

THỦY SẢN

PHÂN HÓA GIỮA CÁC DOANH NGHIỆP



Lê Ngọc Hiến – hien.ln@vdsc.com.vn

Năm 2026, LNST Công ty mẹ (LNST CTM) của nhóm doanh nghiệp thủy sản dự kiến tăng trưởng nhờ cải thiện biên gộp ở mảng cá tra và tăng trưởng sản lượng ở mảng cá rô phi và tôm. Trong đó, FMC dự kiến có LNST CTM tăng trưởng cao nhất, đạt 48%, nhờ hoàn nhập thuế chống bán phá giá. Tuy nhiên, xét riêng tốc độ tăng trưởng từ hoạt động chính, mức tăng trưởng LNST CTM năm 2026 của **ANV/VHC/FMC** sẽ chậm lại lần lượt là **13%/10%/7%** so với mức tăng trưởng của năm 2025 lần lượt tại **1.990%/10%/20%**.

ANV được đánh giá có động lực tăng trưởng mạnh nhất nhờ chiến lược đa dạng hóa thị trường và đẩy mạnh xuất khẩu cá rô phi, trong khi VHC đối mặt sự cạnh tranh khốc liệt tại Mỹ và cần mở rộng thị trường khác. FMC kỳ vọng tăng trưởng nhờ sản lượng tiêu thụ tôm tăng 5% nhờ tăng thị phần tại Mỹ khi mức thuế chống bán phá giá thuận lợi.

Khuyến nghị: Định giá toàn ngành hấp dẫn với **FMC** (MUA, GMT: 50.300 đồng), **VHC** (MUA, GMT: 72.500 đồng), **ANV** (MUA, GMT: 35.000 đồng).

Ngành cá tra kỳ vọng tăng trưởng nhờ đa dạng hóa thị trường

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của ngành sẽ cải thiện nhẹ 1-2 điểm % lên mức 16%-18% nhờ giá bán tăng theo mức tăng 3% của tỷ giá USD/VND và giá vốn cá nguyên liệu ước giảm 1%. Giá vốn cá nguyên liệu giảm nhẹ do chi phí thức ăn giảm theo mức giảm 4% của giá bã đậu tương trong khi giá cá giống ước tăng 10%. Thời tiết ENSO thuận lợi giúp kiểm hãm đà tăng cá giống khi nguồn cung cá giống cải thiện. Dù giá bán tại Mỹ vẫn ở mức thấp do cạnh tranh gay gắt, các doanh nghiệp đang chủ động đẩy mạnh sản lượng sang các thị trường thay thế như EU, Brazil, Thái Lan và Nga để bù đắp.

Ngành cá rô phi dự kiến tăng trưởng về lượng nhiều hơn về giá

Mảng cá rô phi dự kiến bùng nổ về sản lượng với mức tăng trưởng ước tính 50% nhờ Việt Nam mới gia nhập thị trường và còn nhiều dư địa tại các khu vực ngoài Mỹ. Tuy nhiên, biên lợi nhuận giảm từ 37% về mức 35% do giá bán đầu ra sụt giảm 8%, mức giảm nhanh hơn mức giảm 3% của chi phí nguyên liệu nhờ giá bã đậu tương giảm 4%. Giá bán giảm do áp lực cạnh tranh về giá với hàng Trung Quốc sẽ trở nên khốc liệt hơn khi mức thuế quan Việt Nam – Trung Quốc tại Mỹ không còn chênh lệch trong khoảng 15%.

Ngành tôm phân hóa giữa các doanh nghiệp trong nước nhờ rủi ro thuế tại Mỹ giảm

Ngành tôm năm 2026 dự kiến có sự phân hóa về cơ cấu thị trường xuất khẩu giữa các doanh nghiệp trong nước khi thuế chống bán phá giá (CBPG) kỳ 19 giảm về 4,58%. Với mức thuế thấp tại 4,58%, FMC kỳ vọng chiếm thị phần của các doanh nghiệp Stapimex và Thông Thuận tại Mỹ do mức thuế 2 doanh nghiệp này cao hơn tại 25,78%. Bên cạnh đó, FMC cũng được hoàn nhập lại khoản thuế 150 tỷ đã trích vào năm 2025. Trong khi đó, biên lợi nhuận mảng tôm của FMC dự kiến ổn định tại 10% nhờ giá bán giảm theo giá vốn. Giá vốn giảm nhờ thời tiết thuận lợi hơn.

RỦI RO 2026

Rủi ro tăng giá: Giá bán tôm/cá tăng nhanh hơn dự kiến hoặc tỷ giá tăng mạnh và sản lượng tiêu thụ cao hơn kỳ vọng. Mức thuế tại Mỹ tích cực hơn kỳ vọng.

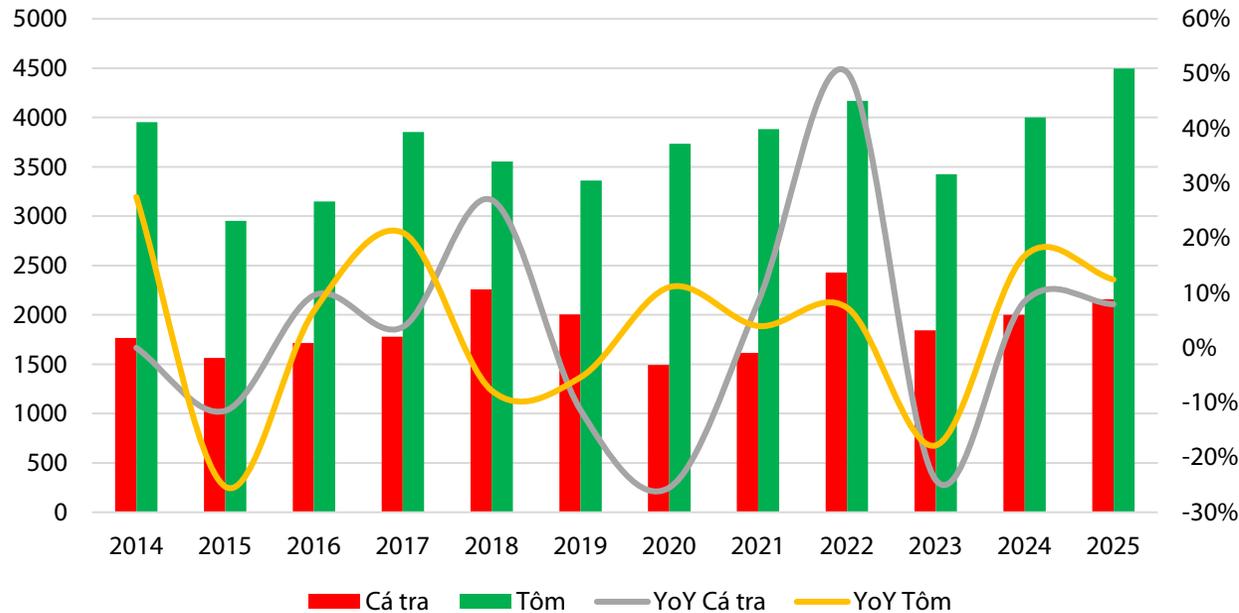
Rủi ro giảm giá: Kinh tế phục hồi chậm và rủi ro địa chính trị khiến nhu cầu thủy sản không tốt như dự kiến. Dịch bệnh ở tôm và thời tiết không thuận lợi khiến giá tôm/cá nguyên liệu tăng cao. Thuế quan tại Mỹ không như kỳ vọng.

NHÌN LẠI TOÀN NGÀNH THỦY SẢN NĂM 2025 TĂNG TRƯỞNG TRƯỚC BIẾN ĐỘNG THUẾ QUAN

Xuất khẩu thủy sản đạt kỷ lục năm 2025

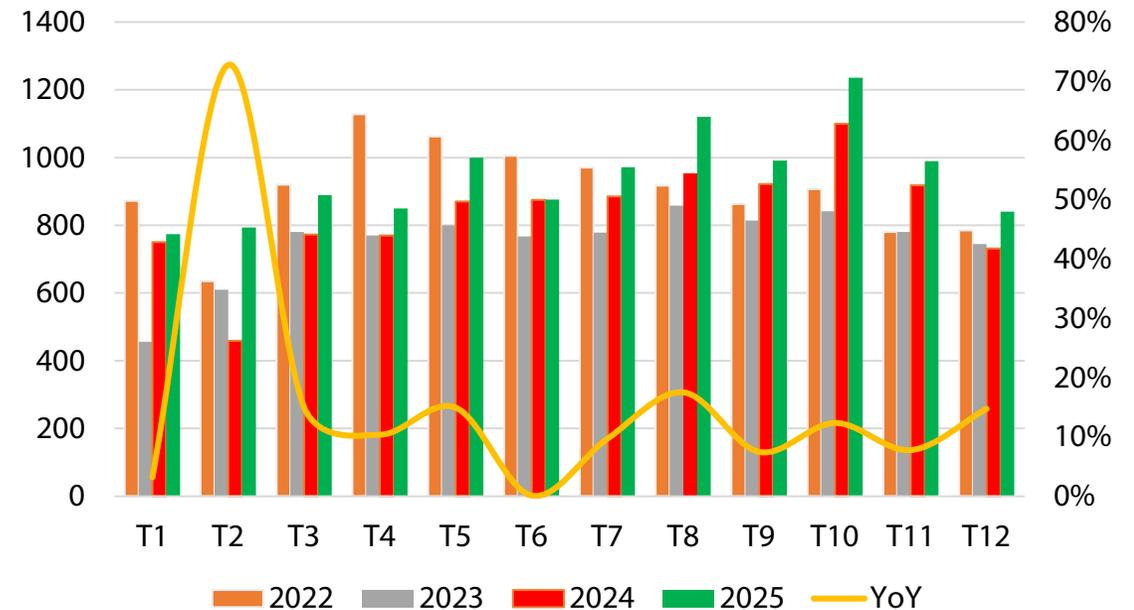
- Kim ngạch xuất khẩu thủy sản đạt 11,3 tỷ USD (+13% YoY) với lực đẩy chính từ mảng tôm. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu ngành tôm ước đạt 4,6 tỷ USD (+18% YoY) và cá tra đạt 2,1 tỷ USD (+3,5% YoY).
- Kim ngạch xuất khẩu tôm tăng mạnh nhờ động góp từ xuất khẩu tôm hùm và tôm khác trong khi giá trị xuất khẩu tôm thẻ 2025 tăng chậm hơn, đạt 2,9 tỷ USD (+11% YoY).

Kim ngạch xuất khẩu tôm và cá tra theo năm (tỷ USD, phải) và tăng trưởng (% YoY, trái)



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Kim ngạch xuất khẩu thủy sản theo tháng (triệu USD)



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

NGÀNH CÁ TRÀ THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU THAY ĐỔI MẠNH MẼ TRƯỚC BIẾN ĐỘNG THUẾ QUAN

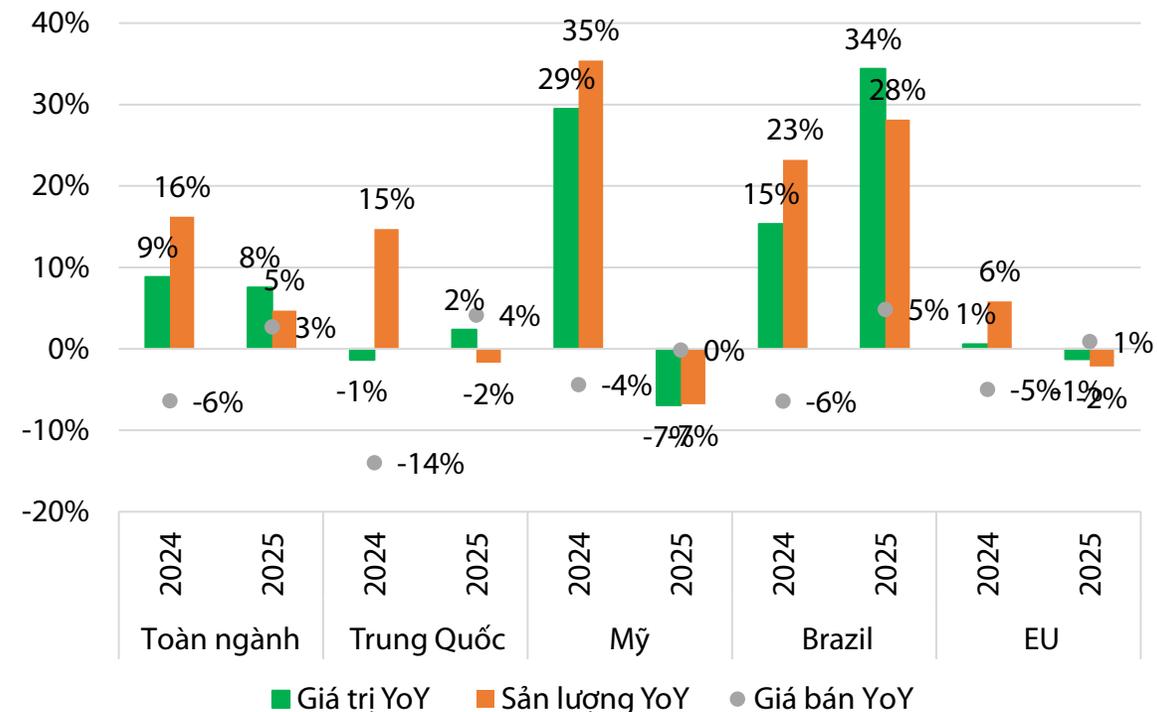
Kim ngạch ngành cá tra tăng trưởng phân hóa giữa các thị trường dưới biến động thuế quan

Theo Agromonitor, giá trị xuất khẩu cá tra 2025 đạt 2.158 triệu USD (+8% YoY) với tổng sản lượng xuất khẩu đạt 980 nghìn tấn (+5% YoY) trong khi giá bán đạt trung bình 2,2 USD/kg (+3% YoY).

