

DỆT MAY

CHỜ NGÀY NẰNG LÊN



Cao Ngọc Quân – quan.cn@vdsc.com.vn

TỔNG QUAN

Ngành dệt may vừa phục hồi sau giai đoạn suy thoái toàn cầu do lạm phát cao thì tiếp tục đối mặt với làn sóng chiến tranh thương mại Mỹ – Trung 2.0. Khác với chu kỳ trước, tác động lần này rộng hơn khi phạm vi áp thuế được mở rộng trên quy mô toàn cầu. Diễn biến xuất khẩu dệt may sang Mỹ biến động mạnh: tăng vọt trong nửa đầu năm 2025 nhờ doanh nghiệp đẩy nhanh giao hàng trước thời điểm áp thuế, nhưng giảm tốc trong nửa cuối năm khi tồn kho của các nhà nhập khẩu gia tăng. Trải qua biến động của năm 2025, Việt Nam thể hiện khả năng ứng phó cao khi giá trị xuất khẩu hàng dệt may, giày dép lần lượt đạt 39 tỷ USD (+8% YoY) và 24 tỷ USD (+6% YoY). Ổn định mức thuế đối ứng 20% với Mỹ là cơ sở đưa Việt Nam trở thành nhà cung cấp có thị phần lớn nhất tại thị trường này, đạt 21,3% (+140 bps YoY). Trong khi đó, mặc dù Trung Quốc và Bangladesh tiếp tục chiếm lĩnh thị trường Châu Âu nhờ chi phí giá rẻ, nhưng Việt Nam vẫn có khả năng mở rộng thị phần, tăng thêm 12 bps YoY, đạt 4,8%, thể hiện chiến lược nâng cao giá trị sản phẩm thay vì cạnh tranh thuần túy về giá.

Năm 2026, ngành dệt may toàn cầu đứng trước viễn cảnh sáng/tối đan xen với trở ngại về gia tăng thận trọng trong tiêu dùng khi rủi ro căng thẳng địa chính trị còn dai dẳng. Ở chiều ngược lại, yếu tố thuế quan đã giảm bớt và doanh nghiệp bắt đầu chủ động xây dựng phương án ứng phó với biến động chính sách là điểm tích cực trong bức tranh này. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ duy trì được những lợi thế cạnh tranh định tính như năng lực đáp ứng đơn hàng quy mô lớn, chất lượng sản phẩm đáp ứng tiêu chuẩn khắt khe, và đặc biệt là môi trường chính trị ổn định để cụ thể hóa thành kết quả định lượng bằng việc thị phần tại Mỹ và Châu Âu lần lượt được mở rộng thêm 50 bps và 10 bps svck. Giá trị xuất khẩu hàng dệt may thị trường Mỹ và Châu Âu lần lượt đạt 17,7 tỷ USD (+7% YoY) và 4,7 tỷ USD (-3% YoY). Sự phân hóa thể hiện biến động trái chiều về nhu cầu nhập khẩu giữa thị trường Mỹ và Châu Âu trong năm 2026.

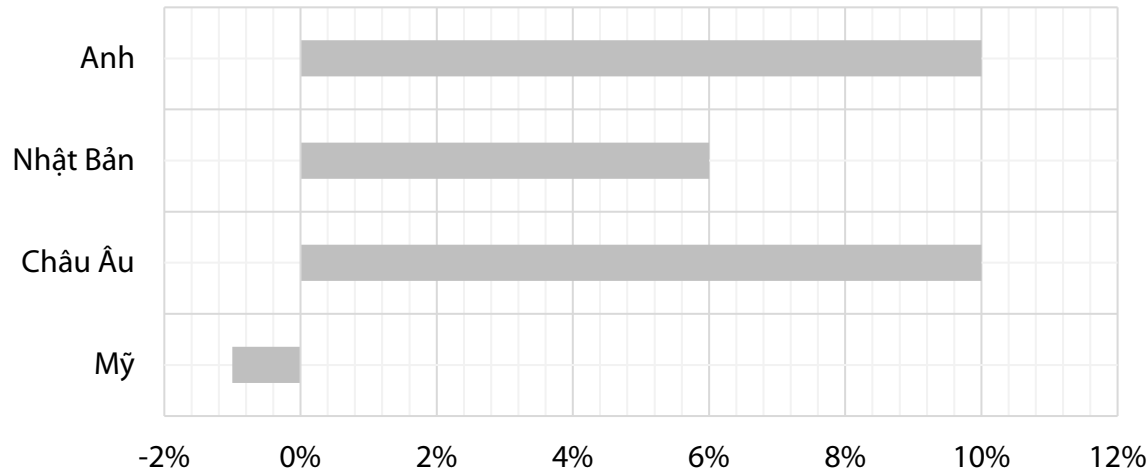
ĐIỂM NHẤN 2026

- **Tại thị trường Châu Âu:** Giá trị nhập khẩu dệt may dự phóng đạt 95 tỷ USD (-6% YoY), quay về mức bình quân 2021–2025 sau khi tăng cao bất thường trong năm 2025. Áp lực hấp thụ gia tăng khi thu nhập (+1% YoY) tăng chậm hơn lạm phát (+2% YoY), làm suy yếu sức mua thực tế. Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế chỉ khoảng 1,2% năm 2026, nhu cầu nhập khẩu sẽ có xu hướng điều chỉnh giảm từ mức nền cao của năm 2025.
- **Tại thị trường Mỹ:** Giá trị nhập khẩu dệt may dự phóng đạt 82 tỷ USD (+5% YoY), phục hồi từ mức của 2025 (mức nhập khẩu thấp nhất trong vòng 10 năm) và quay về mức bình quân dài hạn. Động lực đến từ dư địa nhập khẩu sau giai đoạn suy giảm mạnh, cùng với nền tảng tiêu dùng ổn định hơn so với Châu Âu khi thu nhập khả dụng tiếp tục tăng (+1% YoY) và tín dụng hỗ trợ chi tiêu (+3% YoY). Đồng thời, tỷ trọng chi tiêu cho hàng hóa duy trì ở mức 2,7% tổng thu nhập và đã ngừng xu hướng giảm, cho thấy nhu cầu đang dần ổn định và tạo tiền đề cho phục hồi nhập khẩu.
- Nhóm cổ phiếu dệt may chịu áp lực từ bất định kinh tế – địa chính trị từ tháng 04/2025, khiến định giá chưa phản ánh đầy đủ tăng trưởng KQKD. Các cổ phiếu được giao dịch với P/E và EV/EBITDA forward 2026 thấp hơn 30 – 40% so với trung bình 5 năm của ngành, cho thấy mức định giá hấp dẫn. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với MSH, TNG và ADS.

RỦI RO

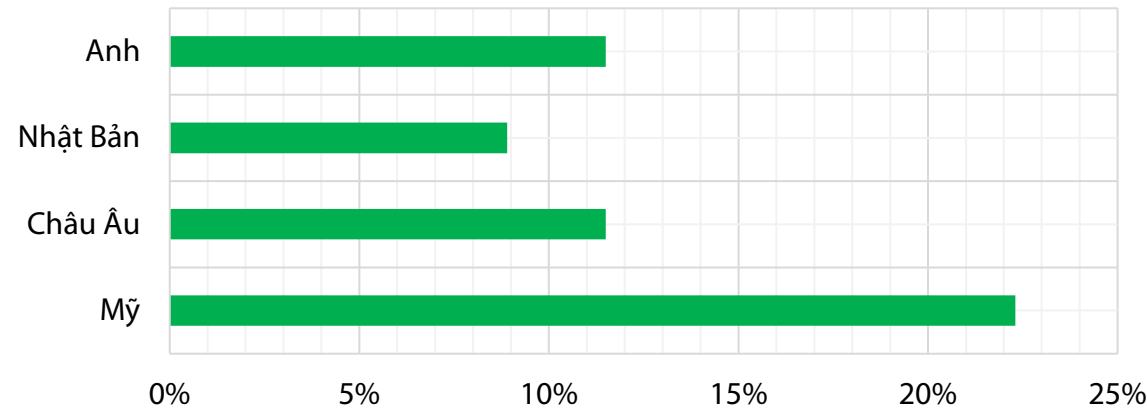
- Chi phí tăng cao gây sức ép lên nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ, kéo theo đà giảm của các đơn hàng thời trang – dệt may.
- Ở các thị trường ngoài Mỹ, doanh nghiệp Việt Nam còn phải đối mặt với áp lực cạnh tranh về giá từ hàng Trung Quốc, vốn đang mở rộng mạnh sang các thị trường thay thế.

Nhập khẩu hàng may mặc các quốc gia lớn 10M2025 (YoY%)



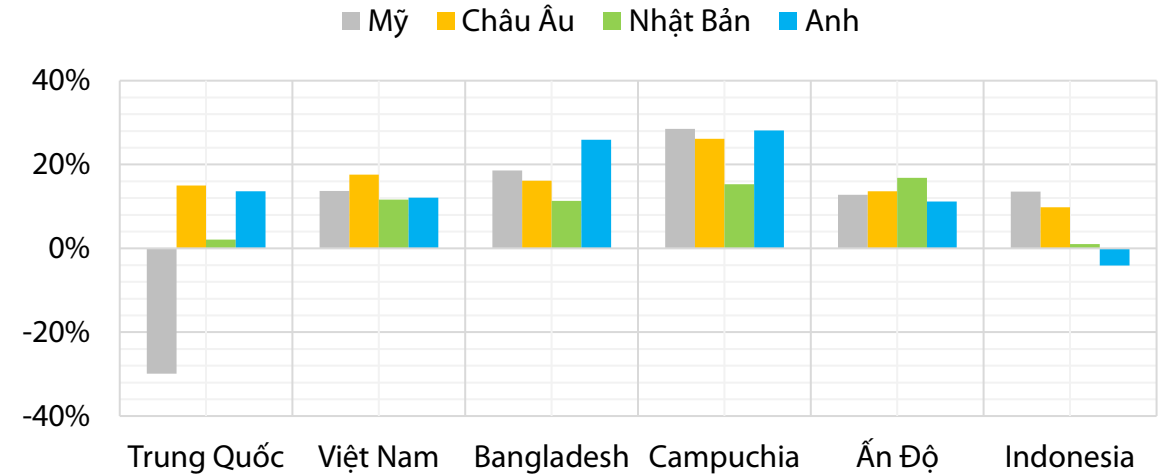
Nguồn: USITC, CTCK Rông Việt

Thuế suất bình quân cho hàng may mặc tại một số quốc gia sau chính sách thuế quan của Mỹ



