

TRIỂN VỌNG DỆT MAY 2H25F THUẾ QUAN GÂY RA NHỮNG TRỞ NGẠI LỚN CHO NGÀNH TRUNG LẬP

- Tài liệu này được chuẩn bị bởi KIS Vietnam Securities Corp nhằm giúp các nhân viên nội bộ của chúng tôi đầu tư vào chứng khoán. Tài liệu này được bảo vệ bản quyền và không được sao chép, phân phối, chuyển tiếp hoặc thay đổi dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý của KIS Vietnam Securities Corp.
- Tài liệu này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản tài liệu 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. Chúng tôi không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của tài liệu này và nó không nên được tin cậy như vậy. Công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này hoặc nội dung của tài liệu này. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và tài liệu phân tích này không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Cổ phiếu trong báo cáo này được lựa chọn dựa trên sự đồng thuận và các mô hình định lượng của KIS Vietnam Securities Corp, do đó có thể không trùng khớp với các khuyến nghị của KIS Vietnam Securities Corp.
- Nội dung của tài liệu này phản ánh chính xác quan điểm của nhà phân tích. Dưới bất kỳ hình thức nào, không có áp lực hoặc can thiệp từ bên ngoài trong quá trình phân tích hoặc chuẩn bị tài liệu này.

Triển vọng ngành dệt may 2H25F

Thuế quan gây ra những trở ngại lớn cho ngành

Sector Rating	Tiêu cực	Trung Lập	Tích cực
Tổng quan ngành	- Ngành dệt may ghi nhận tăng trưởng xuất khẩu vững chắc trong quý 1/2025, nhờ vào: (1) Đà phục hồi nhu cầu tại các thị trường chủ lực (Mỹ và EU), và (2) Hoạt động tái tích trữ hàng hóa tiếp tục thúc đẩy đơn hàng xuất khẩu cho các doanh nghiệp dệt may. Trong tháng 4 và 5/2025, xu hướng tăng trưởng này vẫn được duy trì. Nhịp tăng thậm chí còn gia tốc nhờ vào hiệu ứng "chạy đơn hàng" trước thời điểm kết thúc gia hạn thuế 90 ngày. - Nhờ đó, đơn hàng xuất khẩu của các doanh nghiệp dệt may được đảm bảo ổn định trong suốt quý 1 và quý 2/2025, góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn này. Phần lớn doanh nghiệp ghi nhận mức cải thiện nhẹ về biên LN gộp, chủ yếu nhờ vào (1) Giá bán xuất khẩu tăng nhẹ, và (2) Công suất hoạt động được duy trì ở mức cao.		
Triển vọng 2H25F	- Tuy nhiên, triển vọng ngành Dệt may trở nên kém hấp dẫn hơn trong 2H25F. Chúng tôi nhận thấy thị trường Mỹ – thị trường xuất khẩu lớn nhất của dệt may Việt Nam – nhiều khả năng sẽ đối mặt với những thách thức đáng kể, đặc biệt là rủi ro liên quan đến chính sách thuế: - Chính sách thuế “đối ứng” vẫn chưa có quyết định cuối cùng, tạo ra sự thiếu rõ ràng về mức thuế áp dụng. - Chi tiêu tiêu dùng tại Mỹ có thể bị ảnh hưởng khi chính sách thương mại trở nên khó lường hơn, gây áp lực tâm lý lên tâm lý người tiêu dùng. - Trong bối cảnh vĩ mô đầy thách thức, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp dệt may sẽ suy yếu trong 2H25F, cụ thể: - Về tăng trưởng doanh thu: Đơn hàng xuất khẩu có thể sụt giảm do niềm tin tiêu dùng tại Mỹ suy yếu, kéo theo nhu cầu đối với hàng thời trang giảm. Ngoài ra, hoạt động nhập hàng mạnh trong quý 2/2025 có thể dẫn đến tồn kho cao, song các nhà bán lẻ và hãng thời gian cũng đang ưu tiên kiểm soát tồn kho ở mức hợp lý. - Về giá bán xuất khẩu: Các nhà sản xuất dệt may nhiều khả năng sẽ phải chia sẻ một phần chi phí thuế cao hơn với khách hàng, từ đó gây áp lực lên biên LN gộp trong 2H25F. - Về chi phí bán hàng và quản lý (QLBH): Trong giai đoạn bất ổn, các thương hiệu thường yêu cầu rút ngắn thời gian giao hàng, kéo theo chi phí kiểm soát chất lượng tăng, từ đó làm gia tăng chi phí QLBH cho doanh nghiệp. - Tiềm năng tăng trưởng: - Việt Nam có thể đàm phán mức thuế ưu đãi hơn cho các sản phẩm dệt may và da giày xuất sang Mỹ, do chính quyền Trump tuyên bố không có ý định hồi hương ngành sản xuất dệt may về Mỹ. - Các nhà sản xuất dệt may tại Việt Nam có khả năng nhận được phần thị phần chuyển dịch từ Trung Quốc, trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ - Trung vẫn đang tiếp diễn.		
Khuyến nghị	Dựa trên phân tích của chúng tôi, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với ngành dệt may. Về khuyến nghị đối với cổ phiếu, chúng tôi lần lượt đưa ra đánh giá: MSH (NẮM GIỮ), TNG (NẮM GIỮ) và STK (NẮM GIỮ).		

Danh sách cổ phiếu trong danh mục theo dõi

Danh sách cổ phiếu trong danh mục theo dõi

	Khuyến nghị	GMT	Upside	2025F DT	2025F LNST	DT - yoy	LNST - yoy	2025F ROE	PE trượt	PB trượt	Cổ tức
May mặc											
MSH	NẮM GIỮ	-	-	5,523	342	4.6	(18.4)	16.5	9.0x	2.1x	6.7
TNG	NẮM GIỮ	-	-	7,363	301	(3.8)	(4.5)	15.2	7.1x	1.2x	3.4
TCM	KHÔNG XẾP HẠNG	-	-	-	-	-	-	-	12.0x	1.4x	-
VGG	KHÔNG XẾP HẠNG	-	-	-	-	-	-	-	7.2x	1.0x	9.3
VGT	KHÔNG XẾP HẠNG	-	-	-	-	-	-	-	18.7x	0.8x	2.1
HTG	KHÔNG XẾP HẠNG	-	-	-	-	-	-	-	5.8x	1.6x	12.5
Xơ, sợi											
STK	NẮM GIỮ	-	-	2,308	177	1.27x	13.3x	9.9	52.7x	1.4x	-
ADS	KHÔNG XẾP HẠNG	-	-	-	-	-	-	-	11.3x	0.6x	12.1



2H25F – “Thuế quan” - Rào cản lớn đối với triển vọng ngành

I. Phân tích ngành

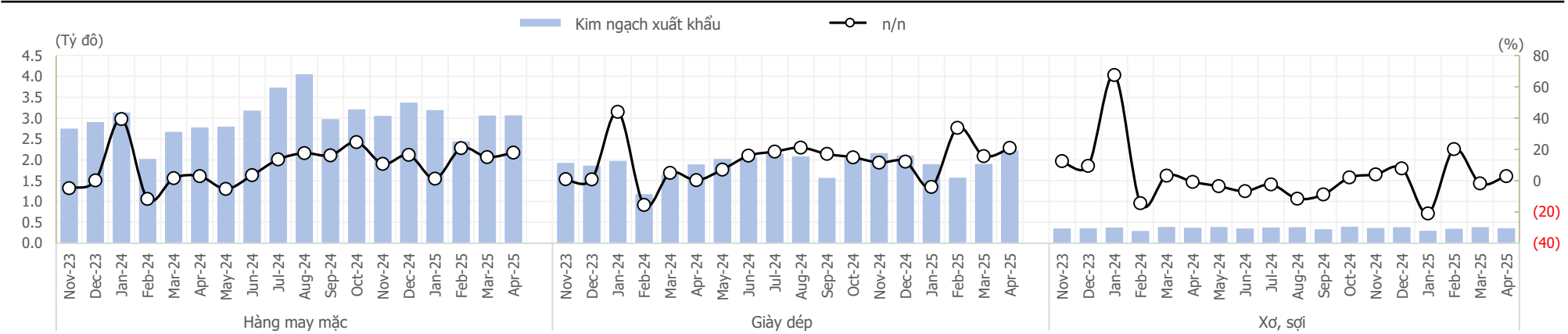
Kim ngạch xuất khẩu dệt may trong 4T25

Toàn cảnh ngành – Xuất khẩu tăng trưởng vững chắc trong quý 1/2025

Bảng 1. Các loại sản phẩm dệt may ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong quý 1/2025, đặc biệt là xuất khẩu sang thị trường Mỹ

	Tổng kim ngạch xuất khẩu	n/n	q/q	KNXK của nhóm FDI	Thị phần FDI	n/n	Thị phần xk sang Mỹ	n/n
Hàng may mặc	8.69	11.1	-10.3	5.15	59.2	10.4	43.6	15.2
Giày dép	5.37	12.1	-15.2	4.26	79.3	10.9	36.7	15.6
Cặp, túi xách...	0.99	10.7	-16.2	0.68	68.6	8.1	41.8	15.2
Xơ sợi	1.03	-2	-10.3	0.72	69.5	-6.7	5	6
Nguyên phụ liệu dệt may	0.56	12.4	-4.3	0.43	77.1	14.1	7.7	38
Vải kỹ thuật cao	0.19	-2.2	4	0.19	97.8	-2.2	25.7	-10.8

Hình 1. Các ngành dệt may, may mặc và da giày giữ vững xu hướng tăng trưởng, với tốc độ tăng trưởng hai chữ số tính đến tháng 4/2025



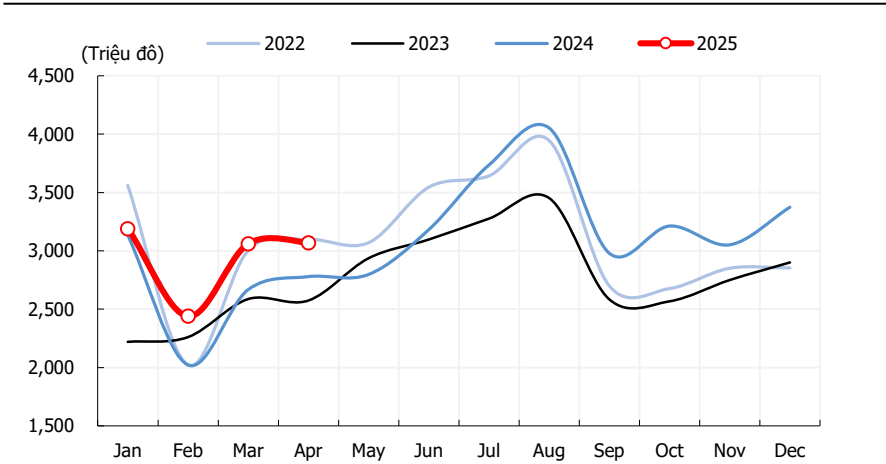
Nguồn: TCHQ, KIS Research

- Phần lớn các mặt hàng dệt may ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ trong quý 1/2025, được hỗ trợ bởi lượng đơn hàng xuất khẩu cao xuyên suốt quý, đặc biệt từ các khách hàng tại Mỹ và EU. Đáng chú ý, xuất khẩu sang thị trường Mỹ – thị trường nhập khẩu lớn nhất của dệt may Việt Nam – đã ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số.

