CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Áp lực đầu vào ngắn hạn, dài hạn vững chắc

- KQKD 9T26 tích cực với doanh thu và LNST đạt lần lượt 53,461/8,560 tỷ đồng (+14.7%/+30.3% svck), hoàn thành 75%/76% dự phóng cả năm của chúng tôi, nhờ thị trường nội địa phục hồi, xuất khẩu tích cực và công ty con nước ngoài tăng trưởng cao.
- Giá bột sữa đầu vào tăng gây áp lực nhẹ lên biên gộp nhưng được bù đắp bởi tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi dự phóng LNST 2026-28F đạt 11,324/11,338/12,593 tỷ đồng (+20.3%/+0.1%/+11.1% svck).
- Khuyến nghị KHẢ QUAN, giá mục tiêu 69,500 VND/cp.

9T26: LNST tăng 30% svck, hoàn thành 76% dự phóng cả năm

Trong Q3/26, VNM ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt đạt 18,465 tỷ đồng (+8.9% svck) và 2,964 tỷ đồng (+17.3% svck), nhờ: 1) doanh thu nội địa tăng 9.1% svck và công ty con nước ngoài tăng 35% svck, bù đắp xuất khẩu giảm 10.6% svck do tác động trễ từ xung đột tại Trung Đông; 2) biên gộp nội địa ổn định (+0.2đ% svck, -2.1đ% sv quy trước) nhờ cơ cấu sản phẩm cao cấp có quyền định giá tốt, trong khi giá bột sữa tăng gây áp lực nhiều hơn lên biên gộp mảng nước ngoài (-2.8đ% svck, -2.7đ% sv quý trước).

Giá bột sữa tăng tác động biên gộp, kỳ vọng hạ nhiệt từ nửa cuối 2027

Giá bột sữa gầy (SMP) và nguyên kem (WMP) đều có xu hướng tăng trong nửa cuối 2026 do lo ngại nguồn cung suy giảm bởi El Nino và nhu cầu bổ sung tồn kho từ Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng giá hạ nhiệt từ nửa cuối 2027 khi El Nino suy yếu từ Q2/2027 giúp cải thiện nguồn cung, và nhu cầu từ Trung Quốc trở về mức bình thường. Giá thức ăn chăn nuôi (ngô, đậu tương) tăng nhẹ nhưng ít ảnh hưởng đến biên lợi nhuận nhờ tỷ lệ tự chủ thức ăn ~60% tại các trang trại bò sữa.

LNST 2026F lập đỉnh mới, triển vọng 2027 đi ngang

Chúng tôi dự phóng LNST 2026F đạt 11,324 tỷ đồng (+20.3% svck), trong đó Q4/26 đạt khoảng 2,764 tỷ đồng (-2.7% svck) do mùa thấp điểm và giá nguyên liệu tăng khiến biên gộp thu hẹp. Sang 2027, doanh thu dự phóng đạt 76,303 tỷ đồng (+6.4% svck), với nội địa/xuất khẩu/công ty con nước ngoài tăng lần lượt 4.6%/10.0%/15.0% svck, giúp bù đắp 1) giá bột sữa cao hơn 9%-21% svck; 2) tỷ giá kém thuận lợi tại thị trường nước ngoài; 3) Chi phí bán hàng tăng nhằm phát triển sản phẩm mới và kênh hiện đại. Sang 2028, chúng tôi dự báo LNST công ty mẹ VNM tăng 11% svck nhờ giá bột sữa dự báo giảm 24% theo chu kỳ và hiệu quả kinh doanh tiếp tục cải thiện ổn định.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 69,500 VND/cp

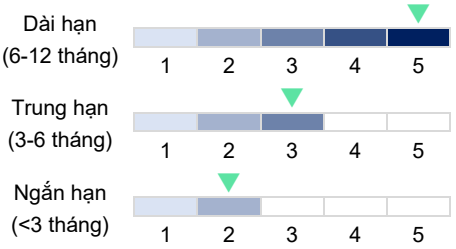
Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng phương pháp DCF (FCFF) và P/E mục tiêu 12x EPS 2027F với tỷ trọng 50/50, tương ứng tổng mức sinh lời kỳ vọng 36% (gồm 8% lợi suất cổ tức). Định giá hiện tại hấp dẫn với P/E 2027F ở mức 10.0x, trong khi lợi suất cổ tức cao ~8%. Giá mục tiêu thấp hơn 14% sv báo cáo trước do 1) tăng giả định WACC từ 9.4% lên 10.4%; 2) thay đổi thời gian dự phóng sang 5 năm.

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028
Doanh thu	63,646	71,718	76,303	80,837
Lợi nhuận ròng	9,410	11,324	11,338	12,593
Tăng trưởng DT	3.0%	12.7%	6.4%	5.9%
Tăng trưởng LN	0.2%	20.3%	0.1%	11.1%
Biên LN gộp	41.2%	41.6%	41.1%	41.9%
Biên EBITDA	20.1%	21.0%	19.9%	20.7%
ROAE	29.9%	36.3%	35.1%	37.0%
ROAA	17.4%	20.6%	19.5%	20.6%
EPS (VND/cp)	4,503	5,418	5,425	6,026
BVPS (VND/cp)	14,682	15,209	15,741	16,814

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu	**VND 69,500**
Tiềm năng tăng giá (gồm cổ tức 8%)	*36%*

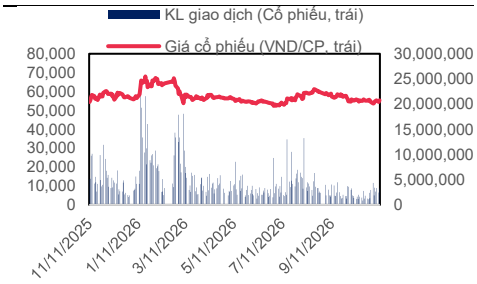
Triển vọng đạt giá mục tiêu



Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh EPS tăng 6.9%/5.7% trong 2026/2027 so với dự phóng trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	54,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	75,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	54,600
Vốn hóa (tỷ VND)	121,008
P/E (TTM)	10.4
P/B	3.5
Thị suất cổ tức (%)	7.5
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	50.1

