

TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN BƯU CHÍNH VIETTEL (HSX: VTP)
Nguyễn Hữu Thắng

Chuyên viên Phân tích

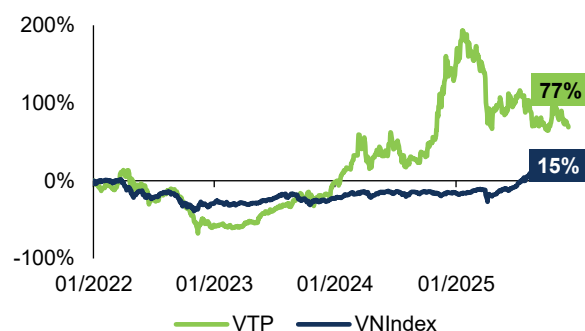
Email: thangnh2@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7562

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu VTP và VNIndex

Thông tin giao dịch (09/12/2025)

Giá hiện tại (VND/cp)	96.800
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	168.100
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	94.600
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	122
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	122
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	462.200
% sở hữu nước ngoài	4,7%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	11.923
P/E trailing 12 tháng (lần)	30,9x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	3.160

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng CTCP Bưu chính Viettel
Địa chỉ	Số 2 Ngõ 15 Phố Duy Tân, Phường Cầu Giấy, Hà Nội
Doanh thu chính	Chuyển phát, fulfillment và dịch vụ logistics biên giới
Chi phí chính	Chi phí nhân công, kết nối tuyến bưu chính
Lợi thế cạnh tranh	Hạ tầng logistics phủ rộng với công nghệ tự động hóa
Rủi ro chính	Cạnh tranh cao; tiến độ cấp phép chậm hơn dự kiến

 Giá hiện tại: **96.800**

 Giá mục tiêu: **118.300**

 Tăng/(giảm): **+22,2%**

Khuyến nghị

MUA
MỞ RỘNG HẠ TẦNG HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VTP với giá mục tiêu là **118.300 VND/cp**, cao hơn +22,2% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2025 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE). Các luận điểm đầu tư chính như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

- **Mảng chuyển phát (55% doanh thu) cải thiện biên lợi nhuận nhờ giá cước tiếp tục phục hồi** ([Chi tiết](#))

Chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận gộp mảng chuyển phát của VTP trong 2025F cải thiện đạt mức 8,3% (+0,5 đpt YoY) nhờ giá cước trung bình (ASP) của VTP tăng 2% YoY. Theo đó, chúng tôi kì vọng ASP ngành chuyển phát sẽ duy trì tăng trưởng CAGR=1,2% tới 2030F, do chúng tôi đánh giá thị trường chuyển phát sẽ dần hạ nhiệt sau giai đoạn cạnh tranh gay gắt trong 2020-2024.

- **Mảng hoàn tất đơn hàng (14% doanh thu) hưởng lợi nhờ tăng trưởng ngành thương mại điện tử** ([Chi tiết](#))

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng Fulfillment đạt 3.000 tỷ VND (+10% YoY) trong năm 2025F, và sau đó tăng 14,5%/năm tới 2030F, thúc đẩy bởi Trung tâm khai thác Đà Nẵng dự kiến hoàn thiện từ 2H2026.

- **Mảng logistics biên giới (1% doanh thu) giúp hoàn thiện chuỗi cung ứng của dịch vụ logistics** ([Chi tiết](#))

Năm 2025F, doanh thu mảng logistics biên giới dự phóng đạt 269 tỷ VND nhờ GD1 của công viên Logistics Lạng Sơn (LSLP) đi vào hoạt động, với vai trò chính giúp hoàn thiện chuỗi cung ứng dịch vụ logistics của VTP. Mảng dự phóng tăng 65,7%/năm tới 2030F nhờ: **(1)** Doanh thu bình quân trên mỗi container tăng trưởng +8,4%/năm nhờ hạ tầng GD2 LSLP hoàn thiện từ năm 2026F giúp tăng công suất và hiệu quả thông quan; và **(2)** Lượng xe thông quan qua cửa khẩu tỉnh Lạng Sơn tăng mạnh +16,5%/năm khi hưởng lợi trực tiếp từ việc chính phủ triển khai mô hình “cửa khẩu thông minh”.

RỦI RO ĐẦU TƯ: ([Chi tiết](#))

- **Mảng chuyển phát cạnh tranh cao** ảnh hưởng giá cước đầu ra không tăng theo kỳ vọng
- **Biến động giá dầu** ảnh hưởng lên chi phí vận chuyển
- **Chậm tiến độ xây dựng/cấp phép** dự án Cửa khẩu thông minh của chính phủ và kho ngoại quan VTP

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành



Tổng CTCP Bưu chính Viettel (HSX: VTP) là đơn vị thành viên của Tập đoàn Công nghiệp Viễn thông Quân đội Viettel, được thành lập từ năm 1997, chuyên kinh doanh các dịch vụ Chuyển phát nhanh, Hoàn tất đơn hàng, Logistics biên giới; và Thương mại hàng hóa viễn thông...

Năm 2024, VTP được niêm yết và giao dịch trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) với vốn điều lệ là 1.218 tỷ VND. Công ty hiện đứng thứ 3 toàn ngành với thị phần chuyển phát chiếm ~17,4%, triển vọng tăng trưởng ở mảng dịch vụ logistics với Thương mại điện tử là động lực chính.

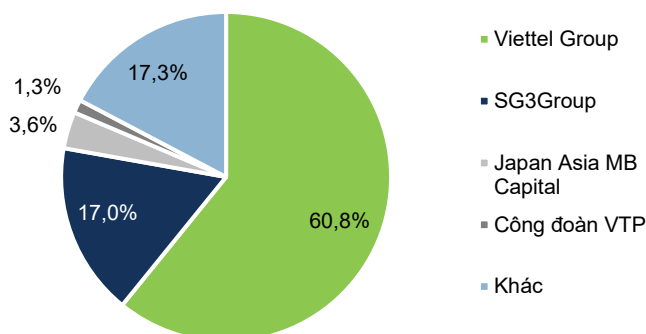
Thông tin công bố của VTP hạn chế, chủ yếu ở cấp độ tổng quan, chưa có số liệu cụ thể về sản lượng bưu chính, cũng như tỉ trọng doanh thu của các hoạt động kinh doanh logistics cốt lõi. Vì vậy, các số liệu này chủ yếu dựa trên ước tính của chuyên viên.

Hình 1: Lịch sử hình thành và phát triển của VTP

1997	• Bộ phận Phát hành báo chí (tiền thân của VTP) trực thuộc Công ty điện tử Viễn thông Quân đội được thành lập
2009	• Cổ phần hóa thông qua việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng
2016	• Phát triển được 315 bưu cục trong năm, đạt ~630 bưu cục
2021	• Khai trương trung tâm Logistics miền Nam tại TP. HCM
2022	• Chính thức vận hành dịch vụ E-Fulfillment
2024	• Khai trương trung tâm khai thác 5 tại Hà Nội và ra mắt Công viên Logistics Lạng Sơn • Niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE)

II. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông của VTP



Tập đoàn Công nghiệp - Viễn thông Quân đội (Viettel Group) đang là cổ đông chi phối nắm giữ hơn 60% cổ phần, ảnh hưởng đối với VTP chủ yếu thông qua định hướng chiến lược và cung cấp nền tảng công nghệ – hạ tầng.

Ngoài ra, nhóm cổ đông tổ chức chiếm gần 22% cổ phần, trong đó SG3Group (UPCOM: SGI) nắm gần 17%.

Nguồn: Vietstock, FPTs tổng hợp

III. Cơ cấu doanh nghiệp

VTP hiện sở hữu trực tiếp 7 công ty con hoạt động chính trong ngành Logistics và các lĩnh vực liên quan, cụ thể:

Bảng 1: Danh sách công ty con của VTP

STT	Công ty con	Vốn góp (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Lĩnh vực kinh doanh	Phạm vi
1	Công ty TNHH MTV Công nghệ Bưu chính Viettel	10,0	100%	Cung cấp giải pháp công nghệ bưu chính	
2	Công ty TNHH MTV Dịch vụ và Thương mại Viettelpost	10,0	100%	Thương mại hàng hóa và dịch vụ, Đại lý	Trong nước
3	Công ty TNHH MTV Logistics Viettel	10,0	100%	Bưu chính, Chuyển phát và dịch vụ Logistics	
4	Công ty TNHH Mygo Campuchia	14,0	100%	Logistics, Fowarding, Chuyển phát quốc tế	Nước ngoài
5	Công ty TNHH VTP Myanmar	7,5	100%		
6	Công ty TNHH MTV Viettel Post Lào	136,1	100%		
7	Công ty TNHH Logistics và Thương mại Viettel Post (Quảng Tây)	34,3	100%		

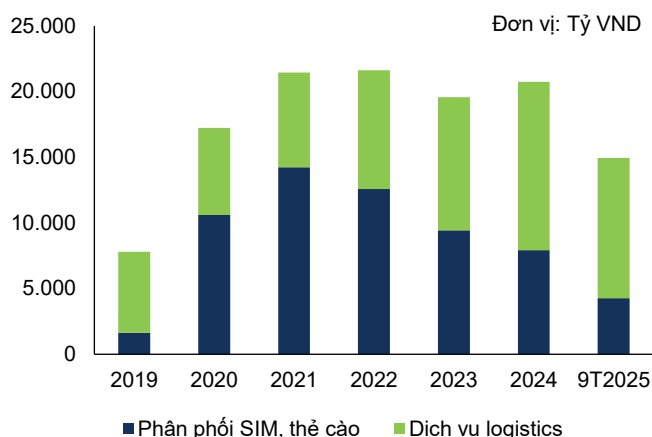
Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp

IV. Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp

Hoạt động kinh doanh chính của VTP là cung cấp dịch vụ logistics (bao gồm hoạt động chuyển phát, hoàn tất đơn hàng và logistics biên giới), đóng góp 98% lợi nhuận gộp năm 2024. Mảng này tăng trưởng 15,7%/năm trong giai đoạn 2019-2024 nhờ lợi thế về hạ tầng bưu chính và nguồn lực tài chính dồi dào.

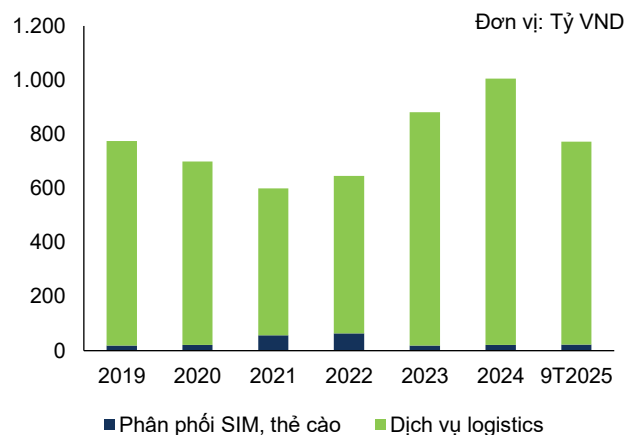
Ngoài ra, VTP còn kinh doanh bán hàng hóa (các sản phẩm viễn thông, SIM, thẻ cào...), đóng góp tới 38% doanh thu thuần nhưng chỉ 02% lợi nhuận gộp năm 2024 do có biên lợi nhuận gộp rất mỏng (~0,5%). Thêm nữa, mảng này đang thu hẹp nhanh chóng do định hướng tập trung nguồn lực vào dịch vụ logistics.

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu của VTP gồm 2 hoạt động chính



Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 3: Mảng dịch vụ logistics đóng góp chính trong cơ cấu lợi nhuận gộp của VTP



Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp

Như vậy, trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi chỉ **tập trung phân tích mảng kinh doanh dịch vụ logistics – hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp.**

V. Tổng quan hoạt động kinh doanh

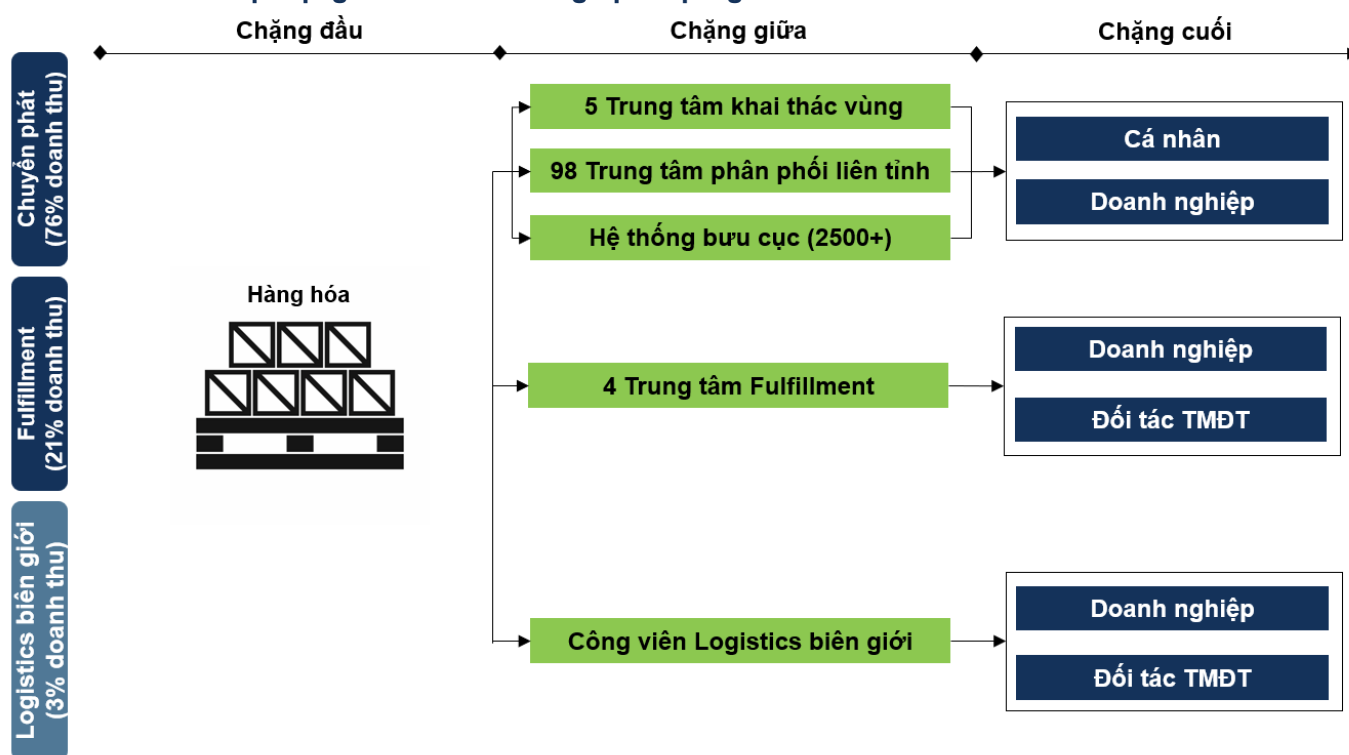
1. Mô hình hoạt động kinh doanh dịch vụ logistics của VTP

Hoạt động cung cấp dịch vụ logistics của VTP bao gồm 3 mảng dịch vụ chính:

- **(1) Chuyển phát** - dịch vụ vận chuyển bưu kiện từ người gửi đến người nhận thông qua mạng lưới bưu cục, trung tâm khai thác và hệ thống vận chuyển liên miền.
- **(2) Hoàn tất đơn hàng (Fulfillment)** - xử lý đơn hàng thương mại điện tử, bao gồm lưu kho, đóng gói và phân phối đến khách hàng cuối, giúp nhà bán hàng tối ưu vận hành logistics.
- **(3) Logistics biên giới**: dịch vụ hỗ trợ xuất nhập khẩu đường bộ qua cửa khẩu, gồm hải quan, kho ngoại quan và khai thác bến bãi/container tại các khu kinh tế cửa khẩu.

