

Ngành Dược phẩm Việt Nam

Chính sách đấu thầu, rào cản EU-GMP và nguồn gốc phần biên tăng thêm

Triển vọng 2026–2030 · 51 mã niêm yết trên HOSE, HNX và UPCoM · phân tích sâu 11 mã chiếm 77,9% vốn hoá ngành

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ của 11 mã trọng tâm, gồm DHG, IMP, DHT, DBD, DVN, DCL, TRA, DTP, DMC, OPC và DP3, tăng 15,2% trong sáu tháng đầu năm, lên **1.756 tỷ đồng**, còn doanh thu chỉ tăng 4,3%. Lợi nhuận tăng nhanh hơn doanh thu vì biên gộp mở từ 33,0% lên 34,1%. Biên tăng chủ yếu ở khối có biên gộp cao, từ 48,2% lên 49,5%, gồm DHG, IMP, DBD, TRA, DTP, OPC và DP3, trong khi các công ty thuộc khối biên gộp thấp, gồm DHT, DVN, DCL và DMC, giữ nguyên 12,7%.

Lợi nhuận tăng thêm của ngành chủ yếu đến từ các mã DHG, DVN, DP3 và DMC. Trong đó, DHG (LNST 6T 615 tỷ, +22,3% YoY) có biên gộp mở lên 51,1%. DVN (LNST 6T 283 tỷ, +31,6% YoY) ở P/E 5,9 lần rẻ nhất nhóm. DP3 (LNST 6T 108 tỷ, +92,9% YoY) có ROE 36,4% cao nhất nhóm. DMC lãi thêm 31 tỷ, tăng 39,2% mà không nợ vay, P/E 8,1 lần dưới trung vị ba năm 21,7%. Ở nhóm tăng trưởng thấp, IMP (LNST 6T 176 tỷ, +7,3% YoY) ghi nhận doanh thu giảm 9,7% vì thiếu gói thầu mới, nhưng biên gộp vẫn mở lên 41,8%. DBD (LNST 6T 169 tỷ, -1,2% YoY) ngược lại, doanh thu giữ được nhưng biên gộp rơi từ 51,3% về 46,6%. Cả IMP và DBD đang chờ ngày ký thông tư nâng danh mục bắt buộc EU-GMP nội địa từ 93 lên 263 thuốc. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể xem xét giải ngân đối với những mã như DP3 và DVN với định giá rẻ và tỷ suất ROE cao, nắm giữ các mã như DHG, TRA và các mã đầu ngành có nền tảng kinh doanh vững chắc. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý các mã trên có thanh khoản tương đối thấp, phù hợp với nhà đầu tư dài hạn thích nhận cổ tức. Với IMP và DBD, nhà đầu tư nên theo dõi thêm về nâng danh mục bắt buộc EU-GMP trước khi giải ngân, điều này sẽ tác động tích cực đến doanh thu và lợi nhuận của các cổ phiếu này khi danh mục được mở rộng.

ĐIỂM NHẤN

01 Lợi nhuận tăng nhanh gấp nhiều lần doanh thu

Sáu tháng, doanh thu nhóm 11 mã tăng 4,3% còn lợi nhuận tăng 15,2%. Biên gộp lên 34,1% từ 33,0%, trong đó 32% là cơ cấu doanh thu.

02 Phần biên tăng thêm nằm ở khối biên gộp cao, khối biên gộp thấp đi ngang

Khối biên gộp cao nâng biên gộp lên 49,5% và tạo 76,4% lợi nhuận nhóm. Khối biên gộp thấp giữ biên 12,7% nhưng vẫn tăng lợi nhuận 18,3% nhờ các khoản dưới dòng lợi nhuận gộp.

03 Chiết khấu định giá dồn vào số ít mã

9 trong 10 mã có P/E thấp hơn trung vị ba năm của chính mã đó, nhưng chỉ 5 mã chiết khấu quá 15%: DVN, DP3, IMP, DMC, DTP.

04 Bảng cân đối ngành gần như không có đòn bẩy

Nhóm 11 mã năm 6.838 tỷ đồng tiền và tương đương so với 3.303 tỷ nợ vay, tiền ròng 3.535 tỷ. Nợ vay trên vốn chủ 0,16 lần, 3 mã không có đồng nợ vay nào.

CẦN THEO DÕI

01 Thông tư thay thế Thông tư 03/2024/TT-BYT

Dự thảo mở danh mục từ 93 lên 263 thuốc yêu cầu xuất xứ EU-GMP trong nước. Mốc trình tháng 6/2026 đã trôi qua, và bản ban hành có thể hẹp hơn dự thảo.

02 Điều kiện công ty đại chúng của DHG, hạn 25/03/2027

Cổ phiếu tự do của mã lớn nhất nhóm còn 5,7%, dưới ngưỡng 10%. Nếu không khắc phục, DHG có thể rời sàn niêm yết.

03 Chào bán riêng lẻ của DBD

Phương án 23,3 triệu cổ phiếu, giá sàn 50.000 đồng, huy động hơn 1.165 tỷ cho hai nhà máy. Thị giá 46.450 đồng thấp hơn giá sàn nên chưa triển khai được.

TOÀN NGÀNH TẠI 07/10/2026

Số mã niêm yết	51 mã
Vốn hoá	56.993 tỷ đồng
Doanh thu 4 quý	49.117 tỷ đồng
Tỷ suất cổ tức bình quân	3,1 %

NHÓM 11 MÃ · 6T/2026

Doanh thu	13.035 tỷ đồng
LNST cổ đông mẹ	1.756 tỷ đồng
Tăng trưởng LNST	15,2%
Biên lợi nhuận gộp	34,1 %

ĐỊNH GIÁ VÀ CÂN ĐỐI

P/E trung vị	12,0 lần
P/B trung vị	2,1 lần
ROE trung vị	17,2 %
Tiền ròng nhóm 11 mã	3.535 tỷ đồng

1. Bối cảnh ngành dược phẩm Việt Nam

1.1. Chênh lệch giữa thị phần sản lượng và thị phần giá trị của thuốc nội

Thị trường dược phẩm Việt Nam đạt quy mô khoảng 7 tỷ USD năm 2025, chi tiêu bình quân khoảng 70 USD mỗi người. Điểm cần lưu ý không nằm ở quy mô mà ở cơ cấu: thuốc sản xuất trong nước chiếm **khoảng 60% về số lượng nhưng chỉ 46% về giá trị**. Nói cách khác, doanh nghiệp nội đang bán hơn một nửa số thuốc người Việt dùng nhưng chỉ thu về chưa đến một nửa số tiền. Dư địa tăng trưởng của ngành nằm ở việc thu hẹp khoảng cách này, và cơ chế thu hẹp là chính sách đấu thầu.

Chỉ tiêu toàn ngành	Giá trị	Ý nghĩa với doanh nghiệp niêm yết
Quy mô thị trường thuốc 2025	~7 tỷ USD	Mẫu số của các tỷ trọng thị phần trong báo cáo, tương đương khoảng 70 USD chi tiêu thuốc trên mỗi người dân một năm
Thuốc nội · tỷ trọng số lượng	~60%	Năng lực sản xuất đã có. Nút thắt không nằm ở nhà máy
Thuốc nội · tỷ trọng giá trị	~46%	Phần lớn sản lượng nội nằm ở nhóm kỹ thuật thấp, đơn giá thấp. Đây là khoảng trống mà chính sách EU-GMP đang nhắm vào
Mục tiêu 2030 theo QĐ 1165/QĐ-TTg	80% lượng, 70% giá trị	Từ khoảng 46% giá trị hiện nay lên 70% trong năm năm, tức giá trị thuốc nội phải tăng nhanh hơn thị trường
Cơ sở sản xuất được đạt GMP	245 cơ sở	Mức độ phân tán cao. Trên sàn có 51 mã nhưng 11 mã đầu đã chiếm 77,9% vốn hoá. Trong 245 cơ sở, nguồn báo chí ghi nhận 26 nhà máy đạt EU-GMP
Dây chuyền đạt EU-GMP hoặc tương đương	34 dây chuyền	Rào cản gia nhập thực sự của ngành. Chỉ nhóm này được dự thầu Nhóm 1 và Nhóm 2, nơi đơn giá và biên lợi nhuận cao hơn đáng kể. Đơn vị đếm là dây chuyền, vì một nhà máy có thể có nhiều dây chuyền được chứng nhận riêng
Nguyên liệu làm thuốc phải nhập khẩu	80-90%	Trung Quốc 60,5% và Ấn Độ 23,1% kim ngạch quý 1/2026. Biên gộp của cả ngành phụ thuộc tỷ giá và giá hoạt chất

Nguồn: Bộ Y tế, Quyết định 1165/QĐ-TTg; số dây chuyền EU-GMP theo dự thảo tờ trình của Cục Quản lý Dược công bố 04/05/2026. Cơ cấu nguồn cung nguyên liệu là kim ngạch quý 1/2026. Các viết tắt pháp quy của Phần 1 xem bảng thuật ngữ cuối mục 7.1.

1.2. Năm nhóm kỹ thuật đấu thầu và cơ chế hình thành biên lợi nhuận

Đây là cơ chế cần nắm trước khi đọc bất kỳ con số biên lợi nhuận nào trong báo cáo. Thuốc bán vào bệnh viện công không cạnh tranh trên một mặt bằng giá duy nhất: gói thầu generic chia làm năm nhóm theo tiêu chuẩn sản xuất, một hồ sơ chỉ cạnh tranh với các hồ sơ cùng nhóm, và nhóm càng cao thì số đối thủ càng ít trong khi giá kế hoạch càng cao. Cách chia năm nhóm đã có từ Thông tư 15/2019/TT-BYT và Thông tư 07/2024/TT-BYT; Thông tư 40/2025/TT-BYT hiệu lực 25/10/2025 giữ cấu trúc đó và chỉnh tiêu chí từng nhóm, trong đó điểm c khoản 1 Điều 4 mở đường cho thuốc sản xuất trong nước đạt EU-GMP vào Nhóm 1.

Nhóm	Điều kiện kỹ thuật	Ái đáp ứng được	Trần giá
1	Toàn bộ dây chuyền đạt EU-GMP tại nước SRA hoặc EMA, hoặc thuốc đối chứng, hoặc sản xuất trong nước đạt EU-GMP được SRA chấp thuận	Thuốc đối chứng, thuốc nhập từ nước SRA và thuốc trong nước được SRA chấp thuận. Đợt 1/2026 có 69 thuốc, tất cả sản xuất tại Việt Nam: Medochemie Viên Đông 28, Stellapharm 23, Tenamyl 18	≤ biệt dược gốc
2	Sản xuất trên dây chuyền đạt EU-GMP, hoặc tại nước thành viên PIC/s đồng thời là thành viên ICH đạt PIC/s-GMP	Nhóm mà IMP và DBD đang nhắm. Đây là nhóm có 34 dây chuyền trong nước đủ điều kiện dự thầu	≤ Nhóm 1
3	Có chứng minh tương đương sinh học do cơ quan quản lý dược Việt Nam công bố	Doanh nghiệp nội có năng lực nghiên cứu tương đương sinh học, gồm DHG, DMC và IMP	≤ Nhóm 1
4	Được cấp giấy đăng ký lưu hành tại Việt Nam và sản xuất toàn bộ trên dây chuyền tại Việt Nam đạt GMP	Mặt bằng chung của 245 cơ sở sản xuất dược trong nước. Cạnh tranh gay gắt nhất	≤ Nhóm 3
5	Các thuốc còn lại được cấp giấy đăng ký lưu hành hoặc giấy phép nhập khẩu	Nhóm đáy, nơi quyết định thắng thầu gần như chỉ còn là giá	≤ Nhóm 4

Nguồn: Thông tư 40/2025/TT-BYT ngày 25/10/2025, Điều 4, do Thứ trưởng Lê Đức Luận ký thay Bộ trưởng; thay thế Thông tư 07/2024/TT-BYT.

1.3. Hai lớp ưu đãi cộng dồn đối với hàng sản xuất trong nước

Ngoài việc tách nhóm kỹ thuật, pháp luật đấu thầu còn cộng thẳng một tỷ lệ vào giá đánh giá của hồ sơ không được ưu đãi. Hai lớp cộng dồn, nên lợi thế thực tế của thuốc nội đạt EU-GMP lớn hơn những gì đọc riêng Thông tư 40/2025 cho thấy. Điểm mới của Nghị định 214/2025/NĐ-CP là đưa thuốc vào diện ưu đãi của khoản 1 Điều 6. Nền của cả hai lớp là Luật Dược sửa đổi, Luật 44/2024/QH15 hiệu lực 01/07/2025, văn bản dành ưu đãi đấu thầu cho thuốc sản xuất trong nước.

Cơ chế	Nội dung	Mức
Nghị định 214/2025/NĐ-CP, Điều 6 khoản 1	Gói thầu ưu đãi hàng hoá và thuốc có chi phí sản xuất trong nước dưới 50%: hồ sơ không được ưu đãi phải cộng thêm vào giá dự thầu. Chữ "và thuốc" là điểm mới so với Nghị định 24/2024	cộng 7,5%
Nghị định 214/2025/NĐ-CP, Điều 6 khoản 5 điểm a	Riêng thuốc không áp dụng công thức chi phí sản xuất như hàng hoá thông thường. Việc xác định thuốc nội được hưởng ưu đãi thực hiện theo hướng dẫn của Bộ Y tế	cơ chế riêng
Mức Cục Quản lý Dược đang dùng trên thực tế	Dự thảo tờ trình công bố 04/05/2026 ghi rõ khi so giá thuốc nội với thuốc nhập để xây danh mục, Cục áp khoản 1 Điều 6	cộng 7,5%
Luật Đấu thầu 22/2023/QH15, Điều 56 khoản 1	Điểm a cho phép chủ đầu tư yêu cầu xuất xứ trong nước với thuốc có từ ba hãng nội đạt tiêu chí kỹ thuật, không đòi EU-GMP. Điểm b buộc hồ sơ mời thầu chỉ nhận thuốc xuất xứ trong nước, nhưng chỉ với thuốc nằm trong danh mục do Bộ Y tế công bố	tùy chọn và bắt buộc

Nguồn: Nghị định 214/2025/NĐ-CP ngày 04/08/2025, sửa đổi bởi Nghị định 165/2026, 170/2026 và 349/2026; bản 349/2026 hiệu lực 09/09/2026 sửa quy định báo giá và hạn mức chỉ định thầu, không sửa Điều 6.

- Phạm vi áp dụng của các ngưỡng ưu đãi cần được xác định chính xác. Ngưỡng 50% chi phí sản xuất trong nước ở khoản 2 không áp cho thuốc, vì khoản 5 điểm a dành riêng một cơ chế do Bộ Y tế hướng dẫn. Bộ ba mức 15%, 7,5% và 5% thuộc khoản 3, chỉ áp cho sản phẩm đổi mới sáng tạo.
- Điểm b Điều 56 có tác động mạnh hơn cả hai lớp cộng giá, nhưng chỉ trong phạm vi danh mục. Với một thuốc đã nằm trong danh mục, hiểu theo nghĩa hoạt chất cộng hàm lượng cộng dạng bào chế, thuốc nhập không bị cộng phần trăm mà bị loại khỏi gói thầu. Cơ chế này không tự mở khi có đủ ba nhà sản xuất nội, nên dự phụ thuộc vào việc danh mục 93 thuốc được mở rộng bao nhiêu.

