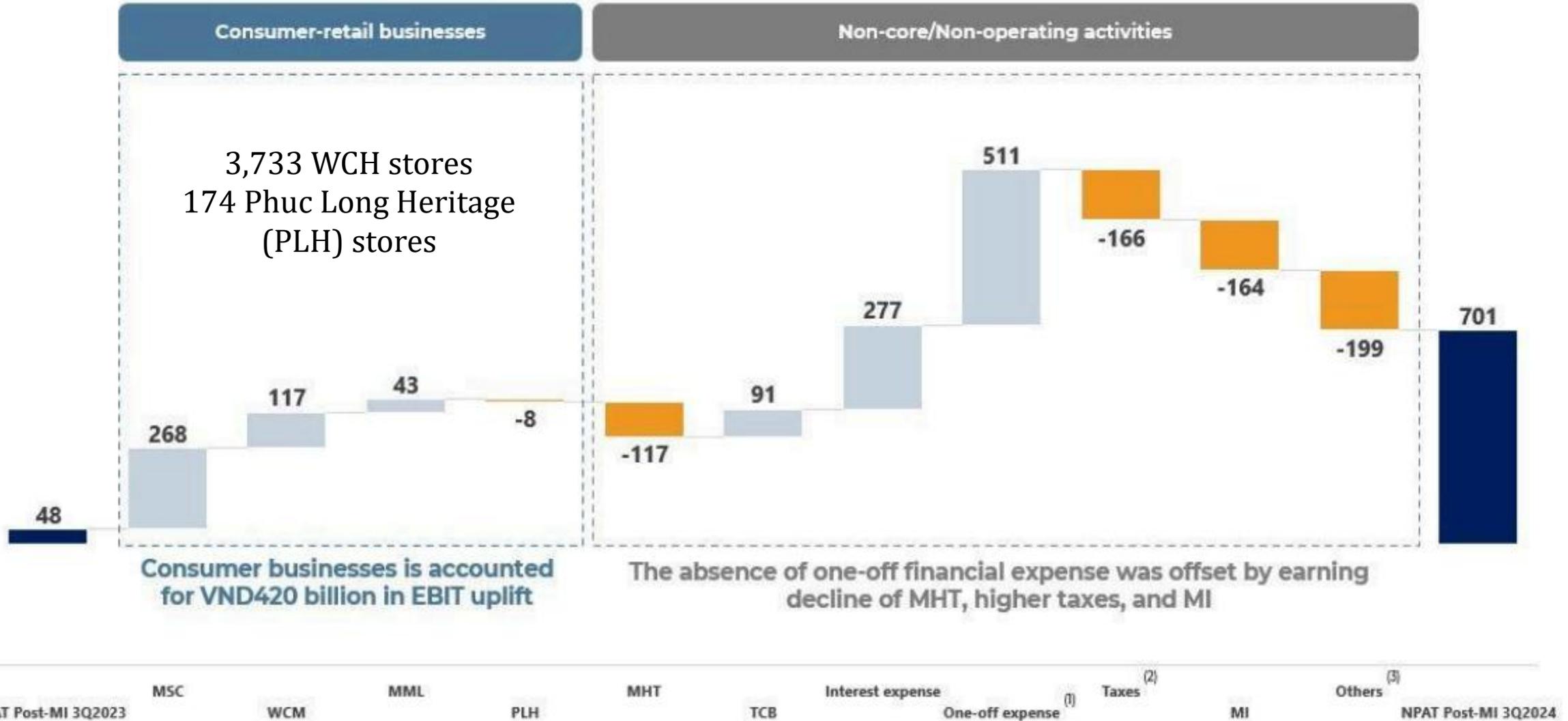
除了国内消费，旅游业也是F&B板块的重要驱动力。国际游客在旅行期间约30%至40%的支出用于食品和饮料，对该板块贡献显著。

M A S A N G R O U P

MSN提供多种包装食品选择，包括零食、方便面和冷冻食品。MSN在多个细分市场保持强势地位，包括通过Masan Consumer Holdings (MCH) 经营快速消费品（FMCG），以及通过WinCommerce (WCM) 发展零售业务。MSN成功覆盖对方便食品和即食食品（MCH）以及有机和天然包装食品（Masan Meatlife）的市场需求。WCM作为MSN的产品分销渠道，并已在2024年开始实现盈利。与此同时，MSN计划在2025年将MCH在胡志明证券交易所（HOSE）上市。我们认为MSN在2025年具备良好的发展条件。然而，目前MSN股票的市盈率（P/E）为76倍，表明股价可能并不具有吸引力。



NPAT Post-MI bridge (VND billion)



(1) One-off expense in 3Q2023 was non-cash and driven by the volatility of FX
 (2) Taxes increase due to temporary adjustments difference in 3Q2023 and 3Q2024
 (3) Others refer to Masan Brewery's, WinEco's and Mobicast's impact on profits and Interco eliminations



健康意识的提升是推动乳制品板块发展的主要因素。行业内值得关注的企业包括越南乳制品股份公司（Vinamilk，代码：VNM）、TH True Milk、MCM（VNM 旗下成员）、IDP 和 QNS。我们预计，乳制品板块将受益于新兴的银色经济发展。此外，根据 Euromonitor 2022年的数据，越南乳制品板块目前仅满足国内需求的约 50%，其余需依赖进口，这表明该板块仍具有巨大的增长潜力。

截至2023年底和2024年初，Vinamilk将占据越南乳制品板块约44%的市场份额，保持领先地位。该公司实施许多有效的营销计划并扩大其产品组合。得益于这些营销计划，Vinamilk仍然是越南最著名和最受欢迎的牛奶品牌。

Vinamilk[®]

EST 1976

VNM还积极拓展国际市场并探索出口机会。该公司于1997年开始出口，主要市场为中东国家，目前占公司出口收入的近85%。该公司计划在2024至2028年期间实现年均复合增长率（CAGR）约 5% 的目标。



