

## CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (HOSE: FRT)

### Khuyến nghị

### MUA

Giá hiện tại	150,800
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>187,400</b>
% tăng giá	24.3%
Ngày báo cáo	20/04/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	25,681
KLGD TB/ngày (10n)	344,600
% sở hữu NĐTNN	32.38%
SLCP lưu hành	170,301,785
SLCP niêm yết	170,301,785
P/E trailing	32.59
P/B (gần nhất)	6.16
ROA	4.02%
ROE	21.90%
EPS	4,667
Book value	24,477

### Tổng quan doanh nghiệp

Thành lập năm 2012, FRT ra đời dưới sự hậu thuẫn của FPT - hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ công nghệ và dược phẩm. Đến nay, chuỗi nhà thuốc Long Châu đang dẫn đầu thị phần trong mảng bán lẻ dược phẩm hiện đại và mang trong mình niềm kỳ vọng lớn nhất của FRT. Trong khi đó, FPT Shop cũng sở hữu vị thế là chuỗi bán lẻ ICT/CE có quy mô lớn thứ 2 tại Việt Nam (chỉ sau TGDD & ĐMX).

Báo cáo được thực hiện bởi:  
**Trung tâm Phân tích Haseco**

## Long Châu dẫn dắt kỳ vọng tăng trưởng

Chúng tôi thực hiện định giá CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (HOSE: FRT) bằng phương pháp định giá từng phần (SOTP). Chúng tôi khuyến nghị **MUA FRT với giá mục tiêu 187,400 VND/cổ phiếu**, với mức upside tiềm năng **24.3%** so với mức giá đóng cửa ngày 20/04/2026 dựa trên các triển vọng:

- Long Châu vẫn là động lực tăng trưởng chính
- Tiềm năng lớn từ mảng tiêm chủng
- FPT Shop có lãi trở lại, tuy nhiên chưa đóng góp quá nhiều vào lợi nhuận chung

## Long Châu vẫn là động lực tăng trưởng chính

Triển vọng thị trường dược phẩm Việt Nam được dự báo tích cực trong thời gian tới nhờ thu nhập bình quân đầu người gia tăng và nhận thức về sức khỏe ngày càng cao của người dân. Chúng tôi cho rằng Long Châu sẽ tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu và mở rộng thị phần trong thời gian tới. Dựa trên kết quả kinh doanh tích cực 2025 và định hướng mở rộng chuỗi, Haseco dự báo doanh thu đạt 43,126 tỷ đồng (+25% yoy) và lợi nhuận thuần đạt 1,150 tỷ đồng (+27% yoy).

## Tiềm năng lớn từ mảng tiêm chủng

Dù gia nhập thị trường muộn, tiêm chủng Long Châu hiện đã trở thành chuỗi có thị phần đứng thứ 2 chỉ sau VNVC với 223 trung tâm nhờ 3 lợi thế: (1) Tận dụng hệ sinh thái sẵn có chuỗi thuốc Long Châu; (2) Mô hình kinh doanh linh hoạt; (3) Mức giá cạnh tranh so với đối thủ. Với lợi thế sẵn có, tiêm chủng của Long Châu sẽ tiếp tục mở rộng thị phần và là bàn đạp hướng tới hệ sinh thái sức khỏe toàn diện của Long Châu.

## FPT Shop có lãi trở lại, tuy nhiên chưa đóng góp quá nhiều vào lợi nhuận chung

Về triển vọng 2026, Haseco dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần của chuỗi lần lượt đạt 18,994 tỷ đồng (+13%) và 200 tỷ đồng (+147%) dựa trên kỳ vọng tăng trưởng mạnh ở mảng điện máy khi nguồn cung bất động sản chung cư, nhà ở đang tăng mạnh. Nhìn chung, dù mang lại lợi nhuận nhưng FPT Shop chưa đóng góp quá lớn vào định giá của FRT.

## Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho FRT. Đối với Long Châu, Haseco sử dụng phương pháp P/S với mức định giá 0.8x. Đối với FPT Shop, do đóng góp lợi nhuận của chuỗi chưa quá lớn, chúng tôi sử dụng P/S với con số khá thận trọng 0.3x.

Kết hợp 2 phương pháp trên, Haseco khuyến nghị **mua** cổ phiếu FRT với giá mục tiêu trong 2026 là **187,400 VND/cổ phiếu (upside 24.3% so với giá đóng cửa ngày 20/04/2026)**.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

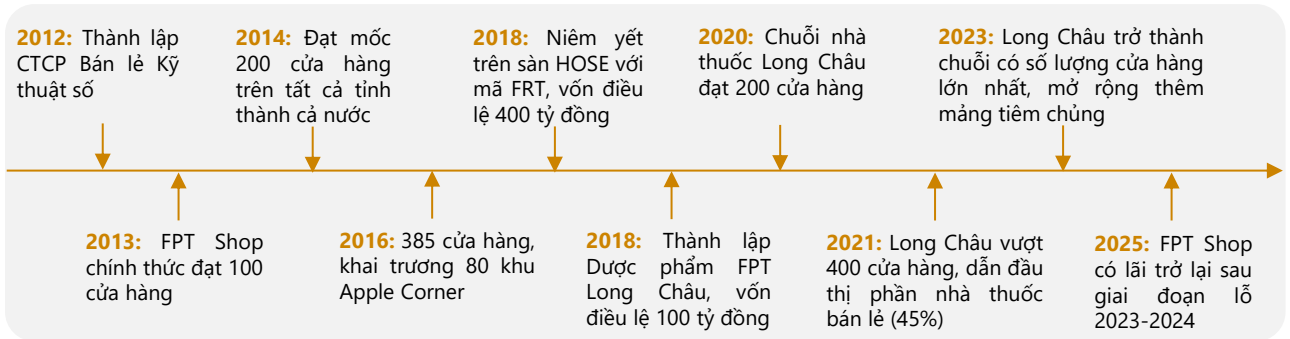
## A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### I. Lịch sử hình thành



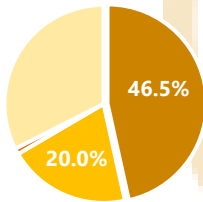
Thành lập năm 2012, FRT ra đời dưới sự hậu thuẫn của FPT - hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ công nghệ và dược phẩm. Đến nay, chuỗi nhà thuốc Long Châu đang dẫn đầu thị phần trong mảng bán lẻ dược phẩm hiện đại và mang trong mình niềm kỳ vọng lớn nhất của FRT. Trong khi đó, FPT Shop cũng sở hữu vị thế là chuỗi bán lẻ ICT/CE có quy mô lớn thứ 2 tại Việt Nam (chỉ sau TGDĐ & ĐMX).

#### Lịch sử hình thành



Nguồn: FRT

#### Cơ cấu cổ đông FRT



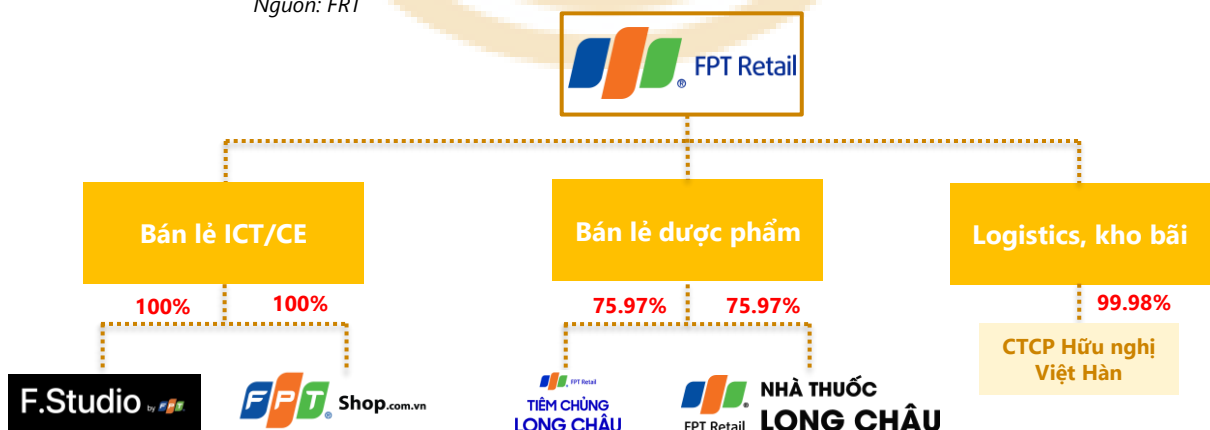
- FPT
- DC, các tổ chức
- Ban lãnh đạo
- Khác

Nguồn: FRT

### II. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông tương đối cô đặc. Cổ đông lớn nhất là FPT đang nắm giữ 46.5% cổ phần, do đó FRT được nhận sự hỗ trợ về định hướng và công nghệ từ tập đoàn. Nhà đầu tư tổ chức sở hữu 20% cổ phần (trong đó phần lớn là các quỹ thành viên thuộc DC), còn lại thuộc về cổ đông cá nhân (tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo không đáng kể, bà Nguyễn Bạch Diệp - chủ tịch HĐQT chỉ nắm giữ 0.5% cổ phần).

