Cập nhật Ngành Chứng khoán – Q2/2026

81 Công ty chứng khoán

Cập nhật Quý 2/2026 · Số liệu KQKD đến 30/06/2026 · Số liệu thị trường đến 29/07/2026

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Q2/2026, ngành chứng khoán ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu hoạt động đạt **34.870 tỷ đồng (+35,3% YoY)** và lợi nhuận sau thuế đạt **11.511 tỷ đồng (+42,8% YoY)**, mức cao thứ hai trong lịch sử, chỉ sau Q3/2025. Tăng trưởng lợi nhuận được dẫn dắt bởi hoạt động **tự doanh** (đóng góp khoảng 43,8% doanh thu), thu nhập từ **cho vay ký quỹ** (+63,2% YoY) và sự phục hồi của mảng **tư vấn, bảo lãnh phát hành** (+128,9% YoY) nhờ thị trường trái phiếu doanh nghiệp sôi động trở lại. Kết quả này được hỗ trợ bởi bối cảnh thị trường thuận lợi với VN-Index duy trì quanh **1.860 điểm (+4,2% so với cuối năm 2025)**, thanh khoản vẫn ở mức cao và dòng tài khoản nhà đầu tư mới tiếp tục gia tăng. TCBS Research đánh giá KQKD Q2/2026 phản ánh **độ trễ của chu kỳ thị trường thuận lợi trước đó**; tuy nhiên, nhịp điều chỉnh mạnh từ đầu Q3/2026 có thể tạo áp lực lên nhóm CTCK có tỷ trọng tự doanh cổ phiếu lớn do danh mục được ghi nhận theo giá trị hợp lý. Trong khi đó, lợi nhuận ngành vẫn tập trung ở nhóm dẫn đầu khi **Top 5 công ty chứng khoán chiếm 57,8%** tổng lợi nhuận sau thuế toàn ngành.

ĐIỂM NHẤN

01 **Lợi nhuận toàn ngành bứt tốc**

LNST Q2/2026 đạt **11.511 tỷ đồng (+42,8% YoY)** — quý cao thứ hai lịch sử; **65/81 CTCK** có lãi, 35 công ty tăng trưởng so với cùng kỳ.

02 **Thu nhập lãi margin kỷ lục**

Thu nhập lãi cho vay margin **+63,2% YoY**; tổng dư nợ margin toàn ngành nối dài chuỗi tăng, đạt **kỷ lục ~452 nghìn tỷ** cuối Q2/2026 — cấu phần thu nhập ổn định nhất.

03 **IB phục hồi theo sóng TPDN**

Tư vấn & bảo lãnh phát hành **+128,9% YoY** nhờ thị trường trái phiếu doanh nghiệp sôi động; **TCX** dẫn đầu thị phần tư vấn phát hành (54,9%).

04 **Nền vốn ngành ngày càng dày**

Vốn hóa nhóm CTCK niêm yết **~499 nghìn tỷ đồng** (42 mã niêm yết); nhiều CTCK vừa tăng vốn, mở dư địa mở rộng margin & tự doanh các quý tới.

CẦN THEO DÕI

01 **Phụ thuộc hoạt động tự doanh**

Tự doanh chiếm **~43,8%** doanh thu Q2/2026 và chi phối biến động lợi nhuận giữa các quý — khiến kết quả toàn ngành nhạy với diễn biến thị trường và giá tài sản.

02 **Hiệu quả phân hóa mạnh**

CIR lũy kế 12 tháng toàn ngành **~25,4%** nhưng chênh lệch rất lớn giữa các CTCK; năng suất nhân sự và hiệu quả chi phí không đồng đều.

03 **Mức độ tập trung cao**

Top 5 CTCK chiếm **57,8%** LNST toàn ngành; nguồn thu IB phụ thuộc một vài tên tuổi lớn và diễn biến thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

04 **Thanh khoản hạ nhiệt**

Giá trị giao dịch bình quân phiên giảm từ đỉnh nửa cuối 2025 — ảnh hưởng trực tiếp tới doanh thu môi giới và vòng quay cho vay ký quỹ.

QUY MÔ & THỊ TRƯỜNG

Vốn hóa CTCK niêm yết	499 nghìn tỷ
Số CTCK niêm yết	42 mã
VN-Index cuối Q2	1.860 điểm
Dư nợ margin ngành	452 nghìn tỷ

KẾT QUẢ Q2/2026

Doanh thu hoạt động	34.870 tỷ đồng
Lợi nhuận hoạt động	14.150 tỷ đồng
Lợi nhuận sau thuế	11.511 tỷ đồng
Top 5 / LNST ngành	57,8 %

ĐỊNH GIÁ & HIỆU QUẢ

P/E bình quân	12,2 lần
P/B bình quân	1,5 lần
ROE TTM ngành	12,1 %
CIR TTM ngành	25,4 %

1. Tổng quan thị trường

Thị trường chứng khoán Việt Nam duy trì diễn biến tích cực trong nửa đầu năm 2026, tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh của các công ty chứng khoán. VN-Index kết thúc Q2/2026 ở mức khoảng **1.860 điểm (+4,2% so với cuối năm 2025)** sau nhịp điều chỉnh trong tháng 3, trong khi thanh khoản dù hạ nhiệt so với giai đoạn cao điểm cuối năm 2025 vẫn duy trì ở mức cao. Quy mô ngành tiếp tục mở rộng với tổng vốn hóa của 42 công ty chứng khoán niêm yết đạt khoảng **499.312 tỷ đồng**, đồng thời số lượng tài khoản chứng khoán mở mới tiếp tục tăng, hỗ trợ dư địa tăng trưởng cho các hoạt động môi giới, cho vay ký quỹ và ngân hàng đầu tư.

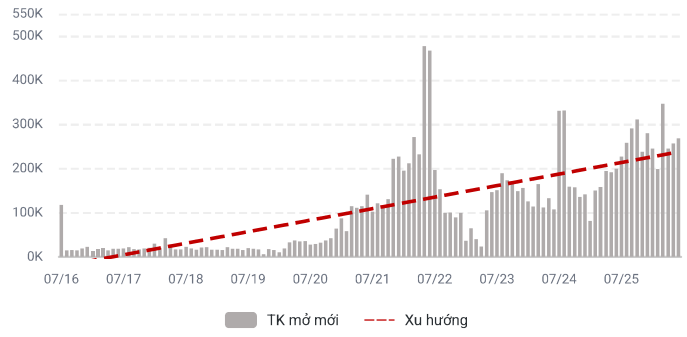
1.1. Diễn biến VN-Index, thanh khoản & tài khoản mở mới

- **VN-Index tăng nhưng độ rộng thị trường hạn chế** — VN-Index kết thúc Q2/2026 ở khoảng **1.860 điểm (+4,2% so với cuối năm 2025)**, tuy nhiên đà tăng chủ yếu được dẫn dắt bởi **nhóm cổ phiếu họ Vingroup (VIC, VHM, VRE, VPL)**, trong khi phần lớn các nhóm ngành còn lại điều chỉnh. Diễn biến này khiến môi trường đầu tư chưa thực sự thuận lợi trên diện rộng đối với hoạt động tự doanh của các công ty chứng khoán.
- **Thanh khoản hạ nhiệt, dư nợ margin tiếp tục lập kỷ lục —** Giá trị giao dịch bình quân trong Q2/2026 giảm so với quý trước, phản ánh hoạt động giao dịch kém sôi động hơn. Ngược lại, dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành vẫn duy trì đà tăng mạnh và thiết lập **mức cao kỷ lục** vào cuối quý, cho thấy nhu cầu sử dụng đòn bẩy của nhà đầu tư vẫn ở mức cao.
- **Dòng tiền nhà đầu tư mới duy trì tích cực** — Thị trường ghi nhận **1,6 triệu tài khoản** chứng khoán mở mới trong 6T/2026, trong đó riêng Q2 đạt gần **769 nghìn** tài khoản. Lượng nhà đầu tư mới tiếp tục gia tăng là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng dài hạn cho các hoạt động môi giới, cho vay ký quỹ và phân phối sản phẩm đầu tư của các công ty chứng khoán.

