

CÔNG TY CỔ PHẦN DỆT MAY – ĐẦU TƯ – THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG (HSX: TCM)
Tô Gia Huy

Chuyên viên Phân tích cơ bản

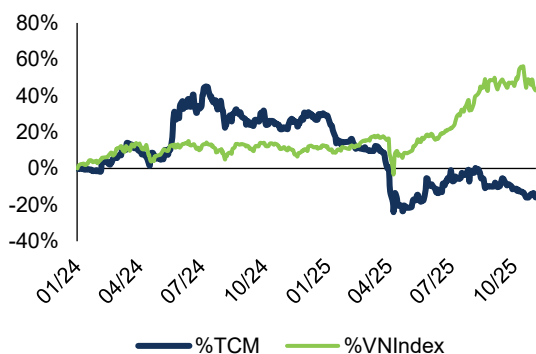
Email: huytg@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4332

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu TCM và VNIndex

Thông tin giao dịch (21/11/2025)

Giá hiện tại (VND/cp)	28.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	43.470
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	25.450
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	112
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	112
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	1.598.980
% sở hữu nước ngoài	49%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	3.221
P/E trailing 12 tháng (lần)	11,34x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	2.535

Tổng quan doanh nghiệp

Tên CTCP Dệt may - Đầu tư – Thương mại Thành Công

Địa chỉ Số 36 - Tây Thạnh - P. Tây Thạnh - Q. Tân Phú - Tp. Hồ Chí Minh

Doanh thu chính Sản xuất và xuất khẩu các sản phẩm của ngành dệt may

Chi phí chính Lao động, nguyên vật liệu

Rủi ro chính Phụ thuộc vào khách hàng, biến động chi phí nguyên vật liệu

 Giá hiện tại: **28.500**

 Giá mục tiêu: **30.000**

 Tăng/(giảm): **+5,3%**

Khuyến nghị

THEO DÕI
ÁP LỰC CẠNH TRANH GIA TĂNG

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu TCM với giá mục tiêu **30.000 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn 5,3% so với giá đóng cửa ngày 21/11/2025 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF). Nhà đầu tư có thể theo dõi và mua vào cổ phiếu TCM ở mức giá 26.100 VNĐ/cổ phiếu, với tỷ suất sinh lợi kỳ vọng đạt 15%. Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Triển vọng mảng may gặp khó khi áp lực cạnh tranh với Trung Quốc gia tăng tại thị trường chủ lực là châu Á.

- Doanh thu Q4/2025F giảm mạnh 12% YoY (đạt 532 tỷ đồng), tương ứng cả năm 2025 giảm 6,6% YoY (đạt 2.586 tỷ đồng).** Đến năm 2026F, doanh thu dự phóng đạt 2.639 tỷ đồng (+2,0% YoY, +8,6 đpt YoY). Nguyên nhân là bởi (1) đà phục hồi tại thị trường châu Á giảm tốc khi cạnh tranh với Trung Quốc gia tăng và (2) ảnh hưởng tiêu cực của sụt giảm nhu cầu nhập khẩu của Mỹ. Thêm nữa biên lợi nhuận mảng may suy giảm do cạnh tranh gia tăng và chi sẽ chi phí thuế tại Mỹ.

Thị trường nội địa với xu hướng nội địa hóa của ngành dệt may là động lực tăng trưởng chính của mảng vải trong tương lai.

- Doanh thu Q4/2025F tăng 2,0% YoY (đạt 160 tỷ đồng), tương ứng cả năm 2025F tăng 15% YoY (đạt 675 tỷ đồng).** Đến năm 2026F, doanh thu ước tính đạt 723 tỷ đồng (+7,1% YoY). Động lực đến từ việc nâng tỷ lệ nội địa hóa sẽ giúp mảng may mặc Việt Nam tận dụng tối đa lợi thế chi phí – thông qua tránh bị coi là hàng trung chuyển khi xuất khẩu vào Mỹ cũng như khai thác hiệp định thương mại như EVFTA với quy tắc xuất xứ từ vải trở đi. Bên cạnh đó nguồn cung vải tại Việt Nam hiện nay còn hạn chế, mới chỉ đáp ứng được 25% nhu cầu của mảng may mặc trong năm 2024.

