

Ngành chứng khoán

Động lực từ tăng trưởng kinh tế cao và dòng tiền ngoại quay trở lại

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
(+84) 24-7303-5333 tungna@kbsec.com.vn

22/12/2025

Lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận sau thuế của nhóm công ty chứng khoán theo dõi trong 9T2025 tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ

9T2025, tổng lợi nhuận sau thuế của nhóm 35 Công ty chứng khoán có quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhất đạt 28,569 tỷ VND, tăng 60.3% YoY. Lợi nhuận toàn ngành tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự bùng nổ của thị trường chứng khoán cùng thanh khoản cải thiện, đặc biệt trong quý 2 - quý 3 với các thông tin tích cực từ nâng hạng thị trường và tăng trưởng kinh tế cao.

Đà tăng đến từ tất cả các mảng kinh doanh, đặc biệt ở mảng cho vay ký quỹ và mảng đầu tư

9T2025, lợi nhuận gộp mảng môi giới nhóm CTCK theo dõi đạt 2,999 tỷ VND, tăng 35.3% YoY; Mảng đầu tư đạt 25,383 tỷ VND tăng 73.6% YoY; Mảng cho vay ký quỹ đạt 18,142 tỷ VND, tăng 34.0% YoY với lợi suất trung bình đạt 8.2%. ROE lũy kế 12 tháng đạt 12.5%, cải thiện so với năm 2023 đạt 10.1%.

KBSV kì vọng thị trường có diễn biến tích cực về giá và thanh khoản trong 2025

KBSV duy trì quan điểm tích cực về giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2026 dựa trên: (1) Dòng tiền khối ngoại kì vọng quay trở lại; (2) Các doanh nghiệp niêm yết có triển vọng kinh doanh tích cực; (3) Thanh khoản thị trường sẽ duy trì ở mức cao trong 2026 nhờ nền lãi suất hợp lý.

Các mảng kinh doanh chính kì vọng đều có diễn biến thuận lợi

Theo quan điểm của KBSV, mảng môi giới và cho vay ký quỹ toàn ngành sẽ tiếp tục có 1 năm khởi sắc với diễn biến tích cực từ thị trường chung cả về giá và thanh khoản. Đối với mảng đầu tư, tốc độ tăng trưởng phần nào sẽ chậm lại khi mảng tự doanh trái phiếu gặp nhiều thách thức hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất biến động trong khi mảng cổ phiếu vẫn duy trì đóng góp tích cực.

Định giá hiện tại đang ở mức tương đối hấp dẫn trong trung - dài hạn

KBSV cho rằng nhóm chứng khoán hiện đang ở vùng định giá tương đối hấp dẫn với kì vọng thị trường chứng khoán sẽ có mức tăng tốt trong năm 2026 về cả giá và thanh khoản với động lực chính từ triển vọng tăng trưởng cao của nền kinh tế. Nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư đối với nhóm cổ phiếu có lợi thế về khai thác khách hàng tổ chức, có nguồn lực mạnh mẽ và đang ở mức định giá hấp dẫn như VCI, HCM, SSI trong khi nhóm doanh nghiệp lớn mới lên sàn như TCX, VPX và VCK cần có nhịp điều chỉnh để về mức định giá hợp lý hơn.

