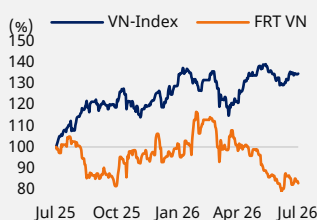


(Báo cáo lần đầu)	Mua
Giá mục tiêu (VND)	150,000
Thị giá (14/07/2026, VND)	113,600
Lợi nhuận kỳ vọng	32.0%

Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)	1,710
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	28.8%
Kỳ vọng thị trường (26F, %)	-
P/E (26F, x)	25.0
P/E thị trường (x)	13.4
VNIndex	1,782

Vốn hóa (tỷ đồng)	19,920
SLCP đang lưu hành (triệu)	179
% tự do chuyển nhượng (%)	49.1
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	31.2
Beta (12T)	0.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	108,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	172,381

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-4.2	-23.5	-21.5
Tương đối	-3.2	-18.3	-43.5



CTCP Chứng Khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên
nguyen.nhb@miraeasset.com.vn

FRT • Bán lẻ

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT

Tăng trưởng từ vị thế dẫn đầu

Điểm nhấn đầu tư

Sau hai năm liên tục mở rộng và nâng cao hiệu quả hoạt động, Long Châu đã trở thành động lực tạo giá trị chính của FRT. Với mạng lưới 2.517 nhà thuốc và 228 trung tâm tiêm chủng trên toàn quốc, doanh nghiệp hiện chiếm khoảng 11% thị phần, dẫn đầu một thị trường vẫn còn phân mảnh khi khoảng 85% doanh số vẫn đến từ các nhà thuốc truyền thống. Theo quan sát, tăng trưởng giai đoạn gần đây được thúc đẩy bởi hiệu suất bán hàng, thay vì chỉ dựa vào tăng trưởng quy mô, thể hiện qua tăng trưởng doanh thu cao hơn tốc độ mở rộng mạng lưới (doanh thu 2025: +37,2% CK sv. tăng trưởng CH +28,0% CK; Q1/2026: +6,7% sv. +4,0% quý liền kề)

Khi giai đoạn cao điểm đầu tư và mở rộng mạng lưới trong 2023–2025 đã qua, trọng tâm của Long Châu cũng chuyển sang tối ưu hiệu quả vận hành. Các biện pháp kiểm soát chi phí bắt đầu phát huy hiệu quả, qua đó tạo dư địa để biên lợi nhuận hoạt động cải thiện theo thời gian. Xu hướng này cũng được phản ánh qua biên lợi nhuận gộp, tăng đều từ 17,1% năm 2020 lên 23,4% năm 2025, tương đương mức cải thiện bình quân 1,3% mỗi năm. Theo chúng tôi, diễn biến này chủ yếu đến từ hiệu quả bán chéo cùng tỷ trọng ngày càng cao của các nhóm hàng có giá trị gia tăng lớn hơn. Đây là điểm quan trọng của cơ chế tạo lợi nhuận của chuỗi bán lẻ hiện đại.

Triển vọng

Trên cơ sở các yếu tố tích cực nêu trên, chúng tôi dự phóng mảng dược phẩm sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của FRT trong năm 2026, với dự phóng doanh thu đạt 43.089 tỷ đồng (+25,7% CK). Lợi nhuận hoạt động (LNHĐ) kỳ vọng đạt 1.538 tỷ đồng (+31,7% CK), tương ứng với mức cải thiện biên LNHĐ 0,16%.

Ở chiều ngược lại, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về FPT Shop, dù kỳ vọng chuỗi tiếp tục ổn định lợi nhuận sau quá trình tái cơ cấu. Quan điểm thận trọng xuất phát từ hai yếu tố chính: 1) Xu hướng gia tăng giá laptop và chi phí điện có thể ảnh hưởng đến nhu cầu và; 2) Thị phần thấp trong khi chuỗi có động thái duy trì/thu hẹp quy mô.

Với giả định trên, chúng tôi dự phóng FRT sẽ đạt doanh thu hợp nhất 60,975 tỷ đồng (+19,4% CK) và lợi nhuận sau thuế 1.074 tỷ đồng (+35,2% CK) trong năm 2026.

Định giá

Giá mục tiêu FRT được xác định ở mức 150.000 theo phương pháp DCF. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị Mua với mức sinh lời kỳ vọng 32,0%. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở 18.9x PE dự phóng 2026, thấp hơn 35% so với mức bình quân 5 năm (29,0x).

FY (31/12)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	40,104	51,083	60,975	71,626	82,507
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	690	1,314	1,710	2,264	2,998
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	1.7	2.6	2.8	3.2	3.6
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	318	795	1,074	1,454	1,964
EPS (VND)	2,331	4,667	6,009	8,133	10,982
ROE (%)	18.1	26.1	22.8	24.3	25.6
P/E (x)	64.4	32.1	25.0	18.4	13.7
P/B (x)	9.6	5.0	4.1	3.2	2.5
Lợi suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Ghi chú: lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ
Nguồn: dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

Please see analyst certifications and important disclosures & disclaimers in Appendix 1 at the end of the report.

Triển vọng và dự phóng kết quả kinh doanh

Triển vọng 2026

Cho năm 2026, chúng tôi dự phóng FRT đạt doanh thu 60.975 tỷ đồng (+19,4% CK) và lợi nhuận hoạt động 1.710 tỷ đồng (+30,2% CK), tương ứng biên lợi nhuận hoạt động đạt 2,8% (2025: 2,6%). Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ dự báo đạt 1.074 tỷ đồng, tăng 35,2% so với cùng kỳ. Chi tiết từng mảng kinh doanh được thể hiện bên dưới:

Mảng thiết bị điện tử (ICT-CE)

Do Iphone và các sản phẩm Apple vẫn là nhóm hàng đóng góp doanh thu chủ lực, kết quả kinh doanh của FPT Shop thường tập trung vào nửa cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi có quan điểm thận trọng đối với triển vọng năm nay do nền so sánh của nửa cuối năm 2025 ở mức cao, khi nhu cầu iPhone tăng mạnh cùng với việc FPT lấy thị phần từ hàng xách tay.

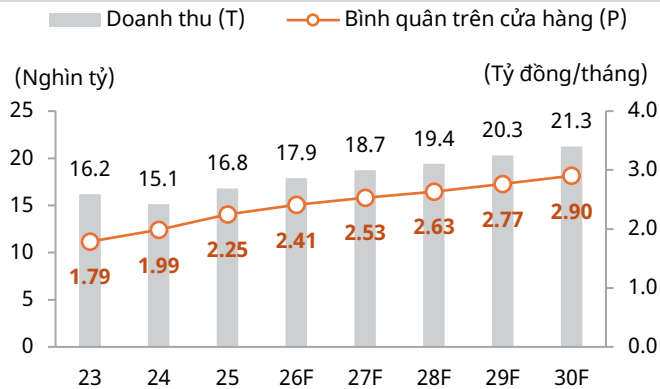
Mặc dù FPT Shop vẫn được hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển từ thị trường xách tay sang các nhà bán lẻ ủy quyền. Tuy nhiên, điều này chưa đủ để kỳ vọng nhu cầu Iphone và doanh thu mảng kinh doanh tiếp tục duy trì ở mức cao như năm 2025. Trong tháng 7/2026, Apple đã điều chỉnh tăng giá một số thiết bị và laptop lên từ 20-30% do chi phí thành phần như RAM và bộ nhớ tăng mạnh và thị trường cũng đang kỳ vọng một đợt tăng giá tương tự đối với Iphone (hình 4). Do đó, nhu cầu thay thế điện thoại trong mùa iPhone năm nay nhiều khả năng sẽ không lặp lại mức tăng trưởng mạnh của năm trước.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng thiết bị điện tử của FRT đạt 17.886 tỷ đồng (+6,4% CK), và biên lợi nhuận hoạt động duy trì ổn định quanh mức 1,0%. Lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 113 tỷ đồng (+38.7%), tương ứng đóng góp khoảng 29.3% doanh thu hợp nhất và 6,8% lợi nhuận trước thuế hợp nhất của FRT.

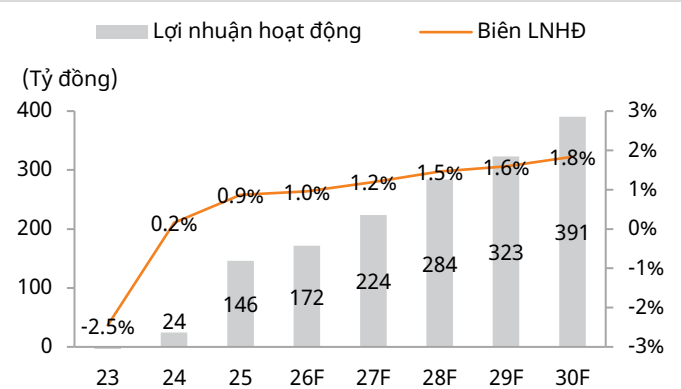
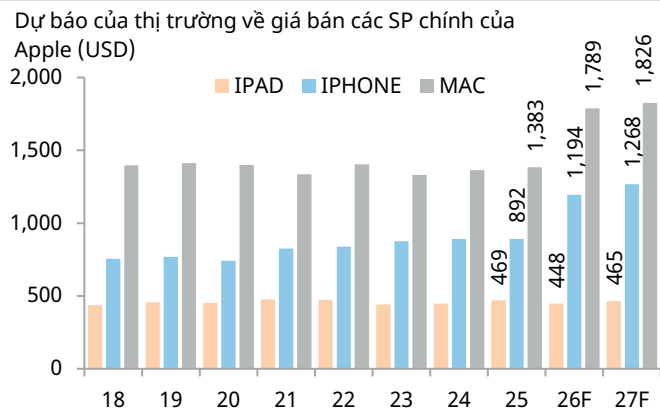
Hình 1. Giả định quy mô, hiệu suất vận hành và KQKD mảng thiết bị điện tử

(tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Số lượng cửa hàng	755	634	623	618	616	614
Mở mới/(đóng cửa)	-31	-121	-11	-5	-2	-2
Doanh thu bình quân (tỷ đồng/CH/tháng)	1.79	1.99	2.25	2.41	2.53	2.63
Tăng trưởng (%)	-18.6	11.3	13.1	7.3	5.0	4.0
Doanh thu	16,185	15,126	16,809	17,886	18,719	19,405
EBITDA	-330	93	216	244	298	360
Lợi nhuận hoạt động	-397	24	146	172	224	284
Lợi nhuận trước thuế	-475	169	82	113	164	226
Lợi nhuận sau thuế	-475	169	81	91	131	181
Biên EBITDA (%)	-2.0	0.6	1.3	1.4	1.6	1.9
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	-2.5	0.2	0.9	1.0	1.2	1.5
Biên lợi nhuận trước thuế (%)	-2.9	1.1	0.5	0.6	0.9	1.2
Tỷ trọng doanh thu (%)	50.8	37.7	32.9	29.3	26.1	23.5
Tỷ trọng lợi nhuận trước thuế (%)	nm.	32.0	6.7	6.8	7.2	7.4

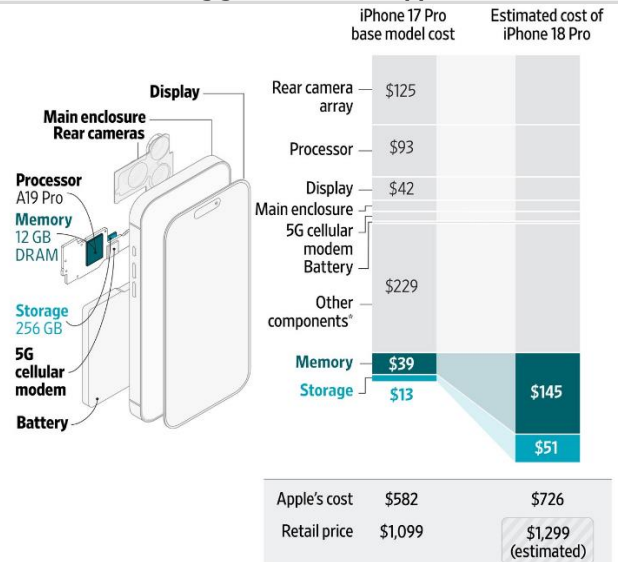
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 2. Dự báo doanh thu FPT Shop tăng chậm, động lực chính từ tăng trưởng doanh số cửa hàng bình quân

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 3. Kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục duy trì, với biên lợi nhuận có xu hướng ổn định và cải thiện nhẹ**Hình 4. Trong ngắn hạn, doanh thu đối mặt rủi ro tăng trưởng chậm do xu hướng tăng giá điện thoại và laptop**

Nguồn: Bloomberg, WSJ

Hình 5. Tỷ trọng doanh số iPhone cao khiến FPT Shop nhạy cảm hơn với đợt tăng giá dự kiến của Apple*Includes conversion cost. | Note: Processor and memory are stacked on same chip.
Source: Technisights (component cost estimates); iFixit (hardware teardown)

WSJ

Mảng dược phẩm

Trong năm 2025, biên lợi nhuận hoạt động của mảng dược phẩm tăng từ 2,3% lên 3,4%, nhờ cả biên lợi nhuận gộp cải thiện (+1,1 điểm phần trăm) và đòn bẩy hoạt động khi tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu giảm nhẹ xuống 20,0%. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là dấu hiệu cho thấy Long Châu đang bắt đầu chuyển hóa quy mô mạng lưới được tích lũy trong nhiều năm qua thành tăng trưởng lợi nhuận, sau giai đoạn ưu tiên mở rộng nhanh hệ thống.

Bước sang năm 2026, dự địa cải thiện biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ thu hẹp khi Long Châu tiếp tục duy trì chính sách giá ổn định đối với các mặt hàng thuốc thiết yếu. Theo đó, chúng tôi chỉ kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên 23,5% (2025: 23,4%), chủ yếu nhờ cơ cấu sản phẩm tiếp tục dịch chuyển sang các nhóm có giá trị gia tăng cao hơn thay vì tăng giá bán. Ở chiều chi phí, tốc độ mở mới dự kiến giảm xuống khoảng 400 cửa hàng (2025: 571 cửa hàng), qua đó giúp tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý duy trì ổn định ở khoảng 19,9% doanh thu (2025: 20,0%), phản ánh lợi thế quy mô ngày càng lớn của hệ thống. Kết hợp các giả định trên, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận hoạt động đạt 3,6%, tăng 0,2 điểm phần trăm so với cùng kỳ.

Dự báo doanh thu mảng dược phẩm đạt 43.089 tỷ đồng trong năm 2026 (+25,7% CK), nhờ đóng góp từ các cửa hàng mở mới và doanh thu bình quân mỗi cửa hàng tăng lên mức 1,18 tỷ đồng/tháng (+9.2% CK). Lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 1.565 tỷ đồng (+37,6% CK).

