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

Company Report: Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM)

Research Department
Mail: research@gtjas.com

Doanh nghiệp đầu ngành, cổ tức cao

09/09/2025

THÔNG TIN CHÍNH

VNM là doanh nghiệp đầu ngành sữa Việt Nam với thị phần áp đảo trên 50% tại hầu hết các phân khúc sản phẩm. Vị thế xây dựng nhiều năm tạo lợi thế cho VNM tiếp tục mở rộng thị trường sang các phân khúc sản phẩm mới, đồng thời doanh nghiệp xây dựng được cơ cấu tài sản lành mạnh (ít nợ vay, tiền mặt dồi dào) và chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn (trung bình trên 40%/năm/cp, tương ứng tỷ suất sinh lời cổ tức/cổ phiếu 6%/năm).

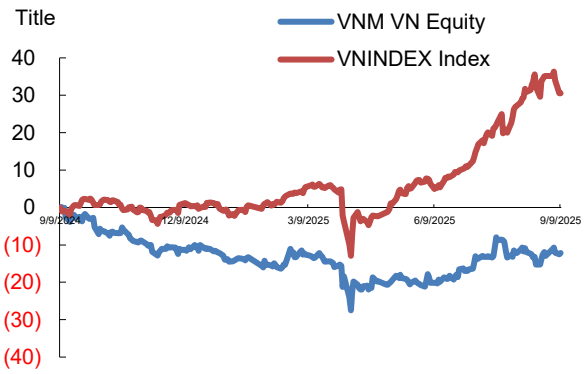
Trong ngắn hạn, VNM đang gặp những áp lực nhất định về mặt chi phí và biên lợi nhuận thu hẹp do tái cơ cấu hệ thống phân phối cũng như chu kỳ sữa bột nguyên liệu thuận lợi (giá thấp năm 2024) đã qua. Mặc dù vậy, VNM cũng đang triển khai tốt công tác quản lý giá vốn hàng bán và cải tiến hệ thống giúp cải thiện biên lợi nhuận (thể hiện trong BLNG quý 2).

Đồng thời, chính sách mở rộng xuất khẩu và đang dạng hóa ngành hàng tạo động lực tăng trưởng dài hạn cho VNM.

Chúng tôi dự phóng VNM sẽ đạt mức doanh thu và lợi nhuận sau thuế tương ứng 62,210 tỷ đồng và 8,951 tỷ đồng, tương ứng mức tăng thay đổi +0.62% và -5% so với năm 2024.

Khuyến nghị:	**TÍCH LŨY**
6-18m TP:	**65,500**
Giá cp hiện tại:	VND60,600

Diễn biến lợi suất cổ phiếu 1Y



Thay đổi giá cp	1 M	3 M	1Y
Thay đổi giá %	-0.3%	9.6%	-12.4%
SS với VN index	2.2%	33.0%	15.7%
Giá tb (VND)	60,645	59,568	61,903

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

NHẬN ĐỊNH VÀ KHUYẾN NGHỊ

Nhìn chung, sau chu kỳ tăng trưởng cao, VNM đang triển khai các giải pháp đồng bộ để tối ưu hóa vị thế đã xây dựng được lâu năm trong ngành sữa tại thị trường nội địa cũng như quốc tế. Các chiến dịch tái định vị thương hiệu và không ngừng thay đổi hệ thống phân phối thể hiện nỗ lực của doanh nghiệp và tầm nhìn của Ban lãnh đạo. Cùng với đó, cơ cấu tài chính lành mạnh và chính sách cổ tức tiền mặt cao là một trong những điểm hấp dẫn cho cổ phiếu.

Chúng tôi định giá cổ phiếu VNM ở mức **65,500VND/cp** và khuyến nghị "**Tích lũy**".

SL cp lưu hành (triệu)	2,089.96	Cổ đông lớn (%)	SCIC 36%
Vốn hóa TT. (VND b)	127,069.29	Free float (%)	35.3%
KL giao dịch trung bình 3 tháng ('000)	5,445.84	Debt/Assets (%)	17.7
Giá cao/thấp nhất 52w (VND)	75500 / 51400		

Nguồn: the Company, Guotai Junan (VN).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

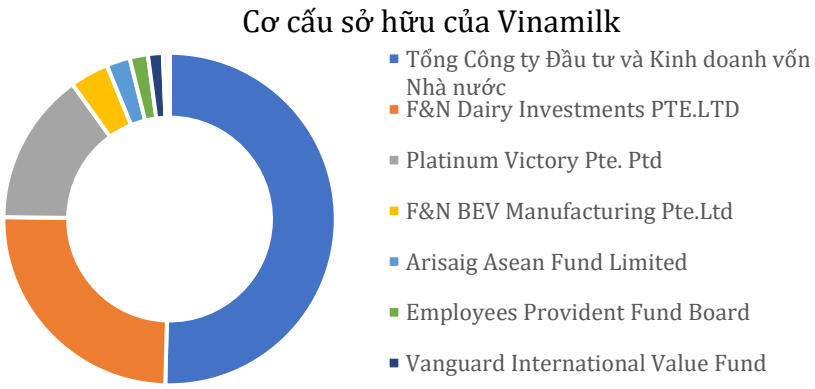
Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (tên tiếng Anh: Vietnam Dairy Products Joint Stock Company – Vinamilk) là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sữa tại Việt Nam và cũng là một trong số ít doanh nghiệp sữa được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE). Vinamilk là doanh nghiệp chiếm thị phần sữa lớn nhất Việt Nam (gần 50% thị phần toàn ngành tính đến cuối năm 2024), đồng thời luôn nằm trong nhóm các công ty có vốn hóa lớn nhất thị trường chứng khoán. Công ty đã đạt nhiều thành tựu nổi bật trong quá trình hoạt động: 9 năm liên tiếp nằm trong Top 50 công ty niêm yết tốt nhất của Forbes Việt Nam, đạt chứng nhận An toàn vệ sinh thực phẩm theo FSSC 22000, đạt chứng nhận ISO 14064 và thường xuyên có mặt trong bảng xếp hạng 100 thương hiệu giá trị nhất Việt Nam.

QUÁ TRÌNH THÀNH LẬP VÀ PHÁT TRIỂN

- **1976:** Thành lập với tên gọi Công ty Sữa – Cà Phê Miền Nam.
- **2003:** Cổ phần hóa và đổi tên thành CTCP Sữa Việt Nam.
- **2006:** Niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng Khoán TP.HCM (HOSE).
- **2013:** Đầu tư nắm giữ 70% cổ phần của Driftwood Dairy Holdings Corporation tại California, Hoa Kỳ và tăng lên 100% vào năm 2016.
- **2014:** Góp vốn 51% vào Angkor Dairy Products Co., Ltd. tại Campuchia và tăng sở hữu lên 100% vào năm 2017.
- **2018:** Đầu tư nắm giữ 51% cổ phần của Lao-Jagro Development Xiengkhouang Co., Ltd. tại Lào. Năm 2022, Vinamilk đã tăng tỷ lệ sở hữu lên 87.3% tại Lao-Jagro.
- **2019:** Đầu tư nắm giữ 75% cổ phần của CTCP GTNFoods, qua đó tham gia điều hành CTCP Sữa Mộc Châu quy mô đàn bò 27,500 con.
- **2021:** Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam – CTCP góp 51% vốn chủ sở hữu, thành lập Công ty TNHH Chăn nuôi Việt Nhật.
- **2022:** Sát nhập GTNFoods vào Vilico, toàn bộ cổ phiếu GTNFoods do công ty sở hữu được hoán đổi với cổ phiếu của Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam (Vilico).
- **2023:** Ra mắt bộ nhận diện thương hiệu mới. Giá trị thương hiệu Vinamilk đạt 3 tỷ USD.

BAN LÃNH ĐẠO VÀ CƠ CẤU SỞ HỮU VINAMILK

Bà Mai Kiều Liên hiện là Tổng giám đốc Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk), đồng thời là một trong những nữ doanh nhân tiêu biểu nhất Việt Nam. Bà sinh năm 1953, gia nhập Vinamilk từ khi công ty thành lập từ năm 1976 và đã gắn bó hơn 43 năm với công ty cho tới nay. Bà đã nhiều lần được Tạp chí Forbes vinh danh: Bà được ghi nhận trong danh sách "50 phụ nữ ảnh hưởng nhất Việt Nam" của Forbes Việt Nam. Ngoài ra, bà còn được Forbes Asia vinh danh trong danh sách "50 nữ doanh nhân quyền lực nhất châu Á". Bà cũng là người duy nhất nhận giải thưởng "Thành tựu trọn đời" do Forbes Việt Nam trao tặng. Dưới sự điều hành của bà, Vinamilk đã trở thành doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt Nam, sở hữu mạng lưới phân phối rộng khắp trong và ngoài nước, và xuất khẩu sang hơn 50 quốc gia.



