



企业报告: 越南乳制品股份公司 (VNM)

分析部
邮箱: research@gtjas.com

行业龙头企业, 高股息

2025 年 9 月 9 日

主要内容

VNM 是越南乳制品行业的龙头企业, 在大多数产品细分市场占据超过 50% 的绝对份额。多年积累的市场地位为其持续拓展新产品赛道提供优势, 同时企业构建了健康的资产结构 (低负债率、充裕现金流) 和具吸引力的现金分红政策 (年均每股分红率超 40%, 对应股息收益率达 6%)。

短期内, 由于分销体系重组以及奶粉原料利好周期 (2024 年低价红利) 已过, VNM 正面临一定的成本压力和利润率收窄压力。尽管如此, VNM 也在实施有效的销售成本管控以及优化系统, 有助于改善利润率 (体现于第二季度毛利率)。

同时, 出口扩张政策和产品多元化战略为 VNM 带来长期增长动力。

我们预测 VNM 2025 年将实现营业收入 62.21 万亿越南盾和税后利润 8.951 万亿越南盾, 较 2024 年同比变化分别为 +0.62% 和 -5%。

评估与建议

总体而言, 在经历高增长周期后, VNM 正在同步实施解决方案, 以巩固其在国内及国际乳制品市场的长期地位。品牌重塑战略与持续革新的分销体系体现了企业的努力与管理层的远见卓识。此外, 健康的财务结构和高额现金分红政策仍是该股票的核心吸引力所在。

我们建议“**持仓**”VNM 股票, 目标股价定为 **65500** 越南盾/股。

建议:

持仓

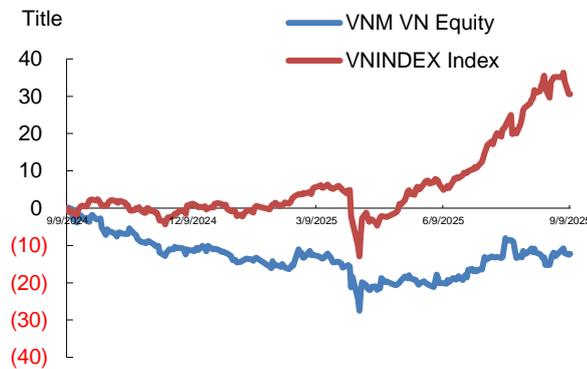
6-18个月目标价:

65500

目前价:

VND60600

股票 1 年期收益表现



股价走势	1 M	3 M	1Y
波动率%	-0.3%	9.6%	-12.4%
与越南指数相比	2.2%	33.0%	15.7%
均价 (越盾)	60,645	59,568	61,903

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万)	2,089.96	大股东 (%)	SCIC 36%
市值 (十亿越南盾)	127,069.29	Free float (%)	35.3%
三个月平均成交量 ('000)	5,445.84	Debt/Assets (%)	17.7
52 周最高/最低价 (越盾)	75500 / 51400		

源: the Company, Guotai Junan (VN).

一、企业概况

越南乳制品股份公司（英文名：Vietnam Dairy Products Joint Stock Company – Vinamilk）是越南乳制品行业的龙头企业，也是少数在胡志明市证券交易所（HOSE）上市的乳企之一。Vinamilk 是越南乳制品市场份额最大的企业（截至 2024 年底全行业市占率近 50%），并常年位列证券市场市值最大企业梯队。公司在运营过程中取得了诸多卓越成就：连续 9 年荣登《福布斯越南》50 强最佳上市公司榜单，获得 FSSC 22000 食品安全与卫生认证，获得 ISO 14064 认证，并持续跻身越南品牌价值百强榜单。

成立与发展历程

- **1976:** 成立时命名为南方牛奶咖啡公司。
- **2003:** 股份制改造并更名为越南乳制品股份公司。
- **2006:** 在胡志明市证券交易所（HOSE）上市。
- **2013:** 投资持有美国加利福尼亚州 Driftwood Dairy Holdings Corporation 70%的股份，并于 2016 年增持至 100%。
- **2014:** 向柬埔寨 Angkor Dairy Products Co., Ltd. 出资 51%，并于 2017 年将持股比例提升至 100%。
- **2018:** 投资老挝 Lao-Jagro Development Xiengkhouang Co., Ltd. 51%股份，并于 2022 年将持股比例提升至 87.3%。
- **2019:** 投资持有 GTNFoods 股份公司 75%的股份，从而参与经营拥有 27500 头奶牛规模的沐州乳业股份公司。
- **2021:** 越南畜牧股份总公司出资 51%股权，成立越日畜牧有限责任公司。
- **2022:** 将 GTNFoods 并入 Vilico，公司持有的全部 GTNFoods 股票换股为越南畜牧总公司（Vilico）的股票。
- **2023:** 推出全新品牌识别系统。Vinamilk 品牌价值达到 30 亿美元。

VINAMILK 的领导层及股权结构

梅桥莲女士（Mai Kieu Lien）现任越南乳制品股份公司（Vinamilk）总经理，同时也是越南最具代表性的女性企业家之一。她出生于 1953 年，自 1976 年公司成立以来便加入 Vinamilk，并至今已与公司共事超过 43 年。她多次获得《福布斯》杂志的荣誉：曾入选《福布斯越南》“越南 50 位最具影响力女性”名单；此外，还被《福布斯亚洲》评为“亚洲 50 位最具影响力的女性企业家”之一。她也是唯一一位获得《福布斯越南》颁发的“终身成就奖”的人士。在她的领导下，Vinamilk 已成为越南最大的乳制品企业，拥有覆盖越南国内及海外的广泛分销网络，并出口至 50 多个国家。

Vinamilk's Ownership structure



源: Vinamilk, GTJAS VN

在 Vinamilk 目前的股东结构中，持股比例最高的是越南国有资本投资经营总公司（SCIC），总持股比例为 36%；其次是 F&N Dairy Investments Pte. Ltd，持股 17.69%；Platinum Victory Pte. Ltd 持股 10.62%；其他股东的持股比例均低于 3%。

二、Vinamilk 在乳制品行业的地位

1/ Vinamilk 价值链规模

	养牛 – 原材料生产	乳制品饮料及其他 乳制品加工生产	供应	经营与分销	营养健康护理
越南	<ul style="list-style-type: none"> 14 个牧场 1 个技术中心 超过 13000 头奶牛正在开发 80 个鲜奶收集站 1 家原材料供应与生产工厂（制糖） 	<ul style="list-style-type: none"> 13 家 Vinamilk 乳品工厂 1 家 Moc Chau 工厂 	<ul style="list-style-type: none"> 4 个供应链咨询委员会（位于平定、义安、芹苴、岘港） 3 个销售分公司（河内、岘港、芹苴） 2 个配送中心（河内、胡志明市） 1 个鲜奶原料供应中心（古芝） 	<ul style="list-style-type: none"> 市场上超过 300 种产品 近 11187 个销售点，包括超市和便利店 630 家 Vinamilk 门店 8 个电商合作伙伴 	<ul style="list-style-type: none"> 1 家综合诊所 1 个营养中心