KEY FIGURES



\$4 bn

Estimated Market Size¹

c.70%

Market share taken by local players²



375K

Total dairy cows in Vietnam³

30-45%

Self-sufficient ratio of domestic dairy production⁴



100 mn

Total population³

1.2%

Annual Growth of Total Population³



24.4 KG

Estimated Dairy Consumption Per Capita⁵

5.3%

2018-23 CAGR Sales Value Growth of Dairy Products and Alternatives¹



3-8%

5-year GDP Growth³

5.4%

5-year CAGR of GDP Per Capita³

Vinamilk[®]
EST 1976

Recent growth



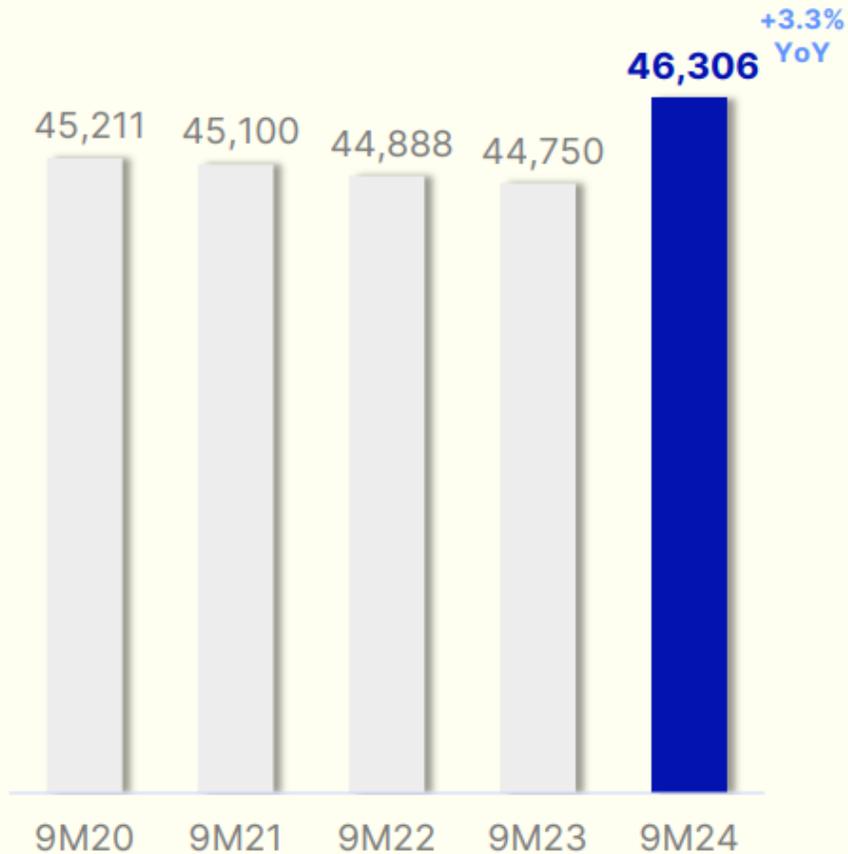
源：VNM

Note: 1. Euromonitor data, applied for total dairy in Vietnam; 2. 2023 data by AC Nielsen; 3. GSO; 4. MoIT; 5. Company estimates; Liquid milk includes UHT reconstituted milk, UHT fresh milk, plant-based milk; Yogurt includes drinkable and spoon yogurt; Formula milk includes powder and ready-to-drink formula for baby and adults;

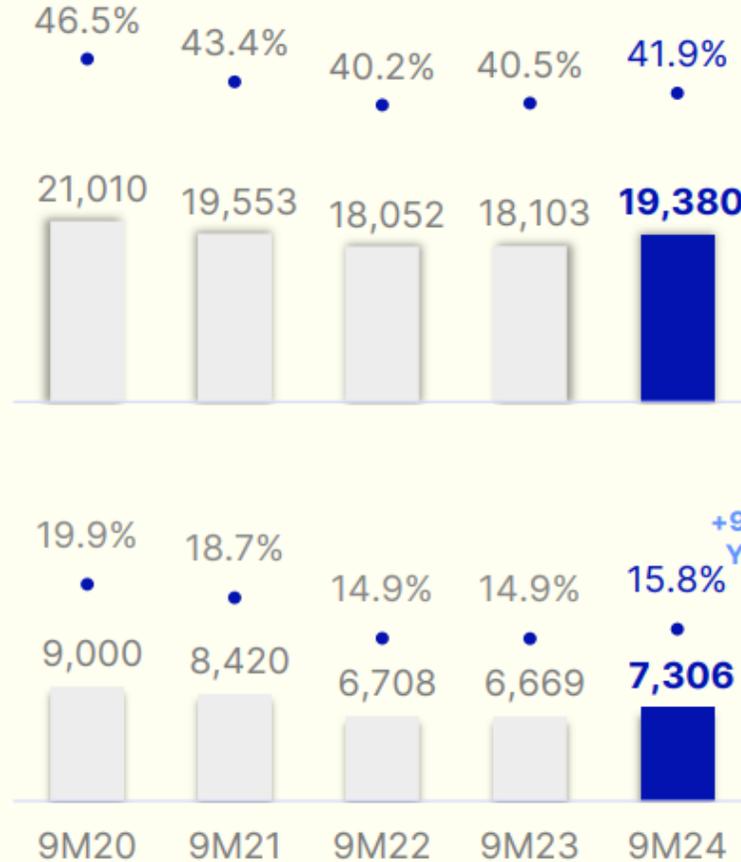


9M2024 revenue +3.3% YoY, NPAT +9.5% YoY thanks to margin expansions

REVENUE



PROFIT MARGINS



GUIDANCE COMPLETION



越南是亚洲最大的啤酒消费国，市场由西贡啤酒（SABECO）和喜力（Heineken）等品牌主导。此外，越南啤酒板块正在向多元化发展，低酒精或无酒精啤酒日益受到欢迎，尤其受到Z世代年轻消费者的青睐。

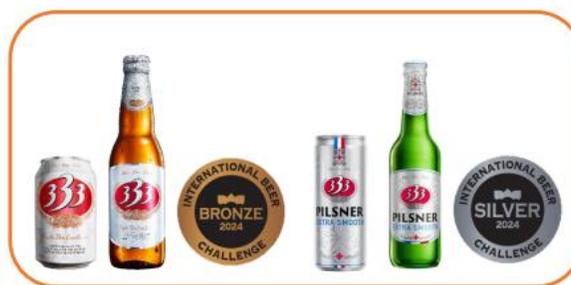
2024年12月，SABECO已完成对以Sagota品牌闻名的Sabibeco（SBB）的收购，正式将Sabibeco变为SABECO的子公司。SABECO在Sabibeco的持股比例提升至59.6%，大幅增强公司的生产能力。SABECO与Sabibeco的合并产量将使SABECO超越喜力，成为越南最大的啤酒生产商，年产能预计达到30.1亿升。2024年，SABECO还成立SABECO啤酒研发中心，专注于高质量产品的开发。

然而，SAB及整个啤酒板块在2025年及未来几年将面临一些挑战：

- 政府法规：政府对酒精饮料的广告和消费施加严格限制，尤其是涉及酒驾法律。与此同时，国会也正在考虑提高啤酒税。目前，啤酒的特别消费税为65%。根据最新提案，该税率将在2026年短期内提高至80%，并于2030年最终达到100%。
- 行业竞争：越南啤酒市场主要由喜力和SABECO主导。截至2023年，喜力市场份额为43%，而SABECO为33.9%。虽然喜力和SABECO在市场上占据主导地位，但本地精酿啤酒厂及其他国际品牌的影响力也在逐步上升。
- 健康消费趋势：随着健康意识的提升，啤酒市场正在发生变化。消费者越来越偏向选择低酒精或无酒精啤酒，尤其是Z世代的年轻消费者。

