

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Giá hiện tại	60,500
Giá mục tiêu	66,700
% tăng giá	10.3%
Ngày báo cáo	23/09/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	126,442.3
KLTB 10 ngày	2,623,470
% sở hữu NĐTNN	49.5%
SLCP lưu hành	2,089,955,445
SLCP niêm yết	2,089,955,445
P/E trailing	11.53
P/B (gần nhất)	3.97
ROA	19.45%
ROE	30.73%
EPS (pha loãng)	5,245
Book value	14,765

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk) Tiền thân là Công ty Sữa – Cà phê Miền Nam, Vinamilk được thành lập năm 1976 trên cơ sở tiếp quản ba nhà máy sữa Thống Nhất, Trường Thọ và nhà máy sữa bột Dielac. Lĩnh vực hoạt động chính là chế biến, sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sữa cùng sản phẩm dinh dưỡng, bao gồm sữa nước,... Vinamilk hiện tại chiếm lĩnh khoảng 50% thị phần sữa Việt Nam với hệ thống chuỗi giá trị khép kín từ trang trại đến bàn ăn. Chính thức niêm yết mã VNM trên sàn HOSE vào năm 2006.

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Tăng trưởng tích cực nhờ thị trường quốc tế

- VNM ghi nhận doanh thu Q2/2026 đạt 18.847 tỷ đồng (+12.7% YoY) và LNST tăng trưởng mạnh nhờ biên lợi nhuận cải thiện; lũy kế 6T2026, doanh thu đạt 35.034 tỷ đồng (+17.9% YoY) và LNST đạt 5.643 tỷ đồng (+38.4% YoY), lần lượt hoàn thành 52.7% và 57.4% kế hoạch năm.
- VNM được kỳ vọng duy trì tăng trưởng nhờ đà tăng của thị trường quốc tế, phục hồi tiêu dùng nội địa, cao cấp hóa và đổi mới danh mục sản phẩm, đồng thời cải thiện biên lợi nhuận thông qua tối ưu chi phí; trong dài hạn, mảng thịt bò Niku Ichi có thể trở thành động lực đóng góp mới từ năm 2027.
- Chúng tôi đưa ra định giá với CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk) với khuyến nghị **KHẢ QUAN** và giá mục tiêu là **66,700 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng mức chênh lệch hợp lý là 10.3%.

CHỈ TIÊU	Q2/2025	Q2/2026	%YoY
Doanh số thuần	16,725	18,847	12.7%
Giá vốn hàng bán	(9,703)	(10,643)	9.7%
Lãi gộp	7,022	8,204	16.8%
Thu nhập tài chính	376	426	13.3%
Chi phí tài chính	(110)	(147)	34.5%
Chi phí bán hàng	(3,711)	(4,104)	10.6%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(462)	(521)	12.6%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	3,119	3,909	25.3%
Thu nhập khác, ròng	(23)	(10)	-56.5%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,096	3,899	25.9%
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(608)	(715)	17.7%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,489	3,184	28.0%

Nguồn: VNM

Quan điểm đầu tư:

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu VNM trong năm 2026 đạt **66,700 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng với mức chênh lệch 10.3% so với giá đóng cửa ngày 23/09/2026. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu VNM.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

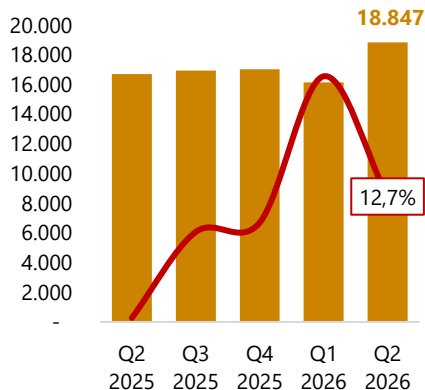
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Doanh thu thuần VNM

