

CTCP DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (HSX: IMP)
Đinh Thị Phương Thảo

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: thaodtp@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 – Ext: 5975

Nguyễn Thị Thúy Vân

Chuyên viên phân tích

 Email: vannnt3@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 – Ext: 7561

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu IMP & VNIndex


Thông tin giao dịch	06/11/2025
Giá đóng cửa (VND/cp)	49.450
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	55.400
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	38.400
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	154
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	154
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	38.727
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	51,4%
Vốn hóa (tỷ VND)	7.623
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	2.234
P/E Trailing 12 tháng	22,1x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Dược phẩm Imexpharm
Địa chỉ	Số 04, đường 30/4 - P. Cao Lãnh - Tỉnh Đồng Tháp
HĐKD chính	Sản xuất thuốc, hóa dược và dược liệu
Chi phí chính	Chi phí nhân công và khấu hao tài sản cố định
Rủi ro chính	Dự án IMP5 bị chậm tiến độ do ảnh hưởng của việc sáp nhập tỉnh

Giá hiện tại:

49.450

Giá mục tiêu:

51.100

Tăng/(Giảm):

+3,4%
THEO DÕI
DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với CTCP Dược phẩm Imexpharm (HSX: IMP) với mức giá mục tiêu 51.100 đồng/cp, cao hơn **3,4%** so với mức giá đóng cửa ngày 06/11/2025, dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE. Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu IMP tại mức giá 42.600 đồng/cp, tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng 20% ([chi tiết](#)).

TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH ([chi tiết](#))

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2025 lần lượt đạt 2.604 tỷ VND (+18,1% YoY) và 337 tỷ VND (+5,1% YoY) nhờ sự tăng trưởng tại cả 2 kênh ETC và OTC.

- ✓ **Doanh thu kênh ETC dự phóng đạt 1.163 tỷ VND (+17,4% YoY) trong năm 2025 và tăng trưởng trung bình 15,9%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ triển vọng gia tăng công suất tại các nhà máy EU-GMP (IMP2, 3 và 4) đến từ (1) nhu cầu thuốc kháng sinh dự báo tăng 9,2%/năm (theo IQIVIA, IMP); (2) mở rộng kênh phân phối qua đối tác giúp tăng khả năng trúng thầu và (3) tiếp tục hưởng lợi nhờ các chính sách ưu tiên doanh nghiệp sản xuất dược phẩm nội địa.**
- ✓ **Triển vọng khả quan của kênh OTC nhờ (1) tăng cường hợp tác với các chuỗi nhà thuốc; (2) mở rộng hệ thống phân phối ra miền Bắc và (3) nhu cầu tiêu thụ thuốc tại kênh OTC ước tăng 6,1%/năm (theo BMI).** Chúng tôi dự phóng doanh thu kênh OTC của IMP đạt 1.236 tỷ VND (+15,0% YoY) trong năm 2025 và tăng trưởng với CAGR = 10,5% trong giai đoạn 2025F-2029F.
- ✓ **Biên lợi nhuận gộp của IMP kỳ vọng duy trì ở mức 39,0% trong năm 2025 (+0,2 đpt YoY) và cải thiện lên 41,0% trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ tập trung vào dòng thuốc kháng sinh tiềm có biên lợi nhuận cao.**

YẾU TỐ THEO DÕI ([chi tiết](#))

- ✓ **Kế hoạch xây dựng nhà máy IMP5 – Tổ hợp Nhà máy Dược phẩm Cát Khánh kỳ vọng giúp IMP tăng trưởng trong dài hạn nhờ (1) mở rộng danh mục thuốc (tim mạch, tiểu đường,...), (2) cạnh tranh thấp trong nhóm thuốc đặc trị, và (3) chính sách ưu tiên đối với các sản phẩm mới.**
- ✓ **Livzon Pharmaceutical Group (Trung Quốc) mua lại 64,81% cổ phần tại Imexpharm.**

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9T/2025

IMP ghi nhận tăng trưởng tích cực trong 9T/2025 với doanh thu thuần đạt 2.118 tỷ VND (+15,9% YoY & 68,0%KH2025) và lợi nhuận sau thuế đạt 242 tỷ VND (+21,0% YoY & 61,4%KH2025).

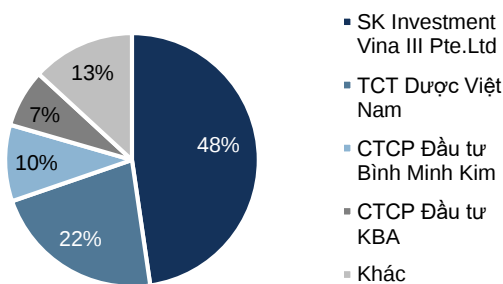
Cụ thể:

- ✓ Doanh thu kênh ETC 9T/2025 đạt 1.141 tỷ VND (+21,0% YoY) nhờ (1) mở rộng hoạt động phân phối qua các đối tác và (2) lợi thế tại dòng thuốc kháng sinh dạng tiêm chất lượng cao.
- ✓ Doanh thu kênh OTC tăng trưởng tích cực +19,0% YoY nhờ doanh thu từ các chuỗi nhà thuốc mở rộng.
- ✓ Biên lợi nhuận 9T/2025 đạt 43% (+4,1 đpt) nhờ dịch chuyển cơ cấu sản phẩm sang phân khúc giá trị cao và giá nguyên vật liệu đầu vào API giảm nhẹ 1,0% YoY.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông tại ngày 06/11/2025



Nguồn: IMP, FPTs tổng hợp

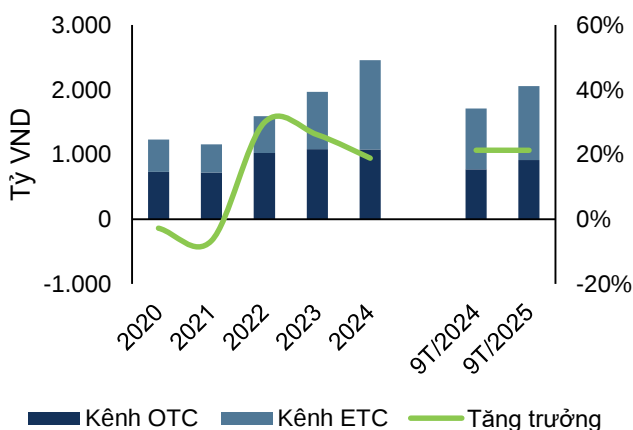
Tính đến hết ngày 06/11/2025, quỹ đầu tư SK Investment Vina III là cổ đông lớn nhất của IMP với tổng mức sở hữu trực tiếp và gián tiếp khoảng 65%. SK Investment Vina III là đơn vị trực thuộc của SK South East Asia Investment, thành viên tập đoàn đa ngành SK Group (Hàn Quốc). Hội đồng quản trị của Imexpharm có 2/5 thành viên HĐQT là người từ SK Group tham gia quản trị nhưng không trực tiếp điều hành hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra, cổ đông lớn thứ hai Tổng công ty Dược Việt Nam - Vinapharm - sở hữu 22% vốn cổ phần.