目前，SAB的市盈率（P/E）为16倍。





Q3 FINANCIALS

| | | |
|---|---|--|
| <p>Net Revenue</p> <p>VND22,940B</p> <p>▲ +4.6% YOY</p> | <p>Gross Profit</p> <p>VND6,819B</p> <p>▲ +2.8% YOY</p> | <p>Profit After Tax</p> <p>VND3,504B</p> <p>▲ +6.6% YOY</p> |
| <p>Total Assets</p> <p>VND32,234B</p> <p>▼ -5.4% YTD</p> | <p>Owners' Equity</p> <p>VND26,222B</p> <p>▲ +2.9% YTD</p> | |



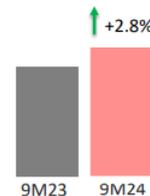
Net Revenue



Commentary

- Net revenue was higher mainly from the favorable impact of price increases and brand mix.

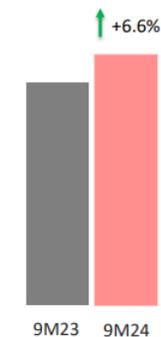
Gross Profit



Commentary

- Gross profit was higher due to the improved net revenue and favorable packaging costs, despite the higher cost of raw materials.

Profit After Tax



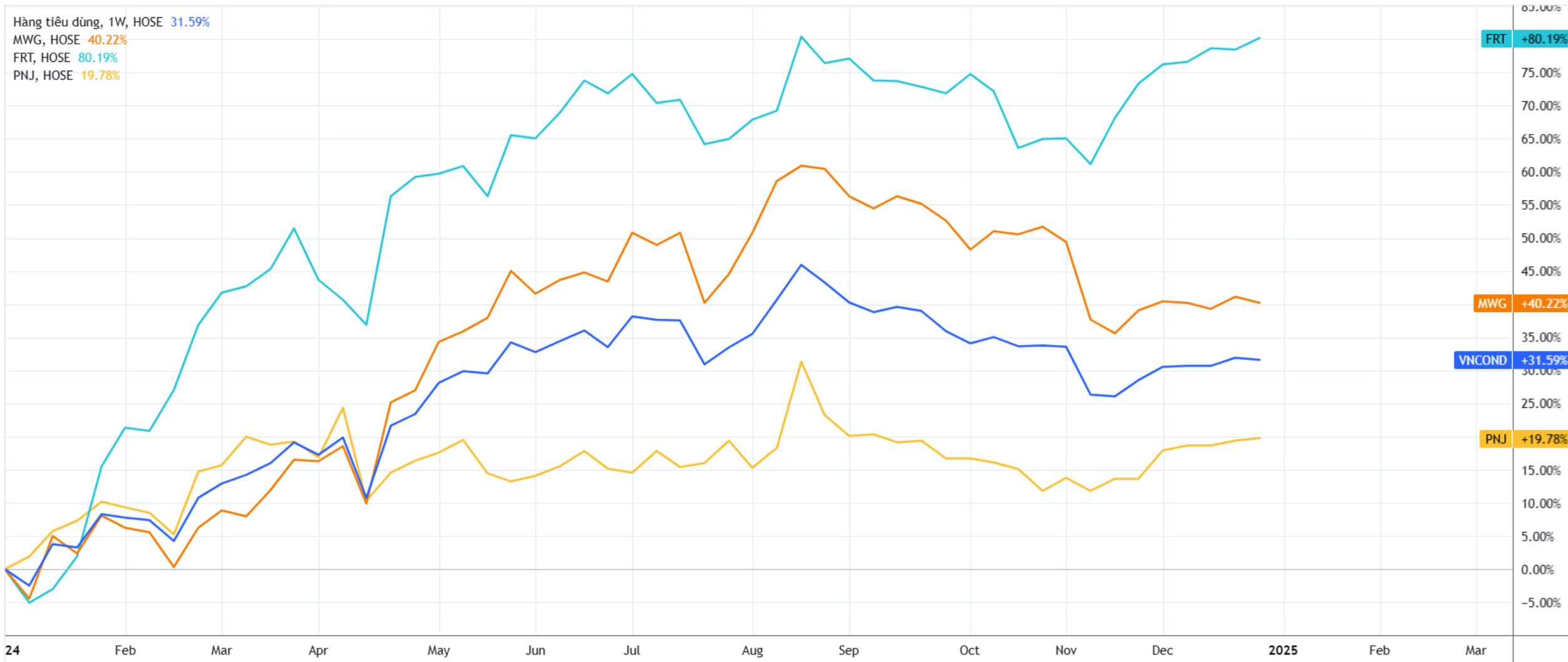
Commentary

- Profit after tax was higher mainly from higher gross profit and lower selling expenses due to the optimization of A&P programs. This was partially mitigated by lower interest income, lower profit sharing from associates, and higher administration expenses.



VNCOND——非必需消费品板块





TradingView

源: TradingView

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



- 现代零售环境发展迅速，超市、便利店、专业连锁店和大型商超越来越受到消费者的青睐。2023年，现代零售渠道占全国零售总收入的27%，相比2005年的15%大幅提升。这一转变主要受到消费者对便捷购物需求的推动。
- 电子商务正经历快速增长。Shopee等平台在市场中占据主导地位，而TikTok正在崛起，成为新的销售渠道。据《VNEconomy》预测，到2025年，电子商务预计将占全国零售总收入的10%。总体而言，消费者越来越倾向于全渠道购物体验，即结合线上和线下购物模式。
- 随着消费者更换旧款产品，智能手机和笔记本电脑等非必需品的收入预计将恢复增长。同时，越南消费者对健康和美容的关注度不断上升，尤其是在医药领域，使得医药零售连锁店逐步普及。



