

May Sông Hồng (MSH)

Tăng trưởng vững chắc trong 1Q25 nhưng rủi ro tiềm ẩn từ sau 2Q25F

1Q25 – Đơn hàng CMT dẫn dắt tăng trưởng của MSH

- Trong 1Q25, doanh thu của MSH đạt 1,036 tỷ đồng (+34.5% n/n, -27.5% q/q). Tăng trưởng doanh thu của MSH vượt trội so với xuất khẩu dệt may của Việt Nam trong 1Q25. Theo số liệu từ Hải quan Việt Nam, tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may trong 1Q25 chỉ tăng 11% n/n, trong đó xuất khẩu sang Mỹ: +15.1% n/n (thị trường chính của MSH) (Hình 1, 2). Cụ thể:
 - o *Doanh thu FOB*: Ghi nhận 552 tỷ đồng (+3% n/n), với biên LN gộp duy trì ở mức 15.7% (+1.1 đpt n/n, -0.9 đpt q/q).
 - o *Doanh thu CMT*: Tăng 1.06 lần n/n lên 484 tỷ đồng, với BLNG đạt 21.6% (+14.2 đpt n/n, -13.3 đpt q/q). Nhu cầu gia công đối với hợp đồng CMT tăng cao, giúp MSH có thể thương lượng mức giá bán cao hơn giúp cải thiện biên LN.
- Tăng trưởng doanh thu trong 1Q25 chưa bị ảnh hưởng bởi “thuế đối ứng” do đơn hàng vẫn được giao đến khách hàng ổn định trong 1Q25, khi các nhà bán lẻ thời trang trong quý 1 tích cực dự trữ hàng tồn kho.
- Đáng chú ý, LN gộp tăng 1.01 lần n/n nhưng giảm 33.3% q/q, đạt 191 tỷ đồng trong 1Q25. Biên LN gộp của MSH duy trì ở mức cao, đạt 18.4% (+6.1 đpt n/n, nhưng -1.6 đpt q/q), chúng tôi nhận thấy các hợp đồng CMT đóng góp chính vào mức BLNG cao này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biên LN gộp cao từ đơn hàng CMT khó duy trì và có thể quay về mức bình thường khi nhu cầu hạ nhiệt.
- Tỷ lệ QLBH/doanh thu trong 1Q25 tăng nhẹ lên mức 9.4% (+0.7 đpt n/n và +1.9 đpt q/q). Chúng tôi cho rằng chi phí quản lý tăng do chi phí kiểm soát chất lượng cao hơn khi đơn hàng tăng tương ứng.
- LNST trong 1Q25 ghi nhận 84.4 tỷ đồng (+59.4% n/n).

Triển vọng 2025F – Gió ngược từ 2Q25F trở đi

- *Tại ĐHCĐ thường niên 2025*, HĐQT dự kiến doanh thu và LNTT năm 2025 sẽ đạt lần lượt 5,500 tỷ đồng (+4.2% n/n) và 600 tỷ đồng (+10.3% n/n).
- *Nhận định của HĐQT về triển vọng nhu cầu tại thị trường Mỹ*:
 - o Tiêu dùng có thể bị ảnh hưởng mạnh do các gián đoạn liên quan đến thuế quan mới dưới thời Trump 2.0.
 - o Đơn hàng xuất khẩu: MSH đã chốt đơn hàng đến hết Tháng 7–8/25. Tuy nhiên, HĐQT đánh giá triển vọng đơn hàng cho 2H25F là không khả quan, do các thương hiệu/nhà bán lẻ đang chờ quyết định cuối cùng về thuế từ chính quyền Trump và đánh giá lại sức mua của người tiêu dùng.