VN-Index & Tổng giá trị giao dịch

Nguồn: TCBS

Tài khoản CK mở mới hàng tháng



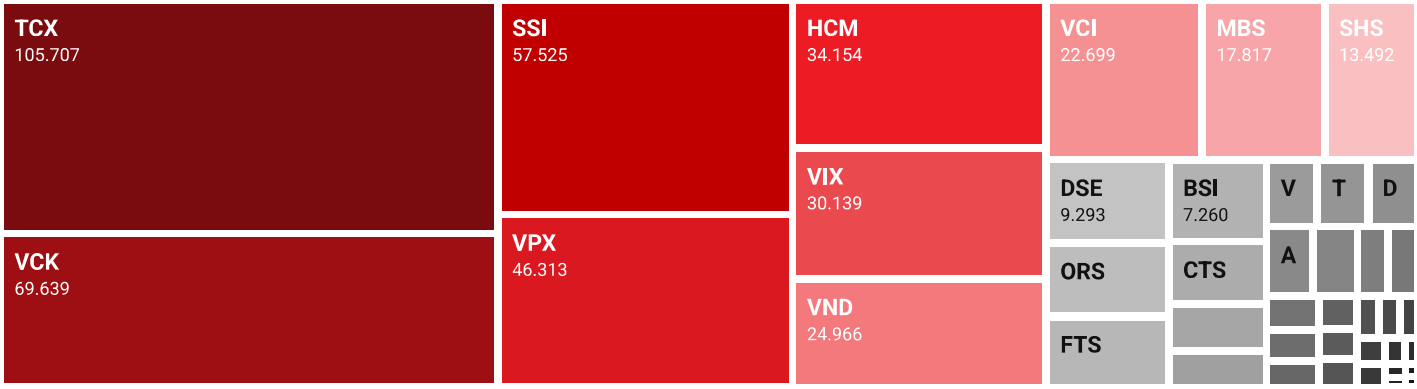
Nguồn: VSDC, TCBS tổng hợp

Mặc dù VN-Index duy trì ở vùng đỉnh, đà tăng chủ yếu đến từ **nhóm cổ phiếu họ Vingroup (VIC, VHM, VRE, VPL)**, trong khi phần lớn các nhóm cổ phiếu còn lại đều điều chỉnh mạnh. Diễn biến này khiến hoạt động tự doanh của nhiều công ty chứng khoán chịu áp lực, đặc biệt là các công ty có **tỷ trọng cổ phiếu lớn trong danh mục FVTPL** khi đa số ghi nhận **lỗ từ hoạt động tự doanh cổ phiếu** trong kỳ. Ngược lại, các công ty có danh mục đầu tư tập trung vào **tài sản thu nhập cố định (trái phiếu, HTM)** ít chịu tác động hơn và duy trì kết quả ổn định.

1.2. Quy mô vốn hóa CTCK

- **Quy mô ngành tiếp tục mở rộng** — Tính đến cuối Q2/2026, Việt Nam có **81 công ty chứng khoán**, trong đó **42 công ty niêm yết/đăng ký giao dịch** trên HOSE, HNX và UPCoM, còn **39 công ty chưa niêm yết**. Tổng vốn hóa của nhóm niêm yết đạt khoảng **499.312 tỷ đồng**.
- **Vốn hóa tập trung ở nhóm dẫn đầu** — Quy mô vốn hóa tập trung chủ yếu tại một số công ty lớn như **TCX, VCK và SSI**, trong đó riêng TCX đạt khoảng **106 nghìn tỷ đồng**, phản ánh xu hướng tập trung ngày càng rõ nét của ngành.
- **Định giá phân hóa theo chất lượng tăng trưởng** — Mức định giá giữa các CTCK tiếp tục phân hóa đáng kể, với chênh lệch lớn về **P/E và P/B**, chủ yếu phản ánh khác biệt về triển vọng tăng trưởng, hiệu quả sinh lời (ROE) và kỳ vọng của thị trường đối với từng doanh nghiệp.

Vốn hóa CTCK niêm yết

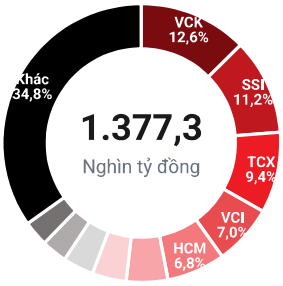


Nguồn: TCBS

1.3. Thị phần môi giới & cho vay margin

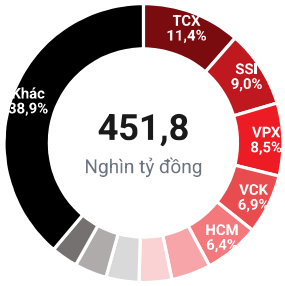
- **Thị phần môi giới tiếp tục phân tán** — Trên HOSE, **VCK (VPS) dẫn đầu với 12,61%** thị phần môi giới, trong khi Top 10 công ty chứng khoán chiếm **65,2%** tổng giá trị giao dịch. Bên cạnh các công ty môi giới truyền thống, các công ty chứng khoán thuộc hệ sinh thái ngân hàng như **TCBS và MBS** tiếp tục mở rộng thị phần nhờ lợi thế về tệp khách hàng và năng lực phân phối.
- **Dư nợ margin tập trung ở nhóm vốn lớn —** Hoạt động cho vay ký quỹ tiếp tục tập trung tại các công ty có năng lực vốn mạnh như **TCX, SSI và VPX**, với Top 10 công ty chiếm khoảng **61,1%** tổng dư nợ margin toàn ngành. Lợi thế về quy mô vốn giúp nhóm này duy trì khả năng mở rộng cho vay trong bối cảnh nhu cầu sử dụng đòn bẩy vẫn ở mức cao.
- **Quy mô vốn là lợi thế cạnh tranh cốt lõi** — Cả hoạt động môi giới và cho vay ký quỹ đều đòi hỏi năng lực vốn, khả năng huy động nguồn vốn và tệp khách hàng lớn. Điều này tiếp tục củng cố vị thế của các công ty chứng khoán đầu ngành, đồng thời tạo rào cản gia nhập và mở rộng thị phần đối với nhóm công ty quy mô nhỏ.

Thị phần môi giới CP & CCQ trên HOSE — Q2/2026



Nguồn: HOSE, TCBS tổng hợp

Thị phần dư nợ cho vay margin — Q2/2026



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

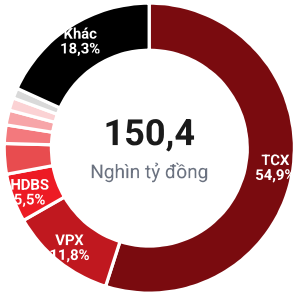
Thị phần của các mảng kinh doanh cốt lõi tiếp tục tập trung vào nhóm công ty chứng khoán quy mô lớn. **Top 10 chiếm khoảng 61,1%** dư nợ cho vay ký quỹ, trong khi **TCX nắm 54,9%** thị phần tư vấn và bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Điều này phản ánh rào cản gia nhập ngày càng cao về năng lực vốn và hệ sinh thái khách hàng, đồng thời khiến nguồn thu từ hoạt động ngân hàng đầu tư của ngành phụ thuộc nhiều hơn vào một số doanh nghiệp dẫn đầu và chu kỳ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

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

- **TCX duy trì vị thế số một trong mảng tư vấn phát hành TPDN —** Dẫn đầu thị trường trong nhiều năm liên tiếp, TCX tiếp tục chiếm **54,9%** giá trị tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong 6T/2026. Lợi thế về hệ sinh thái ngân hàng, năng lực thu xếp giao dịch và tệp khách hàng doanh nghiệp giúp công ty duy trì khoảng cách đáng kể so với các đối thủ trong mảng ngân hàng đầu tư.