FPT Retail



- 由于对连锁门店模式的预期、电商和全渠道销售的增长、智能手机和笔记本电脑的更新需求以及健康护理需求的推动，FRT股票在2024年大幅上涨。然而，我们预计这一涨势将在2025年有所放缓。除了2024年不利的非必需消费以及2025年可能继续不利的消费形势影响FRT的电子零售部门之外，FRT目前的市盈率为239.5倍，这表明股价可能并不具有吸引力。
 - Long Chau药房连锁正在快速增长，并在2024年开始实现正利润。FPT Retail计划在2025年新增400家Long Chau药房，使总门店数量预计达到约2300家。
- 相比之下，FPT Shop的情况不如Long Chau药房乐观。FRT预计不会增加新门店，而是通过结构调整来改善经营状况，以应对2023年和2024年不利的市场环境。
- MWG也在2024年股价大涨，市场对其业绩复苏充满期待。目前，MWG的市盈率为28.1倍。在2024年前9个月，MWG业绩恢复得益于：一、通过重组减少移动世界和绿色电器的门店数量及员工；二、绿色超市连锁店增长良好，并逐步为MWG带来利润。
 - MWG和FRT的情况表明，2024年必需消费品如绿色超市和Long Chau药房的产品相比非必需消费品如移动世界和绿色电器和FPT Shop的产品表现更为良好，这一趋势可能在2025年将继续。
 - 对于PNJ，该公司继续扩张门店数量，并推出多项营销计划。尽管珠宝产品的整体需求增长率缓慢，但这可以帮助PNJ占据更高的市场份额，并在2025年实现较高的增长率。目前，PNJ的市盈率为15.9倍，我们认为该估值相对合理。





REVENUE

28,657 Billion VND

+24% YoY

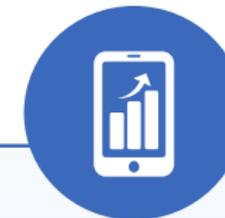
77% Completing FY target



EBT

358 Billion VND

286% Completing FY target



ONLINE SALES (*)

5,041 Billion VND

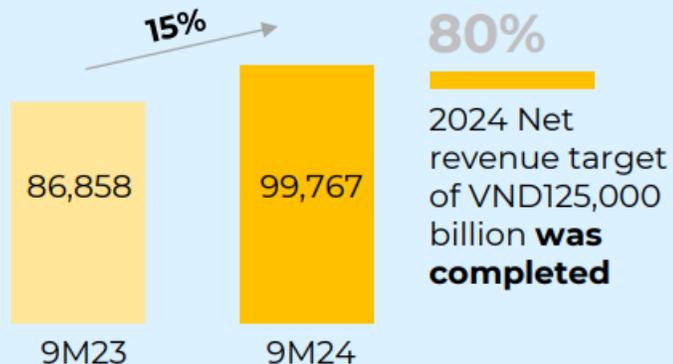
+19% YoY

() : Included online sales of FPT Shop chain and Long Chau chain*

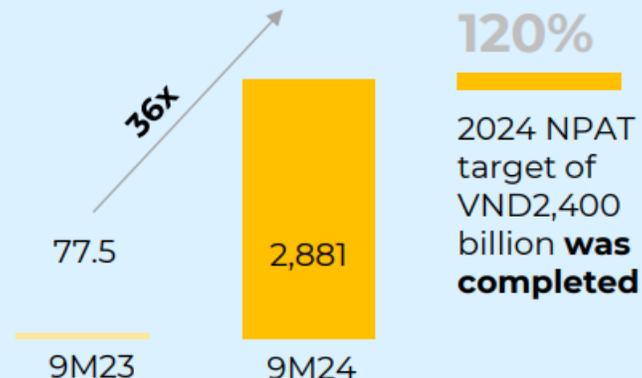
637 FPT shop stores
1,849 Long Chau pharmacies
115 Long Chau vaccines centers



Net revenue (VND billion)



Net profit after tax (VND billion)

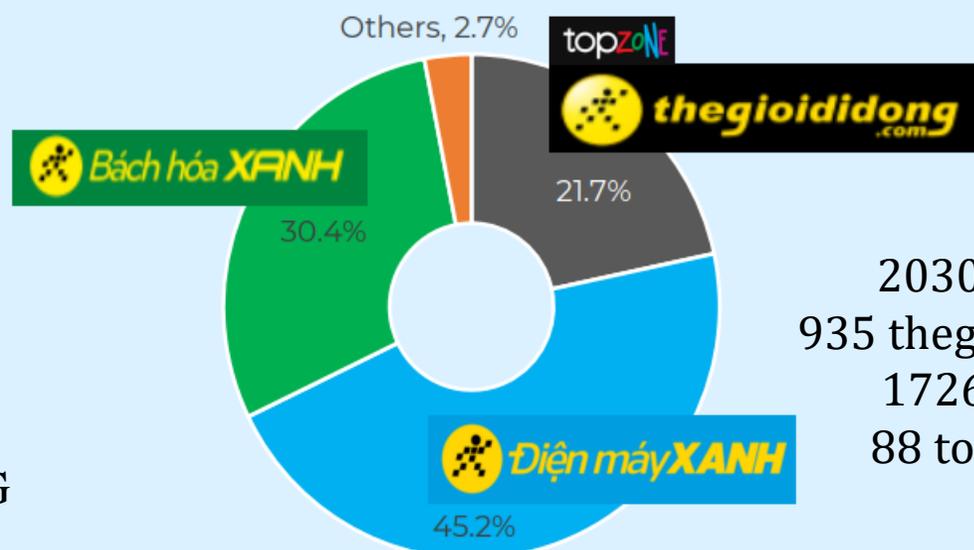


Online Sales



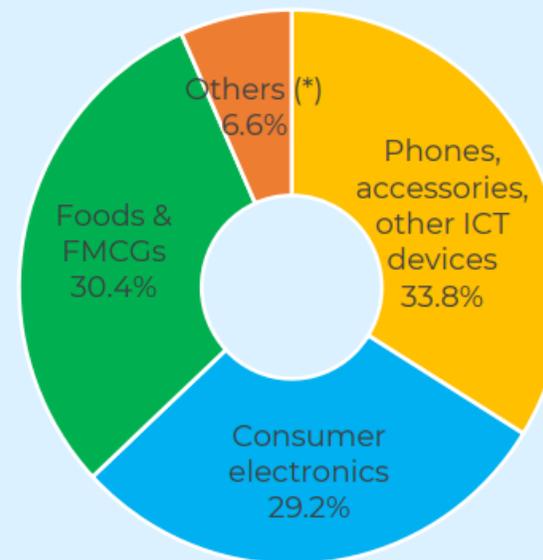
Total online revenue reached VND 7,830 bn in 9M24, **accounting for 8%** of MWG's total revenue

REVENUE BREAKDOWN BY CHAIN



2030 ĐMX stores
935 thegioididong stores
1726 BHX stores
88 topzone stores

REVENUE BREAKDOWN BY CATEGORY



(*) Others include sim, cards, services, pharmaceuticals, moms & kids... products