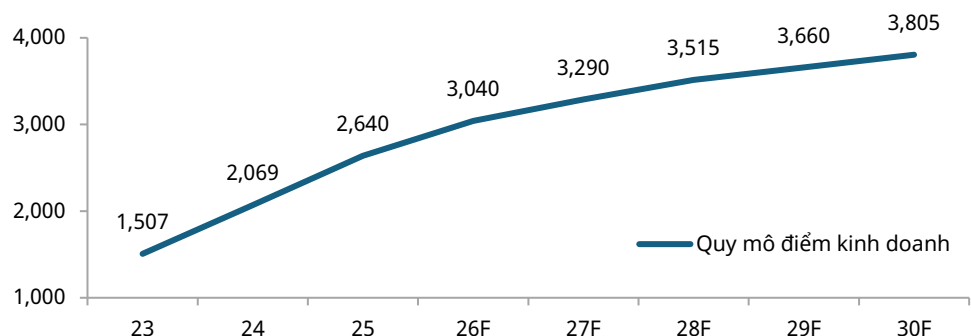
Hình 6. Giả định quy mô, hiệu suất vận hành và QKĐ mảng dược phẩm

(tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Số lượng cửa hàng	1,507	2,069	2,640	3,040	3,290	3,515
Nhà thuốc Long Châu	1,497	1,943	2,417	2,767	2,967	3,167
Trung tâm tiêm chủng Long Châu	10	126	223	273	323	348
Số lượng mở mới	570	562	571	400	250	225
Doanh thu bình quân (tỷ đồng/CH/tháng)	0.87	1.01	1.08	1.18	1.34	1.50
Tăng trưởng (%)	2.77	16.14	7.54	9.18	13.46	11.63
Doanh thu	15,665	24,978	34,274	43,089	52,907	63,102
EBITDA	382	832	1,418	1,880	2,468	3,232
Lợi nhuận hoạt động	312	666	1,168	1,538	2,041	2,714
Lợi nhuận trước thuế	181	358	1,137	1,565	2,104	2,836
Lợi nhuận sau thuế	146	240	903	1,252	1,683	2,269
LNST cổ đông cty mẹ	130	149	713	984	1,323	1,783
Biên EBITDA	2.4	3.3	4.1	4.4	4.7	5.1
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	2.0	2.7	3.4	3.6	3.9	4.3
Biên lợi nhuận trước thuế (%)	1.2	1.4	3.3	3.6	4.0	4.5
Tỷ trọng doanh thu (%)	49.2	62.3	67.1	70.7	73.9	76.5
Tỷ trọng lợi nhuận trước thuế (%)	-61.5	68.0	93.3	93.2	92.8	92.6

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính và dự phóng

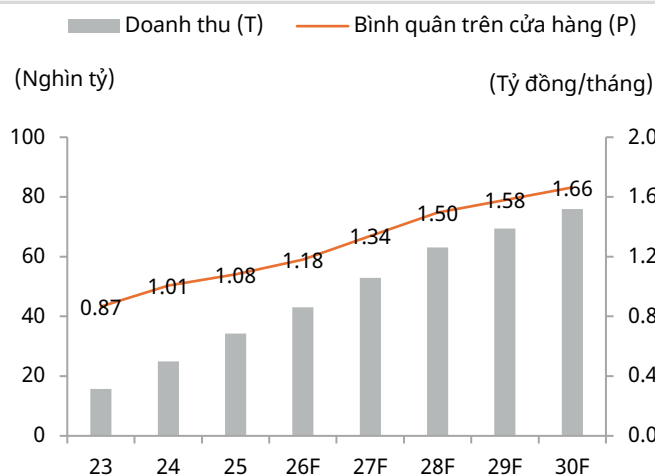
Hình 7. Dự báo quy mô điểm kinh doanh mảng dược phẩm của FRT

(Số lượng cửa hàng)

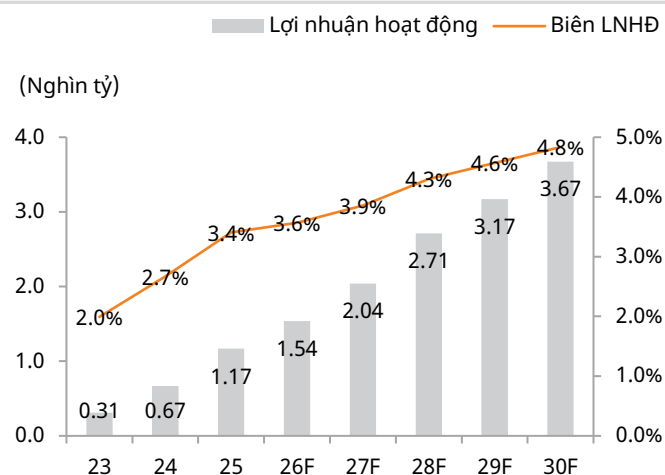


Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research ước tính

Hình 8. Dự báo tăng trưởng doanh thu đạt 22.6%/năm giai đoạn 2025-2028



Hình 9. Lợi nhuận hoạt động dự báo tăng trưởng mạnh hơn (35.6%/năm) với biên LNHH tiến gần về mức 4-4.5%



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research ước tính

Hình 10. Tổng hợp dự báo kết quả kinh doanh hợp nhất

KQKD Hợp nhất	Thực tế	Kế hoạch	Dự báo			Kì vọng thị trường			Dự báo sv. thị trường		
(VNĐbn)	2025	2026F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	51,083	59,500	60,975	71,626	82,507	62,062	71,804	80,125	-1.8%	-0.2%	3.0%
Điện thoại và CE	16,809		17,886	18,719	19,405						
Dược phẩm	34,274		43,089	52,907	63,102						
Giá vốn hàng bán	-41,073		-48,759	-56,848	-65,048						
Lợi nhuận gộp	10,010		12,216	14,778	17,459	12,412	14,634	16,551	-1.6%	1.0%	5.5%
Chi phí BH&QLDN	-8,696		-10,507	-12,514	-14,461						
Lợi nhuận hoạt động	1,314		1,710	2,264	2,998	1,838	2,370	2,915	-7.0%	-4.5%	2.9%
Chi phí/TN tài chính	-101		-32	4	64						
Thu nhập khác	6		0	0	0						
Lợi nhuận trước thuế	1,219	1,550	1,678	2,268	3,062	1,755	2,311	2,950	-4.4%	-1.8%	3.8%
Điện thoại và CE	82		113	164	226						
Dược phẩm	1,137		1,565	2,104	2,836						
Thuế	-235		-336	-454	-612						
Lợi nhuận sau thuế	984		1,342	1,815	2,450	1,755	2,311	2,950	-23.5%	-21.5%	-17.0%
Lợi ích CĐTS	189		268	360	486						
Lợi nhuận CĐ cty mẹ	795		1,074	1,454	1,964	1,100	1,432	1,793	-2.3%	1.6%	9.5%
EBITDA	1,634		2,124	2,766	3,592	2,398	2,939	3,525	-11.4%	-5.9%	1.9%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	19.6		20.0	20.6	21.2	20.0	20.4	20.7			
<i>Chi phí HĐ/ doanh thu (%)</i>	-17.0		-17.2	-17.5	-17.5						
<i>Biên LN hoạt động (%)</i>	2.6		2.8	3.2	3.6	3.0	3.3	3.6			
<i>Biên LN trước thuế</i>	2.4		2.8	3.2	3.7	2.8	3.2	3.7			
<i>Biên LN ròng (%)</i>	1.6		1.8	2.0	2.4	1.8	2.0	2.2			
<i>Biên EBITDA (%)</i>	3.2		3.5	3.9	4.4	3.9	4.1	4.4			
ROE (%)	26.1		22.8	24.3	25.6						
ROE (%)	4.0		4.2	4.8	5.5						
ROIC (%)	17.1		16.0	19.3	23.0						

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Định giá

Bối cảnh định giá

Với giá đóng cửa vào 14/07/2026 (113,600đ/cp), thị trường hiện đang ngằm định khoảng 87% giá trị doanh nghiệp (EV) của FRT đến từ Long Châu, tương ứng mức EV/EBITDA dự phóng năm 2026 là 10,9x. Kết quả này được xác định trên giả định FPT Shop được định giá ở mức EV/EBITDA 10,0x, tương đương mức chiết khấu 25% so với MWG.

Ở mức định giá này, Long Châu đang giao dịch cao hơn trung vị của các doanh nghiệp bán lẻ dược phẩm trong khu vực (6,7x EV/EBITDA). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc so sánh trực tiếp với nhóm doanh nghiệp này có thể chưa phù hợp, do phần lớn các DN được so sánh đã bước vào giai đoạn trưởng thành, biên lợi nhuận ổn định và tốc độ tăng trưởng chậm hơn. Ngược lại, Long Châu vẫn đang trong giai đoạn mở rộng, với dư địa tăng trưởng còn lớn khi thị trường bán lẻ dược phẩm hiện đại vẫn ở mức thâm nhập thấp.

Do đó, chúng tôi cho rằng việc đối chiếu với các mô hình nhà thuốc trong giai đoạn đầu mở rộng sẽ phù hợp hơn. Theo quan sát từ các doanh nghiệp bán lẻ dược phẩm tại Trung Quốc, mức định giá cao có thể được duy trì trong giai đoạn mở rộng mạng lưới, khi doanh nghiệp đồng thời có kì vọng tăng trưởng cao và biên lợi nhuận cải thiện. Long Châu cũng đang trong xu hướng tương tự, với dự báo tăng trưởng EBITDA dự phóng đạt mức cao, ước tính 30.7%/năm trong giai đoạn 2025-28F. Do đó, mức định giá hiện tại (11.2x) vẫn còn dư địa mở rộng.

Cuối cùng, chúng tôi cũng xem xét mức định giá từ thương vụ Creador mua 13% cổ phần tại Long Châu vào tháng 4/2025. Do các điều khoản và cấu trúc giao dịch không được công bố, các ước tính dưới đây chỉ mang tính tham khảo. Dựa trên giá trị vốn chủ sở hữu khoảng 41,25 nghìn tỷ đồng, ước tính định giá của Long Châu trong thương vụ bán cổ phần tương ứng với mức EV/EBITDA dự phóng 2026 là 21,7x cho năm 2026.

Hình 11. Ước tính định giá của mảng dược phẩm tại giá thị trường

Chỉ tiêu	Giá trị	Ghi chú
Giá thị trường (VND/cp)	113,600	Giá đóng cửa 14/7/2026
SL CP lưu hành (triệu cp)	178.8	
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)	20,314	
Nợ ròng (tỷ đồng)	-550	
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	-1,236	
Giá trị doanh nghiệp hợp nhất (tỷ đồng)	18,529	
(-) Giá trị doanh nghiệp mảng CE và điện thoại di động	2,419	
EBITDA	244	Dự phóng 2026F
EV/EBITDA	9.9x	Chiết khấu 25% vs MWG
(=) Giá trị doanh nghiệp mảng dược phẩm (78.59% cổ phần)	16,110	
Giá trị doanh nghiệp (100% cổ phần)	20,499	
EBITDA	1,880	Dự phóng 2026F
EV/EBITDA (x)	10.9x	

Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Hình 12. So sánh chỉ tiêu tài chính và định giá các doanh nghiệp kinh doanh ngành bán lẻ nhà thuốc trong khu vực Châu Á

Doanh nghiệp			Vốn hóa (triệu USD)		Doanh thu (triệu USD)		Biên LNHD (%)		ROE (%)		PE (x)		PB (x)		EV/EBITDA (x)		Tăng trưởng EBITDA (%)	
			FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27
FPT Digital Retail	VN	VN	819	2,345	2,755	2.8	3.2	22.8	24.3	18.8	13.9	3.1	2.4	9.5	30.0	30.3		
DFI Retail Group	SP		4,954	8,392	8,656	4.6	4.9	87.2	16.9	15.4	12.6	9.6	4.4	4.1	-2.1	4.5		
MedPlus Health Services	IN		1,037	718	836	4.6	5.0	10.4	47.3	39.4	5.0	4.4	15.2	12.8	22.2	19.9		
Tsuruha Holdings	JP		6,287	9,163	15,664	4.2	3.8	8.5	18.2	23.7	1.1	1.1	11.3	6.5	n.m	61.6		
MatsukiyoCocokara	JP		6,135	6,998	7,277	7.7	7.6	10.7	17.2	16.1	1.8	1.7	8.1	7.1	6.1	4.8		
Cosmos Pharmaceutical	JP		3,284	6,762	7,285	3.8	3.7	11.9	16.5	15.9	1.9	1.7	7.0	6.7	5.0	6.6		
Kusuri no Aoki Holdings	JP		2,250	3,505	3,912	4.7	4.4	12.7	20.2	18.8	2.5	2.4	10.0	9.2	7.7	7.5		
Sugi Holdings	JP		3,773	6,355	6,811	4.9	4.9	16.1	13.4	17.5	2.0	1.8	9.7	6.8	17.1	11.5		
Sundrug	JP		2,856	5,315	5,569	5.5	5.7	11.4	14.4	13.4	1.6	1.5	6.3	5.8	2.9	8.7		
Yifeng Pharmacy	CH		3,604	3,905	4,282	10.6	10.9	15.5	12.7	11.1	1.9	1.7	6.4	5.6	6.5	11.1		
Laobaixing Pharmacy	CH		1,299	3,490	3,767	4.7	5.1	9.1	14.2	12.3	1.3	1.2	3.6	3.1	10.6	9.1		
Dashenlin Pharmaceutical	CH		2,894	4,408	4,863	7.3	7.7	18.2	13.3	11.5	2.4	2.2	5.5	4.7	13.7	12.5		
Yixintang Pharmaceutical	CH		902	2,693	2,868	4.4	4.7	6.0	12.6	10.7	0.8	0.8	3.9	3.3	24.2	12.0		
Great Tree Pharmacy	TT		362	638	702	4.0	3.9	15.4	16.3	15.6	2.3	2.1	9.2	9.0	2.2	5.6		
Robinsons Retail Holdings	PM		890	3,631	3,840	4.9	4.7	7.5	8.6	7.9	0.6	0.6	4.4	3.9	3.4	3.7		
Trung bình							5.4	5.5	17.2	15.9	17.3	16.4	2.7	2.3	7.5	6.3	9.2	12.8
Trung vị							4.7	4.9	11.7	11.4	15.4	15.5	1.9	1.7	6.7	6.2	6.5	8.9

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research ước tính

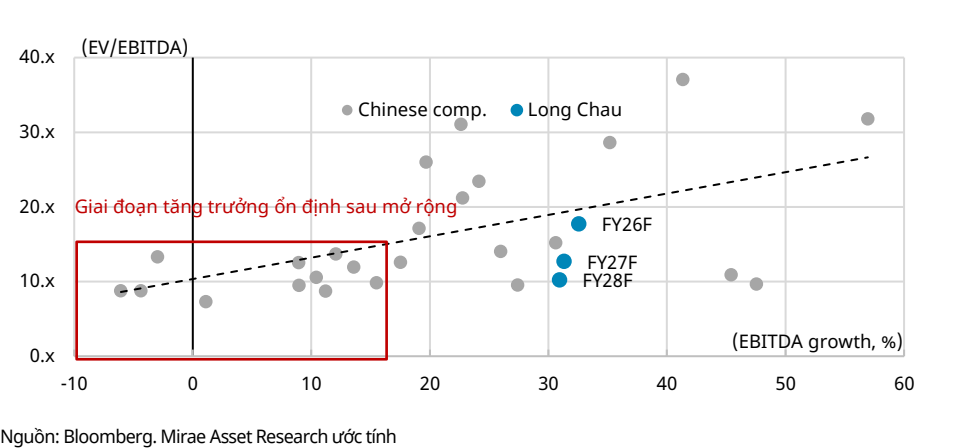
Hình 13. Xét về triển vọng tăng trưởng, Long Châu có nhiều điểm tương đồng với các chuỗi bán lẻ dược phẩm tại Trung Quốc trong giai đoạn mở rộng. Đây cũng là GD mà các DN được thị trường định giá ở mức EV/EBITDA cao