Mảng sợi hồi phục trong ngắn hạn nhờ thị trường Trung Quốc, ưu tiên sử dụng nội bộ trong dài hạn.

- Doanh thu Q4/2025F đi ngang svck đạt 289 tỷ đồng, tương ứng cả năm 2025 giảm 15% YoY (đạt 92 tỷ đồng).** Đến năm 2026F, doanh thu tăng trưởng 5,8% YoY (so với mức giảm 14% của năm 2025F), đạt 293 tỷ đồng. Động lực tăng trưởng đến từ việc hoạt động sản xuất tại hạ nguồn của Trung Quốc phục hồi khi tăng cường xuất khẩu vào nhóm thị trường ngoài Mỹ.

CÁC YẾU TỐ THEO DÕI:

- Tình hình kinh doanh của khách hàng lớn Eland:** Đây là một yếu tố ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của công ty, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng tại thị trường Hàn Quốc. Đơn hàng ổn định với khách hàng đồng thời là cổ đông lớn nhất sẽ giúp TCM bù đắp ảnh hưởng tiêu cực của môi trường ngành.
- Xu hướng nội địa hóa của ngành dệt may Việt Nam:** Đây là động lực tăng trưởng dài hạn của TCM, khi sản xuất hạ nguồn hiện phụ thuộc lớn vào nguyên liệu nhập khẩu. Nhà đầu tư có thể theo dõi quy mô nhập khẩu vải và sợi: nhập khẩu nguyên liệu giảm trong khi hạ nguồn tăng trưởng cho thấy mức độ nội địa hoá cải thiện.

A. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA TCM Q3/2025

Kết quả kinh doanh của TCM trong Q3/2025 sụt giảm mạnh sau giai đoạn tăng trưởng nửa đầu năm 2025. Nguyên nhân đến từ (1) đơn hàng may mặc tại Mỹ sụt giảm mạnh và (2) mảng nguyên liệu dệt may (vải và sợi) gặp khó khi triển vọng sản xuất hạ nguồn ảm đạm. Cụ thể,

Bảng 1. Kết quả kinh doanh của TCM duy trì tăng trưởng trong Q3/2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2025	%YoY	9T2025	%YoY	%KH	Giải thích
Doanh thu thuần	902	-18%	2.786	-3,4%	62%	
<i>Mảng may</i>	641	-25%	2.054	-5,1%		Doanh thu sụt giảm mạnh chủ yếu do đơn hàng tại Mỹ (15% doanh thu) sụt giảm mạnh trong Q3/2025 khi (i) thuế quan tăng cao và (ii) đơn hàng đã được thúc đẩy giao sớm trong Q2.
<i>Mảng vải</i>	188	-2,3%	512	+18%		
<i>Mảng sợi</i>	60	-32%	184	-20%		
Lợi nhuận gộp	132	-5,0%	457	-4,5%		
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	14,7%	-0,5 đpt	16,4%	-0,2 đpt		Đơn hàng cho các mảng sụt giảm dẫn tới nhà máy chạy chưa hết công suất, chi phí cố định/sản phẩm tăng.
Chi phí bán hàng và quản lý	66	-12%	205	-14%		
<i>% Doanh thu</i>	7,3%	+0,5 đpt	7,4%	-0,8 đpt		
Chi phí tài chính	14	-36%	49	-3,9%		Lỗ tỷ giá giảm mạnh svck khi tỷ giá ổn định hơn trong Q3/2025. Điều này cũng phần nào phản ánh hoạt động sản xuất của TCM ảm đạm hơn khiến cho nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu giảm.
<i>Chi phí lãi vay</i>	11	+89%	32	+83%		Vay nợ ngân hàng của TCM tăng cao +64% YoY để tài trợ nhu cầu nguyên vật liệu khi nhà máy sản xuất vải mới SY Vina đi vào hoạt động từ cuối năm 2024.
Lợi nhuận sau thuế	64	-22%	225	+4,2%	81%	