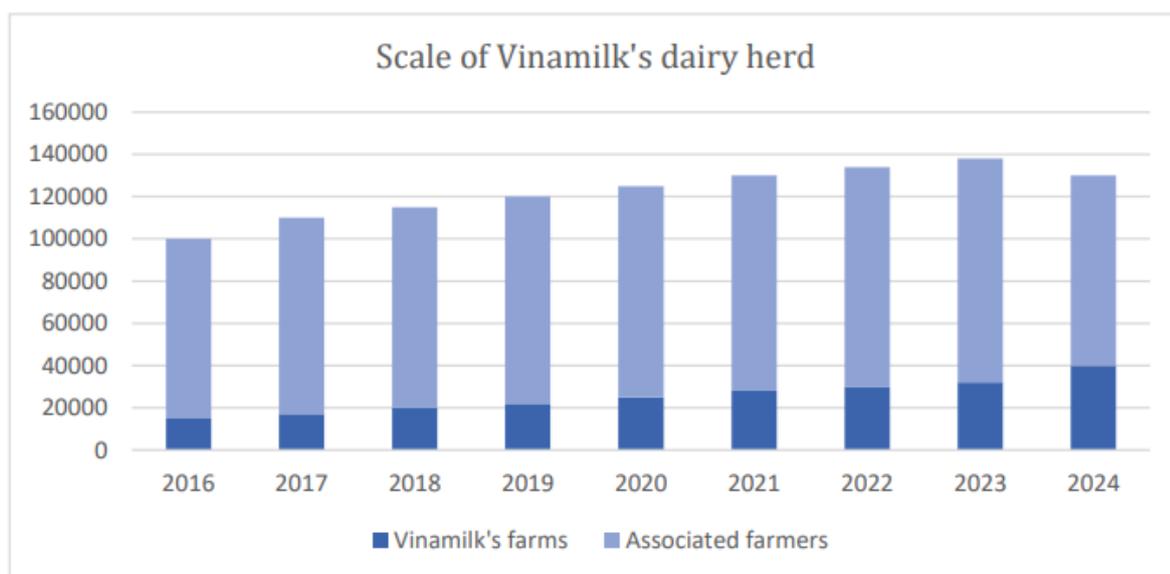
<p>海外</p>	<ul style="list-style-type: none"> Lao-Jagro 奶牛养殖综合体 	<ul style="list-style-type: none"> 1 家 Driftwood 工厂 – 美国 1 家柬埔寨 Angkor Milk 工厂 	<ul style="list-style-type: none"> 产品出口至 65 个国家和地区，覆盖 5 大洲
<p>其他</p>			<ul style="list-style-type: none"> Vinamilk E-Shop 网站 (new.vinamilk.com.vn) Vinamilk 购物应用程序 <p>源: Vinamilk</p>

2/Vinamilk 拥有国内同行业中规模最大的奶牛群

根据 2024 年年度报告，VNM 的奶牛群约为 13 万头，占全国奶牛总数的 39.4%。其中包括：

- 来自牧场的奶牛群约 4 万头，由 VNM 与 Moc Chau Dairy Farm 直接管理；
- 与奶农签订合作合同，由 VNM 收购其原料鲜奶的奶牛群约 9 万头。

为降低风险，公司已在清化省、广义省和西宁省建设符合国际标准的 Green Farm 奶牛集群，并应用物联网（IoT）管理技术，以提升生产效率、降低成本。同时，公司还在老挝拓展合资牧场，以解决土地资源限制问题。



源: GTJAVN Research

在越南大型乳制品生产企业中，TH True Milk 和 Nutifood 是 VNM 的竞争对手，两者均拥有集中化饲养的奶牛牧场。其中，TH True Milk 拥有规模最大的奶牛牧场，在鲜奶生产方面与 VNM 形成直接竞争。

目前，TH True Milk 的牧场奶牛群约 40000 头，其中约 20000 头正在产奶。Nutifood – NutiMilk 嘉莱牧场约有 12000 头奶牛，日产量超过 200 吨，折合年产量约 64000 吨。

截至 2025 年初，在越南，VNM 是少数同时利用自有牧场奶牛群与合作农户奶牛群的企业之一。相比之下，TH True Milk 和 Nutifood 仅依赖企业自有集中牧场的奶牛群；而 Friesland Campina 则采用农户网络及“乳业合作区”的模式，进行合作与技术转移。另据记录，IDP 除了收购农户鲜奶之外，还在 5 月 21 日开始收和/投资宣光省 Ho Toan 牧场，规模为 1000 头奶牛，其中 500 头正在产奶。

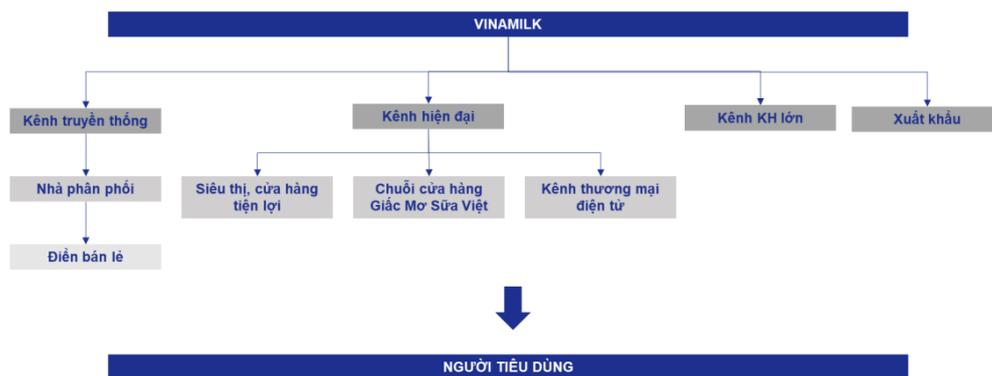
3/ 多渠道分销体系

截至 2025 年初，Vinamilk 运营多渠道（omni-channel）模式，包括：

- (i) 传统渠道（GT）—— B2B 分销网络覆盖约 34 个省市、约 25 万个零售点，包括杂货店/集市；
- (ii) 现代渠道（MT）—— 大型超市与便利店连锁（Co.opmart、WinMart、Bach Hoa Xanh 等）；
- (iii) 大客户渠道（key accounts）—— 学校、医院、餐厅、工厂；
- (iv) 自有零售连锁 —— “越南牛奶梦想/Vinamilk”门店体系；
- (v) 电子商务渠道 —— 官方网站及在 Shopee、Lazada、TikTok Shop 等平台上的“官方旗舰店”。

最新数据显示，Vinamilk 拥有超过 220 家 B2B 分销商和近 25 万个销售点，自营零售连锁约 618 家门店，反映出 2024 年底整体规模在 600+家左右。

2025 年，公司目标是将自营零售门店数量扩大至 800 家。



源: Vinamilk

2024 年，Vinamilk 完成了品牌识别体系从“越南牛奶梦想”向“Vinamilk”的转变，并在整个零售系统中实现统一应用。此举帮助标准化包装、提升终端消费体验，并持续开展多样化的创意营销活动，使品牌健康度显著提升，其中“创新力”指标大幅上升了 27 个百分点，从 2022 年的 47% 提升至 2024 年的 74%。

进入 2025 年，Vinamilk 继续推进产品组合重组计划，推出在品质、技术和个性化趋势上具有突破性的新品。典型改进包括：在 Green Farm 高蛋白无乳糖鲜奶中应用来自瑞典的超微过滤技术；以及 2025 年第

