

## Ngành Dược phẩm: Triển vọng tươi sáng nhờ lực đẩy chính sách

**Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA**  
 Trưởng phòng  
 giang.bnc@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 369

**Trần Hương Mỹ**  
 Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng  
 my.th@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 362

- Thị trường dược phẩm tăng 9% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2025, được dẫn dắt bởi kênh bán lẻ và nhu cầu thuốc kê đơn cao. Các doanh nghiệp dược niêm yết ghi nhận KQKD 9 tháng đầu năm 2025 nhìn chung tích cực, với tổng doanh thu thuần tăng 10% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần tăng 13% so với cùng kỳ.
- Triển vọng dài hạn vẫn vững chắc nhờ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ, bao gồm bảo hiểm y tế toàn dân, khám sức khỏe định kỳ miễn phí hằng năm, tăng cường y tế cơ sở cũng như nâng cao tuổi thọ bình quân. Mục tiêu đến năm 2045, quy mô thị trường được đạt 20 tỷ USD, với 80% sản lượng được sản xuất trong nước và mở rộng công suất đạt chuẩn EU-GMP.
- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP và nâng khuyến nghị đối với DHG lên Tăng tỷ trọng, phản ánh triển vọng lợi nhuận vững chắc.

### Kết quả từ đầu năm nhìn chung tích cực

Trong nửa đầu năm 2025, tổng giá trị thị trường dược phẩm đạt 231 nghìn tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ. Kênh bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, đóng góp 61% giá trị thị trường và tăng 11% so với cùng kỳ, trong khi kênh bệnh viện chiếm 39% và tăng nhẹ hơn ở mức 6% so với cùng kỳ. Các doanh nghiệp dược niêm yết ghi nhận KQKD 9 tháng đầu năm 2025 nhìn chung tích cực, với tổng doanh thu thuần tăng 10% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần tăng 13% so với cùng kỳ.

### Triển vọng dài hạn tiếp tục vững vàng

Mặc dù tình trạng ngập lụt tại khu vực miền Trung tạm thời làm giảm nhu cầu, chủ yếu ở kênh OTC, HSC vẫn kỳ vọng doanh thu sẽ phục hồi nhanh chóng khi điều kiện thời tiết trở lại bình thường.

Về dài hạn, triển vọng của ngành tiếp tục được hỗ trợ mạnh mẽ bởi các chính sách của Chính phủ. Khung chính sách y tế và dược phẩm mới đây của Chính phủ, được nhấn mạnh trong Nghị quyết 72-NQ/TW và trước đó là Quyết định 1165/QĐ-TTg, đặt ra các mục tiêu đầy tham vọng cho giai đoạn 2030-2045, bao gồm bảo hiểm y tế toàn dân, khám sức khỏe định kỳ miễn phí hằng năm, tăng cường y tế cơ sở, nâng cao tuổi thọ bình quân, và mục tiêu 20 tỷ USD cho ngành dược, với 80% sản lượng sản xuất trong nước cùng việc mở rộng công suất đạt chuẩn EU-GMP.

### Khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP và DHG

**IMP:** HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP nhưng giảm 8% giá mục tiêu xuống 53.500đ. Chúng tôi giảm nhẹ 2-4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhưng vẫn kỳ vọng lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 14-16% trong ba năm tới. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 16% trong năm 2025 đạt 371 tỷ đồng, 14% năm 2026 đạt 423 tỷ đồng và 14% năm 2027 đạt 482 tỷ đồng.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, IMP đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 18,8 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn (hay 4%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 18,6 lần, hơi cao hơn bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17 lần (doanh nghiệp Việt Nam: 14,4 lần; khu vực: 18,2 lần).

**DHG:** HSC nâng khuyến nghị đối với DHG lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 9% giá mục tiêu lên 118.500đ. Sau KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2025 tích cực, chúng tôi tăng mạnh 18-26% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 30% trong năm 2025 đạt 1.009 tỷ đồng, 11% trong năm 2026 đạt 1.121 tỷ đồng và 8% trong năm 2027 đạt 1.211 tỷ đồng.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1% trong 3 tháng qua, DHG đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,6 lần, tương đương bình quân kể từ năm 2021. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 12,4 lần, thấp hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17,8 lần.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/11.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
DHG	102,600	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	118,500	8.22	15.5	13.8	12.4	10.7	9.79	9.75	9.75
IMP	47,250	Tăng tỷ trọng	-	53,500	(7.76)	13.2	21.2	18.6	11.9	11.0	1.06	1.06

*Giá cổ phiếu tại ngày 20/11/2025.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

## Mục lục

<b>Triển vọng tích cực vẫn vững vàng; khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP và DHG</b>	<b>3</b>
Ngành Dược phẩm – kết quả từ đầu năm nhìn chung tích cực	3
Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP và nâng khuyến nghị đối với DHG lên Tăng tỷ trọng	5
<b>Báo cáo thành phần</b>	
CTCP Dược Hậu Giang (DHG)	6
CTCP Dược phẩm IMEXPHARM (IMP)	12

---

## Triển vọng tích cực vẫn vững vàng; khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP và DHG

Thị trường dược phẩm tăng 9% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2025 đạt 231 nghìn tỷ đồng, được dẫn dắt bởi kênh bán lẻ (tăng 11% so với cùng kỳ) và nhu cầu cao đối với thuốc kê đơn (tăng 12% so với cùng kỳ). Các doanh nghiệp dược niêm yết ghi nhận KQKD 9 tháng đầu năm 2025 nhìn chung tích cực, với tổng doanh thu thuần tăng 10% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần tăng 13% so với cùng kỳ. Tình trạng ngập lụt tại miền Trung tạm thời làm giảm nhu cầu, chủ yếu ở kênh OTC, nhưng doanh thu thường phục hồi nhanh khi điều kiện thời tiết bình thường trở lại, nhờ nhu cầu dồn nén và các vấn đề sức khỏe phát sinh sau lũ. Triển vọng dài hạn tiếp tục được hỗ trợ mạnh bởi các chính sách của Chính phủ. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP và nâng khuyến nghị đối với DHG lên Tăng tỷ trọng, phản ánh triển vọng lợi nhuận tăng trưởng vững chắc.

### Ngành Dược phẩm – kết quả từ đầu năm nhìn chung tích cực

#### Giá trị thị trường dược phẩm tăng 9% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2025

Trong nửa đầu năm 2025, tổng giá trị thị trường dược phẩm đạt 231 nghìn tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ. Kênh bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, đóng góp 61% giá trị thị trường và tăng 11% so với cùng kỳ, trong khi kênh bệnh viện chiếm 39% và tăng khiêm tốn 6% so với cùng kỳ. Xét theo loại sản phẩm, nhóm thuốc kê đơn chiếm tỷ trọng lớn nhất với 67% và tăng mạnh 12% so với cùng kỳ, trong khi nhóm OTC chiếm 33% và tăng 4% so với cùng kỳ.