Source: Vinamilk, GTJAS VN

Trong cơ cấu cổ đông của Vinamilk hiện tại, tỉ lệ sở hữu lớn nhất thuộc về Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC), với tổng tỷ lệ sở hữu là 36%, tiếp theo sau đó là F&N Dairy Investments Pte. Ltd với 17.69% và Platinum Victory Pte. Ltd với 10.62%; các cổ đông khác có tỷ lệ năm giữ dưới 3%.

II. VỊ THẾ CỦA VINAMILK TRONG NGÀNH SỮA

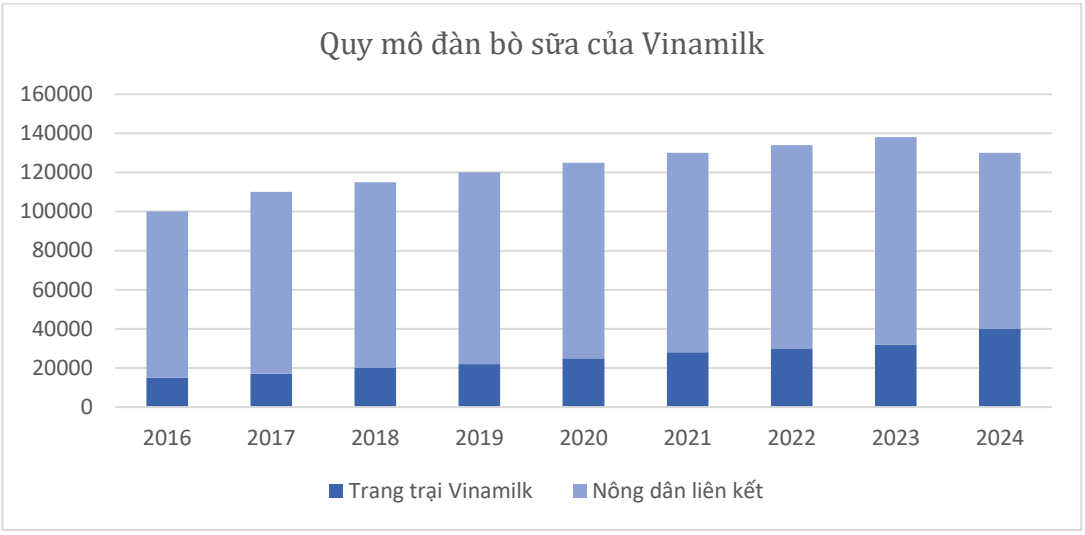
1/ Quy mô chuỗi giá trị của Vinamilk

	Chăn nuôi bò sữa – Sản xuất nguyên vật liệu	Sản xuất chế biến thức uống & các thực phẩm từ sữa	Cung ứng	Kinh doanh và phân phối	Chăm sóc sức khỏe dinh dưỡng
Trong nước	• 14 Trang trại • 1 Trung tâm kỹ thuật • 130,000 con trong đàn bò sữa khai thác • 80 Trạm thu mua sữa tươi nguyên liệu • 1 Nhà máy sản xuất và cung ứng nguyên liệu (Đường)	• 13 Nhà máy Sữa Vinamilk • 1 Nhà máy Mộc Châu	• 4 Ban Cung ứng điều vận tại Bình Định, Nghệ An, Cần Thơ, Đà Nẵng • 3 Chi nhánh bán hàng tại Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ • 2 Xí nghiệp kho vận tại Hà Nội và TP.HCM • 1 Trung tâm sữa tươi nguyên liệu Củ Chi	• Hơn 300 sản phẩm bán trên thị trường • Gần 11,187 điểm bán kênh Siêu thị & cửa hàng tiện lợi • 630 Cửa hàng Vinamilk • 8 Đối tác Thương mại điện tử	• 1 Phòng khám đa khoa • 1 Trung tâm dinh dưỡng
Ngoài nước	• 1 Tổ hợp trang trại Lao-Jagro – Lào	• 1 Nhà máy Driftwood – Mỹ • 1 Nhà máy Angkor Milk – Campuchia		• Có mặt trên 5 châu lục, 65 quốc gia và vùng lãnh thổ được xuất khẩu	
Khác				• Trang E-Shop (new.vinamilk.com.vn) • Ứng dụng mua hàng Vinamilk	

Nguồn: Vinamilk

2/ Vinamilk khai thác đàn bò có quy mô lớn nhất trong các doanh nghiệp cùng ngành trong nước

Theo báo cáo thường niên 2024, đàn bò của VNM đạt khoảng 130,000 con, chiếm 39.4% đàn bò cả nước. Đàn bò của VNM gồm (1) Đàn bò từ trang trại khoảng 40,000 con do VNM và Moc Chau Dairy Farm trực tiếp quản lý và (2) Đàn bò do VNM ký hợp đồng hợp tác với hộ nông dân chăn nuôi bò sữa để thu mua sữa tươi nguyên liệu rơi vào khoảng 90,000 con. Để giảm rủi ro, công ty đã phát triển cụm Green Farm tại Thanh Hóa, Quảng Ngãi và Tây Ninh theo chuẩn quốc tế, áp dụng công nghệ quản lý IoT nhằm nâng cao năng suất và giảm chi phí, đồng thời mở rộng liên doanh trang trại tại Lào để giải quyết bài toán quỹ đất.

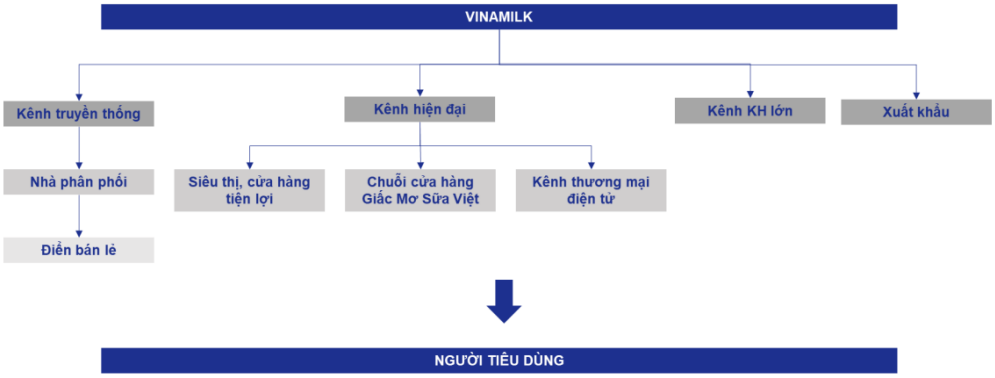


Nguồn: GTJAVN Research

Trong các doanh nghiệp sản xuất sữa lớn tại Việt Nam, TH True Milk và Nutifood là đối thủ cạnh tranh của VNM có sở hữu trang trại bò sữa chăn nuôi tập trung. Trong đó, TH True Milk sở hữu trang trại bò với quy mô lớn nhất và cạnh tranh trực tiếp với VNM trong hoạt động sản xuất sữa tươi. Hiện đàn bò trang trại của TH True Milk khoảng 40,000 con, trong đó có khoảng 20,000 con đang vắt sữa. Nutifood – NutiMilk Gia Lai với khoảng 12,000 con; sản lượng trên 200 tấn/ngày (ước tính 64,000 tấn/năm).
Tính đến đầu năm 2025 tại Việt Nam, VNM là một trong số ít các doanh nghiệp khai thác đồng thời cả đàn bò từ trang trại và đàn bò hợp tác với nông dân. Trong khi đó, TH True Milk, Nutifood chỉ khai thác đàn bò chăn nuôi tại trang trại tập trung của doanh nghiệp; còn Friesland Campina hoạt động theo mô hình mạng lưới nông hộ và các "dairy zones" hợp tác, chuyển giao kỹ thuật, IDP bên cạnh việc sử dụng sữa thu mua từ nông hộ thì ngày 21/5 được ghi nhận bắt đầu thâu tóm/đầu tư trang trại Hồ Toản (Tuyên Quang) có quy mô 1,000 con, trong đó có 500 con vắt sữa.

3/ Hệ thống phân phối đa kênh

Vào đầu năm 2025, Vinamilk vận hành mô hình đa kênh (omni-channel) gồm: (i) kênh truyền thống (GT) – mạng lưới nhà phân phối B2B phủ tới khoảng 250,000 điểm bán lẻ (tạp hóa/chợ) trên 34 tỉnh thành; (ii) kênh hiện đại (MT) – chuỗi siêu thị và cửa hàng tiện lợi lớn (Co.opmart, WinMart, Bách Hóa Xanh…); (iii) kênh khách hàng lớn (key accounts) – trường học, bệnh viện, nhà hàng, nhà máy; (iv) chuỗi bán lẻ do Vinamilk sở hữu – hệ thống cửa hàng "Giấc mơ Sữa Việt/Vinamilk"; và (v) thương mại điện tử – website chính thức cùng các gian hàng "official mall" trên Shopee, Lazada, TikTok Shop. Số liệu cập nhật mới nhất cho thấy có hơn 220 nhà phân phối B2B và gần 250,000 điểm bán, chuỗi bán lẻ tự vận hành khoảng 618 cửa hàng, phản ánh quy mô quanh mức 600+ cửa hàng vào cuối 2024. Trong năm 2025, VNM hướng đến con số cửa hàng bán lẻ vận hành là 800.