Các dịch vụ này được vận hành thông qua các hạ tầng logistics riêng biệt với nguồn thu được trình bày chi tiết ở hình sau:

Hình 2: Mô hình hoạt động kinh doanh mảng dịch vụ logistics của VTP



Tỉ trọng ước tính trên doanh thu dịch vụ logistics trong 9T2025

Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp và ước tính

Như vậy, mô hình logistics của VTP đang dần hình thành chuỗi hoàn chỉnh (liên kết nguồn hàng nước ngoài – logistics biên giới – fulfillment – chuyển phát), hướng tới phục vụ các khách hàng doanh nghiệp (chiếm ~70% doanh thu mảng này) có nhu cầu nhập khẩu hàng hóa, lưu kho và phân phối tới các điểm tiêu thụ đầu cuối (cửa hàng hoặc khách hàng đặt hàng trực tuyến):

(1) Hoạt động chuyển phát của VTP theo dòng luân chuyển của một bưu kiện được phân thành ba chặng chính:

- **Chặng đầu:** Nhận bưu phẩm được khách hàng gửi đến bưu cục và vận chuyển đến trung tâm phân loại (hay trung tâm khai thác) của khu vực.
- **Chặng giữa:** Trung tâm khai thác (cấp vùng) chia chọn và tập kết bưu phẩm theo khu vực của điểm đích, sau đó vận chuyển liên tuyến thông qua hệ thống phương tiện (xe tải/tàu hỏa/máy bay) do VTP điều phối vận hành. Các trung tâm khai thác ở điểm đích tiếp tục chia chọn bưu phẩm theo các trung tâm phân phối nhỏ hơn (cấp tỉnh) và từ đó vận chuyển xuống các bưu cục.
- **Chặng cuối:** Bưu tá tại các bưu cục giao hàng đến khách hàng đầu cuối.

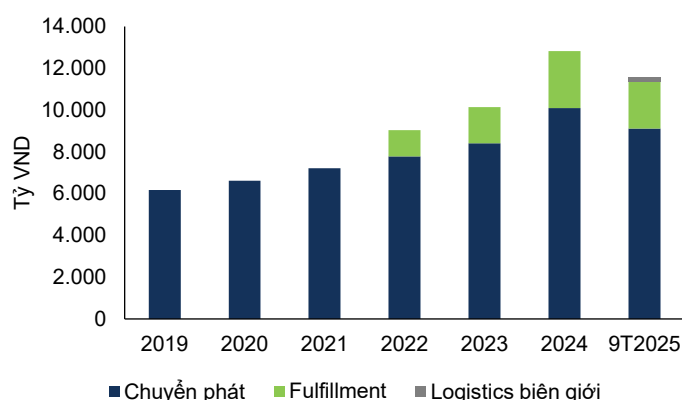
(2) Hoạt động Fulfillment chưa được VTP công bố thông tin cụ thể, chúng tôi cho rằng mảng này có chuỗi giá trị tương tự hoạt động chuyển phát, cụ thể các hàng hóa của doanh nghiệp khách hàng được lưu kho và phân phối thông qua các trung tâm Fulfillment của VTP, sau đó được vận chuyển đến nơi tiêu thụ đầu cuối. Hạ tầng mảng này được tích hợp trong trung tâm khai thác (TTKT) phục vụ hoạt động chuyển phát, giúp tối ưu chi phí và hiệu quả vận hành nhờ dùng chung hệ thống chia chọn, kho bãi và mạng lưới vận chuyển.

(3) Hoạt động mảng logistics biên giới của VTP mới triển khai từ đầu năm 2025, chủ yếu phục vụ các đơn vị xuất/nhập khẩu đường bộ với Trung Quốc thông qua khu kinh tế cửa khẩu Đồng Đăng (tỉnh Lạng Sơn), gồm cung cấp các dịch vụ (a) hải quan, (b) kho ngoại quan và (c) chuyển tải và cho thuê kho/bãi container. Hoạt động này được VTP khai thác thông qua hạ tầng độc lập thuộc công viên logistics Lạng Sơn (LSLP), với giai đoạn 1 đã đi vào hoạt động kể từ đầu năm 2025 và giai đoạn 2 dự kiến hoàn thành trong 2H2026.

2. Cơ cấu doanh thu các hoạt động logistics của VTP

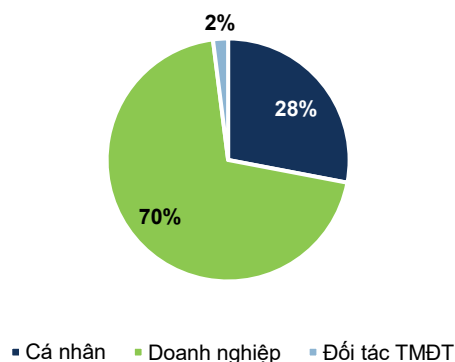
Hoạt động chuyển phát của VTP chiếm 79% doanh thu dịch vụ logistics trong 9T2025 và tăng trưởng ~11,1%/năm trong giai đoạn 2020-2024, tập trung phục vụ nhóm khách hàng doanh nghiệp (~70%), cá nhân (~28%) và các đối tác sàn Thương mại điện tử (~2%). Với nhóm các sàn thương mại điện tử (TMDT), chúng tôi đánh giá VTP chỉ đóng vai trò là đơn vị vận chuyển hỗ trợ khi các sàn lớn ở Việt Nam (Shopee, TikTok, Lazada) đều đã có đơn vị vận chuyển riêng.

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu dịch vụ theo hoạt động



Nguồn: VTP, FPTIS ước tính

Biểu đồ 5: Cơ cấu doanh thu dịch vụ logistics theo nhóm khách hàng (năm 2024)



Nguồn: VTP, FPTIS ước tính

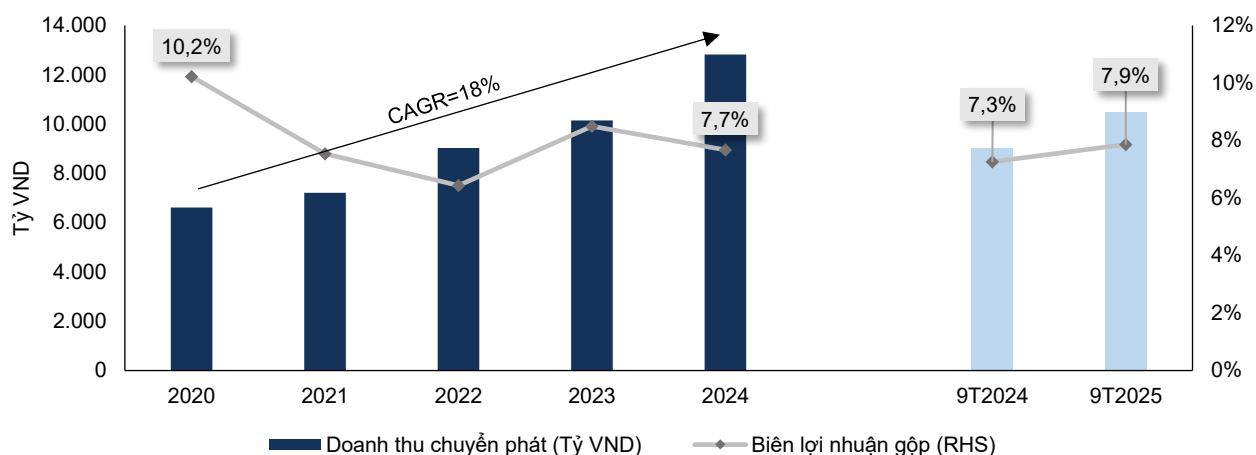
Ngoài ra, dịch vụ Fulfillment của VTP bắt đầu hoạt động kể từ năm 2022, tới nay ước tính đóng góp ~19% doanh thu nhờ phục vụ các doanh nghiệp lớn trong các ngành FMCGs, bán lẻ... (như Unilever, Abbott, Guardian, Bibomart...); và mảng logistics biên giới của VTP bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2025, đóng góp ~2% doanh thu (ước tính đạt 202 tỷ VND).

B. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH MẢNG CHUYỂN PHÁT LOGISTICS

Trong 2020 – 2024, mảng chuyển phát VTP phản ánh xu hướng chung giảm giá để tăng thị phần của ngành với doanh thu tăng trưởng nhanh ~18%/năm (nhỉnh hơn mức tăng trưởng của ngành với CAGR=17,3%) nhưng biên lợi nhuận gộp sụt giảm từ mức 10,2% xuống 7,7%.

Dù vậy, trong 9T2025, cạnh tranh trên thị trường chuyển phát hạ nhiệt giúp VTP duy trì tăng trưởng doanh thu +16% YoY, cùng biên lợi nhuận gộp cải thiện 0,6 đpt YoY với giá cước trung bình tăng.

Biểu đồ 6: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng chuyển phát của VTP cải thiện trong 9T2025



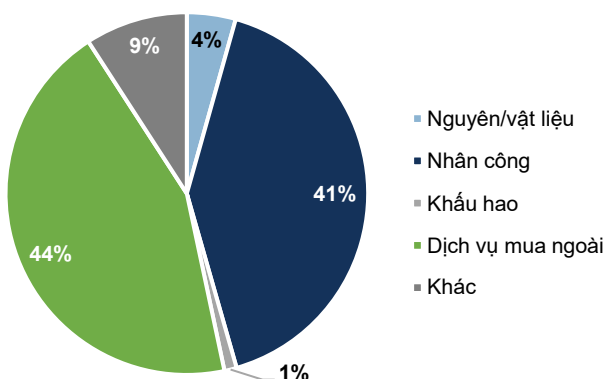
Ghi chú: Loại mảng logistics biên giới trong 09T2025

Nguồn: VTP, FPTs tổng hợp

1. Đầu vào: Chi phí thuê ngoài và nhân công chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí của VTP

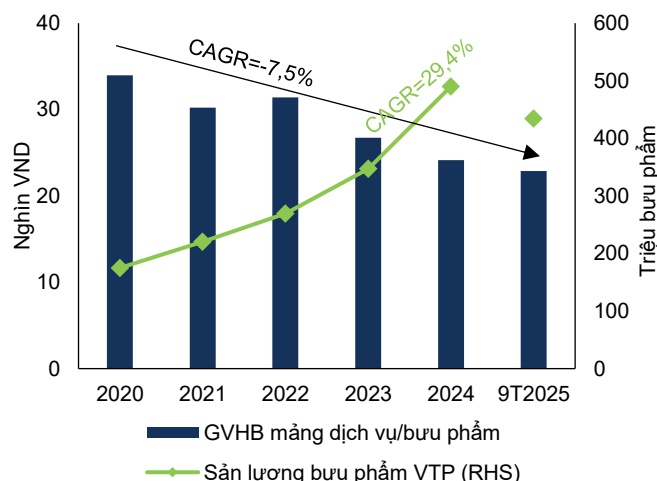
Với đặc thù chuyển phát, chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm tỉ trọng lớn nhất (~44% cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh trong giai đoạn 2020-2024), đến từ các khoản phí thuê xe tải & nhiên liệu phục vụ hoạt động vận tải, kết nối tuyến bưu chính, và thuê/vận hành hạ tầng logistics... Sau đó là chi phí nhân công (~41%), phần lớn là chi phí cho nhân sự chia chọn tại các trung tâm logistics, bưu tá...

Biểu đồ 7: Dịch vụ mua ngoài và nhân công chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí của VTP



Nguồn: VTP, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 8: Giá vốn bình quân mỗi bưu phẩm giảm dần trong giai đoạn 2020-2024



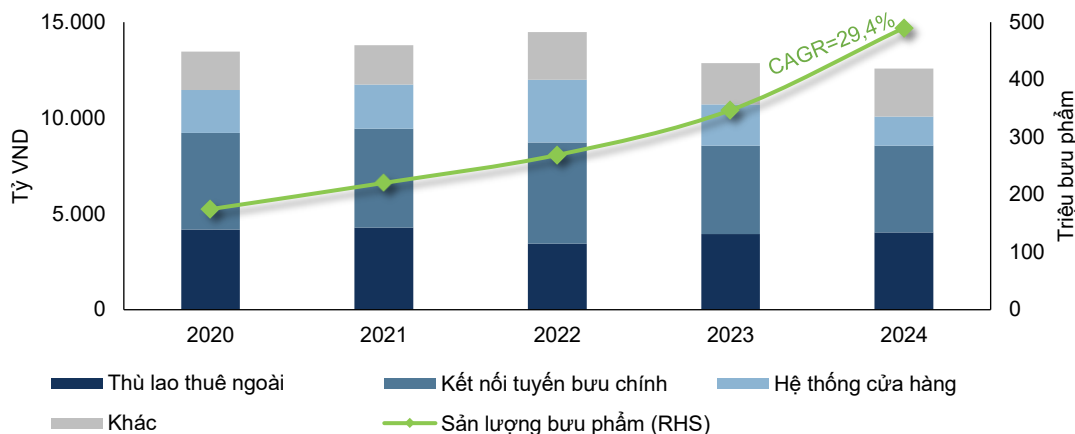
Nguồn: VTP, FPTs tổng hợp

Trong giai đoạn 2020-2024, giá vốn hàng bán trên mỗi bưu phẩm của VTP liên tục được cải thiện -8,2%/năm nhờ: (1) Chi phí dịch vụ mua ngoài trên mỗi bưu phẩm cải thiện nhờ lợi thế kinh tế theo quy mô; và (2) Tiết giảm chi phí nhân công nhờ áp dụng công nghệ tự động hóa vào quy trình chia chọn bưu phẩm.

1.1. Chi phí dịch vụ mua ngoài (~44% tổng chi phí) hưởng lợi từ tăng hiệu suất vận hành và giá nhiên liệu giảm

Giai đoạn 2020-2024, trung bình chi phí dịch vụ mua ngoài trên mỗi bưu phẩm của VTP giảm 2%/năm nhờ lợi thế kinh tế theo quy mô (sản lượng bưu phẩm tăng trưởng với CAGR=29,4%) và đầu tư công nghệ tự động tại hai trung tâm khai thác mới tại TP.HCM và Hà Nội (lần lượt vào năm 2021 và 2024, chiếm khoảng 60% tổng sản lượng), giúp tăng khối lượng xử lý và tốc độ luân chuyển đơn hàng.

