

TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN DỆT MAY HÒA THỌ (HSX: HTG)
Tô Gia Huy

Chuyên viên Phân tích cơ bản

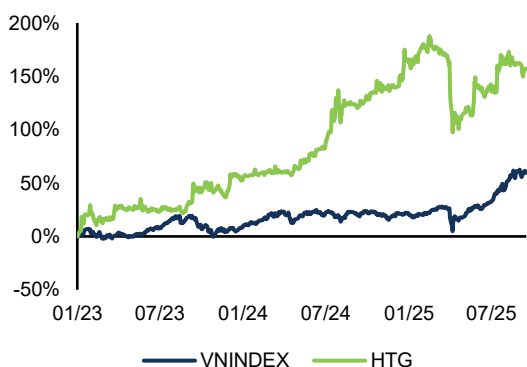
Email: huytg@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4332

Người phê duyệt báo cáo:

Đậu Đức Nam, CFA

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu HTG và VNIndex

Thông tin giao dịch (23/09/2025)

Giá hiện tại (VND/cp)	46.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	52.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	35.350
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	36
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	36
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	31.770
% sở hữu nước ngoài	0,02%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1.656
P/E trailing 12 tháng (lần)	4,7x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	9.748

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	TCTCP Dệt may Hòa Thọ
Địa chỉ	Số 36 Ông Ích Đường, P. Hòa Thọ, Tp. Đà Nẵng
Doanh thu chính	Sản xuất sợi và may gia công
Chi phí chính	Nguyên liệu và nhân công
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu

 Giá hiện tại: **46.000**

 Giá mục tiêu: **48.700**

 Tăng/(giảm): **+5,8%**

Khuyến nghị

THEO DÕI
KHÓ KHĂN TRƯỚC THUẾ QUAN MỸ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HTG với giá mục tiêu là **48.700 VND/cp**, cao hơn **5,8%** so với giá đóng cửa ngày 18/09/2025 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF). Nhà đầu tư có thể theo dõi và mua vào cổ phiếu HTG ở mức giá 42.300 VNĐ/cổ phiếu, với tỷ suất sinh lợi kỳ vọng đạt 15%. Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Mảng may nửa cuối năm 2025 kém khả quan do tác động tiêu cực của thuế quan Mỹ lên nhu cầu nhập khẩu may mặc và ảnh hưởng lan tỏa đến các thị trường khác.

- Doanh thu mảng may nửa cuối năm 2025 sụt giảm 8,9% YoY, cả năm 2025 đạt 4.154 tỷ đồng (+3,0% YoY).** Tại Mỹ (~60% doanh thu mảng may), đơn hàng sụt giảm bởi tác động tiêu cực của thuế quan lên nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc. Ở Nhật Bản (20% doanh thu mảng may), tăng trưởng chững lại bởi người tiêu dùng chi tiêu thận trọng hơn.
- Biên lợi nhuận mảng may suy giảm do phải chia sẻ chi phí thuế tại thị trường Mỹ.** Trong nửa đầu năm 2025, với mức thuế 10%, HTG phải giảm giá đơn hàng khoảng 1 – 2% so với mức đã ký kết trước đó. Sang nửa cuối năm, mức thuế áp dụng đối với hàng may mặc xuất khẩu sang Mỹ sẽ tăng thêm 10 đpt so với giai đoạn đầu năm.

Mảng sợi nửa cuối năm 2025 chịu áp lực đến từ triển vọng ảm đạm của sản xuất hạ nguồn tại châu Á.

- Doanh thu mảng sợi nửa cuối năm 2025 giảm mạnh 15% YoY** dựa trên giả định sản lượng nửa cuối năm giảm mạnh khi hoạt động sản xuất hàng may mặc các quốc gia châu Á ảm đạm.
- Biên lợi nhuận mảng sợi giảm 1,0 đpt YoY trong nửa cuối năm** do giá sợi xuất khẩu gặp áp lực đến từ nhu cầu yếu trong khi giá bông đầu vào duy trì ở mức thấp.

CÁC YẾU TỐ THEO DÕI:

- Mức độ ảnh hưởng của thuế quan lên khả năng chi tiêu hàng may mặc tại Mỹ:** Mỹ hiện đóng góp khoảng 60% doanh thu may mặc của HTG năm 2024. Triển vọng tiêu dùng dưới tác động của mức thuế mới được kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu tại thị trường chủ lực này của HTG
- Quy định về tỷ lệ nội địa hóa của Mỹ để hàng may mặc tránh mức hàng trung chuyển:** Nếu bị áp thêm thuế 40 đpt do bị gắn mức hàng trung chuyển, HTG có nguy cơ mất đơn hàng tại thị trường này vì chênh lệch chi phí lớn.
- Biến động giá bông đầu vào của mảng sợi:** Do khả năng chuyển giá thấp đến từ nhu cầu sợi đầu ra thấp và áp lực cạnh tranh cao, biến động giá bông đầu vào ảnh hưởng trực tiếp tới khả năng sinh lời của mảng sợi.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



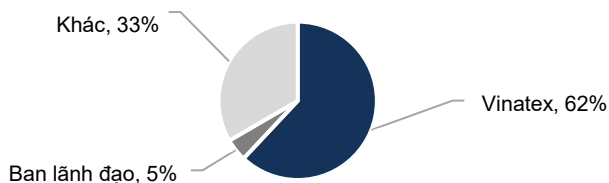
Tổng Công ty cổ phần Dệt may Hòa Thọ (HSX: HTG) được thành lập vào năm 1962, hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất các sản phẩm dệt may, gồm có sợi và hàng may mặc. Năm 2017, công ty đã niêm yết trên sàn UPCoM và chuyển lên sàn HOSE (HSX: HTG) vào năm 2023.

Nhìn chung, lượng thông tin được công bố từ doanh nghiệp tương đối hạn chế. Do đó, số liệu chúng tôi sử dụng trong bài phân tích phần lớn là ước tính của chuyên viên.

Xét về quy mô, giá trị xuất khẩu hàng dệt may của HTG lớn thứ 5 trong nhóm doanh nghiệp niêm yết, đạt ~221 USD trong năm 2024. HTG tham gia sản xuất các sản phẩm may mặc thuộc phân khúc trung cấp, với biên lợi nhuận ở mức thấp so với mặt bằng chung ngành. Khách hàng của HTG chủ yếu là các đối tác lâu năm, với tỷ trọng ổn định qua nhiều năm, đơn hàng phụ thuộc lớn vào nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu. Bên cạnh đó, từ năm 2016, HTG mở rộng sang mảng thời trang nội địa (chiếm khoảng 3% doanh thu năm 2024), với biên lợi nhuận gộp cao hơn mảng gia công xuất khẩu khoảng 5 – 10 đpt.

Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1. Cổ đông lớn nhất của HTG hiện nay là Vinatex (23/09/2025)

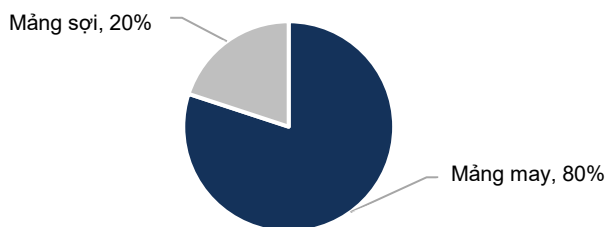


Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp

Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex) đang nắm quyền chi phối HTG với 62% cổ phần. Vinatex là doanh nghiệp có vốn nhà nước chi phối khi Bộ Công thương sở hữu ~53% cổ phần. Nhóm cổ đông thứ hai là ban lãnh đạo chiếm khoảng 5% cổ phần.

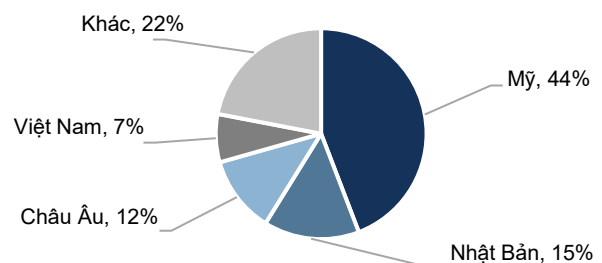
Cơ cấu doanh thu theo mảng và theo thị trường

Biểu đồ 2. Mảng may đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của HTG năm 2024



Nguồn: HTG

Biểu đồ 3. Mỹ là thị trường chủ lực của HTG năm 2024



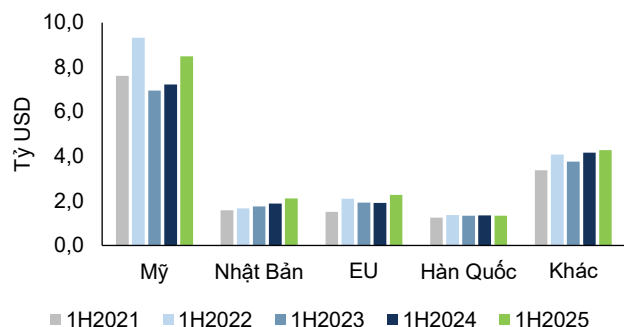
Nguồn: HTG

Xét theo mảng kinh doanh, trong năm 2024, may mặc tiếp tục là mảng chủ lực của HTG, chiếm 80%. Mảng sợi đóng góp 20%, với các thị trường tiêu thụ chủ yếu là nội địa và xuất khẩu châu Á.

Xét theo thị trường, cơ cấu thị trường của HTG tương đồng với ngành dệt may của Việt Nam. Mỹ là thị trường tiêu thụ chính với 44%. Các thị trường chủ lực khác gồm có: Nhật Bản (15%) và châu Âu (12%).

II. CẬP NHẬT XUẤT KHẨU MAY MẶC CỦA VIỆT NAM 1H2025

Biểu đồ 4. Xuất khẩu may mặc tăng trưởng mạnh trong 1H2025



Nguồn: GSO

Xuất khẩu may mặc của Việt Nam trong nửa đầu năm 2025, tăng trưởng mạnh 13% YoY, đạt ~19 tỷ USD, tương đương kim ngạch 6T2022, giai đoạn nhu cầu nhập khẩu “bùng nổ” sau thời gian dịch bệnh Covid 19. ([Tham khảo thêm tại Báo cáo cập nhật ngành dệt may](#))

Thị trường Mỹ: Xuất khẩu may mặc sang Mỹ tăng trưởng mạnh, đạt 8,5 tỷ USD (+17% YoY) do lo ngại thuế quan trong nửa cuối năm.

Thị trường EU: hồi phục mạnh 16% YoY nhờ kì vọng nhu cầu tích cực khi lạm phát được kiểm soát.

Thị trường Nhật Bản: duy trì đà tăng trưởng nhờ vào gói hỗ trợ tiêu dùng của chính phủ thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu may mặc.

III. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA HTG 1H2025

Với cơ cấu thị trường tương đồng với mảng may mặc Việt Nam, kết quả kinh doanh của HTG trong 1H2025 cũng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh. Cụ thể,

Bảng 1. Kết quả kinh doanh của HTG duy trì tăng trưởng trong 1H2025

Đơn vị: Tỷ đồng	1H2025	%YoY	%KH	Giải thích
Doanh thu thuần	2.587	+14%	51%	
<i>Mảng may</i>	2.122	+19%		Mảng may: Khách hàng hàng lớn tại Mỹ (60% doanh thu mảng may) dồn đơn do lo ngại thuế quan tăng cao trong nửa cuối năm. Doanh thu tại Nhật Bản (tỷ trọng 20%) duy trì tăng trưởng nhờ triển vọng tiêu dùng tích cực nửa đầu năm.
<i>Mảng sợi</i>	465	-5,8%		Mảng sợi: Doanh thu sụt giảm bởi triển vọng sản xuất dệt may ảm đạm tại thị trường lớn là Trung Quốc (~10% doanh thu mảng sợi) bị áp thuế cao tại Mỹ.
Lợi nhuận gộp	344	+31%		
<i>Biên lợi nhuận mảng may</i>	14,3%	+1,0 đpt		Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ biên lợi nhuận của bộ phận kinh doanh tại Việt Nam* tăng mạnh bù đắp sự sụt giảm tại thị trường Mỹ (đơn giá giảm 1 – 2% do chia sẻ chi phí thuế quan).
<i>Biên lợi nhuận mảng sợi</i>	8,7%	+3,3 đpt		Giá bông nguyên liệu nhập khẩu giảm sâu trong nửa đầu năm 2025 do (1) tồn kho bông toàn cầu ở mức cao kỷ lục và (2) sản lượng sản xuất của các quốc gia sản xuất lớn như Mỹ và Brazil duy trì ở mức cao, <i>theo USDA</i> .
Chi phí tài chính	(37)	-2,6%		
<i>Chi phí lãi vay</i>	(22)	+19%		Vay ngắn hạn trong nửa đầu năm 2025 tăng mạnh ~40% YoY bởi nhu cầu vốn lưu động nhập khẩu nguyên liệu tăng cao trong bối cảnh đơn hàng dồi dào.
Chi phí bán hàng và quản lý	(136)	+0,0%		
% Doanh thu	5,3%	-0,7 đpt		
Lợi nhuận sau thuế	188	+63%		