一季度推出的一系列新品，如 Green Farm 巴氏杀菌型酸奶饮品、Green Farm 高蛋白蜂蜜谷物酸奶和 9 种坚果植物酸奶。以上努力表明，Vinamilk 正在加大创新力度，以满足消费者日益多样化的需求，同时巩固其在越南乳制品行业的领先地位。

在 2025–2027 年，Vinamilk 正在其分销体系中进行大规模转型，以适应现代消费趋势并开启新的增长周期。战略重点是发展直面消费者的零售模式（D2C – Vinamilk Store），使公司能够更好地掌控客户体验，通过减少中间环节提升利润率，同时构建品牌生态系统并收集数据，以实现服务的个性化。

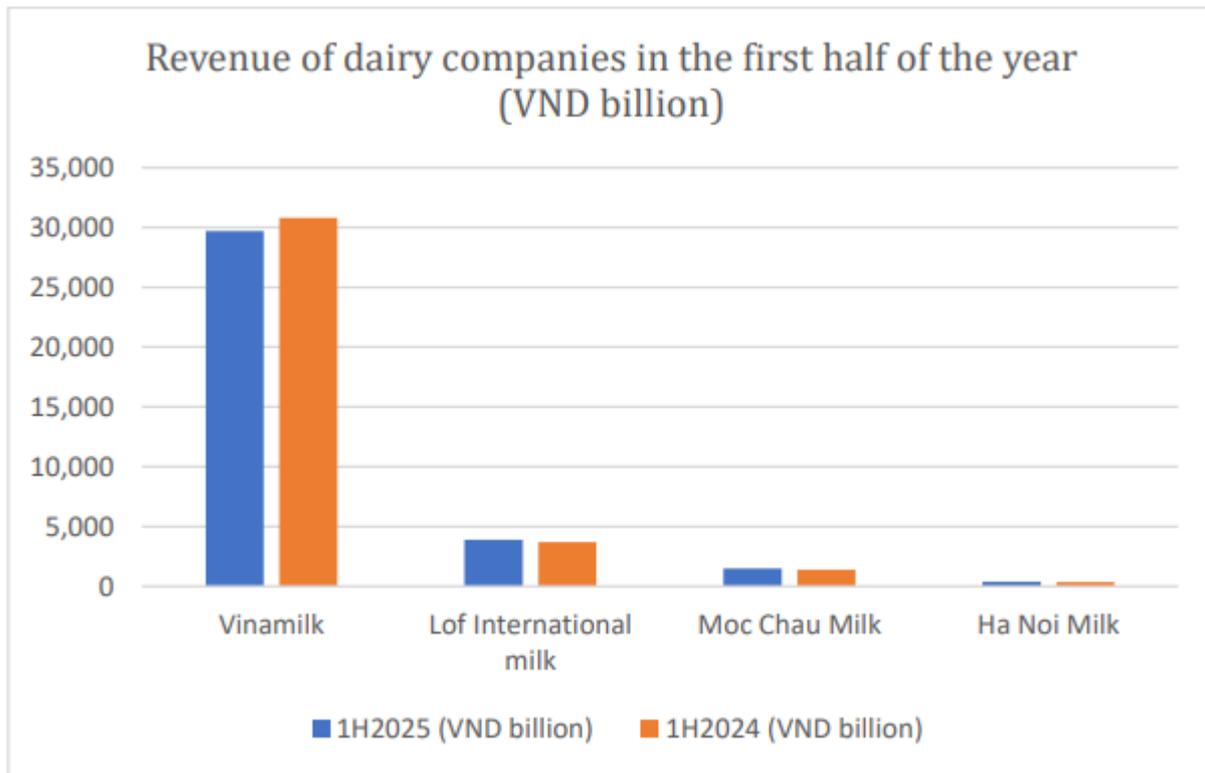


源: 24h Money

2025 年 5 月 10 日，Vinamilk 在守德市开设了首家旗舰店，该门店被设计为一个综合体验空间，消费者不仅可以试饮战略性产品如鲜奶、植物奶及高端食品，还能获得面向母婴群体和老年群体的营养咨询服务。与此同时，公司计划在 2025 年第二季度新增约 200 家门店，使全国直营门店总数接近 800 家。此项扩张战略不仅有助于提升品牌曝光度，还预计将带来比传统渠道高出 5–8 个百分点的毛利率，从而使 D2C 渠道成为 Vinamilk 未来阶段的新增长引擎。

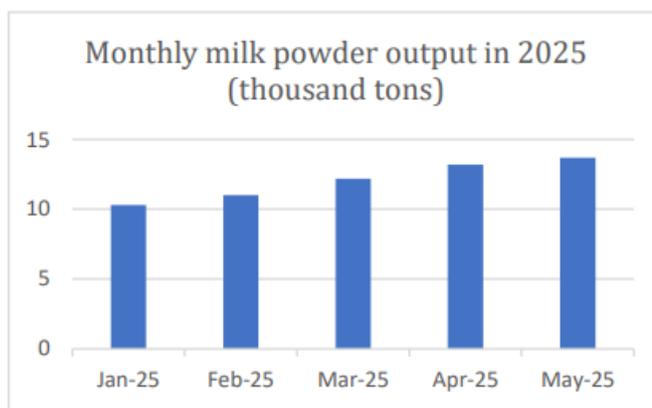
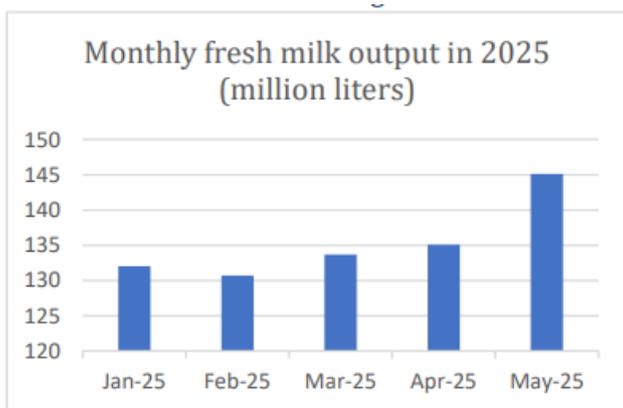
4/Vinamilk 继续在越南国内市场保持其领先地位

目前，VNM 在越南乳制品市场处于领先地位，预计到 2024 年底占据整个行业近 50% 的市场份额。今年上半年，虽然国内收入略有下降，但公司的国外收入继续增长至 6.035 万亿越南盾以上，继续领先市场并远远超过其他竞争对手。



源: Vinamilk, GTJAS VN

- 液态奶市场份额:** 在国内市场，液态奶是贡献最大价值的细分市场，Vinamilk 的市场份额达到 54.5%，远远超过 TH True Milk、Nutifood 或 Dutch Lady 等竞争对手（Euromonitor，2024）。得益于巨大的消费规模，以及 Green Farm、HMO 和 Organic 等高端产品线的推动，液态奶细分市场也带来了稳定的收入和良好的利润率。在国际市场上，由于物流和冷藏保管方面的限制，液态奶在出口结构中仍然占较小比例，但随着日本和韩国等一些发达市场对液态奶的需求的增加，该产品线仍出口到这些国家。