Nguồn: USITC, CTCK Rông Việt

Xuất khẩu dệt may sang các quốc gia lớn 10M2025 (YoY%)



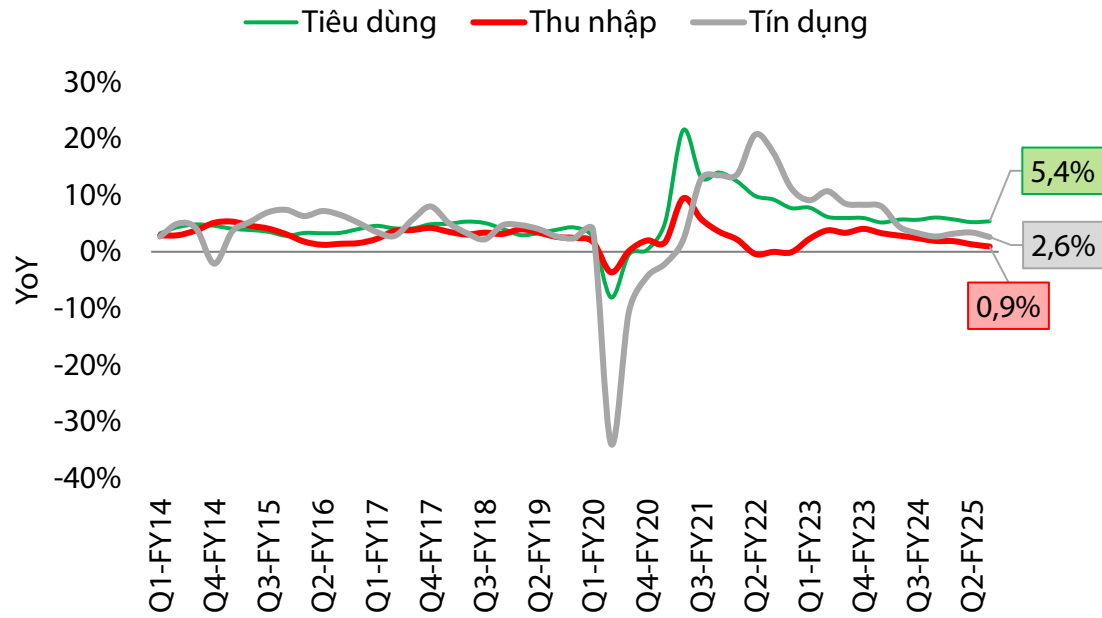
Nguồn: USITC, CTCK Rông Việt

Thuế quan leo thang dưới thời Tổng thống Trump kìm hãm nhu cầu nhập khẩu may mặc của Mỹ.

- Thuế suất bình quân của năm 2025 đối với hàng dệt may nhập khẩu vào Mỹ là 22%, cao hơn gấp đôi so với mức thuế suất tại châu Âu, Anh và Nhật Bản. Giá cả hàng hóa cao hơn đã thu hẹp chi tiêu cho quần áo của người tiêu dùng Mỹ.
- Giá trị nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ giảm 1% YoY trong khi tăng trưởng nhập khẩu của các thị trường khác đạt 6 – 10% YoY.

Chịu tác động từ thuế quan Mỹ, các quốc gia sản xuất tại Châu Á thể hiện khả năng thích ứng cao khi phần lớn đều duy trì tăng trưởng dương trong 10T2025.

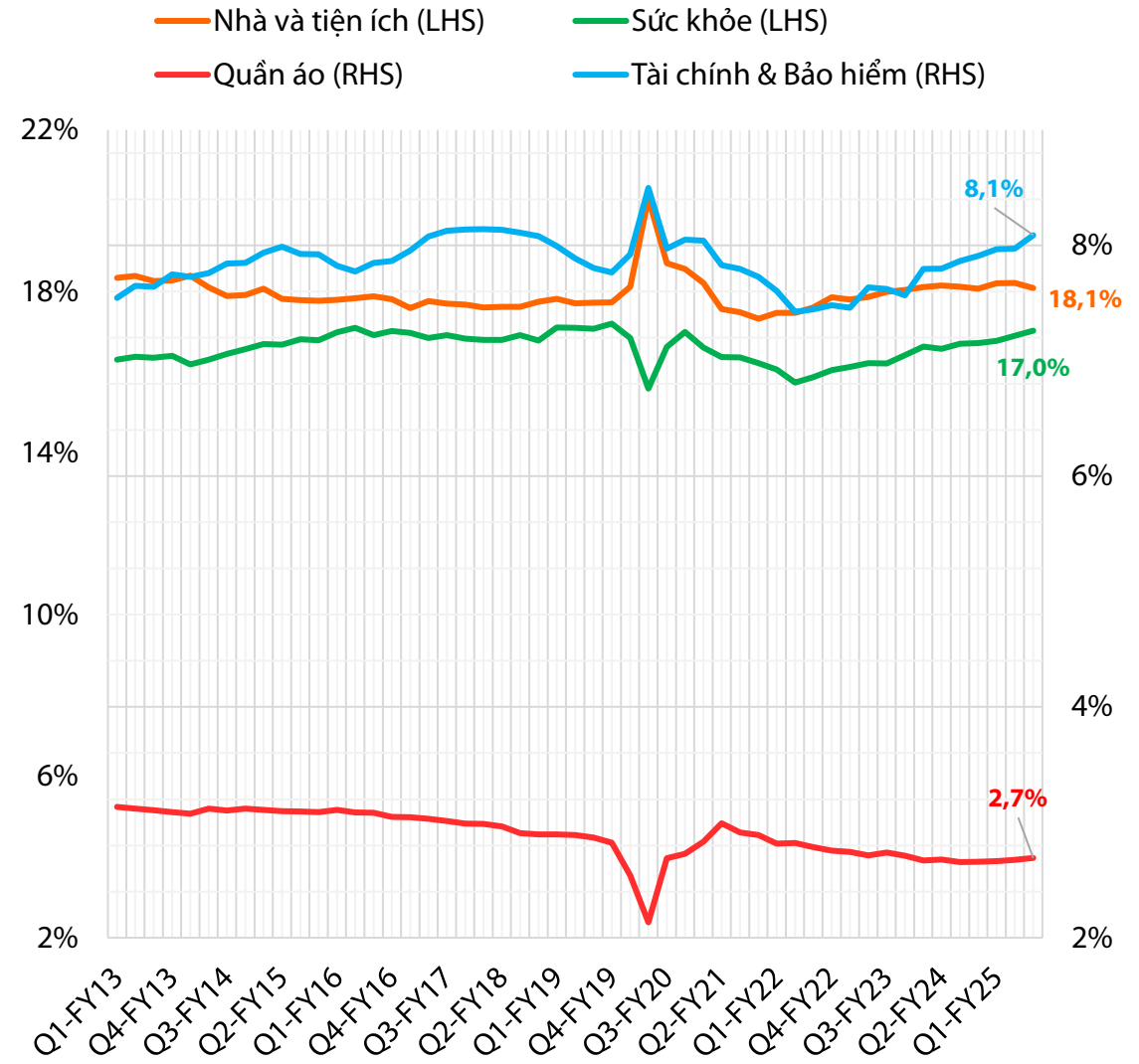
Tăng trưởng tiêu dùng, thu nhập thực và nợ thẻ tín dụng



Nguồn: US BEA, CTCK Rông Việt

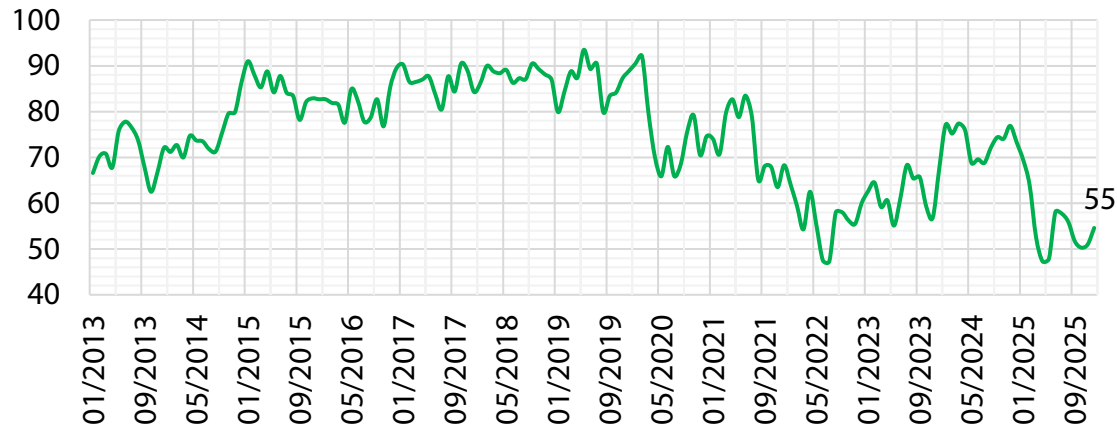
- Lũy kế 9T2025, tiêu dùng cá nhân tại Mỹ tăng 5% YoY, cho thấy cầu nội địa duy trì đà tăng ổn định. Tăng trưởng được hỗ trợ bởi thu nhập khả dụng thực tế tăng 1% YoY và mở rộng tín dụng tiêu dùng (+3% YoY).
- Cơ cấu chi tiêu nghiêng về các nhóm thiết yếu và có tính bền vững, trong đó nhà ở và tiện ích chiếm 18%, đồng thời gia tăng chi tiêu cho y tế, tài chính và bảo hiểm. Ngược lại, quần áo và giày dép duy trì tỷ trọng thấp (~2,7%) và đi ngang từ Q1-FY24, phản ánh xu hướng tiêu dùng chọn lọc.