*Bộ phận kinh doanh tại Việt Nam gồm có mảng thời trang nội địa và hoạt động gia công thông qua trung gian tại Việt Nam, đóng góp 6,2% doanh thu 6T2025, biên lợi nhuận gộp đạt 68% (+43 đpt YoY)

Nguồn: HTG, FPTS ước tính

IV. TRIỂN VỌNG NĂM 2025: NỬA CUỐI NĂM 2025 KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh nửa cuối năm 2025F của HTG kém khả quan do tác động tiêu cực của thuế quan Mỹ lên nhu cầu nhập khẩu may mặc và ảnh hưởng lan tỏa đến các thị trường khác.

- Mảng may mặc (82% doanh thu năm 2025F) gặp khó khăn khi nhu cầu nhập khẩu may mặc của các khách hàng lớn tại Mỹ sụt giảm bởi thuế quan tăng cao. Trong khi đó, đà phục hồi của thị trường Nhật Bản chững khi người dân thận trọng hơn trong chi tiêu.
- Mảng sợi (18% doanh thu năm 2025F) với thị trường chủ lực là châu Á tiếp tục suy giảm do triển vọng sản xuất hạ nguồn ảm đạm.

Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD 2025 của HTG cụ thể như sau:

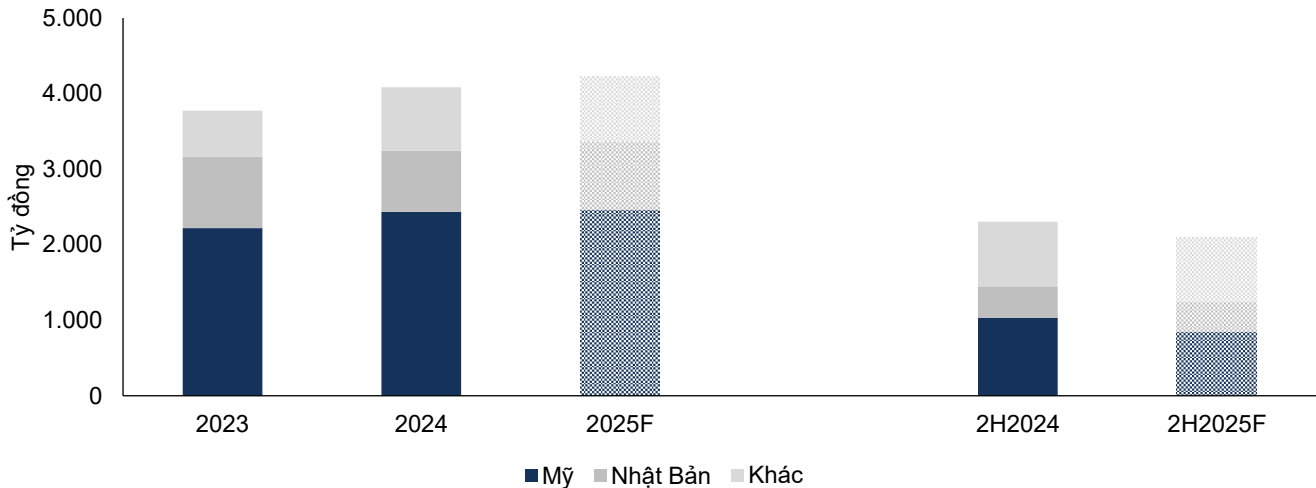
- Doanh thu kỳ vọng sẽ đạt 5.073 tỷ đồng, giảm nhẹ 0,6% YoY, tương ứng doanh thu nửa cuối năm giảm mạnh 10,4% YoY** do nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc tại thị trường lớn nhất là Mỹ sụt giảm bởi thuế quan. Về cơ cấu, mảng may mặc vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất (82%).
- Lợi nhuận gộp kỳ vọng đạt 620 tỷ đồng (+4,7% YoY)**, tương ứng mức biên lợi nhuận đạt 11,9%, tăng 0,3 đpt YoY.
- Chi phí lãi vay dự phóng đạt 42 tỷ đồng (+5,0% YoY)** dựa trên giả định nhu cầu vay ngắn hạn của doanh nghiệp tăng nhẹ.
- Chi phí bán hàng và quản lý dự phóng đạt 289 tỷ đồng (+0,7% YoY)**, tương đương năm 2024 ở 5,7% doanh thu.
- Lợi nhuận sau thuế đạt 232 tỷ đồng (-17% YoY)**, biên lợi nhuận sau thuế đạt 4,5%, giảm 1,0 đpt YoY.
- Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh 2025F của HTG**

Đơn vị: Tỷ đồng	2025F	%YoY	2H2025F	%YoY
Doanh thu thuần	5.131	+0,5%	2.544	-10,4%
<i>Mảng may</i>	4.222	+3,0%	2.101	-8,9%
<i>Mảng sợi</i>	909	-11%	444	-15%
Lợi nhuận gộp	620	+4,7%	276	-16,1%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	11,7%	+0,1 đpt	10,0%	-0,7 đpt
Chi phí tài chính	(86)	+2,3%	(49)	+6,5%
<i>Chi phí lãi vay</i>	(42)	+5,0%	(20)	-9,0%
Chi phí bán hàng và quản lý	(293)	+0,7%	(156)	+0,6%
<i>% Doanh thu</i>	5,7%	+0,0 đpt	6,1%	+0,0 đpt
Lợi nhuận sau thuế	232	-17%	44	-74%

Chi tiết dự phóng các mảng kinh doanh của HTG như sau:

1. Màng may: Ảnh hưởng tiêu cực đến từ sụt giảm nhu cầu và rủi ro chịu mức thuế cao tại Mỹ

Biểu đồ 5. Doanh thu tại thị trường Mỹ sụt giảm mạnh trong nửa cuối năm



Nguồn: HTG, FPTs ước tính

Triển vọng màng may kém khả quan trong 2H2025 do vấn đề thuế quan, đặc biệt là tại thị trường Mỹ chiếm 60% doanh thu màng may. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu màng may nửa cuối năm 2025 sụt giảm 8,9% YoY bởi sự sụt giảm đơn hàng tại thị trường Mỹ, tương ứng doanh thu năm 2025F sẽ đạt 4.222 tỷ đồng (+3,0% YoY, thấp hơn 11 đpt so với 1H2025). Biên lợi nhuận gộp dự phóng trong nửa cuối năm 2025F đạt 10,0% (-0,7 đpt YoY), tính chung cả năm đạt 11,7% (+0,1 đpt YoY).