Nguồn: TCM, FPTS ước tính

B. TRIỂN VỌNG 2025F KÉM KHẢ QUAN KHI CẠNH TRANH GIA TĂNG

Triển vọng ngắn hạn của TCM kém khả quan khi đơn hàng mangle may sụt giảm do gặp khó tại các thị trường chủ lực gồm có châu Á (61% doanh thu mangle may 2025F) và Mỹ (21% doanh thu). Mangle sợi (5% doanh thu 2025F) duy trì đà giảm do nhu cầu sản xuất tại hạ nguồn suy giảm. Trong khi đó, mangle vải (19% doanh thu) là động lực tăng trưởng nhờ chính nhu cầu vải nội địa tích cực để tối ưu chi phí bằng cách tận dụng các hiệp định FTA như EVFTA, CPTPP và tránh bị coi là hàng hóa trung chuyển tại Mỹ.

Chi tiết dự phóng KQKD Q4/2025F của TCM như sau:

Bảng 2. Kết quả kinh doanh của TCM duy trì đà giảm trong Q4/2025F

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4/2025	%YoY	2025F	%YoY	%KH	Giải thích
Doanh thu thuần	837	-18%	3.627	-4,8%	80%	
<i>Mangle may</i>	532	-12%	2.586	-6,6%		Doanh thu sụt giảm mạnh do (1) cạnh tranh gia tăng tại thị trường châu Á khi Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu và (2) đơn hàng tại Mỹ duy trì đà giảm từ Q3/2025 khi (i) thuế quan tăng cao và (ii) đơn hàng đã được thúc đẩy giao sớm trong Q2.
<i>Mangle vải</i>	160	+2,0%	675	+15%		
<i>Mangle sợi</i>	92	-0,0%	258	-20%		Nhu cầu vải nội địa tăng trưởng trong bối cảnh nguồn cung nội địa còn hạn chế.
Lợi nhuận gộp	119	-14%	575	-6,8%		Tăng trưởng nhờ thị trường Trung Quốc phục hồi.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	14,3%	-0,7 đpt	15,9%	-0,3 đpt		Cạnh tranh gia tăng và đơn hàng giảm gây áp lực lên biên lợi nhuận của TCM.
Chi phí bán hàng và quản lý	61	-7,6%	266	-13%		
% Doanh thu	7,3%	+0,2 đpt	7,3%	-0,7 đpt		
Chi phí tài chính	13	-5,0%	62	-3,6%		Lỗi tỷ giá giảm mạnh khi tỷ giá ổn định hơn.
<i>Chi phí lãi vay</i>	10	+33%	49	+96%		Vay nợ ngân hàng của TCM tăng để tài trợ nhu cầu nguyên vật liệu khi nhà máy sản xuất vải mới SY Vina đi vào hoạt động từ cuối năm 2024.
Lợi nhuận sau thuế	58	-6,2%	282	+1,4%	101%	

Nguồn: TCM, FPTS ước tính

I. Triển vọng ngắn hạn Q4/2025 và 2026F:

Các thay đổi về triển vọng ngắn hạn của TCM so với [Báo cáo cập nhật tin tức TCM tháng 6/2025](#) gồm có:

- Đơn hàng tại thị trường Hàn Quốc sụt giảm so với dự phóng tăng trưởng thời điểm T06/2025 do (1) cạnh tranh gia tăng khi Trung Quốc tăng cường xuất khẩu và (2) nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc phục hồi chậm hơn ước tính.
- Kịch bản thuế quan tại Mỹ tiêu cực hơn (+10 đpt) đối với nhu cầu nhập khẩu.