Về cơ cấu thị trường, giá trị xuất khẩu 2025 tại các thị trường Trung Quốc/Mỹ/Brazil/EU đạt lần lượt 551/324/176/231 triệu USD với mức tăng lần lượt là 2%/-7%/34%/-1% YoY.

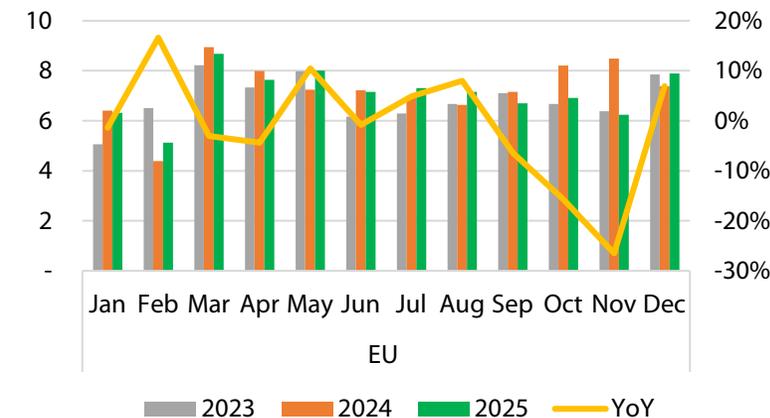
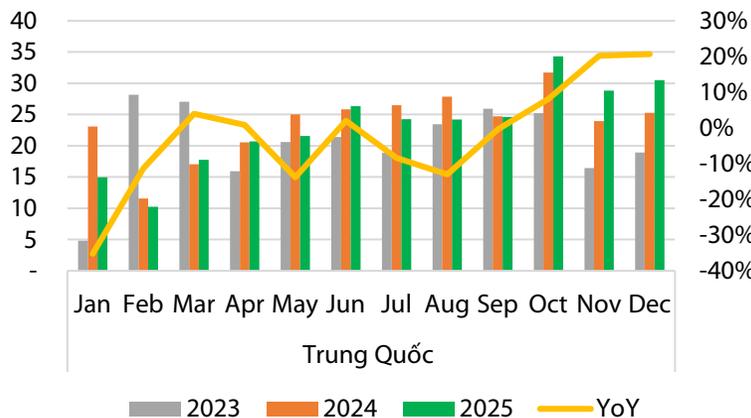
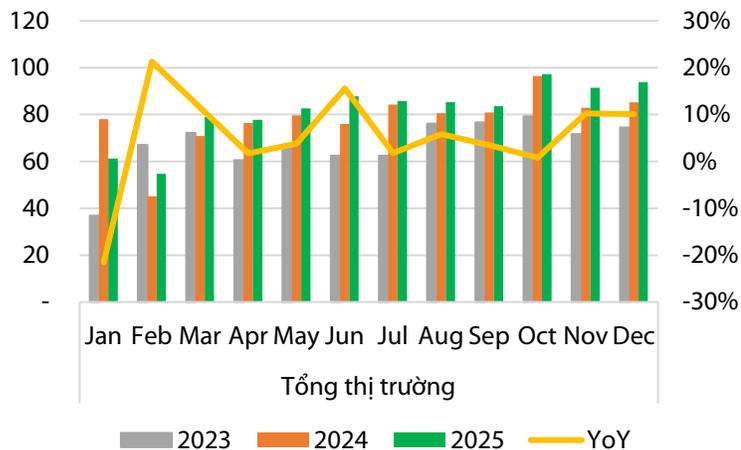
- Sản lượng xuất khẩu 2025 chỉ bứt phá mạnh mẽ tại Brazil với mức tăng trưởng 28%. Ngược lại, nhu cầu từ các thị trường Trung Quốc/Mỹ/EU sụt giảm lần lượt -2%/-7%/-2% YoY.
- Giá bán cá tra trung bình 2025 ghi nhận tăng trưởng tại hầu hết các thị trường Trung Quốc/Mỹ/Brazil/EU lần lượt là 4%/0%/5%/1%.

Tăng trưởng YoY của giá trị xuất khẩu, sản lượng và giá của toàn ngành cá tra và theo thị trường chính năm 2025



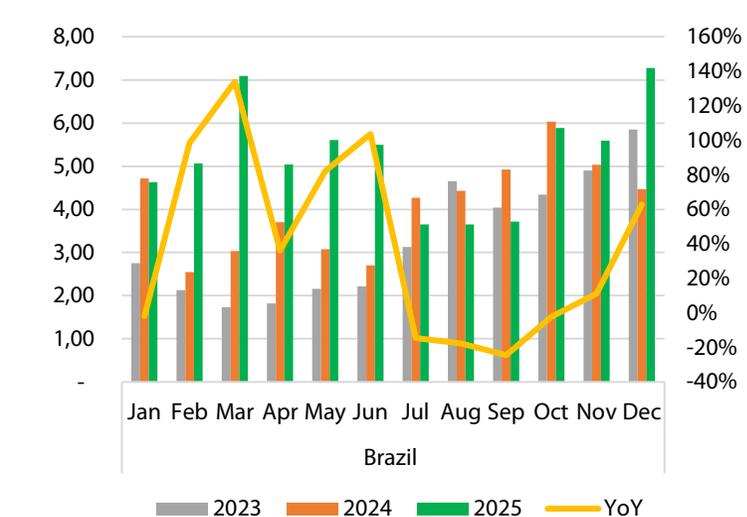
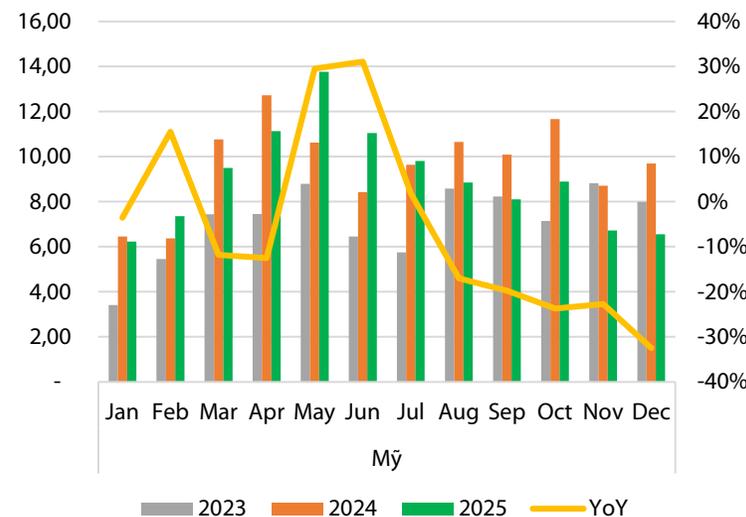
Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Sản lượng cá tra tại các thị trường chính theo tháng (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải)



Mức độ tăng trưởng sản lượng theo tháng đã sụt giảm trong nửa cuối 2025

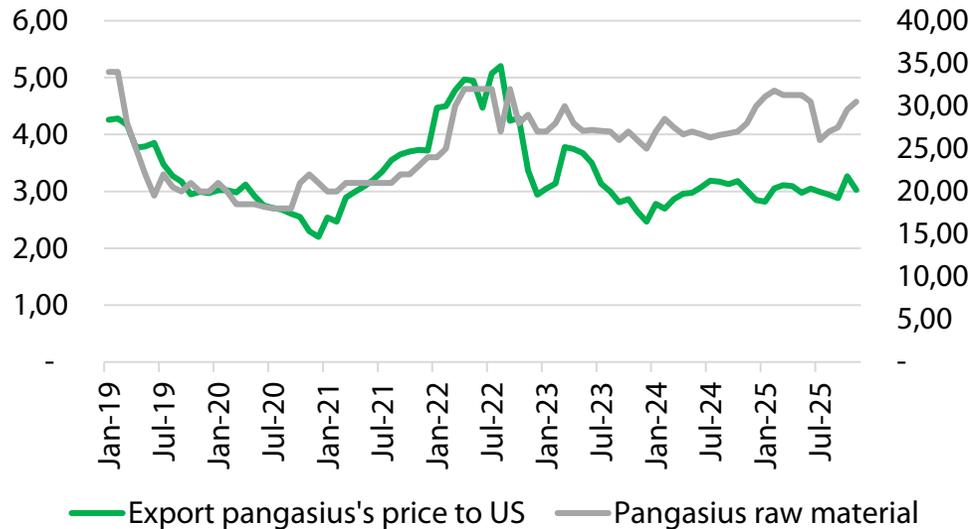
Tổng sản lượng xuất khẩu các tháng nhìn chung đều duy trì đà tăng trưởng từ tháng 3/2025. Tuy nhiên, thị trường Mỹ và EU đã không còn tăng trưởng mạnh mẽ kể từ tháng 7/2025.



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

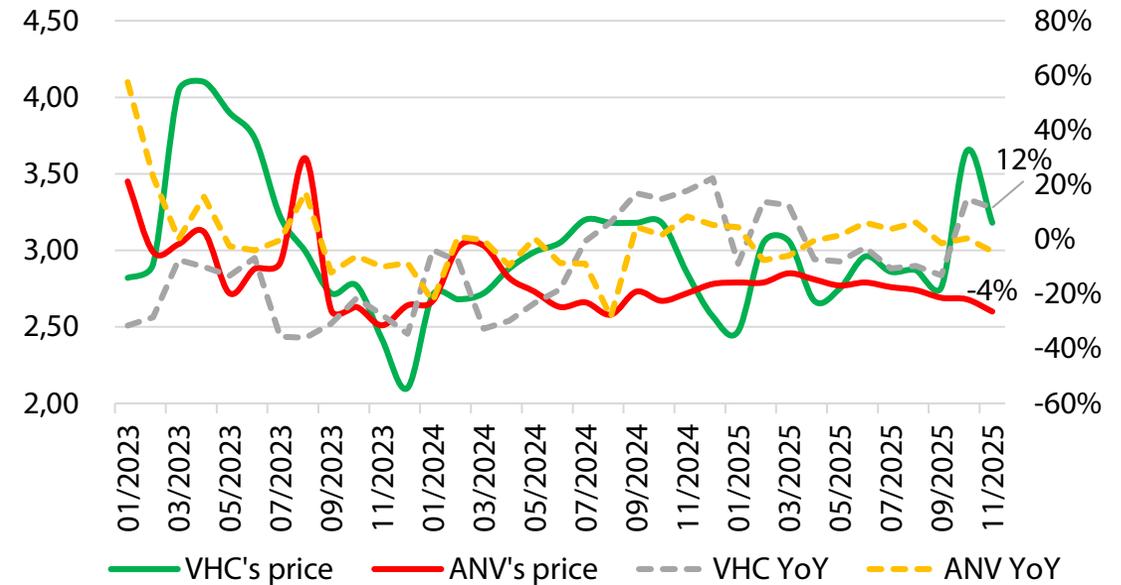
- Giai đoạn từ tháng 1/2019-11/2024, giá bán xuất khẩu tại Mỹ thường có xu hướng biến động theo giá cá tra nguyên vật liệu. Tuy nhiên, kể từ T11/2024, diễn biến giá bán cá tra tại Mỹ đã không theo xu hướng giá cá tra nguyên vật liệu khi giá cá tra nguyên vật liệu tăng 4% MoM nhưng giá bán giảm nhẹ 5% MoM. Điều này đến từ việc ANV chuyển đổi xuất khẩu cá tra từ thị trường Trung Quốc sang Mỹ dẫn đến khả năng thỏa thuận giá bán tại Mỹ của VHC gặp khó khăn.
- Lũy kế 11T2025, tổng sản lượng cá tra fillet của VHC xuất khẩu sang Mỹ đạt khoảng 42,7 nghìn tấn, giảm 4,6 nghìn tấn YoY (-10% YoY). Trong khi đó, tổng sản lượng cá tra fillet của ANV tăng 3,2 nghìn tấn, tăng từ 3,9 nghìn tấn lên 7,2 nghìn tấn (+272% YoY) nhờ giá bán trung bình 11T2025 của ANV rẻ hơn VHC khoảng 6%.