Biểu đồ 9: Chi phí mua ngoài bình quân trên mỗi bưu phẩm giảm nhờ sản lượng tăng cao



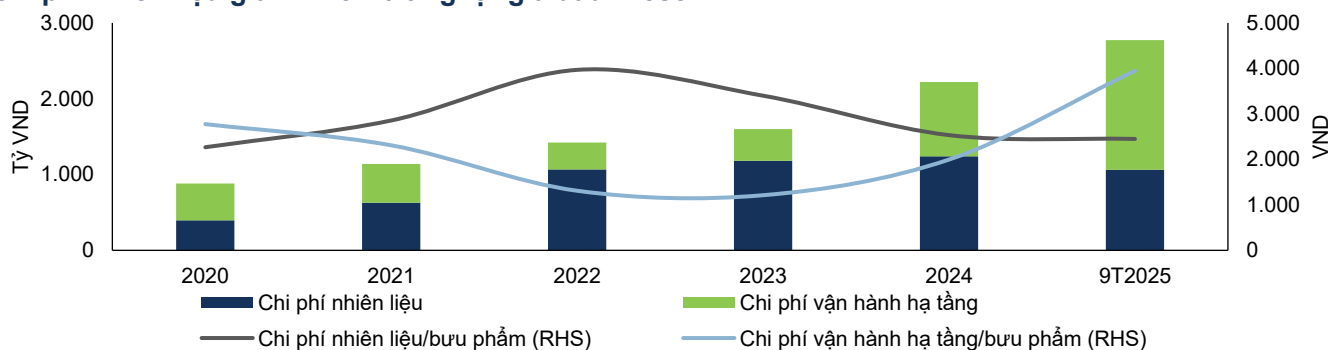
Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp và ước tính

Chúng tôi đánh giá mức tiết giảm chủ yếu đến từ:

(1) Chi phí hệ thống cửa hàng (~17% chi phí dịch vụ mua ngoài) trên mỗi bưu phẩm giảm -11%/năm, nhờ (1) sản lượng bưu phẩm tăng trưởng cao trong khi VTP không đầu tư mở rộng bưu cục trong giai đoạn 2020-2024; và (2) công ty bắt đầu thu hẹp mạng bán hàng kể từ 2022, do đó làm giảm số lượng điểm bán.

(2) Chi phí kết nối tuyến bưu chính (~37%) trên mỗi bưu phẩm giảm trung bình ~3%/năm, chủ yếu nhờ xuất phát từ chi phí nhiên liệu bình quân trên mỗi bưu phẩm (chiếm 38% chi phí kết nối) giảm -16%/năm khi (a) hưởng lợi trong môi trường giá dầu Diesel giảm; và (b) cải thiện tỉ lệ lấp đầy hạ tầng và tuyến vận chuyển chặng giữa nhờ sản lượng tăng. Ngược lại, chi phí vận hành hạ tầng bình quân trên mỗi bưu phẩm (chiếm 62%) tăng 3,3 lần từ đáy năm 2023 do nhiều hạ tầng mới được đưa vào hoạt động trong giai đoạn 2024-9T2025 nhưng tỷ lệ sử dụng chưa cao (ước tính hiện chỉ đạt ~40% công suất chia chọn).

Biểu đồ 10: Trong 9T2025, chi phí vận hành trung bình tăng mạnh do hạ tầng mới đưa vào vận hành, chi phí nhiên liệu giảm nhờ hưởng lợi giá dầu Diesel



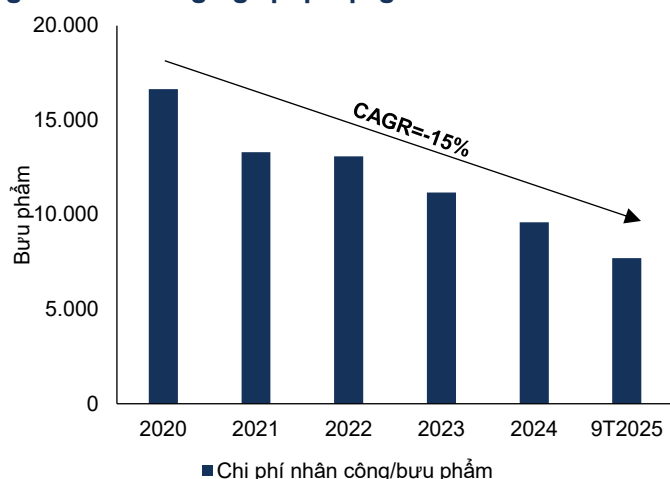
Nguồn: FPTS ước tính. [\(Xem thêm phụ lục: Biến động giá dầu Diesel – Brent và chi phí nhiên liệu của VTP\).](#)

(3) Chi phí thù lao thuê ngoài (~30%) trên mỗi bưu phẩm ghi nhận giảm ~0,9%/năm do đặc thù nhân công giao hàng chặng cuối là khâu then chốt của hoạt động bưu chính và khó thay thế bởi công nghệ. VTP hiện đang đầu tư thêm hệ thống tủ giao nhận (locker) tại các đô thị lớn nhằm tối ưu khoản chi phí này thông qua giảm tần suất giao lại.

1.2. Tối ưu chi phí nhân công (~41% tổng chi phí) thông qua quy trình chia chọn tự động

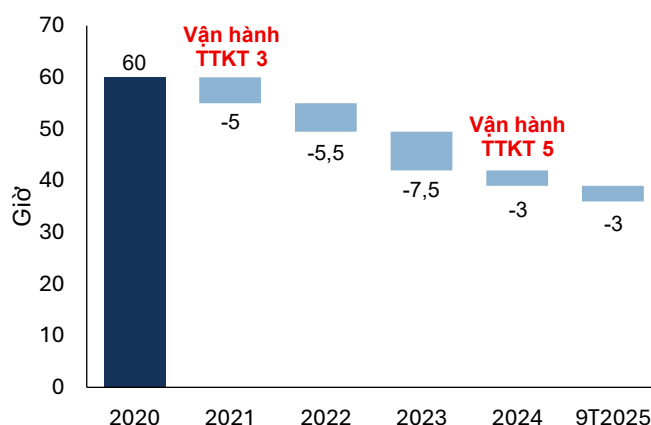
Từ 2020 tới nay, chi phí nhân công trên mỗi bưu phẩm của VTP giảm -15%/năm nhờ đầu tư công nghệ chia chọn sử dụng băng chuyền (kiện hàng dạng thùng, túi poly) và robot tự hành AGV (kiện hàng nhẹ, nhỏ, có tính tròn lắn), được tích hợp trong hai TTKT mới (TTKT 3 – vận hành từ 2021 và TTKT 5 – vận hành từ 2024, chiếm tổng cộng 60% công suất chia chọn toàn hệ thống). Thêm nữa, thời gian toàn trình bưu phẩm cũng được giảm tới 40%, chỉ còn khoảng 36 giờ tại 09T2025.

Biểu đồ 11: Chi phí nhân công trên mỗi bưu phẩm giảm nhờ công nghệ tự động hóa



Nguồn: VTP, FPT S ước tính

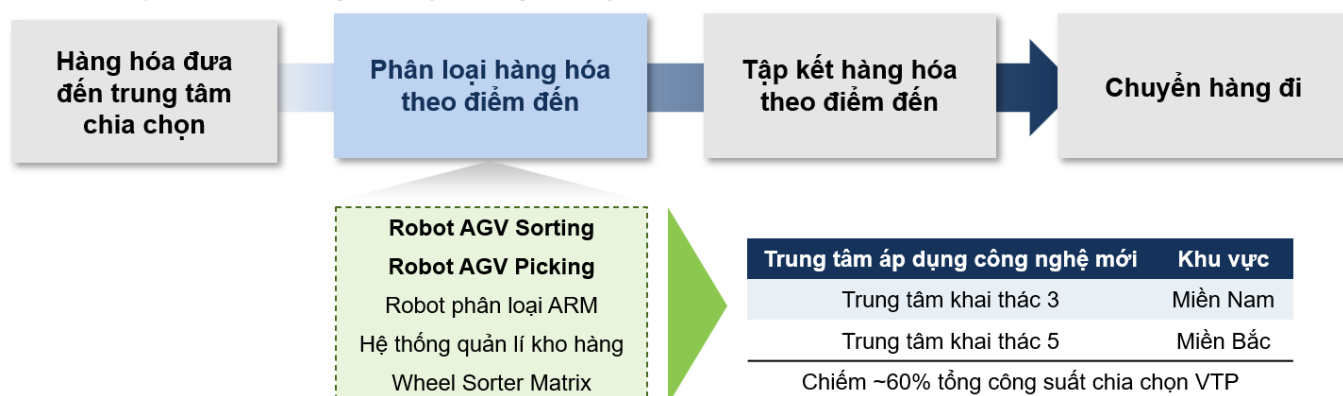
Biểu đồ 12: Thời gian toàn trình¹ bưu phẩm của VTP cải thiện nhờ bổ sung hạ tầng chia chọn



Nguồn: VTP, FPT S ước tính

Cụ thể, quy trình vận hành tại trung tâm logistics bao gồm 4 bước theo thứ tự: (1) Hàng hóa trung chuyển đến trung tâm chia chọn, (2) Phân loại bưu kiện, (3) Tập kết, và (4) Chuyển hàng đi. Trong đó, việc đầu tư hệ thống tự động giúp tối ưu khâu phân loại bưu kiện vốn chiếm nhiều thời gian và nguồn lực nhất do hệ thống phải xử lý khối lượng đơn hàng lớn với nhiều điểm đến khác nhau.

Hình 3: Quy trình chia chọn hàng hóa tại trung tâm khai thác



Nguồn: FPT S tổng hợp

Hai TTKT áp dụng công nghệ mới (chiếm 60% công suất VTP) có công suất chia chọn bưu phẩm gấp 5-10 lần và tiết giảm ~60% lượng nhân công vận hành hệ thống so với quy trình chia chọn thủ công. Theo VTP, doanh nghiệp đã tự phát triển hệ thống băng chuyền và robot tự hành AGV và đạt được hiệu suất cao hơn 15% và tối ưu hơn 25% nhân lực so với hệ thống ngoại nhập.

VTP hiện là đơn vị chuyển phát duy nhất phát triển và áp dụng kết hợp chia chọn bằng công nghệ robot AGV ở Việt Nam. Chúng tôi đánh giá công nghệ này phù hợp cho các doanh nghiệp chuyển phát truyền thống (VTP, VNPost, GHTK, GHN...) nhờ khả năng mở rộng theo mô-đun tùy thuộc vào sản lượng, thích hợp với mô hình

¹ Thời gian toàn trình tuyến liên miền đặc biệt: Hà Nội <-> Đà Nẵng <-> TP Hồ Chí Minh

nhiều TTKT phân tán rộng với sản lượng đơn hàng ở mức trung bình. Ngược lại, các doanh nghiệp chuyển phát sàh TMĐT (SPX, J&T) với mô hình tập trung sản lượng lớn thích hợp hơn với hệ thống băng tải Cross-belt Sorter có công suất chia chọn cao. [\(Xem thêm phụ lục: Phân loại các hình thức chia chọn bưu kiện\)](#)

2. Vận hành: Thời gian toàn trình giảm nhờ mở rộng hạ tầng chia chọn

Chiến lược vận hành của VTP hướng tới phục vụ nhóm khách hàng doanh nghiệp (chiếm 70% doanh thu logistics), tương ứng gồm (1) phân bổ hạ tầng trải dài kết hợp với công nghệ tự động hóa phù hợp giúp cải thiện hiệu quả tuyến đường và chia chọn, cũng như (2) đảm bảo đáp ứng thời gian cam kết để hạn chế ảnh hưởng vận hành của khách hàng doanh nghiệp.

2.1. Lợi thế trong đơn hàng đến các tỉnh nhờ phân bổ hạ tầng trải dài

VTP hiện sở hữu và vận hành 05 trung tâm khai thác với tổng quy mô chia chọn đạt 04 triệu bưu phẩm/ngày, gồm: 02 TTKT ở miền Bắc (chiếm 57% tổng công suất); 02 TTKT ở miền Nam (34%); và 01 TTKT ở miền Trung (9%). Việc phân bổ các TTKT lớn đều ra 03 miền sẽ giúp tối ưu công suất khâu trung chuyển bưu kiện nhờ: (1) Tối ưu tuyến đường vận chuyển chặng giữa; (2) Gia tăng tỉ lệ lấp đầy xe tải (hay toa tàu) nhờ ghép tuyến.

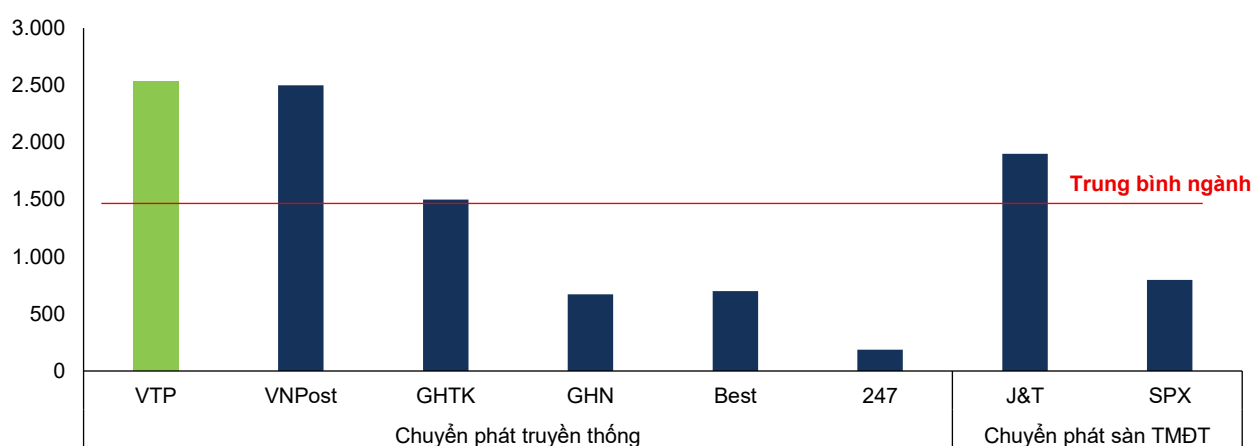
Bảng 2: Các trung tâm khai thác của VTP

Hạ tầng Logistics	Diện tích (m ²)	Công suất chia chọn (bưu phẩm/ngày)	Khu vực
Trung tâm khai thác 1	10.500	864.000	Miền Bắc
Trung tâm khai thác 2	8.850	364.000	Miền Trung
Trung tâm khai thác 3	60.000	1.008.000	Miền Nam
Trung tâm khai thác 4	18.850	364.000	Miền Nam
Trung tâm khai thác 5	35.000	1.400.000	Miền Bắc

Nguồn: FPT S tổng hợp và ước tính

Thêm nữa, VTP có số lượng bưu cục cao nhất toàn ngành ở khoảng ~2.532 bưu cục.