### III. Hệ sinh thái FRT



Nguồn: FRT

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

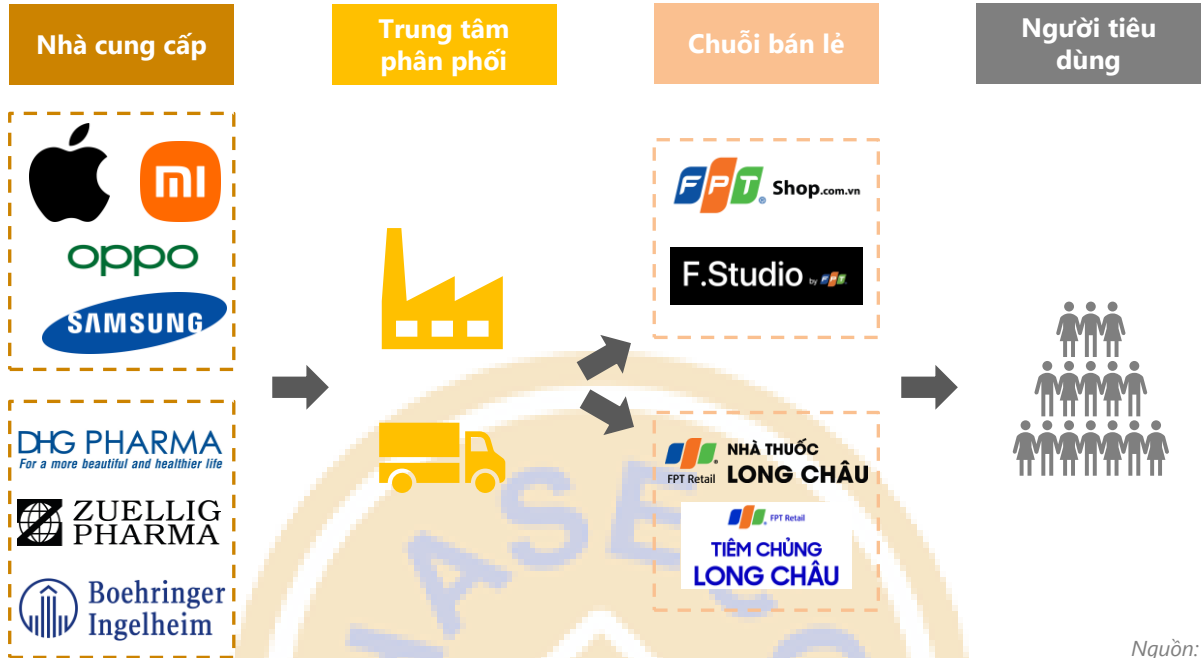
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

## IV. Chuỗi giá trị của FRT



Nguồn: FRT

Ở khâu đầu của chuỗi giá trị, FRT chủ động hợp tác với các nhà cung cấp là những thương hiệu sản xuất để nhập về danh mục sản phẩm kinh doanh, bao gồm nhóm ICT/CE (thiết bị công nghệ như điện thoại, laptop, điện máy) và dược phẩm. Doanh nghiệp hiện đã xây dựng được mạng lưới đối tác rộng với nhiều ông lớn công nghệ toàn cầu như Samsung, Apple, Microsoft, đồng thời hợp tác với nhiều công ty dược trong và ngoài nước.

Sau khi hoàn tất hoạt động mua hàng, FRT tiến hành các thủ tục nhập khẩu cần thiết trước khi đưa hàng về kho trung tâm; từ đây, hàng hóa được phân bổ đến các trung tâm phân phối (DC) trên toàn quốc, rồi tiếp tục luân chuyển đến hệ thống cửa hàng bán lẻ. Toàn bộ mạng lưới bán lẻ của FRT được vận hành theo mô hình cửa hàng hiện đại, gồm:

- FPT Shop: chuỗi chuyên phân phối thiết bị công nghệ và dịch vụ liên quan;
- F.Studio: hệ thống cửa hàng ủy quyền cao cấp của Apple tại Việt Nam, tập trung cung cấp trải nghiệm sản phẩm chính hãng tiêu chuẩn cao;
- Nhà thuốc Long Châu: chuỗi bán lẻ dược phẩm, thiết bị y tế và thực phẩm chức năng, cạnh tranh nhờ giá hợp lý và đội ngũ dược sĩ chuyên môn;
- Tiêm chủng Long Châu: mô hình mở rộng trong hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe, cung cấp dịch vụ tiêm chủng vắc-xin an toàn, tiện lợi.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

## B. TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ

Năm 2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 7,008 nghìn tỷ đồng (+9.2% yoy), đóng góp 62% GDP cả nước - trong đó, động lực chính đến từ doanh thu bán lẻ hàng hóa chiếm 76% cơ cấu.

Bước sang 2026, Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 10%. Haseco cho rằng, để nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng bền vững cần dựa trên nội lực - tiêu dùng nội địa, bên cạnh 2 trụ cột quan trọng là đầu tư và xuất khẩu. Do đó, ngành bán lẻ cần đạt tốc độ tăng trưởng hai chữ số (~12%), với các động lực chính sau:

- **Yếu tố nội tại:** Tầng lớp trung lưu mở rộng nhanh chóng. Hiện tại, ước tính 56% hộ gia đình Việt Nam có thu nhập trên 15 triệu/tháng (>592 USD). Theo World Data Lab, trong vòng 10 năm tới, Việt Nam sẽ có thêm 23.2 triệu người gia nhập tầng lớp trung lưu. Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn “cơ cấu dân số vàng” khi 68% cơ cấu dân số trong độ tuổi lao động (15-64 tuổi). Đây sẽ là những yếu tố thuận lợi giúp thúc đẩy tiêu dùng nội địa.
- **Hỗ trợ từ Chính phủ:** Hiện nay, nền kinh tế đang nhận được sự đồng thuận từ cả chính sách tài khóa - tiếp tục gia hạn mức thuế VAT ưu đãi 8% đến hết 2026 và chính sách tiền tệ - mặc dù mức nền lãi suất không thể thấp như 2025 nhưng chính phủ vẫn ưu tiên ổn định chính sách.

### I. Bán lẻ ICT/CE

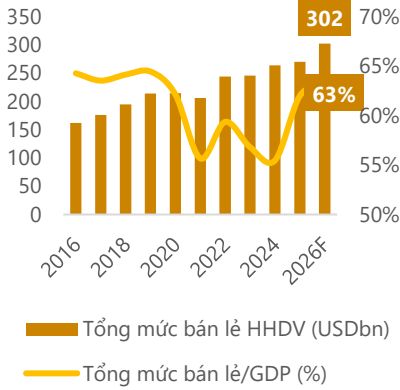
#### Mảng ICT:

Trong giai đoạn 2020-2024, ngành bán lẻ điện thoại và các sản phẩm điện tử tăng trưởng chậm khi sức khoẻ nền kinh tế suy yếu. Haseco cho rằng, thị trường này đã chạm ngưỡng bão hoà khi:

- **Độ phủ smartphone** đã vượt mốc 89% dân số, đưa Việt Nam vào top 10 quốc gia có lượng người dùng điện thoại thông minh cao nhất thế giới;
- **Doanh thu smartphone** tăng trưởng ở mức thấp 2.1% CAGR giai đoạn 2020-2024 (năm 2024 quy mô ước đạt 4 tỷ USD), tuy nhiên động lực tăng trưởng lại đến từ giá trong khi ghi nhận mức tăng trưởng âm về lượng 4 năm liên tiếp;
- **Các phân khúc laptop và máy tính bảng** có sự thu hẹp quy mô bởi nhu cầu nâng cấp thiết bị chậm lại trong bối cảnh sức mua yếu.