Phân bổ chi tiêu của người dân Mỹ (% tổng thu nhập)



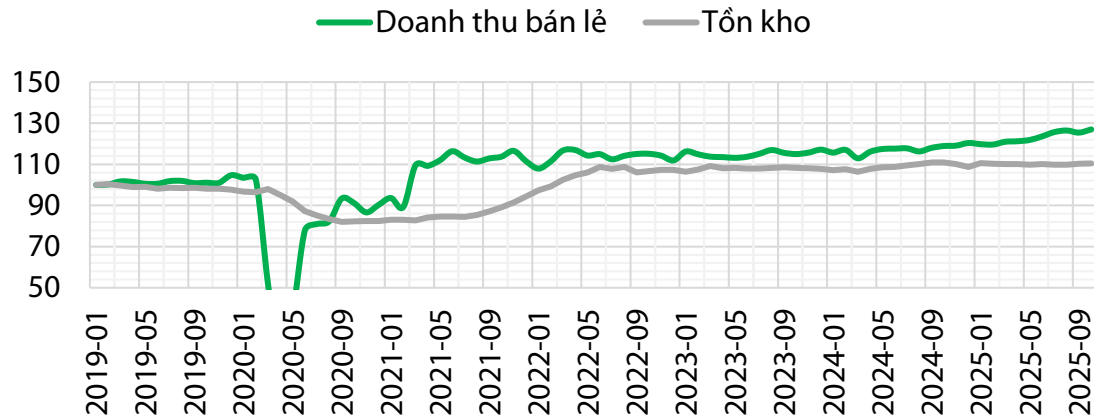
Nguồn: US BEA, CTCK Rông Việt

Niềm tin tiêu dùng có sự cải thiện nhẹ vào cuối năm 2025 nhưng vẫn ở mức thấp



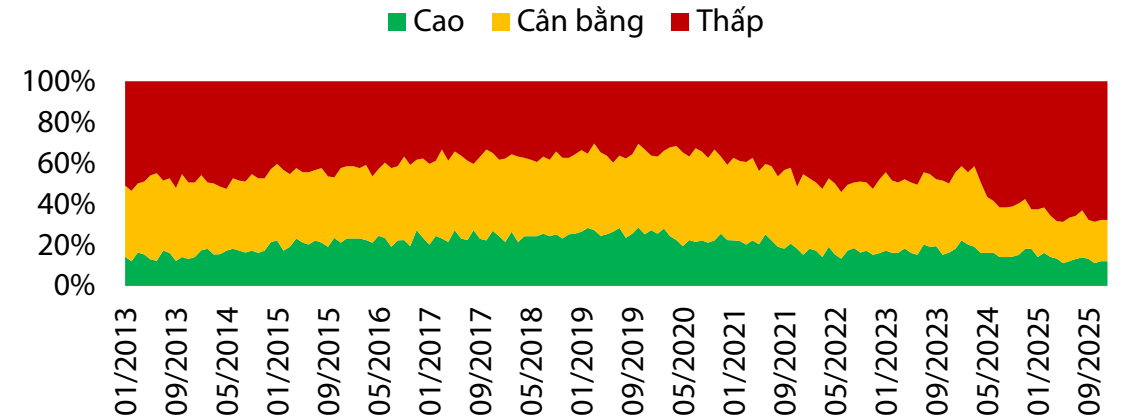
Nguồn: Đại học Michigan, CTCK Rồng Việt

Doanh thu bán lẻ tăng trưởng nhẹ khi người dân tăng chi tiêu nhưng hàng tồn kho được quản lý một cách chặt chẽ...



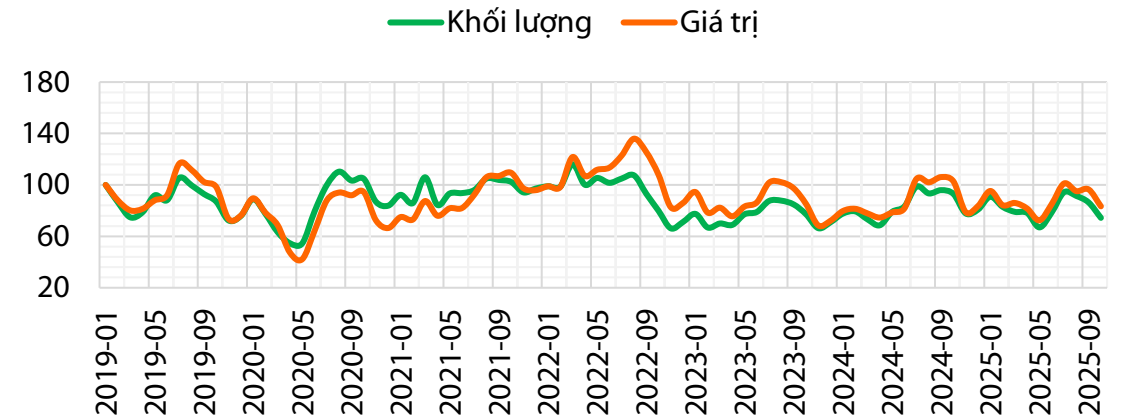
Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt, 01/2019 = 100

Khảo sát cho thấy, khoảng 70% người tiêu dùng cho rằng tăng trưởng thu nhập sẽ thấp hơn so với lạm phát



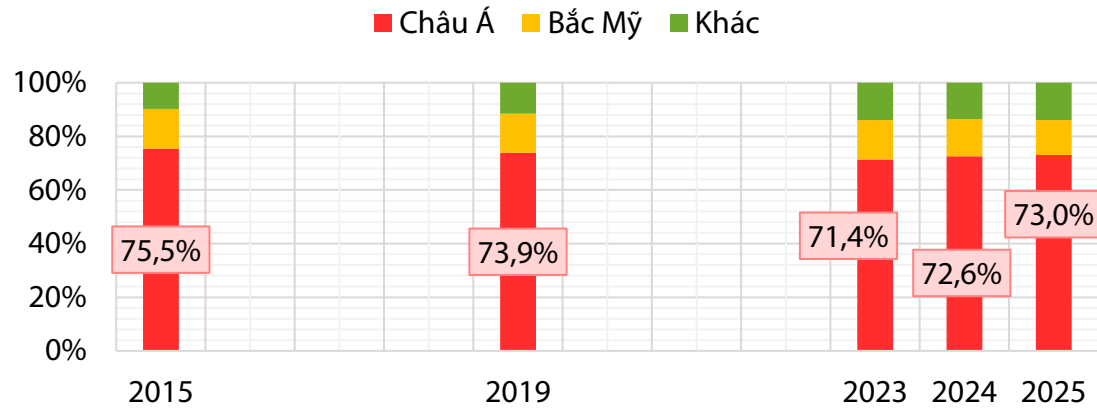
Nguồn: Đại học Michigan, CTCK Rồng Việt

...nên biến động của hoạt động nhập khẩu hàng may mặc biến động chủ yếu mang tính mùa vụ, chưa bền vững



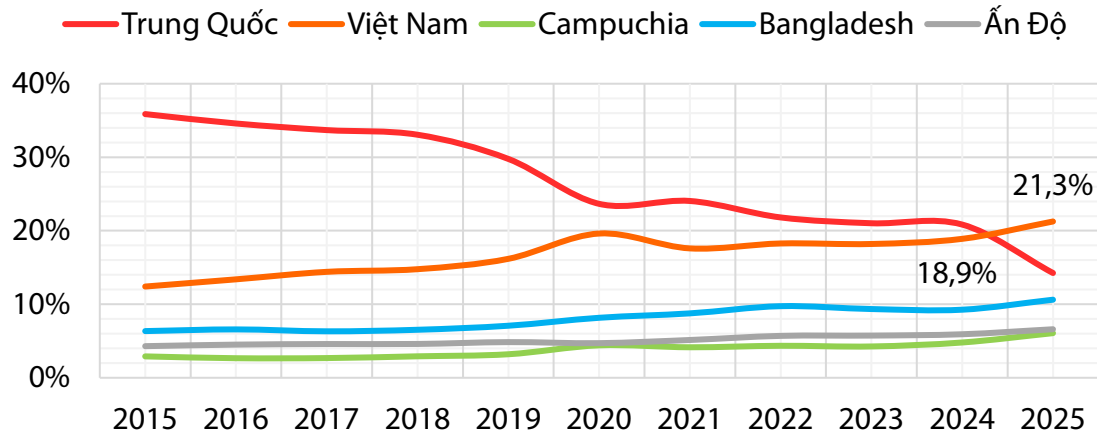
Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt, 01/2019 = 100

Châu Á giữ vai trò trung tâm sản xuất may mặc cho Mỹ khi chiếm 73% giá trị nhập khẩu trong 10T2025 của Mỹ