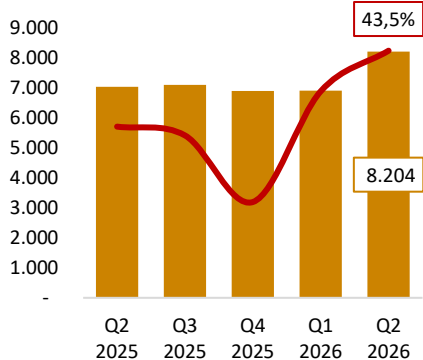
Đơn vị: Tỷ đồng



Doanh số thuần %YoY
Nguồn: VNM

Lợi nhuận gộp VNM

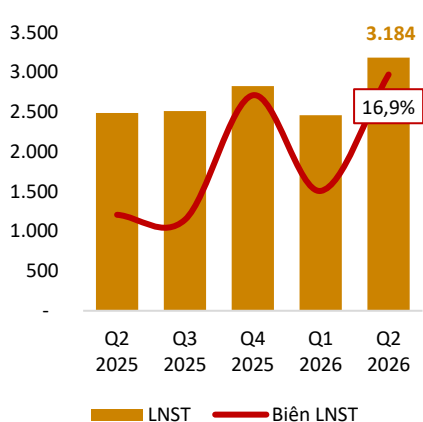
Đơn vị: Tỷ đồng



Lãi gộp Biên LNG
Nguồn: VNM

Lợi nhuận ròng VNM

Đơn vị: Tỷ đồng



LNST Biên LNST
Nguồn: VNM

I. Cập nhật hoạt động kinh doanh

Kết quả kinh doanh tích cực, hoàn thành 53% kế hoạch.

Trong Q2/2026, VNM ghi nhận doanh thu thuần 18.847 tỷ đồng, tăng 12.7% YoY, trong khi lợi nhuận gộp đạt 8.204 tỷ đồng, tăng 16.8% YoY. Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 43.5%, tăng khoảng 80 bps so với Q1/2026 và 150 bps YoY, nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện và giá nguyên liệu đầu vào được kiểm soát.

Hiệu quả hoạt động tiếp tục được cải thiện khi chi phí bán hàng tăng 10.6% YoY lên hơn 4.1 nghìn tỷ đồng, thấp hơn tốc độ tăng doanh thu, qua đó tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu giảm xuống 21.8%, so với 22.2% trong Q2/2025 và 23.1% trong Q1/2026. Nhờ đó, biên lợi nhuận ròng đạt 16.9%, cải thiện đáng kể so với mức 14.9% cùng kỳ và 15.2% trong Q1/2026.

Lũy kế 6T2026, doanh thu thuần đạt 35.034 tỷ đồng, tăng 17.9% YoY, hoàn thành 52.7% kế hoạch năm. LNST đạt 5.643 tỷ đồng, tăng 38.4% YoY, tương đương 57.4% kế hoạch năm 2026, cho thấy tăng trưởng lợi nhuận đang tích cực hơn đáng kể so với tăng trưởng doanh thu nhờ biên lợi nhuận được cải thiện.

Haseco đánh giá kết quả kinh doanh 6T2026 tích cực, với động lực tăng trưởng đến từ cải thiện cơ cấu sản phẩm, mở rộng thị phần và tối ưu hệ thống phân phối, trong khi mặt bằng giá bán được duy trì tương đối ổn định. Đáng chú ý, VNM đã chủ động chốt giá một số nguyên liệu đầu vào đến tháng 11/2026 và một số nguyên liệu đến cuối năm, qua đó giảm thiểu rủi ro biến động giá nguyên liệu đối với biên lợi nhuận trong 2H2026.

Tình hình thực hiện kế hoạch kinh doanh trong 6T2026 VNM

Chỉ tiêu	Kế hoạch 2026	6T2026	%YoY	%KH
Tổng doanh thu	66,477	35,034	17.92%	52.7%
LNTT	12,197	6,914	36.97%	56.7%
LNST	9,828	5,643	38.44%	57.4%

Nguồn: VNM

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

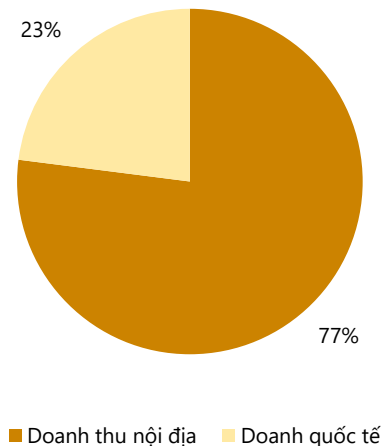
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Cơ cấu doanh thu Q2/2026 VNM



Nguồn: VNM

Dòng sản phẩm Green Farm



Nguồn: VNM

Doanh thu nội địa duy trì ổn định nhờ cấu trúc sản phẩm đa dạng

Doanh thu nội địa Q2/2026 đạt 14.5 nghìn tỷ đồng, tăng 6.6% YoY và 20.2% QoQ. Trong đó, doanh thu nội địa của công ty mẹ đạt 13.4 nghìn tỷ đồng, tăng 3.9% YoY và 17.3% QoQ, mức cao nhất theo quý kể từ năm 2022.