1.4. Tiến độ ban hành Thông tư thay thế Thông tư 03/2024/TT-BYT

Thông tư 03/2024/TT-BYT ban hành danh mục 93 thuốc mà hồ sơ mời thầu buộc phải yêu cầu xuất xứ trong nước đạt EU-GMP. Nó mở rộng lúc nào quyết định doanh thu đấu thầu của IMP và DBD.

Mốc	Diễn biến	Trạng thái
16/04/2024	Thông tư 03/2024/TT-BYT ban hành danh mục 93 thuốc	đang hiệu lực
01/10/2025	Công văn 2821/QLD-GT xin ý kiến dự thảo thay thế; 63 đơn vị phản hồi tới 25/11/2025, trong đó 19 ý kiến có nội dung	đã xong
26/03/2026	Quyết định 780/QĐ-BYT lập tổ biên tập; Kế hoạch 493/KH-BYT lùi thời điểm ban hành từ tháng 4 sang tháng 6/2026	đã xong
29/04/2026	Dự thảo tờ trình của Cục Quản lý Dược: 235 thuốc đáp ứng cả hai tiêu chí số đăng ký và giá, cộng 20 thuốc chưa có giá trúng thầu; cơ sở là 75.584 lượt mặt hàng trúng thầu Nhóm 2	dạng dự thảo
Tháng 6/2026	Mốc trình ban hành Thông tư do chính Cục Quản lý Dược tự đặt trong dự thảo tờ trình, không phải mốc do cấp trên ấn định	đã trôi qua
07/10/2026	Chưa có Thông tư thay thế được ban hành	chưa ban hành

DANH MỤC DỰ THẢO MỞ RỘNG TỪ 93 LÊN 263 THUỐC

Điều 3 Dự thảo 2 ghi danh mục 263 thuốc, gồm 235 thuốc nói trên, 20 thuốc chưa có giá trúng thầu và 8 thuốc thuộc Thông tư 03/2024 chỉ còn đáp ứng tiêu chí số đăng ký. Phần bổ sung mới là 150 thuốc Nhóm 2 và 2 thuốc Nhóm 1, tức danh mục mở gần ba lần và phần mở mới dồn vào đúng nhóm mà IMP và DBD có dây chuyền.

1.5. Khung đăng ký lưu hành mới theo Thông tư 32/2026/TT-BYT

Dây chuyền EU-GMP là điều kiện cần, điều kiện đủ để đưa thuốc ra thị trường là giấy đăng ký lưu hành. Ba năm qua đây là rào cản vận hành lớn nhất của ngành: khối lượng hồ sơ tăng gấp ba trong khi năng lực thẩm định không tăng tương ứng. Thông tư 32/2026/TT-BYT ký 29/07/2026, hiệu lực 01/10/2026, thay thế Thông tư 12/2025/TT-BYT, tức khung thủ tục này được thay mới lần thứ hai trong hai năm.

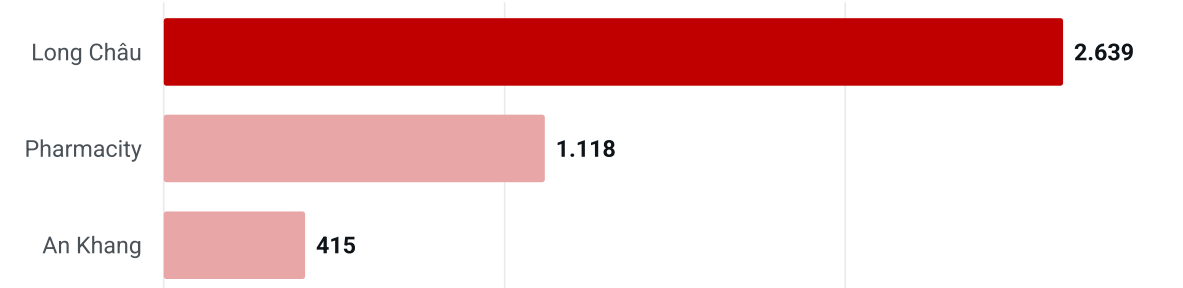
Chỉ tiêu Hội đồng tư vấn cấp giấy đăng ký lưu hành	Nhiệm kỳ 2023-2026	Nhiệm kỳ 2020-2023
Tổng hồ sơ đã xem xét	31.941	10.597
Cơ cấu: cấp mới / gia hạn / thay đổi	14.811 / 15.287 / 1.843	—
Tỷ lệ thông qua hồ sơ cấp mới	~70%	64,2%

Nguồn: Hội nghị tổng kết Hội đồng tư vấn cấp giấy đăng ký lưu hành thuốc nhiệm kỳ 2023-2026, ngày 06/10/2026.

- Mức tăng gấp ba của tổng hồ sơ cần đọc thận trọng vì gia hạn chiếm 47,9%, phản ánh làn sóng giấy đăng ký đến hạn. Phần nói lên chuyển động ở khâu sản phẩm là 14.811 hồ sơ cấp mới, bằng 1,4 lần tổng hồ sơ của cả nhiệm kỳ trước, với tỷ lệ thông qua cải thiện từ 64,2% lên khoảng 70%. Ba thay đổi của Thông tư 32/2026/TT-BYT có ý nghĩa trực tiếp với dòng tiền doanh nghiệp. Thời hạn xử lý hồ sơ cấp mới không quá 12 tháng và gia hạn không quá 3 tháng biến một biến số không xác định thành một biến số có trần. Hồ sơ được phép bằng tiếng Việt hoặc tiếng Anh, giảm chi phí dịch thuật với thuốc chuyển giao công nghệ. Thuốc generic được miễn thử nghiệm lâm sàng nếu có dữ liệu tương đương sinh học.

1.6. Kênh bán lẻ hiện đại và áp lực chiết khấu với nhà sản xuất

Số nhà thuốc của ba chuỗi lớn tại 30/06/2026



Ba chuỗi nhà thuốc lớn cộng lại 4.172 nhà thuốc, trên khoảng 62.000 điểm bán cả nước, tức 6,7%, trong đó Long Châu chiếm gần hai phần ba với doanh thu 21.448 tỷ đồng sáu tháng. Guardian và Medicare không vào phép cộng này vì là chuỗi sức khỏe và làm đẹp. Chuỗi hiện đại vừa là cơ hội vừa là áp lực với nhà sản xuất: phủ hàng nhanh hơn và thu tiền chắc hơn, nhưng đối tác đủ lớn để đàm phán chiết khấu nên phần biên chuyển dần sang nhà bán lẻ.

Chuỗi nhà thuốc hiện đại	Số điểm bán	Nguồn và thời điểm của riêng dòng này
Long Châu	2.639	Công bố kết quả kinh doanh 6T/2026 của FPT Retail
Pharmacy	1.118	Công bố của Pharmacy cho thời điểm cuối tháng 6/2026
An Khang	415	Tổng hợp báo chí đầu năm 2026; doanh nghiệp không công bố riêng số điểm bán nên dòng này cũ hơn hai dòng trên
Ba chuỗi nhà thuốc	4.172	Phép cộng ba dòng trên, là mẫu số của tỷ trọng 6,7%
Guardian và Medicare	191	Chuỗi sức khỏe và làm đẹp, không phải nhà thuốc thuần nên để ngoài phép cộng; số khảo sát đầu năm 2026

1.7. Mức độ phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu của cả hai khối

Hoạt chất thường chiếm phần lớn giá vốn thuốc generic, và khoảng 80 đến 90% nguyên liệu làm thuốc phải nhập khẩu, nên biên gộp của cả ngành là hàm của tỷ giá và giá hoạt chất, không chỉ của giá bán. Vì vậy một quý biên gộp mở rộng chưa đủ để kết luận doanh nghiệp đã cải thiện hiệu quả vận hành.

Mặt xích	Mức độ phụ thuộc	Hệ quả với báo cáo kết quả kinh doanh
Hoạt chất nhập khẩu	80-90% nguyên liệu làm thuốc	Giá vốn biến động theo giá quốc tế và tỷ giá, còn giá bán vào bệnh viện đã chốt từ kỳ thầu nhiều tháng trước
Tập trung nguồn cung	Trung Quốc 60,5%, Ấn Độ 23,1% quý 1/2026	Rủi ro lớn hơn giá là gián đoạn nguồn cung: một đợt siết xuất khẩu ở một trong hai nước sẽ ảnh hưởng cả ngành
Thuốc đặc trị và thuốc thiết yếu	phần lớn vẫn nhập thành phẩm	Phần giá trị cao nhất của thị trường và cũng là phần doanh nghiệp nội chưa chạm tới, giải thích khoảng cách 60% lượng so với 46% giá trị

Nguồn theo từng chỉ tiêu. Mức 80-90% nguyên liệu phải nhập là khoảng Cục Quản lý Dược nêu trong phát ngôn chính sách, chưa có văn bản công bố số chính thức. Cơ cấu Trung Quốc 60,5% và Ấn Độ 23,1% tính trên kim ngạch nhập khẩu nguyên liệu làm thuốc quý 1/2026. Khoảng cách 60% sản lượng so với 46% giá trị theo Quyết định 1165/QĐ-TTg. Tỷ trọng hoạt chất trong giá vốn theo báo cáo thường niên 2025 của các doanh nghiệp trong nhóm.

- Trong sáu tháng đầu 2026, mức phụ thuộc này chưa chuyển thành áp lực lên biên lợi nhuận: biên gộp của nhóm mở rộng lên 34,1% và riêng quý 2 đạt 34,6%, cao nhất trong tám quý. Chi phí đầu vào vì vậy là rủi ro tiềm ẩn chứ chưa là yếu tố đã hiện thực hoá, và chỉ báo theo dõi phù hợp là diễn biến biên gộp theo quý thay vì giá từng hoạt chất.

1.8. Siết thực thi chống hàng giả trong lĩnh vực y tế

Hai vụ việc trong hơn một tháng gần nhất cần được phân biệt đúng bản chất. Vụ viên C sủi, với bốn bị can bị Công an Hà Nội khởi tố ngày 24/09/2026, là hàng giả thực phẩm bảo vệ sức khỏe theo Điều 193 Bộ luật Hình sự, không phải thuốc giả. Cùng ngày, Công an Thanh Hóa triệt phá đường dây An cung ngưi hoàng hoàn giả; văn bản ngày 05/10/2026 của Sở Y tế Hà Nội về kiểm tra lưu thông và quảng cáo thuốc cổ truyền là hệ quả của vụ sau.

- Hướng tác động với các mã trong nhóm phân tích là tích cực nhưng gián tiếp và chưa đo được. Cả hai vụ đều không liên quan tới sản phẩm của mã nào trong nhóm, nên báo cáo không quy phần siết thực thi này thành thị phần hay giá bán lấy lại được. Khung xử phạt nền là Nghị định 90/2026/NĐ-CP ngày 30/03/2026, hiệu lực 15/05/2026.

1.9. Tiến độ sửa đổi danh mục thuốc bảo hiểm y tế

Danh mục thuốc được bảo hiểm y tế chi trả hiện vẫn theo Thông tư 37/2024/TT-BYT. Bộ Y tế đang rà soát sửa đổi với dự kiến thêm hơn 300 hoạt chất vào danh mục dùng tại cấp khám chữa bệnh ban đầu, theo phát ngôn của đại diện Bộ ngày 02/10/2026. Chưa có ngày ban hành.

- Đây là sửa đổi Thông tư 37/2024, không phải một Thông tư thay thế, nên phạm vi thay đổi hẹp hơn trường hợp Thông tư 03/2024. Hướng tác động vẫn là mở rộng cầu: đưa thêm hoạt chất về cấp khám chữa bệnh ban đầu nghĩa là chuyển một phần lượng thuốc từ bệnh viện tuyến trên xuống trạm y tế và phòng khám, nơi thuốc generic nội có vị thế tốt hơn thuốc biệt dược gốc.
- Hai Thông tư then chốt của ngành vì vậy đều đang ở trạng thái chờ tại thời điểm phát hành báo cáo: bản thay thế Thông tư 03/2024 trễ mốc tự đặt hơn ba tháng, và bản sửa đổi Thông tư 37/2024 chưa có lịch. Cả hai đều theo hướng có lợi cho doanh nghiệp nội, nên rủi ro lớn nhất là thời điểm ghi nhận doanh thu. Bên cạnh đó là rủi ro nội dung: danh mục 263 thuốc mới ở dạng dự thảo và có thể bị thu hẹp khi ban hành.

VAI TRÒ CỦA CHÍNH SÁCH TRONG NGÀNH DƯỢC KHÁC VỚI PHẦN LỚN CÁC NGÀNH KHÁC

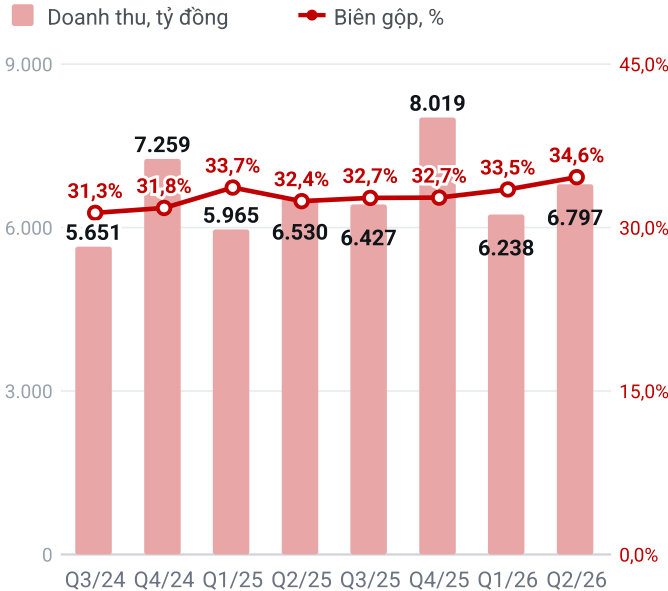
Ở hầu hết các ngành, chính sách là điều kiện biên và chu kỳ kinh tế là động lực. Với dược phẩm, quan hệ đó đảo lại. Ở kênh bệnh viện và thuốc kê đơn, cầu gần như không co giãn theo thu nhập hay lãi suất nên tăng trưởng GDP nói được rất ít về phần doanh thu đó, còn kênh nhà thuốc thì vẫn phụ thuộc sức mua. Ngược lại, một dòng trong Thông tư quyết định một hoạt chất có nằm trong danh mục buộc hồ sơ mời thầu chỉ nhận thuốc trong nước hay không, và điều đó có thể dịch chuyển hàng trăm tỷ đồng doanh thu giữa thuốc nội và thuốc nhập trong một kỳ đấu thầu. Vì vậy phần bối cảnh của báo cáo này dài hơn thông lệ, và danh mục theo dõi ở Phần 6 là một danh mục văn bản.