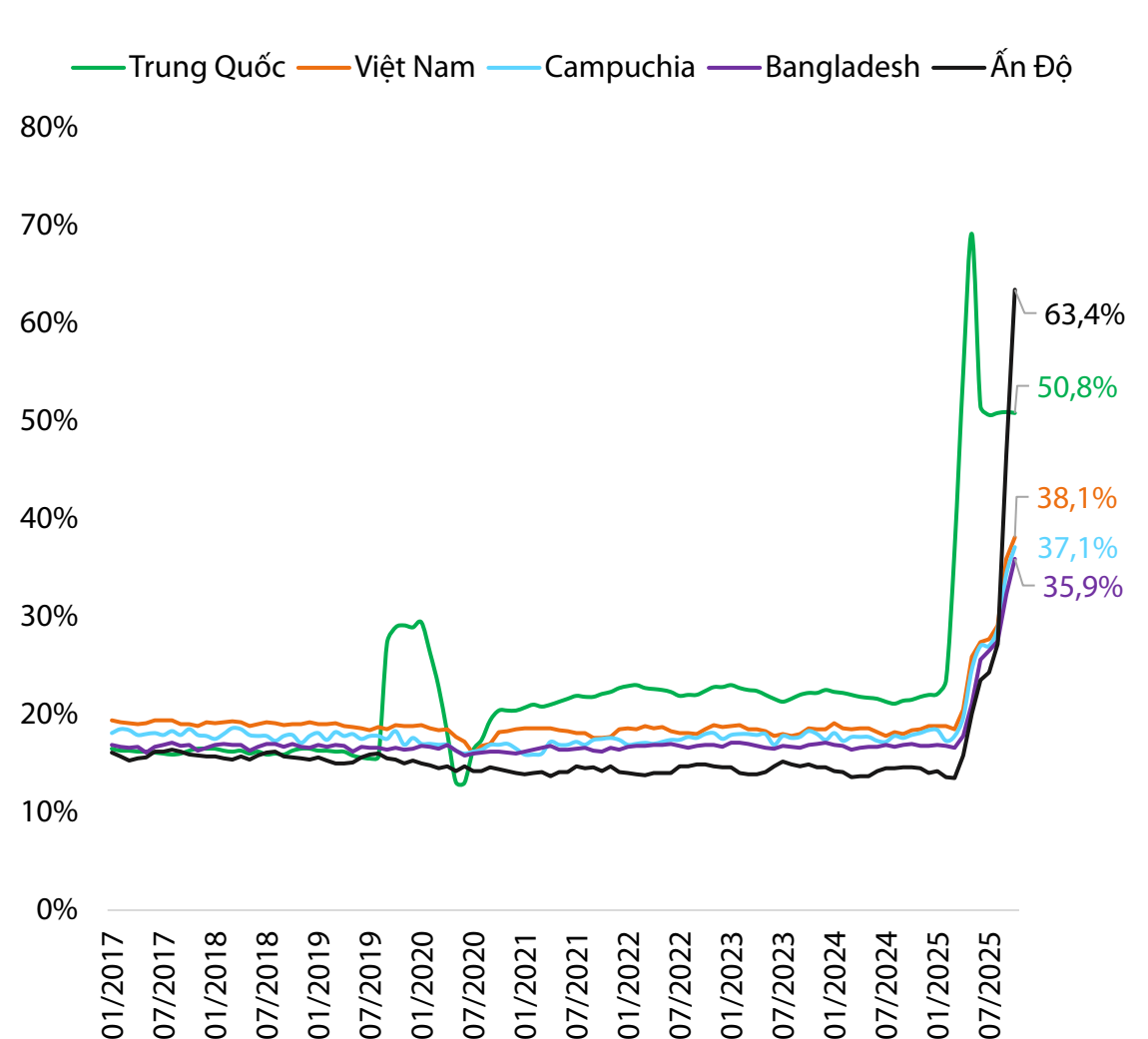
Nguồn: OTEXA, CTCK Rông Việt

Việt Nam hưởng lợi từ xu hướng giảm phụ thuộc vào Trung Quốc, vươn lên dẫn đầu về thị phần tại Mỹ, tăng từ 19% lên 21%



Nguồn: OTEXA, CTCK Rông Việt

Việt Nam hưởng lợi nhờ mức thuế khả dụng thấp hơn Trung Quốc và Ấn Độ, qua đó gia tăng sức cạnh tranh và thu hút đơn hàng từ Mỹ



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rông Việt

Tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc của mỗi quốc gia và các thị trường chính (10T2025)

		Quốc gia nhập khẩu			
		Mỹ	Châu Âu	Anh	Nhật Bản
Quốc gia xuất khẩu	Trung Quốc	-29.9%	15.0%	13.60%	2.1%
	Việt Nam	13.7%	17.6%	12.10%	11.6%
	Bangladesh	18.6%	16.1%	25.90%	11.3%
	Campuchia	28.5%	26.1%	28.10%	15.3%
	Ấn Độ	12.8%	13.6%	11.20%	16.8%
	Indonesia	13.5%	9.8%	-4.12%	0.9%
	Pakistan	14.0%	16.9%	15.10%	-2.2%

Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt

Tỷ trọng thị trường Châu Âu trong cơ cấu xuất khẩu hàng dệt may của từng quốc gia

Quốc gia	2023	2024	2025	2025 vs 2024
China	17.1%	17.5%	18.9%	1.47
Việt Nam	11.4%	11.5%	11.9%	0.45
Campuchia	31.4%	32.5%	31.4%	-1.1
Ấn Độ	28.2%	28.1%	28.5%	0.37
Indonesia	12.3%	11.9%	11.9%	0.02
Pakistan	42.8%	43.9%	43.1%	-0.87

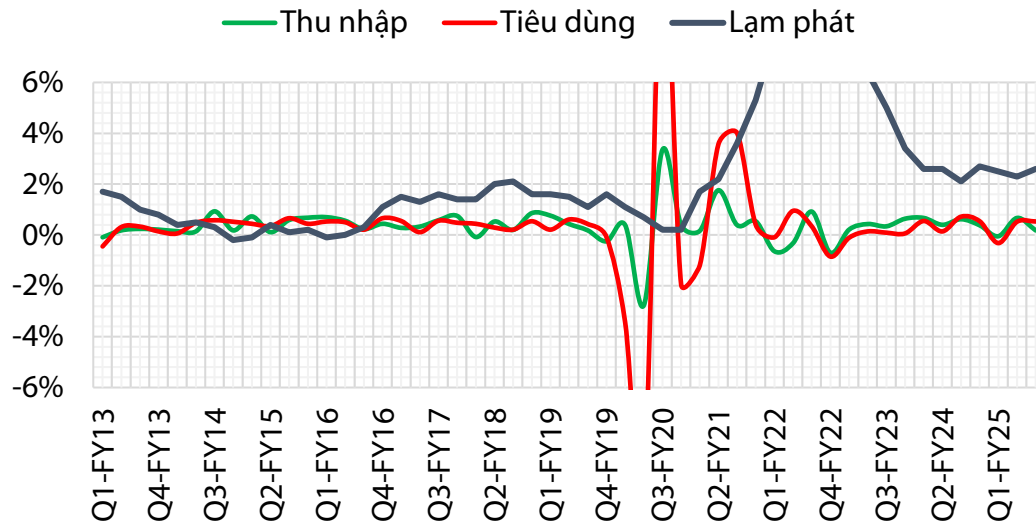
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Do chịu thuế đối ứng cao tại Mỹ, xuất khẩu may mặc của Trung Quốc sang Mỹ giảm gần 30% sau 10T2025. Trong khi đó, xuất khẩu sang Châu Âu và Anh tăng lần lượt 15% và 13,6%, nâng tỷ trọng tại hai thị trường này lên 22,6% tổng giá trị xuất khẩu hàng may mặc của Trung Quốc.

Tương tự, Châu Âu cũng trở thành thị trường quan trọng hơn đối với Việt Nam, Bangladesh, Ấn Độ trong 10T2025 khi các nước này chịu thuế cao tại Mỹ.

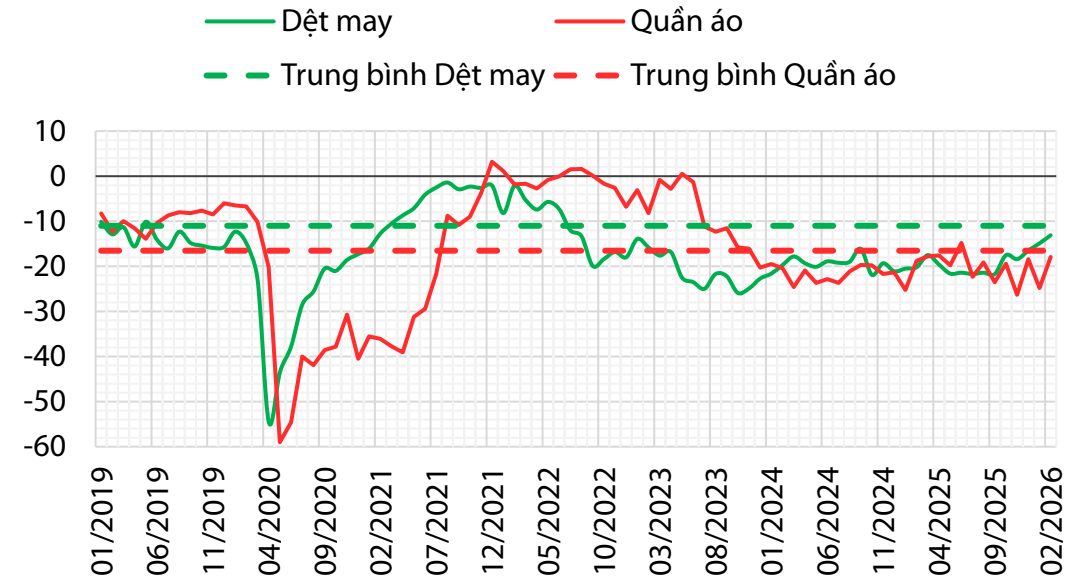
Tuy nhiên, nhu cầu tăng trưởng chậm và rủi ro gia tăng bảo hộ khiến sự chuyển hướng này khó bền vững dài hạn.

Tăng trưởng lạm phát, thu nhập và tiêu dùng tại Châu Âu (YoY %)



Nguồn: Eustat, CTCK Rồng Việt

Niềm tin kinh doanh tại Châu Âu

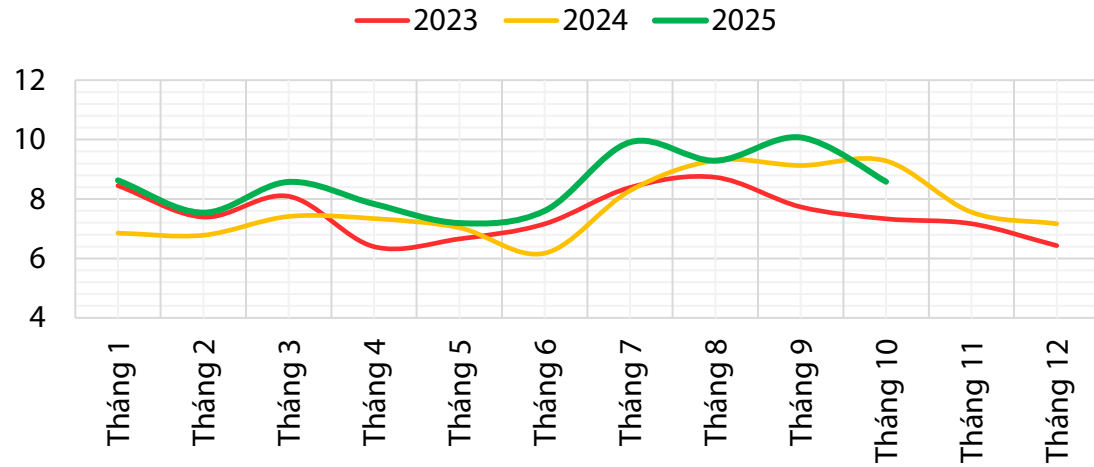


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Niềm tin kinh doanh của ngành dệt may có cải thiện nhưng chưa bứt phá khỏi mức trung bình dài hạn, thu nhập và tiêu dùng tăng trưởng thấp là những chỉ báo sớm cho thấy nhu cầu tăng trưởng chậm tại Châu Âu.