Doanh nghiệp	Chỉ tiêu	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
Dashenlin Pharmaceutical	Tăng trưởng EBITDA (%)	10.4	15.5	27.4	47.6	45.4	26.0	12.1	-3.0	13.6
	Biên EBITDA (%)	9.8	9.5	9.6	10.9	14.0	13.7	13.3	11.9	12.9
	EV/EBITDA (x)	10.6x	9.8x	9.5x	9.6x	10.9x	14.0x	13.7x	13.3x	11.9x
Laobaixing Pharmacy Chain	Tăng trưởng EBITDA (%)	22.6	22.8	24.1	19.7	100.2	17.5	9.0	-6.1	-4.4
	Biên EBITDA (%)	8.0	7.8	7.9	8.1	14.1	12.9	12.6	11.4	10.3
	EV/EBITDA (x)	31.1x	21.2x	23.4x	26.0x	13.1x	12.6x	9.5x	8.8x	8.7x
Yifeng Pharmacy Chain	Tăng trưởng EBITDA (%)	41.3	35.2	56.9	133.0	19.1	30.6	8.9	11.2	1.1
	Biên EBITDA (%)	9.1	8.6	9.1	16.6	17.0	17.2	16.6	17.3	17.3
	EV/EBITDA (x)	37.1x	28.6x	31.8x	23.9x	17.1x	15.2x	12.5x	8.7x	7.3x
Yixintang Pharmaceutical	Tăng trưởng EBITDA (%)	56.7	27.1	-25.5	-77.1	619.2	18.6	-77.9	578.8	70.2
	Biên EBITDA (%)	2.8	3.0	2.1	0.5	2.5	2.2	0.5	2.5	3.4
	EV/EBITDA (x)	n.m	15.0x	11.7x	45.7x	22.3x	21.0x	n.m	45.2x	21.1x

		FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Long Châu	EBITDA	-109	26	174	382	832	1,418	1,880	2,468	3,232
	Tăng trưởng EBITDA (%)	n.m	n.m	563.1	119.2	117.6	70.3	32.6	31.3	30.9
	Biên EBITDA (%)	-9.2	0.7	1.8	2.4	3.3	4.1	4.4	4.7	5.1
	Implied EV/EBITDA (x)							17.7x	12.7x	10.2x

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 14. So sánh định giá dự phóng của Long Châu và các chuỗi nhà thuốc Trung Quốc trong quá khứ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research ước tính

Định giá

Giá mục tiêu đối với FRT được xác định ở mức 150.000 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá từng phần (SOTP), với Long Châu và FPT Shop được định giá riêng bằng phương pháp DCF. Trong mô hình định giá, Long Châu đóng góp khoảng 92% tổng giá trị doanh nghiệp.

Tại mức giá hiện tại, FRT đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2026 là 18,9x, thấp hơn khoảng 35% so với mức P/E dự phóng bình quân 5 năm (29x). Trong bối cảnh Long Châu vẫn đang trong giai đoạn mở rộng, với dư địa tăng trưởng và cải thiện lợi nhuận còn lớn, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại vẫn còn hấp dẫn.

Các rủi ro chính đối với luận điểm đầu tư của chúng tôi gồm: (1) những thay đổi về chính sách và quy định đối với ngành bán lẻ dược phẩm; (2) việc mở rộng mạng lưới và kiểm soát chi phí không đạt kỳ vọng; và (3) nhu cầu tiêu dùng đối với các sản phẩm ICT và các mặt hàng chăm sóc sức khỏe thấp hơn kì vọng.

Hình 15. Định giá mảng điện thoại và thiết bị điện tử theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định	DCF	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	GT cuối
Tăng trưởng dài hạn	1.0%	Doanh thu	16,185	15,126	16,809	17,886	18,719	19,405	20,309	21,254	22,128
Chi phí vốn chủ sở hữu	13.1%	EBIT	-397	24	146	172	224	284	323	391	420
Chi phí nợ vay	5.5%	(-) Thuế	0	0	-1	-34	-45	-57	-65	-78	-84
D/E mục tiêu	66.5%	NOPAT	-397	24	145	137	179	227	259	313	336
WACC	7.3%	Khấu hao	66	68	70	72	74	76	78	80	82
Tóm tắt định giá		Dự phòng	1	21	19	0	0	0	0	0	0
Giai đoạn dự phóng	334	Thay đổi vốn lưu động	-1,371	786	892	-171	-213	-227	-255	-232	-199
Giá trị cuối kỳ	2,084	Đầu tư	-295	-55	-35	-28	-21	-25	-28	-31	-34
Giá trị doanh nghiệp	2,419	Dòng tiền tự do	-1,996	844	1,092	11	19	51	54	130	185
EV/EBITDA dự phóng FY26	9.9x	Dòng tiền sau chiết khấu				18	44	44	98	130	2,084

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Hình 16. Định giá mảng dược phẩm theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

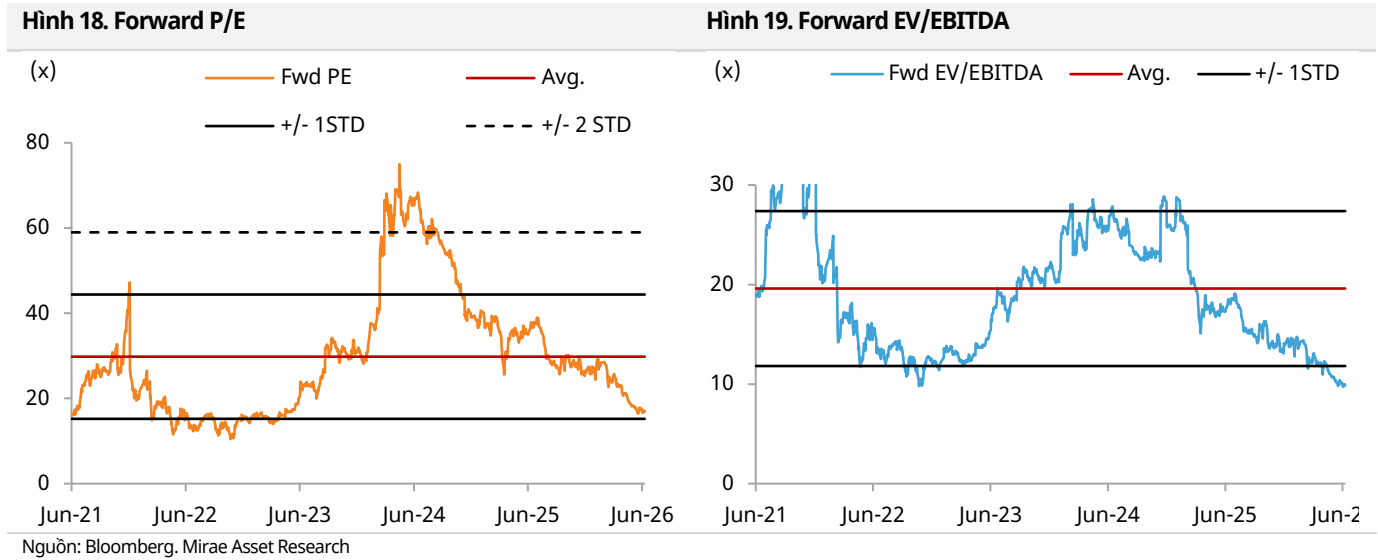
Giả định	DCF	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	GT cuối
Tăng trưởng dài hạn	3.0%	Doanh thu	15,665	24,978	34,274	43,089	52,907	63,102	69,381	75,979	82,230
Chi phí vốn chủ sở hữu	13.1%	EBIT	312	666	1,168	1,538	2,041	2,714	3,172	3,674	4,187
Chi phí nợ vay	4.5%	(-) Thuế	-60	-220	-241	-308	-408	-543	-634	-735	-837
D/E mục tiêu	59.9%	NOPAT	252	446	927	1,230	1,632	2,172	2,538	2,939	3,350
WACC	7.4%	Khấu hao	70	167	250	342	428	517	605	694	782
Tóm tắt định giá		Dự phòng	1	-3	13	0	0	0	0	0	0
Giai đoạn dự phóng	4,896	Thay đổi vốn lưu động	-636	-1,539	163	-904	-1,009	-1,090	-1,283	-1,422	-1,560
Giá trị cuối kỳ	28,424	Đầu tư	-419	-429	-479	-322	-427	-502	-596	-706	-838
Giá trị doanh nghiệp	33,320	Dòng tiền tự do	-731	-1,358	874	346	624	1,097	1,263	1,505	1,734
EV/EBITDA dự phóng FY26	17.7x	Dòng tiền sau chiết khấu				581	951	1,020	1,131	1,213	28,424

Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Hình 17. Tổng hợp định giá và giá mục tiêu

SoTP	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp	Tỷ lệ sở hữu	GT chuyển về FRT	% GTDN	EV/EBITDA 2026
Mảng dược phẩm	DCF	33,320	78.59%	26,187	92%	17.7x
Mảng điện thoại và thiết bị điện tử	DCF	2,419	100.00%	2,419	8%	9.9x
Tổng giá trị doanh nghiệp				28,605	100%	13.5x
(-) Nợ vay ròng				-550		
(-) Lợi ích cổ đông không kiểm soát				-1,236		
Giá trị vốn chủ sở hữu				26,820		
Số lượng cổ phiếu				178.8		
Giá mục tiêu				150,000		
Giá thị trường (14/07/2026)				113,600		
Tiềm năng tăng giá				32.0%		

Nguồn: Mirae Asset Research ước tính



Tổng quan

Về doanh nghiệp

Thành lập năm 2012, FPT Retail (FRT) là công ty thành viên của FPT. Doanh nghiệp hiện vận hành hai chuỗi bán lẻ gồm: **1) FPT Shop (sở hữu 100%)**, kinh doanh các sản phẩm điện thoại, laptop và hàng điện máy, và **2) Chuỗi FPT Long Châu (sở hữu 78,59%)**, hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ dược phẩm thông qua chuỗi nhà thuốc và trung tâm tiêm chủng. Tính đến cuối quý I/2026, FRT sở hữu mạng lưới kinh doanh gồm 621 cửa hàng FPT Shop, 2.517 nhà thuốc và 228 trung tâm tiêm chủng trên toàn quốc.

Trong 2020–2025, FRT duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, đạt bình quân 28.4%/năm nhờ mở mới hơn 2,500 điểm bán. Trong khi đó, khả năng sinh lời cải thiện chậm hơn do tính chu kì của ngành hàng điện tử và FPT Shop trải qua quá trình tái cơ cấu, còn Long Châu vẫn ưu tiên mở rộng mạng lưới. Tuy nhiên, quá trình tái cơ cấu dần phát huy hiệu quả và FRT đang từng bước chuyển hóa quy mô thành lợi nhuận. Theo đó, lợi nhuận sau thuế (LNST) đã tăng từ 25 tỷ đồng trong 2020 lên 795 tỷ đồng trong 2025, với biên ròng đạt 1,6%.

Động lực tăng trưởng

Như thể hiện trong bảng dưới, cơ cấu doanh thu đã dịch chuyển đáng kể trong những năm gần đây, với Long Châu đóng góp 67% doanh thu hợp nhất năm 2025 (2023: 49%), trong khi tỷ trọng của mảng ICT và điện tử tiêu dùng thu hẹp dần.

Về lợi nhuận, xu hướng cho thấy tăng trưởng chính vẫn từ mảng dược phẩm, đi kèm với xu hướng tiết giảm chi phí sv quy mô doanh thu. Do đó, Long Châu sẽ tiếp tục là yếu tố quyết định trong luận điểm đầu tư đối với FRT.

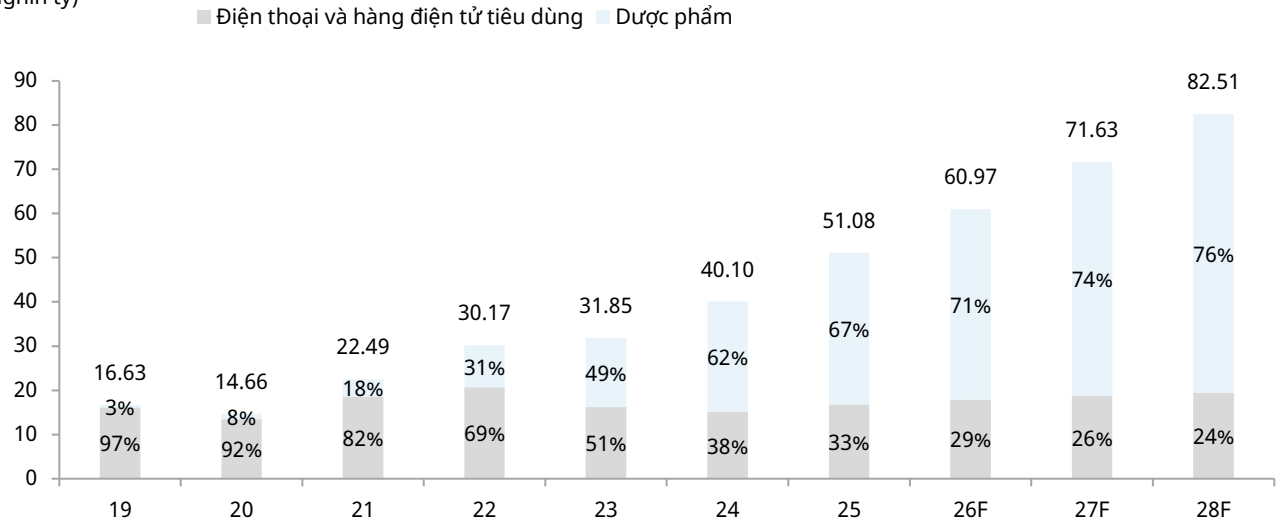
Hình 20. Tóm tắt kết quả kinh doanh của FRT theo tỷ trọng trên doanh thu hợp nhất