2. Tổng quan hoạt động kinh doanh

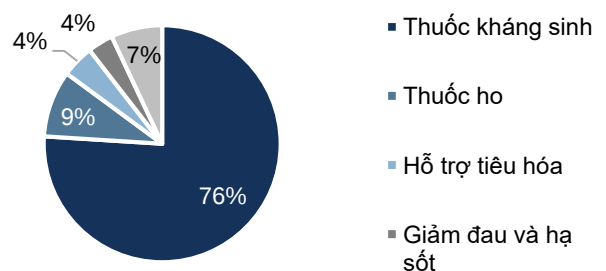
Công ty Cổ phần Dược phẩm Imexpharm (HSX: IMP) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh các sản phẩm dược phẩm, bao gồm các loại thuốc và sản phẩm y tế khác nhau. IMP hiện đang vận hành 4 nhà máy, trong đó có 12 dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP ([Xem thêm](#): Chi tiết các nhà máy sản xuất của IMP).

IMP phân phối thuốc sản xuất chủ yếu qua kênh OTC và ETC với tỷ trọng doanh thu năm 2024 tại 2 kênh lần lượt là 43% và 53%. Tại kênh OTC, IMP tự phân phối các sản phẩm sản xuất tại nhà máy IMP1 tiêu chuẩn WHO-GMP còn tại kênh ETC, doanh nghiệp chủ yếu phân phối các sản phẩm thuốc generic (thuốc sao chép thuốc biệt dược gốc đã hết hạn bảo hộ) từ các nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP (IMP2, 3 và 4).

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối



Biểu đồ 4: Thuốc kháng sinh là dòng sản phẩm chủ lực của công ty



Nguồn: IMP, FPTs tổng hợp

Về cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, thuốc kháng sinh (chiếm 76% doanh thu) hiện là dòng sản phẩm chủ lực của công ty. Trong đó, chúng tôi ước tính khoảng 78% thuốc kháng sinh theo tiêu chuẩn EU-GMP được sản xuất tại 3 cụm nhà máy IMP2, 3, và 4.

IMP công bố thông tin đầy đủ về kết quả kinh doanh và triển vọng kinh doanh ngắn hạn thông qua các Analyst Meeting được tổ chức hằng quý. Về số liệu, IMP chia sẻ các số liệu kinh doanh bao gồm: cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối ETC/OTC, cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, doanh thu của các nhà máy IMP1, 2, 3 và 4, từ đó giúp chúng tôi ước tính số liệu chi tiết của từng kênh phân phối.

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2025 và 9T/2025

Đơn vị (tỷ VND)	Q3/2025	%YoY	9T/2025	%YoY	%KH2025	Ghi chú
Tổng doanh thu	677	9,5%	2.118	21,4%	71,0%	Kênh OTC (~54% tỷ trọng tổng doanh thu): tăng trưởng 19% YoY. Kênh ETC (~43% tỷ trọng tổng doanh thu): tăng trưởng 21% YoY.
<i>Kênh OTC</i>	251	-6,5%	914	+19,0%		
<i>Kênh ETC</i>	377	+16%	1.141	+21,0%		
Các khoản giảm trừ doanh thu	103	41,1%	318	65,6%		
Doanh thu thuần	574	5,3%	1.800	15,9%	68,0%	
Lợi nhuận gộp	227	8,6%	715	21,2%		Được cải thiện nhờ chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm ~1% YoY.
Chi phí tài chính	10	66,7%	31	72,2%		
- Chi phí lãi vay	5	400,0%	13	550,0%		Tăng vay nợ để thanh toán tiền đất của nhà máy IMP5.
Chi phí bán hàng	81	-3,6%	277	16,9%		Tăng chi phí marketing và khuyến mại cũng như mở rộng mạng lưới, đặc biệt ở khu vực miền bắc.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	39	18,2%	116	24,7%		
Lợi nhuận trước thuế	101	11,0%	311	23,4%		
Lợi nhuận sau thuế	77	6,9%	242	21,0%	61,4%	
<i>Tỷ suất LNG</i>	39,5%	+1,2 đpt	39,7%	+1,7 đpt		
<i>CPBH/ Doanh thu thuần</i>	14,1%	-1,3 đpt	15,4%	+0,1 đpt		
<i>CPQL/Doanh thu thuần</i>	6,8%	+0,7 đpt	6,4%	+0,5 đpt		
<i>Tỷ suất LNST</i>	13,4%	+0,2 đpt	13,4%	+0,6 đpt		

Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp

Doanh thu thuần của IMP đạt 677 tỷ VND (+9,5% YoY) trong năm Q3/2025, đến từ sự tăng trưởng mạnh mẽ của kênh ETC (+16,0% YoY) nhờ mở rộng doanh thu qua kênh ETC-đối tác và lợi thế ở dòng thuốc kháng sinh dạng tiêm. Trong khi đó, doanh thu kênh OTC giảm 6,5% YoY do nhu cầu suy yếu của các nhà thuốc truyền thống, ảnh hưởng từ quy định siết chặt về hóa đơn điện tử theo Nghị định 70/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ 01/06/2025.

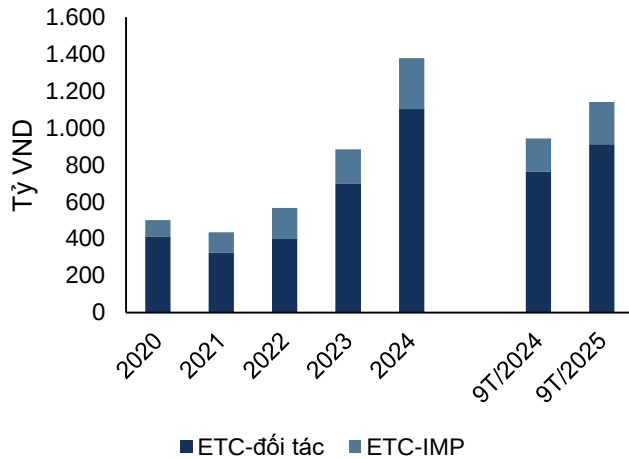
Tính tới thời điểm hết 9T/2025, IMP ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 1.800 tỷ VND (+15,9% YoY) và 242 tỷ VND (+21,0% YoY), tương ứng với 68,0% và 61,4% kế hoạch cả năm 2025.