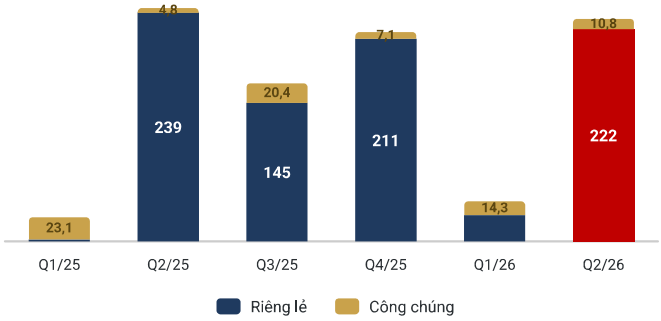
- **Thị trường TPDN phục hồi, hỗ trợ mảng ngân hàng đầu tư** — Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp tăng trở lại trong Q2/2026 so với quý trước, góp phần cải thiện nguồn thu từ hoạt động tư vấn và bảo lãnh phát hành của các công ty chứng khoán có thế mạnh về ngân hàng đầu tư.
- **Dư nợ margin tiếp tục lập kỷ lục** — Dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành nối dài xu hướng tăng và đạt mức cao kỷ lục vào cuối Q2/2026. Trong khi đó, vốn chủ sở hữu cũng gia tăng nhờ các đợt tăng vốn, giúp tỷ lệ dư nợ margin/vốn chủ sở hữu của toàn ngành duy trì quanh **1,0x**.
- **Dư địa mở rộng cho vay vẫn còn lớn** — Với giới hạn dư nợ cho vay ký quỹ tối đa bằng **2 lần vốn chủ sở hữu**, tỷ lệ margin/VCSH hiện tại cho thấy ngành vẫn còn dư địa đáng kể để tiếp tục mở rộng hoạt động cho vay, qua đó hỗ trợ tăng trưởng thu nhập lãi trong các quý tới.

Thị phần tư vấn phát hành TPDN — 6T/2026
(Ngoại trừ trái phiếu Ngân hàng)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

Thị trường TPDN phát hành theo quý



Nguồn: VBMA, HNX · TCBS tổng hợp

Mảng ngân hàng đầu tư (IB) phục hồi mạnh trong Q2/2026 nhưng vẫn mang tính thương vụ. Doanh thu tư vấn và bảo lãnh phát hành đạt **3.216 tỷ đồng** (**+128,9% YoY**; từ 709 tỷ đồng trong Q1/2026), đưa tỷ trọng đóng góp lợi nhuận gộp lên khoảng **11,7%** — mức cao nhất trong 14 quý gần đây. Cấu trúc cạnh tranh tiếp tục tập trung cao khi TCX chiếm **54,9% thị phần** tư vấn phát hành TPDN trong 6T/2026, trong khi Top 3 chiếm khoảng **72% thị phần**, phản ánh lợi thế cạnh tranh của nhóm dẫn đầu nhờ năng lực cấu trúc giao dịch, mạng lưới khách hàng doanh nghiệp và hệ sinh thái ngân hàng. Dù vậy, do phụ thuộc vào quy mô và thời điểm các thương vụ cũng như diễn biến của thị trường TPDN, nguồn thu IB vẫn có tính biến động cao và khó dự phóng hơn so với các mảng kinh doanh khác. Trong bối cảnh nhu cầu tái cấp vốn và phát hành trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục gia tăng, mảng này vẫn còn dư địa tăng trưởng đối với các CTCK dẫn đầu.

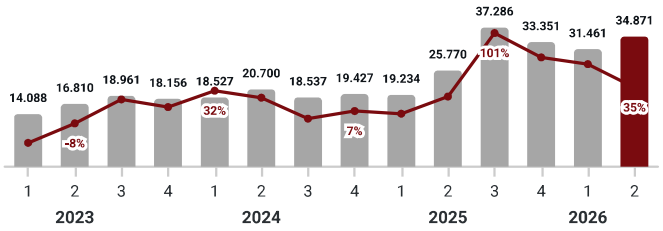
2. Kết quả kinh doanh

Lợi nhuận ngành chứng khoán tăng tốc trong Q2/2026 nhờ tăng trưởng đồng thời của hoạt động tự doanh, cho vay ký quỹ và ngân hàng đầu tư. Đáng chú ý, tăng trưởng của mảng tự doanh chủ yếu đến từ các công ty có danh mục đầu tư tập trung vào **tài sản thu nhập cố định (trái phiếu, HTM)**, trong khi hoạt động tự doanh cổ phiếu nhìn chung chịu áp lực do diễn biến phân hóa của thị trường. Doanh thu hoạt động toàn ngành đạt **34.870 tỷ đồng (+35,3% YoY)**, đưa lợi nhuận sau thuế lên **11.511 tỷ đồng (+42,8% YoY)**, mức cao thứ hai trong lịch sử, chỉ sau Q3/2025. Trên toàn ngành, **65/81 công ty chứng khoán** ghi nhận lợi nhuận dương và **35** công ty tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ.

2.1. Doanh thu & lợi nhuận toàn ngành theo quý

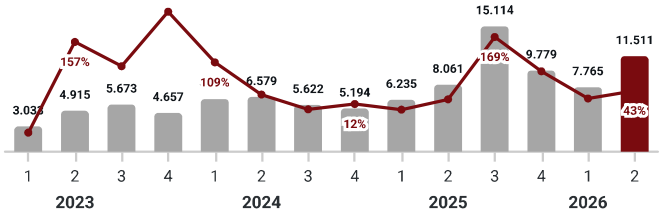
- **Doanh thu hoạt động** — Đạt 34.870 tỷ đồng (+35,3% YoY) trong Q2/2026, phục hồi rõ so với đáy đầu năm.
- **Lợi nhuận sau thuế** — Đạt 11.511 tỷ đồng (+42,8% YoY) — quý cao thứ hai lịch sử, chỉ sau Q3/2025.
- **65/81 CTCK có lãi** — 35 công ty tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ; đà phục hồi lan tỏa nhưng chưa đồng đều.

Doanh thu hoạt động toàn ngành theo quý



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Lợi nhuận sau thuế toàn ngành theo quý



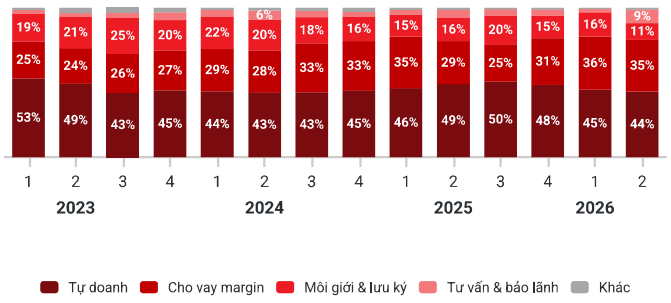
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Xét theo quý, lợi nhuận Q2/2026 bật lại mạnh sau đáy đầu năm: LNST tăng **+48,2% QoQ** từ mức 7.765 tỷ của Q1/2026, nhờ tự doanh và IB phục hồi cùng thu nhập lãi margin tiếp tục đi lên. So với đỉnh lịch sử Q3/2025 (15.114 tỷ) — thời điểm thị trường bùng nổ thanh khoản — mức LNST hiện tại thấp hơn nhưng có **chất lượng bền vững hơn** khi tỷ trọng thu nhập lãi margin (ổn định) trong cơ cấu đã tăng lên. Điều này cho thấy ngành đang chuyển dần từ tăng trưởng "theo sóng tự doanh" sang nền thu nhập cân bằng hơn giữa margin và tự doanh.

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

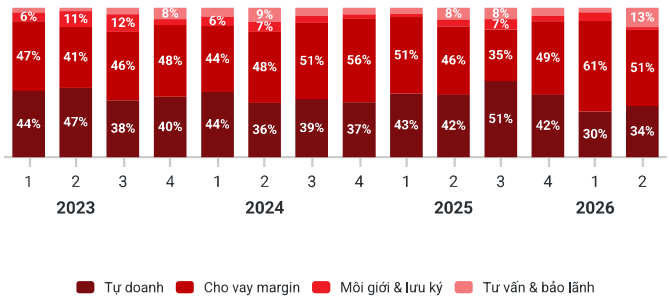
- **Tự doanh vẫn là nguồn thu chủ lực** — Đóng góp khoảng **43,8%** doanh thu hoạt động trong Q2/2026, tiếp tục là yếu tố chi phối biến động kết quả kinh doanh giữa các quý.
- **Cho vay margin là nguồn thu ổn định** — Chiếm khoảng **34,8%** doanh thu hoạt động, với thu nhập lãi duy trì tăng trưởng và ít biến động hơn so với các mảng kinh doanh khác.
- **Ngân hàng đầu tư mang tính chu kỳ** — Hoạt động tư vấn và bảo lãnh phát hành đóng góp khoảng **9,2%** doanh thu, phụ thuộc chủ yếu vào diễn biến của thị trường trái phiếu doanh nghiệp và nhu cầu huy động vốn của doanh nghiệp.

Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực theo quý



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Cơ cấu lợi nhuận theo lĩnh vực theo quý



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

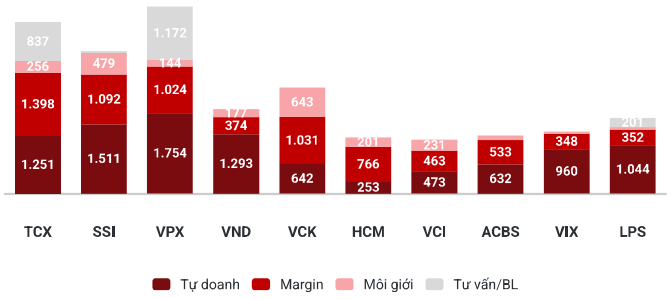
Cơ cấu doanh thu trở nên cân bằng hơn khi tỷ trọng thu nhập từ **cho vay ký quỹ** tăng lên khoảng **34,8%** (thu nhập lãi **+63,2% YoY**), trong khi tỷ trọng **tự doanh** giảm còn **43,8%**. Mảng ngân hàng đầu tư tăng trưởng mạnh (**+128,9% YoY**) nhờ thị trường TPDN phục hồi, song quy mô đóng góp vẫn khiêm tốn (**9,2%** doanh thu) và phụ thuộc vào chu kỳ phát hành.

Đi sâu mảng môi giới & lưu ký — biên mỏng, đóng góp co lại theo cấu trúc. Tỷ trọng đóng góp lợi nhuận gộp của môi giới đã giảm từ ~26% (2023) xuống chỉ ~14% trong Q2/2026; doanh thu còn **3.881 tỷ đồng** (từ 5.085 tỷ ở Q1/2026) khi thanh khoản hạ nhiệt so với đỉnh. Đây là mảng cạnh tranh khốc liệt và phân tán nhất — HOSE dẫn đầu bởi VCK ~12,6%, SSI ~11,2%, TCX ~9,4%; top 5 chỉ ~47% (HHI ~536), ngày càng đóng vai trò "cửa ngõ" thu hút khách để bán chéo margin & sản phẩm hơn là nguồn lợi nhuận trực tiếp. Xu hướng giảm mang tính **cấu trúc** (phí giao dịch tiệm cận 0); tuy nhiên đây lại là mảng hưởng lợi trực tiếp nhất từ **nâng hạng FTSE** (hiệu lực 21/09/2026, ~6 tỷ USD dòng vốn thụ động) và các sản phẩm mới khi hệ thống được hoàn thiện (bán khống, phái sinh) — có thể làm tăng khối lượng giao dịch và phần nào đảo chiều xu hướng nén biên.

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

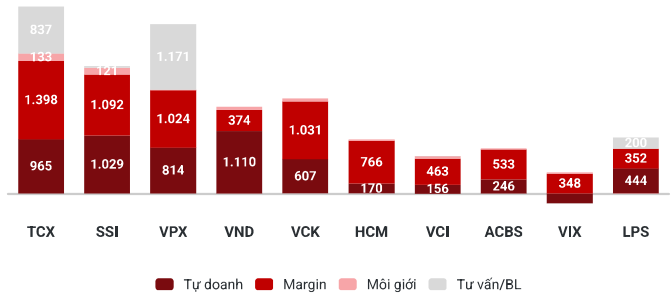
- **Mô hình kinh doanh phân hóa rõ nét** — Cơ cấu doanh thu của nhóm Top 10 CTCK cho thấy sự khác biệt đáng kể về tỷ trọng tự doanh, cho vay ký quỹ và ngân hàng đầu tư.
- **Margin & tự doanh là hai động lực chính** — Hai mảng này đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận của các CTCK dẫn đầu, trong khi mức độ phụ thuộc vào từng mảng khác nhau giữa các doanh nghiệp.
- **Đóng góp từ IB tập trung ở một số ít doanh nghiệp** — Doanh thu tư vấn & bảo lãnh phát hành chỉ chiếm tỷ trọng đáng kể tại một số công ty có lợi thế cạnh tranh, nổi bật là **TCX**.

Doanh thu theo lĩnh vực — Top 10 CTCK (Q2/2026)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Lợi nhuận gộp theo lĩnh vực — Top 10 CTCK (Q2/2026)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

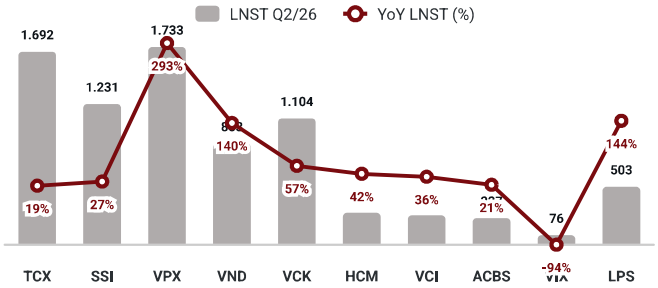
Ở cấp độ từng công ty chứng khoán, cơ cấu doanh thu Q2/2026 phản ánh sự phân hóa rõ nét về mô hình kinh doanh. Nhóm thiên về **tự doanh và cho vay ký quỹ** (TCX, VPX, VIX) ghi nhận tỷ trọng hai mảng này vượt trội, trong khi nhóm **cân bằng** (SSI, VND, VCK) có cơ cấu doanh thu phân bổ đồng đều hơn giữa môi giới, cho vay ký quỹ và tự doanh.

Đóng góp từ mảng ngân hàng đầu tư vẫn tập trung ở một số ít doanh nghiệp. Nổi bật là **TCX** với **54,9% thị phần** tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong 6T/2026, ghi nhận nguồn thu đáng kể từ tư vấn và bảo lãnh phát hành. Tuy nhiên, do phụ thuộc vào quy mô và thời điểm các thương vụ, doanh thu IB mang tính chu kỳ và cần được đánh giá trên nhiều quý thay vì một kỳ đơn lẻ.

2.4. Lợi nhuận ròng & hiệu suất tự doanh — Top 10 CTCK

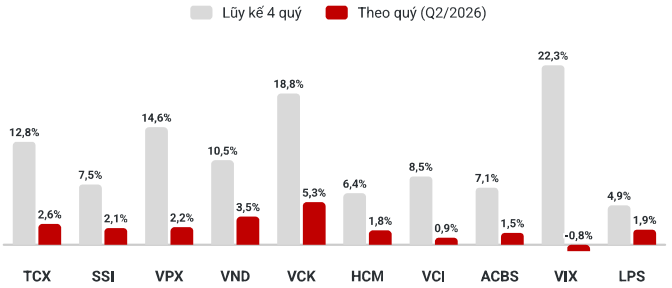
- **Lợi nhuận phân hóa rõ nét** — LNST Q2/2026 và tốc độ tăng trưởng YoY chênh lệch đáng kể giữa các CTCK trong nhóm Top 10.
- **Hiệu quả tự doanh khác biệt** — Tỷ suất sinh lời của danh mục tự doanh (lũy kế 12 tháng) phân hóa rõ giữa các doanh nghiệp, phản ánh sự khác biệt về cơ cấu tài sản và hiệu quả đầu tư.
- **Nguồn lợi nhuận cốt lõi vẫn đến từ margin & tự doanh** — Ngoại trừ một số CTCK có nguồn thu ngân hàng đầu tư duy trì ổn định qua nhiều năm, phần lớn lợi nhuận của ngành vẫn được tạo ra từ hoạt động cho vay ký quỹ và tự doanh.

LNST Q2/2026 & tăng trưởng YoY — Top 10



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Tỷ suất sinh lời tự doanh — lũy kế 4 quý vs theo quý



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Mảng tự doanh tiếp tục là nguồn thu lớn nhất nhưng cũng biến động nhất của ngành. Trong Q2/2026, tự doanh đóng góp khoảng **43,8%** doanh thu hoạt động, tiếp tục chi phối biến động lợi nhuận của các CTCK.

Hiệu quả đầu tư phân hóa rõ rệt giữa các doanh nghiệp, với tỷ suất sinh lời danh mục dao động từ khoảng **5% đến 22%**, phản ánh sự khác biệt về cơ cấu tài sản và chiến lược đầu tư. Đáng chú ý, dù ghi nhận tỷ suất sinh lời danh mục ở mức cao, **VIX** vẫn ghi nhận lỗ gộp tự doanh trong quý do danh mục cổ phiếu chịu tác động từ nhịp điều chỉnh của thị trường ngoài nhóm cổ phiếu họ Vingroup. Trong khi đó, các công ty dẫn đầu như **SSI, VPX** duy trì quy mô danh mục đầu tư rất lớn, qua đó khuếch đại cả tiềm năng sinh lời lẫn rủi ro theo diễn biến thị trường.

