SHS | Kiến tạo Tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM TRUNG ƯƠNG 3 (HOSE: DP3)

BÁO CÁO LẦN ĐẦU - 11/08/2026

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Ngọc Anh
anh.nn2@shs.com.vn

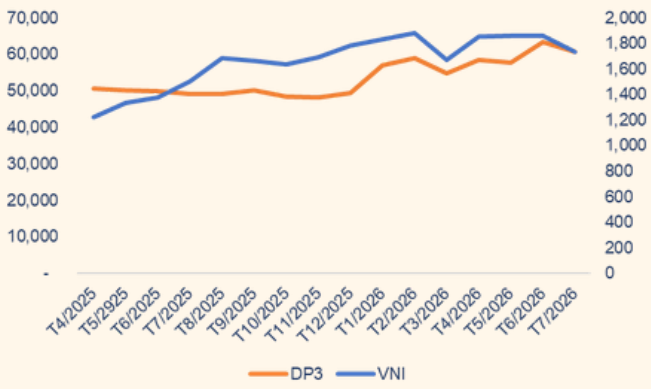
Khuyến nghị: TĂNG TỶ TRỌNG

Giá hiện tại (10/08/2026):	60.200VND
Giá mục tiêu:	**84.600 VND**
% tăng/giảm giá:	+41%

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	1.279,3
SLCP lưu hành (triệu CP):	21.50
KLCP đang niêm yết (triệu CP):	21.50
KLGD trung bình 10 phiên (CP):	15.910
Giá thấp 52w:	46.600
Giá cao 52W:	63.800
Sở hữu nhà nước:	22,07%
Sở hữu NĐT nước ngoài:	0,86%
Free-float:	45,00%

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SHS Research, FiinProX

	2024	2025	2026F
Tổng tài sản	607.78	756.09	839.72
Vốn chủ	518.88	610.45	695.60
Doanh thu	417.49	437.93	545.73
Lãi sau thuế	121.17	156.07	170.64
ROE	24.54%	27.64%	26.23%
ROA	20.57%	22.89%	21.60%
EPS (VND)	5,636	7,259	7,936

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG ĐẾN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỐT LÕI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DP3 – CTCP Dược phẩm Trung Ương 3 niêm yết trên sàn HNX. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp P/E, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu DP3 là **84.600 đồng/cp**, cao hơn 41% so với mức giá đóng cửa tại ngày 10/08/2026. Do đó, chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với cổ phiếu DP3 dựa trên các luận điểm sau:

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ:

- **Doanh thu tăng mạnh nhờ số đơn đặt hàng:** Doanh thu Q2/2026 của DP3 tiếp tục bứt tốc đạt 132 tỷ đồng (+45% YoY), được dẫn dắt bởi số lượng đơn đặt hàng lớn từ các đối tác phân phối trong cuối năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ sản phẩm Sâm nhung bổ thận TW3 và các sản phẩm TPCN khác sẽ tăng trưởng lần lượt 6,67%/năm & 4,5%/năm trong giai đoạn 2026F-2029F.
- **Động lực tăng trưởng còn đến từ nhà máy Dược phẩm TW3 – Tràng Duệ.** Khi hoàn tất cả hai giai đoạn, nhà máy đạt tổng công suất 1.100 tấn/năm (750 tấn đông dược/TPCN và 350 tấn tân dược), tương đương +73% so với công suất hiện hữu 1.500 tấn/năm của nhà máy Nam Sơn vốn đã chạy gần hết công suất. Giai đoạn 1 (vốn đầu tư 185 tỷ đồng, đã vận hành) đóng góp 300 tấn/năm, gồm 200 tấn đông dược/TPCN và 100 tấn tân dược. Giai đoạn 2 (vốn đầu tư 250 tỷ đồng, dự kiến triển khai từ Q3/2026 và hoàn thành trong 2027) bổ sung 800 tấn/năm, gồm 550 tấn đông dược/TPCN và 250 tấn tân dược.
- Nhờ nhập khẩu 100% nguyên liệu đầu vào và làm chủ quy trình chiết dược liệu khô, DP3 duy trì được biên lợi nhuận gộp ở mức rất cao so với mặt bằng ngành, dao động quanh 67–69%.
- **Cơ cấu tài chính lành mạnh:** với lượng tiền mặt và các khoản tiền gửi khoảng 498 tỷ đồng. Nguyên vật liệu chiếm phần lớn trong hàng tồn kho do công ty thường nhập theo mùa số lượng lớn các dược liệu để sử dụng cho cả năm.

Rủi ro:

- **Rủi ro nguyên liệu và chi phí đầu vào:** Dược liệu chiếm phần lớn giá vốn của DP3
- Rủi ro phụ thuộc nguồn cung nhập khẩu
- Rủi ro cạnh tranh trong ngành dược
- Rủi ro thanh khoản: Thanh khoản cổ phiếu thấp: KLGD bình quân 30 phiên gần nhất của DP3 chỉ đạt 61.577 cổ phiếu/ngày.

I. Bối cảnh ngành và chính sách

Quy mô thị trường và động lực tăng trưởng

Thị trường dược phẩm Việt Nam năm 2025 ước đạt 7,5–8 tỷ USD, tăng trưởng khoảng 6–8%/năm và được dự báo vượt 10 tỷ USD trong giai đoạn 2028–2030 — thuộc nhóm tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á. Riêng năm 2026, sản lượng dược phẩm Việt Nam được dự báo tăng 8,2%, dẫn đầu khu vực.

Ba động lực nền tảng hỗ trợ ngành trong trung và dài hạn:

- **Già hóa dân số.** Tỷ lệ dân số trên 60 tuổi tăng từ 13,9% năm 2023 lên trên 25% vào năm 2050; đến năm 2036 Việt Nam bước vào giai đoạn dân số già với 14% dân số trên 65 tuổi.
- **Gánh nặng bệnh không lây nhiễm.** Nhóm bệnh này gây ra khoảng 77% tổng số ca tử vong, với khoảng 7 triệu người mắc đái tháo đường và 1,6 triệu người mắc bệnh tim mạch. Phân khúc thuốc điều trị tiểu đường tăng trưởng 13%/năm, nhóm tiêu hóa – tim mạch – tiểu đường trên 8%/năm.
- **Chi tiêu y tế gia tăng.** Tổng chi tiêu chăm sóc sức khỏe dự báo tăng từ 24,7 tỷ USD (2024) lên khoảng 57 tỷ USD (2029), tương ứng CAGR 7,4%. Chi tiêu dược phẩm bình quân đầu người tăng từ 1,46 triệu đồng (2021) lên 2,12 triệu đồng (2026), CAGR khoảng 7,8%.

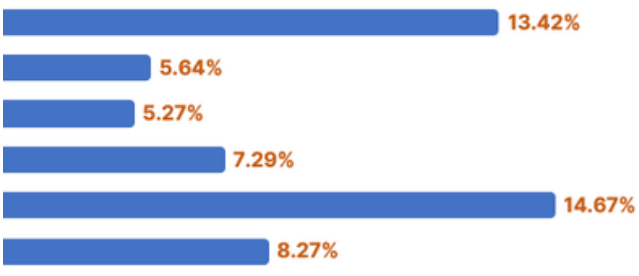
Dự báo các chỉ tiêu tăng trưởng của thị trường dược phẩm và y tế Việt Nam giai đoạn 2024–2030

Chỉ tiêu kinh tế - y tế	2024	2026 (Dự báo)	2030 (Mục tiêu)
Quy mô thị trường dược phẩm (Tỷ USD)	~8,0	10,0	13,0 – 15,0
Tổng chi tiêu chăm sóc sức khỏe (Tỷ USD)	24,7	36,5	~60,0
Tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế (%)	93,5	95,0	100
Thu nhập bình quân đầu người (USD)	4.600	5.500	7.500
Tỷ trọng chi tiêu y tế/thu nhập khả dụng (%)	9,9	11,5	>13,3

Nguồn: SHS tổng hợp

Thị trường dược phẩm: Việt Nam so với 5 nền kinh tế lớn nhất thế giới năm 2027 (Châu Á)

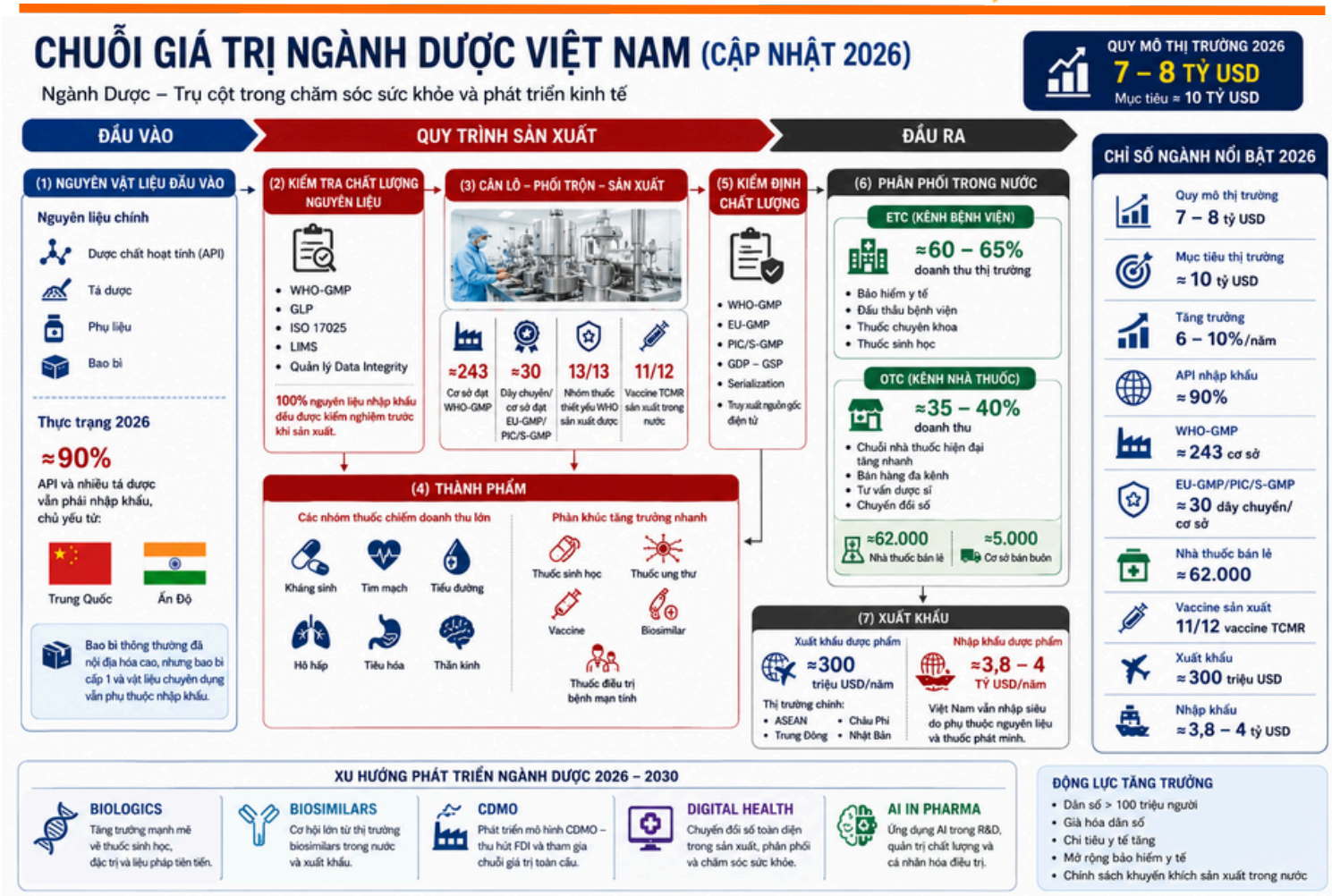
Quốc gia	Giai đoạn chu kỳ
Trung Quốc	Đang tăng trưởng
Ấn Độ	Tăng trưởng cao
Nhật Bản	Đang tăng trưởng
Úc	Đang tăng trưởng
Hàn Quốc	Đang tăng trưởng
Việt Nam	**Tăng trưởng cao**



Nguồn: 6WResearch

*Thị trường dược Việt Nam có **độ phân mảnh rất cao** với khoảng 250 nhà máy sản xuất, nhưng phần lớn tập trung vào sản xuất thuốc generic (thuốc sao chép công thức đã hết hạn bảo hộ). Đây là cuộc chơi về giá, với biên lợi nhuận mỏng và ít có sự đột phá.*

Ngành dược Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mới, được hỗ trợ bởi chính sách thuận lợi, dòng vốn FDI và xu hướng nâng cấp công nghệ, hướng tới mục tiêu phát triển bền vững và hội nhập sâu rộng trong khu vực và thế giới.