Nguồn: Vinamilk

Năm 2024, Vinamilk đã hoàn tất việc chuyển đổi bộ nhận diện thương hiệu từ "Giấc mơ sữa Việt" sang "Vinamilk", áp dụng đồng bộ trên toàn bộ hệ thống bán lẻ. Quá trình này giúp chuẩn hóa bao bì, nâng cao trải nghiệm tại điểm bán và duy trì nhiều hoạt động quảng bá sáng tạo, góp phần đưa sức khỏe thương hiệu tăng ấn tượng với chỉ số "Đổi mới - sáng tạo" tăng 27 điểm % (từ 47% năm 2022 lên 74% năm 2024).

Bước sang năm 2025, Vinamilk tiếp tục kế hoạch tái cấu trúc danh mục sản phẩm, tung ra nhiều sản phẩm đột phá về chất lượng, công nghệ và xu hướng cá nhân hóa. Các cải tiến tiêu biểu có thể kể đến như ứng dụng công nghệ siêu vi lọc từ Thụy Điển cho dòng sữa tươi Green Farm cao đạm không lactose, hay các sản phẩm mới trong quý I/2025 như sữa chua uống thanh trùng Green Farm, sữa chua ăn Green Farm cao đạm mật ong ngũ cốc, và sữa chua ăn thực vật 9 loại hạt. Những nỗ lực này cho thấy Vinamilk đang đẩy mạnh đổi mới nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng đa dạng của người tiêu dùng, đồng thời củng cố vị thế dẫn đầu ngành sữa Việt Nam.

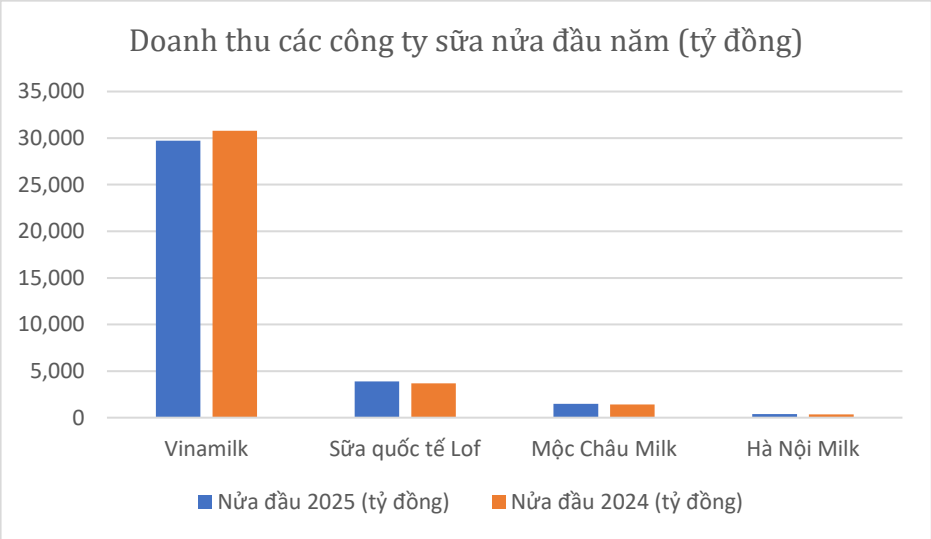
Trong giai đoạn 2025 – 2027, Vinamilk đang tiến hành một cuộc chuyển mình mạnh mẽ trong hệ thống phân phối để thích ứng với xu hướng tiêu dùng hiện đại và mở ra chu kỳ tăng trưởng mới. Trọng tâm của chiến lược là phát triển mô hình bán lẻ trực tiếp đến người tiêu dùng (D2C – Vinamilk Store), cho phép doanh nghiệp kiểm soát trải nghiệm khách hàng tốt hơn, gia tăng biên lợi nhuận nhờ loại bỏ khâu trung gian, đồng thời xây dựng hệ sinh thái thương hiệu và thu thập dữ liệu để cá nhân hóa dịch vụ.

Nguồn: 24h Money

Ngày 10/5/2025, Vinamilk đã khai trương cửa hàng flagship đầu tiên tại TP Thủ Đức, được thiết kế như một không gian trải nghiệm tích hợp, nơi khách hàng vừa có thể dùng thử sản phẩm chiến lược như sữa tươi, sữa hạt, thực phẩm cao cấp, vừa được tư vấn dinh dưỡng cho cộng đồng mẹ và bé hay người cao tuổi. Song song với đó, công ty đặt mục tiêu mở thêm khoảng 200 cửa hàng ngay trong quý II/2025, nâng tổng số điểm bán trực tiếp lên gần 800 cửa hàng trên toàn quốc. Chiến lược mở rộng này không chỉ gia tăng hiện diện thương hiệu mà còn được kỳ vọng mang lại biên lợi nhuận gộp cao hơn các kênh truyền thống từ 5–8 điểm %, qua đó biến kênh D2C trở thành động lực tăng trưởng mới cho Vinamilk trong giai đoạn tới.

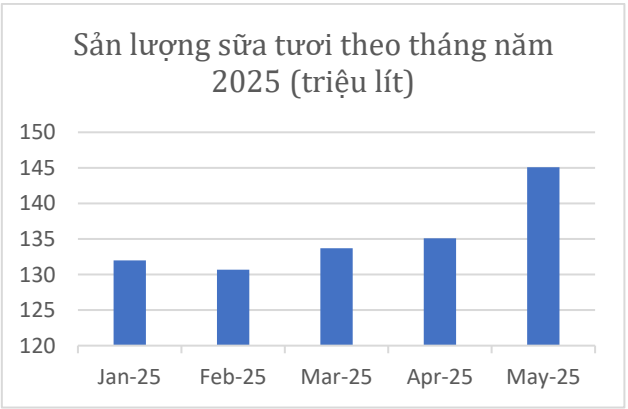
4/ Vinamilk tiếp tục duy trì thị phần dẫn đầu trong nước

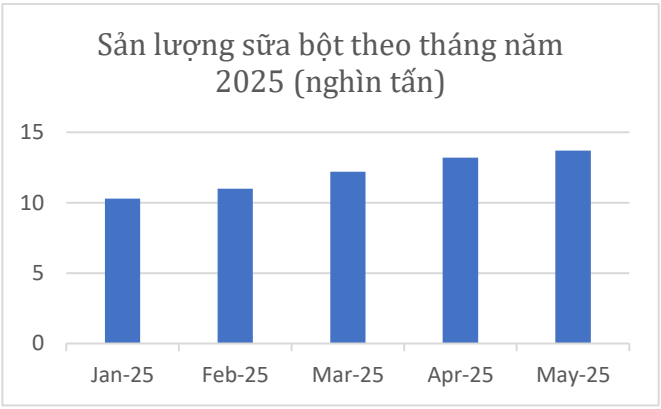
Hiện VNM đang dẫn đầu thị trường sữa Việt Nam với gần 50% thị phần toàn ngành tính đến cuối năm 2024. Nửa đầu năm nay, trong khi doanh thu nội địa giảm nhẹ thì doanh thu nước ngoài của công ty tiếp đà tăng trưởng lên hơn 6,035 tỷ đồng, tiếp tục dẫn đầu thị trường và bỏ xa các đối thủ khác.



Nguồn: Vinamilk, GTJAS VN

- **Thị phần sữa nước:** Tại thị trường nội địa, sữa nước là phân khúc đóng góp giá trị lớn nhất, với thị phần của Vinamilk đạt 54.5%, bỏ xa các đối thủ như TH True Milk, Nutifood hay Dutch Lady (Euromonitor, 2024). Đây cũng là mảng mang lại doanh thu ổn định và biên lợi nhuận tốt nhờ quy mô tiêu thụ lớn, được thúc đẩy bởi các dòng sản phẩm cao cấp như Green Farm, HMO và Organic. Ở thị trường quốc tế, sữa nước vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu xuất khẩu do hạn chế về logistics và bảo quản lạnh, song vẫn có sự hiện diện tại một số thị trường phát triển như Nhật Bản và Hàn Quốc, nơi nhu cầu sữa tươi cao cấp ngày càng tăng.