Do được ghi nhận theo **giá trị hợp lý**, kết quả mảng tự doanh có mức độ nhạy cảm cao với biến động giá tài sản tài chính, khiến lợi nhuận giữa các quý có thể dao động mạnh. Vì vậy, việc đánh giá các CTCK có tỷ trọng tự doanh lớn nên dựa trên hiệu quả đầu tư trong **nhiều quý** thay vì một kỳ đơn lẻ. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có danh mục thiên về **tài sản thu nhập cố định** (trái phiếu, HTM hoặc tiền gửi) thường có kết quả tự doanh ổn định hơn và ít nhạy cảm hơn với biến động của thị trường cổ phiếu.

2.5. Tổng hợp đánh giá bốn mảng hoạt động

Mảng	Đóng góp DT Q2/26	Động lực chính	Chất lượng LN	Lợi thế cạnh tranh	Triển vọng
Tự doanh	43,8%	VN-Index, quy mô & cấu phần danh mục	Thấp — biến động cao, nhạy thị trường	Trung bình — phụ thuộc năng lực đầu tư	Trong bối cảnh thị trường điều chỉnh, ưu tiên CTCK có danh mục thu nhập cố định cao
Cho vay margin	34,8%	Dư nợ, biên spread, thanh khoản	Cao — định kỳ, dự phóng tốt	Thấp — thị phần phân tán, đua lãi suất	Còn dư địa tới trần 2× VCSH; nhạy lãi suất huy động
Môi giới & lưu ký	11,1%	Thanh khoản, thị phần	Thấp — biên bị nén về 0	Cao — thiên về các CTCK có lợi thế khách hàng và vốn lớn	FTSE/thanh khoản hỗ trợ; phí vẫn xu hướng giảm
Tư vấn & bảo lãnh (IB)	9,2%	Thương vụ TPDN/ECM	Biến động — lumpy theo thương vụ	Cao — tập trung ở CTCK đầu ngành như TCX	TPDN phục hồi; tập trung ở 1–2 tên tuổi

3. Cơ cấu tài sản & nguồn vốn

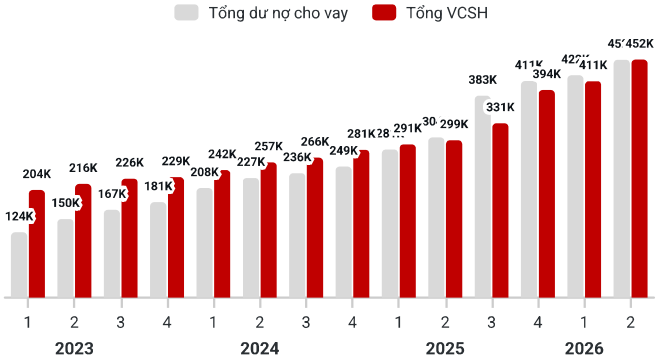
Bảng cân đối của ngành chứng khoán tiếp tục mở rộng và ngày càng tập trung vào các tài sản sinh lời. Cho vay ký quỹ và đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản, trong khi nguồn vốn chủ yếu đến từ vốn chủ sở hữu và nợ vay ngắn hạn. Cơ cấu này khiến tăng trưởng lợi nhuận của ngành gắn chặt với khả năng mở rộng dư nợ margin và hiệu quả danh mục đầu tư tài chính.

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

TỔNG DƯ NỢ CHO VAY NGÀNH	TỔNG VCSH NGÀNH	MARGIN/VCSH NGÀNH	VỐN HÓA CTCK NIÊM YẾT
452 nghìn tỷ	**452** nghìn tỷ	**~1,0** lần	**499** nghìn tỷ
cuối Q2/2026 · kỷ lục	tăng song hành	còn dư địa tới trần 2×	42 mã niêm yết

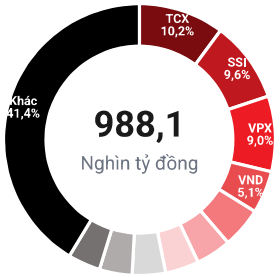
- **Quy mô bảng cân đối tiếp tục mở rộng** — Tổng dư nợ cho vay toàn ngành đạt khoảng **452 nghìn tỷ đồng** vào cuối Q2/2026, đồng thời vốn chủ sở hữu cũng tăng lên mức tương đương sau các đợt tăng vốn.
- **Tài sản sinh lời chiếm tỷ trọng chủ đạo** — Cho vay ký quỹ và đầu tư tài chính ngắn hạn tiếp tục là hai cấu phần lớn nhất trong tổng tài sản, được tài trợ chủ yếu bằng vốn chủ sở hữu và nợ vay ngắn hạn.
- **Dư địa tăng trưởng vẫn còn đáng kể** — Tỷ lệ margin/VCSH của toàn ngành duy trì quanh **1,0x**, thấp hơn đáng kể mức trần 2,0x theo quy định, tạo dư địa để các CTCK tiếp tục mở rộng cho vay và gia tăng thu nhập lãi trong các quý tới.

Tổng dư nợ cho vay & VCSH toàn ngành theo quý



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Cơ cấu tổng tài sản CTCK — Q2/2026

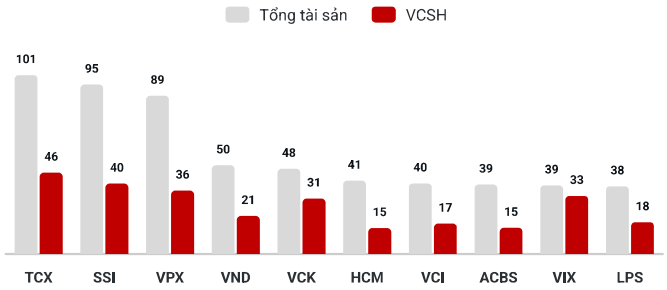


Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

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

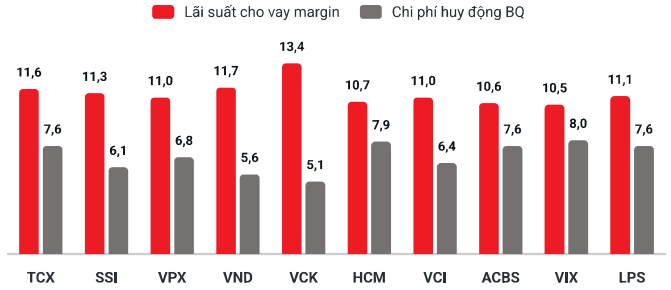
- **Quy mô tài sản tập trung ở nhóm dẫn đầu** — Top 10 CTCK nắm giữ phần lớn tổng tài sản toàn ngành, trong đó **TCX, SSI và VPX** là ba doanh nghiệp có quy mô lớn nhất.
- **Biên lãi cho vay duy trì ở mức hấp dẫn** — Lãi suất cho vay ký quỹ tại các CTCK lớn phổ biến trong khoảng **10–12%/năm**, cao hơn đáng kể so với chi phí huy động vốn, qua đó hỗ trợ tăng trưởng thu nhập lãi.
- **Chi phí vốn là yếu tố cần theo dõi** — Biến động của mặt bằng lãi suất huy động sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vốn và biên lãi từ hoạt động cho vay ký quỹ, đặc biệt đối với các công ty có tỷ lệ sử dụng đòn bẩy cao.