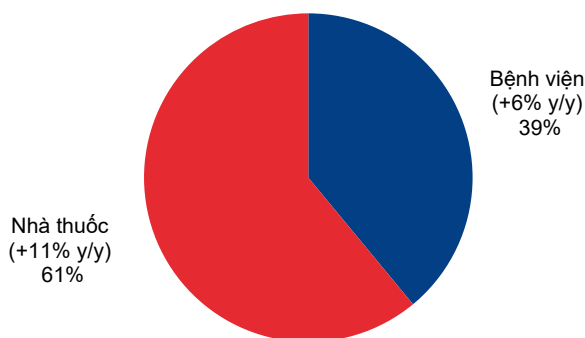
#### KQKD của các doanh nghiệp dược niêm yết nhìn chung tích cực

Doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp dược niêm yết nhìn chung đều cao trong 9 tháng đầu năm 2025. Theo Bảng 2, doanh thu phục hồi tốt với tổng doanh thu thuần của 7 doanh nghiệp niêm yết tăng 12% so với cùng kỳ trong Q3/2025 và tăng 10% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2025. Tăng trưởng diễn ra trên diện rộng, dẫn đầu bởi TRA, DMC, DHT và DCL – các doanh nghiệp đều ghi nhận mức tăng doanh thu hai chữ số mạnh trong cả quý và kể từ đầu năm. IMP cũng ghi nhận mức tăng trưởng ổn định 16% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2025 nhờ năng lực sản xuất đạt chuẩn EU-GMP tiếp tục mở rộng, trong khi DHG và DBD ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn hơn. Nhìn chung, kết quả của ngành phản ánh nhu cầu ổn định đối với các loại thuốc thiết yếu và xu hướng dịch chuyển sang các sản phẩm có giá trị gia tăng cao, đáp ứng tiêu chuẩn chất lượng nghiêm ngặt.

Bảng 3 cho thấy bức tranh lợi nhuận nhìn chung tích cực dù có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp dược niêm yết, với tổng lợi nhuận thuần tăng 17% so với cùng kỳ trong Q3/2025 và tăng 13% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2025. DHG tiếp tục là động lực chính của ngành, ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số mạnh mẽ nhờ đà tăng doanh thu vững chắc và tỷ suất lợi nhuận cải thiện từ mức nền thấp trong năm 2024. IMP cũng ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận 21% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2025, được hỗ trợ bởi năng lực sản xuất đạt chuẩn EU-GMP tiếp tục mở rộng. TRA ghi nhận sự phục hồi mạnh nhất với lợi nhuận Q3/2025 tăng mạnh 79% so với cùng kỳ. Ngược lại, một số doanh nghiệp chịu áp lực lợi nhuận, khi lợi nhuận của DBD giảm và DMC, DHT, DCL đều ghi nhận mức suy giảm đáng kể. Dù có sự phân hóa, ngành dược nhìn chung vẫn duy trì được khả năng sinh lời vững chắc trong 9 tháng đầu năm 2025.

**Biểu đồ 1: Cơ cấu giá trị thị trường dược phẩm theo kênh phân phối trong 6 tháng đầu năm, Việt Nam**

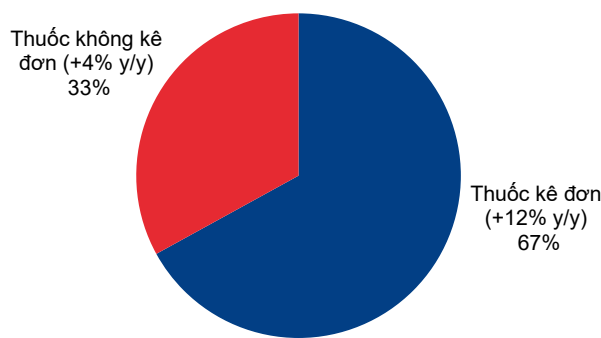
Doanh thu kênh nhà thuốc tăng 11% so với cùng kỳ và chiếm tỷ trọng 61% trong 6 tháng đầu năm 2025



Nguồn: IQVIA

**Biểu đồ 2: Cơ cấu giá trị thị trường dược phẩm theo loại thuốc trong 6 tháng đầu năm 2025, Việt Nam**

Doanh thu thuốc kê đơn tăng 12% so với cùng kỳ, đóng góp 67% vào doanh thu trong 6 tháng đầu năm 2025



Nguồn: IQVIA

**Bảng 3: Doanh thu thuần Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025 của bảy công ty dược niêm yết tại Việt Nam**

Tổng doanh thu thuần tăng 10% trong 9 tháng đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
DHG	1,062	1,146	8%	3,426	3,524	3%
IMP	545	574	5%	1,553	1,800	16%
DBD	433	440	2%	1,250	1,355	8%
TRA	564	676	20%	1,731	1,936	12%
DMC	448	529	18%	1,329	1,508	13%
DHT	544	639	17%	1,544	1,709	11%
DCL	236	286	21%	797	949	19%
<b>Tổng</b>	<b>3,831</b>	<b>4,288</b>	<b>12%</b>	<b>11,630</b>	<b>12,782</b>	<b>10%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 4: Lợi nhuận thuần Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025 của bảy công ty dược niêm yết tại Việt Nam**

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, tổng lợi nhuận thuần của các công ty tăng 13% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
DHG	156	210	34%	571	713	25%
IMP	72	77	6%	200	242	21%
DBD	75	60	-20%	215	231	8%
TRA	44	78	79%	176	201	14%
DMC	28	33	17%	126	107	-15%
DHT	20	12	-43%	55	49	-11%
DCL	2	(6)	-471%	35	16	-54%
<b>Tổng</b>	<b>397</b>	<b>463</b>	<b>17%</b>	<b>1,377</b>	<b>1,558</b>	<b>13%</b>

Nguồn: HSC ước tính

### Tác động của lũ lụt: Nhu cầu giảm trong thời gian ngập lụt, phục hồi mạnh sau lũ

Trong vài ngày gần đây, tình trạng ngập lụt nghiêm trọng đã ảnh hưởng đến khu vực miền Trung, với lượng mưa kỷ lục gây ra ngập úng diện rộng và sạt lở tại các tỉnh như Khánh Hòa, Dak Lak và Lâm Đồng. Do đó, doanh số dược phẩm tại các khu vực này chậm lại hoặc duy trì ở mức thấp, đặc biệt ở kênh OTC, do việc vận chuyển bị gián đoạn, nhiều khu vực bị cô lập và các nhà thuốc nhỏ hạn chế dự trữ hàng hóa. Kênh ETC nhìn chung ít bị gián đoạn hơn và thường ghi nhận nhu cầu cao hơn đối với các dịch vụ cấp cứu và các bệnh phát sinh do lũ lụt. Nhìn chung, doanh thu ngành có xu hướng giảm trong thời gian ngập lụt nhưng thường phục hồi nhanh khi nước rút, với nhu cầu dồn nén và sự gia tăng các vấn đề sức khỏe sau lũ.

Sau khi nước lũ rút, nhu cầu dược phẩm thường phục hồi nhanh và mạnh do sự gia tăng các ca bệnh về đường tiêu hóa, hô hấp, bệnh da liễu và các bệnh lây truyền qua

nguồn nước. Các hộ gia đình thường bổ sung dự trữ các thuốc thiết yếu như Oresol, thuốc hỗ trợ tiêu hóa, thuốc ho-cảm, dung dịch sát khuẩn, kem trị nấm và các vật dụng sơ cứu, qua đó giúp doanh số OTC tăng đáng kể. Đồng thời, các bệnh viện và phòng khám sẽ ghi nhận lượng bệnh nhân tăng lên do các vấn đề sức khỏe sau lũ, hỗ trợ nhu cầu từ kênh ETC.