Tích cực

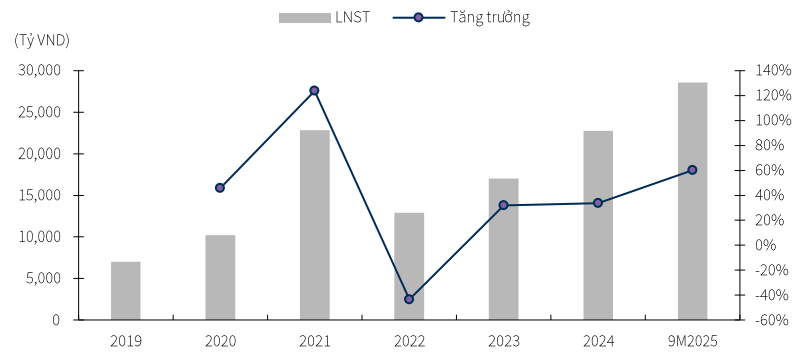
Duy trì

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2025

9T2025, LNST toàn ngành tăng 60.3% YoY

9T2025, tổng lợi nhuận sau thuế của nhóm 35 Công ty chứng khoán có quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhất (số liệu của 35 công ty này được sử dụng đại diện cho toàn ngành chứng khoán trong báo cáo này) đạt 28,569 tỷ VND, tăng 60.3% YoY. Lợi nhuận toàn ngành tăng trưởng mạnh mẽ trong 9T2025 nhờ sự bứt phá của thị trường chứng khoán cùng thanh khoản cải thiện, đặc biệt trong quý 2 - quý 3 với các thông tin tích cực từ nâng hạng thị trường và tăng trưởng kinh tế cao.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng LNST các công ty Chứng khoán giai đoạn 2019 – 9T2025



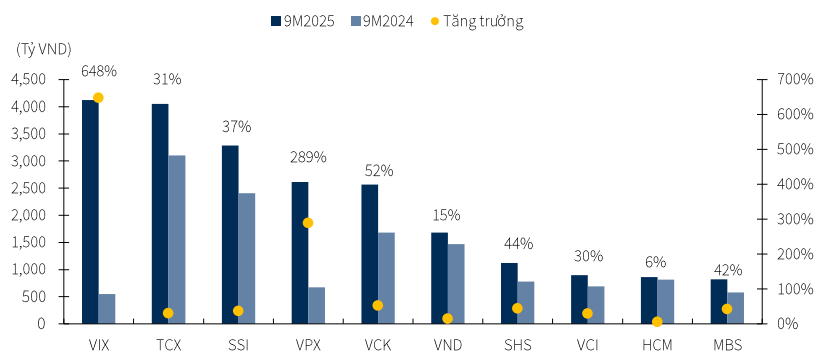
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

* Số liệu được tổng hợp từ 35 CTCK có vốn chủ sở hữu tương đương lớn hơn 2,000 tỷ VND và có tổng lợi nhuận chiếm hơn 90% lợi nhuận toàn ngành chứng khoán.

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận có sự phân hóa khá rõ nét.

- 3 công ty chứng khoán dẫn đầu thị phần là VPS, SSI, TCBS vẫn duy trì được mức tăng trưởng ấn tượng dù quy mô lớn.
- Nhóm CTCK lâu năm như VND, HCM, VCI có mức tăng khiêm tốn hơn do áp lực cạnh tranh lớn.
- VIX và VPBankS nổi bật lên với lợi nhuận tăng trưởng vượt bậc, chủ yếu nhờ mảng đầu tư.

Biểu đồ 2. LNST các công ty chứng khoán niêm yết 9T2025



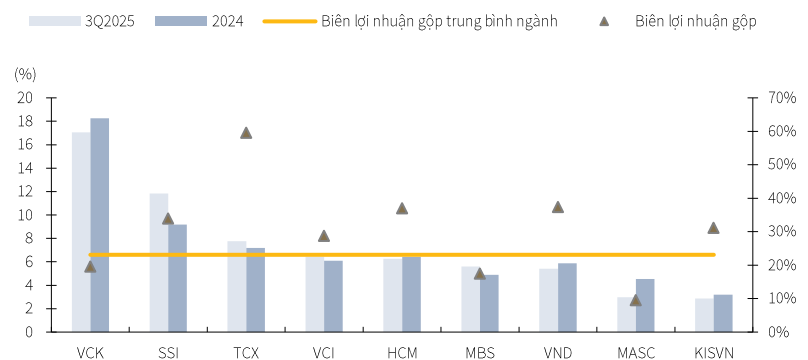
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Lợi nhuận mảng môi giới chứng khoán tăng 35.3% YoY nhờ thị trường diễn biến tích cực cả về giá và thanh khoản

9T2025, doanh thu mảng môi giới nhóm CTCK theo dõi đạt 12,988 tỷ VND, tăng 24.4% YoY nhờ mặt bằng giá tốt và thanh khoản cải thiện ảnh hưởng tích cực đến doanh thu phí; Biên lợi nhuận gộp cải thiện, đạt 23.1%, tăng 1.9ppts YoY nhờ tăng trưởng quy mô doanh thu và các doanh nghiệp không còn quá chú trọng vào việc cắt giảm phí để tăng cạnh tranh, qua đó giúp Lợi nhuận hoạt động đạt 2,999 tỷ VND, tăng 35.3% YoY.