源: VDA, GTJAS VN

- 奶粉市场份额:** 奶粉是竞争最激烈的行业，因为 Vinamilk 不仅要与国内制造商竞争，还要与雅培、菲仕兰、雀巢等进口品牌竞争。在国内市场，Vinamilk 占据约 40.6% 的市场份额，处于越南市场名列前茅的品牌。根据 VDA 的数据，2024 年在国际市场上，奶粉是主要的出口产品，占中东地区奶粉出口收入的 80%，其中伊拉克是最大进口国。随着 Vinamilk 继续拓展中国市场，这将成为

其长期增长动力，因为中国对婴儿奶粉的需求正在快速增长。

- **酸奶市场:** Vinamilk 在国内酸奶市场占据绝对优势，市场份额估计约为 80%，几乎成为绝对的主导品牌。得益于消费健康食品并辅以益生菌的趋势，酸奶行业发展迅速。Vinamilk 通过酸奶、酸奶饮料和益生菌丰富其产品组合，满足了众多不同客户群体的需求。在出口方面，Vinamilk 的酸奶产品对东南亚市场（菲律宾、柬埔寨）做出了积极贡献，并在美国和日本推出了方便运输的即食产品。
- **炼乳市场:** Vinamilk 占据越南国内炼乳市场 79.7% 的份额，这主要归功于历史悠久、在越南市场排名第一的 Ong Tho 品牌。这也是该公司出口业务的重要产品：Vinamilk 炼乳产品已经出席在超过 30 个国家，其中中东和非洲是其大型消费市场，适用于当地居民对将炼乳用于制作饮料和食物的习惯。此外，该产品已于 2021 年正式进入中国市场，开辟了新的增长前景。

5/ 出口产品逐渐受到国际市场的欢迎

2024 年，Vinamilk 全年海外市场总收入达 10.983 万亿越南盾，同比增长 12.6%（占总收入的 17.76%），创下五年来最高增幅。直接出口收入（不包括海外子公司收入）达 5.664 万亿越南盾，同比增长 12.4%。2025 年第一季度继续保持两位数增长，这也是标志着该公司炼乳产品首次进入欧洲市场的一年。同时，公司专注于巩固中东和东南亚等重点市场，并拓展高端市场，以实现收入来源多元化，降低依赖风险。

截至 2024 年底，Vinamilk 的出口产品种类增加至近 400 个产品代码，从儿童奶粉 Dielac 开始，扩展到炼乳、酸奶、鲜牛奶、Probi 饮用牛奶至 Cocofresh 瓶装椰子水等多种产品。

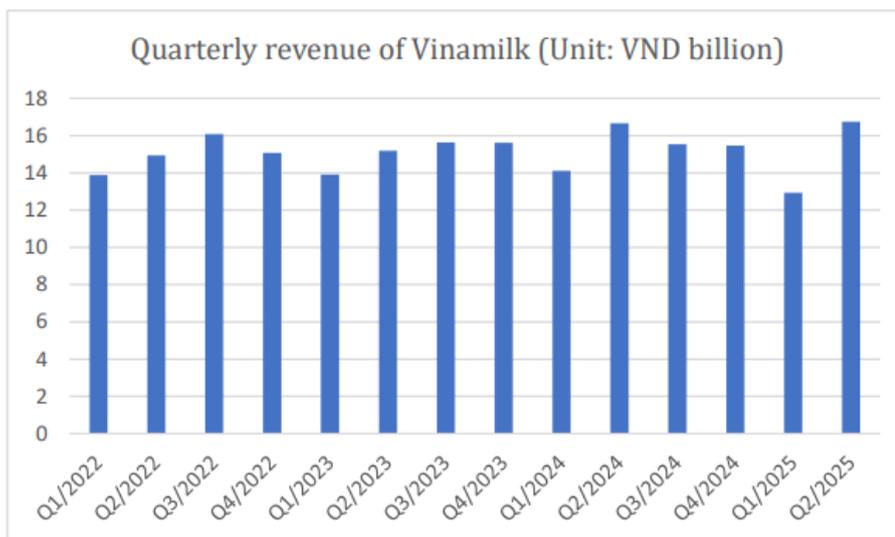
主要出口市场包括：

- **中东:** 规模最大、最传统的市场，过去十年收入几乎翻了一番，主要产品是婴儿配方奶粉和炼乳。
- **亚洲:** 尤其是中国大陆、日本、韩国、台湾和东南亚地区——炼乳、鲜奶和酸奶产品深受消费者欢迎。Vinamilk 还在中国推出了榴莲口味酸奶，并将 ONG THO 炼乳引入广州的连锁超市。最近，Southern Star 炼乳产品也获得了该市场的出口许可证。
- **欧洲、美国、澳大利亚、加拿大:** 炼乳、奶粉、酸奶、Cocofresh 等产品已出口至澳大利亚和新西兰的主要零售系统（Costco、Woolworths、Foodstuff），这两个市场的收入增长比去年同期增加 50% 以上。

截至 2025 年，Vinamilk 累计出口市场已拓展至 65 个国家。今年上半年，来自国外市场的净收入达 6.035 万亿越南盾。其中，2025 年第二季度出口净收入达 1.887 万亿越南盾，创历史新高，同比增长 8.5%，连续 8 个季度保持正增长。2025 年上半年，出口净收入达 3.507 万亿越南盾，同比增长 15.5%。2025 年第二季度来自国外分支机构的净收入达 1.223 万亿越南盾，上半年达 2.528 万亿越南盾。

三、VINAMILK2024 – 2025 年上半年经营业绩更新

2025 年上半年，Vinamilk 实现合并营收 29.71 万亿越盾，完成全年计划的约 46.1%，其中越南国内市场营收 23.624 万亿越盾，海外市场营收 6.035 万亿越盾。仅第二季度营收就达到 16.745 万亿越盾，较 2024 年同期增加 790 亿越盾，创下单季度历史最高营收纪录。然而，上半年累计营收同比下降 3.6%，主要原因在于第一季度的分销渠道重组及季节性因素。