1. Kênh ETC (đóng góp 54% tổng doanh thu) tiếp tục tăng trưởng tích cực trong 9T/2025 nhờ mở rộng phân phối qua kênh ETC-đối tác và lợi thế tại dòng thuốc kháng sinh

Doanh thu kênh ETC của IMP tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực, lần lượt đạt 377 tỷ VND (+16,0% YoY) trong Q3/2025 và 1.141 tỷ VND (+21,0% YoY) trong 9T/2025. Kết quả này đến từ:

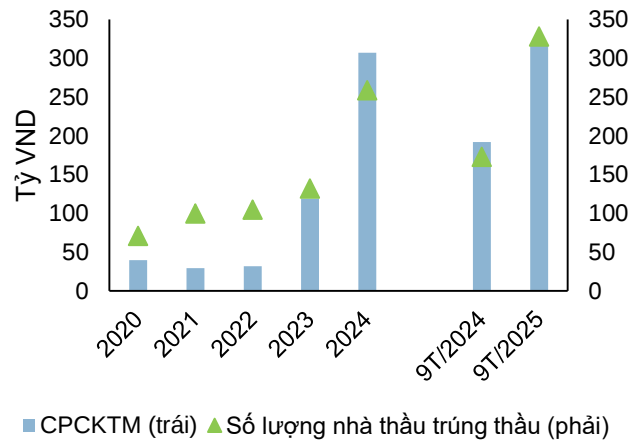
Kênh phân phối ETC-đối tác dẫn dắt tăng trưởng tại kênh ETC nhờ việc mở rộng kết nối với các nhà thầu. Cụ thể, doanh thu ETC-đối tác 9T/2025 ước đạt 913 tỷ VND (+19,5% YoY). Theo đó, số lượng nhà thầu trúng thầu của IMP trong 9T/2025 ước tăng gần gấp 2 lần so với cùng kỳ, đạt 328.

Biểu đồ 5: Doanh thu kênh ETC – đối tác ngày càng được mở rộng



Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

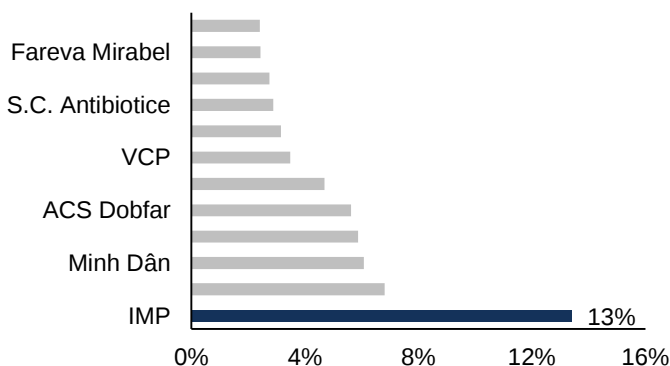
Biểu đồ 6: Số lượng nhà thầu trúng thầu và CPCKTM tăng lên đáng kể



Nguồn: Bảo hiểm Xã hội Việt Nam, FPTS tổng hợp

Về cơ cấu sản phẩm, doanh thu thuốc kháng sinh tại kênh ETC của IMP ước đạt 867 tỷ VND (+29,5% YoY) trong 9T/2025 nhờ (1) khả năng sản xuất thuốc chất lượng cao (thuộc thể hệ mới 1 và dạng bào chế tiêm) với giá thấp hơn trung bình khoảng 25% so với thuốc nhập khẩu ([Xem thêm](#)) và (2) nhu cầu tiêu thụ thuốc kháng sinh cao tại các bệnh viện ².

Biểu đồ 7: IMP dẫn đầu thị phần thuốc kháng sinh trúng thầu trong năm 2024



Nguồn: Bảo hiểm Xã hội Việt Nam, FPTS tổng hợp và ước tính

Thuốc kháng sinh dạng tiêm đạt EU-GMP của IMP là động lực tăng trưởng chính trong 9T/2025 nhờ:

(1) Môi trường cạnh tranh thấp do IMP là doanh nghiệp nội địa duy nhất sở hữu các dây chuyền sản xuất thuốc kháng sinh tiêm đạt tiêu chuẩn EU-GMP, tính đến 24/04/2025 theo [dữ liệu từ Cục Quản Lý Dược](#).

(2) Giá bán cao hơn so với các dạng bào chế khác ([Xem thêm](#)). Thuốc kháng sinh dạng tiêm ước tính đóng góp ~66,7% giá trị thuốc kháng sinh trúng thầu tại kênh ETC của IMP trong năm 2024.

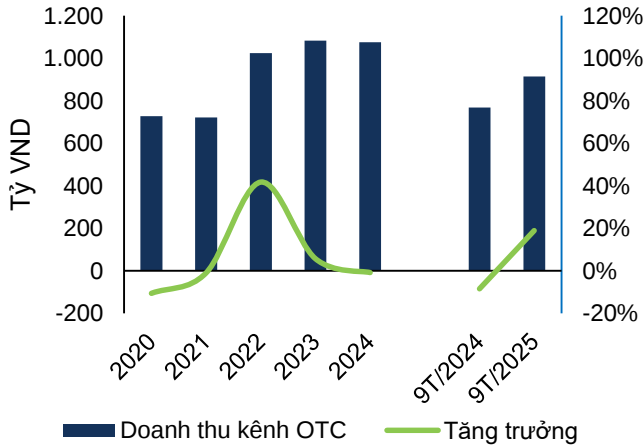
¹Thuộc thể hệ 2,3 (theo IMP), có phổ tác dụng rộng, khả năng kháng khuẩn mạnh hơn và ít bị vi khuẩn kháng thuốc (vi khuẩn gram âm) so với các thể hệ trước. Theo đó, danh mục thuốc kháng sinh thể hệ mới chiếm 84% về số lượng danh mục thuốc kháng sinh Betalactam của IMP. ([Xem thêm](#))

² Giá trị tiêu thụ lớn thứ hai tại kênh ETC chỉ sau thuốc ung thư, với tỷ trọng ước chiếm 17% về giá trị trúng thầu. (Nguồn: Cục Quản Lý Dược (2023), FPTS ước tính)

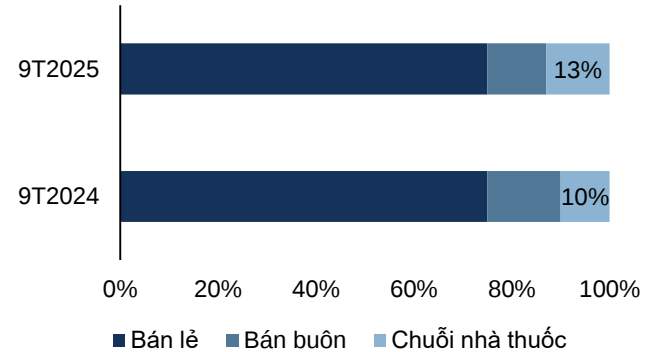
2. Doanh thu kênh OTC trong 9T/2025 tăng trưởng nhờ các chiến dịch quảng bá, khuyến mại hiệu quả và tăng cường hợp tác với các chuỗi nhà thuốc

Tại kênh OTC, IMP hiện phân phối thuốc qua ba hình thức chính bao gồm: (1) Bán lẻ: ~75% doanh thu OTC trong 9T/2025 qua các cửa hàng thuốc tư nhân truyền thống; (2) Bán buôn: ~12% doanh thu OTC và (3) Chuỗi nhà thuốc: ~13% doanh thu OTC gồm Long Châu, Pharmacy, An Khang và Trung Sơn.