2. Kết quả kinh doanh sáu tháng đầu 2026

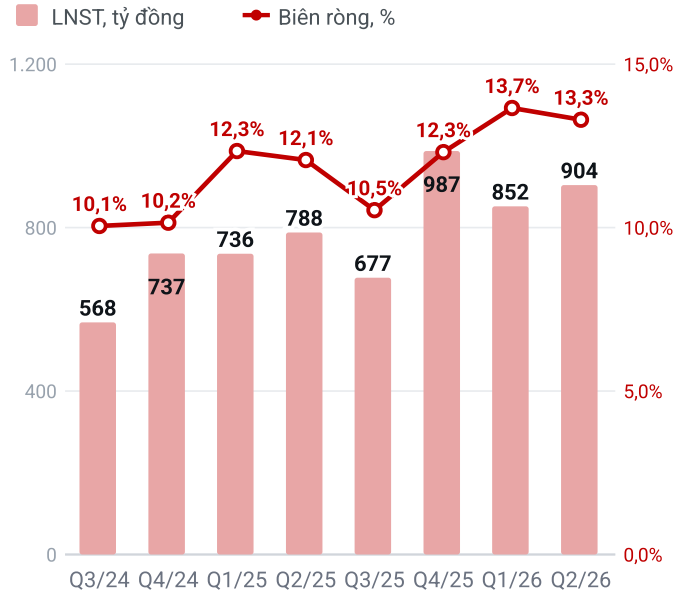
2.1. Tăng trưởng lợi nhuận vượt xa doanh thu, chênh lệch đến từ biên gộp

Nhóm 11 doanh nghiệp đạt doanh thu 13.035 tỷ đồng trong sáu tháng, tăng 4,3%, còn lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ 1.756 tỷ, tăng 15,2%. Riêng quý 2 doanh thu 6.797 tỷ tăng 4,1% và lợi nhuận 904 tỷ tăng 14,7%, trong đó 33,7 tỷ là chi phí khuyến mại của DP3 được hoàn nhập khi soát xét bán niên, tức một khoản chi phí dời sang nửa cuối năm. Chênh lệch giữa hai tốc độ nằm ở biên lợi nhuận: biên gộp quý 2 đạt 34,6% từ 32,4% cùng kỳ, cao nhất tám quý.

Doanh thu và biên gộp theo quý



LNST cổ đông mẹ và biên ròng theo quý



Biên gộp bằng lợi nhuận gộp trên doanh thu thuần, biên ròng bằng LNST cổ đông mẹ trên cùng mẫu số. Cộng gộp 11 mã; đường biên đọc theo trục phải, nhấn cột lùi vào trong khi đường đi qua đỉnh.

Biên gộp mở rộng ở quý 2/2026, lên 34,6% từ 32,7% của quý 4/2025, nhưng chuỗi tám quý không đi lên liên tục: quý 2/2025 lùi về 32,4% và quý 1/2026 ở 33,5% vẫn thấp hơn quý 1/2025. Giả thuyết cơ cấu doanh thu dịch sang phần hàng biên cao vẫn chỉ là giả thuyết: không có số liệu doanh thu theo nhóm sản phẩm, và giá hoạt chất cùng tỷ giá ở mục 1.7 chưa loại trừ được.

2.2. Chi phí bán hàng hấp thụ một phần biên gộp tăng thêm

Cấu phần quý 2/2026	Q2/2026	Q2/2025	Thay đổi	Diễn giải
Doanh thu thuần, tỷ đồng	6.797	6.530	+4,1%	Gần như đi ngang
Lợi nhuận gộp, tỷ đồng	2.354	2.117	+11,2%	Mức tăng đến từ biên, doanh thu gần như đi ngang
Biên lợi nhuận gộp	34,6%	32,4%	+6,8%	Cao nhất tám quý gần nhất
Chi phí bán hàng, tỷ đồng	1.402	1.309	+7,1%	Tăng nhanh hơn doanh thu, ăn một phần biên gộp tăng thêm
LNST cổ đông mẹ, tỷ đồng	904	788	+14,7%	Trừ phần đồn kỳ của DP3 còn 870 tỷ, 10,5%
Biên lợi nhuận ròng	13,3%	12,1%	+10,2%	Trừ phần đồn kỳ còn 12,8%, vẫn cao hơn cùng kỳ

Cột thay đổi là mức tăng giảm tương đối so với cùng kỳ. Cộng gộp 11 mã, nguồn là báo cáo tài chính quý 2/2026 từng doanh nghiệp.

- Biên gộp tăng từ 32,4% lên 34,6% nhưng biên ròng chỉ từ 12,1% lên 13,3%. Chênh lệch nằm chủ yếu ở chi phí bán hàng, tăng 7,1% trong khi doanh thu tăng 4,1%. Đây là đặc điểm cấu trúc của khối biên gộp cao: chi phí bán hàng trên doanh thu của khối này là 29,7% so với 7,8% của khối biên gộp thấp.
- Khoản hoàn nhập của DP3 là chi phí được dời sang nửa cuối năm. Khi soát xét bán niên, kiểm toán hoàn 42,4 tỷ đồng chi phí của chương trình khuyến mại chưa kết thúc tại 30/06/2026. Phần hoàn này không được chia lại cho quý 1 nên rơi hết vào quý 2, đưa lợi nhuận quý 2 lên 72,7 tỷ thay cho 39,1 tỷ. Số sáu tháng 107,5 tỷ đã soát xét và đúng về kế toán, nhưng chưa gánh phần chi phí sẽ ghi nhận khi chương trình kết thúc, nên mẫu số mười hai tháng ở mục 4.3 được tính cả hai cách.

2.3. Hai cơ chế tăng lợi nhuận khác nhau giữa hai khối

Khối biên gộp cao tạo 76,4% lợi nhuận của nhóm trên 58,1% doanh thu. Khối biên gộp thấp ngược lại: 41,9% doanh thu, 23,6% lợi nhuận. Khối biên gộp thấp lại tăng lợi nhuận nhanh hơn, 18,3% so với 14,3%, nhưng không nhờ biên: biên gộp sáu tháng của khối này đi ngang ở 12,7% còn khối biên gộp cao tăng từ 48,2% lên 49,5%. Mức tăng nằm ở DVN cộng 68 tỷ từ lãi công ty liên kết và DMC cộng 31 tỷ, còn DHT và DCL cùng giảm.

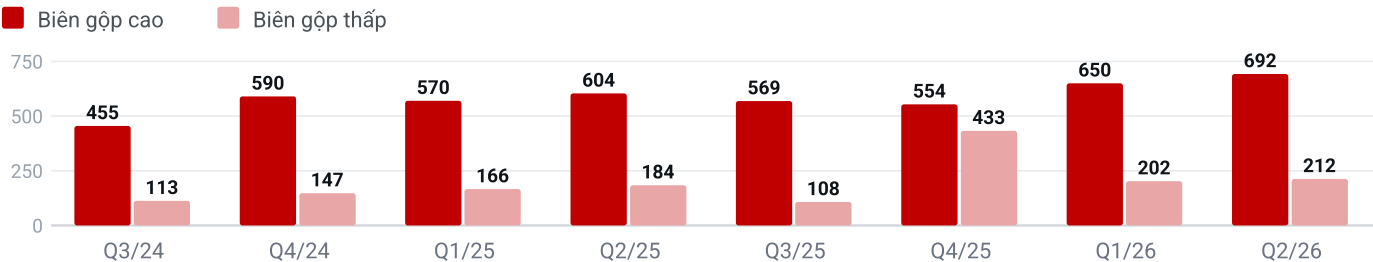
CƠ SỞ CỦA VIỆC TÁCH NHÓM PHÂN TÍCH THÀNH HAI KHỐI

Biên gộp hai khối là 49,5% so với 12,7%, gần bốn lần, và giữ gần như không đổi suốt tám quý. Ranh giới ở đây là mức biên, không phải loại hình doanh nghiệp: DMC và DCL đều có nhà máy và nhãn riêng, DVN là công ty mẹ đầu tư, chỉ DHT thiên hẳn về phân phối thuốc nhập.

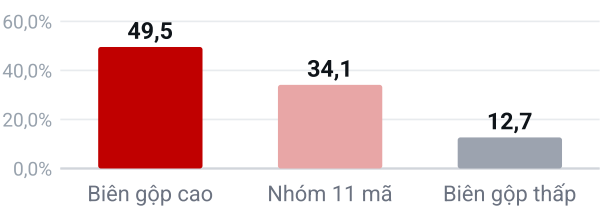
Chỉ tiêu 6T/2026	Biên gộp cao	Biên gộp thấp	Vì sao hai khối khác nhau ở chỉ tiêu này
Số mã	7	4	Biên gộp cao: DHG, IMP, DBD, TRA, DTP, OPC, DP3. Biên gộp thấp: DHT, DVN, DCL, DMC
Doanh thu, tỷ đồng	7.569	5.466	Khối biên gộp thấp có vòng doanh thu lớn hơn trên cùng một lượng vốn, vì phần lớn doanh thu đến từ hàng do đơn vị khác sản xuất
Tăng trưởng doanh thu	+6,0%	+2,1%	Cả hai khối gần như đi ngang về lượng
Biên lợi nhuận gộp	49,5%	12,7%	Chênh lệch gần bốn lần chính là tiêu chí tách khối
LNST cổ đông mẹ, tỷ đồng	1.342	414	Khối biên gộp cao đóng góp phần lớn lợi nhuận của nhóm
Tăng trưởng LNST	+14,3%	+18,3%	Nền so sánh của khối biên gộp thấp nhỏ hơn nhiều nên cùng một lượng tiền tạo ra tỷ lệ tăng lớn hơn
Chi phí bán hàng trên doanh thu	29,7%	7,8%	Khối biên gộp cao phải chi cho nhận diện thương hiệu và đội ngũ bán hàng tới nhà thuốc; khối biên gộp thấp bán cho đầu mối
Tỷ lệ chi trả cổ tức niên độ 2025	83,7%	32,0%	Mức của khối biên gộp cao bị chi phối bởi khoản chi đặc biệt của DHG, xem mục 4.1. Cả hai khối vẫn đang trong chu kỳ đầu tư, xem lịch dự án ở mục 6.2
Nợ vay trên vốn chủ sở hữu	0,06	0,31	Khối biên gộp thấp cần vốn lưu động lớn hơn trên cùng một đồng lợi nhuận

Phân khối theo biên lợi nhuận gộp bốn quý gần nhất. Ranh giới tự nhiên nằm giữa OPC 40,1% và DMC 20,5%.

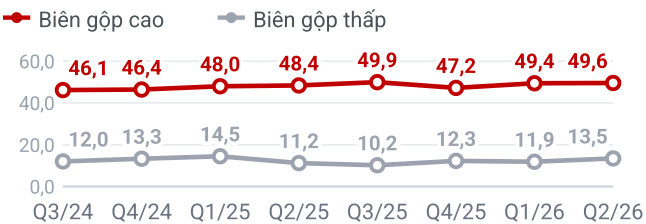
LNST cổ đông mẹ theo khối, tỷ đồng



Biên lợi nhuận gộp 6T/2026 theo khối, %



Biên lợi nhuận gộp tám quý theo khối, %

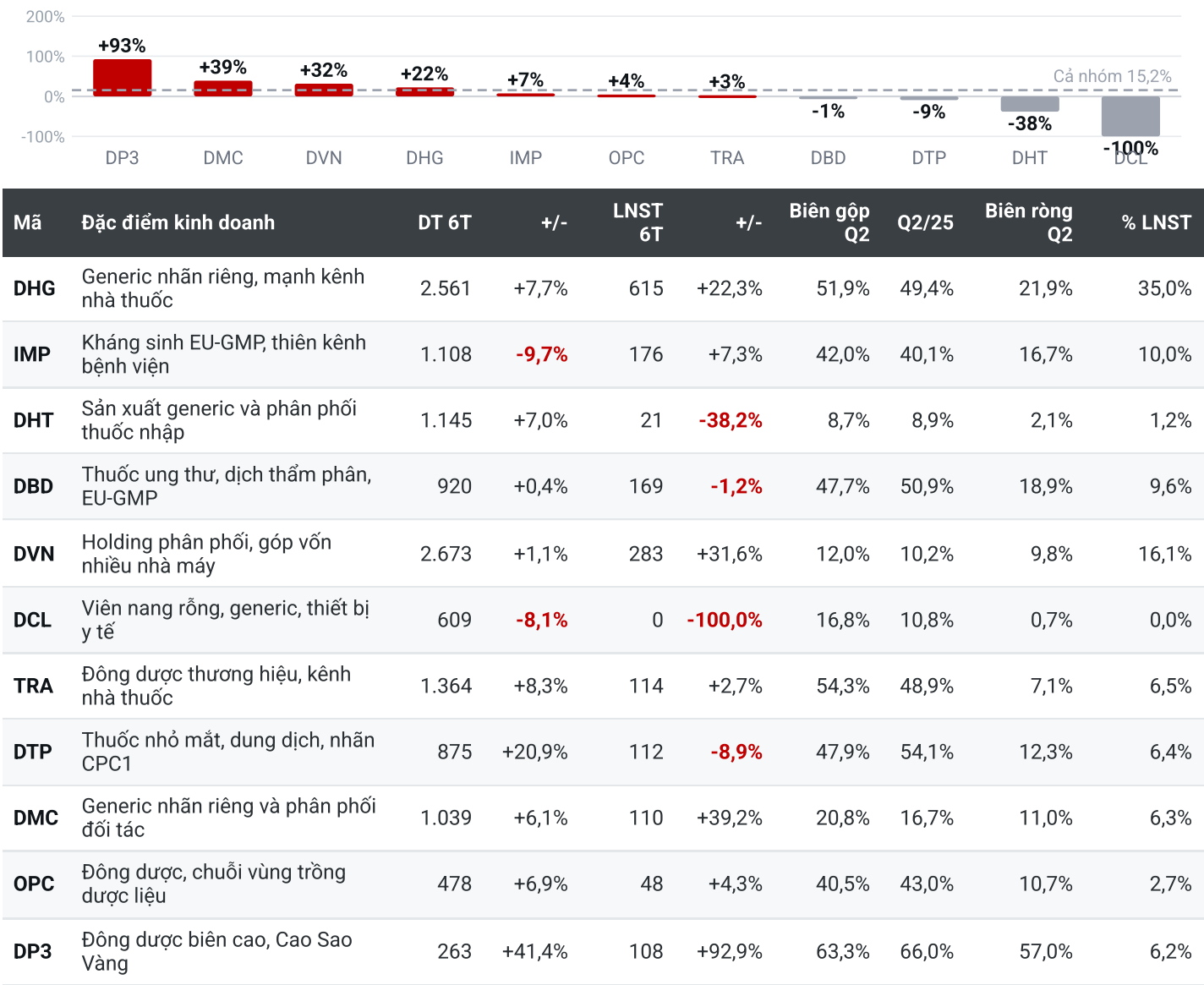


- Quý 4/2025 là ngoại lệ cần giải thích. Lợi nhuận khối biên gộp thấp lên 433 tỷ từ 108 tỷ quý trước, gần bằng khối biên gộp cao, trong khi biên gộp chỉ tăng từ 10,2% lên 12,3%. Phần lớn mức tăng thuộc DVN và là điều chỉnh kiểm toán cuối năm, nên quý này được loại khỏi nền dự phóng ở mục 2.6.