- Ngành dược phẩm Việt Nam đang bước vào giai đoạn phát triển mới, chuyển dịch từ mô hình sản xuất thuốc generic truyền thống sang hệ sinh thái sản xuất hiện đại, đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế và tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu. Quá trình này được thúc đẩy bởi sự cải thiện của môi trường pháp lý, dòng vốn FDI, nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng cao và xu hướng già hóa dân số.
- Trong giai đoạn 2025–2030, ngành dược được đánh giá là một trong những lĩnh vực có triển vọng tăng trưởng dài hạn tích cực. Quy mô thị trường đã tăng từ khoảng **3,4 tỷ USD năm 2015** lên gần **7 tỷ USD năm 2023** và được dự báo đạt **khoảng 10 tỷ USD vào năm 2026**. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ tăng trưởng kinh tế ổn định, thu nhập người dân cải thiện và mức chi tiêu cho y tế ngày càng gia tăng.
- Về vĩ mô, Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng GDP ở mức cao, trong khi thu nhập bình quân đầu người và tổng chi tiêu y tế tiếp tục tăng mạnh. Tổng chi tiêu chăm sóc sức khỏe được dự báo tăng từ **24,7 tỷ USD năm 2024** lên khoảng **57 tỷ USD vào năm 2029**, phản ánh nhu cầu ngày càng lớn đối với các sản phẩm và dịch vụ y tế chất lượng cao.
- Bên cạnh đó, Việt Nam đang nằm trong nhóm quốc gia có tốc độ già hóa dân số nhanh nhất thế giới. **Tỷ lệ dân số trên 60 tuổi** dự kiến tăng từ **13,9% năm 2023** lên trên **25% vào năm 2050**, tạo dư địa tăng trưởng lớn cho các nhóm thuốc điều trị bệnh mãn tính như tim mạch, tiểu đường, ung thư và các bệnh liên quan đến tuổi tác.
- Nhìn chung, tăng trưởng kinh tế, mức sống cải thiện, nhu cầu chăm sóc sức khỏe gia tăng và xu hướng già hóa dân số sẽ tiếp tục là những động lực nền tảng hỗ trợ ngành dược Việt Nam tăng trưởng bền vững trong giai đoạn 2025–2030.

Dự báo thị trường thiết bị y tế Việt Nam giai đoạn 2025-2030

Chỉ tiêu	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Quy mô thị trường (triệu USD)	2.054,8	2.403,5	2.496,2	2.725,2	2.985,3	3.272,1
Chi tiêu bình quân đầu người (USD/người)	20,5	23,9	24,7	26,8	29,2	31,9
Quy mô thị trường (tỷ VND)	51.781	56.962	62.649	69.080	76.430	84.610
Chi tiêu bình quân đầu người (VND/người)	517.274	565.777	618.893	678.938	747.580	823.857
Tỷ giá giả định (VND/USD)	25.200	23.700	25.098	25.349	25.602	25.858

Nguồn: BMI Forecast, Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO), BMI.

Triển vọng ngành Dược ở Việt Nam

Năm 2026, Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP từ 10% trở lên, thu nhập bình quân đầu người khoảng 5.400 – 5.500 USD.

1 THỊ TRƯỜNG TIẾP TỤC MỞ RỘNG MẠNH MẼ

Quy mô thị trường dược (Việt Nam)

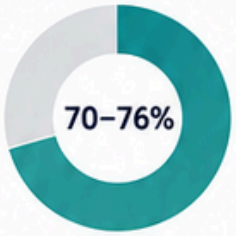
- CAGR 2026–2030 khoảng 7~9%/năm
- Động lực chính:
  - Già hóa dân số
  - Gia tăng bệnh không lây nhiễm
  - Nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng cao

2 CHI PHÍ Y TẾ TĂNG NHANH HƠN THU NHẬP

Chỉ tiêu	Tăng trưởng
Thu nhập khả dụng	~11%/năm
Chi tiêu y tế	~18%/năm
Lạm phát y tế 2026	~12%
Lạm phát chung	~4%

Người dân có xu hướng ưu tiên thuốc hiệu quả, giá hợp lý và thuộc danh mục BHYT chi trả.

3 KÊNH ETC TIẾP TỤC DẪN DẮT TĂNG TRƯỞNG



Thị phần (toàn ngành)

- Kênh bệnh viện (ETC) chiếm 70–76% thị phần toàn ngành
- Tỷ lệ bao phủ BHYT đạt ~95% dân số
- Nhu cầu thuốc thuộc danh mục bảo hiểm tiếp tục tăng

Xu hướng tiêu dùng chuyển dịch từ OTC ⟶ ETC

4 DOANH NGHIỆP ĐẠT CHUẨN CAO SẼ HƯỞNG LỢI

- Nhà máy đạt chuẩn EU-GMP / Japan-GMP
- Danh mục thuốc chuyên khoa, thuốc giá trị gia tăng cao
- Năng lực R&D và tài chính mạnh

Các quy định đấu thầu mới tiếp tục tạo lợi thế, thị phần có xu hướng tập trung vào nhóm doanh nghiệp đầu ngành.

5 CÁC RỦI RO CHÍNH

- Phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ
- Biến động tỷ giá và chi phí vận chuyển
- Áp lực lãi suất và dòng tiền
- Cạnh tranh ngày càng gay gắt ở phân khúc generic phổ thông

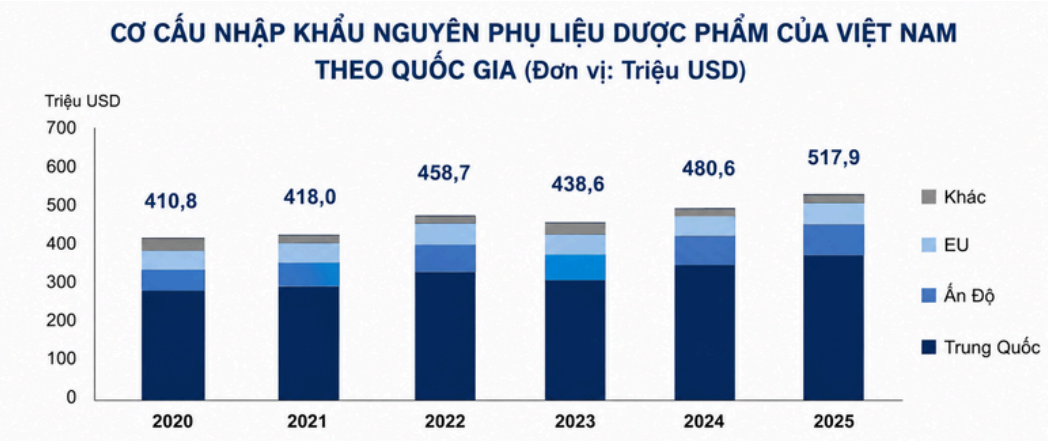
6 CHÍNH SÁCH & CHUYỂN ĐỔI SỐ HỖ TRỢ NGÀNH

- Luật Dược sửa đổi có hiệu lực từ 2025
- Đẩy mạnh hồ sơ điện tử và dịch vụ công trực tuyến
- Tham chiếu kết quả thẩm định từ EMA, FDA, PMDA...
- Rút ngắn thời gian cấp phép và gia hạn thuốc

Môi trường kinh doanh minh bạch và thuận lợi hơn cho doanh nghiệp.

Hơn 80% nguyên liệu sản xuất thuốc trong nước được nhập khẩu, chủ yếu từ các thị trường Trung Quốc và Ấn Độ.

Theo thông tin từ Cục Quản lý Dược, hơn 80% nguyên liệu dùng để sản xuất dược phẩm tại Việt Nam hiện nay phải nhập khẩu, do công nghệ hóa dược trong nước chưa phát triển. Trong giai đoạn 2020-2024, kim ngạch nhập khẩu nguyên liệu làm thuốc của Việt Nam tăng trưởng ổn định với tốc độ CAGR đạt 3,9% mỗi năm. Trung Quốc và Ấn Độ là hai nguồn cung chính cho nguyên liệu dược phẩm tại Việt Nam, chiếm khoảng 70% và 14% tổng kim ngạch nhập khẩu mỗi năm.



Nguồn: Tổng cục hải quan

Về nguyên liệu tân dược: Hơn 90% nhu cầu nguyên liệu để sản xuất thuốc tân dược tại Việt Nam phải nhập khẩu, chủ yếu từ hai quốc gia Trung Quốc và Ấn Độ. Nguyên nhân đến từ ngành sản xuất nguyên liệu dược phẩm trong nước chưa phát triển do (1) chi phí đầu tư cho nghiên cứu và phát triển API cao (khoảng 11-12 tỷ USD tuỳ loại API); (2) thiếu hụt nguồn nhân lực chuyên môn trong nghiên cứu và sản xuất theo Data Bridge Market Research.

Về nguyên liệu đông dược: Theo số liệu của Cục quản lý Y dược cổ truyền – Bộ Y tế, hằng năm Việt Nam tiêu thụ ~60 nghìn tấn dược liệu, trong khi đó nguồn tự chủ trong nước chỉ đáp ứng được ~25% dược liệu phục vụ sản xuất, còn lại ~75% dược liệu phải nhập khẩu từ Trung Quốc nguyên nhân đến từ:

(1) Giá thành sản xuất dược liệu tại Việt Nam tương đối cao do chi phí lao động, đất đai, giống cây trồng và quy trình chăm sóc lớn. Trong khi đó, Trung Quốc có lợi thế về sản xuất quy mô lớn, cơ giới hóa và chuỗi cung ứng hoàn chỉnh nên giá dược liệu nhập khẩu thường thấp hơn. Điều này khiến nhiều doanh nghiệp ưu tiên lựa chọn nguồn nguyên liệu nhập khẩu để tối ưu chi phí sản xuất.

