

# BÁO CÁO NGÀNH DỆT MAY

Tín hiệu suy yếu ở các thị trường chính



# Nội dung

<b>Duy trì khuyến nghị Trung tính</b>	<b>3</b>
<b>Cổ phiếu khuyến nghị</b>	<b>8</b>
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG)	8
CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)	9
Tổng CTCP Phong Phú (UPCoM: PPH)	10
<b>Biểu đồ</b>	
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

- Ngành Dệt may Việt Nam tiếp tục duy trì thị phần tích cực tại các thị trường trọng điểm. Trong khi đó, môi trường lạm phát gia tăng có khả năng làm giảm nhu cầu chung ở các nước và dẫn đến sự cạnh tranh gay gắt hơn trong phần còn lại của năm 2026. Với các yếu tố 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

- May mặc chứng lại, xuất khẩu sợi phục hồi:** Trong bốn tháng đầu năm 2026, xuất khẩu dệt may Việt Nam giữ ổn định, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng ở cả hai mảng may mặc và sợi. Giá trị xuất khẩu sản phẩm dệt may đạt 3.1 tỷ USD (+0.8% CK) trong T4 và 11.9 tỷ USD (+1.6% CK) trong 4T 2026, duy trì quỹ đạo tăng. Nhìn chung, thị phần hàng may mặc toàn cầu của Việt Nam vẫn ổn định, mặc dù hiệu suất khác nhau giữa các thị trường chính. Tính đến đầu T5, Việt Nam đã mở rộng thị phần ở Mỹ (22.5%) và Hàn Quốc (27.5%) so với mức năm 2025, trong khi mất vị thế ở Nhật Bản (17.9%). Đáng chú ý, thị phần tại thị trường Mỹ đã tăng từ 18.9% vào năm 2024, cho thấy khả năng tăng trưởng mạnh mẽ bất chấp thuế quan được áp đặt kể từ khi Tổng thống Trump nhậm chức. Tuy nhiên, sản xuất may mặc nội địa có dấu hiệu suy yếu sau 4T. Mặc dù vẫn tăng trưởng dương, mức tăng của chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) đối với hàng may mặc giảm mạnh, từ mức hai con số vào cuối năm 2025 xuống mức trung bình chỉ 2.6% CK trong ba tháng gần nhất. Ngoài ra, chỉ số sử dụng việc làm may mặc gần như đi ngang. Phản ánh sự chậm lại này, nhập khẩu vải cũng đã giảm mạnh 22.5% CK trong T4 sau khi giảm 1.7% trong Q1 — một xu hướng đáng lo ngại vì Q2 thường là giai đoạn sản xuất cao điểm.

Ngược lại, xuất khẩu sợi tăng vọt trong T4 và 4T, lần lượt đạt 430 triệu USD (+19.2% CK) và 1.5 tỷ USD (+8.1% CK). Trung Quốc vẫn là điểm đến chính, chiếm 51.8% tổng xuất khẩu sợi. Tại Trung Quốc, sản xuất dệt may duy trì tăng trưởng ổn định cho đến năm 2025 và đầu năm 2026, nhưng sản xuất hàng may mặc, áo quần tiếp tục thu hẹp. Sự thay đổi này diễn ra song song với việc thị phần may mặc của Trung Quốc đang bị thu hẹp tại các thị trường như Mỹ và Nhật Bản. Bất chấp số liệu xuất khẩu mạnh mẽ, sản xuất sợi nội địa của Việt Nam cho tín hiệu trái chiều: trong khi IIP mảng dệt tăng 9.6% CK trong 4T, chỉ số việc làm giảm 1.7% CK vào đầu T4 và nhập khẩu bông giảm 6.1% CK trong T4 và 13.7% CK trong 4T.

- Bất ổn địa chính trị và thương mại toàn cầu tiếp diễn:** Môi trường thương mại toàn cầu trong 4T không có sự cải thiện so với năm 2025. Cuộc chiến Mỹ-Iran kéo dài và tình trạng tắc nghẽn đang diễn ra tại eo biển Hormuz đã đẩy giá dầu thô tăng hơn 60% so với đầu năm, neo ở mức quanh 100 USD/thùng. Đến đầu T5, vẫn chưa có dấu hiệu rõ ràng về một thỏa thuận hòa bình khi vấn đề cốt lõi - chương trình hạt nhân của Iran - vẫn chưa được giải quyết.

Xung đột địa chính trị cũng tiếp diễn ở các khu vực khác. Cuộc chiến ở Ukraine đã bước sang năm thứ năm mà không có con đường rõ ràng để đạt được sự đồng thuận giữa hai bên. Trong khi đó, các cuộc xung đột khu vực nhỏ hơn, bao gồm giữa Pakistan và Afghanistan, Pakistan và Ấn Độ, Thái Lan và Campuchia, tiếp tục âm ỉ.

Về chính sách thương mại của Mỹ, chính quyền Trump đang thúc đẩy chương trình nghị sự thuế quan của mình bất chấp thất bại gần đây tại Tòa án Tối cao Mỹ. Ngoài việc áp dụng mức thuế cơ bản mới 10%, chính quyền này đang đe dọa những doanh nghiệp yêu cầu hoàn thuế đối ứng và khởi động các cuộc điều tra mới nhằm áp thêm các loại thuế thương mại.

- Nhu cầu và niềm tin tiêu dùng ở các thị trường lớn:** Cập nhật đến đầu T5, niềm tin tiêu dùng đã giảm ở hầu hết các thị trường lớn, mặc dù có xu hướng khác nhau trong giá trị nhập khẩu.