2.4. Phân hoá kết quả giữa mười một mã trên cùng một nền chính sách

Con số cộng gộp che mất độ phân tán: chỉ 7 trong 11 mã tăng lợi nhuận. Hai mã giảm mạnh nhất giảm vì hai lý do khác nhau: DHT chịu chi phí của một nhà máy chưa đưa vào khai thác, còn DCL bị biên gộp co lại cộng lãi vay ăn gần hết lợi nhuận hoạt động.

Tăng trưởng LNST cổ đông mẹ sáu tháng đầu 2026 từng mã, %



Doanh thu và LNST cổ đông mẹ đơn vị tỷ đồng; cột cuối là tỷ trọng trong tổng LNST sáu tháng của nhóm.

- Ba mã chiếm gần trọn mức tăng. DHG thêm 112 tỷ ở kênh nhà thuốc, DVN thêm 68 tỷ ở dòng lãi công ty liên kết và DP3 thêm 52 tỷ ở đồng dược bán lẻ, cộng lại bằng đúng mức tăng 232 tỷ của cả nhóm, nên tám mã còn lại gần như không đổi. Cả ba đều bán chủ yếu ngoài kênh bệnh viện, nên mức tăng này chưa đủ làm bằng chứng cho chính sách đấu thầu.
- Phần đóng góp của DVN khác về bản chất: lợi nhuận tăng 68 tỷ nhưng lợi nhuận gộp chỉ tăng 30 tỷ, phần còn lại là lãi công ty liên kết, chảy về từ một danh mục gồm Sanofi Việt Nam 30%, IMP 22,04%, DP3 22,1%, OPC 13,4%. Phần tăng thêm đến từ việc nâng sở hữu tại Sanofi từ 15% lên 30% trong tháng 6/2025, nên nên so sánh thấp một cách cơ học và hết hiệu lực từ quý 3/2026.

LƯU Ý KHI SO SÁNH BIÊN LỢI NHUẬN GỘP GIỮA CÁC MÃ

Khoảng cách biên gộp từ 8,7% của DHT đến 63,3% của DP3 không đo hiệu quả. DHT và DVN ghi nhận trọn giá bán thuốc nhập nhưng chỉ giữ phần chênh của khâu phân phối; DP3 và TRA bán nhãn của mình qua nhà thuốc, giữ gần hết giá trị gia tăng nhưng trả lại bằng chi phí bán hàng. Thước đo so sánh được là biên ròng.

2.5. Độ trễ giữa đầu tư năng lực EU-GMP và kết quả lợi nhuận

IMP và DBD là hai mã nội có dây chuyền EU-GMP bán vào kênh bệnh viện, đúng nhóm mà Thông tư 40/2025 và Nghị định 214/2025 tạo lợi thế, nhưng doanh thu sáu tháng giảm 5,4% và lợi nhuận chỉ tăng 3,0%.

Chỉ tiêu 6T/2026	IMP	DBD	Nhóm 11 mã	Cách đọc khoảng cách giữa các cột
Doanh thu, tỷ đồng	1.108	920	13.035	Hai mã chiếm 15,6% doanh thu của nhóm
Tăng trưởng doanh thu	-9,7%	+0,4%	+4,3%	Phần hụt dồn ở IMP, DBD gần như đi ngang
Biên lợi nhuận gộp	41,8%	46,6%	34,1%	Cả hai cao hơn nhóm; cùng kỳ IMP 39,8%, DBD 51,3%
LNST cổ đông mẹ, tỷ đồng	176	169	1.756	Hai mã giữ 19,6% lợi nhuận trên 22,5% vốn hoá
Tăng trưởng LNST	+7,3%	-1,2%	+15,2%	Cả hai thấp hơn nhóm dù được chính sách ưu tiên
Biên gộp quý 2	42,0%	47,7%	34,6%	Cùng kỳ: IMP 40,1%, DBD 50,9%

Cộng gộp hai mã: doanh thu 2.028 tỷ, LNST 345 tỷ, biên ròng 17,0% từ 15,6%, tiền ròng 583 tỷ.

- Nguyên nhân nằm ở độ trễ của cơ chế. Lợi thế của Thông tư 40/2025 và Nghị định 214/2025 chỉ hiện thực hoá khi chủ đầu tư mở gói thầu mới, còn giá và lượng của các gói đã trúng thì cố định tới hết hợp đồng; danh mục buộc hồ sơ mời thầu yêu cầu xuất xứ trong nước vẫn là 93 thuốc của Thông tư 03/2024, nên hai mã đã xong đầu tư năng lực mà chưa có đủ gói thầu để khai thác.
- Hai mã không giống nhau nên cách đọc phải tách. IMP mất 9,7% doanh thu mà lợi nhuận vẫn tăng 7,3% và biên gộp sáu tháng còn mở rộng, đúng dạng mất gói thầu khi giá các gói đã trúng vẫn giữ. DBD thì biên gộp lùi 4,7 điểm, nên câu biên giữ được trong khi lượng hụt chỉ đúng với IMP. Không có số liệu trúng thầu từng mã nên nguyên nhân vẫn là giả thuyết.

2.6. Dự phóng lợi nhuận 2026 theo kịch bản

Nền so sánh và cả ba kịch bản dưới đứng trên một cơ sở: quý 4/2025 của DVN ghi 332 tỷ đồng mà phần lớn là điều chỉnh kiểm toán, nên quý đó được thay bằng nhịp chạy quý gần nhất của chính DVN, 141,5 tỷ, và mức thay áp cho cả nền 2025, kịch bản sàn và hệ số mùa vụ của kịch bản trần.

Kịch bản	Giả định đứng sau con số	LNST 2026	So nền 2025
Bất lợi	Như kịch bản sàn, thêm giả định chi phí khuyến mại của DP3 dời sang nửa cuối	3.198	+7,4%
Sàn	Nửa cuối 2026 đi ngang so với nửa cuối 2025	3.232	+8,5%
Trần	Nửa cuối 2026 giữ hệ số mùa vụ riêng của từng mã	3.514	+18,0%
Nền so sánh	LNST cổ đông mẹ 2025 của 10 mã, đã loại DCL, đã chuẩn hoá quý 4/2025 của DVN đúng như ba kịch bản trên	2.978	—
Đã công bố	Lợi nhuận sáu tháng đầu 2026 của cùng 10 mã, tăng 16,9% so cùng kỳ, là phần duy nhất trong bảng không phải giả định	1.756	—

Quý 4/2024 không dùng làm mức thay, vì đó là mức trước khi DVN nâng sở hữu Sanofi lên 30% và thấp hơn nhịp hiện tại khoảng một trăm tỷ. Giữ nguyên quý 4/2025 ở cả hai về thì nền là 3.168 tỷ và đầu sàn 8,0%, cùng chiều với bảng.

- Khoảng dự phóng nằm trọn ở phía dương: 3.198 tỷ đến 3.514 tỷ, tức 7,4% đến 18,0% so với nền. Giả định mùa vụ vì vậy quyết định độ lớn của mức tăng, không phải dấu của nó: ngay cả đầu thấp nhất, đã trừ khoản hoàn nhập của DP3, vẫn cho 2026 tăng.
- Giả định ngành dược dồn lợi nhuận vào nửa cuối năm không được dữ liệu nhóm này xác nhận: 5 mã có nửa cuối 2025 nhỏ hơn nửa đầu, gồm DHG, DHT, DBD, DVN, DCL, DHG chỉ đạt 0,696. Đầu trần vì vậy mang sẵn một phần lạc quan, nên mức dùng được là nửa dưới của khoảng, quanh 7% đến 10%.
- Dự phóng lợi nhuận 2026 trên hệ thống TCAnalysis, hiện có cho 6 trong 11 mã, cộng lại 2.250 tỷ, cao hơn 12,8% so với 1.995 tỷ mà phép mùa vụ cho kết quả trên đúng 6 mã đó. Khoảng cách này đo mức lạc quan đang được đặt vào nửa cuối năm.

3. Bảng cân đối kế toán và chất lượng lợi nhuận

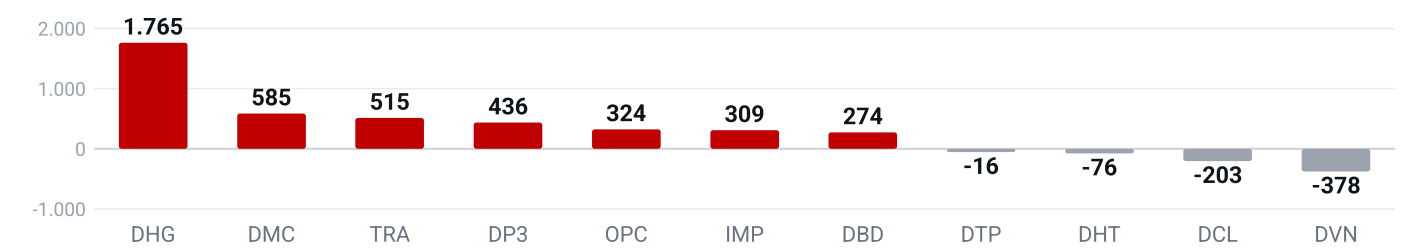
3.1. Cấu trúc vốn gần như không đòn bẩy và mức phân hoá giữa hai khối

Nhóm 11 mã nắm 6.838 tỷ tiền so với 3.303 tỷ nợ vay, tức tiền ròng 3.535 tỷ; nợ vay trên vốn chủ sở hữu 0,16 lần và 3 mã không có đồng nợ vay nào, gồm DHG, DMC, OPC. Con số gộp che một chênh lệch lớn: khối biên gộp cao có tiền ròng 3.607 tỷ còn khối biên gộp thấp âm 72 tỷ, mức âm nhỏ đó chỉ nhờ DMC bù 585 tỷ cho ba mã còn lại.

Khoản mục tại 30/06/2026	Nhóm 11 mã	Biên gộp cao	Biên gộp thấp	Vì sao hai khối khác nhau
Tiền và tương đương tiền	6.838	4.338	2.500	Khối biên gộp cao bán thu tiền nhanh qua kênh nhà thuốc nên tiền tích lại
Nợ vay	3.303	731	2.572	Khối biên gộp thấp phải tài trợ hàng và phải thu bằng vốn vay
Tiền ròng	3.535	3.607	-72	Khối biên gộp thấp ở trạng thái nợ ròng không đáng kể
Hàng tồn kho	7.324	4.028	3.296	Tồn kho là khoản lớn nhất của cả hai khối, lớn hơn cả tài sản cố định
Phải thu ngắn hạn	5.920	2.873	3.047	Phải thu của khối biên gộp thấp lớn hơn vốn chủ của nhiều mã trong khối
Phải trả người bán	10.472	4.890	5.582	Khối biên gộp thấp bù vốn lưu động bằng tín dụng nhà cung cấp, nên nợ vay không cao hơn nữa
Tài sản cố định	4.915	3.514	1.401	Khối biên gộp cao nặng nhà máy, khối biên gộp thấp nặng vốn lưu động
Vốn chủ sở hữu	20.375	11.998	8.377	Mẫu số cho hai dòng tỷ lệ bên dưới
Nợ vay trên vốn chủ sở hữu	0,16	0,06	0,31	Cả hai mức đều thấp theo chuẩn chung, nhưng cách nhau hơn năm lần
Tiền trên tổng tài sản	22,2%	25,7%	17,9%	Đệm thanh khoản của khối biên gộp cao dày hơn khoảng một nửa

Đơn vị tỷ đồng nếu không ghi khác. Nợ vay gồm vay ngắn hạn và vay dài hạn, không gồm phải trả người bán.

Tiền ròng từng mã tại 30/06/2026, tỷ đồng



- Tồn kho 7.324 tỷ lớn hơn cả tài sản cố định 4.915 tỷ, nhưng đó là đặc điểm ngành hơn là dấu hiệu ứ hàng: thuốc phải giữ sẵn theo danh mục đã trúng thầu và theo yêu cầu phủ hàng của nhà thuốc.
- Phải thu 5.920 tỷ là rủi ro đáng chú ý hơn, và tập trung ở khối biên gộp thấp với 3.047 tỷ. Bán vào bệnh viện công nghĩa là người mua gần không có rủi ro vỡ nợ nhưng có thể trả chậm, nên một doanh nghiệp dược có thể vừa lãi vừa thiếu tiền. Nhưng phải thu chậm không làm giảm lợi nhuận kế toán nếu chưa phải trích lập, nên nó không giải thích được trường hợp DCL: ở đó biên gộp tụt từ 23,5% của quý 1/2025 xuống 10,8–16,8% trong 5 quý sau, còn chi phí lãi vay 13–15 tỷ mỗi quý gần bằng toàn bộ lợi nhuận trước lãi và thuế.

BA DẤU HIỆU NÊN ĐỌC CÙNG NHAU KHI ĐÁNH GIÁ CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN

Tiền ròng: 3 mã trong nhóm không có đồng nợ vay nào, nên ở cả hai mô hình đều có doanh nghiệp chuyển được biên lợi nhuận thành dòng tiền. Tiền trên tổng tài sản đo độ dày của đệm thanh khoản, không đo tốc độ thu tiền: DP3 dẫn đầu nhóm ở cả hai bảng, 59,7% tiền trên tổng tài sản nhưng cũng 285 ngày phải thu dài nhất theo mục 7.1, trong khi DHG có 35,3% tiền và 160 ngày. Khả năng trả lãi là dấu hiệu phân biệt rõ nhất: lợi nhuận trước lãi và thuế của DCL chỉ bằng 1,0 lần chi phí lãi vay và DVN bằng 2,6 lần, còn 6 mã có vay còn lại đều từ 3,6 lần trở lên.