Nguồn: https://s24.mbs.com.vn/

Cơ cấu sở hữu (%)

Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC)	36.0
Nhóm Fraser & Neave (F&N)	25.0

Nguồn: https://s24.mbs.com.vn/

CTCP Sữa Việt Nam

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- **Tăng trưởng dài hạn cải thiện nhờ đầu tư sản phẩm mới và kênh phân phối hiện đại.** VNM đã dịch chuyển danh mục sang các dòng sản phẩm cao cấp, dinh dưỡng chuyên biệt (sữa cao đạm, Green Farm, Mộc Châu Creamery…) giúp nâng giá bán bình quân và biên lợi nhuận trên mỗi lít sữa, đồng thời tái cấu trúc hệ thống phân phối theo hướng tăng tỷ trọng kênh hiện đại (TMĐT, chuỗi cửa hàng riêng). Trong bối cảnh tiêu thụ sữa nội địa dự kiến chỉ tăng trưởng CAGR ~5%/năm giai đoạn 2026-30, năng lực đổi mới sản phẩm là lợi thế giúp VNM tăng trưởng nhanh hơn ngành. Chúng tôi kỳ vọng LNST tăng trưởng trở lại 11.1% svck trong 2028F khi giá đầu vào hạ nhiệt và các sản phẩm mới đạt quy mô, đồng thời duy trì CAGR ~6%/năm giai đoạn 2028-30F.
- **Triển vọng LN 2027F đi ngang do giá đầu vào tăng.** Giá bột sữa (SMP, WMP) tăng trong nửa cuối 2026 do lo ngại nguồn cung bởi El Nino và nhu cầu bổ sung tồn kho của Trung Quốc. Chúng tôi dự phóng biên gộp 2027F giảm nhẹ 0.5đ% xuống 41.1%, cùng với chi phí bán hàng tăng để hỗ trợ sản phẩm mới, qua đó bù trừ phần lớn mức tăng trưởng doanh thu 6.4% svck. Theo đó, LNST 2027F dự phóng đi ngang ở mức 11,338 tỷ đồng (+0.1% svck).
- **Thị trường nước ngoài tiếp tục đóng góp tăng trưởng.** Doanh thu xuất khẩu dự phóng tăng 6.9%/10.0% svck trong 2026/2027F nhờ nhu cầu tại Trung Đông (chủ yếu Iraq) phục hồi khi VNM dần thích nghi với xung đột (giải pháp vận tải thay thế). Mảng công ty con nước ngoài dự phóng tăng 47.4%/15.0% svck, dẫn dắt bởi Angkormilk tiếp tục mở rộng thị phần tại Campuchia nhờ tận dụng thời điểm xung đột với giữa quốc gia này với 1 nhà cung cấp sữa chính, trong khi Driftwood (Mỹ) duy trì ổn định.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 69,500 VND/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với VNM với giá mục tiêu 69,500 VND/cp, tương ứng mức sinh lời 36% (bao gồm 8% lợi suất cổ tức). Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng hai phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và P/E mục tiêu 12 lần EPS 2027F (thấp hơn 10% sv trung bình 2 năm và thấp hơn 20% sv trung bình doanh nghiệp sữa khu vực trong 2027) – mức chúng tôi cho rằng hợp lý, phản ánh 1) triển vọng lợi nhuận tích cực sau tái cấu trúc; 2) lợi thế quy mô và thương hiệu; 3) triển vọng tăng trưởng kinh tế cao, giúp cải thiện sức mua. Thị suất cổ tức tiền mặt của VNM hàng năm đạt ~8%, duy trì ở mức quanh 4,350 đồng/cp.

Định giá

Hình 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá trị VCSH (100%)	Tỉ trọng	Vốn chủ	Giá cổ phiếu
DCF FCFF	154,659	50%	77,330	37,001
P/E mục tiêu 12x EPS 2027	136,057	50%	68,029	32,550
VNM			**145,358**	**69,551**
Thị giá hiện tại				**54,500**
Tổng mức sinh lời (gồm cổ tức 8%)				**36%**

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Giả định WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Beta	0.8
Phần bù rủi ro	8%
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Chi phí VCSH	10.9%
Chi phí nợ	3.8%
Mức thuế	20.0%
WACC	**10.4%**

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Phương pháp DCF

FCFF	4Q2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận sau thuế, trước CĐTS	**2,766**	**11,371**	**11,453**	**12,720**	**13,449**
+ Lãi vay sau thuế	79	380	401	421	441
+ Khấu hao	650	2,584	2,719	2,712	2,774
- Đầu tư tài sản cố định	387	-2,096	-1,691	-2,296	-1,856
- Thay đổi vốn lưu động	-359	-1,758	-1,844	-1,925	-2,005
Dòng tiền tự do (FCFF)	**3,524**	**10,481**	**11,037**	**11,632**	**12,803**
Giá trị cuối cùng (Terminal Value)					155,382
PV của FCFF	**3,438**	**9,261**	**8,834**	**8,432**	**8,407**
PV của Terminal Value					102,025
Giá trị doanh nghiệp (EV)					140,396
(+) Tiền & đầu tư ngắn hạn (Q3-2026)					26,538
(-) Nợ vay (Q3-2026) và cổ đông thiểu số					12,275
Giá trị VCSH (tỷ đồng)					**154,659**
Giá trị VCSH/cổ phiếu (đồng)					**74,001**

Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 4: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)		Tỉ suất cổ tức
		(triệu USD)	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F
Doanh nghiệp sữa & F&B khu vực											
Yili Industrial Group	600887 CH Equity	29,525	15.4	14.0	3.2	3.0	8.2	8.8	21.1	21.7	4.9
China Mengniu Dairy	2319 HK Equity	10,679	13.0	11.7	1.5	1.4	5.9	6.3	11.9	12.1	3.6
China Feihe	6186 HK Equity	3,119	11.0	10.3	0.9	0.8	5.5	5.6	7.6	7.8	6.5
Meiji Holdings	2269 JP Equity	7,655	16.5	15.0	1.4	1.4	5.5	5.5	8.8	9.4	2.7
Ultrajaya Milk Industry	ULTJ IJ Equity	1,189	10.8	9.5	2.1	1.9	24.3	25.2	23.9	25.1	4.6
Nestlé Malaysia	NESZ MK Equity	5,488	31.8	29.9	36.8	33.0	18.6	19.4	115.2	121.3	3.1
Trung bình			**16.4**	**15.1**	**7.7**	**6.9**	**11.3**	**11.8**	**31.4**	**32.9**	**4.2**
Doanh nghiệp F&B Việt Nam											
Masan Consumer	MCH VN Equity	6,453	19.5	17.5	7.2	6.7	22.1	22.8	40.2	42.7	3.9
Sabeco	SAB VN Equity	2,127	11.6	11.2	2.8	2.9	16.3	17.0	23.9	25.5	10.5
Đường Quảng Ngãi	QNS VN Equity	693	7.6	7.3	1.3	1.1	12.8	12.5	18.0	15.6	7.6
Sữa Mộc Châu	MCM VN Equity	110	10.5	9.3	1.2	1.2	9.6	10.2	11.8	13.3	7.8
Trung bình			**12.3**	**11.3**	**3.2**	**3.0**	**15.2**	**15.6**	**23.5**	**24.3**	**7.5**
CTCP Sữa Việt Nam (MBS dự phóng)	**VNM VN**	**4,677**	**10.7**	**10.6**	**3.8**	**3.7**	**20.5**	**19.6**	**36.2**	**35.1**	**8.0**
CTCP Sữa Việt Nam - Dự phóng đồng thuận	**VNM VN**	**4,677**	**11.5**	**11.2**	**3.6**	**3.4**	**20.1**	**20.1**	**32.3**	**32.5**	**8.0**

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Yếu tố hỗ trợ tăng giá

- Thu nhập thực của người tiêu dùng cải thiện nhanh hơn kỳ vọng nhờ đẩy mạnh đầu tư công và tăng trưởng kinh tế cao.
- Các sản phẩm mới, cao cấp được thị trường đón nhận tốt hơn kỳ vọng, thúc đẩy giá bán bình quân và biên lợi nhuận.
- Xung đột tại Trung Đông sớm được giải quyết, thúc đẩy xuất khẩu sang Iraq và giảm chi phí logistics.
- Giá bột sữa hạ nhiệt sớm hơn kỳ vọng, giúp biên gộp 2027F cải thiện.

Rủi ro giảm giá

- Xung đột tại Trung Đông kéo dài và leo thang, làm gián đoạn hoạt động xuất khẩu và gia tăng chi phí vận chuyển.
- Thu nhập thực tăng thấp do lạm phát cao, khiến tâm lý tiêu dùng thắt chặt.

- Giá bột sữa tăng mạnh và kéo dài hơn dự kiến do nguồn cung thắt chặt bởi tác động của El Nino.
- Cạnh tranh gay gắt đòi hỏi tăng chi phí khuyến mãi và giảm biên lợi nhuận.

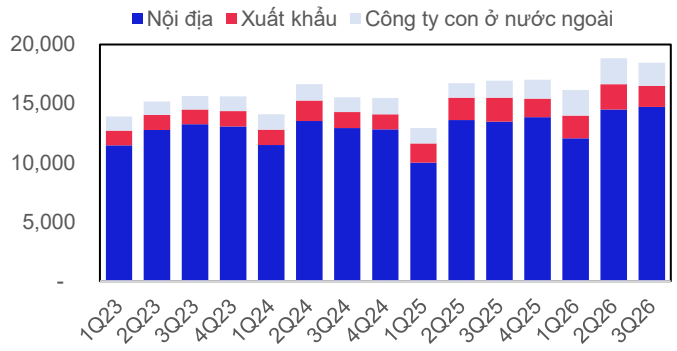
KQKD 9T26 lập đỉnh mới nhờ nội địa, trong khi xuất khẩu hạ nhiệt

Hình 5: Kết quả kinh doanh Q3/26 và 9T26

Tỷ đồng	3Q26	Sv quý trước %	svck%	9T26	svck%	Sv dự phóng 2026	Đánh giá
Tổng doanh thu	**18,465**	**-2.0%**	**8.9%**	**53,461**	**14.7%**	**74.5%**	
Nội địa	*14,718*	*1.4%*	*9.1%*	*41,314*	*11.3%*	*73.9%*	Doanh thu nội địa lập đỉnh mới trong Q3/26 (+9.1% svck); lũy kế 9T26 tăng 11.3% svck nhờ 1) nền so sánh thấp trong 1H25; 2) nhận diện thương hiệu mới và phát triển kênh hiện đại (TMĐT, chuỗi cửa hàng riêng); 3) các sản phẩm cải tiến dinh dưỡng và cao cấp (cao đạm, Green Farm, sữa bột mới…) được đón nhận tích cực, hiện chiếm khoảng 10% doanh thu.
Xuất khẩu & CT con nước ngoài	*3,747*	*-13.5%*	*8.3%*	*12,147*	*28.0%*	*76.8%*	- **Xuất khẩu:** giảm 10.6% svck trong Q3/26 (so với mức tăng 16% trong 6T26) do xung đột leo thang tại Trung Đông ảnh hưởng đến khách hàng chính Iraq. Lũy kế 9T26, doanh thu xuất khẩu tăng 6.1% svck. - **Công ty con nước ngoài:** thị trường Mỹ ổn định, trong khi doanh thu tại Campuchia tăng 70% svck trong 9T26 nhờ giành thị phần từ các doanh nghiệp Thái Lan trong bối cảnh căng thẳng giữa hai nước.
Lợi nhuận gộp	**7,637**	**-6.9%**	**7.7%**	**22,737**	**17.7%**	**76.2%**	
Biên LN gộp	*41.4%*	*-2.2đ%*	*-0.4đ%*	*42.5%*	*+1.1đ%*	*+0.9đ%*	
Nội địa	*42.1%*	*-2.1đ%*	*+0.2đ%*	*43.1%*	*+1.9đ%*	*+0.8đ%*	Biên gộp nội địa giảm 2.1đ% so với quý trước do 1) yếu tố mùa vụ; 2) chi phí bột sữa nhập khẩu và giá dầu tăng cao từ Q1/26 bắt đầu được phản ánh vào giá vốn; 3) VNM chưa tăng giá bán nhằm kích thích tiêu dùng.
Xuất khẩu & CT con nước ngoài	*38.4%*	*-2.7đ%*	*-2.8đ%*	*40.6%*	*-1.9đ%*	*+1.4đ%*	Biên gộp mảng nước ngoài giảm mạnh hơn (-2.8đ% svck) do tỷ trọng sản phẩm sử dụng bột sữa nhập khẩu cao hơn.
Chi phí bán hàng	**3,885**	**-5.3%**	**8.7%**	**11,714**	**12.0%**	**77.4%**	CPBH & QLDN được kiểm soát chặt chẽ, tăng tương đương tốc độ tăng doanh thu.
Chi phí QLDN	**538**	**3.4%**	**15.6%**	**1,519**	**11.8%**	**72.2%**	
CPBH & QLDN/Doanh thu	*24%*	*-0.6đ%*	*+0.1đ%*	*25%*	*-0.6đ%*	*+0.7đ%*	
Thu nhập tài chính	600	40.8%	51.7%	1,413	24.1%	74.2%	Thu nhập tài chính tăng 51.7% svck trong Q3/26 nhờ lãi suất tiền gửi duy trì ở mức cao (~8%/năm) và lãi chênh lệch tỷ giá đã thực hiện tăng gấp 4 lần svck, nhiều khả năng đến từ hoạt động quản lý nguồn ngoại tệ từ xuất khẩu và tiền gửi.
Chi phí tài chính	151	2.8%	65.7%	453	86.8%	75.1%	
- Chi phí lãi vay	99	-14.5%	31.5%	334	41.5%	77.1%	
Thu nhập từ LDLK	41	-19.4%	-120.9%	140	-180.0%	100.0%	
Lợi nhuận trước thuế	**3,694**	**-5.3%**	**18.2%**	**10,608**	**29.8%**	**75.6%**	
Thuế	-732	2.4%	19.0%	-2,003	26.2%	75.4%	
Lợi nhuận ròng	**2,964**	**-6.4%**	**17.3%**	**8,560**	**30.3%**	**75.6%**	
Biên lợi nhuận ròng	*16%*	*-0.8đ%*	*+1.1đ%*	*16%*	*+1.9đ%*	*+0.2đ%*	