**Mỹ:** Thị trường dệt may quan trọng nhất của Việt Nam có dấu hiệu suy yếu trong Q1, khi tổng giá trị nhập dệt may và áo quần giảm lần lượt 11.9% CK và 11,6% YoY. Ngoài ra, chỉ số niềm tin tiêu dùng của Mỹ giảm mạnh sau khi chiến tranh Mỹ-Iran bùng nổ vào cuối T2, chạm mức thấp nhất trong một năm 49.8 điểm vào T4. Xuất khẩu hàng dệt may của Trung Quốc tăng tốc xu hướng giảm, với thị phần giảm xuống 13.1% từ 17.0% năm 2025. Thị phần của Ấn Độ cũng thu hẹp xuống còn 8.6% (giảm từ 9.3% vào năm 2025) do căng thẳng thương mại với Mỹ về việc mua dầu của Nga. Ngược lại, các đối thủ khác trong số năm nhà cung cấp hàng đầu, chẳng hạn như Bangladesh (8.8%) và Indonesia (5.9%), duy trì quỹ đạo mở rộng. Đáng chú ý, trong khi giá trị nhập khẩu hàng may mặc trung bình từng sản phẩm toàn thị trường hầu như không thay đổi, giá trị nhập khẩu trên mỗi sản phẩm của top năm nhà cung cấp hàng đầu đều giảm trong Q1.

**Nhật Bản:** Sau khi đạt đỉnh vào tháng Hai, chỉ số niềm tin tiêu dùng của Nhật Bản đã giảm xuống còn 32.2 điểm vào T4, chỉ cao hơn mức thấp nhất trong một năm là 31.2 điểm được ghi nhận vào T4 2025. Bất chấp sự sụt giảm này, giá trị nhập khẩu hàng may mặc vẫn duy trì tăng trưởng ổn định, tăng 2.6% CK. Sự tăng trưởng diễn ra khi Nhật Bản trải qua một sự thay đổi cơ cấu kinh tế theo hướng lạm phát bền vững và tiền lương tăng, một xu hướng bắt đầu diễn ra kể từ năm 2022. Về cơ cấu thị phần, Trung Quốc (45.6%) và Việt Nam (17.9%) đều mất thị phần may mặc trong Q1, trong khi các đối thủ như Bangladesh (5.9%) và Campuchia (6.8%) mở rộng.

**Hàn Quốc và EU:** Chỉ số niềm tin tiêu dùng ở các thị trường này cũng ghi nhận giảm do giá dầu thô tăng vọt làm dấy lên lo ngại về lạm phát.

# Duy trì khuyến nghị Trung tính

## Triển vọng và rủi ro

- **Lạm phát đang quay trở lại:** Trừ khi xung đột Mỹ-Iran kết thúc và eo biển Hormuz sớm mở cửa trở lại hoàn toàn, giá dầu thô và khí đốt tự nhiên có thể sẽ ở mức trên 90 USD/thùng. Sự tăng đột biến kéo dài này sẽ làm tăng chi phí hàng hóa, đặc biệt là đối với phân bón và các sản phẩm dầu mỏ, gây ra làn sóng lạm phát đẩy chi phí toàn cầu. Trên thực tế, giá bông và PET đã tăng cùng với chi phí dầu tăng vọt. Môi trường giá cả cao hơn này chắc chắn sẽ làm giảm chi tiêu của người tiêu dùng và đè nặng lên nhu cầu ở các thị trường trọng điểm. Hơn nữa, các ngân hàng trung ương có thể thắt chặt chính sách tiền tệ để kiềm chế lạm phát, làm chậm hơn nữa tăng trưởng kinh tế. Ngay cả trong trường hợp tốt nhất - khi Mỹ và Iran đồng ý về một khuôn khổ đàm phán và mở lại eo biển - sẽ mất nhiều tháng để các nước vùng Vịnh khôi phục sản lượng trước chiến tranh. Do đó, giá hàng hóa dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong suốt năm 2026.

- **Triển vọng tại các thị trường trọng điểm:**

**Mỹ:** Trong thời gian còn lại của năm 2026, chúng tôi dự đoán nhu cầu dệt may của Mỹ sẽ phải đối mặt với áp lực lớn, buộc các nhà cung cấp phải cạnh tranh để có được thị trường thu hẹp. Căng thẳng Mỹ-Trung đang diễn ra có thể sẽ ảnh hưởng nặng nề đến xuất khẩu dệt may của Trung Quốc, mở ra cánh cửa cho các đối thủ của nó. Trong khi tổng khối lượng nhập khẩu của Mỹ đang giảm, thị phần mở rộng của Việt Nam sẽ cho phép ngành dệt may của Việt Nam duy trì tăng trưởng. Tuy nhiên, với thâm hụt thương mại của Mỹ vẫn ở mức cao, chính quyền Trump dự kiến sẽ tích cực theo đuổi thuế quan, đặc biệt là khi Việt Nam là nhà xuất khẩu hàng đầu sang Mỹ. Những áp lực kép này có thể sẽ kéo giảm tỷ suất lợi nhuận cho các công ty dệt may. Thêm vào những thách thức này, những lo ngại về lạm phát của Mỹ đang nổi lên trở lại; CPI của Mỹ tăng 3.8% CK trong T4, chủ yếu do chi phí năng lượng tăng vọt. Lạm phát dai dẳng này có thể ngăn Fed cắt giảm lãi suất, bất chấp chủ tịch mới được bổ nhiệm, điều này có thể sẽ làm giảm niềm tin của người tiêu dùng nhiều hơn nữa.

**Nhật Bản:** Chúng tôi kỳ vọng tổng nhập khẩu dệt may của Nhật Bản sẽ tiếp tục tăng trong năm nay. Mặc dù có sự sụt giảm trong Q1, thị phần và khối lượng xuất khẩu của Việt Nam sang Nhật Bản được dự báo sẽ phục hồi, được thúc đẩy bởi chuyến thăm Việt Nam gần đây của Thủ tướng Nhật Bản.