### Triển vọng dài hạn vẫn tích cực nhờ sự hỗ trợ từ Chính phủ

Ngày 9/9/2025, Bộ Chính trị đã ban hành Nghị quyết 72-NQ/TW, đề ra các giải pháp mang tính đột phá nhằm tăng cường hệ thống y tế. Đến năm 2030, các mục tiêu chính gồm nâng tuổi thọ bình quân lên 75,5 tuổi với ít nhất 68 năm sống khỏe mạnh, tăng chiều cao bình quân của trẻ em thêm 1,5 cm và đảm bảo tỷ lệ bao phủ tiêm chủng trên 95%. Bắt đầu từ năm 2026, người dân sẽ được khám sức khỏe định kỳ hằng năm miễn phí với hồ sơ sức khỏe điện tử suốt đời, và viện phí cơ bản trong phạm vi bảo hiểm y tế sẽ được miễn hoàn toàn vào năm 2030. Kế hoạch cũng đặt mục tiêu nâng cao năng lực y tế cơ sở bằng cách đảm bảo mỗi trạm y tế xã có 4-5 bác sĩ vào năm 2027 và tăng tỷ lệ lượt khám có bảo hiểm y tế tại các trạm này lên trên 20%. Tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế dự kiến vượt 95% vào năm 2026 (từ mức 93% năm 2023) và đạt bao phủ toàn dân vào năm 2030 thông qua các mô hình bảo hiểm đa dạng.

Xa hơn, tầm nhìn đến năm 2045 là nâng tuổi thọ trung bình của người Việt Nam vượt mức 80 tuổi, hướng tới đưa các chỉ số sức khỏe của Việt Nam tiệm cận với các quốc gia phát triển.

Trước đó, Quyết định 1165/QĐ-TTg (ban hành tháng 11/2023) đã đề ra Chiến lược phát triển ngành dược quốc gia đến năm 2030, đặt mục tiêu quy mô ngành đạt 20 tỷ USD và 80% sản lượng thuốc được sản xuất trong nước. Lộ trình này hướng đến việc 20% doanh nghiệp sản xuất đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương, qua đó đưa Việt Nam trở thành trung tâm sản xuất dược phẩm giá trị cao trong khu vực. Bên cạnh đó, Luật Dược và Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi năm 2024 giúp tăng cường ưu đãi đầu tư và mở rộng phạm vi chi trả bảo hiểm, góp phần thúc đẩy nhanh các mục tiêu chiến lược của ngành.

### Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP và nâng khuyến nghị đối với DHG lên Tăng tỷ trọng

**IMP:** HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP nhưng giảm 8% giá mục tiêu xuống 53.500đ. Chúng tôi giảm nhẹ 2-4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhưng vẫn kỳ vọng lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 14-16% trong ba năm tới. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 16% trong năm 2025 đạt 371 tỷ đồng, 14% năm 2026 đạt 423 tỷ đồng và 14% năm 2027 đạt 482 tỷ đồng.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, IMP đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 18,8 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn (hay 4%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 18,6 lần, hơi cao hơn bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17 lần (doanh nghiệp Việt Nam: 14,4 lần; khu vực: 18,2 lần).

**DHG:** HSC nâng khuyến nghị đối với DHG lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 9% giá mục tiêu lên 118.500đ. Sau KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2025 tích cực, chúng tôi tăng mạnh 18-26% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 30% trong năm 2025 đạt 1.009 tỷ đồng, 11% trong năm 2026 đạt 1.121 tỷ đồng và 8% trong năm 2027 đạt 1.211 tỷ đồng.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1% trong 3 tháng qua, DHG đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,6 lần, tương đương bình quân kể từ năm 2021. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 12,4 lần, thấp hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17,8 lần

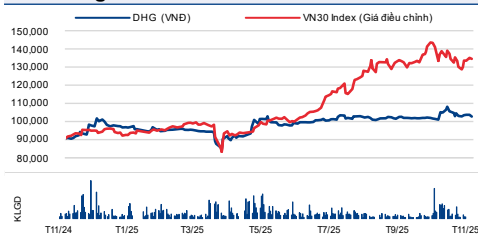
**Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)**

Giá mục tiêu: VNĐ118,500 (từ VNĐ109,500)  
Tiềm năng tăng/giảm: 15.5%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (20/11/2025)</b>	<b>102,600</b>
Mã Bloomberg	DHG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	84,556-108,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	103,125
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,415
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	509
Slg CP lưu hành (tr.đv)	131
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	131
Slg CP NN được mua (tr.đv)	59.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	54.2%
Tỷ lệ freefloat	2.85%
Cổ đông lớn	Dược phẩm Taisho (51.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.58	0.59	13.1
So với chỉ số	0.16	(3.07)	(24.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	7,449	6,441	15.7
2026F	8,272	6,885	20.2
2027F	8,937	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

DHG Pharma sản xuất và kinh doanh dược phẩm, thực phẩm chức năng và mỹ phẩm. Công ty sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp trên toàn quốc.

**Chuyên viên phân tích**

**Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA**

Trưởng phòng  
giang.bnc@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 369

**Trần Hương Mỹ**

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng  
my.th@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 362

**Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng nhờ triển vọng khởi sắc**

- HSC nâng khuyến nghị đối với DHG lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 8% giá mục tiêu lên 118.500đ.
- Với KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2025 tích cực, chúng tôi tăng mạnh 18-26% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, theo đó lợi nhuận thuần tăng trưởng 30% trong năm 2025, 11% năm 2026 và 8% năm 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 1% trong 3 tháng qua, DHG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,6 lần, tương đương bình quân kể từ tháng 1/2021.

**Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025**

DHG ghi nhận một quý tích cực nữa trong Q3/2025, với doanh thu tăng 8% so với cùng kỳ bất chấp áp lực ở kênh OTC do những quy định mới về hóa đơn. Doanh thu sản phẩm tự sản xuất tăng 8% so với cùng kỳ và doanh thu sản phẩm nhập khẩu tăng 4% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh lên mức 49% (so với 43,4% trong Q3/2024), được hỗ trợ bởi tỷ suất lợi nhuận sản phẩm tự sản xuất cao hơn và hiệu quả chi phí cải thiện khi sản lượng sản xuất phục hồi từ mức nền thấp của năm ngoài.

**Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027**

Với KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2025 tích cực, HSC tăng mạnh 18-26% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 30% trong năm 2025 đạt 1.009 tỷ đồng, 11% trong năm 2026 đạt 1.121 tỷ đồng và 8% trong năm 2027 đạt 1.211 tỷ đồng.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1% trong 3 tháng qua, DHG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,6 lần, tương đương bình quân kể từ tháng 1/2021. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 12,4 lần, thấp hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17,8 lần. HSC tăng 8% giá mục tiêu lên 118.500đ và nâng khuyến nghị đối với DHG lên Tăng tỷ trọng.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,140	1,090	1,277 ▲	1,422 ▲	1,537 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,051	779	1,009 ▲	1,121 ▲	1,211 ▲
EPS ĐC (đồng)	7,770	5,763	7,449 ▲	8,272 ▲	8,937 ▲
DPS (đồng)	3,500	7,500	10,000	10,000	7,500
BVPS (đồng)	37,117	31,318	28,822	27,157 ▲	28,663 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.2	12.8	10.7	9.79	8.98
P/E ĐC (lần)	13.2	17.8	13.8	12.4	11.5
Lợi suất cổ tức (%)	3.41	7.31	9.75	9.75	7.31
P/B (lần)	2.76	3.28	3.56	3.78	3.58
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	6.17	(25.8)	29.3	11.0	8.03
ROAE (%)	23.0	17.4	25.7	30.6	33.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Tăng 8% giá mục tiêu và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

DHG duy trì kết quả tích cực trong Q3/2025 với doanh thu tăng trưởng vững chắc và tỷ suất lợi nhuận tiếp tục cải thiện, qua đó thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số. Doanh thu thuần tăng 8% so với cùng kỳ đạt 1.146 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng mạnh 34% đạt 210 tỷ đồng, vượt 11% so với dự báo của HSC. Với KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2025 tích cực, chúng tôi tăng mạnh 18-26% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, theo đó lợi nhuận thuần tăng trưởng 30% trong năm 2025, 11% năm 2026 và 8% năm 2027. HSC chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026, tăng 8% giá mục tiêu lên 118.500đ và nâng khuyến nghị đối với DHG lên Tăng tỷ trọng.