Kết quả này phản ánh sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng, cùng đóng góp tích cực từ các nhóm sản phẩm chủ lực như sữa nước, sữa chua, dinh dưỡng người lớn và sữa công thức trẻ em. Việc mở rộng các dòng sản phẩm cao cấp như Green Farm, sản phẩm giàu đạm và liên tục đổi mới danh mục cũng hỗ trợ VNM duy trì tăng trưởng trong bối cảnh sức mua nội địa chưa phục hồi hoàn toàn. Chúng tôi đánh giá doanh thu nội địa đang duy trì xu hướng ổn định và có dư địa cải thiện khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi rõ nét hơn.

Doanh thu quốc tế tăng trưởng mạnh nhờ các công ty con ở nước ngoài

Doanh thu quốc tế Q2/2026 đạt 4.332 tỷ đồng, tăng 39.2% YoY, trong đó doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài tăng mạnh 79.7% YoY lên 2.200 tỷ đồng, chủ yếu nhờ Angkor Milk tại Campuchia với doanh thu tăng 2.1 lần YoY, trong khi Driftwood Dairy tại Mỹ tăng 3.2%. Doanh thu xuất khẩu cũng tăng 13.0% YoY lên 2.132 tỷ đồng, nhờ nhu cầu tích cực tại Trung Đông, Campuchia và các thị trường khác, bất chấp những gián đoạn logistics liên quan đến eo biển Hormuz.

Chúng tôi cho rằng thị trường quốc tế sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng của VNM trong thời gian tới, đặc biệt khi kết quả kinh doanh tại các công ty con nước ngoài được cải thiện và thị trường xuất khẩu duy trì nhu cầu tích cực.

Vinamilk duy trì chính sách chi trả cổ tức ở mức cao

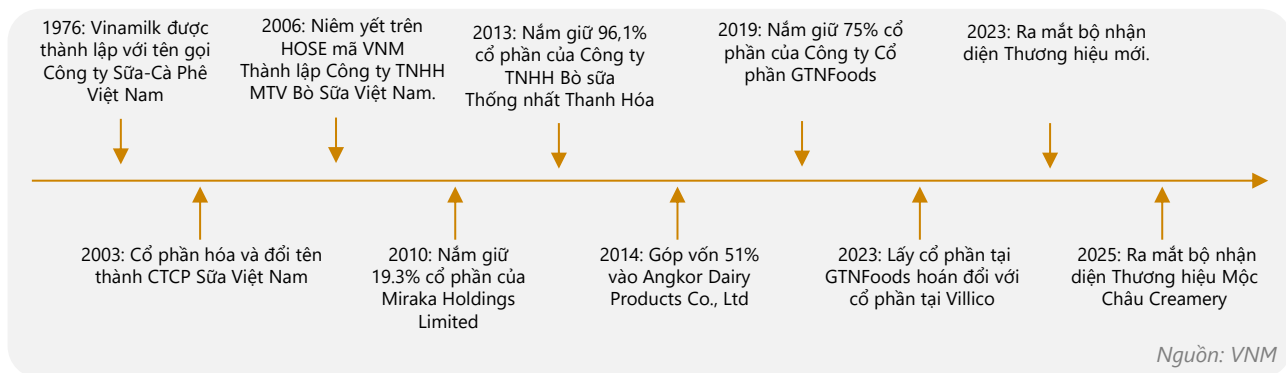
VNM tiếp tục duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt tương đối hấp dẫn. Đối với năm 2025, doanh nghiệp đã thông qua mức cổ tức 4,350 đồng/cp, trong đó 2,500 đồng/cp đã được tạm ứng vào tháng 10/2025 và phần còn lại 1,850 đồng/cp được thanh toán vào 17/07/2026, tương đương tổng giá trị chi trả khoảng 3,866 tỷ đồng cho đợt này. Đối với năm 2026, VNM đặt mục tiêu duy trì cổ tức tiền mặt tối thiểu 50% LNST hợp nhất, tương ứng khoảng 4,914 tỷ đồng nếu hoàn thành kế hoạch LNST 9,828 tỷ đồng, tương đương ước tính khoảng 2,350 đồng/cp.