4. Cổ tức và mặt bằng định giá

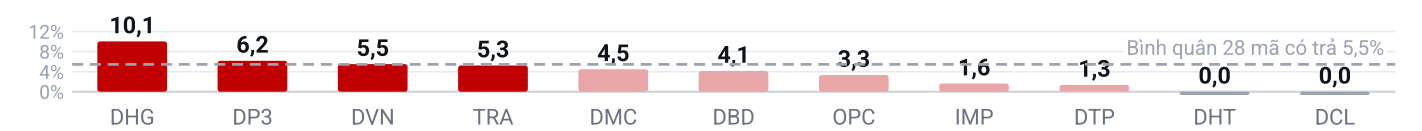
4.1. Mặt bằng cổ tức tiền mặt và vị trí của ngành trong chu kỳ đầu tư

Tỷ suất cổ tức tiền 5,5% là bình quân của 28 mã có trả tiền trong 49 mã có giao dịch; tính cả các mã không trả thì còn 3,1%. Nhóm 11 doanh nghiệp chi 2.248 tỷ đồng niên độ 2025, bằng 67,9% lợi nhuận niên độ theo báo cáo kiểm toán năm và 70,5% nếu lấy tổng bốn quý đã công bố.

Mã	DPS	Không hưởng quyền	Giá có quyền	Tỷ suất	LNST niên độ	Tổng tiền	Tỷ lệ chi trả	Ghi chú về đợt chia
DHG	10.000	11/05/2026 14/09/2026	99.400	10,1%	852	1.307,0	153,4%	Hai đợt 5.000 đồng; phần vượt từ hoàn nhập quỹ
DP3	4.000	20/03/2026	65.000	6,2%	156	86,0	55,1%	Chi tròn một đợt, trên nền lợi nhuận nhỏ nhất nhóm
DVN	1.000	11/09/2026	18.100	5,5%	739	237,0	32,1%	Chi trả thấp vì phần lớn lợi nhuận là lãi liên doanh chưa về tiền
TRA	2.000	31/12/2025 21/07/2026	38.000	5,3%	250	165,8	66,3%	Hai đợt 2.000 đồng nền cũ; DPS quy sau thưởng 100%
DMC	2.500	14/09/2026	55.800	4,5%	198	86,8	43,8%	Chi trả vừa phải dù không có đồng nợ vay nào
DBD	2.000	27/08/2026	48.450	4,1%	292	189,0	64,7%	Giữ lại phần còn lại cho hai dự án nhà máy
OPC	684	09/07/2026	20.584	3,3%	116	51,2	44,1%	Chia thêm cổ phiếu 17%, DPS quy về nền hiện nay
IMP	600	13/07/2026	36.800	1,6%	349	92,4	26,5%	Mức chia thấp nhất trong các mã có trả tiền
DTP	800	03/09/2026	59.700	1,3%	283	32,5	11,5%	Chia chủ yếu bằng cổ phiếu, tỷ lệ 125%
DHT	0	–	52.400	0,0%	54	0,0	0,0%	Không trả tiền; thưởng cổ phiếu 10% từ thặng dư vốn
DCL	0	–	46.900	0,0%	20	0,0	0,0%	Không trả tiền; lợi nhuận gần như bằng không, đang dồn vốn cho nhà máy

DPS và giá đơn vị đồng, LNST và tổng tiền đơn vị tỷ đồng. Tỷ suất tính trên giá còn mang quyền, vì mọi đợt chia của niên độ đều đã qua. Dấu gạch là mã không trả tiền. LNST niên độ của DVN theo báo cáo kiểm toán năm cao hơn tổng bốn quý đã công bố 119 tỷ, nên tỷ lệ chi trả của mã này là 32,1% trên số niên độ và 38,2% trên tổng bốn quý.

Tỷ suất cổ tức tiền niên độ 2025 từng mã, %



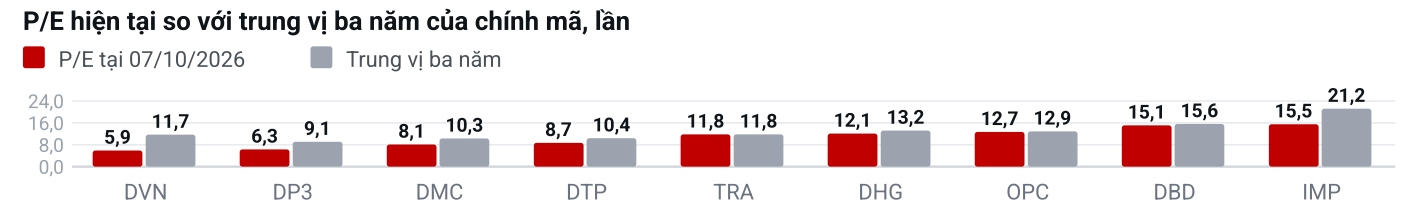
- Khối biên gộp cao chi 83,7% lợi nhuận và đạt tỷ suất 5,9%, khối biên gộp thấp 32,0% và 2,1%; hai tỷ suất này là bình quân theo vốn hoá của toàn khối, gồm cả mã không trả. Nhưng khối biên gộp cao gần như là DHG: mã này chiếm 58,1% tiền cổ tức của cả nhóm, loại ra thì tỷ lệ chi trả của nhóm còn 38,3%.
- Hai mã không trả tiền niên độ 2025 là DHT và DCL, cả hai đang dồn vốn cho một nhà máy chưa khai thác. DHT bù lại bằng cổ phiếu thưởng 10% từ thặng dư vốn, không hưởng quyền 05/10/2026, một đợt chia không làm doanh nghiệp chi tiền.

TỶ LỆ CHI TRẢ 153,4% CỦA DHG VÀ NGUỒN CHI TRẢ PHẦN VƯỢT

DHG chi 1.307,0 tỷ đồng cho niên độ 2025 trên lợi nhuận kiểm toán 852 tỷ, tức vượt lợi nhuận của chính năm đó. Khoản hoàn nhập Quỹ Đầu tư Phát triển 1.100 tỷ đồng được Đại hội đồng cổ đông 2025 thông qua làm nguồn chia cổ tức của năm 2024, không phải của niên độ 2025; nguồn chi cho phần vượt của niên độ 2025 chưa được công bố. Mức 100% mệnh giá là năm thứ hai liên tiếp theo kế hoạch, không liên quan việc mất tư cách công ty đại chúng.

4.2. Chiết khấu định giá tập trung ở 5 mã, phần còn lại giao dịch đúng nền của mình

P/E trung vị nhóm 11 mã là 12,0 lần, P/B 2,1 lần và ROE trung vị 17,2%. Mốc so sánh mà báo cáo dùng là trung vị ba năm của chính từng mã, vì mỗi mã được có nền P/E riêng do cơ cấu kênh bán và thanh khoản quyết định. Theo mốc đó chỉ 5 trong 10 mã rẻ hơn trung vị của chính mình quá 15%; các mã còn lại có P/E dưới trung vị thì chỉ chênh vài phần trăm.



Mã	Giá	P/E	P/E tv 3 năm	Chênh	P/B	ROE	Tỷ suất	Vi sao mức chiết khấu của mã này là như vậy
DVN	17.100	5,9	11,7	-50%	1,1	19,7%	5,5%	Rẻ nhất theo P/E nhưng phần vận hành không rẻ: EV trên EBITDA 22,5 lần và nợ vay trên EBITDA 8,0 lần, tính trên EBITDA bốn quý chưa gồm lãi liên doanh liên kết
DP3	61.000	6,3	9,1	-31%	2,1	36,4%	6,2%	ROE cao nhất nhóm; chiết khấu phần lớn do vốn hoá nhỏ và thanh khoản mỏng
IMP	36.200	15,5	21,2	-27%	2,4	16,1%	1,6%	Thị trường từng trả P/E 21,2 cho triển vọng EU-GMP và đang thu lại khi doanh thu hụt
DMC	53.300	8,1	10,3	-22%	1,1	14,1%	4,5%	P/B 1,1 trên giá trị sổ sách 48.251 đồng, gần như không trả cho tăng trưởng
DTP	58.900	8,7	10,4	-16%	1,9	23,5%	1,3%	Giá giảm 35,6% từ đầu năm trong khi sàn giao dịch không đổi; nguyên nhân là lợi nhuận sáu tháng -8,9%
DHG	89.400	12,1	13,2	-8%	3,4	26,7%	10,1%	P/B cao thứ hai nhóm sau DHT nhưng vẫn rẻ hơn chính mình; ROE 26,7% và không nợ vay
DBD	46.450	15,1	15,6	-3%	2,5	17,2%	4,1%	Gần đúng trung vị của chính mã; thị trường đang chờ nhà máy vô trùng
OPC	19.900	12,7	12,9	-2%	1,7	13,5%	3,3%	Đúng mặt bằng lịch sử, không có chiết khấu đáng kể
TRA	36.000	11,8	11,8	-0%	2,0	17,3%	5,3%	Trùng khít trung vị ba năm; chuỗi giá đã điều chỉnh đợt thưởng tỷ lệ 100%
DHT	52.400	130,0	93,2	+39%	4,7	3,7%	0,0%	Cả hai mức P/E đều không có nghĩa kinh tế vì biên ròng mười hai tháng chỉ còn 1,6%
DCL	46.900	—	30,5	—	2,3	-0,2%	0,0%	Không tính được P/E vì EPS âm; thị trường trả theo P/B cho triển vọng nhà máy mới

Giá đóng cửa 07/10/2026. P/E trung vị ba năm tính theo từng phiên trên lợi nhuận mười hai tháng mà thị trường đã biết tại phiên đó; cả chuỗi giá lẫn số cổ phiếu đều đã điều chỉnh các đợt chia bằng cổ phiếu, nên hai cột P/E so sánh được với nhau.

- Phân bố chiết khấu lệch rõ về một phía. 5 mã rẻ hơn trung vị ba năm của chính mình quá 15%, gồm DVN, DP3, IMP, DMC, DTP, trong khi 3 mã nằm trong vòng 5% quanh đúng trung vị của mình, gồm DBD, OPC, TRA. Mức chiết khấu vì vậy không phản ánh việc cả ngành bị bán rẻ, mà phản ánh việc thị trường định giá lại một số mã vì lý do riêng của chúng.
- P/E một mình không xếp hạng được nhóm này. DHT ở 130 lần và DCL không có P/E vì mẫu số gần bằng không, nên hai mã đó phải đọc bằng P/B. Bộ sàng của báo cáo ghép ba ngưỡng lấy từ phân bố của chính nhóm: chiết khấu từ 15% trở lên, ROE không dưới trung vị 17,2% và tỷ suất cổ tức tiền không dưới trung vị 4,1%. Hai mã qua cả ba lớp, là DVN và DP3. DTP dừng ở lớp cổ tức với 1,3%, DHG dừng ngay ở lớp chiết khấu với 8,2%.
- Trường hợp TRA là phép thử cho chính cách tính trên. Thị giá 36.000 đồng tại 07/10/2026 thấp hơn một nửa mức quanh 75.000 đồng cuối 2025, nhưng đó là hệ quả của đợt thưởng tỷ lệ 100%: trên chuỗi đã điều chỉnh, giá cuối 2025 là khoảng 36.000 đồng, tức TRA gần như đi ngang. Vì chuỗi giá và số cổ phiếu được điều chỉnh cùng nhau, P/E 11,8 lần so được trực tiếp với trung vị 11,8 lần.

4.3. Danh sách theo dõi sau khi trừ phần lợi nhuận không lặp lại

Hai mã qua cả ba lớp sàng là DVN và DP3, kết quả của một bộ lọc công khai với cả ba ngưỡng lấy từ phân bố của chính nhóm 11 doanh nghiệp. Lớp kiểm tra thứ tư đáng chú ý hơn ba lớp trên, là trừ phần lợi nhuận không lặp lại khỏi mẫu số rồi tính lại chiết khấu: sau bước đó chỉ DP3 còn đạt mốc 15%, chiết khấu của DVN thu hẹp về 10,8%. Kết quả không nhảy với ngưỡng: 18 trong 27 tổ hợp cho đúng hai mã này.

Mã	Vốn hoá	P/E	P/E sau điều chỉnh	Chênh sau điều chỉnh	ROE	Tỷ suất	Luận điểm	Điều kiện làm luận điểm sai
DVN	4.053	5,9	10,4	-11%	19,7%	5,5%	Trên P/E công bố là mã chiết khấu sâu nhất nhóm, 50%, nhưng sau khi trừ phần không lặp lại thì còn 11% và luận điểm phải đứng trên mức đó. Chỗ đáng giá là P/B 1,1 lần cho một danh mục liên doanh liên kết có giá trị tài sản thật	Giá trị tài sản không đồng nghĩa với dòng tiền về cổ đông: lãi liên doanh liên kết chiếm 68,2% lợi nhuận niên độ 2025 nhưng cổ tức từ Sanofi về công ty mẹ hạn chế, nên cổ tức DVN bị chặn bởi dòng tiền công ty mẹ. Nền thấp của khoản Sanofi hết từ quý 3/2026
DP3	1.312	6,3	7,5	-18%	36,4%	6,2%	ROE 36,4% cao nhất nhóm, dư nợ vay 22 tỷ đồng và EBIT gấp 146 lần chi phí lãi vay; là mã duy nhất trong nhóm chi trọn cổ tức tiền niên độ trong một đợt, tỷ suất 6,2%	Mẫu số mười hai tháng thiếu 33,7 tỷ đồng chi phí khuyến mại được hoàn vì chương trình chưa kết thúc, bằng 16,2% mẫu số. Khi khoản chi phí đó rơi vào nửa cuối năm, P/E là 7,5 lần thay cho 6,3 lần

Vốn hoá đơn vị tỷ đồng. P/E sau điều chỉnh tính trên lợi nhuận mười hai tháng đã trừ phần không lặp lại, còn 388,0 tỷ đồng ở DVN và 174,3 tỷ ở DP3. Đây là kết quả của một bộ sàng lọc công khai; xem tuyên bố miễn trừ ở trang cuối.

Hai lớp sàng cuối đặt cạnh nhau: ROE và tỷ suất cổ tức, %

■ ROE ■ Tỷ suất cổ tức tiền

Mã	ROE (%)	Tỷ suất cổ tức (%)
DP3	36.4	6.2
DHG	51.01	5.7
DTP	43.31	10.1
DVN	19.7	5.5
TRA	3	1
DBD	3	1
IMP	22.1	13.4
DMC	1	1
OPC	1	1
DHT	1	1
DCL	1	1

- Hai mã lớn tiếp theo dừng ở hai lớp khác nhau, lý do ở cả hai là tốc độ hiện tại hơn là chất lượng. IMP giao dịch dưới trung vị ba năm 27% nhưng tỷ suất cổ tức chỉ 1,6% và lợi nhuận nửa đầu năm tăng 7,3%, nên mức chiết khấu phản ánh đúng tốc độ đó. DBD giao dịch gần đúng trung vị của chính mã, 3%, lợi nhuận nửa đầu năm giảm 1,2%, nên điểm vào phụ thuộc vào tiến độ nhà máy vô trùng hơn là mặt bằng giá.
- Hai mã trong danh sách không độc lập với nhau về rủi ro. DVN sở hữu 22,04% IMP, 22,10% DP3 và 13,40% OPC. Hai khoản trên 20% là IMP và DP3 được hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu, nên lợi nhuận hai mã đó đã có một phần trong báo cáo hợp nhất của DVN: phần giao nhau là 62,7 tỷ đồng, bằng 3,6% lợi nhuận nửa đầu năm của cả nhóm. Khoản 13,40% ở OPC dưới ngưỡng ảnh hưởng đáng kể nên để ngoài phép cộng; tính cả nó thì là 69,1 tỷ. Danh sách vì vậy chưa phân tán rủi ro.
- Cơ cấu sở hữu là một biến số định giá, không chỉ là thông tin quản trị. Ở DHG, Taisho Pharmaceutical nắm 51,01% và SCIC nắm 43,31%, cộng lại 94,32%, nên phần cổ phiếu thực sự giao dịch chỉ còn khoảng 5,7%; ở IMP là 10,1%. Một số cổ đông cô đặc như vậy giữ chiết khấu thanh khoản bất kể kết quả kinh doanh. DHG công bố không còn đáp ứng điều kiện công ty đại chúng ngày 25/03/2026, và mốc 25/03/2027 là mốc suy ra từ Điều 32 Luật Chứng khoán, sửa đổi bởi Luật 56/2024/QH15, cho một năm khắc phục, không phải ngày do cơ quan quản lý ấn định.