Giá cá tra xuất khẩu toàn ngành sang Mỹ (USD/kg, trái) kể từ tháng 11/2024 đã không còn biến động theo giá cá tra nguyên liệu (nghìn đồng/kg, phải)



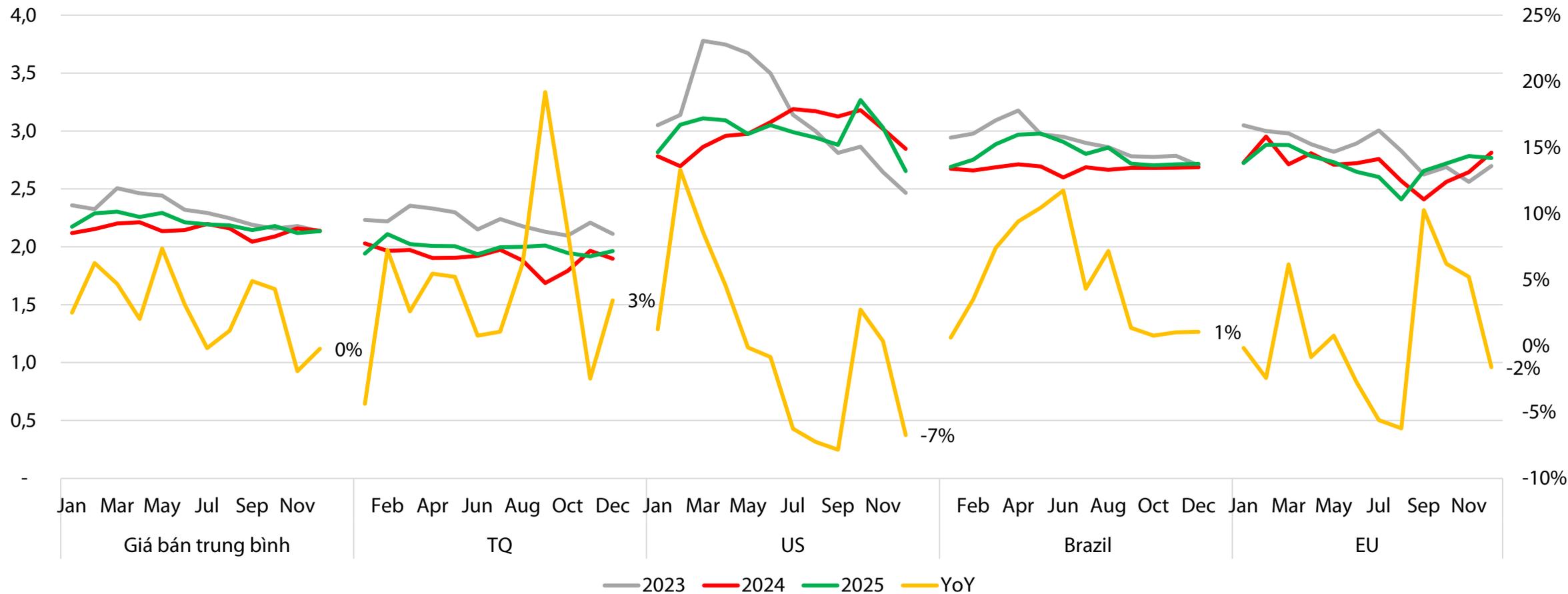
Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Giá bán cá tra fillet của VHC và ANV tại Mỹ (USD/kg, trái) và tăng trưởng (% , phải)



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Giá bán cá tra tại các thị trường chính (USD/kg, trái) và tăng trưởng (% , phải)

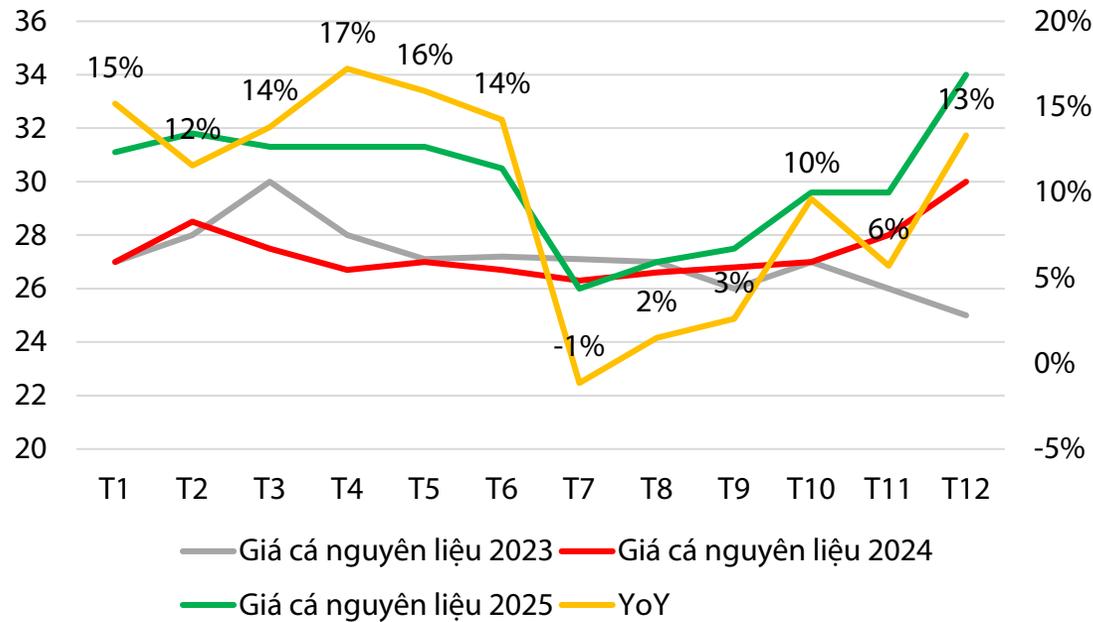


Nguồn: Agromonitor, CTCK Rông Việt

Giá cá nguyên liệu tháng 12/2025 đạt khoảng 34 nghìn đồng/kg (+13% YoY) do giá cá giống tăng mạnh trong khi chi phí thức ăn ổn định.

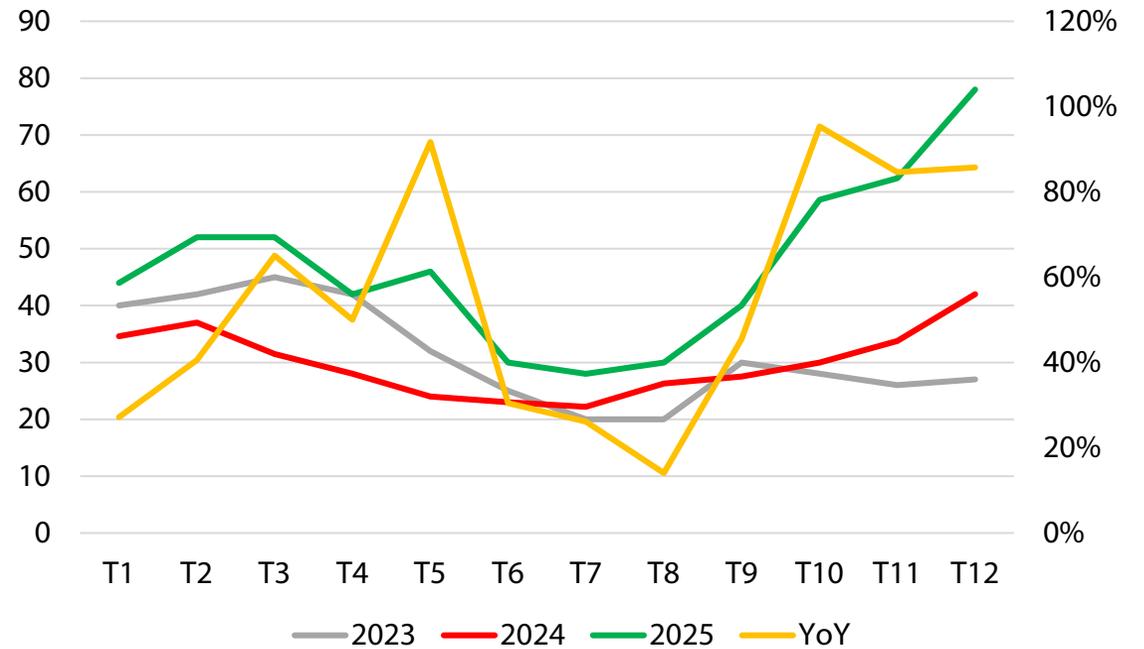
- Giá cá giống tháng 12/2025 đạt khoảng 77 nghìn đồng/30 con/kg (+84% YoY) do nguồn cung thiếu hụt vì thời tiết không thuận lợi (mưa nhiều, lạnh, gió bắc) dẫn đến cá giống chết nhiều.
- Giá thức ăn tháng 12/2025 duy trì ở mức 12.800 đồng/kg (-1% YoY) nhờ giá bã đậu tương trung bình năm 2025 đạt 286 USD/tấn (-4% YoY).

Giá cá nguyên liệu (nghìn đồng, trái)



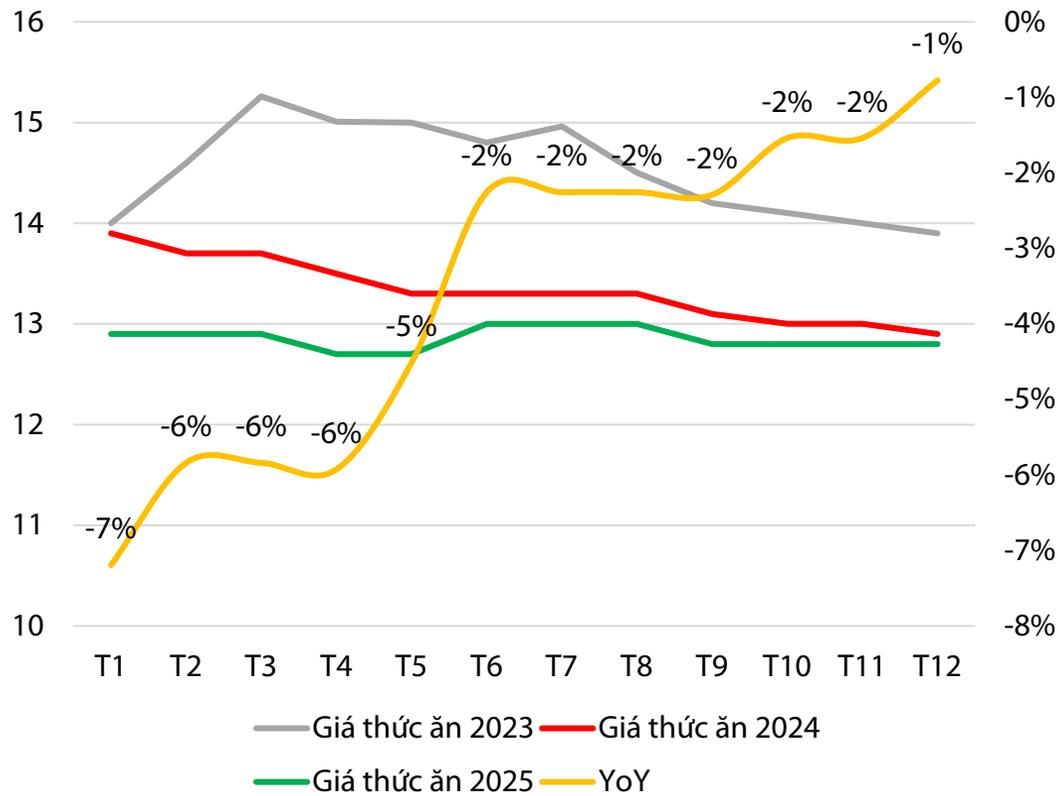
Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Giá cá giống (nghìn đồng/30con/kg)



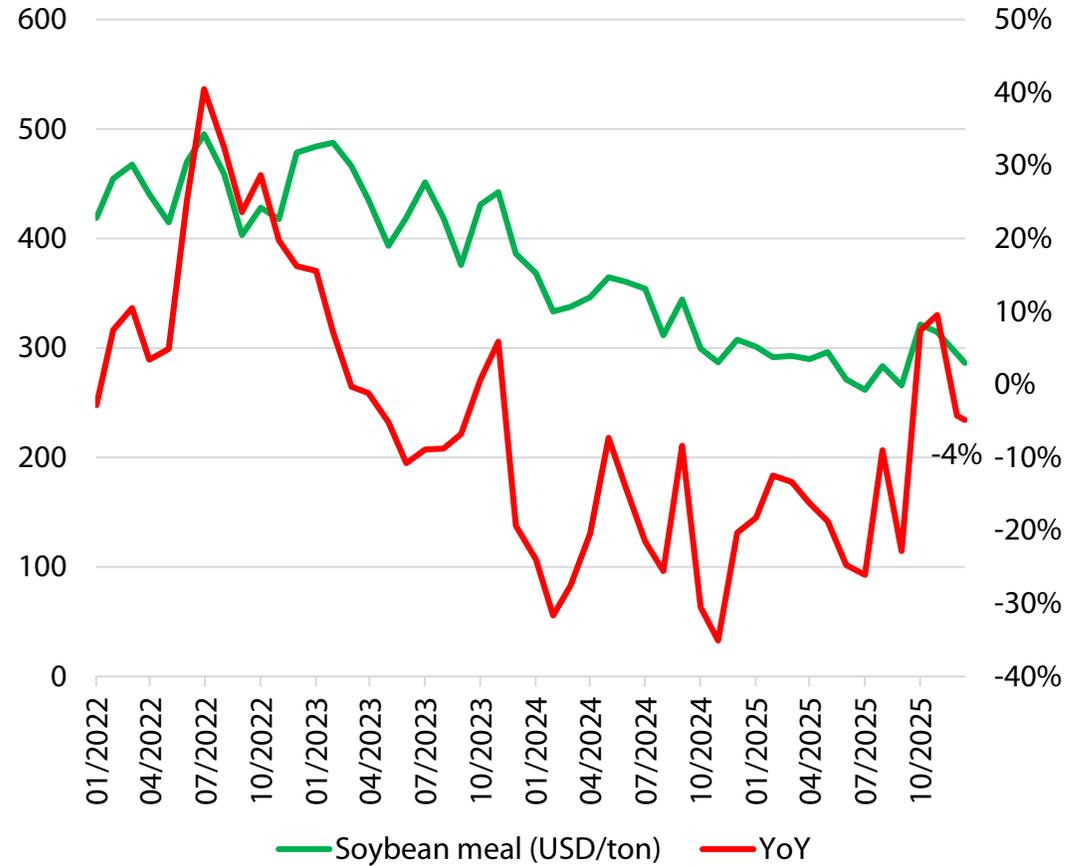
Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Giá bán thức ăn cá tra (nghìn đồng/kg, trái) và tăng trưởng (% , phải)



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Giá bã độ tương (USD/tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Thị phần sản lượng tiêu thụ tại Mỹ và giá bán trung bình