Biểu đồ 8: Doanh thu kênh OTC tăng trưởng tích cực trong 9T/2025



Biểu đồ 9: Tỷ trọng doanh thu các chuỗi nhà thuốc mở rộng



Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp

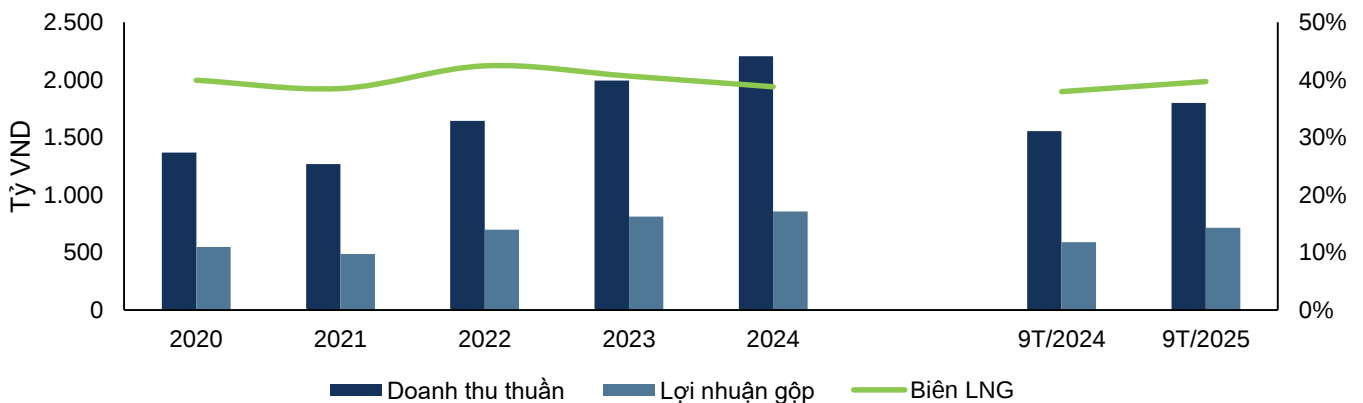
Doanh thu kênh bán lẻ của IMP ghi nhận tăng trưởng tích cực, đạt 686 tỷ VND (+19,0% YoY), nhờ mở mạng lưới phân phối tại miền Bắc. Sau khi tái cấu trúc đội ngũ bán hàng từ đầu năm 2025, doanh thu kênh OTC tại miền Bắc trong 9T/2025 tiếp tục tăng mạnh 56,0% YoY, đóng góp khoảng 10% vào tổng doanh thu kênh OTC. Bên cạnh đó, doanh thu từ các chuỗi nhà thuốc duy trì đà tăng trưởng ấn tượng, đạt 119 tỷ VND (+54,7% YoY) nhờ xu hướng chuyển dịch thói quen mua sắm của người tiêu dùng từ nhà thuốc truyền thống sang chuỗi các nhà thuốc hiện đại với nhiều tiện ích. Ngược lại, doanh thu kênh bán buôn trong 9T/2025 giảm 4,8% YoY, còn 110 tỷ VND do sự mở rộng nhanh chóng của các chuỗi nhà thuốc làm gia tăng cạnh tranh trên thị trường.

Xét về mặt sản phẩm, cả hai dòng thuốc kháng sinh và ngoài kháng sinh ở kênh OTC đều tăng trưởng tốt. Các sản phẩm thuốc ho đóng góp ~22% tỷ trọng doanh thu kênh OTC 9T/2025 ghi nhận tăng trưởng tích cực 38,0% so với cùng kỳ năm trước.

3. Biên lợi nhuận gộp tăng trưởng nhờ dịch chuyển cơ cấu sản phẩm sang phân khúc giá trị cao và giá nguyên vật liệu đầu vào giảm

Biên lợi nhuận gộp của IMP ghi nhận tăng 2 đpt YoY, đạt 40% trong 9T/2025 nhờ (1) dịch chuyển danh mục sản phẩm sang phân khúc giá trị cao, ít cạnh tranh như thuốc tiêm, viên nén phân tán được sản xuất tại các nhà máy IMP2, 3 và 4; đồng thời (2) chi phí API trung bình trên mỗi đơn vị trong 9T/2025 giảm nhẹ ~1,0% YoY (theo IMP).

Biểu đồ 10: Biên lợi nhuận gộp 9T/2025 được cải thiện 2 đpt so với cùng kỳ



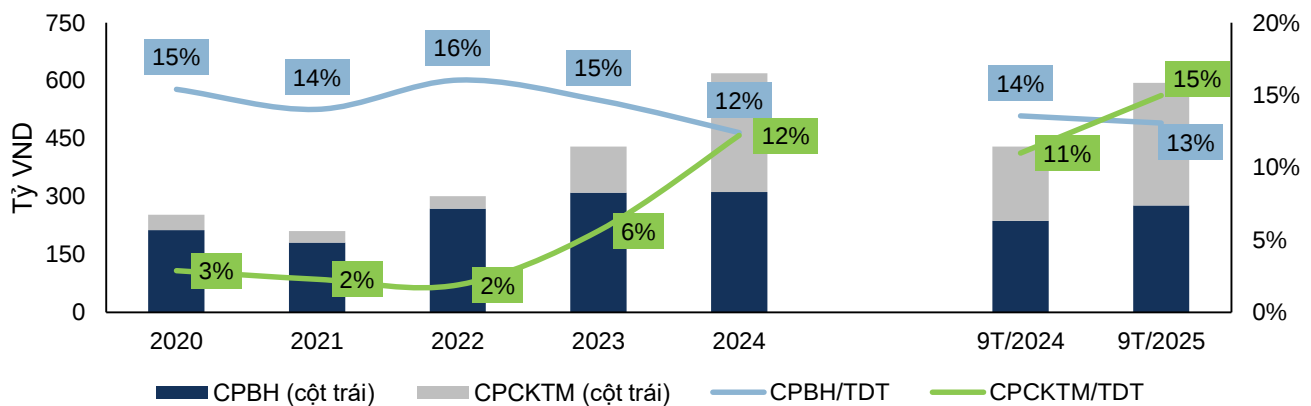
Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp

4. Tỷ lệ chi phí chiết khấu thương mại/Tổng doanh thu tăng lên trong 9T/2025

Về cơ cấu chi phí hoạt động, IMP ghi nhận chi phí bán hàng (CPBH) và chi phí chiết khấu thương mại (CPCCKTM) chủ yếu từ hai mảng: (1) hoạt động tự tham gia đấu thầu tại bệnh viện (kênh ETC) và (2) phân phối thuốc tại cơ sở bán lẻ (kênh OTC). Tại kênh ETC, việc cắt lô cho đối tác phân phối giúp IMP giảm bớt một phần CPBH so với mô hình tự triển khai trước đây. Tuy nhiên, theo đó, doanh nghiệp cần thiết lập mức chiết khấu hợp lý cho nhà phân phối nhằm duy trì mức độ cạnh tranh và độ phủ sản phẩm. Trong 9T/2025, CPBH và CPCCKTM lần lượt đạt 277 tỷ VND (+16,9% YoY) và 317 tỷ VND (+65,1% YoY). Tỷ lệ CPBH/TDT duy trì ổn định quanh mức 15% trong giai đoạn 2019–2024, và giảm 1 điểm % YoY xuống còn 13,1% trong 9T/2025, chủ yếu nhờ tiết giảm chi phí sau khi chuyển giao hoạt động bán hàng cho đối tác tại kênh ETC.