Nguồn: VDA, GTJAS VN

- **Thị phần sữa bột:** Sữa bột là ngành hàng cạnh tranh gay gắt nhất khi Vinamilk không chỉ đối đầu với các nhà sản xuất trong nước mà còn với các thương hiệu nhập khẩu như Abbott, FrieslandCampina, Nestlé. Tại thị trường nội địa, Vinamilk giữ khoảng 40.6% thị phần, đứng trong nhóm dẫn đầu. Theo VDA ghi nhận năm 2024, ở thị trường quốc tế, sữa bột là sản phẩm xuất khẩu chủ lực, chiếm tới 80% doanh thu sữa bột xuất khẩu tại Trung Đông, với Iraq là điểm đến lớn nhất. Đây là động lực tăng trưởng dài hạn khi Vinamilk tiếp tục mở rộng sang Trung Quốc, nơi nhu cầu sữa bột trẻ em tăng mạnh.
- **Thị trường sữa chua:** Vinamilk chiếm ưu thế tuyệt đối ở thị trường nội địa với thị phần sữa chua ước tính khoảng 80%, trở thành thương hiệu thống lĩnh gần như tuyệt đối. Đây là ngành hàng có mức tăng trưởng nhanh nhờ xu hướng tiêu dùng thực phẩm tốt cho sức khỏe, bổ sung lợi khuẩn. Vinamilk đa dạng hóa danh mục với sữa chua ăn, sữa chua uống và Probiotic, đáp ứng nhiều nhóm

khách hàng khác nhau. Ở xuất khẩu, sữa chua đóng góp tích cực tại các thị trường Đông Nam Á (Philippines, Campuchia) và hiện diện ở Mỹ, Nhật Bản với các sản phẩm ăn liền phù hợp vận chuyển.

- **Thị trường sữa đặc:** Vinamilk chiếm 79.7% thị phần sữa đặc nội địa, chủ yếu nhờ thương hiệu Ông Thọ đã có lịch sử lâu đời và vị thế số 1 tại Việt Nam. Đây cũng là sản phẩm quan trọng trong mảng xuất khẩu: sữa đặc Vinamilk có mặt tại hơn 30 quốc gia, trong đó Trung Đông và châu Phi là các thị trường tiêu thụ lớn, gắn liền với thói quen sử dụng trong pha chế đồ uống và thực phẩm. Bên cạnh đó, sản phẩm này đã chính thức vào Trung Quốc từ năm 2021, mở ra triển vọng tăng trưởng mới.

5/ Các sản phẩm xuất khẩu dần được ưa chuộng trên các thị trường quốc tế

Năm 2024, tổng doanh thu từ thị trường nước ngoài của Vinamilk trong cả năm đạt 10,983 tỷ đồng, tăng trưởng 12.6% so với cùng kỳ (tương ứng 17.76% tổng doanh thu), đánh dấu mức tăng cao nhất trong 5 năm gần đây. Doanh thu từ xuất khẩu trực tiếp (không bao gồm doanh thu từ các công ty con nước ngoài) ghi nhận đạt 5,664 tỷ đồng, tăng 12.4% so với cùng kỳ. Quý I/2025 tiếp tục duy trì mức tăng trưởng hai chữ số, đặc biệt với việc lần đầu tiên đưa sản phẩm sữa đặc vào thị trường châu Âu. Song song, công ty tập trung củng cố thị trường chủ lực tại Trung Đông, Đông Nam Á, đồng thời mở rộng sang các thị trường cao cấp, nhằm đa dạng hóa nguồn thu và giảm rủi ro phụ thuộc.

Tính đến hết năm 2024, Vinamilk đã phát triển danh mục sản phẩm xuất khẩu bao gồm hơn gần 400 mã hàng, khởi đầu từ dòng sữa bột trẻ em Dielac và mở rộng ra nhiều sản phẩm như sữa đặc, sữa chua, sữa tươi, sữa uống Probi, và cả nước dừa đóng chai Cocofresh .

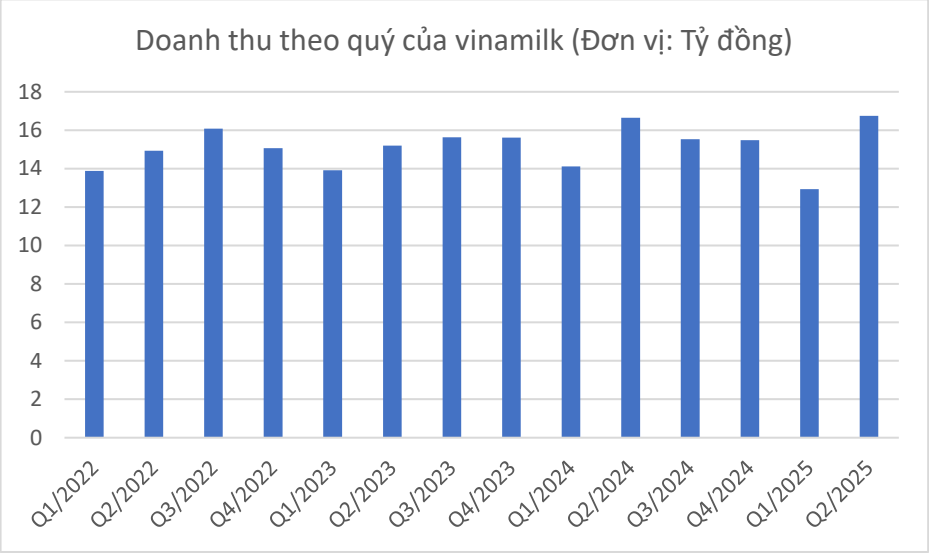
Các thị trường xuất khẩu chính bao gồm:

- **Trung Đông**: thị trường truyền thống và lớn nhất, doanh thu trong khoảng thập kỷ qua đã gần gấp đôi, với sản phẩm chủ lực là sữa bột trẻ em và sữa đặc.
- **Châu Á**: đặc biệt là Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Đông Nam Á – các sản phẩm sữa đặc, sữa tươi và sữa chua được người tiêu dùng đón nhận tích cực. Vinamilk còn triển khai sữa chua hương vị sầu riêng tại Trung Quốc và đưa sữa đặc Ông Thọ vào chuỗi siêu thị ở Quảng Châu. Gần đây sản phẩm sữa đặc Ngôi sao Phương Nam cũng đã được cấp giấy phép xuất khẩu sang thị trường này.
- **Châu Âu, Mỹ, Úc, Canada**: các sản phẩm như sữa đặc, sữa bột, sữa chua và Cocofresh đã được xuất khẩu sang các hệ thống bán lẻ lớn tại Australia, New Zealand (Costco, Woolworths, Foodstuff) với mức tăng doanh thu tại hai thị trường này đạt hơn 50% so với cùng kỳ.

Tính đến năm 2025, Vinamilk đã mở rộng thị trường xuất khẩu lũy kế đến 65 quốc gia. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu thuần từ thị trường nước ngoài đạt 6,035 tỷ đồng. Đặc biệt, doanh thu thuần từ xuất khẩu trong quý 2/2025 đạt kỷ lục 1,887 tỷ đồng, tăng 8.5% so với cùng kỳ và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng dương trong 8 quý liên tiếp. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần xuất khẩu đạt 3,507 tỷ đồng, tăng 15.5% so với cùng kỳ năm trước. Doanh thu thuần từ các chi nhánh nước ngoài trong quý 2/2025 đạt 1,223 tỷ đồng, lũy kế 6 tháng đạt 2,528 tỷ đồng.

III. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA VINAMILK GIAI ĐOẠN 2024 – 6M2025

Nửa đầu năm 2025, Vinamilk ghi nhận doanh thu hợp nhất 29,710 tỷ đồng, hoàn thành khoảng 46.1% kế hoạch năm, với 23,624 tỷ đồng từ thị trường nội địa và 6,035 tỷ đồng từ thị trường nước ngoài. Riêng quý 2 đạt 16,745 tỷ đồng, tăng 79 tỷ đồng so với cùng kỳ 2024 và là mức doanh thu quý cao nhất từ trước tới nay. Dù vậy, doanh thu lũy kế 6T ghi nhận mức sụt giảm 3.6%yoy chủ yếu do hoạt động tái cấu trúc chuỗi phân phối trong quý 1 và yếu tố mùa vụ.