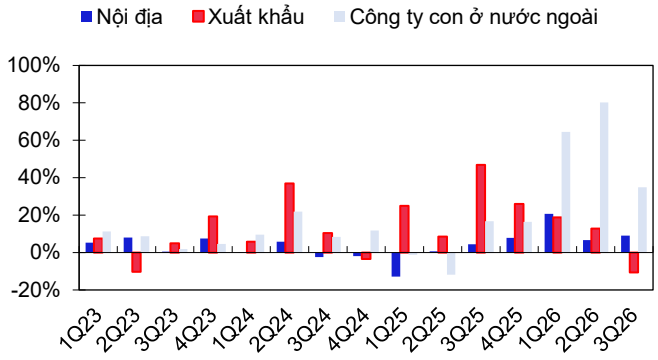
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 6: Doanh thu theo thị trường



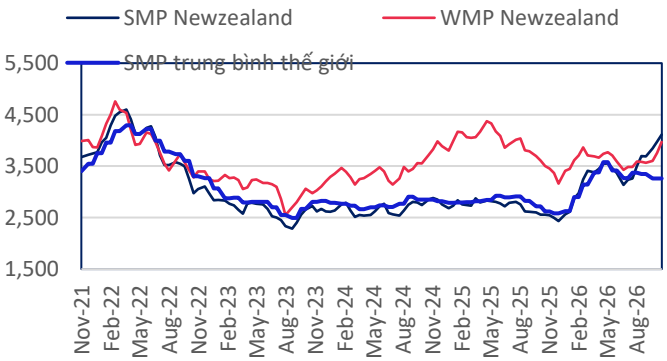
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 7: Tăng trưởng doanh thu theo thị trường (% svck)



Nguồn: VNM, MBS Research

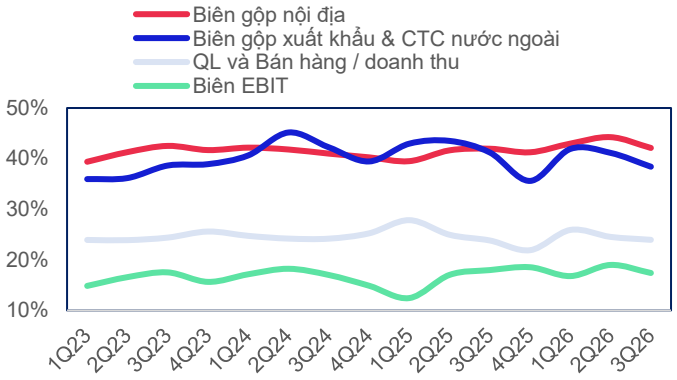
Hình 8: Giá SMP và WMP (USD/t) tăng trong 2026, tác động đến biên gộp VNM từ Q2/26



Nguồn: GDT, MBS Research

*Lưu ý: Bột sữa được giao dịch chủ yếu qua sàn đấu giá GDT (chủ yếu là Fonterra – New Zealand) nên giá cao hơn mức trung bình thế giới - Giá SMP Châu Âu và Mỹ thường thấp hơn và là nguồn cung chính)

Hình 9: Biên lợi nhuận của VNM



Nguồn: VNM, MBS Research

Dự phóng KQKD 2026-28F

Dự phóng Q4/26 và điều chỉnh dự phóng 2026-28F

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST công ty mẹ Q4/26 đạt lần lượt 18,257 tỷ đồng (+7.2% svck, -1.1% so với quý trước) và 2,764 tỷ đồng (-2.7% svck, -6.8% so với quý trước). Doanh thu duy trì tăng trưởng tích cực ở cả thị trường nội địa và nước ngoài, song LNST giảm nhẹ do biên gộp thu hẹp khi chi phí bột sữa nhập khẩu tăng cao. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LNST 2026F/2027F lần lượt 10.7%/2.6% so với dự phóng cũ lên 11,324/11,338 tỷ đồng (+20.3%/+0.1% svck). Sang 2028F, kỳ vọng giá bột sữa hạ nhiệt theo chu kỳ giúp LNST dự phóng tăng 11.1% svck lên 12,593 tỷ đồng.