(% doanh thu hợp nhất)	Mảng điện thoại và CE			Dược phẩm			KQKD hợp nhất		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	50.8%	37.7%	32.9%	49.2%	62.3%	67.1%	100.0%	100.0%	100.0%
Giá vốn hàng bán	-45.7%	-32.7%	-29.0%	-38.1%	-48.4%	-51.4%	-83.8%	-81.1%	-80.4%
Lợi nhuận gộp	5.1%	5.1%	3.9%	11.1%	13.8%	15.7%	16.2%	18.9%	19.6%
Chi phí BH&QLDN	-6.4%	-5.0%	-3.6%	-10.1%	-12.2%	-13.4%	-16.5%	-17.2%	-17.0%
Lợi nhuận HĐKD	-1.2%	0.1%	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	-0.3%	1.7%	2.6%
Lãi lỗ ngoài HĐKD	-0.2%	0.4%	-0.1%	-0.4%	-0.8%	-0.1%	-0.7%	-0.4%	-0.2%
Thu nhập/chi phí TC	-0.3%	0.4%	-0.1%	-0.4%	-0.8%	-0.1%	-0.7%	-0.4%	-0.2%
Thu nhập khác	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận trước thuế	-1.5%	0.4%	0.2%	0.6%	0.9%	2.2%	-0.9%	1.3%	2.4%
Thuế TNDN	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.5%
Lợi nhuận sau thuế	-1.5%	0.4%	0.2%	0.5%	0.6%	1.8%	-1.0%	1.0%	1.9%
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.1%	0.2%	0.4%
LN cổ đông cty mẹ	-1.5%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	1.4%	-1.1%	0.8%	1.6%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research ước tính

Hình 21. Mảng dược phẩm được kỳ vọng sẽ dẫn dắt tăng trưởng của FRT trong giai đoạn 2026–2028F, với CAGR doanh thu đạt 22,6% và chiếm khoảng 74% tổng doanh thu trong kỳ dự phóng

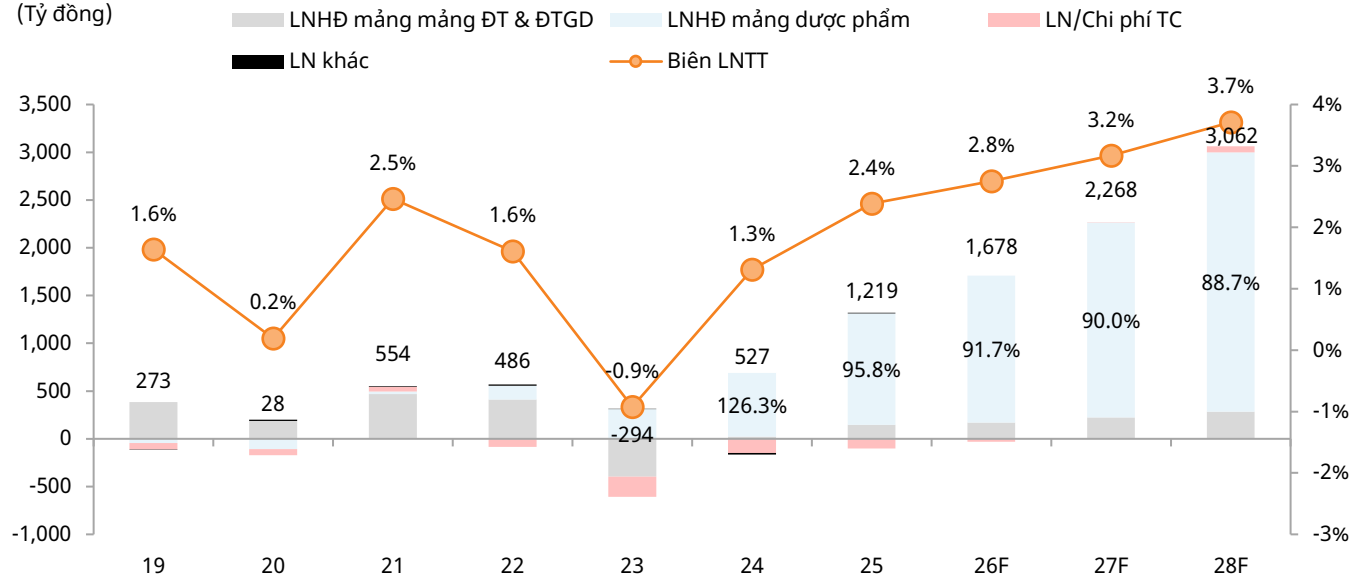
(Nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research ước tính

Hình 22. Lợi nhuận trước thuế được kỳ vọng tăng trưởng nhanh hơn doanh thu (CAGR 35.9%), nhờ biên lợi nhuận của mảng dược phẩm tiếp tục cải thiện và tối ưu/tiết giảm chi phí

(Tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research ước tính

Long Châu: Xu hướng KQKD và triển vọng

Long Châu duy trì đà mở rộng nhanh

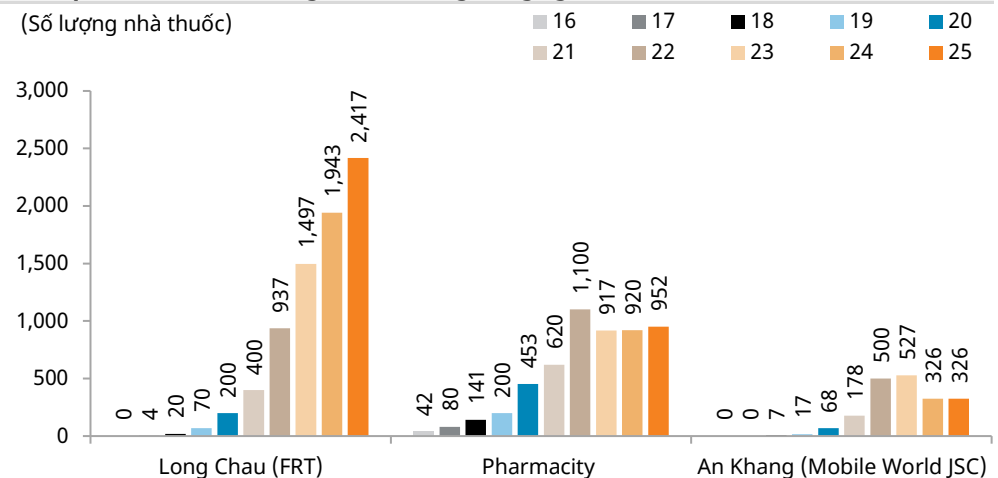
Tăng trưởng cửa hàng

Với trọng tâm tại chuỗi nhà thuốc Long Châu và trung tâm tiêm chủng. Trong giai đoạn 2024–2025, mảng dược phẩm mở mới hơn 540 điểm bán mỗi năm, nâng tổng mạng lưới lên 2.640 cửa hàng vào cuối năm 2025 (+113% so với cuối năm 2023).

Tốc độ mở rộng này hiện vượt đáng kể các chuỗi bán lẻ dược phẩm trong nước. Các đối thủ như Pharmacity (952 cửa hàng; mở rộng 35 cửa hàng trong năm 2025) và An Khang (326 cửa hàng; đóng rộng 201 cửa hàng) chủ yếu tập trung cải thiện hiệu quả hoạt động tại từng cửa hàng thay vì tiếp tục mở rộng quy mô.

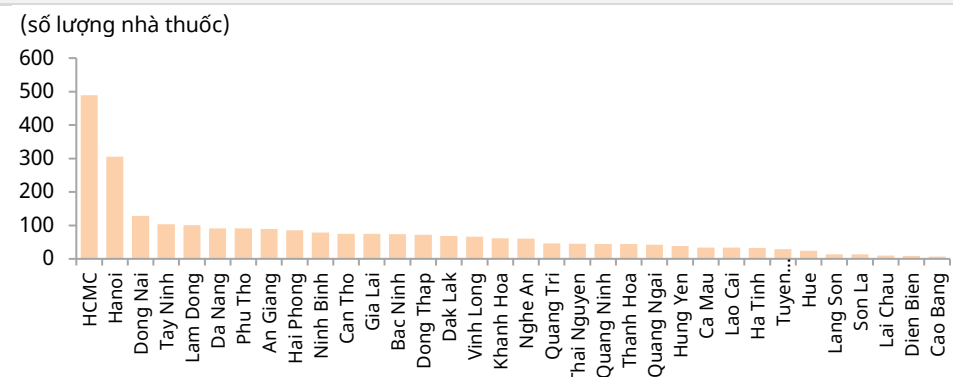
Tốc độ mở rộng của Long Châu vẫn được duy trì trong nửa đầu năm 2026 với khoảng 200 cửa hàng mở mới (+7,6% từ đầu năm) và ban lãnh đạo đặt mục tiêu mở thêm 400–450 cửa hàng trong cả năm 2026. Điều này cho thấy FRT vẫn đang trong giai đoạn ưu tiên mở rộng độ phủ, qua đó củng cố vị thế dẫn đầu trong bối cảnh quá trình hợp nhất ngành vẫn đang diễn ra.

Hình 23. Long Châu vẫn duy trì tốc độ mở rộng cao trong khi nhiều đối thủ đã chuyển trọng tâm sang tối ưu vận hành, phản ánh khả năng vừa mở rộng quy mô vừa duy trì hiệu quả – một lợi thế không dễ nhân rộng trong ngành bán lẻ



Nguồn: Euromonitor, dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 24. Độ phủ của Long Châu tại các tỉnh thành



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

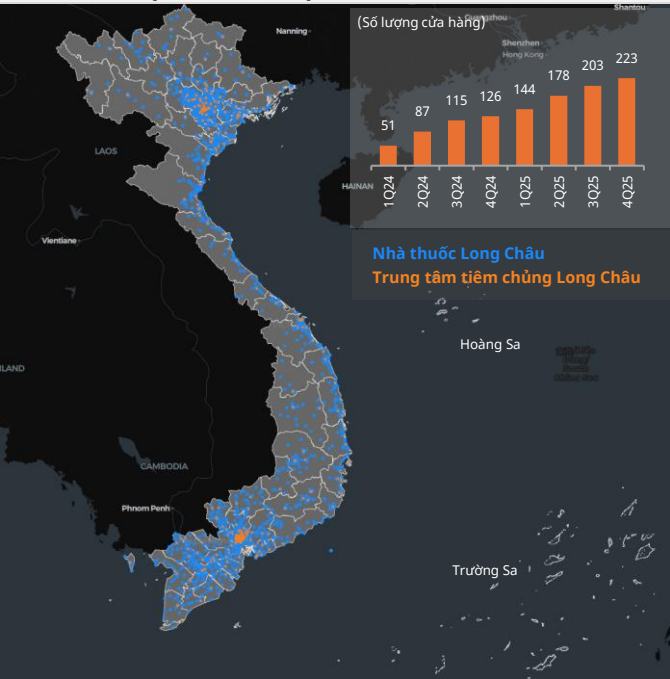
Mở rộng sang mảng tiêm chủng

Thị trường tiêm chủng tại Việt Nam hiện được cung cấp qua hai kênh chính, gồm Chương trình Tiêm chủng mở rộng quốc gia và dịch vụ tiêm chủng tư nhân. Chương trình của nhà nước chủ yếu tập trung vào tiêm chủng cho trẻ em, và phụ nữ mang thai (miễn phí) trong khi hầu hết vaccine dành cho thanh thiếu niên, người trưởng thành và người cao tuổi vẫn là dịch vụ tự chi trả. Khoảng trống này tạo ra dư địa tăng trưởng dài hạn cho thị trường tiêm chủng tư nhân, đặc biệt khi nhu cầu tiêm phòng ngoài EPI tiếp tục gia tăng cùng với thu nhập và nhận thức chăm sóc sức khỏe.

Long Châu chính thức tham gia thị trường tiêm chủng tư nhân từ tháng 7/2023 và hiện đứng đầu về quy mô tại Việt Nam, bên cạnh VNVC và Nhi Đồng 315. Khác với mô hình trung tâm quy mô lớn của VNVC, khoảng 80% trung tâm tiêm chủng của Long Châu được tích hợp ngay trong các nhà thuốc theo mô hình shop-in-shop. Mô hình này giúp doanh nghiệp tận dụng mạng lưới nhà thuốc sẵn có để tối ưu chi phí mặt bằng, đồng thời giảm chi phí thu hút khách hàng thông qua tệp khách hàng hiện hữu.

Ở thời điểm hiện tại, mảng tiêm chủng đóng góp dưới 5% doanh thu của Long Châu và được FRT kì vọng tăng lên 10% trong 5 năm tới nhờ tăng độ phủ hệ thống. Theo FRT, mảng tiêm chủng đã đạt mức hòa vốn ở cấp độ cửa hàng và dự kiến đạt điểm hòa vốn ở cấp độ toàn chuỗi vào năm 2027. Theo quan điểm của chúng tôi, mảng tiêm chủng hiện chưa đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh, nhưng mô hình này có khả năng mở rộng với chi phí đầu tư thấp nhờ tận dụng mạng lưới nhà thuốc hiện hữu. Đây cũng là một bước đi phù hợp với chiến lược mở rộng hệ sinh thái/dịch vụ có thể đem lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với bán thuốc truyền thống.

Hình 25. Mô hình shop-in-shop giúp chuỗi tiêm chủng mở rộng nhanh với chi phí đầu tư thấp



Hình 26. Danh sách các vaccine thuộc/ngoài phạm vi Chương trình tiêm chủng mở rộng

Vaccine	Chương trình TCMR	Tiêm dịch vụ
Bạch hầu	✓	✓
Viêm gan B	✓	✓
Viêm não Nhật Bản	✓	✓
Sởi	✓	✓
Hib	✓	✓
Ho gà	✓	✓
Bại liệt	✓	✓
Rubella	✓	✓
Uốn ván	✓	✓
Lao	✓	✓
Rotavirus	✓*	✓
HPV	✓*	✓
Cúm	✓*	✓
Phế cầu	✓*	✓
Thương hàn		✓
Tả		✓
Viêm gan A		✓
Quai bị		✓
Não mô cầu		✓
Dại		✓
Thủy đậu		✓
Sốt vàng		✓

Ghi chú: * Theo lộ trình mở rộng Chương trình Tiêm chủng mở rộng của Bộ Y tế, các vaccine này đang hoặc sẽ được đưa vào chương trình theo từng giai đoạn triển khai
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hiệu quả hoạt động

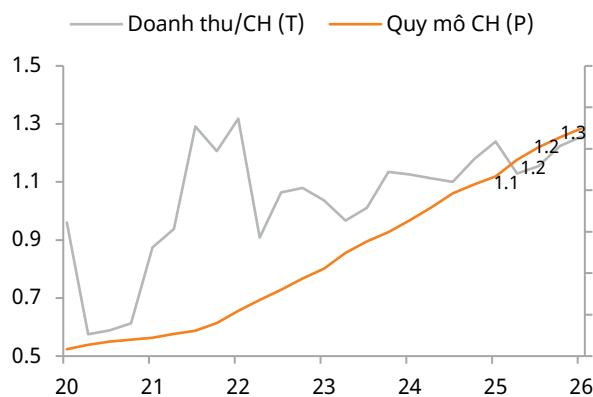
Tăng trưởng của Long Châu ngày càng được hỗ trợ bởi sự cải thiện về hiệu quả hoạt động, thay vì chỉ đến từ việc mở rộng mạng lưới. Điều này thể hiện qua việc doanh thu tiếp tục tăng nhanh hơn số lượng cửa hàng trong cả năm 2025 (+37,2% CK so với SLCH +28,0% CK) và 1Q26 (+6,7% QoQ so với SLCH +4,0% YTD).