PHẦN LỢI NHUẬN KHÔNG LẶP LẠI ẨN TRONG P/E CỦA CẢ BA MÃ

Lợi nhuận mười hai tháng của cả ba mã đều chứa phần không lặp lại, theo hai chiều khác nhau. DP3 được cộng thêm 33,7 tỷ đồng chi phí hoàn nhập sẽ ghi nhận trong nửa cuối năm, nên P/E 6,3 lần thực chất là 7,5 lần. Ở DVN, 68,2% lợi nhuận niên độ là lãi của cả danh mục liên doanh liên kết, không riêng Sanofi, và nền so sánh thấp của khoản Sanofi hết hiệu lực từ quý 3/2026. DHG ngược lại bị trừ 55,0 tỷ đồng thuế tối thiểu toàn cầu niên độ 2025, trong đó 22,0 tỷ là truy thu không lặp lại.

5. Sàng lọc toàn bộ ngành

5.1. Phân tầng vốn hoá của bốn mươi chín mã đang giao dịch

Phần này mở phạm vi từ nhóm 11 mã phân tích sâu ra cả 51 mã được niêm yết, trong đó 49 mã có giao dịch và 2 mã không có giá. Mặt bằng thật: P/E trung vị toàn ngành 11,9 lần trên 35 mã có lợi nhuận dương, ROE trung vị 11,4% trên 38 mã có số liệu, và 16 mã đang giao dịch dưới giá trị sổ sách.

Phân tầng vốn hoá toàn ngành, % vốn hoá



- Mức độ tập trung vốn hoá của ngành ở mức cao: 22 mã nhỏ nhất cộng lại vẫn chưa bằng một phần tư vốn hoá của riêng DHG. Với nhóm này, chênh lệch P/E giữa các mã phản ánh mức thanh khoản nhiều hơn phản ánh chất lượng kinh doanh, nên bảng dưới đọc theo chiều tìm doanh nghiệp, không theo chiều xếp hạng cổ phiếu.
- Cổ tức là chỉ tiêu mà ngành đồng đều hơn so với định giá. 28 trong 49 mã trả cổ tức tiền trong mười hai tháng gần nhất, tỷ suất bình quân 5,5% ở các mã có trả, ít phụ thuộc quy mô. Điều đó khớp với Phần 4: khả năng chi tiền trải rộng hơn nhóm dẫn đầu.

Mã	Doanh nghiệp	Sàn	Vốn hoá	P/E	P/B	ROE	Tỷ suất	YTD
DHG	Dược Hậu Giang	HOSE	11.685	12,1	3,4	26,7%	10,1%	-3,0%
IMP	Dược phẩm Imexpharm	HOSE	5.575	15,5	2,4	16,1%	1,6%	-30,0%
DHT	Dược phẩm Hà Tây	HNX	5.219	130,0	4,7	3,7%	0,0%	-17,7%
DBD	Dược - Trang thiết bị Y tế Bình Định	HOSE	4.390	15,1	2,5	17,2%	4,1%	-0,8%
DVN	Tổng Công ty Dược Việt Nam	UPCOM	4.053	5,9	1,1	19,7%	5,5%	-15,1%
DCL	Dược phẩm Cửu Long	HOSE	3.424	—	2,3	-0,2%	0,0%	9,1%
TRA	Traphaco	HOSE	2.984	11,8	2,0	17,3%	5,3%	-1,4%
DTP	Dược phẩm CPC1 Hà Nội	UPCOM	2.391	8,7	1,9	23,5%	1,3%	-35,6%
DMC	Dược phẩm DOMESCO	HOSE	1.850	8,1	1,1	14,1%	4,5%	-6,8%
OPC	Dược phẩm OPC	HOSE	1.491	12,7	1,7	13,5%	3,3%	0,5%
DP3	Dược phẩm Trung ương 3	HNX	1.312	6,3	2,1	36,4%	6,2%	23,4%
DHD	Dược Vật Tư Y Tế Hải Dương	UPCOM	1.302	20,4	2,5	12,7%	0,7%	3,9%
PMC	Pharmedic	HNX	1.135	15,5	4,5	28,8%	3,5%	-24,2%
VDP	Dược phẩm VIDIPHA	HOSE	1.133	18,1	1,5	8,4%	0,0%	-18,7%
AGP	Dược phẩm AGIMEXPHARM	UPCOM	1.002	18,8	1,7	10,3%	0,0%	-14,1%
FIT	Tập đoàn F.I.T	HOSE	989	78,6	0,3	0,3%	0,0%	-38,0%
NDC	Dược phẩm Nam Dược	UPCOM	977	—	—	—	1,8%	14,4%
MKP	Dược phẩm Mekophar	UPCOM	673	19,6	0,5	2,7%	1,8%	8,0%
PBC	Dược phẩm Trung ương 1 Pharbaco	UPCOM	619	15,2	0,5	3,2%	0,0%	-15,9%
DP1	Dược phẩm Trung ương CPC1	UPCOM	603	4,9	1,0	22,2%	8,0%	-9,7%
CNC	Công nghệ cao Traphaco	UPCOM	331	—	—	—	6,5%	-9,2%
DBT	Dược phẩm Bến Tre	HOSE	290	10,4	1,0	9,9%	0,0%	17,3%
HDP	Dược Hà Tĩnh	UPCOM	261	—	—	—	5,7%	10,3%

Vốn hoá đơn vị tỷ đồng, giá đóng cửa 07/10/2026. P/E và P/B tính trên lợi nhuận và vốn chủ sở hữu mười hai tháng gần nhất; gạch ngang là mã không có lợi nhuận dương hoặc nguồn không có số liệu. YTD là thay đổi giá từ đầu năm. Dấu chấm tròn đánh dấu mã đang thuộc diện giám sát, chỉ tiết ở mục 5.3. Bảng tiếp tục ở trang sau.

5.2. Nhóm vốn hoá nhỏ và ảnh hưởng của thanh khoản tới chỉ số định giá

Mã	Doanh nghiệp	Sàn	Vốn hoá	P/E	P/B	ROE	Tỷ suất	YTD
MED	Dược Mediplantex	HNX	228	10,5	0,7	6,6%	0,0%	-21,7%
NDP	Dược phẩm 2/9	UPCOM	222	16,9	1,5	9,1%	2,4%	-5,6%
NHD	Dược phẩm Nam Hà	UPCOM	222	—	—	—	2,3%	—
VMD	Y Dược phẩm Vimedimex ●	HOSE	216	7,8	0,6	8,0%	0,0%	-15,2%
NTF	Dược Nghệ An	UPCOM	180	—	—	—	0,0%	-24,4%
CDP	Dược phẩm Trung ương Codupha	UPCOM	177	5,7	0,8	14,1%	8,5%	-15,5%
AMP	Armephaco	UPCOM	173	23,0	0,8	3,6%	0,0%	-10,7%
PPP	PP.Pharco	HNX	160	5,4	1,1	21,7%	7,6%	-4,2%
LDP	Dược Lâm Đồng - Ladophar ●	HNX	142	5,1	0,7	18,7%	0,0%	-31,5%
DTG	Dược phẩm Tipharco	HNX	137	5,4	0,6	12,6%	3,4%	-5,8%
DVM	Dược liệu Việt Nam (Vietmec) ●	HNX	137	7,2	0,2	2,5%	0,0%	-48,2%
DDN	Dược - Thiết bị Y tế Đà Nẵng	UPCOM	121	16,2	0,6	3,6%	0,0%	10,3%
DPH	Dược phẩm Hải Phòng	UPCOM	117	11,9	1,9	18,3%	4,9%	-6,1%
SPM	S.P.M CORP	HOSE	117	—	0,1	-0,4%	0,0%	-15,8%
BIO	Vắc xin và Sinh phẩm Nha Trang	UPCOM	105	—	—	—	8,3%	6,1%
DHN	Dược Hà Nội	UPCOM	104	—	—	—	13,2%	-31,0%
GPC	Tập đoàn Green+	UPCOM	103	59,4	0,2	0,3%	0,0%	-17,4%
DP2	Dược phẩm TW 2	UPCOM	98	—	1,6	-24,5%	0,0%	16,7%
MTP	Dược Medipharco	UPCOM	98	—	—	—	7,1%	-0,0%
VHE	Dược liệu và Thực phẩm Việt Nam	HNX	93	8,0	0,3	3,3%	0,0%	-26,3%
UPH	Dược phẩm TW25	UPCOM	86	16,8	0,5	3,2%	0,0%	-35,6%
DPP	Dược Đồng Nai	UPCOM	80	—	—	—	5,4%	0,0%
MKV	Dược Thú Y Cai Lậy	HNX	66	4,4	0,6	15,1%	0,0%	-12,6%
BCP	Dược Enlie	UPCOM	59	—	—	—	0,0%	-26,7%
DBM	BAMEPHARM	UPCOM	48	6,5	1,0	16,3%	12,1%	6,2%
TW3	Dược Trung ương 3 ●	UPCOM	20	—	—	—	7,7%	-7,8%

Tiếp theo bảng trang trước, cùng quy ước và cùng ngày giá. 11 mã không có chỉ số tài chính trong nguồn, phần lớn là mã UPCoM quy mô nhỏ; gạch ngang ở các mã này nghĩa là thiếu dữ liệu, khác với giá trị bằng không. Phạm vi 51 mã lấy theo phân ngành dược phẩm của nguồn, nên gồm cả mã ngoài lõi ngành như MKV (thuốc thú y), FIT (đa ngành) và VHE (dược liệu, thực phẩm).

- Mức P/E một chữ số không thuộc riêng khối biên gộp thấp. Sáu mã rẻ nhất ngành là MKV 4,4, DP1 4,9, LDP 5,1, PPP 5,4, DTG 5,4 và CDP 5,7 lần, gồm cả nhà sản xuất lẫn nhà phân phối, và mã dẫn đầu là một doanh nghiệp thuốc thú y. Điểm chung của nhóm là vốn hoá nhỏ và thanh khoản mỏng, nên P/E thấp ở đây là chiết khấu thanh khoản hơn là giá của mô hình kinh doanh.
- Giao dịch dưới giá trị sổ sách là tình trạng phổ biến: 16 trong 49 mã có P/B dưới 1 lần. Nhưng P/B thấp trong ngành dược hiếm khi là tài sản bị định giá rẻ, vì phần lớn giá trị sổ sách nằm ở hàng tồn kho và khoản phải thu, không ở nhà máy đã khấu hao hết. SPM là ví dụ rõ nhất: P/B 0,1 lần, với khoản phải thu 735 tỷ đồng bằng 80,2% tổng tài sản và khoảng 3,5 năm doanh thu, trong khi số dư tiền bằng không.
- Ba mã đang lỗ trên vốn chủ sở hữu là DP2, SPM, DCL, trong đó DP2 ở mức -24,5%. Cả ba đều không có P/E, nên P/E trung vị ngành đã bỏ ra ngoài 14 mã, khoảng một phần tư số mã giao dịch, và vì vậy cao hơn mặt bằng thực của cả ngành.

5.3. Ba lưu ý khi đọc bảng sàng lọc và các mã thuộc diện giám sát

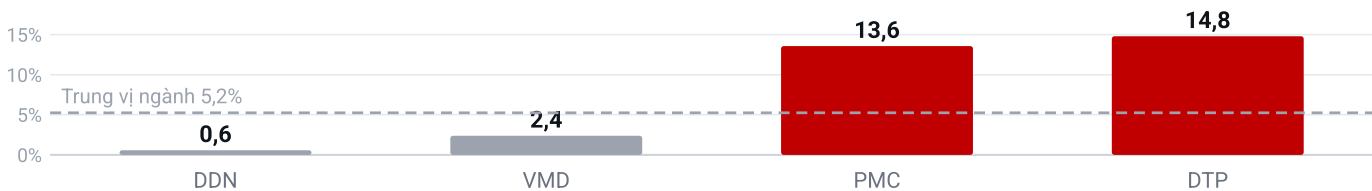
Một bảng xếp theo vốn hoá không tự chỉ ra những trường hợp không so sánh được trực tiếp. Mục này nêu ba lưu ý như vậy, theo thứ tự mức độ dễ gây sai lệch, rồi đến 4 mã đang thuộc diện giám sát của sở giao dịch.

- Lưu ý thứ nhất là trùng tên. Dược phẩm Trung ương 3 trên HNX và Dược Trung ương 3 trên UPCoM là hai doanh nghiệp khác nhau. DP3 có 21,5 triệu cổ phiếu và ROE 36,4%; TW3 có 1,7 triệu cổ phiếu và 111 cổ đông, quy mô quá nhỏ để đặt cạnh DP3 trong cùng một bảng chỉ số.
- Lưu ý thứ hai là cộng trùng vốn hoá. FIT sở hữu 58,0% DCL và TRA sở hữu 51,0% CNC, nên cả hai cặp đều xuất hiện hai lần trong tổng vốn hoá 56.993 tỷ đồng của ngành. Riêng FIT, phần sở hữu tại DCL theo thị giá hiện tại trị giá khoảng 1.987 tỷ đồng, trong khi toàn bộ vốn hoá của FIT chỉ 989 tỷ đồng. Thị trường đang định giá công ty mẹ thấp hơn riêng khoản đầu tư vào công ty con, chỉ hợp lý nếu phần còn lại của FIT bị coi là có giá trị âm. Trong nhóm 11 mã phân tích sâu, DVN cũng là cổ đông lớn của 22,04% IMP, 22,10% DP3 và 13,40% OPC, nên phần sở hữu đó được cộng hai lần khi tổng hợp cả nhóm.
- Lưu ý thứ ba là thanh khoản. 27 trong 49 mã khớp dưới 1.000 cổ phiếu một phiên, trong đó 20 mã gần như không có giao dịch nào, cộng lại chiếm 19,9% vốn hoá ngành. Với các mã đó, P/E chỉ phản ánh vài lệnh lẻ, chưa tới mức giá mà thị trường chấp nhận. DHT là trường hợp rõ nhất: vốn hoá 5.219 tỷ đồng, lớn thứ ba ngành, nhưng khớp 915 cổ phiếu một phiên; ngay cả DHG cũng chỉ giao dịch khoảng 547 triệu đồng mỗi phiên.
- Hệ quả là thanh khoản của ngành không tập trung ở nhóm cơ bản tốt nhất. Ba mã khớp lệnh nhiều nhất là DCL, FIT, DVM, lần lượt là một doanh nghiệp đang không có lợi nhuận, một công ty mẹ giao dịch ở P/B 0,3 lần và một mã đang bị hạn chế giao dịch. Lớp phân tích sâu vì vậy chọn 11 mã vốn hoá lớn nhất, theo quy mô chứ không theo thanh khoản: DHT, DVN, DTP và DP3 đều khớp mỏng, nên kết luận định giá ở các mã đó phải đọc kèm giới hạn này.