Kim ngạch xuất khẩu dệt may trong 4T25

Toàn cảnh ngành – Xuất khẩu tăng trưởng vững chắc trong quý 1/2025

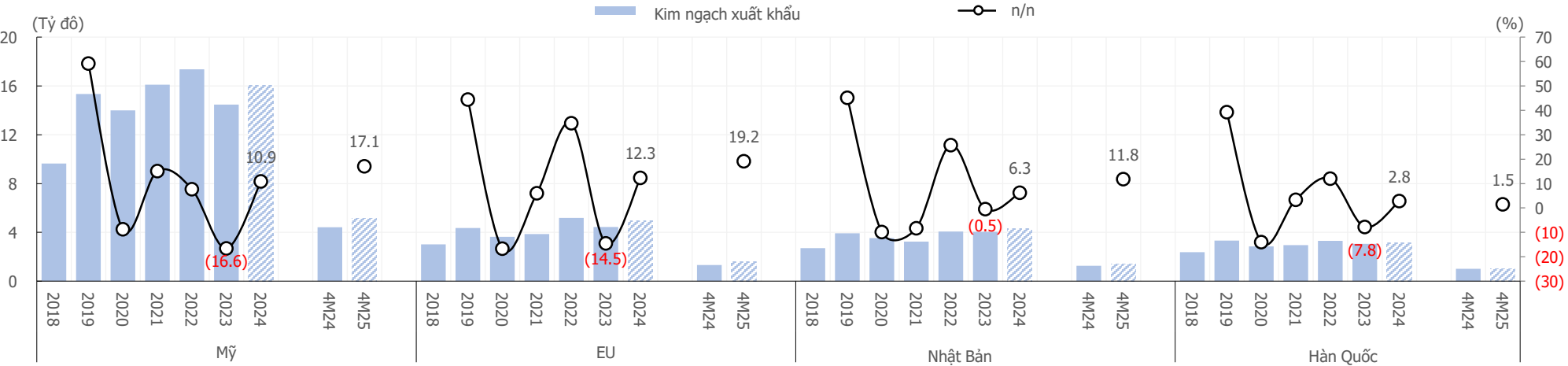
Hình 2: Xuất khẩu hàng may mặc tiệm cận mức nền cao năm 2022



Nguồn: TCHQ, KIS Research

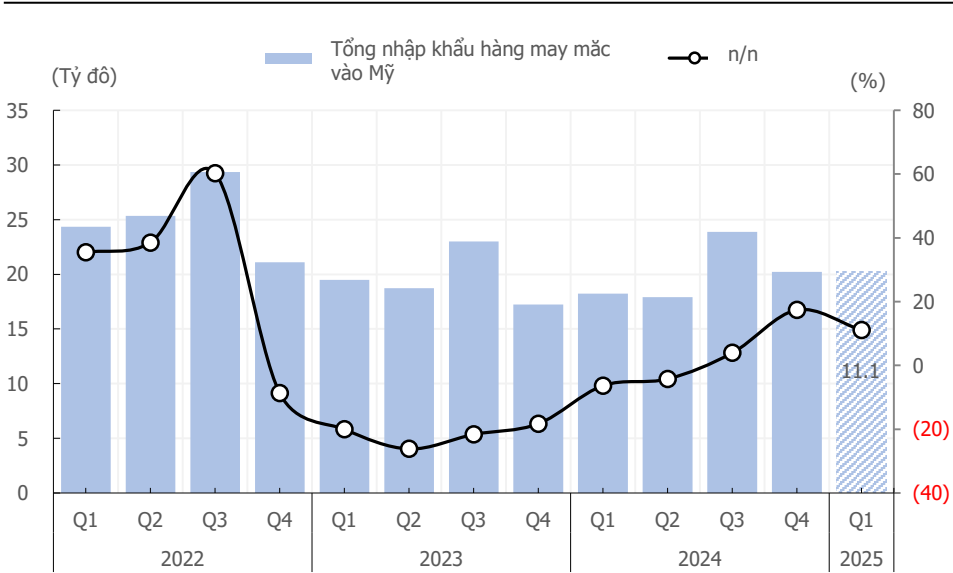
- Trong 4T25, tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may đạt 8.7 tỷ đô (+11.1% n/n). Trong đó, hai thị trường chủ lực là Mỹ và EU ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số, lần lượt +17.1% n/n và +12.3% n/n. Trong khi đó, thị trường châu Á cũng cho thấy tín hiệu tích cực, với Hàn Quốc tăng +1.5% n/n và Nhật Bản tăng +11.8% n/n.
- Kết quả này chủ yếu nhờ vào: (1) Sự phục hồi dần của nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ và EU, đặc biệt là chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu; (2) Hoạt động tái tích trữ hàng hóa tích cực từ phía các nhà bán lẻ và nhà phân phối.
- Tuy nhiên, ngành đang đối mặt với nhiều rủi ro trong bối cảnh cạnh tranh thương mại Mỹ - Trung leo thang và chính sách thuế mới từ phía Mỹ, chúng tôi nhận thấy:
 - Nhóm sản phẩm dệt may và da giày chiếm khoảng 20% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ.
 - Riêng thị trường Mỹ hiện chiếm hơn 30% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may và da giày của Việt Nam.
 - Tỷ lệ nội địa hóa của ngành vẫn ở mức thấp, chỉ khoảng 57%, trong khi 40% nguyên liệu đầu vào vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu từ Trung Quốc.

Hình 3. Mỹ và EU là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu dệt may trong 4T24



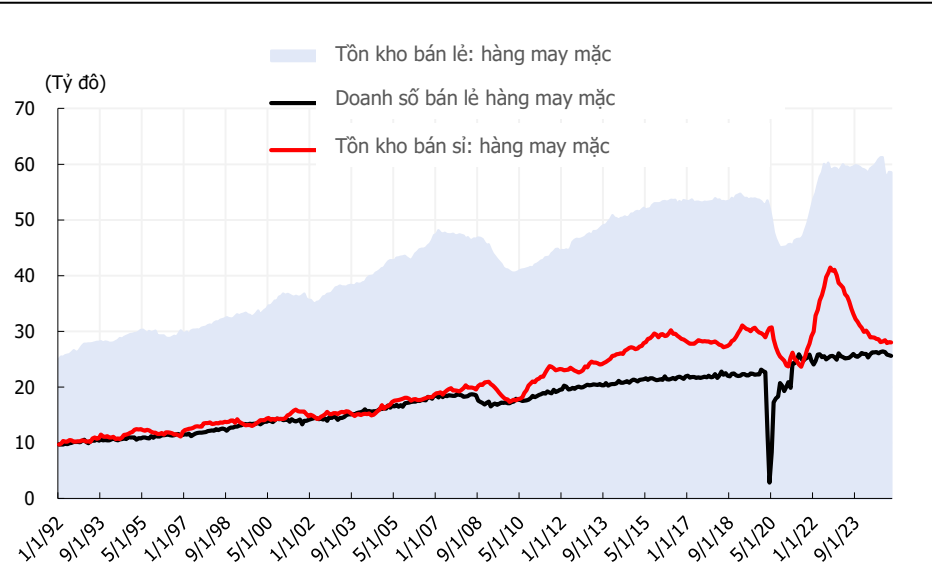
Thị trường Mỹ – Rủi ro từ chính sách thuế “đối ứng”
1Q25 – Nhu cầu tăng trưởng ổn định, nhưng thách thức có thể đến từ 2H25F

Hình 4. US T&G import value soared +11.1% yoy in 1Q25



Nguồn: Bloomberg, US Otexa, KIS Research

Hình 5. Các nhà bán lẻ và nhà phân phối đang duy trì mức tồn kho được kiểm soát chặt chẽ nhằm tránh tích trữ quá mức và giảm thiểu rủi ro xả hàng khi nhu cầu bất ngờ sụt giảm.