Đến cuối 1Q26, doanh thu bình quân đạt 1,26 tỷ đồng/cửa hàng/tháng, tăng 1,3% CK, trong khi doanh số trên cùng cửa hàng (SSSG) đạt khoảng 10%. Chênh lệch giữa hai chỉ tiêu cho thấy tác động pha loãng từ các cửa hàng mới là không nhiều, hàm ý các cửa hàng mở mới đang nhanh chóng cải thiện doanh thu, trong khi các cửa hàng hiện hữu tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định.

Hình 27. Mạng lưới Long Châu mở rộng nhanh, đi cùng sự cải thiện của doanh thu bình quân mỗi cửa hàng, trong đó...

(Tỷ đồng/tháng)

Axis Title



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

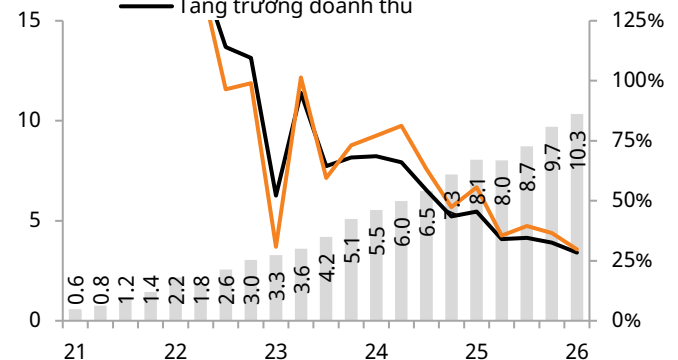
Hình 28. Doanh thu bình quân CH tăng nhanh hơn tổng doanh thu, phản ánh đà tăng trưởng hiệu suất cửa hàng

(Nghìn tỷ)

(% CK)

— Tăng trưởng doanh thu trên cửa hàng

—— Tăng trưởng doanh thu



Biên lợi nhuận tiếp tục xu hướng mở rộng

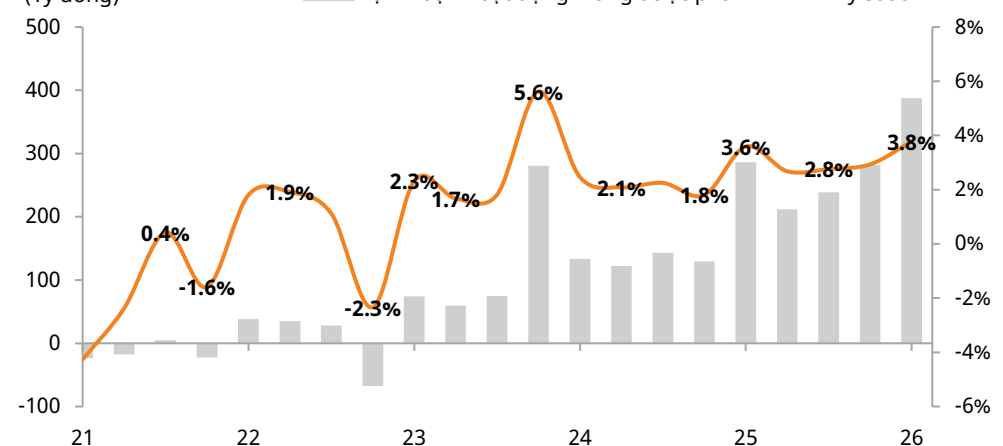
Biên lợi nhuận hoạt động của mảng dược phẩm đã cải thiện ổn định trong những năm gần đây, xu hướng này được hỗ trợ bởi sự cải thiện liên tục của biên lợi nhuận gộp, cùng với hiệu ứng đòn bẩy hoạt động khi mạng lưới đạt quy mô lớn hơn.

Hình 29. Xu hướng cải thiện của tỷ suất lợi nhuận mảng thuốc các kỳ gần đây

(Tỷ đồng)

■ Lợi nhuận hoạt động mǎng dược phẩm

— Tỷ suất LNHĐ



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

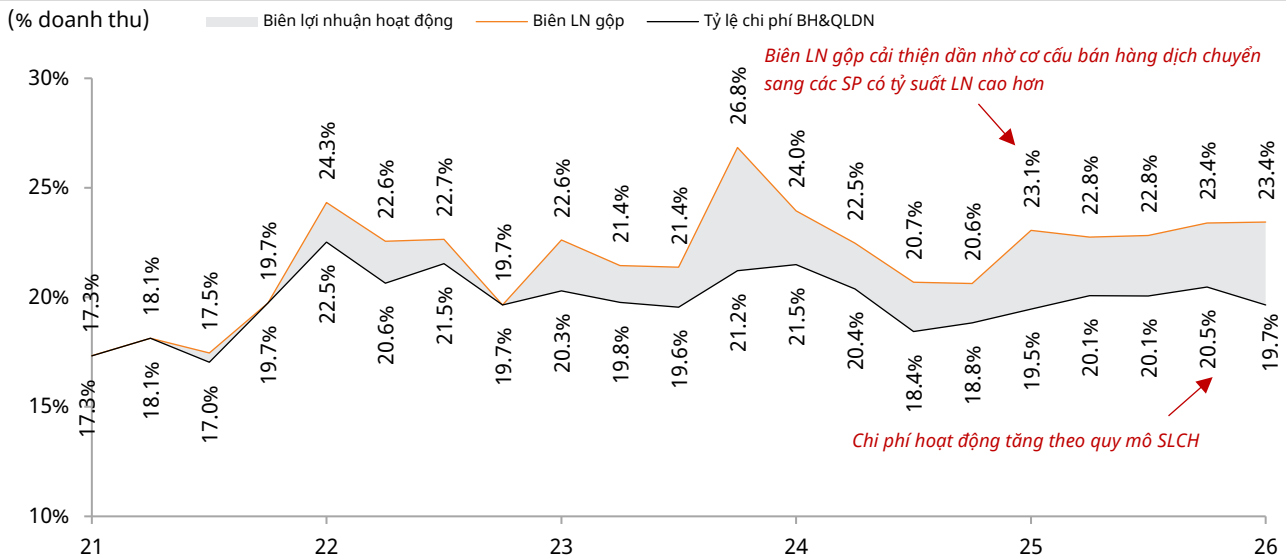
Cơ cấu doanh thu dịch chuyển sang các nhóm có biên lợi nhuận cao hơn

Biên lợi nhuận gộp của Long Châu đã tăng từ 17,1% năm 2020 lên 23,4% năm 2025, tương đương mức mở rộng +1,3%/năm. Đây là cũng động lực chính thúc đẩy sự cải thiện của biên lợi nhuận hoạt động trong giai đoạn vừa qua.

Sự cải thiện này được hỗ trợ bởi hai yếu tố mang tính cấu trúc. Thứ nhất, cơ cấu doanh thu dịch chuyển sang các nhóm sản phẩm và dịch vụ có biên lợi nhuận cao hơn, bao gồm thực phẩm chức năng, thiết bị y tế và các dịch vụ chăm sóc sức khỏe giá trị gia tăng. Theo FRT, nhóm sản phẩm ngoài thuốc hiện chiếm khoảng 45% doanh thu, cho thấy khả năng bán chéo ngày càng hiệu quả của chuỗi nhà thuốc. Thứ hai, quy mô doanh thu lớn hơn giúp Long Châu nâng cao năng cao lợi thế khi mua hàng như nhận được chiết khấu cao hơn.

Với dự báo doanh thu và mạng lưới nhà thuốc của FRT tăng dần theo thời gian, kì vọng diễn biến tỷ suất lợi nhuận sẽ tiếp tục mở rộng. Tuy nhiên, FRT cam kết không điều chỉnh giá đối với nhiều loại thuốc thiết yếu, do đó dư địa cải thiện biên từ nhóm SP thuốc là không nhiều.

Hình 30. Biên LN gộp gia tăng đã bù đắp hầu hết chi phí phát sinh từ quá trình mở rộng, giúp tỷ suất LNHD cải thiện



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

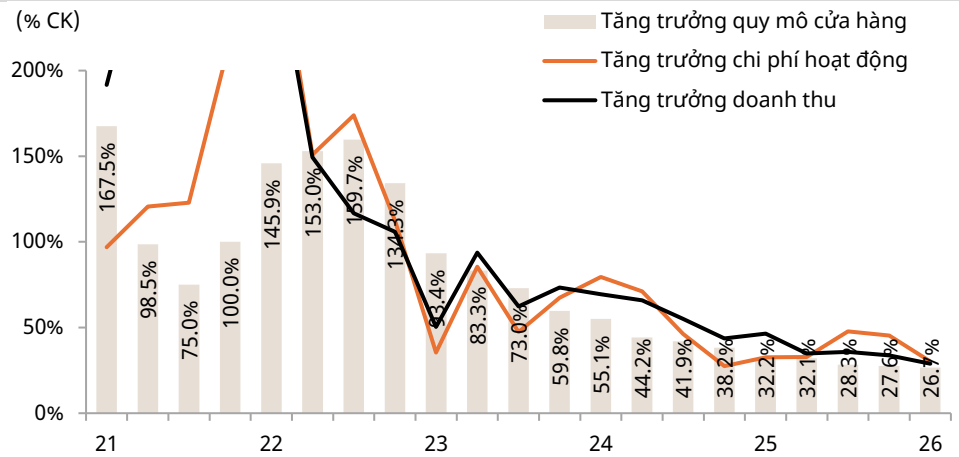
Dẫn tối ưu chi phí nhờ lợi thế quy mô

Trong giai đoạn mở rộng mạnh, chi phí bán hàng và quản lý gần như tăng cùng tốc độ với doanh thu do doanh nghiệp liên tục mở mới cửa hàng, khiến chi phí vận hành được thiết lập lại ở mức cao và biên lợi nhuận HĐ khó cải thiện đáng kể (hình 4).

Tuy nhiên, khi tốc độ mở rộng mạng lưới dần chậm lại sau năm 2025, áp lực chi phí từ các cửa hàng mới bắt đầu giảm bớt, trong khi các cửa hàng hiện hữu bước vào giai đoạn trưởng thành và tiếp tục tăng trưởng doanh thu. Nhờ đó, chi phí cố định được phân bổ trên quy mô doanh thu lớn hơn, giúp tăng hiệu ứng tiết kiệm chi phí trên quy mô và hỗ trợ biên lợi nhuận mở rộng.

Trong trung hạn, xu hướng này được kỳ vọng duy trì. FRT kế hoạch mở mới khoảng 400–450 cửa hàng trong năm 2026, thấp hơn tốc độ mở rộng của các năm trước, đồng thời mục tiêu trung hạn hạn trên 3.000 nhà thuốc cũng không còn quá xa so với quy mô hiện nay. Do đó, rủi ro biên lợi nhuận chịu áp lực từ việc mở rộng mạng lưới nhanh là tương đối thấp.

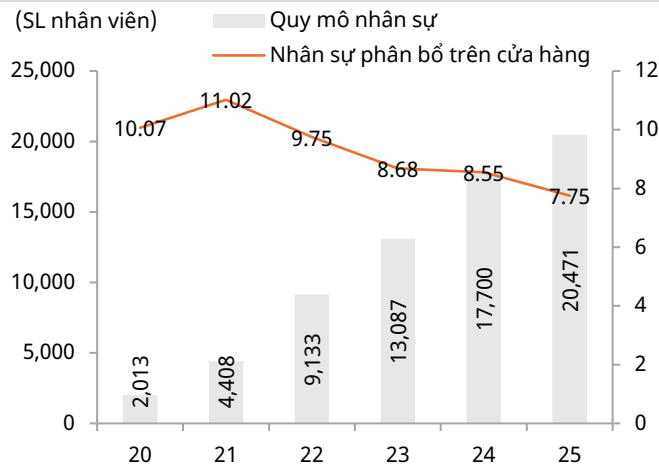
Hình 31. Tốc độ mở rộng cửa hàng và chi phí HĐ giảm dần trong giai đoạn 2024–2025



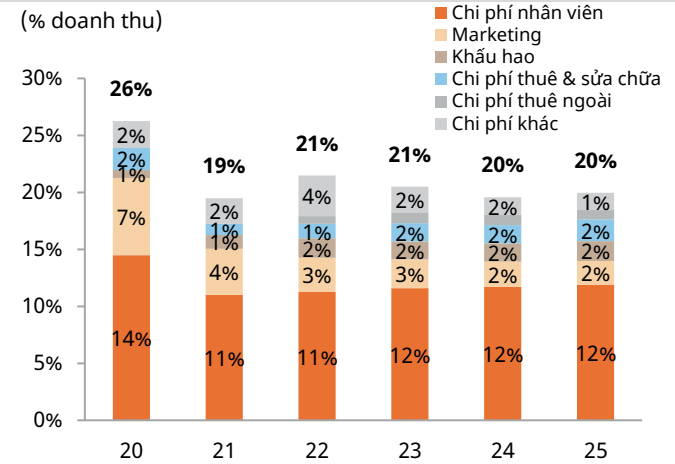
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Chi phí nhân sự hiện là khoản mục lớn nhất trong cơ cấu chi phí hoạt động của Long Châu, chủ yếu cho đội ngũ dược sĩ. Tuy nhiên, dù quy mô cửa hàng mở rộng nhanh trong hai năm qua, tỷ trọng chi phí nhân viên vẫn duy trì ổn định ở mức khoảng 60% chi phí hoạt động, tương đương 12% doanh thu. Theo FRT, kết quả này phản ánh mô hình vận hành tinh gọn, với trọng tâm là nâng cao năng suất lao động và tối ưu hóa việc sử dụng nhân sự.

Hình 32. SL nhân viên trên cửa hàng tiếp tục giảm nhờ chiến lược vận hành tinh gọn và ứng dụng AI, Big data



Hình 33. Qua đó bù đắp áp lực tăng chi phí nhân sự khi mở mới cửa hàng, góp phần duy trì đòn bẩy hoạt động



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Triển vọng ngành dược phẩm và liên hệ với Long Châu

Lợi thế dân số vàng

Y tế và dược phẩm thường được xem là nhóm ngành mang tính phòng thủ nhờ nhu cầu ít nhạy cảm với chu kỳ kinh tế. Về dài hạn, tăng trưởng của ngành được hỗ trợ bởi hai động lực mang tính cấu trúc: Gia tăng thu nhập bình quân và già hóa dân số.

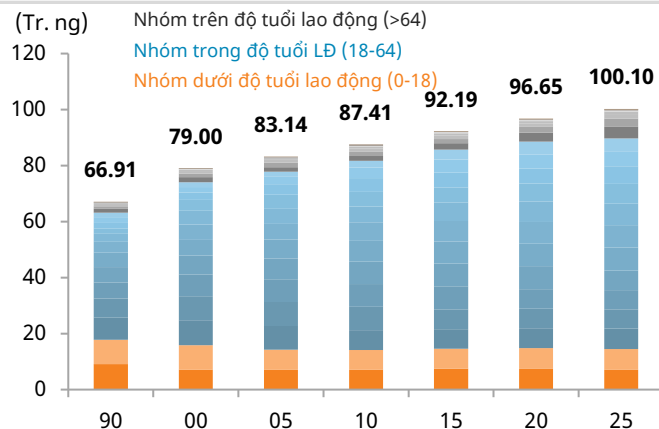
Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng này. Theo đó, khoảng 63% dân số Việt Nam hiện nằm trong độ tuổi lao động, trong khi GNI bình quân đầu người cũng tăng lên 119,6 triệu đồng vào năm 2025 (2020-2025 CAGR: 12,1%). Về xu hướng già hóa, trung vị độ tuổi của dân số tăng từ 32 lên 34,4 tuổi, cho thấy quá trình già hóa dân số đã bắt đầu.