Biểu đồ 13: Số lượng bưu cục của VTP cao nhất toàn ngành



Nguồn: FPT S tổng hợp

Để tương quan, VNPost có mô hình kinh doanh trải dài tương tự VTP với số lượng trung tâm chia chọn nhiều và trải rộng nhất (tuy nhiên có công suất chia chọn nhỏ) và 2.500 bưu cục (tương đương với VTP). Mặt khác, mô hình của SPX hướng tới phục vụ nhu cầu của sàh Thương mại điện tử Shopee (chiếm ~55% thị phần TMĐT Việt Nam trong Q3/2025), thể hiện ở quy mô trung tâm chia chọn lớn nhất nhưng chủ yếu tập trung ở khu vực đô thị lớn. [\(Xem thêm phụ lục: So sánh hạ tầng logistics giữa các đơn vị chuyển phát\)](#)

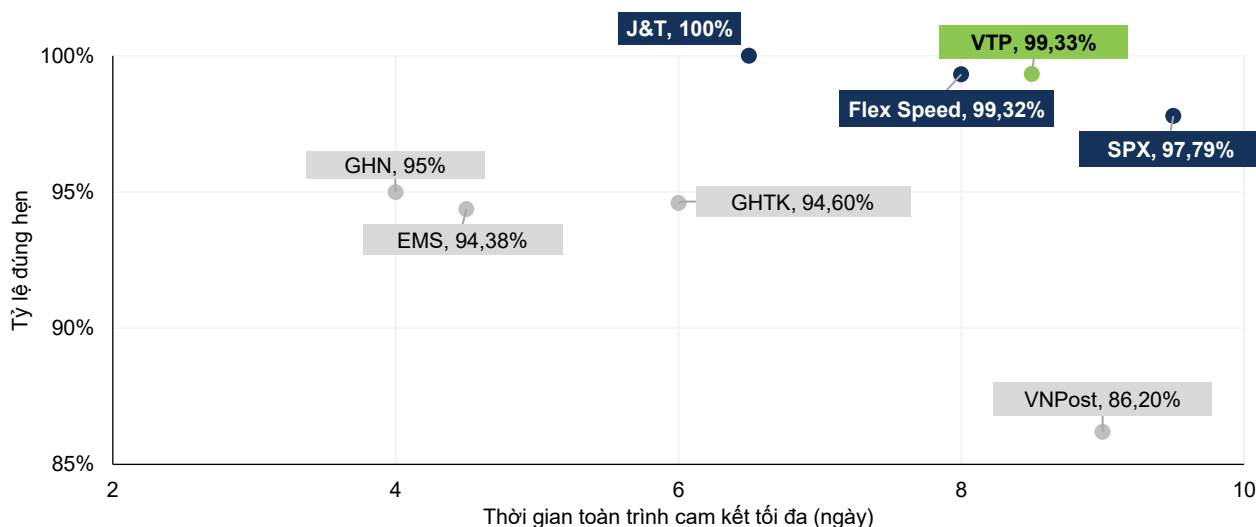
Khả năng bao phủ kho fulfillment khắp 3 miền là lợi thế đáng kể trong mạng fulfillment của VTP so với SPX (Fulfillment by Shopee) chỉ tập trung vào miền Bắc và miền Nam.

2.2. Độ ổn định cao để phục vụ các khách hàng doanh nghiệp

Với mô hình VTP hướng tới các khách hàng doanh nghiệp, độ ổn định trong việc đáp ứng thời gian cam kết quan trọng hơn thời gian giao hàng cam kết.

Trong nhóm các doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ chuyển phát logistics, các doanh nghiệp lớn (VTP, J&T, SPX, Flex) sở hữu nguồn lực đầu tư và hạ tầng phát triển hơn thường duy trì đạt tỷ lệ đúng hẹn cao và ổn định (>98%) nhưng có thời gian cam kết dài hơn trong khoảng 7–10 ngày và; ngược lại các đơn vị chuyển phát nhỏ trong nước (EMS, GHN, GHTK) thường đặt thời gian cam kết ngắn (4–6 ngày), tuy nhiên tỷ lệ đúng hẹn chỉ đạt ~95%.

Biểu đồ 14: VTP đứng thứ 2 về tỉ lệ đáp ứng thời gian toàn trình cam kết tối đa³



Nguồn: Bộ KHCN

2.3. Mở rộng mảng logistics biên giới để hoàn thiện chuỗi cung ứng

VTP hiện đang mở rộng hoạt động kinh doanh mảng logistics biên giới với mục tiêu hoàn thiện chuỗi cung ứng dịch vụ hậu cần, lần lượt: (1) Liên kết nguồn hàng nước ngoài, (2) Logistics biên giới, (3) Fulfillment, (4) Giao hàng chặng cuối.

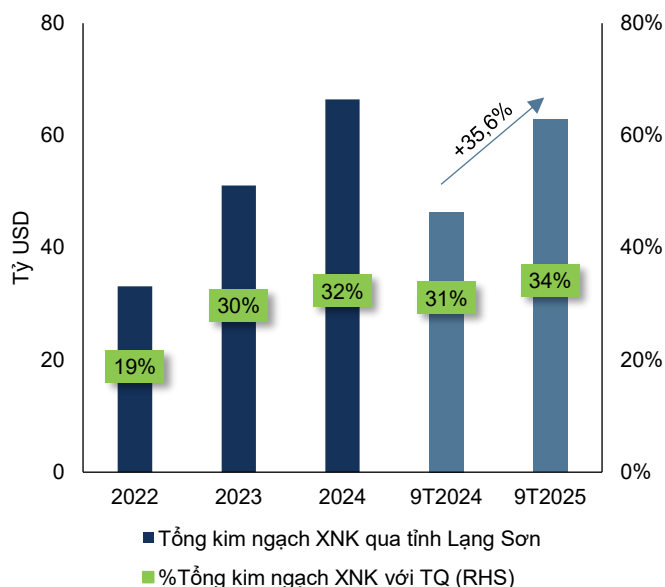
Trong đó, logistics biên giới đóng vai trò là mắt xích còn thiếu, cung cấp các dịch vụ logistics xuất nhập khẩu toàn trình bao gồm: thông quan, kiểm dịch, kiểm hóa, sang tải, lưu kho... thực hiện tại khu kinh tế cửa khẩu Đồng Đăng (DDEZ), tỉnh Lạng Sơn. Các hoạt động còn lại, bao gồm (3) fulfillment và (4) chuyển phát đã được VTP vận hành với vị thế đầu ngành, trong khi hoạt động (1) liên kết nguồn hàng đang được VTP phát triển thông qua sàn TMĐT bán sỉ VipoMall kể từ năm 2024.

Tỉnh Lạng Sơn đóng vai trò quan trọng trong hoạt động giao thương đường bộ giữa Việt Nam và Trung Quốc, khi chiếm trung bình 29% tổng kim ngạch thương mại giữa 2 nước trong giai đoạn 2022-9T2025 và có tăng trưởng cao (+35,6% YoY, đạt 62,9 tỷ USD trong 9T2025). Lưu lượng thông quan qua khu vực ở mức cao ~1.900 lượt xe thông quan/ngày (+22,6% YoY, ~693,500 xe/năm) trong 9T2025; tuy nhiên, năng lực bến bãi tại DDEZ còn hạn chế, dẫn đến ùn tắc thường xuyên trong các giai đoạn cao điểm (thường diễn ra xen kẽ quanh năm tùy thuộc vào đặc tính vụ mùa thu hoạch của các mặt hàng nông sản).

Trong bối cảnh đó, VTP triển khai dịch vụ logistics biên giới thông qua giai đoạn 1 của dự án Công viên logistics Lạng Sơn (LSLP) với công suất xử lý ~336.000 xe tải/năm tại DDEZ. Đây là khu vực cửa khẩu có sản lượng hàng hóa thương mại lớn nhất biên giới Việt-Trung, đồng thời đóng vai trò là cầu nối chính giữa Trung Quốc và ASEAN. Chúng tôi kì vọng dự án này sẽ là cơ sở để kết nối các dịch vụ logistics của VTP thành một chuỗi liên kết liền mạch.

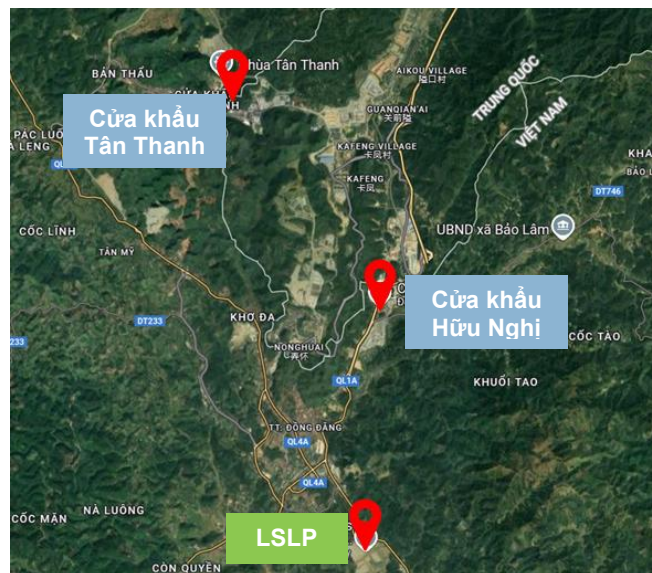
³ Hiệu quả được đánh giá dựa trên: 02 tuyến nội tỉnh tại Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh và 12 tuyến liên tỉnh có sản lượng lớn

Biểu đồ 15: Kim ngạch xuất nhập khẩu qua tỉnh Lạng Sơn duy trì tăng trưởng trong 9T2025



Nguồn: Cục hải quan, FPTS tổng hợp

Hình 4: LSLP có vị trí chiến lược trong khu kinh tế cửa khẩu Đồng Đăng



Nguồn: FPTS tổng hợp

Tại DDEZ, VTP đang là đơn vị có diện tích bến bãi lớn nhất (~143ha – cửa khẩu Hữu Nghị), vượt trội so với các đối thủ bao gồm Xuân Cường (25,5ha - cửa khẩu Hữu Nghị) và Bảo Nguyên (90,3ha - cửa khẩu Tân Thanh).

LSLP giữ vai trò quan trọng trong việc giải quyết điểm nghẽn hạ tầng tại khu vực cửa khẩu nhờ (1) hạ tầng phát triển với diện tích bến bãi rộng và vị trí thuận lợi và (2) nhu cầu xuất nhập khẩu đường bộ qua khu vực tăng trưởng cao trong bối cảnh cơ sở hạ tầng không đáp ứng đủ gây ra ùn tắc. Dự án đưa vào hoạt động dự kiến sẽ giúp: (1) Giảm thời gian xử lý xe thông quan (từ 4-5 ngày xuống dưới 24 giờ); (2) Giảm 30-40% chi phí thông quan; và (3) Nâng hiệu suất khai thác xe container lạnh (từ 2,5 chuyến lên 4-5 chuyến/tháng), nhờ khả năng chuẩn hóa dữ liệu và kết nối trực tiếp với hải quan Việt Nam – Trung Quốc.

Chúng tôi đưa ra ước tính thận trọng doanh thu bình quân trên mỗi container xử lý tại LSLP trong năm 2025 đạt ~4 triệu đồng/TEU (thấp hơn mức trung bình khu vực ~6 triệu đồng/TEU) do giai đoạn 1 của dự án chỉ mới hoàn thiện các hạ tầng cơ bản và chỉ cung cấp được các dịch vụ như: thông quan, kiểm hóa thủ công, và bãi xe container... (chưa tạo được lợi thế cạnh tranh so với bến bãi lân cận). Theo đó, ước tính LSLP chỉ chiếm ~10,7% thị phần tại DDEZ, đạt 47.040 TEU trong 9T2025.

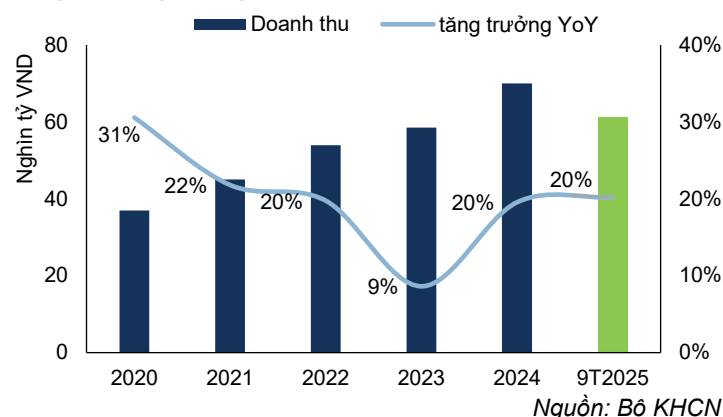
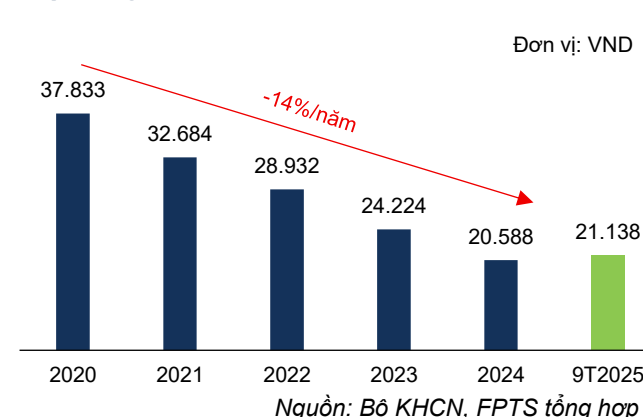
[\(Xem thêm phụ lục: Giá cước khai báo và thông quan hàng xuất nhập khẩu\)](#)

3. Đầu ra: Cạnh tranh về giá hạ nhiệt

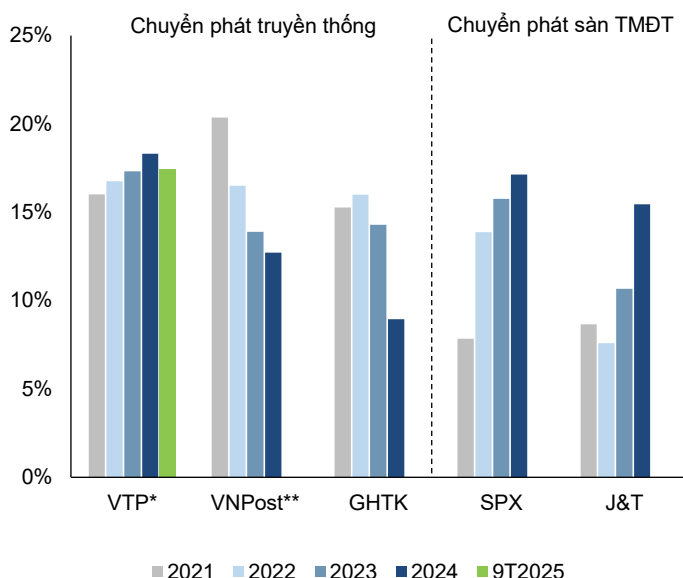
3.1. Ngành chuyển phát – Giá cước dừng xu hướng giảm từ 2020 – 2024

Giai đoạn 2020-2024, doanh thu ngành chuyển phát ở Việt Nam tăng trưởng nhanh chóng với CAGR=17,3%, xuất phát từ tăng trưởng nhu cầu giao hàng chặng cuối hưởng lợi (sản lượng tăng trưởng CAGR=36,6%) bởi hoạt động thương mại trực tuyến và bưu chính.

Tuy nhiên, thị trường chuyển phát cũng ghi nhận mức độ cạnh tranh cao khi giá cước vận chuyển giảm trung bình -14%/năm trong giai đoạn này, tới từ việc các doanh nghiệp bưu chính giảm giá cước nhằm cạnh tranh giành thị phần (cũng là xu hướng chung của ngành chuyển phát ở các thị trường phát triển) song song với liên tục đẩy mạnh cải tiến công nghệ. Xu hướng giảm giá cước của ngành đã làm ảnh hưởng tiêu cực lên lợi nhuận và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp (Ninja Van rút khỏi thị trường chuyển phát ở Việt Nam kể từ tháng 10/2025). [\(Việt Nam hiện không có quy định về mức sàn hoạt động chuyển phát, xem thêm phụ lục: Quy định mức sàn của giá cước chuyển phát tỉnh Quảng Đông, Trung Quốc\)](#)

Biểu đồ 16: Doanh thu toàn ngành bưu chính duy trì tăng trưởng trong 9T2025

Biểu đồ 17: Giá cước trung bình ngành cải thiện nhẹ trong 9T2025


Trong 9T2025, giá cước chuyển phát đã tăng 2,7% so với trung bình năm 2024, đánh dấu điểm đảo chiều sau xu hướng giảm trong 2020 -2024. **Chúng tôi cho rằng xu hướng giảm giá cước của ngành đã chấm dứt, và mặt bằng giá sẽ duy trì tăng nhẹ**, nhờ: (1) Nhu cầu ngành chuyển phát liên tục gia tăng do hoạt động TMĐT tăng trưởng cao; và (2) Các đơn vị chuyển phát phải nâng cước để bù đắp chi phí hạ tầng, sau giai đoạn dài hạ giá cước để cạnh tranh thị phần.