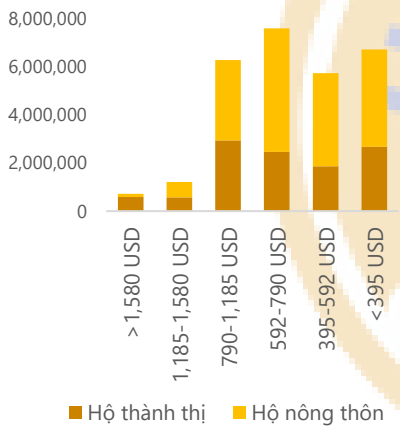
Tuy nhiên, khi nền kinh tế tăng trưởng mạnh hơn 8% trong 2025, chúng tôi quan sát thấy sức cầu tiêu thụ những mặt hàng này hồi phục mạnh mẽ tại các nhà bán lẻ. Điều này đến từ (1) thu nhập kỳ vọng của người tiêu dùng khởi sắc; (2) Những mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu như điện thoại sẽ tăng trưởng mạnh hơn những mặt hàng tiêu dùng thiết yếu khi kinh tế hồi phục; (3) Nhu cầu thay thế laptop gia tăng trong 2025 khi Windows 10 ngừng hỗ trợ vào tháng 10, buộc người dùng hoặc phải nâng cấp lên Windows 11, hoặc tiếp tục sử dụng thiết bị cũ không thể cải tiến hệ điều hành.

Tổng mức bán lẻ (tỷ USD)



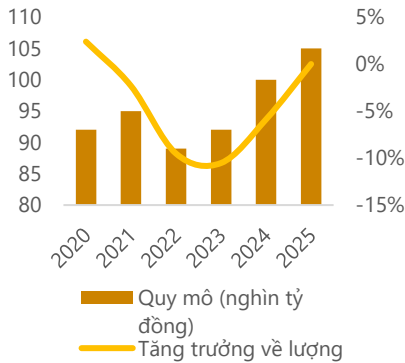
Nguồn: Tổng cục thống kê

Nhóm thu nhập theo hộ 2025 (USD/tháng)



Nguồn: Cimiigo

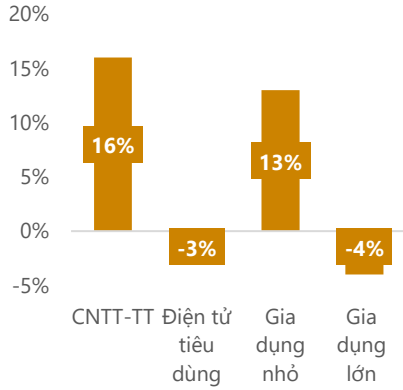
Thị trường smartphone Việt Nam



Nguồn: Euromonitor

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

**Tăng trưởng sản phẩm điện máy Việt Nam 2025**



Nguồn: GFK

### Mảng CE:

Thị trường điện máy Việt Nam hiện có quy mô ~4 tỷ USD với CAGR đạt 3% trong 5 năm qua. Chúng tôi nhận thấy có sự phân hóa giữa các mặt hàng: Các mặt hàng gia dụng lớn như máy giặt, tủ lạnh, điều hòa duy trì mức tăng trưởng ổn định bởi tỷ lệ thâm nhập cao và chu kỳ thay thế dài. Tiêu thụ các mặt hàng này thường có tính mùa vụ, chủ yếu diễn ra vào các mùa mưa, mùa nóng trong năm. Động lực tăng trưởng của ngành trong các năm qua chủ yếu đến từ ngành hàng thiết bị gia dụng nhỏ và thông minh khi tỷ lệ thâm nhập của các mặt hàng này còn thấp (<20%) và khả năng tiếp cận của người dùng gia tăng khi các thiết bị điện máy thông minh có mức giá thành tương đối hợp lý.

Trong thời gian tới, thiết bị gia dụng nhỏ vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính với mức CAGR 8.3% trong 5 năm tới (theo Euromonitor) nhờ quá trình đô thị hóa gia tăng và mức thu nhập khả dụng hộ gia đình được cải thiện.

### Tỷ lệ thâm nhập sản phẩm điện máy

	Vietnam	Indonesia	China	Malaysia	Thailand	Korea	Japan
Máy giặt	85%	37%	84%	72%	73%	107%	95%
Lò vi sóng	15%	2%	21%	14%	24%	60%	68%
Máy hút mùi	20%	3%	25%	18%	9%	83%	38%
Tủ lạnh	102%	66%	99%	76%	99%	113%	88%
Máy điều hòa	79%	44%	137%	134%	50%	89%	154%
Quạt	156%	184%	88%	177%	261%	138%	68%
Bàn là	42%	75%	10%	83%	84%	25%	20%

Nguồn: Euromonitor

### Thời gian thay thế sản phẩm điện máy

	Vietnam	Indonesia	China	Malaysia	Thailand	Korea	Japan
Máy giặt	15	9	11	10	11	11	11
Lò vi sóng	9	6	9	6	6	11	11
Máy hút mùi	14	8	8	7	8	13	15
Tủ lạnh	10	11	13	12	13	12	12
Máy điều hòa	9	8	8	8	8	9	9
Quạt	6	6	7	6	6	7	7
Bàn là	7	6	6	7	8	7	6

Nguồn: Euromonitor

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:  
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội  
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh  
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

## II. Bán lẻ dược phẩm

### 1. Tổng quan

Thị trường y tế, chăm sóc sức khỏe tại Việt Nam có quy mô từ 23-29 tỷ USD, trong đó mảng điều trị bệnh và mua thuốc (bán lẻ dược phẩm chiếm phần lớn quy mô thị trường).

Theo đó, quy mô thị trường bán lẻ dược phẩm Việt Nam ước đạt 7-9 tỷ USD với mức tăng trưởng mạnh mẽ 12.1% CAGR trong 10 năm qua và dự kiến trong 10 năm tới, tốc độ tăng trưởng vẫn sẽ duy trì ở mức cao với CAGR khoảng 9%, trong đó động lực chủ yếu đến từ:

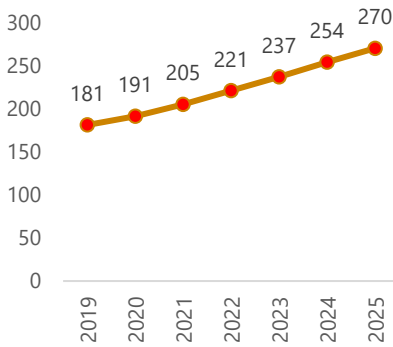
#### ➤ Xu hướng già hoá dân số:

Trong khi lực lượng lao động dần thu hẹp, dân số người cao tuổi lại tăng với tốc độ rất nhanh. Theo ước tính của Tổng cục thống kê, Việt Nam sẽ kết thúc thời kỳ “dân số vàng” vào năm 2036, quy mô dân số trong độ tuổi lao động sẽ đạt đỉnh vào 2038 với khoảng 69.5 triệu người. Đến năm 2044, tỷ lệ người trên 60 tuổi ở Việt Nam đạt khoảng 24% dân số tương ứng khoảng 27.5 triệu người với tốc độ tăng trưởng dân số hiện tại. Vấn đề già hoá dân số chính là một trong những động lực thúc đẩy sự phát triển của thị trường bán lẻ dược phẩm. Việc gia tăng trường hợp mắc bệnh lý ở người cao tuổi là điều không thể tránh khỏi, điều này tạo ra nhu cầu lớn cho các sản phẩm dược phẩm.

