Cập nhật Ngành Chứng khoán – Q3/2026

81 Công ty chứng khoán

Cập nhật Quý 3/2026 · Số liệu KQKD đến 30/09/2026 · Số liệu định giá đến 03/11/2026

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Trong Q3/2026, LNST toàn ngành giảm **43,1% YoY và 25,3% QoQ**, xuống còn **8.602 tỷ đồng**, trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng và VN-Index điều chỉnh 4,9% trong quý. Diễn biến kém tích cực của thị trường khiến lợi nhuận gộp mảng tự doanh giảm **51,3% YoY** do gia tăng lỗ từ tài sản FVTPL, đồng thời thanh khoản suy giảm khiến doanh thu môi giới giảm **56,9% YoY**, đặc biệt tại các công ty chứng khoán có tỷ trọng khách hàng cá nhân lớn như **VCK** và **SSI**. Ngược lại, cho vay ký quỹ tiếp tục là điểm sáng khi thu nhập lãi đạt mức cao mới **12.843 tỷ đồng (+37,1% YoY)**, đóng góp 52,0% lợi nhuận gộp toàn ngành. Tuy nhiên, chi phí vốn vay bình quân của Top 10 công ty chứng khoán tăng lên 7,0%/năm, gây áp lực lên biên lãi. **Trong bối cảnh đó, TCX và KISVN là hai công ty chứng khoán quy mô lớn duy nhất ghi nhận LNST tăng trưởng cả YoY và QoQ.** Xét về định giá, **MBS** (P/E 13,3 lần; ROE 13,1%) và **SSI** (P/E 13,8 lần; ROE 12,2%) là những lựa chọn đáng chú ý khi cùng giao dịch ở mức P/E thấp hơn bình quân ngành (16,5 lần), trong khi ROE lũy kế 12 tháng cao hơn mức bình quân 9,4%. Danh mục tự doanh chủ yếu là tài sản thu nhập cố định, với tỷ trọng cổ phiếu chỉ 1,3% tại **MBS** và 5,0% tại **SSI**, giúp hạn chế biến động kết quả kinh doanh theo thị trường. **VPX** và **VND** cũng có P/E và P/B thấp hơn bình quân ngành, nhưng mức định giá này cần được nhìn nhận trong bối cảnh LNST Q3/2026 của cả hai giảm hơn 60% so với cùng kỳ và quý trước. Ngược lại, **VIX** và **CTS**, với tỷ trọng tự doanh cao, có thể ghi nhận mức phục hồi lợi nhuận đáng kể hơn khi thị trường khởi sắc. **TCBS Research đánh giá KQKD ngành trong Q4/2026 nhiều khả năng tiếp tục chịu áp lực do vĩ mô toàn cầu còn nhiều bất ổn và thanh khoản ở mức thấp; nhà đầu tư nên ưu tiên các CTCK có nguồn thu cho vay ổn định, chi phí vốn vay thấp và khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận qua các quý.**

ĐIỂM NHẤN

01 **Lợi nhuận giảm từ nền cao cùng kỳ**
56/81 CTCK có lãi, 20 công ty lỗ; chỉ 16 công ty tăng trưởng LNST so với cùng kỳ.

02 **Dư nợ cho vay ký quỹ tiếp tục đạt mức kỷ lục**
Dư nợ cho vay toàn ngành đạt **459.955 tỷ đồng** cuối Q3/2026, cao nhất từ trước đến nay.

03 **Tổng tài sản ngành vượt 1 triệu tỷ đồng**
Tổng tài sản đạt **1.003.284 tỷ đồng (+17,3% YoY)**; VCSH +39,1% YoY sau các đợt tăng vốn.

04 **Ngân hàng đầu tư duy trì mức cao**
Doanh thu tư vấn và bảo lãnh đạt **2.240 tỷ đồng (+48,3% YoY)**; **TCX** chiếm 33,1% toàn ngành.

CẦN THEO DÕI

01 **Kết quả tự doanh suy giảm**
Lợi nhuận gộp tự doanh còn **6.472 tỷ đồng (−51,3% YoY; −20,9% QoQ)** do lỗ FVTPL tăng.

02 **Biên lãi cho vay ký quỹ thu hẹp**
Chênh lệch lợi suất cho vay và chi phí vốn vay bình quân Top 10 CTCK giảm còn **4,5 điểm %** (Q3/2025: 6,1 điểm %).

QUY MÔ NGÀNH

Tổng tài sản ngành	1.003 nghìn tỷ
Dư nợ cho vay ngành	460 nghìn tỷ
VCSH ngành	461 nghìn tỷ
Vốn hóa CTCK niêm yết	516 nghìn tỷ

KẾT QUẢ Q3/2026

Doanh thu hoạt động	35.248 tỷ đồng
Lợi nhuận hoạt động	10.622 tỷ đồng
Lợi nhuận sau thuế	8.602 tỷ đồng
Top 5 / LNST ngành	58,7 %

ĐỊNH GIÁ & HIỆU QUẢ

P/E bình quân ngành	16,5 lần
P/B bình quân ngành	1,45 lần
ROE lũy kế 12 tháng (81 CTCK)	8,2 %
CIR lũy kế 12 tháng	25,1 %

1. Tổng quan thị trường

Thị trường chứng khoán điều chỉnh trong Q3/2026, thanh khoản giảm mạnh so với nửa đầu năm. VN-Index kết thúc Q3/2026 ở mức **1.768,62 điểm** (−4,9% so với cuối Q2/2026; −0,9% so với cuối năm 2025) và tiếp tục giảm về 1.741,62 điểm tại ngày 30/10/2026. Giá trị giao dịch bình quân phiên của ba sàn (khớp lệnh và thỏa thuận) trong Q3/2026 đạt **18.626 tỷ đồng**, giảm 22,7% so với Q2/2026 và 57,7% so với Q3/2025. Thị trường giảm điểm và giao dịch trầm lắng làm doanh thu môi giới, kết quả tự doanh và nhu cầu vay ký quỹ cùng giảm, đây là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận ngành giảm trong quý.

1.1. Bối cảnh vĩ mô, lãi suất & dòng vốn

Quyết định lãi suất của các NHTW lớn trong tháng 9/2026

Ngân hàng trung ương	Ngày quyết định	Quyết định	Lãi suất điều hành sau quyết định
Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed)	16/09/2026	**Tăng 0,25 điểm %**	Lãi suất quỹ liên bang 3,75%–4,00%
Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB)	10/09/2026	**Tăng 0,25 điểm %**	Lãi suất tiền gửi 2,50%
Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BoJ)	18/09/2026	**Tăng**	Lãi suất qua đêm mục tiêu ~1,25%
Ngân hàng Trung ương Anh (BoE)	17/09/2026	Giữ nguyên	Lãi suất cơ bản 3,75%

Nguồn: Fed, ECB, BoJ, BoE, TCBS tổng hợp.

Chỉ tiêu vĩ mô và lãi suất trong nước

Chỉ tiêu	Kỳ	Giá trị	So sánh
Tăng trưởng GDP	Q3/2026	**+10,0% YoY**	9T/2026: +9,0% YoY
Vốn FDI giải ngân	9T/2026	21,07 tỷ USD	+12,1% YoY
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân	Q3/2026	**+4,8% YoY**	Tháng 9/2026: +5,1% YoY
Lãi suất huy động kỳ hạn trên 12 tháng	Tháng 8/2026	**6,9%/năm**	+1,2 điểm % so với T12/2025
Lãi suất cho vay trung, dài hạn (VND)	Tháng 8/2026	**9,6%/năm**	+1,7 điểm % so với T12/2025
Giao dịch ròng của khối ngoại trên HOSE	Q3/2026	**−18.066 tỷ đồng**	Q2/2026: −48.452 tỷ đồng

Nguồn: TCBS tổng hợp.

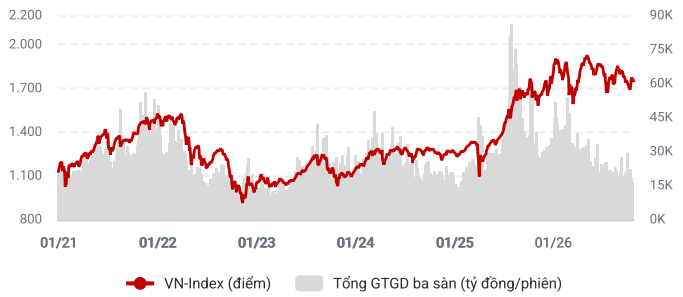
- **Các ngân hàng trung ương lớn tăng lãi suất trở lại** — Giá năng lượng tăng mạnh khi xung đột Mỹ–Iran căng thẳng trở lại từ đầu tháng 9/2026; giá dầu Brent đạt 98,03 USD/thùng ngày 30/09/2026 và 113,88 USD/thùng ngày 27/10/2026.
- **NHNN định hướng giảm lãi suất từ cuối tháng 10/2026** — Theo Công văn 9736/NHNN-CSTT ngày 21/10/2026, các ngân hàng thương mại giảm tối thiểu 0,5%/năm lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn từ 6 tháng trở lên trong các tháng cuối năm; Công văn 9608/NHNN-CSTT ngày 18/10/2026 định hướng giảm 1,5–2%/năm lãi suất cho vay lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và ưu tiên. Đến ngày 26/10/2026, 26 ngân hàng đã giảm lãi suất huy động.
- **Nâng hạng FTSE Russell có hiệu lực, khối ngoại vẫn bán ròng** — Từ ngày 21/09/2026, Việt Nam thuộc nhóm thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE Russell, với lộ trình đưa cổ phiếu vào rổ chỉ số qua bốn đợt (10%, 30%, 65% và 100% tỷ trọng) đến tháng 9/2027; giai đoạn 21–30/09/2026, khối ngoại bán ròng 4.447 tỷ đồng trên HOSE.

Mặt bằng lãi suất trong nước tăng dù NHNN giữ nguyên lãi suất điều hành; do nguồn vốn của CTCK chủ yếu là vay ngắn hạn ngân hàng, đây là nguyên nhân chính khiến chi phí vốn vay của ngành tăng (mục 3.2b). TCBS Research đánh giá chi phí vốn vay của các CTCK sẽ giảm dần từ Q4/2026 khi lãi suất huy động hạ theo định hướng của NHNN, giúp biên lãi mảng cho vay ký quỹ bớt chịu áp lực. Tuy nhiên, mức giảm lãi suất cho vay chủ yếu dành cho lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và ưu tiên, nên lãi suất ngân hàng cho CTCK vay nhiều khả năng chỉ giảm chậm, sau một độ trễ. Về trung hạn, lộ trình đưa cổ phiếu vào rổ chỉ số FTSE đến tháng 9/2027 sẽ hỗ trợ thanh khoản, trong khi tỷ giá (do chênh lệch lãi suất USD–VND) và giá năng lượng vẫn là rủi ro cần theo dõi.