Mã	Tình trạng	Từ ngày	Vốn hoá	P/E	P/B	Vì sao chỉ số của mã này không dùng để so sánh được
DVM	Hạn chế giao dịch	–	137	7,2	0,2	Ba bậc leo thang trong 24 ngày, xen giữa là thông báo thu giữ tài sản bảo đảm của chủ nợ. Doanh thu nửa đầu năm gần như mất hết, EBIT không đủ trả lãi
VMD	Hạn chế giao dịch	16/09/2026	216	7,8	0,6	Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh âm, phần lãi còn lại đến từ các khoản ngoài cốt lõi nên P/E không phản ánh sức sinh lời của doanh nghiệp
LDP	Cảnh báo	–	142	5,1	0,7	Chỉ số tốt nhất nhóm, P/E 5,1 lần và ROE 18,7%, nhưng lợi nhuận đang đứng trên nền so sánh thấp và chưa xoá hết lỗ lũy kế
TW3	Cảnh báo	–	20	–	–	Không có chỉ số tài chính để so sánh. Nguồn chỉ công bố 1,7 triệu cổ phiếu và 111 cổ đông

Tình trạng giám sát theo quyết định của hai Sở Giao dịch Chứng khoán còn hiệu lực đến 07/10/2026. Ngày của VMD là ngày hiệu lực theo Quyết định 702/QĐ-SGDHCM. Với DVM, nguồn chỉ có ngày công bố quyết định chuyển diện, chưa có ngày hiệu lực, nên cột ngày để trống.

Biên lợi nhuận ròng mười hai tháng của bốn mã làm ví dụ, %



KHOẢNG CÁCH BIÊN NẪM GIỮA CÁC DOANH NGHIỆP, KHÔNG GIỮA HAI KHỐI

Phần 2 ghi nhận khối biên gộp thấp tăng 18,3% lợi nhuận nửa đầu năm, và con số đó cần đọc kèm nguồn gốc: DVN cộng 68 tỷ và DMC cộng 31 tỷ, còn DCL giảm 22 tỷ và DHT giảm 13 tỷ. Phần tăng đến từ lãi liên doanh liên kết của DVN và nền so sánh thấp của DMC, không từ giá trúng thầu. Hai nhận định đo hai thước khác nhau nên không mâu thuẫn: cách tách khối ở Phần 2 dựa trên biên GỘP, nơi hai khối ở 49,5% so với 12,7% và giữ gần như không đổi suốt tám quý, vì đó là thước phân biệt mô hình tự sản xuất với mô hình phân phối. Bốn cột trên đo biên RÒNG, theo thước đó độ phân tán trong từng khối lớn hơn khoảng cách giữa hai khối, vì biên ròng đã gánh thêm chi phí bán hàng và lãi vay của riêng từng doanh nghiệp.

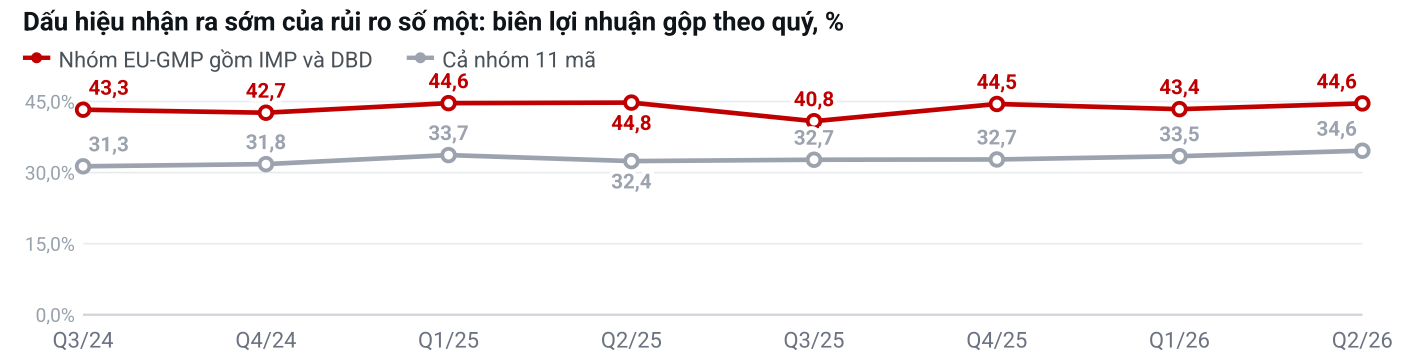
6. Rủi ro và danh mục theo dõi

6.1. Sáu rủi ro của ngành và dấu hiệu nhận biết sớm

Rủi ro của ngành dược nằm ở chuỗi cung ứng đầu vào và văn bản pháp quy đầu ra, không ở chu kỳ kinh tế. Danh mục dưới xếp theo mức tác động lên luận điểm của báo cáo, không theo mức độ chắc chắn xảy ra: hai rủi ro đầu chưa hiện lên số liệu quý hai nhưng đánh thẳng vào vẽ chính sách, còn rủi ro số bốn và số sáu đã nằm trong kết quả đã công bố.

Rủi ro	Chịu ảnh hưởng rõ nhất	Cơ chế tác động	Dấu hiệu nhận ra sớm
Giá trúng thầu tiếp tục bị kéo xuống	DBD, IMP, PBC và các mã bán chủ yếu vào bệnh viện	Giá bán vào bệnh viện chốt theo kỳ thầu nhiều tháng trước, giá vốn chạy theo thời giá. 3 gói generic tập trung cấp quốc gia kỳ 2022-2023 trúng thầu 6.293 tỷ đồng trên giá kế hoạch 7.630 tỷ, giảm 17,5% theo giá trị	Biên gộp quý của nhóm EU-GMP. Doanh thu đầu thầu tăng mà biên gộp giảm nghĩa là phần tăng đến từ sản lượng bù giá, không từ vị thế
Giá hoạt chất và tỷ giá	Toàn bộ khối sản xuất, không trừ mã nào	Khoảng 80-90% nguyên liệu phải nhập, Trung Quốc 60,5% và Ấn Độ 23,1% kim ngạch quý 1/2026. Rủi ro không chỉ ở giá mà ở gián đoạn nguồn cung	Không có chỉ số giá hoạt chất đủ tin cậy. Thay bằng biên gộp quý so cùng kỳ và số ngày tồn kho, vì doanh nghiệp thường tăng dự trữ trước khi giá lên
Văn bản hướng dẫn chậm ban hành	IMP và DBD, hai mã đã đầu tư trước cho tiêu chuẩn cao	Ưu đãi của Luật Dược sửa đổi, giới thiệu ở mục 1.3, chỉ thành doanh thu khi danh mục thuốc buộc phải yêu cầu xuất xứ trong nước được mở rộng. Danh mục hiện hành vẫn là bản 2024	Ngày ban hành Thông tư thay thế Thông tư 03/2024 và bản sửa đổi Thông tư 37/2024. Đây là hai mốc quan sát được, không cần suy đoán
Thuế tối thiểu toàn cầu	DHG, và bất kỳ mã nào có công ty mẹ thuộc tập đoàn đa quốc gia trong phạm vi điều chỉnh	Khoản này đã làm giảm 55,0 tỷ đồng lợi nhuận niên độ 2025 của DHG sau kiểm toán, trong đó phần của chính niên độ là 33,0 tỷ đồng và là khoản thường xuyên	Thuyết minh thuế trong báo cáo quý. Phần thuế bổ sung xuất hiện ở đó trước khi thành thay đổi thuế suất hiệu dụng cả năm
Số cổ đông cô đặc và thanh khoản mỏng	DHG, IMP, DHT và 27 mã khớp dưới 1.000 cổ phiếu một phiên	Khi cổ phiếu tự do còn quá ít, chiết khấu thanh khoản không đóng lại được dù kết quả kinh doanh tốt. DHG còn hạn đến 25/03/2027 để khắc phục điều kiện công ty đại chúng	Công bố giao dịch của cổ đông lớn và thay đổi tỷ lệ sở hữu. Đây là rủi ro có thể đảo chiều thành cơ hội nếu việc khắc phục được thực hiện bằng cách bán bớt
Vốn lưu động bị giam	SPM, MKP, VDP và nhóm phân phối nói chung	Giá trị sổ sách của ngành nằm chủ yếu ở hàng tồn kho và khoản phải thu. Khi vòng quay kéo dài, lợi nhuận kế toán vẫn dương trong lúc dòng tiền âm	Số ngày phải thu và số ngày tồn kho theo quý, đọc cùng nhau. Một trong hai kéo dài thêm hai quý liên tiếp là dấu hiệu sớm hơn chỉ tiêu lợi nhuận

Số liệu 3 gói generic tập trung cấp quốc gia kỳ 2022-2023 theo công bố của Bộ Y tế, kỳ gần nhất có số liệu đầy đủ: tiết kiệm 1.337 tỷ đồng so với giá kế hoạch, tức 17,5% theo giá trị, còn mức 17,2% Bộ Y tế công bố là bình quân theo mặt hàng nên hai số không phải một. Đạt đàm phán giá tháng 6/2026 quy mô 20.041 tỷ đồng trong 5 gói là dự toán cho thuốc biệt dược gốc và sinh phẩm tham chiếu, không áp cho thuốc generic của nhóm sản xuất trong nước. Hai gói thầu tập trung cấp địa phương đang mở trong kỳ là Lâm Đồng, generic giai đoạn 2026-2028 khoảng 1.957 tỷ đồng và Đắk Lắk, giai đoạn 2027-2028 khoảng 1.755 tỷ đồng.



- Rủi ro số một chưa hiện lên số liệu: biên gộp nhóm EU-GMP quý hai 2026 ở 44,6%, gần đúng mức 43,3% của hai năm trước.
- Mốc dữ liệu tiếp theo cần soát lại là kết quả quý ba 2026. Tại ngày phát hành 13/10/2026 chưa có mã dược nào công bố, nên toàn bộ phân tích trong báo cáo đứng trên số liệu sáu tháng đã kiểm chứng.

- Sáu rủi ro trên khác nhau về cách tác động, và điều đó quan trọng hơn thứ tự. Hai rủi ro đầu ép vào biên lợi nhuận nhưng chưa hiện lên số liệu quý hai. Rủi ro số bốn và số sáu đã nằm trong kết quả đã công bố, là thuế tối thiểu toàn cầu của DHG và số ngày phải thu của khối biên gộp thấp. Rủi ro số ba và số năm không làm giảm lợi nhuận mà giữ mức chiết khấu định giá, nên có thể đảo chiều khi vẫn bán được ban hành hoặc khi cổ đông lớn bán bớt phần sở hữu.

6.2. Lịch theo dõi văn bản pháp quy và công bố thông tin

Với ngành dược, một dòng trong Thông tư dịch chuyển nhiều doanh thu hơn cả mức tăng trưởng chung của nền kinh tế, nên danh mục dưới xếp theo văn bản. Mỗi mục vào đây khi đã có ngày trong một văn bản đã công bố, hoặc chưa có ngày nhưng đã xác định được cơ quan ban hành.

Thời điểm	Liên quan	Sự kiện	Vì sao đáng theo dõi
14/10/2026	TRA	Ngày chốt danh sách cổ đông lấy ý kiến bằng văn bản	Nội dung lấy ý kiến quyết định việc TRA có thêm đợt chia nào trong niên độ hay không
20/10/2026	Toàn ngành	Hạn công bố báo cáo tài chính quý ba với doanh nghiệp báo cáo riêng lẻ	Mốc dữ liệu quan trọng nhất của quý. Trước ngày này, mọi so sánh định giá đều đứng trên số liệu sáu tháng
30/10/2026	DHG, TRA, DBD, DVN, IMP	Hạn công bố báo cáo tài chính quý ba với doanh nghiệp lập báo cáo hợp nhất	Nhóm này gồm các mã lớn nhất, nên bức tranh ngành chỉ đầy đủ sau mốc này
Chưa có ngày	IMP, DBD	Thông tư thay thế Thông tư 03/2024/TT-BYT	Mốc có sức nặng nhất với doanh thu đấu thầu hai năm tới. Bản dự thảo đã trình, danh mục dự kiến mở từ 93 lên 263 thuốc
Chưa có ngày	Toàn ngành	Bản sửa đổi Thông tư 37/2024/TT-BYT về danh mục thuốc bảo hiểm y tế chi trả	Dự kiến bổ sung hơn 300 hoạt chất dùng tại cấp khám chữa bệnh ban đầu, nơi thuốc generic nội có vị thế tốt
Chưa có ngày	DBD	Chào bán riêng lẻ 23,3 triệu cổ phiếu, giá sàn 50.000 đồng	Thị giá thấp hơn giá sàn 7,1% nên phương án chưa thực hiện được. Vốn thu được dành cho hai dự án: nhà máy thuốc vô trùng thể tích nhỏ và nhà máy OSD Non-Betalactam
25/03/2027	DHG	Hạn khắc phục điều kiện công ty đại chúng	Cổ phiếu tự do hiện khoảng 5,7%. Cách khắc phục được chọn quyết định mã này có thêm thanh khoản hay rời sàn

Hạn công bố báo cáo tài chính quý theo quy định hiện hành: hai mươi ngày kể từ ngày kết thúc quý với doanh nghiệp báo cáo riêng lẻ và ba mươi ngày với doanh nghiệp lập báo cáo hợp nhất. Các mục ghi chưa có ngày là văn bản đang ở dạng dự thảo hoặc phương án đã được đại hội đồng cổ đông thông qua nhưng chưa triển khai.

- Ba mốc đầu nằm trong vòng ba tuần kể từ ngày phát hành, và cả ba đều thay nền số liệu của báo cáo. Hiện tại báo cáo đang so một mặt bằng giá của tháng mười với một nền lợi nhuận của tháng sáu. Sau 30/10/2026, cả tử số lẫn mẫu số của mọi hệ số định giá trong Phần 4 đều được cập nhật cùng lúc, nên đó là thời điểm hợp lý để soát lại nhóm DVN và DP3.
- Trường hợp DBD cho thấy vì sao một phương án đã được thông qua vẫn chưa phải một sự kiện. Đại hội đồng cổ đông đã duyệt chào bán 23,3 triệu cổ phiếu để huy động hơn 1.165 tỷ đồng, nhưng giá sàn 50.000 đồng đang cao hơn thị giá 46.450 đồng, nên không nhà đầu tư chuyên nghiệp nào có lý do mua. Chừng nào khoảng cách đó chưa đóng, tiến độ hai dự án mà phương án dành vốn cho, nhà máy vô trùng thể tích nhỏ 840 tỷ đồng và nhà máy OSD Non-Betalactam 870 tỷ, phụ thuộc vào nguồn vốn khác. Đó mới là điều cần theo dõi ở DBD.