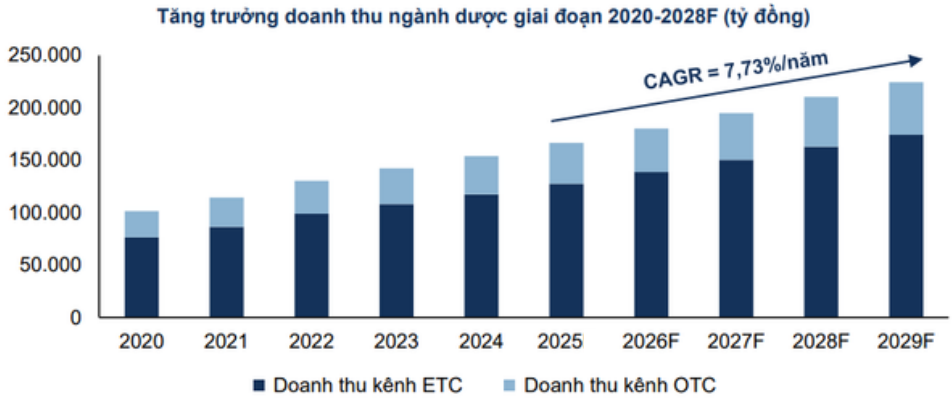
(2) Năng suất và chất lượng dược liệu trong nước còn bị ảnh hưởng bởi việc thiếu các giống có năng suất cao và khả năng chống chịu tốt. Đồng thời, việc áp dụng các tiêu chuẩn thực hành tốt trồng trọt và thu hái dược liệu (GACP-WHO) chưa được triển khai rộng rãi, khiến chất lượng nguyên liệu chưa đồng đều và khó đáp ứng yêu cầu của ngành công nghiệp dược.

(3) Trong nhiều năm, việc khai thác dược liệu tự nhiên thiếu kiểm soát đã làm suy giảm đáng kể nguồn tài nguyên dược liệu. Nhiều loài cây thuốc quý hiếm đang đứng trước nguy cơ cạn kiệt hoặc cần được bảo tồn, khiến nguồn cung từ tự nhiên ngày càng giảm và không còn đáp ứng được nhu cầu sản xuất.

Theo Cục trưởng Cục Quản lý Y, Dược cổ truyền, Bộ Y tế, tổng diện tích phát triển cây dược liệu tại Việt Nam hiện nay hơn 357 nghìn ha với 150 loại dược liệu được gây trồng, tạo ra sản lượng ước tính khoảng 100 nghìn tấn/năm. Tuy nhiên chỉ khoảng 70 loại dược liệu được trồng theo tiêu chuẩn GACP-WHO, với sản lượng đạt 5,5 nghìn tấn/ năm. Sự chênh lệch này phản ánh tỷ lệ của dược liệu đạt chuẩn còn thấp trong tổng nguồn cung, đồng thời cho thấy dư địa lớn để phát triển vùng nguyên liệu chất lượng cao trong nước.

Triển vọng khả quan nhờ một số điểm mới tại Luật Dược sửa đổi 2025

- Trong năm 2026, BMI dự báo doanh thu ngành dược đạt 167.044 tỷ đồng (+8,3% YoY) nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ thuốc duy trì xu hướng tăng và (2) Luật Dược sửa đổi 2025 tạo môi trường chính sách thuận lợi cho ngành dược phẩm. Cụ thể, doanh thu ngành dược kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ 7,73% trong giai đoạn 2025F-2029F.

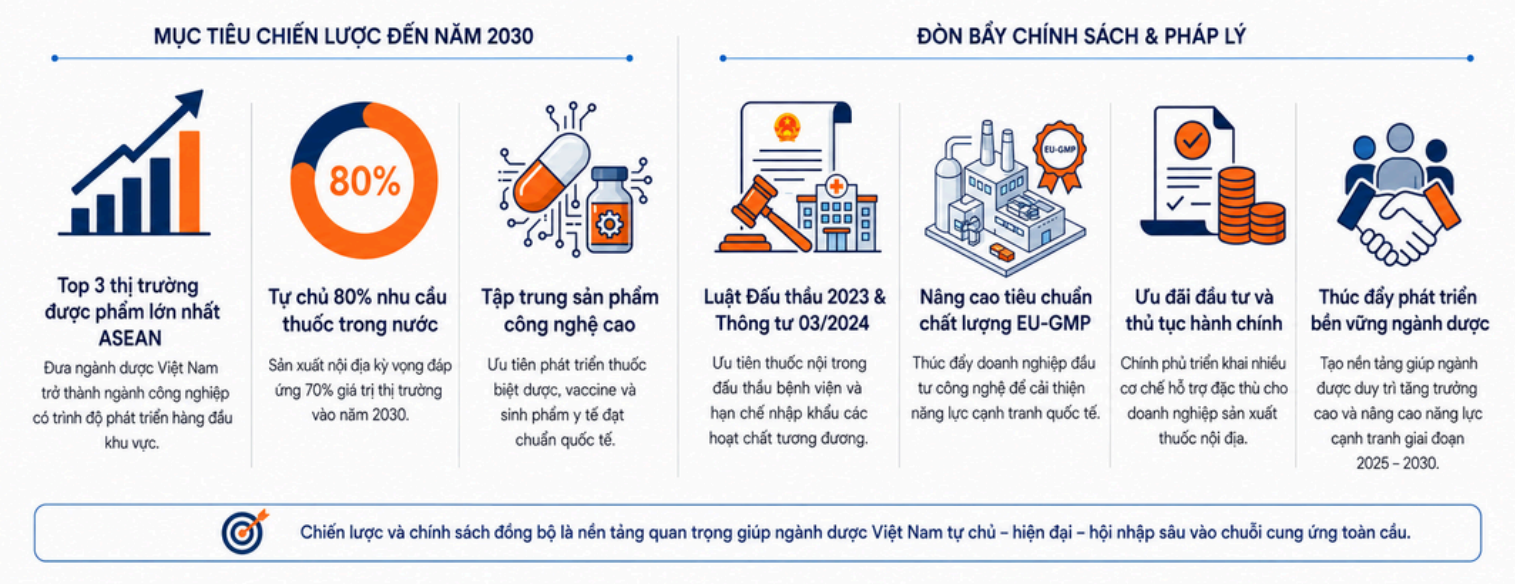


Nguồn: BMI, SHS tổng hợp

Quy định pháp lý ngành dược Việt Nam

Văn bản	Hiệu lực	Nội dung chính	Tác động
Quyết định 1165/QĐ-TTg	2023	Chiến lược phát triển ngành Dược đến 2030, tầm nhìn 2045	Định hướng dài hạn toàn ngành, thúc đẩy nội địa hóa và thuốc CN cao
Luật Dược sửa đổi 44/2024/QH15	01/07/2025	Bán thuốc online, chuỗi nhà thuốc, ưu đãi đầu tư, minh bạch giá	Thay đổi lớn nhất của ngành trong 10 năm gần đây
Nghị định 163/2025/NĐ-CP	01/07/2025	Hướng dẫn thi hành Luật Dược	Hoàn thiện khung pháp lý vận hành
Thông tư 31/2025/TT-BYT	01/07/2025	Quy định chi tiết Luật Dược, chuỗi nhà thuốc, mô hình kinh doanh mới	Hỗ trợ phát triển bán lẻ dược hiện đại
Thông tư 39/2025/TT-BYT	2025	Phân cấp thủ tục hành chính	Rút ngắn thời gian xử lý hồ sơ
Thông tư 26/2025/TT-BYT	01/07/2025	Quy định kê đơn thuốc hóa dược, sinh phẩm	Kiểm soát sử dụng thuốc, tăng minh bạch kê đơn
Thông tư 27/2025/TT-BYT	01/07/2025	Danh mục thuốc, dược liệu được BHYT thanh toán	Hỗ trợ tăng trưởng kênh ETC/BHYT
Thông tư 29/2025/TT-BYT	01/07/2025	Đăng ký lưu hành thuốc cổ truyền, dược liệu	Thúc đẩy dược liệu và thuốc cổ truyền
Thông tư 32/2025/TT-BYT	01/07/2025	Quản lý chất lượng thuốc cổ truyền, dược liệu	Nâng chuẩn chất lượng sản phẩm dược liệu
Nghị quyết 72-NQ/TW	09/09/2025	Định hướng cải cách toàn diện hệ thống y tế, mở rộng BHYT và nâng cao chất lượng chăm sóc sức khỏe.	Tăng nhu cầu khám chữa bệnh, thuốc điều trị và đầu tư vào hạ tầng y tế.
Nghị quyết 262/2025/QH15	01/07/2026	Chương trình mục tiêu quốc gia về y tế, dân số và phát triển giai đoạn 2026–2035 với tổng vốn 88.635 tỷ đồng.	Thúc đẩy đầu tư bệnh viện, thiết bị y tế và mở rộng nhu cầu dược phẩm.
Luật Phòng bệnh và Luật Dân số	01/07/2026	Chuyển trọng tâm sang y tế dự phòng, quản lý sức khỏe chủ động và ứng phó già hóa dân số.	Gia tăng nhu cầu vaccine, thuốc dự phòng, thuốc điều trị bệnh mạn tính và dịch vụ chăm sóc người cao tuổi.

Quy định pháp lý ngành dược Việt Nam



Hệ thống chính sách và chiến lược quốc gia: Động lực thúc đẩy tăng trưởng ngành dược

- Sự phát triển của ngành dược Việt Nam được hỗ trợ mạnh mẽ bởi các chính sách định hướng của Chính phủ. Theo **Chiến lược phát triển ngành Dược đến năm 2030, tầm nhìn 2045**, Việt Nam đặt mục tiêu đưa ngành dược trở thành một trong những ngành công nghiệp có trình độ phát triển hàng đầu ASEAN, đồng thời nằm trong **Top 3 thị trường dược phẩm lớn nhất khu vực.**
- Một trong những trọng tâm của chiến lược là nâng cao năng lực tự chủ nguồn cung thuốc trong nước. Đến năm 2030, thuốc sản xuất trong nước được kỳ vọng đáp ứng khoảng **80%** nhu cầu theo số lượng và 70% giá trị thị trường, đồng thời ưu tiên phát triển thuốc biệt dược, vaccine, sinh phẩm và công nghiệp API. Chính phủ cũng khuyến khích đầu tư vào các khu công nghiệp dược chuyên biệt, tiêu biểu là Khu công nghiệp Dược – Sinh học Thái Bình, nhằm hình thành các trung tâm nghiên cứu, sản xuất và logistics dược quy mô lớn.
- Bên cạnh đó, **Luật Đấu thầu 2023, Thông tư 03/2024/TT-BYT** và các văn bản hướng dẫn triển khai trong giai đoạn 2025–2026 tiếp tục tạo lợi thế cho doanh nghiệp nội thông qua cơ chế ưu tiên thuốc sản xuất trong nước, đặc biệt là thuốc đạt EU-GMP trong đấu thầu bệnh viện. Bộ Y tế cũng đang đề xuất **bổ sung 84 thuốc và sinh phẩm vào danh mục BHYT**, trong đó có nhiều thuốc điều trị ung thư thế hệ mới, góp phần mở rộng khả năng tiếp cận thuốc chất lượng cao và gia tăng quy mô thị trường ETC.
- Ngoài ra, **Luật Dược sửa đổi (2024)** chính thức có hiệu lực từ 01/7/2025 đã tạo bước ngoặt về thể chế khi đơn giản hóa thủ tục đăng ký thuốc, đẩy nhanh cấp phép, khuyến khích chuyển giao công nghệ, phát triển thuốc công nghệ cao và thu hút đầu tư nước ngoài. Cùng với đó, các quy định mới về y tế số, dữ liệu y tế, chuyển đổi số và phát triển khoa học công nghệ theo **Nghị quyết 57-NQ/TW** đang tạo nền tảng để doanh nghiệp nâng cao năng lực R&D và hiện đại hóa sản xuất.
- Những thay đổi về chính sách không chỉ giúp mở rộng thị phần cho doanh nghiệp nội mà còn thúc đẩy toàn ngành nâng cao năng lực sản xuất, đầu tư công nghệ, cải thiện tiêu chuẩn chất lượng và tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng dược phẩm toàn cầu. Đây được xem là nền tảng quan trọng giúp ngành dược Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong giai đoạn 2025–2030**(Chi tiết)**