Tổng tài sản & VCSH — Top 10 CTCK



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

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

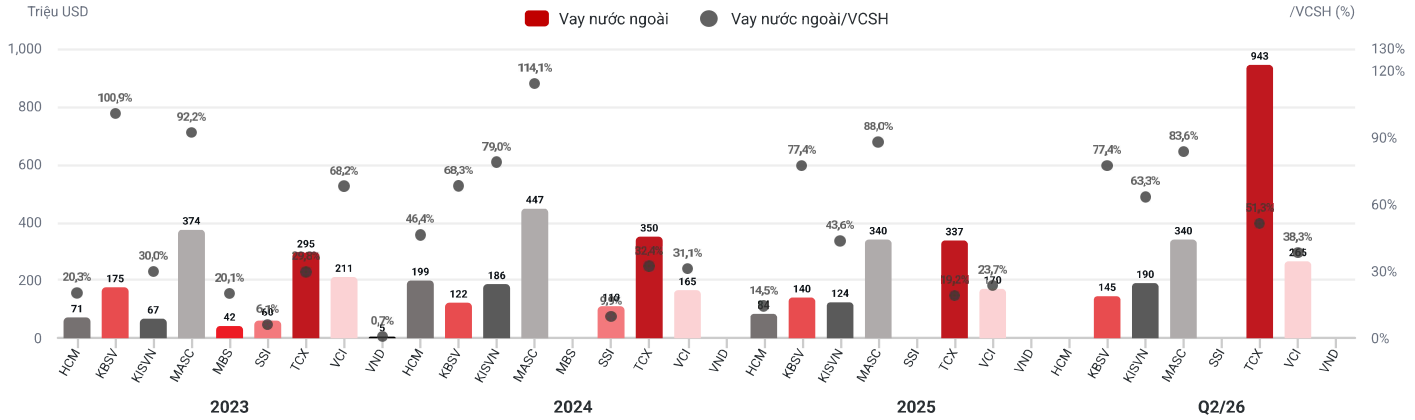


Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Đi sâu mảng cho vay margin — trụ thu nhập bền vững nhất, đang vươn lên chi phối lợi nhuận ngành. Doanh thu margin đạt **12.128 tỷ Q2/2026 (+63,2% YoY)**, đóng góp ~44% lợi nhuận gộp — cao nhất trong cơ cấu; dư nợ toàn ngành ~452 nghìn tỷ (kỷ lục) nhưng margin/VCSH mới ~1,0 lần, còn dư địa tới trần quy định 2× VCSH. Biên spread (lãi cho vay − chi phí vốn) phân hóa rõ: VCK ~8,3 điểm %, VND ~6,1, SSI ~5,2 ở nhóm cao; HCM ~2,8, VIX ~2,5 ở nhóm thấp — phản ánh khác biệt về khả năng tiếp cận nguồn vốn giá rẻ. Thị phần margin phân tán (top 5 ~42%, HHI ~444) và cuộc đua hạ lãi suất cho vay đang gây áp lực lên biên; đây vẫn là mảng **chất lượng lợi nhuận cao nhất** nhờ tính định kỳ, được hỗ trợ tăng trưởng dư nợ khi thanh khoản cải thiện theo nâng hạng FTSE/KRX.

Chênh lệch lãi suất (spread) là yếu tố quyết định khả năng sinh lời của mảng cho vay ký quỹ. Tại nhóm CTCK lớn, lãi suất cho vay margin phổ biến ở mức **10–12%/năm**, trong khi chi phí huy động bình quân khoảng **5–7%/năm**, tạo spread khoảng 4–6 điểm phần trăm và là nguồn thu ổn định nhất của ngành. Tuy nhiên, khi mặt bằng lãi suất huy động bước vào chu kỳ tăng, spread có thể thu hẹp nếu các CTCK không thể điều chỉnh tương ứng lãi suất cho vay trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt.

Huy động vốn nước ngoài — dư nợ vay & tỷ lệ trên VCSH theo CTCK



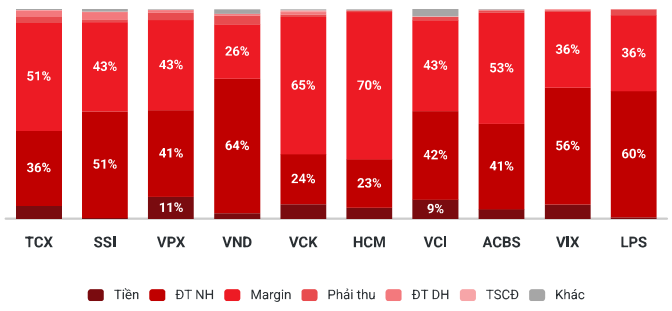
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán
Lưu ý: MASC dùng số Q4/2025 do chưa có số ở BCTC chưa kiểm toán; SSI số dư = 0 do không thuyết minh chi tiết

- **Chiến lược huy động vốn nước ngoài phân hóa theo cơ cấu sở hữu** — Các CTCK có cổ đông ngoại (MASC, KISVN, KBSV) sử dụng vay nước ngoài như nguồn vốn chủ lực và duy trì tỷ lệ vay nước ngoài/VCSH ở mức cao trong nhiều năm. Ngược lại, nhóm công ty trong nước (SSI, HCM, VCI, TCX, VND) chủ yếu coi đây là nguồn vốn bổ sung.
- **Vay nước ngoài phản ánh năng lực huy động vốn** — Khả năng duy trì quy mô vay nước ngoài lớn và ổn định cho thấy mức độ tín nhiệm cao cùng năng lực tiếp cận thị trường vốn quốc tế của các CTCK. Điều này giúp đa dạng hóa nguồn vốn, tối ưu chi phí huy động và tạo lợi thế trong việc mở rộng hoạt động cho vay ký quỹ.
- **Quy mô vay nước ngoài tiếp tục mở rộng** — Dư nợ vay nước ngoài của nhiều công ty tăng trong giai đoạn 2022–2025, nổi bật là MASC duy trì quy mô lớn nhất, trong khi TCX tăng nhanh qua từng năm. Ngược lại, VND và MBS đã thu hẹp dư nợ vay nước ngoài về gần như bằng 0 từ năm 2024.
- **TCX dẫn đầu về vay nước ngoài trong Q2/2026** — Dư nợ vay nước ngoài của TCX tăng lên **943 triệu USD** vào cuối Q2/2026, cao nhất ngành, tương đương khoảng 51% vốn chủ sở hữu. Trong khi đó, MASC, KISVN và KBSV vẫn duy trì tỷ lệ vay nước ngoài/VCSH ở mức cao, còn SSI, HCM và VND hầu như không còn sử dụng nguồn vốn này.

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

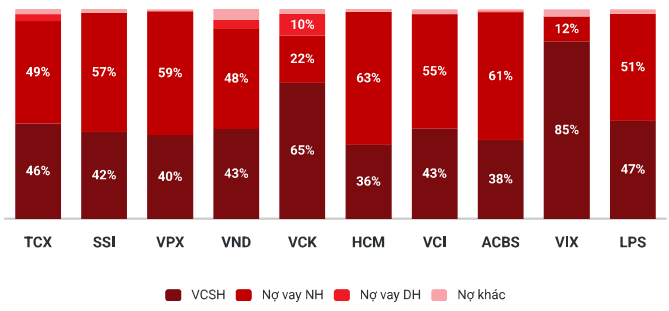
- **Tài sản sinh lời chiếm tỷ trọng chủ đạo** — Cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư tài chính (FVTPL/HTM/AFS) tiếp tục là hai cấu phần lớn nhất trong tổng tài sản của các CTCK.
- **Nguồn vốn chủ yếu từ VCSH và nợ vay ngắn hạn** — Các đợt tăng vốn giúp cải thiện quy mô vốn chủ sở hữu, trong khi phần còn lại của bảng cân đối được tài trợ chủ yếu bằng nợ vay ngắn hạn.
- **Mức độ đòn bẩy phân hóa** — Hệ số D/E và tỷ lệ margin/VCSH khác biệt đáng kể giữa các công ty, phản ánh sự khác nhau về chiến lược sử dụng đòn bẩy và khẩu vị rủi ro.

Cơ cấu tài sản (%) — Top 10 CTCK



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Cơ cấu nguồn vốn (%) — Top 10 CTCK



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

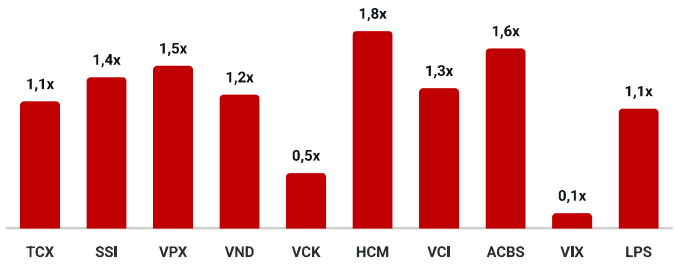
Việc sử dụng **nợ vay ngắn hạn** để tài trợ cho tài sản sinh lời khiến khả năng sinh lời của ngành nhạy cảm với biến động lãi suất.