Tuy nhiên, những yếu tố thuận lợi trên vẫn chưa phản ánh trong mức chi dành cho y tế.

Chi tiêu của hộ gia đình cho hàng hóa và dịch vụ y tế chỉ tăng trưởng với CAGR 1,9% trong giai đoạn 2021–2025, thấp hơn đáng kể so với tăng trưởng GDP (12,4%), đồng thời tỷ trọng chi tiêu y tế trong GDP giảm từ 3,18% xuống còn 2,14%. Ngay cả nhóm dược phẩm, chiếm khoảng 47% tổng chi tiêu y tế, cũng chỉ ghi nhận CAGR khoảng 2,0%.

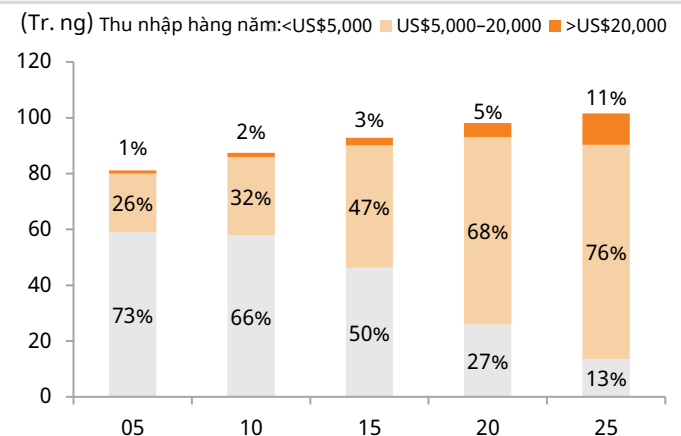
Bức tranh lại khác khi xét riêng kênh bán lẻ dược phẩm, với mức tăng bình quân 10,9%/năm. Theo chúng tôi, chênh lệch này chủ yếu đến từ hai yếu tố. Thứ nhất, các chuỗi hiện đại tiếp tục giành thị phần từ nhà thuốc truyền thống. Thứ hai, doanh thu của các chuỗi ngày càng đến nhiều hơn từ thực phẩm chức năng, thiết bị y tế và các sản phẩm chăm sóc sức khỏe ngoài thuốc. Vì vậy, tăng trưởng của bán lẻ dược phẩm hiện phản ánh cả quá trình hợp nhất ngành và mở rộng danh mục sản phẩm, thay vì chỉ phụ thuộc vào tăng trưởng chi tiêu y tế.

Hình 34. Cơ cấu dân số Việt Nam, theo độ tuổi



Nguồn: Euromonitor, Mirae Asset Research

Hình 35. Cơ cấu dân số Việt Nam, theo nhóm thu nhập

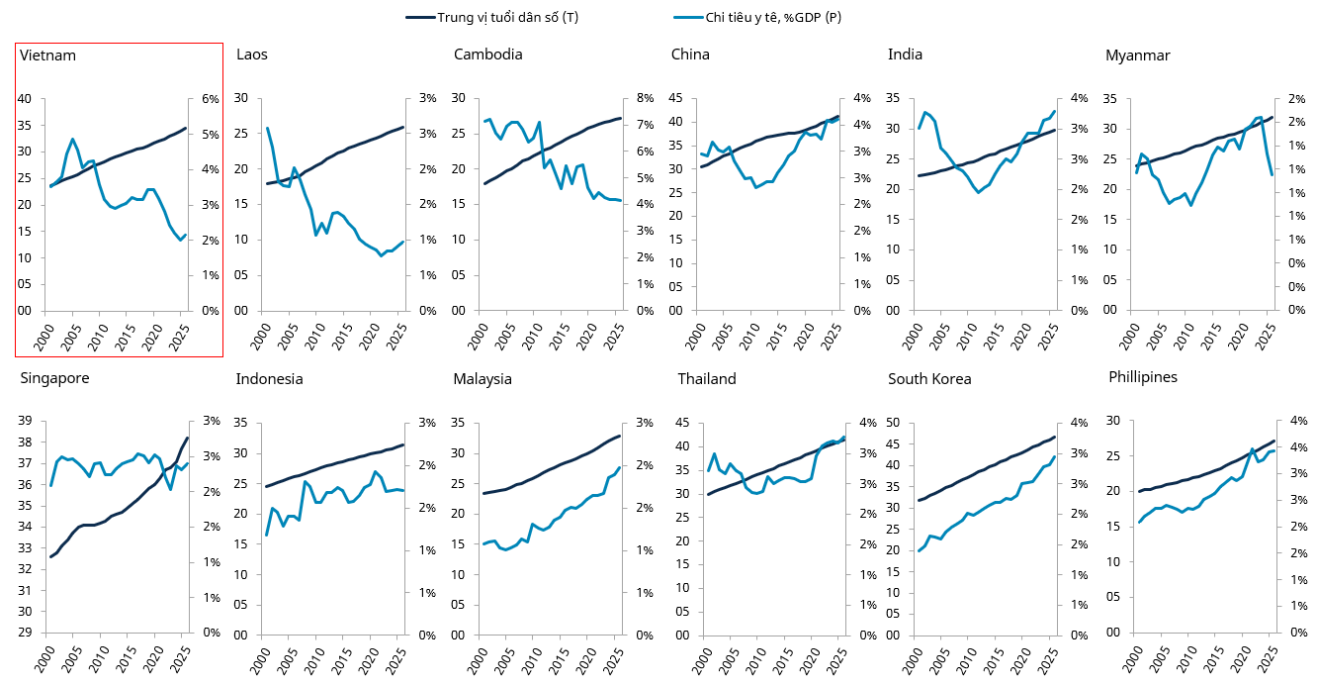


Hình 36. Quy mô dân số, kinh tế và triển vọng thị trường dược phẩm kênh nhà thuốc tại Việt Nam

Chỉ tiêu	Đơn vị	2000	2005	2010	2015	2020	2025	2020-25 CAGR
GDP	Tỷ đồng	441,646	914,001	2,739,843	5,191,324	8,044,386	12,848,224	12.4%
GNI	Tỷ đồng	435,319	897,222	2,654,839	4,927,884	7,700,498	12,153,660	12.1%
GDP/ đầu người	Tr. đồng	5.72	11.27	31.33	55.93	82.02	126.46	11.4%
GNI/ đầu người	Tr. đồng	5.64	11.06	30.36	53.09	78.51	119.62	11.1%
Chỉ số bán lẻ	2010 = 100	14	29	100	208	321	447	
Chỉ số bán lẻ thực	2010 = 100	29	49	100	143	189	226	
Tổng dân số	Nghìn người	77,154	81,088	87,455	92,823	98,079	101,599	0.9%
Khu vực hành thị	Nghìn người	18,621	22,022	26,355	29,917	34,693	39,241	3.1%
Khu vực nông thôn	Nghìn người	58,533	59,067	61,100	62,907	63,387	62,357	-0.4%
Tỷ lệ phụ thuộc	% độ tuổi LĐ	60	51	44	44	47	48	
% trong độ tuổi lao động	% tổng dân số	56	60	63	65	64	63	
Trung vị tuổi	Tuổi	23.7	25.8	28.2	30.2	32.0	34.4	
Chi tiêu y tế	Tỷ đồng	15,566	41,582	86,418	166,326	255,611	275,237	1.9%
Dược phẩm	Tỷ đồng	6,333	18,031	39,839	77,954	120,253	129,972	2.0%
Ngoại trú	Tỷ đồng	5,136	13,464	27,437	52,513	80,599	86,675	1.8%
Bệnh viện	Tỷ đồng	4,097	10,087	19,142	35,859	54,759	58,590	1.7%
Chi tiêu y tế/người	%GDP	3.52	4.55	3.15	3.20	3.18	2.14	
Chi tiêu cho dược phẩm/người	%GDP	1.43	1.97	1.45	1.50	1.49	1.01	
Chi tiêu y tế/người	Tr. đồng/năm	0.2	0.5	1.0	1.8	2.6	2.7	1.0%
Chi tiêu dược phẩm/người	Tr. đồng/năm	0.1	0.2	0.5	0.8	1.2	1.3	1.1%
Doanh thu nhà thuốc	Tỷ đồng			59,072	114,073	191,666	289,836	10.9%
% sv. chi tiêu cho y tế	%			68.36	68.58	74.98	105.30	8.9%
Doanh thu nhà thuốc/người	Tr. đồng/năm			675,449	1,228,922	1,954,192	2,852,759	9.9%

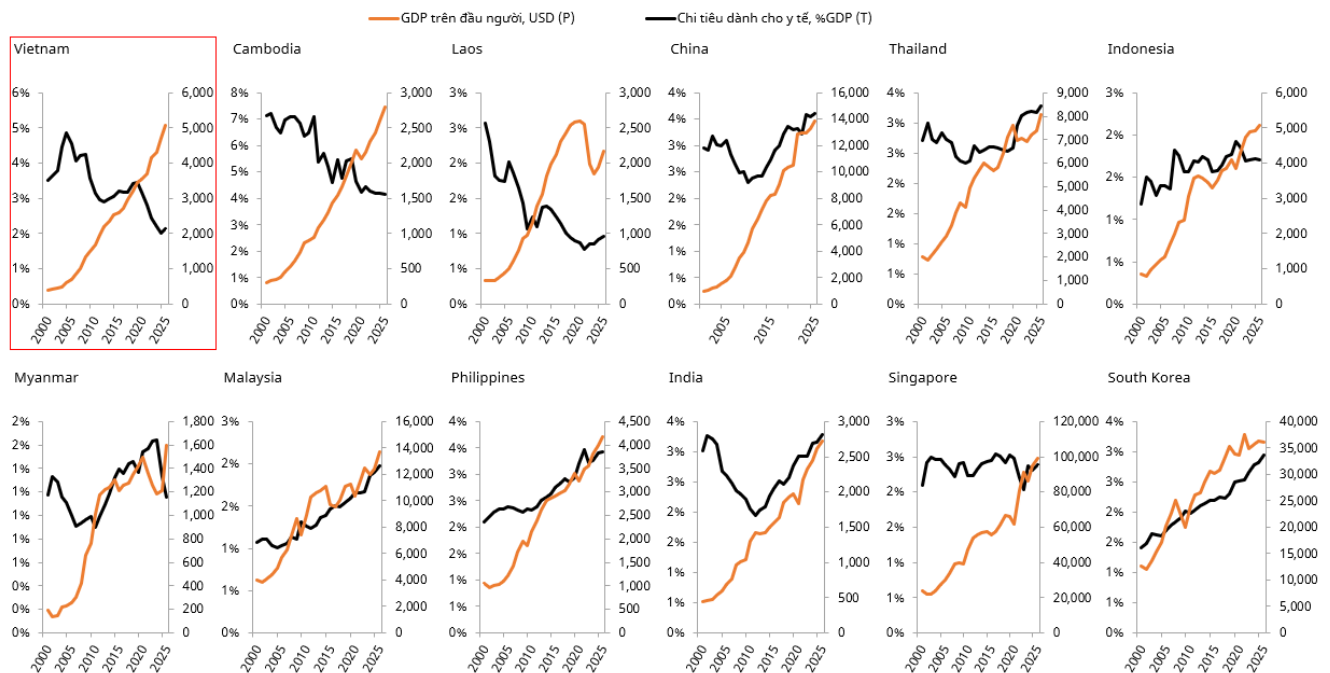
Nguồn: Euromonitor, Mirae Asset Research

Hình 37. So sánh mối tương quan giữa già hóa dân số và chi tiêu y tế tại một số quốc gia châu Á. Tại Việt Nam, quá trình già hóa dân số đến nay vẫn chưa kéo theo mức chi tiêu y tế cao hơn



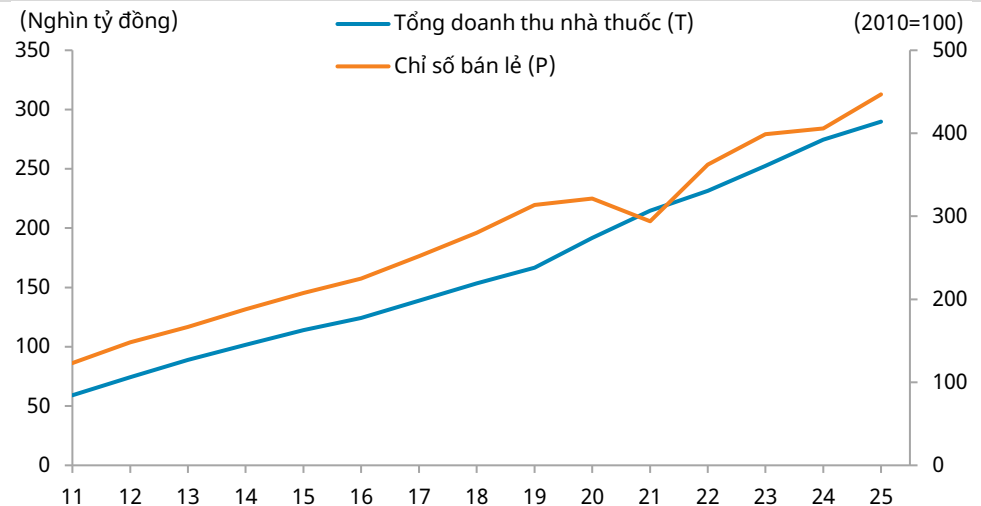
Nguồn: Euromonitor, WTO, Mirae Asset Research

Hình 38. Hầu hết các quốc gia có thu nhập bình quân đầu người tăng đều ghi nhận chi tiêu y tế (% GDP) ổn định hoặc tăng. Việt Nam là ngoại lệ, khi GDP bình quân đầu người tăng nhanh nhưng tỷ trọng chi tiêu y tế trong GDP lại giảm



Nguồn: Euromonitor, WTO, Mirae Asset Research

Hình 39. Tuy nhiên nhờ cơ cấu sản phẩm bao gồm tỷ trọng đáng kể các mặt hàng ngoài thuốc, doanh thu của nhà thuốc thường có xu hướng bám sát tăng trưởng tiêu dùng hơn là các chỉ tiêu về nhu cầu chi tiêu cho y tế



Nguồn: Euromonitor, Mirae Asset Research

Triển vọng và quy mô ngành bán lẻ dược phẩm

Về một số ước tính, BMI xác định quy mô thị trường dược phẩm Việt Nam vào khoảng 206 nghìn tỷ đồng tính đến 2025. Trong đó nhóm thuốc kê đơn (ETC) chiếm khoảng 77%. Do phần lớn thuốc kê đơn được phân phối qua kênh bệnh viện, các đơn vị nhà thuốc ngoài tuyến bệnh viện thường tập trung bán hàng nhóm thuốc không kê đơn (OTC).