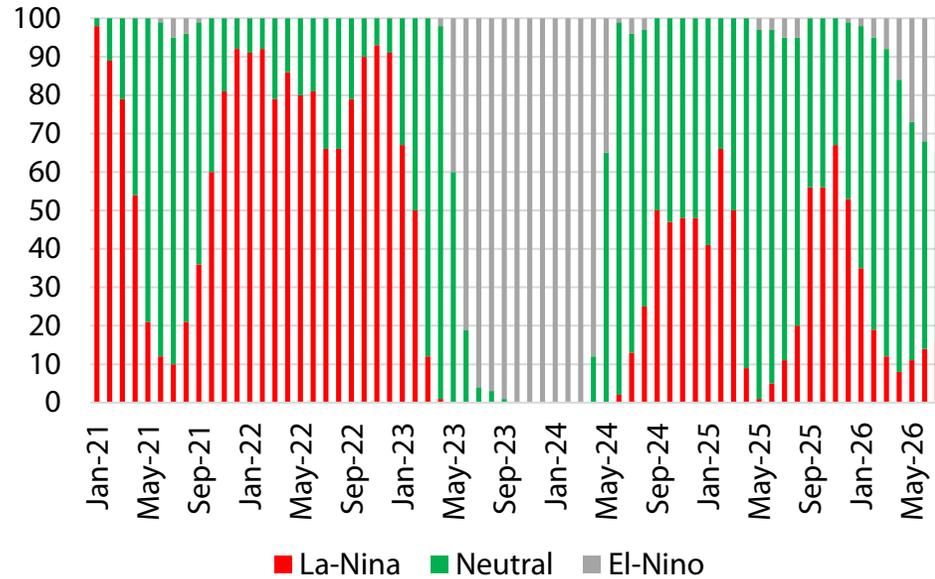
Loại cá	Thị phần sản lượng (%)						Giá bán trung bình		
	2021	2022	2023	2024	2025	Tăng trưởng 2025	2024	2025	Tăng trưởng 2025
Cá hồi tươi	23%	22%	27%	24%	24%	0,0%	13,56	12,06	-11%
Cá tra đông lạnh	13%	14%	10%	14%	13%	-0,5%	2,89	2,96	2%
Cá rô phi đông lạnh	13%	12%	11%	12%	13%	0,7%	4,39	3,89	-11%
Cá hồi đông lạnh Atlantic	9%	10%	11%	9%	11%	1,7%	14,66	14,06	-4%
Cá tuyết đông lạnh	6%	6%	6%	6%	5%	-0,8%	8,89	9,49	7%
Cá hồi NSPF đông lạnh	4%	5%	5%	5%	5%	-0,3%	10,99	10,49	-5%
Cá hồi khác đông lạnh	5%	4%	5%	5%	5%	0,5%	7,68	7,35	-4%
Cá biển đông lạnh	3%	3%	3%	3%	4%	0,1%	12,46	13,13	5%
Cá rô phi tươi	3%	3%	3%	2%	2%	-0,2%	7,95	7,29	-8%
Cá nục cò neo đông lạnh	3%	3%	2%	2%	1%	-0,8%	9,73	10,48	8%
Tổng sản lượng nhập khẩu	827	913	802	804	826				
YoY		10,48%	-12,24%	0,24%	2,75%				

Nguồn: NOAA, CTCK Rồng Việt

Thị phần tiêu thụ cá có sự thay đổi mạnh trong năm 2025

- Trái ngược với dự báo đầu năm 2025 về việc thị phần cá rô phi sẽ giảm dần do mức giá cá tra thấp hơn, thị phần cá tra lại giảm nhẹ trong 2025 do:
 - Nhu cầu nhập khẩu tăng mạnh ở Mỹ đối với cá rô phi khi lo ngại thuế quan tại Trung Quốc cao hơn Việt Nam. Bên cạnh đó, việc ANV đẩy mạnh xuất khẩu cá rô phi sang Mỹ cũng giúp thị phần rô phi nhập khẩu tại Mỹ tăng.
 - Thị phần nhập khẩu tại Mỹ có xu hướng tăng ở các loại cá có giá bán trung bình 2025 sụt giảm so với cùng kỳ cho thấy giá bán sụt giảm svck cũng là yếu tố ảnh hưởng lên nhập khẩu. Ví dụ như cá hồi đông lạnh và cá rô phi.

Dự báo xác suất hiện tượng ENSO qua các tháng



Nguồn: IRI, CTCK Rồng Việt

Giá bán thức ăn cá tra (nghìn đồng/kg, trái) và tăng trưởng (% , phải)

Loại	Đơn vị	Giá bán					2025	2026	2027
		2024	2025E	2026F	2027F	2028F			
Đậu tương	(Cents/bu)	1.084	1.040	1.100	1.100	1.100	6%	0%	0%
Bã đậu tương	USD/MT	330	290	285	274	252	-2%	-4%	-8%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Thời tiết thuận lợi với xác suất pha trung tính xảy ra nhiều giúp giá cá nguyên liệu giảm nhẹ nhờ:
 1. Giá thức ăn giảm do giá bã đậu tương giảm nhẹ 4% YoY theo giá dự phóng trung bình của các tổ chức từ Bloomberg.
 2. Giá cá giống giảm dần và chỉ còn tăng 10% YoY nhờ nguồn cung cá giống cải thiện.

NGÀNH TÔM NĂM 2025 CHUYỂN DỊCH GIỮA CÁC THỊ TRƯỜNG CHÍNH

Một năm duy trì tăng trưởng

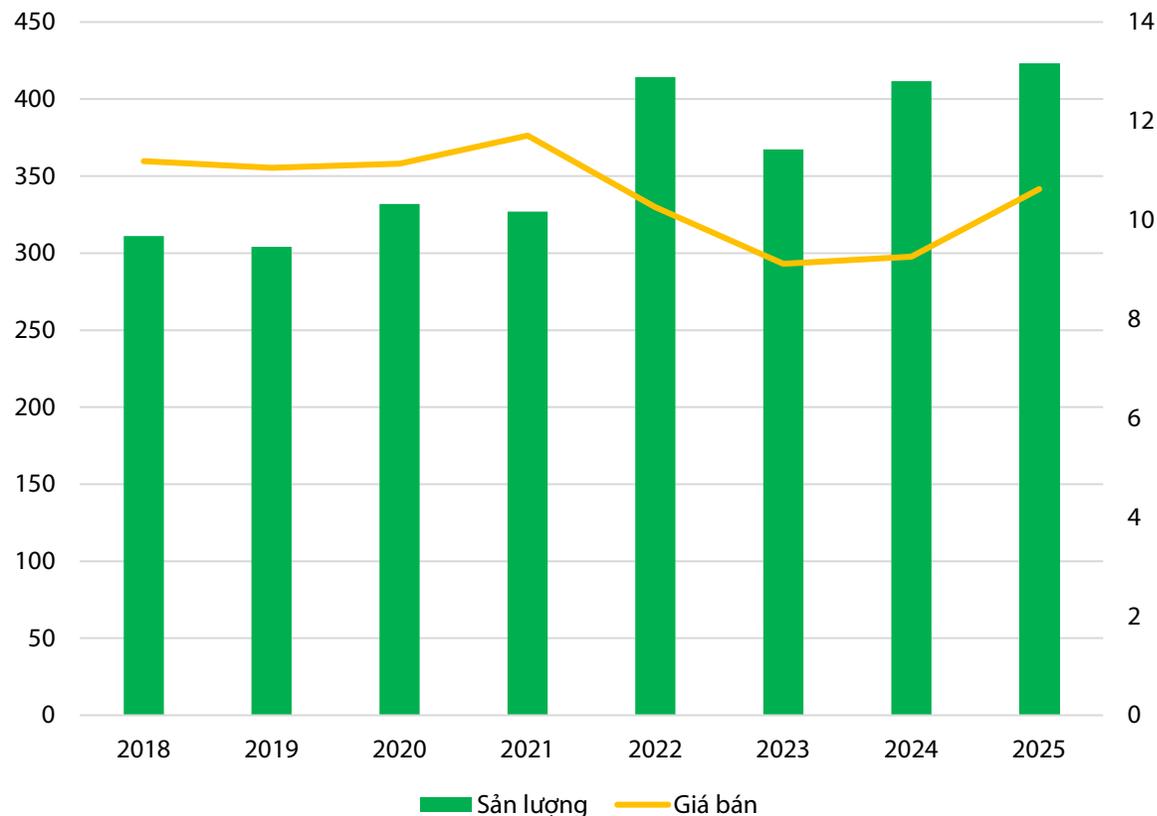
Năm 2025, xuất khẩu tôm của Việt Nam đạt 423 nghìn tấn, trị giá 4,498 tỷ USD, tăng 3% về lượng và 18% về kim ngạch so với cùng kỳ năm trước.

- Trong đó tôm thẻ đạt 355 nghìn tấn (+4% YoY) với trị giá 2,14 tỷ USD (+11% YoY) và tôm sú đạt 38,35 nghìn tấn (tương đương cùng kỳ) với trị giá 447 triệu USD (+3% YoY).

Mức tăng trưởng toàn ngành còn đến từ các loại tôm khác. Lũy kế 11T2025 các loại tôm khác đạt 49,06 nghìn tấn (+14%) và 1,01 tỷ USD (+74%) với tôm hùm chiếm phần lớn trong nhóm tôm khác với 25,67 nghìn tấn và 772,16 triệu USD, ghi nhận mức tăng trưởng đột biến gấp 2 lần cả về lượng và kim ngạch so với cùng kỳ năm ngoái.

Tổng sản lượng tôm chân trắng/tôm sú thu hoạch 11T2025 đạt lần lượt 929.4/270 nghìn tấn, tăng trưởng lần lượt 7%/3.5%.

Sản lượng (nghìn tấn, trái) và giá bán (USD/kg, phải) toàn ngành tôm theo năm



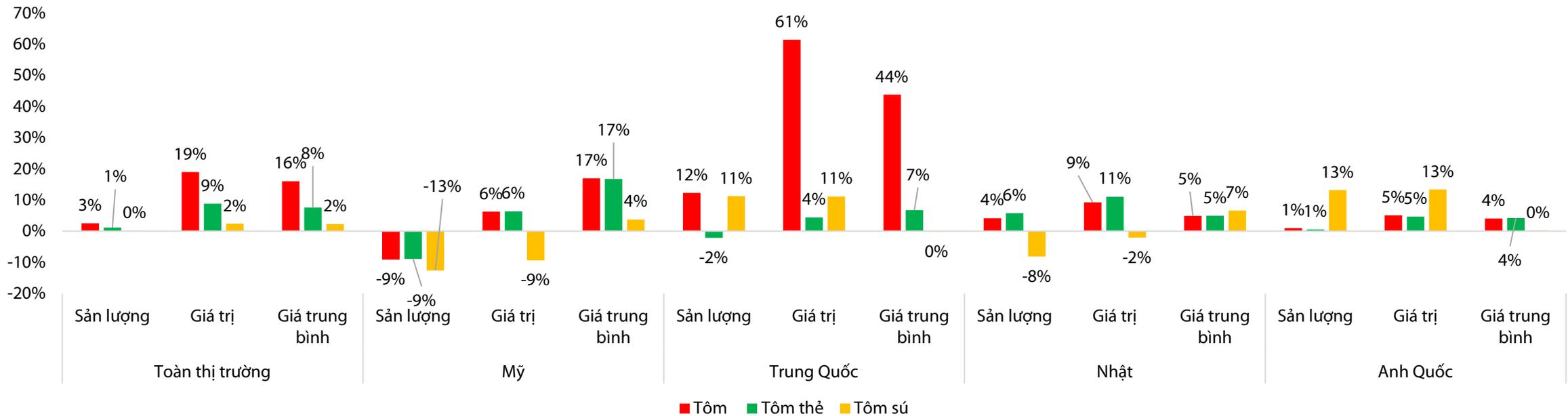
Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng sản lượng xuất khẩu tôm theo thị trường có sự phân hóa giữa các thị trường và các loại tôm

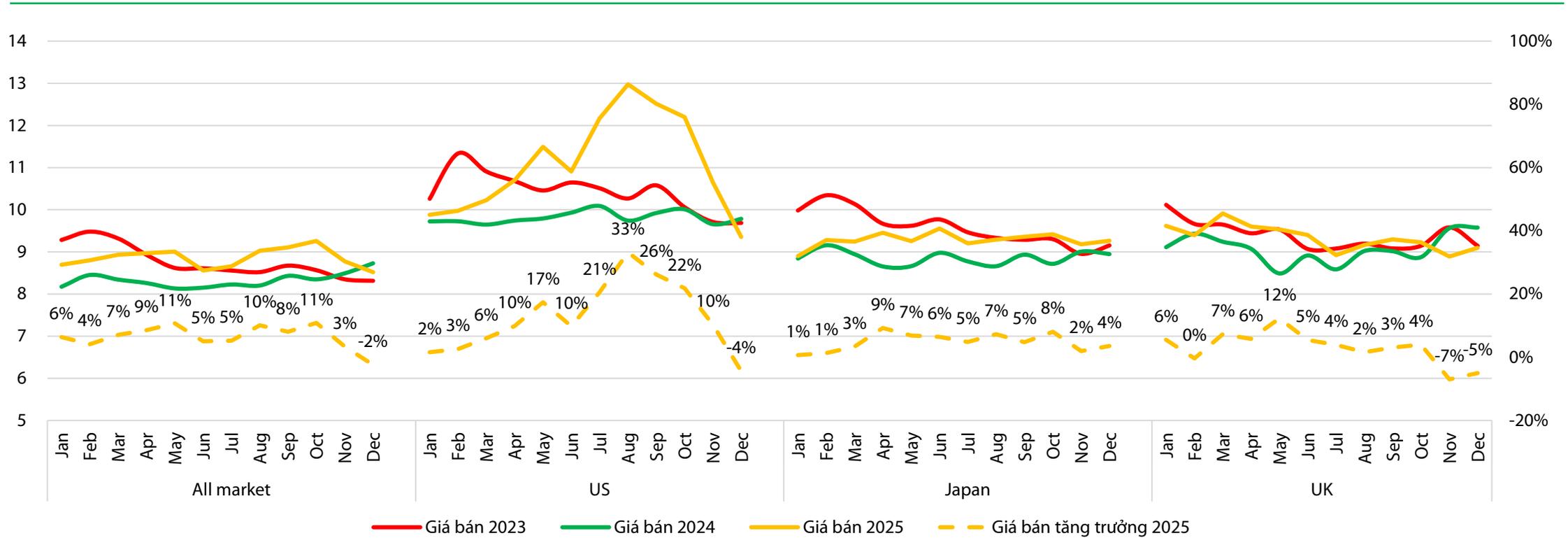
Về tôm thẻ, lũy kế 11T2025, sản lượng ghi nhận tăng trưởng tại EU/Nhật lần lượt 11,8%/5,79% trong khi sụt giảm svck tại Mỹ và Trung Quốc lần lượt 8,94%/2,18%. Giá trị xuất khẩu 11T2025 đều tăng trưởng tại các thị trường chính. Giá trị xuất khẩu tại Mỹ/Trung Quốc/EU tăng trưởng lần lượt 6,3%/4,4%/17%.