Hình 10: Dự phóng KQKD 2026-28F

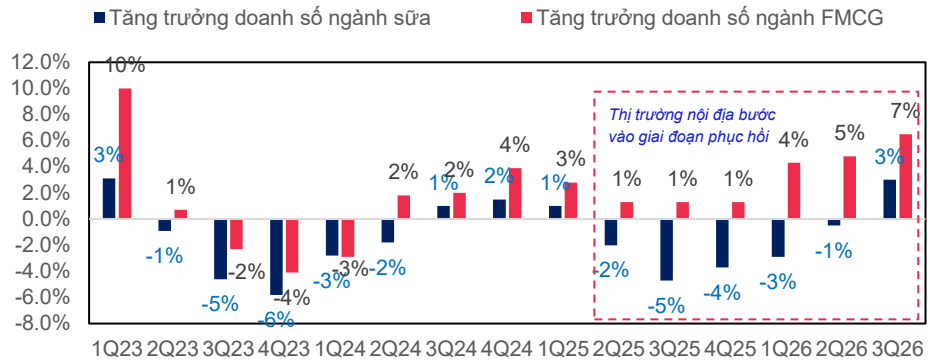
Tỷ đồng	2026F	yoy%	Δ% sv dự phóng cũ	2027F	yoy%	Δ% sv dự phóng cũ	2028F	yoy%	Đánh giá
Tổng doanh thu	**71,718**	**12.7%**	**6.9%**	**76,303**	**6.4%**	**5.7%**	**80,837**	**5.9%**	
Nội địa	55,903	9.7%	5.4%	58,496	4.6%	4.0%	61,249	4.7%	Tăng dự phóng 2026/2027F lần lượt 5.4%/4.0% do KQKD 9T26 tích cực hơn kỳ vọng.
Xuất khẩu	7,598	6.9%	-4.7%	8,358	10.0%	-8.4%	9,193	10.0%	Hạ dự báo xuất khẩu do xung đột tại Trung Đông kéo dài hơn kỳ vọng
Công ty con nước ngoài	8,217	47.4%	34.8%	9,450	15.0%	39.1%	10,395	10.0%	
Lợi nhuận gộp	**29,835**	**13.8%**	**5.0%**	**31,344**	**5.1%**	**2.5%**	**33,910**	**8.2%**	
Biên LN gộp	*41.6%*	+0.4d%	-0.7d%	*41.1%*	-0.5d%	-1.3d%	*41.9%*	+0.9d%	Hạ dự phóng biên gộp chung do giá bột sữa tăng mạnh hơn đáng kể
Nội địa	*42.3%*	+1.1d%	-0.1d%	*41.9%*	*-0.4d%*	-0.5d%	*42.8%*	*+0.9d%*	
Xuất khẩu & CT con nước ngoài	*39.2%*	*-1.6d%*	*-2.8d%*	*38.3%*	*-0.8d%*	*-3.6d%*	*39.3%*	*+1.0d%*	Tỷ trọng sản phẩm sử dụng bột sữa cao, chịu tác động lớn hơn từ giá nguyên liệu
Chi phí bán hàng	**15,130**	**10.9%**	**3.6%**	**16,448**	**8.7%**	**5.6%**	**17,422**	**5.9%**	
Chi phí QLDN	**2,103**	**10.4%**	**4.8%**	**2,315**	**10.1%**	**7.2%**	**2,453**	**5.9%**	
CPBH & QLDN/Doanh thu	*24%*	*-0.4d%*	*-0.7d%*	*25%*	*+0.6d%*	*+0.0d%*	*25%*	*-0.0d%*	Chi phí bán hàng được kiểm soát hiệu quả hơn.
Thu nhập tài chính	1,905	27.2%	24.9%	1,982	4.1%	24.6%	2,099	5.9%	Thu nhập tài chính tăng chủ yếu đến từ việc lãi suất tiền gửi tăng cao từ Q3/26
Chi phí tài chính	603	72.2%	15.3%	655	8.6%	23.2%	701	6.9%	
- Chi phí lãi vay	432	32.7%	6.0%	463	7.1%	13.8%	489	5.6%	
Thu nhập từ LDLK	140	-192.8%	NA	59	-57.7%	NA	79	33.3%	
Lợi nhuận trước thuế	**14,027**	**20.4%**	**11.0%**	**13,967**	**-0.4%**	**1.5%**	**15,513**	**11.1%**	
Thuế	-2,657	18.8%	13.6%	-2,514	-5.4%	-4.8%	-2,792	11.1%	
Lợi nhuận ròng	**11,324**	**20.3%**	**10.7%**	**11,338**	**0.1%**	**2.6%**	**12,593**	**11.1%**	
Biên lợi nhuận ròng	16%	*+1.0d%*	*+0.5d%*	15%	*-0.9d%*	*-0.5d%*	16%	*+0.7d%*	Biên ròng dự báo mới cải thiện trong 2026 nhờ hiệu quả tốt hơn, trong khi 2027 chịu tác động của biên gộp thấp hơn

Nguồn: VNM, MBS Research

Thị trường nội địa: Tăng trưởng bền vững nhờ nâng cấp danh mục sản phẩm và mở rộng kênh hiện đại

Sau hai năm tái cấu trúc, VNM dịch chuyển trọng tâm từ "sữa phổ thông" sang "sữa cao cấp, giàu dinh dưỡng chuyên biệt" với các sản phẩm nổi bật như sữa tươi Green Farm (trang trại sinh thái), dòng sữa cao đạm cho người chơi thể thao, sữa Flex không lactose và Mộc Châu Creamery. Quá trình nâng cấp sản phẩm đi cùng việc chủ động mở rộng kênh hiện đại (siêu thị, chuỗi cửa hàng riêng, TMĐT), giúp VNM cải thiện quyền định giá và gia tăng tỷ trọng sản phẩm có giá trị gia tăng cao, qua đó duy trì biên gộp ở mức cao. Chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa tăng 9.7%/4.6%/4.7% svck trong 2026/2027/2028F.