#### ➤ Chi tiêu cho y tế vẫn ở mức thấp so với thế giới

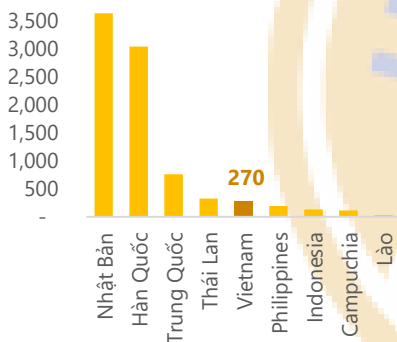
Chi tiêu cho y tế cả nước đã tăng từ 17.4 tỷ USD (2019) lên 27.5 tỷ USD (2025), tương ứng với mức tăng trung bình 7.9% mỗi năm - trong đó, chi phí thuốc vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi tiêu. Tuy nhiên, mức chi tiêu của Việt Nam (khoảng 270 USD/người) vẫn thấp hơn nhiều so với quốc gia trong khu vực như Singapore, Nhật Bản, Hàn Quốc. Haseco cho rằng, thị trường dược phẩm Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng, đặc biệt khi chất lượng cuộc sống và mức độ quan tâm tới sức khỏe ngày càng được cải thiện, kéo theo nhu cầu đối với biệt dược, thuốc thế hệ mới và thuốc điều trị chuyên sâu có chi phí cao hơn.

**Chi tiêu y tế Việt Nam**  
Đơn vị: USD/người



Nguồn: Tổng cục thống kê

**Chi tiêu cho y tế**  
Đơn vị: USD/người



Nguồn: World Bank

### Quy mô thị trường y tế, chăm sóc sức khỏe Việt Nam

Thị trường	Quy mô (tỷ USD)
Y tế dự phòng	1-3
Chẩn đoán bệnh	1
Điều trị bệnh	9
Bán lẻ dược phẩm	7-9
Vacxin	1-2
Bảo hiểm sức khỏe	4-5
<b>Tổng</b>	<b>23-29</b>

Nguồn: Haseco tổng hợp

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

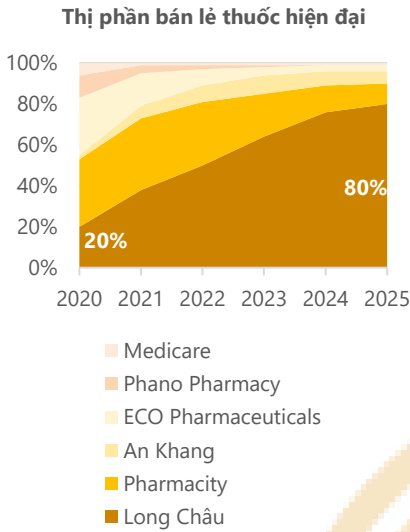
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

## 2. Những chuỗi dẫn đầu trong cuộc đua bán lẻ dược phẩm

Thị trường bán lẻ dược phẩm vẫn còn tương đối phân mảnh, khi kênh bệnh viện phòng khám và các nhà thuốc nhỏ lẻ (khoảng 60,000 nhà thuốc do các hộ kinh doanh cá thể vận hành) chiếm tới 80-85% thị phần, còn lại là chuỗi nhà thuốc hiện đại. Trong đó, Long Châu, Pharmacy và An Khang là 3 thương hiệu dẫn đầu thị phần trong mô hình bán lẻ dược phẩm hiện đại. Mô hình chuỗi thuốc được thúc đẩy mạnh mẽ kể từ giai đoạn 2016-2017 khi Luật dược mới ra đời, yêu cầu dược sĩ chỉ cần đủ 2 năm kinh nghiệm thay vì 5 năm như trước. Ngay trong năm 2017, hai ông lớn là MWG và FRT cùng thâm nhập ngành khi MWG mua lại Phúc An Khang và FRT mua lại Long Châu. Dù có cùng xuất phát điểm, MWG lại không mấy mặn mà với chuỗi dược phẩm này khi Thế giới di động, Điện Máy Xanh đang bùng nổ mạnh và dồn toàn lực bấy giờ cho Bách Hoá Xanh. FRT xác định rằng, không thể cạnh tranh trong mảng điện thoại với MWG khi FPT Shop đang bị bỏ xa thị phần, họ quyết tâm phát triển và coi Long Châu như một động lực tăng trưởng dài hạn. Bước ngoặt tiếp theo diễn ra khi đại dịch Covid xảy đến vào năm 2020-2021. Khi đó, người dùng ngày càng quan tâm tới vấn đề sức khoẻ, ưu tiên phòng bệnh thay vì chữa bệnh. Tận dụng dư địa phát triển đó, 3 ông lớn tiếp tục cuộc đua cạnh tranh khốc liệt để giành lấy miếng bánh thị phần bán lẻ dược phẩm.



Nguồn: Haseco ước tính

### (1) Pharmacy - Đi đầu nhưng không phải người dẫn đầu

Pharmacy được coi là một trong những cái tên tiên phong theo mô hình chuỗi thuốc. Được thành lập năm 2011, ông Chris Blank (Co-Founder chuỗi) đã sớm nhận ra tiềm năng của thị trường, khi các cửa hàng nhỏ lẻ chiếm phần lớn thị phần - rất giống thị trường di động trước kia khi thị phần phân tán ở các cửa hàng nhỏ lẻ, sau đó thuộc về các chuỗi lớn như TGDĐ, FPT Shop. Chuỗi dược lấy cảm hứng từ mô hình nhà thuốc tại Mỹ - mô hình chuỗi thuốc tiện lợi có đủ các sản phẩm về dược và ngoài dược (dầu gội, sữa tắm, chăm sóc cá nhân). Mô hình này đã thành công ở rất nhiều nơi trên thế giới nhưng lại không phù hợp với thị trường Việt Nam - khi người tiêu dùng Việt vẫn có thói quen ra nhà thuốc chỉ để tìm thuốc và nhận tư vấn sâu từ dược sĩ, thay vì mua các sản phẩm chăm sóc sắc đẹp hay tiêu dùng cá nhân. Vì vậy, việc lựa chọn mô hình không phù hợp không chỉ khiến doanh thu không gia tăng mà còn lãng phí diện tích, danh mục sản phẩm và chi phí mặt bằng. Đây cũng là lý do Pharmacy còn cách rất xa điểm hoà vốn. Tình trạng lổ rỗng diễn ra liên tiếp khiến nhà sáng lập Chris Blank phải rời chiếc ghế nóng CEO vào cuối năm 2022, nhường chỗ cho bà Trần Tuệ Tri. Nhưng chỉ 1 năm sau, vị lãnh đạo mới này cũng đã rời đi để nhường vị trí cho ông Deepanshu Madan. Sự xáo trộn trong thượng tầng khiến cho Pharmacy vẫn chưa tìm được lời giải cho tương lai có lãi, quy mô chuỗi cũng liên tục suy giảm khi chỉ còn hơn 1,000 cửa hàng tính đến đầu 2026. Có thể thấy, dù Pharmacy được coi là cái tên tiên phong thâm nhập vào thị trường bán lẻ dược phẩm, nhưng với việc phát triển mô hình không phù hợp với văn hoá tiêu dùng Việt Nam đã khiến chuỗi đánh rơi thị phần vào những người đến sau.