Ở chiều ngược lại, tỷ lệ CPCCKTM/TDT tăng lên 15,0% trong 9T/2025 (+4 đpt YoY). Do hạn chế về dữ liệu, chúng tôi ước tính tỷ trọng CPCCKTM tại kênh ETC chiếm khoảng 54% và OTC chiếm khoảng 46%. Theo trao đổi với IMP, mức tăng CPCCKTM/TDT trong kỳ chủ yếu đến từ: (1) doanh nghiệp tiếp tục đẩy mạnh phân phối thông qua các đối tác (đặc biệt kênh ETC); và (2) triển khai các chương trình khuyến mại nhằm hỗ trợ nhà thuốc truyền thống bị ảnh hưởng bởi yêu cầu quản lý hóa đơn điện tử theo Nghị định 70/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 01/06/2025.

Biểu đồ 11: CPCCKTM tăng lên trong 9T/2025



Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp

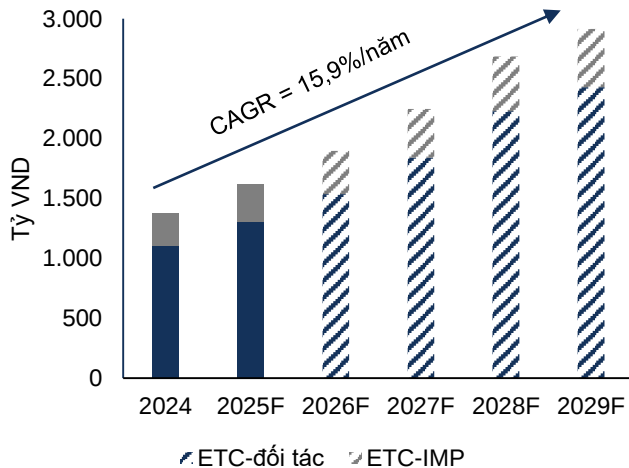
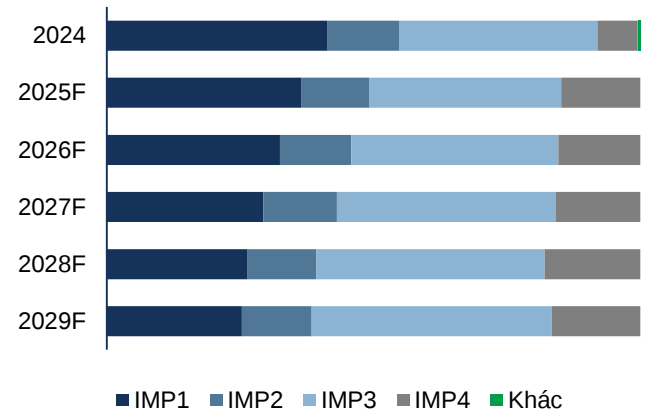
III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA IMP [\(quay lại\)](#)

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của IMP ước tính lần lượt đạt 2.604 tỷ VND (+18,1% YoY) và 337 tỷ VND (+5,1% YoY) trong năm 2025. Mức dự phóng này tương ứng hoàn thành 98,3% KH về doanh thu thuần và 85,4% KH về lợi nhuận sau thuế. Chúng tôi đưa ra dự phóng thận trọng về lợi nhuận sau thuế với giả định chi phí bán hàng/Tổng doanh thu ở mức cao do hoạt động mở rộng kênh OTC ở miền Bắc trong năm 2025. Giai đoạn 2025F-2029F, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của IMP kỳ vọng tăng trưởng với CAGR lần lượt đạt 14,1%/năm và 20,9%/năm nhờ triển vọng tích cực tại cả hai kênh ETC và OTC.

1. Kênh ETC: Triển vọng khả quan nhờ nhu cầu thuốc kháng sinh cao và chính sách thuận lợi

Doanh thu kênh ETC của IMP ước đạt 1.618 tỷ VND (+17,4% YoY) trong năm 2025, và tăng trưởng trung bình 15,9%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ triển vọng tích cực ở dòng thuốc kháng sinh và chính sách ưu tiên thuốc nội địa chất lượng cao.

Triển vọng tích cực ở dòng thuốc kháng sinh tại kênh ETC trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ ước tăng với tốc độ trung bình 9,2%/năm (theo IQIVIA, IMP), và (2) khả năng sản xuất thuốc chất lượng cao (nhóm 1-2) thế hệ mới và dạng bào chế phức tạp có hàm lượng công nghệ cao. Tương ứng, tỷ trọng đóng góp doanh thu tại các nhà máy IMP2, 3 và 4 (sản xuất thuốc kháng sinh tiêu chuẩn EU-GMP, nhóm 1-2) sẽ tăng từ 58% trong năm 2024 lên 75% trong năm 2029F.

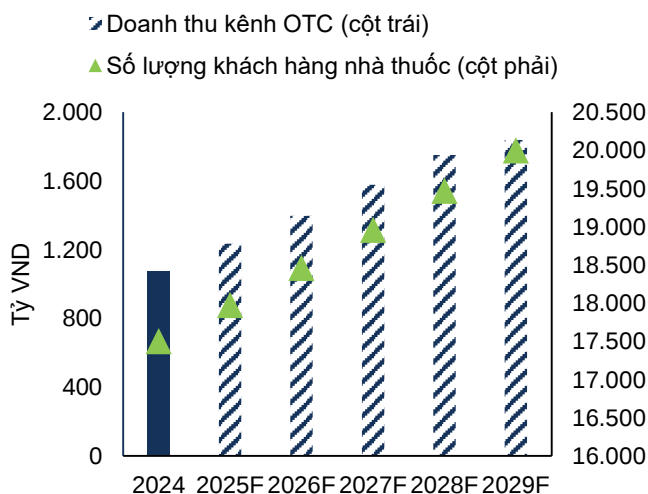
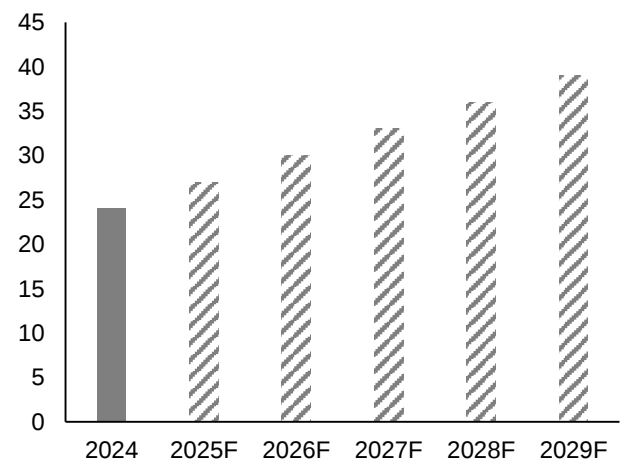
Biểu đồ 12: Dự phóng doanh thu kênh ETC của IMP