Net revenue

7,130

▲ +3.1% YoY

Gross profit

1,251

▲ +4.4% YoY

Net profit

216

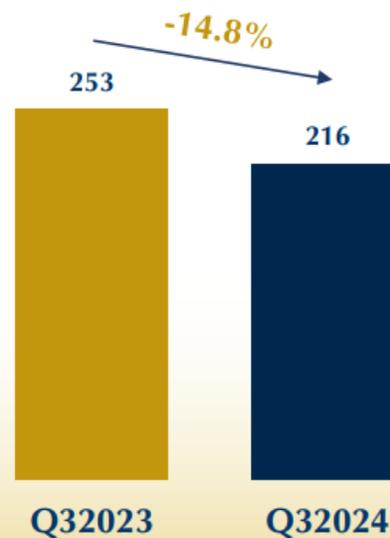
▼ -14.8% YoY

DVT: billion VND

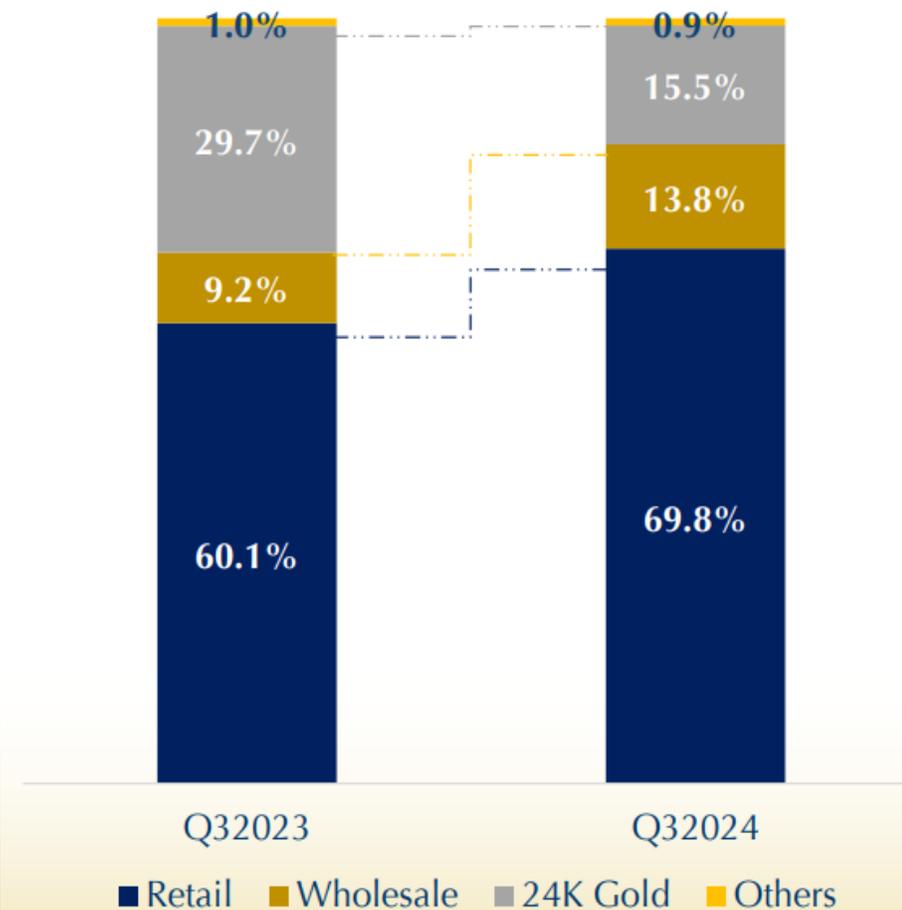
NET REVENUE



NET PROFIT



REVENUE CONTRIBUTION BY CHANNEL



水产与纺织板块:

如前所述, 2025年出口增长预计将放缓, 同时面临竞争加剧及地缘政治风险。水产和纺织是两个高度依赖出口的板块, 预计纺织板块约70%的收入以及水产板块约70%的收入均来自出口。其中, 美国市场占据这两大板块20%的出口收入。

纺织板块在2025年具备一定的利好因素, 例如, 由于孟加拉国的政治和经济不稳定, 该国订单量呈下降趋势, 这为越南企业吸引更多订单提供机会。目前, 孟加拉国的外汇储备接近枯竭, 导致棉花和面料进口困难, 使其纺织板块陷入停滞 (据《IndianExpress》报道)。

相比之下, 我们对水产板块的展望较为谨慎。天气条件不利, 以及来自印度、泰国和中国等国家的竞争加剧, 可能对板块发展造成压力。

汽车与轮胎板块:

部分专家认为, 汽车板块的增长可能已在2024年第四季度达到峰值, 并将在2025年放缓。此外, 许多支持政策将在2025年失效, 可能对市场需求产生影响。

然而, 新能源汽车和混合动力汽车仍是预计增长较快的细分市场。政府的目标是在2030年前将电动车市场份额提升至30%。目前, 电动车和混合动力车的需求正在增长, VinFast和Toyota等制造商已推出多款新车型。然而, 该市场仍面临充电基础设施不足的挑战。

在轮胎板块方面, 国内市场需求预计将保持稳定并持续增长。此外, 该板块还受益于出口增长, 越南正逐步成为全球汽车轮胎制造中心, 预计2024年技术橡胶产品的出口额将达到约40亿美元。然而, 该板块仍存在原材料供应短缺的风险。



