

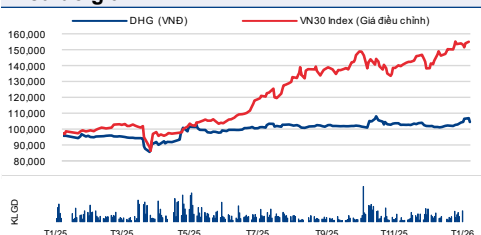
Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ118,500
Tiềm năng tăng/giảm: 13.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/1/2026)	104,500
Mã Bloomberg	DHG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	84,556-108,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	106,033
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,663
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	520
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	4,885	5,079	5,425
EBITDA đc (tỷ đồng)	1,090	1,277	1,422
LNTT (tỷ đồng)	904	1,172	1,301
LNT ĐC (tỷ đồng)	779	1,009	1,121
FCF (tỷ đồng)	1,229	972	1,015
EPS ĐC (đồng)	5,763	7,449	8,272
DPS (đồng)	7,500	10,000	10,000
BVPS (đồng)	31,318	28,822	27,157
T.trưởng EBITDA (%)	(4.41)	17.2	11.4
T.trưởng EPS ĐC (%)	(25.8)	29.3	11.0
Tăng trưởng DPS (%)	114	33.3	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	22.3	25.1	26.2
Tỷ suất LNTT (%)	18.5	23.1	24.0
Tỷ suất LNT ĐC (%)	15.9	19.9	20.7
Tỷ lệ LN trả CT (%)	130	134	121
Nợ thuần/VCSH (%)	15.2	6.58	15.2
ROAE (%)	17.4	25.7	30.6
ROACE (%)	20.2	28.5	34.3
EV/doanh thu (lần)	2.92	2.73	2.61
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.1	10.9	9.96
P/E ĐC (lần)	18.1	14.0	12.6
P/B (lần)	3.34	3.63	3.85
Lợi suất cổ tức (%)	7.18	9.57	9.57

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

Q4/2025: Lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng do chi phí bán hàng tăng mạnh

- KQKD Q4/2025 của DHG diễn biến trái chiều. Doanh thu thuần tăng vọt 20% so với cùng kỳ đạt 1.742 tỷ đồng, cao hơn 12% so với dự báo của HSC. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ xuống còn 185 tỷ đồng, thấp hơn 37% so với kỳ vọng của chúng tôi do chi phí bán hàng tăng mạnh.
- Doanh thu thuốc tự sản xuất trong quý vẫn mạnh, tăng 13% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng thuốc tự sản xuất tăng mạnh lên 54,4%, cao hơn so với mức 52,4% trong Q4/2024.
- Tính chung cả năm 2025, doanh thu thuần tăng trưởng 7,8% đạt 5.267 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng trưởng 15,2% đạt 898 tỷ đồng.

Sự kiện: Công bố KQKD Q4/2025

KQKD Q4/2025 của DHG diễn biến trái chiều. Doanh thu thuần tăng vọt 20% so với cùng kỳ lên 1.742 tỷ đồng, cao hơn 12% so với dự báo của HSC ở mức 1.555 tỷ đồng, nhờ doanh thu mảng thuốc tự sản xuất và doanh thu hàng hóa tăng mạnh. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ xuống 185 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi ở mức 296 tỷ đồng do chi phí bán hàng tăng mạnh.

- Doanh thu thuần tiếp tục tăng trưởng vững chắc, với mức tăng 20% so với cùng kỳ lên 1.742 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu thuốc tự sản xuất tăng 13% so với cùng kỳ lên 1.396 tỷ đồng và doanh thu các sản phẩm thương mại tăng vọt 55% so với cùng kỳ lên 338 tỷ đồng.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ lên 45,8% từ mức 45,7% trong Q4/2024. Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng thuốc tự sản xuất tăng mạnh lên 54,4%, cao hơn so với mức 52,4% trong Q4/2024. Chúng tôi tin rằng việc đẩy mạnh hoạt động của nhà máy Beta-lactam mới và tăng sản lượng sản xuất trong năm 2025 đã giúp kéo giảm chi phí cố định trên mỗi đơn vị sản phẩm một cách hiệu quả. Sau khi chủ động giảm quy mô sản xuất trong năm 2024 do di dời nhà máy và nhu cầu yếu, DHG đã tận dụng thành công mức công suất được mở rộng nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường vốn đang phục hồi trong năm nay.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/1.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q4/2025 và năm 2025, DHG