Khi chi phí huy động tăng, chênh lệch giữa lãi suất cho vay ký quỹ và chi phí vốn có xu hướng thu hẹp, tạo áp lực lên biên lãi. Đồng thời, sự phân hóa về **D/E và margin/VCSH** cho thấy các CTCK theo đuổi mức độ đòn bẩy khác nhau, trong đó nhóm sử dụng đòn bẩy cao có tiềm năng gia tăng lợi nhuận khi thị trường thuận lợi nhưng cũng đối mặt với rủi ro lớn hơn khi điều kiện thị trường đảo chiều.

3.4. Đòn bẩy & hiệu quả sinh lời

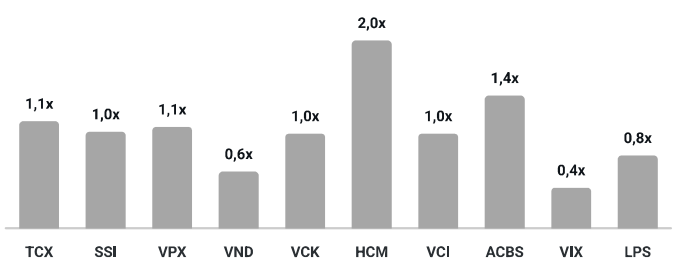
- **Đòn bẩy tài chính phân hóa rõ** — Hệ số Nợ/VCSH dao động từ khoảng **0,1x (VIX)** đến **1,8x (HCM)**, phản ánh sự khác biệt về chiến lược sử dụng đòn bẩy; phần lớn CTCK vẫn còn dư địa mở rộng cho vay ký quỹ.
- **ROE đến từ hai mô hình khác nhau** — Một nhóm đạt ROE cao nhờ hiệu quả sử dụng tài sản (ROA cao, đòn bẩy thấp), trong khi nhóm còn lại phụ thuộc nhiều hơn vào đòn bẩy tài chính để cải thiện khả năng sinh lời.
- **Cơ cấu vay nước ngoài thay đổi đáng kể** — TCX vươn lên dẫn đầu với **943 triệu USD** dư nợ vay nước ngoài (~51% VCSH), trong khi HCM và VND hầu như không còn sử dụng nguồn vốn này.

Hệ số Nợ/VCSH — Top 10 CTCK



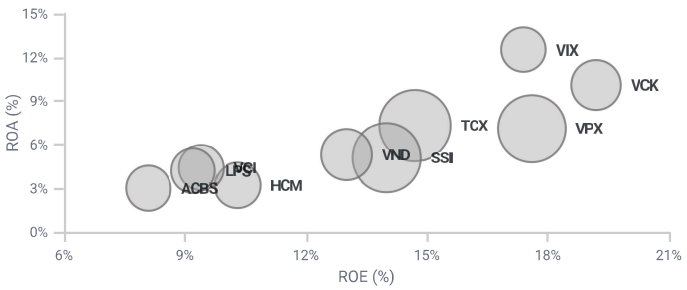
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Dư nợ margin/VCSH — Top 10 CTCK



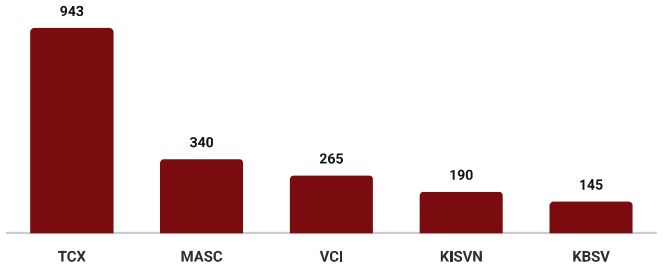
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

ROA & ROE lũy kế 4 quý — Top 10 CTCK



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Dư nợ vay nước ngoài — các CTCK



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

Cấu trúc sinh lời của nhóm Top 10 phản ánh **hai mô hình hoạt động khác nhau**. Nhóm có hiệu suất sử dụng tài sản cao và đòn bẩy thấp như VIX (ROA 12,5%, Nợ/VCSH ~0,1 lần), VCK (ROA 10,1%, ~0,5 lần) và TCX (ROA 7,3%, ~1,1 lần), ROE 14,7–19,2% chủ yếu nhờ hiệu quả danh mục đầu tư và biên lợi nhuận. Tuy nhiên, ROA cao của VIX trong kỳ có sự đóng góp đáng kể từ tăng trưởng danh mục tự doanh, đặc biệt tại nhóm cổ phiếu liên quan GELEX, khi các khoản đầu tư được ghi nhận theo giá trị hợp lý; do đó, mức sinh lời này có thể biến động mạnh theo diễn biến thị trường và chưa phản ánh hoàn toàn năng lực tạo lợi nhuận bền vững. Ngược lại, **HCM và ACBS** có ROA thấp nhất nhóm (~3,0–3,2%) nên phải sử dụng đòn bẩy cao (Nợ/VCSH 1,6–1,8 lần) để cải thiện ROE; riêng dư nợ margin của HCM đã đạt khoảng **1,98 lần VCSH**, gần chạm trần cho vay 2 lần VCSH, khiến dư địa mở rộng cho vay không còn nhiều nếu chưa tăng thêm vốn.

Về nguồn vốn vay, bức tranh **vay nợ nước ngoài** trong Q2/2026 ghi nhận sự thay đổi đáng kể. TCX vươn lên dẫn đầu ngành với **943 triệu USD** dư nợ vay nước ngoài (≈51% VCSH), vượt MASC (340 triệu USD, ~84% VCSH), VCI (265 triệu USD), KISVN (190 triệu USD, ~63% VCSH) và KBSV (145 triệu USD, ~77% VCSH), trong khi HCM và VND đã đưa dư nợ vay nước ngoài về gần 0.

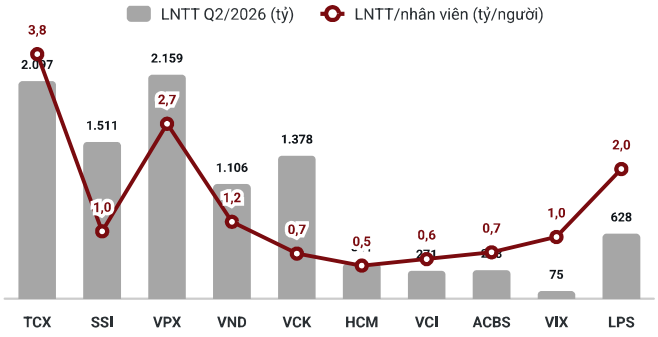
Nhóm có công ty mẹ là định chế tài chính nước ngoài (MASC, KISVN, KBSV) tiếp tục duy trì tỷ lệ vay ngoại/VCSH cao nhờ lợi thế tiếp cận nguồn vốn từ tập đoàn mẹ, còn các CTCK trong nước chủ yếu sử dụng đây như một kênh bổ sung. Việc TCX mở rộng mạnh quy mô vay nước ngoài trong quý cho thấy năng lực tiếp cận thị trường vốn quốc tế ngày càng được cải thiện và dư địa khai thác nguồn vốn ngoại vẫn còn đáng kể.

4. Hiệu quả hoạt động

Hiệu quả hoạt động của ngành tiếp tục cải thiện nhờ đòn bẩy hoạt động (operating leverage). CIR lũy kế 12 tháng giảm xuống **25,4%** (từ 29,8% cùng kỳ) khi tăng trưởng doanh thu vượt chi phí hoạt động. Tuy nhiên, hiệu quả vận hành vẫn phân hóa đáng kể giữa các CTCK, phản ánh sự khác biệt về mô hình kinh doanh và quy mô bộ máy.