1. Mangle may: Xuất khẩu sang các thị trường chính gồm châu Á và Mỹ gặp khó

Đơn hàng mangle may hồi phục chậm trong bối cảnh nhu cầu nhập khẩu tăng trưởng chậm và cạnh tranh gia tăng. Chúng tôi dự phóng doanh mangle may năm 2026F của TCM đạt 2.639 tỷ đồng (+2,0% YoY, +8,6 đpt YoY). Trong đó, doanh thu xuất khẩu sang thị trường châu Á đạt 1.633 tỷ đồng (+6,0% YoY) trong khi thị trường Mỹ sụt giảm 7,5% YoY, đạt 495 tỷ đồng. Cụ thể,

(1) *Thị trường châu Á chủ yếu là Nhật Bản và Hàn Quốc (62% doanh thu 2026F) gặp khó do cạnh tranh gia tăng khi nhu cầu phục hồi chậm:* Fitch Solutions giữ quan điểm thận trọng với tiêu dùng tại Hàn Quốc trong 2026 do (i) xuất khẩu tại Hàn Quốc còn yếu và (ii) lạm phát ở mức cao gây sức ép lên tiêu dùng. Bên cạnh đó, thị trường Nhật

Bản đồ phục hồi tiêu dùng cũng giảm tốc do lo ngại về giá cả tăng cao, *theo Ngân hàng Nhật Bản*. Trong bối cảnh đó, TCM khó mở rộng đơn hàng với khách hàng mới tại châu Á do Trung Quốc tăng cường xuất khẩu vào thị trường này bằng cạnh tranh về giá khi gặp khó tại Mỹ. Kể từ thời điểm T05/2025 bị đánh thuế cao tại Mỹ, xuất khẩu may mặc của Trung Quốc sang Hàn Quốc đã tăng 5,8% YoY trong 5 tháng sau đó trong khi xuất khẩu của Việt Nam giảm mạnh 12,8% YoY. Động lực phục hồi tại thị trường này của TCM sẽ chủ yếu đến từ đơn hàng ổn định với khách hàng lớn (~37% doanh thu mảng may năm 2026F), đồng thời là cổ đông lớn nhất - Eland.

(2) *Xuất khẩu sang Mỹ duy trì đà giảm do sản phẩm đơn giản khó cạnh tranh với các quốc gia có chi phí rẻ*: Các sản phẩm của TCM sang Mỹ chủ yếu là áo phông, quần dài dệt kim, có độ phức tạp thấp đang có xu hướng chuyển dịch sang các nước có chi phí nhân công rẻ hơn như Bangladesh và Campuchia.

2. Mảng vải: Xu hướng nội địa hóa là động lực tăng trưởng chính

Triển vọng mảng vải của TCM trong ngắn hạn duy trì khả quan nhờ nhu cầu vải nội địa tăng cao. Động lực đến từ việc nâng tỷ lệ nội địa hóa sẽ giúp mảng may mặc tận dụng tối đa lợi thế chi phí – thông qua tránh bị coi là hàng trung chuyển khi xuất khẩu vào Mỹ cũng như khai thác hiệp định thương mại như EVFTA với quy tắc xuất xứ từ vải trở đi. Bên cạnh đó, nguồn cung vải nội địa còn hạn chế, chỉ đáp ứng được ~25% - 30% nhu cầu của mảng may tại Việt Nam. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng vải năm 2026F đạt 723 tỷ đồng (+7,1% YoY).

3. Mảng sợi: Phục hồi nhờ nhu cầu sợi tích cực tại thị trường Trung Quốc

Doanh thu mảng sợi năm 2026F tăng trưởng 5,8% YoY (so với mức giảm 14% của năm 2025F), đạt 293 tỷ đồng dựa trên giả định cầu nhập khẩu sợi tại thị trường Trung Quốc phục hồi, khi quốc gia này đẩy mạnh xuất khẩu hàng may mặc vào các thị trường ngoài Mỹ.

II. Triển vọng dài hạn:

Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm về triển vọng dài hạn của ngành dệt may Việt Nam tại [Báo cáo cập nhật ngành Dệt may T08/2025](#).