Biểu đồ 13: Dự phóng tỷ trọng đóng góp doanh thu các nhà máy của IMP


Nguồn: FPT S tổng hợp và dự phóng

Môi trường chính sách thuận lợi giúp IMP mở rộng doanh thu thuốc chất lượng cao thông qua các quy định ưu tiên thuốc nội địa sản xuất dưới tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương tại [Luật số 22/2023/QH15](#) (tại Điều 10, và Khoản 1 Điều 56), [Thông tư 03/2024/TT-BYT](#). Chúng tôi nhận định IMP sẽ hưởng lợi đáng kể từ các chính sách ưu tiên này nhờ sở hữu khả năng sản xuất thuốc kháng sinh nhóm 1-2 với 12 dây chuyền đạt EU-GMP tại các nhà máy IMP2, 3 và 4. Ngoài ra, [Luật số 44/2024/QH15](#) (Khoản 10 Điều 1) đã sửa đổi một số quy định nhằm đơn giản hóa thủ tục đăng ký và gia hạn số thuốc, giúp các doanh nghiệp được phẩm tiết kiệm thời gian và chi phí trong việc đưa sản phẩm ra thị trường. Điều này có thể làm gia tăng áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp nước ngoài ở nhóm thuốc 1-2, tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ duy trì lợi thế về giá so với thuốc nhập khẩu (thấp hơn ~25%)

2. Kênh OTC: Triển vọng tích cực đến từ nhu cầu phục hồi và mở rộng thị trường miền Bắc

Doanh thu kênh OTC của IMP dự báo đạt 1.236 tỷ VND (+15,0% YoY) trong năm 2025, trước khi tăng trưởng với CAGR = 10,5%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F, nhờ (1) kế hoạch mở rộng doanh thu tại thị trường miền Bắc và (2) nhu cầu tiêu thụ thuốc tại kênh OTC ước tăng 6,1%/năm (theo BMI).

Biểu đồ 14: Dự phóng doanh thu kênh OTC của IMP

Biểu đồ 15: Số lượng trình dược viên miền Bắc tăng giúp mở rộng hệ thống bán hàng của IMP


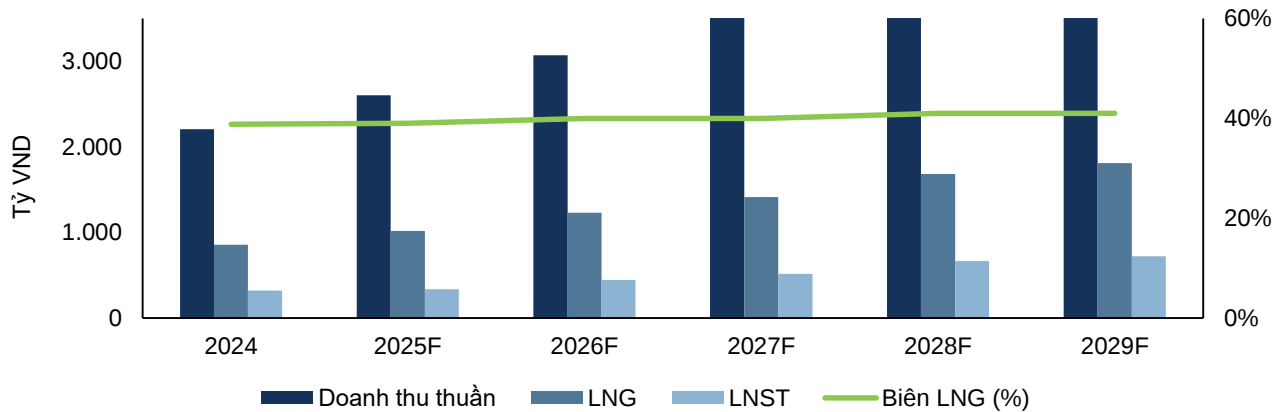
Nguồn: FPT S tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tại thị trường miền Bắc sẽ mở rộng tích cực với CAGR = +20,5%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ mở rộng đội ngũ bán hàng (trình dược viên) giúp phát triển hệ thống phân phối qua các nhà thuốc tư nhân truyền thống. Tại Q3/2025, số lượng trình dược viên của IMP tại miền Bắc là 24 và dự phóng đạt 39 trong năm 2029F, tương ứng với CAGR=9,6%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F. Sự mở rộng của đội ngũ bán hàng ở miền Bắc giúp tăng độ phủ tại các nhà thuốc tư nhân truyền thống. Chúng tôi kỳ vọng số lượng nhà thuốc

khách hàng của IMP đạt 20.000 trong năm 2029 trên toàn quốc, tương ứng với CAGR=3,0%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F, chủ yếu đến từ việc tăng kết nối với các nhà thuốc tư nhân tại miền Bắc. Ngược lại, dư địa mở rộng độ phủ nhà thuốc tại miền Nam và miền Trung tương đối hạn chế do mức độ cạnh tranh cao, theo chia sẻ từ IMP.

3. Biên lợi nhuận kì vọng cải thiện nhờ dịch chuyển cơ cấu sản phẩm sang phân khúc giá trị cao

Biểu đồ 16: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận của IMP (2025F-2029F)



Nguồn: FPTs tổng hợp và dự phóng

Trong giai đoạn 2025F-2029F, tỷ trọng đóng góp doanh thu tại các nhà máy IMP2, 3 và 4 (sản xuất thuốc kháng sinh tiêu chuẩn EU-GMP) dự phóng sẽ tăng từ 64% trong năm 2025F lên 75% trong năm 2029F từ đó giúp tăng giá bán trung bình của doanh nghiệp. Nhờ đó, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của IMP duy trì ở mức 39,0% trong năm 2025 (+0,2 đpt YoY) và cải thiện lên 41,0% trong giai đoạn 2025F-2029F.