1.2. Diễn biến VN-Index, thanh khoản & tài khoản mở mới

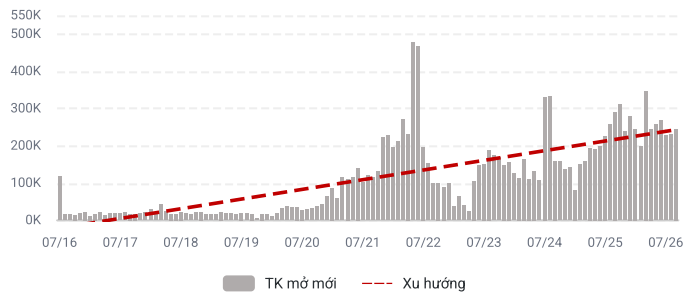
- **VN-Index điều chỉnh từ mức cao của Q2/2026** — Sau khi đạt mức cao nhất lịch sử 1.927,94 điểm ngày 18/05/2026, VN-Index dao động trong biên độ 1.668,53–1.867,21 điểm trong Q3/2026 và đóng cửa quý ở mức 1.768,62 điểm (−4,9% QoQ).
- **Thanh khoản giảm qua từng tháng** — Giá trị giao dịch bình quân phiên ba sàn đạt 19.351 tỷ đồng trong tháng 7, 18.682 tỷ đồng trong tháng 8 và 17.737 tỷ đồng trong tháng 9; bình quân Q3/2026 (18.626 tỷ đồng) tương đương 69,9% mức bình quân 12 tháng gần nhất (26.652 tỷ đồng/phiên, từ tháng 10/2025 đến tháng 9/2026). Trong tháng 10/2026, chỉ tiêu này tiếp tục giảm còn 17.186 tỷ đồng.
- **Tài khoản mở mới giảm so với quý trước** — Q3/2026, số tài khoản chứng khoán mở mới đạt **702.035 tài khoản** (−8,7% QoQ; −9,3% YoY), gồm 227.321 tài khoản trong tháng 7, 229.765 trong tháng 8 và 244.949 trong tháng 9. Lũy kế 9T/2026 đạt 2.260.619 tài khoản; tổng số tài khoản của nhà đầu tư tại ngày 30/09/2026 đạt **14.132.552**, trong đó nhà đầu tư cá nhân trong nước chiếm 99,5%.

VN-Index & Tổng giá trị giao dịch



Nguồn: TCBS tổng hợp

Tài khoản CK mở mới hàng tháng



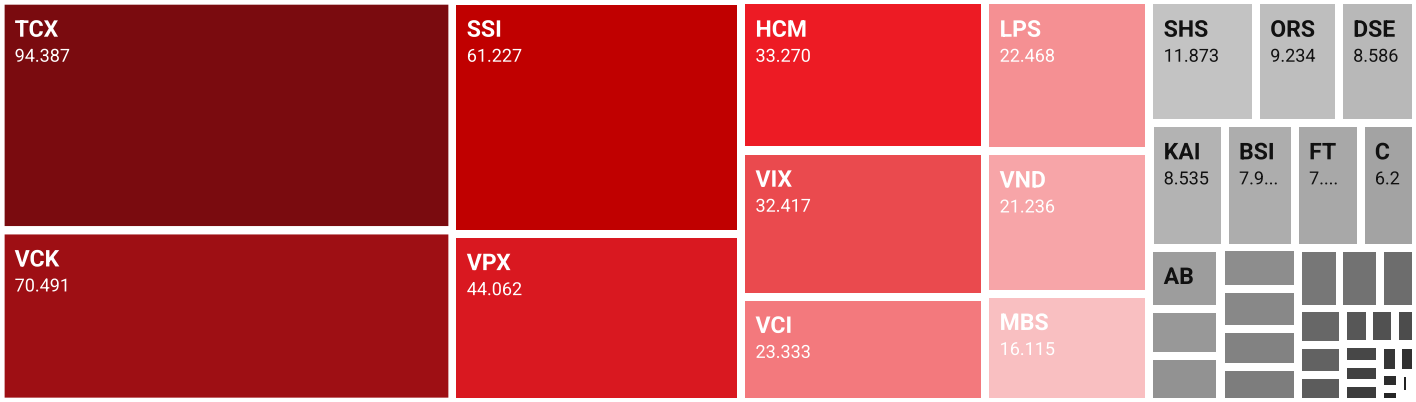
Nguồn: VSDC, TCBS tổng hợp

Doanh thu môi giới của ngành giảm 56,9% YoY, gần như cùng mức giảm của giá trị giao dịch bình quân phiên (−57,7% YoY), cho thấy mảng này biến động gần như theo thanh khoản thị trường. TCBS Research đánh giá nhà đầu tư cá nhân đang giao dịch thận trọng hơn sau khi VN-Index điều chỉnh từ mức cao của Q2/2026. Dù vậy, mỗi tháng vẫn có thêm 227–245 nghìn tài khoản mới, đây là cơ sở để thanh khoản cải thiện khi thị trường ổn định trở lại.

1.3. Quy mô vốn hóa CTCK

- **Quy mô ngành** — Tính đến cuối Q3/2026, Việt Nam có **81 công ty chứng khoán**, trong đó **43 công ty niêm yết/đăng ký giao dịch** trên HOSE (21), HNX (11) và UPCoM (11), còn **38 công ty chưa niêm yết**. So với Q2/2026, Chứng khoán KAFI đã đăng ký giao dịch trên UPCoM với mã KAI.
- **Vốn hóa nhóm niêm yết tăng nhẹ** — Tại ngày 03/11/2026, tổng vốn hóa của 43 CTCK niêm yết đạt **516.210 tỷ đồng**, tăng 3,4% so với mức 499.312 tỷ đồng của 42 CTCK niêm yết tại ngày 29/07/2026 (thời điểm phát hành báo cáo Q2/2026).
- **Vốn hóa tập trung ở nhóm dẫn đầu** — TCX (94.387 tỷ đồng), VCK (70.491 tỷ đồng) và SSI (61.227 tỷ đồng) chiếm 43,8% tổng vốn hóa nhóm niêm yết; 10 công ty lớn nhất chiếm 81,2%.
- **Toàn bộ CTCK niêm yết sẽ giao dịch tập trung trên HOSE** — Theo phương án sắp xếp lại thị trường giao dịch cổ phiếu niêm yết (Thông tư 139/2025/TT-BTC), toàn bộ cổ phiếu niêm yết tại HNX có ngày giao dịch cuối cùng là 23/12/2026 và chuyển sang giao dịch tại HOSE từ ngày 28/12/2026. Với ngành chứng khoán, 11 CTCK đang niêm yết trên HNX (MBS, SHS, BVS, VFS, EVS, IVS, APS, PSI, WSS, VIG, HBS), với tổng vốn hóa 34.489 tỷ đồng tại ngày 03/11/2026 (6,7% vốn hóa nhóm niêm yết), sẽ chuyển sang HOSE, nâng số CTCK niêm yết trên HOSE từ 21 lên 32 công ty; 11 CTCK còn lại tiếp tục đăng ký giao dịch trên UPCoM. TCBS Research đánh giá việc tập trung giao dịch trên một sàn với cùng bộ quy tắc giao dịch giúp các CTCK quy mô vừa như MBS và SHS tiếp cận nhà đầu tư rộng hơn, đồng thời thuận lợi hơn khi được xem xét đưa vào các rổ chỉ số lớn.

Vốn hóa CTCK niêm yết

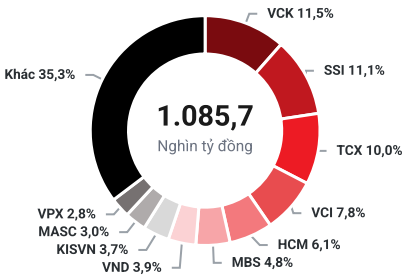


Nguồn: TCBS tổng hợp

1.4. Thị phần môi giới & cho vay margin

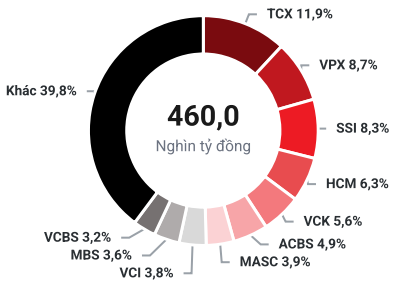
- **Khoảng cách giữa ba công ty dẫn đầu thu hẹp** — Trong Q3/2026, VCK (VPS) vẫn dẫn đầu thị phần môi giới cổ phiếu và chứng chỉ quỹ trên HOSE với 11,5% (Q2/2026: 12,6%), tiếp theo là SSI (11,1%) và TCX (10,0%; Q2/2026: 9,4%); chênh lệch giữa vị trí thứ nhất và thứ ba thu hẹp còn 1,5 điểm %, từ 3,3 điểm % trong Q2/2026. Top 10 chiếm 64,9% tổng giá trị giao dịch môi giới. VCI tăng thị phần từ 7,0% lên 7,8%, trong khi HCM giảm từ 6,8% xuống 6,1% và VPX giảm từ 3,6% xuống 2,8%.
- **Dư nợ cho vay tập trung ở nhóm vốn lớn** — Top 10 CTCK chiếm **60,2%** tổng dư nợ cho vay toàn ngành cuối Q3/2026 (Q2/2026: 61,1%), trong đó **TCX (11,9%), VPX (8,7%) và SSI (8,3%)** dẫn đầu. VPX vượt SSI để đứng thứ hai về dư nợ cho vay.
- **VCBS vào nhóm 10 công ty dẫn đầu dư nợ cho vay** — Top 5 chiếm 40,8% dư nợ cho vay toàn ngành; VCBS (3,2%) vào Top 10, thay vị trí của VIX so với Q2/2026.
- **Vốn lớn vẫn là lợi thế chính** — Cho vay ký quỹ cần nhiều vốn và nguồn vốn giá rẻ, nên các CTCK đầu ngành tiếp tục giữ lợi thế rõ rệt ở mảng này.

Thị phần môi giới CP & CCQ trên HOSE — Q3/2026



Nguồn: HOSE, TCBS tổng hợp

Thị phần dư nợ cho vay margin — Q3/2026



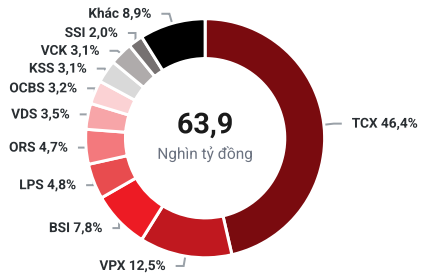
Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

1.5. Thị phần tư vấn TPDN & dư nợ toàn ngành

- **Dư nợ cho vay tiếp tục tăng** — Dư nợ cho vay toàn ngành (gồm ứng trước tiền bán) đạt **459.955 tỷ đồng** cuối Q3/2026, tăng 1,8% QoQ và 20,0% YoY, tiếp tục là mức cao nhất từ trước đến nay.
- **Tỷ lệ dư nợ cho vay/VCSH ổn định quanh 1,0 lần** — VCSH toàn ngành tăng 1,9% QoQ lên 460.636 tỷ đồng, tương đương tốc độ tăng dư nợ cho vay, giúp tỷ lệ này duy trì ở mức 1,0 lần, thấp hơn đáng kể giới hạn 2 lần VCSH theo quy định.
- **Phát hành TPDN giảm so với quý trước** — Giá trị phát hành TPDN toàn thị trường Q3/2026 đạt **180,6 nghìn tỷ đồng** (−24,8% QoQ), gồm 151,1 nghìn tỷ đồng phát hành riêng lẻ và 29,5 nghìn tỷ đồng phát hành ra công chúng, sau khi đạt 240,1 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026. Tỷ trọng phát hành ra công chúng tăng lên 16,3%, từ 3,7% trong Q2/2026.