Hình 11: Tăng trưởng doanh số ngành sữa và FMCG (% svck)



Nguồn: NielsenIQ, VNM, MBS Research

*Lưu ý: Số liệu NielsenIQ tập trung vào 4 thành phố lớn: Hà Nội, TP. HCM, Đà Nẵng, Hải Phòng

Thị trường nước ngoài: Tăng trưởng chậm lại trong 2027F từ nền cao, được hỗ trợ bởi Trung Đông và Campuchia

Chúng tôi dự phóng doanh thu thị trường nước ngoài đạt lần lượt 15,815/17,807/19,588 tỷ đồng (+25%/+12%/+10% svck) trong 2026/2027/2028F.

- **Xuất khẩu:** Doanh thu xuất khẩu dự phóng tăng 10% svck/năm trong 2027-28F, cải thiện từ mức tăng 6.9% trong 2026F khi xung đột tại Trung Đông dần được thích nghi. VNM cũng đã triển khai các giải pháp vận tải thay thế và chấp nhận biên lợi nhuận thấp hơn để chia sẻ chi phí vận chuyển tăng cao với khách hàng. Iraq tiếp tục là thị trường đóng góp chính nhờ tỷ lệ sinh cao hơn đáng kể so với mức trung bình toàn cầu, với nhu cầu tiêu thụ sữa ở mức cao.

- **Công ty con nước ngoài:** Thị trường Mỹ (Driftwood) dự kiến duy trì ổn định với mức tăng trưởng thấp do thị trường bão hòa và cạnh tranh gay gắt. Ngược lại, Campuchia (Angkormilk) dự báo duy trì đà tăng trưởng hai chữ số nhờ nhu cầu cao và tiếp tục giành thị phần từ các doanh nghiệp Thái Lan (từng chiếm ~ 73% giá trị nhập khẩu sữa của Campuchia vào 2024, theo OEC). Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu công ty con nước ngoài tăng 47.4%/15.0%/10.0% svck trong 2026/2027/2028F.

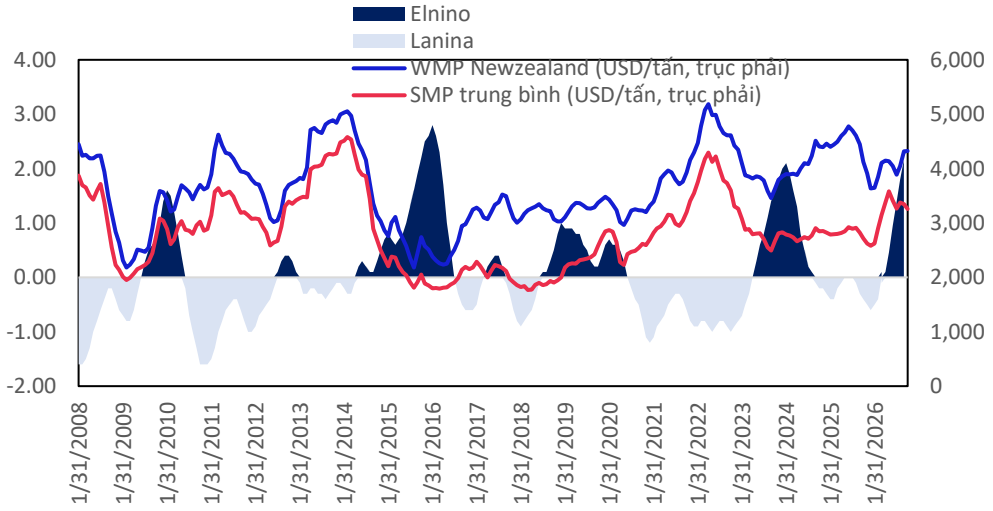
Giá bột sữa tăng theo chu kỳ gây áp lực lên biên gộp 1H27, kỳ vọng hạ nhiệt từ nửa cuối năm

Theo GDT, giá bột sữa gầy (SMP) và bột sữa nguyên kem (WMP) đấu giá tại New Zealand đã tăng lần lượt 57%/15% so với đầu năm 2026, chủ yếu do 1) lo ngại nguồn cung suy giảm tại châu Âu và Mỹ do El Nino gây hạn hán và giảm năng suất; và 2) các doanh nghiệp Trung Quốc bổ sung tồn kho. Dù vậy, cân bằng cung – cầu bột sữa toàn cầu không thay đổi nhiều khi nhu cầu ổn định và bão hòa, trong khi nguồn cung có khả năng điều chỉnh linh hoạt. Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa duy trì ở mức cao trong 1H27 trước khi hạ nhiệt từ 2H27 khi mặt bằng giá cao kích thích nguồn cung và El Nino suy yếu từ Q2/2027. Theo đó, chúng tôi dự báo giá nhập khẩu bình quân SMP/WMP tăng 21%/9% svck trong 2027F, trước khi cùng giảm 24% svck trong 2028F.

- **Bột sữa gầy (SMP):** Giá SMP tháng 11/2026 đã tăng 57% sv đầu năm do lo ngại nguồn cung giảm tại Mỹ và EU dưới tác động của El Nino. Trong đó, sản lượng xuất khẩu SMP của Mỹ (chiếm 30% toàn cầu) dự báo giảm 6% svck trong 2026, trong khi lo ngại El Nino ảnh hưởng đến nguồn cung tại châu Âu – chiếm 50% sản lượng sản xuất và 40% xuất khẩu toàn cầu – khiến các nhà nhập khẩu tăng mua dự phòng. Các nhà sản xuất cũng tiếp tục chuyển hướng sang các sản phẩm có giá trị kinh tế cao hơn như sữa chua, phô mai tươi và whey, làm thu hẹp nguồn cung SMP xuất khẩu.