Khuyến nghị Không xếp hạng

Giá mục tiêu **N.A**

Tăng/giảm **N.A**

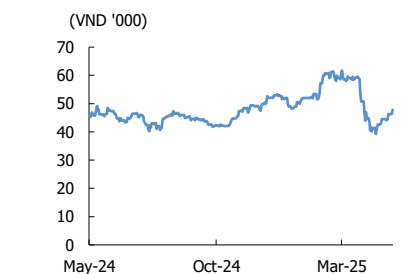
Stock Data

VNIndex (12/5, điểm)	1,282
Giá cp (12/5, đồng)	47,850
Vốn hóa (triệu USD)	138
SLCP lưu hành (triệu)	75
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	61,700/39,250
GTGD TB 6T (triệu USD)	0.59
Tỷ lệ CP tự do/ Sỡ hữu NN (%)	49.4/5.3
Cổ đông lớn (%)	
Bui Đức Thịnh	23.9
Chứng khoán FPT	12.8
Bùi Việt Quang	11.4

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.6	1.5	4.2
Tương đối với VNI (%p)	1.6	(1.9)	(0.7)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân tích

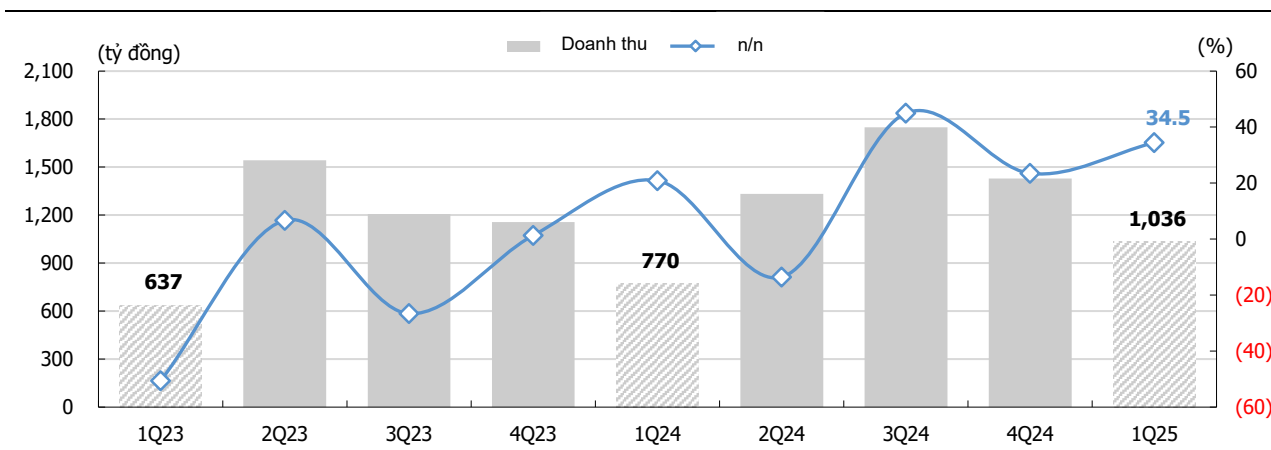
researchdept@kisvn.vn

- Với mức thuế hiện tại 10%, MSH chỉ sẵn sàng chia sẻ 1–2% chi phí, phần còn lại sẽ do nhà cung cấp nguyên liệu và khách hàng san sẻ gánh nặng thuế.
- Ở chiều ngược lại, xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ thị trường Trung Quốc sang Việt Nam tiếp tục gia tăng trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ - Trung. Do đó, MSH vẫn giữ quan điểm tích cực về đơn hàng dệt may trong suốt năm 2025F.
- Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, trong bối cảnh thuế quan khó dự đoán và căng thẳng thương mại kéo dài có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ – Hệ quả là (1) Đơn hàng xuất khẩu dệt may có thể sụt giảm và (2) MSH có thể buộc phải điều chỉnh giá gia công để chia sẻ gánh nặng với khách hàng. Do đó, kế hoạch kinh doanh 2025 khó có khả năng hoàn thành mục tiêu đề ra.