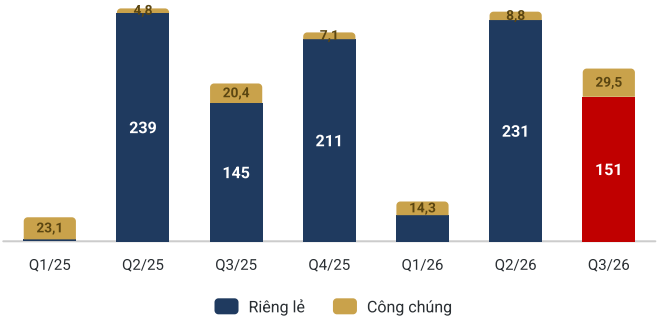
- **TCX tiếp tục dẫn đầu tư vấn phát hành TPDN** — Không tính trái phiếu ngân hàng, giá trị TPDN do các CTCK tư vấn phát hành trong Q3/2026 đạt 63.922 tỷ đồng (−47,6% QoQ). TCX tư vấn 29.680 tỷ đồng, chiếm 46,4% (lũy kế 9T/2026: 112.198 tỷ đồng, chiếm 52,3%), tiếp theo là VPX (12,5%) và BSI (7,8%); ba công ty dẫn đầu chiếm 66,8% giá trị tư vấn trong quý.
- **Doanh thu ngân hàng đầu tư tập trung ở ba công ty** — TCX (740 tỷ đồng), VPX (465 tỷ đồng) và HDBS (371 tỷ đồng) chiếm **70,4%** doanh thu tư vấn và bảo lãnh phát hành toàn ngành Q3/2026.

Thị phần tư vấn phát hành TPDN — Q3/2026 (Ngoại trừ trái phiếu Ngân hàng)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Thị trường TPDN phát hành theo quý



Nguồn: VBMA, HNX, TCBS tổng hợp

Mảng ngân hàng đầu tư (IB) giảm so với quý trước nhưng duy trì ở mức cao so với cùng kỳ. Doanh thu tư vấn và bảo lãnh phát hành Q3/2026 đạt **2.240 tỷ đồng** (**+48,3% YoY**; −30,4% QoQ từ 3.216 tỷ đồng của Q2/2026), chiếm 6,4% doanh thu hoạt động toàn ngành. Nguồn thu tiếp tục tập trung tại các CTCK thuộc hệ sinh thái ngân hàng: TCX ghi nhận 740 tỷ đồng, chiếm 33,1% doanh thu tư vấn và bảo lãnh toàn ngành, tiếp theo là VPX (20,7%) và HDBS (16,6%). TCBS Research đánh giá doanh thu tư vấn và bảo lãnh đến theo từng thương vụ và phụ thuộc thời điểm phát hành của khách hàng, nên chênh lệch giữa các quý thường lớn. Về trung hạn, mảng này vẫn gắn với nhu cầu tái cấp vốn và huy động vốn qua trái phiếu của doanh nghiệp.

2. Kết quả kinh doanh

Lợi nhuận ngành chứng khoán giảm trong Q3/2026 do kết quả tự doanh và môi giới suy giảm, trong khi thu nhập lãi cho vay ký quỹ tiếp tục tăng. Doanh thu hoạt động toàn ngành đạt **35.248 tỷ đồng (−5,5% YoY; +1,1% QoQ)**, nhưng lợi nhuận hoạt động giảm **43,4% YoY** còn 10.622 tỷ đồng và LNST đạt **8.602 tỷ đồng (−43,1% YoY)**. Một phần mức giảm đến từ nền so sánh cao: Q3/2025 là quý có LNST cao nhất từ trước đến nay của ngành (15.114 tỷ đồng). Trong số 81 CTCK, **56 công ty có lãi**, 20 công ty lỗ và chỉ **16 công ty** tăng trưởng LNST so với cùng kỳ (Q2/2026: 35 công ty).

Trong nhóm 20 CTCK có VCSH lớn nhất (chiếm 79,5% VCSH và 93,2% LNST toàn ngành Q3/2026), chỉ 4 công ty có LNST tăng so với cùng kỳ. Các công ty có LNST Q3/2026 từ 150 tỷ đồng trở lên được phân nhóm theo diễn biến LNST so với cả cùng kỳ (YoY) và quý trước (QoQ).

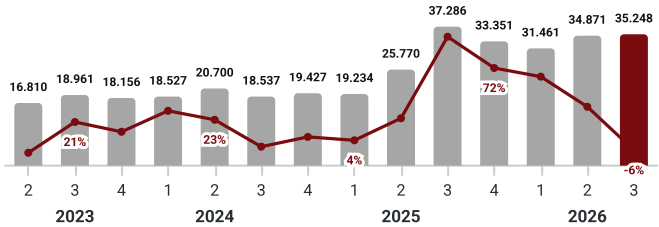
KẾT QUẢ TÍCH CỰC	KẾT QUẢ TRUNG BÌNH	KẾT QUẢ KÉM TÍCH CỰC
LNST tăng so với cả cùng kỳ và quý trước	LNST giảm vừa phải, hoặc trái chiều giữa YoY và QoQ	LNST giảm mạnh do tự doanh, hoặc VCSH giảm do đánh giá lại AFS
TCX LNST 1.748 tỷ · +7,9% YoY · +3,3% QoQ **Lãi cho vay +53,8% bù tự doanh −18,5%**	**MBS** LNST 315 tỷ · −5,2% YoY · +4,8% QoQ **Tự doanh +32,1%, lãi cho vay +19,5%**	**VIX** LNST 174 tỷ · −92,9% YoY · +129,1% QoQ **Tự doanh lỗ 67 tỷ đồng (Q3/2025: lãi 2.767 tỷ đồng)**
KISVN LNST 199 tỷ · +2,2% YoY · +36,4% QoQ **Lãi cho vay +9,7%, chi phí lãi vay −6,0%**	**HDBS** LNST 615 tỷ · +209,5% YoY · −31,2% QoQ **Tư vấn, bảo lãnh 371 tỷ đồng (Q3/2025: 27 tỷ đồng)**	**SHS** LNST 203 tỷ · −57,5% YoY · +168,2% QoQ **Chi phí lãi vay +386,3%; tự doanh −20,1%**
	HCM LNST 297 tỷ · −32,5% YoY · +8,8% QoQ **Môi giới −69,4%; chi phí lãi vay +29,9%**	**VPX** LNST 670 tỷ · −64,6% YoY · −61,4% QoQ **Tự doanh −85,7% dù lãi cho vay +93,8%**
	VCK LNST 894 tỷ · −20,7% YoY · −19,1% QoQ **Môi giới −67,8%; lãi cho vay +34,3%**	**VND** LNST 329 tỷ · −64,5% YoY · −62,7% QoQ **Tự doanh −54,4%; môi giới −69,1%**
	SSI LNST 1.125 tỷ · −23,7% YoY · −8,6% QoQ **Môi giới −60,9%; chi phí lãi vay +23,7%**	**ACBS** LNST 167 tỷ · −58,5% YoY · −26,5% QoQ **Tự doanh −50,9%; chi phí lãi vay +99,1%**
		VCI LNST 367 tỷ · −12,6% YoY · +46,6% QoQ **Lãi chưa thực hiện AFS giảm 760 tỷ đồng, lớn hơn LNST của quý**

Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

2.1. Doanh thu & lợi nhuận toàn ngành theo quý

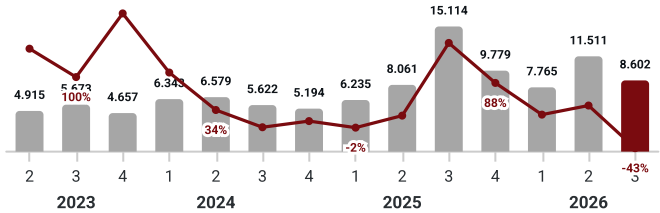
- **Doanh thu hoạt động** — Đạt 35.248 tỷ đồng trong Q3/2026 (−5,5% YoY; +1,1% QoQ); lũy kế 9T/2026 đạt 101.678 tỷ đồng (+23,6% YoY).
- **Lợi nhuận sau thuế** — Đạt 8.602 tỷ đồng (−43,1% YoY; −25,3% QoQ); lũy kế 9T/2026 đạt 27.883 tỷ đồng (−5,4% YoY).
- **Chi phí tăng nhanh hơn doanh thu** — Chi phí lãi vay toàn ngành tăng 12,7% QoQ lên 9.081 tỷ đồng và chi phí quản lý tăng 15,8% QoQ lên 2.220 tỷ đồng, làm giảm biên lợi nhuận hoạt động từ 40,6% (Q2/2026) xuống 30,1%.

Doanh thu hoạt động toàn ngành theo quý



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Lợi nhuận sau thuế toàn ngành theo quý



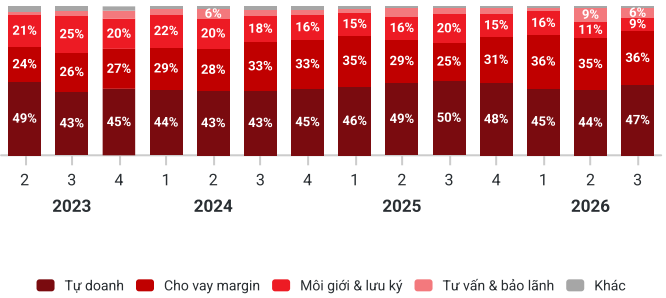
Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Doanh thu hoạt động Q3/2026 ổn định so với quý trước nhờ doanh thu tự doanh (+8,8% QoQ) và thu nhập lãi cho vay (+5,9% QoQ) bù đắp cho mức giảm của môi giới (−19,3% QoQ) và tư vấn, bảo lãnh (−30,4% QoQ). Tuy nhiên, lợi nhuận giảm mạnh hơn doanh thu do **lỗ FVTPL tăng 40,6% QoQ lên 9.499 tỷ đồng**, chi phí dự phòng tài sản tài chính tăng và chi phí lãi vay tiếp tục tăng theo quy mô nợ vay cùng mặt bằng chi phí vốn vay cao hơn. TCBS Research đánh giá lợi nhuận ngành vẫn phụ thuộc nhiều vào giá tài sản trong danh mục tự doanh: doanh thu tự doanh tăng, nhưng sau khi trừ lỗ bán và lỗ đánh giá lại tài sản tài chính, phần lợi nhuận còn lại giảm mạnh.

2.2. Cơ cấu doanh thu & lợi nhuận theo lĩnh vực

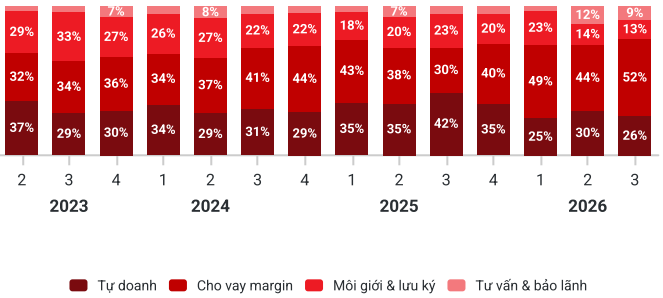
- **Tự doanh vẫn là nguồn doanh thu lớn nhất** — Đóng góp **47,1%** doanh thu hoạt động Q3/2026 (16.595 tỷ đồng; −11,6% YoY), nhưng chỉ chiếm **26,2%** lợi nhuận gộp do lỗ FVTPL và chi phí dự phòng tăng.
- **Cho vay ký quỹ trở thành nguồn lợi nhuận gộp lớn nhất** — Thu nhập lãi cho vay đạt 12.843 tỷ đồng (+37,1% YoY), chiếm **36,4%** doanh thu và **52,0%** lợi nhuận gộp, tăng từ 44,2% trong Q2/2026.
- **Môi giới và ngân hàng đầu tư giảm tỷ trọng** — Doanh thu môi giới và lưu ký chiếm 8,9% doanh thu hoạt động (Q2/2026: 11,1%); tư vấn và bảo lãnh phát hành chiếm 6,4% (Q2/2026: 9,2%).

Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực theo quý



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Cơ cấu lợi nhuận theo lĩnh vực theo quý



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Trong Q3/2026, lãi từ tài sản FVTPL đạt 13.394 tỷ đồng (+10,5% QoQ) và lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) tăng 22,6% QoQ lên 2.360 tỷ đồng, nhưng lỗ FVTPL tăng nhanh hơn, khiến lợi nhuận gộp tự doanh toàn ngành giảm còn **6.472 tỷ đồng (−51,3% YoY; −20,9% QoQ)**. Ngược lại, thu nhập lãi cho vay ký quỹ duy trì đà tăng liên tục qua các quý, đưa mảng này trở thành nguồn đóng góp lợi nhuận gộp lớn nhất ngành với tỷ trọng 52,0%, cao nhất trong 14 quý gần đây.

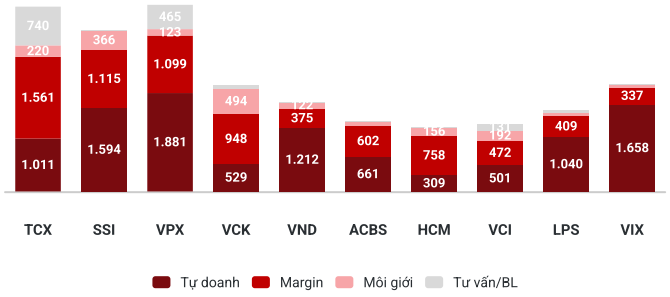
Mảng môi giới và lưu ký — biên lợi nhuận tiếp tục thu hẹp. Doanh thu môi giới và lưu ký đạt **3.130 tỷ đồng** (−56,9% YoY; −19,3% QoQ), trong khi chi phí nghiệp vụ môi giới và lưu ký đạt 2.968 tỷ đồng, khiến lãi gộp mảng này chỉ còn khoảng 162 tỷ đồng (Q2/2026: 442 tỷ đồng). VCK (494 tỷ đồng), SSI (366 tỷ đồng) và TCX (220 tỷ đồng) là ba công ty có doanh thu môi giới và lưu ký lớn nhất. Áp lực cạnh tranh phí, với xu hướng miễn phí giao dịch, rõ nhất ở nhóm có tệp khách hàng cá nhân lớn như VCK (dư nợ cho vay −18,2% QoQ) và VND (thị phần HOSE giảm từ 5,42% tại Q3/2025 xuống 3,90%). Khi phí giao dịch ngày càng thấp do cạnh tranh, TCBS Research đánh giá môi giới đang dần trở thành kênh thu hút khách hàng để bán thêm dịch vụ cho vay ký quỹ và sản phẩm đầu tư, hơn là nguồn lợi nhuận trực tiếp.

2.3. Cơ cấu doanh thu & lợi nhuận — Top 10 CTCK

- **Top 10 theo tổng tài sản thay đổi thứ tự** — VCK vươn lên vị trí thứ tư, ACBS vượt HCM và VCI; nhóm Top 10 chiếm 57,4% tổng tài sản toàn ngành cuối Q3/2026.
- **Cho vay ký quỹ là nguồn lợi nhuận gộp chính** — Tại 9/10 công ty, lãi cho vay là cấu phần lợi nhuận gộp lớn nhất; riêng VND có lợi nhuận gộp tự doanh (479 tỷ đồng) lớn hơn lãi cho vay (375 tỷ đồng).
- **Lợi nhuận gộp tự doanh phân hóa** — SSI (1.096 tỷ đồng) và TCX (936 tỷ đồng) dẫn đầu, trong khi VIX ghi nhận lỗ gộp tự doanh 67 tỷ đồng.

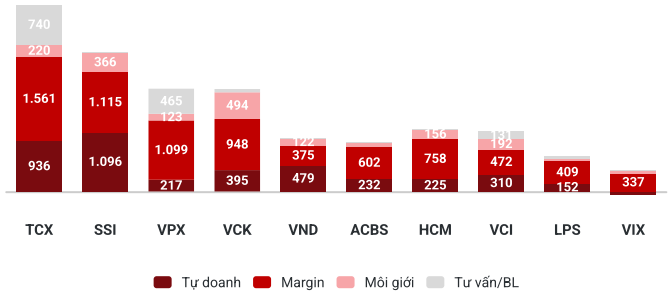
Cơ cấu doanh thu Q3/2026 cho thấy rõ mỗi công ty theo một mô hình kinh doanh khác nhau. VPX (1.881 tỷ đồng), VIX (1.658 tỷ đồng) và SSI (1.594 tỷ đồng) có doanh thu tự doanh lớn nhất, tuy nhiên lợi nhuận gộp tự doanh của VPX chỉ đạt 217 tỷ đồng và VIX lỗ gộp 67 tỷ đồng do lỗ FVTPL lớn. Trong khi đó, TCX có cơ cấu cân bằng giữa lãi cho vay (1.561 tỷ đồng), tự doanh (936 tỷ đồng lợi nhuận gộp) và tư vấn, bảo lãnh (740 tỷ đồng), nhờ vậy lợi nhuận ổn định nhất nhóm.

Doanh thu theo lĩnh vực — Top 10 CTCK (Q3/2026)



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Lợi nhuận gộp theo lĩnh vực — Top 10 CTCK (Q3/2026)

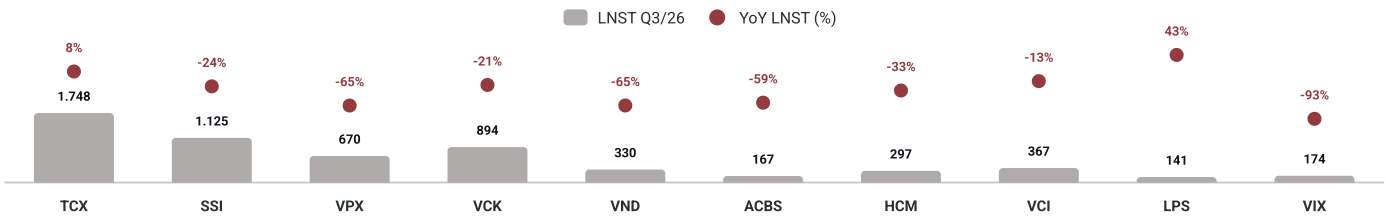


Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

2.4. Lợi nhuận sau thuế — Top 10 CTCK

- **Chỉ TCX và LPS trong Top 10 tăng trưởng LNST so với cùng kỳ** — LNST Q3/2026 của TCX đạt 1.748 tỷ đồng (+7,9% YoY; +3,3% QoQ), cao nhất ngành; LPS đạt 141 tỷ đồng (+43,3% YoY), nhưng mức tăng này chủ yếu nhờ VCSH tăng gấp 4,1 lần sau các đợt tăng vốn từ Q4/2025, đưa lãi cho vay lên 409 tỷ đồng (Q3/2025: 81 tỷ đồng). So với Q2/2026, LNST của LPS giảm 71,9% do lợi nhuận gộp tự doanh giảm từ 455 tỷ đồng xuống 152 tỷ đồng và chi phí lãi vay tăng lên 402 tỷ đồng.
- **Phần lớn Top 10 giảm LNST từ nền cao Q3/2025** — VIX (−92,9%), VPX (−64,6%), VND (−64,5%), ACBS (−58,5%) và HCM (−32,5%) giảm mạnh nhất; ngoài Top 10, HDBS (615 tỷ đồng; +209,5% YoY) và ABW (316 tỷ đồng) tăng trưởng nổi bật.

LNST Q3/2026 & tăng trưởng YoY — Top 10



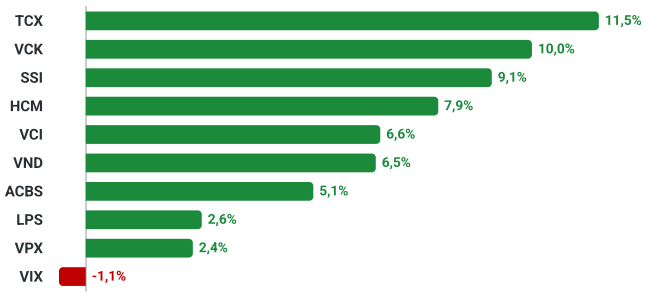
Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Mảng tự doanh tiếp tục chi phối biến động lợi nhuận giữa các CTCK. Các công ty có lợi nhuận gộp tự doanh giảm mạnh như VIX, VPX và VND ghi nhận LNST giảm trên 60% so với cùng kỳ khi lỗ FVTPL tăng. Đáng chú ý, 20 CTCK ghi nhận lỗ trong Q3/2026, trong đó VDS (−104 tỷ đồng) và APG (−108 tỷ đồng) lỗ lớn nhất, chủ yếu do lỗ gộp tự doanh.

2.5. Hiệu suất tự doanh — Top 10 CTCK

- **Tỷ suất sinh lời tự doanh Q3/2026 phân hóa** — Quy năm, TCX đạt 11,5%, VCK 10,0% và SSI 9,1%, trong khi VIX âm 1,1%.

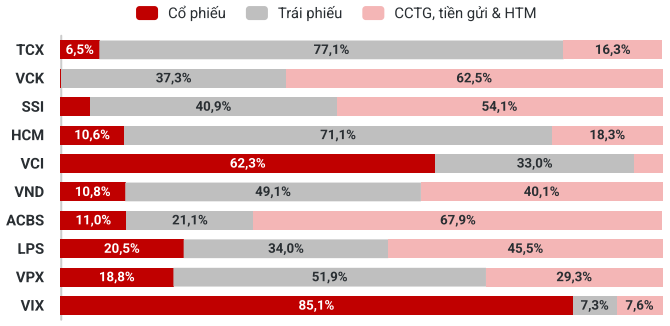
Tỷ suất sinh lời tự doanh — Q3/2026



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

**Quy năm = lợi nhuận gộp tự doanh Q3/2026 × 4/đầu tư ngắn hạn cuối kỳ*

Cơ cấu danh mục tự doanh — cuối Q3/2026



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Hiệu suất tự doanh có sự phân hóa rõ rệt giữa các công ty chứng khoán, tùy thuộc vào cơ cấu danh mục đầu tư. VIX có tỷ trọng cổ phiếu chiếm 85,1% danh mục tự doanh (theo giá gốc) và là công ty duy nhất trong Top 10 ghi nhận hiệu suất âm (−1,1%, quy năm) trong Q3/2026, khi VN-Index giảm 4,9%. Đáng chú ý, giá các cổ phiếu GEE, GEX và GEL thuộc hệ sinh thái Gelex tiếp tục giảm 3,4–7,7% từ đầu Q4/2026 đến ngày 28/10/2026. Nhóm có tỷ trọng cổ phiếu từ 10–21%, gồm LPS, VPX, ACBS, VND và HCM, ghi nhận hiệu suất tự doanh từ 2,4–7,9%. Trong khi đó, TCX, SSI và VCK đạt hiệu suất cao hơn, ở mức 9,1–11,5%, nhờ tỷ trọng cổ phiếu dưới 7% và danh mục tập trung chủ yếu vào trái phiếu (TCX: 77,1%) và tiền gửi (VCK: 62,5%). VCI là trường hợp ngoại lệ khi cổ phiếu chiếm 62,3% danh mục nhưng hiệu suất vẫn đạt 6,6%. Nguyên nhân là 96,5% danh mục cổ phiếu được phân loại là tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS), trong đó chênh lệch đánh giá lại được ghi nhận vào vốn chủ sở hữu thay vì lợi nhuận trong kỳ. Riêng trong Q3/2026, lãi chưa thực hiện của danh mục AFS tại VCI giảm 760 tỷ đồng, vượt mức LNST ghi nhận trong quý.