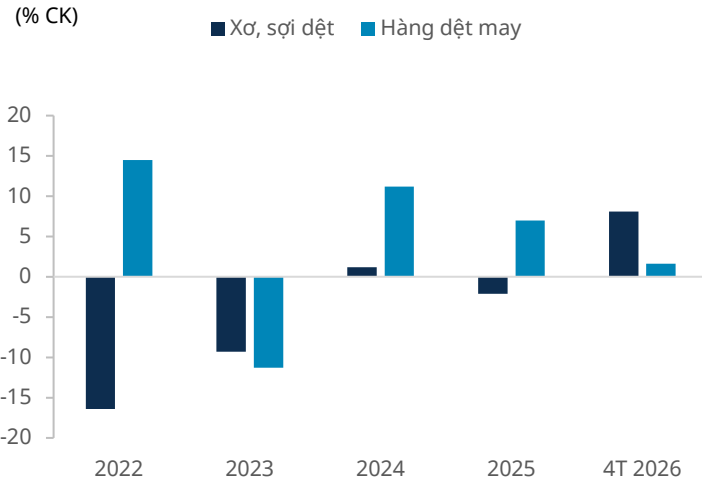
**Hàn Quốc và EU:** Tại Hàn Quốc, mặc dù có những cải thiện trong bốn tháng đầu năm 2026, thị phần hàng may mặc của Việt Nam vẫn thấp hơn mức 29.2% của năm 2024. Bởi vì các nhà sản xuất Trung Quốc đang tích cực chuyển sang các thị trường thay thế để bù đắp tổn thất của họ ở Mỹ, sự cạnh tranh ở Hàn Quốc có thể sẽ ngày càng gay gắt, đặc biệt là khi tổng giá trị nhập khẩu hàng may mặc của nước này giảm 1.2% CK trong Q1. Tương tự, cạnh tranh trên thị trường EU sẽ trở nên gay gắt trong bối cảnh niềm tin tiêu dùng yếu và lạm phát gia tăng.

## Khuyến nghị đầu tư

- Với cuộc chiến Mỹ-Iran đang diễn ra, chúng tôi dự phóng nhu cầu ở các thị trường trọng điểm sẽ suy yếu do giá cả tăng và tăng trưởng kinh tế chậm chạp. Mặc dù mức tồn kho và tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh số của các thương hiệu lớn tiếp tục giảm và vẫn tương đối thấp, chúng tôi kỳ vọng khách hàng sẽ thận trọng hơn nhiều với việc đặt hàng của họ trong năm nay. Trong tình hình này, các công ty có doanh thu cao vào thị trường Mỹ có thể sẽ vượt trội so với mức trung bình của ngành. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi duy trì triển vọng tích cực cho cả hai mảng may mặc và sợi. Cả hai sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng ngày càng tăng và cuộc di cư sản xuất rộng rãi hơn khỏi Trung Quốc.
- **Công ty may mặc:** Chúng tôi khuyến nghị CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) và CTCP May Sông Hồng (MSH), với danh mục khách hàng chất lượng cao của họ.
- **Công ty sợi:** Chúng tôi khuyến nghị Tổng CTCP Phong Phú (PPH), phần lớn là do sự hợp tác chiến lược lâu dài của họ với Tập đoàn Coats.

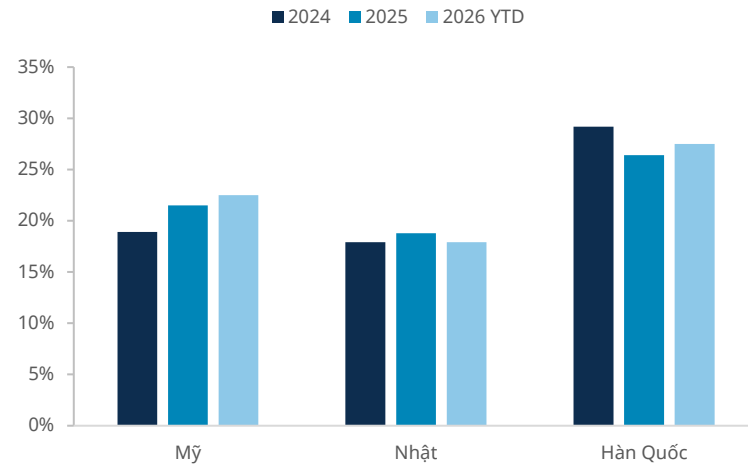
# Triển vọng và rủi ro

## Tăng trưởng giá trị XK dệt may VN



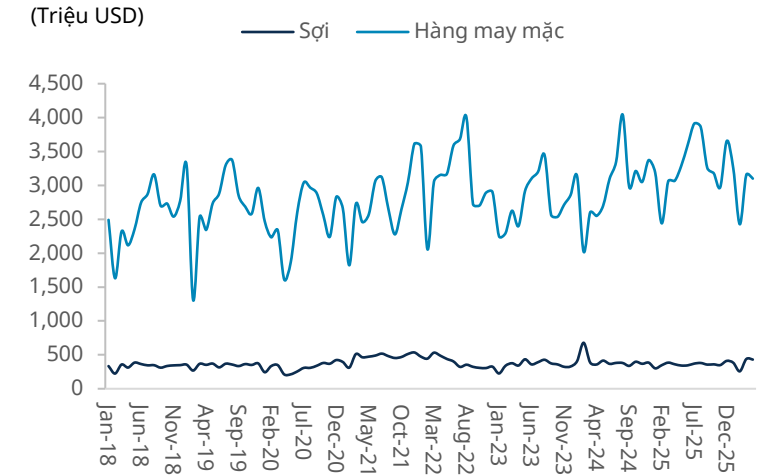
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