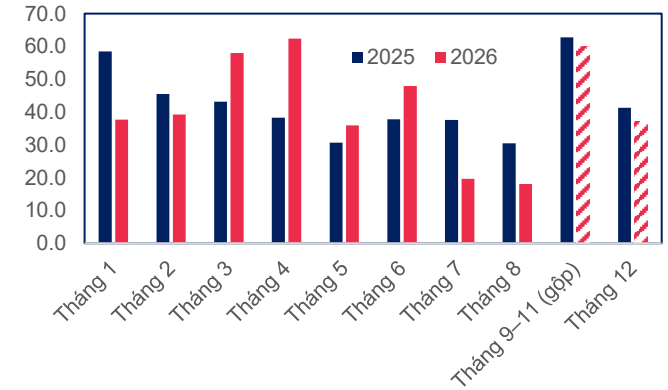
- **Bột sữa nguyên kem (WMP):** Giá tăng nhẹ hơn (+15% sv đầu năm) do sản lượng xuất khẩu của New Zealand (chiếm ~80% nguồn cung) dự báo tăng 13% svck nhờ năng suất đạt đỉnh. Đà tăng gần đây chủ yếu đến từ việc Trung Quốc đẩy mạnh mua vào tại các phiên đấu giá tháng 8-11/26 (chiếm 50-60% khối lượng giao dịch) nhằm bù đắp tồn kho thấp. Tuy nhiên, đây chủ yếu là nhu cầu bổ sung tồn kho ngắn hạn khi sản lượng nhập khẩu WMP cả năm 2026 của Trung Quốc dự báo chỉ đạt 415 nghìn tấn (-2% svck) do kinh tế và tiêu dùng yếu.

Hình 12: Tương quan El Nino/La Nina (nhiệt độ sv mặt nước biển, trục trái) và giá bột sữa SMP và WMP đại diện, cho thấy áp lực tăng giá do rủi ro El Nino cực đoan 2026.



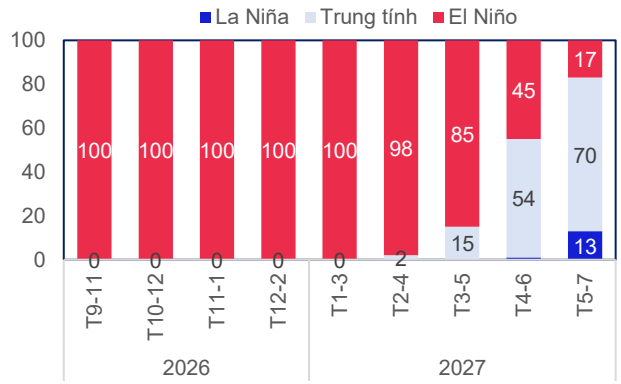
Nguồn: CLAL, GDT, ENSO

Hình 13: Sản lượng nhập khẩu bột sữa nguyên kem (WMP, tấn) của Trung Quốc



Nguồn: CLAL, Yiruwang, MBS Research

Hình 14: Xác suất xảy ra các hiện tượng ENSO (dự báo theo mùa 3 tháng)

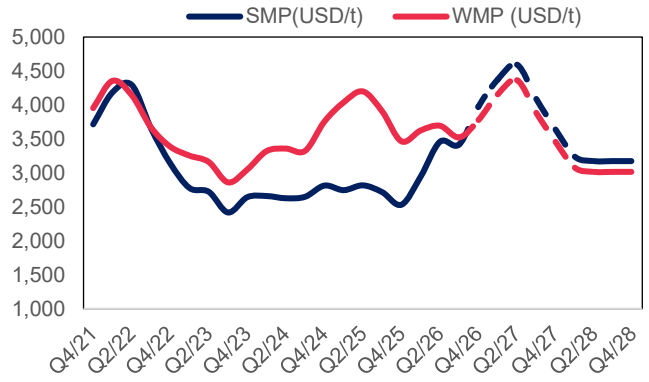


Nguồn: ENSO, MBS Research

Rủi ro tăng giá ngắn hạn vẫn hiện hữu khi chỉ số ONI (chênh lệch nhiệt độ mặt nước biển) đã chạm mức cực đoan +2.5°C, làm gia tăng rủi ro năng suất sữa bò sụt giảm (bò sữa cho năng suất tốt nhất khi thời tiết mát mẻ), đặc biệt tại châu Âu – khu vực cung cấp SMP chính.

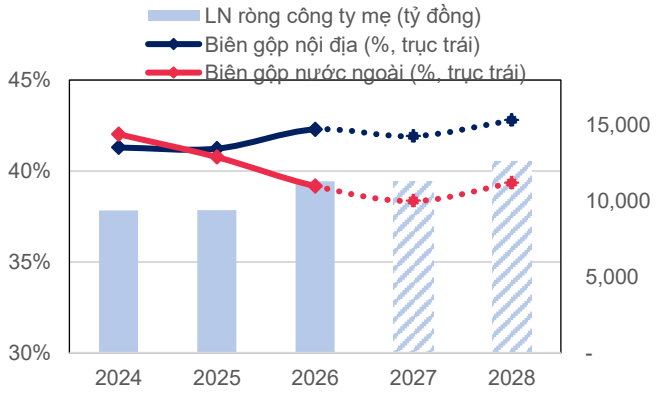
Chúng tôi dự phóng biên gộp nội địa 2027F của VNM chỉ giảm nhẹ 0.4đ% svck xuống 41.9% nhờ 1) tỷ trọng sản phẩm sử dụng bột sữa thấp hơn; 2) tỷ trọng sản phẩm cao cấp và sữa tươi tiếp tục tăng. Ở mảng nước ngoài, do tỷ trọng sản phẩm sử dụng bột sữa cao hơn, biên gộp dự phóng giảm 2.0đ% svck trong 1H27 và đi ngang svck trong 2H27, tương ứng giảm 0.8đ% xuống 38.3% cho cả năm 2027F. Theo đó, biên gộp hợp nhất 2027F dự phóng giảm 0.5đ% xuống 41.1%. Sang 2028, giá bột sữa kỳ vọng hạ nhiệt giúp biên gộp nội địa/nước ngoài cải thiện lần lượt 0.9đ%/1đ%, hỗ trợ LNST tăng 11.1% svck.