Nhà thuốc Pharmacy



Nguồn: Pharmacy

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

## (2) An Khang - Đứa con bị MWG bỏ rơi?

Nhà thuốc An Khang

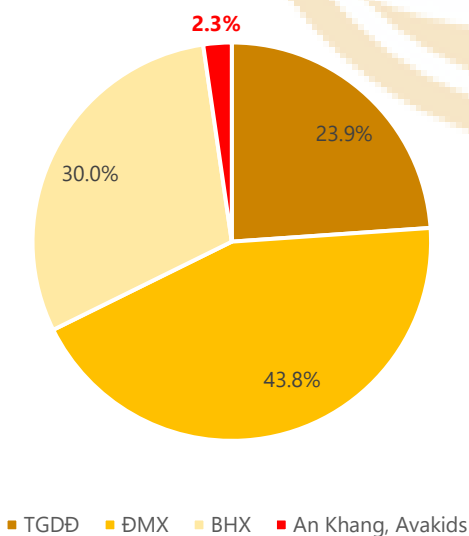


Nguồn: An Khang

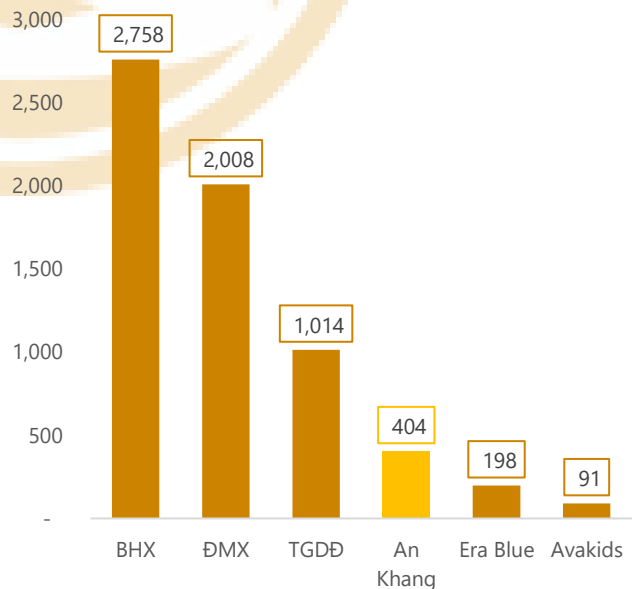
MWG chính thức gia nhập cuộc đua bán lẻ dược phẩm khi mua lại 49% cổ phần nhà thuốc An Khang năm 2017 và chính thức nâng tỷ lệ sở hữu lên 99% vào 2021. Tương tự Long Châu, mô hình của An Khang giống như mô hình hoạt động của nhà thuốc truyền thống khi tập trung vào thuốc, thực phẩm chức năng và các trang thiết bị y tế, chăm sóc sức khỏe thay vì mô hình nhà thuốc tiện lợi như Pharmacy. Do đó, tỷ lệ các sản phẩm thuốc trong danh mục của An Khang (~64%) cũng cao hơn hẳn Pharmacy (60%).

Mặc dù mô hình giống nhau nhưng hiệu quả hoạt động của An Khang lại kém hơn hẳn so với Long Châu khi doanh thu/cửa hàng/tháng chỉ đạt quanh mốc 500-550 triệu đồng, thấp hơn nhiều so với con số 1.2-1.3 tỷ đồng/tháng hiện tại của Long Châu. Vì vậy, An Khang vẫn chật vật trên hành trình tìm điểm hoà vốn, trong khi chuỗi thuốc Long Châu đã có lãi từ 2021, về đích sớm hơn 2 năm so với kế hoạch ban đầu đặt ra là 2023. Haseco cho rằng An Khang ít lợi thế hơn Long Châu từ danh mục thuốc đến chất lượng tư vấn, chăm sóc bài bản từ đội ngũ dược sĩ. Có thể thấy, dù cùng xuất phát điểm, cùng mô hình hoạt động, An Khang dường như bị bỏ xa so với đối thủ Long Châu - điều này đến từ việc MWG giành sự ưu ái hơn cho 2 chuỗi Thế giới di động & Điện Máy Xanh và Bách Hóa Xanh (thể hiện qua doanh thu và độ phủ cửa hàng) khi thị trường ICT/CE và bách hoá có quy mô lớn hơn mảng bán lẻ dược phẩm.

An Khang đóng góp không đáng kể trong doanh thu MWG



Số lượng cửa hàng các chuỗi của MWG



Nguồn: MWG

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

### (3) Long Châu - Những yếu tố tạo nên sự thành công

Nhà thuốc Long Châu



Nguồn: Long Châu

Thị phần bán lẻ thuốc Long Châu đã tăng mạnh mẽ từ con số 12% năm 2019 lên gần 80% vào năm 2025. Haseco cho rằng, có 3 yếu tố tạo nên sự thành công và giúp Long Châu giữ vững lợi thế cạnh tranh:

- **Mô hình “đủ thuốc, giá tốt”:** đây chính là công thức thành công của chuỗi. Long Châu đảm bảo đủ thuốc với lượng SKUs tới hơn 7,000 đơn vị, gấp 3-4 lần cửa hàng nhỏ lẻ và cao hơn nhiều so với các chuỗi, tỷ trọng thuốc trong danh mục tương đối cao (~70%), đồng thời duy trì giá cạnh tranh từ 5%-20% so với thị trường.
- **Độ phủ cao, hoàn vốn nhanh:** số lượng cửa hàng đã liên tục tăng trong 5 năm qua và hiện đạt 2,417 cửa hàng - trở thành chuỗi thuốc có độ phủ lớn nhất tại Việt Nam. Dù mở mới liên tục nhưng doanh thu trên mỗi cửa hàng tương đối ổn định quanh mức 1.2-1.3 tỷ đồng/tháng, điều này là nhờ khả năng hoàn vốn nhanh. Đa số các cửa hàng sẽ hoàn vốn trong 4-5 tháng, từ đó chuỗi có thể liên tục quay vòng vốn và mở mới cửa hàng mà không cần huy động vốn từ bên ngoài.
- **Công nghệ và logistics:** FRT sở hữu tổng kho dược phẩm lớn nhất Việt Nam tại phía Bắc (Mê Linh, Hà Nội) và phía Nam (Long An) với tổng diện tích lên tới 80,000 m2, phục vụ cho quá trình logistics và mở rộng thần tốc. Bên cạnh đó, FRT được thừa hưởng công nghệ từ FPT giúp tối ưu quản lý tồn kho, đồng thời điều phối và quản lý hiệu quả thuốc tới từng cửa hàng. Long Châu hiện đang thúc đẩy các chương trình tư vấn sức khỏe 24/7, tích hợp với hệ thống y tế số quốc gia.

#### So sánh 3 chuỗi bán lẻ thuốc

	Long Châu	An Khang	Pharmacy
<b>Đặc điểm cửa hàng</b>			
- Số lượng cửa hàng	2,417	404	1,049
- Diện tích cửa hàng (m2)	60-70	30-40	30-40
- Số lượng dược sĩ/cửa hàng	8-10	3-4	3-4
<b>Danh mục sản phẩm (SKUs)</b>	<b>7,044</b>	<b>4,319</b>	<b>5,017</b>
<b>Trong đó:</b>			
- Thuốc	70%	64%	60%
- Thực phẩm chức năng	8%	11%	13%
- Thiết bị y tế	9%	8%	2%
- Dược mỹ phẩm, chăm sóc cá nhân	13%	17%	25%
<b>Hiệu quả kinh doanh</b>			
- Doanh thu/cửa hàng/tháng (tỷ)	1.2-1.3	0.45-0.55	0.4-0.5
- Thời gian hoàn vốn (tháng)	4-5	Chưa hoà vốn	Chưa hoà vốn

Nguồn: Long Châu, An Khang, Pharmacy

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:  
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội  
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh  
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

## C. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

### (1) Long Châu vẫn là động lực tăng trưởng chính

Triển vọng thị trường dược phẩm Việt Nam được dự báo tích cực trong thời gian tới nhờ các yếu tố hỗ trợ như thu nhập bình quân đầu người gia tăng và nhận thức về chăm sóc sức khỏe ngày càng cao của người dân. Tương tự như các quốc gia đang phát triển khác, thị trường phân phối dược phẩm tại Việt Nam vẫn còn phân mảnh cao. Thuốc thường phải đi qua ít nhất 3 tầng trung gian với sự tham gia của nhiều bên trước khi đến tay người tiêu dùng cuối cùng thông qua 3 kênh chính: bệnh viện, nhà thuốc và phòng khám. Haseco cho rằng, thị phần sẽ ngày càng dịch chuyển sang các chuỗi bán lẻ hiện đại như Long Châu nhờ (1) Các nhà thuốc hiện đại có giá bán cạnh tranh và người tiêu dùng cũng có thể dễ dàng tìm được nhiều loại sản phẩm khác nhau với mức giá hợp lý, và được dược sỹ có chuyên môn cao tư vấn; (2) Tình trạng thiếu thuốc tại các nhà thuốc bệnh viện vì phải mua thuốc thông qua quy trình đấu thầu, trong khi việc dự báo nhu cầu khá khó. Do đó, bệnh nhân thường phải mua thuốc kê đơn tại kênh bán lẻ.