TCBS Research đánh giá kết quả tự doanh của các công ty chứng khoán có tỷ trọng cổ phiếu FVTPL lớn sẽ tiếp tục biến động mạnh theo diễn biến VN-Index trong các quý tới. Ngược lại, nhóm có danh mục thiên về trái phiếu và tiền gửi sẽ duy trì nguồn thu ổn định hơn, song dư địa cải thiện lợi nhuận có thể hạn chế khi thị trường chứng khoán phục hồi.

2.6. Tổng hợp đánh giá bốn mảng hoạt động

Mảng	Tỷ trọng DT	Động lực chính	Chất lượng LN	Lợi thế cạnh tranh	Triển vọng
Tự doanh	47,1%	Diễn biến giá tài sản, quy mô & cơ cấu danh mục	Thấp — biến động cao, nhạy với thị trường	Trung bình — phụ thuộc năng lực đầu tư	Ưu tiên CTCK có tỷ trọng tài sản thu nhập cố định cao
Cho vay margin	36,4%	Dư nợ, chênh lệch lãi suất, thanh khoản	Cao — định kỳ, dự phóng tốt	Thấp — nhiều công ty cùng tham gia, cạnh tranh lãi suất	Còn dư địa tới giới hạn 2 lần VCSH; nhạy với lãi suất huy động
Môi giới & lưu ký	8,9%	Thanh khoản, thị phần	Thấp — biên lợi nhuận thấp	Cao — thiên về CTCK có lợi thế khách hàng và vốn lớn	Phụ thuộc thanh khoản; phí giao dịch có xu hướng giảm
Tư vấn, bảo lãnh	6,4%	Thương vụ phát hành	Biến động theo thương vụ	Cao — tập trung ở CTCK đầu ngành như TCX	Gắn với nhu cầu tái cấp vốn qua kênh trái phiếu

3. Cơ cấu tài sản & nguồn vốn

Bảng cân đối của ngành chứng khoán tiếp tục mở rộng, với tổng tài sản lần đầu vượt 1 triệu tỷ đồng. Cuối Q3/2026, tổng tài sản 81 CTCK đạt **1.003.284 tỷ đồng** (+1,5% QoQ; +17,3% YoY), trong đó dư nợ cho vay chiếm 45,8% và các tài sản tài chính ngắn hạn (FVTPL, HTM, AFS) chiếm 42,7%. Về nguồn vốn, VCSH chiếm 45,9% và vay ngắn hạn chiếm 48,1% tổng nguồn vốn. Với cơ cấu này, lợi nhuận ngành phụ thuộc chủ yếu vào ba yếu tố: quy mô dư nợ cho vay, hiệu quả danh mục đầu tư và lãi suất vay ngắn hạn.

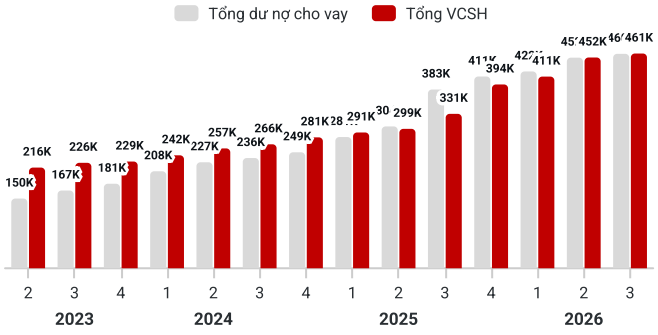
3.1. Tổng quan quy mô tài sản & nguồn vốn ngành

TỔNG DƯ NỢ CHO VAY NGÀNH	TỔNG VCSH NGÀNH	DƯ NỢ CHO VAY/VCSH NGÀNH	TỔNG TÀI SẢN NGÀNH
460 nghìn tỷ	**461** nghìn tỷ	**1,0** lần	**1.003** nghìn tỷ
cuối Q3/2026 · +20,0% YoY	+39,1% YoY	giới hạn 2 lần VCSH	+17,3% YoY

- **Dư nợ cho vay và vốn chủ sở hữu tăng tương ứng** — Dư nợ cho vay toàn ngành tăng 1,8% QoQ lên 459.955 tỷ đồng, trong khi vốn chủ sở hữu (VCSH) tăng 1,9% QoQ lên 460.636 tỷ đồng, nhờ lợi nhuận giữ lại và các đợt tăng vốn trong năm.

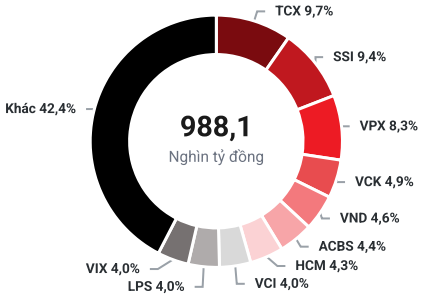
- **Tỷ trọng tài sản sinh lời duy trì ở mức cao** — Dư nợ cho vay và tài sản tài chính ngắn hạn chiếm 88,5% tổng tài sản. Trong đó, tài sản tài chính nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) tăng 17,6% QoQ lên 115.181 tỷ đồng, trong khi tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL) giảm 2,4% QoQ xuống 244.597 tỷ đồng.
- **Tài sản tập trung chủ yếu tại nhóm công ty dẫn đầu** — Top 10 công ty chứng khoán theo tổng tài sản chiếm 57,4% quy mô tài sản toàn ngành. Trong đó, TCX (9,7%), SSI (9,4%) và VPX (8,3%) là ba công ty có quy mô tài sản lớn nhất.

Tổng dư nợ cho vay & VCSH toàn ngành theo quý



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Cơ cấu tổng tài sản CTCK — Q3/2026

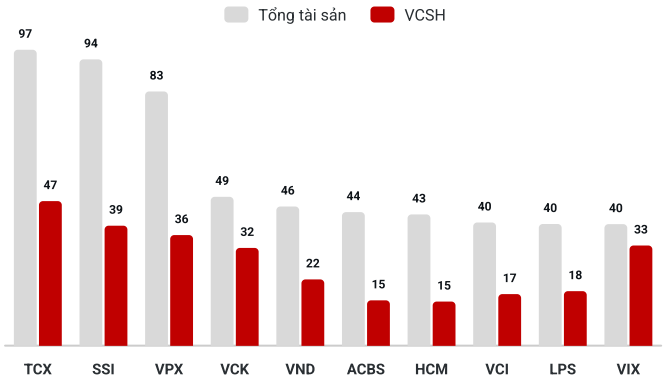


Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

3.2. Quy mô tài sản, chi phí vốn vay & lãi suất cho vay

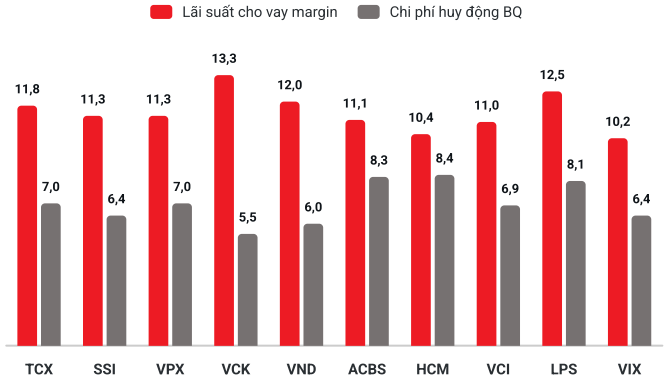
- **Lợi suất cho vay duy trì ổn định ở mức 10–13%/năm** — Trong Q3/2026, lợi suất cho vay (lãi cho vay quý × 4/dư nợ cho vay bình quân) của Top 10 công ty chứng khoán dao động trong khoảng 10,2% (VIX) – 13,3% (VCK).
- **Chi phí vốn vay tiếp tục xu hướng gia tăng** — Chi phí vốn vay (chi phí lãi vay quý × 4/nợ vay bình quân) của Top 10 công ty chứng khoán dao động từ 5,5% (VCK) đến 8,4% (HCM). Đáng chú ý, chi phí lãi vay toàn ngành tăng 44,8% YoY, đạt 9.081 tỷ đồng trong Q3/2026.
- **Chi phí vốn vay là yếu tố quyết định biên lãi cho vay** — Do nguồn vốn vay của các công ty chứng khoán chủ yếu là ngắn hạn, biến động lãi suất thị trường thường được phản ánh gần như ngay trong quý vào chi phí vốn vay, đặc biệt tại các công ty có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao.

Tổng tài sản & VCSH — Top 10 CTCK



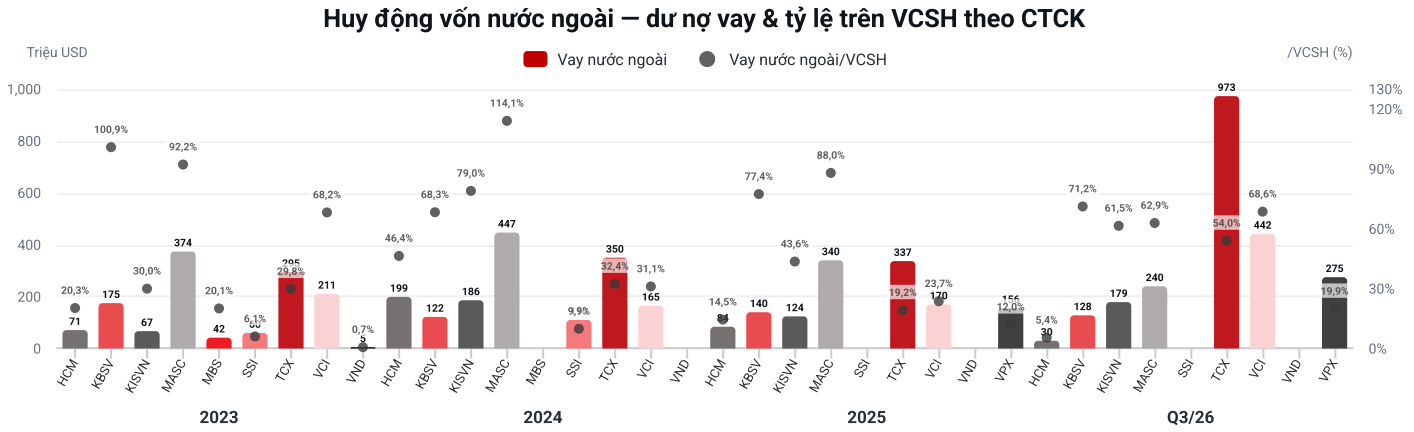
Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Chi phí huy động & lãi suất cho vay margin ước tính — Top 10



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Cho vay ký quỹ tiếp tục là nguồn đóng góp lợi nhuận định kỳ lớn nhất, song biên lãi chịu áp lực từ chi phí vốn vay gia tăng. Trong Q3/2026, thu nhập lãi cho vay toàn ngành đạt 12.843 tỷ đồng (+37,1% YoY), chiếm 52,0% lợi nhuận gộp; dư nợ cho vay đạt 459.955 tỷ đồng, tương đương 1,0 lần vốn chủ sở hữu (VCSH), cho thấy vẫn còn dư địa tăng trưởng so với giới hạn 2 lần VCSH. Tuy nhiên, lợi suất cho vay bình quân toàn ngành ở mức 11,3%/năm, trong khi chi phí vốn vay đạt 7,2%/năm, tương ứng chênh lệch 4,1 điểm phần trăm. TCBS Research đánh giá trong các quý tới, biên lợi nhuận mảng cho vay ký quỹ sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào diễn biến chi phí vốn vay thay vì tăng trưởng dư nợ, trong bối cảnh cạnh tranh lãi suất hạn chế khả năng chuyển phần chi phí vốn vay gia tăng sang khách hàng.