Biểu đồ 18: Thị phần theo doanh thu ngành chuyển phát tăng tập trung ở nhóm TMĐT


* Doanh thu cung cấp dịch vụ

** Doanh thu dịch vụ bưu chính, chuyển phát

Thị phần ngành chuyển phát Việt Nam khá tập trung với 5 doanh nghiệp đầu ngành chiếm ~72% tổng thị phần năm 2024. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng của nhu cầu trên thị trường chuyển phát tập trung ở hoạt động TMĐT, do đó các doanh nghiệp chuyển phát truyền thống sẽ ngày càng thu hẹp thị phần và sẽ tập trung hơn ở các đơn vị có thế mạnh về TMĐT ngoài sà. Trong đó:

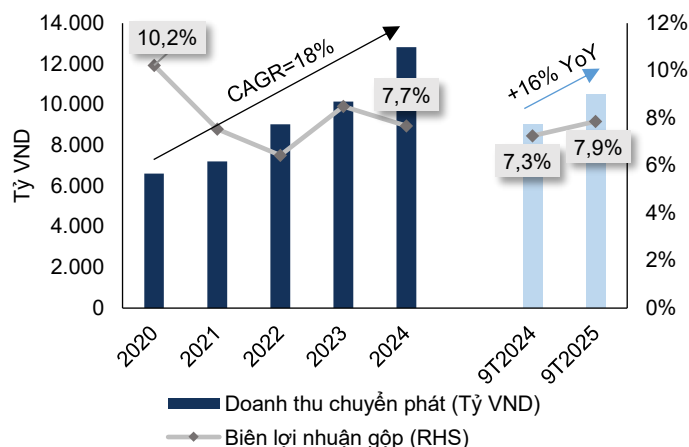
(1) Trong nhóm chuyển phát truyền thống, VTP là doanh nghiệp dẫn đầu với ~18,3% thị phần với xu hướng tăng kể từ 2021. Ngược lại, VNPost và GHTK có xu hướng sụt giảm về thị phần.

(2) Đối với nhóm chuyển phát sà TMĐT, SPX (17,1% thị phần) và J&T (15,4% thị phần) ghi nhận mức tăng trưởng cao về doanh thu với CAGR đạt lần lượt 50% và 41% trong giai đoạn 2021-2024, nhờ là đơn vị vận chuyển độc quyền và là đối tác vận chuyển chính của 2 sà TMĐT lớn là Shopee và Tiktok Shop (chiếm ~90% thị phần các sà).

Chúng tôi cho rằng ngành chuyển phát sẽ ngày càng tập trung hơn do các đơn vị với nguồn lực lớn (VTP, J&T, SPX) đẩy mạnh đầu tư cải thiện vận hành, chiến lĩnh thị phần của các công ty nhỏ với nguồn lực hạn chế. Hiện các sà TMĐT nắm toàn quyền lựa chọn đơn vị vận chuyển, dẫn tới luồng hàng tập trung mạnh vào các đối tác độc quyền như SPX và J&T. Cơ chế này tạo ra mất cân bằng trong cạnh tranh và là nguyên nhân chính khiến thị phần VTP tăng trưởng chậm lại trong giai đoạn 2021-2024 và ghi nhận giảm xuống mức ~17,4% (-0,9đpt YoY) trong 9T2025. VTP đã có báo cáo và đề xuất các Cơ quan quản lý can thiệp, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp được cạnh tranh bình đẳng trên sà TMĐT. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là yếu tố cần được xem xét theo dõi, do sự thay đổi trong quy định/cơ chế vận hành của dịch vụ hỗ trợ vận tải trên sà TMĐT có thể làm thay đổi bối cảnh cạnh tranh của ngành.

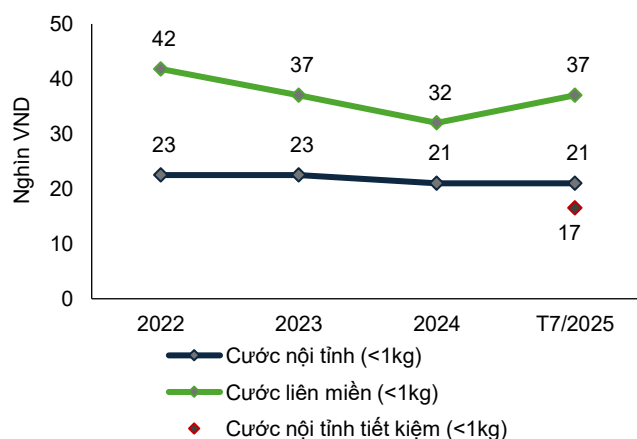
3.2. VTP – Điều chỉnh tăng giá cước trong bối cảnh cạnh tranh hạ nhiệt

Biểu đồ 19: Doanh thu VTP duy trì tăng trưởng cùng biên lợi nhuận gộp cải thiện trong 9T2025



Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 20: VTP điều chỉnh tăng giá cước chuyển phát kể từ tháng 07/2025



Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2020-2024, doanh thu hoạt động chuyển phát của VTP tăng trưởng với CAGR đạt ~18% nhờ sản lượng tăng trưởng 29,4%/năm, thấp hơn so với mức tăng trưởng của ngành (36,6%/năm). Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 10,2% xuống 7,7%, khi VTP thực thi chiến lược gia tăng thị phần thông qua việc giảm giá cước theo xu hướng chung của ngành.

Trong 9T2025, biên lợi nhuận gộp mảng chuyển phát ghi nhận đã tăng trở lại +0,6 đpt YoY (đạt 7,9%), xuất phát từ VTP điều chỉnh tăng 15,6% giá gói chuyển phát liên miền cho kiện hàng dưới 1kg so với năm 2024 từ T7/2025, trong bối cảnh cước trung bình ngành chuyển phát bắt đầu có dấu hiệu ổn định hơn sau giai đoạn cạnh tranh giá kéo dài.

Xét về mức cước chuyển, lợi thế của VTP chủ yếu tập trung ở tuyến liên miền và bưu phẩm trọng lượng cao (các đối thủ chủ yếu cao hơn so với VTP khoảng 25%).

Ngoài ra, VTP vừa triển khai thêm tuyến nội tỉnh tiết kiệm⁴ từ tháng 7/2025 có mức cước ~16,5 nghìn đồng cho đơn hàng dưới 2kg (rẻ hơn phần lớn các đối thủ), với thời gian toàn trình cam kết đạt 1,5 ngày (dài hơn 0,5 ngày so với trung bình ngành). Gói dịch vụ này kỳ vọng giúp VTP tăng trưởng doanh thu và thâm nhập tốt hơn vào vào tệp khách hàng của tuyến vận chuyển nội tỉnh.

Đối với tuyến nội tỉnh, VTP không có lợi thế vượt trội về giá do đây là phân khúc cạnh tranh mạnh, là thị trường chính của nhiều doanh nghiệp chuyển phát quy mô nhỏ, đồng thời cũng là khu vực tập trung sản lượng lớn bưu phẩm từ hoạt động thương mại điện tử. Với cùng mức thời gian toàn trình ~1 ngày, gói nội tỉnh của VTP chịu áp lực cạnh tranh cao và khó tạo khác biệt so với các đối thủ.

Bảng 3: VTP tập trung cạnh tranh chi phí ở các bưu phẩm trọng lượng cao, hướng tới phục vụ khách hàng doanh nghiệp (Tháng 7/2025)

Tuyến liên miền ⁵	VTP	VNPost	GHTK	J&T	GHN	SPX
<500g	32.000	83%	94%	97%	91%	69%
<1000g	37.000	95%	95%	97%	92%	59%
<1500g	42.000	96%	95%	98%	93%	64%
<2000g	47.000	95%	96%	98%	94%	64%
>2000g (mỗi 0,5kg)	4.000	125%	125%	300%	125%	125%
Thời gian toàn trình	3-5 ngày	3-5 ngày	3-4 ngày	4-5 ngày	1-2 ngày	2-3 ngày

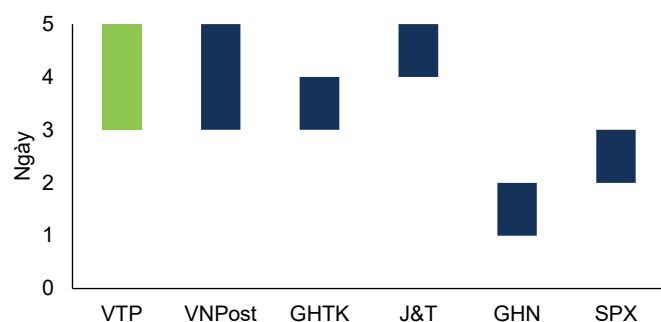
⁴ VTP là công ty duy nhất cung cấp dịch vụ chuyển phát nội tỉnh tiết kiệm (các bên khác chỉ có chuyển phát nhanh nội tỉnh)

⁵ Giá cước dịch vụ chuyển phát tiêu chuẩn của tuyến liên miền đặc biệt (Hà Nội ⇄ Đà Nẵng ⇄ TP.HCM)

Tuyến nội tỉnh ⁶	VTP	VNPost	GHTK	J&T	GHN	SPX
<500g	17.000	95%	97%	129%	124%	106%
<1000g	21.000	93%	79%	105%	100%	86%
<1500g	25.000	93%	66%	88%	84%	82%
<2000g	27.000	101%	61%	81%	78%	85%
>2000g (mỗi 0,5kg)	2.500	80%	100%	240%	100%	100%
Thời gian toàn trình	1 ngày	1 ngày	0,5 ngày	1 ngày	1 ngày	1 ngày

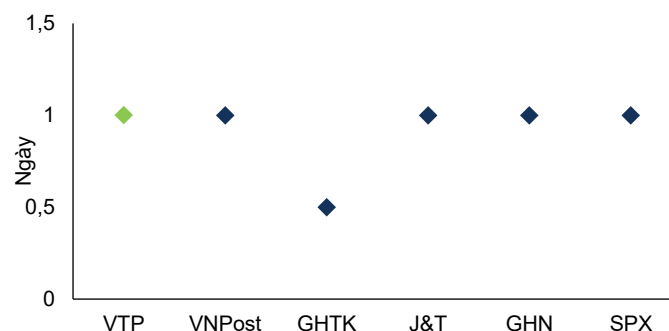
Nguồn: FPT S tổng hợp

Biểu đồ 21: Thời gian toàn trình cam kết tuyến liên miền



Thời gian toàn trình liên miền được trình bày theo khoảng thời gian giao hàng cam kết

Biểu đồ 22: Thời gian toàn trình tuyến nội tỉnh



Nguồn: FPT S tổng hợp

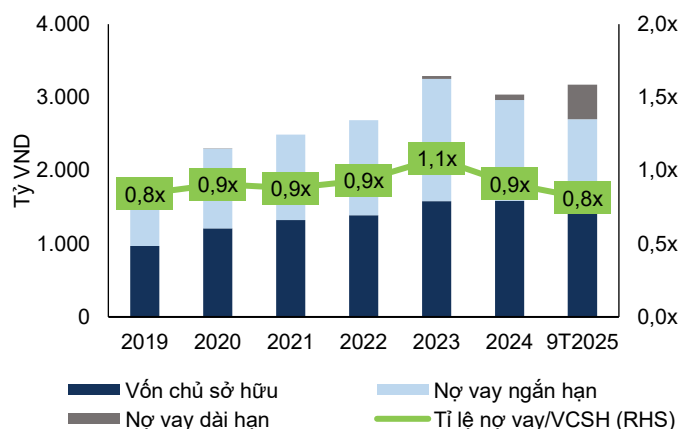
⁶ Giá cước của các đơn hàng nội thành TP.HCM, Hà Nội

C. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Cấu trúc vốn ổn định, khả năng thanh toán duy trì ở mức an toàn

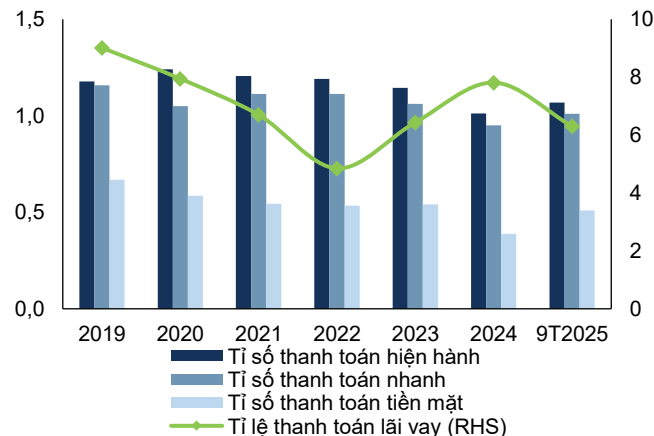
Cơ cấu vốn của VTP duy trì ổn định trong giai đoạn 2019-9T2025, với tỉ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu duy trì ở mức ~0,9x lần. Cơ cấu tài chính an toàn giúp VTP có dư địa đầu tư hạ tầng để cải thiện vận hành và tăng khả năng cạnh tranh trong dài hạn.

Biểu đồ 23: Cơ cấu vốn của VTP duy trì ổn định trong giai đoạn 2019-9T2025



Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 24: Chỉ số thanh toán ngắn hạn và khả năng chi trả lãi vay của VTP suy giảm

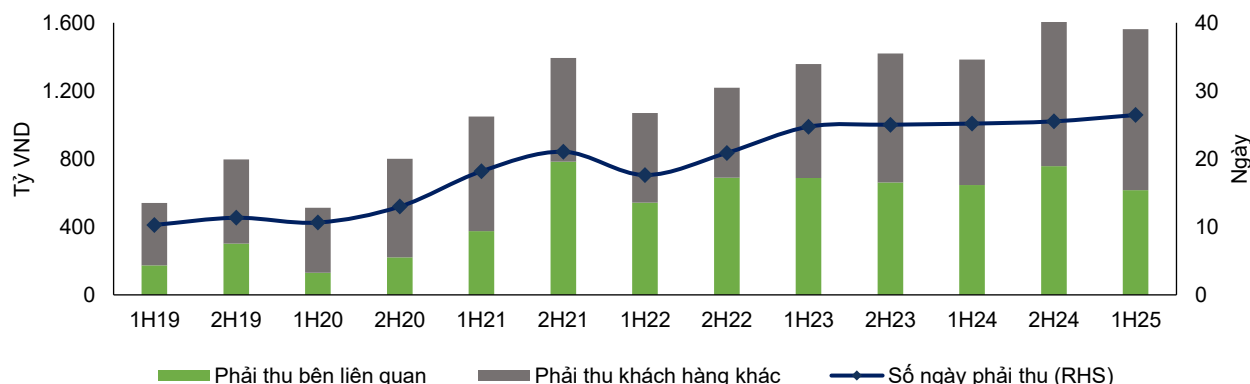


Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp

Trong đó, nợ vay ngắn hạn trung bình chiếm ~98% tổng nợ vay, chủ yếu phục vụ nhu cầu bổ sung vốn lưu động. Nợ vay dài hạn duy trì ở mức thấp do VTP chủ yếu sử dụng nguồn vốn tự có để đầu tư hạ tầng logistics (TTKT 3, TTKT 5, Giai đoạn 1 LSLP). Tuy nhiên, VTP đã gia tăng các khoản vay nợ dài hạn (chiếm 33% tổng vay nợ) trong 9T2025 nhằm tài trợ cho giai đoạn đẩy mạnh đầu tư LSLP giai đoạn 2 và TTKT Đà Nẵng, do đây đều là các dự án trọng điểm yêu cầu vốn đầu tư lớn. Chúng tôi cho rằng VTP không gặp nhiều rủi ro trong thanh toán lãi vay khi tỉ lệ thanh toán lãi vay của VTP vẫn ở mức cao ~6,3 lần.