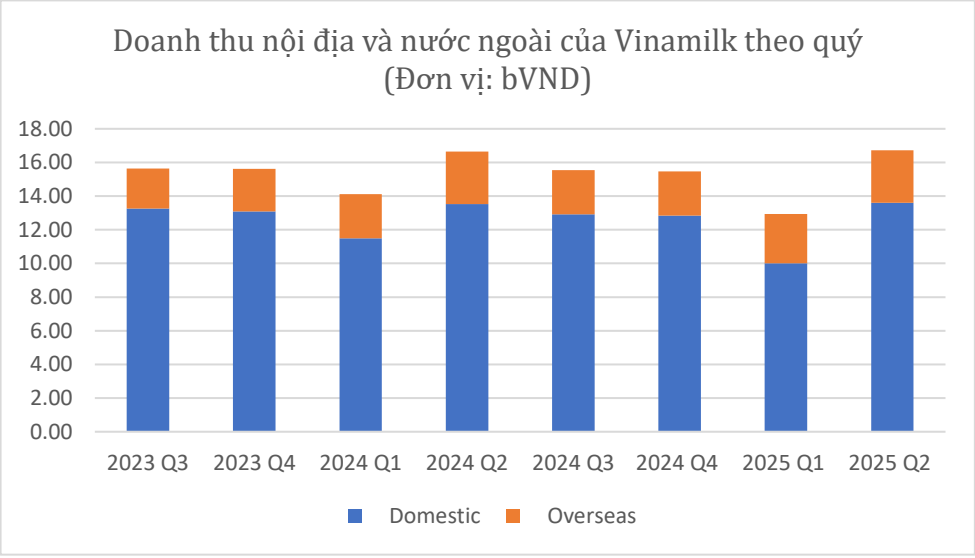
Nguồn: Vinamilk, GTJAS VN

Cập nhật kết quả kinh doanh đến hết tháng 6/2025

Chỉ tiêu (bVND)	Q2.2025	YoY	Lũy kế	YoY
Doanh thu	16,724.6	+0.4%	29,659.1	-3.6%
Lợi nhuận gộp	7,021.7	-0.6%	12,232.2	-5.8%
LNST	2,488.6	-7.7%	4,075.9	-16.9%

Source: Vinamilk, GTJAS VN

Doanh thu nội địa vẫn chiếm tỷ trọng chủ đạo, thường xuyên duy trì trên 80% tổng doanh thu, nhưng tăng trưởng không ổn định. Ngược lại, thị trường nước ngoài tăng trưởng đều đặn hơn, từ 2.38 nghìn tỷ đồng quý 3/2023 lên trên 3.1 nghìn tỷ đồng vào quý 2/2025, phản ánh xu hướng ngày càng quan trọng của xuất khẩu.



Nguồn: Vinamilk, GTJAS VN

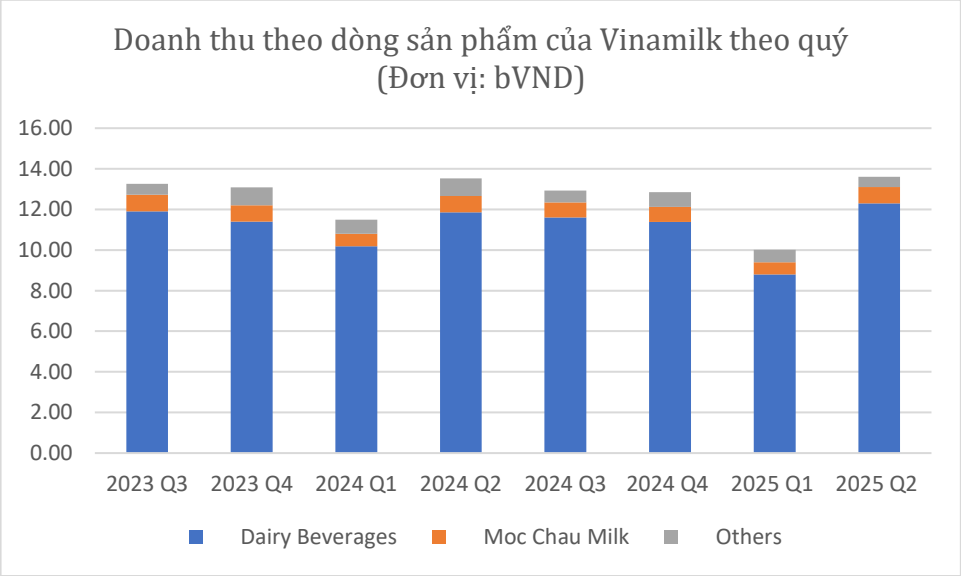
Về ngành hàng, sữa và đồ uống từ sữa vẫn là trụ cột chính, dao động trong khoảng 10–12 nghìn tỷ đồng mỗi quý. Mộc Châu Milk giữ mức doanh thu ổn định khoảng 740–885 tỷ đồng/quý, đóng vai trò bổ trợ trong hệ sinh thái sản phẩm sữa tươi. Trong khi đó, nhóm ngành hàng khác – bao gồm các sản phẩm ngoài sữa truyền thống – ghi nhận mức tăng trưởng linh hoạt từ 526 tỷ đồng quý 3/2023 lên 873 tỷ đồng quý 2/2024, trước

khi điều chỉnh về 506 tỷ đồng trong quý 2/2025. Điều này cho thấy Vinamilk đang mở rộng sang các lĩnh vực mới như thịt mát, nước giải khát hay sản phẩm dinh dưỡng chuyên biệt, dù tỷ trọng còn nhỏ nhưng tiềm năng đóng góp dài hạn là đáng kể.

Ngoài mảng sữa, Vinamilk đã chính thức mở rộng sang lĩnh vực thịt bò thông qua công ty con Vilico. Theo Báo cáo thường niên 2024 của Vinamilk, **doanh thu hợp nhất từ mảng thịt bò (bao gồm Vilico, Mộc Châu Milk và liên kết trong chuỗi Vinabeef) ước đạt khoảng 2,550 tỷ đồng trong năm 2024, chiếm 3.5% tổng doanh thu hợp nhất của Vinamilk**. Lợi nhuận gộp của mảng này năm 2024 đạt ước tính 15%, thấp hơn biên gộp chung của Vinamilk (khoảng 41%), nhưng có tiềm năng mở rộng khi quy mô tăng và thương hiệu dần được định vị. Công ty TNHH Chăn nuôi Nhật Bản Việt Nam (JVL), liên doanh giữa Sojitz và Vilico, đã đầu tư gần 3,000 tỷ đồng để thành lập và đưa vào hoạt động nhà máy chế biến thịt bò Vinabeef vào tháng 12/2024. Đây là nhà máy đầu tiên tại Việt Nam chế biến thịt bò mát trong môi trường kiểm soát và vệ sinh cao, với công suất khoảng 30,000 con gia súc mỗi năm và mục tiêu sản xuất 10,000 tấn thịt bò mỗi năm. Đến Q2/2025, JVL sẽ vận hành trang trại nuôi bò gần nhà máy để khép kín quy trình từ chăn nuôi đến chế biến và phân phối. Các sản phẩm Vinabeef sẽ được Công ty phân phối cho các khách sạn và nhà hàng trung bình đến cao cấp. Năm 2024, doanh thu của JVL tăng gần 3 lần so với 2023, và sản phẩm đã vào được các chuỗi siêu thị lớn. JVL cũng phát triển các sản phẩm ready-to-eat và ready-to-cook như xúc xích, bò viên, đang được bán thử nghiệm vào một số cửa hàng kênh bán lẻ hiện đại và HORECA.

Thị trường thịt mát Việt Nam hiện còn sơ khai và đang được chia sẻ bởi một số thương hiệu lớn như Masan MEATDeli, Vissan. Với lợi thế thương hiệu, hệ thống logistics lạnh và mạng lưới phân phối rộng, Vinamilk và Vilico được kỳ vọng nhanh chóng gia tăng hiện diện trong phân khúc thịt bò mát trung – cao cấp.

Nhìn chung, bức tranh doanh thu của Vinamilk đang dịch chuyển dần từ phụ thuộc vào thị trường nội địa và ngành sữa truyền thống sang đa dạng hóa sản phẩm và mở rộng thị trường quốc tế.



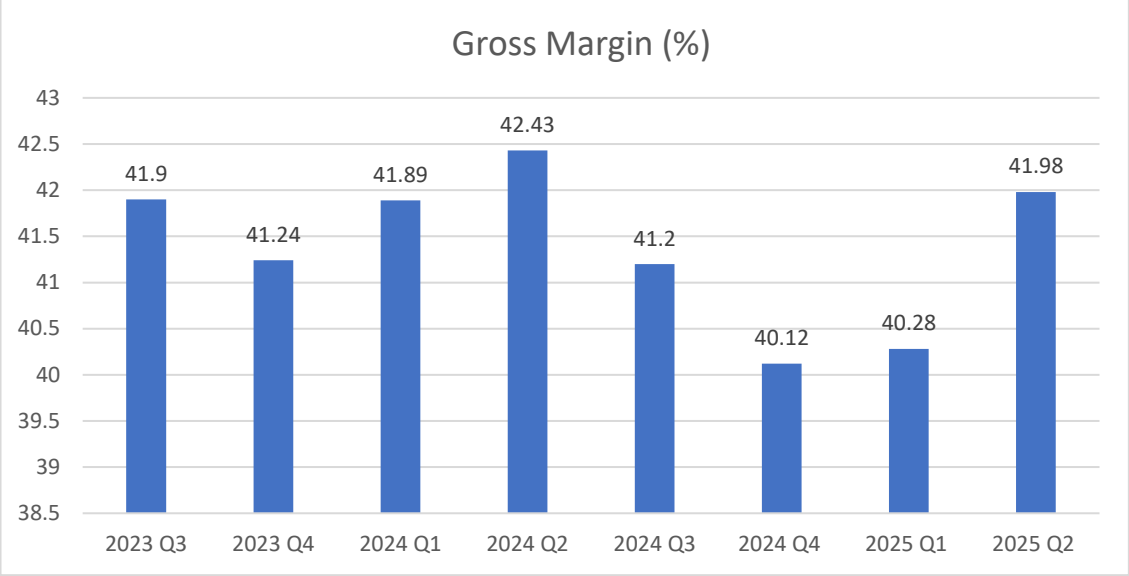
Nguồn: Vinamilk, GTJAS VN

Cơ cấu doanh thu của Vinamilk đang có sự dịch chuyển rõ rệt: **sữa chua và sữa đặc ngày càng gia tăng tỷ trọng, sữa nước giữ ổn định, còn sữa bột dần thu hẹp** trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt từ hàng nhập khẩu.