## Thị phần hàng may mặc VN tại một số TT



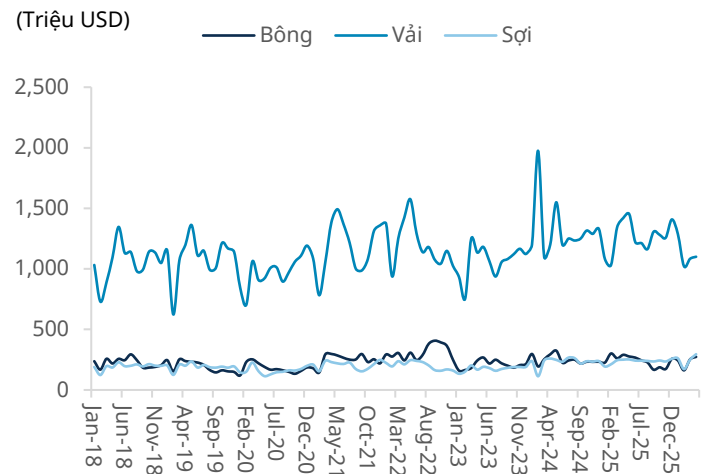
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

## Giá trị XK dệt may theo tháng



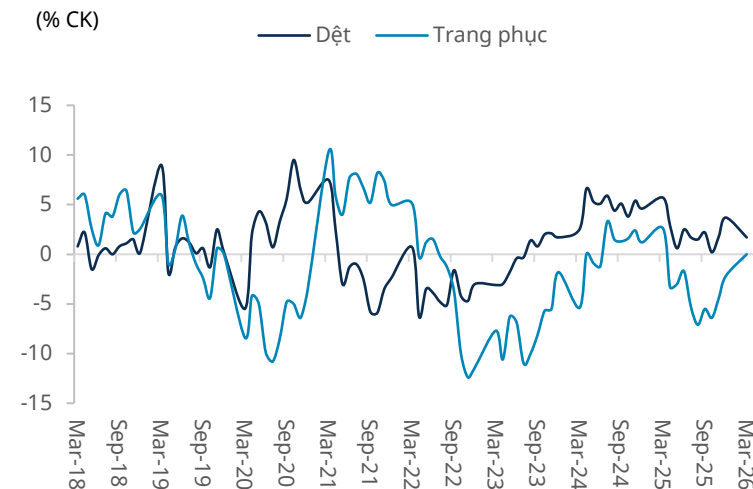
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

## Giá trị NK nguyên liệu dệt may theo tháng



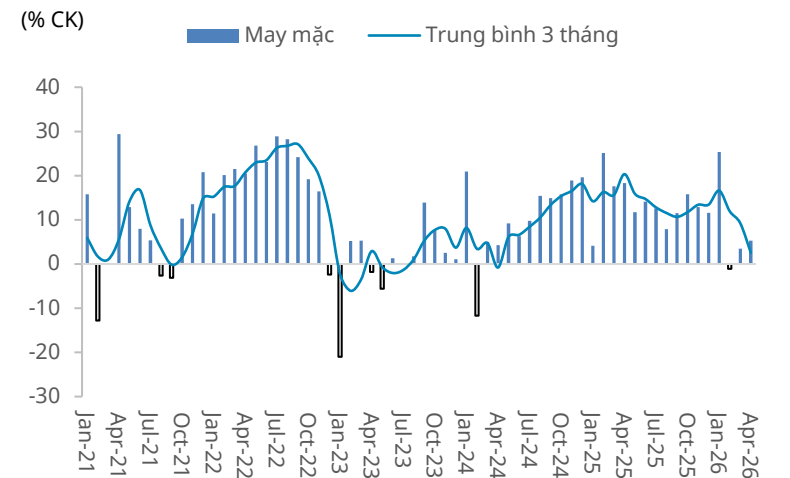
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