IV. YẾU TỐ THEO DÕI [\(quay lại\)](#)

1. Kế hoạch xây dựng nhà máy IMP5 – Tổ hợp Nhà máy Dược phẩm Cát Khánh

Do hạn chế về thông tin, chúng tôi hiện chưa đưa triển vọng về nhà máy IMP5 vào mô hình định giá (Xem thêm: Thông tin dự án Nhà máy Dược Phẩm Cát Khánh (IMP5) tại [Báo cáo cập nhật định giá IMP T06/2025](#)). Theo trao đổi của IMP trong Analyst Meeting Q3/2025 vừa qua thì thủ tục xin giấy phép đầu tư xây dựng dự án IMP5 bị chậm tiến độ do ảnh hưởng của việc sát nhập các tỉnh, đồng thời danh mục sản phẩm chưa được phê duyệt. Tuy nhiên, doanh nghiệp vẫn kỳ vọng dự án này sẽ được triển khai trong Q4/2025.

Chúng tôi đánh giá kế hoạch này sẽ giúp IMP tăng trưởng tích cực trong dài hạn nhờ (1) mở rộng danh mục thuốc để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ thuốc đặc trị (tim mạch, tiểu đường,...) cao, (2) cạnh tranh ở mức thấp do số lượng doanh nghiệp sản xuất thuốc đặc trị nội địa còn hạn chế, và (3) chính sách ưu tiên thủ tục hành chính đối với các sản phẩm mới (theo Điều 4 tại [Luật số 44/2024/QH15](#))

2. Thông tin M&A: Livzon Pharmaceutical Group (Trung Quốc) mua lại 64,81% cổ phần tại IMP

Tại ngày 22/05/2025, Livzon Pharmaceutical Group (Trung Quốc) công bố thông tin về việc mua lại 64,81% cổ phần tại IMP thông qua Lian SGP Holding Pte. Ltd. – một công ty con thuộc 100% sở hữu gián tiếp của tập đoàn Livzon tại Singapore. Lian SGP Holding Pte (Xem thêm: Thông tin thương vụ tại [Báo cáo cập nhật định giá IMP T06/2025](#)).

Thông tin về công ty Livzon Pharmaceutical Group:

Livzon Pharmaceutical Group (1985, Trung Quốc) có vốn điều lệ 911 triệu nhân dân tệ (~3.285 tỷ đồng, tính đến 31/03/2025). Công ty được niêm yết đồng thời trên hai sàn chứng khoán là Sàn Thâm Quyến (000513.SZ) và Sàn Hồng Kông (1513.HK). Livzon chuyên sản xuất các loại thuốc hóa dược (tiêu hóa, hormone, thần kinh,...); hoạt chất dược phẩm (APIs); thiết bị và xét nghiệm,...

Chỉ tiêu	2024	% YoY	9T/2025	% YoY
Doanh thu thuần (triệu nhân dân tệ)	11.812	-5,0%	9.116	0,4%
Lợi nhuận sau thuế (triệu nhân dân tệ)	2.061	5,5%	1.754	4,8%
Tỷ suất LNST	17,4%	+1,7 đpt	19,2%	+0,8 đpt

Nguồn: Livzon, IMP, FPTs tổng hợp

Theo chia sẻ từ IMP trong Analyst Meeting Q3/2025 vừa qua, cổ đông mới Livzon Pharmaceutical Group dự kiến tháng 12/2025 có quyết định chính thức chuyển giao và sẽ điều hành doanh nghiệp từ Q1/2026. Chúng tôi cho rằng việc Livzon trở thành cổ đông lớn của IMP sẽ giúp doanh nghiệp tận dụng được quy mô và thương hiệu của Livzon để mở rộng thị trường trong nước và xuất khẩu. Đồng thời, Livzon có kinh nghiệm trong việc sản xuất sản phẩm công nghệ cao và hoạt chất API có thể hỗ trợ IMP tối ưu hóa chi phí sản xuất và tăng tỷ trọng sản phẩm giá trị.

V. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ [\(quay lại\)](#)

Chúng tôi tiến hành định giá IMP bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu IMP theo các phương pháp có mức bình quân là 51.100 VNĐ/cp, cao hơn 3,4% so với mức giá đóng cửa ngày 06/11/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	51.095	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	51.050	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		51.100	

Thay đổi giả định mô hình DCF

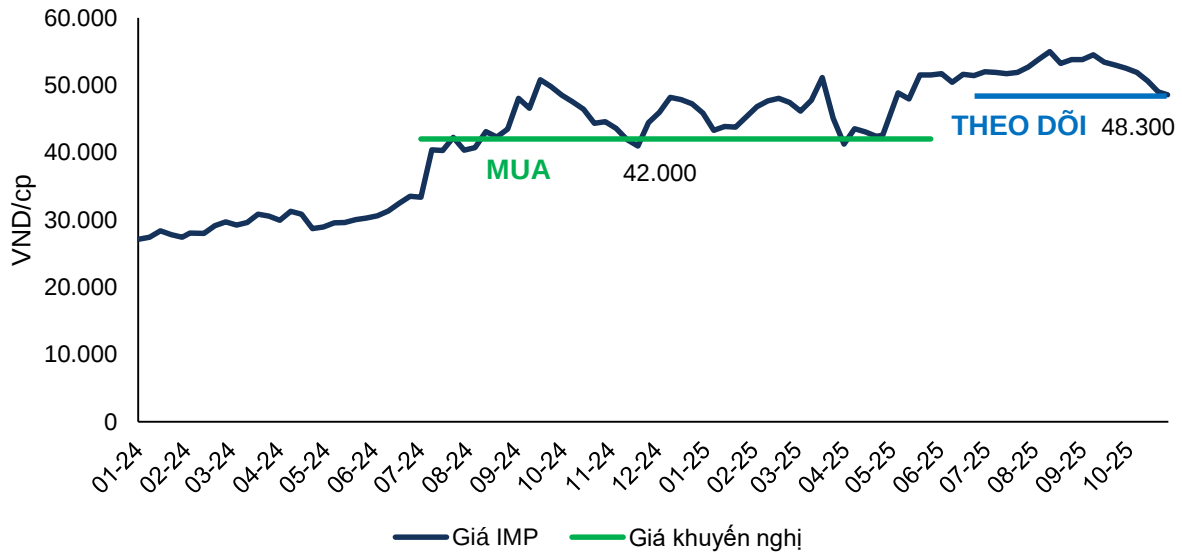
Giả định mô hình	T11/2025	Thay đổi so với T6/2025	Giả định mô hình	T11/2025	Thay đổi so với T6/2025
WACC	9,2%	+0,2 đpt	Phần bù rủi ro	10,4%	+0,5 đpt
Chi phí sử dụng nợ	7,7%	-	Hệ số Beta đòn bẩy	0,54	-
Chi phí sử dụng VCSH	9,3%	+0,2 đpt	Tăng trưởng dài hạn	2%	-
Lãi suất phi rủi ro	3,2%	+0,2 đpt	Thời gian dự phóng	5 năm	-

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)		7.723
(+) Tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu VND)		304
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VND)		86
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		7.864
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)		154
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		51.050
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		7.871
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		51.095

VI. LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

Biểu đồ 17: Lịch sử các báo cáo khuyến nghị



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Lịch sử khuyến nghị

	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo
1	MUA	08/07/2024	42.000	Báo cáo cập nhật định giá
2	THEO DÕI	24/06/2025	48.300	Báo cáo cập nhật định giá