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán
Lưu ý: MASC dùng số dư vay ngân hàng nước ngoài cuối Q2/2026 (6.311,5 tỷ đồng) do BCTC Q3/2026 không tách chi tiết; MASC, HCM, VCI, KBSV, KISVN quy đổi theo tỷ giá 26.290 đồng/USD; SSI không thuyết minh tách riêng vay nước ngoài

- **TCX dẫn đầu về quy mô vay vốn nước ngoài** — Dư nợ vay từ các tổ chức tín dụng nước ngoài của TCX đạt **973 triệu USD** tại cuối Q3/2026, tăng từ 943 triệu USD cuối Q2/2026, tương đương 54,0% vốn chủ sở hữu (VCSH), chủ yếu thông qua các khoản vay hợp vốn.
- **VCI và VPX đẩy mạnh huy động vốn quốc tế** — Dư nợ vay nước ngoài của VCI tăng từ 265 triệu USD lên 442 triệu USD, tương đương 68,6% VCSH. Tương tự, VPX ghi nhận dư nợ vay từ các tổ chức tín dụng nước ngoài tăng từ 156 triệu USD cuối năm 2025 (12,0% VCSH) lên 275 triệu USD (19,9% VCSH), với rủi ro tỷ giá đã được phòng ngừa. HCM cũng sử dụng nguồn vốn này với dư nợ 30 triệu USD, tương đương 5,4% VCSH.
- **Các công ty có cổ đông nước ngoài duy trì tỷ trọng vay ngoại tệ cao** — Tỷ lệ dư nợ vay nước ngoài/VCSH của KBSV, MASC và KISVN lần lượt đạt 71,2%, 62,9% (cuối Q2/2026) và 61,5%. Ngược lại, VND không sử dụng nguồn vốn vay nước ngoài.

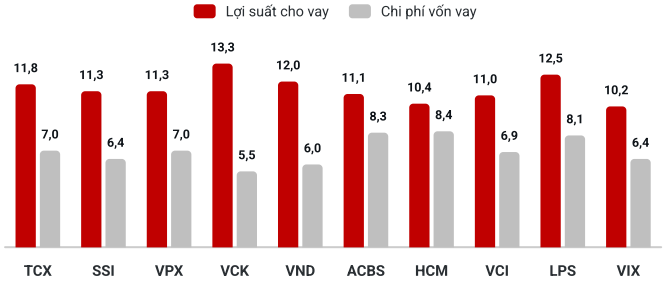
TCBS Research đánh giá vay nước ngoài không chỉ giúp các công ty chứng khoán đa dạng hóa nguồn huy động vốn mà còn phản ánh năng lực tiếp cận và mở rộng nguồn vốn trên thị trường quốc tế. Tuy nhiên, hiệu quả sử dụng nguồn vốn này vẫn phụ thuộc vào chi phí phòng ngừa rủi ro tỷ giá và khả năng tái cấp vốn khi các khoản vay hợp vốn đến hạn.

3.2b. Lãi suất cho vay margin bình quân & chi phí vốn vay — Top 10 CTCK

- **Lợi suất cho vay ổn định quanh 11%/năm** — Bình quân gia quyền Top 10 đạt **11,5%/năm** trong Q3/2026, tăng 27 điểm cơ bản so với Q3/2025 (11,2%) và nằm trong biên độ 10,5–11,5% của 10 quý gần nhất. Các CTCK khó tăng lãi suất cho vay vì phải cạnh tranh để giữ nhóm khách hàng có dư nợ lớn.
- **Phân hóa lợi suất theo cơ cấu khách hàng** — VCK dẫn đầu với 13,3%/năm, tiếp theo là LPS 12,5% và VND 12,0%; HCM (10,4%) và VIX (10,2%) ở nhóm thấp nhất. So với cùng kỳ, lợi suất của ACBS tăng 193 điểm cơ bản và LPS tăng 190 điểm cơ bản, trong khi HCM giảm 241 điểm cơ bản.
- **Chi phí vốn vay tăng nhanh hơn lợi suất** — Chi phí vốn vay bình quân gia quyền Top 10 đạt **7,0%/năm**, tăng 190 điểm cơ bản so với Q3/2025 (5,1%). Mức tăng lớn nhất thuộc về ACBS (+342 điểm cơ bản), LPS (+338), HCM (+260) và SSI (+208); VCK (5,5%) và VND (6,0%) duy trì chi phí vốn vay thấp nhất nhóm.
- **Lưu ý dữ liệu** — Lợi suất tính trên dư nợ cho vay bình quân (gồm ứng trước tiền bán), là lợi suất thực thu theo sổ sách, thấp hơn lãi suất niêm yết do có các gói ưu đãi.

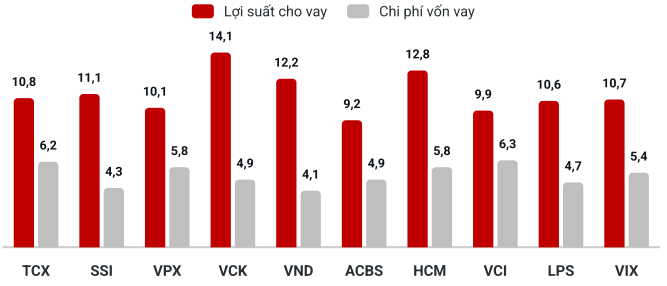
Phần lớn mức tăng chi phí vốn vay chưa được chuyển sang lãi suất cho vay khách hàng. Trong 12 tháng qua, lợi suất cho vay bình quân Top 10 chỉ tăng 27 điểm cơ bản trong khi chi phí vốn vay tăng 190 điểm cơ bản, khiến chênh lệch giữa hai chỉ tiêu thu hẹp khoảng 163 điểm cơ bản. Nguyên nhân chính là độ trễ định giá lại: nguồn vốn của CTCK chủ yếu là vay ngắn hạn và trái phiếu kỳ hạn dưới 12 tháng, được định giá lại theo mặt bằng lãi suất mới ngay trong quý, trong khi lãi suất cho vay với nhóm khách hàng lớn thường gắn với các gói ưu đãi đã cam kết.

Lợi suất cho vay margin & chi phí vốn vay — Q3/2026



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Lợi suất cho vay margin & chi phí vốn vay — Q3/2025

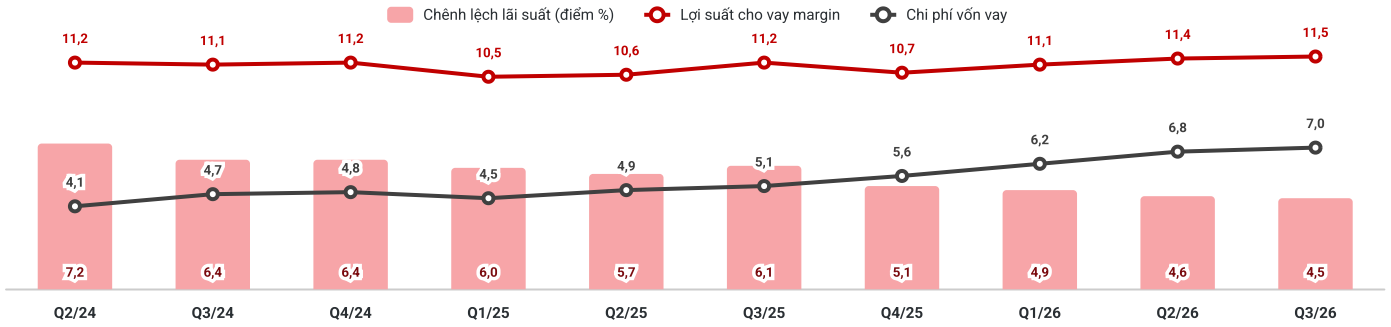


Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

3.2c. Diễn biến lợi suất – chi phí vốn vay – chênh lệch lãi suất qua 10 quý

Chênh lệch giữa lợi suất cho vay và chi phí vốn vay (chênh lệch lãi suất) của Top 10 CTCK giảm còn **4,5 điểm %** trong Q3/2026, mức thấp nhất trong 10 quý gần nhất, từ 7,2 điểm % của Q2/2024 — giảm 271 điểm cơ bản, tương đương 38% mức chênh lệch ban đầu. Toàn bộ mức thu hẹp đến từ phía chi phí: lợi suất cho vay dao động trong biên độ hẹp 10,5–11,5%, trong khi chi phí vốn vay tăng liên tục từ 4,1% lên 7,0%. Với dư nợ cho vay toàn ngành khoảng 460 nghìn tỷ đồng, mỗi 100 điểm cơ bản chênh lệch lãi suất tương đương khoảng 4,6 nghìn tỷ đồng lợi nhuận trước thuế mỗi năm của toàn ngành.

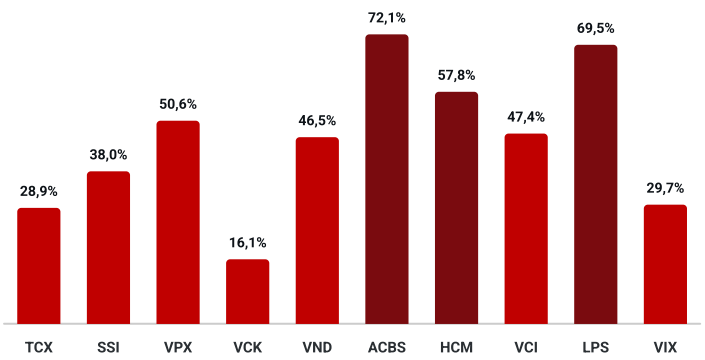
Lợi suất cho vay ký quỹ, chi phí vốn vay và chênh lệch lãi suất — bình quân gia quyền Top 10 CTCK



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

- **Ba nhóm theo mức chênh lệch lãi suất** — Nhóm chênh lệch cao: VCK 7,8 điểm % và VND 6,0 nhờ chi phí vốn vay thấp và lợi suất cho vay cao. Nhóm trung bình: SSI 4,9, TCX 4,7, LPS 4,4, VPX 4,3, VCI 4,0 và VIX 3,9. Nhóm thấp: ACBS 2,8 và HCM 2,0.

Chi phí lãi vay/(LNTT + chi phí lãi vay) — Q3/2026

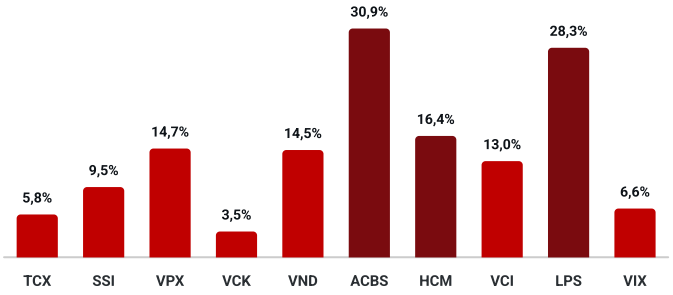


Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

- **Chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng cao trong lợi nhuận tại một số công ty** — Trong Q3/2026, chi phí lãi vay tương đương 72,1% lợi nhuận trước thuế và trước lãi vay của ACBS, 69,5% của LPS, 57,8% của HCM và 50,6% của VPX. Ngược lại, tỷ lệ này thấp hơn đáng kể tại VCK (16,1%), TCX (28,9%) và VIX (29,7%).
- **Tỷ trọng vốn tự có cao giúp giảm thiểu rủi ro lãi suất** — VIX sử dụng vốn chủ sở hữu (VCSH) để tài trợ 61,3% dư nợ cho vay, tiếp theo là VCK (44,9%) và HCM (16,6%). Ngược lại, SSI, VPX, VND, ACBS, VCI và LPS có dư nợ vay lớn hơn dư nợ cho vay, khiến chi phí vốn vay có mức độ ảnh hưởng trực tiếp hơn đến hiệu quả hoạt động cho vay khi lãi suất tăng.