Chúng tôi cho rằng Long Châu sẽ tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu và mở rộng thị phần trong thời gian tới. Tăng trưởng doanh thu sẽ đến từ 2 yếu tố:

- **Lượng khách hàng tăng:** Doanh thu Long Châu tăng trưởng đều đặn bao năm qua nhờ liên tục mở mới. Năm 2025, doanh thu Long Châu đạt 34,501 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 34% yoy nhờ mở thêm 474 cửa hàng thuốc và 97 trung tâm tiêm chủng. Bước sang năm 2026, Long Châu dự kiến tiếp tục mở mới 300-400 cửa hàng, đẩy mạnh độ phủ sang thành phố cấp thấp, qua đó hút thêm được lượng lớn traffic người tiêu dùng khu vực nơi đây. Bên cạnh đó, việc loại bỏ cơ chế thuế khoán với hộ kinh doanh từ 2026 có thể tạo áp lực lên các nhà thuốc nhỏ lẻ vốn trước đây hưởng lợi từ hình thức kê khai thuế không chính thức. Yêu cầu kê khai thuế chặt chẽ hơn làm gia tăng chi phí tuân thủ, qua đó thị phần sẽ dịch chuyển sang các chuỗi nhà thuốc quy mô lớn, đáp ứng tốt những quy định về kinh doanh như Long Châu.
- **Giá trị đơn hàng tăng:** Mặc dù đẩy mạnh mở mới nhưng doanh thu trung bình/cửa hàng Long Châu vẫn đạt 1.22 tỷ đồng/tháng hiện tại (+6% yoy), điều này chứng tỏ tăng trưởng doanh thu các cửa hàng cũ tương đối tốt (ước tính ~10%). Haseco cho rằng, giá trị trên mỗi đơn hàng sẽ tiếp tục tăng trong dài hạn khi người tiêu dùng ngày càng quan tâm tới vấn đề sức khỏe, tiêu thụ nhiều hơn dược phẩm có chất lượng và giá trị cao.

Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu không đồng nghĩa với đánh đổi lợi nhuận. Chúng tôi nhận thấy bức tranh lợi nhuận của Long Châu rất tươi sáng khi biên lợi nhuận liên tục cải thiện. Trong quý 4/2025, lợi nhuận thuần của chuỗi đạt 319 tỷ đồng, tương đương với mức biên lợi nhuận 3.3% - con số cao nhất trong lịch sử doanh nghiệp. Tính chung cả năm, lợi nhuận của chuỗi đạt 905 tỷ đồng (biên ~2.6%),

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

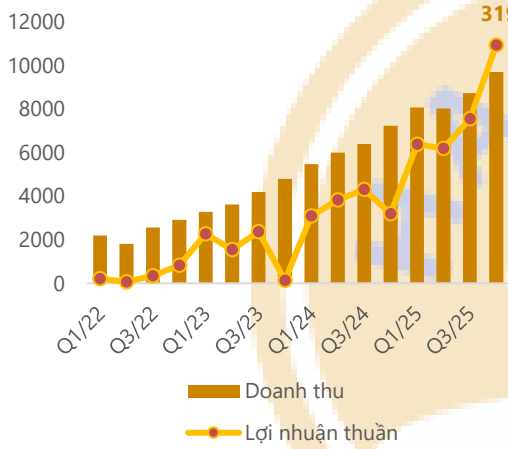
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



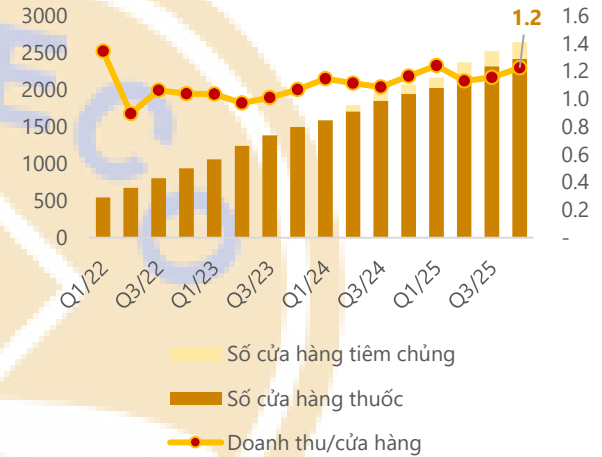
đúng với kỳ vọng của chúng tôi. Long Châu đã kiểm soát tốt chi phí khi một phần đáng kể chi phí hoạt động (mặt bằng, vận hành, IT) là chi phí cố định hoặc bán cố định. Khi quy mô chuỗi và doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng lên, tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu sẽ giảm. Bên cạnh đó, việc mở rộng hoạt động sang thành phố cấp thấp sẽ không ảnh hưởng tới tỷ suất lợi nhuận thuần, khi tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn được bù trừ bởi chi phí mặt bằng và lao động thấp hơn.

Dựa trên kết quả kinh doanh tích cực 2025 và định hướng mở rộng chuỗi, Haseco dự báo doanh thu đạt 43,126 tỷ đồng (+25% yoy) và lợi nhuận thuần đạt 1,150 tỷ đồng (+27% yoy).

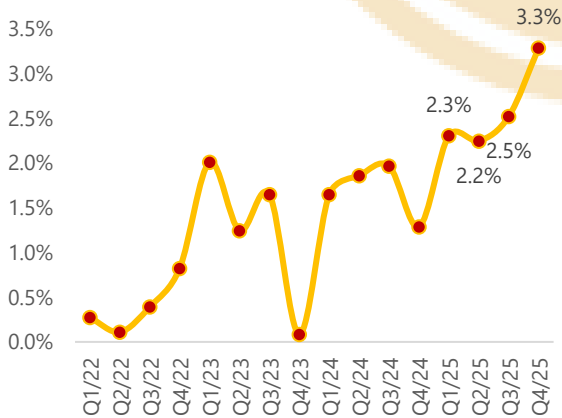
**Kết quả kinh doanh Long Châu**  
Đơn vị: tỷ đồng



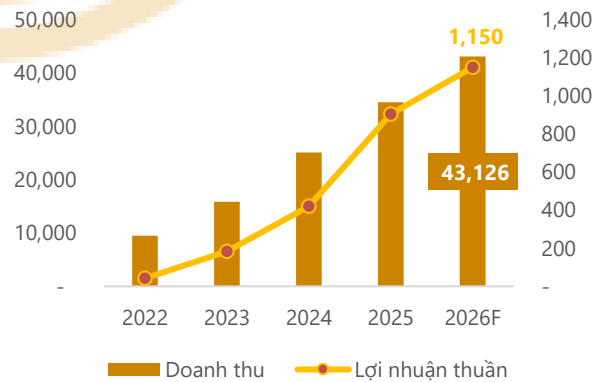
**Doanh thu/cửa hàng/tháng**  
Đơn vị: tỷ đồng



**Tỷ suất lợi nhuận thuần**



**Dự phóng chuỗi Long Châu**  
Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: FRT, Haseco ước tính

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:  
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội  
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh  
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

## (2) Tiềm năng lớn từ mảng tiêm chủng

Theo số liệu gần nhất từ WHO và UNICEF, Việt Nam đã đạt được tiến bộ đáng kể trong công tác bảo vệ trẻ em khỏi các bệnh phòng ngừa được bằng vaccine. Tỷ lệ tiêm chủng mũi đầu vaccine bạch hầu, uốn ván và ho gà đạt mức cao gần 99%, trong đó tỷ lệ bao phủ vaccine tại Việt Nam không chỉ phục hồi lên mức cao như trước thời điểm đại dịch COVID-19 mà còn cao hơn tỷ lệ tiêm chủng năm 2019.