2. Số ngày phải thu tăng cao do giao dịch nhiều với các bên liên quan

Biểu đồ 25: Số ngày phải thu của VTP tăng cao trong giai đoạn 2021-1H25



Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp

Số ngày phải thu của VTP trong giai đoạn 2019-1H25 gia tăng liên tục từ mức 10 ngày lên mức 26 ngày, đến từ việc các khoản phải thu khách hàng tăng cao. Các khoản phải thu bên liên quan của VTP (trung bình chiếm ~46% khoản phải thu khách hàng) chủ yếu đến từ các công ty cùng tập đoàn hay đơn vị phụ thuộc của tập đoàn, trong đó Viettel Telecom chiếm tỉ trọng lớn nhất (~78% trong 1H2025). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ phụ thuộc cao vào khách hàng là các đơn vị cùng tập đoàn có thể làm gia tăng rủi ro chậm thanh toán và bị chiếm dụng vốn do điều khoản tín dụng nội bộ thường được nới lỏng hơn so với khách hàng ngoài.

D. TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ

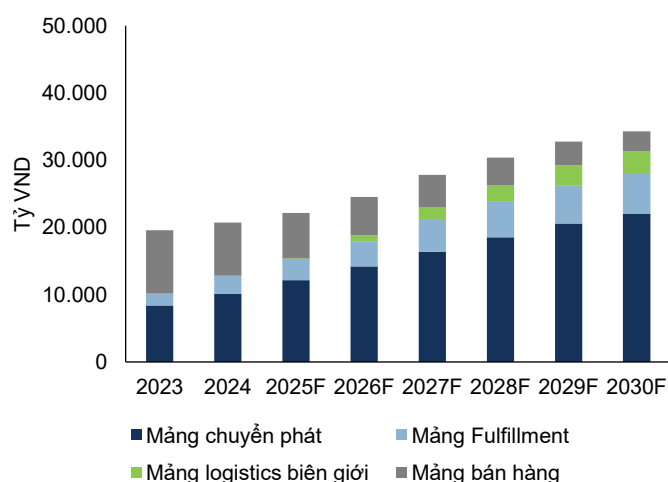
I. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Chúng tôi dự phóng doanh thu của VTP trong năm 2025F đạt 22.144 tỷ VND (+7% YoY) nhờ:

- Mạng dịch vụ logistics dự phóng doanh thu đạt 15.416 tỷ VND, tăng trưởng 20% YoY với đóng góp chính của: (1) Doanh thu mảng chuyển phát đạt 12.147 tỷ VND (+20% YoY) nhờ sản lượng kỳ vọng tăng trưởng +18% YoY và giá cước cải thiện +2% YoY; (2) Doanh thu Fulfillment đạt 3.000 tỷ VND (+10% YoY) nhờ hưởng lợi bởi nhu cầu lưu kho, xử lý đơn hàng của hoạt động thương mại điện tử; và (3) Doanh thu mảng logistics biên giới dự phóng đạt 269 tỷ VND nhờ sản lượng xe thông quan tăng mạnh tại khu kinh tế cửa khẩu Đồng Đăng.
- Mạng thương mại hàng hóa viễn thông dự phóng đạt doanh thu ~6.727 tỷ VND (chiếm 30% doanh thu thuần dự phóng năm 2025F), giảm -15% YoY do định hướng thu hẹp của công ty.

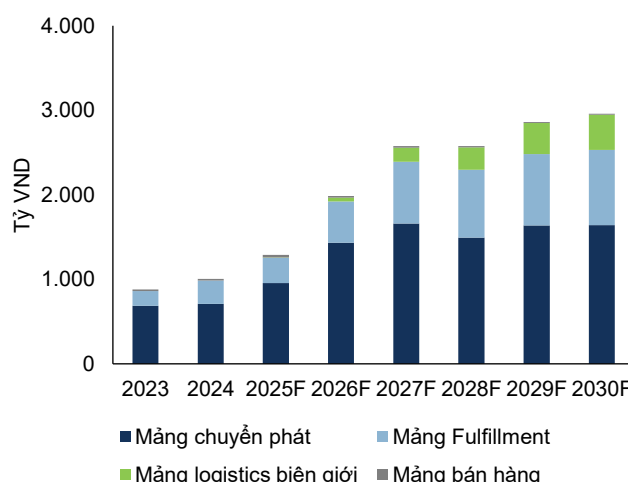
Theo đó, lợi nhuận gộp mảng dịch vụ logistics dự phóng đạt 1.257 tỷ VND trong 2025F, đóng góp lớn nhất bởi hoạt động chuyển phát nhanh (76%), sau đó là fulfillment (23,8%) và logistics biên giới (0,2%). Ngoài ra, lợi nhuận gộp mảng bán hàng dự phóng đạt 31 tỷ VND, chỉ đóng góp 2,3% tổng lợi nhuận gộp.

Biểu đồ 26: Dự phóng cơ cấu doanh thu VTP



Nguồn: FPT S dự phóng

Biểu đồ 27: Dự phóng cơ cấu lợi nhuận gộp VTP



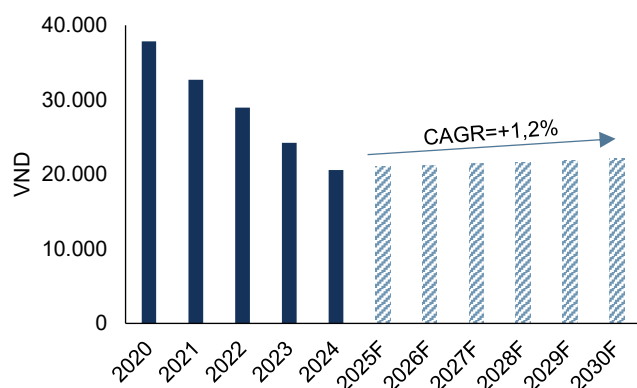
Nguồn: FPT S dự phóng

Tới 2030F, doanh thu và lợi nhuận gộp của VTP kỳ vọng tăng trưởng với CAGR lần lượt đạt 9% và 16,8%. Mạng dịch vụ logistics của VTP chiếm tỉ trọng chính (~83% doanh thu thuần) dự phóng tăng trưởng doanh thu với CAGR lần lượt đạt 15%, trong đó: **(1) Mạng chuyển phát và fulfillment** kỳ vọng tăng trưởng doanh thu với CAGR=13% trong giai đoạn dự phóng nhờ hưởng lợi từ tăng trưởng sản lượng TMĐT; **(2) Mạng logistics biên giới** có doanh thu kỳ vọng tăng trưởng với CAGR=66% trong giai đoạn 2025-2030F nhờ hưởng lợi từ tăng trưởng hoạt động thương mại với Trung Quốc thông qua biên giới tỉnh Lạng Sơn.

1. Mảng chuyển phát giữ đà tăng trưởng với biên lợi nhuận cải thiện nhờ xu hướng tăng giá cước [\(Quay lại\)](#)

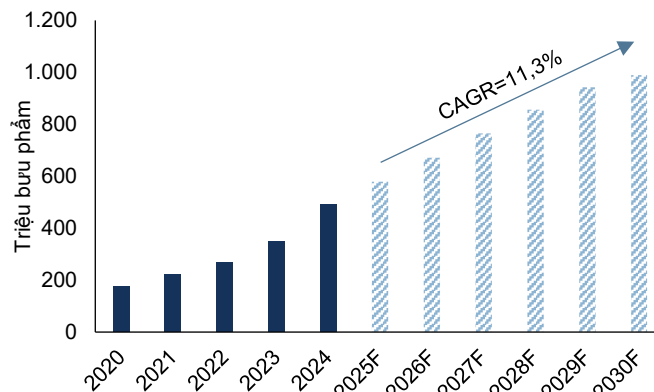
Doanh thu mảng chuyển phát dự phóng tăng trưởng với CAGR=12,7% trong giai đoạn 2025-2030F. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng (1) giá cước bình quân trên mỗi bưu phẩm của ngành chuyển phát sẽ duy trì xu hướng cải thiện +1,2%/năm và (2) sản lượng bưu phẩm của VTP duy trì mức tăng trưởng cao, đạt CAGR=11,3% trong giai đoạn 2025-2030F nhờ hưởng lợi từ tăng trưởng hoạt động thương mại điện tử ngoài sàn và hoạt động bưu chính truyền thống.

Biểu đồ 28: Cước chuyển phát bình quân của VTP kỳ vọng tăng tương ứng với ngành



Nguồn: Bộ KHCN, FPT S ước tính

Biểu đồ 29: Sản lượng bưu phẩm chuyển phát VTP tăng trưởng nhờ hưởng lợi từ TMĐT ngoài sàn



Nguồn: FPT S ước tính

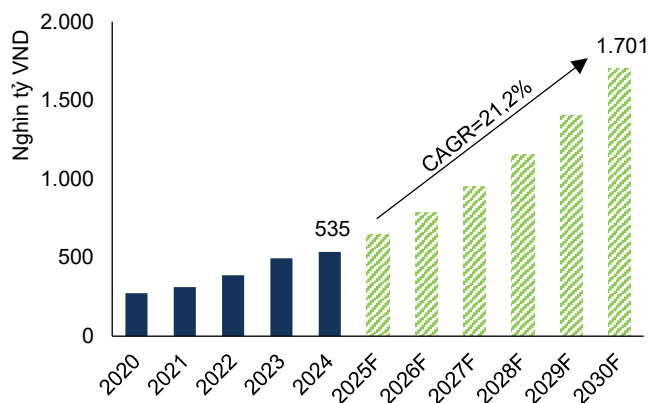
Chúng tôi đánh giá cạnh tranh giữa các đơn vị chuyển phát sẽ tập trung vào yếu tố chất lượng dịch vụ (thời gian toàn trình và khả năng đáp ứng thời gian toàn trình cam kết). Mặc dù VTP có dư địa tăng trưởng thấp ở mảng chuyển phát sàn TMĐT, chúng tôi cho rằng công ty vẫn duy trì được lợi thế so với các đơn vị vận chuyển khác (VNPost, GHTK, GHN...) đối với kênh chuyển phát TMĐT ngoài sàn (chiếm ~27% tổng doanh thu TMĐT năm 2024), nhờ cung cấp dịch vụ bao phủ toàn bộ chuỗi giá trị cung ứng hàng hóa. Do đó, triển vọng tăng trưởng sản lượng mảng chuyển phát của VTP chủ yếu đến từ nhóm khách hàng doanh nghiệp sử dụng dịch vụ trọn gói bao gồm fulfillment và giao hàng chặng cuối.

2. Hoạt động Fulfillment hưởng lợi từ ngành TMĐT thúc đẩy tăng trưởng mảng chuyển phát [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi dự phóng doanh thu Fulfillment đạt 3.000 tỷ VND trong năm 2025F (+10% YoY). Đây là giả định thận trọng, thấp hơn tăng trưởng trung bình trước đó 48%/năm kể từ 2022 cũng như tăng trưởng chung ngành TMĐT (21%/năm).

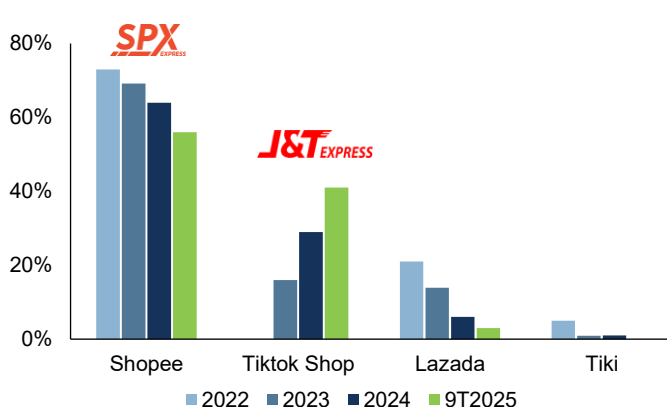
Tới 2030F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu fulfillment tăng trưởng với CAGR=14,5%, dựa trên hai động lực chính: (1) Hưởng lợi từ triển vọng tích cực ngành TMĐT và (2) Tăng công suất vận hành nhờ mở rộng hạ tầng Fulfillment.

Biểu đồ 30: Doanh thu ngành TMĐT dự kiến duy trì tăng trưởng cao trong 2025-2030F



Nguồn: MoIT, e-Economy SEA 2024, FPT S tổng hợp

Biểu đồ 31: Shopee và TikTok dẫn đầu thị phần ngành TMĐT với đối tác giao hàng riêng

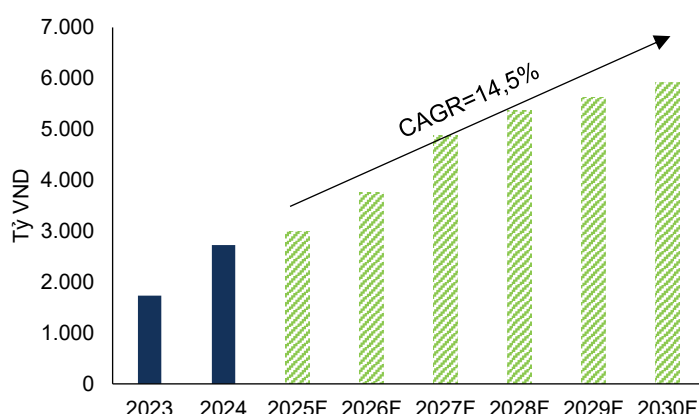


Nguồn: Metric, FPT S tổng hợp

Đối với (1) triển vọng tích cực ngành TMĐT tại Việt Nam, chúng tôi dự kiến ngành TMĐT sẽ tăng trưởng với CAGR=21,2% trong giai đoạn 2025-2030F (theo Bain & Company) từ đó kéo theo nhu cầu đối với dịch vụ fulfillment và giao hàng chặng cuối tăng trưởng tương ứng, khi đây là các hoạt động cốt lõi trong chuỗi giá trị TMĐT.

Đối với (2) cải thiện năng suất vận hành, VTP hiện đang xây dựng TTKT Đà Nẵng, dự kiến hoàn thành trong Q3/2026 (khởi công vào T10/2025) có diện tích 86.000m² với công suất chia chọn ước tính đạt ~216.000 bưu phẩm/ngày (tăng 5,4% công suất chia chọn của VTP, đạt 4.216.000 bưu phẩm/ngày). TTKT này không đóng góp nhiều vào tổng công suất chia chọn phục vụ chuyển phát do kế hoạch tập trung phục vụ chính nhu cầu kho vận và fulfillment tại khu vực miền Trung và Tây Nguyên. Chúng tôi cho rằng việc xây dựng TTKT Đà Nẵng là phù hợp bối cảnh thị trường nhờ (1) mảng Fulfillment có cùng động lực tăng trưởng đến từ TMĐT, và (2) tập trung vào nhóm khách hàng doanh nghiệp có nhu cầu lưu kho, xử lý và phân phối hàng hóa (đầu vào của các kênh mua sắm trực tuyến).