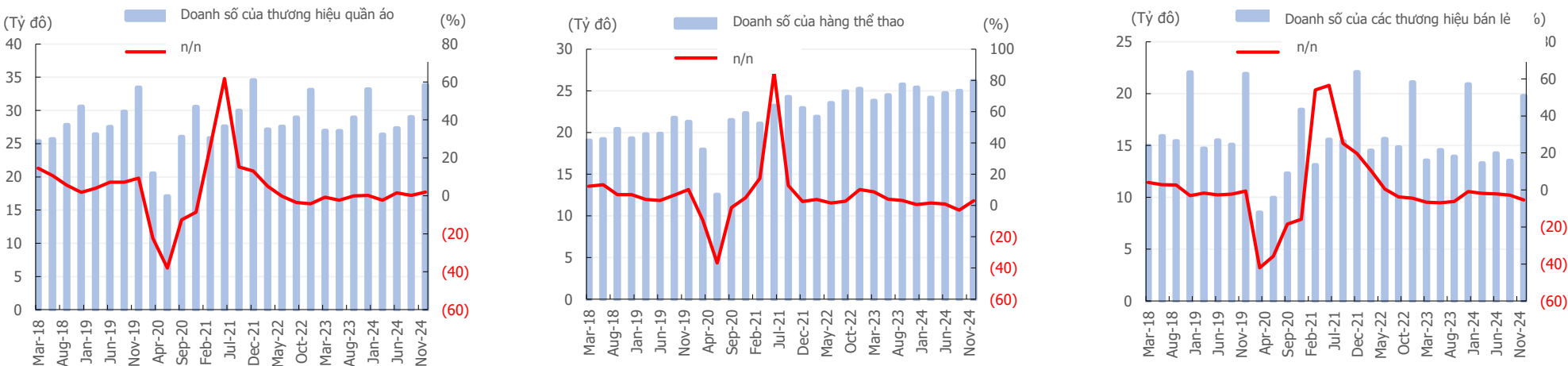


- Theo dữ liệu từ OTEXA, tổng kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may và may mặc của Mỹ đã tăng mạnh 17.4% n/n trong quý 4/2024 và +11.1% n/n trong quý 1/2025, nhờ hoạt động tái tích trữ hàng hóa từ các thương hiệu và nhà bán lẻ.
- Tồn kho hàng may mặc tại các nhà bán lẻ đã tăng dần trở lại kể từ 2H24, trong bối cảnh doanh số bán lẻ quần áo chỉ nhích nhẹ. Trong khi đó, tồn kho của các nhà phân phối (bán sỉ) đã trở về mức ổn định hơn.

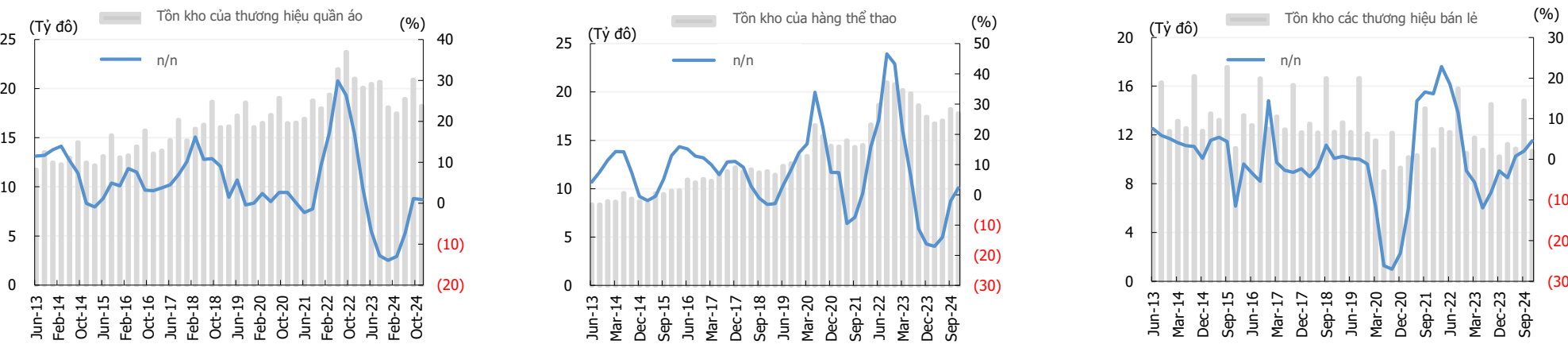
Thị trường Mỹ – Rủi ro từ chính sách thuế “đối ứng”

Tồn kho của các thương hiệu và nhà bán lẻ tăng nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức ổn định

Hình 6. Tăng trưởng doanh số của các thương hiệu và nhà bán lẻ Mỹ duy trì ở mức vừa phải



Hình 7. Tồn kho của các thương hiệu và nhà bán lẻ Mỹ tăng dần trở lại nhưng vẫn được kiểm soát ở mức hợp lý, do các nhà bán lẻ thời trang thận trọng trong việc tích trữ hàng hóa quá nhanh trong bối cảnh nhu cầu chỉ phục hồi nhẹ. Ngoài ra, sự bất định liên quan đến chính sách thuế quan cũng khiến họ trở nên dè dặt hơn trong việc gia tăng tồn kho khi triển vọng nhu cầu vẫn chưa rõ ràng.



Nguồn: Bloomberg, KIS Research tổng hợp

Thị trường Mỹ – Rủi ro từ chính sách thuế “đối ứng”

Phần lớn các thương hiệu và nhà bán lẻ chủ động tích trữ hàng tồn kho một cách thận trọng

- **Cụ thể, các doanh nghiệp lớn đang duy trì tồn kho ở mức hợp lý hơn trong bối cảnh kinh tế vĩ mô còn nhiều bất ổn, với mục tiêu giảm thiểu rủi ro bán “xả hàng” như đã từng xảy ra trong giai đoạn 2023–2024.**
- **Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các chính sách thuế quan có thể gây áp lực lên chi tiêu của người tiêu dùng, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng đơn hàng xuất khẩu của các doanh nghiệp dệt may và da giày.**

	Công ty	Nhận xét xu hướng tồn kho
Các nhà bán lẻ lớn	Walmart	- Công ty đang tập trung cao độ vào việc duy trì tồn kho ổn định, qua các chiến lược quản lý chặt chẽ. - Walmart chủ động tránh việc tích lũy tồn kho mang tính thời vụ, nhằm tối ưu hóa hiệu quả hoạt động và giảm thiểu rủi ro liên quan đến sự biến động của nhu cầu thị trường.
	Target	- Tình trạng tồn kho của Target đã cho thấy xu hướng tăng cao, chủ yếu do sự suy yếu trong các danh mục sản phẩm không thiết yếu, đặc biệt là sản phẩm thời trang.
	Dick's Sporting & Foot Locker	- Ban lãnh đạo của công ty đã nhấn mạnh sự duy trì các sự kiện khuyến mãi và kiểm soát chặt chẽ tồn kho cũng như chi phí nhằm duy trì sự linh hoạt và vị thế tốt trong bối cảnh kinh tế vĩ mô không chắc chắn. - Bình luận này phản ánh một cách tiếp cận chủ động để ứng phó với những thách thức thị trường
	Adidas	- Tồn kho của Adidas đã tăng khoảng 15% so với cùng kỳ năm trước. Theo ban lãnh đạo, mức tăng này tăng chủ yếu do phía công ty đang dự kiến tăng trưởng doanh thu những quý tới có thể duy trì tăng trưởng khoảng hai chữ số. Vì vậy, công ty phải đảm bảo duy trì mức tồn kho cao để đáp ứng nhu cầu.
Các hãng thời trang thể thao	Nike	- Trong cuộc gọi công bố kết quả kinh doanh ngày 20/03, Nike cho biết "tồn kho vẫn ở mức cao trên toàn bộ các khu vực địa lý", Nike đã thực hiện một số chiến lược chính: (1) Tăng cường giảm giá: Công ty đã tăng cường giảm giá tại các cửa hàng Nike Factory để thúc đẩy tốc độ tiêu thụ hàng tồn kho cận hạn. (2) Giảm nguồn cung và chiết khấu bán buôn: Nike đã giảm nguồn cung cấp cho các đối tác bán buôn và áp dụng các chương trình chiết khấu bán buôn để thanh lý hàng tồn kho cũ. Những biện pháp này dự kiến sẽ tiếp tục cho đến nửa cuối năm tài chính 2025 (2H25).
	Puma SE	- Tồn kho cuối quý 1 năm 2025 đang ở mức cao. Công ty đang xem xét lại các đơn đặt hàng và điều khoản tồn kho nhằm quản lý hiệu quả hơn.

Thị trường Mỹ – Rủi ro từ chính sách thuế “đổi ứng”

Triển vọng đơn hàng xuất khẩu trong 2H25F trở nên khó dự đoán.

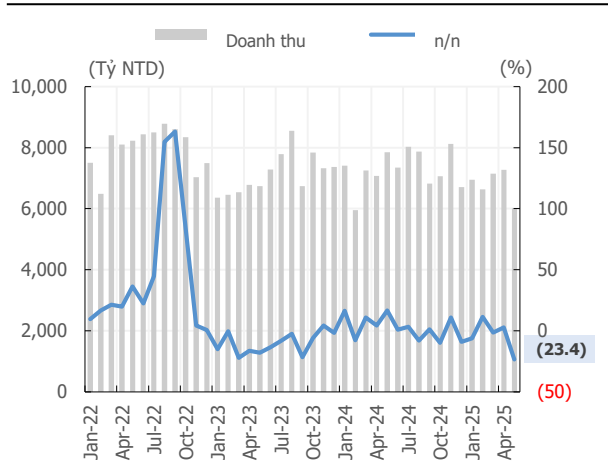
Chúng tôi theo dõi hoạt động của các doanh nghiệp FDI trong lĩnh vực dệt may và da giày theo mô hình ODM, và ghi nhận hai rủi ro đáng chú ý sau:

- Doanh thu của các nhà sản xuất dệt may và da giày Đài Loan (có năng lực sản xuất lớn tại Việt Nam và chủ yếu xuất khẩu sang thị trường Mỹ) ghi nhận tăng trưởng tích cực trong quý 1/2025, và đơn hàng cho quý 2/2025F vẫn duy trì khả quan. Tuy nhiên, triển vọng 2H25F trở nên kém tích cực do tác động tiêu cực từ chính sách thương mại bất định.
- Bên cạnh đó, các thương hiệu và nhà bán lẻ đang rút ngắn thời gian giao hàng yêu cầu, dẫn đến chi phí kiểm soát chất lượng gia tăng, có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các nhà sản xuất.