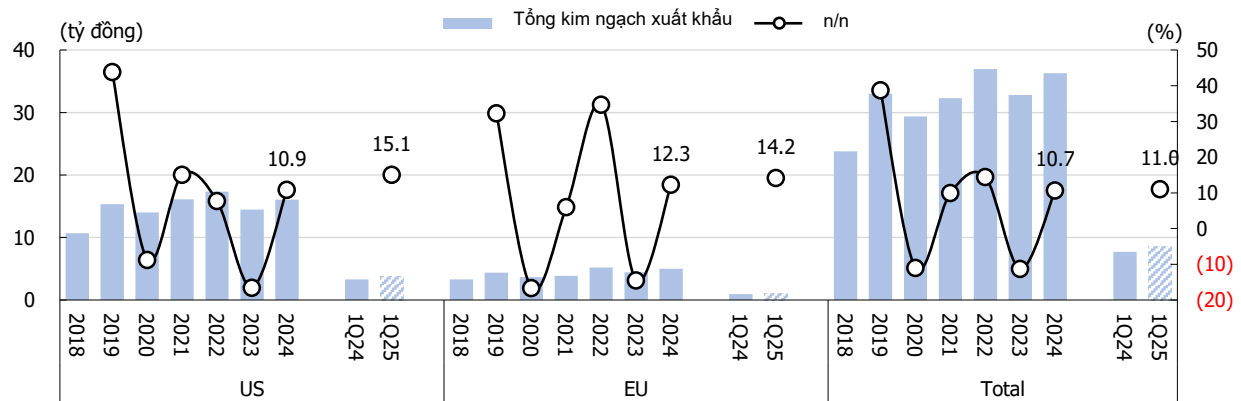
Bảng 1. Doanh thu hàng năm và các chỉ số tài chính

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
Doanh thu (tỷ đồng)	3,813	4,748	5,521	4,542	5,280
thay đổi (% n/n)	(13.6)	24.5	16.3	(17.7)	16.3
LNHĐ (tỷ đồng)	238	487	359	187	440
L ròng (tỷ đồng)	232	442	375	245	410
EPS (đồng)	3,118	5,897	4,998	3,260	5,465
thay đổi (% n/n)	(48.6)	89.1	(15.3)	(34.8)	67.6
PE (lần)	6.3	7.3	5.8	10.4	9.5
EV/EBITDA (lần)	4.3	6.3	3.8	7.1	7.1
PB (lần)	1.1	2.3	1.3	1.5	2.2
ROE (%)	18.3	31.7	24.7	15.0	23.8
Tỷ suất cổ tức (%)	15.4	11.6	17.3	7.4	6.7

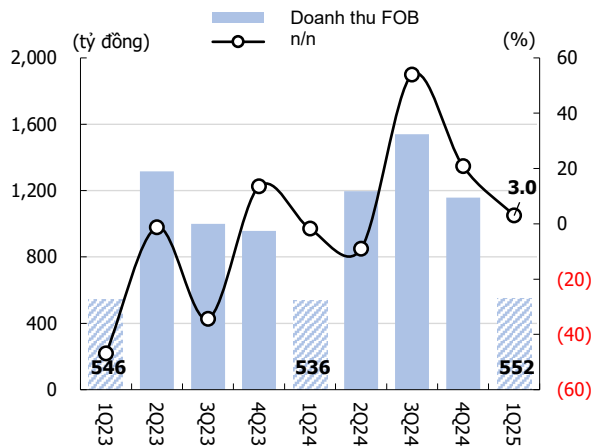
Chú thích: Bloomberg, Lợi nhuận ròng, EPS và ROE dựa trên các số liệu thuộc quyền sở hữu chi phối.

Hình 1. Doanh thu của MSH tăng mạnh 34.5% n/n trong 1Q25 nhưng giảm 27.5% q/q do yếu tố mùa vụ.