Biểu đồ 32: Doanh thu Fulfillment kỳ vọng tăng trưởng cao nhờ TTKT Đà Nẵng



Nguồn: FPT S ước tính

Ước tính hoạt động fulfillment đóng góp ~14% doanh thu thuần VTP trong năm 2025F. Chúng tôi dự phóng doanh thu tăng trưởng trung bình +14,5%/năm trong giai đoạn 2025-2030F, nhờ đóng góp của sản lượng fulfillment từ TTKT Đà Nẵng dự kiến đi vào hoạt động kể từ 2026.

Chúng tôi kỳ vọng khả năng cung cấp dịch vụ toàn diện với hạ tầng bao phủ sẽ tạo nên giá trị cộng hưởng và là lợi thế cho VTP trong việc thu hút các hợp đồng B2B với các doanh nghiệp lớn.

3. Mạng logistics biên giới giúp VTP hoàn thiện chuỗi cung ứng dịch vụ logistics [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi kỳ vọng mạng kinh doanh này sẽ tạo động lực lan tỏa cho hệ sinh thái logistics của VTP khi tạo được liên kết giữa các dịch vụ trong chuỗi cung ứng hàng hóa, bao gồm: Liên kết nguồn hàng nước ngoài (Vipomall); Dịch vụ logistics biên giới (LSLP); Hệ thống chia chọn hàng hóa (5 trung tâm khai thác) → Giao hàng chặng cuối (98 kho phân loại cấp tỉnh và 2500+ bưu cục).

Doanh thu mạng logistics biên giới ước tính đạt 269 tỷ VND trong năm 2025F, với (1) doanh thu bình quân mỗi container (TEU) đạt 4 triệu đồng và (2) sản lượng container qua LSLP đạt 67.200 TEU. Chúng tôi dự phóng doanh thu mạng này tăng trưởng đạt CAGR=66% trong giai đoạn 2025-2030F, đóng góp bởi: (1) Tăng doanh thu trung bình mỗi container sau khi hoàn thiện hạ tầng; và (2) Tăng sản lượng xe thông quan qua khu vực cửa khẩu tỉnh Lạng Sơn nhờ “cửa khẩu thông minh” do chính phủ đầu tư đi vào hoạt động. Mạng logistics biên giới dự kiến đóng góp ~5% tỉ trọng lợi nhuận trước thuế của VTP kể từ 2027F, sau khi hạ tầng giai đoạn 2 của LSLP được đưa vào vận hành ổn định. Với vị thế là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Bộ Quốc phòng, VTP sẽ tham gia phát triển hạ tầng logistics số tại nhiều cửa khẩu lớn ở Việt Nam (cửa khẩu Lào Cai, Móng Cái...).

Giai đoạn 1 của LSLP hiện chỉ bao gồm các cơ sở hạ tầng cơ bản, chưa áp dụng nhiều công nghệ tự động giúp tạo lợi thế cạnh tranh cho VTP ở khu vực cửa khẩu. Chúng tôi kỳ vọng yếu tố này sẽ được cải thiện sau khi giai đoạn 2 của dự án hoàn thành trong 2H2026, được tích hợp thêm các công nghệ quét hàng hóa tự động, kho lạnh, trung tâm giao dịch nông sản... nâng công suất thông quan lên 561.000 xe/năm (+67% so với GD1). Kho ngoại

quan⁷ ở LSLP hiện đang chờ cấp giấy phép hoạt động dự kiến cũng sẽ tạo điều kiện cho VTP gia tăng tệp khách hàng nhập khẩu, trong bối cảnh tỉ trọng kim ngạch nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm ~70% tổng kim ngạch giữa 2 nước.

Hiện tại, chính phủ đang xây dựng mô hình cửa khẩu thông minh ở khu kinh tế cửa khẩu Đồng Đăng nhằm nâng cao năng lực thông quan và tối ưu hóa chuỗi cung ứng xuyên biên giới nhờ đồng bộ hạ tầng, dữ liệu và công nghệ tự động hóa. Trong bối cảnh đó, LSLP dự kiến hưởng lợi trực tiếp nhờ lợi thế về vị trí thuận tiện, công nghệ hiện đại, và khả năng tích hợp dữ liệu với hệ thống cửa khẩu thông minh.

Bảng 4: Ước tính đóng góp lợi nhuận của Công viên logistics Lạng Sơn (LSLP)

	Đơn vị	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lượng xe thông quan DDEZ	Xe	629.625	724.069	905.086	1.131.357	1.244.493	1.368.942
Sản lượng container qua LSLP	TEU	67.200	168.300	280.500	392.700	504.900	561.000
Doanh thu bình quân container	Tr. đồng	4	5	6	6	6	6
Doanh thu LSLP	Tỷ VND	269	842	1.683	2.356	3.029	3.366
EBITDA (chưa gồm thuê đất)		27	84	168	236	303	337
Khấu hao		(24)	(64)	(87)	(87)	(87)	(87)
Chi phí thuê đất		(72)	(72)	(72)	(72)	(72)	(72)
Lợi nhuận trước thuế		(69)	(51)	9	77	144	178
<i>Biên EBITDA</i>	%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
<i>Biên LNTT</i>	%	-25%	-6%	1%	3%	5%	5%
<i>Thị phần VTP</i>	%	12%	23%	30%	34%	38%	38%
<i>Công suất LSLP</i>	%	20%	30%	50%	70%	90%	100%

Nguồn: FPT S ước tính

Chúng tôi ước tính lợi nhuận của LSLP dựa trên các giả định: (1) Doanh thu bình quân/container đạt 6 triệu đồng/TEU kể từ năm 2027 (tăng 23%/năm trong giai đoạn 2025-2027F), sau khi VTP hoàn thành dự án LSLP giai đoạn 2 và dự án cửa khẩu thông minh đi vào hoạt động; (2) Biên lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao (EBITDA) chưa bao gồm chi phí thuê đất đạt ~10%; (3) Chi phí thuê đất của LSLP đạt 100 USD/m² cho cả chu kỳ thuê. Theo ước tính của chúng tôi, dự án dự kiến ghi nhận lỗ trong 2 năm đầu vận hành LSLP (2025-2026F), sau đó ghi nhận lãi trở lại kể từ năm 2027F nhờ hạ tầng hoàn thiện và hưởng lợi từ tăng trưởng hoạt động thương mại biên giới do dự án cửa khẩu thông minh đi vào hoạt động.

⁷ Kho ngoại quan là khu vực kho, bãi lưu giữ hàng hoá đã làm thủ tục hải quan được gửi để chờ xuất khẩu, hàng hóa từ nước ngoài đưa vào gửi để chờ xuất khẩu ra nước ngoài hoặc nhập khẩu vào Việt Nam, đây cũng là nơi dành để lưu trữ hàng hóa được nhập khẩu từ nước ngoài và đang chờ để được phân phối, tiêu thụ tại Việt Nam.

II. RỦI RO ĐẦU TƯ [\(Quay lại\)](#)

1. Giá cước chịu áp lực cạnh tranh cao do rào cản chuyển đổi dịch vụ của khách hàng thấp

Các đơn vị chuyển phát khó tăng giá cước theo như kỳ vọng của chúng tôi, duy trì mức độ cạnh tranh cao khi các doanh nghiệp lớn liên tục mở rộng đầu tư, tối ưu vận hành nhằm cải thiện chất lượng dịch vụ và thu hút khách hàng (với rào cản chuyển đổi nhà cung cấp dịch vụ thấp do đặc tính tương đồng của dịch vụ chuyển phát giữa các bên cung cấp dịch vụ). Đồng thời, các đơn vị gắn với hệ sinh thái TMĐT (như SPX, J&T) tạo áp lực đáng kể lên tốc độ tăng trưởng sản lượng của các doanh nghiệp truyền thống.

2. Chi phí nhiên liệu tăng do chịu ảnh hưởng từ biến động giá dầu

Chi phí nhiên liệu dầu Diesel chiếm khoảng 10,5% tổng chi phí dịch vụ chuyển phát của VTP. Trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị toàn cầu và nguồn cung dầu có thể biến động khó lường, rủi ro tăng giá nhiên liệu có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận của VTP, chi tiết được chúng tôi ước tính ở bảng phân tích độ nhạy sau:

Bảng 5: Phân tích độ nhạy biến động giá dầu Diesel với biên lợi nhuận gộp mảng chuyển phát 2025F

Giá bán lẻ dầu Diesel (đồng)	17.000	18.000	18.479	19.000	20.000
Chi phí nhiên liệu (tỷ VND)	1.185	1.255	1.287	1.324	1.394
Giá vốn mảng Chuyển phát (tỷ VND)	799	869	901	939	1.008
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	6,6%	7,2%	7,4%	7,7%	8,3%
Thay đổi giá mục tiêu	+0,5%	+0,1%	0%	-0,2%	-0,6%

Nguồn: FPTTS ước tính

3. Kho ngoại quan và dự án cửa khẩu thông minh chậm tiến độ cấp phép/xây dựng

Chúng tôi cho rằng rủi ro liên quan đến tiến độ triển khai dự án trọng điểm cửa khẩu thông minh của nhà nước ở khu vực biên giới có thể làm chậm tốc độ tăng trưởng theo dự phóng đối với mảng logistics biên giới, khi hoạt động này phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện cơ sở hạ tầng của bến bãi, công nghệ xử lý thông quan... Ngoài ra, kho ngoại quan của VTP cũng có thể bị chậm phê duyệt dẫn đến chậm tiến độ thu hút tệp khách hàng nhập khẩu, vốn chiếm tỉ trọng cao trong cơ cấu kim ngạch thương mại).

E. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu VTP bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu VTP được xác định là **118.300 đồng/cp**, cao hơn 22,2% so với mức giá đóng cửa ngày 09/12/2025, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	125.037	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	111.494	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cổ phiếu)		118.300	

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2025	10,3%	Phần bù rủi ro	10,35%
Chi phí sử dụng nợ	4,6%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,72
Chi phí sử dụng VCSH	13,4%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	3,18%	Thời gian dự phóng	6 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)		14.987
(+) <i>Tiền, tương đương tiền & Đầu tư tài chính ngắn hạn (tỷ VND)</i>		1.820
(-) <i>Nợ vay ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND đồng)</i>		1.448
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		15.227
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		122
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		125.037
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		11.890
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		111.494

F. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ VND)	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	19.588	20.735	22.144	24.542
Giá vốn hàng bán	(18.707)	(19.729)	(20.856)	(22.556)
Lợi nhuận gộp	881	1.005	1.288	1.986
Chi phí bán hàng	(51)	(114)	(121)	(134)
Chi phí quản lí DN	(417)	(440)	(488)	(482)
Lợi nhuận thuần HĐKD	412	452	678	1.370
(Lỗ)/lãi HĐTC	134	89	71	47
Lợi nhuận khác	(4)	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	542	541	750	1.417
Chi phí lãi vay	(64)	(58)	(53)	(38)
Lợi nhuận trước thuế	478	483	697	1.379
Thuế TNDN	(98)	(100)	(139)	(276)
Lợi nhuận sau thuế	380	383	558	1.103
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST cổ đông CT Mẹ	380	383	558	1.103
EPS (đ)	1.892	2.370	4.578	9.060
EBITDA	629	679	1.005	1.842
Khấu hao, dự phòng	87	138	256	425
Tăng trưởng doanh thu	-9,4%	5,9%	6,8%	10,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	52,7%	9,7%	50,2%	101,9%
Tăng trưởng EBIT	43,0%	-0,2%	38,5%	89,0%

Chỉ số khả năng sinh lời	2023A	2024A	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4,5%	4,8%	5,8%	8,1%
Tỷ suất LNST	1,9%	1,8%	2,5%	4,5%
ROE DuPont	25,6%	24,2%	30,3%	42,5%
ROA DuPont	6,2%	6,0%	8,6%	15,3%
EBIT/Doanh thu	2,8%	2,6%	3,4%	5,8%
LNST / EBIT	88,2%	89,3%	93,0%	97,3%
LNST/LNNT	79,4%	79,3%	80,0%	80,0%
Vòng quay TTS	3,2	3,2	3,4	3,4
Đòn bẩy tài chính	4,1	4,0	3,5	2,8

Chỉ số hiệu quả vận hành	2023A	2024A	2025F	2026F
Chu kỳ tiền mặt	(10,4)	(13,5)	(16,9)	(18,0)
Số ngày phải thu	42,3	38,7	36,0	34,7
Số ngày tồn kho	7,2	6,3	4,8	4,4
Số ngày phải trả	59,9	58,5	57,8	57,2
COGS / Hàng tồn kho	54,8	49,6	74,7	82,2

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023A	2024A	2025F	2026F
CS thanh toán hiện hành	1,1x	1,0x	0,9x	1,0x
CS thanh toán nhanh	1,1x	1,0x	0,9x	1,0x
CS thanh toán tiền mặt	0,5x	0,4x	0,3x	0,4x
Nợ / Tài sản	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x
Nợ / Vốn CSH	3,1x	3,0x	2,1x	1,5x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	3,0x	2,9x	2,1x	1,5x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,1x	0,0x	0,0x
Khả năng TT lãi vay	8,5x	9,4x	14,2x	37,4x

Cân đối kế toán	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài sản				
Tiền, tương đương tiền, đầu tư TCNH	2.593	1.820	1.142	1.660
Các khoản phải thu	2.245	2.157	2.214	2.454
Hàng tồn kho	398	279	274	274
Tài sản ngắn hạn khác	260	472	499	539
Tổng tài sản ngắn hạn	5.496	4.728	4.130	4.928
Tài sản cố định	373	745	1.500	1.930
<i>Nguyên giá</i>	883	1.387	2.398	3.252
<i>Khấu hao lũy kế</i>	(510)	(642)	(898)	(1.322)
Đầu tư TC dài hạn	74	30	30	30
Tài sản dài hạn khác	408	785	839	929
Xây dựng CB dở dang	83	75	75	75
Tổng tài sản dài hạn	938	1.635	2.444	2.964
Tổng Tài sản	6.434	6.364	6.574	7.893

Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Vay và nợ ngắn hạn	1.671	1.376	907	944
Các khoản phải trả	3.114	3.212	3.395	3.672
Quỹ khen thưởng	15	89	95	105
Nợ ngắn hạn	4.800	4.676	4.397	4.721
Vay và nợ dài hạn	41	73	60	48
Phải trả dài hạn khác	13	26	28	15
Nợ dài hạn	53	99	88	64
Tổng nợ	4.853	4.775	4.485	4.784
Vốn góp chủ sở hữu	1.218	1.218	1.218	1.218
Thặng dư	21	21	21	21
LN chưa phân phối	342	306	849	1.921
Các khoản khác	1	44	0	(52)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1.581	1.588	2.089	3.108
Tổng cộng nguồn vốn	6.434	6.364	6.574	7.893

Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền đầu năm	2.316	2.593	1.820	1.142
Lợi nhuận sau thuế	443	356	558	1.103
Khấu hao	83	133	256	425
Dự phòng	4	5	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(353)	(625)	1	(180)
Tiền từ HĐ kinh doanh	177	(131)	814	1.347
Thanh lý TSCĐ	2	-	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(374)	(374)	(1.011)	(855)
Các HĐ đầu tư khác	345	442	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(28)	68	(1.011)	(855)
Thay đổi nợ	415	(263)	(481)	25
Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(128)	(180)	-	-
Các hoạt động TC khác	(1)	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	285	(443)	(481)	25
Tổng lưu chuyển tiền tệ	435	(506)	(678)	518
Chênh lệch tỷ giá	1	1	-	-
Tiền cuối năm	2.593	1.820	1.142	1.660

