truefriend KIS Viet Nam Securities Corporation

Ngành

Báo cáo ngắn

13/02/2025

Dệt may

Không xếp hạng

Trên đà tăng trưởng

Hoạt động tái nhập tồn kho mạnh mẽ thúc đẩy xuất khẩu

Trong 4Q24, ngành dệt may tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cả trong sản xuất và xuất khẩu. Cụ thể, sản xuất quần áo, vải và sợi trong nước tăng mạnh với mức tăng trưởng hai chữ số trong 4Q24. Đáng nói, xuất khẩu dệt may và giày dép tăng lần lượt là +17.2% n/n và +13.8% n/n. Sự tăng trưởng mạnh mẽ này được hỗ trợ bởi các hoạt động tái nhập tồn kho tại thị trường Mỹ và EU. Trong khi đó, xuất khẩu xơ sợi của Việt Nam chỉ tăng nhẹ 4.3% n/n trong 4Q24.

Mảng may mặc – Duy trì đà tăng trưởng trong 4Q24

Trong 4Q24, mảng xuất khẩu hàng may mặc chứng kiến sự bùng nổ trên toàn ngành (bao gồm cả các công ty FDI và nội địa), các công ty FDI ghi nhận tăng +15% n/n; các công ty nội địa tăng +25% n/n. Thị trường Mỹ và EU tiếp tục đóng vai trò là động lực tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc, với mức tăng trưởng xuất khẩu lần lượt là +19.4% n/n và 24.5% n/n. Được đóng góp chủ yếu đến từ *(1)* Hoạt động tái nhập tồn kho tích cực tại thị trường Mỹ, và *(2)* nhu cầu tiêu thụ tại thị trường EU có dấu hiệu tươi sáng hơn sau khi lạm phát và lãi suất hạ nhiệt. Nhờ đơn hàng có xu hướng gia tăng từ thị trường Mỹ và EU, các doanh nghiệp niêm yết đã ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ về cả doanh thu và LNST-CTM.

Mảng xơ, sợi – Sản lượng xuất khẩu phục hồi trong 4Q24

Trong 4Q24, kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi đạt 1.15 tỷ đô (tăng +4.3% n/n). Trong đó, xuất khẩu sang Trung Quốc (thị trường nhập khẩu sợi bông lớn nhất của Việt Nam) đang thu hẹp đà giảm, với xuất khẩu đạt 570 triệu đô (giảm -5.2% n/n/ +9.3% qoq). Cụ thể, giá sợi vẫn ổn định, sản lượng xuất khẩu bắt đầu tăng (tăng +8.5% n/n), báo hiệu nhu cầu từ các ngành hàng may mặc và giày dép dần phục hồi. Tuy nhiên, đối với các nhà sản xuất xơ, sợi (bao gồm ADS và STK), tốc độ phục hồi vẫn còn chậm, một phần là do nhu cầu đang trong giai đoạn đầu hồi phục và áp lực cạnh tranh vẫn diễn ra gay gắt.

Động lực tăng trưởng có thể chậm lại trong 1Q25F

Trong 1Q25F, chúng tôi dự báo xuất khẩu dệt may có thể chỉ ghi nhận mức tăng trưởng một chữ số do sự suy giảm nhu cầu từ thị trường Mỹ, nguyên nhân là do tồn kho cao của các nhà bán lẻ sau hoạt động tái nhập kho cuối năm 2024. Mặc dù hầu hết các công ty đã đảm bảo đơn hàng cho 1Q25F và đang đàm phán cho 2Q25F, họ vẫn phải đối mặt với các thách thức như giá đi ngang, đơn hàng nhỏ, thời gian giao hàng gấp và yêu cầu khắt khe hơn. Mảng xuất khẩu xơ, sợi tiếp tục đối mặt với thách thức trong 1Q25F do cạnh tranh từ sợi Trung Quốc giá rẻ. Do đó, giá bán vẫn duy trì ở mức thấp để duy trì đơn hàng, dẫn đến triển vọng tiêu cực cho cổ phiếu trong mảng này ít nhất là trong 1H25F.

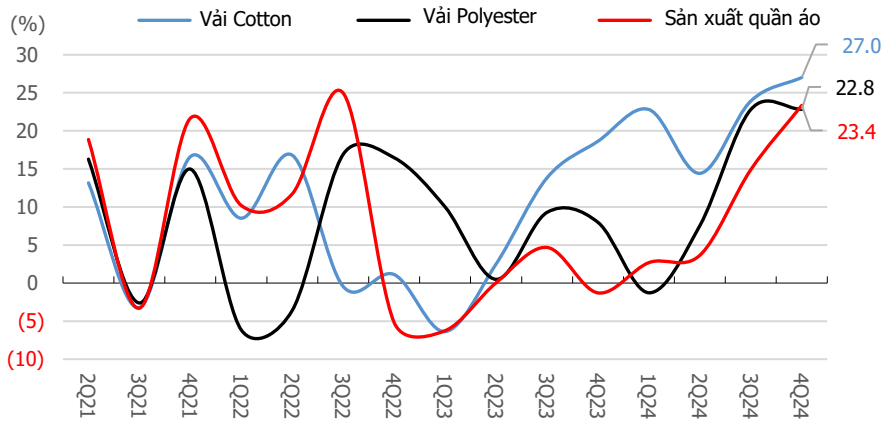
Dựa trên kết quả kinh doanh trong 4Q24, MSH và TNG là những công ty hoạt động tốt nhất trong ngành và chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng LNST-CTM của họ có thể duy trì ổn định trong 1Q25F nhờ vào đơn hàng xuất khẩu ổn định và chi phí được quản lý tốt.

Phòng phân tích
researchdept@kisvn.vn

I. Tổng quan ngành trong 4Q24 – Trên đà tăng trưởng

Theo dữ liệu từ Tổng cục Thống kê (GSO), sản xuất các mặt hàng vải và quần áo trong nước tiếp tục tăng mạnh, với mức tăng trưởng hai chữ số trong 4Q24 *(Hình 1)*, phản ánh hoạt động sản xuất mạnh mẽ trong ngành dệt may.