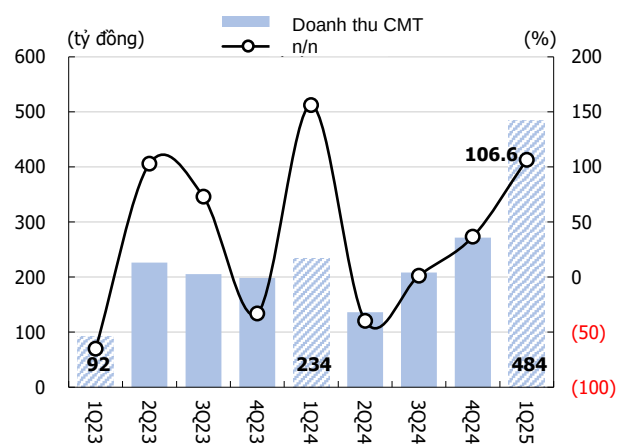
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 2... Doanh thu của MSH vượt trội so với xuất khẩu dệt may của Việt Nam trong 1Q25.

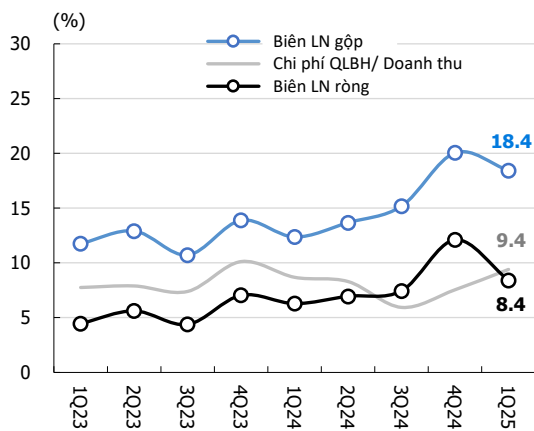
Nguồn: Hải quan Việt Nam, KIS Research

Hình 3. Doanh thu FOB tăng nhẹ +3% n/n

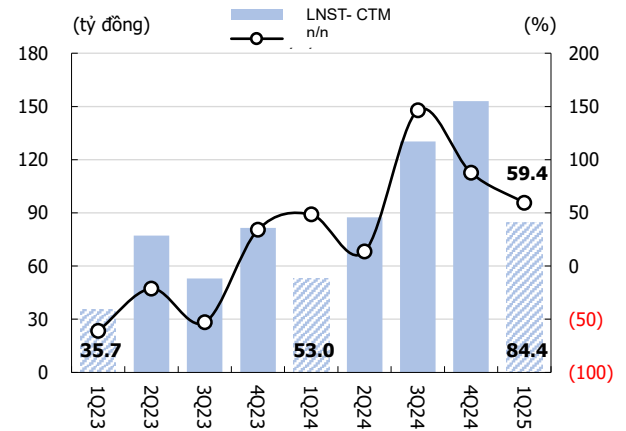
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 4. Trong khi đó, CMT tăng vọt 1.06 lần n/n

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 5. BLNG duy trì ở mức cao nhờ đóng góp từ các hợp đồng CMT

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 6... Do đó, LNST 1Q25 giữ được đà tăng trưởng

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

■ Tổng quan công ty

Thành lập năm 1988, Công ty Cổ phần May Sông Hồng là một trong những nhà sản xuất và xuất khẩu hàng may mặc, chăn ga gối đệm hàng đầu tại Việt Nam. Với 26 xưởng sản xuất được xây dựng tập trung và quản lý tại Nam Định, công ty hưởng lợi từ vị trí gần sân bay và cảng biển. May Sông Hồng đã trở thành đối tác đáng tin cậy của nhiều thương hiệu thời trang quốc tế nổi tiếng như Columbia Sportswear, Haddad Brands (gồm Nike, Converse, Levi's), và nhiều thương hiệu khác.

■ **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 các 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 12/05/2025.

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 12/05/2025.

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 chép, 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 chép, 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..