### KQKD Q3/2025 vượt kỳ vọng

DHG ghi nhận một quý tích cực nữa trong Q3/2025, với doanh thu tăng 8% so với cùng kỳ bất chấp áp lực ở kênh OTC do những quy định mới về hóa đơn. Doanh thu sản phẩm tự sản xuất tăng 8% so với cùng kỳ và doanh thu sản phẩm nhập khẩu tăng 4% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh lên mức 49% (so với 43,4% trong Q3/2024), được hỗ trợ bởi tỷ suất lợi nhuận sản phẩm tự sản xuất tăng và hiệu quả chi phí cải thiện khi sản lượng sản xuất phục hồi từ mức nền thấp của năm ngoái.

Chi phí bán hàng & quản lý tăng 12% so với cùng kỳ, giữ tỷ lệ chi phí/doanh thu gần như ổn định ở mức 29,4%. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng mạnh 34% so với cùng kỳ đạt 210 tỷ đồng, vượt 11% so với kỳ vọng, với tỷ suất lợi nhuận thuần cải thiện lên mức 18,3%. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu tăng 3% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần tăng 25% so với cùng kỳ đạt 713 tỷ đồng, bằng 83% dự báo cả năm của HSC trước kỳ công bố KQKD.

### Điều chỉnh tăng dự báo giai đoạn 2025-2027

Với KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2025 tích cực, HSC điều chỉnh tăng 18-26% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Dự báo doanh thu cũng được điều chỉnh tăng 5-8%. Cụ thể:

- Năm 2025: HSC tăng 18% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.009 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 30%. Dự báo doanh thu thuần được điều chỉnh tăng 5% lên 5.079 tỷ đồng.
- Năm 2026: HSC tăng 23% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.121 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 11%. Dự báo doanh thu thuần được điều chỉnh tăng 7% lên 5.425 tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 7%.
- Năm 2027: Chúng tôi tăng 25% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.211 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 8%. Dự báo doanh thu thuần được điều chỉnh tăng 8% lên 5.744 tỷ đồng, tăng trưởng 6%.

Dự báo của chúng tôi cho thấy trong Q4/2025, lợi nhuận thuần sẽ tăng mạnh 42% so với cùng kỳ đạt 296 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 1.555 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ. Sự phục hồi mạnh của lợi nhuận chủ yếu phản ánh việc không còn khoản chi phí không thường xuyên trong Q4/2024, khi DHG ghi nhận 56 tỷ đồng "chi phí khác" liên quan đến chi phí khấu hao còn lại của nhà máy beta-lactam cũ sau khi di dời.

**Bảng 5: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, DHG**

HSC nâng 18-25% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
<b>2025F</b>				
Doanh thu thuần	4,833	5,079	5.1%	4.0%
Lợi nhuận thuần	858	1,009	17.6%	29.6%
<b>2026F</b>				
Doanh thu thuần	5,073	5,425	6.9%	6.8%
Lợi nhuận thuần	914	1,121	22.7%	11.0%
<b>2027F</b>				
Doanh thu thuần	5,313	5,744	8.1%	5.9%
Lợi nhuận thuần	971	1,211	24.7%	8.0%

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 6: Cơ cấu doanh thu thuần, DHG**

Chúng tôi điều chỉnh tăng 3-6% giá định doanh thu thuốc tự sản xuất

Tỷ đồng	2024		2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới	
Doanh thu thuốc tự sản xuất	4,311	4,544	4,676	4,770	5,002	4,996	5,300	
Tăng trưởng	-2.3%	5.4%	8.5%	5.0%	7.0%	4.7%	6.0%	
Điều chỉnh			2.9%		4.9%		6.1%	
Doanh thu thương mại & doanh thu khác	574	286	400	300	420	318	444	
Tăng trưởng		-50.3%	-30.4%	5.0%	5.0%	6.0%	5.7%	
Điều chỉnh			40.0%		40.0%		39.6%	
<b>Tổng</b>	<b>4,885</b>	<b>4,833</b>	<b>5,079</b>	<b>5,073</b>	<b>5,425</b>	<b>5,313</b>	<b>5,744</b>	
Tăng trưởng	-2.6%	-1.1%	4.0%	5.0%	6.8%	4.7%	5.9%	
Điều chỉnh			5.1%		6.9%		8.1%	

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 7: Ước tính KQKD Q4/2025, DHG**

HSC dự báo lợi nhuận Q4 sẽ tăng mạnh 42%

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,062	1,146	7.9%	3,426	3,524	2.9%	1,459	1,555	6.6%
Giá vốn hàng bán	(601)	(584)	-2.8%	(1,955)	(1,810)	-7.4%	(792)	(804)	1.5%
Lợi nhuận gộp	461	562	21.8%	1,471	1,714	16.5%	666	750	12.6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43.4%	49.0%		42.9%	48.6%		45.7%	48.3%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	18	15	-18.5%	52	41	-21.6%	7	7	4.8%
Chi phí BH&QL	(300)	(336)	12.0%	(876)	(950)	8.5%	(342)	(373)	9.1%
Chi phí BH&QL / doanh thu	28.3%	29.4%		25.6%	26.9%		23.4%	24.0%	
Lợi nhuận HĐ	179	240	34.0%	648	805	24.3%	331	384	15.9%
LNTT	174	235	35.0%	637	801	25.7%	267	371	38.8%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>156</b>	<b>210</b>	<b>34.4%</b>	<b>571</b>	<b>713</b>	<b>24.9%</b>	<b>208</b>	<b>296</b>	<b>42.3%</b>

Nguồn: HSC ước tính

## Tăng 9% giá mục tiêu và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

HSC tăng 9% giá mục tiêu lên 118.500đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo. HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Chúng tôi hiện sử dụng giá định WACC ở mức 11,5% (từ 11,2% trong lần cập nhật trước).

- Phần bù rủi ro vốn CSH giữ nguyên ở mức 8,75%.
- Tiếp tục sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro 4% và beta 0,9.
- Tăng giả định tỷ trọng vốn chủ sở hữu lên 95% so với 90% trước đó.

HSC thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro trong Bảng 11.

**Bảng 8: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DHG**

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LNST	1,009	1,121	1,211	1,306	1,404
+ Khấu hao	136	140	144	148	153
+ Chi phí lãi vay sau thuế	21	24	26	27	29
- Thay đổi vốn lưu động	(127)	(138)	(151)	(187)	(213)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(69)	(71)	(73)	(75)	(78)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	970	1,075	1,155	1,219	1,294

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 9: Giá mục tiêu, DHG**

Giá mục tiêu là 118.500đ/cp

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%)	13,839
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	9,973
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	4,023
Tiền mặt	2,321
Nợ	825
Giá trị của vốn CSH	15,492
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	130.7
Giá trị hợp lý (đ/cp)	118,490

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 10: Tính toán WACC, DHG**

WACC là 11,5%

	Giá định
Tỷ trọng vốn CSH	95%
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Chi phí vốn CSH	11.9%
Tỷ trọng nợ	5%
Chi phí nợ	6.0%
Thuế suất	13.9%
Chi phí nợ sau thuế	5.2%
WACC	11.5%

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 11: Phân tích độ nhạy, DHG**

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% &amp; tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	119,684	114,914	110,575	106,611	119,684
	1.5%	124,327	119,083	114,335	110,017	124,327
	2.0%	129,511	123,711	<b>118,490</b>	113,764	129,511
	2.5%	135,335	128,880	123,103	117,904	135,335
	3.0%	141,927	134,689	128,257	122,503	141,927

Nguồn: HSC ước tính

### Bối cảnh định giá

Tại thị giá hiện tại, DHG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,6 lần, tương đương bình quân kể từ tháng 1/2021. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 12,4 lần, thấp hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17,8 lần.