Hình 15: Dự phóng giá bột sữa SMP và WMP (USD/tấn)



Nguồn: GDT, MBS Research dự phóng

Hình 16: Dự phóng biên gộp và LNST của VNM



Nguồn: VNM, MBS Research

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HĐKD	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28
Doanh thu thuần	**63,646**	**71,718**	**76,303**	**80,837**
Giá vốn hàng bán	(37,436)	(41,884)	(44,959)	(46,927)
Lợi nhuận gộp	26,209	29,835	31,344	33,910
Chi phí quản lý DN	(1,904)	(2,103)	(2,315)	(2,453)
Chi phí bán hàng	(13,642)	(15,130)	(16,448)	(17,422)
LN từ HĐKD	11,660	14,043	13,967	15,513
EBITDA thuần	12,780	15,064	15,165	16,755
LN trước thuế & lãi vay	**11,976**	**14,460**	**14,430**	**16,002**
Thu nhập lãi	1,497	1,905	1,982	2,099
Chi phí tài chính	(350)	(603)	(655)	(701)
Thu nhập ròng khác	(10)	(16)	-	-
TN từ các Cty LK & LD	(151)	140	59	79
LN trước thuế	**11,650**	**14,027**	**13,967**	**15,513**
Thuế TNDN	(2,236)	(2,657)	(2,514)	(2,792)
Lợi nhuận sau thuế	9,414	11,371	11,453	12,720
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3)	(47)	(115)	(127)
Lợi nhuận ròng	**9,410**	**11,324**	**11,338**	**12,593**
Chi trả cổ tức	(11,264)	(9,091)	(9,091)	(9,091)
Lợi nhuận giữ lại	(1,854)	2,232	2,247	3,502

Bảng cân đối kế toán	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28
Tiền và tương đương tiền	1,795	3,491	4,075	4,922
Đầu tư ngắn hạn	21,355	22,721	23,901	26,377
Phải thu khách hàng	4,702	5,508	5,781	6,120
Hàng tồn kho	6,839	6,755	7,370	7,693
Tổng tài sản ngắn hạn	36,261	40,323	43,021	47,051
Tài sản cố định	12,649	12,150	11,779	11,472
Xây dựng cơ bản dở dang	1,321	1,794	2,131	2,384
BĐS đầu tư	52	50	48	46
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD,LK	957	957	957	957
Các khoản đầu tư dài hạn k	2,073	1,581	1,390	1,199
Tổng tài sản dài hạn	17,051	16,532	16,305	16,058
Tổng tài sản	**53,312**	**56,855**	**59,326**	**63,109**
Vay & nợ ngắn hạn	9,394	10,110	10,779	11,285
Phải trả người bán	3,923	4,603	4,941	5,157
Phải trả ngắn hạn khác	5,203	6,207	6,440	7,128
Tổng nợ ngắn hạn	18,520	20,920	22,159	23,570
Vay & nợ dài hạn	63	60	63	66
Các khoản phải trả khác	246	246	246	246
Tổng Nợ dài hạn	309	306	309	312
Tổng nợ	**18,829**	**21,225**	**22,468**	**23,882**
Vốn điều lệ	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	8,523	9,623	10,736	12,978
Các quỹ thuộc VCSH	1,229	1,229	1,229	1,229
Vốn chủ sở hữu	30,685	31,785	32,898	35,141
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,798	3,845	3,959	4,086
Tổng vốn chủ sở hữu	34,483	35,630	36,857	39,227
Tổng nợ và VCSH	**53,312**	**56,855**	**59,326**	**63,109**

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28
LN trước thuế	11,650	14,027	13,967	15,513
Khấu hao	2,363	2,462	2,584	2,719
Thuế đã nộp	(2,273)	(2,657)	(2,514)	(2,792)
Các khoản điều chỉnh khác	(1,104)	(1,787)	(2,938)	(2,725)
Thay đổi VLĐ	(1,968)	(839)	(1,140)	(1,065)
LCTT từ HĐKD	**8,668**	**11,207**	**9,959**	**11,649**
Đầu tư TSCĐ	(1,762)	(1,670)	(1,758)	(1,844)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	118	-	-	-
LCTT từ đầu tư	**1,976**	**(1,132)**	**(956)**	**(2,221)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	7	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	175	713	672	510
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(11,264)	(9,091)	(9,091)	(9,091)
LCTT từ hoạt động TC	**(11,082)**	**(8,379)**	**(8,419)**	**(8,581)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,226	1,795	3,491	4,075
LC tiền thuần trong năm	(438)	1,696	584	847
Tiền & tương đương tiền cuối	**1,795**	**3,491**	**4,075**	**4,922**

Các chỉ số cơ bản	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28
Tăng trưởng doanh thu thuần	3.0%	12.7%	6.4%	5.9%
Tăng trưởng EBITDA	2.2%	17.9%	0.7%	10.5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	0.6%	20.4%	-0.5%	11.1%
Tăng trưởng LN trước thuế	0.4%	20.4%	-0.4%	11.1%
Tăng trưởng LN ròng	0.2%	20.3%	0.1%	11.1%
Tăng trưởng EPS	0.2%	20.3%	0.1%	11.1%
Biên LN gộp	41.2%	41.6%	41.1%	41.9%
Biên EBITDA	20.1%	21.0%	19.9%	20.7%
Biên LN ròng	14.8%	15.8%	14.9%	15.6%
ROAE	29.9%	36.3%	35.1%	37.0%
ROAA	17.4%	20.6%	19.5%	20.6%
ROIC	23.0%	27.6%	26.5%	27.9%
Vòng quay tài sản	1.2	1.3	1.3	1.3
Cổ tức chi trả/LN ròng	119.7%	80.3%	80.2%	72.2%
Tổng nợ vay/VCSH	27.4%	28.5%	29.4%	28.9%
Nợ vay ròng/VCSH	-39.7%	-45.0%	-46.5%	-50.9%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-25.7%	-28.2%	-28.9%	-31.6%
Khả năng thanh toán lãi vay	32.7	29.1	27.2	28.7
Số ngày phải thu	27.2	27.2	27.2	27.2
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	61.1	61.1	61.1	61.1
Số ngày phải trả tiền bán	36.9	40.1	40.1	40.1
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.0	1.9	1.9	2.0
Khả năng thanh toán nhanh	1.6	1.6	1.6	1.7
Khả năng thanh toán tiền mặt	1.2	1.3	1.3	1.3
Định giá				
EPS	4,503	5,418	5,425	6,026
BVPS	14,682	15,209	15,741	16,814
P/E	12.3	10.2	10.2	9.2
P/B	3.8	3.6	3.5	3.3

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào.Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.
MUAKhả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬPCác cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng, CFA