3.2d. Độ nhạy lợi nhuận với chi phí vốn vay

Độ nhạy lợi nhuận với chi phí vốn vay — Q3/2026



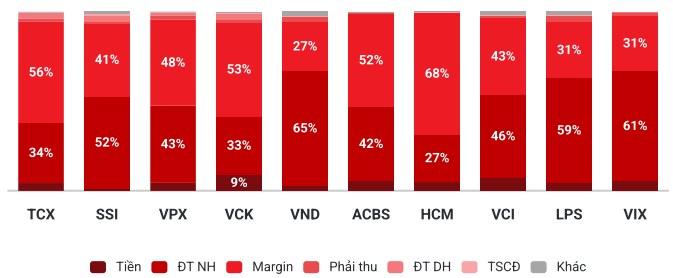
Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

- **Lợi nhuận nhạy cảm hơn với biến động chi phí vốn vay tại nhóm sử dụng đòn bẩy cao** — Trong kịch bản chi phí vốn vay tăng thêm 100 điểm cơ bản, lợi nhuận trước thuế trong quý của ACBS, LPS, HCM và VPX lần lượt giảm 30,9%, 28,3%, 16,4% và 14,7%. Trong khi đó, mức độ ảnh hưởng thấp hơn tại VCK (−3,5%), TCX (−5,8%) và VIX (−6,6%).
- **Mức điều chỉnh lãi suất cho vay cần thiết để bù đắp chi phí vốn vay** — Để bù đắp mức tăng 100 điểm cơ bản của chi phí vốn vay, VND cần tăng lãi suất cho vay 191 điểm cơ bản, LPS 153 điểm cơ bản và SSI 135 điểm cơ bản, chủ yếu do dư nợ vay lớn hơn dư nợ cho vay. Ngược lại, mức điều chỉnh cần thiết tại VIX và VCK thấp hơn, lần lượt là 39 và 55 điểm cơ bản.
- **Gia tăng dư nợ cho vay bằng vốn vay làm tăng áp lực chi phí lãi** — Trong Q3/2026, chi phí lãi vay của SHS và CTS lần lượt tương đương 55,2% và 84,8% lãi gộp hoạt động, trong bối cảnh dư nợ cho vay tăng nhanh hơn vốn chủ sở hữu và kế hoạch tăng vốn chưa được thực hiện. Ngược lại, VIX có nền tảng vốn lớn sau các đợt tăng vốn, song dư nợ cho vay chưa tăng tương ứng. Đối với MBS, triển vọng kinh doanh trong Q4/2026 sẽ phụ thuộc vào khả năng bổ sung nguồn vốn phục vụ hoạt động cho vay ký quỹ.
- **Triển vọng chi phí vốn vay và các yếu tố cần theo dõi** — Định hướng giảm lãi suất huy động của Ngân hàng Nhà nước từ cuối tháng 10/2026 có thể góp phần giảm chi phí vốn vay của các công ty chứng khoán từ Q4/2026. Nhóm có chênh lệch giữa lợi suất cho vay và chi phí vốn vay dưới 3 điểm phần trăm, đồng thời tỷ lệ chi phí lãi vay/lợi nhuận trước lãi vay trên 55% (ACBS, HCM), được kỳ vọng hưởng lợi nhiều nhất khi chi phí vốn vay hạ nhiệt. Tuy nhiên, đây cũng là nhóm có mức độ nhạy cảm cao nhất nếu lãi suất cho vay của các ngân hàng đối với công ty chứng khoán chậm điều chỉnh.

3.3. Cơ cấu tài sản & nguồn vốn — Top 10 CTCK

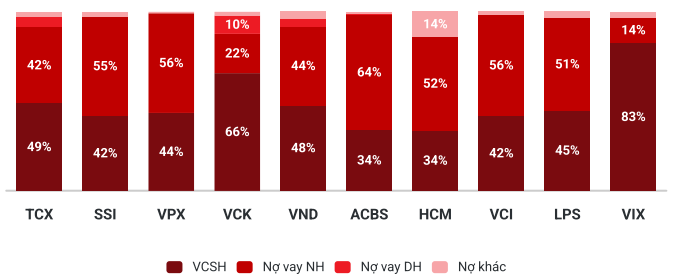
- **Cơ cấu tài sản phân hóa theo mô hình kinh doanh** — Dư nợ cho vay chiếm tỷ trọng cao nhất tại HCM (67,8% tổng tài sản), TCX (56,4%) và VCK (52,5%); trong khi tài sản tài chính ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn tại VND (64,6%), VIX (61,0%) và LPS (58,5%).
- **Nguồn vốn chủ yếu từ VCSH và vay ngắn hạn** — VCSH chiếm 82,5% tổng nguồn vốn của VIX và 65,7% của VCK; ngược lại, nợ vay chiếm 65,1% tổng nguồn vốn của ACBS.
- **Khẩu vị rủi ro khác nhau** — Mỗi công ty sử dụng đòn bẩy ở mức khác nhau, thể hiện qua hệ số nợ phải trả/VCSH và tỷ lệ dư nợ cho vay/VCSH (mục 3.4).

Cơ cấu tài sản (%) — Top 10 CTCK



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Cơ cấu nguồn vốn (%) — Top 10 CTCK



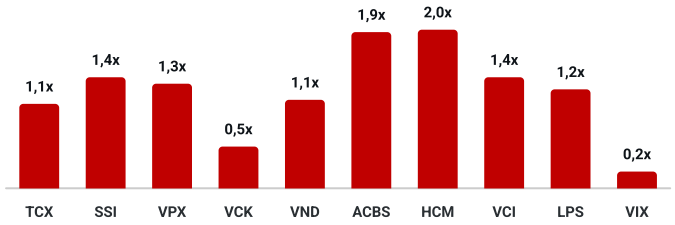
Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Vì tài sản sinh lời được tài trợ chủ yếu bằng vay ngắn hạn, lợi nhuận ngành nhạy với lãi suất; Q3/2026 cho thấy rõ điều này khi chi phí huy động tăng làm chênh lệch lãi suất thu hẹp. Công ty dùng đòn bẩy cao có lợi nhuận tăng nhanh hơn khi thị trường thuận lợi, nhưng cũng chịu ảnh hưởng nặng hơn khi lãi suất tăng hoặc giá tài sản giảm.

3.4. Đòn bẩy & hiệu quả sinh lời

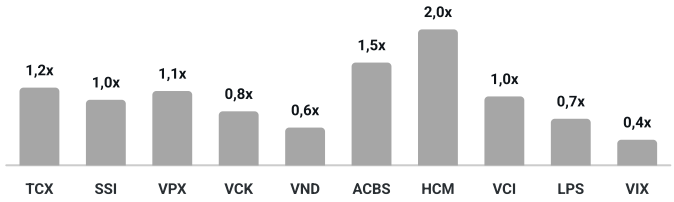
- **Đòn bẩy tài chính phân hóa rõ** — Hệ số nợ phải trả/VCSH dao động từ 0,21 lần (VIX) đến 1,97 lần (HCM) và 1,94 lần (ACBS); tỷ lệ dư nợ cho vay/VCSH (gồm ứng trước tiền bán) của HCM đạt 2,01 lần, cao nhất nhóm.
- **ROE lũy kế 12 tháng giảm** — ROE lũy kế 12 tháng của Top 10 dao động 6,3–15,6%, trung vị 9,2% (Q2/2026: 13,5%); VCK (15,6%), TCX (13,8%) và SSI (12,2%) dẫn đầu.
- **Hai mô hình tạo ROE** — VCK (ROA 8,9%, nợ phải trả/VCSH 0,52 lần) và TCX (ROA 6,9%, 1,05 lần) đạt ROE cao nhờ hiệu quả sử dụng tài sản, trong khi ACBS và HCM có ROA dưới 3% dù sử dụng đòn bẩy cao.

Hệ số Nợ/VCSH — Top 10 CTCK



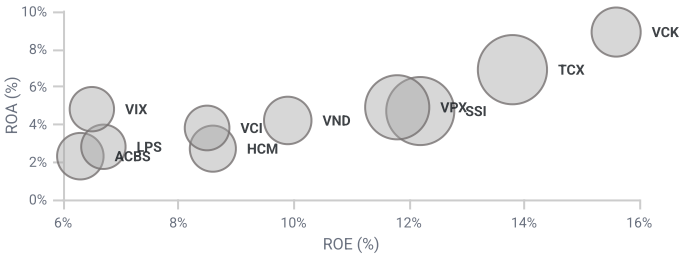
Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Dư nợ margin/VCSH — Top 10 CTCK



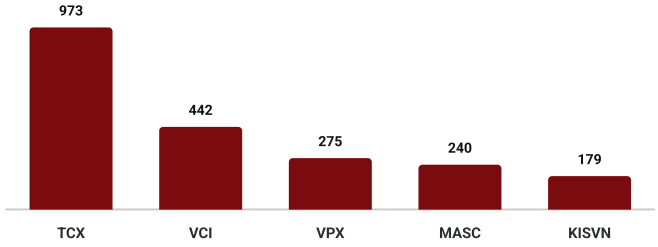
Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

ROA & ROE lũy kế 4 quý — Top 10 CTCK



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Dư nợ vay nước ngoài — các CTCK



Nguồn: TCBS tổng hợp

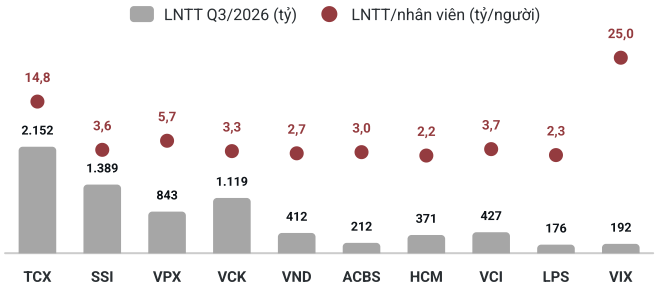
Top 10 tạo ra ROE theo hai cách khác nhau. Nhóm có hiệu suất sử dụng tài sản cao và đòn bẩy vừa phải như VCK và TCX đạt ROE 13,8–15,6% nhờ chi phí vốn vay thấp, nguồn thu đa dạng và hiệu quả danh mục đầu tư. Ngược lại, HCM và ACBS có ROA thấp (2,7% và 2,3%) và phụ thuộc nhiều hơn vào đòn bẩy, khiến ROE (8,6% và 6,3%) nhạy cảm hơn với chi phí vốn vay. Đáng chú ý, ROE lũy kế 12 tháng của VIX giảm còn 6,5% (Q2/2026: 17,4%) khi lợi nhuận tự doanh lớn của Q3/2025 không còn nằm trong kỳ tính.