ĐIỀU KIỆN ĐỂ LUẬN ĐIỂM CỦA BÁO CÁO ĐƯỢC XÁC NHẬN TRÊN KẾT QUẢ KINH DOANH

Luận điểm xuyên suốt là phần biên lợi nhuận mà chính sách tạo ra sẽ chảy về doanh nghiệp có nhà máy đạt chuẩn, và thị trường chưa trả giá cho dịch chuyển đó. Nửa đầu năm chưa xác nhận về thứ nhất, và báo cáo không coi là đã xác nhận: biên gộp nhóm 11 mã mở lên 34,1% thật, nhưng mức tăng lợi nhuận 15,2% dồn vào ba mã bán ngoài kênh bệnh viện, còn IMP cùng DBD, hai mã hưởng lợi trực tiếp của Thông tư 40/2025, giảm 5,4% doanh thu. Về thứ nhất cần hai mốc kiểm chứng: Thông tư thay thế Thông tư 03/2024 được ký với danh mục đủ rộng, rồi doanh thu đấu thầu và biên gộp quý của riêng IMP và DBD cùng đi lên. Về thứ hai cần nhóm cổ đông lớn ở DHG và IMP mở lại phần cổ phiếu tự do. Nếu cả hai cùng xảy ra thì phần chiết khấu đáng kể, đang nằm ở 5 mã DVN, DP3, IMP, DMC, DTP, có cơ sở đóng lại. Nếu không, nhà đầu tư vẫn nhận cổ tức tiền 5,5% bình quân ở các mã có trả trong lúc chờ.

7. Số liệu tổng hợp các doanh nghiệp

7.1. Chỉ số vận hành và cân đối tại 30/06/2026

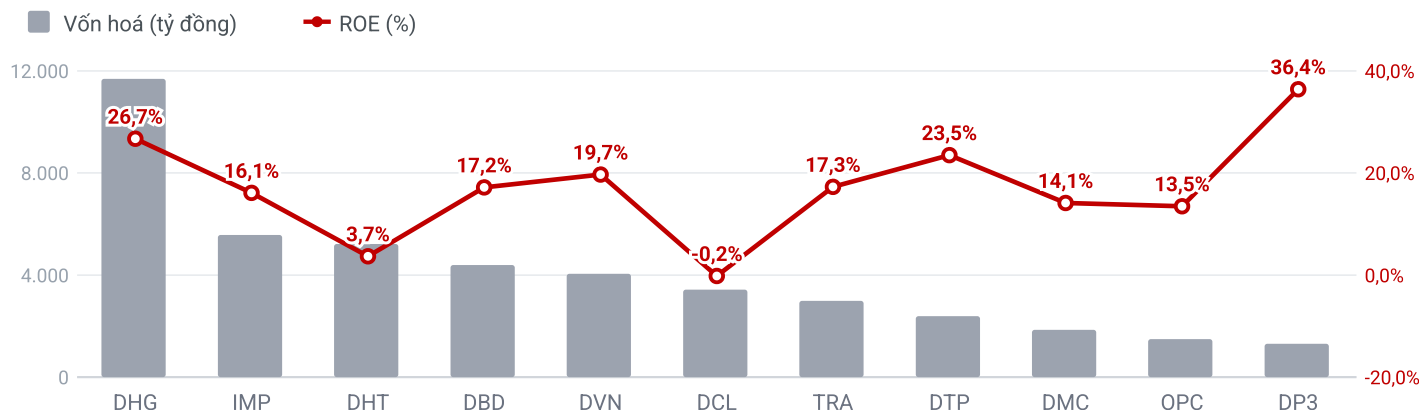
Bảng này là nền kiểm chứng cho mọi lập luận ở trên. Điểm cần nhìn trước tiên là cột vòng tiền: trung vị của nhóm là 287 ngày, tức gần một năm kể từ lúc bỏ tiền mua nguyên liệu đến lúc thu được tiền bán hàng. Đó là đặc tính cấu trúc của ngành hơn là dấu hiệu quản trị kém, và nó là lý do một ngành gần như không có đòn bẩy dài hạn vẫn cần vốn vay ngắn hạn.

Mã	DSO	DIO	DPO	Vòng tiền	Thanh toán nhanh	EBIT/lãi vay	Nợ vay/VCSH	ROA	EPS	Giá trị sổ sách
DHG	160	152	38	273	1,7	—	0,00	18,4%	7.370	26.147
IMP	176	181	35	321	2,0	35,4	0,08	12,1%	2.340	15.201
DHT	26	73	45	55	0,6	3,6	0,22	2,2%	403	11.071
DBD	181	175	53	302	1,5	142,2	0,15	11,2%	3.070	18.383
DVN	94	132	114	112	0,8	2,6	0,39	9,3%	2.897	15.870
DCL	193	130	36	287	1,5	1,0	0,50	-0,1%	-31	20.560
TRA	136	168	59	244	1,6	24,2	0,08	10,9%	3.045	17.887
DTP	124	183	24	283	1,7	57,9	0,10	18,2%	6.733	31.577
DMC	242	114	27	329	4,0	—	0,00	12,0%	6.587	48.251
OPC	199	226	22	403	1,6	—	0,00	9,1%	1.570	12.002
DP3	285	139	19	405	3,8	146,0	0,03	28,7%	9.657	29.394

DSO, DIO, DPO là số ngày phải thu, tồn kho và phải trả; vòng tiền bằng DSO cộng DIO trừ DPO. Gạch ngang ở cột EBIT trên lãi vay là doanh nghiệp không có nợ vay nên hệ số không xác định, không phải thiếu dữ liệu. EPS và giá trị sổ sách đơn vị đồng một cổ phiếu.

- Vòng tiền dài không phân bố ngẫu nhiên mà đi theo kênh bán. DP3 ở 405 ngày và OPC ở 403 ngày là hai mã dài nhất nhóm, cả hai bán chủ yếu qua kênh nhà thuốc, nơi phải cho nhà phân phối nợ dài và phải phủ hàng rộng. Ngược lại DHT ở 55 ngày và DVN ở 112 ngày đều ngắn, vì mô hình phân phối thuốc nhập chỉ giữ hàng trong thời gian ngắn. Nói cách khác, vòng tiền ngắn ở đây là hệ quả của biên mỏng hơn là của hiệu quả cao, nên cột này cần đọc cùng cột biên.
- Cột nợ vay trên vốn chủ sở hữu cho thấy ngành ít dùng đòn bẩy: 3 mã không có đồng nợ vay nào, gồm DHG, DMC, OPC, và mã cao nhất nhóm cũng chỉ ở 0,5 lần. Điều đó đưa rủi ro của nhóm dẫn đầu ngành ra khỏi bảng cân đối, sang hai yếu tố đã nêu ở Phần 6: giá đầu vào và văn bản pháp quy. Với một ngành mà cầu ở kênh bệnh viện gần như không co giãn, đó là cấu trúc rủi ro thuận lợi so với mặt bằng thị trường.

Vốn hoá và suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu tại 07/10/2026



Nguồn: TCAnalysis. Quy mô và chất lượng sinh lời không đi cùng nhau trong nhóm này: DP3 có vốn hoá nhỏ nhất nhưng ROE cao nhất, còn DHT đứng thứ ba về vốn hoá với ROE 3,7%.

Bảng thuật ngữ. GMP là thực hành tốt sản xuất thuốc; EU-GMP là chứng nhận GMP do một cơ quan quản lý dược châu Âu cấp. SRA là cơ quan quản lý dược được xếp loại chặt chẽ theo danh sách của Tổ chức Y tế Thế giới; EMA là Cơ quan Quản lý Dược phẩm châu Âu. PIC/s là hệ thống hợp tác thanh tra dược phẩm, ICH là hội đồng quốc tế về hài hoà hoá quy định dược phẩm. Thuốc generic chứa cùng hoạt chất với một thuốc phát minh đã hết bảo hộ, còn biệt dược gốc là chính thuốc phát minh đó. UPCoM là thị trường cổ phiếu công ty đại chúng chưa niêm yết của HNX và ROA là lợi nhuận trên tổng tài sản.

7.2. Nhận định từng mã trong nhóm 11 doanh nghiệp

Mã	Vốn hoá	P/E	ROE	Tỷ suất	Ưu tiên	Nhận định
DHG	11.685	12,1	26,7%	10,1%	Vừa	Vận hành tốt nhất nhóm và không nợ vay, nhưng cổ toán quá hẹp: tự do 5,68%, 547 triệu đồng một phiên
IMP	5.575	15,5	16,1%	1,6%	Thấp	Chiết khấu 26,9% là thật nhưng là giá của việc chờ: doanh thu giảm 9,7%, cổ tức 1,6% không trả công thời gian
DHT	5.219	130,0	3,7%	0,0%	Không	Đắt nhất nhóm, P/E 130,0 lần trên ROE 3,7% và không cổ tức. Nhà máy chưa khai thác thì chưa có gì để định giá
DBD	4.390	15,1	17,2%	4,1%	Thấp	Biên gộp lùi từ 51,3% về 46,6%, thị giá dưới giá sàn chào bán nên phương án vốn tự khoá. P/E chỉ dưới trung vị 2,8%
DVN	4.053	5,9	19,7%	5,5%	Cao	Chiết khấu 49,6% còn 10,8% sau điều chỉnh và 68,2% lợi nhuận là lãi liên kết, nhưng P/B 1,1 lần cho danh mục đó là chỗ đáng giải ngân
DCL	3.424	—	-0,2%	0,0%	Không	Lợi nhuận về gần không vì lãi vay ăn hết lợi nhuận hoạt động, mà giá vẫn tăng 9,1%. Trả cho kỳ vọng Tây Ninh
TRA	2.984	11,8	17,3%	5,3%	Vừa	Biên gộp mở từ 50,2% lên 55,9%, cổ tức 5,3% đều, nhưng P/E đúng trung vị ba năm. Kiểm bằng cổ tức
DTP	2.391	8,7	23,5%	1,3%	Vừa	ROE 23,5% ở P/E 8,7 lần đáng soi, giá giảm 35,6% sâu hơn lợi nhuận giảm 8,9%. Trừ điểm vì biên lùi từ 53,0% về 47,7%
DMC	1.850	8,1	14,1%	4,5%	Cao	Lợi nhuận tăng 39,2%, không đồng nợ vay, cổ tức 4,5%, P/E dưới trung vị 21,7%. Phần tăng ở dưới dòng gộp
OPC	1.491	12,7	13,5%	3,3%	Thấp	Biên gộp lùi về 40,2%, P/E đúng nền lịch sử của chính mã. Không có gì sai, cũng chưa có gì để làm
DP3	1.312	6,3	36,4%	6,2%	Cao	Mã duy nhất còn chiết khấu sau điều chỉnh, ROE 36,4% cao nhất nhóm trên tỷ suất 6,2%. Nhỏ, thanh khoản mỏng

Vốn hoá đơn vị tỷ đồng tại 07/10/2026. Mức 10,1% của DHG gồm phần chi từ hoàn nhập quỹ; theo cổ tức kế hoạch 2026 7.000 đồng thì tỷ suất là 7,8%. Cột Ưu tiên là mức ưa thích của người viết sau khi ghép chất lượng sinh lời, cổ tức và định giá, không phải khuyến nghị. Xem tuyên bố miễn trừ ở trang cuối.

KẾT LUẬN

Sáu tháng đầu 2026, lợi nhuận nhóm 11 mã tăng 15,2% trên doanh thu chỉ tăng 4,3%. Khác biệt giữa hai mức tăng đó quan trọng vì nó chỉ ra lợi nhuận đang đến từ chỗ khác với chỗ mà luận điểm ngành đặt vào: cả 232 tỷ đồng tăng thêm nằm ở DHG 112 tỷ, DVN 68 tỷ và DP3 52 tỷ, ba mã bán qua kênh nhà thuốc và ghi lãi liên kết, còn IMP cùng DBD, hai mã EU-GMP hưởng lợi trực tiếp của Thông tư 40/2025, giảm 5,4% doanh thu, nên chính sách vẫn là động lực của giai đoạn tới chứ chưa phải lời giải thích cho kết quả vừa công bố.

Theo mức ưa thích, đứng đầu là DP3, DMC và DVN. DP3 là mã duy nhất còn chiết khấu từ 15% trở lên sau điều chỉnh phần không lặp lại, đồng thời dẫn đầu ROE 36,4% trên tỷ suất 6,2%. DMC tăng lợi nhuận 39,2% mà không nợ vay, P/E 8,1 lần dưới trung vị ba năm 21,7%. DVN ở P/B 1,1 lần cho danh mục liên kết, tỷ suất 5,5%, trừ điểm ở lãi liên kết. Lốp giữa là DHG, TRA và DTP: chất lượng đã rõ nhưng kiểm được là cổ tức, không phải định giá mở rộng. Lốp chờ là IMP, DBD và OPC, mỗi mã kẹt một chỗ: IMP ở văn bản, DBD ở phương án vốn, OPC ở giá đã về nền. Hai mã chưa dùng được: DHT đắt nhất nhóm, P/E 130,0 lần trên ROE 3,7%, và DCL lợi nhuận về gần không mà giá vẫn tăng 9,1%.

Ba rủi ro, xếp theo mức chắc chắn xảy ra: giá trúng thầu tiếp tục bị kéo xuống ở các đợt thầu tập trung kế tiếp; giá hoạt chất và tỷ giá ép vào giá vốn cả khối sản xuất; và ở DHG, cổ đông nhỏ chỉ còn 5,68%, dưới ngưỡng 10%, nên quá hạn 25/03/2027 mà cổ đông lớn chưa bán bớt thì mã này mất tư cách công ty đại chúng và mất điều kiện niêm yết. Trong lúc chờ hai Thông tư, nhà đầu tư vẫn được trả bằng cổ tức tiền, 4,1% theo vốn hoá của nhóm sau khi thay mức 10,1% của DHG bằng cổ tức kế hoạch 2026. Đó là lý do báo cáo đặt cổ tức trước định giá: ở một ngành mà động lực tăng giá phụ thuộc vào ngày ký một văn bản, dòng tiền nhận trong lúc chờ là phần chắc chắn hơn cả. Thứ tự trên là quan sát của người viết, không kèm giá mục tiêu từng mã, và đi ra từ một bộ sàng công khai nên ai cũng lập lại được.

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ **research.feedback@tcbs.com.vn**. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.