## Tăng trưởng khối lượng sản xuất ngành dệt may TQ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

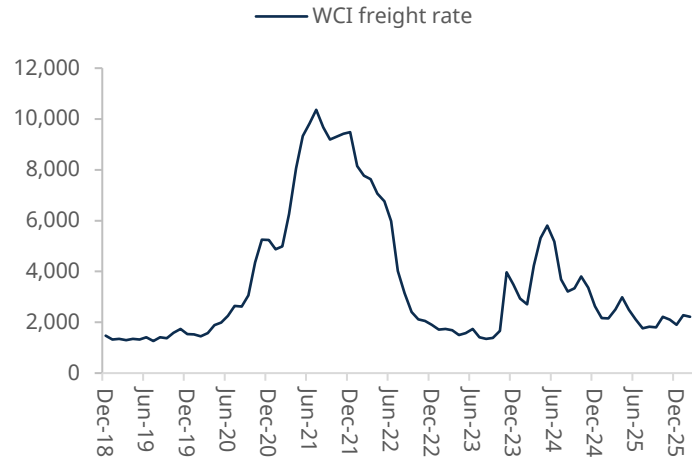
## IIP mảng may mặc theo tháng



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

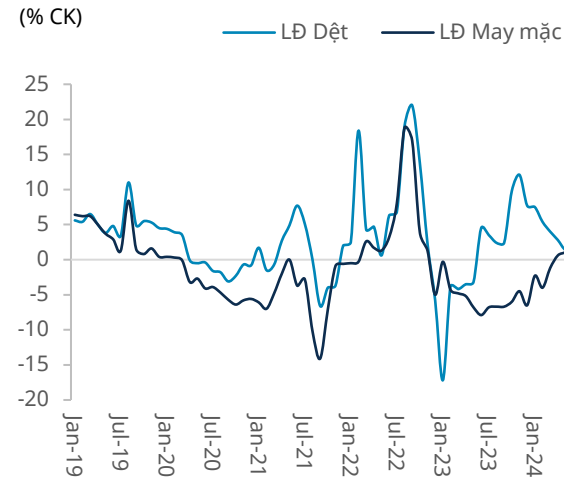
# Triển vọng và rủi ro

## Chỉ số giá vận tải biển



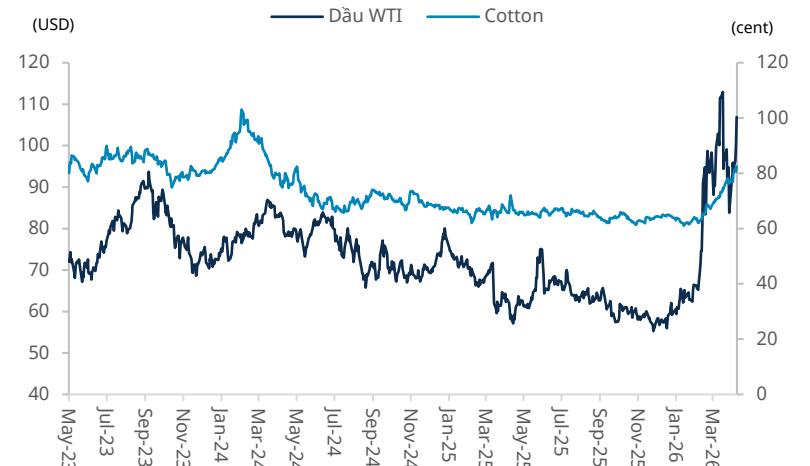
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Chỉ số sử dụng lao động ngành dệt may VN



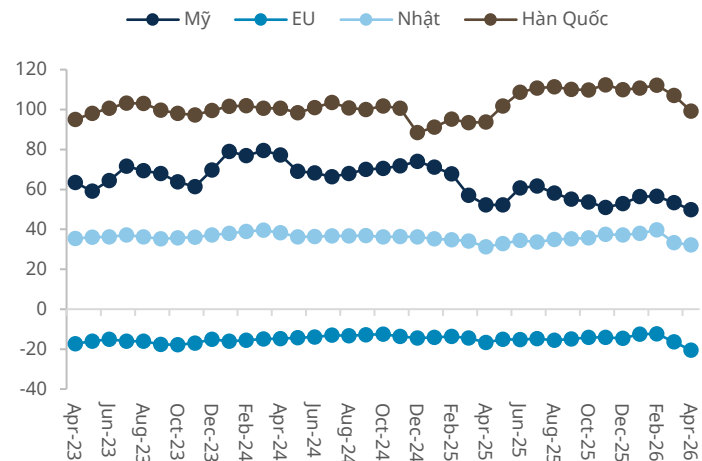
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

## Giá nguyên liệu sản xuất sợi



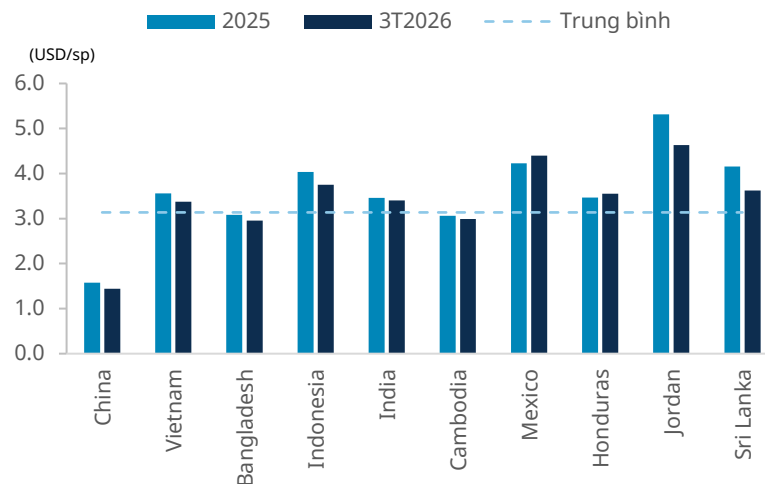
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Chỉ số niềm tin tiêu dùng các TT



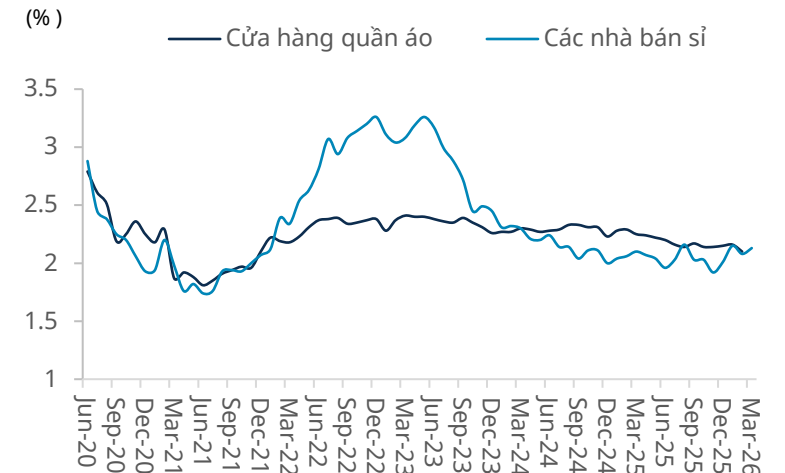
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

## Đơn giá trung bình XK hàng may mặc vào TT Mỹ



Nguồn: OTEXA, Mirae Asset Vietnam Research

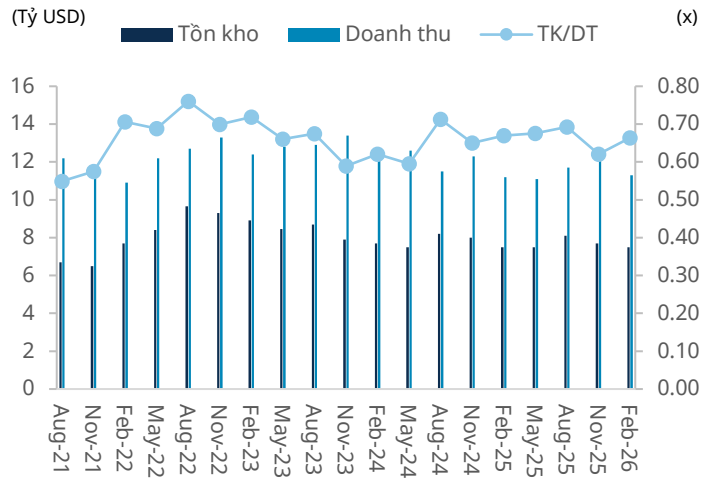
## Chỉ số tồn kho/doanh thu TT Mỹ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