Biên lợi nhuận co hẹp, áp lực chi phí gia tăng

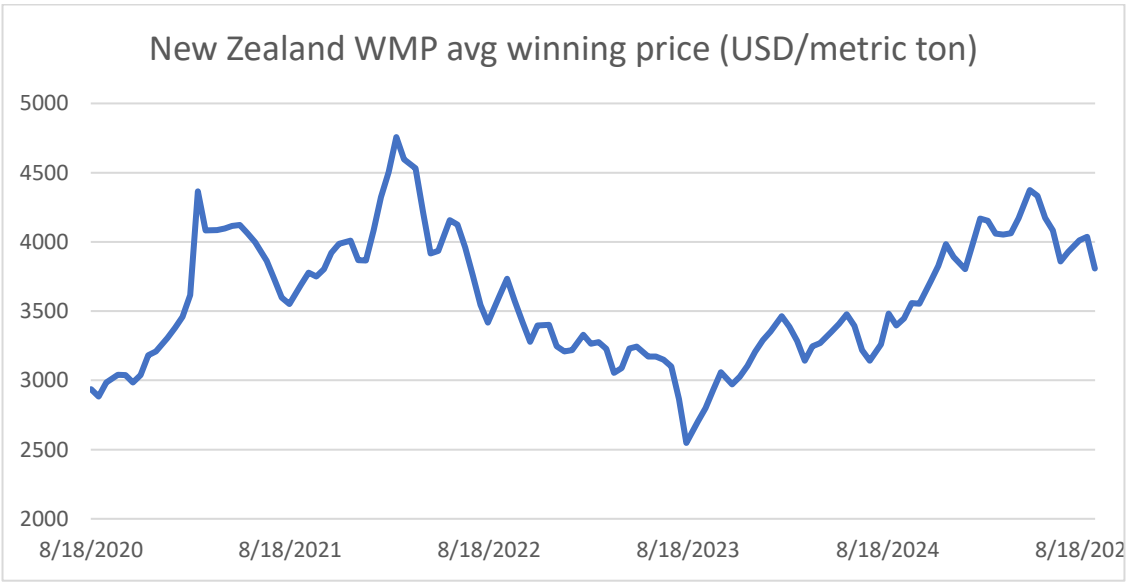
Trong năm 2024, thị trường sữa bột thế giới đã trải qua một giai đoạn điều chỉnh lớn. Sau đỉnh giá các năm trước, giá bột sữa (Skim Milk Powder - SMP và Whole Milk Powder - WMP) đã giảm mạnh so với mức cao của 2021–2022, đưa giá SMP về khoảng 2,600–3,100 USD/tấn. Việc giảm giá này đã góp phần làm giảm chi phí nguyên liệu đầu vào cho các nhà sản xuất sữa, trong đó có Vinamilk, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp trong năm 2024. Biên lợi nhuận gộp của Vinamilk trong nửa đầu 2024 đã cải thiện lên 41.2%, cao hơn so

với mức 40.9% trong năm 2023 nhờ vào chi phí nguyên liệu giảm, giúp công ty duy trì lợi nhuận ổn định.



Nguồn: Bloomberg, GTJAS VN

Tuy nhiên, bước sang nửa đầu năm 2025, xu hướng có dấu hiệu đảo chiều nhẹ khi giá SMP trung bình hồi phục về 2.7–2.9 USD/MT, trong khi WMP cũng có sự dao động phục hồi tùy theo từng thời điểm đấu giá. Biến động này đã tạo ra áp lực chi phí đầu vào gia tăng. Các số liệu đấu giá GDT và báo cáo AMS/USDA cho thấy giá sản phẩm sữa bột có sự biến động ngắn hạn theo cầu – cung toàn cầu và chi phí vận chuyển, khiến chi phí mua bột sữa nhập khẩu của các nhà chế biến như Vinamilk biến động theo.



Nguồn: Bloomberg, GTJAS VN

Ngoài ra, về chi phí thức ăn chăn nuôi, giá ngô toàn cầu dao động quanh mức 178–216 USD/tấn trong 2024 và quay lên khoảng 195–215 USD/tấn vào nửa đầu 2025. Đồng thời, giá khô đậu tương ở các cảng chính của châu Âu/đại dương duy trì ở mức 400–460 USD/tấn, với xu hướng tăng trong 2025. Những biến động này đã tăng chi phí chăn nuôi, gián tiếp đẩy chi phí đầu vào cho các chuỗi cung ứng sữa và sản phẩm liên quan.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

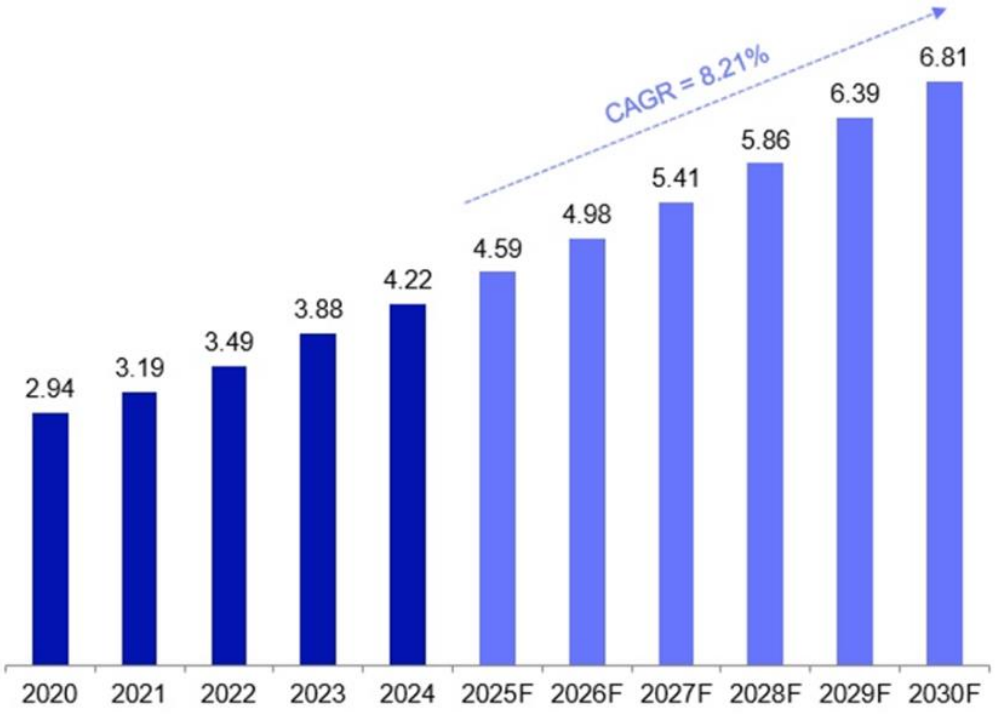
1/ Dư địa thị trường, đa dạng hóa sản phẩm và cải tiến kênh phân phối giúp duy trì động lực tăng trưởng

Thị trường sữa Việt Nam dự kiến tăng trưởng 8.21% CAGR giai đoạn 2025-2030

Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới, một trong những xu hướng quan trọng tạo động lực dài hạn cho ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) nói chung và ngành sữa nói riêng là sự mở rộng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu, mở rộng kênh bán lẻ hiện đại, và sự ưa chuộng đối với các sản phẩm cao cấp như sữa hữu cơ, sữa hạt và kem, đặc biệt khi phong cách sống hiện đại thúc đẩy sử dụng các sản phẩm như sữa chua, kem và sữa đặc trong văn hóa cà phê Việt Nam.

Quy mô thị trường sữa của Việt Nam dự kiến tăng trưởng 8.21% CAGR 2025-2030

(Doanh thu thị trường theo năm giai đoạn 2020 – 2030; Đơn vị: Tỷ USD)



Nguồn: Statista

Hiện nay, ngành đang chứng kiến sự cạnh tranh gay gắt giữa hơn 200 doanh nghiệp, trong đó khoảng 75% thị phần thuộc về doanh nghiệp trong nước và 25% còn lại do doanh nghiệp ngoại nắm giữ. Các thương hiệu lớn như Vinamilk, TH True Milk, Nutifood, IDP, Mộc Châu Milk cùng với FrieslandCampina, Nestlé, Abbott, Mead Johnson hay Fonterra đều tích cực đầu tư nghiên cứu sản phẩm, mở rộng kênh phân phối và đẩy mạnh quảng bá. Bên cạnh đó, danh mục sản phẩm ngày càng đa dạng, từ sữa bột, sữa tươi, sữa đặc, sữa chua đến sữa chức năng, sữa hạt và các dòng sản phẩm cao cấp dành cho từng nhóm khách hàng khác nhau. Nhiều báo cáo và phát biểu chuyên môn cho thấy nguyên liệu sữa tươi trong nước mới đáp ứng khoảng 40%, phần còn lại 60% dựa vào nhập khẩu - đặc biệt ở nhóm sữa bột/cheese/whey dùng để pha chế hoặc chế biến sâu.