II. CTCP Dược Trung ương 3 (DP3)

1.Tổng quan công ty và cơ cấu cổ đông

Tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm Trung ương 3 thuộc Bộ Y tế, thành lập năm 1962 với chức năng chuyên sản xuất thuốc y học cổ truyền. Doanh nghiệp cổ phần hoá tháng 12/2003 và đổi tên thành CTCP Dược phẩm Trung ương 3 vào tháng 9/2006, hoạt động dưới thương hiệu Foripharm. Sau hơn sáu thập kỷ, đây là một trong những đơn vị dẫn đầu cả nước về thuốc bào chế từ dược liệu tự nhiên, kết hợp y học cổ truyền với công nghệ hiện đại

Cơ sở sản xuất và danh mục

Hai nhà máy đạt chuẩn GMP-WHO, đều đặt tại Hải Phòng:

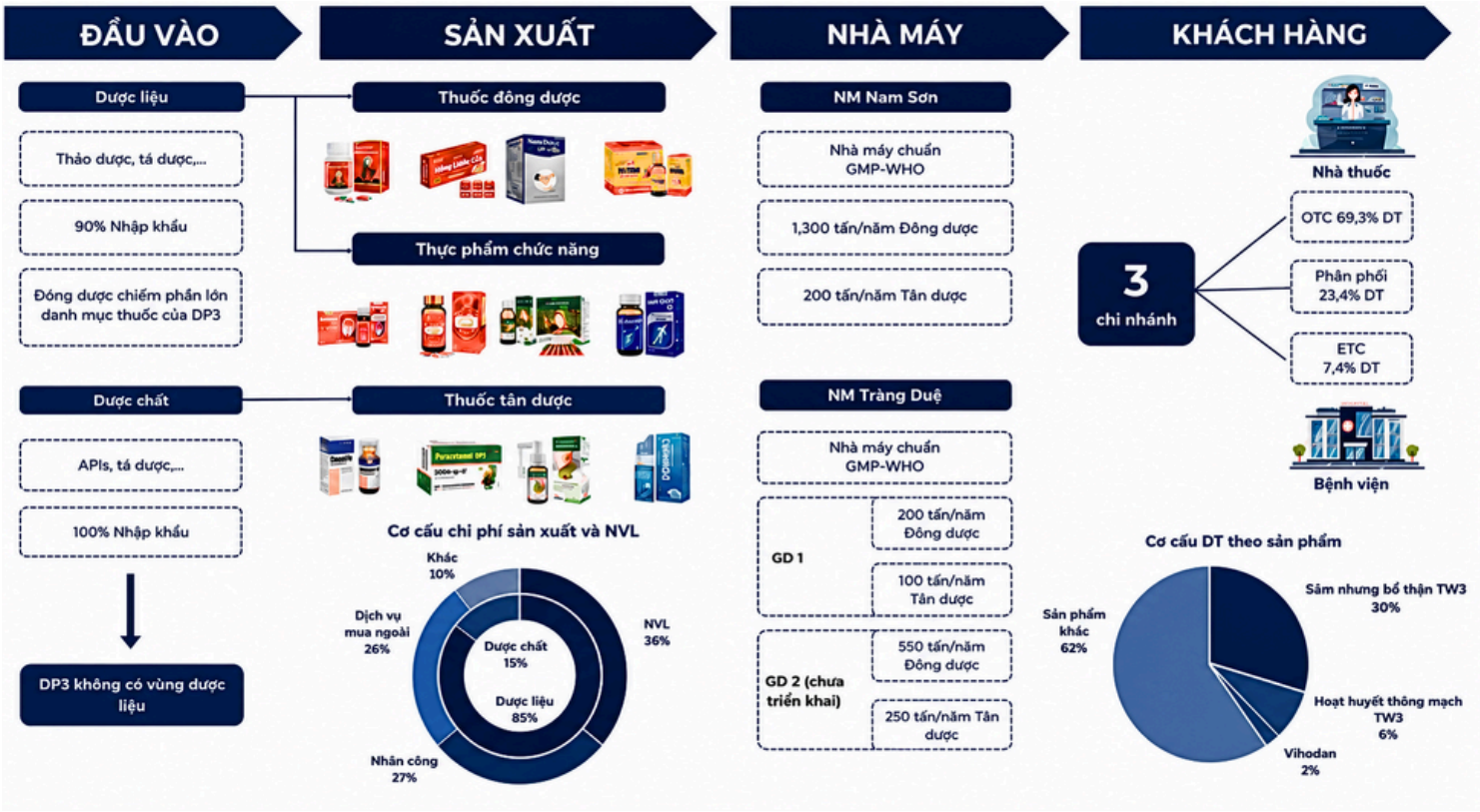
- **Nhà máy Nam Sơn** - sản xuất song song tân dược và đông dược. Đây là cơ sở truyền thống, gánh phần lớn sản lượng hiện tại.
- **Nhà máy Trang Duệ** - nằm trong Khu công nghiệp Trang Duệ thuộc Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải. Giai đoạn 1 gồm ba dây chuyền: thuốc nhỏ mắt và nhỏ mũi, thực phẩm chức năng, và mỹ phẩm. Giai đoạn 1 có công suất 300 tấn/năm với ba dây chuyền: thuốc nhỏ mắt và nhỏ mũi (thuộc nhóm tân dược, 100 tấn/năm), thực phẩm chức năng và mỹ phẩm (thuộc nhóm đông dược/TPCN, 200 tấn/năm).

Danh mục vượt trên 100 loại thuốc, gồm thuốc viên nén và viên nang, kháng sinh nhóm non-beta-lactam, đông dược, thực phẩm bảo vệ sức khoẻ, thuốc nhỏ mắt và nhỏ mũi, mỹ phẩm. Sản phẩm xuất khẩu chủ lực là Cao Sao Vàng, tiêu thụ tại Nga, Kazakhstan, Ukraine và một số thị trường khác.

KÊNH OTC

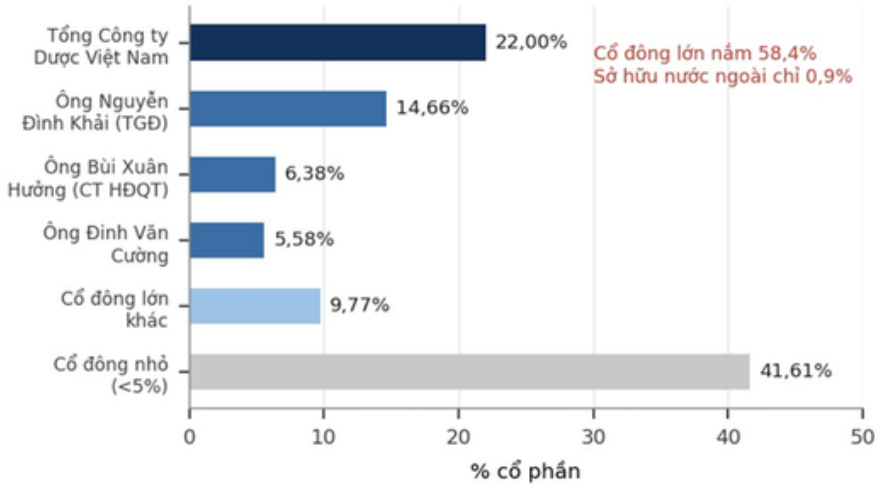
- Hệ thống phân phối chính bao gồm kho chính tại Đà Nẵng (phân phối cho các tỉnh tại miền Trung), chi nhánh Hà Nội (phân phối cho các tỉnh phía bắc) và chi nhánh Hồ Chí Minh (phân phối cho các tỉnh miền Nam) tại hơn 40 tỉnh thành trên cả nước với gần 8.000 điểm bán và hơn 20 đại lý trung gian.
- Hệ thống OTC được chia thành 5 khu vực quản lý: Miền Bắc, Bắc Miền Trung, Nam Miền Trung Tây Nguyên, Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ.
- Danh mục hàng: Chú trọng vào nhóm giảm đau hạ sốt, một số kháng sinh, kháng viêm. Ngoài ra còn có các nhóm vitamin khoáng chất, tiêu hoá và các dòng thực phẩm chức năng.

Mô hình kinh doanh của DP3



- DP3 vận hành mô hình kinh doanh khép kín từ sản xuất đến phân phối, với Đông dược là mảng kinh doanh chủ lực. Doanh nghiệp sở hữu hai nhà máy đạt chuẩn GMP-WHO cùng hệ thống phân phối gồm ba chi nhánh, trong đó kênh OTC đóng góp gần 70% doanh thu. Tuy nhiên, DP3 vẫn phụ thuộc lớn vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu do chưa sở hữu vùng trồng dược liệu, khiến chi phí sản xuất có thể chịu tác động từ biến động giá nguyên liệu và tỷ giá

2.Cơ cấu cổ đông (tại ngày 30/06/2026)

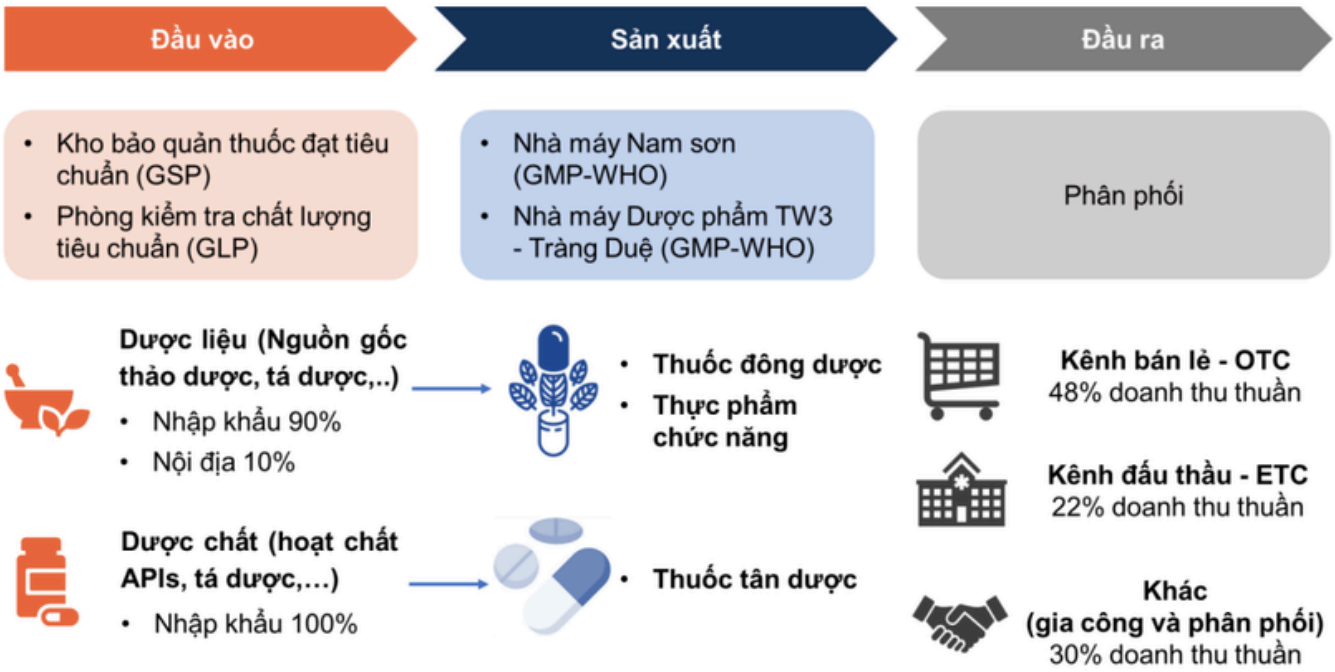


Nguồn: DP3

Cơ cấu cổ đông DP3 tương đối cô đặc, trong đó:

- Tổng Công ty Dược Việt Nam là cổ đông lớn nhất với 22% cổ phần.
- Ông Nguyễn Đình Khải sở hữu 14,66%, cùng các cổ đông lớn khác nắm giữ tổng cộng 58,4% vốn.
- Cổ đông nhỏ lẻ (<5%) chiếm 41,61% cổ phần.
- Tỷ lệ sở hữu nước ngoài chỉ 0,9%, cho thấy cơ cấu cổ đông chủ yếu là nhà đầu tư trong nước.