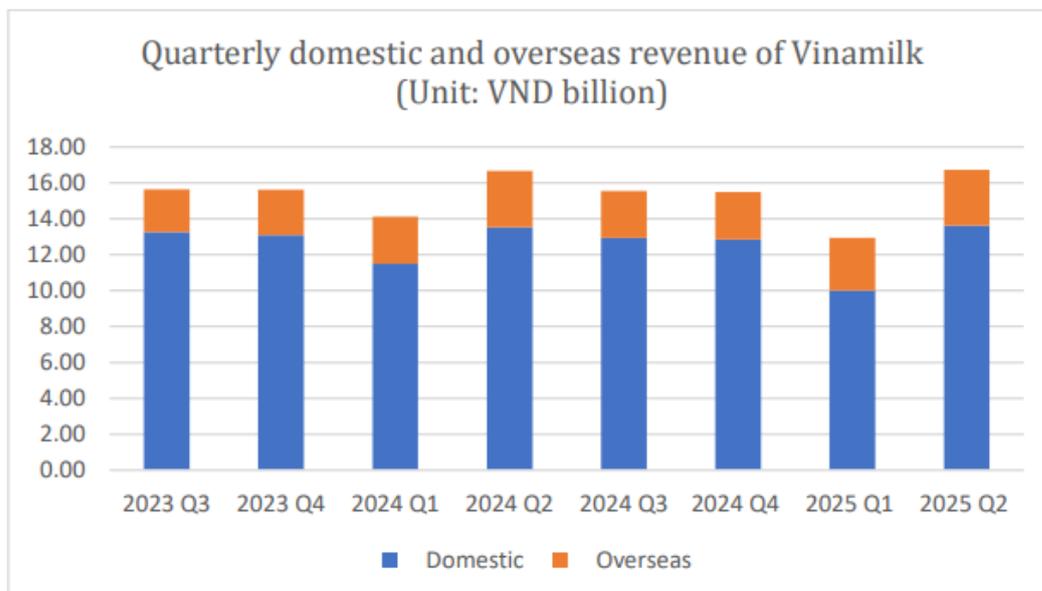
源: Vinamilk, GTJAS VN

截止 2025 年 6 月底的业绩更新

Indicator (bVND)	Q2.2025	YoY	Cumulative	YoY
Revenue	16,724.6	+0.4%	29,659.1	-3.6%
Gross profit	7,021.7	-0.6%	12,232.2	-5.8%
Net profit after tax (NPAT)	2,488.6	-7.7%	4,075.9	-16.9%

源: Vinamilk, GTJAS VN

越南国内收入仍然占据主导地位，常年保持在总收入的 80% 以上，但其增长并不稳定。相反，海外市场的增长更为稳健，从 2023 年第三季度的 2.38 万亿越南盾提升至 2025 年第二季度的逾 3.1 万亿越南盾，反映了出口日益重要的趋势。



源: Vinamilk, GTJAS VN

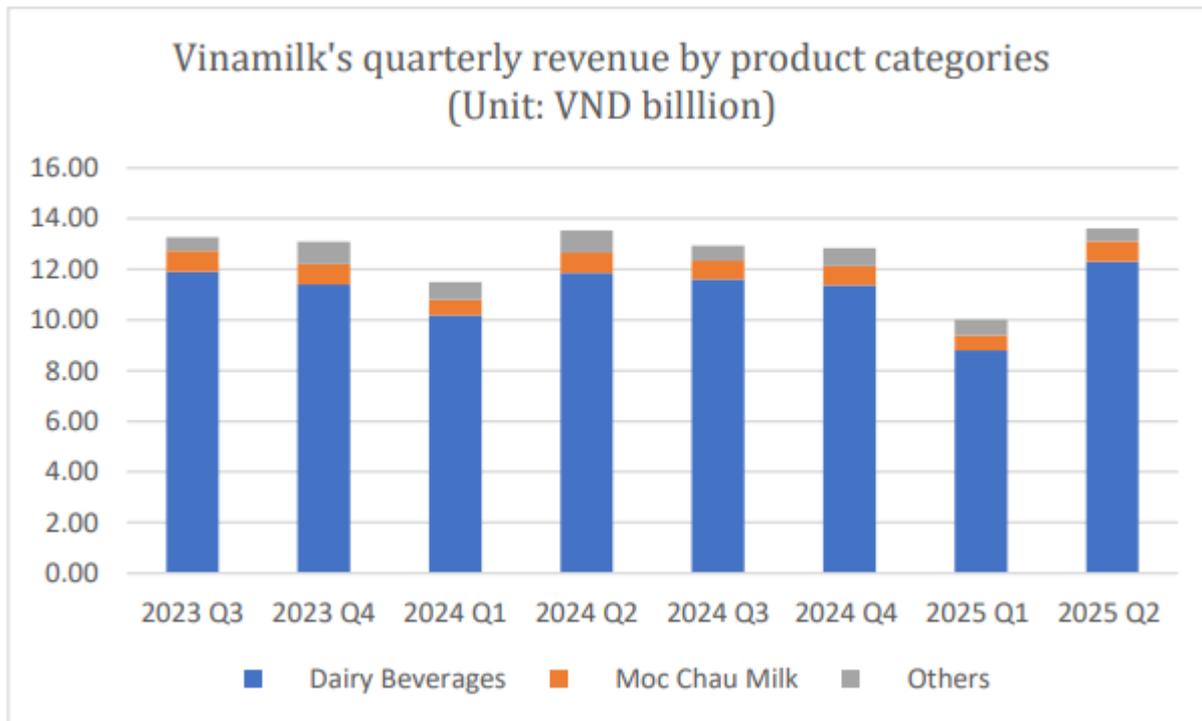
从行业结构来看，乳制品及乳制饮料仍是核心支柱，每季度营收维持在约10–12 万亿越南盾之间。Moc Chau Milk 保持在每季度约 7400 亿至 8850 亿越南盾的稳定水平，在鲜奶产品生态体系中发挥补充作用。与此同时，其他品类——包括非传统乳制品——展现出灵活的增长趋势，从 2023 年第三季度的 5260 亿越南盾提升至 2024 年第二季度的 8730 亿越南盾，随后在 2025 年第二季度回调至 5060 亿越南盾。这表明 Vinamilk 正积极拓展至鲜肉、饮料以及专业营养品等新领域，尽管目前占比仍然较小，但其长期贡献潜力十分可观。

除乳制品板块外，Vinamilk 已正式通过子公司 Vilico 开展牛肉领域

根据 Vinamilk 2024 年年度报告，牛肉板块，包括 Vilico、Moc Chau Milk 以及 Vinabeef 产业链内的相关企业的合并营收在 2024 年预计约为 2.55 万亿越南盾，占 Vinamilk 合并总营收的 3.5%。该板块 2024 年的毛利率预计约为 15%，低于 Vinamilk 整体毛利率（约 41%），但随着规模扩大和品牌逐步定位，具备进一步提升的潜力。由 Sojitz 与 Vilico 合资成立的越日畜牧有限公司（JVL）已投入近 3 万亿越南盾建设并于 2024 年 12 月投产 Vinabeef 牛肉加工厂。这是越南首家在高标准控制与卫生环境下加工冷鲜牛肉的工厂，年屠宰能力约 3 万头牛，目标年产量约 1 万吨牛肉。至 2025 年第二季度，JVL 将在工厂附近投运养牛场，实现从养殖到加工及分销的全产业链闭环。Vinabeef 产品将主要分销至中高端酒店和餐厅。2024 年，JVL 的营收较 2023 年增长近 3 倍，其产品已进入多家大型超市连锁。JVL 还在开发即食和即烹类产品，如香肠、牛肉丸，目前正通过部分现代零售渠道和 HORECA 渠道进行试销。

越南冷鲜肉市场目前仍处于起步阶段，主要由 Masan MEATDeli、Vissan 等大型品牌占据。凭借品牌优势、冷链物流体系以及广泛的分销网络，Vinamilk 和 Vilico 有望在中高端冷鲜牛肉市场中迅速占据一席之地。