个股推荐

VNM

目标价：70000

越南盾

Vinamilk[®]
EST 1976



我们在2025年优先选择必需消费品股票，而不是非必需消费品股票，主要基于以下原因：

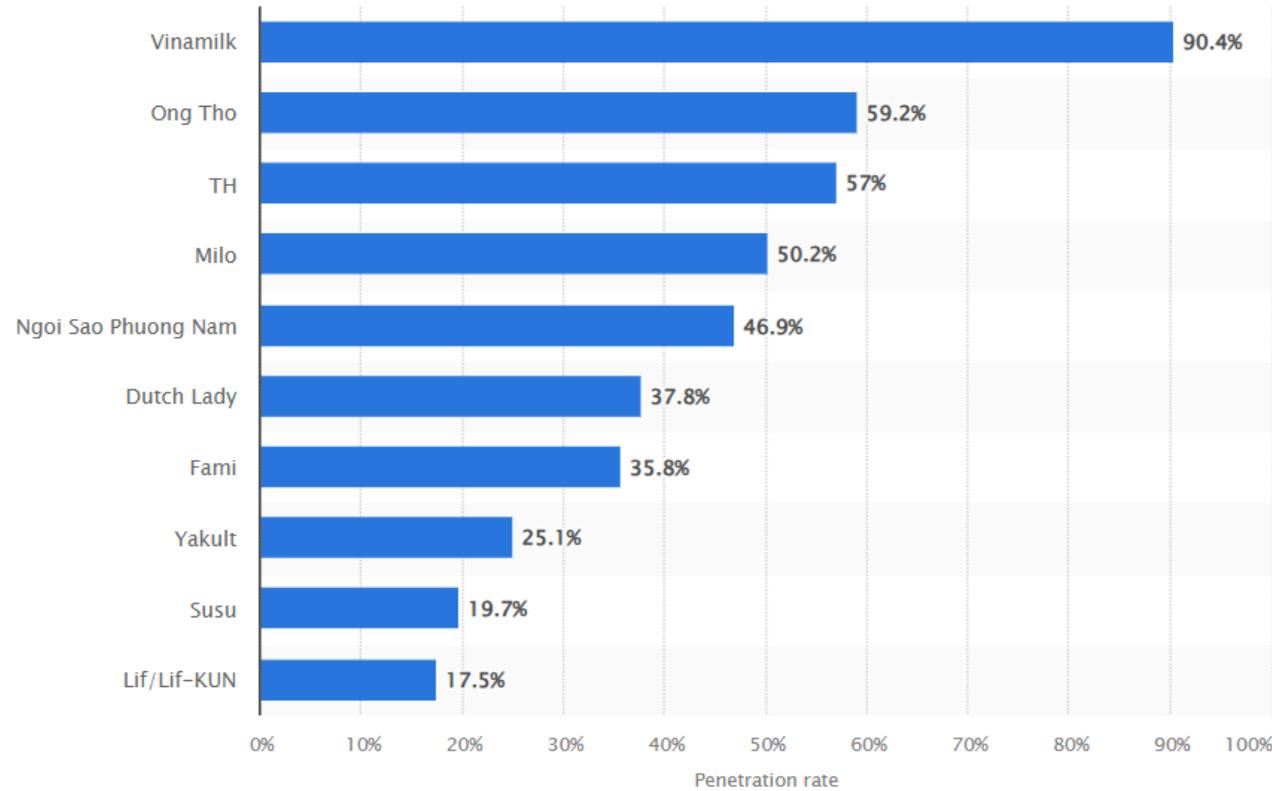
- 尽管消费者信心可能略有改善，但越南消费者仍然显得谨慎。通胀、相对较高的利率以及越南盾贬值等经济压力预计将持续至2025年。
- 我们预计必需消费品将更多受益于旅游业增长、便利店连锁的扩张以及消费信贷（主要由小额消费贷款推动）的增长。此外，必需消费品受到2024年台风Yagi影响较小。
- 2024年，许多非必需消费品股票已大幅上涨，而必需消费品股票同期持平。在非必需消费品股票价格已处于较高水平的情况下，我们预计投资者将转向关注必需消费品板块。同时，我们预测VNCOND指数在2024年大涨后，将于2025年趋于平稳。

在出口增长预计放缓，甚至可能受美国总统特朗普政策影响而中断的情况下，我们更倾向于投资面向国内市场的公司，而非高度依赖出口的公司。此外，我们也优先选择与F&B相关的股票，以及拥有强大、长期品牌影响力的消费品公司。

我们优先选择VNM，原因如下：

- 品牌强势，主导越南乳制品市场：VNM在城市地区的市场渗透率高达90.4%，在农村地区为73.2%（2022年数据），显示出消费者的广泛接受度。约81%的收入来自国内市场。
- 财务状况稳健，负债率低：资产负债率低，仅14.7%，公司偿债能力良好，财务结构稳健。
- 奶制品品种齐全，覆盖广泛消费场景：VNM拥有全品类乳制品，包括鲜奶、酸奶、奶酪、炼乳、冰淇淋等，能够满足不同年龄段消费者以及各种消费场景（例如日常消费、节假日、旅游等）；VNM的产品还作为原材料，广泛应用于咖啡、蛋糕、奶茶、果汁冰沙等食品饮料板块，进一步拓展市场需求。
- 出口市场稳定，受特朗普政策影响较小：VNM的主要出口市场（如中东）可能不会受到特朗普政策的影响；Vinamilk早在2014年便获得Halal（清真）认证，确保产品符合伊斯兰市场的食品消费标准。这使得VNM不仅能够顺利进入中东市场，还能进一步拓展至马来西亚、印度尼西亚等东盟国家；Halal认证将持续助力公司在伊斯兰市场的出口增长，这一竞争优势长期有效。





2022年，根据渗透率（Statista，2022年），Vinamilk在越南城市地区的乳制品及乳制品替代品类别中是最受欢迎的FMCG品牌之一。VNM旗下品牌包括Vinamilk、Ong Tho、Ngoi Sao Phuong Nam和Susu。在FMCG板块，渗透率指的是市场中曾经购买某产品的家庭或个人的百分比。这是衡量产品或品牌在消费者中受欢迎程度的重要指标。

我们优先选择VNM，原因如下：

- 除了Halal认证，VNM还拥有多个国际权威认证，例如Global GAP、Organic EU、FDA、ISO 9001和FSSC 22000。这些认证进一步证明公司在产品质量上的高标准和长期承诺。
- 除了专注于质量和食品安全，VNM还致力于可持续生产，采用环保友好的生产方法，并已经部署符合国际环境标准的体系，以减少环境影响。
- 此外，VNM还可以受益于银色经济和健康消费趋势的增长。越南国内乳制品市场仍有巨大的发展空间，尤其是对于本土企业来说，未来增长潜力可观。



VNM的一系列产品 (Source: VNM)



除了直接饮用外，鲜奶以及炼乳、酸奶等产品还广泛用于餐厅、咖啡厅等场所调制咖啡、奶茶、蛋糕等食品，或由消费者购买回家自行制作。



预计2025年至2030年期间越南的咖啡消费量将以每年6.6%的速度稳步增长。。含奶咖啡，尤其是越南传统的冰奶咖啡，在越南咖啡文化中极为流行。因此，可以预期用于咖啡调配的炼乳和鲜奶的消耗量将随咖啡消费的增长而增加。

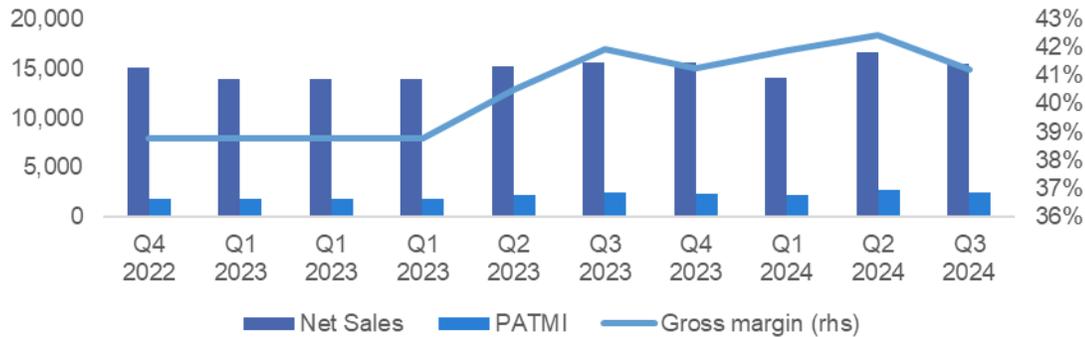


蛋糕中的鲜奶或炼乳的含量取决于蛋糕的种类。蛋糕中牛奶质量的百分比范围为10%至60%。烘焙店与咖啡馆结合的商业模式预计将推动奶制品消费。此外，生日蛋糕的市场需求相对稳定。