II. Tổng quan doanh nghiệp



CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk) Tiền thân là Công ty Sữa – Cà phê Miền Nam, Vinamilk được thành lập năm 1976 trên cơ sở tiếp quản ba nhà máy sữa Thống Nhất, Trường Thọ và nhà máy sữa bột Dielac. Lĩnh vực hoạt động chính là chế biến, sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sữa cùng sản phẩm dinh dưỡng, bao gồm sữa nước,... Vinamilk hiện tại chiếm lĩnh khoảng 50% thị phần sữa Việt Nam với hệ thống chuỗi giá trị khép kín từ trang trại đến bàn ăn. Chính thức niêm yết mã VNM trên sàn HOSE vào năm 2006.

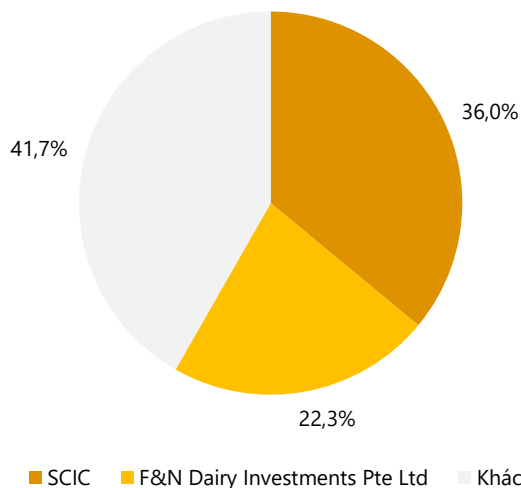
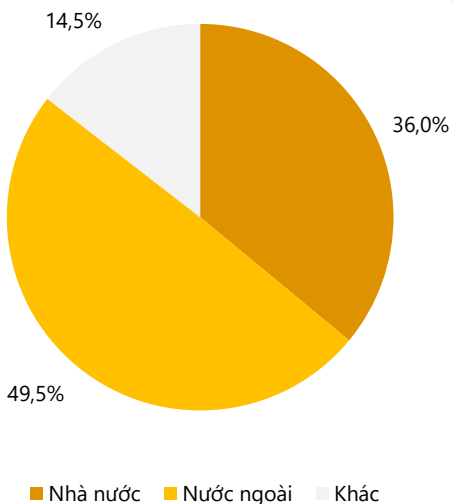
Lịch sử hình thành



Cơ cấu cổ đông

Vinamilk có cơ cấu cổ đông tương đối đặc thù, với Nhà nước hiện nắm giữ 36% cổ phần thông qua đại diện là Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC). Bên cạnh đó, VNM duy trì tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao ở mức 49.5%, cho thấy mức độ quan tâm lớn của khối ngoại đối với doanh nghiệp. Đáng chú ý, nhóm F&N hiện là cổ đông nước ngoài lớn, sở hữu hơn 22% số cổ phiếu lưu hành của VNM.

Cơ cấu cổ đông VNM (30/06/2026)



Nguồn: VNM

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Danh sách các công ty con và công ty liên kết của VNM tại nước ngoài

Công ty	Tỷ lệ sở hữu	Quốc gia
Driftwood Dairy Holdings Corporation	100.0%	Mỹ
Angkor Dairy Products Co., Ltd. (AngkorMilk)	100.0%	Campuchia
Lao-Jagro Development Xiengkhouang Co., Ltd.	92.07%	Lào
Miraka Limited	13.6%	New Zealand

Nguồn: VNM

Sản phẩm thịt bò của Vinamilk với thương hiệu Niku Ichi



Nguồn: VNM

III. Triển vọng doanh nghiệp

Triển vọng tăng trưởng được hỗ trợ bởi thị trường quốc tế, đổi mới sản phẩm và cải thiện hiệu quả vận hành

Trong bối cảnh ngành sữa toàn cầu đã bước vào giai đoạn tương đối trưởng thành, Haseco cho rằng dư địa tăng trưởng của Vinamilk trong trung và dài hạn sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng mở rộng sản lượng tiêu thụ, nâng cấp danh mục sản phẩm và khai thác các thị trường quốc tế có tiềm năng, thay vì dựa vào tăng giá bán.