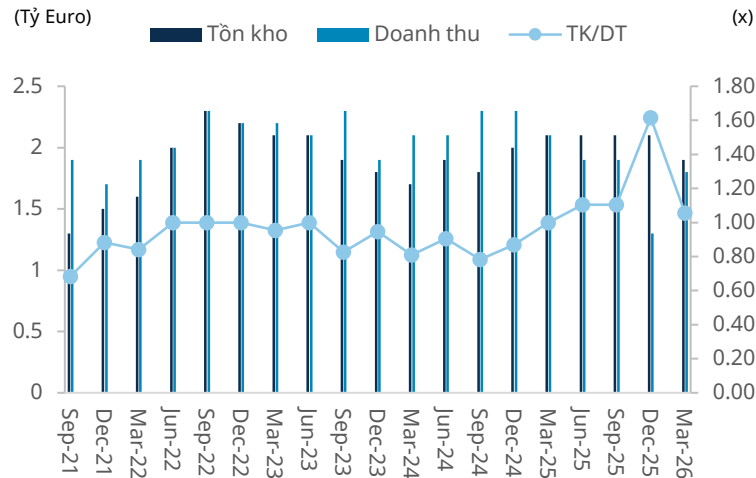
# Tồn kho theo quý của các thương hiệu lớn

## Nike



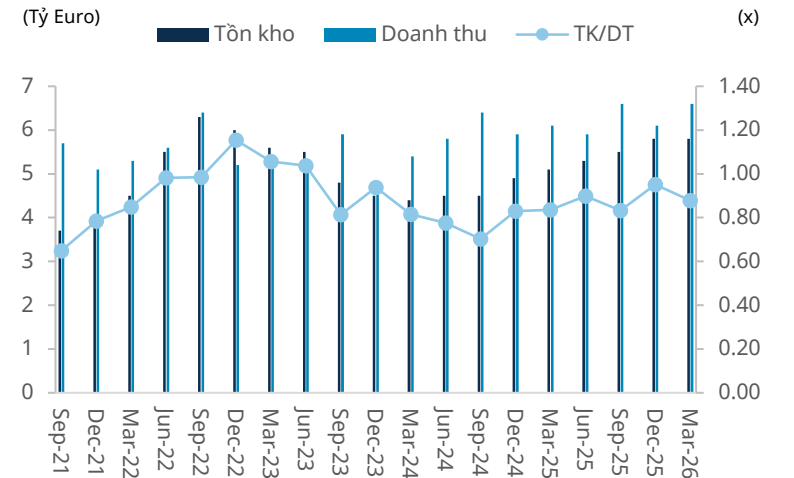
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Puma



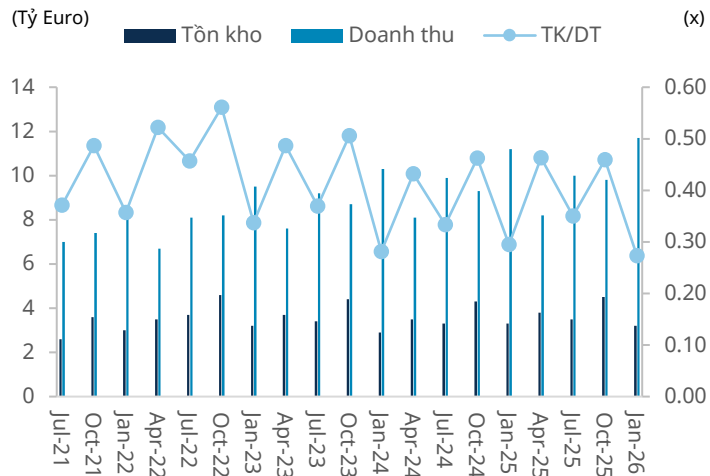
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Adidas



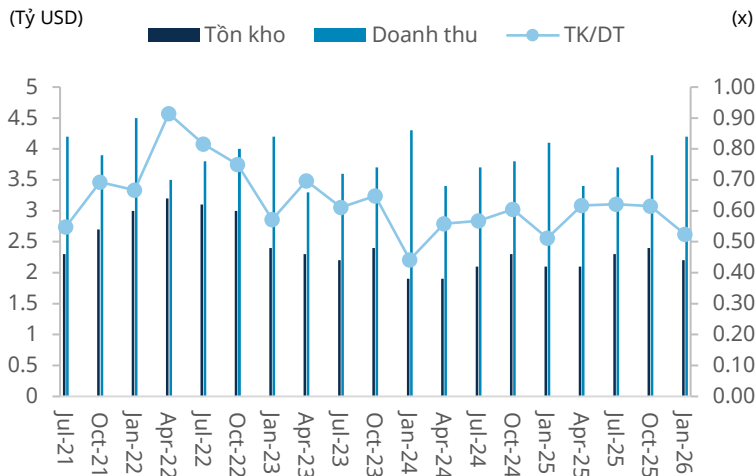
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Inditex