Chuỗi giá trị doanh nghiệp



Ngành thực phẩm chức năng Việt Nam được Precedence Research dự báo tăng trưởng với CAGR trên 7,5%, cho thấy dư địa mở rộng đáng kể trong trung và dài hạn. Trong bối cảnh đó, DP3 đang sở hữu vị thế thuận lợi nhờ: (1) lợi thế cạnh tranh rõ nét từ sản phẩm chủ lực Sâm Nhung Bổ Thận TW3, hiện đóng góp khoảng 30–40% doanh thu, đây là sản phẩm có độ phủ mạnh trên thị trường và hầu như ít đối thủ cạnh tranh; (2) chiến lược nhập 100% dược liệu khô thay vì đầu tư trực tiếp vùng trồng, giúp doanh nghiệp tránh được gánh nặng chi phí vận hành lớn và rủi ro bào mòn biên lợi nhuận vốn đang là thách thức đối với nhiều doanh nghiệp Đông dược khác khi tự phát triển vùng nguyên liệu. Ngoài ra, DP3 sở hữu mạng lưới đối tác lâu năm với lượng đơn đặt hàng ổn định, qua đó duy trì doanh thu bền vững trong nhiều năm. Hiện tại, các nhà máy của công ty đang vận hành gần như tối đa công suất để đáp ứng nhu cầu lớn từ hệ thống đối tác hiện hữu và các chuỗi nhà thuốc.

Cập nhật việc vận hành và xây dựng nhà máy của DP3

DP3 hiện đang sở hữu 2 nhà máy sản xuất dược theo tiêu chuẩn WHO-GMP, bao gồm: nhà máy Nam Sơn và nhà máy Dược phẩm TW3 – Tràng Duệ tại Hải Phòng.

Nhà máy		Nam Sơn	Dược phẩm TW3- Tràng Duệ	
Vốn đầu tư		81 tỷ	Giai đoạn 1: 185 tỷ	Giai đoạn 2: (Dự kiến triển khai từ Q3/2026) 250 tỷ và dự kiến hoàn thành 2027
Công suất thiết kế		1500 tấn/ năm	300 tấn/năm	800 tấn/ năm
Dây chuyền	Đông dược (TPCN)	1300 tấn/ năm	750 tấn/ năm	
	Tân dược	200 tấn/ năm	350 tấn/ năm	
Hiệu suất (2025)		100%	-	-
Tiêu chuẩn sản xuất		WHO - GMP	WHO - GMP	

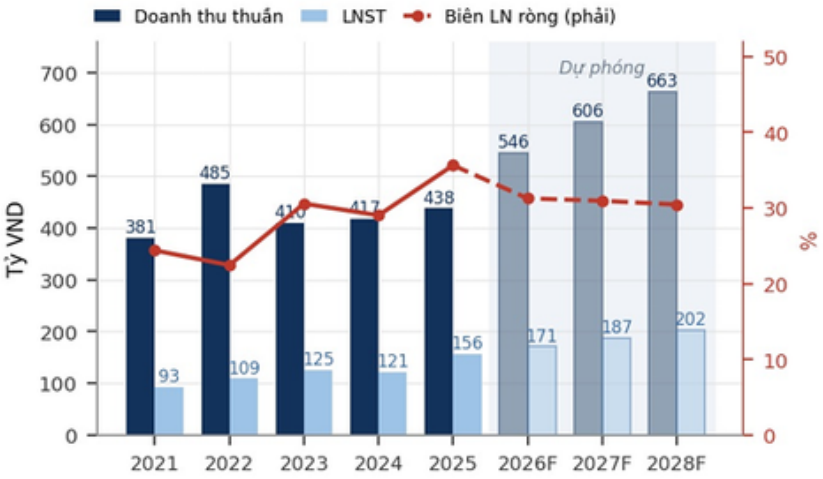
Nguồn: DP3, SHS Tổng hợp

2. Kết quả kinh doanh của DP3

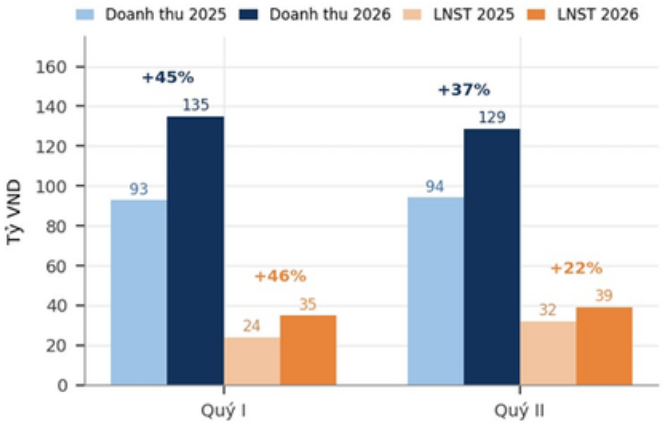
7,5x P/E trượt 12 tháng so với trung vị ngành 12,4x	**29%** ROE trượt 12 tháng cao nhất nhóm so sánh	**426** Tiền ròng (tỷ VND) bằng 33% vốn hoá	**6,6%** Tỷ suất cổ tức trên thị giá hiện tại
+41% Tăng trưởng doanh thu nửa đầu 2026 so cùng kỳ	**58%** Tỷ trọng tiền & tiền gửi trong tổng tài sản	**63,5%** Biên lợi nhuận gộp quý II/2026 thấp nhất trong các kỳ quan sát	**103%** Kế hoạch lợi nhuận cả năm 2026 đã hoàn thành sau sáu tháng

kết quả kinh doanh 6T/2026 của DP3

Lợi nhuận tăng nhanh hơn doanh thu nhờ cắt giảm chi phí bán hàng và quản lý



Cả hai quý đầu 2026 đều tăng mạnh, nhưng lợi nhuận chậm hơn doanh thu



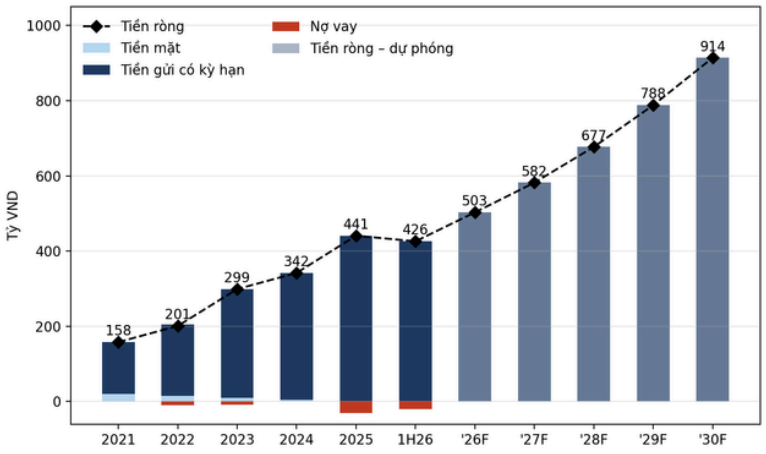
- DP3 ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong 6 tháng đầu năm 2026 với **doanh thu tăng 41% so với cùng kỳ**, trong khi **lợi nhuận sau thuế đã hoàn thành 103% kế hoạch cả năm** chỉ sau nửa đầu năm. Động lực tăng trưởng đến từ cả hai quý đầu năm, khi doanh thu lần lượt tăng **45% trong quý I** và **37% trong quý II**, phản ánh nhu cầu thị trường duy trì tích cực và năng lực mở rộng doanh thu của doanh nghiệp.
- Mặc dù tăng trưởng lợi nhuận chậm hơn doanh thu trong quý II do **biên lợi nhuận gộp giảm xuống 63,5%**, mức thấp nhất trong các kỳ quan sát, DP3 vẫn duy trì hiệu quả sinh lời và nền tảng tài chính vững mạnh. Doanh nghiệp sở hữu **426 tỷ đồng tiền ròng**, tương đương 33% vốn hóa, trong khi tiền và tiền gửi chiếm **58% tổng tài sản**, tạo nguồn lực lớn cho hoạt động kinh doanh và chi trả cổ tức. Với **ROE đạt 29%, P/E chỉ 7,5 lần và lợi suất cổ tức khoảng 6,6%**, cổ phiếu vẫn đang được định giá hấp dẫn so với chất lượng tài sản và khả năng tạo lợi nhuận.