Về tôm sú, sản lượng lũy kế 11T2025 ghi nhận tăng trưởng tại Trung Quốc/Trung Đông lần lượt 11,24%/9% trong khi sản lượng sụt giảm svck tại các thị trường Nhật/Mỹ/EU lần lượt 8%/12%/1%. Giá trị xuất khẩu lũy kế 11T2025 cũng ghi nhận sụt giảm svck tại Nhật/Mỹ lần lượt 2%/9% trong khi tăng trưởng tại Trung Quốc/Trung Đông/EU lần lượt 11%/12%/5%.

Tăng trưởng sản lượng, giá bán và giá trị xuất khẩu toàn thị trường lũy kế 11T2025



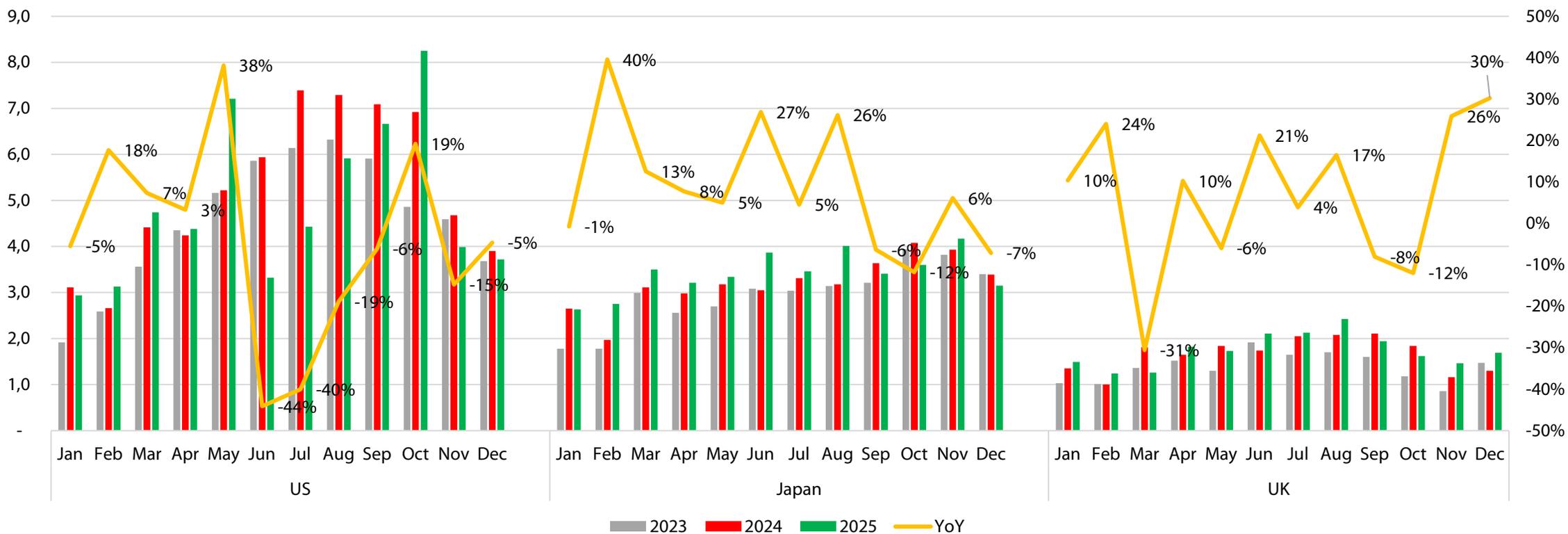
Giá bán xuất khẩu (triệu USD, trái) theo thị trường chính ghi nhận tăng trưởng (% ,phải) hầu hết các tháng



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Giá bán xuất khẩu thị trường Nhật và Anh theo tháng trong năm 2025 duy trì tăng trưởng ở mức thấp hơn 20%. Trong khi đó, thị trường Mỹ tăng trưởng mạnh hơn do ảnh hưởng của thuế đối ứng.

Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải) theo thị trường chính



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Sản lượng xuất khẩu theo tháng ở thị trường Nhật và Anh duy trì đà tăng trưởng trong 1H2025 trong khi thị trường Mỹ có biến động mạnh kể từ T5/2025 đến T9/2025 do ảnh hưởng bởi biến động thuế quan

Các cường quốc xuất khẩu tôm ghi nhận tăng trưởng vượt trội ở Mỹ và Nhật

Ecuador: tổng sản lượng xuất khẩu 2025 đạt 1.39 triệu tấn (+15% YoY) và giá trị xuất khẩu đạt 7,47 tỷ USD (+23% YoY). Trong đó, sản lượng tất cả thị trường chính Mỹ/Nhật/EU/Trung Quốc đều ghi nhận tăng trưởng về sản lượng lần lượt 26%/35%/23,47%/5%

Ấn Độ: tổng sản lượng xuất khẩu 11T2025 đạt 741 nghìn tấn (+10,66 YoY) và giá trị xuất khẩu lũy kế 11T2025 đạt 5,27 tỷ USD (+17,35% YoY). Về cơ cấu thị trường, Mỹ/Trung Quốc/Việt Nam chiếm tỷ trọng sản lượng lần lượt 34%/19%/8,6%. Trong đó, sản lượng tăng trưởng mạnh tập trung ở Trung Quốc/Việt Nam/Bỉ/Pháp với mức tăng trưởng lần lượt 10%/81%/65% trong khi thị trường Mỹ giảm 6% YoY.

Indonesia: tổng sản lượng xuất khẩu 2025 đạt 217 nghìn tấn (+1.66% YoY) và giá trị xuất khẩu đạt 1.861 triệu USD (+10,8% YoY). Trong đó, sản lượng tăng trưởng tại hầu hết các thị trường trừ Mỹ và Đài Loan với mức sụt giảm svck lần lượt 8%/3%. Sản lượng tại Nhật/Trung Quốc/Malaysia tăng trưởng svck lần lượt 6%/23.8%/56%.

Thái Lan: tổng sản lượng xuất khẩu tôm thẻ 2025 đạt 30,2 nghìn tấn (-18 YoY) và giá trị xuất khẩu lũy kế 10T2025 đạt 9,7 triệu baht (-18,27% YoY). Trong đó, sản lượng tăng trưởng tại Trung Quốc 11% trong khi sụt giảm svck tại thị trường chính Mỹ/Nhật lần lượt 7/26%.

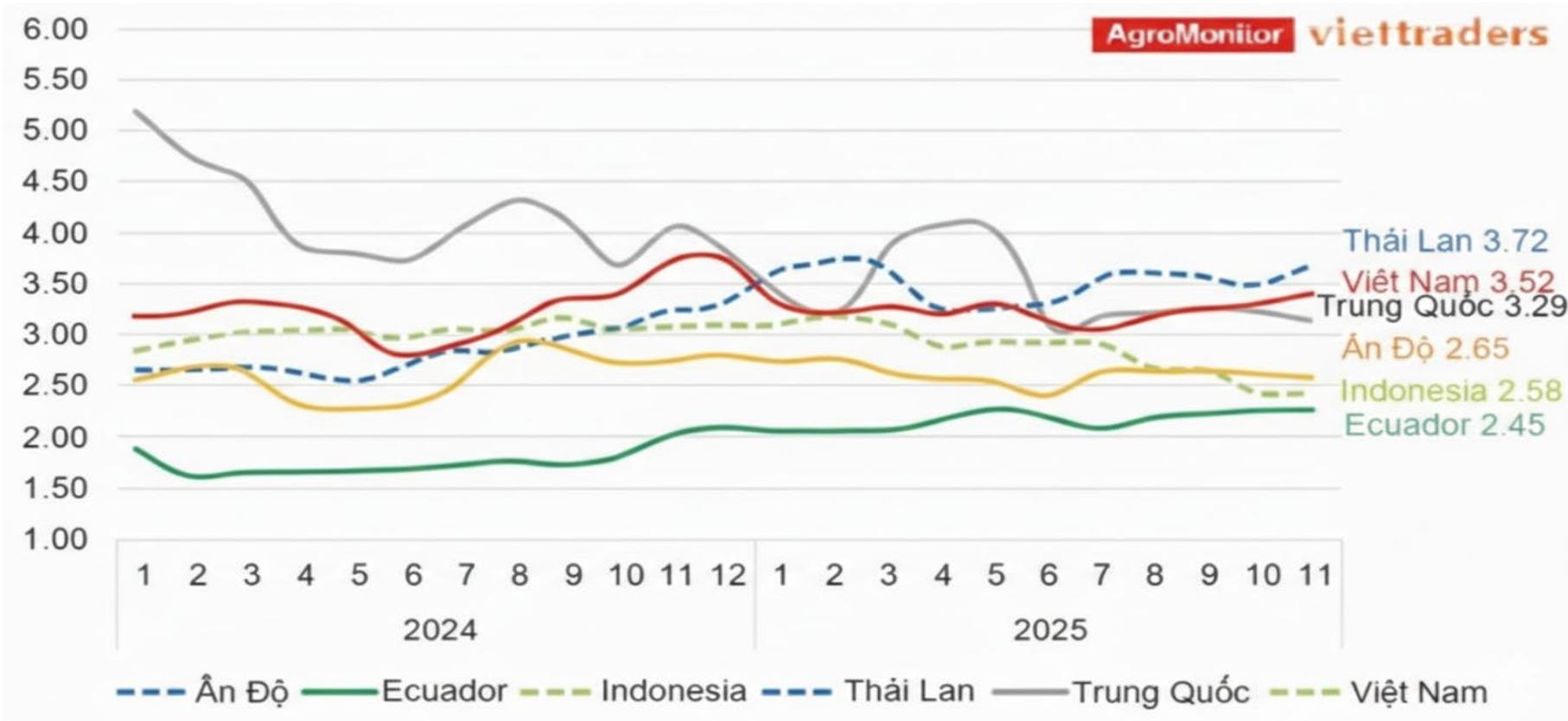
Về thị phần tại thị trường Mỹ năm 2025

Việt Nam sụt giảm ở hầu hết các mảng do giá bán cao hơn hầu hết các đối thủ Ecuador, Ấn Độ, Indonesia và chỉ thấp hơn Thái Lan do giá tôm thẻ nguyên liệu cao (slide kế tiếp). Tuy nhiên, một số doanh nghiệp như FMC có lợi thế về sản phẩm tôm GTGT ghi nhận sự tăng trưởng 20% YoY.

	Thị phần sản lượng (%)				Giá bán (USD/kg)				
	2023	2024	2025	Tăng trưởng 2025	2023	2024	2025	Chênh lệch giá bán	Tăng trưởng giá bán 2025
Thị phần Tôm nước ấm nuôi bỏ đầu đông lạnh	45,9%	48,2%	49,7%	1,5%					
INDIA	58,1%	58,2%	54,1%	-4,1%	7,4	7,2	7,8	68,35%	7,88%
ECUADOR	21,1%	21,7%	26,5%	4,8%	7,0	7,1	7,7	66,97%	7,66%
INDONESIA	13,5%	11,4%	11,4%	0,0%	8,4	7,8	8,5	74,62%	8,82%
VIETNAM	4,9%	5,8%	4,6%	-1,1%	11,2	10,0	11,4		14,65%
Tổng thị phần 4 nước	97,6%	97,0%	96,6%						
Thị phần Tôm đông lạnh chế biến khác	13,8%	14,0%	14,0%	0,0%					
INDIA	41,7%	40,7%	48,5%	7,8%	9,3	8,8	9,2	76,12%	4,23%
INDONESIA	26,8%	24,2%	20,1%	-4,2%	9,2	9,2	10,0	82,29%	8,63%
VIETNAM	21,4%	21,8%	18,1%	-3,7%	10,6	10,5	12,1	100,00%	15,51%
THAILAND	5,1%	6,7%	7,3%	0,6%	12,8	11,2	11,9	98,46%	6,78%
ECUADOR	3,2%	4,0%	3,8%	-0,2%	9,0	8,8	9,6	79,45%	9,37%
Tổng thị phần 5 nước	98%	97%	98%						
Thị phần Tôm tẩm bột đông lạnh	7,6%	8,0%	7,4%	-0,5%					
INDONESIA	40,1%	41,3%	38,6%	-2,7%	6,2	5,9	6,0	72,78%	1,41%
VIETNAM	21,7%	28,5%	29,8%	1,3%	8,7	8,6	8,3	100,00%	-3,55%
THAILAND	20,6%	12,0%	13,0%	1,0%	10,6	9,9	10,1	121,97%	1,41%
ECUADOR	8,1%	6,5%	8,5%	2,1%	8,5	8,3	8,3	100,54%	-0,01%
Tổng thị phần 4 nước	90,4%	88,2%	89,9%						
Tổng sản lượng nhập khẩu (nghìn tấn)	788	763	788						
Sản lượng YoY		-3%	3%						

Nguồn: NOAA, CTCK Rồng Việt

Giá tôm thẻ nguyên liệu việt nam (USD/kg) vẫn còn cao hơn các đối thủ cạnh tranh



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rông Việt

Giá bán xuất khẩu của việt nam vẫn còn cao hơn các đối thủ cạnh tranh do giá tôm thẻ nguyên liệu việt nam vẫn còn cao hơn các đối thủ cạnh tranh