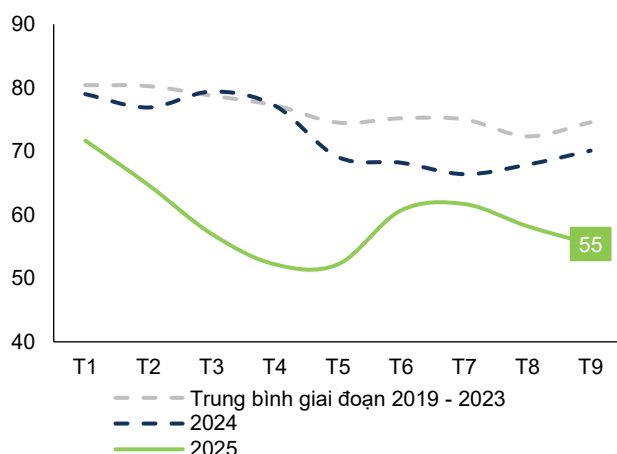
1.1. Thị trường Mỹ (60% doanh thu) – Đơn hàng sụt giảm nửa cuối năm 2025 và rủi ro bị gắn mác hàng trung chuyển

Doanh thu tại thị trường Mỹ của HTG trong 1H2025 tăng mạnh nhờ tình trạng đơn đơn. Khách hàng tại đây lo ngại về sự bất định trong chính sách thuế quan nên đã đẩy nhanh tiến độ giao hàng. Doanh nghiệp đã chủ động chuẩn bị đủ nguyên vật liệu cho phần lớn các đơn hàng đã ký kết và tăng thời gian sản xuất lên tới 18 tiếng/ngày. Tuy vậy, các đơn hàng này lại có đơn giá giảm 1 – 2% so với giá đã ký kết, dẫn tới biên lợi nhuận tại Mỹ ước tính giảm ~1,5 đpt YoY.

Triển vọng thị trường Mỹ kém khả quan trong ngắn hạn. Cụ thể, chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu sang Mỹ của HTG trong 2H2025 là 846 tỷ đồng, giảm 18% YoY, tương ứng cả năm 2025 đạt 2.471 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,5% YoY (nhưng thấp hơn 14 đpt so với 1H2025). Nguyên nhân bởi:

(1) **Nhu cầu tiêu thụ hàng may mặc của người dân Mỹ sụt giảm trong nửa cuối năm:** Theo khảo sát của PwC vào tháng 7/2025, người tiêu dùng Mỹ có xu hướng cắt giảm chi tiêu khoảng 5% so với cùng kỳ trong mùa mua sắm cuối năm 2025. Chỉ số niềm tin tiêu dùng của Mỹ trong tháng 9 chỉ đạt khoảng 55 – mức thấp nhất trong sáu năm qua. Nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ lo ngại việc áp thuế bổ sung đối với toàn bộ các đối tác thương mại lớn sẽ khiến giá bán lẻ hàng may mặc tăng cao, khi 97% lượng quần áo bán tại Mỹ hiện có nguồn gốc nhập khẩu. Dù thuế suất 10% đã được áp dụng từ tháng 4/2025, tiêu dùng hàng may mặc trong 7 tháng đầu năm vẫn ghi nhận tăng trưởng 3,9% YoY, phần lớn bởi tâm lý mua sắm sớm để tránh chi phí tăng trong tương lai. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi chỉ số tiêu dùng cá nhân (PCE) cho nhóm hàng may mặc tại Mỹ trong thời gian tới để cập nhật kịp thời tác động đến nhu cầu (đặc biệt khi mức thuế mới cao hơn 10 đpt so với nửa đầu năm 2025 bắt đầu có hiệu lực trong T8).

(2) **Tồn kho hàng may mặc tại Mỹ tăng cao sau giai đoạn đơn đơn, khiến cho nhu cầu nhập khẩu trong các tháng tới sẽ giảm mạnh.** Cụ thể, các đơn hàng Q3 đã được thúc đẩy giao sớm trong Q2 khiến cho mức tồn kho hàng may mặc của Mỹ cuối tháng 6 ở mức ~49,5 tỷ USD cao nhất trong hai năm gần đây. Mức này thấp hơn khoảng 4,1% so với năm 2022, thời điểm tồn kho lập đỉnh sau đại dịch Covid-19 và kéo theo sự sụt giảm nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ trong năm 2023 (-20,7% YoY).

Biểu đồ 6. Niềm tin tiêu dùng của người dân tại Mỹ sụt giảm bởi thuế quan


Nguồn: FRED

Biểu đồ 7. Tồn kho may mặc tại Mỹ tăng cao gây nguy cơ giảm nhập khẩu năm sau, tương tự 2022


Nguồn: FRED

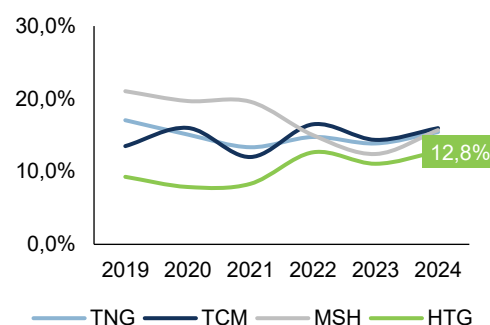
Biên lợi nhuận dự phóng tiếp tục suy giảm do doanh nghiệp phải chia sẻ thêm một phần chi phí thuế quan với khách hàng. Về nguyên tắc, nghĩa vụ nộp thuế quan thuộc về các nhãn hàng tại Mỹ. Tuy nhiên, do quyền đàm phán chủ yếu nằm trong tay các thương hiệu lớn, các doanh nghiệp gia công vẫn buộc phải gánh chịu một phần chi phí này. Theo chia sẻ từ HTG, trong nửa đầu năm 2025, với mức thuế 10%, doanh nghiệp phải giảm giá đơn hàng khoảng 1 – 2% so với mức đã ký kết trước đó. Sang nửa cuối năm, mức thuế áp dụng đối với hàng may mặc xuất khẩu sang Mỹ sẽ tăng thêm 10 đpt so với giai đoạn đầu năm.

Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp nói chung của HTG ở mức thấp trong ngành. Nguyên nhân là bởi đầu ra sản phẩm của HTG tập trung vào các sản phẩm có độ phức tạp thấp, dễ gia công gồm có quần áo bảo hộ, đồng phục, quần dài, quần áo trẻ em... dẫn tới biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với 03 doanh nghiệp niêm yết khác. Kể từ năm 2022, doanh nghiệp đã phát triển được các đơn hàng veston sang Mỹ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp ~2,0 đpt so với giai đoạn trước.

Bảng 3. HTG sở hữu khả năng sản xuất đa dạng nhưng phần lớn là thuộc phân khúc trung và thấp cấp

Sản phẩm	Doanh nghiệp sản xuất	Biên lợi nhuận gộp
Suits, veston, đồ hiệu	MNB, MSH, HTG	>18%
Áo khoác, áo phao	TNG, MSH, TCM, HTG	18%
Quần áo thể thao, quần áo trẻ em	TNG, TCM, HTG	14%
Áo sơ mi	M10, TCM, BDG, HTG	10% - 13%
Đồ bảo hộ lao động	HTG	4%

Nguồn: FPTs tổng hợp

Biểu đồ 8. Biên lợi nhuận gộp của HTG ở mức thấp trong ngành


Nguồn: FPTs tổng hợp

HTG chịu rủi ro chịu thêm 40 đpt thuế quan với hàng may mặc nếu bị gắn mác hàng trung chuyển do tỷ lệ nội địa hóa thấp. Hiện nay, tỷ lệ nội địa hóa của HTG ước tính đạt ~55% do nguyên liệu vải, chiếm khoảng 40 – 60% chi phí sản xuất, chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc (chiếm tới 89%). Trong trường hợp Mỹ áp dụng quy định yêu cầu tỷ lệ nội địa hóa vượt mức 60%, HTG sẽ phải đối mặt với mức thuế quan cao do gặp khó khăn trong việc thay thế nguồn cung vải trong nước. Mức độ rủi ro của HTG là tương đương với mảng may mặc Việt Nam và các doanh nghiệp niêm yết khác. Cụ thể, tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ của HTG đạt ~44% trong năm 2024, chỉ thấp hơn MSH với 80% doanh thu, và tỷ lệ nội địa hóa ở mức trung bình ngành.

Bảng 4. HTG chịu rủi ro thuế trung chuyển đáng kể do phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu từ Trung Quốc

	Tỷ trọng doanh thu sang Mỹ (2024)	Nguồn nguyên liệu vải	Tỷ lệ nội địa hóa (ước tính*)
MSH	~80%	Chủ yếu nhập khẩu từ Trung Quốc	~40 – 60%
TNG **	50%	60% nhập khẩu, 40% nội địa	50 – 60%
HTG	44%	~89% nhập khẩu từ Trung Quốc	~55%
TCM **	23%	100% tự sản xuất	~100%
Trung bình ngành	48%	~75% nhập khẩu	~52%

*Tỷ lệ nội địa hóa được ước tính với giả định các đơn hàng từ các thị trường đều có cùng tỷ lệ vải nhập khẩu

**Nhà đầu tư có thể đọc thêm các báo cáo doanh nghiệp TNG và TCM của FPT

Nguồn: FPT tổng hợp

Trong dài hạn, HTG có cơ hội mở rộng doanh thu và gia tăng thị phần tại Mỹ nếu không bị gán nhãn “trung chuyển”, nhờ xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc. Nguyên nhân là hàng may mặc Trung Quốc đang chịu mức thuế bổ sung cao hơn khoảng 10 đpt so với các quốc gia xuất khẩu lớn khác. Lợi thế của HTG đến từ cơ cấu xuất khẩu sang Mỹ, khi 70 – 80% doanh thu đến từ các sản phẩm may mặc làm từ sợi nhân tạo, trong đó hơn 40% thuộc nhóm áo vest và áo khoác có độ phức tạp cao. Đây là phân khúc tiệm cận với hàng may mặc Trung Quốc và khó bị thay thế bởi các nước có lợi thế chi phí nhân công rẻ như Bangladesh hay Pakistan, vốn tập trung vào sản phẩm từ sợi cotton và các mặt hàng có độ phức tạp thấp.

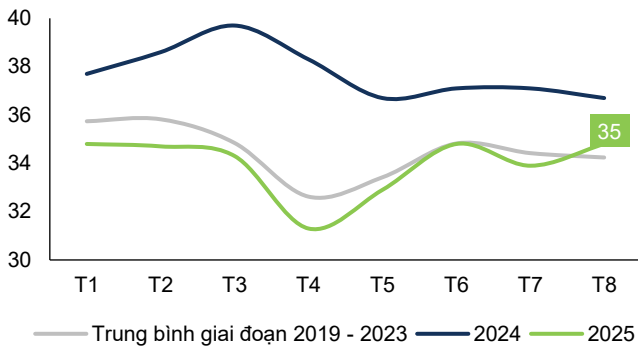
HTG chia sẻ đã nhận được đơn hàng nhỏ của Mỹ dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc. Tuy vậy, các đơn hàng này chưa bù đắp được ảnh hưởng tiêu cực của nhu cầu nhập khẩu trong ngắn hạn bởi (1) quy mô các đơn hàng này còn nhỏ và (2) để nhận được các đơn hàng lớn HTG cần trải qua quá trình kéo dài từ thử nghiệm và đánh giá của các nhãn hàng.

1.2. Thị trường Nhật Bản (20% doanh thu) – Phục hồi chậm lại khi người dân chi tiêu thận trọng hơn

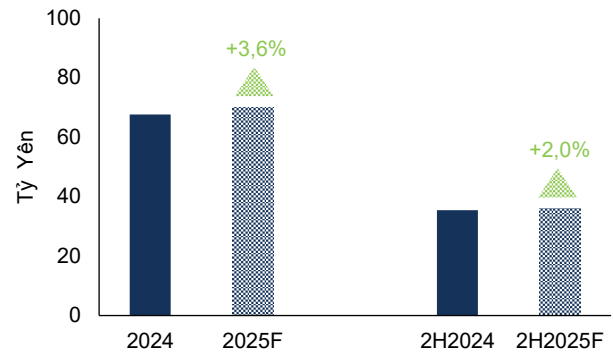
Thị trường Nhật Bản phục hồi mạnh trong nửa đầu năm 2025 từ mức nền thấp năm 2024. Động lực tăng trưởng đến từ triển vọng tích cực của tiêu dùng của người dân Nhật Bản. So với thời điểm năm 2024, triển vọng tiêu dùng tại Nhật Bản được kỳ vọng tích cực hơn nhờ vào (1) gói kích thích kinh tế của chính phủ 34 tỷ Yên (+34% so với gói sau Covid 19 – 2022) và (2) sau mùa đàm phán lương mùa xuân năm 2025, lương trung bình tăng 5,5% YoY, mức cao nhất trong 10 năm gần đây.

Đến 2H2025, đã phục hồi dự phóng chứng lại do lo ngại về giá cả tăng cao và triển vọng kinh tế ảm đạm.

Chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu sang Nhật Bản của HTG sẽ tăng 10,4% YoY, đạt 892 tỷ đồng trong năm 2025, tương đương 2H2025 giảm nhẹ 4,0% YoY. Khách hàng lớn nhất của HTG tại thị trường này là Kuraray (ước tính ~80% doanh thu tại Nhật Bản) đưa ra mức dự phóng tăng trưởng doanh thu mảng thời trang 2H2025 là +2,0% YoY, giảm 3,2 đpt so với mức tăng trưởng thực tế trong 1H2025. Nguyên nhân chủ yếu đến từ nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc của các nhãn hàng chứng lại, do tiêu dùng của người dân Nhật Bản được dự báo tăng chậm lại khi tâm lý người tiêu dùng trở nên thận trọng. Chỉ số niềm tin tiêu dùng đã phục hồi nhẹ kể từ thời điểm thuế đối ứng tại Mỹ được công bố (T4) từ mức 31 lên mức 35 vào tháng 8, dù vậy vẫn thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ năm 2024. Theo BoJ, sự thận trọng này chủ yếu xuất phát từ (1) giá cả hàng hóa thiết yếu vẫn ở mức cao, làm suy giảm thu nhập thực, (2) lo ngại về triển vọng kinh tế khi xuất khẩu và sản xuất công nghiệp chứng lại, một phần do tác động gián tiếp của thuế quan của Mỹ và nhu cầu toàn cầu yếu.

Biểu đồ 9. Niềm tin tiêu dùng của người dân Nhật Bản ở mức thấp do lo ngại thuế quan tại Mỹ


Nguồn: Japan Customs, FPTS ước tính

Biểu đồ 10. Doanh thu mảng thời trang của Kuraray tăng trưởng chậm lại trong 2H2025


Nguồn: Kuraray

1.3. Thị trường bán lẻ nội địa (3% doanh thu) – Phát triển thị trường nội địa còn hạn chế bởi áp lực cạnh tranh

HTG nhiều khả năng sẽ đẩy mạnh khai thác thị trường trong nước nhằm bù đắp phần thiếu hụt từ đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ sụt giảm. **Tuy nhiên, triển vọng tiêu thụ tại thị trường nội địa vẫn khá âm ảm bởi:**

(1) *Thị trường bán lẻ nội địa Việt Nam phục hồi chậm và tương đối phân mảnh.* Theo dự báo của Euromonitor, tốc độ tăng trưởng kép (CARG) trong giai đoạn 2024 – 2029F của thị trường đạt 2,7%/năm (so với mức -6,2%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024). Tuy nhiên, mức độ cạnh tranh cao nên thị trường phân mảnh khi gần như không có thương hiệu nào vượt quá 2% thị phần trong năm 2024 (ngoài Uniqlo ở 4,5% thị phần).

(2) *HTG hiện không có lợi thế khi cạnh tranh với các thương hiệu nước ngoài trên thị trường thời trang nội địa.* Khác với hoạt động gia công, bán hàng ở thị trường nội địa đòi hỏi nghiên cứu thị trường, thiết kế và phân phối sản phẩm – những lĩnh vực vốn không phải là thế mạnh của doanh nghiệp dệt may Việt Nam. Theo Euromonitor, người tiêu dùng có thu nhập ngày càng cao, thường coi trọng các thương hiệu quốc tế như Uniqlo, Levi's, Gap..., coi chúng là biểu tượng của chất lượng và địa vị xã hội. Thêm nữa, các thương hiệu của HTG cũng kém linh hoạt khi chủ yếu tập trung vào phân khúc thời trang công sở với mẫu mã quy chuẩn, ít thay đổi. Trong khi đó các thương hiệu nước ngoài thường tập trung vào sản phẩm mặc hàng ngày và đồ thể thao với mẫu mã đa dạng, đòi hỏi sự thay đổi liên tục.

2. Mảng sợi: Áp lực đến từ triển vọng âm ảm của sản xuất hạ nguồn tại châu Á

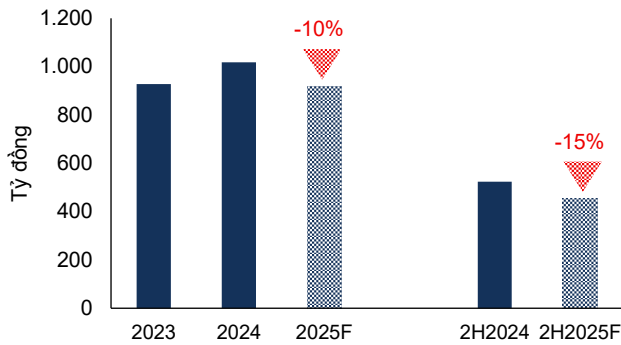
Doanh thu mảng sợi năm 2025 giảm 10% YoY, đạt 919 tỷ đồng dựa trên giả định sản lượng nửa cuối năm giảm mạnh khi hoạt động sản xuất hàng may mặc các quốc gia châu Á ảm ảm. Nguyên nhân đến từ xuất khẩu may mặc của các quốc gia may mặc châu Á cũng phụ thuộc vào thị trường Mỹ, sụt giảm trong nửa cuối năm tương tự mảng may mặc của Việt Nam.