总体来看，Vinamilk 的营收结构正逐步从依赖国内市场和传统乳制品，向产品多元化和国际市场拓展方向转移。



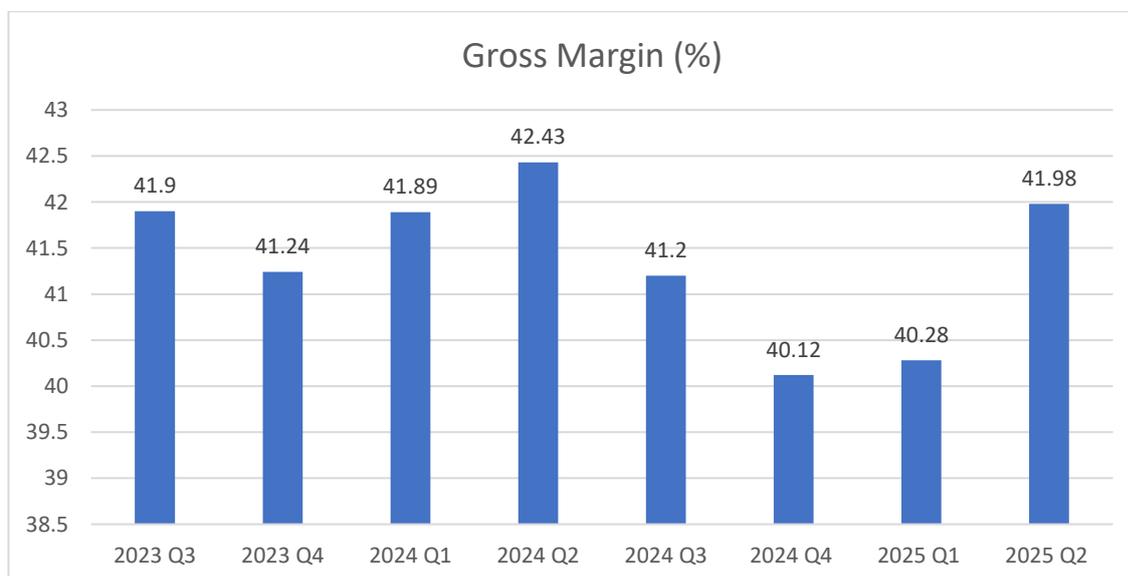
源: Vinamilk, GTJAS VN

Vinamilk 的营收结构正在发生明显转变：酸奶和炼乳的占比逐渐提升，液态奶保持稳定，而奶粉则在进口产品激烈竞争的背景下逐步收缩。

利润率收窄，成本压力上升

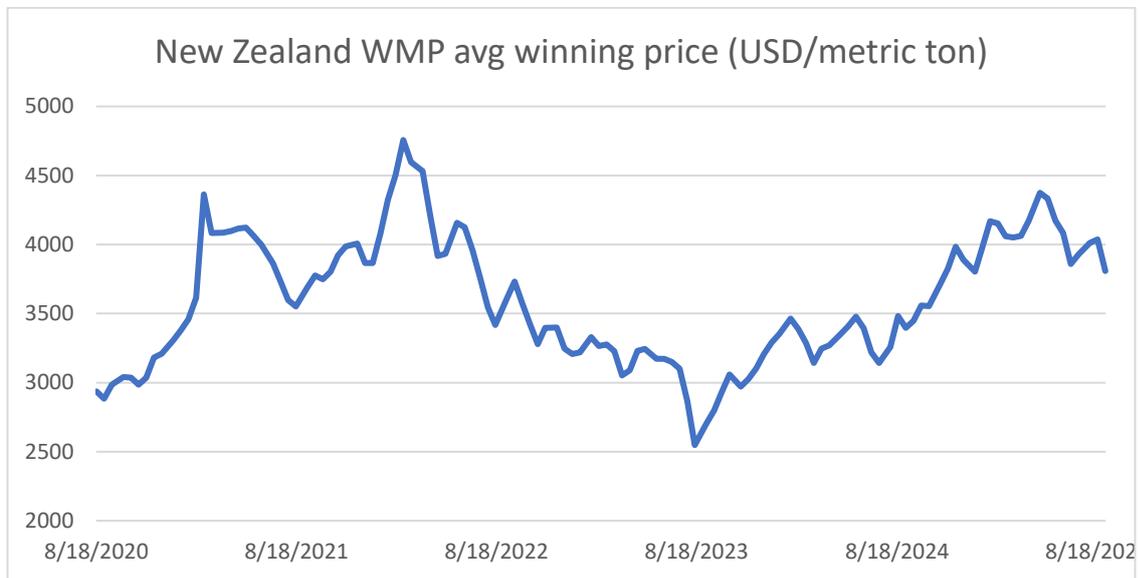
在 2024 年，全球奶粉市场经历了大幅调整。在此前几年价格高企之后，脱脂奶粉（SMP）和全脂奶粉（WMP）的价格较 2021–2022 年的高点大幅回落，将 SMP 价格带至约 2600–3100 美元/吨。这一轮价格下跌帮助包括 Vinamilk 在内的乳制品生产商降低了原材料成本，从而改善了 2024 年的毛利率。

Vinamilk 2024 年上半年毛利率已提升至 41.2%，高于 2023 年的 40.9%，得益于原材料成本下降，公司得以保持稳定的盈利水平。



源: Bloomberg, GTJAS VN

然而，进入 2025 年上半年后，趋势出现轻微逆转迹象，SMP 均价回升至 2.7–2.9 美元/吨，而 WMP 则在不同拍卖时点也呈现一定的恢复波动。这一变动带来了原材料成本上升的压力。GDT 拍卖数据及 AMS/USDA 报告显示，奶粉价格的短期波动受全球供需以及运输成本影响，从而导致 Vinamilk 等乳制品加工企业进口奶粉的采购成本随之波动。



源: Bloomberg, GTJAS VN

此外，在饲料成本方面，全球玉米价格在 2024 年徘徊于 178–216 美元/吨，并于 2025 年上半年回升至约 195–215 美元/吨。同时，欧洲/大洋洲主要港口的豆粕价格维持在 400–460 美元/吨，并在 2025 年呈上行趋势。这些波动推高了养殖成本，进而间接抬升了乳制品及相关产业链的投入成本。