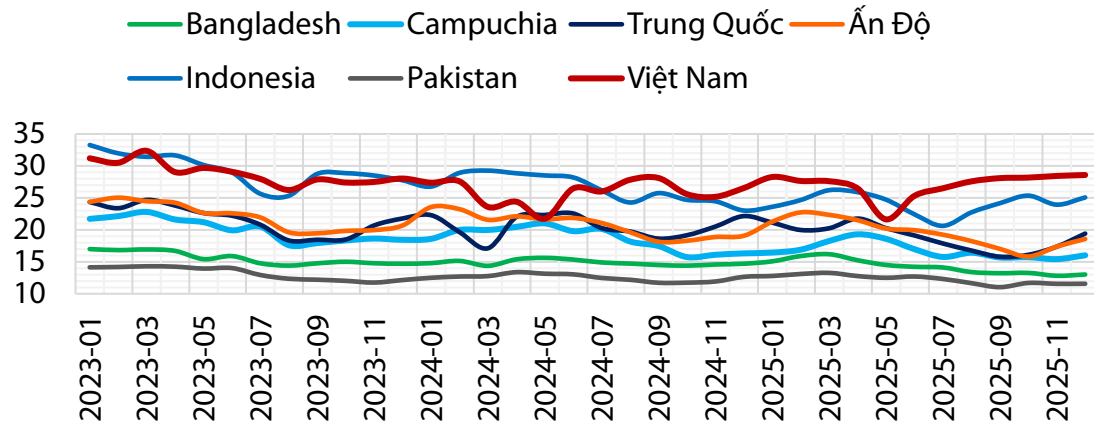
- Năm 2025, thu nhập và tiêu dùng duy trì tăng trưởng ở mức thấp, đều đạt khoảng 0,3% svck. Trong khi đó, lạm phát neo ở mức bình quân 2,5% nên người dân châu Âu không có thêm nhiều dư địa tài chính để chi tiêu cho hàng may mặc, khiến tổng cầu nội địa chưa được cải thiện mạnh mẽ.
- Các doanh nghiệp dệt may Châu Âu nhận thấy sự cải thiện về đơn hàng nhưng lo ngại về sự cạnh tranh khốc liệt từ hàng nhập khẩu giá rẻ, đặc biệt từ Trung Quốc, trong khi tổng cầu vẫn đang trì trệ. Do đó, chỉ số niềm tin kinh doanh tăng lên trong sáu tháng gần nhất, nhưng vẫn nằm dưới mức trung bình dài hạn.

Giá trị nhập khẩu hàng may mặc của châu Âu (Tỷ USD)



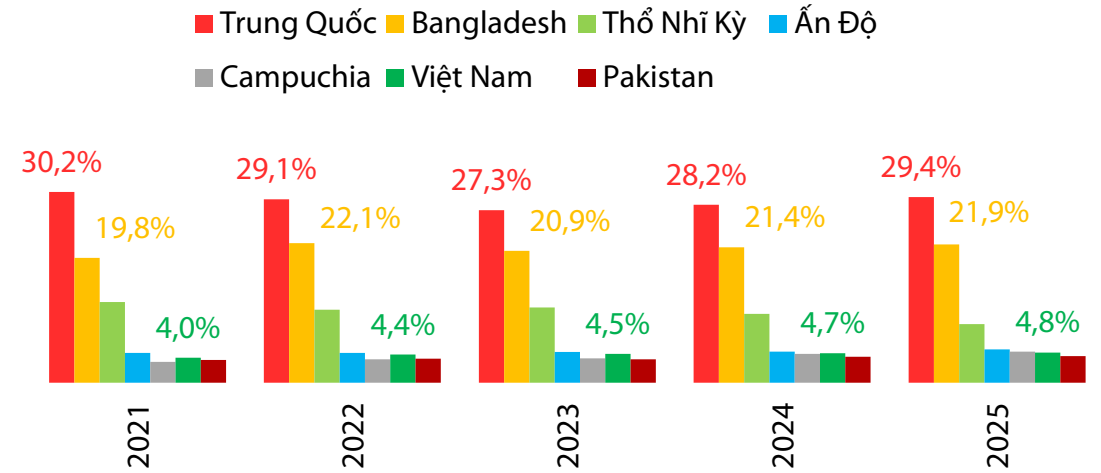
Nguồn: UN Comtrade (HS Code 61 & 62), CTCK Rồng Việt

Đơn giá nhập khẩu hàng may mặc của Châu Âu theo quốc gia (HS Code 61 & 62) (EUR/Kg)



Nguồn: EU Stat, CTCK Rồng Việt

Thị phần các quốc gia xuất khẩu dệt may tới Châu Âu

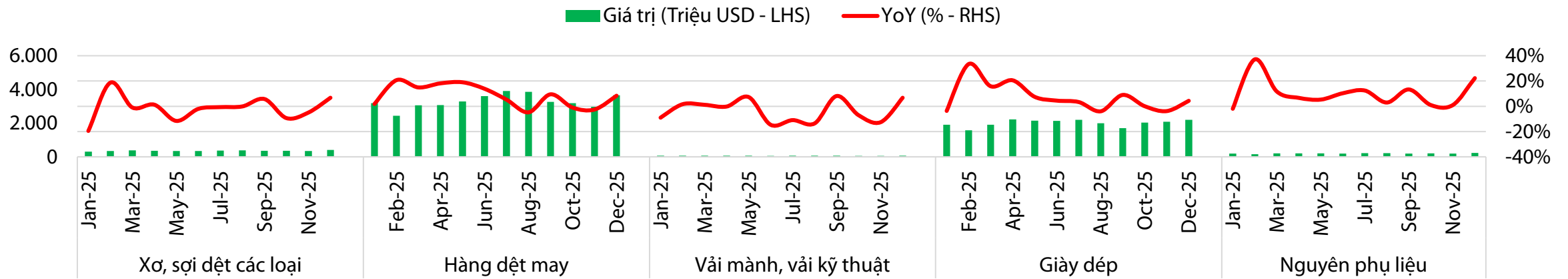


Nguồn: UN Comtrade (HS Code 61 & 62), CTCK Rồng Việt

Chiến lược cạnh tranh bằng chất lượng sản phẩm, Việt Nam tiếp tục mở rộng thị phần tại khu vực Châu Âu.

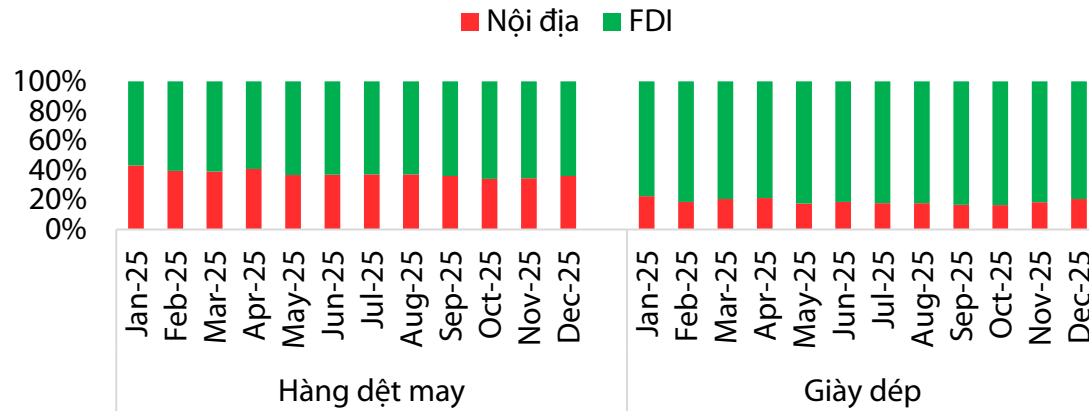
- Tại Châu Âu, Việt Nam sẽ gặp bất lợi hơn về thuế quan, so với các quốc gia Châu Á khác như Bangladesh, Campuchia, Myanmar (0%). Bởi nguyên liệu vải được nhập khẩu phần lớn từ Trung Quốc và Đài Loan nên chưa được hưởng mức ưu đãi thuế suất 0% của EVFTA.
- Trong bối cảnh, Trung Quốc và Bangladesh tiếp tục chiếm lĩnh thị trường Châu Âu nhờ chi phí giá rẻ thì Việt Nam duy trì được khả năng mở rộng thị phần, mở rộng thêm 10 bps svck, đạt 4,8%, thể hiện chiến lược nâng cao giá trị sản phẩm thay vì cạnh tranh thuần túy về giá.

Năm 2025, bất chấp những rào cản về thuế quan, xuất khẩu dệt may và giày dép vẫn tăng trưởng tích cực, lần lượt đạt 7,5% và 5,9%, chủ yếu trong 6T2025 nhờ giai đoạn hoãn thuế đối ứng. Xuất khẩu chậm lại trong Q3-FY25, nhưng dần phục hồi vào cuối năm...

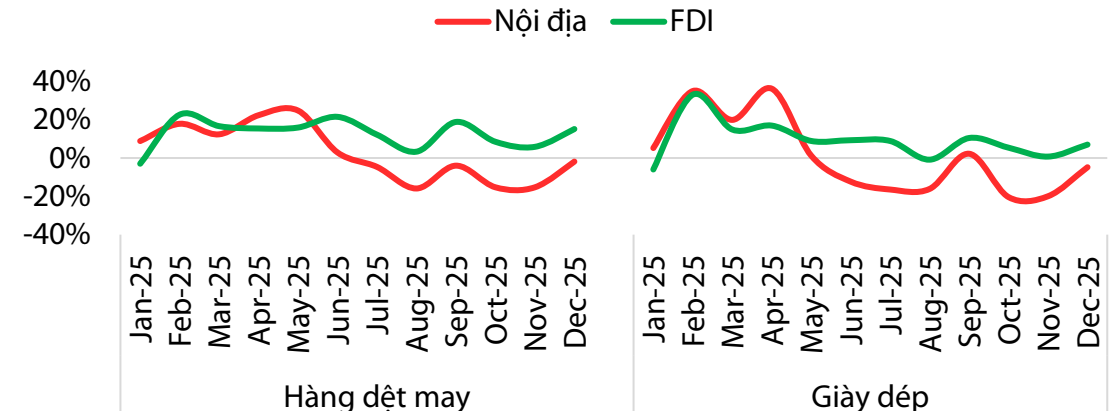


...Tuy nhiên, khối FDI đang chiếm lĩnh thị trường và dẫn dắt tăng trưởng giá trị xuất khẩu, trong khi phần lớn doanh nghiệp dệt may nội địa gặp khó khăn trong năm 2025, chỉ ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu thấp. Điểm tích cực là tín hiệu phục hồi xuất hiện vào cuối năm