Điều gì đã thay đổi và điều gì chưa

Yếu tố	Giai đoạn 2023–2025	Nửa đầu 2026
Tăng trưởng doanh thu	Đi ngang, bình quân dưới 2%/năm	Tăng tốc lên 41%
Chi phí BH & QLDN / doanh thu	Giảm dần từ 35,3% xuống 26,8%	Bật lên 38,8%
Biên lợi nhuận gộp	Giảm nhẹ từ 68,7% xuống 65,7%	67,1% cả kỳ, nhưng quý II chỉ 63,5%
Biên lợi nhuận hoạt động lõi	Cải thiện từ 33,4% lên 38,9%	Thu hẹp còn 28,3%
Cấu trúc vốn	Gần như không vay nợ	Vay ngắn hạn 21,9 tỷ, không đáng kể
Vị thế tiền mặt	Tăng liên tục lên 441 tỷ	426 tỷ sau khi trả cổ tức 86 tỷ
Vốn chủ sở hữu	**Tăng liên tục lên 610,5 tỷ**	**598,3 tỷ (lãi 73,9 trừ cổ tức 86,0)**

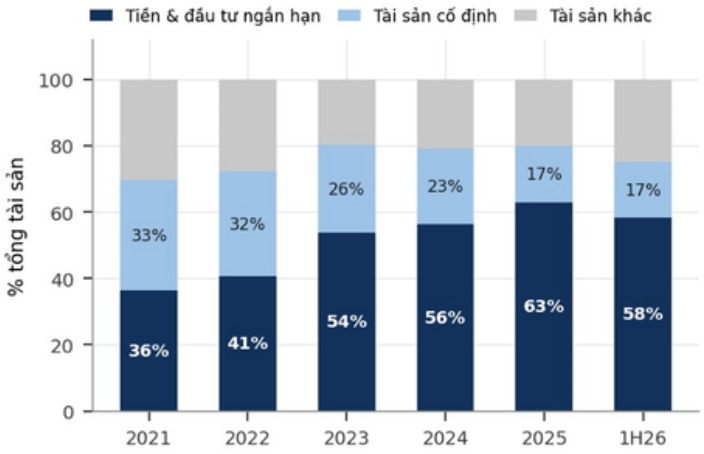
3.Bảng cân đối: khối tiền mặt là một nửa câu chuyện định giá

Nếu chính sách cổ tức không đổi, tiền ròng có thể vượt 900 tỷ đồng vào năm 2030



Nguồn: FiinProX, SHS dự phóng, giả định cổ tức 4.000 đồng/cp mỗi năm

Gần 60% tổng tài sản hiện là tiền và tiền gửi ngân hàng

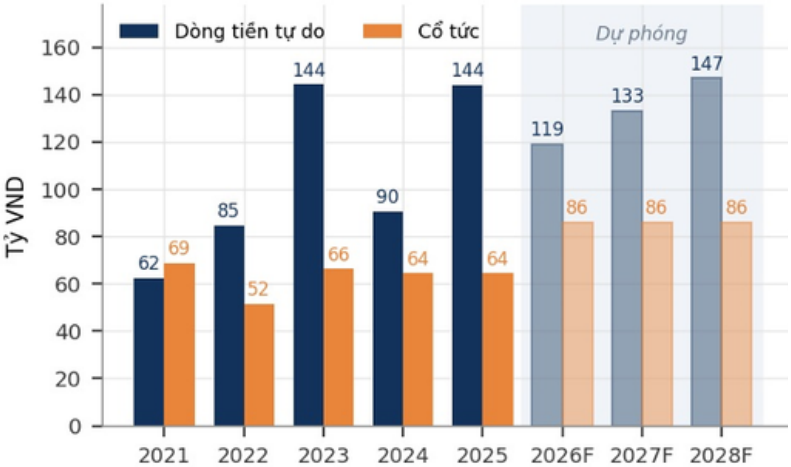


Nguồn: FiinProX

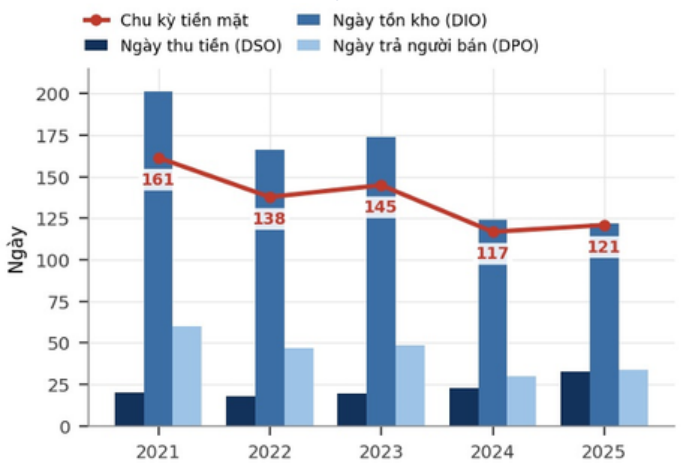
DP3 là một doang nghiệp sản xuất với vốn hoá 1.279,3 tỷ đồng đang nắm giữ 426 tỷ đồng tiền ròng, gần như toàn bộ dưới dạng tiền gửi kỳ hạn tại ngân hàng. Sau khi trừ khoản này, thị trường đang định giá hoạt động sản xuất kinh doanh lõi ở mức 883 tỷ đồng - tương đương 5,2 lần lợi nhuận hoạt động lõi năm 2025 và khoảng 5,0 lần EBITDA.

Việc tích luỹ tiền mặt liên tục trong khi chi đầu tư duy trì ở mức thấp (bình quân 12,2 tỷ mỗi năm giai đoạn 2021–2025, trên nền tài sản cố định ròng 130 tỷ) đặt ra câu hỏi về phân bổ vốn. Doanh nghiệp đang tạo ra nhiều tiền hơn mức có thể tái đầu tư. Dự phóng của chúng tôi cho thấy vấn đề này sẽ lớn dần: với mức cổ tức giữ nguyên 4.000 đồng mỗi cổ phiếu, tiền ròng sẽ tăng lên khoảng 677 tỷ vào cuối 2028 và vượt 900 tỷ vào 2030, tương đương 70% vốn hoá hiện tại. Đây là kịch bản làm ROE suy giảm dần từ 26,1% năm 2026F xuống 20,5% năm 2030F, không phải vì hoạt động kinh doanh kém đi mà vì mẫu số vốn chủ sở hữu phình ra bằng tiền nhàn rỗi.

Dòng tiền tự do vượt cổ tức chi trả trong bốn trên năm năm gần nhất



Chu kỳ tiền mặt rút ngắn 40 ngày so với 2021 nhờ quản lý tồn kho tốt hơn



Điểm cần chú ý: vốn lưu động trong nửa đầu năm 2026:

- Phải thu khách hàng tăng từ 43,3 tỷ cuối 2025 lên 55,8 tỷ tại 30/06/2026 (tăng 29%), và tồn kho tăng từ 56,7 tỷ lên 82,8 tỷ (tăng 46%). Doanh thu nửa đầu năm tăng 41%, nên mức tăng phải thu là hợp lý. Nhưng tồn kho tăng 46% nhanh hơn doanh thu, và điều này diễn ra đúng lúc biên gộp quý II sụt giảm.
- Tích cực: doanh nghiệp sản xuất trước để phục vụ nửa cuối năm — vốn là giai đoạn cao điểm theo tính mùa vụ. Tiêu cực: hàng chậm luân chuyển đang tích tụ, và áp lực giải phóng tồn kho sẽ tiếp tục đè lên biên lợi nhuận các quý tới.

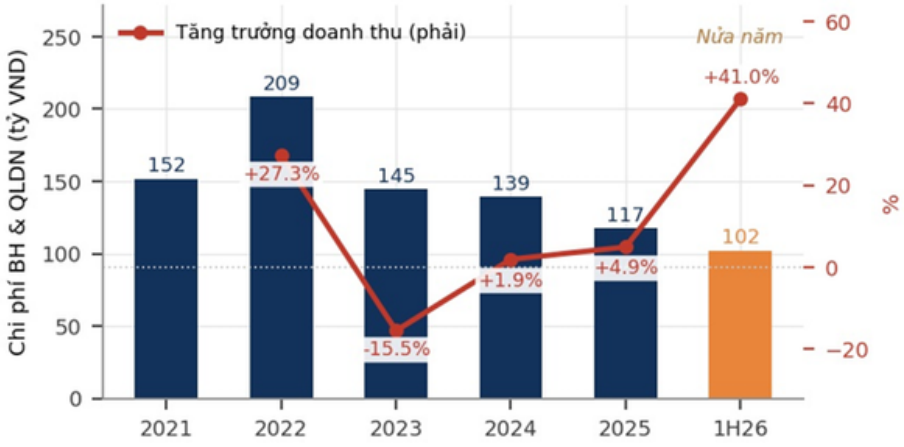
III. Luận điểm đầu tư

Hoạt động của DP3 xoay quanh hai nhà máy tại Hải Phòng và danh mục trên 100 sản phẩm thiên về đông dược, thực phẩm chức năng và hàng chăm sóc sức khoẻ mang thương hiệu riêng. Luận điểm của chúng tôi không dựa trên một chất xúc tác đơn lẻ mà dựa trên năm chuyển động đang diễn ra bên trong hoạt động kinh doanh, trong đó có những chuyển động chưa phản ánh vào doanh thu công bố.

Doanh nghiệp đã đảo chiều từ thu hoạch biên lợi nhuận sang giành thị phần

- Giai đoạn 2023–2025 là một chu kỳ thu hoạch có chủ đích. Chi phí bán hàng và quản lý giảm từ 209 tỷ đồng năm 2022 xuống 117 tỷ năm 2025, tương đương cắt 44% trong ba năm. Biên lợi nhuận hoạt động lõi nhờ đó cải thiện từ 26,4% lên 38,9%, nhưng doanh thu gần như đứng yên - tăng lần lượt -15,5%, 1,9% và 4,9%.
- Từ đầu 2026 hướng đi đảo ngược hoàn toàn. Chỉ trong 6T/2026, chi phí bán hàng và quản lý đã đạt 102,2 tỷ đồng bằng 87% mức chi của trọn năm 2025. Doanh thu phản ứng ngay: quý I tăng 45%, quý II tăng 36,6%, cả kỳ tăng 41%.

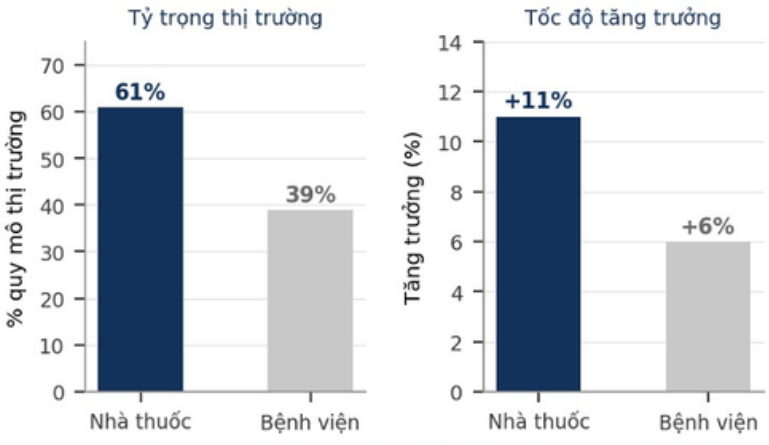
Doanh thu của DP3 nhạy với chi tiêu bán hàng: cắt chi phí thì doanh thu đứng, chi mạnh thì doanh thu bật



Danh mục nằm đúng ở kênh phân phối đang tăng nhanh nhất

- Nhà máy Nam Sơn sản xuất song song tân dược và đông dược. Nhà máy Trang Duệ giai đoạn 1 vận hành ba dây chuyền thuộc nhóm khác hẳn: thuốc nhỏ mắt và nhỏ mũi, thực phẩm bảo vệ sức khoẻ, và mỹ phẩm. Cả ba nhóm này tiêu thụ qua kênh nhà thuốc, không qua đấu thầu bệnh viện.

Kênh nhà thuốc lớn hơn và tăng nhanh gần gấp đôi kênh bệnh viện



DP3 tiêu thụ chủ yếu qua kênh nhà thuốc — kênh lớn hơn và tăng nhanh gần gấp đôi

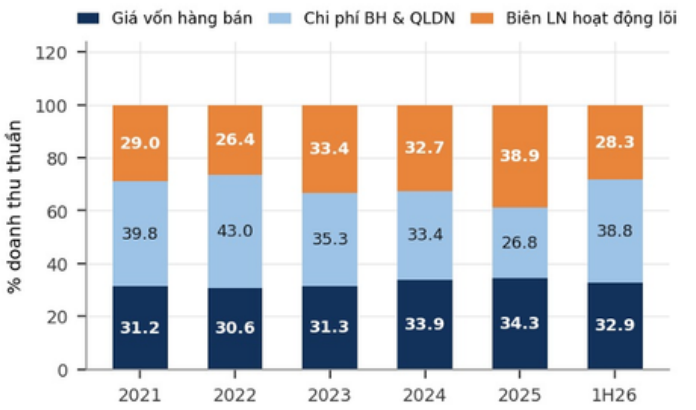
- Đây là điểm phân biệt quan trọng với các doanh nghiệp cùng ngành. IMP và DBD được thị trường trả bội số cao nhờ năng lực đấu thầu kênh bệnh viện, nhưng kênh đó chỉ tăng khoảng 6%. Kênh nhà thuốc chiếm khoảng 61% quy mô thị trường và tăng khoảng 11%. DP3 nằm đúng ở phía tăng nhanh hơn.