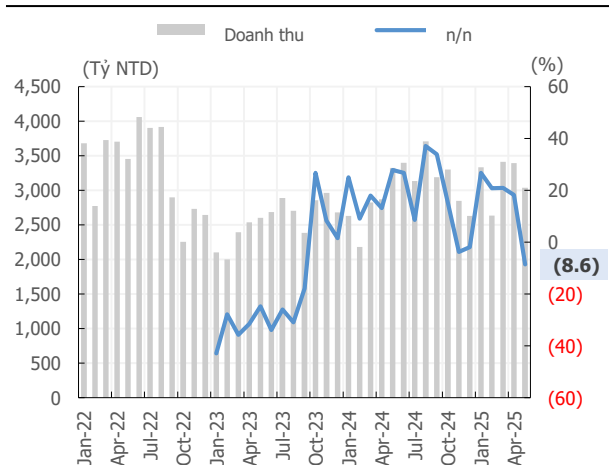
→ Từ đó, chúng tôi lưu ý các rủi ro trên cũng có thể tạo ra thách thức cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam trong ngắn hạn.

A. DN da giày		Thị trường chính	Công suất tại VN	1Q25	4Q24	3Q24	2Q24	1Q24	4Q23	3Q23	2Q23	1Q23
Feng Tay	US		47%	(3.92)	(4.56)	(3.48)	2.38	2.19	(2.96)	(14.44)	(20.02)	(19.73)
Yue Yuen	China 47%, U.S. 18%, Europe 16%, Other Asia 13%, Others 5%		n/a	1.29	10.68	12.46	(1.75)	(4.93)	(4.75)	(19.03)	(11.57)	(11.98)
Lai Yih	U.S. 30%, Germany 14%, China 13%, Others 43%		91%	19.11	30.06	36.02	22.16	36.09	-	-	-	-
Fulgent Sun	Europe 48%, America 37%, Asia 8%, China 6%, Others 1%		59%	31.84	17.17	(0.43)	(18.42)	(49.13)	(41.70)	(53.02)	(28.61)	2.89
Huali	U.S. 86%, Europe 12%, Others 2%		n/a	11.01	12.08	19.77	17.09	23.96	10.06	(12.01)	(9.36)	(17.70)
Taiwan Paiho	China 42%, Vietnam 29%, Taiwan 17%, Indonesia 9%, North America 3%		n/a	14.28	20.22	18.39	30.54	14.41	4.91	(14.33)	(48.44)	(35.08)
B. DN may mặc												
Makalot	U.S 70%		41%	10.20	5.87	10.63	1.15	6.21	8.69	(5.40)	(5.65)	(9.42)
Eclat	U.S 72% of garment sales		73%	17.48	10.67	23.33	16.50	13.55	9.67	(28.57)	(33.14)	(41.16)

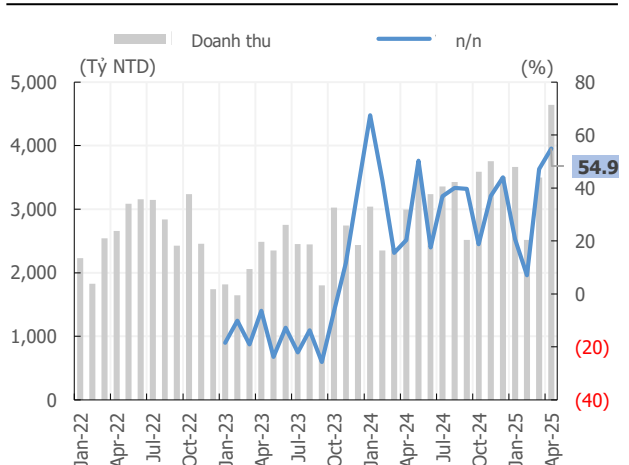
Hình 08. Doanh thu tháng của Fengtay



Hình 09. Doanh thu tháng của Eclat



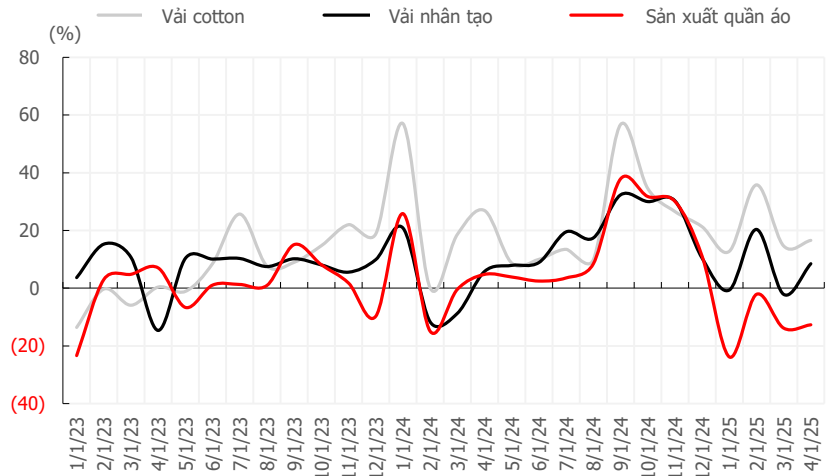
Hình 10. Doanh thu tháng của Lai Yih



Kim ngạch xuất khẩu dệt may trong 4T25

Tín hiệu sớm cho thấy sự chững lại trong ngành dệt may Việt Nam trong các tháng tới

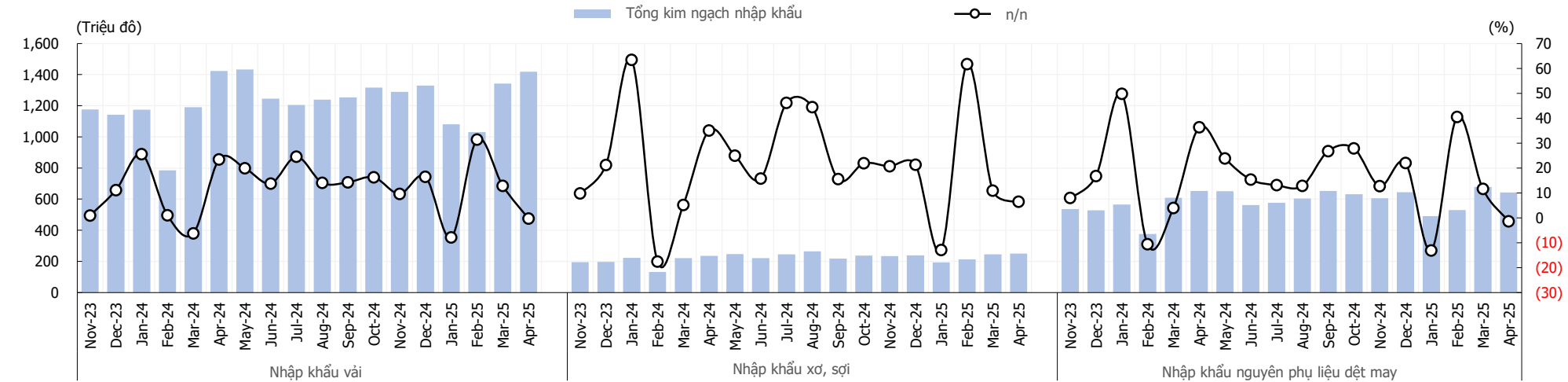
Hình 11. Hoạt động sản xuất đang có dấu hiệu chững lại



Ngoài ra, chúng tôi ghi nhận một số tín hiệu sớm như sau:

- Xu hướng sản xuất vải và hàng may mặc trong nước đang có dấu hiệu chững lại.
- Kim ngạch nhập khẩu nguyên phụ liệu phục vụ gia công hàng may mặc cũng cho thấy dấu hiệu tăng trưởng chậm lại trong những tháng gần đây, phần nào phản ánh sự suy yếu của nhu cầu đơn hàng trong các quý tới.

Hình 12. ... Đồng thời, nhập khẩu nguyên phụ liệu cũng ghi nhận đà tăng trưởng chậm lại

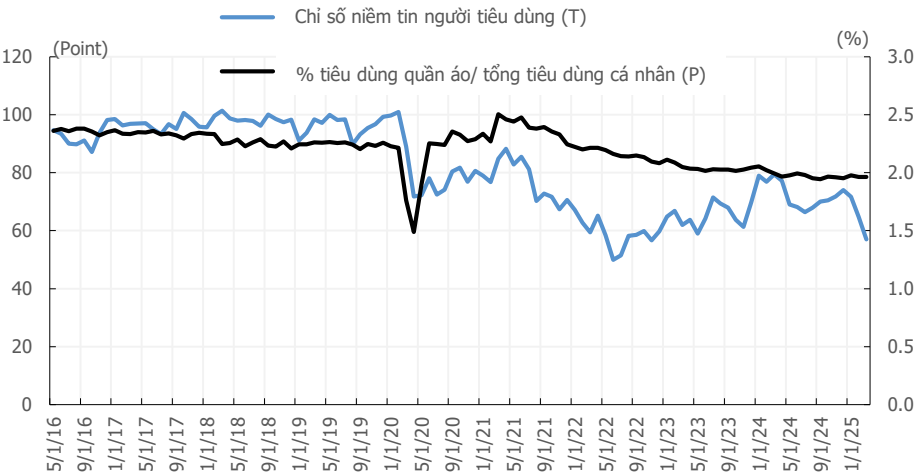


Nguồn: TCHQ, KIS Research

Thị trường Mỹ – Rủi ro từ chính sách thuế “đáp trả”