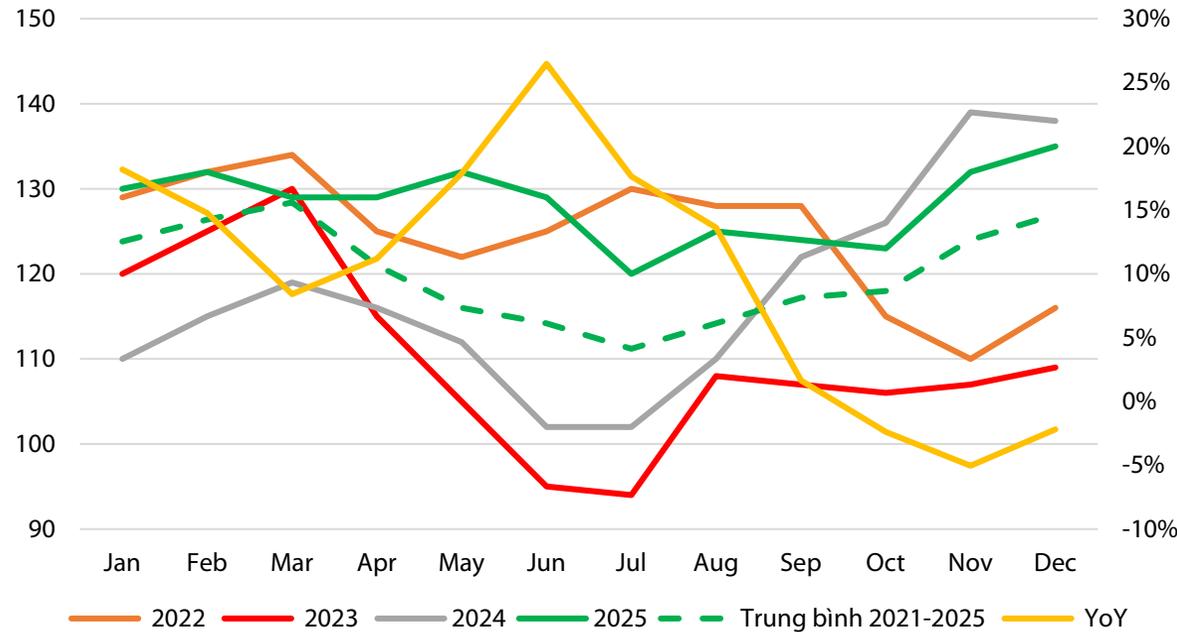
Tăng trưởng ngành tôm phân hóa giữa các thị trường

- Dự báo năm 2026, sản lượng xuất khẩu tôm tại các thị trường trọng điểm (Mỹ, EU, Nhật Bản) ghi nhận sự phân hóa, với mức tăng svck ước đạt lần lượt là -2%/ +5%/ +4%. Mặc dù tổng nhu cầu nhập khẩu tại các khu vực này dự kiến tăng nhẹ ở mức 2%, động lực tăng trưởng chính của Việt Nam vẫn đến từ nỗ lực chiếm thị phần từ các đối thủ cạnh tranh như Thái Lan và Indonesia.
- **Thị trường Mỹ:** Thị phần xuất khẩu tôm tại Mỹ năm 2026 dự kiến giảm do mảng tôm sơ chế sụt giảm mạnh khi mất lợi thế cạnh tranh về thuế so với Ấn Độ. Mức thuế của Ấn Độ tương đương Việt Nam. Trong khi đó, mảng tôm chế biến sâu kỳ vọng cải thiện nhờ chiếm thị phần Thái Lan và Indonesia. Trong đó, thị phần Thái Lan sụt giảm do Việt Nam bán rẻ hơn và thị phần Indonesia sụt giảm do Indonesia bị nhiễm phóng xạ Cesium-137.
- **Thị trường EU:** Tốc độ tăng trưởng chậm hơn mức 9% của 9T2025. Tốc độ chiếm lĩnh thị phần từ các đối thủ Nam Mỹ (Venezuela và Argentina) có dấu hiệu chậm lại khi tình hình an ninh tại các quốc gia này dần ổn định vào năm 2026. Năm 2025, xuất khẩu sang EU từng tăng đột biến 14% nhờ tận dụng sự tê liệt sản xuất của đối thủ (tổng sản lượng xuất khẩu của Venezuela và Argentina sang EU giảm 50% trong 9T2025 do bất ổn chính trị và đình công ngành hàng hải SOMU kéo dài tại Argentina).
- **Thị trường Nhật Bản** dự kiến tăng 5% và thấp hơn mức tăng trưởng 9T2025 tại 9% nhờ tiếp tục chiếm thị phần Thái Lan trong khi thị phần Argentina khó sụt giảm nhanh do tình hình an ninh ổn định. Việc chiếm thị phần Thái Lan nhờ giá bán cạnh tranh trong khi sụt giảm nhẹ do sự ổn định chính trị từ Argentina.
 - Năm 2025, sản lượng xuất khẩu 10T2025 tăng 7,3% nhờ chiếm thị phần của Thái Lan nhờ cạnh tranh về giá và sự sụt giảm nguồn cung tôm từ Argentina.
 - Thị phần xuất khẩu Việt Nam 10T2025 đạt 23%, tăng nhẹ so với mức 22,2% cùng kỳ. Trong khi đó, thị phần Thái Lan sụt giảm từ 13,9% trong 10T2024 về 13,4% trong 10T2025. Sản lượng Argentina xuất khẩu qua Nhật giảm 38% YoY, đạt 8,2 nghìn tấn.

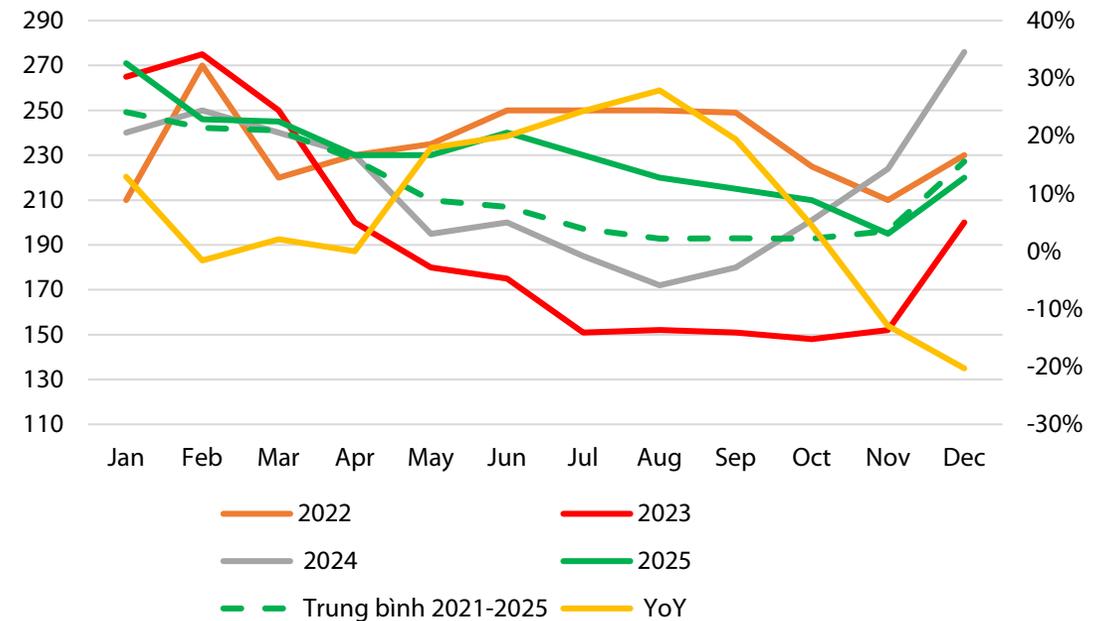
Biên gộp ngành tôm kỳ vọng cải thiện 1% svck nhờ giá tôm nguyên liệu kỳ vọng giảm về mức trung bình 2021-2025 nhờ thời tiết thuận lợi

- Giá bán tôm thẻ và tôm sú kỳ vọng giảm dần về mức trung bình 2021-2025, tương đương giảm 3% YoY nhờ khi thời tiết thuận lợi hơn trong năm 2026 khi xác suất pha trung tính xảy ra nhiều hơn và giá bã đậu tương giảm 2% YoY.
- Giá bán trung bình tôm thẻ/tôm sú 11T2025 tăng trưởng 10%/9% YoY do lũ lụt và thời tiết không thuận lợi (dưới 27 độ C) đã ảnh hưởng lên nguồn cung tôm khi dịch bệnh nhiều.

Giá tôm thẻ nguyên liệu (nghìn đồng/kg) và tăng trưởng



Giá tôm thẻ nguyên liệu (nghìn đồng/kg và tăng trưởng



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	GTKL.BQ 3T (tr.đng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Suất sinh lời kỳ vọng 12 tháng tới %	Sở hữu NN còn lại %	P/E		P/B		ROE Forward	EPS			GTSS/CP			Tăng trưởng 2026	
								2026F	TB 5 năm	2026F	TB 5 năm		2025A	2026F	2027F	2025A	2026F	2027F	Doanh thu % (*)	LNST-CĐCTM % (*)
FMC	2.423	4.636	50.300	37.050	2.000	37,7	18,9	4,5	9,5	0,7	1,4	34,0	5.592	8.292	6.691	35.933	51.302	55.461	5,7	48,2
VHC	12.906	89.199	72.500	57.500	0	26,1	79,7	8,6	10,9	1,1	1,7	27,5	6.073	6.694	7.584	42.574	51.300	58.602	3,6	10,2
ANV	6.137	44.261	35.000	23.050	1.000	51,8	45,9	5,5	54,2	1,5	1,6	17,3	3.748	4.218	4.954	13.226	15.332	19.431	14,9	12,5
MPC(*)	6.297	2.240	n.a	15.700	n.a	n.a	10,4	n.a	n.a	1,3	1,3	-4,2	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
IDI(*)	1.874	4.191	n.a	6.860	n.a	n.a	48,3	n.a	26,1	0,5	0,8	3,8	470	n.a	n.a	12.583	n.a	n.a	n.a	n.a
CMX(*)	623	906	n.a	6.110	n.a	n.a	31,6	n.a	12,9	0,5	0,8	7,6	924	n.a	n.a	12.517	n.a	n.a	n.a	n.a
ACL(*)	677	138	n.a	13.500	n.a	n.a	37,4	n.a	32,1	0,8	0,9	4,6	766	n.a	n.a	16.913	n.a	n.a	n.a	n.a

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 20/03/2026.

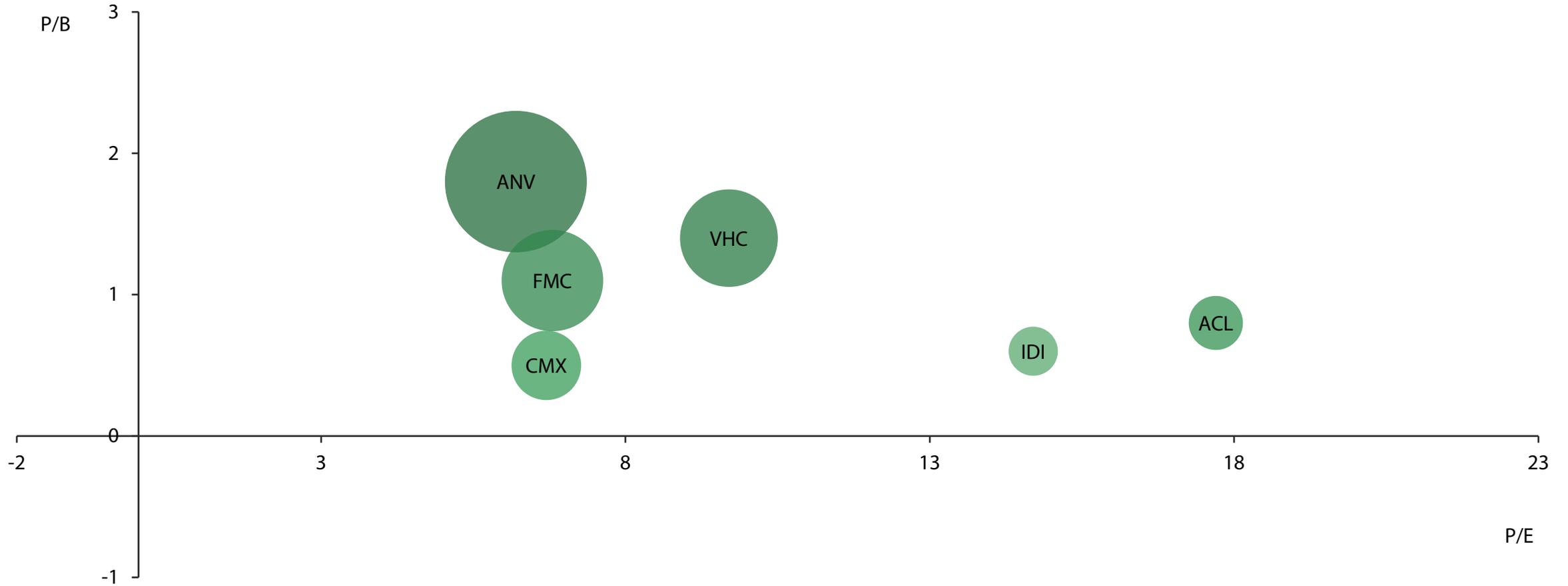
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE, ROA, P/B được cập nhật cho KQ năm 2025, P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2026

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

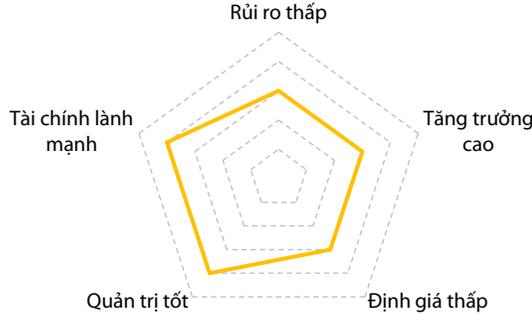
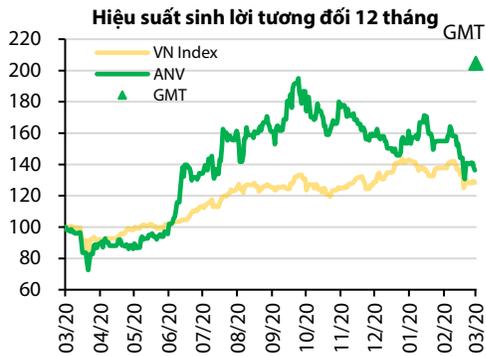
N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày /02/2026.