**Bảng 12: So sánh các công ty cùng ngành, DHG**

DHG đang giao dịch với định giá thấp hơn so với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	CAGR doanh thu thuần 2024-26F	CAGR lợi nhuận thuần 2024-26F
<b>Các công ty cùng ngành trong nước</b>						
CTCP Dược phẩm Imexpharm	IMP VN	275	21.2	18.6	14.7%	14.8%
CTCP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định	DBD VN	182	16.9	15.5	6.6%	9.5%
Bình quân, các công ty cùng ngành trong nước		229	19.0	17.0	10.6%	12.2%
<b>Các công ty cùng ngành trong khu vực</b>						
Chugai Pharmaceutical	4519 JP	88,148	31.7	28.6	6.7%	12.6%
Otsuka Holding Co Ltd	4578 JP	28,692	13.5	16.0	3.5%	-7.7%
Joincare Pharmaceutical Group	600380 CH	3,157	16.4	14.8	4.3%	8.4%
Livzon Pharmaceutical Group	000513 CH	4,265	14.8	13.5	4.7%	10.0%
<b>Bình quân, các DN cùng ngành trong khu vực</b>		<b>31,066</b>	<b>19.1</b>	<b>18.2</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.8%</b>
<b>Bình quân, tất cả các doanh nghiệp</b>		<b>20,787</b>	<b>19.1</b>	<b>17.8</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.9%</b>
CTCP Dược Hậu Giang	DHG VN	565	13.8	12.4	5.4%	19.9%

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, DHG**

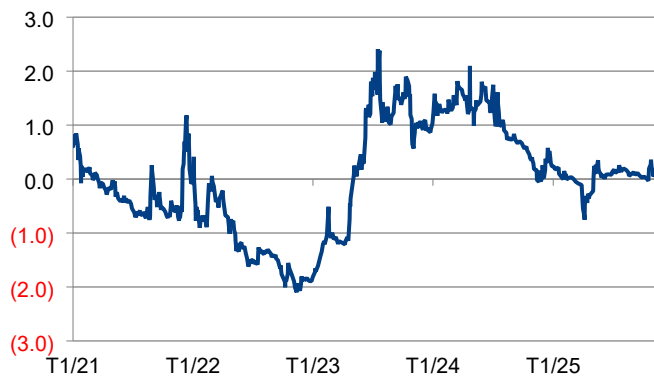
Theo ước tính của chúng tôi, DHG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021  
 Nguồn: HSC, Bloomberg

**Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DHG**

... đúng bằng mức P/E bình quân kể từ năm 2021



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021  
 Nguồn: HSC, Bloomberg

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	5,015	4,885	5,079	5,425	5,744
Lợi nhuận gộp	2,344	2,138	2,464	2,660	2,837
Chi phí BH&QL	(1,291)	(1,217)	(1,323)	(1,377)	(1,444)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>1,052</b>	<b>920</b>	<b>1,141</b>	<b>1,283</b>	<b>1,393</b>
Lãi vay thuần	174	112	111	105	103
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(67.1)	(127)	(80.5)	(85.9)	(90.1)
<b>LNTT</b>	<b>1,159</b>	<b>904</b>	<b>1,172</b>	<b>1,301</b>	<b>1,406</b>
Chi phí thuế TNDN	(109)	(126)	(163)	(181)	(195)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>1,051</b>	<b>779</b>	<b>1,009</b>	<b>1,121</b>	<b>1,211</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>1,051</b>	<b>779</b>	<b>1,009</b>	<b>1,121</b>	<b>1,211</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>1,140</b>	<b>1,090</b>	<b>1,277</b>	<b>1,422</b>	<b>1,537</b>
EPS (đồng)	7,770	5,763	7,449	8,272	8,937
EPS ĐC (đồng)	7,770	5,763	7,449	8,272	8,937
DPS (đồng)	3,500	7,500	10,000	10,000	7,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	131	131	131	131	131
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	131	131	131	131	131
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	131	131	131	131	131

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	94.1	62.9	559	321	482
Đầu tư ngắn hạn	2,230	2,745	2,000	2,000	2,000
Phải thu khách hàng	721	657	680	747	792
Hàng tồn kho	1,535	1,115	1,188	1,317	1,476
Các tài sản ngắn hạn khác	62.6	24.0	24.9	26.6	28.2
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,642</b>	<b>4,604</b>	<b>4,452</b>	<b>4,410</b>	<b>4,778</b>
TSCĐ hữu hình	634	1,018	951	883	812
TSCĐ vô hình	182	178	178	178	178
Bất động sản đầu tư	31.5	30.7	32.2	33.8	35.5
Đầu tư dài hạn	4.18	4.44	4.44	4.44	4.44
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	616	124	108	109	111
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,468</b>	<b>1,355</b>	<b>1,274</b>	<b>1,208</b>	<b>1,141</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>6,110</b>	<b>5,959</b>	<b>5,726</b>	<b>5,619</b>	<b>5,919</b>
Nợ ngắn hạn	572	650	772	825	874
Phả trả người bán	218	167	159	168	177
Nợ ngắn hạn khác	343	861	844	887	928
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1,189</b>	<b>1,790</b>	<b>1,883</b>	<b>1,994</b>	<b>2,097</b>
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	3.98	2.24	2.33	2.49	2.64
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>3.98</b>	<b>2.24</b>	<b>2.33</b>	<b>2.49</b>	<b>2.64</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1,258</b>	<b>1,864</b>	<b>1,957</b>	<b>2,068</b>	<b>2,172</b>
Vốn chủ sở hữu	4,853	4,095	3,768	3,551	3,748
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,853</b>	<b>4,095</b>	<b>3,768</b>	<b>3,551</b>	<b>3,748</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>6,110</b>	<b>5,959</b>	<b>5,726</b>	<b>5,619</b>	<b>5,919</b>
BVPS (đ)	37,117	31,318	28,822	27,157	28,663
Nợ thuần*/(tiền mặt)	478	587	214	504	391