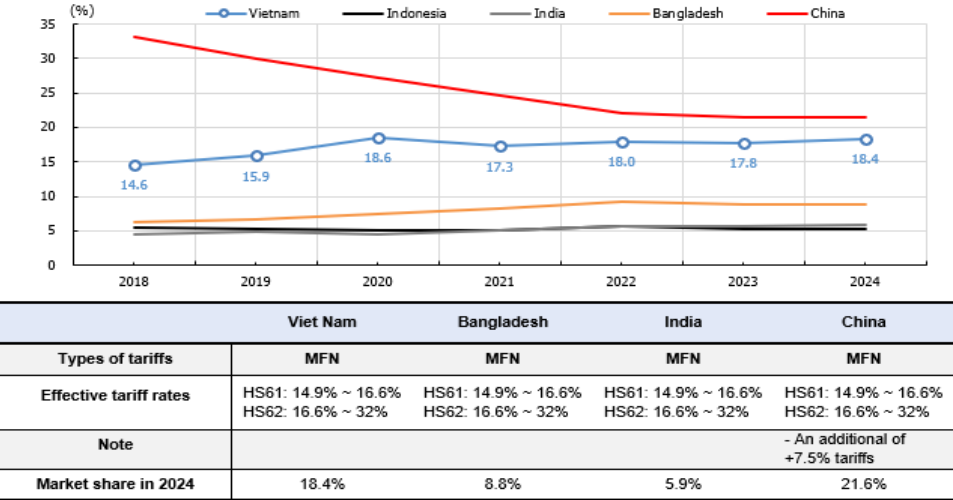
Triển vọng đơn hàng xuất khẩu trong 2H25F trở nên thách thức hơn

Hình 13. Niềm tin người tiêu dùng sụt giảm sau khi căng thẳng thương mại leo thang



Nguồn: Bloomberg, USITC, KIS Research tổng hợp

Hình 14. Thuế suất cao hơn có thể làm suy giảm năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong ngành dệt may



Dựa trên các luận điểm, triển vọng đơn hàng xuất khẩu sang thị trường Mỹ đối với các doanh nghiệp dệt may và da giày vẫn tích cực ít nhất đến 1H25F. Thực tế, theo số liệu từ Hải quan Việt Nam, xuất khẩu dệt may sang Mỹ trong quý 1/2025 tăng +15,1% n/n, và tầm nhìn đơn hàng của các doanh nghiệp dệt may đã được đảm bảo đến hết quý 2/2025F.

- Trong 2Q25F, chúng tôi cho rằng triển vọng xuất khẩu dệt may vẫn được duy trì.
 - Trước nguy cơ áp dụng chính sách thuế “đối ứng”, các thương hiệu thời trang Mỹ đang đẩy mạnh nhập hàng sớm, nhằm tận dụng giai đoạn hoãn thuế 90 ngày.
 - Trong thời gian hoãn thuế, các nhà nhập khẩu Mỹ vẫn chịu mức thuế phổ thông 10%. Các doanh nghiệp dệt may Việt Nam đang chia sẻ một phần gánh nặng thuế, với mức khoảng 1–2%, nhằm duy trì đơn hàng và năng lực cạnh tranh.

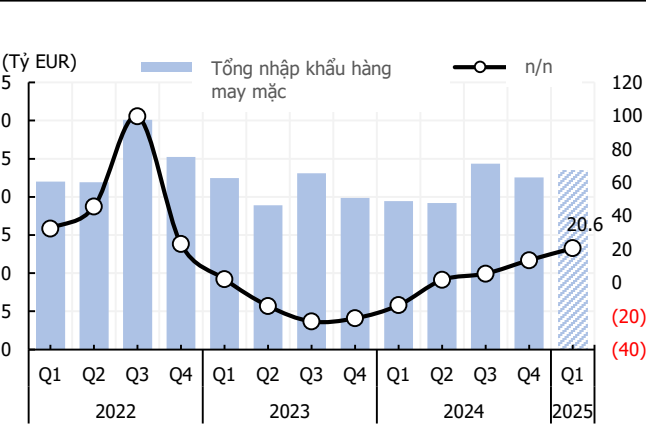
Chúng tôi cho rằng có hai rủi ro có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng xuất khẩu dệt may trong 2H25F

- Rủi ro 1 – Quyết định cuối cùng về chính sách thuế “đối ứng” vẫn chưa rõ ràng
 - Thuế suất cao hơn áp lên hàng hóa Việt Nam so với các đối thủ cạnh tranh có thể làm xói mòn năng lực cạnh tranh của Việt Nam tại thị trường Mỹ.
 - Bên cạnh đó, các doanh nghiệp dệt may Việt Nam có thể phải giảm giá bán bình quân do chia sẻ chi phí thuế với các nhà nhập khẩu.
- Rủi ro 2 – Chi tiêu của người tiêu dùng có thể chịu áp lực do các yếu tố kinh tế bất lợi phát sinh sau những bất định về chính sách thương mại.
 - Niềm tin tiêu dùng đang sụt giảm mạnh.
 - Chi tiêu cho các nhóm hàng không thiết yếu (bao gồm cả may mặc) vẫn ảm đạm.

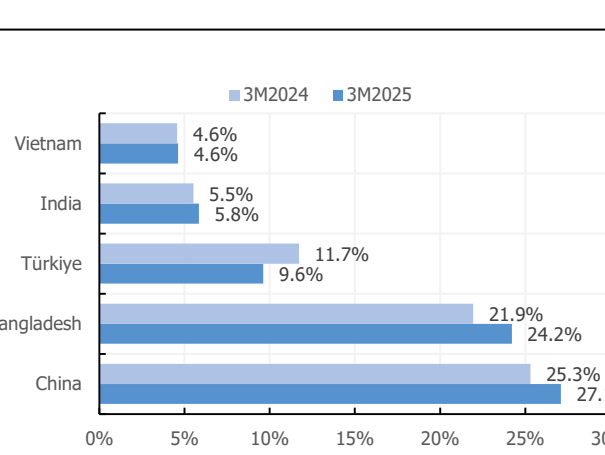
Thị trường EU – Trên đà phục hồi

Mức tiêu dùng tại EU cải thiện hơn so với thị trường Mỹ, tuy nhiên tâm lý thận trọng trước các chính sách thương mại toàn cầu, điều này có thể làm suy yếu sức mua trong ngắn hạn.

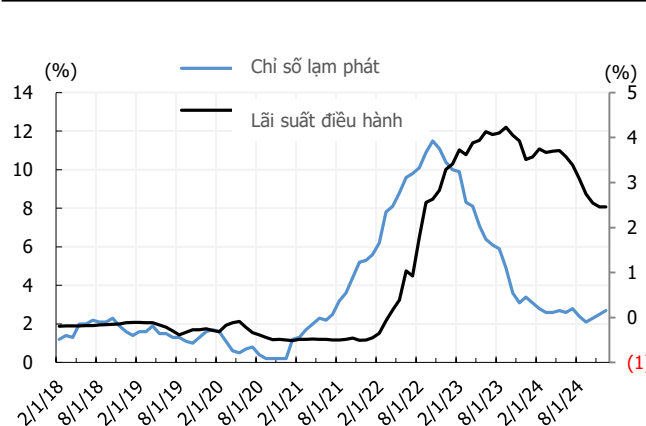
Hình 15. Tổng kim ngạch nhập khẩu dệt may vào thị trường EU



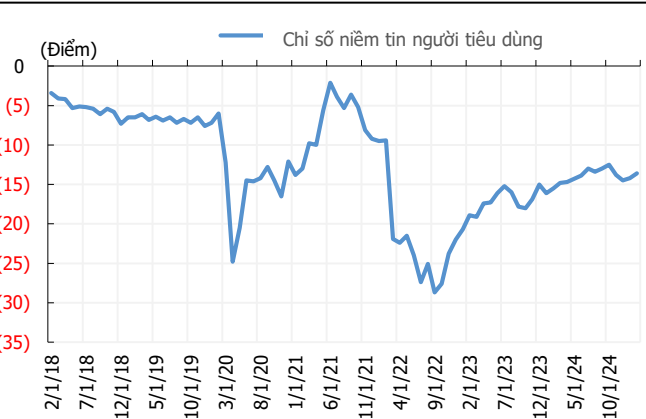
Hình 16. Thị phần của Việt Nam duy trì ổn định



Hình 17. Tiêu dùng được thúc đẩy sau khi lạm phát và lãi suất hạ nhiệt



Hình 18. Tâm lý người tiêu dùng đang trở nên lạc quan hơn



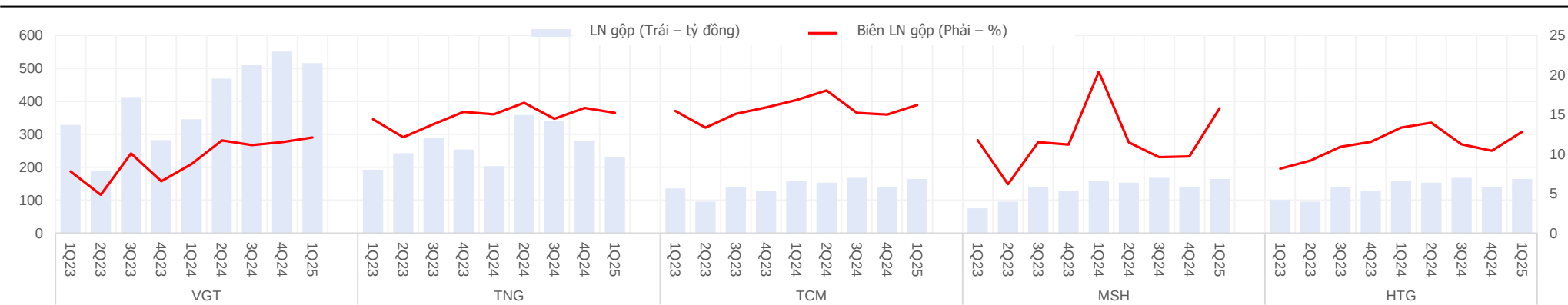
- Theo Eurostat, kim ngạch nhập khẩu dệt may tại EU trong 1Q25 vẫn duy trì đà tăng trưởng, với mức tăng 20,6% so với cùng kỳ. Phân tích của chúng tôi cho thấy hoạt động tái dự trữ hàng hóa tại thị trường EU sẽ có xu hướng sôi động hơn trong thời gian tới.
- Về phía cầu, chúng tôi cho rằng có hai động lực chính hỗ trợ sự cải thiện của niềm tin người tiêu dùng trong năm 2025F, bao gồm: (1) áp lực lạm phát hạ nhiệt, và (2) ECB cắt giảm lãi suất nhằm kích thích kinh tế.
- Bên cạnh đó, khi lượng hàng tồn kho dư thừa dần được giải phóng, các chương trình giảm giá cũng trở nên nhẹ nhàng hơn, giúp biên lợi nhuận gộp của các thương hiệu và nhà bán lẻ cải thiện. Điều này đồng nghĩa với việc áp lực giảm giá lên các nhà cung cấp có thể sẽ giảm bớt.

Source: Bloomberg, Eurostat, KIS Research

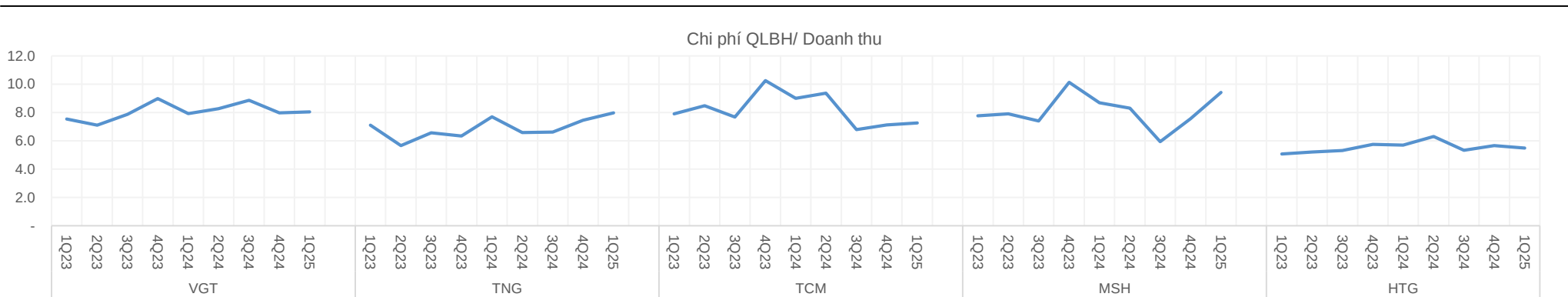
Xu hướng biên lợi nhuận của ngành trong 2H25F

Các yếu tố bất lợi vĩ mô có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận của ngành trong 2H25F

Hình 19. Nhu cầu đơn hàng mạnh mẽ trong 1Q25 hỗ trợ giá bán và nâng công suất hoạt động, qua đó giúp biên LN gộp cải thiện dần



Hình 20. Tỷ lệ SG&A/doanh thu của một số doanh nghiệp tăng nhẹ do chi phí kiểm soát chất lượng cao hơn khi đơn hàng gia tăng tương ứng



Nguồn: FiinX, KIS Research

- Trong quý 1/2025, biên LN gộp của các doanh nghiệp dệt may ghi nhận xu hướng phục hồi, nhờ vào:** (1) Nhu cầu gia tăng thúc đẩy đơn hàng xuất khẩu, kéo theo giá bán xuất khẩu cải thiện; (2) Lượng đơn hàng dồi dào trong quý 1/2025 giúp các doanh nghiệp duy trì công suất hoạt động hiệu quả.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những bất định liên quan đến chính sách thương mại sẽ là yếu tố bất lợi đối với biên LN gộp của ngành kể từ 2H25F trở đi,** do (1) Các doanh nghiệp có thể phải chia sẻ một phần chi phí thuế quan với khách hàng, làm gia tăng áp lực lên biên lợi nhuận; (2) Sức tiêu dùng được dự báo suy yếu sẽ ảnh hưởng đến đơn hàng xuất khẩu, buộc các nhà sản xuất phải giảm giá bán xuất khẩu để duy trì sức cạnh tranh với các đối thủ.
- Về chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (QLBH), chúng tôi ghi nhận rằng các nhà bán lẻ/thương hiệu đang yêu cầu rút ngắn thời gian giao hàng,** dẫn đến chi phí kiểm soát chất lượng tăng cao. Do đó, tỷ lệ QLBH/doanh thu nhiều khả năng sẽ tăng nhẹ, qua đó gây áp lực lên biên lợi nhuận EBIT của các doanh nghiệp dệt may.



2H25F – “Thuế quan” - Rào cản lớn đối với triển vọng ngành

II. Phân tích công ty

- 1. MSH**
- 2. TNG**
- 3. STK**

1. MSH – NẮM GIỮ

Phụ thuộc lớn vào thị trường Mỹ khiến triển vọng tăng trưởng trở nên bất định

Luận điểm đầu tư

- 2H25F – Tăng trưởng chứng lại trong bối cảnh tiêu dùng Mỹ suy yếu
 - MSH có tỷ trọng doanh thu lớn từ thị trường Mỹ (chiếm khoảng 80% tổng doanh thu). Do đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng của MSH có thể gặp nhiều trở ngại trong bối cảnh bất định về chính sách thương mại.
 - Đơn hàng xuất khẩu dự kiến sẽ chứng lại, khi các thương hiệu và nhà bán lẻ có xu hướng duy trì tồn kho ở mức tối ưu. Trong khi đó, giá bán xuất khẩu trở nên thiếu chắc chắn do rủi ro thuế quan, và chúng tôi cho rằng MSH sẽ phải chia sẻ một phần chi phí thuế với khách hàng Mỹ. Trường hợp nhu cầu yếu hơn kỳ vọng, MSH có thể buộc phải tiếp tục giảm giá bán để giữ chân khách hàng.
 - Đối với các hợp đồng gia công theo CMT, biên LN gộp từng ghi nhận mức cao đột biến, nhưng chúng tôi cho rằng sẽ quay về mức bình thường trong 2H25F. Theo đó, biên LN gộp bình quân của MSH ước đạt khoảng 15.5% – 16% trong 2H25F.
 - Về nhà máy mới – Sông Hồng Xuân Trường II, chúng tôi dự phóng nhà máy sẽ hoạt động trong 2Q25F, với công suất hoạt động khoảng 25 – 30% trong năm đầu tiên, do triển vọng tiêu thụ tại thị trường Mỹ còn ảm đạm.
- 2025F – Chúng tôi ước tính doanh thu của MSH đạt 5,523 tỷ đồng (+4.6% n/n) và LNST-CTM đạt 337 tỷ đồng (-18.4% n/n).

Rủi ro cần lưu ý

- Tiềm năng tăng giá:
 - Nhu cầu tại thị trường Mỹ phục hồi mạnh hơn kỳ vọng.
- Rủi ro giảm giá:
 - Nhu cầu suy yếu khiến nhà máy Sông Hồng – Xuân Trường II vận hành dưới điểm hòa vốn.

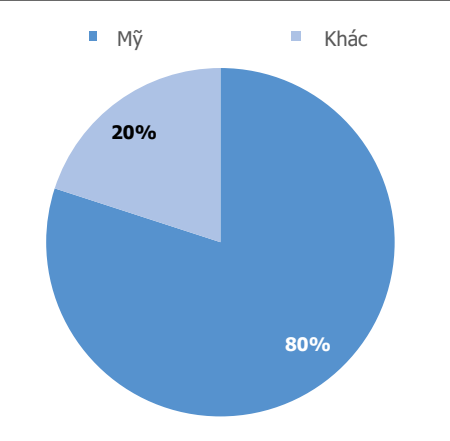
Bảng 01: Dự phóng của KIS đối với MSH, giai đoạn 2025F–2027F

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	1,036	1,381	1,705	1,400	5,523	6,310	6,568
Tăng trưởng	34.5	3.6	(2.5)	(2.0)	4.6	14.2	4.1
LN gộp	191	206	262	209	867	992	1,034
% n/n	100.5	12.7	(1.4)	(27.1)	4.6	14.4	4.3
% biên LN gộp	18.4	14.9	15.4	14.9	15.7	15.7	15.7
LNHHĐ	115	99	130	101	445	613	664
% n/n	83.5	(11.6)	(24.2)	(54.2)	(21.5)	37.8	8.4
% biên LNHHĐ	11.1	7.2	7.6	7.2	8.1	9.7	10.1
LNST-CTM	84.4	75.5	100.8	77	342	448	482
% n/n	59.4	(13.7)	(22.6)	(49.7)	(18.4)	33.2	7.6
% biên LN ròng	8.1	5.5	5.9	5.5	6.1	7.1	7.3
% ROE					16.5	18.7	18.3
Bội số định giá							
PE					12.0	8.5	7.8
PB					1.8	1.6	1.5
DY					5.6	5.6	5.6

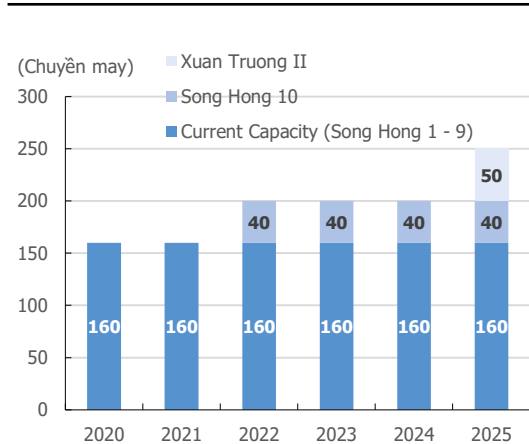
1. MSH – NĂM GIỮ

Phụ thuộc lớn vào thị trường Mỹ khiến triển vọng tăng trưởng trở nên bất định

Hình 01: Khách hàng Mỹ chiếm khoảng 80% tổng doanh thu

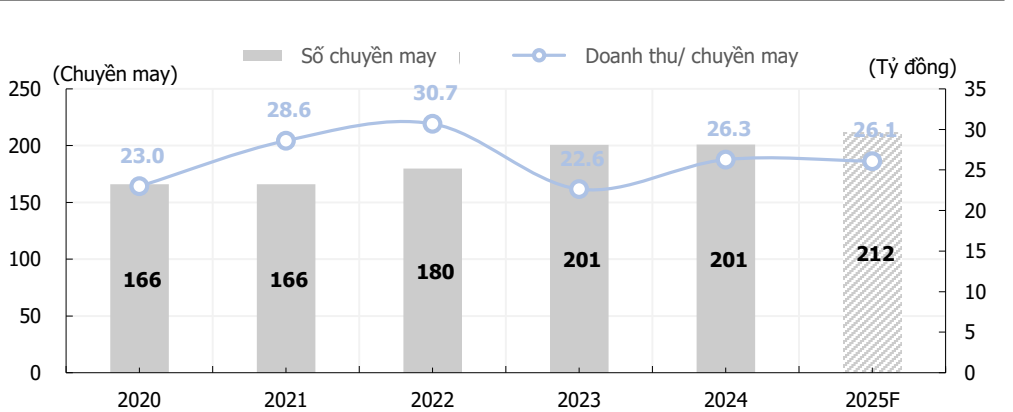


Hình 02: Song Hong – Xuan Truong II dự kiến đi vào hoạt động chính thức từ 2Q25F

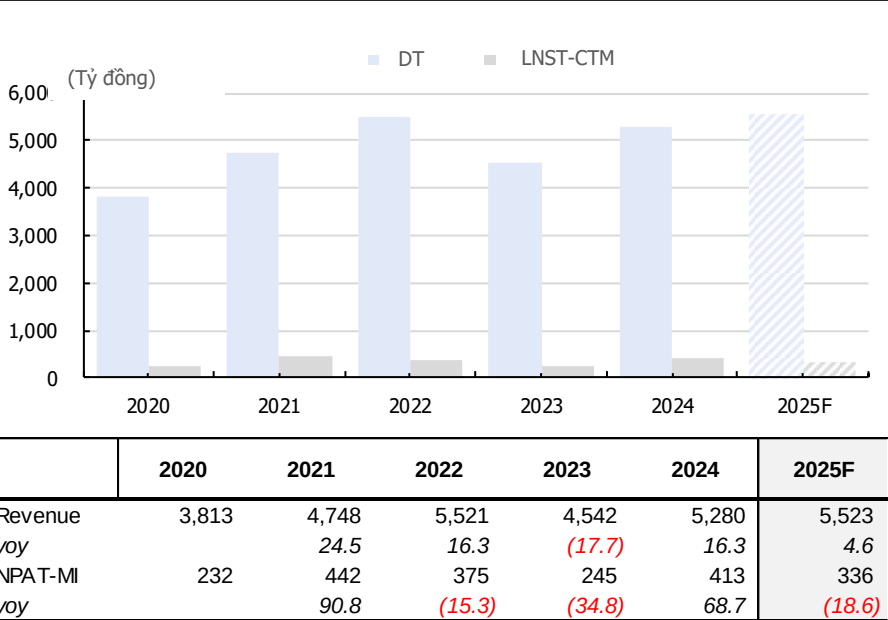


Nhà máy	Địa điểm	Chuyến may	Nhân công
Song Hong 1	Nam Dinh City, Nam Dinh Province	16	1,000
Song Hong 3	Nam Dinh City, Nam Dinh Province	36	2,000
Song Hong 4	Xuan Truong District, Nam Dinh Province	36	2,000
Song Hong 7	Hai Hau District, Nam Dinh Province	36	2,000
Song Hong 8	Nam Dinh City, Nam Dinh Province		300
Song Hong 9	Nghia Hung Province, Nam Dinh Province	36	2,000
Song Hong 10	Nghia Hung Province, Nam Dinh Province	40	2,300
Xuan Truong II	Xuan Truong District, Nam Dinh Province	50	3,000
Total		250	14,600

Hình 03: Doanh thu trên mỗi chuyến may giảm nhẹ trong 2H25F



Hình 04: LNST-CTM năm 2025 dự phóng giảm 18.6% n/n do biên LN gộp sụt giảm cùng với chi phí QLBH gia tăng.



Nguồn: KIS Research

2. TNG – NẮM GIỮ

Đa dạng hóa thị trường có thể làm giảm tác động từ thuế “đối ứng” tại Mỹ

Luận điểm đầu tư

- 2H25F – Thiếu động lực tăng trưởng
 - Với thị trường Mỹ chiếm khoảng 45~50% tổng doanh thu xuất khẩu, hoạt động xuất khẩu của TNG sang thị trường này được dự báo sẽ gặp một số thách thức nhất định.
 - Tuy nhiên, cơ cấu khách hàng đa dạng của TNG tại các thị trường lớn khác như EU có thể phần nào bù đắp sự sụt giảm từ thị trường Mỹ, đặc biệt khi nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc tại EU đang ghi nhận tín hiệu phục hồi rõ rệt.
 - Khu công nghiệp Sơn Cẩm kỳ vọng sẽ cho thuê khoảng 5 ha trong năm 2025F.
 - Về giá bán xuất khẩu, chúng tôi cho rằng TNG cũng sẽ phải chia sẻ một phần chi phí thuế với các khách hàng Mỹ; trong khi đó, giá bán sang thị trường EU (đặc biệt với Decathlon) nhiều khả năng sẽ giữ ổn định.
- 2025F – Chúng tôi ước tính doanh thu của TNG đạt 7,363 tỷ đồng (-3.8% n/n) và LNST-CTM đạt 301 tỷ đồng (-4.5% n/n).

Rủi ro cần lưu ý

- Nhu cầu yếu hơn kỳ vọng tại thị trường EU đã ảnh hưởng đến triển vọng đơn hàng xuất khẩu của TNG đến khu vực này và chưa đủ để bù đắp cho sự tăng trưởng trì trệ tại thị trường Mỹ.

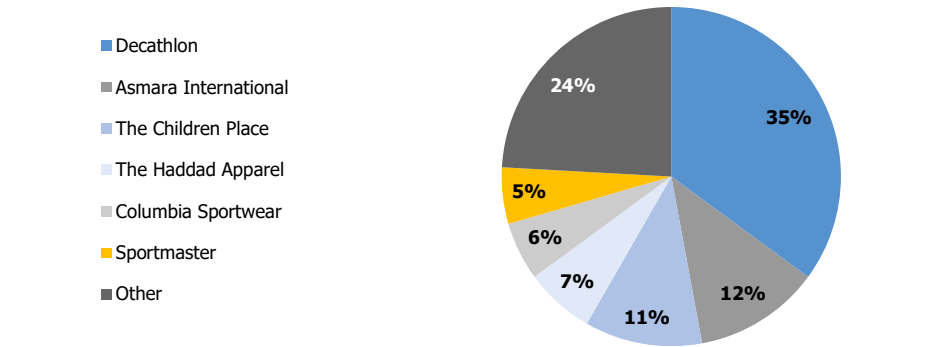
Bảng 01: Dự phóng của KIS đối với TNG, giai đoạn 2025F–2027F

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	1,511	2,081	2,181	1,591	7,363	7,799	8,031
Tăng trưởng	11.6	(4.2)	(7.5)	(10.2)	(3.8)	5.9	3.0
LN gộp	230	317	332	242	1,162	1,233	1,256
% n/n	13.2	(11.6)	(2.6)	(13.6)	(1.7)	6.1	1.9
% biên LN gộp	15.2	15.2	15.2	15.2	15.8	15.8	15.6
LNHHĐ	54	103	114	66	384	442	480
% n/n	1.6	(11.0)	(18.2)	(28.5)	(4.2)	15.2	8.6
% biên LNHHĐ	3.6	5.0	5.2	4.2	5.2	5.7	6.0
LNST-CTM	43.3	83.1	89.5	51.4	301	348	378
% n/n	3.4	(5.6)	(19.4)	(30.5)	(4.5)	15.6	8.8
% biên LN ròng	2.9	4.0	4.1	3.2	4.1	4.5	4.7
% ROE					15.2	15.9	15.9
Bội số định giá							
PE					7.5	6.5	6.0
PB					1.1	1.0	0.9
DY					5.4	5.4	5.4