MUA: +51%
GHT: 25.400
GMT: 35.000
THÔNG TIN CỔ PHIẾU
TÀI CHÍNH
2025A
2026F
2027F


Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.137
SLCPĐLH (triệu CP)	266
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)	1.657
GTGBQ 3 tháng (tỷ đồng)	44
SH NĐTNN còn lại (%)	45,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	12,4 - 34,5

Doanh thu (tỷ đồng)	6.952	7.985	8.511
LNST (tỷ đồng)	999	1.124	1.321
ROA (%)	18,7	19,8	23,5
ROE (%)	31,6	25,9	28,3
EPS (đồng)	3.748	4.218	4.954
GTSS (đồng)	13.226	15.332	19.431
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	500	500
P/E (x)	6,9	5,5	4,7
P/B (x)	1,9	1,5	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu 2026 tăng trưởng 17% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 9% ở mảng cá tra và 50% ở mảng cá rô phi với thị trường đa dạng

- Sản lượng cá rô phi năm 2026 kỳ vọng đạt 15 nghìn tấn **(+50% YoY)** nhờ chiếm dần thị phần Trung Quốc tại thị trường Mỹ cũng như tăng xuất khẩu sang các thị trường khác như Nga. Trong đó, thị phần sản lượng rô phi thị trường Mỹ kỳ vọng tăng từ 7% lên 10% nhờ định vị sản phẩm rô phi chất lượng cao (ít mùi tanh) hơn Trung Quốc. Sản lượng mảng cá tra fillet kỳ vọng tăng 9% YoY nhờ **đa dạng hóa xuất khẩu** sang các thị trường Brazil, Thái Lan, Nga, Mexico bên cạnh thị trường Mỹ.
- Về cơ cấu thị trường cá tra năm 2025, thị trường Thái Lan, Mỹ, Brazil, Nga, Mexico tăng trưởng lần lượt 31%/84%/127%/170%/428% với tỷ trọng sản lượng Thái Lan/Mỹ/Brazil đạt 19%/16%/12%. Về cơ cấu thị trường cá rô phi, thị trường Mỹ/Brazil/Nga chiếm lần lượt 78%/10%/8%.

Biên gộp năm 2026 cải thiện nhờ thay đổi tỷ trọng sản phẩm và thị trường

- Do sản lượng xuất khẩu cá rô phi (biên gộp cao hơn cá tra) tăng nhanh hơn sản lượng cá tra nên biên gộp tổng cải thiện nhẹ. Về biên gộp các mảng có sự phân hóa.
 - Biên lợi nhuận gộp mảng cá tra có sự cải thiện nhờ giá bán trung bình (ASP) tăng 8%. Kết quả này đến từ nỗ lực chuyển dịch cơ cấu khách hàng, giảm tỷ trọng tại phân khúc giá thấp (Trung Quốc) để tập trung vào các thị trường có biên lợi nhuận cao hơn như Mỹ và Brazil.
 - Ngược lại, biên lợi nhuận mảng cá rô phi đối mặt với áp lực thu hẹp khi lợi thế thuế quan với Trung Quốc không còn. Mặc dù chi phí đầu vào (giá nguyên liệu) giảm 3% YoY nhờ giá bã đậu tương hạ nhiệt (-4% YoY), nhưng giá bán ra giảm mạnh hơn (-8% YoY, đạt 5,2 USD/kg). Giá bán dự kiến giảm dần về 4 USD/kg năm 2027 tương đương giá bán Trung Quốc

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sản lượng và giá bán rô phi sụt giảm do Trung Quốc chiếm lại thị phần.

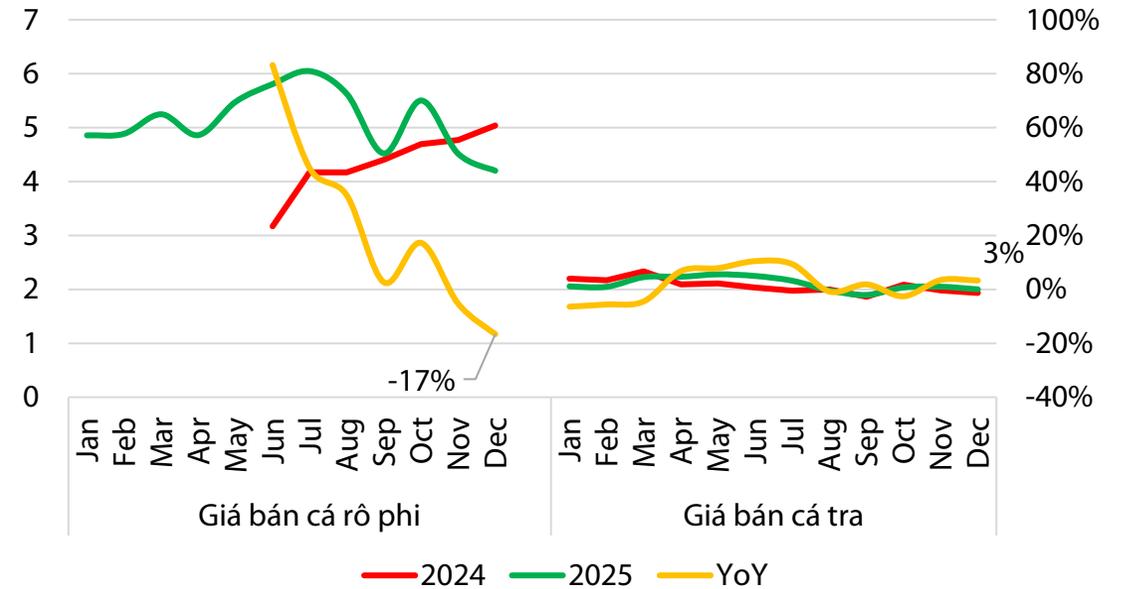
Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tăng trưởng					
								2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu thuần	4.911	6.952	7.985	8.511	9.312	10.205	11.185	42%	15%	7%	9%	10%	10%
- Doanh thu cá tra	2.740	3.349	3.668	4.094	4.567	5.091	5.659	22%	10%	12%	12%	11%	11%
Sản lượng cá tra (nghìn tấn)	60	66	65	71	78	85	93	9%	0%	9%	9%	9%	9%
Giá bán cá tra (USD/kg)	1,85	2,01	2,14	2,18	2,21	2,25	2,29	8%	7%	2%	2%	2%	2%
- Doanh thu cá rô phi	339	1.434	2.039	2.096	2.364	2.665	3.006	324%	42%	3%	13%	13%	13%
Sản lượng cá tiêu thụ (nghìn tấn)	3.227	12.058	18.087	19.895	21.885	24.073	26.481	274%	50%	10%	10%	10%	10%
Giá bán cá (USD/kg)	4,25	4,68	4,31	4,01	4,09	4,17	4,25	10%	-8%	-7%	2%	2%	2%
- Doanh thu khác (chả cá, phụ phẩm, C&G)	1.833	2.168	2.278	2.320	2.381	2.448	2.521	18%	5%	2%	3%	3%	3%
Lợi nhuận gộp	561	1.623	1.953	2.240	2.460	2.740	3.057	189%	20%	15%	10%	11%	12%
+ Cá tra	276	740	1.144	1.199	1.323	1.494	1.689	168%	55%	5%	10%	13%	13%
+ Cá rô phi	35	537	707	597	677	768	870	1452%	32%	-15%	13%	13%	13%
Biên gộp cá tra	10%	19%	26%	25%	25%	26%	27%	+851 bps	+772 bps	-123 bps	+9 bps	+66 bps	+73 bps
Biên gộp cá rô phi	10%	37%	35%	28%	29%	29%	29%	+2722 bps	-279 bps	-616 bps	+15 bps	+15 bps	+15 bps
Chi phí BH&QLDN	366	451	519	596	698	816	895	23%	15%	15%	17%	17%	10%
Tỷ lệ BH&QLDN/doanh thu	7%	6%	7%	7%	8%	8%	8%	-97 bps	+2 bps	+50 bps	+50 bps	+50 bps	0 bps
EBIT	182	1.167	1.421	1.637	1.755	1.916	2.153	541%	22%	15%	7%	9%	12%
Thu nhập tài chính	(59)	(18)	(15)	15	20	25	(6)	-70%	-15%	-201%	32%	27%	-122%
Thu nhập khác	(41)	2	6	6	6	6	6	-106%	161%	0%	0%	0%	0%
LNST	52	999	1.125	1.321	1.419	1.551	1.716	1824%	13%	17%	7%	9%	11%
LNST CTM	48	999	1.125	1.321	1.419	1.551	1.716	1990%	13%	17%	7%	9%	11%
Biên LNST CTM	1%	14%	14%	16%	15%	15%	15%	+1340 bps	-29 bps	+144 bps	-29 bps	-3 bps	+14 bps

Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

Giá mục tiêu ước tính

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
Target P/E (8,x)	33.748	50%	16.900
DCF (WACC: 14%, EV/EBIDA: 6,x)	36.184	50%	18.100
Giá mục tiêu			35.000

Giá bán cá tra và cá rô phi theo tháng của ANV (USD/kg, trái) và tăng trưởng



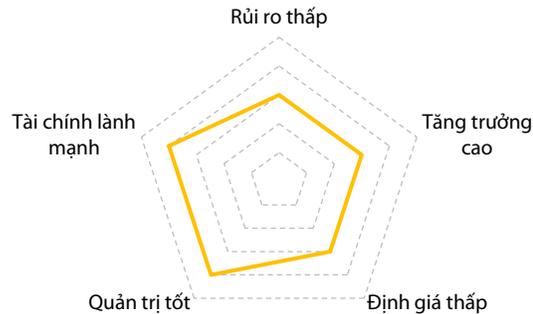
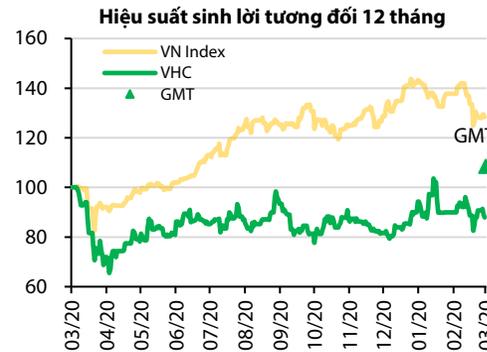
Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

Giá mục tiêu của ANV kỳ vọng đạt 35 nghìn đồng/cp theo kịch bản giá cá rô phi giảm từ 4,68 USD/kg về 4USD/kg năm 2027 (tương đương giá xuất khẩu của Trung Quốc), tương đương giảm lần lượt 8%/7% YoY trong năm 2026/2027. Tuy nhiên, lợi nhuận có thể biến động mạnh nếu giá cá rô phi giảm nhanh qua các tháng. Giá trung bình cá rô phi tháng 12/2025 của ANV đạt khoảng 4,2\$/kg (-5% MoM).

MUA: +29%
GTT: 57.500
GMT: 72.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2025A
2026F
2027F


Chỉ số	Giá trị
Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.906
SLCPĐLH (triệu CP)	224
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	1.454
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	89
SH NĐTNN còn lại (%)	79,7
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	43,75 - 69,9

Chỉ số	2025A	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	12.026	12.458	13.127
LNST (tỷ đồng)	1.363	1.502	1.702
ROA (%)	10,6	10,9	13,5
ROE (%)	15,0	14,5	19,6
EPS (đồng)	6.073	6.694	7.584
GTSS (đồng)	42.574	51.300	58.602
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	9,2	8,6	7,6
P/B (x)	1,3	1,1	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tăng trưởng 6% YoY nhờ giá bán quy đổi VND tăng theo tỷ giá USD/VND trong khi sản lượng ổn định

- Doanh thu tăng nhờ tỷ giá USD/VND tăng nhẹ 3% trong khi sản lượng cá tra xuất khẩu tăng nhẹ 2% YoY nhờ thị trường khác tăng trưởng bù đắp cho thị phần sụt giảm tại Mỹ. Thị phần sản lượng xuất khẩu 11T2025 của VHC đã giảm về mức 41% từ mức 45% trong 11T2024. Giá bán các thị trường sẽ duy trì tăng trưởng 2%/năm giai đoạn 2026-2030 theo mức tăng lạm phát, ngoại trừ thị trường Mỹ ổn định trong năm 2026 do sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong nước.
- Các mảng doanh thu khác như Phụ phẩm, SGC và C&G kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026 nhờ tình hình kinh tế cải thiện.