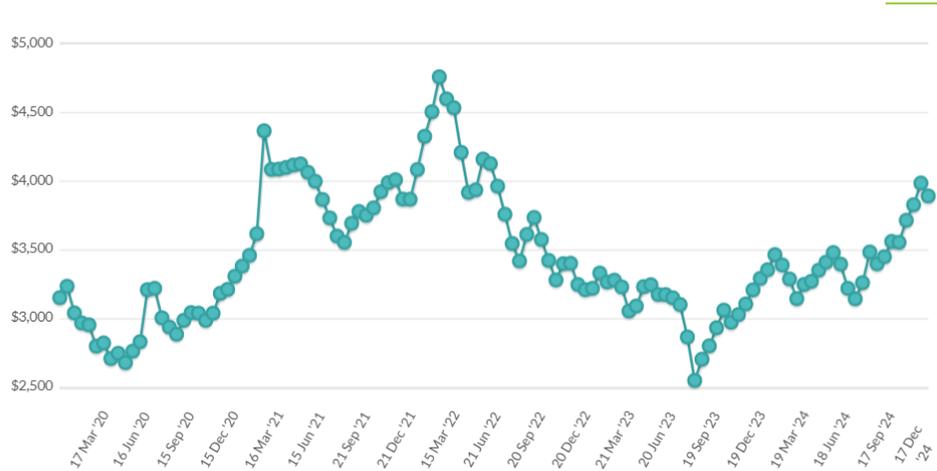


每杯奶茶的炼乳含量约占25%至33%，若使用鲜奶，则鲜奶含量约占50%至75%。截至2023年年中，越南奶茶市场规模已达到约13亿美元（根据越南咖啡协会与F&B越南的数据），较2019年几乎翻倍，年均增长率约17%。预计未来几年仍将保持强劲增长。奶茶已成为年轻消费者最喜爱的饮品之一。





Whole Milk Powder Average Prices



近期季度业绩（净收入和PATMI单位：十亿越南盾）显示，尽管2024年奶粉价格上涨，VNM的毛利率正在恢复。这表明VNM已提升成本控制能力。此外，奶粉价格在中期内预计将趋于稳定。

- VNM当前的滚动市盈率为13.4倍。我们预计VNM在中期内的年均复合增长率可达到5%至6%，并在长期保持稳健增长。预计其利润率将在中期内逐步恢复，这得益于VNM的成本控制以及原材料价格的稳定。近期季度数据显示，VNM的利润率和股本回报率 (ROE) 均呈现改善趋势。

- 估值与目标价格：我们对VNM未来6至18个月的目标股价为 **70000越南盾**

- 目前股价：**61700越南盾**；预期上涨空间：**+13.4%**

建议：增持

主要风险：

- 原材料价格波动风险：原材料奶价约占VNM生产成本的50%，其中65%为进口奶粉。原材料价格的波动可能影响公司的利润率。
- 竞争风险：我们认为VNM面临的主要风险仍然是市场竞争压力。
- 运营风险。



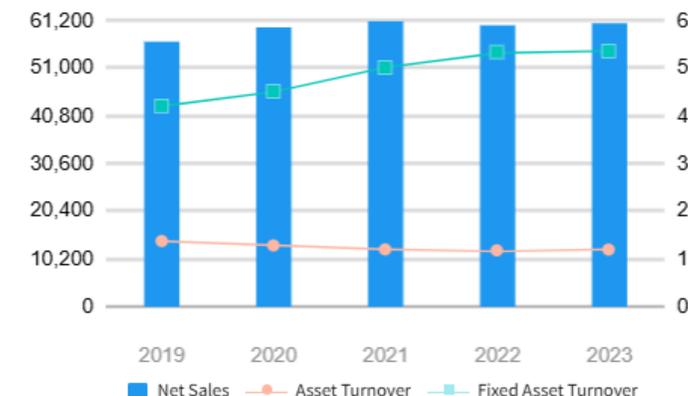
DUPONT



CASH FLOW



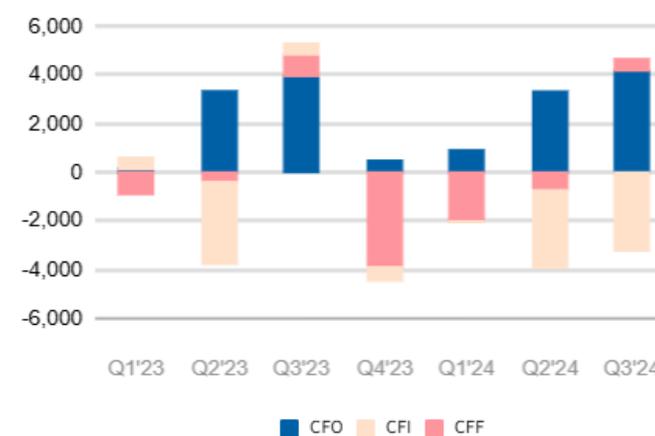
REVENUE



DUPONT



CASH FLOW



A. MATERIAL SOURCING



01 Mega Farm Complex in Laos

14 Owned Farms in Vietnam

83 Raw Milk Collection Stations

6,000 Exclusive Farmer Partners

01 Raw Material Production and Supply Factory (Sugar)

B. PRODUCTION

01 DriftWood Factory - USA

01 AngkorMilk Factory - Cambodia

13 Local Factories

01 Moc Chau Factory

C. DISTRIBUTION



200 Exclusive Distributors - Traditional Trade

190,000 Points of Sales - Traditional Trade

690+ Vinamilk and Moc Chau Milk Stores

6,000 Points of Sales - Modern Trade

08 E-Commerce Partners

Vinamilk E-shop

Export to **5** Continents

60 Countries and Territories

Domestic operation
 International operation

- **Automated farming** (feeding, scratching, cooling, milking etc.) using Israeli technologies
- **Embedded sensors** on each cow to monitor yield and animal welfare

- **Raw milk** delivered by chill tankers at 2-6°C to preserve natural flavor

- **Production lines** using German, Italian, and Swiss technologies
- **Spray drying technology** by Niro that retains high content of nutrients and mineral