Về thị phần, VPS chịu sức ép cạnh tranh đáng kể với thị phần giảm 1.2 ppts YTD, tuy nhiên vẫn vững chắc ở vị trí dẫn đầu với 17.05% thị phần. SSI và TCBS vươn lên mạnh mẽ với thị phần lần lượt cải thiện 2.6 ppts và 0.6 ppts YTD. VCI, HCM, MBS nhìn chung vẫn duy trì được vị thế trong khi VND cùng nhóm công ty Hàn Quốc là MASC và KISVN tụt lại phía sau do không có lợi thế cạnh tranh rõ ràng.

Biểu đồ 3. Thị phần và biên Lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán của top 9 thị phần môi giới chứng khoán sàn HSX

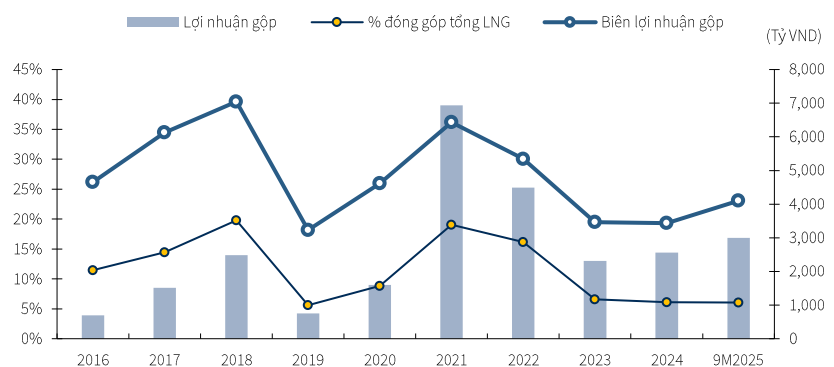


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Lợi nhuận gộp mảng môi giới tăng 35.3% YoY nhờ thanh khoản thị trường cải thiện với giá trị giao dịch trung bình toàn thị trường tính đến 15/12/2025 đạt 26,594 nghìn tỷ VND/phiên, tăng 41.1% YoY.

Tỷ trọng đóng góp của mảng Môi giới cho lợi nhuận tổng còn khá hạn chế do các CTCK vẫn đang duy trì chiến lược hi sinh phí giao dịch để đẩy mạnh mảng cho vay ký quỹ.

Biểu đồ 4. Quy mô lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán giai đoạn 2016 – 9T2025

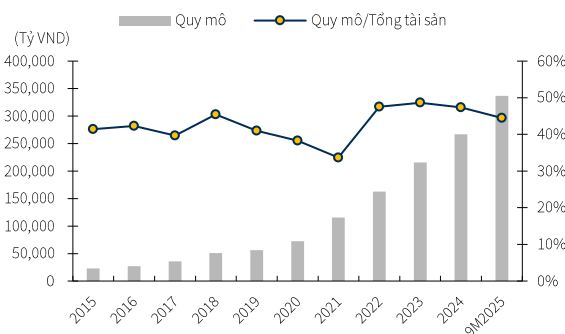


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Lợi nhuận mảng đầu tư tăng 73.6% YoY nhờ gia tăng quy mô đầu tư và diễn biến thuận lợi ở cả thị trường vốn và thị trường nợ