Lợi nhuận thuần Q4 giảm 11% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng
Doanh thu gộp	1,749	2,033	16.3%	5,714	6,137	7.4%
Các khoản giảm trừ doanh thu	(290)	(291)	0.2%	(830)	(870)	4.9%
Doanh thu thuần	1,459	1,742	19.5%	4,885	5,267	7.8%
Giá vốn hàng bán	(792)	(944)	19.2%	(2,747)	(2,755)	0.3%
Lợi nhuận gộp	666	798	19.8%	2,138	2,512	17.5%
Chi phí BH&QL	(342)	(576)	68.5%	(1,217)	(1,526)	25.3%
LNTT	267	220	-17.8%	904	1,020	12.8%
Lợi nhuận thuần	208	185	-11.2%	779	898	15.2%

Nguồn: HSC ước tính

- Chi phí bán hàng & quản lý trong Q4/2025 tăng mạnh lên 576 tỷ đồng (tăng 68% so với cùng kỳ), tương ứng với tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu là 33,1%, cao hơn so với mức 23,4% trong Q4/2024. Trong đó, chi phí bán hàng tăng vọt 72% so với cùng kỳ lên 446 tỷ đồng, phản ánh nỗ lực tăng cường hoạt động tiếp thị của công ty.
- Từ đó, lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ xuống còn 185 tỷ đồng.

Trong năm 2025, doanh thu thuần tăng trưởng 7,8% đạt 5.267 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng trưởng 15,2% đạt 898 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần năm 2025 thấp hơn 11% so với dự báo của HSC. Chúng tôi đang xem xét lại dự báo lợi nhuận sau khi công ty công bố KQKD Q4/2025 và cả năm 2025.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần, DHG

Doanh thu thuốc tự sản xuất tăng 13% so với cùng kỳ trong Q4/2025

	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng
Doanh thu thuốc tự sản xuất	1,236	1,396	13.0%	4,063	4,381	7.8%
Doanh thu thương mại	218	338	54.7%	808	861	6.7%
Doanh thu khác	5	9	78.0%	14	25	76.4%
Tổng	1,459	1,742	19.5%	4,885	5,267	7.8%

Nguồn: HSC ước tính

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	-	-	-	-	-
EBIT	1,052	920	1,141	1,283	1,393
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)
LNTT	1,159	904	1,172	1,301	1,406
Chi phí thuế TNDN	(109)	(126)	(163)	(181)	(195)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,051	779	1,009	1,121	1,211
Lợi nhuận thuần ĐC	1,051	779	1,009	1,121	1,211
EBITDA ĐC	1,140	1,090	1,277	1,422	1,537
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
Sig CP bình quân (triệu đv)	131	131	131	131	131
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	131	131	131	131	131
Sig 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
Tổng tài sản ngắn hạn	4,642	4,604	4,452	4,410	4,778
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
Tổng tài sản dài hạn	1,468	1,355	1,274	1,208	1,141
Tổng cộng tài sản	6,110	5,959	5,726	5,619	5,919
Nợ ngắn hạn	572	650	772	825	874
Phải trả người bán	218	167	159	168	177
Nợ ngắn hạn khác	343	861	844	887	928
Tổng nợ ngắn hạn	1,189	1,790	1,883	1,994	2,097
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
Tổng nợ dài hạn	3.98	2.24	2.33	2.49	2.64
Tổng nợ phải trả	1,258	1,864	1,957	2,068	2,172
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
Tổng vốn chủ sở hữu	4,853	4,095	3,768	3,551	3,748
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,110	5,959	5,726	5,619	5,919
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)
LCT thuần từ HKKD	240	1,318	1,042	1,086	1,167
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
LCT thuần từ HĐĐT	(180)	(446)	639	(69.0)	(73.2)
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	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(0.17)	(903)	(1,185)	(1,255)	(932)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	34.0	94.2	63.0	559	321
LCT thuần trong kỳ	60.2	(31.2)	496	(238)	161
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	94.2	63.0	559	321	482
Dòng tiền tự do	(246)	1,229	972	1,015	1,093

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
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
Chỉ số lợi nhuận					
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
Tiềm 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
Cơ cấu vốn					
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
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.82	2.92	2.73	2.61	2.45
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.4	13.1	10.9	9.96	9.15
P/E (lần)	13.4	18.1	14.0	12.6	11.7
P/E ĐC (lần)	13.4	18.1	14.0	12.6	11.7
P/B (lần)	2.82	3.34	3.63	3.85	3.65
Lợi suất cổ tức (%)	3.35	7.18	9.57	9.57	7.18

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 W: www.hsc.com.vn