III. Luận điểm đầu tư (tiếp)

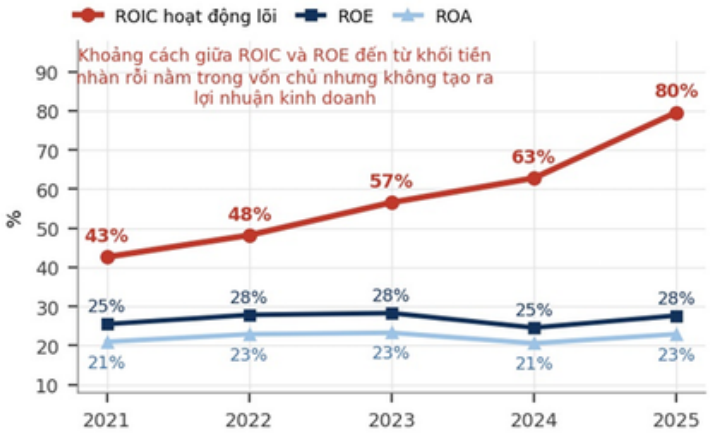
Nền chi phí dựa trên dược liệu trong nước, nhưng lợi thế đang bị thử thách

- Giá vốn hàng bán của DP3 chỉ chiếm 31–34% doanh thu suốt năm năm. Đây là mức thấp bất thường với một doanh nghiệp dược và bắt nguồn trực tiếp từ mô hình sản phẩm: danh mục thiên về đông dược và thực phẩm chức năng mang thương hiệu riêng, bán qua kênh nhà thuốc với giá bán lẻ cao so với chi phí nguyên liệu, thay vì thuốc generic cạnh tranh bằng giá đấu thầu. Doanh nghiệp không phải chịu chi phí bản quyền. Đổi lại, do nhập khẩu khoảng 90% dược liệu và toàn bộ dược chất, phần lớn từ Trung Quốc, nền chi phí này chịu rủi ro trực tiếp từ giá dược liệu nhập khẩu và tỷ giá.

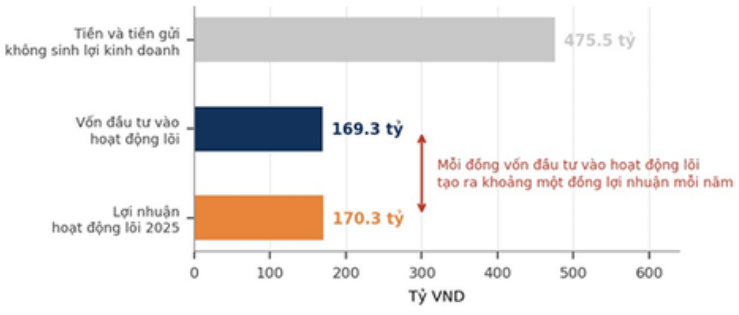
Giá vốn gần như bất động quanh một phần ba doanh thu; biến động lợi nhuận nằm ở tầng chi phí bán hàng



- Cấu trúc chi phí này cũng giải thích vì sao biên lợi nhuận của DP3 biến động theo chi phí bán hàng chứ không theo giá vốn. Trong biểu đồ bên cạnh, dải xanh đậm gần như bất động qua sáu kỳ báo cáo, trong khi dải xanh nhạt co giãn mạnh chính dải đó quyết định phần lợi nhuận còn lại.
- Tuy nhiên lợi thế này đang bị bào mòn. Tỷ lệ giá vốn đã nhích từ 30,6% năm 2022 lên 34,3% năm 2025. Báo cáo thường niên 2025 ghi nhận doanh nghiệp giữ nguyên giá bán dù chi phí nguyên liệu tăng, để bảo vệ tính cạnh tranh - tức chủ động hy sinh biên lợi nhuận. Quý II/2026 cho thấy áp lực còn tiếp diễn: giá vốn tăng khoảng 46% so với cùng kỳ, nhanh hơn mức tăng doanh thu 36,6%, kéo biên gộp quý xuống 63,5%.



ROIC hoạt động lõi tăng liên tục lên 80%, gấp gần ba lần ROE



Vốn đầu tư vào hoạt động lõi xấp xỉ bằng lợi nhuận nó tạo ra mỗi năm

- Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư vào hoạt động lõi đã tăng liên tục từ 43% năm 2021 lên 80% năm 2025, trong khi ROE chỉ dao động quanh 25-28%. Khoảng cách này không phản ánh doanh nghiệp kém hiệu quả mà phản ánh mẫu số bị pha loãng: vốn chủ sở hữu 610 tỷ đồng trong đó gần 78% nằm ở tiền gửi ngân hàng. Nhà đầu tư nhìn ROE 27,6% sẽ thấy một doanh nghiệp tốt; nhìn ROIC 80% sẽ thấy một mô hình kinh doanh rất khó sao chép.

V. Rủi ro

1.Rủi ro nguyên liệu và chi phí đầu vào

Dược liệu chiếm phần lớn giá vốn của DP3. Danh mục thiên về thuốc bào chế từ dược liệu tự nhiên nên chi phí đầu vào phụ thuộc vào giá dược liệu trong nước, giá nguyên liệu nhập khẩu và tỷ giá ở phần nhập.

- Tỷ lệ giá vốn trên doanh thu đã tăng từ 30,6% năm 2022 lên 34,3% năm 2025 → biên lợi nhuận gộp giảm tương ứng từ 69,4% xuống 65,7%.
- Giá thuốc chịu quản lý của Nhà nước thông qua kê khai giá → dư địa điều chỉnh giá bán bị giới hạn, đúng vào lúc chi phí đầu vào tăng.
- Quý II/2026 giá vốn tăng khoảng 46% so với cùng kỳ trong khi doanh thu chỉ tăng 36,6% → biên gộp quý rơi về 63,5%, mức thấp nhất trong các kỳ quan sát được

Đây là rủi ro đặc thù của DP3 và bắt nguồn trực tiếp từ chính điểm mạnh của doanh nghiệp. Vì hoạt động lõi sinh lời 80% trên vốn đầu tư, ngưỡng để một khoản đầu tư mới tạo thêm giá trị là rất cao.

2.Rủi ro phụ thuộc nguồn cung nhập khẩu

Nguyên vật liệu chiếm khoảng 36% chi phí sản xuất, trong đó khoảng 91% giá trị là hàng nhập khẩu (90% dược liệu và 100% dược chất), tương đương khoảng 50 tỷ đồng chi phí nhập khẩu trong năm 2025. Do nguồn nhập chủ yếu từ Trung Quốc, chi phí đầu vào của DP3 nhạy với tỷ giá CNY/VND. Tỷ giá này hiện giao dịch quanh 3.890 đồng/CNY, tăng khoảng 6,9% trong 12 tháng qua và khoảng 3% kể từ đầu năm 2026, sát vùng đỉnh 52 tuần (3.901 đồng/CNY). Với cơ cấu chi phí hiện tại, mỗi 5% mất giá của VND so với CNY làm tăng khoảng 2,5 tỷ đồng chi phí nguyên liệu mỗi năm, tương đương 1,4% lợi nhuận hoạt động lõi năm 2025, trong điều kiện doanh nghiệp không chuyển được vào giá bán. Do DP3 nhập dược liệu theo mùa với khối lượng lớn dùng cho cả năm, tác động của tỷ giá phản ánh vào giá vốn với độ trễ khoảng 2–3 quý, và đây là một trong những yếu tố cần theo dõi khi giá vốn quý II/2026 tăng 46% YoY trong khi doanh thu chỉ tăng 36,6%

3.Rủi ro cạnh tranh trong ngành dược

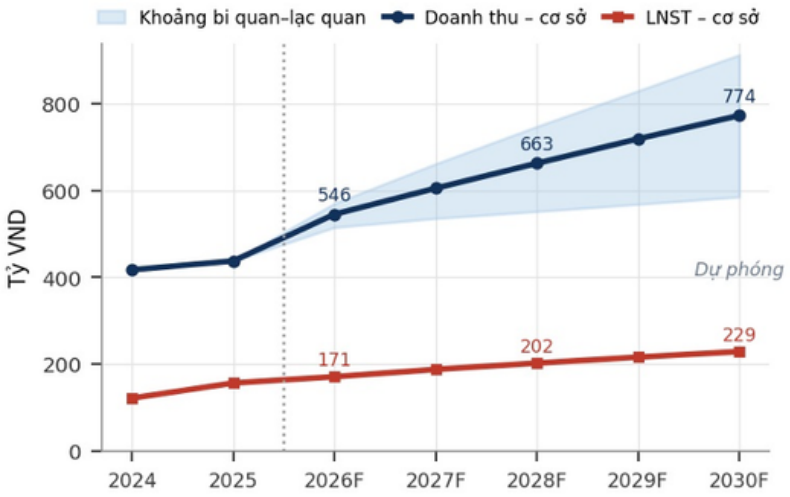
Ngành dược Việt Nam đang chứng kiến sự cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các doanh nghiệp trong nước và các công ty dược nước ngoài. Đối với phân khúc Đông dược, DP3 phải cạnh tranh với nhiều doanh nghiệp có thương hiệu lâu năm như Traphaco, OPC hay Dược Hậu Giang ở một số dòng sản phẩm. Áp lực cạnh tranh có thể khiến doanh nghiệp phải tăng chi phí bán hàng, chi phí marketing hoặc điều chỉnh chính sách giá nhằm duy trì thị phần, từ đó ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận.

4.Rủi ro từ chính sách đấu thầu và quản lý dược

Một phần doanh thu của DP3 đến từ kênh bệnh viện (ETC), do đó hoạt động kinh doanh chịu ảnh hưởng bởi các quy định về đấu thầu thuốc và chính sách quản lý của Bộ Y tế. Việc thay đổi tiêu chí đấu thầu, tiêu chuẩn kỹ thuật hoặc chính sách kiểm soát giá thuốc có thể làm giảm khả năng trúng thầu của doanh nghiệp, qua đó tác động đến doanh thu và lợi nhuận. Đồng thời, ngành dược là lĩnh vực chịu sự quản lý chặt chẽ về chất lượng, tiêu chuẩn sản xuất và đăng ký lưu hành sản phẩm; bất kỳ thay đổi nào trong khung pháp lý cũng có thể làm phát sinh chi phí tuân thủ hoặc kéo dài thời gian đưa sản phẩm mới ra thị trường.

V. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2026F - 2030F

Dự phóng cơ sở: doanh thu tăng 24,6% năm 2026 rồi giảm dần về mức 1 chữ số



Cách xây dựng dự phóng 2026

Chúng tôi không ngoại suy từ cả năm. Dự phóng 2026 được lắp từ hai mảnh:

- Nửa đầu năm lấy nguyên số thực tế đã công bố: doanh thu 263,7 tỷ, lợi nhuận hoạt động lõi 74,7 tỷ, lợi nhuận sau thuế 73,9 tỷ.
- Nửa cuối năm giả định doanh thu tăng 12% so với cùng kỳ (2H2025 đạt 251,8 tỷ), và biên lợi nhuận hoạt động lõi phục hồi về 36% theo tính mùa vụ thường thấy - nửa cuối năm luôn có biên cao hơn nửa đầu.