Triển vọng dài hạn mảng may dự kiến khả quan hơn. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sang các thị trường CPTPP và EU của TCM sẽ tăng trưởng mạnh nhờ lợi thế về chuỗi sản xuất hoàn chỉnh từ sợi – vải – may. Việc đáp ứng yêu cầu xuất xứ của các hiệp định CPTPP và EVFTA giúp TCM được hưởng ưu đãi thuế xuất khi xuất khẩu hàng may mặc. Xét trong nhóm doanh nghiệp may mặc niêm yết, chỉ có TCM và VGT là sở hữu chuỗi giá trị hoàn chỉnh này. Bên cạnh đó, xuất khẩu sang thị trường Hàn Quốc duy trì ổn định nhờ khách hàng lớn đồng thời là cổ đông lớn nhất là Eland.

Đối với mảng vải, thị trường nội địa là động lực tăng trưởng chính. Trong bối cảnh nguồn cung vải nội địa còn hạn chế và xu hướng nội địa hóa diễn ra, mảng vải của TCM sẽ duy trì đà tăng trưởng trong dài hạn.

Mảng sợi TCM có dư địa tăng trưởng doanh thu hạn chế bởi (1) doanh nghiệp ưu tiên sử dụng sợi cho nội bộ và (2) cạnh tranh ở đầu ra cao.

III. Yếu tố theo dõi

(1) Triển vọng kinh doanh của khách hàng lớn Eland (36% doanh thu mảng may mặc của TCM trong năm 2025F). Đây là một yếu tố ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của công ty, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng tại thị trường Hàn Quốc. Đơn hàng ổn định với khách hàng đồng thời là cổ đông lớn nhất sẽ giúp TCM bù đắp ảnh hưởng tiêu cực của môi trường ngành. Eland có kế hoạch mở rộng tại các thị trường như Trung Quốc và Việt Nam, chúng tôi lưu ý đến rủi ro từ môi trường tiêu dùng yếu tại Trung Quốc và Hàn Quốc, có thể làm chậm tiến độ hoặc quy mô mở rộng của tập đoàn này, từ đó ảnh hưởng đến nhu cầu đặt hàng với TCM.

(2) Xu hướng nội địa hóa của ngành dệt may Việt Nam: Đây là động lực tăng trưởng chính của TCM trong dài hạn khi sản xuất hạ nguồn hiện nay còn phụ thuộc lớn vào nguồn cung nhập khẩu, giảm khả năng cạnh tranh của ngành dệt may Việt Nam khi xuất khẩu. Cụ thể, nhà đầu tư có thể theo dõi quy mô nhập khẩu nguyên liệu cho mảng may mặc Việt Nam (gồm có vải và sợi). Việc nhập khẩu nguyên liệu giảm trong khi hạ nguồn tăng trưởng cho thấy mức độ nội địa hóa cải thiện.

C. KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu TCM với giá mục tiêu **30.000 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn 5,3% so với giá đóng cửa ngày 21/11/2025. Nhà đầu tư có thể theo dõi và mua vào cổ phiếu TCM ở mức giá 26.100 VNĐ/cổ phiếu, với tỷ suất sinh lợi kỳ vọng đạt 15%. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Giá mục tiêu của cổ phiếu TCM giảm khoảng 15% so với [Báo cáo cập nhật tin tức TCM tháng 6/2025](#) do

- Kết quả kinh doanh của TCM tiêu cực hơn ước tính của chuyên viên thời điểm T06/2025. Cụ thể, doanh thu của TCM sụt giảm tại các thị trường chính: (1) thị trường châu Á gặp khó khi nhu cầu phục hồi chậm và cạnh tranh với hàng giá rẻ của Trung Quốc gia tăng và (2) kịch bản thuế quan tại Mỹ tiêu cực hơn (+10 đpt) thời điểm T06/2025.
- Lãi suất phi rủi ro 5 năm tăng 0,78 đpt và phần bù rủi ro thị trường tăng 0,47 đpt phản ánh môi trường đầu tư rủi ro hơn.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu TCM, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

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

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100 Quang Trung, Phường Hải Châu,
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888