Biên gộp tăng nhẹ nhờ chi phí nuôi giảm

- Biên gộp cải thiện từ 16,5% trong năm 2025 lên 17,5% trong năm 2026 nhờ giá thức ăn cá tra giảm theo giá bã đậu tương và giá cá nguyên liệu mua ngoài (chiếm 30% tỷ lệ cá tra nguyên liệu của VHC) giảm nhẹ nhờ thời tiết thuận lợi và giá bán cá tra quy đổi sang VND tăng theo mức tăng 3% từ tỷ giá USD/VND.
- Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu của VHC sẽ tăng từ 4,7% năm 2025 lên 4,8% năm 2026 do công ty cần đa dạng thêm nhiều thị trường cũng như là giữ thị phần tại Mỹ giảm chậm hơn kỳ vọng đạt 1.704 tỷ đồng (+9% YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu tiêu thụ ở thị trường Mỹ thấp hơn dự phóng của chúng tôi do kinh tế chậm hồi phục và rủi ro địa chính trị khiến lạm phát tăng cao.
- VHC tham gia mảng kinh mới như cá rô phi

Đơn vị: Tỷ đồng	2024A	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	YoY					
								2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2023F
Doanh thu	12.587	12.074	12.507	13.179	13.868	14.592	15.284	-4%	4%	5%	5%	5%	5%
+Fillet đông lạnh	7.040	6.393	6.566	6.891	7.218	7.559	7.897	-9%	3%	5%	5%	5%	4%
- Sản lượng (nghìn tấn)	98	86	84	86	88	90	92	-13%	-1%	2%	2%	2%	2%
- Giá bán (USD/kg)	2,80	2,85	2,87	2,93	2,99	3,04	3,10	2%	1%	2%	2%	2%	2%
+Phụ phẩm	1.850	1.953	2.006	2.105	2.205	2.309	2.369	6%	3%	5%	5%	5%	3%
+C&G	774	780	861	927	998	1.074	1.156	1%	10%	8%	8%	8%	8%
+SGC	708	744	804	875	954	1.041	1.138	5%	8%	9%	9%	9%	9%
+Cá tra GTGT	146	135	139	143	148	152	157	-7%	3%	3%	3%	3%	3%
+Khác	2.069	2.069	2.132	2.238	2.345	2.456	2.568	0%	3%	5%	5%	5%	5%
Doanh thu thuần	12.535	12.026	12.458	13.127	13.813	14.534	15.224	-4%	4%	5%	5%	5%	5%
Lợi nhuận gộp	1.891	1.983	2.182	2.430	2.654	2.844	3.095	5%	10%	11%	9%	7%	9%
Biên gộp	15%	16%	18%	19%	19%	20%	20%	+140 bps	+103 bps	+99 bps	+70 bps	+36 bps	76 bps
- Biên gộp cá tra & Khác	12%	14%	16%	17%	17%	18%	19%	+130 bps	+185 bps	+111 bps	+80 bps	34 bps	80 bps
+ Giá bán sau tỷ giá (nghìn VND/kg)	68,8	72,0	74,9	76,8	78,6	80,4	82,3	5%	4%	3%	2%	2%	2%
+ Giá vốn cá tra ước tính (nghìn VND/kg)	31	33	34	34	34	35	35	4%	3%	1%	1%	2%	1%
- Biên gộp C&G	42%	40%	38%	38%	38%	38%	38%	-200 bps	-200 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps
- Biên gộp SGC	26%	30%	27%	26%	26%	26%	26%	+369 bps	-310 bps	-33 bps	-72 bps	+16 bps	+16 bps
Chi phí BH&QLDN	639	568	600	659	693	729	764	-11%	6%	10%	5%	5%	5%
Tỷ lệ BH&QLDN/doanh thu	5,1%	4,7%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	-37 bps	+10 bps	+20 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps
EBITDA	1.583	1.870	2.043	2.297	2.550	2.766	3.042	18%	9%	12%	11%	8%	10%
Thu nhập tài chính	355	310	364	364	373	403	477	-13%	17%	0%	2%	8%	18%
LNST	1.309	1.451	1.615	1.783	1.948	2.103	2.347	11%	11%	10%	9%	8%	12%
LNST CTM	1.234	1.363	1.502	1.702	1.865	2.019	2.264	10%	10%	13%	10%	8%	12%
Biên LNST CTM	10%	11%	12%	13%	13%	14%	15%	+149 bps	+73 bps	+91 bps	+53 bps	+39 bps	+98 bps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Sản lượng xuất khẩu VHC tại các thị trường chính

Mục lục	Thị trường	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tăng trưởng					
									2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng sản lượng VHC xuất khẩu		98	86	84	86	88	90	92	-13,1%	-1,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,1%
Sản lượng vào các thị phần	US	52,0	45,6	44,1	44,8	45,4	46,1	46,6	-12,3%	-3,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%
	EU	10,4	12,0	12,2	12,3	12,4	12,4	12,5	15,4%	1,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
	TQ	14,9	8,1	8,1	8,2	8,2	8,3	8,3	-45,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,6%
	Khác	21,1	19,8	20,0	21,2	22,4	23,7	24,9	-6,3%	1,2%	5,9%	5,7%	5,5%	5,3%
Thị phần sản lượng fillet của VHC/tổng cá tra xuất khẩu	US	44,9%	42,2%	40,2%	40,2%	40,2%	40,2%	40,2%	-266 bps	-200 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps
	EU	12,0%	14,1%	14,2%	14,3%	14,4%	14,5%	14,6%	+217 bps	+10 bps	+10 bps	+10 bps	+10 bps	+10 bps
	TQ	5,3%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	-235 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps
	Khác	5%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	-82 bps	+20 bps	+20 bps	+20 bps	+20 bps	20 bps

Nguồn: Agromonitor, TCHQ, CTCK Rồng Việt

Tóm tắt định giá VHC

Phương pháp		Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
- SoTP	Target P/E	66.783	50%	33.400
+ SGC	13,0	8.907		
+ C&G	13,0	12.423		
+ Cá tra	9,0	66.783		
-5Y DCF (WACC: 14,6%; EV/EBITDA: 5x)		78.200	50%	39.100
Giá mục tiêu				72.500

Nguồn: CTCK Rồng Việt

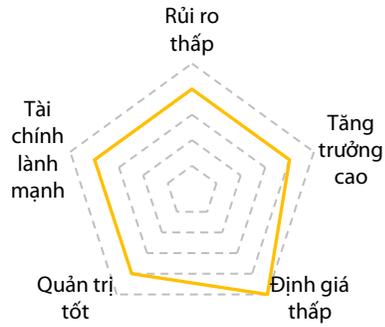
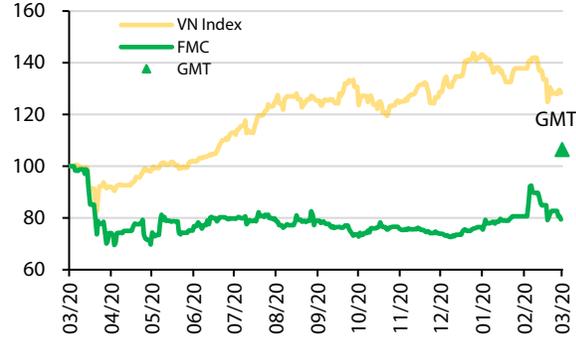
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.423
SLCPĐLH (triệu CP)	65
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	116
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	5
SH NĐTNN còn lại (%)	18,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	32,4 - 48,2

TÀI CHÍNH

	2025A	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.185	8.649	8.924
LNST (tỷ đồng)	366	542	438
ROA (%)	8,5	9,0	9,4
ROE (%)	16,2	12,4	11,6
EPS (đồng)	5.592	8.292	6.691
GTSS (đồng)	35.933	51.302	55.461
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	6,3	4,5	5,5
P/B (x)	1,0	0,7	0,7

(*) EPS đã loại khoản thu nhập bất thường từ hoàn nhập thuế CBPG trong 2026

MUA: +35%
GHT: 37.000
GMT: 50.300
Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng


LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tăng trưởng chậm lại do chuyển dịch thị trường xuất khẩu

- Doanh thu tăng nhẹ 6% YoY, nhờ sản lượng tôm tiêu thụ tăng 5% YoY chủ yếu từ chiếm thị phần doanh nghiệp trong nước tại Mỹ và tăng xuất khẩu vào EU và Nhật Bản.
- Tại Mỹ, thuế CBPG kỳ 19 của FMC đạt 4,58% và thấp hơn 2 doanh nghiệp tôm STAPIMEX và Thông Thuận đạt 25,76%.
- Sản lượng tăng trưởng tại Nhật Bản và EU nhờ lượng khách hàng trung thành lâu năm và nhu cầu tôm tinh chế ổn định trong khi mức nền cao đối với sản phẩm tôm chế biến tại Mỹ sẽ ảnh hưởng lên tăng trưởng. Thị phần giá trị xuất khẩu tôm thẻ 11T2025 của FMC tại Mỹ đã tăng từ lên 15% từ mức 10% trong 11T2024 với giá trị xuất khẩu đạt 98 triệu USD (+53% YoY)

Sản lượng tôm tự nuôi tăng cao nhờ thời tiết thuận lợi sẽ biên lợi nhuận

- Biên gộp mảng tôm năm 2026 kỳ vọng ổn định quanh mức 9,8% của năm 2025 nhờ giá bán giảm theo giá tôm nguyên liệu. Giá tôm nguyên liệu giảm nhờ sản lượng tôm tự nuôi tăng và giá tôm nguyên liệu mua ngoài giảm nhẹ 3% nhờ thời tiết thuận lợi (ít mưa, lũ so với năm 2025) và giá thức ăn giảm do giá nông sản giảm. Tỷ lệ tự chủ tôm nguyên liệu ổn định nhờ sản lượng tôm tự nuôi tăng theo sản lượng xuất khẩu do doanh nghiệp kỳ vọng tôm giống mới từ Hawaii sẽ giúp nuôi tôm từ 2 vụ/năm lên 2,5 vụ/năm.

Định giá hấp dẫn với rủi ro thuế quan giảm dần

LNST năm 2026 tăng trưởng mạnh 48% nhờ hoàn thuế 150 tỷ thuế CBPG POR 19 đã trích trong năm 2025. Nếu loại bỏ hoàn nhập thuế thì LNST tăng trưởng nhẹ tại 7%. Rủi ro thuế CBPG kỳ kế tiếp giảm dần khi FMC trở thành bị đơn bắt buộc đối với thuế CBPG kỳ 20 nhờ đứng thứ 3 trong doanh nghiệp xuất khẩu tôm sang Mỹ.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thuế tại Mỹ không tích cực như kỳ vọng. Nhu cầu và giá bán tôm không tốt như dự kiến. Hiệu quả nuôi tôm thấp hơn dự kiến.

Tóm tắt dự phóng FMC

	2023A	2024A	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tăng trưởng					
									2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	5.087	6.913	8.185	8.649	8.838	9.118	9.274	9.417	18%	6%	2,2%	3,2%	1,7%	1,5%
- Tôm	4.928	6.772	8.064	8.528	8.716	8.997	9.153	9.296	19%	6%	2%	3%	2%	2%
Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn)	17,3	22,2	24,5	26,0	26,4	27,0	27,4	27,8	11%	6%	1%	2%	2%	2%
Giá bán tôm trung bình (USD/kg)	11,2	12,2	12,9	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	5%	-2,1%	0,2%	0,3%	-0,3%	-0,5%
- Nông sản	159	141	121	121	121	121	121	121	-14%	0%	0%	0%	0%	0%
Lợi nhuận gộp	493	752	803	850	872	937	961	971	7%	6%	3%	7%	3%	1%
Biên gộp	9,7%	10,9%	9,8%	9,8%	9,9%	10,3%	10,4%	10,3%	-106 bps	+2 bps	+3 bps	+41 bps	+9 bps	-6 bps
- Tôm	9,1%	10,5%	9,3%	9,4%	9,5%	10,0%	10,1%	10,1%	-115 bps	+11 bps	+7 bps	+45 bps	+12 bps	-3 bps
- Nông sản	27,7%	30,3%	42,7%	37,7%	35,7%	33,7%	31,7%	29,7%	+1245 bps	-500 bps	-200 bps	-200 bps	-200 bps	-200 bps
Chi phí BH&QLDA/doanh thu	201	388	480	310	475	490	498	506	24%	-35%	53%	3%	2%	2%
Tỷ lệ chi phí BH&QLDA/doanh thu	3,9%	5,6%	5,9%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	+25 bps	-50 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps
LNST CDM	276	306	366	542	467	485	508	518	20%	48%	-14%	4%	5%	2%
Biên LNST CDM	5,4%	4,4%	4,5%	6,3%	5,3%	5,3%	5,5%	5,5%	+5 bps	+180 bps	-99 bps	+4 bps	+16 bps	+2 bps

Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Tóm tắt định giá FMC

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá (Đồng/cổ phiếu)
Target P/E (8,0x)	50%	24.000
-5Y DCF (WACC: 14%, EV/EBITDA 4,9x)	50%	26.300
Giá mục tiêu	100%	50.300

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Giá mục tiêu của FMC đã loại bỏ khoản hoàn thuế 150 tỷ đồng trong LNST năm 2026.

Đơn vị: triệu USD							Tỷ trọng theo năm					
	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng sản lượng xuất khẩu tôm (nghìn tấn)	24,5	26,0	26,4	27,0	27,4	27,8						
YoY	10,7%	5,9%	1,5%	2,4%	1,5%	1,5%						
Tổng kim ngạch XK tôm (triệu USD)	315	327	333	342	346	349						
YoY	16,8%	3,7%	1,7%	2,7%	1,2%	1,1%						
Giá bán tôm (000vnd/kg)	329	328	331	333	334	334						
YoY giá bán	7,6%	-0,2%	0,7%	0,8%	0,2%	0,0%						
Cơ cấu xuất khẩu theo thị trường												
Giá trị xuất khẩu Mỹ	132	137	135	131	128	123	42%	42%	40%	38%	37%	35%
% tăng giá trị	40%	4%	-2%	-2%	-3%	-4%						
Sản lượng (nghìn tấn)	9,7	10,6	10,4	10,2	10,0	9,7	40%	41%	40%	38%	36%	35%
% tăng sản lượng	20%	9%	-2%	-2%	-2%	-3%						
Giá bán (USD/kg)	13,6	12,9	12,9	12,9	12,8	12,7						
% tăng giá	17%	-5%	0%	-1%	-1%	-1%						
Giá trị xuất khẩu Châu Âu	69	69	72	75	77	80	22%	21%	22%	22%	22%	23%
% tăng giá trị	-17%	0%	3%	4%	4%	4%						
Sản lượng (nghìn tấn)	5,0	5,0	5,2	5,3	5,5	5,7	20%	19%	20%	20%	20%	20%
% tăng sản lượng	-20%	1%	3%	3%	3%	3%						
Giá bán (USD/kg)	13,9	13,8	13,8	13,9	14,1	14,2						
% tăng giá	4%	-1%	0%	1%	1%	1%						
Giá trị xuất khẩu Nhật	63	64	65	70	70	70	20%	20%	20%	20%	20%	20%
% tăng giá trị	-17%	1%	2%	7%	0%	1%						
Sản lượng (nghìn tấn)	5,2	5,2	5,3	5,6	5,6	5,7	21%	20%	20%	21%	21%	21%
% tăng sản lượng	-21%	1%	1%	6%	1%	2%						
Giá bán (USD/kg)	12,2	12,2	12,3	12,5	12,3	12,2						
% tăng giá	5%	0%	1%	1%	-1%	-1%						

Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT



Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE**