

BÁO CÁO NGÀNH DỆT MAY

Giữ vị thế trong môi trường biến động



A collage of various financial and business-related icons. The icons include a pie chart with a magnifying glass over it, a handshake, a classical building with columns, a line graph showing an upward trend, a piggy bank, a money bag with a dollar sign, a percentage sign with an upward arrow, and a small flower with a single petal. The icons are rendered in a simple, line-art style and are scattered across the page, with some overlapping.

Duy trì khuyến nghị Trung tính	3
Cổ phiếu khuyến nghị	8
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG)	8
CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)	9
Tổng CTCP Phong Phú (UPCoM: PPH)	10
Biểu đồ	
Tăng trưởng giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam	5
Thị phần hàng may mặc Việt Nam tại một số thị trường	5
Giá trị xuất khẩu dệt may theo tháng	5
Giá trị nhập khẩu nguyên liệu dệt may theo tháng	5
Tăng trưởng khối lượng sản xuất ngành dệt may Trung Quốc	5
IIP mảng may mặc	5
Chỉ số niềm tin tiêu dùng các thị trường	6
Đơn giá trung bình xuất khẩu hàng may mặc vào thị trường Mỹ	6
Chỉ số giá vận tải biển	6
Chỉ số sử dụng lao động ngành dệt may VN	6
Giá nguyên liệu sản xuất sợi	6
Chỉ số tồn kho/doanh thu thị trường Mỹ	6
Tồn kho theo quý của các thương hiệu lớn	7

Duy trì khuyến nghị Trung tính

Tổng quan ngành

- Khi thuế quan đối ứng của Mỹ có hiệu lực, chúng tôi cho rằng lợi thế cạnh tranh so sánh của ngành Dệt may Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì ổn định. Hơn nữa, sự biến động địa chính trị gần đây thậm chí có thể mang lại một số lợi thế cho ngành. Tuy nhiên, môi trường thuế quan cao có khả năng làm giảm nhu cầu chung tại thị trường Mỹ và dẫn đến sự cạnh tranh gay gắt hơn ở các thị trường quan trọng khác. Với các yếu tố kinh tế vĩ mô tích cực và tiêu cực đan xen, chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung tính đối với ngành Dệt may Việt Nam.

Bối cảnh

- **Tăng trưởng mảng may mặc chậm lại, trong khi sợi ít cải thiện:** Trong 10T 2025, hai mảng chính của ngành Dệt may Việt Nam có sự phát triển trái chiều. Sản phẩm dệt may duy trì tăng trưởng giá trị xuất khẩu nhưng với tốc độ chậm lại, ở mức 7.6% CK (7T 2025: 11.2% CK) và đạt 32.9 tỷ USD. Về thị phần, cập nhật đến cuối T10, thị phần hàng may mặc Việt Nam tại các thị trường trọng điểm phân hóa: Mỹ (20.7%; 2024: 18.9%); Nhật Bản (18.6%; 2024: 17.9%); và Hàn Quốc (27.8%; 2024: 29.2%). Thị phần các sản phẩm may mặc của Trung Quốc tiếp tục giảm ở Mỹ và Nhật Bản, trong khi tăng ở Hàn Quốc. Đáng chú ý, trong khi giá trị xuất khẩu các sản phẩm dệt may tăng mạnh, nhập khẩu nguyên liệu đầu vào như vải (+1.7% CK), bông (+1.0% CK) và sợi (+5.0% CK) có tốc độ tăng trưởng chậm hơn trong 10T 2025.
- Trái ngược với may mặc, xuất khẩu sợi tiếp tục gặp khó khăn dù ghi nhận dấu hiệu cải thiện, với mức giảm 2.9% CK (7T 2025: -3.5% CK), đạt 3.5 tỷ USD trong 10T 2025. Xuất khẩu sợi sang Trung Quốc đạt 1.7 tỷ USD (-1.7% CK; 7T 2025: -7.3% CK) và chiếm 48.5% (2024: 47.7%). Ngoài ra, xuất khẩu xơ sợi sang Hàn Quốc đạt 294.8 triệu USD (-20.4% CK; 7T 2025: -20.1% CK). Tại Trung Quốc, cập nhật đến T9, tăng trưởng sản lượng sản xuất dệt may đã phục hồi nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp nhất trong một năm.
- Về sản xuất trong nước, chỉ số IIP sản xuất hàng may mặc tiếp tục tăng trưởng trong 10T 2025. Tốc độ tăng trưởng được cải thiện trong T9 và T10 sau khi chạm đáy vào T8. Trong khi đó, chỉ số việc làm lao động trong nước ở mảng dệt may tiếp tục xu hướng giảm. Đối với giá nguyên liệu, chỉ số giá bông và dầu thô vẫn ở mức thấp tính đến đầu T11, điều này báo hiệu nhu cầu yếu trong chuỗi cung ứng dệt may toàn cầu.
- **Căng thẳng thương mại và xung đột giảm bớt:** Cập nhật đến đầu T11, các cuộc xung đột trên khắp thế giới đã hạ nhiệt khi Thái Lan và Campuchia ký một thỏa thuận ngừng bắn tăng cường, bắt đầu rút vũ khí hạng nặng và tiến hành các hoạt động rà phá bom mìn dọc theo biên giới tranh chấp. Trước đó, Israel và Hamas cũng đã đồng ý một thỏa thuận ngừng bắn vào T10, và thỏa thuận ngừng bắn dường như vẫn được giữ nguyên.
- Trong khi đó, Mỹ và Trung Quốc đi đến một thỏa thuận thương mại và cả hai nước đều có hành động để giảm leo thang căng thẳng. Một trong những điểm chính là Mỹ sẽ giảm thuế đối với hàng nhập khẩu của Trung Quốc được áp dụng để kiềm chế dòng chảy fentanyl bằng cách loại bỏ 10 điểm phần trăm thuế tăng thêm, có hiệu lực từ ngày 10/11/2025 và sẽ duy trì việc hoãn thuế quan đối ứng tăng cường đối với hàng nhập khẩu của Trung Quốc cho đến ngày 10/11/2026. (Biểu thuế đối ứng 10% hiện tại sẽ vẫn có hiệu lực trong thời gian tạm ngừng này). Đổi lại, Trung Quốc sẽ đình chỉ việc thực hiện các biện pháp kiểm soát xuất khẩu mở rộng đối với đất hiếm và các biện pháp liên quan mà họ đã công bố vào ngày 9/10/2025.
- **Hiệp định thương mại đối ứng Việt Nam – Hoa Kỳ:** Cuối T10, Việt Nam và Hoa Kỳ đã đồng ý khuôn khổ cho một thỏa thuận về thương mại có đi có lại, công bằng và cân bằng. Các điểm chính bao gồm khả năng tiếp cận thị trường của Việt Nam đối với tất cả các mặt hàng xuất khẩu công nghiệp và nông nghiệp của Hoa Kỳ. Mức thuế đối ứng 20% đối với hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam sẽ được duy trì trong khi Hoa Kỳ sẽ xác định các sản phẩm từ danh sách được nêu trong Phụ lục III của Sắc lệnh 14346 ngày 05/09/2025, điều chỉnh thuế quan tiềm năng cho các đối tác liên kết, để nhận được mức thuế đối ứng bằng 0%.
- **Nhu cầu và niềm tin ở các thị trường lớn:** Các thương hiệu lớn có xu hướng trái chiều trong tỷ lệ tồn kho trên doanh số Q3, mặc dù tồn kho tổng thể vẫn ở mức cao. Hơn nữa, các chỉ số niềm tin của người tiêu dùng khác nhau giữa các thị trường chính. Chỉ số ở Mỹ tiếp tục xu hướng giảm, về mức 53.6 trong T10 (giảm từ 61.7 trong T7), trong khi niềm tin tiêu dùng ở Nhật Bản và Hàn Quốc vẫn ổn định.

Duy trì khuyến nghị Trung tính

Triển vọng và rủi ro

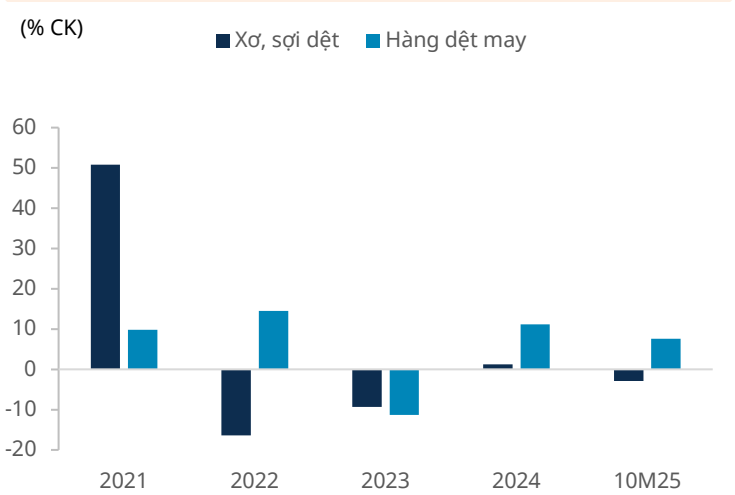
- **Hiệu ứng tăng giá vì thuế quan:** Các chỉ số lạm phát gia tăng cho thấy thuế quan đối ứng đã bắt đầu được chuyển sang người tiêu dùng tại thị trường Mỹ. Giá cao hơn, cộng với niềm tin tiêu dùng thấp, sẽ ảnh hưởng đến tiêu thụ dệt may trong phần còn lại của năm 2025 và nửa đầu 2026. Một khi các mức thuế mới được áp dụng, các hiệu ứng chuyển qua thuế quan nói chung sẽ có tác động lớn hơn.
- Ngoài ra, có vẻ như chính quyền Trump có kế hoạch khiến Nga đàm phán một giải pháp hòa bình với Ukraine bằng cách thắt chặt doanh thu của nước này từ xuất khẩu dầu. Để thực hiện chiến lược này, Mỹ đang nhắm vào Ấn Độ và Trung Quốc có thể là mục tiêu tiếp theo. Chúng tôi tin rằng các mức thuế mới liên quan đến tiêu thụ dầu của Nga sẽ không được đàm phán nhanh chóng, do tính chất địa chính trị của chúng. Cuối cùng, áp lực thuế quan sẽ được chuyển sang người tiêu dùng cuối cùng của Mỹ và làm giảm hơn nữa nhu cầu đối với sản phẩm từ hai nhà xuất khẩu này.
- Một vấn đề khác cần nhấn mạnh là thuế quan theo ngành sắp tới. Chúng tôi tin rằng những loại thuế quan này được thiết kế để duy trì vị trí hàng đầu của Mỹ trong các ngành công nghệ cao hoặc thâm dụng vốn, chẳng hạn như chất bán dẫn, luyện kim hoặc đóng tàu, và không nhắm vào các lĩnh vực thâm dụng lao động như dệt may. Tuy nhiên, kết hợp với các mức thuế gần đây, các tác động tích lũy lên mức giá chung sẽ rất lớn, và nhu cầu chung ở thị trường Mỹ có thể bị ảnh hưởng.
- **Bối cảnh cạnh tranh tại thị trường Mỹ:** Mặc dù các chi tiết cụ thể của các thỏa thuận thuế quan vẫn chưa được tiết lộ và các cuộc đàm phán vẫn đang diễn ra ngay cả khi mức thuế mới có hiệu lực, chúng tôi tin rằng Việt Nam có một số lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh chính:
 - Mặc dù đã đạt được thỏa thuận thương mại giữa Trung Quốc và Mỹ, khả năng tồn tại lâu dài của nó vẫn chưa chắc chắn. Là một đối thủ kinh tế và địa chính trị của Mỹ, không thể tránh khỏi việc nước này sẽ nhận nhiều tác động hơn trong tương lai. Thị phần hàng may mặc Trung Quốc tiếp tục xu hướng giảm và giảm xuống dưới Việt Nam trong 7T 2025. Khó có khả năng các sản phẩm Trung Quốc có thể chiếm lại thị phần và chúng tôi tin rằng xu hướng giảm sẽ tiếp tục, điều này có lợi cho dệt may Việt Nam.
 - Ấn Độ đang phải đối mặt với mức thuế 50%, do việc mua dầu của Nga. Ngay cả khi không có mức thuế tăng đối với dầu, chúng tôi tin rằng ngay cả mức thuế 25% cũng sẽ làm giảm lợi thế cạnh tranh của hàng dệt may của Ấn Độ. Hơn nữa, với tư cách là thành viên của BRICS, Ấn Độ là mục tiêu của các mức thuế và trừng phạt tiếp theo, vì Tổng thống Mỹ Donald Trump thường đe dọa nhóm này. Ngoài ra, Ấn Độ vẫn đang bị lôi kéo vào một cuộc xung đột biên giới với Pakistan, điều này có thể khiến khách hàng lo ngại khi đặt hàng.
 - Dệt may Bangladesh gần đây đã chứng kiến sự cải thiện về thị phần Hoa Kỳ, ở mức 8.3% trong 7T 2025 (2024: 7.0%). Tuy nhiên, căng thẳng chính trị của đất nước vẫn còn, với các vụ bắt giữ hàng loạt và bạo lực đám đông tiếp tục. Ngoài ra, cuộc xung đột nội bộ đang diễn ra ở Myanmar có thể ảnh hưởng đến sự ổn định biên giới của Bangladesh. Sự bất ổn này gây ra rủi ro cho sản xuất dệt may của nước này.
- **Cạnh tranh ở các thị trường trọng điểm khác:** Khi những khó khăn do thuế quan phát sinh tại thị trường Mỹ, chúng tôi tin rằng sự cạnh tranh ở các thị trường trọng điểm khác chắc chắn sẽ tăng lên. Ví dụ, sự gia tăng thị phần hàng may mặc Trung Quốc gần đây ở Hàn Quốc cho thấy các nhà sản xuất dệt may Trung Quốc đang tìm kiếm thị trường thay thế. Bất chấp sự cạnh tranh khốc liệt, Việt Nam đã và đang ký kết nhiều FTA, cho phép xuất khẩu dệt may thông qua mức thuế thấp, do đó mang lại một số lợi thế so sánh. Cụ thể, trong số các đối thủ châu Á, Bangladesh và Pakistan chưa ký FTA với Nhật Bản và Hàn Quốc, và hàng dệt may xuất khẩu của họ phải chịu thuế quan. Đối với thị trường EU, từ năm nay, hầu hết thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm dệt may có xuất xứ từ Việt Nam sẽ được xóa bỏ, theo EVFTA.

Khuyến nghị đầu tư

- Trong phần còn lại của năm 2025 và nửa đầu năm 2026, chúng tôi dự phóng nhu cầu dệt may của Mỹ sẽ suy yếu do giá cả tăng và lo ngại về thị trường lao động suy giảm. Mặc dù nhu cầu ở thị trường châu Á và EU dự kiến ổn định, sự cạnh tranh sẽ ngày càng gay gắt. Chúng tôi cũng dự đoán khả năng giảm các đơn đặt hàng mới trong nửa đầu năm 2026 do mức tồn kho cao hiện tại. Mảng may mặc của Việt Nam có thể sẽ phải đối mặt với những cơn gió ngược trong nửa đầu năm 2026 và hiệu suất của mảng sợi có thể sẽ tiếp tục tụt lại phía sau, do nhu cầu suy yếu tại thị trường Trung Quốc và Hàn Quốc. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi duy trì triển vọng tích cực cho cả hai mảng, kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng đang diễn ra và sự di cư của ngành sản xuất khỏi Trung Quốc.
- Đối với lĩnh vực may mặc: chúng tôi khuyến nghị CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) và CTCP May Sông Hồng (MSH) nhờ danh mục khách hàng có chất lượng cao.
- Đối với lĩnh vực sợi: chúng tôi khuyến nghị Tổng CTCP Phong Phú (PPH), phần lớn nhờ sự hợp tác chiến lược lâu dài của họ với Tập đoàn Coats.

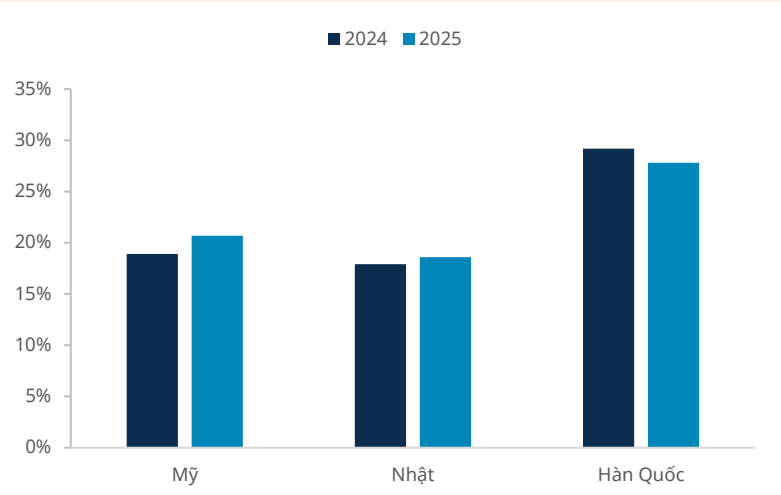
Triển vọng và rủi ro

Tăng trưởng giá trị XK dệt may VN



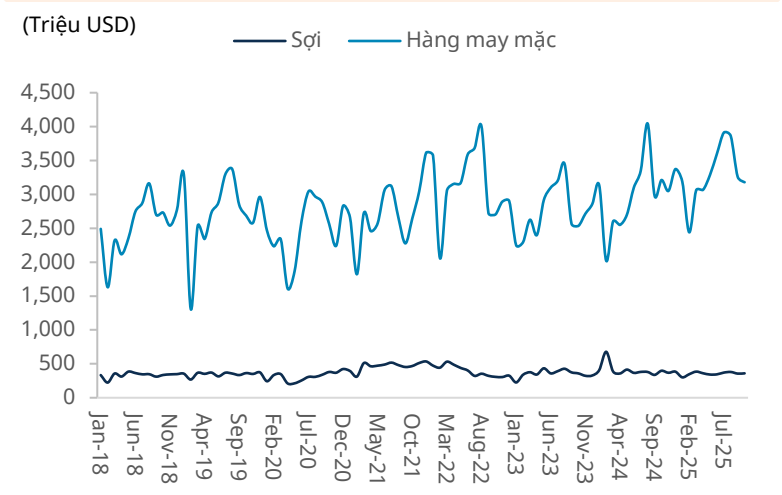
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Thị phần hàng may mặc VN tại một số TT



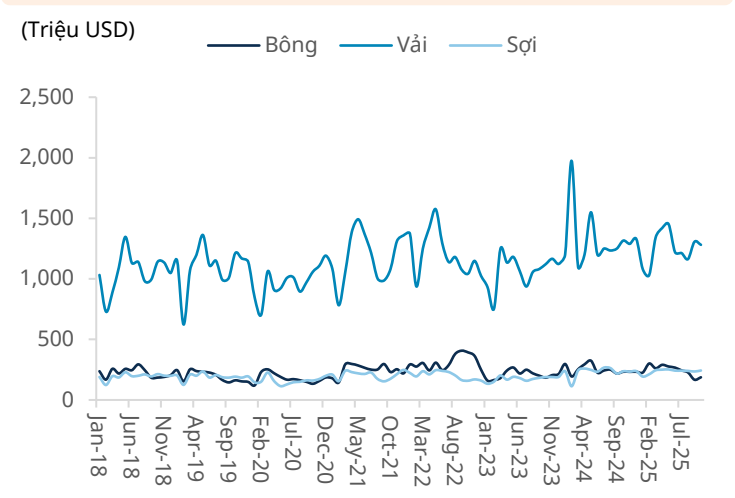
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị XK dệt may theo tháng



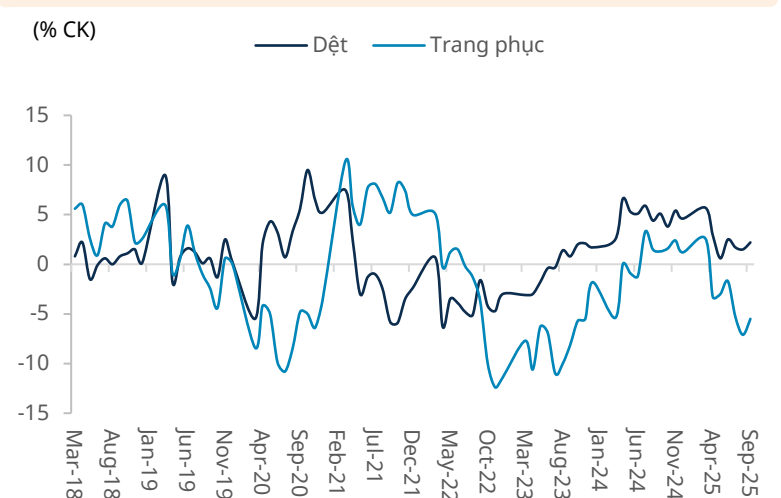
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị NK nguyên liệu dệt may theo tháng



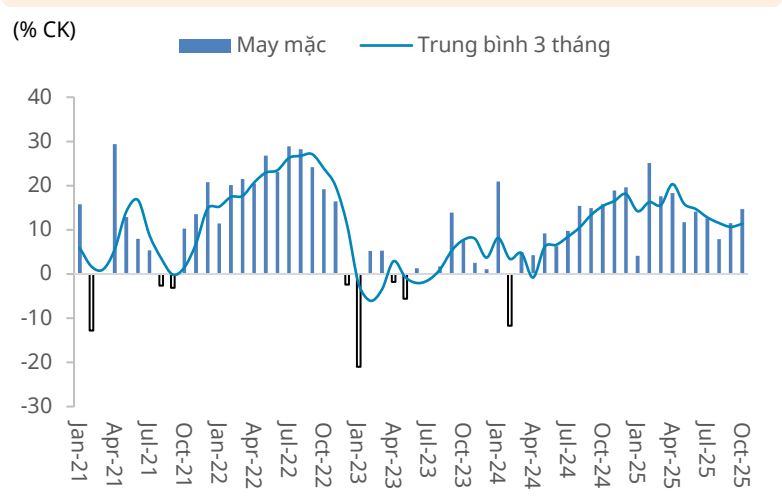
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng khối lượng sản xuất ngành dệt may TQ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

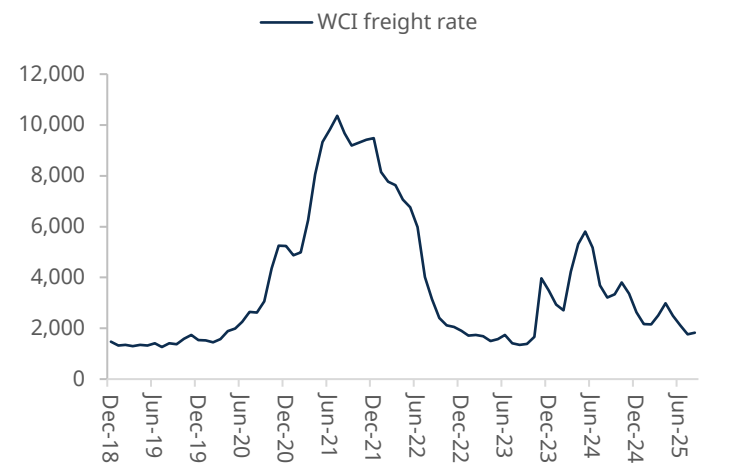
IIP mảng may mặc theo tháng



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

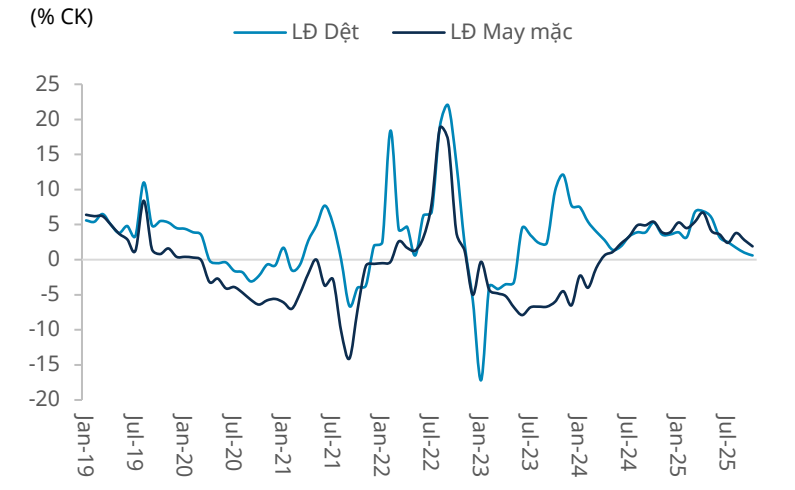
Triển vọng và rủi ro

Chỉ số giá vận tải biển



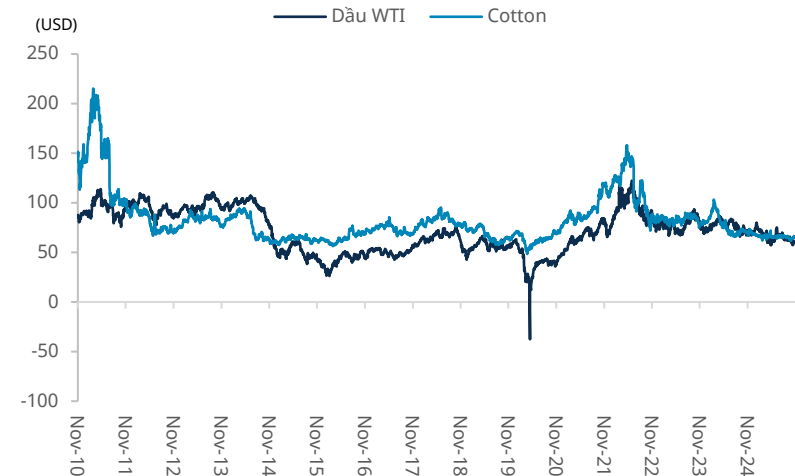
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số sử dụng lao động ngành dệt may VN



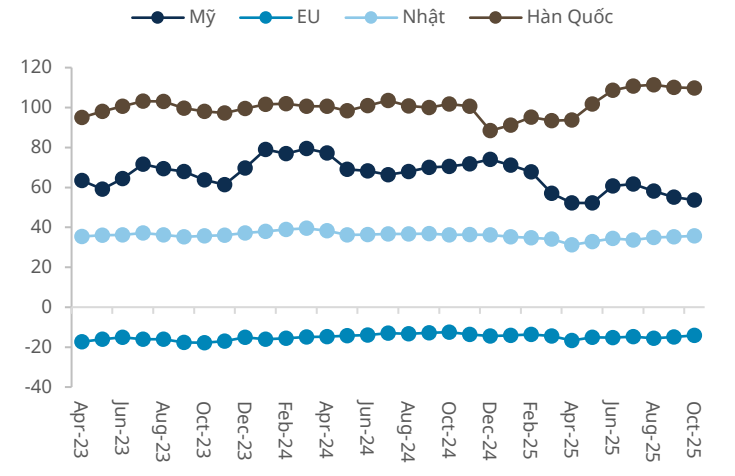
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Giá nguyên liệu sản xuất sợi



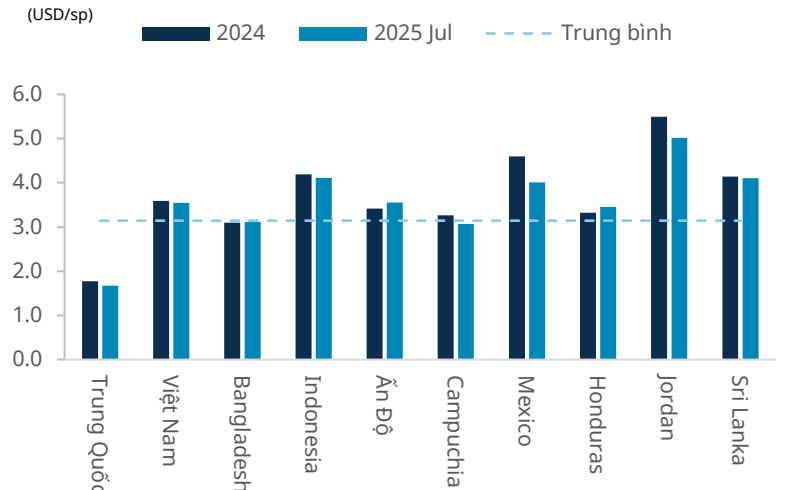
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số niềm tin tiêu dùng các TT



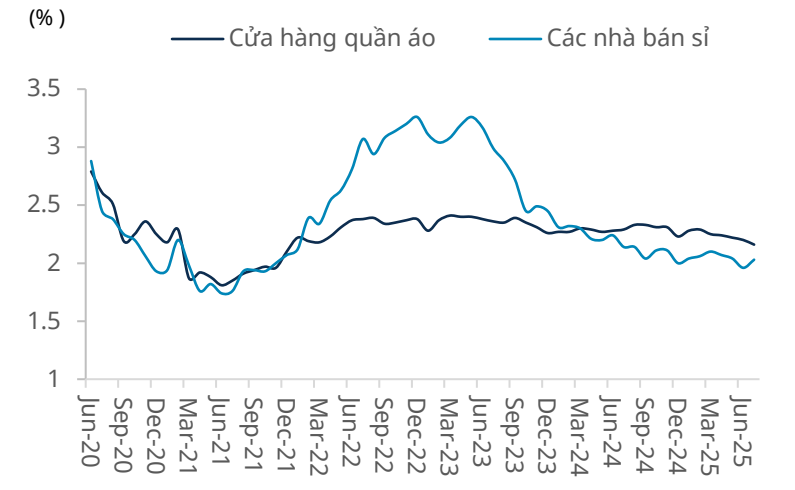
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

Đơn giá trung bình XK hàng may mặc vào TT Mỹ



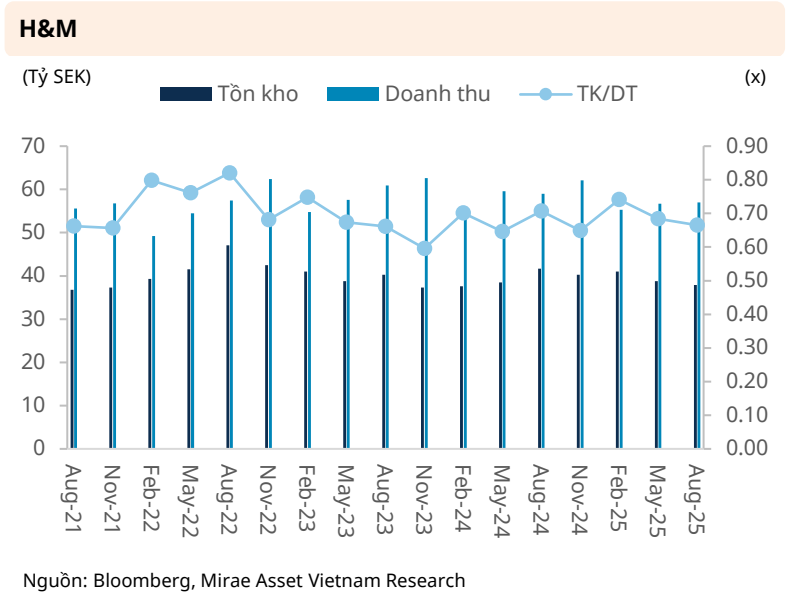
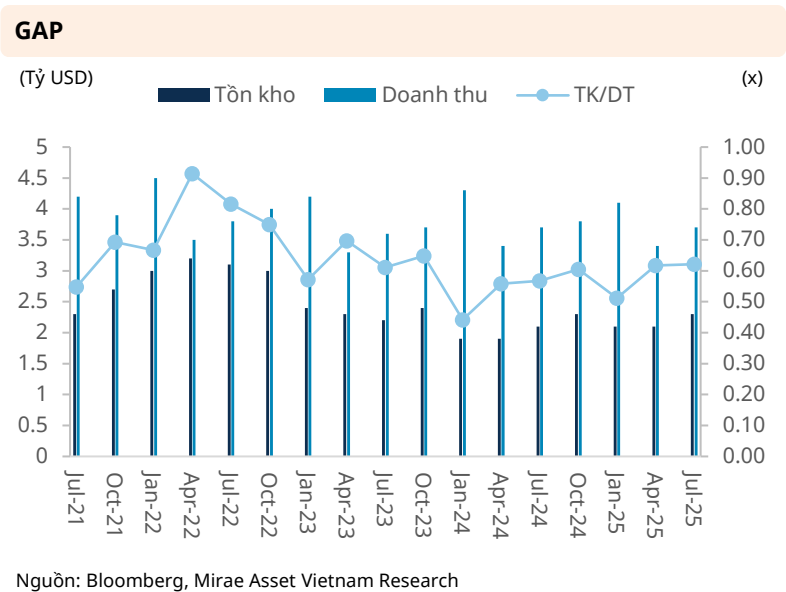
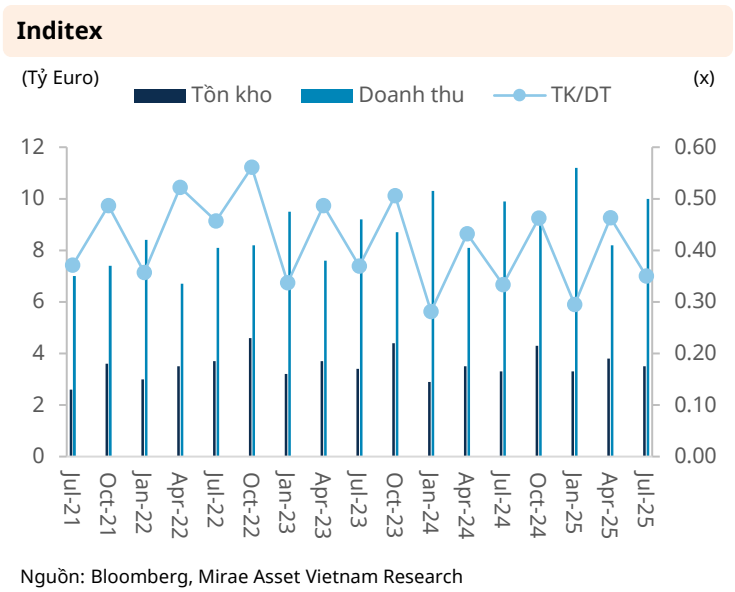
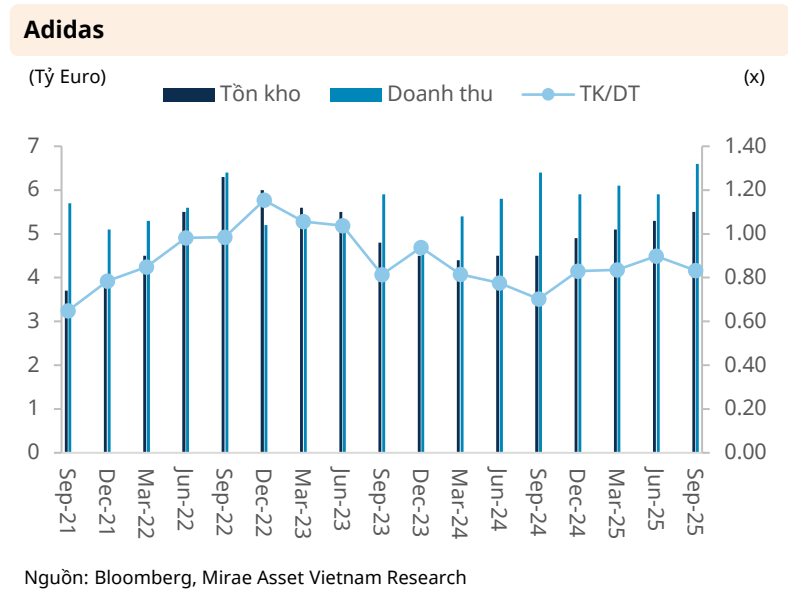
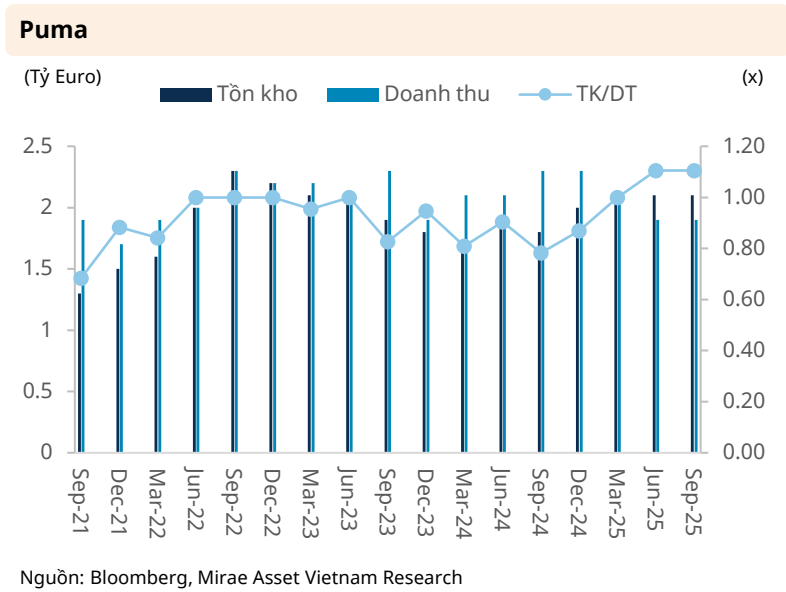
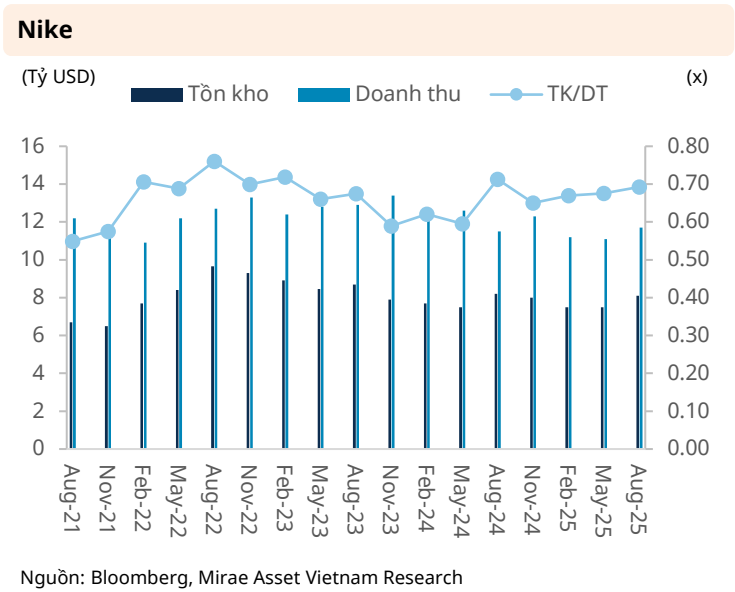
Nguồn: OTEXA, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số tồn kho/doanh thu TT Mỹ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Tồn kho theo quý của các thương hiệu lớn



Hiệu suất ổn định

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn



(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	24,500
Thị giá (12/11/25)	18,500
Lợi nhuận kỳ vọng	+32.4%

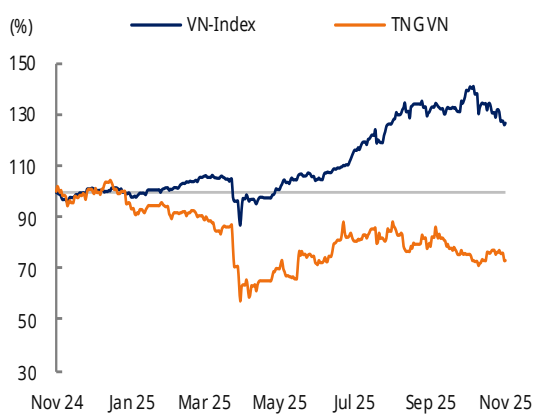
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	386
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	11.6
P/E (26F, x)	7.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,394
SL cổ phiếu (triệu)	129
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	58.8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	17.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,900

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.1	6.3	-28.2
Tương đối	5.9	-14.7	-55.3

Luận điểm đầu tư

- CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) là công ty may mặc có tốc độ tăng trưởng nhanh và là doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc hàng đầu Việt Nam. Công ty có danh mục khách hàng đa dạng đến từ nhiều thị trường xuất khẩu dệt may trọng điểm của Việt Nam như Mỹ, EU, Canada. Hoạt động kinh doanh chính của TNG là sản xuất hàng may mặc CMT với các sản phẩm chủ lực là áo khoác, sản phẩm từ lông vũ, quần áo và trang phục thể thao. TNG sở hữu hơn 300 dây chuyền sản xuất tại 18 chi nhánh, có trụ sở tại tỉnh Thái Nguyên.
- Cập nhật HĐKD:** Trong Q3 2025, doanh thu của TNG tăng lên 2,632.8 tỷ đồng (+11.7% CK). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp thu hẹp xuống còn 13.7% (Q3 2024: 14.4%) và lợi nhuận gộp gần như không đổi, đạt 359.7 tỷ đồng. Trong quý, cả thu nhập và chi phí từ hoạt động tài chính đều giảm, trong khi chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lên 171.9 tỷ đồng (+10.3% CK). Lợi nhuận hoạt động và LNST của TNG trong Q3 lần lượt đạt 147.8 tỷ đồng (+6.1% CK) và 117 tỷ đồng (+5.3% CK). Trong 9T 2025, doanh thu và LNST của TNG lần lượt đạt 6,671.1 tỷ đồng (+13.4% CK) và 280.4 tỷ đồng (+16.4% CK).
- Dự phóng 2025 và 2026:** Với kết quả kinh doanh Q3 đang đi đúng hướng, bên cạnh các điều kiện kinh tế vĩ mô và ngành thuận lợi, chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu và LNST năm 2025 lần lượt đạt 8,000 đồng (+4.5% CK) và 345.7 tỷ đồng (+9.8% CK). Năm 2026, dự kiến xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sẽ vượt trội so với các đối thủ dệt may khác. Chúng tôi kỳ vọng quy mô lực lượng lao động của TNG sẽ đạt 21,000 (2025F: 20,000) và năng suất lao động tăng lên 405 triệu đồng/người (2025F: 400). Do đó, dự báo doanh thu năm 2026 đạt 8,505 tỷ đồng (+6.3% CK). Chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A năm 2026 sẽ tăng nhẹ do lạm phát. Lợi nhuận hoạt động và LNST năm 2026 lần lượt ước đạt 470.4 tỷ đồng (+11.6% CK) và 385.7 tỷ đồng (+11.6% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu TNG. Với tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn là 0% sau năm 2035, chúng tôi duy trì mức giá mục tiêu của TNG là 24,500 đồng/cổ phiếu.
- Rủi ro chính:** Đòn bẩy bị khai thác quá mức, cạnh tranh về lương, sự phụ thuộc đầu vào các nhà cung cấp từ Trung Quốc và biến động tỷ giá VND/USD là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	6,778	7,096	7,656	8,000	8,505	9,020
LN HĐKD (tỷ đồng)	371	300	401	422	470	541
Biên LN HĐKD (%)	5.5	4.2	5.2	5.3	5.5	6
LN trước thuế (tỷ đồng)	358	279	390	422	470	541
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	292	226	315	346	386	444
EPS (VND)	2,780	1,988	2,568	2,470	2,756	3,172
ROE (%)	18.0	12.1	16.8	17.7	18.5	19.6
P/E (x)	6.0	10.0	7.9	8.5	7.7	6.7
P/B (x)	1.1	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	5,440	5,251	5,817	5,529	5,732	5,897
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,790	1,861	1,892	2,011	2,165	2,370

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Biên lợi nhuận cao trong Q3

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn

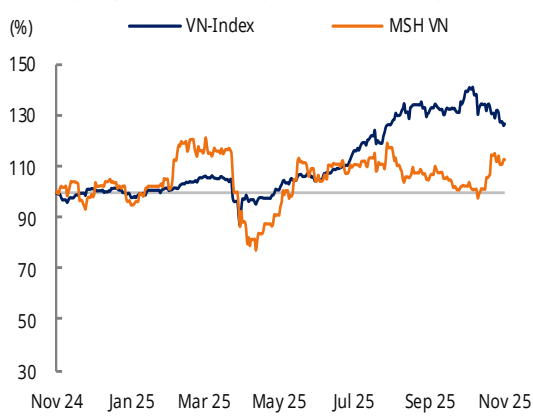


(Duy trì)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	41,800
Thị giá (12/11/25)	39,500
Lợi nhuận kỳ vọng	+5.8%

LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	462
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-12.3
P/E (26F, x)	10.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,298
SL cổ phiếu (triệu)	113
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	49.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25,167
Cao nhất 52 tuần (VND)	41,867
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	10.113.912.4
Tương đối	19.1-7.1-14.7

Luận điểm đầu tư

- CTCP May Sông Hồng (MSH) là một công ty may mặc có lợi nhuận cao có trụ sở tại miền Bắc Việt Nam. MSH vận hành trên 20 xưởng sản xuất tại tỉnh Nam Định. Đây là những vị trí có vị thế tốt trong hoạt động logistics, với các dòng sản phẩm chủ lực là hàng may mặc xuất khẩu CMT và FOB (tỷ trọng doanh thu chính). MSH có danh mục khách hàng vững chắc tập trung vào thị trường Hoa Kỳ, bao gồm Walmart, Nike, Target và Haddad Brands. Công ty cũng sở hữu thương hiệu nổi tiếng trên thị trường chăn-drap-gối-nệm trong nước.
- Cập nhật HĐKD:** Trong Q3, doanh thu của MSH giảm 5.8% CK xuống còn 1,646.7 tỷ đồng, do đơn hàng outsource tăng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp tăng lên 21.2% (Q3 2024: 15.2%) và lợi nhuận gộp tăng 31.7% CK lên 349.7 tỷ đồng. Trong quý, công ty liên kết Golden Avenue tiếp tục ghi nhận lỗ, trong khi chi phí quản lý tăng lên 83.6 tỷ đồng (+38.2% CK), do chi phí nhân công. Lợi nhuận hoạt động và LNST Q3 của MSH lần lượt đạt 247.4 tỷ đồng (+48.1% CK) và 200.7 tỷ đồng (+54.2% CK). Trong 9T 2025, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của MSH lần lượt đạt 4,149.7 tỷ đồng (+7.7% CK) và 467.9 tỷ đồng (+73.6% CK). Tính đến cuối T9, tổng quy mô lao động tăng lên 11,715 (6T 2025: 11,644).
- Dự phóng 2025/2026:** Mặc dù KQKD tốt trong 9T, dự phóng HĐKD của MSH trong phần còn lại năm 2025 sẽ hạ nhiệt, do nhu cầu tại Mỹ có khả năng suy yếu sau khi khách hàng tích trữ hàng hóa. Trong kịch bản cơ sở, doanh thu dự phóng năm 2025 điều chỉnh giảm xuống còn 5,280 tỷ đồng (đi ngang CK; trước đó: 5,500 tỷ đồng). Nhờ tỷ suất lợi nhuận lớn hơn, được thúc đẩy bởi sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu (doanh thu dịch vụ nhiều hơn), chúng tôi nâng dự phóng LNST năm 2025 lên 572.5 tỷ đồng (+29.4% CK; trước đó: 455.7 tỷ đồng). Năm 2026, kỳ vọng MSH sẽ ghi nhận tăng trưởng về lượng đơn đặt hàng, nhờ những lợi thế của dệt may Việt Nam. Tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ về mức trung bình khoảng 18%, khi các đơn đặt hàng khẩn cấp giảm. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2026 lần lượt 5,625 đồng (+6.5% CK) và 501.9 tỷ đồng (-12.3% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH. Với tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn là 0% sau năm 2035, giá mục tiêu cho MSH được duy trì ở mức 41,800 đồng.
- Rủi ro chính:** Cạnh tranh về nhân công với các nhà tuyển dụng khác ở miền Bắc Việt Nam, trong bối cảnh đầu tư FDI mới ngày càng tăng; Sự phụ thuộc đầu vào vào các nhà cung cấp chính ở Trung Quốc; Biến động tỷ giá VND/USD là rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,523	4,542	5,280	5,280	5,625	5,980
LN HĐKD (tỷ đồng)	446	305	560	716	627	721
Biên LN HĐKD (%)	8.1	6.7	10.6	13.6	11.2	12.1
LN trước thuế (tỷ đồng)	439	307	544	716	627	721
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	375	245	413	527	462	531
EPS (VND)	4,998	3,260	5,499	4,213	3,693	4,247
ROE (%)	21	13.9	22.8	24.9	18.8	19.5
P/E (x)	6.6	12	9.0	9.2	10.5	9.1
P/B (x)	1.5	1.8	2.0	1.9	1.7	1.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,294	3,453	4,523	4,382	4,664	4,985
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,719	1,810	2,056	2,543	2,802	3,125

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Duy trì nền tảng vững chắc

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraesasset.com.vn

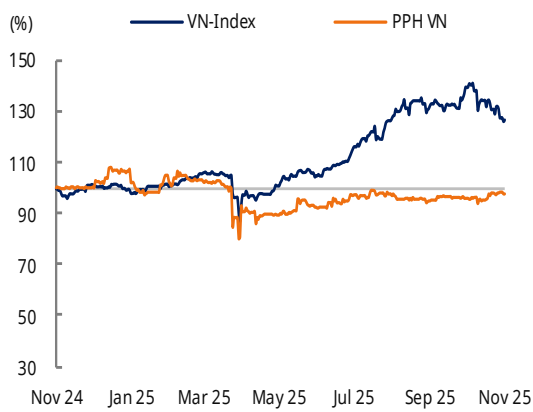


(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	38,500
Thị giá (12/11/25)	28,900
Lợi nhuận kỳ vọng	+33.2%

LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	381		
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (26F, %)	3.8		
P/E (26F, x)	6.6		
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,121		
SL cổ phiếu (triệu)	75		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	30.4		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	NA		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,500		
Cao nhất 52 tuần (VND)	32,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.8	7.6	-2.7
Tương đối	10.9	-13.4	-29.8

Luận điểm đầu tư

- Tổng CTCP Phong Phú (PPH) là một nhà sản xuất dệt may tại miền Nam Việt Nam. Sau khi trải qua quá trình tái cấu trúc, PPH hiện tập trung vào hai phân khúc: sợi và sản phẩm dệt gia dụng. PPH có lợi thế vững chắc trong phân khúc sợi, nhờ vào sự hợp tác với Coats (thông qua Coats Phong Phú và PPH là công ty Việt Nam duy nhất cung cấp sợi chỉ may cho Coats trên toàn cầu). PPH cũng đang tăng công suất mặt hàng khăn và mở rộng danh mục sản phẩm dệt gia dụng. Với vị thế vững chắc, chúng tôi cho rằng PPH sẽ không chỉ duy trì được lợi nhuận mà còn thể hiện khả năng phát triển trong tương lai.
- Cập nhật HĐKD:** Trong Q3, hoạt động kinh doanh của PPH vẫn ổn định khi doanh thu không thay đổi nhiều, đạt 629.1 tỷ đồng (-0.4% CK). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp tăng lên 19.2% (Q3 2024: 17.1%) và lợi nhuận gộp tăng lên 120.9 tỷ đồng (+11.7% CK). Do lỗ tỷ giá chưa thực hiện và chi phí dự phòng tăng, chi phí tài chính Q3 tăng lên 22.4 tỷ đồng (Q3 2024: 6.3 tỷ đồng). Lợi nhuận từ các công ty liên kết tăng 23.5% CK lên 97 tỷ đồng, nhờ sự cải thiện của Coats Phong Phú. Trong quý, chi phí quản lý và bán hàng giảm nhẹ xuống còn 110.5 tỷ đồng (-5.5% CK). Lợi nhuận hoạt động và LNST của công ty lần lượt đạt 94.4 tỷ đồng (+31.6% CK) và 95.2 tỷ đồng (+29.3% CK). Trong 9T 2025, doanh thu và LNST của PPH lần lượt đạt 1,834.9 tỷ đồng (+9.4% CK) và 310.8 tỷ đồng (+22.2% CK).
- Dự phóng 2025/2026:** Nhờ sự phát triển thuận lợi của ngành và KQKD Q3 đang đi đúng hướng, chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu và LNST 2025 trong kịch bản cơ sở (chúng tôi điều chỉnh dự báo theo kịch bản lạc quan và bi quan). Năm 2026, kỳ vọng PPH sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng di cư khỏi Trung Quốc và sự hợp tác chặt chẽ với Tập đoàn Coats. Trong kịch bản cơ sở, dự kiến PPH sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định với doanh thu năm 2026 ở mức 2,302.8 tỷ đồng (+2.2% CK). Hầu hết các khoản mục chi phí sẽ tăng theo lạm phát. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận sau thuế 2026 của PPH lần lượt là 392.4 tỷ đồng (+3.8% CK) và 388.5 tỷ đồng (+3.8% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị nội tại của PPH, với một số giả định chính: tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 15%; tỷ lệ tăng trưởng dài hạn sau năm 2035 là 0%; và giả định rằng PPH sẽ tăng dần quy mô lao động và năng suất qua các năm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua và giá mục tiêu 38,500 đồng/cổ phiếu cho PPH.
- Rủi ro chính:** Sự hợp tác với tập đoàn Coats và sự biến động về nhu cầu toàn cầu cũng như giá nguyên liệu là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,746	1,755	2,238	2,251	2,303	2,366
LN HĐKD (tỷ đồng)	479	325	379	378	392	409
Biên LN HĐKD (%)	27.5	18.5	16.9	16.8	17	17.3
LN trước thuế (tỷ đồng)	480	320	384	378	392	409
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	472	311	373	367	381	397
EPS (VND)	5,946	3,865	4,507	4,421	4,589	4,788
ROE (%)	26.1	16.5	20.5	19.3	18.9	18.5
P/E (x)	3.4	6.4	6.9	6.9	6.6	6.4
P/B (x)	0.8	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,419	3,539	3,579	3,828	3,932	4,056
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,784	1,778	1,884	1,996	2,120	2,260

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Phụ lục

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		
* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo. * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai. * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.			

Khuyến cáo
Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích
Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm
Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.
Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.
Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.
MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.
Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia District 8, Treasury Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-5088-7000	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336