Thị trường vaccin tại Việt Nam hiện có quy mô khoảng 1-2 tỷ USD (tương đương 1/6 quy mô thị trường bán lẻ dược phẩm), trong đó tiêm chủng bắt buộc chiếm khoảng 20% quy mô, 80% còn lại thuộc về tiêm chủng dịch vụ. Trong chương trình tiêm chủng bắt buộc, các cơ sở y tế công lập như trạm y tế, bệnh viện hay trung tâm kiểm soát bệnh tật đóng vai trò cung cấp vắc-xin miễn phí cho chương trình Tiêm chủng Mở rộng (TCMR) của Bộ Y tế. Nhóm đối tượng hưởng đến là trẻ em dưới 10 tuổi và phụ nữ đang mang thai. Chương trình Tiêm chủng Mở rộng (TCMR) tại Việt Nam hiện được đánh giá là kém hoàn thiện hơn so với các chương trình tiêm chủng ở những quốc gia đang phát triển trong cùng khu vực như Malaysia, Philippines và Thailand, do phạm vi đối tượng của TCMR chủ yếu giới hạn ở phụ nữ mang thai và trẻ em dưới 2 tuổi.

### Chương trình tiêm chủng TCMR và dịch vụ

STT	Nhóm bệnh	TCMR	Tiêm dịch vụ	Số liều
1	Viêm gan B	X	X	3 liều
2	Lao	X	X	1 liều
3	Bạch hầu	X	X	3 liều
4	Ho gà	X	X	3 liều
5	Uốn ván	X	X	Trẻ em: 3 mũi cơ bản; Phụ nữ mang thai: 3-5 mũi
6	Bại liệt	X	X	5 liều
7	Hib	X	X	3-4 liều
8	Sởi	X	X	3 liều
9	Viêm não Nhật Bản B	X	X	2 liều
10	Rubella	X	X	3 liều
11	Tiêu chảy do virus Rota	X	X	3 liều uống
12	Tả (vùng nguy cơ cao)	X	X	2 liều uống
13	Thương hàn (vùng nguy cơ cao)	X	X	1 liều

Nguồn: Bộ Y tế, Long Châu, VNVC

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

**Chương trình tiêm chủng TCMR và dịch vụ**

STT	Nhóm bệnh	TCMR	Tiêm dịch vụ	Số liều
14	Ung thư cổ tử cung (HPV)		X	3 liều
15	Phế cầu		X	4 liều
16	Cúm		X	1 liều
17	Sốt xuất huyết		X	2-3 liều
18	Viêm gan A		X	2 liều
19	Viêm màng não mô cầu		X	2 liều
20	Thủy đậu		X	1-2 liều
21	Dại		X	2-5 liều
22	Zona thần kinh		X	2 liều
23	Quai bị		X	3 liều
24	Sốt vàng		X	1 liều

*Nguồn: Bộ Y tế, Long Châu, VNVC*

Chúng tôi nhận thấy tình trạng thiếu hụt vaccine tại các cơ sở tiêm chủng công lập vẫn chưa được khắc phục triệt để, chủ yếu do (1) quy trình mua còn phức tạp với nhiều thủ tục hành chính, và (2) sự phụ thuộc vào quá trình phối hợp giữa nhiều bên liên quan như Bộ Tài chính, Bộ Y tế cùng các nhà sản xuất và đơn vị cung ứng.

Ở chiều ngược lại, đối với mảng tiêm chủng dịch vụ, các cơ sở tư nhân như VNVC, Long Châu hay Nhi Đồng 315 cung cấp cả các loại vaccine nằm trong và ngoài chương trình TCMR, phục vụ đa dạng nhóm đối tượng. So với danh mục trong chương trình TCMR, các trung tâm tiêm chủng dịch vụ sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng hơn, có khả năng phòng ngừa tới 24 loại bệnh, trong khi chương trình TCMR hiện chỉ bao phủ khoảng 13 loại bệnh.

Haseco cho rằng thị trường vaccine tại Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, đặc biệt ở phân khúc tiêm chủng dịch vụ tư nhân, với tốc độ tăng trưởng 2 chữ số trong 5 năm tới. Động lực chính đến từ: (1) nhận thức về y tế dự phòng ngày càng được nâng cao, cùng với sự cải thiện trong thu nhập khả dụng, thúc đẩy người dân gia tăng chi tiêu cho sức khỏe; (2) tỷ lệ bao phủ của các loại vaccine ngoài chương trình TCMR vẫn còn thấp; và (3) xu hướng chuyển dịch từ tiêm chủng tại cơ sở công lập sang khu vực tư nhân, khi người dân sẵn sàng chi trả nhiều hơn để đổi lấy sự tiện lợi và chất lượng dịch vụ tốt hơn. Ngoài yếu tố độ phủ còn hạn chế, nhu cầu đối với các loại vắc-xin ngoài chương trình TCMR được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng tích cực, đặc biệt là: (1) vaccine phế cầu, trong bối cảnh tỷ lệ mắc các bệnh viêm phổi gia tăng; và (2) vaccine HPV, nhờ xu hướng gia tăng nhận thức về phòng ngừa ung thư và chăm sóc sức khỏe chủ động.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG**

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

**So sánh 3 trung tâm tiêm chủng lớn Việt Nam**

So sánh	Long Châu	Tiêm chủng 315	VNVC
Mô hình	Cửa hàng trong cửa hàng	Độc lập	Độc lập
Số lượng trung tâm	223	>150	260
SKUs	62	42	70
Giá một số loại vaccine	'000 VND	'000 VND	'000 VND
- Gardasil 9 (HPV)	2,940	2,950	2,950
- Vaxigrip Tetra (Cúm)	333	350	356
- Varivax (Thủy đậu)	1,030	1,080	1,085
- Prevenar 20 (Phế cầu khuẩn)	1,740	1,745	1,750
- Bexsero (Não mô cầu B)	1,700	1,750	1,750
- MMR II (Sởi, quai bị)	425	435	445

*Nguồn: Long Châu, Tiêm chủng 315, VNVC*

Trong các trung tâm tiêm chủng tư nhân, 3 trung tâm tiêm chủng lớn nhất là VNVC, Tiêm chủng 315 và Long Châu, trong đó VNVC dẫn đầu về thị phần và có quy mô cửa hàng lớn nhất (diện tích/cửa hàng từ 500m<sup>2</sup> trở lên), đặt tại ngay các trung tâm thương mại, khu chung cư hay trên các trục đường chính đông dân cư. Trong khi đó, hệ thống Tiêm chủng 315 được thành lập năm 2019 với lợi thế tận dụng được hệ sinh thái sẵn có từ mạng lưới phòng khám Nhi Đồng 315. Hoạt động của hệ thống này tập trung tại khu vực phía Nam, với 2/3 cơ sở đặt tại Hồ Chí Minh, trong khi VNVC và Long Châu đã mở rộng phạm vi hoạt động trên toàn quốc, bao phủ cả ba miền.

Dù chỉ mới gia nhập thị trường từ giữa năm 2023, tiêm chủng Long Châu hiện đã trở thành chuỗi có quy mô mạng lưới đứng thứ 2 chỉ sau VNVC với 223 trung tâm (tương đương với tốc độ mở mới rất nhanh khoảng 9 trung tâm mỗi tháng). Haseco cho rằng, Long Châu đang sở hữu 3 lợi thế: (1) Tận dụng hệ sinh thái sẵn có từ 2,417 cửa hàng thuốc Long Châu; (2) Mô hình kinh doanh linh hoạt với 3 mô hình "shop-in-shop", đặt cạnh nhà thuốc, trung tâm độc lập. Điều này giúp gia tăng độ phủ thương hiệu và khả năng bán chéo, đồng thời tối ưu hiệu quả chi phí; (3) Mức giá cạnh tranh: Giá các loại vaccine tại Long Châu thấp hơn từ 2%-5% so với VNVC và Tiêm chủng 315.