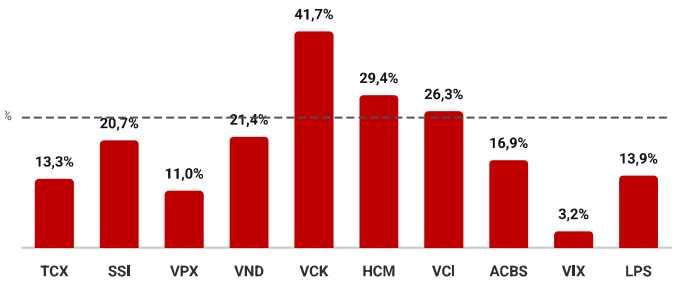
- **Đòn bẩy hoạt động cải thiện** — CIR lũy kế 12 tháng toàn ngành giảm còn **25,4%**, nhờ thu nhập tăng nhanh hơn chi phí hoạt động.
- **Năng suất sử dụng lao động phân hóa** — LNTT trên mỗi nhân viên chênh lệch lớn giữa các công ty; nhóm tập trung vào tự doanh và cho vay ký quỹ với bộ máy tinh gọn thường đạt năng suất cao hơn.
- **Hiệu quả vận hành không đồng đều** — CIR của nhóm Top 10 dao động từ **3,2%** đến **41,7%**, phản ánh sự khác biệt về cơ cấu doanh thu và mô hình kinh doanh.

LNTT & LNTT/nhân viên Q2/2026 — Top 10



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

CIR lũy kế 12 tháng — Top 10 CTCK



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

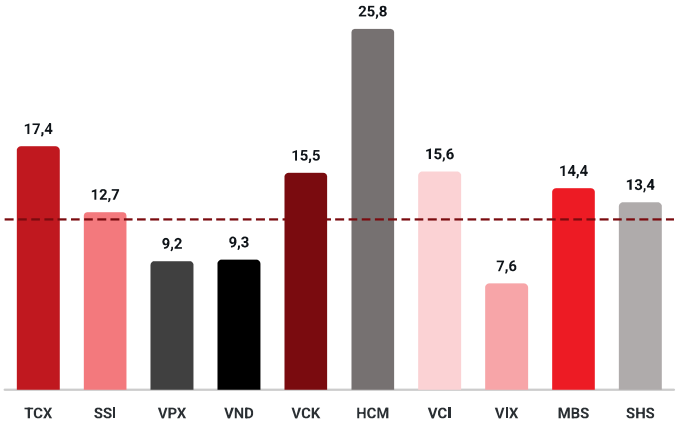
Khoảng cách lớn về hiệu quả sử dụng lao động và CIR cho thấy các CTCK đang theo đuổi những **mô hình vận hành khác nhau**. Các doanh nghiệp tập trung vào tự doanh và cho vay ký quỹ thường duy trì bộ máy gọn nhẹ và tỷ lệ chi phí thấp, trong khi nhóm có mạng lưới môi giới lớn phải duy trì chi phí nhân sự và vận hành cao hơn. Đáng chú ý, quy mô nhân sự toàn ngành gần như không thay đổi trong khi tổng tài sản tiếp tục mở rộng, cho thấy tăng trưởng thời gian qua chủ yếu đến từ **mở rộng bảng cân đối và nâng cao hiệu quả vận hành**.

5. Định giá cổ phiếu

Mặt bằng định giá của nhóm CTCK tiếp tục phân hóa theo kỳ vọng tăng trưởng và khả năng cải thiện hiệu quả sinh lời. Bình quân toàn ngành CTCK niêm yết đang ở mức **P/E ~12,2 lần** và **P/B ~1,5 lần** (nguồn: FiinX). Các doanh nghiệp duy trì ROE cao và triển vọng tăng trưởng rõ ràng thường được giao dịch ở mức định giá cao hơn mặt bằng chung.

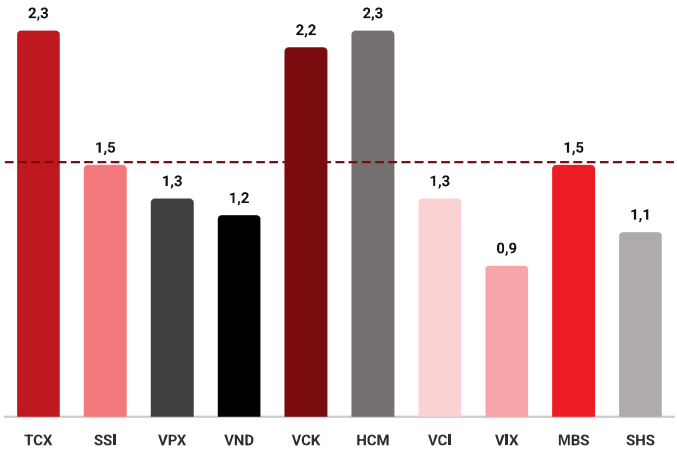
- **P/E bình quân khoảng 12,2 lần** — Chênh lệch lớn giữa các doanh nghiệp, phản ánh khác biệt về kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận.
- **P/B bình quân khoảng 1,5 lần** — Các CTCK có ROE cao thường được thị trường trả mức P/B cao hơn.
- **Tăng vốn tạo áp lực pha loãng ngắn hạn** — Một số công ty vừa hoàn tất tăng vốn ghi nhận P/B giảm do vốn chủ sở hữu tăng nhanh hơn lợi nhuận; hiệu quả giải ngân nguồn vốn mới sẽ là yếu tố cần theo dõi.

P/E — Top 10 CTCK niêm yết theo TTS



Nguồn: TCBS

P/B — Top 10 CTCK niêm yết theo TTS



Nguồn: TCBS

Chênh lệch định giá giữa các CTCK chủ yếu phản ánh kỳ vọng của thị trường đối với khả năng **chuyển hóa nguồn vốn mới thành tài sản sinh lời** và duy trì ROE trong trung hạn, hơn là sự khác biệt đơn thuần giữa cổ phiếu "đắt" hay "rẻ". Các doanh nghiệp vừa tăng vốn có thể ghi nhận P/B ở mức thấp trong ngắn hạn do hiệu ứng pha loãng vốn chủ sở hữu, nhưng vẫn còn dư địa được định giá lại nếu đẩy nhanh giải ngân vào các mảng sinh lời như cho vay ký quỹ hoặc ngân hàng đầu tư. Trong khi đó, các công ty có P/E thấp thường phản ánh sự thận trọng của thị trường đối với tính bền vững của lợi nhuận, đặc biệt khi nguồn thu phụ thuộc nhiều vào hoạt động tự doanh.

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

Q2/2026 · đơn vị: tỷ đồng · ROE/ROA lũy kế 12 tháng · LNTT/NV: Q2/2026 · P/E, P/B nguồn TCBS

Mã	Tổng TS	VCSH	Dư nợ margin	DTHĐ	LNST	YoY	ROE	CIR	LNTT/NV	P/E	P/B
TCX	100.592	45.782	51.522	3.745	1.692	+19,1%	14,7%	13,3%	3,8	17,4	2,3
SSI	95.237	39.592	40.473	3.204	1.231	+27,0%	14,0%	20,7%	1,0	12,7	1,5
VPX	88.951	35.703	38.177	4.098	1.733	+293,0%	17,6%	11,0%	2,7	9,2	1,3
VND	49.866	21.432	12.859	1.869	883	+139,5%	13,0%	21,4%	1,2	9,3	1,2
VCK	47.889	31.206	31.312	2.354	1.104	+57,3%	19,2%	41,7%	0,7	15,5	2,2
HCM	41.259	14.640	29.024	1.235	273	+42,0%	10,3%	29,4%	0,5	25,8	2,3
VCI	39.727	17.138	17.146	1.176	251	+36,3%	9,4%	26,3%	0,6	15,6	1,3
ACBS	39.062	14.737	20.645	1.265	227	+20,9%	8,1%	16,9%	0,7	—	—
VIX	38.592	32.695	13.958	1.349	76	-94,2%	17,4%	3,2%	1,0	7,6	0,9
LPS	38.088	17.913	13.738	1.664	503	+143,7%	9,2%	13,9%	2,0	—	—

Kết quả kinh doanh toàn ngành theo mảng (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
DT tự doanh	8.850	12.584	18.766	16.136	14.176	15.257
DT cho vay margin	6.659	7.431	9.365	10.393	11.185	12.128
DT môi giới & lưu ký	2.853	4.024	7.270	5.074	5.085	3.881
DT tư vấn & bảo lãnh (IB)	613	1.405	1.510	1.340	709	3.216
DT khác	260	325	375	409	305	389
Tổng doanh thu hoạt động	19.234	25.770	37.286	33.351	31.461	34.870
Lợi nhuận hoạt động	7.803	10.081	18.767	12.117	9.618	14.150
Lợi nhuận sau thuế	6.235	8.061	15.114	9.778	7.765	11.511

Nguồn: FiinX, 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.