Trên thị trường, Long Châu lựa chọn một mô hình khác biệt khi có sự phân bổ và cả thuốc OTC và nhóm thuốc kê đơn, thuốc điều trị bệnh mạn tính. Mô hình này giúp đem lại mức doanh thu/khách hàng cao hơn và tạo ra tệp khách hàng ổn định.

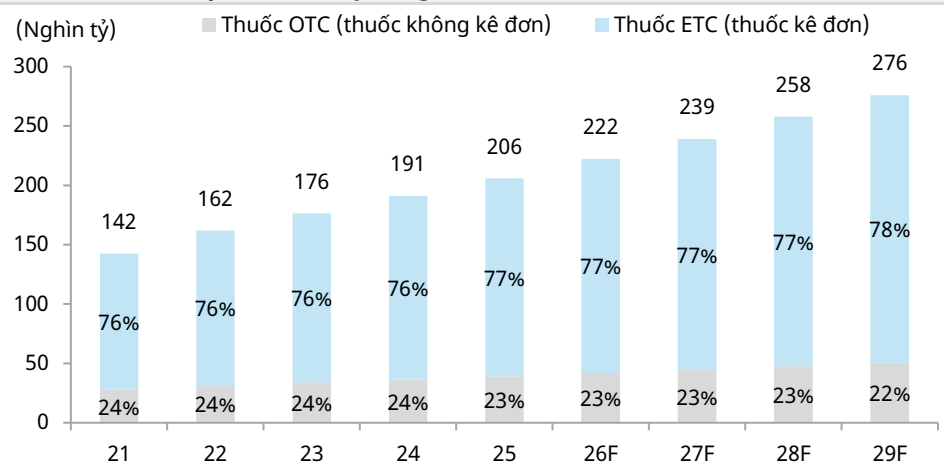
Bên cạnh dược phẩm, Long Châu tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm và dịch vụ có giá trị gia tăng cao như thực phẩm chức năng, dược mỹ phẩm, thiết bị y tế và các dịch vụ chăm sóc sức khỏe, góp phần nâng cao giá trị đơn hàng. Theo FRT, nhóm sản phẩm ngoài thuốc hiện đóng góp khoảng 45% doanh thu. Do đó, thị trường mục tiêu của Long Châu không còn giới hạn ở dược phẩm mà mở rộng sang thị trường bán lẻ nhóm sản phẩm chăm sóc sức khỏe và làm đẹp.

Thị trường này được Euromonitor ước tính có quy mô doanh thu khoảng 290 nghìn tỷ đồng vào 2025, và dự kiến tăng trưởng 5,2%/năm trong giai đoạn 2025–2030. Tuy chỉ tăng trưởng ở mức 1 chữ số, chúng tôi lưu ý mức chi tiêu trên đầu người thuộc nhóm cao, xét theo quy mô kinh tế Việt Nam so với các nước trong khu vực Châu Á (hình 41).

Bên cạnh tăng trưởng của thị trường, Long Châu vẫn còn nhiều dư địa mở rộng thông qua gia tăng thị phần. Thị trường Việt Nam có sự phân mảnh rất cao với 85% thị phần thuộc về các cửa hàng nhỏ lẻ. Trong GD các năm vừa qua, Long Châu là doanh nghiệp mở rộng nhanh nhất với 2.417 nhà thuốc vào cuối năm 2025, tương đương khoảng 70% tổng số cửa hàng của ba chuỗi lớn nhất. Song song với quá trình mở rộng mạng lưới, thị phần của Long Châu cũng tăng nhanh, đạt khoảng 11% trong năm 2025.

Tựu trung, mặc dù triển vọng của ngành vẫn được hỗ trợ bởi các yếu tố cấu trúc như già hóa dân số, thu nhập cải thiện và quá trình hiện đại hóa kênh bán lẻ, chúng tôi cho rằng các yếu tố này sẽ mang lại lợi ích cho toàn ngành hơn là riêng Long Châu. Do đó, khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng vượt trội của Long Châu sẽ phụ thuộc chủ yếu vào các yếu tố về vi mô như chiến lược, quản trị và vận hành để tối ưu hóa các lợi thế hiện có vào việc duy trì tăng trưởng. Theo đó, các động lực tăng trưởng chính của Long Châu, được tóm lược trong Hình 47.

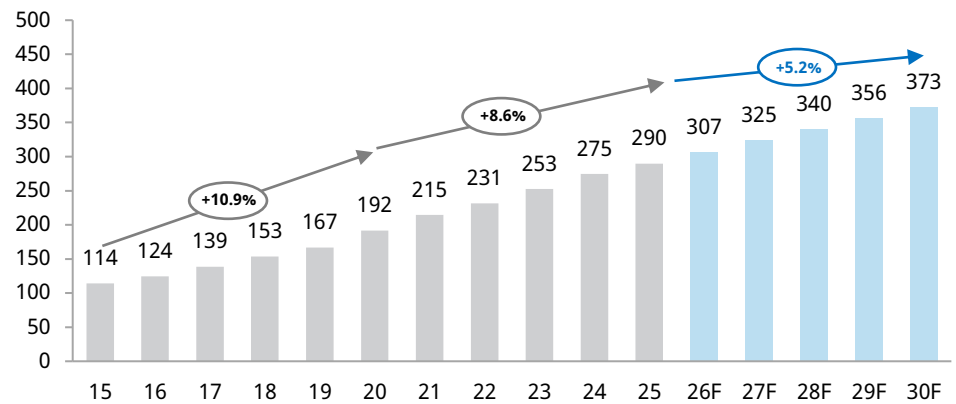
Hình 40. Thị trường dược phẩm Việt Nam chủ yếu là thuốc kê đơn, phân phối chính từ kênh bệnh viện. Ở phân khúc này, Long Châu có lợi thế cạnh tranh so với các nhà thuốc khác



Nguồn: BMI, Mirae Asset Research

Hình 41. Quy mô thị trường bán lẻ nhà thuốc Việt Nam (bao gồm sản phẩm ngoài thuốc) dự kiến tăng trưởng ở mức 5.2% trong giai đoạn 2025-2030

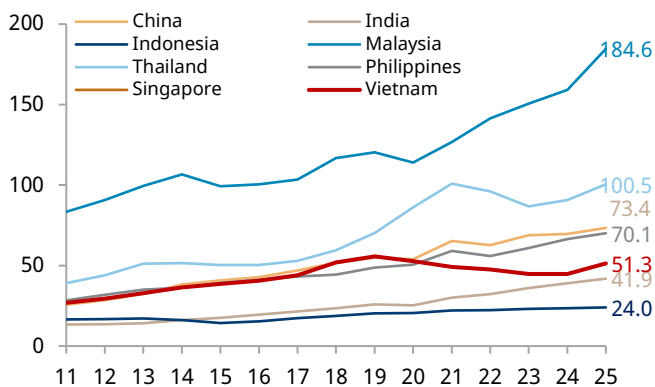
Quy mô doanh số nhà thuốc Việt Nam (nghìn tỷ)



Nguồn: Euromonitor, Mirae Asset Research

Hình 42. Chi tiêu y tế bình quân đầu người của Việt Nam ở mức trung bình trong khối ASEAN

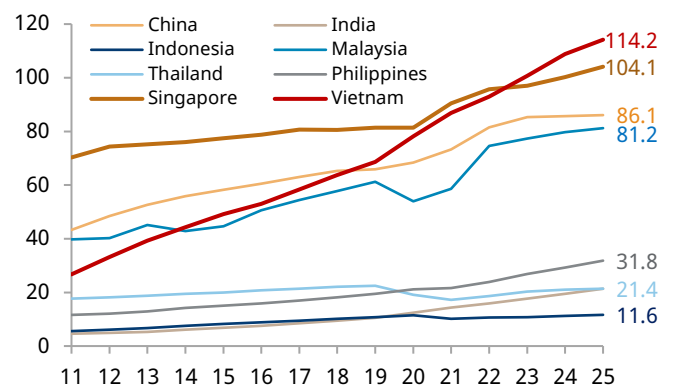
Chi tiêu về y tế trên đầu người (USD)



Nguồn: Euromonitor, Mirae Asset Research

Hình 43. Tuy nhiên nếu mở rộng sang danh mục chăm sóc sức khỏe ngoài thuốc, Việt Nam thuộc nhóm có mức chi tiêu cao nhất tại châu Á

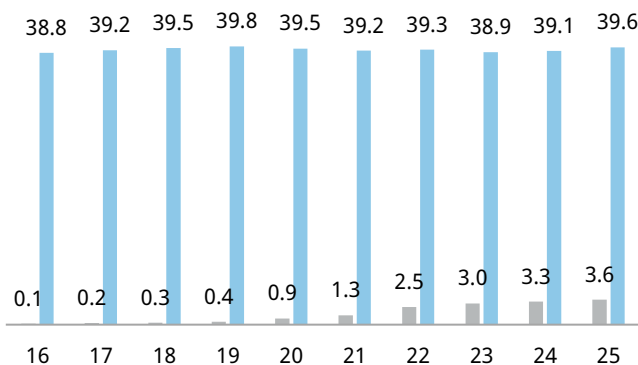
Doanh số nhà thuốc trên đầu người (USD)



Hình 44. Thị trường bán lẻ nhà thuốc Việt Nam vẫn phân mảnh với số lượng nhà thuốc truyền thống chiếm đa số...

(nghìn cửa hàng)

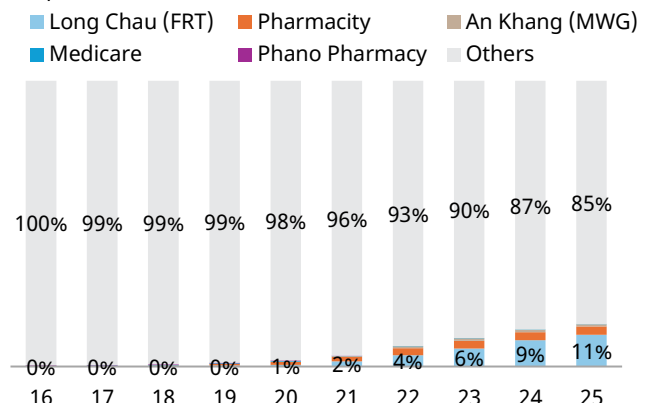
■ Nhà thuốc mô hình hiện đại
■ Nhà thuốc truyền thống



Nguồn: Euromonitor, Mirae Asset Research

Hình 45. ...tạo dư địa lớn cho các chuỗi nhà thuốc theo mô hình hiện đại mở rộng thị phần

(Thị phần)



Hình 46. Mặc dù tăng trưởng của ngành tạo nền tảng thuận lợi, khả năng duy trì mức tăng trưởng cao hơn ngành của Long Châu sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào chiến lược kinh doanh và vận hành của doanh nghiệp



Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 47. Mặc dù tăng trưởng của ngành tạo nền tảng thuận lợi, khả năng duy trì mức tăng trưởng cao hơn ngành của Long Châu sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào chiến lược kinh doanh và vận hành của doanh nghiệp

Chính sách/ quy định	Ngày hiệu lực	Nội dung chính	Tác động tới ngành bán lẻ dược phẩm
Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Dược (Luật số 44/2024/QH15)	7/2025	Bổ sung quy định về chuỗi nhà thuốc, kinh doanh được qua thương mại điện tử; mở rộng phạm vi hoạt động của doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài; đơn giản hóa thủ tục hành chính.	Chính thức ghi nhận mô hình chuỗi nhà thuốc và kinh doanh thuốc trực tuyến, tạo nền tảng pháp lý cho sự phát triển của kênh bán lẻ dược hiện đại.
Nghị định số 163/2025/NĐ-CP	7/2025	Quy định chi tiết thi hành Luật Dược sửa đổi, bao gồm điều kiện kinh doanh dược, quản lý chuỗi nhà thuốc, thương mại điện tử, chứng chỉ hành nghề, quản lý giá, nhập khẩu và thu hồi thuốc.	Hoàn thiện khung pháp lý thông qua đơn giản hóa thủ tục hành chính, thúc đẩy chuyển đổi số và tăng cường tiêu chuẩn hóa hoạt động phân phối, bán lẻ dược phẩm.
Thông tư 31/2025/TT-BYT	7/2025	Hướng dẫn chi tiết về điều kiện kinh doanh dược, chuỗi nhà thuốc, tiêu chuẩn GPP, hoạt động bán lẻ và kinh doanh thuốc trực tuyến.	Cụ thể hóa các quy định về chuỗi nhà thuốc, GPP và kinh doanh thuốc trực tuyến, tạo điều kiện mở rộng hệ thống bán lẻ với quy trình quản lý thống nhất.
Thông tư 26/2025/TT-BYT	7/2025	Sửa đổi quy định về kê đơn, cho phép kê đơn tối đa 90 ngày đối với một số bệnh mạn tính và hoàn thiện triển khai đơn thuốc điện tử tại các cơ sở khám chữa bệnh.	Thúc đẩy chuyển đổi số trong kê đơn và cấp phát thuốc, hỗ trợ nâng cao khả năng tuân thủ điều trị và tăng hiệu quả vận hành của các chuỗi nhà thuốc.
Nghị định 90/2026/NĐ-CP	5/2026	Tăng mức xử phạt đối với hành vi bán thuốc kê đơn không có đơn thuốc hợp lệ (10-20 triệu đồng), đồng thời siết chặt việc tuân thủ quy định trong hoạt động bán lẻ thuốc.	Tăng cường thực hiện quy định bán thuốc kê đơn, qua đó có thể thúc đẩy quá trình chuẩn hóa ngành và tạo lợi thế cạnh tranh cho các chuỗi đạt chuẩn GPP như Long Châu so với các nhà thuốc nhỏ lẻ.

Nguồn: Tổng hợp từ các văn bản luật

FPT Shop: Xu hướng KQKD và triển vọng

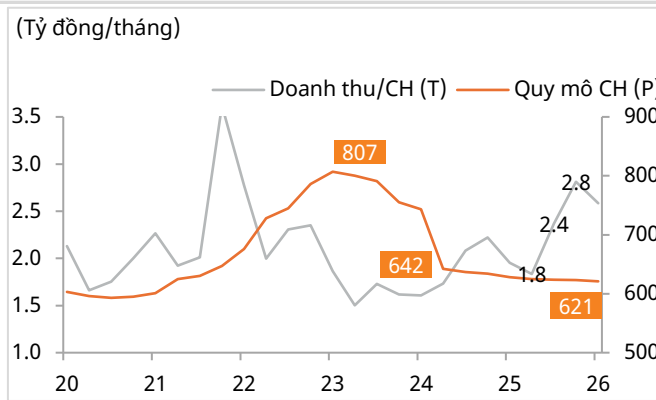
Lợi nhuận cải thiện, nhưng dư địa tăng trưởng còn hạn chế

Sau quá trình tái cơ cấu từ năm 2022, FPT Shop đã từng bước cải thiện hiệu quả hoạt động trong bối cảnh thị trường bán lẻ ICT trong nước bước vào giai đoạn bão hòa. Chuỗi hiện vận hành 621 cửa hàng, trong khi doanh thu bình quân mỗi cửa hàng đã phục hồi từ mức đáy khoảng 5,2-6,7 tỷ đồng/quý lên trên 7 tỷ đồng/tháng Q3/2025. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ nhu cầu mạnh đối với iPhone 17, cùng với việc FPT Shop và các cửa hàng phân phối chính hãng chiếm thị phần từ hàng xách tay.