投资论点

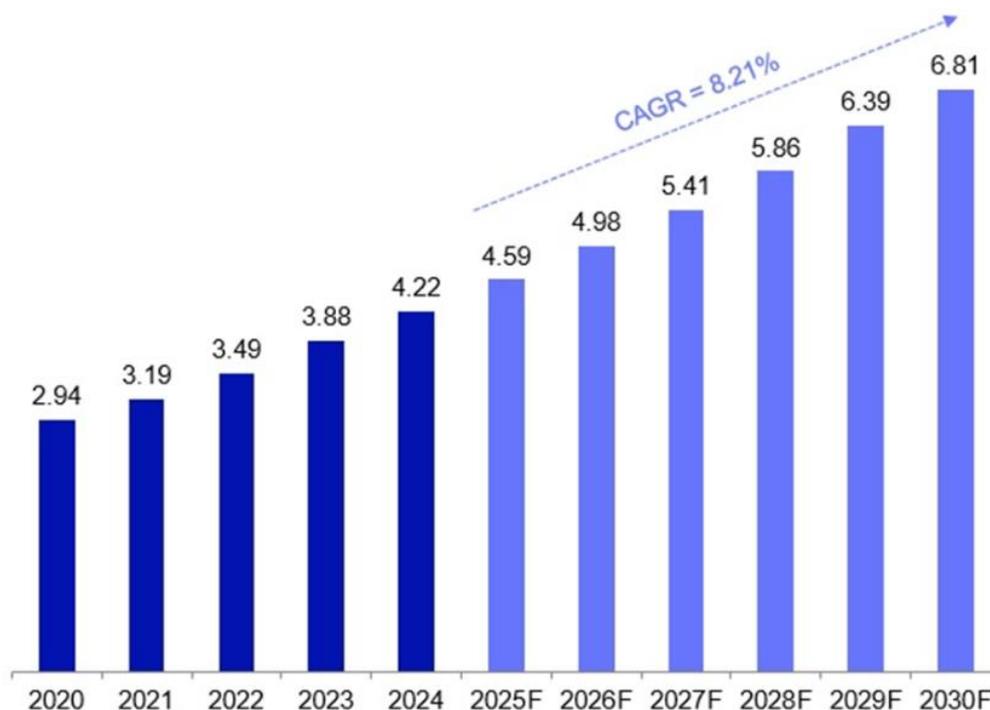
1/ 市场空间、产品多样化和分销渠道改善有助于保持增长势头

预计 2025-2030 年越南乳制品市场复合年增长率将达到 8.21%

根据世界银行的预测，为快速消费品（FMCG）行业，尤其是乳制品行业创造长期发展动力的重要趋势之一是中产阶级的迅速扩大、现代零售渠道的拓展，以及对有机牛奶、坚果奶和冰淇淋等高端产品的偏好，尤其是现代生活方式推动了酸奶、冰淇淋和越南咖啡文化中炼乳等产品的使用。

越南乳制品市场预计在 2025–2030 年期间的复合年增长率（CAGR）为 8.21%

（按年度划分的市场收入，2020–2030 年阶段；单位：十亿美元）



源: Statista

目前，该行业正经历着 200 多家企业的激烈竞争，其中约 75% 的市场份额属于国内企业，其余 25% 由国外企业占据。Vinamilk、TH True Milk、Nutifood、IDP、Moc Chau Milk 以及 FrieslandCampina、雀巢、雅培、美赞臣或恒天然等主要品牌都在积极投资产品研发、拓展分销渠道和进行推广。此外，产品组合日益多样化，从奶粉、鲜奶、炼乳、酸奶到功能奶、坚果奶以及针对不同客户群的高端产品线。许多报告和专业人士表示，国内鲜奶原料仅满足 40% 左右的需求，其余 60% 的鲜奶原料仍依赖进口——尤其是在用于混合或深加工的奶粉/奶酪/乳清方面。

2025 年前六个月，牛奶和乳制品进口额约为 6.593 亿美元，同比增长 35% 以上，主要供应国为新西兰和澳大利亚（第一季度进口额近 3.405 亿美元，同比增长 39%）。

进口加速增长，这已经在供应结构方面显现，主要原因如下：（i）加工/增值产品和外国品牌的需求增长速度快于国内产能扩张速度；（ii）畜牧业结构在奶牛存栏量和土地资金方面仍然有限，迫使企业不得不通过进口原材料和成品来弥补。

2/ Vinamilk 的营业展望

可以看出，整个越南乳制品行业仍然严重依赖进口奶粉、乳清和奶酪，导致投入成本和利润率受到国际价格大幅波动的影响。在此背景下，该行业的增长潜力已不再局限于鲜奶和炼乳等传统领域，而主要集中在增值产品（配方奶粉、坚果奶、医疗营养品）以及对电子商务和餐饮消费渠道的拓展。

对于 Vinamilk 而言，未来几年的增长动力将来自调整销售价格、拓展牛奶以外的产品组合（饮料、营养食品）以及扩大出口市场，而非大幅扩张国内产能。与此同时，完善供应链和原材料管控政策（牲畜和原奶合同）将有助于 VNM 优化毛利率。

因此，我们评估 Vinamilk 的长期增长潜力依然存在，但业务增长将有所分化（预计年收入增长 3%-5%），重点关注高端市场、专业化产品和出口产品，而非像前期那样期望迎来突破性增长周期。

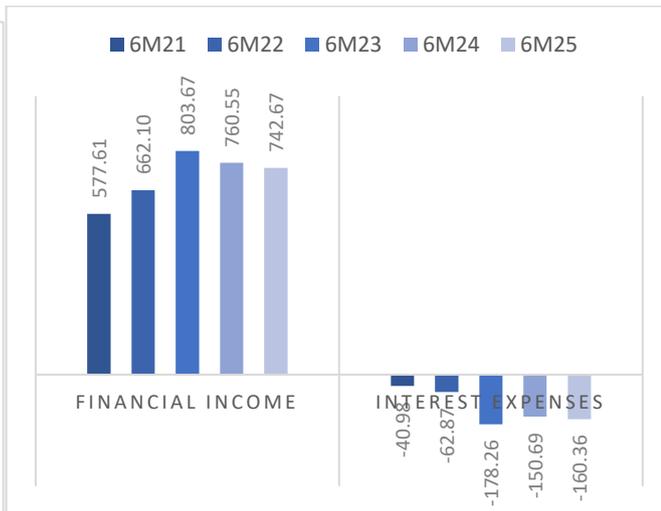
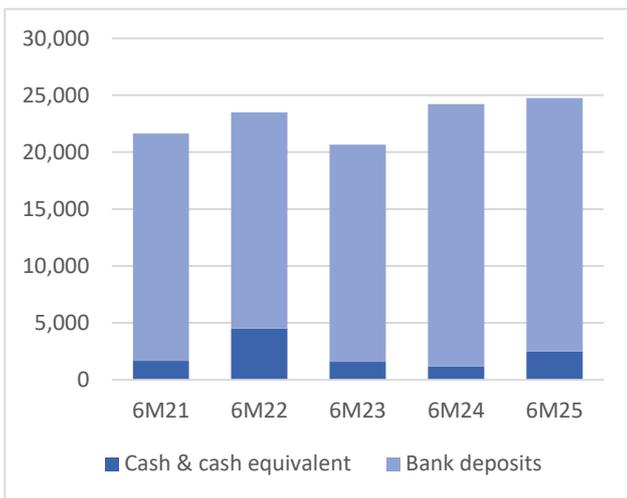
关于 2025 年的经营活动，Vinamilk 已签署了一份有效期至 2025 年第三季度末的原材料固定价格合同，并从 2025 年 1 月起将销售价格上调了 5-7%。同时，公司继续通过重组销售团队和推广数字渠道来削减成本。这些驱动因素将帮助 VNM 保持约 41%-42% 的毛利率，而净利润率预计将达到 15%。

我们预测，VNM 的营业收入和税后利润将分别达到 62.21 万亿越南盾和 8.951 万亿越南盾，与 2024 年相比分别增长 0.62% 和下降 5%。

3/ 健康的财务结构及利于股东的股息政策

Vinamilk 的财务结构被认为是健康的，这得益于其低杠杆率、大量现金余额、高流动性和良好的资本效率。

VNM 拥有强劲的现金流，银行存款余额接近 25 万亿越南盾。同时，仍在利用财务杠杆来优化效率，主要通过短期贷款来补充营运资金（近 10 万亿越南盾）。



源: FiiiproX, GTJASVN RS

所有者权益超过 35 万亿越南盾，负债权益比 (D/E) 约为 0.24 倍，低于食品饮料行业的平均水平。

财务业绩指标进一步巩固了公司的稳健性：截至 2025 年 6 月 30 日，ROE 为 27.6%，ROA 为 18.7%。流动性也十分稳健，流动比率保持在 2 倍以上。