- Kết quả là doanh thu cả năm 545,7 tỷ (+24,6%) và lợi nhuận sau thuế 170,6 tỷ (+9,3%). Lưu ý rằng mức tăng lợi nhuận thấp hơn nhiều so với mức tăng doanh thu - đó là hệ quả trực tiếp của giả định biên lợi nhuận thu hẹp so với năm 2025.
- Giả định tăng trưởng nửa cuối năm 12% là thận trọng so với mức 41% của nửa đầu.

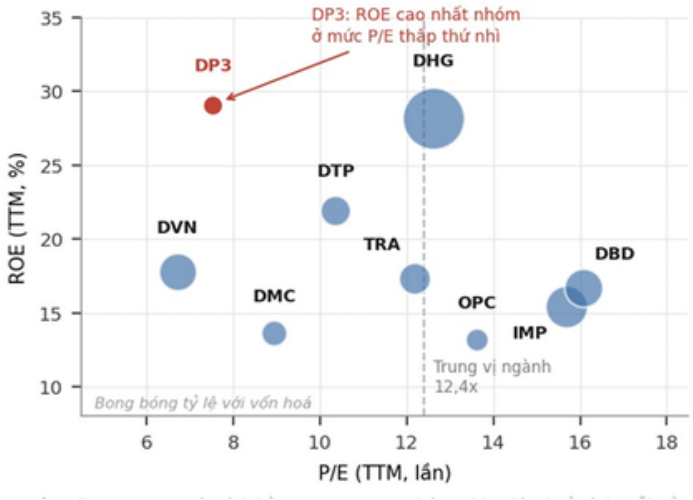
Giả định dự phóng chính

Giả định	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tăng trưởng doanh thu (%)	24,6	11,0	9,5	8,5	7,5
Doanh thu thuần (tỷ VND)	545,7	605,8	663,3	719,7	773,7
Biên lợi nhuận hoạt động lõi (%)	32,3	32,0	31,5	31,0	30,5
Lợi nhuận hoạt động lõi (tỷ VND)	176,2	193,8	208,9	223,1	236,0
Thu nhập tài chính ròng (tỷ VND)	35,8	39,0	42,0	45,0	48,0
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	170,6	187,4	202,0	215,8	228,6
EPS (VND)	7.936	8.718	9.396	10.038	10.632
BVPS (VND)	32.329	37.047	42.443	48.482	55.114
ROE (%)	26,1	25,1	23,6	22,1	20,5
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (tỷ VND)	119,1	133,1	147,0	161,5	173,1

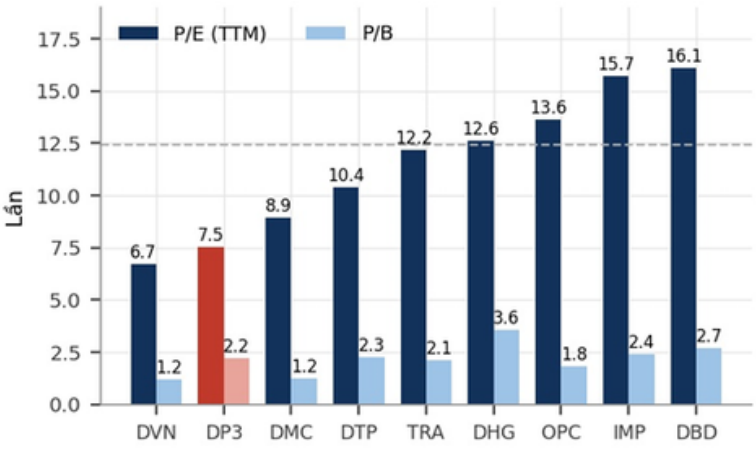
Thuế suất thu nhập doanh nghiệp giả định 19,5%, phù hợp với mức thực tế bình quân 2021–2025. Thay đổi vốn lưu động giả định bằng 9% mức thay đổi doanh thu. Cổ tức giả định giữ nguyên 4.000 đồng mỗi cổ phiếu mỗi năm.

VI. So sánh ngành: sinh lời cao nhất, định giá gần thấp nhất

DP3 kết hợp ROE cao nhất nhóm với P/E thấp thứ nhì



Chiết khấu P/E của DP3 so với ngành lên tới 39%



Bảng so sánh nhóm doanh nghiệp dược niêm yết

Mã	Doanh nghiệp	Vốn hóa (Tỷ VND)	P/E (TTM)	PB	ROE (TTM, %)	EV/EBITDA (TTM)
DP3	**Dược phẩm TW3**	**1.309**	**7,5**	**2,14**	**29,1**	**6,8**
DHG	Dược Hậu Giang	12.159	12,6	3,56	28,2	9,9
IMP	Imexpharm	5.652	15,7	2,41	15,4	10,0
DBD	Dược - TBYT Bình Định	4.672	16,1	2,69	16,7	13,3
DVN	Tổng Công ty Dược Việt Nam	4.475	6,7	1,19	17,8	31,5
TRA	Traphaco	3.142	12,2	2,11	17,3	7,2
DTP	Dược phẩm CPC1 Hà Nội	2.840	10,4	2,27	21,9	7,4
DMC	Dược phẩm DOMESCO	2.045	8,9	1,22	13,7	7,4
OPC	Dược phẩm OPC	1.619	13,6	1,80	13,2	9,2
Trung bình nhóm (không gồm DP3)		**4.475**	**12,4**	**2,19**	**17,3**	**9,6**

VII. Định giá

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu DP3, SHS sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp P/E. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu DP3 là: 84.600VND/cổ phiếu, +40,5% so với giá 60.200 VND/cổ phiếu vào ngày 10/08/2026.

Các giả định

Chỉ tiêu	Lợi suất
Lãi suất phi rủi ro	3,50%
Beta	0,80
Phần bù rủi ro thị trường	9,00%
Chi phí sử dụng VCSH	10,7%
Chi phí sử dụng vốn vay	8,00%
Thuế suất	19,50%
WACC	10,59%
Tăng trưởng dài hạn	3,00%

Kết quả FCFF (WACC 10,59%, g 3,0%)

FCFF	Giá trị (tỷ VND)
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền	1.489,3
(-) Nợ ngắn và dài hạn	34,3
(+) Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn	475,5
(-) Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-
Giá trị vốn chủ sở hữu	1.930,5
Số lượng cổ phiếu lưu hành	21.499.933
GIÁ TRỊ MỖI CỔ PHIẾU (VNĐ)	**89.800**

Phương pháp P/E

Chỉ tiêu	Giá trị
EPS 2026F	7.936 VND
P/E trung vị nhóm so sánh	12,4 lần
P/E mục tiêu áp dụng cho DP3	10,0 lần
Mức chiết khấu so với nhóm*	19%
Giá trị theo P/E	**79.400 VNĐ/CP**

Kết hợp 2 phương pháp, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu DP3 là 84.600 đồng/ cổ phiếu.

**Cơ sở của mức chiết khấu 19%: thanh khoản thấp (KLGD bình quân 30 phiên 61.577 cp/ngày), vốn hóa nhỏ nhất nhóm, tỷ lệ free-float 45% và cơ cấu cổ đông cô đặc 58,4%. Ngay cả sau chiết khấu, mức 10,0 lần vẫn hàm ý định giá lại đáng kể so với mức 7,4 lần hiện tại, được hỗ trợ bởi ROE 29,1% cao nhất nhóm và bảng cân đối không vay nợ ròng.*

PHỤ LỤC 1

Bảng cân đối kế toán

Tỷ VND	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	**433.3**	**587.5**	**658.2**	**744.5**
Tiền và tương đương tiền	13.71	4.48	4.50	4.50
Đầu tư ngắn hạn	327.99	470.99	522.1	594.9
Các khoản phải thu	47.2	54.8	65.4	71.3
Hàng tồn kho	43.9	56.7	70.1	77.8
Tài sản khác	0.5	0.6	0.6	0.6
Tài sản dài hạn	**174.5**	**168.5**	**181.5**	**199.1**
Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Tài sản cố định	139.8	130.5	143.5	161.1
Đầu tư dài hạn	0.1	3.9	3.9	3.9
Tài sản khác	34.6	38.0	38.0	38.0
Tổng tài sản	**607.8**	**756.1**	**839.7**	**943.6**
Nợ ngắn hạn	**88.9**	**145.6**	**144.1**	**151.8**
Phải trả ngắn hạn	7.64	20.21	24.5	27.2
Người mua trả tiền trước	0.80	3.56	3.6	3.6
Vay nợ ngắn hạn	0	34.3	20.0	20.0
Nợ khác	80.5	87.6	96.0	101.0
Nợ dài hạn	**0**	**0**	**0**	**0**
Vốn chủ sở hữu	**518.9**	**610.5**	**695.6**	**791.8**
Vốn góp	215	215	215	215
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	241.2	320.7	405.7	502.0
Vốn khác	62.7	74.8	74.8	74.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	**607.8**	**756.1**	**839.7**	**943.6**

Báo cáo kết quả kinh doanh

Tỷ VND	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**417.5**	**437.9**	**545.7**	**605.8**
Giá vốn bán hàng	**(141.4)**	**(150.3)**	**(182.8)**	**(202.9)**
Lợi nhuận gộp	**276.1**	**287.6**	**362.9**	**402.8**
Doanh thu tài chính	15.5	22.8	35.8	39.0
Chi phí tài chính	(0.3)	(0.8)	(1.6)	(1.6)
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Chi phí hoạt động	139.5	117.3	186.7	209.1
Thu nhập khác, ròng	0.1	0.3	0.3	0.3
Lợi nhuận trước thuế	**151.9**	**192.6**	**212.0**	**232.8**
Thuế TNDN	**(30.7)**	**(36.5)**	**(41.4)**	**(44)**
Lợi nhuận sau thuế	**121.2**	**156.1**	**170.6**	**187.4**

Các chỉ số tài chính

Tỷ VND	2024	2025	2026F	2027F
Chỉ số định giá				
SLCP lưu hành (triệu CP)	21.5	21.5	21.5	21.5
EPS (VND)	5.636	7.259	7.957	8.450
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	66.1%	65.7%	66.5%	66.5%
Biên LN ròng	29%	35.6%	31.4%	30%
ROE	24.5%	27.6%	26.2%	24.4%
ROA	20.6%	22.9%	21.6%	20.6%
Chỉ số đòn bẩy				
Tỷ số nợ vay/tổng tài sản	0	0,45	0,24	0,22
Tỷ số nợ vay/VCSH	0	0,56	0,29	0,25
Hệ số TT hiện hành	4,87	4,03	4,57	4,91
Hệ số TT nhanh	4,38	3,65	4,08	4,39

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 43 Lý Thường Kiệt, P. Cửa Nam, Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Tel: (84-8)-3915 1368
Fax: (84-8)-3915 1369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Thành phố Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688
Email: contact-hn@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số 03 Lê Đình Lý, Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam

Tel: (84-511)-352 5777
Fax: (84-511)-352 5779
Email: contact-dn@shs.com.vn

SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

Website: shs.com.vn

Tel: 1900 63 8588

Email: hotrokhachhang@shs.com.vn

GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn