

聚焦轉型與成長

3/6/2025

建議	買入
合理價格	70,400
收盤價	55,500
上漲/下跌空間	27%

股票資訊

流通股數(百萬)	2,090.0
自由流通股數(%)	35%
市值(十億越盾)	120,590
最近三個月平均成交量	4,408,236
外資持股率(%)	48.8%
上市首日	19/01/2006

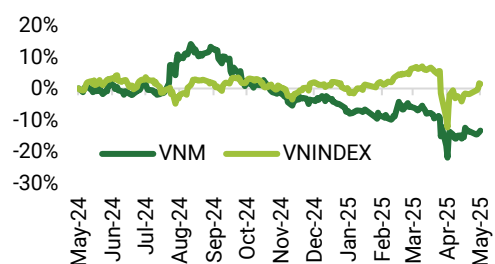
股東結構

SCIC	36.0%
F&N Dairy Investments Private Limited	17.7%
Platinum Victory Private Limited	10.6%
F&NBEV Manufacturing PTE.Ltd	2.7%
其他股東	33.0%

財務比率

最近十二個月每股盈餘(越盾)	3,752
每股淨值(越盾)	16,123
負債/業主權益(%)	27.15%
資產報酬率(%)	16.44%
資本報酬率(%)	23.93%
本益比	15.28
股價淨值比	3.58
股息殖利率(%)	5.11%

股價波動



公司簡介

Vinamilk 前身為南越牛奶咖啡公司，為食品工業局的旗下公司，成立於 1976 年。VNM 為越南最大牛奶公司，經銷據點遍佈在全國省市，產品類別逾 250 類。VNM 牛奶營收佔整體奶製品營收的 40%。

分析師

Duong Trung Hoa
hoaduong@phs.vn

- 據越南牛奶股份公司 (Vinamilk, VNM) 公布 2025 年第一季財報之數據顯示，營收淨額較去年同期萎縮 8.3% 至 12.935 兆越盾，稅後盈餘亦縮減 28.1% 至 1.578 兆越盾。國內營收萎縮 12.9%，加上原物料成本仍處高檔，使毛利率下降 1.61 個基點至 40.3%。
- 公司計畫 2025 年營收將成長 4.3% 至 64.505 兆越盾，稅後盈餘將擴增 2.4% 至 9.68 兆越盾。公司消息指出，“越南牛奶夢想”店重整後，加以成本在下半年可能回穩，以及 Vinabeef 開始進入商業化階段（銷售和批量生產），這將為 2025 年營收成長之新動能。
- 以現金流量折現法 (DCF) 與本益比法 (P/E) 等兩個評估方式，我們得出 VNM 合理股價為每股 70,400 越盾，較現實價格仍有 27% 上漲空間，因此給予買入評等。

2025 第一季業績表現回顧：

傳統通路與“越南牛奶夢想”店的重整

據越南牛奶股份公司 (Vinamilk, VNM) 公布 2025 年第一季財報之數據顯示，營收較去年同期萎縮 8.3% 至 12.935 兆越盾，稅後盈餘亦縮減 28.1% 至 1.578 兆越盾，分別達成我們預期的 20% 及 16%。毛利縮減 11.9% 至 5.21 兆越盾，毛利率亦下降 1.61 個基點至 40.3%。

營收與獲利縮減主因包括：

- 國內市場需求疲弱：**國內營收為 10.011 兆越盾 (年減 12.9%)，反映消費動能沉沒與競爭加劇。公司於第一季聚焦「越南牛奶夢想」店與傳統通路之重整，其已於 2025 年 4 月國內營收表現中逐漸顯現成效。外銷營收表現則搶眼，連續 7 季維持成長，來到 2.924 兆越盾 (年增 11.8%)。
- 原料成本居高不下：**第一季平均成本上升 4.5%，主因原乳價格自 2024 年第四季起維持高檔。雖公司提前 3 至 6 個月採購主要原料，惟全脂及脫脂奶粉價格仍分別較去年同期上漲 22% 與 1%。預期自 2025 年下半年起，原奶價格漲幅可望趨緩。

總計，VNM 第一季營收已完成全年計畫 (64.505 兆越盾) 之 20%，稅後盈餘則僅完成全年目標 (9.680 兆越盾) 之 16%。

4 月營收大幅回升：

VNM 消息指出，2025 年 4 月 VNM 國內營收較去年同期成長逾 10%，亦較第一季月均營收成長 41%，主因受到傳統銷售 (佔整體營收權重大) 回溫之支持。該通路的銷售雖於第一季大幅萎縮，惟 4 月已明顯回升。其中，奶粉營收較去年同期成長超過 35%，並較 2025 年第一季月平均高出約 70%。其中，奶粉業務表現搶眼，單月營收較去年同期大幅成長超過 35%，並較 2025 年第一季月平均高出約 70%。此成長動能除來自通路重整效果外，亦受到政策面帶動市場轉向正規品牌的支持。越南公安部近期破獲一起涉及河內及其週邊省的大規模假奶粉製造與銷售案後，總理已於 2025 年 4 月 17 日簽署第 40/CD-TTg 號公文，指示各部門加強對奶粉製造與分銷之監管。預期未來消費者對奶粉品質將更加關注與挑剔，這將為 VNM 奶粉產品帶來中期成長新契機。