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,052	920	1,141	1,283	1,393
Khấu hao	(88.0)	(170)	(136)	(140)	(144)
Lãi vay thuần	174	112	111	105	103
Thuế TNDN đã nộp	(105)	(101)	(163)	(181)	(195)
Thay đổi vốn lưu động	(685)	505	(103)	(174)	(188)
Khác	(285)	(287)	(80.5)	(85.9)	(90.1)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>240</b>	<b>1,318</b>	<b>1,042</b>	<b>1,086</b>	<b>1,167</b>
Đầu tư TS dài hạn	(486)	(88.7)	(69.2)	(71.3)	(73.3)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	1.65	0.97	0	0	0
Khác	305	(358)	708	2.24	0.10
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(180)</b>	<b>(446)</b>	<b>639</b>	<b>(69.0)</b>	<b>(73.2)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(458)	(981)	(1,307)	(1,307)	(981)
Thu từ phát hành CP	-	-	-	-	-
Tăng/giảm nợ	457	77.7	122	52.5	48.6
Khác	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(0.17)</b>	<b>(903)</b>	<b>(1,185)</b>	<b>(1,255)</b>	<b>(932)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	34.0	94.2	63.0	559	321
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>60.2</b>	<b>(31.2)</b>	<b>496</b>	<b>(238)</b>	<b>161</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>94.2</b>	<b>63.0</b>	<b>559</b>	<b>321</b>	<b>482</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(246)</b>	<b>1,229</b>	<b>972</b>	<b>1,015</b>	<b>1,093</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	46.7	43.8	48.5	49.0	49.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	22.7	22.3	25.1	26.2	26.8
Tỷ suất LNT (%)	20.9	15.9	19.9	20.7	21.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	9.36	13.9	13.9	13.9	13.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.26	(2.60)	3.97	6.80	5.89
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(1.46)	(4.41)	17.2	11.4	8.05
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	6.29	(25.9)	29.6	11.0	8.03
Tăng trưởng EPS (%)	6.17	(25.8)	29.3	11.0	8.03
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	6.17	(25.8)	29.3	11.0	8.03
Tăng trưởng DPS (%)	0	114	33.3	0	(25.0)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	45.0	130	134	121	83.9
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	23.0	17.4	25.7	30.6	33.2
ROACE (%)	22.7	20.2	28.5	34.3	37.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.89	0.81	0.87	0.96	1.00
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.23	1.43	0.91	0.85	0.84
Số ngày tồn kho	210	148	166	174	185
Số ngày phải thu	98.5	87.3	94.9	98.6	99.5
Số ngày phải trả	29.8	22.2	22.2	22.2	22.2
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	10.2	15.2	6.58	15.2	11.5
Nợ/tài sản (%)	9.64	11.5	14.1	15.3	15.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.52	0.63	0.63	0.61	0.59
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.90	2.57	2.36	2.21	2.28
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	2.77	2.87	2.68	2.57	2.40
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.2	12.8	10.7	9.79	8.98
P/E (lần)	13.2	17.8	13.8	12.4	11.5
P/E ĐC (lần)	13.2	17.8	13.8	12.4	11.5
P/B (lần)	2.76	3.28	3.56	3.78	3.58
Lợi suất cổ tức (%)	3.41	7.31	9.75	9.75	7.31

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

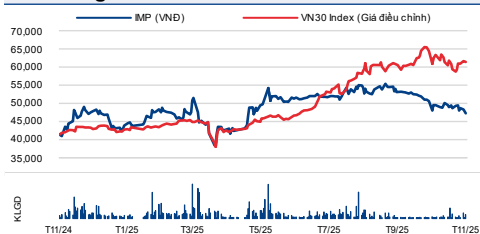
**Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ53,500 (từ VNĐ58,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 13.2%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (20/11/2025)</b>	<b>47,250</b>
Mã Bloomberg	IMP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	38,378-55,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	47,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,279
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	276
Slg CP lưu hành (tr.đv)	154
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	120
Slg CP NN được mua (tr.đv)	40.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	78.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	51.5%
Tỷ lệ freefloat	8.91%
Cổ đông lớn	Livzon (64.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**


Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.56)	(10.5)	14.1
So với chỉ số	(2.94)	(13.8)	(23.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,233	2,358	(5.3)
2026F	2,547	2,830	(10.0)
2027F	2,901	3,174	(8.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

IMP sở hữu và vận hành số lượng dây chuyền sản xuất dược phẩm đạt tiêu chuẩn EU-GMP nhiều nhất Việt Nam

**Chuyên viên phân tích**
**Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA**

Trưởng phòng

giang.bnc@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 369

**Trần Hương Mỹ**

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

**Triển vọng tăng trưởng 14-16%; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng**

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP nhưng giảm 8% giá mục tiêu xuống 53.500đ do giảm 2-4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027.
- Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 16% trong năm nay, 14% trong năm 2026 và 14% năm 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, IMP đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 18,8 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn (hay 4%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,2 lần.

**Sự kiện: KQKD Q3/2025 kém tích cực**

KQKD Q3/2025 của IMP khiêm tốn, với tăng trưởng lợi nhuận thuần giảm còn 6% so với cùng kỳ từ mức 29% trong nửa đầu năm 2025, do các điều chỉnh hoạt động tạm thời sau quá trình sáp nhập tinh thành và việc siết chặt quản lý thuế. Doanh thu kênh OTC giảm 7% so với cùng kỳ khi các nhà thuốc nhỏ gặp khó khăn trong việc thích ứng với quy định hóa đơn điện tử mới và việc bãi bỏ chế độ thuế khoán khiến họ thận trọng hơn trong hoạt động kinh doanh. Trong khi đó, doanh thu kênh ETC vẫn duy trì ở mức tốt và tăng 16% so với cùng kỳ.

**Tác động: Giảm 2-4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027**

HSC giảm nhẹ 2-4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhưng vẫn kỳ vọng lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 14-16% trong ba năm tới. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 16% trong năm 2025 đạt 371 tỷ đồng, 14% năm 2026 đạt 423 tỷ đồng và 14% năm 2027 đạt 482 tỷ đồng.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, IMP đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 18,8 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn (hay 4%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 18,6 lần, hơi cao hơn bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17 lần (doanh nghiệp Việt Nam: 14,4 lần; khu vực: 18,2 lần). HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 53.500đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	464	521	592	664	750
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	300	321	371	423	482
EPS ĐC (đồng)	1,804	1,932	2,233	2,547	2,901
DPS (đồng)	1,000	500	500	500	500
BVPS (đồng)	13,535	14,175	15,810	17,745	20,017
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.6	13.8	11.9	11.0	9.97
P/E ĐC (lần)	26.2	24.5	21.2	18.6	16.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.12	1.06	1.06	1.06	1.06
P/B (lần)	3.49	3.33	2.99	2.66	2.36
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.2	7.11	15.6	14.0	13.9
ROAE (%)	15.1	15.0	16.1	16.4	16.6

 Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 13%

KQKD Q3/2025 của IMP khiêm tốn, với tăng trưởng doanh thu thuần chậm lại còn 11% so với cùng kỳ do hoạt động sáp nhập tỉnh thành và việc siết chặt quản lý thuế gây áp lực lên kênh OTC, trong khi doanh thu kênh ETC vẫn giữ vững với mức tăng trên 16% so với cùng kỳ. Kết quả cải thiện về cuối quý, với tháng 9 ghi nhận doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ và LNTT phục hồi mạnh 27% so với cùng kỳ. HSC giảm nhẹ 2-4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhưng vẫn kỳ vọng lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 14-16% trong ba năm tới. HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 53.500đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP.

### Giảm 2-4% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027

KQKD Q3/2025 của IMP kém tích cực, với tăng trưởng lợi nhuận thuần giảm còn 6% so với cùng kỳ từ mức 29% trong nửa đầu năm 2025, do các điều chỉnh hoạt động tạm thời sau quá trình sáp nhập tỉnh thành và việc siết chặt quản lý thuế. Doanh thu kênh OTC giảm 7% so với cùng kỳ khi các nhà thuốc nhỏ gặp khó khăn trong việc thích ứng với quy định mới về hóa đơn điện tử và việc bãi bỏ chế độ thuế khoán khiến họ thận trọng hơn trong hoạt động kinh doanh. Trong khi đó, doanh thu kênh ETC vẫn duy trì ở mức tốt và tăng 16% so với cùng kỳ.

HSC ghi nhận dấu hiệu phục hồi rõ rệt vào cuối quý. Sau tháng 8 trầm lắng (doanh thu thuần giảm 0,8% so với cùng kỳ xuống 185 tỷ đồng và LNTT giảm 10% do doanh thu ETC giảm 2% so với mức nền cao của tháng 8/2024), KQKD tháng 9 đã cải thiện đáng kể. Doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ đạt 218 tỷ đồng và LNTT tăng mạnh 27% đạt 50 tỷ đồng.