Biên lợi mảng sợi giảm nhẹ 1,0 đpt YoY trong nửa cuối năm do giá sợi xuất khẩu gặp áp lực đến từ nhu cầu yếu. Biên lợi nhuận của mảng sợi của HTG phụ thuộc lớn vào chênh lệch (spread) giữa giá bông (50% chi phí sản xuất sợi) và giá sợi xuất khẩu trên thị trường. Chúng tôi ước tính HTG sẽ có biên lợi nhuận gộp dương với mức spread bông sợi > 5.100 đồng/kg, giả định giá bông nhập khẩu được chốt 3 tháng trước sớm hơn so với giá sợi.

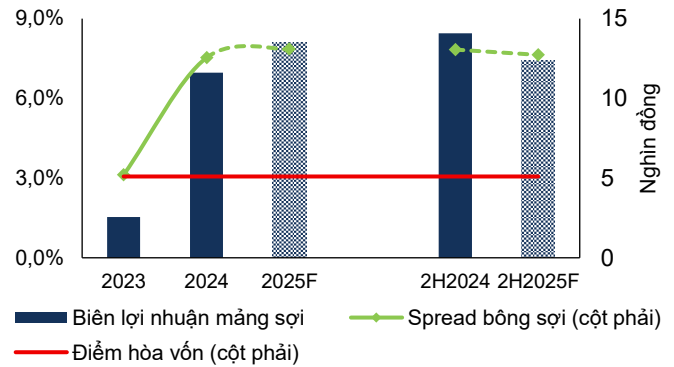
Biên lợi nhuận mảng sợi của HTG đã tăng mạnh trong năm 2024 và 1H2025 chủ yếu nhờ giá bông đầu vào giảm sâu do dư cung khi mức tồn kho bông toàn cầu duy trì ở mức cao kỷ lục và sản lượng thu hoạch của các nhà sản xuất lớn liên tục ở mức cao so với trung bình nhiều năm. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2025, chúng tôi dự phóng spread bông sợi sẽ giảm 2,5% YoY. Nguyên nhân là bởi:

(1) Giá xuất khẩu sợi giảm 6,0% YoY do nhu cầu tiêu thụ kém khả quan khi triển vọng của hoạt động sản xuất may mặc ảm ảm trong nửa cuối năm 2025.

(2) Giá bông đầu vào duy trì ở mức thấp 1.713 USD/tấn (-6,9% YoY), tương đương nửa đầu năm 2025 do nguồn cung duy trì dồi dào tại các nhà cung cấp lớn là Mỹ và Brazil.

Biểu đồ 11. Doanh thu mảng sợi duy trì đà giảm trong nửa cuối năm


Nguồn: HTG, FPTS ước tính

Biểu đồ 12. Spread bông sợi giảm mạnh nửa cuối năm do nhu cầu tiêu thụ yếu


Nguồn: HTG, FPTS ước tính

V. Yếu tố theo dõi

(1) Mức độ ảnh hưởng của thuế quan lên khả năng chi tiêu hàng may mặc tại Mỹ: Mỹ hiện chiếm khoảng 60% doanh thu mảng may mặc của HTG trong năm 2024. Từ T8/2025, thuế nhập khẩu đối với hàng may mặc sẽ tăng trung bình 10 đpt so với nửa đầu năm. Nhiều khả năng các nhãn hàng sẽ chuyển phần chi phí thuế tăng thêm vào giá bán, làm suy giảm sức mua của người tiêu dùng đối với sản phẩm may mặc. Triển vọng tiêu dùng dưới tác động của mức thuế mới dự kiến sẽ ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu tại thị trường chủ lực này của HTG.

(2) Quy định về tỷ lệ nội địa hóa của Mỹ để hàng may mặc tránh mức hàng trung chuyển: Hiện nay, tỷ lệ nội địa hóa của HTG ước tính đạt ~55% do nguyên liệu vải, chiếm khoảng 40 – 60% chi phí sản xuất, chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc (chiếm tới 89%). Trong trường hợp Mỹ áp dụng quy định yêu cầu tỷ lệ nội địa hóa vượt mức 60%, HTG sẽ phải đối mặt với mức thuế quan cao do gặp khó khăn trong việc thay thế nguồn cung vải trong nước. Mức thuế cao thêm 40 đpt có thể khiến HTG mất các đơn hàng may mặc tại Mỹ.

(3) Biến động giá bông đầu vào của mảng sợi: Do khả năng chuyển giá thấp đến từ nhu cầu sợi đầu ra thấp và áp lực cạnh tranh cao, biến động giá bông đầu vào ảnh hưởng trực tiếp tới khả năng sinh lời của mảng sợi.

VI. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu HTG với giá mục tiêu **48.700 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **5,8%** so với giá đóng cửa ngày 23/09/2025. Nhà đầu tư có thể theo dõi và mua vào cổ phiếu HTG ở mức giá 42.300 VNĐ/cổ phiếu, với tỷ suất sinh lợi kỳ vọng đạt 15%. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Giá mục tiêu của cổ phiếu HTG tăng khoảng 10,2% so với Báo cáo định giá lần đầu T04/2025, do dự phóng thời điểm trước đây đã rất thận trọng trước rủi ro thuế quan từ Mỹ.

Kết quả định giá:

Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Giá trị	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	48.800	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	48.600	50%
Giá mục tiêu	48.700	