- **Packaging technologies** by Tetrapak, Bencopack, and SIG Combibloc

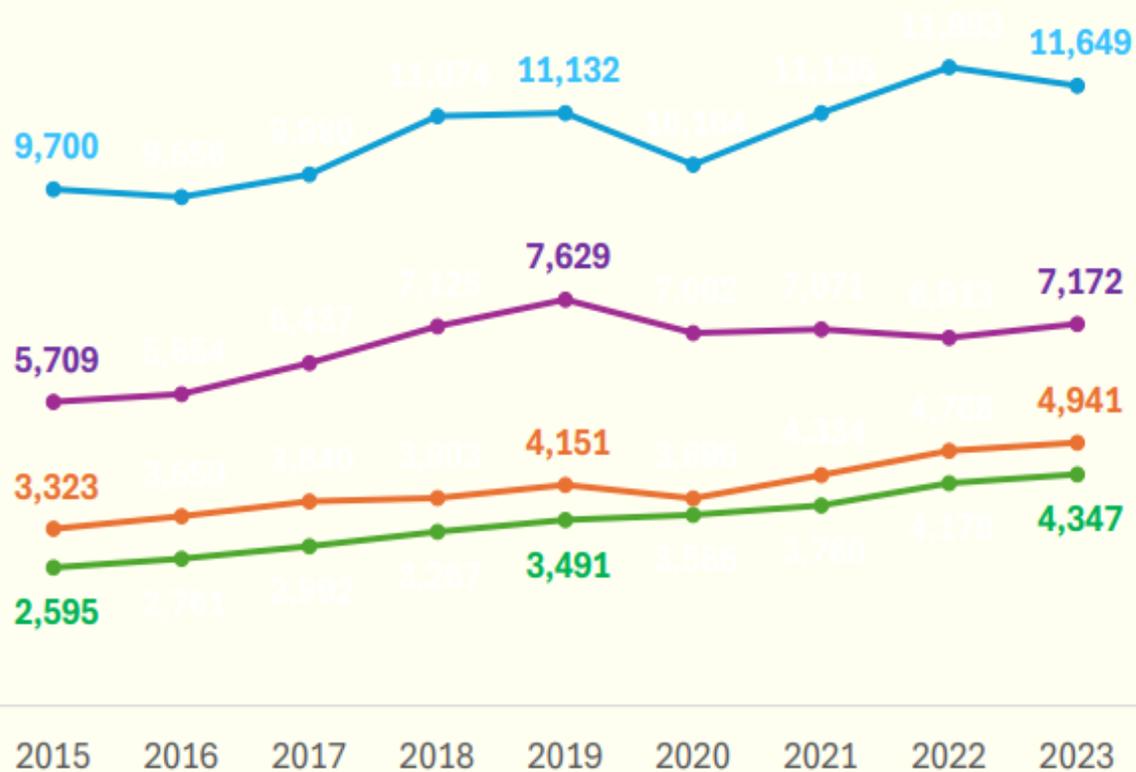
- **Sales & accounting system** are fully integrated

- **Inventory and spoilage loss** are controlled by Oracle ERP
- **Automated shipment** from smart warehouse by LGV robots

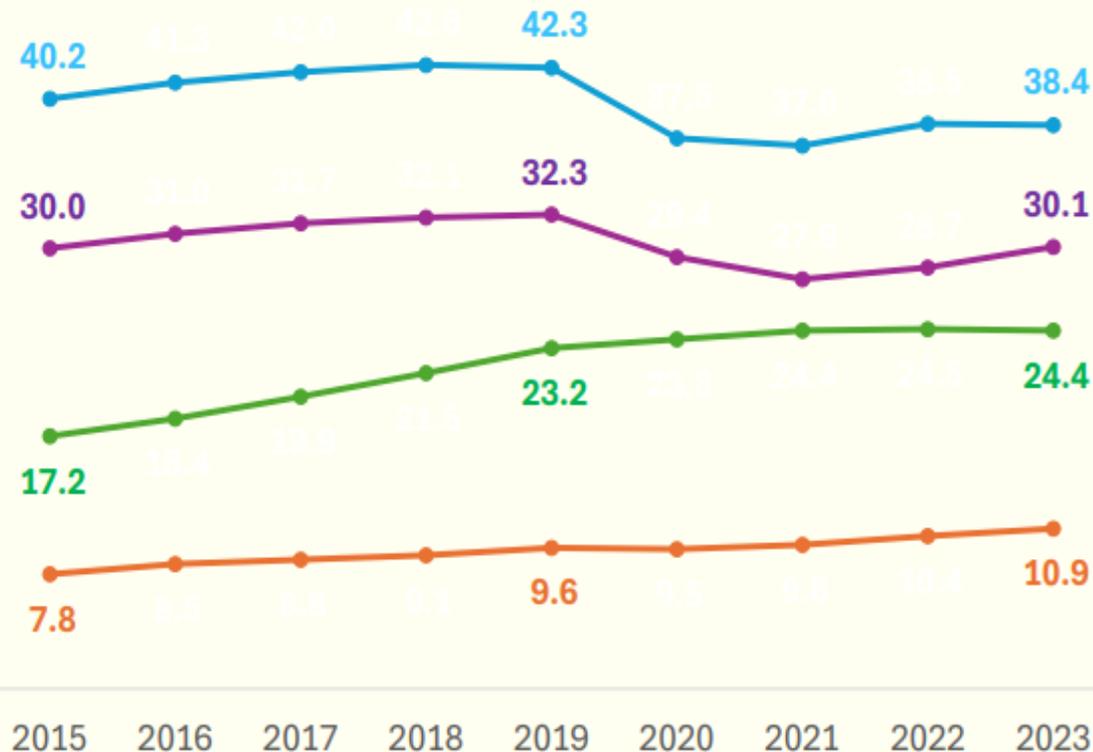


Low Dairy Consumption Per Capita Relative to the Region

GDP Per Capita (USD)



Dairy Consumption Per Capita (Kg)



● Malaysia

● Thailand

● Vietnam

● Indonesia



免责声明

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考，投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定，投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券（越南）股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券（越南）股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券（越南）股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点，不能视为国泰君安证券（越南）股份公司的观点。另外，本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其在所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券（越南）的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突，影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容，其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券（越南）股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。未经国泰君安证券（越南）股份公司的授权代表的书面同意，任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。





GTJA证券（越南） – 研究部

阮德平

Senior Research Analyst

binhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext: 704

陈氏红绒

Deputy Director

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703





GTJA 证券（越南） – 客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:113

阮秋庄

Translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:114





CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

| 联系方式 | 河内总部 | 胡志明分公司 |
|--|------------------------------------|----------------------------|
| 咨询电话: (024) 35.730.073 | 河内市纸桥区陈维兴路 117 号 Charm Vit 大厦一楼 | 胡志明市第三郡国际工厂路第二 号 BIS 三楼 |
| 挂单电话: (024) 35.779.999 | 电话: (024) 35.730.073 | 电话: (028) 38.239.966 |
| Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn | 传真: (024) 35.730.088 | 传真: (028) 38.239.696 |