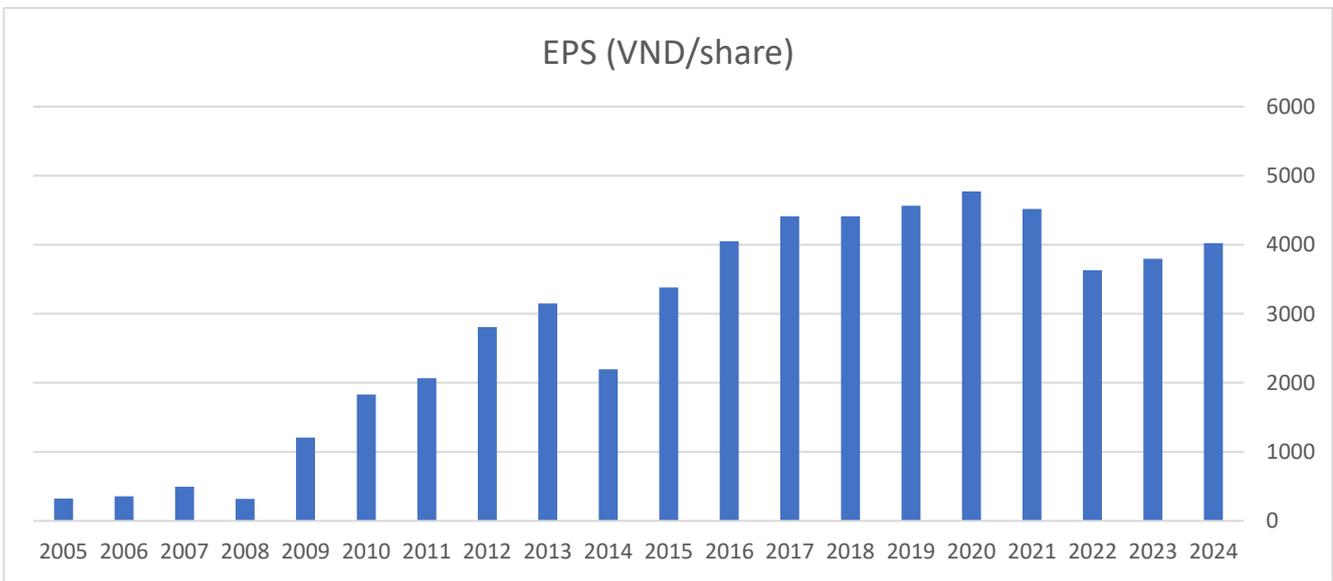
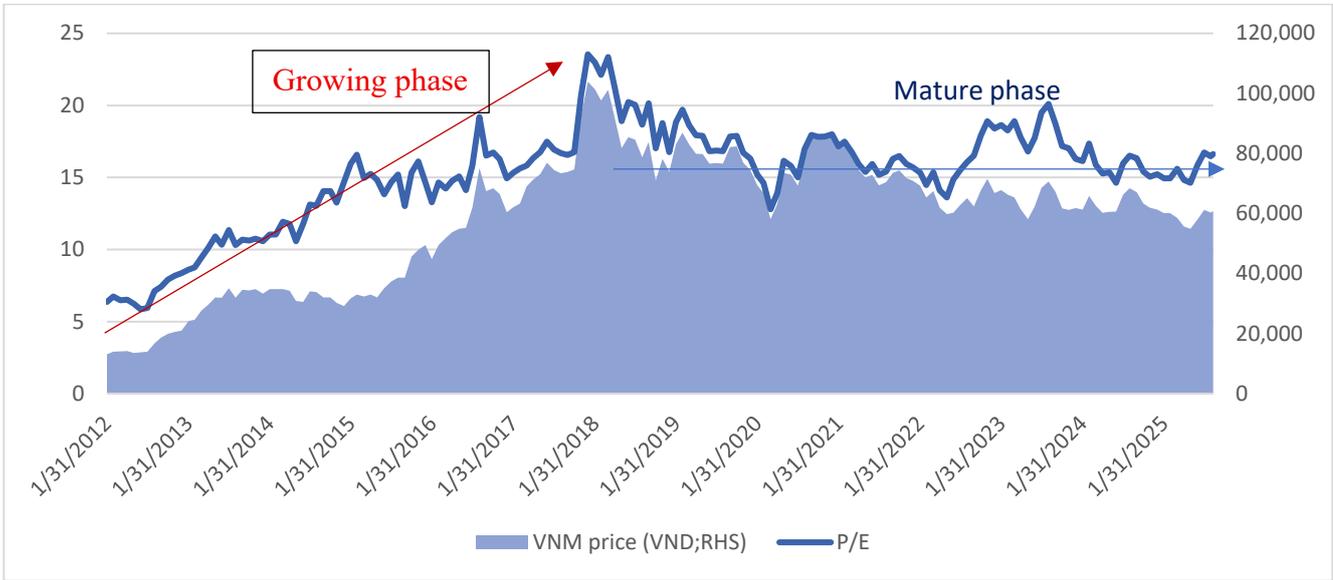
具有吸引力的股息政策

Vinamilk 自 2006 年以来一直保持定期现金分红政策。尤其在过去五年中，公司经营活动产生的现金流持续为正（2024 年超过 11 万亿越南盾），这使得 Vinamilk 能够保持每年向股东派发 3850 至 4500 越南盾/股的现金股息，年股息收益率超过 6%。在近期股东大会文件中，公司已向股东提交了以 43.5% 的比例支付 2024 年现金股息的计划，即每股 4350 越南盾。这是 Vinamilk 自 2018 年（以 45% 的比例派息）以来向股东派发的最高股息率。Vinamilk 也是证券交易所少数几家支付高额年度现金股息的公司之一，股息率为 40% 左右。

评估及建议

总体而言，高速增长期间过后，VNM 正在同步实施解决方案，以巩固其在国内外乳制品行业的长期稳固地位。品牌重塑活动和分销体系的持续变革体现了企业的努力和董事会的远见卓识。此外，健康的财务结构和高额现金股息政策也是该股的吸引力之一。

我们建议“持仓”VNM 股票，目标股价定为 **65500** 越南盾/股。



源: Bloomberg, GTJAVN Research

股票排名

参考指数: VN – Index.

投资期: 6-18 个月

建议	具体
买入	预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等
减持	预期收益率-15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观
卖出	预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观

行业排名

参考指数: VN – Index

投资期: 6-18 个月

评级	具体
跑赢大市	与越南指数相比.平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观
中性	与越南指数相比.平均行业利润率-5%至 5% 或行业前景中等
跑输大市	与越南指数相比.平均行业利润率小于-5% 或行业前景不可观

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

武琼如

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:702

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

郑庆玲

Research Analyst

linhtk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:707

阮岐明

Chief Economist

minhnhk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:706

陈氏红绒

Deputy Director

nhungth@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

Customer Service Specialist
and translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:114

联系方式

河内总部

胡志明分公司

咨询电话:

(024) 35.730.073

挂单电话:

(024) 35.779.999

Email: info@gtjas.com.vn

Website: www.gtjai.com.vn

河内市纸桥区陈维兴路 117 号
Charm Vit 大厦一楼

电话:

(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明市第三郡国际工厂路第二
号 BIS 三楼

电话:

(028) 38.239.966

传真:(028)38.239.696