Cơ cấu xuất khẩu theo nhóm doanh nghiệp

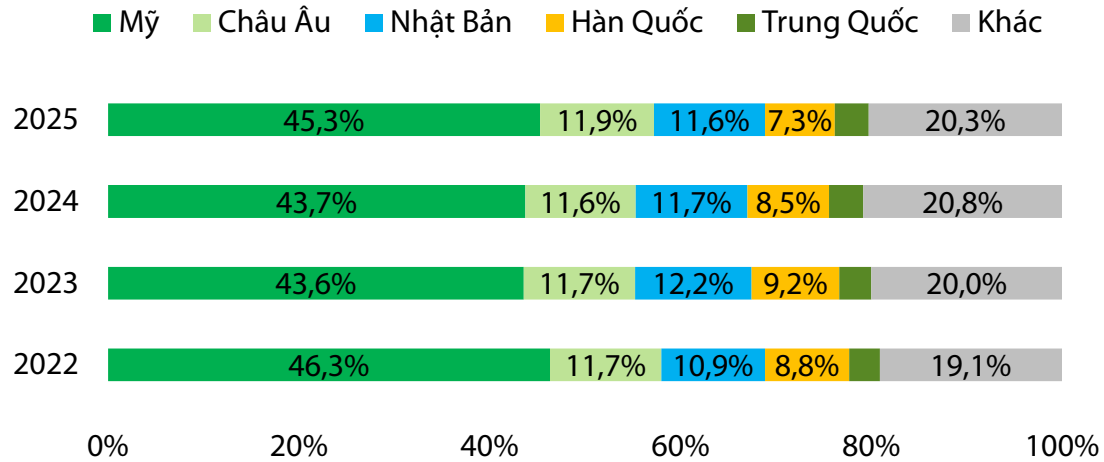


Tăng trưởng xuất khẩu theo nhóm doanh nghiệp



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu xuất khẩu hàng dệt may sang các thị trường chính

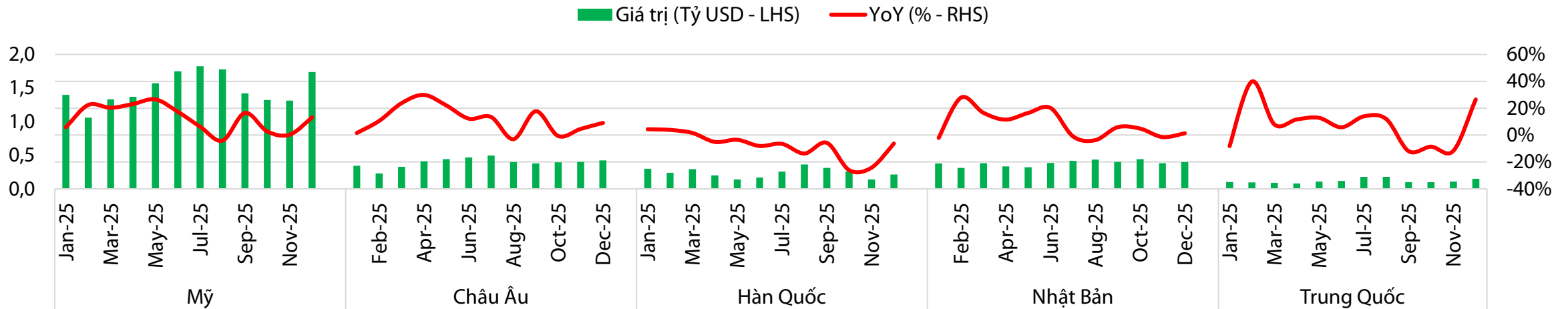


Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Gia tăng tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ và châu Âu, đồng thời duy trì tăng trưởng tại Trung Quốc

- Gia tăng tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ và Châu Âu, phù hợp với bối cảnh mở rộng thị phần tại hai thị trường này. Đặc biệt, tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ tăng thêm 1,6 điểm phần trăm khi khách hàng Mỹ tìm nguồn cung thay thế cho Trung Quốc.
- Mặc dù tỷ trọng xuất khẩu sang Trung Quốc đi ngang svck nhưng giá trị xuất khẩu sang Trung Quốc vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng, đạt 1,4 tỷ USD (+7% YoY) cho thấy nhu cầu tích cực và thị trường này vẫn còn tiềm năng đối với dệt may Việt Nam.

Hình 1: Giá trị xuất khẩu hàng dệt may sang các thị trường lớn

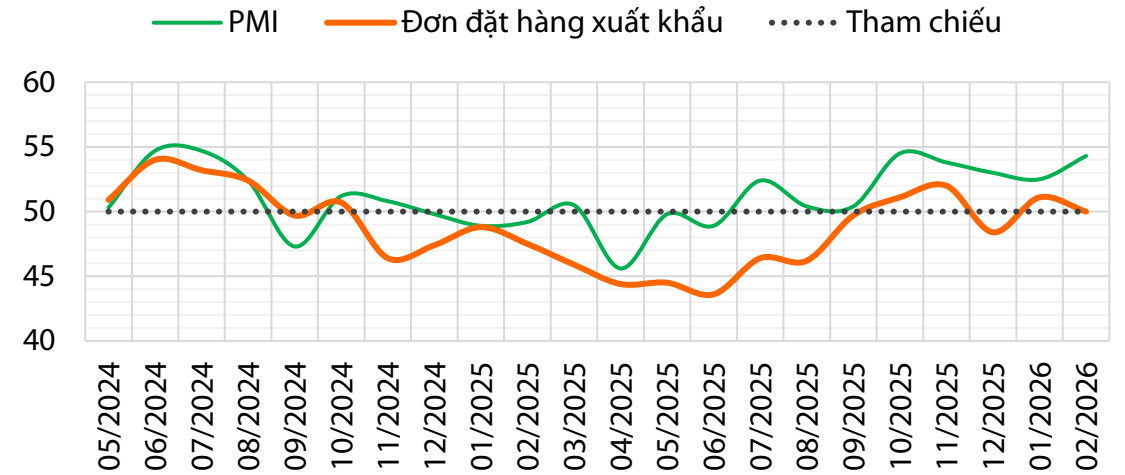


Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xuất khẩu sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026 dựa trên các chỉ báo sớm.

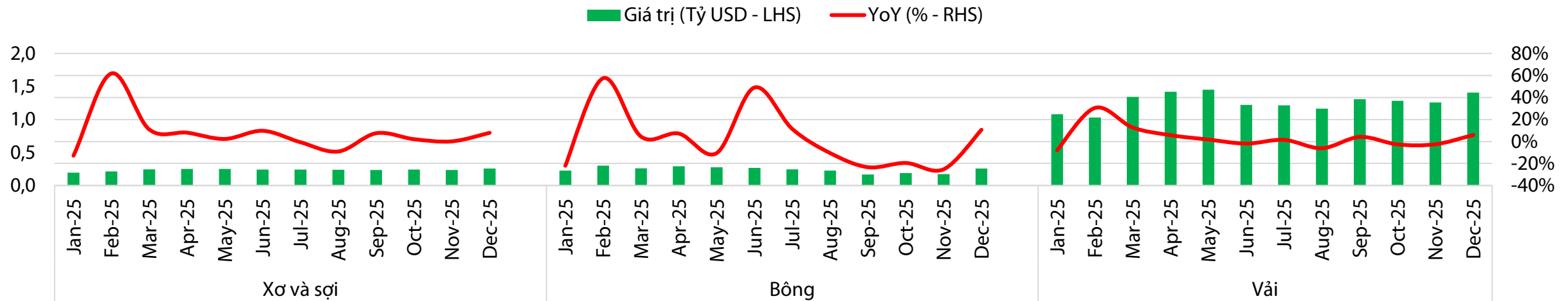
- **Động lực sản xuất tiếp tục cải thiện.** Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam đạt 54,3 điểm trong tháng 2, tăng từ 52,5 điểm của tháng 1 và là mức cao nhất trong bốn tháng, qua đó kéo dài chuỗi cải thiện điều kiện kinh doanh lên 8 tháng liên tiếp. Đơn đặt hàng xuất khẩu không thay đổi so với tháng trước theo báo cáo của S&P Global, trong bối cảnh chưa bước vào mùa cao điểm xuất khẩu.
- **Nhu cầu tích trữ nguyên liệu gia tăng.** Đẩy mạnh tích trữ nguyên liệu đầu vào cũng được xem như tín hiệu tích cực về triển vọng xuất khẩu hàng dệt may trong năm 2026.

Hình 2: Chỉ số PMI của Việt Nam



Nguồn: S&P Global, CTCK Rồng Việt

Nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu dệt may tăng cao trong cuối năm 2025 là chỉ báo sớm cho tăng trưởng xuất khẩu trong năm 2026



Nguồn: Tổng cục Hải quan, 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 % (*)	
MSH	4.214	25.820	48.400	37.450	4.000	21,5	42,4	6,5	8,4	2,0	2,0	22,3	5.436	5.435	6.045	17.012	18.447	20.250	8,5	8,6	
TNG	3.051	58.778	30.700	23.700	800	6,3	26,8	8,1	8,5	1,4	1,4	11,6	3.045	2.837	3.363	15.546	17.318	20.505	8,7	5,6	
TCM	2.560	39.416	n.a	22.850	n.a	25,6	1,7	9,3	24,3	1,1	2,0	10,3	2.161	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
BDG	942	15	n.a	38.000	n.a	n.a	48,6	n.a	6,1	n.a	1,5	28,6	5.041	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
HTG	1.523	866	n.a	42.300	n.a	n.a	n.a	n.a	5,5	1,4	1,4	32,5	7.549	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
VGT	6.150	33.216	n.a	12.300	n.a	n.a	34,8	n.a	19,6	n.a	1,1	4,5	1.666	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
GIL	1.407	4.566	n.a	13.850	n.a	n.a	48,7	n.a	33,8	n.a	1,0	-3,6	308	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
HDM	746	86	n.a	37.100	n.a	n.a	n.a	n.a	4,9	1,4	1,2	28,1	6.535	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 09/02/2026.