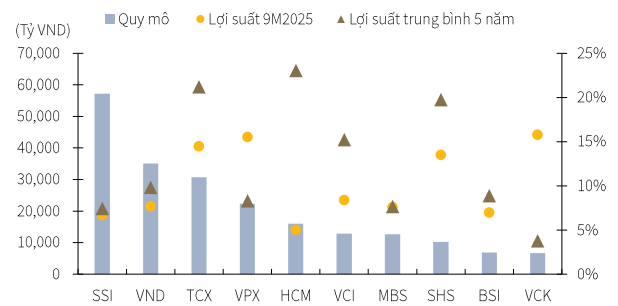
9T2025, lợi nhuận gộp mảng đầu tư của nhóm CTCK theo dõi đạt 25,383 tỷ VND, tăng 73.6% YoY với lợi suất trung bình đạt 10.2%, cao hơn so với cùng kỳ 9M2024 đạt 9.0%. Mức tăng trưởng ấn tượng có được đến từ: (1) Mức nền thấp cuối năm 2024 và đà tăng tốt của thị trường. Chỉ số VNindex tăng 32.6% YTD tính tới ngày 16/12/2025 với nhóm cổ phiếu VIC và Ngân Hàng dẫn dắt ; (2) Hoạt động giao dịch – kinh doanh trái phiếu của các công ty có thể mạnh trái phiếu như VCK và TCX hiệu quả trong môi trường lãi suất thấp và ổn định; (3) Quy mô đầu tư tiếp tục mở rộng. Tổng số dư đầu tư bao gồm các khoản FVTPL, HTM và AFS tính đến 3Q2025 đạt 336,577 tỷ VND, tăng 26.2% so với cuối năm 2024. Đây là kết quả của việc sử dụng vốn hiệu quả sau diễn biến đẩy mạnh tăng vốn toàn ngành giai đoạn 2021 – 2024; Về cơ cấu danh mục đầu tư, các công ty có xu hướng giữ tỷ trọng cao ở nhóm tài sản an toàn như chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu, trong khi duy trì tỷ trọng nhỏ ở nhóm tài sản có tính rủi ro cao là cổ phiếu.

Biểu đồ 5. Quy mô tài sản đầu tư các CTCK giai đoạn 2015 – 9T2025



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

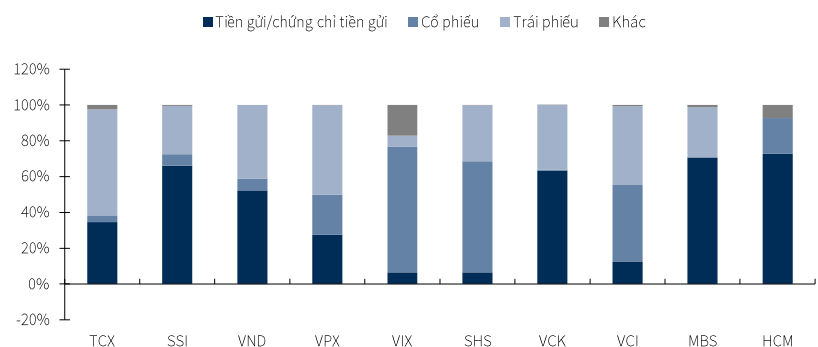
Biểu đồ 6. Quy mô tài sản đầu tư và lợi suất đầu tư 9T2025 một số CTCK niêm yết



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Ngoại trừ VIX, SHS và VCI có danh mục cổ phiếu chiếm tỷ trọng lớn, các CTCK còn lại trong Top 10 duy trì tỷ trọng đầu tư cổ phiếu ở mức thấp (<30%).

Biểu đồ 7. Cơ cấu danh mục đầu tư các CTCK lớn niêm yết

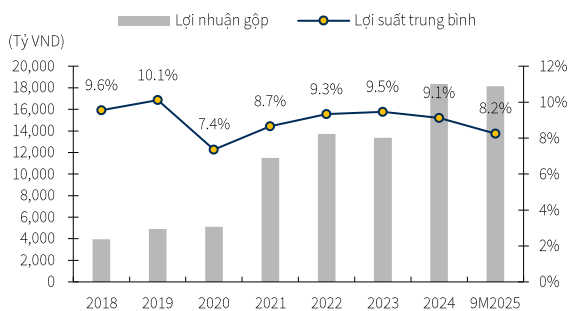


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Mảng cho vay ký quỹ tăng 34% YoY nhờ thanh khoản thị trường cải thiện

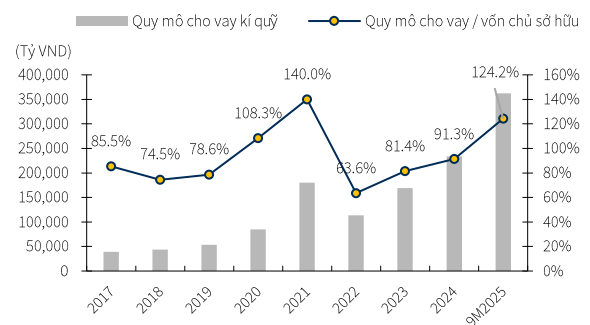
9T2025, lợi nhuận gộp mảng cho vay ký quỹ của nhóm CTCK theo dõi đạt 18,142 tỷ VND, tăng 34% YoY. Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận gộp cải thiện nhờ thanh khoản và mặt bằng giá tăng cùng nhu cầu về vốn gia tăng ở khối doanh nghiệp kéo theo nhu cầu về vay ký quỹ. Giá trị giao dịch trung bình năm 2025 đạt 26.6 nghìn tỷ VND/phần, tăng 42.5% YoY. Dư nợ cho vay ký quỹ trong 3Q2025 đạt 362,426 tỷ VND, tăng 32.7% YTD, là mức cao nhất từ trước đến nay. Quy mô cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu tăng tương đối mạnh, đạt 124.2% là mức cao thứ 2 chỉ sau năm 2021 cho thấy những rủi ro nhất định từ việc dùng đòn bẩy cao của thị trường.

Biểu đồ 8. Lợi nhuận gộp và lợi suất trung bình mảng cho vay ký quỹ toàn ngành 2018 – 9T2025



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

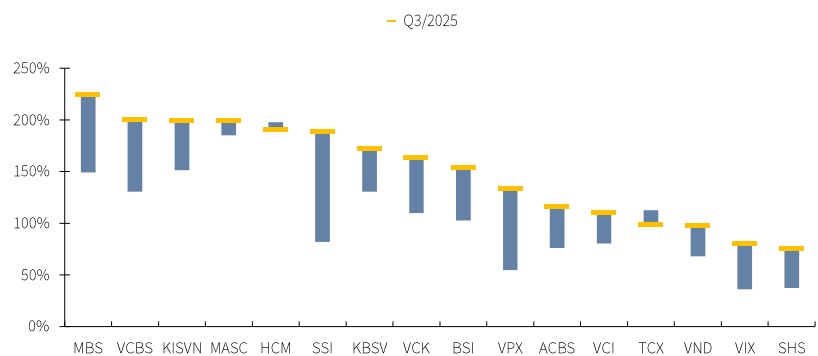
Biểu đồ 9. Quy mô dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành giai đoạn 2015 – 9T2025



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 10. Biến động tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu top 11 CTCK quy mô vốn lớn nhất trong 4 quý gần nhất.

Trong 3Q2025, nhiều công ty chứng khoán như MBS, HCM, SSI đã chạm tối đa dư nợ cho vay (tỷ lệ dư nợ vay ký quỹ / vốn chủ sở hữu tối đa = 200%)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

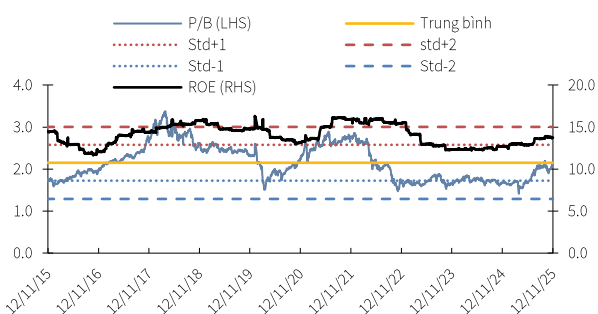
TRIỂN VỌNG NĂM 2026

Thị trường chứng khoán năm 2026 được kì vọng sẽ có đà tăng tốt nhờ tăng trưởng chung của nền kinh tế và dòng tiền khối ngoại quay trở lại

KBSV duy trì quan điểm tích cực về diễn biến giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2026 dựa trên:

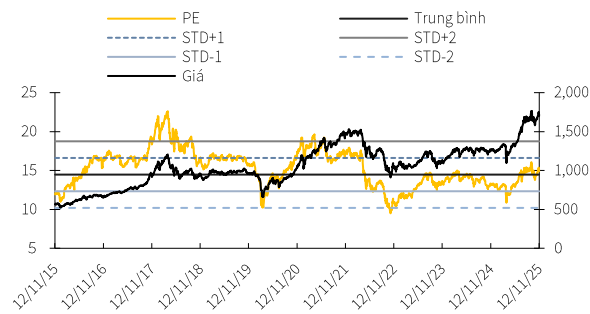
- (1) **Dòng tiền khối ngoại kì vọng quay trở lại.** Khối ngoại liên tiếp bán ròng mạnh trong thời gian vừa qua, lũy kế bán 289,453 tỷ VND trong giai đoạn 2020 – 2025, riêng 2025 bán 128,305 tỷ VND. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự bất ổn kinh tế - chính trị toàn cầu khiến dòng tiền có xu hướng rút khỏi các thị trường cận biên – mới nổi. Trong năm 2026, KBSV kì vọng dòng tiền khối ngoại sẽ quay trở lại khi Thị trường Việt Nam chính thức được FTSE Russell nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp, có hiệu lực từ ngày 21/9/2026, qua đó dự kiến thu hút khoảng hơn 6 tỷ USD từ các quỹ ETF và các quỹ chủ động mô phỏng theo rổ chỉ số của FTSE.
- (2) **Các doanh nghiệp niêm yết kì vọng có kết quả kinh doanh tích cực** trong bối cảnh chính phủ đặt mục tiêu tham vọng với tăng trưởng GDP 10% trong năm 2026, qua đó khiến mặt bằng định giá doanh nghiệp trở nên hấp dẫn hơn. Cùng với đó, định giá P/E hiện tại của Vnindex được dự báo ở mức 17.0x, thấp hơn trung bình nhóm các quốc gia trong rổ thị trường mới nổi thứ cấp là 17.9x cho thấy thị trường vẫn còn nhiều dư địa để tăng giá.
- (3) **Thanh khoản thị trường sẽ duy trì ở mức cao trong 2026 nhờ duy trì nền lãi suất ở mức hợp lý.** KBSV dự phóng mặt bằng lãi suất sẽ tăng khoảng 50bps -100bps so với năm 2025, tương đương nền lãi suất giai đoạn 2015 – 2019 và vẫn ở vùng hợp lý, cùng với áp lực tỷ giá kì vọng ổn định nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ hơn từ Mỹ và dòng vốn FDI quay trở lại, qua đó kích thích nhu cầu đầu tư chứng khoán khi kênh tiền gửi không đem lại lợi nhuận đủ hấp dẫn.

Biểu đồ 11. Lịch sử PB của VN-Index giai đoạn 2015 - 2025

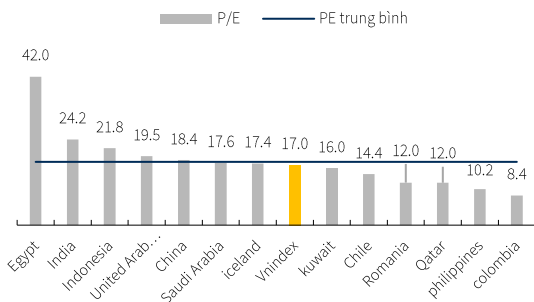


Nguồn: FiinPro, KBSV

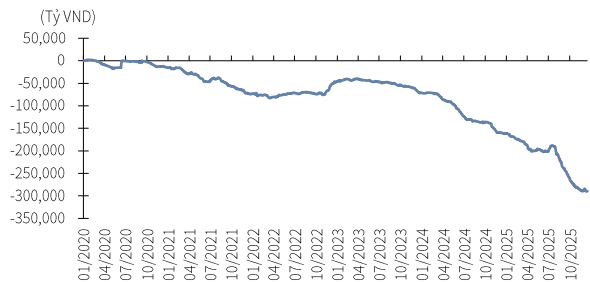
Biểu đồ 12. Lịch sử PE của VN-Index giai đoạn 2015 - 2025



Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 13. Tương quan P/E của Vnindex so với các quốc gia thuộc nhóm thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE Russell

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14. Diễn biến bán ròng của khối ngoại giai đoạn 2020 - 2025

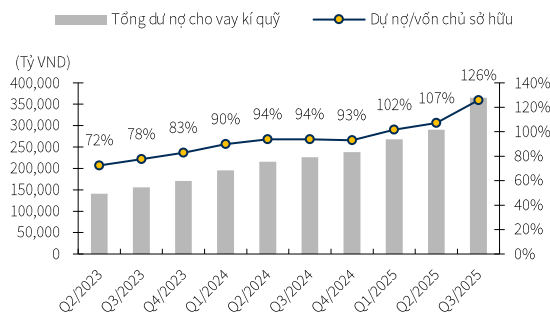
Nguồn: FiinPro, KBSV

Doanh thu môi giới kì vọng tăng trưởng tích cực cùng biên lợi nhuận cải thiện

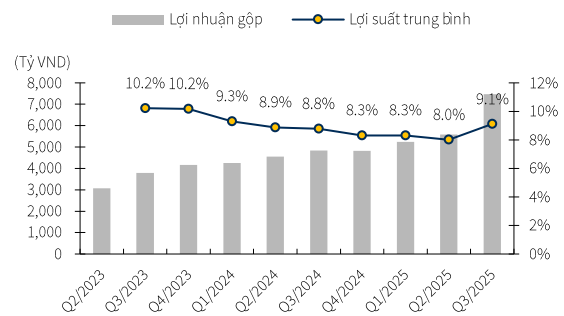
KBSV kì vọng mảng môi giới tiếp tục có tăng trưởng tích cực khi mặt bằng giá và thanh khoản có diễn biến tốt trong năm 2026. Biên lợi nhuận gộp mảng môi giới cũng sẽ cải thiện nhờ: (1) Sau một giai đoạn liên tục giảm phí giao dịch cho khách hàng do áp lực cạnh tranh thì phí giao dịch của hầu hết các công ty chứng khoán đã về ngưỡng thấp và không còn nhiều dư địa để giảm sâu hơn; (2) Tăng trưởng quy mô doanh thu giúp tối ưu chi phí cố định.

Mảng cho vay ký quỹ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, đặc biệt đối với các công ty chứng khoán còn nhiều dư địa cho vay

Mảng cho vay ký quỹ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026 trong bối cảnh thanh khoản kì vọng tăng trong khi dư địa cho vay của các CTCK vẫn còn với tỷ lệ dư nợ/vốn chủ sở hữu đạt 126% tính đến 3Q/2025 (tối đa 200%), đặc biệt cơ hội sẽ rộng mở hơn đối với các doanh nghiệp còn nhiều dư địa như VCK, BSI, VCI, VND... Về lãi suất cho vay, KBSV cho rằng mặt bằng chung các công ty chứng khoán có đủ khả năng để điều chỉnh lãi suất cho vay linh hoạt theo diễn biến lãi suất chung của toàn nền kinh tế khi nhu cầu vay ký quỹ ở mức cao nhờ: (1) Quy trình thẩm định đơn giản, tốc độ giải ngân nhanh; (2) Tính thanh khoản cao, nhà đầu tư có thể tăng giảm dư nợ chủ động hơn so với vay ngân hàng. Việc giảm lãi suất cho vay để tăng khả năng tiếp cận khách hàng sẽ diễn ra cục bộ ở các CTCK có quy mô vốn nhỏ và lợi thế cạnh tranh thấp.

Biểu đồ 15. Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ / tổng vốn chủ sở hữu theo quý

Nguồn: Bloomberg, KBSV

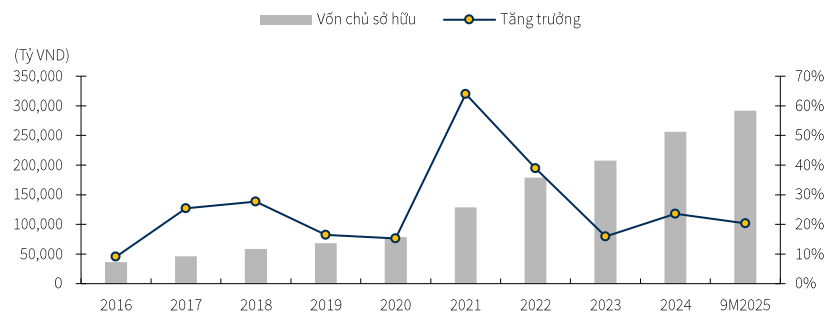
Biểu đồ 16. Lợi nhuận gộp và lợi suất trung bình theo quý của mảng cho vay ký quỹ

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Mặt bằng lãi suất biến động tác động tiêu cực đến mảng trái phiếu, trong khi mảng tự doanh cổ phiếu duy trì tích cực

Với kì vọng lãi suất bình quân tăng 50-100 bps trong năm 2026, KBSV kì vọng phần lợi nhuận từ danh mục tiền gửi/ chứng chỉ tiền gửi của các CTCK sẽ tăng khoảng 10-20% YoY. Ở chiều ngược lại, xu hướng tăng của lãi suất sẽ gây nhiều khó khăn cho hoạt động giao dịch trái phiếu, khiến các CTCK khó duy trì tăng trưởng cao ở mảng này. Trong khi đó, mảng cổ phiếu kì vọng tiếp tục có hiệu quả tốt trong năm 2026 nhờ triển vọng tích cực của nền kinh tế nói chung trong khi nhiều công ty niêm yết đang được định giá ở mức hấp dẫn.

Biểu đồ 17. Quy mô vốn chủ sở hữu giai đoạn 2016 – 9T2025

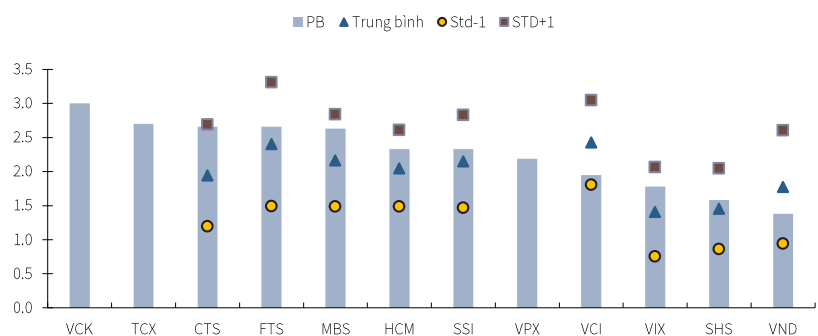


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Định giá hiện tại đang ở mức tương đối hấp dẫn trong trung – dài hạn

Lãi suất tăng trở lại trong giai đoạn cuối năm do thiếu hụt thanh khoản khiến thị trường chứng khoán có diễn biến tiêu cực. Hiện tại, đa số các cổ phiếu trong ngành chứng khoán đang được giao dịch quanh mức P/B trung bình 5 năm. Với kì vọng thị trường chứng khoán sẽ có mức tăng tốt trong năm 2026 về cả giá và thanh khoản cùng tác động tích cực của việc nâng hạng thị trường, KBSV cho rằng nhóm chứng khoán hiện đang ở vùng định giá tương đối hấp dẫn. Nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư đối với nhóm cổ phiếu có lợi thế về khai thác khách hàng tổ chức để đón đầu dòng vốn ngoại, có nguồn lực mạnh mẽ và đang ở mức định giá hấp dẫn như VCI, HCM và SSI. Trong khi đó nhóm cổ phiếu mới niêm yết như VCK, TCX và VPX dù có vị thế dẫn đầu và nền tảng vốn lớn nhưng cần có nhịp điều chỉnh để mặt bằng giá về mức hợp lý hơn.

Biểu đồ 18. Tương quan định giá P/B các công ty chứng khoán niêm yết



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.