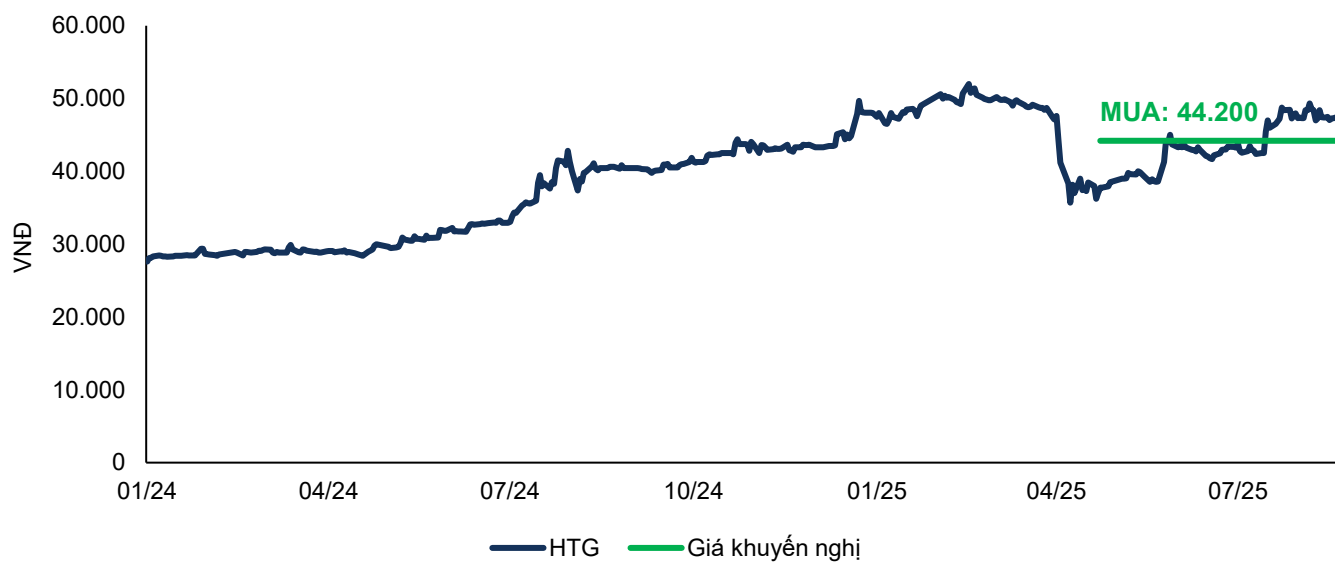
1. Kết quả định giá FCFF và FCFE

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	2.162
(+) Tiền mặt (tỷ VND)	721
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	1.134
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	1.749
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	36
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	48.600
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	1.757
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	48.800

2. Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T9/2025	Thay đổi so với T4/2025	Giả định mô hình	T9/2025	Thay đổi so với T4/2025
WACC 2025	10,92%	-0,10 đpt	Phần bù rủi ro thị trường	10,35%	+0,96 đpt
Chi phí sử dụng nợ	3,60%	-1,00 đpt	Hệ số Beta	0,86	-0,44%
Chi phí sử dụng VCSH	19,84%	+4,45 đpt	Tăng trưởng dài hạn	1,00%	+0,50 đpt
Lãi suất phi rủi ro	3,01%	+0,03 đpt	Thời gian dự phóng	5 năm	-

Lịch sử khuyến nghị



STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá tại thời điểm khuyến nghị	Giá khuyến nghị (đã điều chỉnh)	Báo cáo chi tiết
1	MUA	T04/2025	37.750	44.200	Báo cáo định giá lần đầu

VII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

HĐKD	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5.103	5.131	5.079	5.203
- Giá vốn hàng bán	(4.511)	(4.511)	(4.539)	(4.659)
Lợi nhuận gộp	592	620	540	544
- Chi phí bán hàng	(109)	(110)	(112)	(114)
- Chi phí quản lí DN	(182)	(183)	(181)	(185)
- Lợi nhuận khác	20	18	18	19
Lợi nhuận HĐKD	301	328	247	244
- (Lỗ)/lãi HĐTC	71	(13)	(8)	(11)
LN trước thuế, lãi vay	393	333	258	252
- Chi phí lãi vay	(40)	(42)	(44)	(42)
Lợi nhuận trước thuế	353	291	214	211
- Thuế TNDN	(70)	(58)	(43)	(42)
Lợi nhuận sau thuế	283	232	170	168
EPS (đ)	6.634	6.445	4.732	4.667

Khả năng sinh lợi	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,6%	12,1%	10,6%	10,5%
Tỷ suất LNST	5,5%	4,5%	3,4%	3,2%
ROE DuPont	33,4%	24,6%	17,6%	18,9%
ROA DuPont	10,3%	7,8%	5,7%	5,8%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7,7%	6,5%	5,1%	4,9%
LNTT / EBIT	89,8%	87,4%	83,0%	83,5%
LNST/ LNTT	79,6%	79,7%	79,7%	79,7%
Vòng quay tổng tài sản	1,9x	1,7x	1,7x	1,8x
Đòn bẩy tài chính	3,2x	3,2x	3,1x	3,2x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025F	2026F	2027F
Thanh toán hiện hành	1,2x	1,2x	1,3x	1,3x
Thanh toán nhanh	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x
Thanh toán tiền mặt	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x
Nợ / Tài sản	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
Nợ / VCSH	2,2x	1,9x	2,0x	2,2x
Nợ ngắn hạn / VCSH	1,9x	1,7x	1,8x	1,9x
Nợ dài hạn / VCSH	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x

CĐKT	2024A	2025F	2026F	2027F
Tài sản				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	721	821	788	814
+ Các khoản phải thu	531	561	556	567
+ Hàng tồn kho	788	798	803	825
+ Tài sản ngắn hạn khác	54	54	55	56
Tổng tài sản ngắn hạn	2.095	2.235	2.202	2.262
+ Nguyên giá TSCĐHH	2.218	2.395	2.461	2.461
+ Khấu hao lũy kế	(1.475)	(1.649)	(1.817)	(1.985)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	743	746	644	476
+ Đầu tư tài chính dài hạn	19	19	19	19
+ Tài sản dài hạn khác	48	48	48	49
Tổng tài sản dài hạn	827	830	727	561
Tổng tài sản	2.922	3.065	2.929	2.823
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	786	772	777	797
+ Vay và nợ ngắn hạn	918	953	885	845
+ Nợ ngắn hạn khác	78	79	78	80
Nợ ngắn hạn	1.782	1.803	1.740	1.721
+ Vay và nợ dài hạn	216	214	214	214
+ Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	216	215	215	215
Tổng nợ	1.998	2.018	1.955	1.936
+ Thặng dư	-	-	-	-
+ Vốn điều lệ	360	360	360	360
+ LN chưa phân phối	302	423	352	259
+ Khác	222	223	221	226
Vốn chủ sở hữu	924	1.047	974	887
Tổng cộng nguồn vốn	2.922	3.065	2.929	2.823

Hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	38,27	38,86	40,13	39,38
Số ngày tồn kho	62,87	64,19	64,41	63,77
Số ngày phải trả	60,81	63,02	62,27	61,66
Thời gian luân chuyển tiền	40,34	40,02	42,27	41,50
COGS / Hàng tồn kho	5,9x	5,7x	5,7x	5,8x

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HTG, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Hải Châu,
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888