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

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

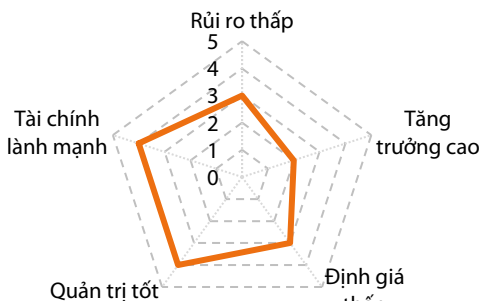
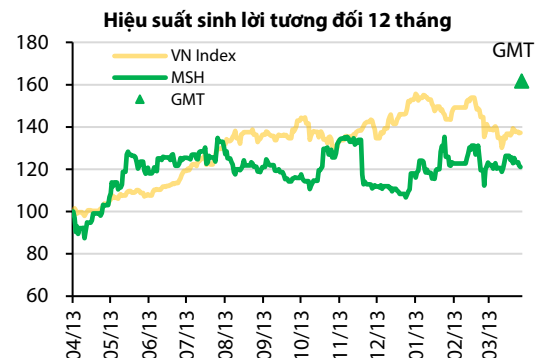
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

EPS: Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ trên mỗi cổ phiếu

GTSS/CP: Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 08/04/2026

MUA: 34%
GTT: 37.450
GMT: 48.400
THÔNG TIN CỔ PHIẾU
TÀI CHÍNH
2025A 2026F 2027F


Ngành	Hàng cá nhân & Gia dụng
Vốn hóa (triệu \$)	4.214
SLCPĐLH (triệu CP)	113
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	697
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	26
SH NĐTNN còn lại (%)	42,4
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	25,17 – 41,5

Doanh thu (tỷ đồng)	5.538	6.006	6.309
LNST (tỷ đồng)	612	665	704
ROA (%)	13,1	13,8	14,6
ROE (%)	32,0	30,7	29,9
EPS (đồng)	5.436	5.662	6.045
GTSS (đồng)	17.012	18.447	20.250
Cổ tức tiền mặt (đồng)	4.000	4.000	4.000
P/E (x)	9,5	7,0	6,6
P/B (x)	2,2	2,6	2,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ
Hưởng lợi nhờ xu hướng dịch chuyển sản xuất khỏi Trung Quốc, chỉ tiêu sinh lời của của MSH được cải thiện mạnh mẽ

- Năm 2025, doanh thu của MSH đạt 5.538 tỷ đồng (+5% YoY). Chúng tôi ước tính, doanh thu từ thị trường Mỹ đạt 4.266 tỷ đồng (+2% YoY), chiếm tỷ trọng 77% (-2 pps YoY). Trong bối cảnh nhu cầu tại thị trường Mỹ tăng trưởng chậm do tác động từ các biện pháp thuế quan, MSH đã mở rộng tệp khách hàng với sự tham gia của các thương hiệu thời trang Trung Quốc đang kinh doanh tại Mỹ (Jiangsu Soho, Jiangsu Guotai Huasheng). Diễn biến này phù hợp với xu hướng Việt Nam gia tăng thị phần xuất khẩu dệt may vào Mỹ, khi một phần đơn hàng đang dịch chuyển khỏi Trung Quốc sang Việt Nam.
- Năm 2025, nhờ tệp khách hàng mới nên biên lợi nhuận gộp của MSH được mở rộng mạnh, từ mức 15,7% của năm 2024 lên mức 21,1%. Biên lợi nhuận ròng của MSH cũng tăng từ mức 7,8% lên 11%. Qua đó, LNST-CĐM của MSH có bước tăng trưởng vượt trội so với ngành dệt may, đạt 612 tỷ đồng (+48% YoY).

Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục được duy trì nhờ một số yếu tố cốt lõi: (1) MSH có năng lực đáp ứng các đơn hàng quy mô lớn với chất lượng sản phẩm đã được kiểm chứng tại các thị trường khó tính (Mỹ và Châu Âu) và (2) chính sách đối ngoại ổn định của Việt Nam. Dựa trên điều này, dự phóng cho năm 2026, doanh thu và LNST lần lượt là 6.006 tỷ đồng (+8% YoY) và 665 tỷ đồng (+8% YoY).

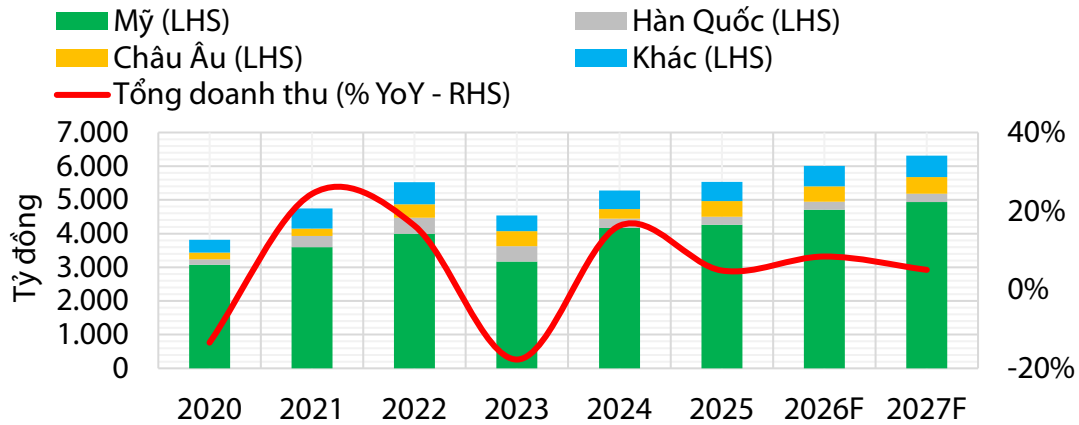
Hoạt động tài chính duy trì được hiệu quả trong thời gian dài. Lãi/lỗ ròng từ hoạt động đầu tư đóng góp trung bình khoảng 20% LNTT hàng năm. Doanh nghiệp duy trì đầu tư trái phiếu lợi tức cao (8 – 11%/năm) trong khi lãi vay ngắn hạn chỉ ở mức 3,5 – 4%/năm.

Định giá hấp dẫn. Chỉ số P/E và EV/EBITDA forward cho năm 2026 lần lượt là 6,5x và 5,0x, thấp hơn 5 năm của quá khứ và ngành dệt may 35%. Đồng thời, LNST-CĐM duy trì ở mức nền cao và chính sách trả cổ tức ổn định ở mức 4.000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương lợi suất cổ tức là 12%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

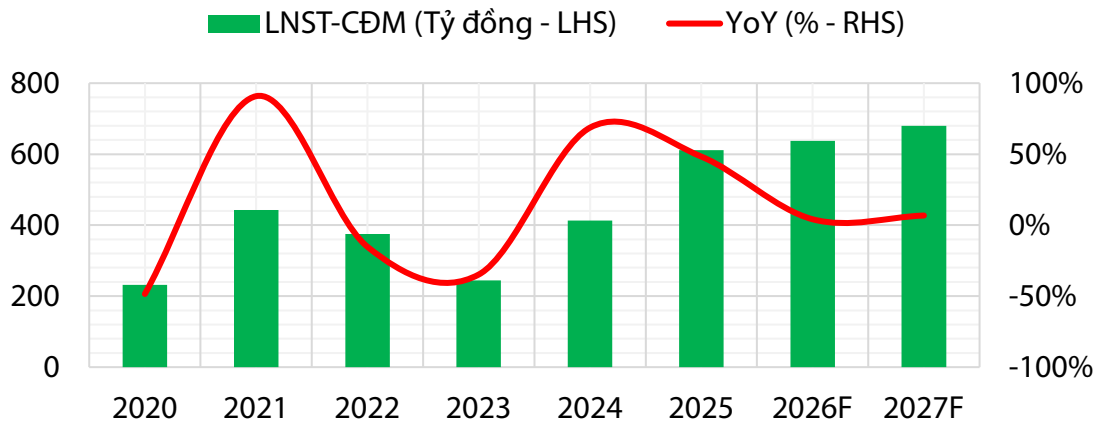
- Biên lợi nhuận cải thiện mạnh nhờ nhóm khách hàng Trung Quốc nên gia tăng phụ thuộc vào nhóm khách hàng này.

Ước tính cơ cấu doanh thu theo thị trường, Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất của MSH



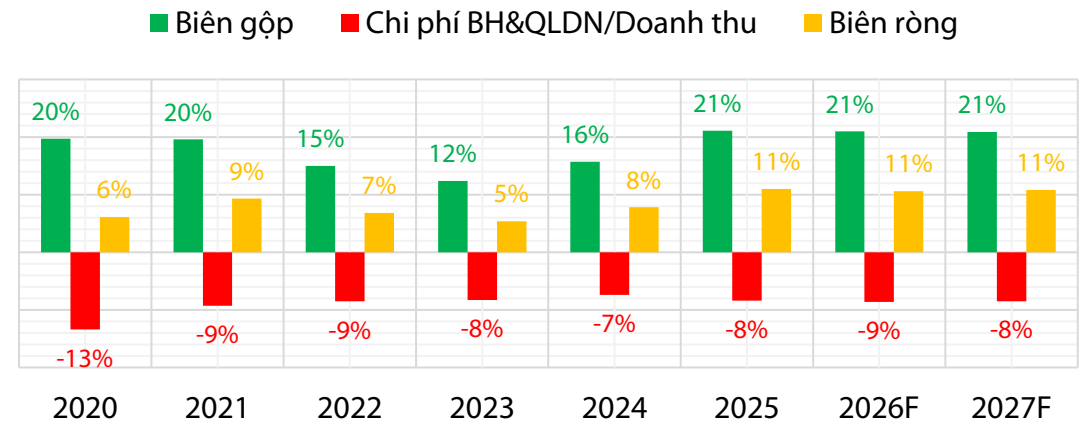
Nguồn: CTCK Rồng Việt

... và các chỉ tiêu sinh lời được kỳ vọng được duy trì, giúp LNST-ĐDM neo ở mức nền cao



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Chỉ tiêu sinh lời được cải thiện rõ rệt trong năm 2025...