4. Hiệu quả hoạt động

Hiệu quả chi phí toàn ngành ổn định nhưng năng suất phân hóa mạnh giữa các CTCK. Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR, chi phí hoạt động ngoài tự doanh và chi phí quản lý/thu nhập hoạt động thuần) lũy kế 12 tháng của toàn ngành đạt **25,1%** trong Q3/2026, tương đương mức 25,3% của Q2/2026 và thấp hơn 28,3% của Q3/2025. Tổng số nhân sự của 81 CTCK đạt 17.702 người, tăng 0,4% QoQ.

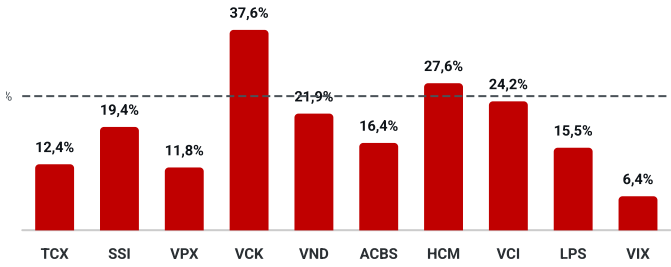
- **Năng suất nhân sự chênh lệch lớn** — Lợi nhuận trước thuế (LNTT) lũy kế 12 tháng/nhân viên của VIX đạt 25,0 tỷ đồng/người và TCX đạt 14,8 tỷ đồng/người, cao hơn đáng kể mức 2,2–5,7 tỷ đồng/người của các công ty còn lại trong Top 10.
- **CIR thấp ở nhóm thiên về tự doanh và cho vay** — VIX (6,4%), VPX (11,8%) và TCX (12,4%) có CIR lũy kế 12 tháng thấp nhất; VCK (37,6%) và HCM (27,6%) cao nhất do mạng lưới môi giới và nhân sự lớn.
- **Chi phí quản lý tăng** — Chi phí quản lý toàn ngành Q3/2026 đạt 2.220 tỷ đồng (+15,8% QoQ; +14,9% YoY), trong khi chi phí nghiệp vụ môi giới giảm 14,1% QoQ theo doanh thu môi giới.

LNTT Q3/2026 & LNTT lũy kế 12 tháng/nhân viên — Top 10



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

CIR lũy kế 12 tháng — Top 10 CTCK



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

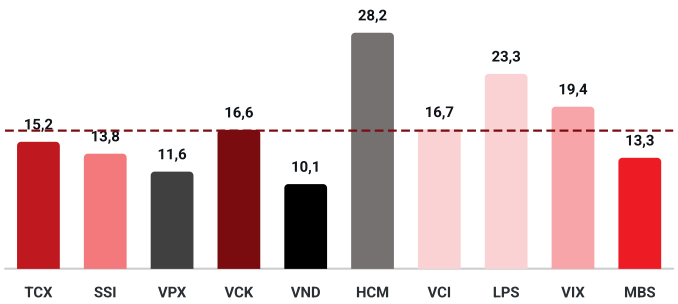
Năng suất khác nhau chủ yếu do mô hình kinh doanh. VIX có LNTT lũy kế 12 tháng/nhân viên cao nhất nhóm do bộ máy chỉ 81 người và lợi nhuận đến chủ yếu từ tự doanh, nên mức năng suất này biến động mạnh theo giá cổ phiếu trong danh mục. TCX (524 người) đạt năng suất cao nhờ nguồn thu đa dạng và ổn định hơn từ cho vay ký quỹ, tư vấn và bảo lãnh cùng tự doanh. Trong khi đó, các công ty có mạng lưới môi giới bán lẻ lớn như VCK (1.635 người) và SSI (1.546 người) có chi phí nhân sự cao hơn và phụ thuộc nhiều hơn vào thanh khoản thị trường. TCBS Research đánh giá khi doanh thu môi giới giảm, nhóm có CIR cao sẽ chịu áp lực lên biên lợi nhuận lớn hơn, do chi phí nhân sự và vận hành khó điều chỉnh tương ứng trong ngắn hạn.

5. Định giá cổ phiếu

Mặt bằng định giá ngành phản ánh nhịp điều chỉnh lợi nhuận Q3/2026. Tại ngày 03/11/2026, ngành Môi giới chứng khoán giao dịch ở mức P/E lũy kế 12 tháng **16,5 lần** và P/B **1,45 lần** (bình quân theo vốn hóa), trong khi tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) lũy kế 12 tháng của ngành giảm từ 13,7% (năm 2025) xuống 9,4%.

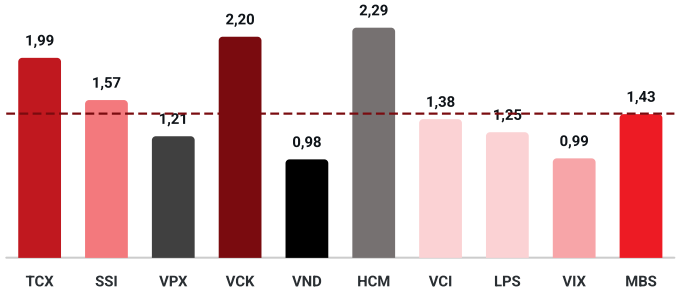
- **P/B phân hóa theo khả năng sinh lời** — VCK (2,20 lần; ROE 15,6%) và TCX (1,99 lần; ROE 13,8%) có P/B cao, tương ứng với ROE dẫn đầu nhóm. VIX (0,99 lần) và VND (0,98 lần) giao dịch dưới giá trị sổ sách.
- **P/E chịu ảnh hưởng của biến động lợi nhuận** — HCM (28,2 lần) và LPS (23,3 lần) có P/E cao nhất nhóm khi LNST lũy kế 12 tháng ở mức thấp; VND (10,1 lần), VPX (11,6 lần), MBS (13,3 lần), SSI (13,8 lần) và TCX (15,2 lần) thấp hơn bình quân ngành.
- **Chênh lệch giữa P/B và ROE** — HCM có P/B 2,29 lần, cao nhất nhóm và cao hơn bình quân ngành, trong khi ROE lũy kế 12 tháng (8,6%) thấp hơn mức 9,4% của ngành.

P/E — Top 10 CTCK niêm yết theo TTS



Nguồn: TCBS tổng hợp

P/B — Top 10 CTCK niêm yết theo TTS



Nguồn: TCBS tổng hợp

TCBS Research đánh giá mức định giá của từng CTCK đang phân hóa theo khả năng duy trì ROE và mức độ ổn định của nguồn thu: nhìn chung, nhóm có tỷ trọng thu nhập lãi cho vay và tư vấn, bảo lãnh cao, chi phí vốn vay thấp được thị trường định giá cao hơn, trong khi nhóm phụ thuộc lớn vào tự doanh giao dịch ở mức P/B thấp hơn do lợi nhuận biến động mạnh. Trong thời gian tới, định giá ngành sẽ phụ thuộc chủ yếu vào việc lợi nhuận tự doanh có phục hồi hay không và chi phí vốn vay giảm đến đâu.

6. Số liệu 10 CTCK có tổng tài sản lớn nhất

Q3/2026 · đơn vị: tỷ đồng · ROE, CIR lũy kế 12 tháng · LNTT/nhân viên: LNTT Q3/2026/số nhân viên · P/E, P/B tại ngày 03/11/2026

Chỉ tiêu	TCX	SSI	VPX	VCK	VND	ACBS	HCM	VCI	LPS	VIX
Quy mô (cuối Q3/2026, tỷ đồng)										
Tổng tài sản	96.974	93.827	83.312	48.809	45.636	43.799	43.044	40.401	39.909	39.860
Tổng nợ phải trả	49.568	54.475	47.030	16.734	23.874	28.895	28.539	23.453	21.997	6.994
Vốn chủ sở hữu	47.406	39.352	36.282	32.074	21.762	14.904	14.505	16.948	17.912	32.866
Dư nợ cho vay ký quỹ	54.740	38.294	39.869	25.623	12.232	22.634	29.170	17.308	12.417	12.442
Số lượng nhân viên (người)	524	1.546	835	1.635	938	377	664	442	478	81
Doanh thu theo mảng Q3/2026 (tỷ đồng)										
Doanh thu hoạt động	3.534	3.168	3.575	2.076	1.715	1.349	1.244	1.305	1.556	2.048
Tự doanh	1.011	1.594	1.881	529	1.212	661	309	501	1.040	1.658
Cho vay ký quỹ	1.561	1.115	1.099	948	375	602	758	472	409	337
Môi giới & lưu ký	220	366	123	494	122	72	156	192	46	39
Tư vấn & bảo lãnh	740	10	465	61	0	11	9	131	51	13
Tỷ trọng tự doanh/DTHĐ	28,6%	50,3%	52,6%	25,5%	70,7%	49,0%	24,9%	38,4%	66,8%	81,0%
Tỷ trọng cho vay/DTHĐ	44,2%	35,2%	30,7%	45,7%	21,9%	44,6%	60,9%	36,2%	26,3%	16,5%
Tỷ trọng môi giới/DTHĐ	6,2%	11,6%	3,5%	23,8%	7,1%	5,3%	12,6%	14,7%	3,0%	1,9%
Lợi nhuận Q3/2026 (tỷ đồng)										
Lợi nhuận gộp tự doanh	936	1.096	217	395	479	232	225	310	152	**-67**
Chi phí quản lý doanh nghiệp	201	73	102	164	97	69	120	35	48	31
Lợi nhuận trước thuế	2.152	1.389	843	1.119	412	212	371	427	176	192
Lợi nhuận sau thuế	1.748	1.125	670	894	330	167	297	367	141	174
LNST so với cùng kỳ	**+7,9%**	**-23,7%**	**-64,6%**	**-20,7%**	**-64,5%**	**-58,5%**	**-32,5%**	**-12,6%**	**+43,3%**	**-92,9%**
LNST so với quý trước	**+3,3%**	**-8,6%**	**-61,4%**	**-19,1%**	**-62,7%**	**-26,5%**	**+8,8%**	**+46,6%**	**-71,9%**	**+129,1%**
Biên lợi nhuận gộp	92,9%	73,0%	50,6%	71,3%	50,8%	61,5%	80,3%	69,1%	39,1%	14,8%
Biên lợi nhuận ròng	49,5%	35,5%	18,7%	43,0%	19,2%	12,4%	23,9%	28,2%	9,1%	8,5%
Hiệu quả & định giá										
CIR lũy kế 12 tháng	12,4%	19,4%	11,8%	37,6%	21,9%	16,4%	27,6%	24,2%	15,5%	6,4%
ROA lũy kế 12 tháng	6,9%	4,7%	4,9%	8,9%	4,2%	2,3%	2,7%	3,8%	2,8%	4,8%
ROE lũy kế 12 tháng	13,8%	12,2%	11,8%	15,6%	9,9%	6,3%	8,6%	8,5%	6,7%	6,5%
Nợ phải trả/VCSH (D/E, lần)	1,05	1,38	1,30	0,52	1,10	1,94	1,97	1,38	1,23	0,21
LNTT Q3/2026/nhân viên (tỷ đồng)	4,1	0,9	1,0	0,7	0,4	0,6	0,6	1,0	0,4	2,4
EPS lũy kế 12 tháng (đồng)	1.868	1.482	2.023	1.744	1.379	833	1.092	1.216	634	651
P/E (lần)	15,2	13,8	11,6	16,6	10,1	—	28,2	16,6	23,3	19,4
P/B (lần)	1,99	1,57	1,21	2,20	0,98	—	2,29	1,38	1,25	0,99

Môi giới & lưu ký gồm doanh thu môi giới và lưu ký chứng khoán; "—": công ty chưa niêm yết.

Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

*Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.*

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.