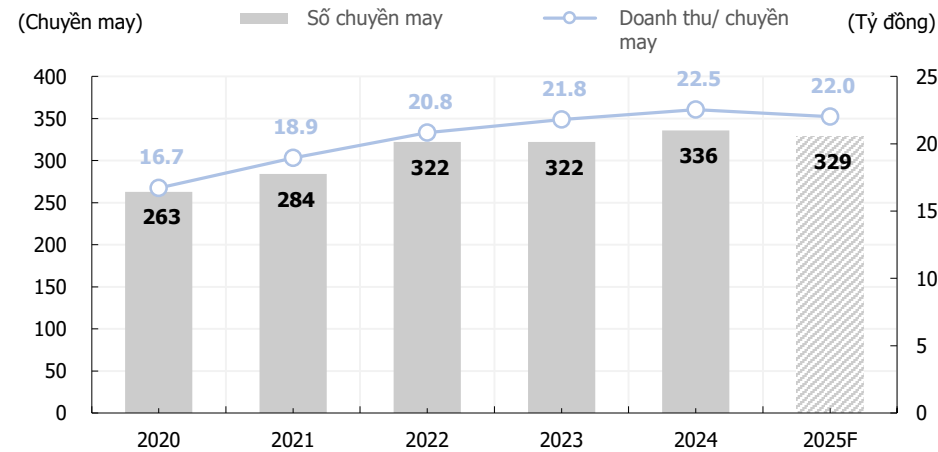
2. TNG – NẮM GIỮ

Đa dạng hóa thị trường có thể làm giảm tác động từ thuế “đối ứng” tại Mỹ

Hình 01: Tập khách hàng đa dạng ở nhiều quốc gia

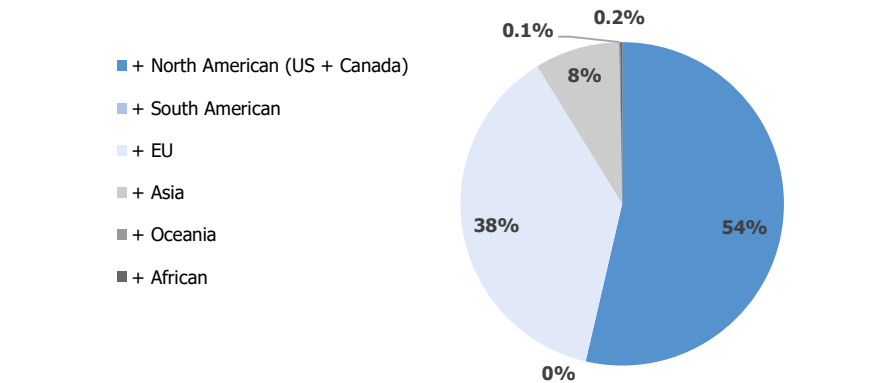


Hình 03: Doanh thu/ chuyển may dự kiến giảm trở lại từ 2027F

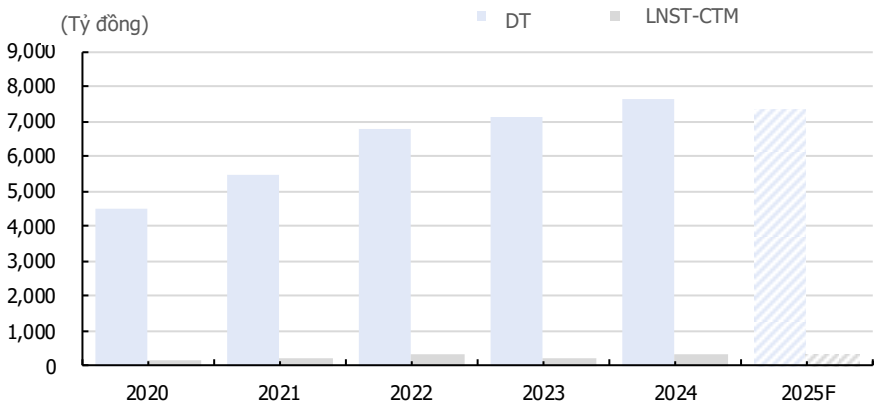


Nguồn: KIS Research

Hình 02: Thị trường Mỹ vẫn chiếm trong số lớn, chiếm 54% tổng doanh thu TNG



Hình 04: TNG giảm thiểu rủi ro đến từ thị trường Mỹ, vì vậy LNST dự phóng chỉ giảm 4.5% n/n



	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
Revenue	4,480	5,444	6,772	7,095	7,656	7,363
yoy		21.5	24.4	4.8	7.9	(3.8)
NPAT-MI	154	232	293	218	315	301
yoy		51.2	26.1	(25.7)	44.7	(4.5)

3. STK – NĂM GIỮ

Lợi nhuận phục hồi trong năm 2025F, nhưng nhu cầu hạ nguồn ảm đạm sẽ là rào cản

Luận điểm đầu tư

- 2H25F – Xu hướng phục hồi có thể bị cản trở bởi mức tiêu dùng hàng may mặc tại thị trường Mỹ thấp hơn kỳ vọng.
 - Nhu cầu đối với sợi nguyên sinh và sợi tái chế được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ trong 2Q25F nhờ vào làn sóng hoàn tất đơn hàng hàng may mặc và giày dép trước thời hạn hoãn áp thuế 90 ngày. Chúng tôi nhận thấy các nhà sản xuất hàng may mặc và giày dép đang đẩy mạnh doanh số trong 1H25.
 - Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự biến động về nhu cầu sẽ xuất hiện trong 2H25F, từ đó kéo theo sự giảm sút tiêu thụ sợi, đặc biệt là các loại sợi cao cấp như sợi tái chế. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng bán và giá bán sẽ thiếu động lực để thúc đẩy sự phục hồi mạnh mẽ trong 2H25F.
 - Unitex dự kiến sẽ bắt đầu vận hành từ 2Q25F trở đi, tuy nhiên nhu cầu yếu ớt có thể ảnh hưởng tiêu cực đến công suất sử dụng tối ưu của nhà máy. Bên cạnh đó, STK sẽ ghi nhận chi phí khấu hao cao hơn từ Unitex, dẫn đến biên LN gộp có thể giảm nhẹ trong 2H25F.
- 2025F – Chúng tôi dự báo doanh thu đạt 2,308 tỷ đồng (+90.7% n/n) và LNST-CTM đạt 177 tỷ đồng (+13.2 lần n/n).

Rủi ro cần lưu ý

- Nhu cầu yếu có thể làm gia tăng cạnh tranh ở nhóm sản phẩm sợi nguyên sinh, trong khi nhu cầu đối với sợi tái chế sụt giảm do chi phí cao.
- Nhà máy Unitex đi vào hoạt động chậm hơn so với kỳ vọng.

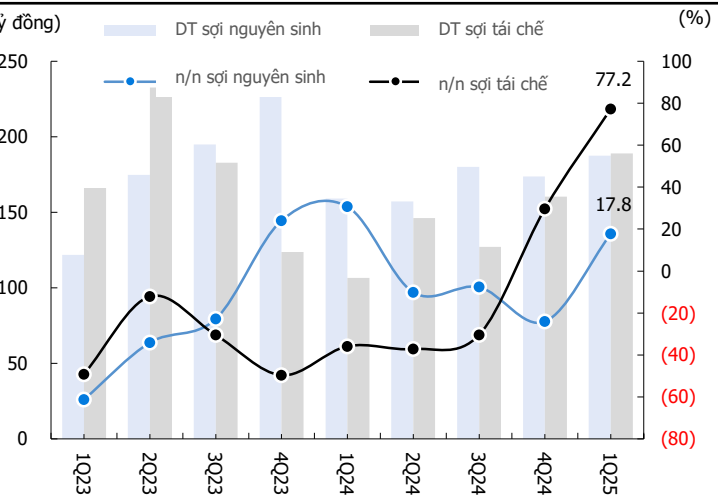
Bảng 01: Dự phóng của KIS đối với TNG, giai đoạn 2025F–2027F

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	376	721	580	630	2,308	3,428	3,840
Tăng trưởng	41.6	1.38x	88.8	88.6	90.7	48.6	12.0
LN gộp	78.3	121.8	82.2	92.5	370	577	665
% n/n	1.42x	7.4x	58.1	43.8	1.27x	55.8	15.3
% biên LN gộp	20.3	16.9	14.2	14.7	16.0	16.8	17.3
LNHH	48.6	71.8	40.8	48.2	202	297	297
% n/n	44.6x	Phục hồi từ mức lỗ	(51.0)	Phục hồi từ mức lỗ	6.9x	46.8	22.6
% biên LNHH	12.9	10.0	7.0	7.7	8.8	8.7	9.5
LNST-CTM	35.6	62.9	35.8	42.3	177	260	318
% n/n	49.1x	Phục hồi từ mức lỗ	(56.0)	Phục hồi từ mức lỗ	13.3x	46.4	22.6
% biên LN ròng	9.5	8.7	6.2	6.7	7.7	7.6	8.3
% ROE					9.9	12.9	14.1
Bội số định giá							
PE					13.9	9.5	7.8
PB					1.3	1.2	1.0
DY					-	-	3.9

3. STK – NĂM GIỮ

Lợi nhuận phục hồi trong năm 2025F, nhưng nhu cầu hạ nguồn ảm đạm sẽ là rào cản

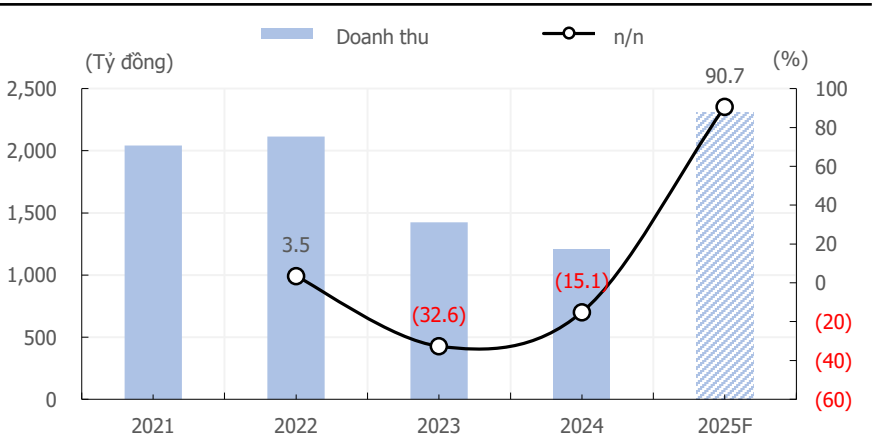
Hình 01. Sợi nguyên sinh và sợi tái chế đều ghi nhận sự phục hồi mạnh trong 1Q25



Hình 02. Chúng tôi dự phóng sản lượng sợi nguyên sinh và sợi tái chế tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp cùng kỳ

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
Sản lượng sợi nguyên sinh	20,400	22,336	23,521	16,700	15,159	25,197
n/n		9.5	5.3	(29.0)	(9.2)	66.2
Giá bán sợi nguyên sinh	47,864,319	45,717,676	43,163,923	43,109,461	43,912,677	40,591,687
n/n		(4.5)	(5.6)	(0.1)	1.9	(7.6)
Sản lượng sợi tái chế	19,290	19,622	15,602	11,083	7,887	17,226
n/n		1.7	(20.5)	(29.0)	(28.8)	118.4
Giá bán sợi tái chế	40,915,910	52,041,076	70,495,986	63,671,569	69,054,486	74,587,889
n/n		27.2	35.5	(9.7)	8.5	8.0

Hình 03. Vì vậy, doanh thu dự phóng tăng trưởng mạnh 90.7% n/n



Hình 04. LNST dự phòng tăng trưởng cao từ mức nền thấp của năm 2024