Tại thị trường nước ngoài, Vinamilk tiếp tục duy trì sự hiện diện tại các thị trường như Hàn Quốc, Nhật Bản và Hồng Kông, trong khi AngkorMilk tại Campuchia được kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng hai chữ số. Với định hướng lựa chọn có trọng điểm các thị trường xuất khẩu, chúng tôi kỳ vọng mảng quốc tế sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng doanh thu của VNM trong những năm tới.

Thị trường nội địa duy trì nền tảng ổn định nhờ cao cấp hóa và đổi mới sản phẩm. Trong dài hạn, VNM có thể tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng thay đổi nhu cầu tiêu dùng theo hướng ưu tiên các sản phẩm có giá trị dinh dưỡng cao, sản phẩm cao cấp và chuyên biệt. Việc mở rộng các dòng sản phẩm như Green Farm, sản phẩm giàu đạm cùng hoạt động nghiên cứu và ra mắt sản phẩm mới giúp doanh nghiệp đa dạng hóa danh mục, đồng thời gia tăng khả năng tiếp cận các phân khúc có mức tăng trưởng tốt. Bên cạnh đó, việc tiếp tục mở rộng độ phủ hệ thống phân phối sẽ là yếu tố quan trọng để VNM gia tăng sản lượng tiêu thụ. Chính sách giá của doanh nghiệp sẽ tiếp tục được điều hành tương đối linh hoạt, với khả năng điều chỉnh tăng khoảng 1–2% khi cần thiết nhằm bù đắp một phần áp lực lạm phát chi phí đầu vào, thay vì thực hiện các đợt tăng giá lớn có thể ảnh hưởng đến sức mua.

Màng thịt bò có thể trở thành động lực đóng góp mới trong dài hạn.

Hoạt động kinh doanh thịt bò cao cấp dưới thương hiệu Niku Ichi, thông qua liên doanh với Sojitz, hiện vẫn trong giai đoạn đầu tư xây dựng thị trường và từng bước mở rộng công suất. Liên doanh đang vận hành trang trại quy mô 5.000 con tại Tam Đảo, với sản lượng giết mổ khoảng 100–150 con/ngày, tập trung vào phân khúc cao cấp và áp dụng quy trình nuôi kéo dài tối thiểu 300 ngày theo tiêu chuẩn kỹ thuật của Nhật Bản. Sau những gián đoạn do COVID-19, BLĐ kỳ vọng mảng này có thể đạt điểm hòa vốn hoặc bắt đầu đóng góp khiêm tốn vào lợi nhuận từ 2027.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá triển vọng lợi nhuận của VNM tích cực, với động lực chính đến từ tăng trưởng doanh thu quốc tế, phục hồi tiêu dùng nội địa, cao cấp hóa danh mục sản phẩm và cải thiện hiệu quả chi phí.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



IV. Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi đưa ra định giá với CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk) với khuyến nghị **KHẢ QUAN** và giá mục tiêu là **66,700 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng mức chênh lệch hợp lý là 10.3%. Haseco cho rằng, VNM có triển vọng kinh doanh đến từ duy trì ổn định hoạt động kinh doanh trong nước bên cạnh mở rộng khai thác thị trường quốc tế.

Phương pháp định giá:

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/E và P/B với tỷ lệ 50:50, chúng tôi ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu VNM trong năm 2026 đạt **66,700 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng với mức chênh lệch 10.3% so với giá đóng cửa ngày 23/09/2026. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu VNM.

Định giá VNM	
Định giá PE	
EPS	4,502
P/E dư.phóng	15.31
Định giá (1)	68,900
Chênh lệch	13.9%
Định giá PB	
BVPS	14,682
P/B dư.phóng	4.39
Định giá (2)	64,500
Chênh lệch	6.6%
Tổng hợp định giá = ((1) + (2))/2	66,700
Giá hiện tại (17/09/2026)	60,500
Upside	10.3%

Nguồn: Haseco ước tính



Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825