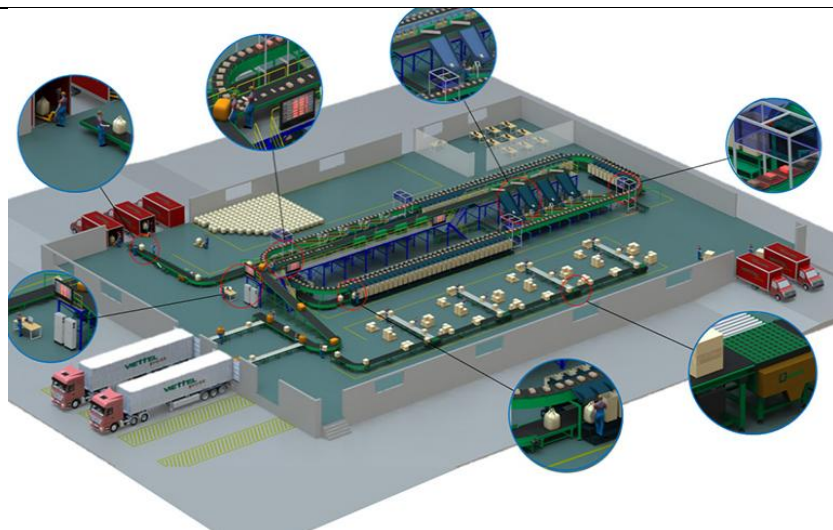
G. PHỤ LỤC

1. Phụ lục 1: Phân biệt các mô hình chia chọn bưu phẩm [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Theo phân tích của chúng tôi, Cross-belt sorter hiện là công nghệ chủ đạo tại các trung tâm chia chọn của các đơn vị chuyển phát nhờ tốc độ xử lý cao, độ chính xác ổn định và khả năng vận hành liên tục, yêu cầu diện tích mặt bằng lớn và suất đầu tư cao. Ngược lại, Robot AGV có tốc độ xử lý thấp hơn, tuy nhiên có thể linh hoạt đầu tư mở rộng theo mô-đun giúp tối ưu chi phí đầu tư mở rộng tùy theo sản lượng.

Cross-belt Sorter: sử dụng thiết kế mô-đun, bao gồm một chuỗi các băng tải ngắn hoạt động độc lập được gắn ngang, dọc theo đường ray chính, bề mặt là một băng chuyền thu nhỏ giữ sản phẩm phân loại và nằm trên cùng một vòng lặp liên tục. Khi bưu phẩm đạt đến điểm chuyển hướng thích hợp, băng tải nhỏ này sẽ kích hoạt, chuyển hướng sản phẩm ra khỏi vòng lặp và xuống máng trượt hoặc lên băng tải mang đi.

Hệ thống này đặc biệt phù hợp để xử lý các thùng carton, túi poly, túi to và các đơn vị hàng hóa riêng lẻ có khối lượng từ 0,1-30kg.

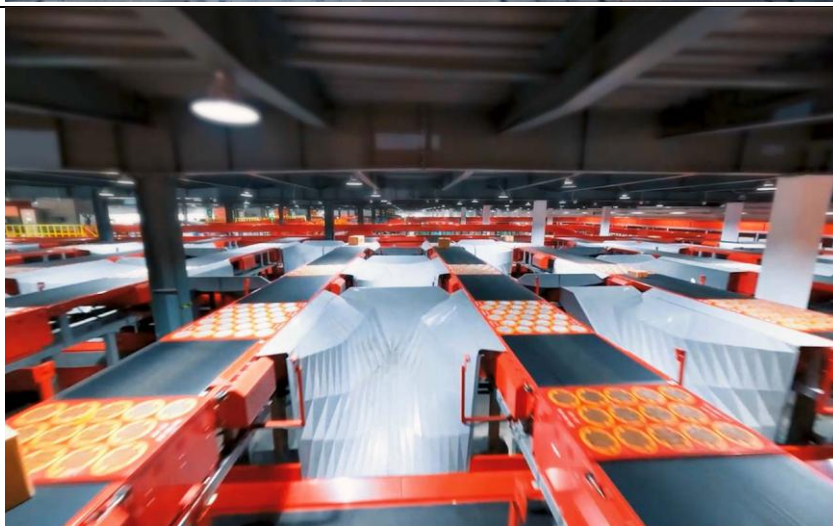


Robot AGV: Robot tự hành được thiết kế hoạt động độc lập, phân loại hàng hóa với tốc độ nhanh (~2m/s). Robot sử dụng công nghệ cảm biến và hệ thống định vị từ trường để tự điều hướng trong không gian làm việc.

Hệ thống này phù hợp xử lý các kiện hàng nhẹ, nhỏ, có tính tròn lăn (phù hợp với các gói hàng TMDT).



Wheel Sorter Matrix: Là hệ thống chia hàng sử dụng băng tải có điều khiển chủ động, phục vụ chia chọn các kiện hàng lớn, nặng (>30kg)



2. Phụ lục 2: Bảng giá dịch vụ của bên thứ 3 tại khu kinh tế cửa khẩu Đồng Đăng [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Loại phí	Giá (VND/ Xe tải/cont)						
	1.25T	2.5T	3.5T	5T	8T	10T	40ft
Phí khai báo hải quan	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000
Phí hải quan chuyển tiếp	2.200.000	2.200.000	2.200.000	2.200.000	2.200.000	2.200.000	2.200.000
Bến bãi, cơ sở hạ tầng	250.000	300.000	300.000	450.000	450.000	730.000	1.200.000
Phí bốc xếp, chuyển tải	600.000	700.000	800.000	900.000	1.000.000	1.300.000	1.550.000
Tổng	5.550.000	5.700.000	5.800.000	6.050.000	6.150.000	6.730.000	7.450.000

Nguồn: TTL Global Logistics, FPTs tổng hợp

3. Phụ lục 3: Quy định mức sàn đối với giá cước chuyển phát tại tỉnh Quảng Đông, Trung Quốc [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Từ tháng 8/2025, tỉnh Quảng Đông – chiếm khoảng 25% sản lượng chuyển phát nhanh của Trung Quốc – đã áp dụng mức giá sàn 1,4 RMB/đơn hàng cho dịch vụ chuyển phát nội địa. Chính sách này nhằm hạn chế cạnh tranh giá thấp và bảo vệ biên lợi nhuận cho doanh nghiệp, trong bối cảnh giá cước tại Trung Quốc liên tục giảm, khi các doanh nghiệp hạ giá về dưới chi phí thực để giành thị phần – vốn đã gây ra tình trạng biên lợi nhuận suy giảm và rủi ro mất cân bằng chuỗi cung ứng (đặc biệt ở khâu giao nhận chặng cuối).

Theo phản hồi từ doanh nghiệp chuyển phát, các kiện nhỏ ($\leq 0,1$ kg) ghi nhận mức tăng giá khoảng 40% sau khi áp dụng quy định.

Trước đó, tỉnh Chiết Giang cũng đã nâng giá sàn từ 1,1 lên 1,2 RMB/đơn vào tháng 7/2025, cho thấy xu hướng siết chặt quản lý giá và hạn chế cạnh tranh phá giá trong ngành chuyển phát ở Trung Quốc.

Nguồn: Nanfang Daily, 08/2025; CMBI Logistics Report 1H2025

4. Phụ lục 4: So sánh hạ tầng Logistics các đơn vị chuyển phát [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Theo dữ liệu được tổng hợp, chúng tôi nhận thấy SPX hiện là đơn vị có quy mô trung tâm chia chọn lớn nhất, nhờ đây là đơn vị được hậu thuẫn bởi sàn Thương mại điện tử Shopee lớn nhất tại Việt Nam (chiếm ~55% thị phần trong Q3/2025). Ngoài ra, Bưu điện Việt Nam (VNPost) là đơn vị có số lượng trung tâm nhiều và trải rộng nhất trong mẫu so sánh, tuy nhiên cũng là đơn vị có công suất chia chọn kém nhất. Theo nghiên cứu của chúng tôi, các công ty cũng sử dụng cùng các hạ tầng trung tâm khai thác để khai thác làm trung tâm Fulfillment (FC).

Viettel Post	Diện tích	Công suất	Khu vực
Trung tâm khai thác 1	10.500	864.000	Miền Bắc
Trung tâm khai thác 5	35.000	1.400.000	
Trung tâm khai thác 3	60.000	1.008.000	Miền Nam
Trung tâm khai thác 4	3.000	364.000	
Trung tâm khai thác 2	1.900	364.000	Miền Trung
Trung tâm khai thác Đà Nẵng (dự kiến 2026)	86.156	216.000	
Tổng	196.556	4.216.000	

Vietnam Post	Diện tích	Công suất	Khu vực
Trung tâm khai thác Hà Nội	28.000	576.000	Miền Bắc
Trung tâm khai thác TP.HCM	24.000	432.000	Miền Nam
Trung tâm khai thác Nghệ An	21.600	288.000	Bắc Trung Bộ
Trung tâm khai thác Đà Nẵng	17.500	n.a	Miền Trung
Trung tâm khai thác Hải Phòng	8.500	n.a	Đông Bắc Bộ
Trung tâm khai thác Khánh Hòa	n.a	n.a	Nam Trung Bộ
Trung tâm khai thác Cần Thơ	4.000	n.a	Tây Nam Bộ

J&T Express	Diện tích	Công suất	Khu vực
------------------------	------------------	------------------	----------------

Trung tâm trung chuyển Củ Chi	60.000	3.660.000	Miền Nam
Trung tâm trung chuyển Hà Nội	38.000	2.376.000	Miền Bắc

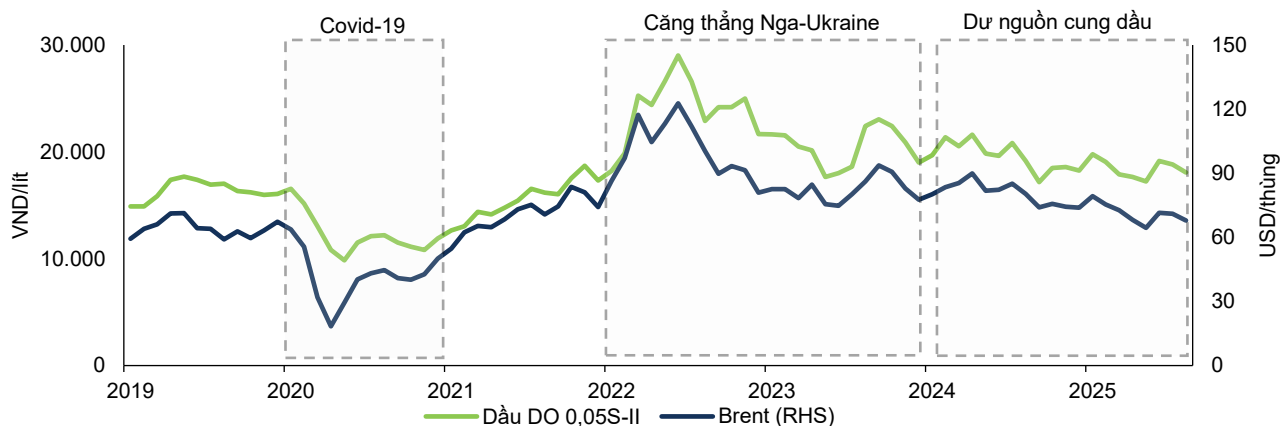
Shopee Express	Diện tích	Công suất	Khu vực
Kho BW SOC	30.000	2.500.000	Miền Nam
Kho Củ Chi SOC	27.000		
Trung tâm phân loại Bình Dương	106.000	4.000.000	Miền Nam
Kho BN HUB	27.000	5.000.000	Miền Bắc
Trung tâm phân loại Hưng Yên (<i>dự kiến 2027</i>)	170.000	7.000.000	Miền Bắc

Nguồn: VTP, VNPost, J&T, SPX, FPTS tổng hợp

5. Phụ lục 5: Biến động giá dầu Diesel và Brent ([Trở về nội dung chính](#))

VTP hiện đang vận hành hơn 2.000 xe tải các loại phục vụ vận chuyển hàng hóa, sử dụng nhiên liệu chính là dầu Diesel (DO), có giá biến động cùng chiều với dầu thô do là sản phẩm đầu ra của quá trình chưng cất. Trong giai đoạn 2019-2024, giá dầu thô chịu tác động bởi nhiều sự kiện thế giới như: Covid-19 (2019-2020); căng thẳng Nga-Ukraine (2022-2023)... Nhìn chung, chi phí nhiên liệu của VTP trong giai đoạn gần đây ở mức thuận lợi hơn nhờ mặt bằng giá dầu duy trì thấp, khi dầu DO giảm theo xu hướng hạ nhiệt của giá dầu thô toàn cầu — vốn đã lùi về quanh mức ~68 USD/thùng trong năm 2025 do dư cung và nhu cầu tiêu thụ suy yếu.

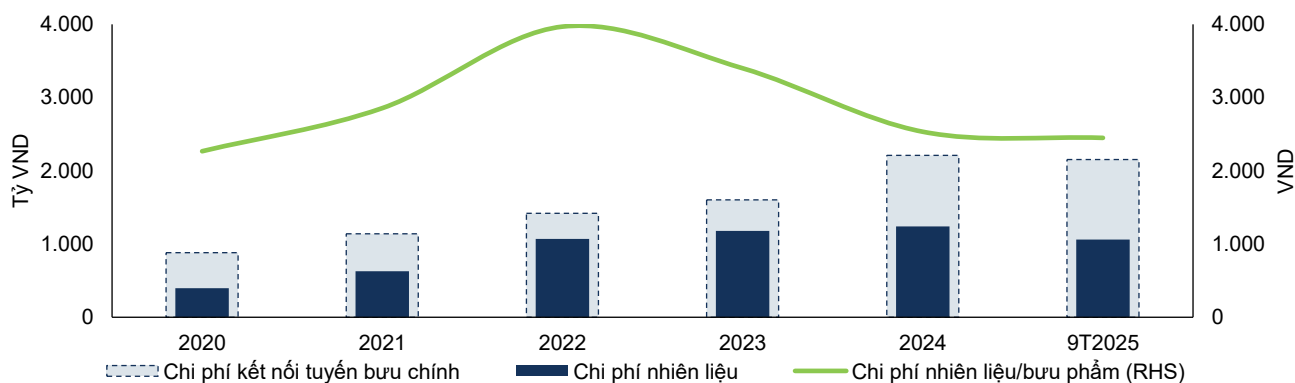
Biểu đồ 33: Biến động giá bán lẻ dầu Diesel (DO) và giá dầu thô (Brent)



Nguồn: PVOIL, EIA, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2024-9T2025, hoạt động vận tải của công ty hưởng lợi khi chi phí nhiên liệu trên mỗi bưu phẩm ghi nhận giảm ~24%, nhờ giá dầu DO trong giai đoạn có xu hướng giảm -9,9% so với trung bình năm 2023.

Biểu đồ 34: Ước tính chi phí nhiên liệu của VTP



Nguồn: VTP, FPTS tổng hợp và ước tính

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 nắm giữ 0 cổ phiếu VTP, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các 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) 3 773 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) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Hải
Châu, TP Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888