Trong 6 tháng đầu năm 2025, kim ngạch nhập khẩu sữa và sản phẩm sữa đạt khoảng 659.3 triệu USD, tăng hơn 35% so với cùng kỳ năm trước, với nguồn cung chủ lực từ New Zealand và Australia (quý I đã gần 340.5 triệu USD, +39% YoY).

Sự bứt tốc của nhập khẩu, thể hiện rõ ở cơ cấu cung, diễn ra vì hai lý do chính: (i) cầu đối với các sản phẩm chế biến/giá trị gia tăng và thương hiệu ngoại tăng nhanh hơn năng lực mở rộng trong nước; (ii) cấu trúc chăn nuôi còn hạn chế về đàn bò và quỹ đất, khiến doanh nghiệp phải bù đắp bằng nguyên liệu và thành phẩm nhập khẩu.

Triển vọng kinh doanh của Vinamilk

Có thể thấy, toàn ngành sữa Việt Nam vẫn phụ thuộc lớn vào nguồn sữa bột, whey và phô mai nhập khẩu, khiến chi phí đầu vào và biên lợi nhuận biến động mạnh theo giá quốc tế. Trong bối cảnh đó, dư địa tăng trưởng của ngành không còn nhiều ở các phân khúc truyền thống như sữa tươi, sữa đặc, mà chủ yếu tập trung vào các sản phẩm giá trị gia tăng (sữa công thức, sữa hạt, dinh dưỡng y học) cũng như sự mở rộng của kênh thương mại điện tử và tiêu dùng F&B.

Riêng với Vinamilk, động lực tăng trưởng trong những năm tới sẽ đến từ việc điều chỉnh giá bán, đa dạng hóa danh mục ngoài sữa (đồ uống, thực phẩm dinh dưỡng), và đẩy mạnh xuất khẩu ở một số thị trường mới, thay vì mở rộng đáng kể công suất sản xuất trong nước. Song song với đó, việc hoàn thiên chuỗi cung ứng, chính sách về kiểm soát nguyên vật liệu (chăn nuôi cũng như hợp đồng sữa nguyên liệu) sẽ giúp VNM tối ưu hóa biên lợi nhuận gộp.

Vì vậy, chúng tôi đánh giá **dư địa tăng trưởng dài hạn của Vinamilk vẫn có, nhưng mang tính chọn lọc (doanh thu dự kiến tăng trưởng 3%-5%/năm)**, tập trung ở phân khúc cao cấp, các sản phẩm chuyên biệt và thị trường xuất khẩu ngách, thay vì kỳ vọng một chu kỳ bùng nổ như giai đoạn trước.

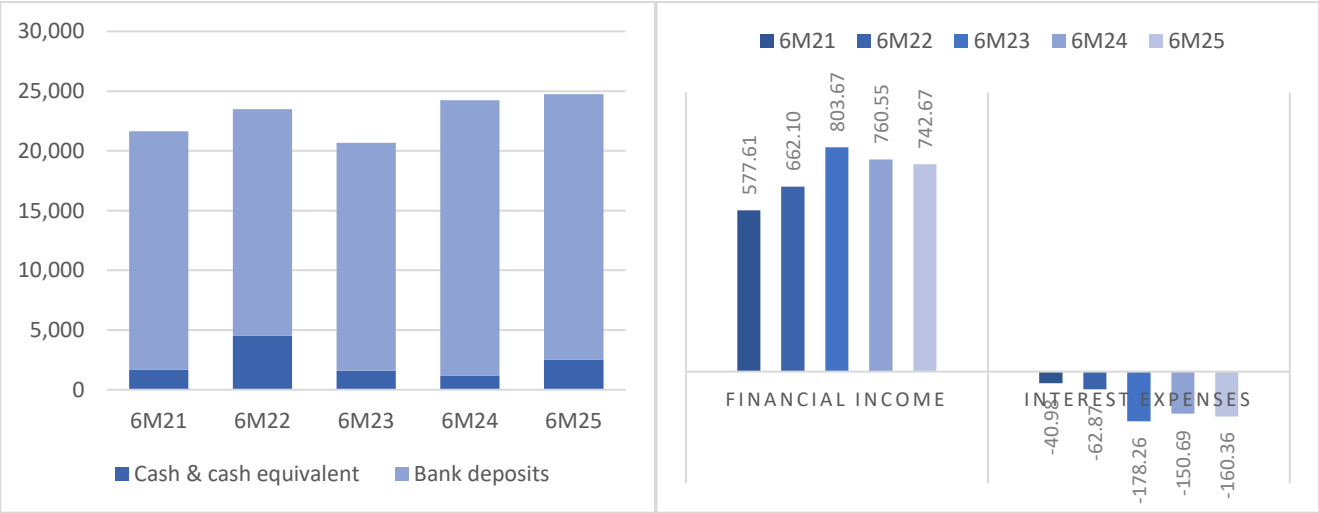
Về hoạt động kinh doanh năm 2025, Vinamilk đã ký hợp đồng cố định giá nguyên liệu đến hết quý III/2025 và tăng giá bán 5–7% từ tháng 1/2025. Đồng thời, công ty tiếp tục cắt giảm chi phí bằng tái cơ cấu lực lượng bán hàng và đẩy mạnh kênh số. Những động lực này sẽ giúp VNM duy trì được biên lợi nhuận gộp quanh ngưỡng 41%-42% trong khi biên lợi nhuận ròng dự kiến đạt 15%.

Chúng tôi dự phóng VNM sẽ đạt mức doanh thu và lợi nhuận sau thuế tương ứng 62,210 tỷ đồng và 8,951 tỷ đồng, tương ứng mức tăng thay đổi +0.62% và -5% so với năm 2024.

3/ Cơ cấu tài chính lành mạnh và chính sách cổ tức có lợi cho các cổ đông

Cơ cấu tài chính của Vinamilk được coi là lành mạnh nhờ tỷ lệ đòn bẩy thấp, lượng tiền mặt lớn, khả năng thanh khoản cao, và hiệu quả sử dụng vốn tốt.

VNM sở hữu dòng tiền mạnh với số dư tiền gửi ngân hàng gần 25 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, đòn bẩy tài chính vẫn được tận dụng để tối ưu hiệu quả, chủ yếu là khoản mục vay ngắn hạn để phục vụ vốn lưu động (gần 10 nghìn tỷ đồng)



Nguồn: FiinproX, GTJASVN RS

Vốn chủ sở hữu đạt trên 35 nghìn tỷ đồng, đưa tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu (D/E) ở mức ~0.24 lần, thấp hơn mặt bằng chung ngành thực phẩm – đồ uống.

Các chỉ số hiệu quả tài chính củng cố thêm tính lành mạnh: ROE 27.6%, ROA 18.7% tính đến 30/6/2025. Khả năng thanh khoản cũng vững chắc với hệ số thanh toán hiện hành duy trì trên 2 lần.