VII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: Tỷ VND

HĐKD	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2.205	2.604	3.070	3.536
- Giá vốn hàng bán	(1.350)	(1.589)	(1.842)	(2.122)
Lợi nhuận gộp	856	1.016	1.228	1.415
- Chi phí bán hàng	(312)	(404)	(461)	(530)
- Chi phí quản lí DN	(128)	(161)	(190)	(219)
Lợi nhuận thuần HĐKD	415	451	577	665
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(8)	(26)	(20)	(19)
- Lợi nhuận khác	1	2	3	2
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	408	427	559	648
- Chi phí lãi vay	(3)	(6)	(4)	(5)
Lợi nhuận trước thuế	404	421	556	643
- Thuế TNDN	(83)	(84)	(111)	(129)
LNST công ty mẹ	321	337	444	514
EPS (đ/cp)	1.932	1.990	2.384	2.509

Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38,8%	39,0%	40,0%	40,0%
Tỷ suất LNST	14,6%	12,9%	14,5%	14,5%
ROE DuPont	15,0%	14,4%	16,4%	16,7%
ROA DuPont	13,1%	12,4%	14,0%	14,4%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	18,5%	16,4%	18,2%	18,3%
LNTT/ EBIT	99,1%	98,7%	99,3%	99,2%
LNST / LNTT	79,4%	80,0%	80,0%	80,0%
Vòng quay tổng tài sản	0,9x	1,0x	1,0x	1,0x
Đòn bẩy tài chính	1,1x	1,2x	1,2x	1,2x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024	2025F	2026F	2027F
Chỉ số thanh toán hiện hành	4,4x	4,4x	5,2x	5,4x
Chỉ số thanh toán nhanh	2,2x	2,5x	3,0x	3,3x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,9x	1,5x	1,9x	2,1x
Nợ / Tài sản	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ / VCSH	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ dài hạn / VCSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng trả lãi vay	116,8x	76,3x	144,6x	132,9x

ĐCKT	2024	2025F	2026F	2027F
Tài sản				
Tiền, tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn	304	647	878	1.099
Các khoản phải thu	384	423	497	587
Hàng tồn kho	705	834	1.006	1.127
Tài sản ngắn hạn khác	17	16	20	23
Tổng tài sản ngắn hạn	1.410	1.919	2.400	2.836
Nguyên giá TSCĐHH	1.577	1.596	1.614	1.633
Khấu hao lũy kế	(718)	(898)	(1.080)	(1.264)
Đầu tư tài chính dài hạn	67	67	67	67
Tài sản dài hạn khác	126	124	174	190
Xây dựng cơ bản dở dang	44	131	218	301
Tổng tài sản dài hạn	1.095	1.020	994	927
Tổng Tài sản	2.505	2.939	3.394	3.763
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Vay và nợ ngắn hạn	86	60	75	86
Các khoản phải trả	195	327	331	375
Quỹ khen thưởng	40	48	56	65
Nợ ngắn hạn	322	434	462	526
Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Tổng nợ	322	434	462	526
Vốn góp chủ sở hữu	1.540	1.694	1.864	2.050
Thặng dư	187	187	187	187
LN chưa phân phối	321	472	713	810
Các khoản khác	135	151	167	190
Vốn chủ sở hữu	2.183	2.504	2.932	3.238
Tổng cộng nguồn vốn	2.505	2.939	3.394	3.763

Chỉ tiêu	2024	2025	2026F	2027F
Thời gian luân chuyển tiền	189,63	173,31	171,69	178,64
Số ngày phải thu	56,30	56,55	54,68	55,94
Số ngày tồn kho	189,93	176,75	182,23	183,43
Số ngày phải trả	56,60	59,99	65,22	60,74
COGS / Hàng tồn kho	1,9x	2,3x	2,2x	2,1x

VIII. PHỤ LỤC

1. Chi tiết về các cụm nhà máy sản xuất của IMP [\(quay lại\)](#)

Nhà máy	Tiêu chuẩn sản xuất	Sản phẩm	Số lượng dây chuyền	Công suất (triệu ĐVSP)
IMP1	WHO-GMP	Non-Betalactam, Kháng sinh Penicillin, Thực phẩm chức năng, Thảo dược	10	1.325
IMP2		Kháng sinh Penicillin	4	137
IMP3	EU-GMP	Kháng sinh Cephalosporin, Penicillin	5	210
IMP4		Thuốc tiêm non-betalactam	3	24

Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp

2. So sánh giá trúng thầu thuốc kháng sinh nhóm 1-2 (2024) [\(quay lại\)](#)

Dạng viên

Tên hoạt chất - Hàm lượng	Nhà sản xuất	Giá trúng thầu trung bình (2024)	% Chênh lệch giá
Amoxicilin + acid clavulanic - 875mg + 125mg	IMP	12.365	35%
	SmithKline Beecham (Anh)	16.680	
Ampicilin + sulbactam - 375mg	IMP	14.745	0,3%
	Haupt Pharma Latina S.r.l (Ý)	14.790	

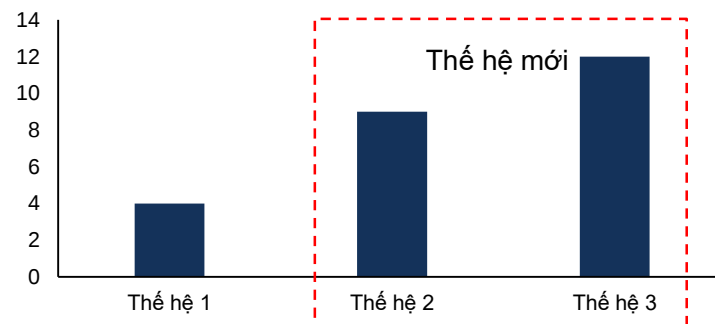
Dạng tiêm

Tên hoạt chất - Hàm lượng	Nhà sản xuất	Giá trúng thầu trung bình (2024)	% Chênh lệch giá
Colistin - 1MIU	IMP	300.700	26%
	Polfa Tarchomin (Ba Lan)	377.881	
Amoxicilin + acid clavulanic - 1g+0,2g	IMP	36.625	11%
	S.C. Antibiotice S.A (Romania)	40.812	
Ampicilin + sulbactam - 1g + 0.5g	IMP	41.431	59%
	Haupt Pharma Latina S.r.l (Ý)	65.999	
Ofloxacin - 200mg/100ml	IMP	135.000	17%
	Altan Pharmaceuticals (Tây Ban Nha)	157.731	

3. Giá thuốc kháng sinh trúng thầu trung bình của IMP theo dạng dùng (VND) [\(quay lại\)](#)



4. Số lượng hoạt chất thuốc kháng sinh Betalactam của IMP theo thể hệ (2024) [\(quay lại\)](#)



Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu IMP, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ,
Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Hải
Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888