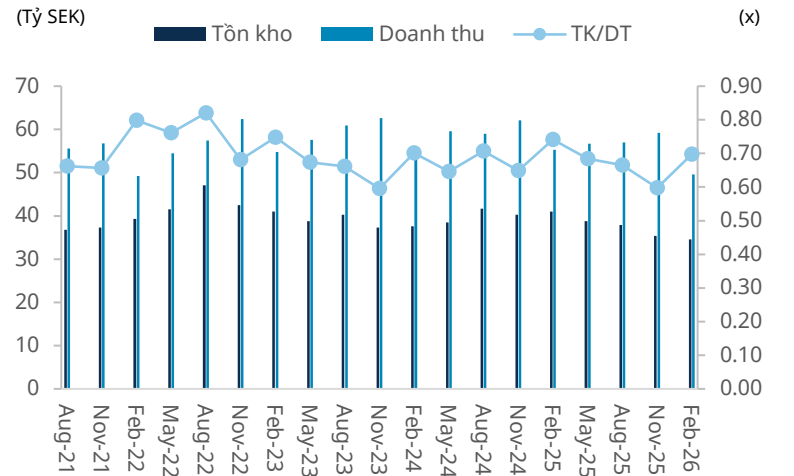
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## GAP



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## H&M



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## KQKD ổn định trong Q1/2026

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

<b>(Duy trì)</b>	<b>MUA</b>
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>26,000</b>
Thị giá (19/05/26)	19,300
Lợi nhuận kỳ vọng	+34.7%

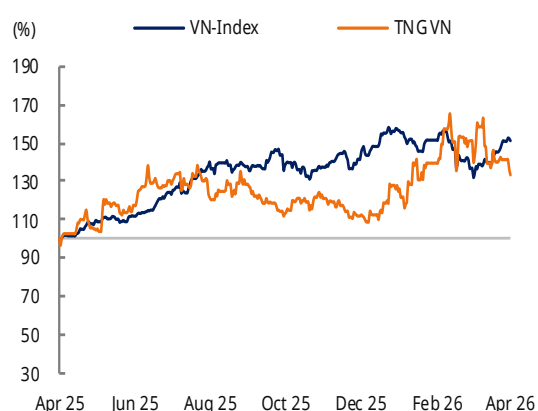
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	493
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	436
Tăng trưởng EPS (26F, %)	20.7
P/E (26F, x)	8.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,781
SL cổ phiếu (triệu)	129
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	57.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.8	16.1	38.5
Tương đối	-19.3	8.0	-13.6

### 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:** Doanh thu Q1/2026 của TNG tăng trưởng mạnh 29.2% CK, đạt 1,951.9 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp thu hẹp xuống còn 12.1% (Q1 2025: 15.2%) và lợi nhuận gộp đạt 235.9 tỷ đồng (+2.6% CK). Trong khi thu nhập tài chính gần như không đổi, chi phí tài chính tăng 9.2% CK do nợ tăng và lãi suất cao hơn. Chi phí bán hàng cũng tăng 46.4% CK trong bối cảnh giá cước vận chuyển cao. Lợi nhuận hoạt động của TNG giảm nhẹ xuống còn 50.8 tỷ đồng (-5.4% CK). Trong quý, công ty ghi nhận lợi nhuận bất thường là 25.2 tỷ đồng (Q1 2025: 168 triệu đồng). LNST Q1 của TNG đạt 60.3 tỷ đồng (+39.3% CK). Vào giữa tháng Tư, TNG đã công bố đơn từ chức của Chủ tịch Nguyễn Văn Thời.
- Dự phóng 2026:** chúng tôi dự phóng quy mô lao động trung bình của TNG chỉ tăng nhẹ, tăng 5.9% CK lên 20,000, với năng suất lao động khoảng 465 triệu đồng/người (+0.8% CK). Doanh thu của TNG dự kiến ở mức 9,300 tỷ đồng (+6.9% CK) với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 15.4%. Các khoản chi phí chính khác, đặc biệt là chi phí tài chính và quản lý, bán hàng, sẽ tăng do lạm phát. Chúng tôi dự báo lợi nhuận hoạt động và LNST năm 2026 lần lượt là 601.1 tỷ đồng (+26.5% CK) và 492.9 tỷ đồng (+25.4% CK).
- Định giá:** Chúng tôi đã 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 suất lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn 0% sau năm 2036. Do đó, chúng tôi duy trì mục tiêu ở mức 26,000 đồng (điều chỉnh cổ tức) với khuyến nghị Mua.
- 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)	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,656	8,699	9,300	9,635	10,080
LN HĐKD (tỷ đồng)	401	475	601	590	647
Biên LN HĐKD (%)	5.2	5.5	6.5	6.1	6.4
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	315	393	493	483	530
EPS (VND)	2,568	2,602	3,140	3,079	3,377
ROE (%)	16.8	20.2	23.7	21.8	22.3
P/E (x)	7.9	6.0	8.4	8.6	7.8
P/B (x)	1.4	1.2	1.6	1.5	1.4

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



## Duy trì hoạt động ổn định

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

(Duy trì)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>42,800</b>
Thị giá (19/05/26)	35,300
Lợi nhuận kỳ vọng	+21.2%

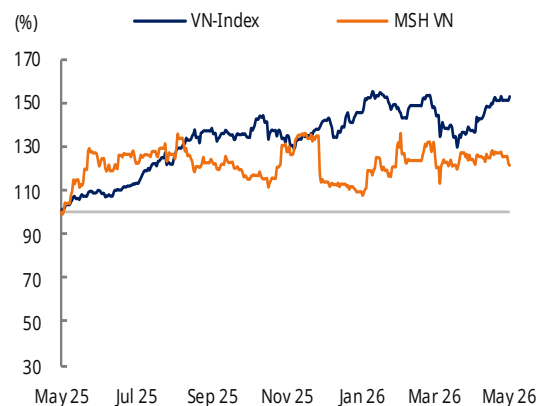
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	624
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-2.3
P/E (26F, x)	8.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	4,062
SL cổ phiếu (triệu)	113
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	49.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	7.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	29,267
Cao nhất 52 tuần (VND)	41,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.2	-6.7	22.9
Tương đối	-13.5	-20.9	-28.3