Theo quan điểm của chúng tôi, sự phục hồi trong giai đoạn 2025-1Q26 phản ánh nhiều hơn yếu tố chu kỳ sản phẩm thay vì sự cải thiện mang tính cấu trúc cho triển vọng ngành, vốn đã bước vào giai đoạn bão hòa và tăng trưởng chỉ đến từ nhu cầu nâng cấp.

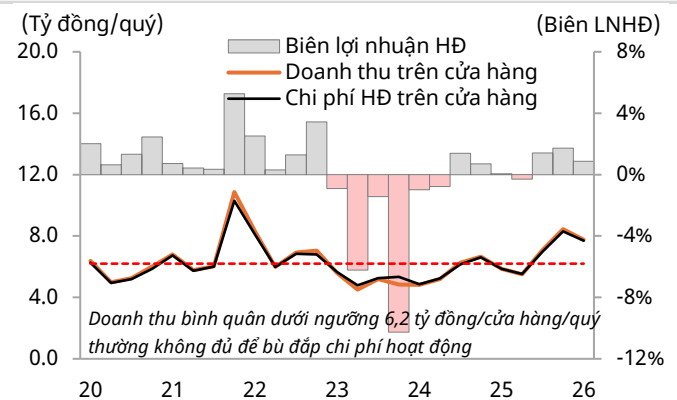
Do đó, mô hình dự báo hiện tại không giả định đà tăng trưởng cao của FPT shop sẽ duy trì, mà kỳ vọng doanh thu sẽ dần trở lại mức tăng trưởng bình thường. Dự doanh thu giai đoạn 2026-2030 tăng trưởng bình quân 3,5%/năm, trên cơ sở FPT Shop khó ghi nhận thêm mức tăng đáng kể về thị phần khi không còn ưu tiên mở rộng mạng lưới, trong bối cảnh cạnh tranh từ kênh bán hàng trực tuyến ngày càng gia tăng.

Hình 48. Doanh thu bình quân cửa hàng của FPT shop hồi phục từ Q2/2025

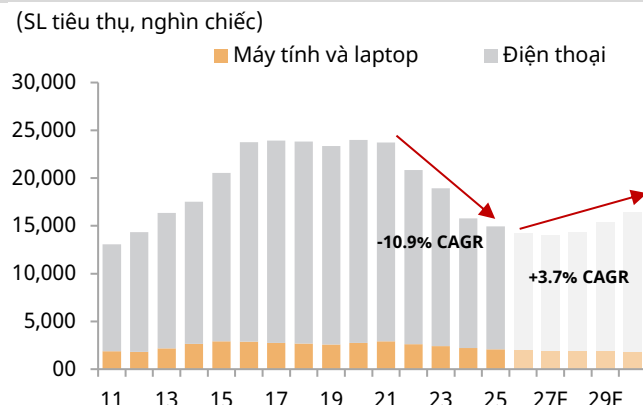


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 49. Giúp chuỗi duy trì mức lợi nhuận dương

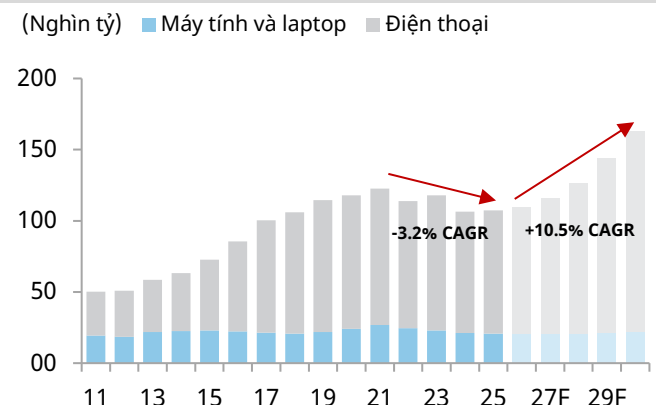


Hình 50. Dự báo tiêu thụ điện thoại và laptop tại thị trường Việt Nam sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm, chủ yếu từ nhu cầu nâng cấp/thay thế

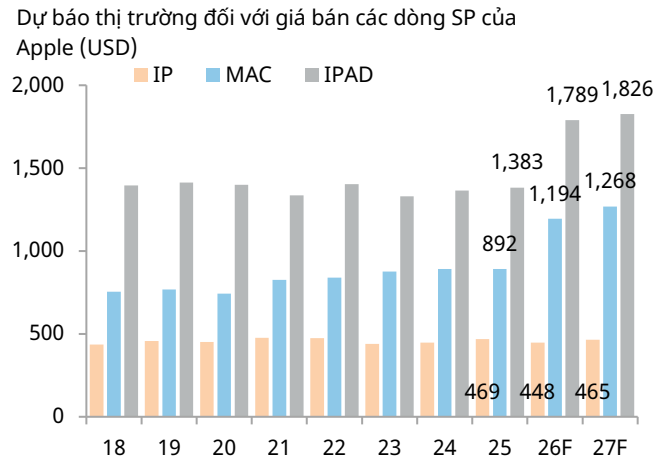


Nguồn: Euromonitor, Mirae Asset Research

Hình 51. Giá trị thị trường ngành bán lẻ ICT-CE được dự báo tăng nhanh hơn SL sản phẩm bán ra. Tuy nhiên, giá bán cao hơn có thể tác động đến nhu cầu

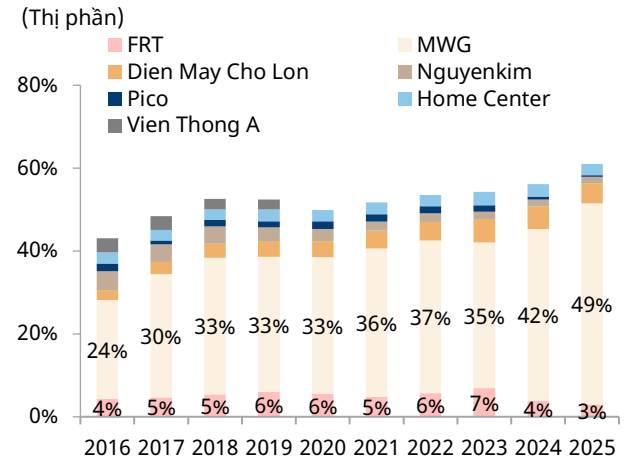


Hình 52. Apple dự kiến sẽ tăng giá >20% đối với các dòng sản phẩm, điều này có thể ảnh hưởng đến nhu cầu đối với các mặt hàng đóng góp doanh thu lớn của FPT Shop



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 53. Thị phần của FPT Shop đã ghi nhận giảm liên tục trong các năm gần đây



Mặc dù dư địa tăng trưởng không còn lớn, FPT Shop vẫn đóng vai trò quan trọng trong việc tạo dòng tiền cho FRT. Sau giai đoạn tái cơ cấu, hoạt động kinh doanh đã quay trở lại trạng thái tạo dòng tiền tự do dương nhờ cải thiện vốn lưu động và kiểm soát chi phí. Theo chúng tôi, dòng tiền từ FPT Shop sẽ là nguồn vốn nội bộ quan trọng, hỗ trợ FRT tiếp tục đầu tư vào Long Châu và các mảng kinh doanh mới mà không phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn bên ngoài.

Hình 54. Kỳ vọng FPT Shop sẽ tiếp tục duy trì dòng tiền tự do dương nhờ lợi nhuận hoạt động phục hồi. Tuy nhiên, dòng tiền từ vốn lưu động có thể kém tích cực hơn so với các năm trước khi hàng tồn kho dự kiến tăng trở lại trước các đợt tăng giá của nhóm hàng ICT-CE

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026F	2027	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	20,689	16,185	15,126	16,809	17,886	18,719	19,405	20,309	21,254
EBIT	411	-397	24	146	172	224	284	323	391
Thuế	-83	0	0	-1	-34	-45	-57	-65	-78
Khấu hao	45	66	68	70	72	74	76	78	80
Dự phòng	-15	1	21	19	0	0	0	0	0
Thay đổi VLD	-834	-1,371	786	892	-171	-213	-227	-255	-232
Dòng tiền thuần HĐKD	-476	-1,700	899	1,126	39	41	76	82	161
Đầu tư TSCĐ	-127	-295	-55	-35	-28	-21	-25	-28	-31
Góp vốn/thoái vốn	-227	0	-224	0	0	0	0	0	0
Dòng tiền tự do	-830	-1,996	620	1,092	11	19	51	54	130

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT VN)

Báo cáo tài chính (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	51,083	60,975	71,626	82,507
Giá vốn hàng bán	-41,073	-48,759	-56,848	-65,048
Lợi nhuận gộp	10,010	12,216	14,778	17,459
Chi phí bán hàng & quản lý	-8,696	-10,507	-12,514	-14,461
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	1,314	1,710	2,264	2,998
Lợi nhuận hoạt động	1,213	1,678	2,268	3,062
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-95	-32	4	64
Thu nhập tài chính thuần	-101	-32	4	64
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	6	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1,219	1,678	2,268	3,062
Thuế TNDN	-235	-336	-454	-612
Lợi nhuận sau thuế	984	1,342	1,815	2,450
LNST cổ đông công ty mẹ	795	1,074	1,454	1,964
Lợi ích cổ đông thiểu số	189	268	360	486
EBITDA	1,634	2,124	2,766	3,592
Dòng tiền tự do	2,086	729	837	1,326
Biên lợi nhuận gộp (%)	19.6	20.0	20.6	21.2
Biên EBITDA (%)	3.2	3.5	3.9	4.4
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	2.6	2.8	3.2	3.6
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.6	1.8	2.0	2.4

Báo cáo chuyển lưu tiền tệ (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền từ HĐ kinh doanh	2,747	672	833	1,315
Lợi nhuận sau thuế	795	1,074	1,454	1,964
Các khoản điều chỉnh trước VDL	162	414	502	594
Khấu hao và khấu trừ	403	414	502	594
Khác	-240	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	1,480	-817	-1,124	-1,242
Thay đổi khoản phải thu	-289	-72	-66	55
Thay đổi hàng tồn kho	-1,721	-2,177	-2,952	-2,962
Thay đổi khoản phải trả	3,489	1,174	1,796	1,589
Các thay đổi Khác	2	258	98	76
Các khoản mục khác	310	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-5,264	-236	-353	-424
Thay đổi chi phí xây dựng cơ bản	-534	-236	-353	-424
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-4,943	0	0	0
Thay đổi tài sản đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Các khoản mục khác	213	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	3,289	1,406	1,918	2,144
Nợ vay	1,251	1,138	1,558	1,659
Vốn và các quỹ	2,037	0	0	0
Cổ tức tiền mặt	0	0	0	0
Các khoản mục khác	0	268	360	486
Lưu chuyển tiền thuần	772	1,841	2,398	3,036
Số dư đầu kì	2,098	2,870	4,711	7,109
Số dư cuối kì	2,870	4,711	7,109	10,145

Source: Company data, Mirae Asset Securities Research estimates

Bản cân đối kế toán (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn	21,787	25,781	31,289	37,341
Tiền và các khoản tương đương tiền	2,870	4,711	7,109	10,145
Phải thu và các khoản phải thu khác	729	640	728	711
Hàng tồn kho	11,927	14,104	17,056	20,018
Tài sản ngắn hạn khác	6,262	6,326	6,395	6,466
Tài sản dài hạn	1,927	1,750	1,600	1,431
Tài sản cố định hữu hình	1,576	1,398	1,249	1,079
Đầu tư liên doanh	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	351	351	351	351
Tổng tài sản	23,714	27,531	32,889	38,772
Nợ ngắn hạn	18,574	21,049	24,593	28,026
Phải trả người bán	7,924	9,149	11,016	12,671
Nợ vay ngắn hạn	10,052	11,190	12,748	14,406
Nợ ngắn hạn khác	599	711	829	949
Nợ dài hạn	1	0	0	0
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1	0	0	0
Tổng nợ phải trả	18,575	21,049	24,593	28,026
Vốn chủ sở hữu	4,171	5,246	6,700	8,664
Vốn cổ phần	1,703	1,788	1,788	1,788
Lợi nhuận giữ lại	2,468	3,458	4,912	6,876
Thặng dư vốn và các khoản khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	968	1,236	1,596	2,082
Tổng cộng nguồn vốn	5,139	6,481	8,296	10,746

Định giá và các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

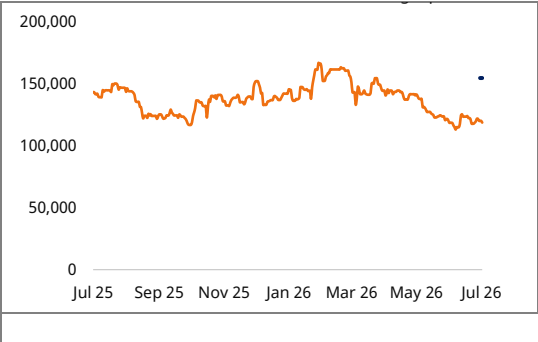
	2025F	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	32.1	25.0	18.4	13.7
P/CF (x)	12.2	36.8	32.0	20.2
P/B (x)	5.0	4.1	3.2	2.5
EV/EBITDA (x)	15.6	12.6	9.7	7.5
EPS (VND)	4,667	6,009	8,133	10,982
CFPS (VND)	12,251	4,075	4,680	7,416
BPS (VND)	30,176	36,247	46,395	60,094
DPS (VND)	0	0	0	0
Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Cổ tức tiền mặt trên thị giá (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	27.4	19.4	17.5	15.2
Tăng trưởng EBITDA (%)	76.6	30.0	30.3	29.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	90.4	30.2	32.4	32.4
Tăng trưởng EPS (%)	100.3	28.7	35.4	35.0
Vòng quay phải thu (x)	72.1	58.7	50.5	61.6
Vòng quay tồn kho (x)	3.4	3.5	3.3	3.2
Vòng quay phải trả (x)	6.9	6.8	6.3	6.2
ROE (%)	26.1	22.8	24.3	25.6
ROA (%)	4.0	4.2	4.8	5.5
ROIC (%)	17.1	16.0	19.3	23.0
Nợ vay ròng trên vốn chủ (x)	24.4	8.5	-3.5	-15.5
Tiền mặt trên nợ ngắn hạn (%)	87.5	95.1	102.3	111.6
Chỉ số thanh khoản hiện hành (x)	1.2	1.2	1.3	1.3
Chỉ số thanh khoản nhanh (x)	0.5	0.5	0.5	0.6

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT.VN)	16/7/2026	Mua	150,000



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nằm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.
Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.
Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.
MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336