Hình 1. Sản xuất vải và quần áo trong nước tăng trưởng mạnh mẽ trong 4Q24

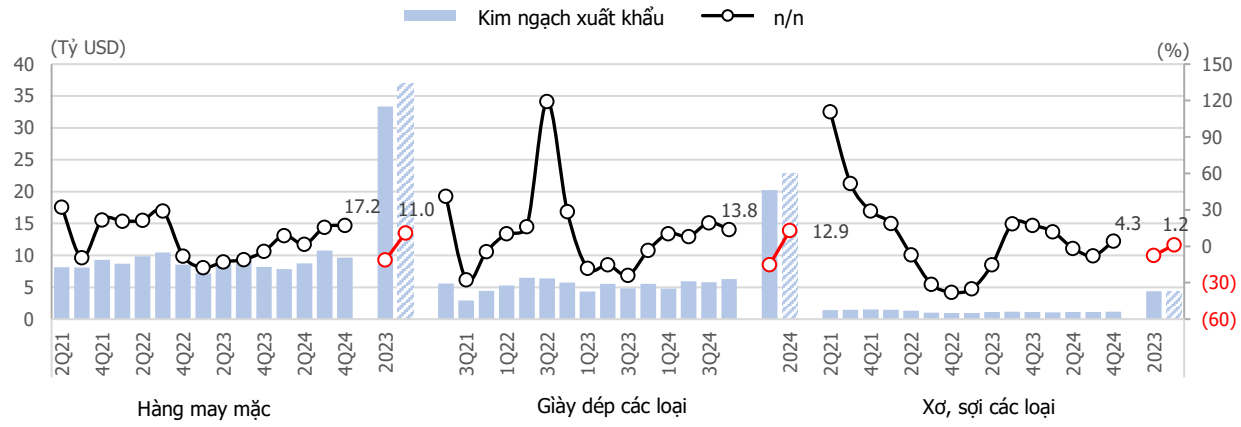


Nguồn: GSO, KIS Research

Theo dữ liệu từ Cục Hải quan Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu của ba loại sản phẩm trong 4Q24 lần lượt ghi nhận hàng may mặc (T&G): 9.6 tỷ đô (tăng +17.2% n/n); giày dép: 6.3 tỷ đô (tăng +13.8% n/n); và xơ, sợi (F&Y): 1.15 tỷ đô (tăng +4.3% n/n) *(Hình 2)*. Tăng trưởng dương ở cả ba nhóm sản phẩm trên cho thấy nhu cầu tiêu thụ thời trang vẫn duy trì sự phục hồi ổn định.

Trong cả năm 2024, hàng may mặc và giày dép ghi nhận mức tăng trưởng tốt nhất, lần lượt tăng +11% n/n và +12.9% n/n. Trong khi đó, xuất khẩu xơ, sợi chỉ tăng nhẹ +1.2% n/n do cạnh tranh gay gắt, dẫn đến giá sụt giảm trong năm.

Hình 2. Sản phẩm may mặc và giày dép là điểm sáng trong 4Q24 và năm tài chính 2024



Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, FiinproX, KIS Research

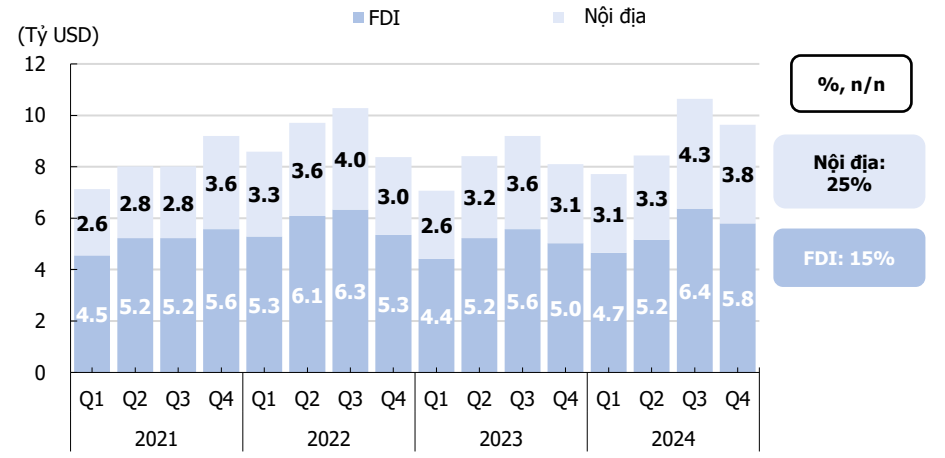
II. Mảng may mặc – Duy trì xu hướng tăng trưởng trong 4Q24

1. Tổng quan kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc trong 4Q24

Trong 4Q24, chúng tôi đã chứng kiến sự phục hồi trên toàn ngành (bao gồm cả các công ty FDI và công ty nội địa), trong đó các công ty FDI tăng trưởng +15% n/n; các công ty nội địa tăng trưởng +25% n/n *(Hình 3)*. Đặc biệt, xuất khẩu sang các thị trường trọng điểm vẫn giữ vững, cụ thể như sau:

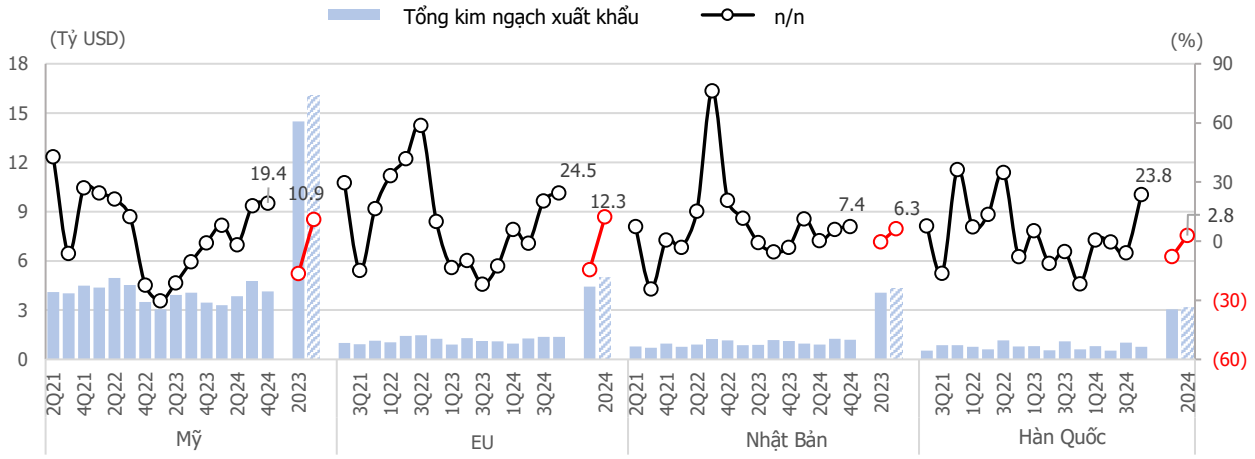
- *Thị trường Mỹ và EU:* Mặc dù mùa cao điểm mua sắm của quý 3 đã kết thúc nhưng nhu cầu nhập khẩu từ hai thị trường này vẫn duy trì mạnh mẽ, tăng trưởng lần lượt là +19.4% n/n và +24.5% n/n trong 4Q24. Và đây là các thị trường chính thúc đẩy xuất khẩu hàng may mặc trong năm 2024, với mức tăng trưởng lần lượt là 10.9% n/n và 12.3% n/n.
- *Thị trường châu Á:* đại diện bởi Nhật Bản và Hàn Quốc, tăng trưởng lần lượt là +7.4% n/n và 23.8% n/n. Điều này cho thấy tiêu dùng tại các thị trường này đang dần phục hồi. Tính cả năm 2024, xuất khẩu sang hai thị trường này chỉ ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn một chữ số.

Hình 3. Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của doanh nghiệp nội địa giảm 25% trong 4Q24



Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, KIS Research

Hình 4. Thị trường Mỹ và EU đóng vai trò là động lực tăng trưởng xuất khẩu của hàng may mặc



Nguồn: Tổng Cục Hải quan Việt Nam, FiinproX, KIS Research

2. Thị trường Mỹ – Hoạt động bổ sung hàng tồn kho thúc đẩy xuất khẩu hàng may mặc

Thị trường Mỹ chiếm 44% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2024. Theo OTEXA, tổng giá trị nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ đã phục hồi mạnh mẽ với mức tăng trưởng 17.4% n/n trong 4Q24 *(Hình 5)*.

Về phía cầu, chúng ta nhận thấy những tín hiệu tích cực từ dữ liệu chi tiêu của người tiêu dùng Mỹ, do *(1)* Chỉ số niềm tin tiêu dùng tăng trong 4Q24 (nhưng vẫn thấp hơn so với năm 2018-2019), *(2)* Chi tiêu cho hàng may mặc/tổng chi tiêu cá nhân duy trì ổn định sau một thời gian giảm mạnh *(Hình 6)*. Mặc dù dữ

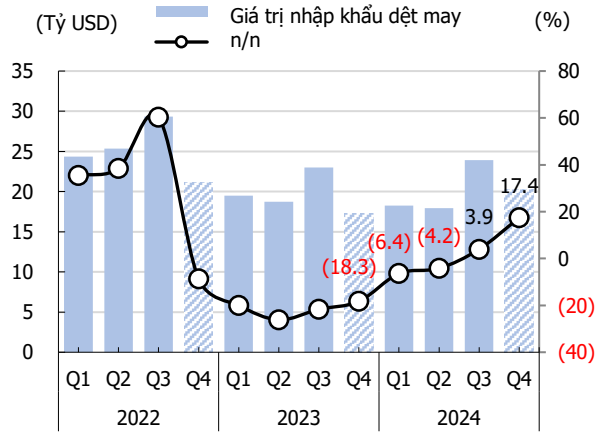
liệu cho thấy xu hướng chi tiêu vào hàng hóa không thiết yếu, như thời trang may mặc, chưa hồi phục mạnh mẽ, nhưng đã bắt đầu có những chuyển biến tích cực, đặc biệt là từ nửa sau năm 2024 trở đi.

Về tồn kho trên thị trường Mỹ, phân tích của chúng tôi cho thấy:

- Tồn kho bán lẻ hàng may mặc tăng nhẹ trong nửa sau năm 2024, trong khi doanh thu bán lẻ may mặc chỉ tăng khiêm tốn *(Hình 7)*.
- Cụ thể, tồn kho của các công ty bán lẻ lớn tại Mỹ trong các lĩnh vực đồ thể thao, thời trang thường ngày và các nhà bán lẻ chính đã phục hồi sau một thời gian dài khuyến mãi để giảm tồn kho. Trong đó, trong 4Q24, tồn kho ghi nhận ở các thương hiệu đồ thể thao: -2.1% n/n so với -14.1% n/n trong 3Q24; các thương hiệu thời trang thường ngày: +1.1% n/n so với -7.4% n/n trong 3Q24; và các nhà bán lẻ: +2.1% n/n so với +0.8% n/n trong 3Q24 *(Hình 8, 9, 10)*.

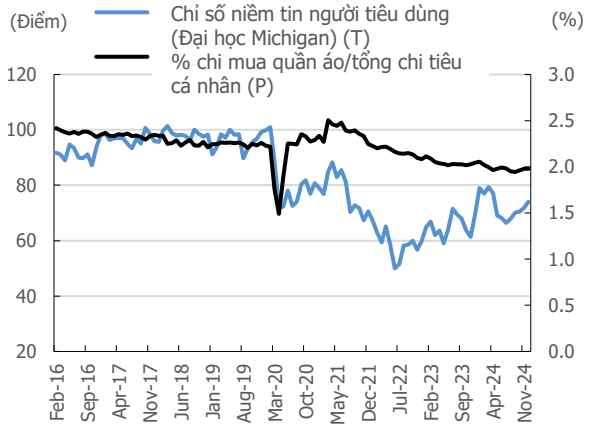
Dữ liệu chi tiết cho thấy các thương hiệu và nhà bán lẻ Mỹ có thể đang dự đoán về triển vọng nhu cầu trở nên tích cực hơn trong vài tháng tới, từ đó chủ động nhập khẩu hàng hóa. Do đó, các doanh nghiệp may mặc Việt Nam đã nhận đủ đơn hàng trong 4Q24, đảm bảo tăng trưởng xuất khẩu hai chữ số như đã đề cập ở trên.

Hình 5. Giá trị nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ tăng vọt +17.4% n/n trong 4Q24



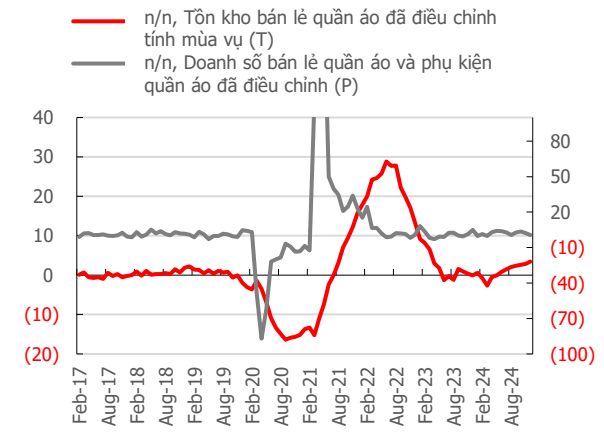
Nguồn: OTEXA, KIS Research
(*) Ghi chú: Tính toán dựa trên HS61, HS62

Hình 6... Nhờ nhu cầu tiêu dùng ngày càng thuận lợi



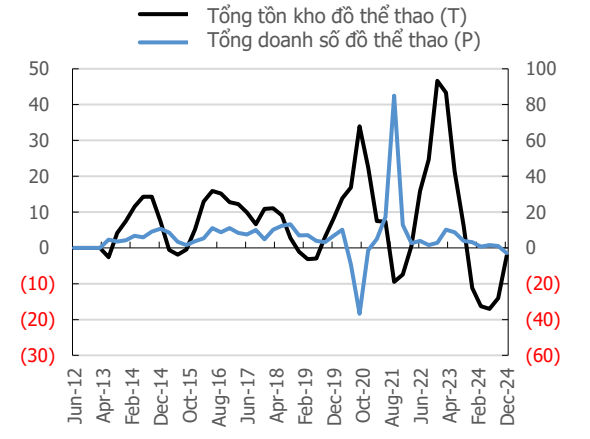
Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, KIS Research

Hình 7... Dẫn đến hoạt động tái nhập kho diễn ra sôi động



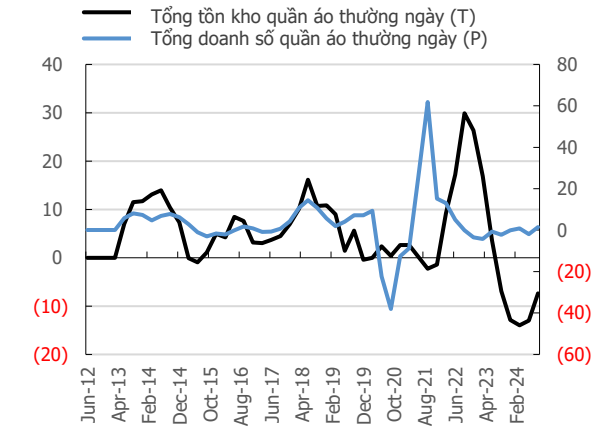
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 8. Tồn kho của các doanh nghiệp đồ thể thao ở mức -2.1% n/n so với mức -14.1% n/n trong 3Q24



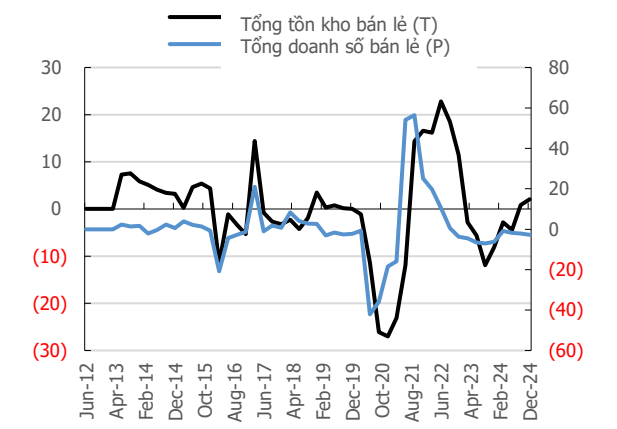
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 9. Tồn kho của các thương hiệu quần áo thường ngày giảm +1.1% n/n so với -7.4% n/n trong 3Q24



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 10. Tồn kho của các nhà bán lẻ tăng nhẹ 2.1% n/n so với mức +0.8% n/n trong 4Q24



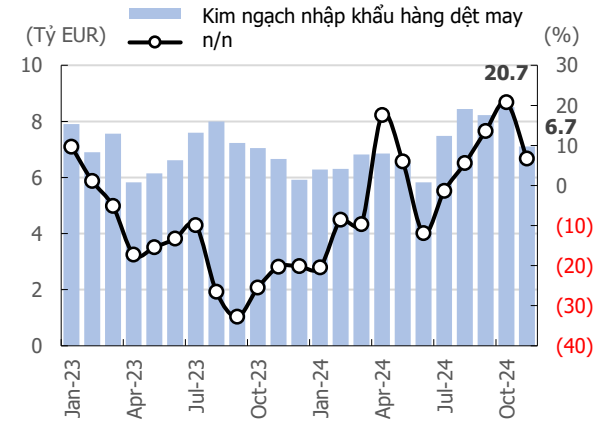
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

3. Thị trường EU – Tiêu dùng có dấu hiệu tươi sáng hơn

Thị trường EU chiếm 13% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam trong 9T24. Theo dữ liệu từ Eurostat, tổng kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của EU (HS 61, 62) đã phục hồi với mức tăng trưởng +20.7% n/n trong Tháng 10/2024 và +6.7% n/n trong Tháng 11/2024 *(Hình 11)*.

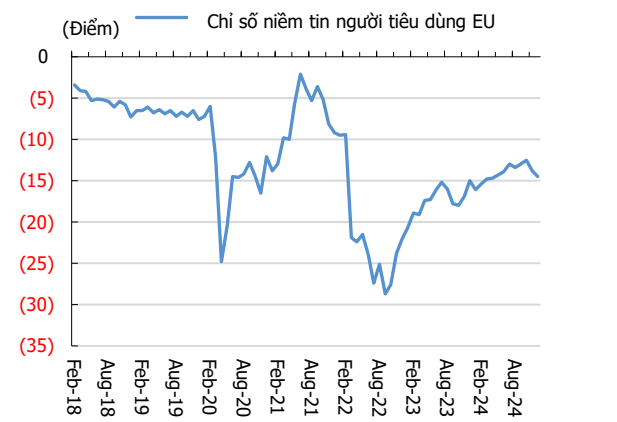
Chúng tôi tin rằng hai yếu tố chính đã góp phần vào sự phục hồi chỉ số niềm tin tiêu dùng là: *(1)* giảm áp lực lạm phát, và *(2)* ECB cắt giảm lãi suất để kích thích nền kinh tế *(Hình 12, 13)*. Kết quả là, đơn hàng xuất khẩu từ các quốc gia gia công hàng dệt may lớn của EU đã dần cải thiện. Đặc biệt, kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng +24.5% n/n trong 4Q24 và cho cả năm 2024 là +12.3% n/n.

Hình 11. Tín hiệu tích cực từ kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của EU trong 4Q24



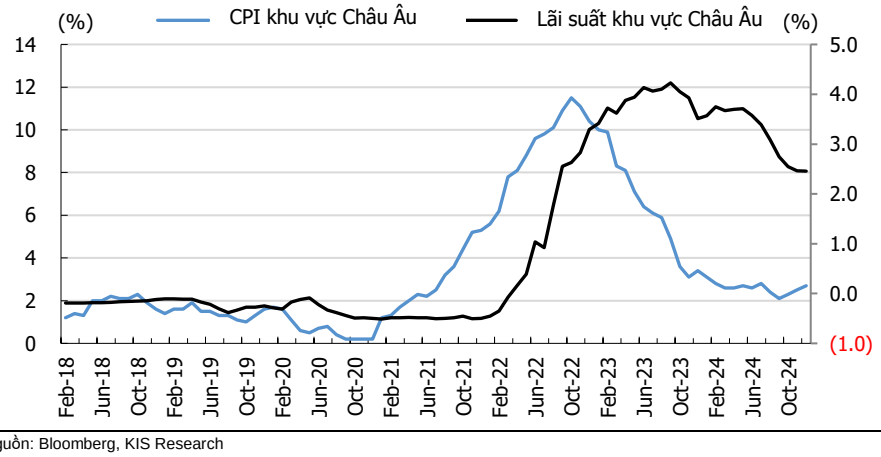
Nguồn: Eurostat, KIS Research
(*) Ghi chú: Tính toán dựa trên HS61, HS62

Hình 12... Nhờ vào niềm tin của người tiêu dùng phục hồi



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 13. Giảm lạm phát và lãi suất thấp hơn là chất xúc tác phục hồi tiêu dùng



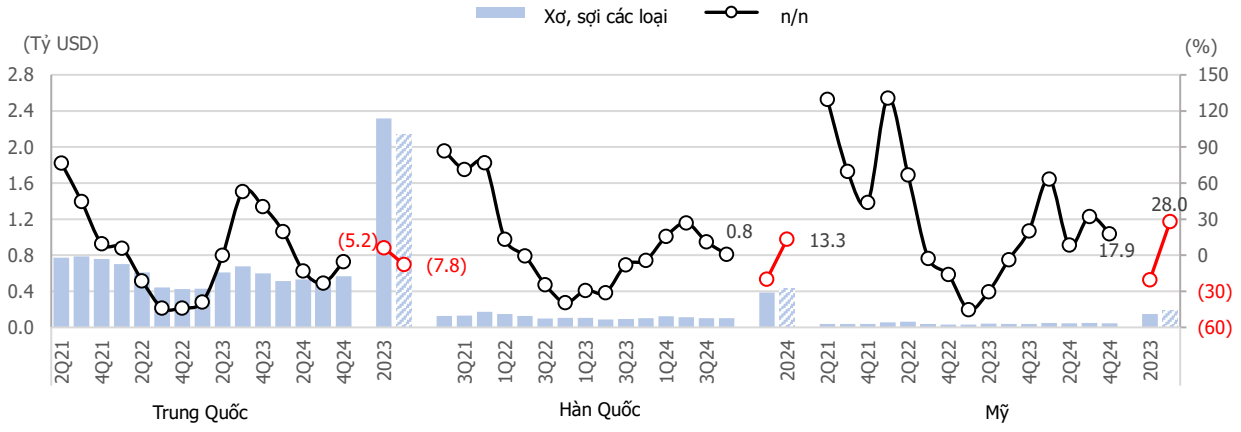
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

III. Mảng xơ, sợi – Sản lượng xuất khẩu phục hồi trong 4Q24

Theo dữ liệu từ Hải quan Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi đạt 1.15 tỷ đô (tăng 4.3% n/n) trong 4Q24. Trong đó, xuất khẩu sang Trung Quốc (thị trường nhập khẩu sợi bông lớn nhất của Việt Nam) đang thu hẹp đà giảm, với kim ngạch xuất khẩu đạt 570 triệu đô (giảm -5.2% n/n/ nhưng tăng +9.3% qoq) trong 4Q24. Nhìn chung, trong năm 2024, ba thị trường nhập khẩu xơ, sợi lớn nhất của Việt Nam – Trung Quốc, Hàn Quốc và Mỹ – ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là -7.8% n/n, +13.3% n/n và +28% n/n.

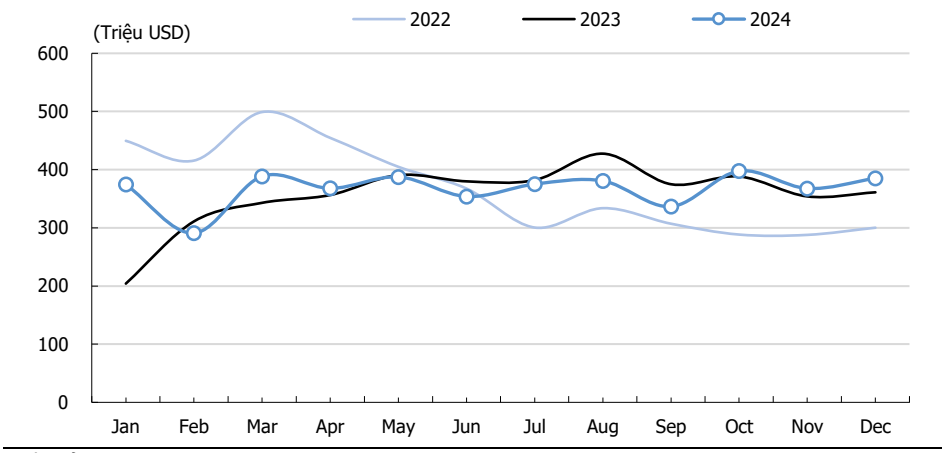
Chúng tôi nhận thấy kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi có xu hướng tích cực vào cuối năm *(Hình 15)*. Trong khi giá sợi vẫn đi ngang ở mức thấp, sản lượng xuất khẩu bắt đầu tăng trong 4Q24 (tăng +8.5% n/n, *Hình 16*), cho thấy sự phục hồi dần trong nhu cầu hạ nguồn từ ngành hàng may mặc và giày dép (là nguyên liệu đầu vào chính để gia công sản phẩm hoàn chỉnh).

Hình 14. Xuất khẩu sang Trung Quốc (nước nhập khẩu sợi bông lớn nhất của Việt Nam) đang thu hẹp đà giảm



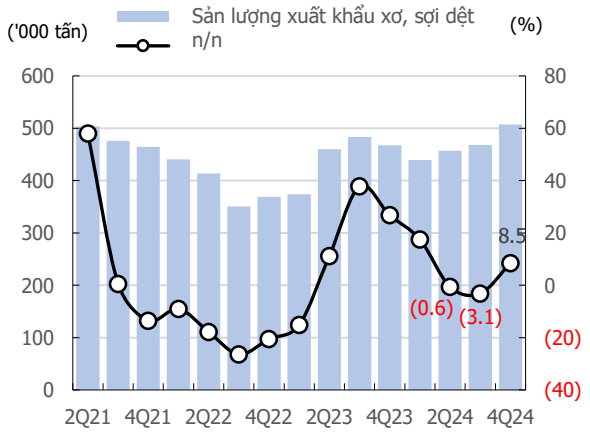
Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, FiinproX, KIS Research

Hình 15. Kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi thu hẹp đà giảm tốc trong 4Q24



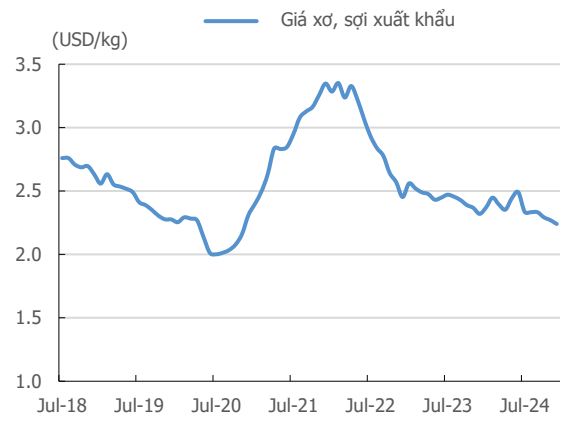
Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, FiinproX, KIS Research

Hình 16... Nhờ vào sự gia tăng về khối lượng xuất khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, KIS Research

Hình 17. Trong khi đó, giá xuất khẩu xơ, sợi vẫn giảm



Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, KIS Research

IV. Tổng quan công ty niêm yết

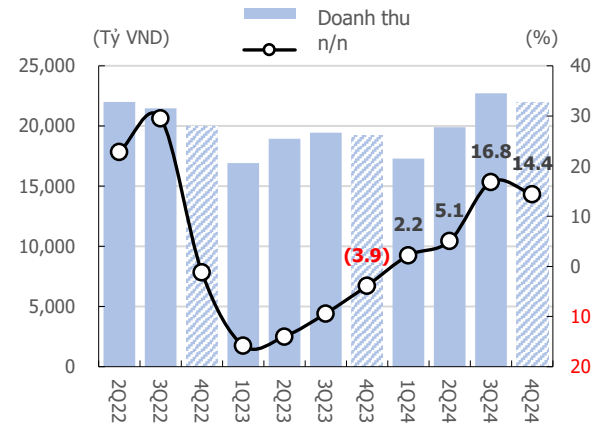
1. Tổng hợp kết quả kinh doanh 4Q24 của toàn ngành

Theo dữ liệu thu thập của chúng tôi, tổng doanh thu trong 4Q24 của 32 công ty niêm yết trong mảng may mặc và xơ, sợi dệt các loại tiếp tục tăng mạnh +14.4% n/n, đạt 21,962 tỷ đồng, phù hợp với xu hướng xuất khẩu của ngành hàng may mặc. Trong khi đó, tăng trưởng LNST-CTM vẫn duy trì ổn định, tăng 1.01x n/n/ +14.3% q/q, đạt 1,098 tỷ đồng.

Trong 4Q24, biên LN gộp tăng lên 14.8% (tăng +3.2đpt n/n/ +1.8đpt qoq). Hầu hết các doanh nghiệp đã ghi nhận biên LN gộp phục hồi, điều này có thể được lý giải nhờ vào đơn hàng gia tăng mạnh mẽ, tối ưu hóa quy trình sản xuất và dần cải thiện giá gia công khi nhu cầu nhập khẩu từ các thị trường chính như Mỹ và EU tăng mạnh trong mùa cao điểm cuối năm. Đồng thời, chi phí QLBH/ doanh thu giữ ổn định ở mức 9.3%, cải thiện biên LN ròng đạt 5% (tăng +2.2đpt n/n/ +0.7đpt qoq).

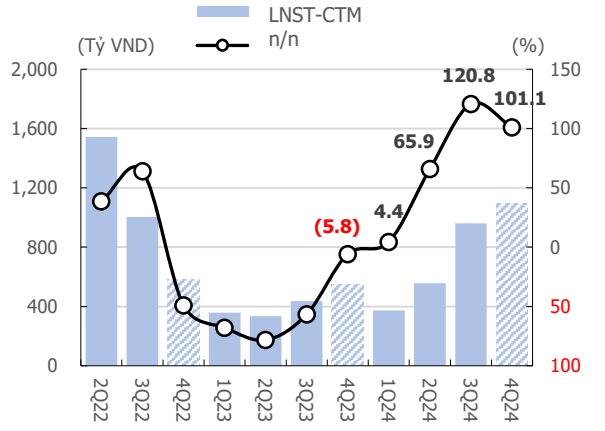
Bên cạnh đó, tăng trưởng mạnh mẽ của tổng LNST-CTM đến từ VGT (doanh nghiệp xuất khẩu lớn nhất trong ngành) phục hồi từ mức nền lợi nhuận thấp trong 4Q23, với LNST-CTM đạt 200 tỷ đồng so với 25 tỷ đồng trong 4Q23. Ngoài ra, LNST của các doanh nghiệp khác cũng tăng mạnh *(Bảng 1)*, phản ánh điều kiện kinh doanh thuận lợi hơn

Hình 18. Tổng doanh thu toàn ngành dệt may 4Q24 tăng 14.4% n/n



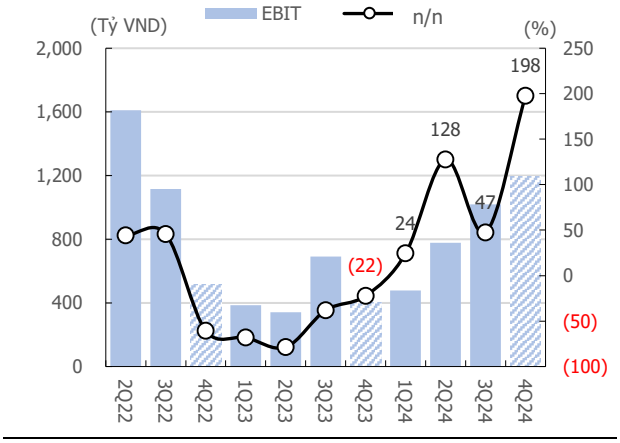
Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS Research

Hình 19. Trong khi đó, LNST-CTM cũng duy trì mức tăng trưởng cao, đạt 1,098 tỷ đồng (+1.01x n/n)



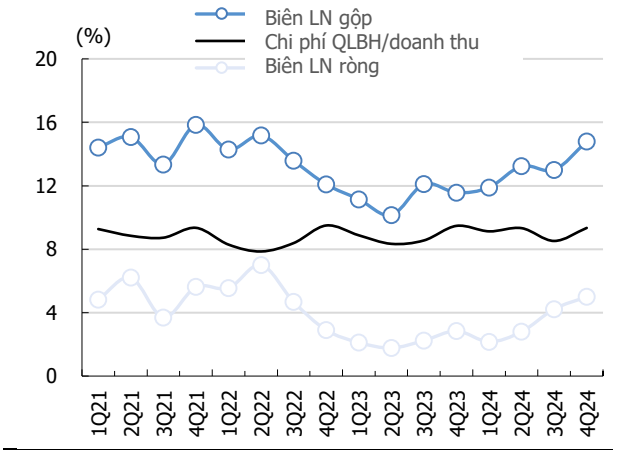
Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS Research

Hình 20. Hoạt động kinh doanh cốt lõi phục hồi mạnh mẽ trong 4Q24



Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS Research

Hình 21. Tổng doanh thu và LN gộp 4Q24 tăng dần



Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS Research

Bảng 1. Kết quả kinh doanh 4Q24 của một số công ty may mặc và xơ, sợi đáng chú ý *(tỷ đồng, %, đpt)*

	Công ty	Doanh thu	n/n	LNG	n/n	LNST-CTM	n/n	Biên LNG	n/n	Biên LNR	n/n
T&G	**Tổng**	**16,141**	***12.5***	**2,393**	***48.0***	**881**	***92***	**14.8**	***3.6***	**5.5**	***2.3***
	VGT	4,819	*12.1*	587	*108.3*	200	*696*	12.2	*5.6*	4.2	*3.6*
	VGG	2,130	*(4.0)*	276	*28.3*	94	*75*	12.9	*3.3*	4.4	*2.0*
	TNG	1,852	*12.0*	276	*8.7*	75	*32*	14.9	*(0.4)*	4.0	*0.6*
	M10	1,306	*18.4*	163	*51.6*	20	*(24)*	12.5	*2.7*	1.5	*(0.8)*
	TCM	925	*13.6*	139	*7.2*	61	*181*	15.0	*(0.9)*	6.6	*3.9*
	MNB	1,401	*39.7*	262	*33.2*	31	*500*	18.7	*(0.9)*	2.2	*1.7*
	MSH	1,428	*23.5*	286	*78.3*	170	*109*	20.1	*6.2*	11.9	*4.9*
	GIL	192	*(16.8)*	47	*65.7*	14	*(1)*	24.4	*12.1*	7.4	*(32.1)*
	EVE	197	*(12.9)*	79	*12.1*	6	*54*	40.3	*9.0*	3.2	*1.4*
	HTG	1,331	*18.8*	164	*85.6*	92	*189*	12.3	*4.4*	6.9	*4.1*
	PPH	561	*7.1*	114	*34.7*	116	*92*	20.3	*4.2*	20.8	*9.2*
F&Y	**Tổng**	**816**	***12.9***	**114**	***20.5***	**48**	***20***	**13.9**	***0.9***	**5.9**	***0.3***
	ADS	482	*30.1*	51	*40.6*	29	*247*	10.7	*0.8*	6.0	*3.8*
	STK	334	*(5.2)*	62	*7.8*	19	*(40)*	18.7	*2.2*	5.6	*(3.3)*

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS Research

2. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp may mặc và xơ, sợi trong 4Q24

Nhờ vào đơn hàng có xu hướng gia tăng tại các thị trường Mỹ và EU trong 4Q24, các doanh nghiệp may mặc ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ cả về doanh thu và LNST-CTM. Đặc biệt, MSH đạt mức LNST-CTM tuyệt đối cao nhất từ trước đến nay, là điểm sáng nhất của ngành trong 4Q24. Trong khi đó, VGT, TNG và TCM đều duy trì được đà tăng trưởng tốt.

Bảng 2. Kết quả kinh doanh của một số công ty may mặc trong 4Q24 *(tỷ đồng, %)*

	2024 Doanh thu	n/n	2024 LNST-CTM	n/n	Kết quả kinh doanh 4Q24
VGT	17,361	*5.4*	372	*1.24x*	*Trong 4Q24,* doanh thu của VGT đạt 4,819 tỷ đồng (tăng +12.6% n/n/ +5% q/q). Theo Ban lãnh đạo, mức tăng trưởng này nhờ vào sự phục hồi nhu cầu tại các thị trường chính. Cụ thể, theo Ban lãnh đạo, mảng may mặc đã ghi nhận sự phục hồi cả về đơn hàng và giá bán, cùng với việc tận dụng sự chuyển dịch khỏi các thị trường như Trung Quốc, Bangladesh và Myanmar... Đặc biệt, lỗ từ mảng sợi và bông đã giảm đáng kể so với năm 2023 nhờ vào giá bông giảm. Do đó, biên LN gộp hợp nhất đạt 12.2% (tăng +5.2đpt n/n/ +1.1đpt q/q). Kết quả là, LNST-CTM tăng vọt lên 200 tỷ đồng (tăng +6.7x n/n/ +54.9% q/q).
TNG	7,736	*9.1*	316	*44.9*	*Trong 4Q24,* doanh thu của TNG đạt 1,852 tỷ đồng (tăng +11.7% n/n/ -21.5% q/q), duy trì đà tăng trưởng nhờ vào các đơn hàng cao từ các khách hàng lớn (Decathlon). Biên LN gộp đạt 14.9% (-0.5đpt n/n/ +0.5đpt q/q). Nhìn chung, xu hướng biên LN gộp của TNG ổn định dù việc tăng giá gia công còn hạn chế nhưng được hỗ trợ nhờ vào việc cải thiện quy trình sản xuất của TNG nhằm tối ưu hóa chi phí sản xuất. LNST-CTM trong 4Q24 tăng mạnh +24.8% n/n đạt 74.5 tỷ đồng, đánh dấu quý thứ ba liên tiếp có mức tăng trưởng LNST hai chữ số.
TCM	3,810	*14.6*	276	*1.1x*	*Trong 4Q24,* doanh thu của TCM đạt 925 tỷ đồng (tăng +13.5% n/n/ +16.3% q/q), chủ yếu nhờ vào thị trường Hàn Quốc (thị trường xuất khẩu chính của TCM). Đặc biệt, các đơn hàng lớn từ cổ đông lớn E-Land (Hàn Quốc) đã thúc đẩy doanh thu của TCM, với sự tăng trưởng +47.8% n/n. Ngược lại, thị trường Mỹ (chiếm 23% doanh thu trong 4Q24) tiếp tục suy yếu, giảm -15.7% n/n. Biên LN gộp của TCM giữ ổn định so với 3Q24, đạt 15% (giảm -0.9đpt n/n). Tuy nhiên, TCM ghi nhận chi phí QLBH/ doanh thu thấp hơn, chỉ ở mức 7.1% (tăng +0.3đpt n/n/ -3.2đpt q/q), và thu nhập tài chính tăng nhờ vào lãi tỷ giá (16.5 tỷ đồng, tăng +45.4% n/n) trong 4Q24. Do đó, LNST-CTM trong 4Q24 đạt 61 tỷ đồng (tăng +1.8x n/n/ -24.7% q/q).

MSH	5,280	*16.2*	410	*67.3*	*Trong 4Q24,* doanh thu của MSH tiếp tục duy trì tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 1,428 tỷ đồng (tăng +23.4% n/n/ -18.3% q/q) nhờ vào sự phục hồi của các đơn hàng từ khách hàng lớn. Đặc biệt, biên LN gộp tăng lên 20.1% (tăng +6.2đpt n/n/ +4.9đpt q/q), mức cao nhất kể từ 3Q22. Chúng tôi cho rằng sự gia tăng khối lượng đơn hàng cùng với việc giá gia công có cải thiện nhẹ là hai yếu tố chính dẫn đến biên LN gộp cải thiện đáng kể. Bên cạnh đó, MSH cũng ghi nhận thu nhập tài chính 63.4 tỷ đồng, góp phần vào sự tăng trưởng của LNST-CTM. Do đó, LNST-CTM trong 4Q24 đạt 170 tỷ đồng (tăng +109% n/n/ +30.7% q/q).

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Đối với các nhà sản xuất xơ, sợi (bao gồm ADS và STK), tốc độ phục hồi vẫn còn chậm, một phần do nhu cầu đang trong giai đoạn phục hồi ban đầu và áp lực cạnh tranh vẫn còn dai dẳng.

Bảng 3. Kết quả kinh doanh của một số công ty xơ, sợi trong 4Q24 *(tỷ đồng, %)*

	2024 Doanh thu	n/n	2024 LNST-CTM	n/n	Kết quả kinh doanh 4Q24
ADS	1,629	*(0.1)*	51	*(12.8)*	*Trong 4Q24,* doanh thu của ADS phục hồi mạnh mẽ đạt 482 tỷ đồng (tăng +30.1% n/n) nhờ vào sự phục hồi của xuất khẩu xơ, sợi trong 4Q24 (như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo ngành). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng LN gộp của mảng xơ, sợi ghi nhận lỗ 12 tỷ đồng trong 4Q24 do cạnh tranh gay gắt, khiến giá bán xơ, sợi giảm. Biên LN gộp hợp nhất trong 4Q24 đạt 10.7% (tăng +1.7đpt n/n/ +4đpt q/q), nhờ vào doanh thu cao từ mảng bất động sản. Do đó, LNST-CTM tăng mạnh lên 29 tỷ đồng (tăng +2.5x n/n/ +2.85x q/q), nhưng phần lớn đến từ các hoạt động kinh doanh không cốt lõi.
STK	1,210	*(15)*	46	*(48)*	*Trong 4Q24,* doanh thu của STK đạt 334 tỷ đồng (giảm -5.2% n/n/ +8.8% q/q) trong bối cảnh chi tiêu tiêu dùng thận trọng và sự cạnh tranh gay gắt trong việc nhập khẩu chỉ polyester, dẫn đến doanh thu thấp hơn. Biên LN gộp của STK giảm xuống còn 18.7% (tăng +2.2đpt n/n/ +1.8đpt q/q). Tuy nhiên, STK ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá 31 tỷ đồng trong 4Q24, làm giảm biên LN ròng xuống còn 5.6% (giảm -3.3đpt n/n/ -21đpt q/q). Kết quả là, LNST giảm mạnh xuống còn 19 tỷ đồng (giảm -41.2% n/n/ -76.8% q/q).

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

V. Động lực tăng trưởng có thể chậm lại trong 1Q25

Trong 1Q25F, đối với xuất khẩu hàng may mặc và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp may mặc, chúng tôi cho rằng:

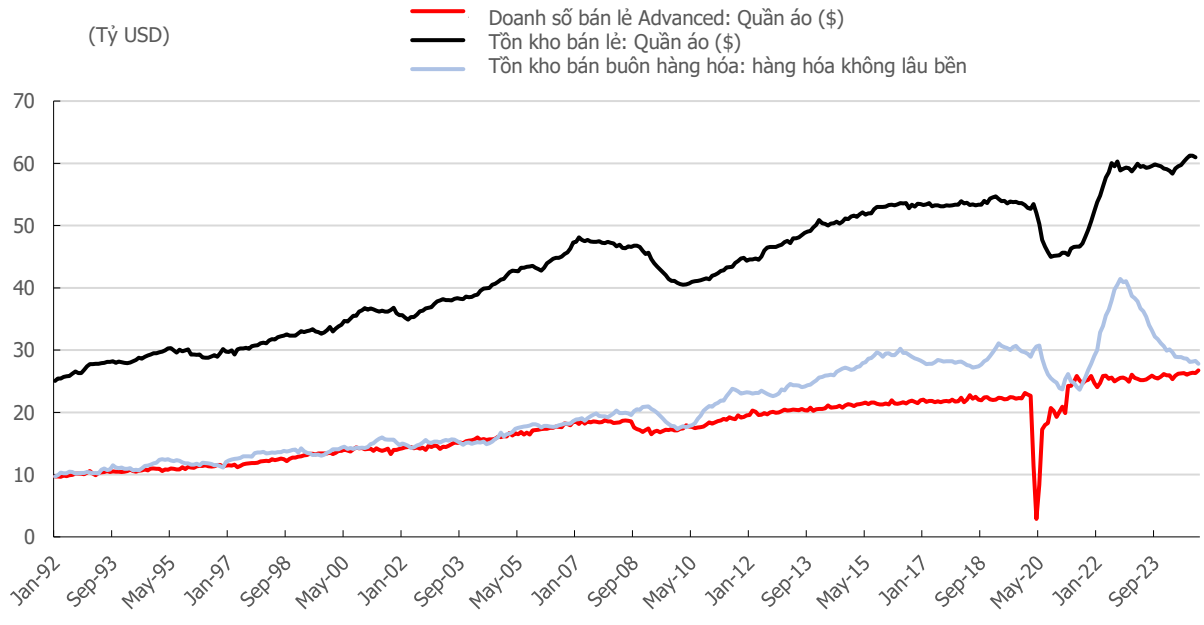
- Tăng trưởng có thể chỉ đạt mức một con số. Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng chính (thị trường Mỹ) có thể chậm lại do tồn kho của các nhà bán lẻ, các thương hiệu thể thao và thời trang thường ngày gia tăng sau hoạt động tái nhập kho trong 3Q24 và 4Q24 (như đã đề cập ở phần II). Trong khi đó, doanh số bán lẻ quần áo vẫn đang ở giai đoạn phục hồi ban đầu, vì vậy lượng tồn kho cao cần thêm thời gian để theo dõi. Cùng với đó, tồn kho của

các nhà bán buôn vẫn tiếp tục giảm, phản ánh triển vọng tiêu dùng hạ nguồn (người tiêu dùng) thận trọng *(Hình 22)*.

- Về giá bán trung bình, chúng tôi cho rằng sẽ có ít động lực để các nhà sản xuất thương lượng giá bán cao hơn với khách hàng. Điều này có thể do nhu cầu phục hồi ở giai đoạn đầu, trong khi người tiêu dùng vẫn còn chi tiêu thận trọng cho các sản phẩm không thiết yếu.
- Ngoài ra, theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), hầu hết các doanh nghiệp dệt may đã ký được đơn hàng cho 1Q25F và hiện đang đàm phán đơn hàng cho 2Q25F. Tuy nhiên, môi trường kinh doanh hiện tại đối diện với những thách thức, với giá gia công có phần chững lại, thiếu các đơn hàng có số lượng lớn, thời gian giao hàng nghiêm ngặt và yêu cầu cao. Do đó, các công ty dệt may sẽ có thể khó tăng được biên LN gộp mạnh mẽ do giá bán thấp. Thêm vào đó, chi phí QLBH có thể tăng theo đà tăng của đơn hàng do kiểm soát chất lượng sản phẩm nghiêm ngặt hơn, điều này sẽ ảnh hưởng đến việc mở rộng biên EBIT.

Đối với phân khúc xuất khẩu xơ, sợi, chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong 1Q25F. Cạnh tranh từ sợi giá rẻ của Trung Quốc đang là mối đe dọa lớn đối với các sản phẩm xơ, sợi của Việt Nam. Giá bán sẽ khó có sự phục hồi mạnh mẽ và có thể vẫn ở mức thấp để duy trì số lượng đơn hàng xuất khẩu. Do đó, chúng tôi duy trì triển vọng tiêu cực đối với các cổ phiếu trong mảng này ít nhất là trong 1H25F.

Hình 22. Xu hướng phân hóa giữa hàng tồn kho của nhà bán lẻ và nhà bán buôn.



Nguồn: Fred, KIS Research

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**
- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**
- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 13/02/2025.
KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.
Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 13/02/2025.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền ⓒ 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..