### 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:** Hoạt động kinh doanh của MSH vẫn ổn định trong Q1 2026, khi doanh thu gần như đi ngang, đạt 1,041.2 tỷ đồng (+0.5% CK). Biên lợi nhuận gộp tăng lên 20.3% (Q1 2025: 18.4%) và lợi nhuận gộp tăng lên 211.9 tỷ đồng (+10.9% CK). Do lượng trái phiếu năm giữ giảm, thu nhập từ hoạt động tài chính giảm xuống còn 30.9 tỷ đồng (-28.6% CK). Trong quý, chi phí quản lý tăng 21.5% CK lên 88.1 tỷ đồng, do chi phí nhân viên tăng. Lợi nhuận hoạt động và LNST Q1 của MSH lần lượt đạt 104.4 tỷ đồng (-5.4% CK) và 81.3 tỷ đồng (-6.8% CK).
- Dự phóng 2026:** Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng MSH sẽ tiếp tục mở rộng lực lượng lao động lên khoảng 12,500 (2025: 11,750). Năng suất và biên lãi gộp dự kiến sẽ ít thay đổi. Với những bất ổn toàn cầu gần đây và mục tiêu lạm phát trong nước (dưới 4.5%), chúng tôi kỳ vọng các khoản mục chi phí chính sẽ gia tăng. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2026 của MSH lần lượt là 5,625 tỷ đồng (+1.5% CK) và 682.2 tỷ đồng (+1.7% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH, với tỷ suất lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn 0% sau năm 2036. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu của MSH ở mức 42,800 đồng (điều chỉnh cổ tức) với khuyến nghị Mua.
- 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)	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,280	5,538	5,625	5,980	6,345
LN HĐKD (tỷ đồng)	560	830	853	841	950
Biên LN HĐKD (%)	10.6	15.0	15.2	14.1	15.0
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	412	614	624	616	695
EPS (VND)	3,322	5,113	4,993	4,925	5,561
ROE (%)	22.9	31.7	30.7	29.4	31.0
P/E (x)	9.0	7.0	8.8	8.9	7.9
P/B (x)	2.0	2.2	2.6	2.4	2.2

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

# Tổng CTCP Phong Phú (UPCoM: PPH)

Dệt may

## Duy trì hiệu suất ổn định

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



(Duy trì)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>37,500</b>
Thị giá (19/05/26)	27,500
Lợi nhuận kỳ vọng	+36.4%

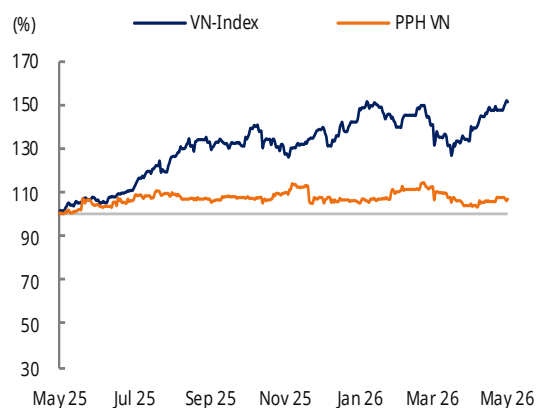
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	471
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	1.4
P/E (26F, x)	6.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,076
SL cổ phiếu (triệu)	75
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	30.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	NA
Thấp nhất 52 tuần (VND)	23,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,800

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.2	-2.8	6.5
Tương đối	-6.1	-21.7	-43.2

### 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 HKKD:** PPH tiếp tục tăng trưởng ổn định khi doanh thu tăng 5.1% CK lên 624.6 tỷ đồng trong Q1. Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên 20.5% (Q1 2025: 20%) và lợi nhuận gộp đạt 128.1 tỷ đồng (+7.6% CK). Trong quý, chi phí tài chính giảm mạnh nhờ nợ ngắn hạn giảm trong khi các chi phí khác không thay đổi nhiều. Lợi nhuận từ các công ty liên kết tiếp tục xu hướng tăng, đạt 92.5 tỷ đồng (+3.3% CK) với đóng góp chính từ Coats Phong Phú. Lợi nhuận hoạt động và LNST Q1 của PPH lần lượt đạt 137.7 tỷ đồng (+20.8% CK) và 132.3 tỷ đồng (+16.8% CK).
- Dự phóng 2026:** Trong kịch bản cơ sở năm 2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PPH sẽ tăng cùng với giá sợi, ở mức 2,626 tỷ đồng (+6.9% CK). Tỷ suất lợi nhuận sẽ thu hẹp khi chi phí tăng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ các công ty liên kết sẽ duy trì mức trung bình 350 tỷ đồng (-3.8% CK). Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận hoạt động và LNST 2026 lần lượt ở mức 500.9 tỷ đồng (+6.2% CK) và 475.9 tỷ đồng (+0.7% CK).
- Định giá:** Chúng tôi đã sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) để xác định giá trị nội tại của PPH, với một số giả định chính: tỷ suất lợi nhuận yêu cầu 15%; tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2035 là 0%; và giả định PPH sẽ tăng dần quy mô lao động và năng suất qua các năm. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở 37,500 đồng với khuyến nghị Mua 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)	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,238	2,457	2,626	2,652	2,719
LN HKKD (tỷ đồng)	380	472	501	467	482
Biên LN HKKD (%)	17.0	19.2	19.1	17.6	17.7
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	374	467	471	439	453
EPS (VND)	4,473	5,599	5,678	5,291	5,461
ROE (%)	20.8	23.7	21.5	18.5	17.7
P/E (x)	6.8	4.9	6.6	7.1	6.9
P/B (x)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

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

# Phụ lục

## Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

## Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

\* 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 nhắc 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 (USA) Inc.**

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

---

## **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 Mongolia UTsk LLC**

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

---

## **Shanghai Representative Office**

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

---

## **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 Wealth Management (USA) Inc.**

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

---

## **Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.**

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

---

## **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

---

## **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 Securities (UK) Ltd.**

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

---

## **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

---

## **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)

---

## **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)

---

## **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

---