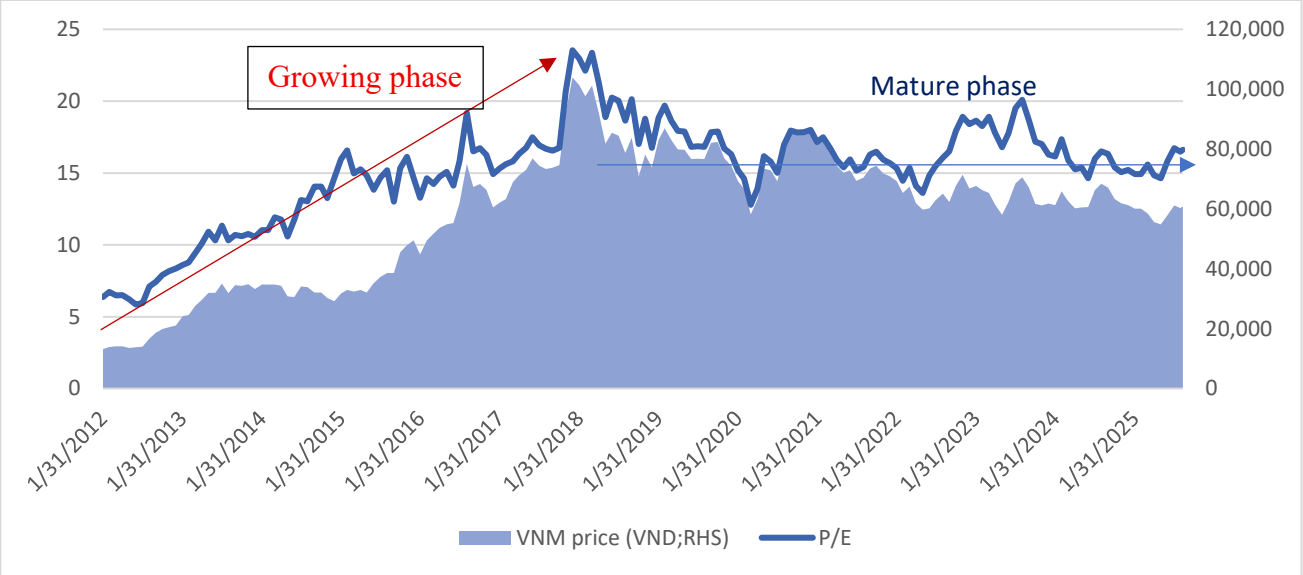
Chính sách cổ tức hấp dẫn

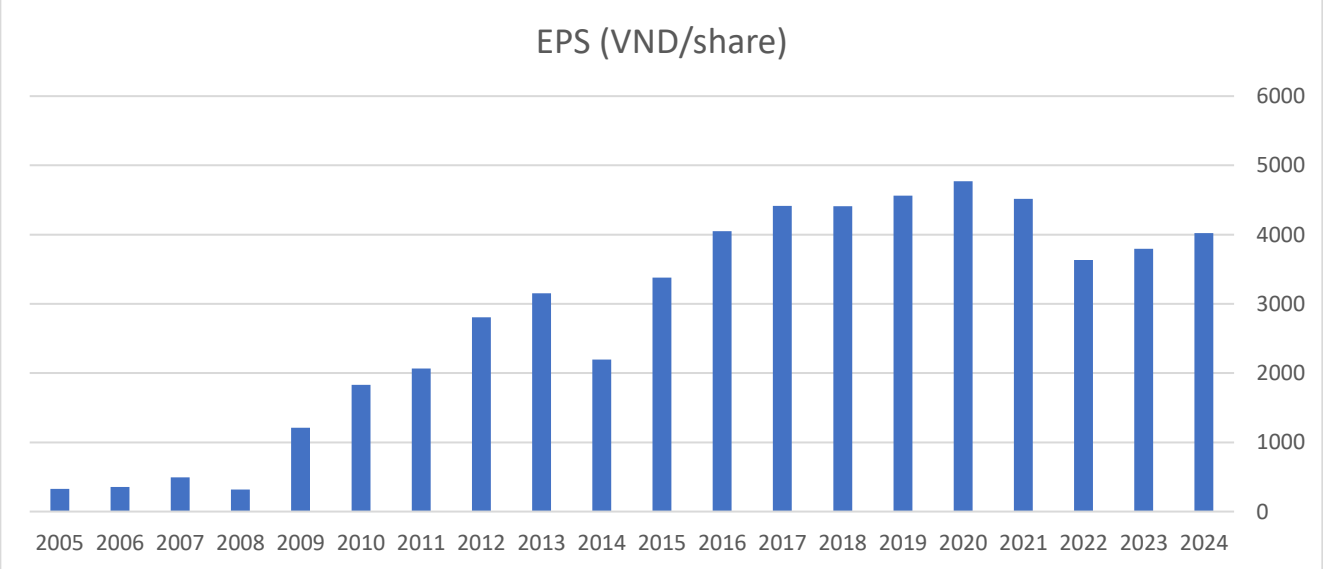
Vinamilk là đơn vị duy trì chính sách cổ tức tiền mặt đều đặn kể từ năm 2006 đến nay. Ở giai đoạn 5 năm gần nhất, đặc biệt dòng tiền từ hoạt động kinh doanh liên tục dương (trên 11 nghìn tỷ đồng năm 2024), cho phép Vinamilk duy trì việc phân phối lợi nhuận bằng tiền mặt đến cổ đông từ 3,850-4,500 đồng/cp mỗi năm, với tỷ suất cổ tức trên 6%/năm. Trong tài liệu họp Đại hội cổ đông vừa qua, doanh nghiệp trình cổ đông thông qua mức cổ tức cho năm 2024 là 43.5% bằng tiền, tức mỗi cổ phiếu nhận 4,350 đồng. Đây là mức cổ tức cao nhất mà Vinamilk trả cho cổ đông kể từ năm 2018 (mức 45% bằng tiền). Vinamilk cũng là một trong số ít những doanh nghiệp trên sàn chứng khoán trả cổ tức tiền mặt ở mức cao hằng năm, trên dưới 40%.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Nhìn chung, qua giai đoạn tăng trưởng cao, VNM đang triển khai các giải pháp đồng bộ để tối ưu hóa vị thế đã xây dựng được lâu năm trong ngành sữa tại thị trường nội địa cũng như quốc tế. Các chiến dịch tái định vị thương hiệu và không ngừng thay đổi hệ thống phân phối thể hiện nỗ lực của doanh nghiệp và tầm nhìn của Ban lãnh đạo. Cùng với đó, cơ cấu tài chính lành mạnh và chính sách cổ tức tiền mặt cao là một trong những điểm hấp dẫn cho cổ phiếu.

Chúng tôi định giá cổ phiếu VNM ở mức **65,500VND/cp** và khuyến nghị "**Tích lũy**".





Source: Bloomberg, GTJAVN Research

COMPANY RATING DEFINITION

Benchmark: VN – Index. Time Horizon: 6 to 18 months

Rating	Definition
Buy	Relative Performance is greater than 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is favorable
Accumulate	Relative Performance is 5% to 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is favorable
Neutral	Relative Performance is -5% to 5% Or the Fundamental outlook of the company or sector is neutral
Reduce	Relative Performance is -15% to -5% Or the Fundamental outlook of the company or sector is unfavorable
Sell	Relative Performance is lower than - 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is unfavorable

SECTOR RATING DEFINITION

Benchmark: VN – Index Time Horizon: 6 to 18 months

Rating	Definition
Outperform	Relative Performance is greater than 5% Or the Fundamental outlook of the sector is favorable
Neutral	Relative Performance is -5% to 5% Or the Fundamental outlook of the sector is neutral
Underperform	Relative Performance is lower than -5% OrThe Fundamental outlook of the sector is unfavorable

DISCLAIMER

The views expressed in this report accurately reflect personal views on securities codes or the issuer of the analyst(s) in charge of the preparation of the report. Investors should consider this report as reference and should not consider this report as securities investment consulting content for making decisions on investments and Investors shall be responsible for the investments decisions. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. may not be responsible for the whole or any damages, or an event(s) considered as damage(s) incurred from or in relation to the act of using all or part of the information or opinions stated in this report.

The analyst(s) responsible for the preparation of this report receive(s) remuneration based upon various factors, including the quality and accuracy of the research, clients' feedbacks, competitive factors and the revenue of the company. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. and/or its members and/or its General Director and/or its staffs may have positions in any securities mentioned in this report (or in any related investments).

The analyst(s) responsible for the preparation of this report endeavours to prepare the report based on information believed to be reliable at the time of publication. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. makes no representations, warranties and covenants on the completeness and accuracy of the information. Opinions and estimates expressed in this report represent views of the analyst responsible for the preparation of the report at the date of publication only and shall not be considered as Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp.'s views and may be subject to change without notice.

This report is provided, for information providing purposes only, to Investor including institutional investors and individual clients of Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. in Vietnam and overseas in accordance with laws and regulations explicit and related in the country where this report is distributed, and may not constitute an offer or any specified recommendations to buy, sell or holding securities in any jurisdiction. Opinions and recommendations expressed in this report are made without taking differences regarding goals, needs, strategies and specified situations of each and every Investor(s) into consideration. Investors acknowledge that there may be conflicts of interests affecting the objectiveness of this report.

The content of this report, including but not limited to this recommendation shall not be the basis for Investors or any third party to refer to with the aim to requiring Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. and/or the analyst responsible for the preparation of this report to perform any obligations towards Investors or the third party in relation to the investment decisions of Investors and/or the content of this report.

This report may not be copied, reproduced, published or redistributed by any person(s) for any purposes unless upon a written acceptance by a competent representative of Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. Please cite sources when quoting.

GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Vũ Quỳnh Như
Research Analyst
nhuvq@gtjas.com.vn
(024) 35.730.073- ext:702

Ngô Diệu Linh
Research Analyst
linhnd@gtjas.com.vn
(024) 35.730.073- ext:705

Trịnh Khánh Linh
Research Analyst
linhtk@gtjas.com.vn
(024) 35.730.073- ext:707

Nguyễn Kỳ Minh
Chief Economist
minhnk@gtjas.com.vn
(024) 35.730.073- ext:706

Trần Thị Hồng Nhung
Deputy Director
nhungtth@gtjas.com.vn
(024) 35.730.073 - ext:703

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

CONTACT	Hanoi Head Office	HCMC Branch
Advising: (024) 35.730.073 Stock ordering: (024) 35.779.999 Email: gtja@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	R9-10, 1st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội Tel: (024) 35.730.073 Fax: (024) 35.730.088	3rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM Tel: (028) 38.239.966 Fax: (028) 38.239.696