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị đóng góp
P/E	9,0x	50%	24.500
EV/EBITDA	6,5x	50%	23.900
Tổng hợp định giá			48.400

Nguồn: CTCK Rồng Việt

MUA: 33%

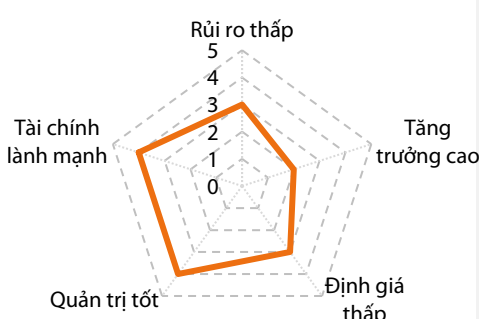
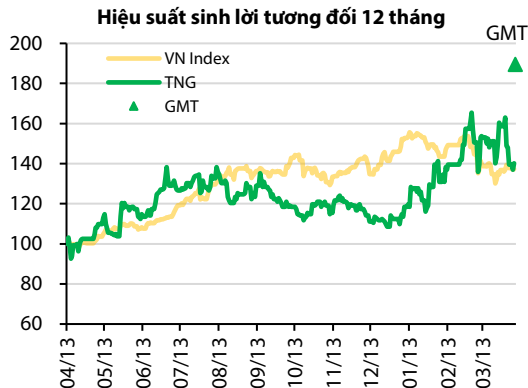
GTT: 23.700

GMT: 30.700

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2025A 2026F 2027F



Ngành	Hàng cá nhân & Gia dụng
Vốn hóa (triệu \$)	3.051
SLCPĐLH (triệu CP)	129
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	2.542
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	59
SH NĐTNN còn lại (%)	47,8
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	14,1 - 28

Doanh thu (tỷ đồng)	8.699	9.457	9.813
LNST (tỷ đồng)	392	414	463
ROA (%)	5,7	5,9	6,4
ROE (%)	19,6	16,8	16,7
EPS (đồng)	3.045	2.907	3.432
GTSS (đồng)	15.546	17.318	20.505
Cổ tức tiền mặt (đồng)	800	800	800
P/E (x)	10,2	8,4	7,1
P/B (x)	1,4	1,4	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Đa dạng hóa thị trường và tối ưu hóa chi phí hoạt động giúp TNG tạo bước nhảy vọt về KQKD trong năm 2025

- Năm 2025, doanh thu của TNG đạt 8.700 tỷ đồng (+14% YoY), ước tính doanh thu từ thị trường Mỹ, Châu Âu và khác lần lượt là 3.426 tỷ đồng (+5% YoY), 3.248 tỷ đồng (+16% YoY) và 2.025 tỷ đồng (+28% YoY). Theo xu hướng chung toàn ngành, doanh thu thị trường Mỹ tương đối âm đạm trong cơ cấu thuế quan và Công ty tìm kiếm các thị trường thay thế như Canada, Nga. Mặt khác, duy trì tăng trưởng tốt tại Châu Âu nhờ hợp tác tốt với khách hàng thân thiết Decathlon.
- Tỷ lệ doanh thu theo thị trường Mỹ, Châu Âu và khác lần lượt là 39% (-4 pps YoY), 37% (đi ngang svck) và 23% (+4 pps YoY). Tăng tỷ trọng các đơn hàng gia công cho các thị trường khác – vốn có biên gộp thấp, khoảng 10 – 12%, khiến biên lợi nhuận gộp thu hẹp xuống còn 14,6% (-90 bps YoY). Mặt khác, tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu giảm xuống mức 6,4% (-60 bps YoY), cho thấy dấu hiệu cải thiện trong hiệu quả quản trị và tối ưu hóa vận hành. Nhờ tối ưu được chi phí, LNST của TNG có bước nhảy vọt, đạt 392 tỷ đồng (+25% YoY).

Cho năm 2026, dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 9.457 tỷ đồng (+9% YoY) và 414 tỷ đồng (+6% YoY). Chúng tôi kỳ vọng TNG có thể hưởng lợi theo xu hướng chung toàn ngành, gia tăng được thị phần tại Mỹ. Mặt khác, tiếp tục tăng cường hợp tác với Decathlon sẽ duy trì tăng trưởng doanh thu của TNG tại thị trường Châu Âu.

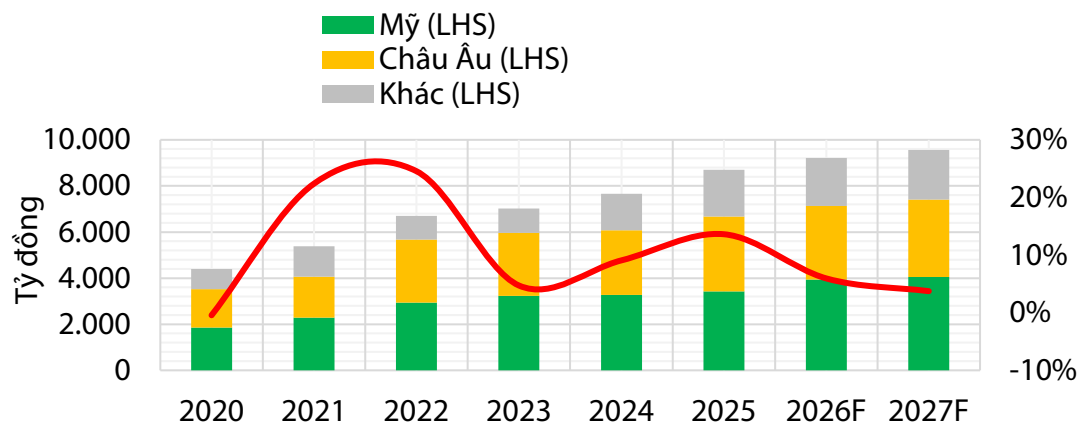
Lĩnh vực cho thuê đất cụm công nghiệp: CCN Sơn Cẩm 1 còn nhiều dư địa cho thuê khi hiện nay có 17 ha có thể cho thuê (chiếm tỷ lệ khoảng 70%). Hoạt động cho thuê có thể bổ sung thêm dòng tiền cho HĐKD của TNG.

Định giá hấp dẫn. Chỉ số P/E và EV/EBITDA forward cho năm 2026 lần lượt là 8,1x và 6,0x, thấp hơn 5 năm của quá khứ và ngành dệt may 20%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

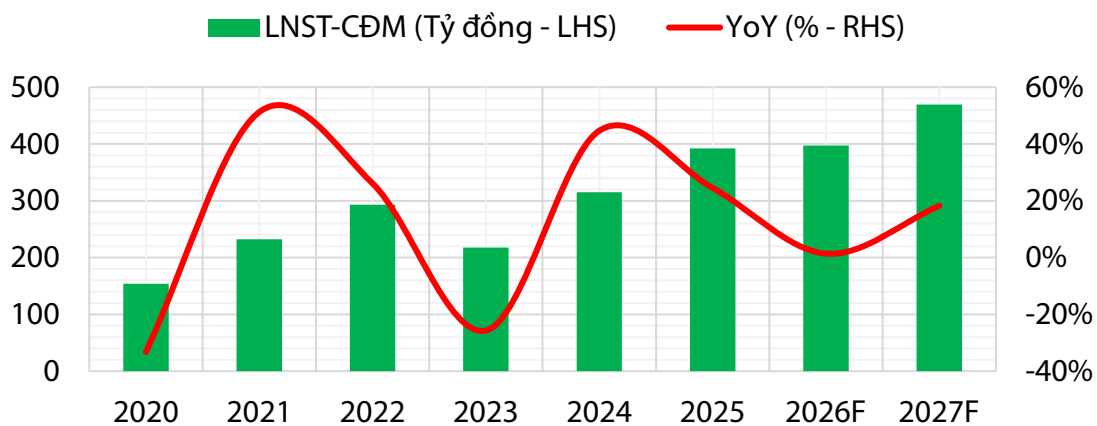
- Cơ cấu vốn với 75% là nợ vay (cao nhất trong các công ty dệt may nội địa) sẽ khiến Công ty dễ gặp rủi ro thanh khoản trong điều kiện kinh doanh không thuận lợi.

Ước tính thị trường Mỹ và Châu Âu vẫn đóng vai trò dẫn dắt tăng trưởng doanh thu cho TNG



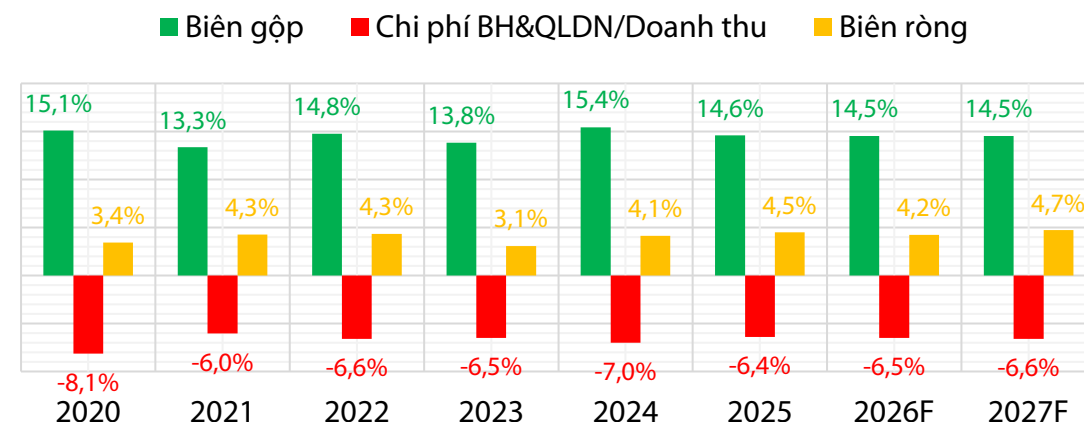
Nguồn: CTCK Rồng Việt

LNST được dự báo đi ngang trong năm 2026 và tăng trưởng mạnh vào năm 2027 nhờ giảm chi phí lãi vay từ trái phiếu



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Tăng tỷ trọng doanh thu từ thị trường Mỹ khiến biên lợi nhuận gộp của TNG bị thu hẹp nhưng cũng giảm tỷ lệ chi phí BH&QLDN



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp định giá

Lĩnh vực kinh doanh	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp
Dệt may	FCFF (WACC: 11,2% & Exit EV/EBITDA: 6,0x)	100%	3.833
Bất động sản công nghiệp	FCFF (Ke: 15%)	100%	299
Giá trị VCSH (Tỷ đồng)			4.153
Số lượng CPLH (triệu CP)			135
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)			30.700

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**

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