HSC điều chỉnh giảm 2-4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, sau khi giảm nhẹ dự báo doanh thu thuần 1,1-1,3%. Dù điều chỉnh giảm, chúng tôi vẫn dự báo mới lợi nhuận thuần tăng trưởng tốt ở mức 14-16%. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 16% trong năm 2025 đạt 371 tỷ đồng, 14% năm 2026 đạt 423 tỷ đồng và 14% năm 2027 đạt 482 tỷ đồng.

Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh dự báo trong Bảng 15-16.

**Bảng 15: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, IMP**

Lợi nhuận thuần tăng 6% so với cùng kỳ trong Q3, thấp hơn so với mức tăng 29% trong 6 tháng đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Doanh thu gộp	618	677	9.5%	1,746	2,118	21.4%
Các khoản giảm trừ doanh thu	(73)	(103)	41.1%	(192)	(318)	65.3%
Doanh thu thuần	545	574	5.3%	1,553	1,800	15.9%
Giá vốn hàng bán	(336)	(347)	3.2%	(963)	(1,085)	12.7%
Lợi nhuận gộp	209	227	8.7%	590	715	21.2%
Chi phí BH&QL	(116)	(120)	3.1%	(329)	(392)	19.1%
LNTT	91	101	10.9%	252	311	23.5%
Lợi nhuận thuần	72	77	6.2%	200	242	20.7%

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 16: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, IMP**

Chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
<b>2025F</b>				
Doanh thu	3,004	2,962	-1.4%	17.9%
Doanh thu thuần	2,553	2,512	-1.6%	13.9%
Lợi nhuận thuần	377	371	-1.7%	15.6%
<b>2026F</b>				
Doanh thu	3,526	3,420	-3.0%	15.4%
Doanh thu thuần	2,997	2,900	-3.2%	15.4%
Lợi nhuận thuần	436	423	-3.0%	14.0%
<b>2027F</b>				
Doanh thu	4,070	3,922	-3.6%	14.7%
Doanh thu thuần	3,459	3,326	-3.8%	14.7%
Lợi nhuận thuần	500	482	-3.6%	13.9%

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 17: Dự báo doanh thu theo các nhà máy, IMP**

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh (%)		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
IMP1	950	1,121	1,289	1,457	1,093	1,235	1,395	-2.5%	-4.2%	-4.2%
Tăng trưởng	-10.2%	18.0%	15.0%	13.0%	15.0%	13.0%	13.0%			
IMP2	336	420	512	615	430	525	630	2.4%	2.4%	2.4%
Tăng trưởng	50.7%	25.0%	22.0%	20.0%	28.0%	22.0%	20.0%			
IMP3	934	1,074	1,214	1,359	1,046	1,151	1,266	-2.6%	-5.2%	-6.9%
Tăng trưởng	37.4%	15.0%	13.0%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%			
IMP4	190	276	386	501	291	407	529	5.5%	5.5%	5.5%
Tăng trưởng	137.5%	45.0%	40.0%	30.0%	53.0%	40.0%	30.0%			
Các nhà máy khác	103	113	125	137	103	103	103	-9.1%	-17.4%	-24.9%
Tăng trưởng	41.1%	10.0%	10.0%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
<b>Tổng</b>	<b>2,513</b>	<b>3,004</b>	<b>3,526</b>	<b>4,070</b>	<b>2,962</b>	<b>3,420</b>	<b>3,922</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-3.6%</b>
<b>Tăng trưởng</b>	<b>18.9%</b>	<b>19.5%</b>	<b>17.4%</b>	<b>15.4%</b>	<b>17.9%</b>	<b>15.4%</b>	<b>14.7%</b>			

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 18: Ước tính KQKD Q4/2025, IMP**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng 7% trong Q4/2025

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ
Doanh thu	618	676.9	9.5%	1,746	2,118	21.4%	767	844	10.0%
Doanh thu thuần	545	574	5.3%	1,553	1,800	15.9%	652	712	9.2%
Giá vốn hàng bán	(336)	(347)	3.2%	(963)	(1,085)	12.7%	(386)	(425)	10.0%
Lợi nhuận gộp	209	227	8.7%	590	715	21.2%	266	287	7.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38.3%	39.6%		38.0%	39.7%		40.8%	40.3%	-1.2%
Lợi nhuận HĐ tài chính	(2)	(5)	188.9%	(9)	(13)	35.9%	(3)	(1)	-53.4%
Chi phí BH&QL	(116)	(120)	3.1%	(329)	(392)	19.1%	(111)	(120)	8.3%
Chi phí BH&QL / doanh thu	21.4%	20.9%		21.2%	21.8%		17.0%	16.9%	-0.7%
Lợi nhuận HĐ	91	102	12.3%	251	310	23.5%	152	165	8.8%
LNTT	91	101	10.9%	252	311	23.5%	152	167	9.7%
Lợi nhuận thuần	<b>72</b>	<b>77</b>	<b>6.2%</b>	<b>200</b>	<b>242</b>	<b>20.7%</b>	<b>121</b>	<b>129</b>	<b>7.2%</b>

Nguồn: HSC ước tính

## Giảm 8% giá mục tiêu và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

### Phương pháp định giá

HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 53.500đ sau khi giảm dự báo. Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá cổ phiếu IMP. Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,75%, và hệ số beta 0,7. Theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 10,1%. Chúng tôi sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, IMP đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 18,8 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn (hay 4%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 18,6 lần, cao hơn bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17 lần (doanh nghiệp Việt Nam: 14,4 lần; khu vực: 18,2 lần).

**Bảng 19: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, IMP**

(Triệu đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LNST	371	423	482	547	600	695
+ Khấu hao	103	105	107	109	162	215
+ Chi phí lãi vay sau thuế	23	26	29	33	37	42
- Thay đổi vốn lưu động	(122)	(169)	(181)	(207)	(245)	(275)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(432)	(532)	(532)	(127)	(32)	(32)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	<b>(57)</b>	<b>(147)</b>	<b>(95)</b>	<b>355</b>	<b>523</b>	<b>645</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 20: Giá mục tiêu, IMP**

Giá mục tiêu là 53.500đ/cp

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn	8,798
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	5,994
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	452
Giá trị của doanh nghiệp	6,446
Tài sản phi hoạt động	1,882
Nợ	95
Giá trị vốn CSH	8,233
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	154
Giá trị hợp lý (đ/cp)	<b>53,458</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 21: Tính toán WACC, IMP**

WACC là 10,1%

	Giá định
Tỷ trọng vốn CSH	95%
Beta	0.7
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Chi phí vốn CSH	10.4%
Tỷ trọng nợ	5%
Chi phí nợ	5.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.0%
<b>WACC</b>	<b>10.1%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 22: Phân tích độ nhạy, IMP**

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% &amp; tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	54,333	51,605	49,166	46,973	44,992
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.5%	56,939	53,892	51,187	48,769	46,596
	2.0%	59,911	56,480	<b>53,458</b>	50,776	48,379
	2.5%	63,332	59,434	56,030	53,031	50,371
	3.0%	67,312	62,835	58,965	55,586	52,612

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 23: So sánh các công ty cùng ngành, IMP**

IMP đang giao dịch với định giá cao hơn so với bình quân các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	CAGR doanh thu thuần 2024-26F	CAGR lợi nhuận thuần 2024-26F
<b>Công ty cùng ngành trong nước</b>						
CTCP Dược Hậu Giang	DHG VN	504	14.7	13.4	5.4%	19.9%
CTCP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định	DBD VN	182	16.9	15.5	6.6%	9.5%
<b>Bình quân, các công ty cùng ngành trong nước</b>		<b>343</b>	<b>15.8</b>	<b>14.4</b>	<b>6.0%</b>	<b>14.7%</b>
<b>Các công ty cùng ngành trong khu vực</b>						
Chugai Pharmaceutical	4519 JP	88,148	31.7	28.6	6.7%	12.6%
Otsuka Holding Co Ltd	4578 JP	28,692	13.5	16.0	3.5%	-7.7%
Joicare Pharmaceutical Group	600380 CH	3,157	16.4	14.8	4.3%	8.4%
Livzon Pharmaceutical Group	000513 CH	4,265	14.8	13.5	4.7%	10.0%
<b>Bình quân, các công ty cùng ngành trong khu vực</b>		<b>31,066</b>	<b>19.1</b>	<b>18.2</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.8%</b>
<b>Bình quân, tất cả các doanh nghiệp</b>		<b>20,825</b>	<b>18.0</b>	<b>17.0</b>	<b>5.2%</b>	<b>8.8%</b>
<i>CTCP Dược phẩm Imexpharm</i>	<i>IMP VN</i>	<i>275</i>	<i>21.2</i>	<i>18.6</i>	<i>14.7%</i>	<i>14.8%</i>

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Biểu đồ 24: P/E trượt dự phóng 1 năm, IMP**

IMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,8 lần...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021  
 Nguồn: HSC, Bloomberg

**Biểu đồ 25: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, IMP**

...cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 18,2 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021  
 Nguồn: HSC, Bloomberg

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	1,994	2,205	2,512	2,900	3,326
Lợi nhuận gộp	811	856	1,002	1,151	1,321
Chi phí BH&QL	(429)	(440)	(512)	(592)	(679)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>381</b>	<b>415</b>	<b>489</b>	<b>559</b>	<b>643</b>
Lãi vay thuần	(6.64)	(11.9)	(13.7)	(16.3)	(23.7)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	2.87	0.91	2.37	2.26	1.83
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>377</b>	<b>404</b>	<b>478</b>	<b>545</b>	<b>621</b>
Chi phí thuế TNDN	(77.7)	(83.3)	(107)	(122)	(139)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>300</b>	<b>321</b>	<b>371</b>	<b>423</b>	<b>482</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>300</b>	<b>321</b>	<b>371</b>	<b>423</b>	<b>482</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>464</b>	<b>521</b>	<b>592</b>	<b>664</b>	<b>750</b>
EPS (đồng)	1,804	1,932	2,233	2,547	2,901
EPS ĐC (đồng)	1,804	1,932	2,233	2,547	2,901
DPS (đồng)	1,000	500	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	154	154	154	154	154
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	154	154	154	154	154
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	154	154	154	154	154

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	106	162	575	357	299
Đầu tư ngắn hạn	93.0	142	31.0	50.0	50.0
Phải thu khách hàng	297	384	437	505	580
Hàng tồn kho	699	705	783	898	1,018
Các tài sản ngắn hạn khác	11.9	16.7	19.1	22.0	25.3
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1,207</b>	<b>1,410</b>	<b>1,845</b>	<b>1,832</b>	<b>1,973</b>
TSCĐ hữu hình	909	828	1,158	1,585	2,010
TSCĐ vô hình	74.2	74.2	74.2	74.1	74.0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0.33	(0.18)	67.0	67.0	67.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	70.9	67.1	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	131	126	141	163	187
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,185</b>	<b>1,095</b>	<b>1,440</b>	<b>1,888</b>	<b>2,337</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>2,393</b>	<b>2,505</b>	<b>3,284</b>	<b>3,720</b>	<b>4,310</b>
Nợ ngắn hạn	49.4	86.1	90.4	94.9	99.7
Phả trả người bán	70.5	77.0	86.2	99.9	114
Nợ ngắn hạn khác	160	105	363	423	534
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>308</b>	<b>322</b>	<b>600</b>	<b>687</b>	<b>827</b>
Nợ dài hạn	0	0	250	300	400
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>250</b>	<b>300</b>	<b>400</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>308</b>	<b>322</b>	<b>850</b>	<b>987</b>	<b>1,227</b>
Vốn chủ sở hữu	2,085	2,183	2,435	2,733	3,083
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,085</b>	<b>2,183</b>	<b>2,435</b>	<b>2,733</b>	<b>3,083</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>2,393</b>	<b>2,505</b>	<b>3,284</b>	<b>3,720</b>	<b>4,310</b>
BVPS (đ)	13,535	14,175	15,810	17,745	20,017
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(56.8)	(75.9)	(234)	38.2	200

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	381	415	489	559	643
Khấu hao	(82.6)	(106)	(103)	(105)	(107)
Lãi vay thuần	(6.64)	(11.9)	(13.7)	(16.3)	(23.7)
Thuế TNDN đã nộp	(84.0)	(70.8)	(107)	(122)	(139)
Thay đổi vốn lưu động	(367)	(72.9)	(122)	(169)	(181)
Khác	(23.0)	(143)	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>(39.5)</b>	<b>216</b>	<b>356</b>	<b>363</b>	<b>413</b>
Đầu tư TS dài hạn	(63.5)	(96.8)	(432)	(532)	(532)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	2.53	4.83	0	0	0
Khác	140	(35.3)	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>79.1</b>	<b>(127)</b>	<b>(432)</b>	<b>(532)</b>	<b>(532)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(66.7)	(70.0)	(77.0)	(77.0)	(77.0)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(45.6)	36.7	4.31	4.52	4.75
Khác	0	0	561	23.0	134
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(112)</b>	<b>(33.3)</b>	<b>488</b>	<b>(49.5)</b>	<b>61.9</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	179	106	162	575	357
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(72.6)</b>	<b>55.8</b>	<b>413</b>	<b>(218)</b>	<b>(57.2)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	0.02	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>106</b>	<b>162</b>	<b>575</b>	<b>357</b>	<b>299</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(103)</b>	<b>119</b>	<b>(75.7)</b>	<b>(169)</b>	<b>(119)</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	40.6	38.8	39.9	39.7	39.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	23.3	23.6	23.6	22.9	22.5
Tỷ suất LNT (%)	15.0	14.6	14.8	14.6	14.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.6	20.6	22.4	22.4	22.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	21.3	10.6	13.9	15.4	14.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	29.9	12.3	13.7	12.1	12.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	34.0	7.11	15.6	14.0	13.9
Tăng trưởng EPS (%)	41.2	7.11	15.6	14.0	13.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.2	7.11	15.6	14.0	13.9
Tăng trưởng DPS (%)	(33.3)	(50.0)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	55.4	25.9	22.4	19.6	17.2
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	15.1	15.0	16.1	16.4	16.6
ROACE (%)	19.2	19.5	20.1	19.6	19.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.85	0.90	0.87	0.83	0.83
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.10)	0.52	0.73	0.65	0.64
Số ngày tồn kho	216	191	189	187	185
Số ngày phải thu	91.5	104	106	105	106
Số ngày phải trả	21.7	20.8	20.8	20.8	20.8
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(2.44)	(2.68)	(8.82)	2.23	7.34
Nợ/tài sản (%)	2.31	4.13	11.0	11.2	12.2
EBIT/lãi vay (lần)	57.4	35.0	35.6	34.3	27.2
Nợ/EBITDA (lần)	0.12	0.20	0.61	0.63	0.70
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.92	4.38	3.08	2.67	2.38
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	3.62	3.27	2.80	2.52	2.25
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.6	13.8	11.9	11.0	9.97
P/E (lần)	26.2	24.5	21.2	18.6	16.3
P/E ĐC (lần)	26.2	24.5	21.2	18.6	16.3
P/B (lần)	3.49	3.33	2.99	2.66	2.36
Lợi suất cổ tức (%)	2.12	1.06	1.06	1.06	1.06

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)