Hiện doanh thu/trung tâm tiêm chủng Long Châu đạt quanh mức 2.5 tỷ đồng/tháng, tuy nhiên thời gian hoàn vốn của một trung tâm tiêm chủng sẽ rơi vào khoảng 8-9 tháng do chi phí đầu tư cao hơn nhà thuốc. Chúng tôi cho rằng, với lợi thế sẵn có, mạng tiêm chủng của Long Châu sẽ tiếp tục mở rộng thị phần và là bàn đạp hướng tới hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe toàn diện của Long Châu.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG**

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

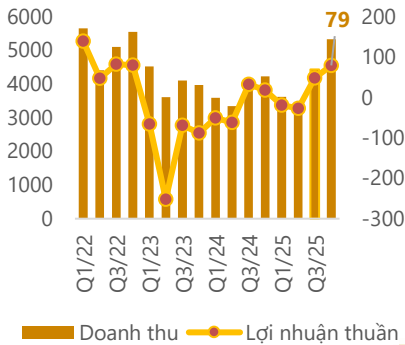
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

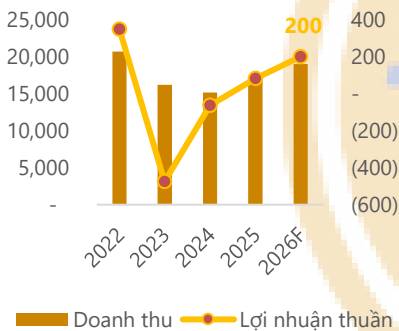
### (3) FPT Shop có lãi trở lại, tuy nhiên chưa đóng góp quá nhiều vào lợi nhuận chung

**Kết quả kinh doanh FPT Shop**  
Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: FRT, Haseco ước tính

**Dự phóng chuỗi FPT Shop**  
Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: FRT, Haseco ước tính

Doanh thu FPT Shop đạt đỉnh vào 2022 khi nhu cầu điện thoại, laptop tăng mạnh sau giai đoạn cầu hồi phục mạnh hậu Covid. Tuy nhiên, giai đoạn 2022-2024 chứng kiến doanh thu và liên tục suy giảm khi (1) Kinh tế khó khăn làm suy giảm sức mua ở các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu như điện thoại, điện máy; (2) Ngành đã bão hòa và bước vào cuộc chiến về giá do TGDĐ & ĐMX khởi xướng đầu 2023, buộc các chuỗi phải hạ giá, đánh đổi lợi nhuận để chiếm lấy thị phần. Hệ quả là, FPT Shop đã lỗ lớn 475 tỷ đồng và 63 tỷ đồng trong 2 năm 2023-2024, buộc doanh nghiệp phải tái cấu trúc và đóng loạt cửa hàng. Bức tranh này đối lập hoàn toàn so với đối thủ MWG, khi thị phần liên tục cải thiện và doanh thu, lợi nhuận tăng trưởng vượt đỉnh thời đại.

Tuy nhiên, điểm tích cực là sau giai đoạn tái cấu trúc, FPT Shop đã có lãi trở lại trong 2025 với mức lợi nhuận 81 tỷ đồng, đánh dấu tín hiệu đảo chiều tích cực. Doanh thu hồi phục nhẹ hơn 11% so với mức nền thấp 2024, đạt 16,809 tỷ đồng nhờ tiêu thụ các mặt hàng điện thoại, điện máy mạnh mẽ hơn trong chu kỳ hồi phục kinh tế.

Haseco dự báo doanh thu năm 2026 đạt 18,994 tỷ đồng (+13%) - động lực tăng trưởng doanh thu đến từ việc thu nhập người tiêu dùng tăng mạnh mẽ, hàng triệu căn hộ và nhà ở mới tái định cư sẽ cần hoàn thiện trong 2026, từ đó kéo theo nhu cầu điện máy gia dụng. Về lợi nhuận, chúng tôi dự phóng khá thận trọng với con số đạt khoảng 200 tỷ đồng (+147% yoy). Chúng tôi lưu ý rằng, tăng trưởng đột biến này là do mức nền thấp năm 2025 khi FPT ghi nhận lỗ trong 2 quý đầu khoảng 46 tỷ đồng. Nhờ những nỗ lực tái cấu trúc và tối ưu chi phí, doanh nghiệp đã có lãi trở lại với 50-70 tỷ đồng mỗi quý. Vì vậy, con số lợi nhuận 200 tỷ đồng năm 2026 là khá thận trọng và hoàn toàn khả thi. Tuy nhiên, khi so với TGDĐ & ĐMX, con số lợi nhuận này vẫn khá khiêm tốn bởi biên lợi nhuận của FPT Shop thấp hơn so với đối thủ khi (1) Cơ cấu mặt hàng điện máy (biên lợi nhuận cao hơn điện thoại) còn thấp; (2) Lợi thế quy mô kém hơn so với TGDĐ & ĐMX, khiến họ được hưởng chiết khấu ưu đãi thấp hơn. Nhìn chung, dù mang lại lợi nhuận nhưng FPT Shop chưa đóng góp quá lớn vào lợi nhuận và định giá của FRT.

## **D. ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho FRT. Đối với Long Châu, Haseco sử dụng phương pháp P/S với mức định giá 0.8x. Mức định giá này chúng tôi đã tham chiếu tới mức P/S của các nhà thuốc Trung Quốc, có mô hình nhà thuốc truyền thống tương tự như Long Châu. Đối với FPT Shop, do đóng góp lợi nhuận của chuỗi chưa quá lớn, chúng tôi vẫn sử dụng P/S làm phương pháp định giá với con số khá thận trọng 0.3x.

Kết hợp 2 phương pháp trên, Haseco khuyến nghị **mua** cổ phiếu FRT với giá mục tiêu trong 2026 là **187,400 VND/cổ phiếu (upside 24.3% so với giá đóng cửa ngày 20/04/2026)**.

### **Định giá FRT**

#### **Chuỗi Long Châu**

- Doanh thu 2026 (tỷ)	43,126
- P/S (x)	0.8
- Tỷ lệ sở hữu của FRT	75.97%

#### **Vốn hóa mục tiêu (tỷ) (1)**

**26,210**

#### **Chuỗi FPT Shop**

- Doanh thu 2026 (tỷ)	18,994
- P/S (x)	0.3
- Tỷ lệ sở hữu của FRT	100%

#### **Vốn hóa mục tiêu (tỷ) (2)**

**5,698**

#### **Định giá FRT (tỷ) (1) + (2)**

**31,908**

#### **Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)**

**187,400**

#### **Upside**

**24.3%**

*Nguồn: Haseco ước tính*



## Phụ lục: Dự phóng kết quả kinh doanh FRT

Báo cáo kết quả kinh doanh	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh số thuần	14,661	22,495	30,166	31,850	40,104	51,083	62,120
Giá vốn hàng bán	(12,620)	(19,343)	(25,463)	(26,688)	(32,521)	(41,073)	(49,758)
Lãi gộp	2,041	3,152	4,703	5,162	7,583	10,010	12,362
Thu nhập tài chính	71	198	174	80	107	288	350
Chi phí tài chính	(134)	(146)	(256)	(292)	(254)	(389)	(473)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	(1,566)	(2,071)	(3,259)	(4,170)	(5,527)	(7,018)	(8,535)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(398)	(586)	(887)	(1,076)	(1,366)	(1,678)	(2,040)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	14	546	474	(297)	543	1,213	1,664
Thu nhập khác, ròng	14	8	12	2	(16)	6	8
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	28	554	486	(294)	527	1,219	1,672
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(18)	(110)	(88)	(35)	(119)	(235)	(316)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	10	444	398	(329)	408	984	1,356
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(15)	0	8	16	91	189	246
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	25	444	390	(346)	318	795	1,110

Nguồn: Haseco ước tính

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



## Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

### TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng  
T: (0225) 3842.335  
F: (0225) 3746.266  
Email: dvkh@haseco.vn  
Website: www.haseco.vn

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội  
T: (024) 3574.7020  
F: (024) 3574.7019

### CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh  
T: (028) 3920.7800  
Fax: (028) 3920.7825