

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

Chuyên viên Phân tích cơ bản

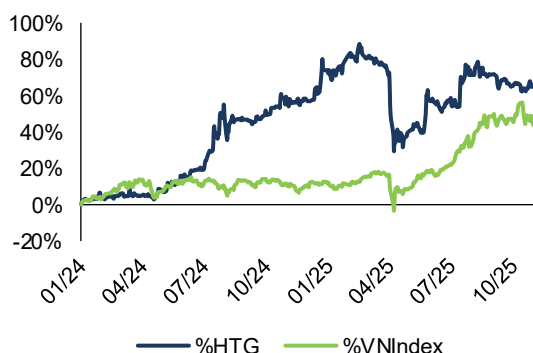
Email: huytg@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4332

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu HTG và VNIndex

Thông tin giao dịch (11/11/2025)

Giá hiện tại (VND/cp)	45.800
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)	9,75

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: **45.800**

 Giá mục tiêu: **49.300**

 Tăng/(giảm): **+7,6%**

Khuyến nghị

THEO DÕI
CHỮNG LẠI DO THUẾ QUAN TẠI MỸ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu HTG với giá mục tiêu **49.300 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn 7,6% so với giá đóng cửa ngày 11/11/2025 (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 42.900 VNĐ/cổ phiếu, với tỷ suất sinh lợi kỳ vọng đạt 15%. Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Triển vọng mảng may chứng lại trong ngắn hạn, duy trì tăng trưởng trong dài hạn nhờ hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc tại Mỹ.

- Doanh thu Q4/2025F tăng nhẹ 2,0% YoY (đạt 1.087 tỷ đồng), tương ứng cả năm 2025 tăng 9,0% YoY (đạt 4.453 tỷ đồng).** Đến năm 2026F, doanh thu dự phóng đạt 4.561 tỷ đồng (+2,4% YoY, -6,6 đpt YoY). Nguyên nhân là bởi (1) đà phục hồi tại thị trường Nhật Bản giảm tốc và (2) ảnh hưởng tiêu cực của sụt giảm nhu cầu nhập khẩu của Mỹ. Thêm nữa biên lợi nhuận mảng may suy giảm do phải chia sẻ chi phí thuế tại thị trường Mỹ.
- Trong dài hạn, HTG được hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc** nhờ (1) chênh lệch thuế quan và (2) chủng loại sản phẩm khó thay thế.

Mảng sợi tăng trưởng trong ngắn hạn nhờ thị trường Trung Quốc, chịu ảnh hưởng lớn bởi giá bông đầu vào trong dài hạn.

- Doanh thu Q4/2025F tăng 8,7% YoY (đạt 289 tỷ đồng), tương ứng cả năm 2025 tăng 0,9% YoY (đạt 1.028 tỷ đồng).** Đến năm 2026F, doanh thu ước tính đạt 1.048 tỷ đồng (+2,0% YoY). Động lực tăng trưởng đến từ việc hoạt động sản xuất tại hạ nguồn của Trung Quốc phục hồi khi tăng cường xuất khẩu vào EU. Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá bông 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 dự phóng đóng góp khoảng 60% doanh thu may mặc của HTG năm 2025F. Triển vọng tiêu dùng dưới tác động của mức thuế mới 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 mác 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.

A. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA HTG Q3/2025

Kết quả kinh doanh của HTG trong Q3/2025 tăng trưởng chậm lại do ảnh hưởng của thuế quan tại Mỹ (thị trường lớn nhất của mảng may ~60% doanh thu năm 2024). Cụ thể,

Bảng 1. Kết quả kinh doanh của HTG tăng nhẹ trong Q3/2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2025	%YoY	9T2025	%YoY	%KH	Giải thích
Doanh thu thuần	1.518	+1,3%	4.105	+8,8%	81%	
<i>Màng may</i>	1.244	+0,1%	3.366	+11%		Màng may: Khách hàng hàng lớn tại Mỹ (60% doanh thu mảng may) giảm đơn hàng sau giai đoạn dồn đơn 06T2025. Xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản duy trì tích cực với khách hàng lớn Kuraray.
<i>Màng sợi</i>	274	+7,4%	739	-1,3%		Màng sợi: Doanh thu tăng trưởng mạnh khi thị trường lớn là Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu may mặc vào thị trường EU bù đắp đơn hàng sụt giảm tại Mỹ bởi thuế quan.
Lợi nhuận gộp	157	-4,8%	501	+17%		
<i>Biên lợi nhuận mảng may</i>	10,9%	-1,1 đpt	13,1%	+0,4 đpt		Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do doanh nghiệp chia sẻ 01 – 02 đpt chi phí thuế trong đơn giá tại thị trường Mỹ.
<i>Biên lợi nhuận mảng sợi</i>	7,8%	+1,6 đpt	8,4%	+2,7 đpt		Giá bông nguyên liệu nhập khẩu ở mức thấp 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, theo USDA.
Chi phí bán hàng và quản lý	(80)	+0,0%	(216)	+0,0%		
% Doanh thu	5,3%	-0,4 đpt	5,3%	-0,4 đpt		
Chi phí tài chính	(14)	-39%	(51)	-16%		Lãi tỷ giá giảm mạnh nhờ tỷ giá ổn định hơn trong Q3/2025
Chi phí lãi vay	(12)	+9%	34	+17%		Vay ngắn hạn tăng mạnh trong năm 2025
Lợi nhuận sau thuế	81	+8,0%	270	+43%	75%	

Nguồn: HTG, FPTS ước tính

B. TRIỂN VỌNG 2025F DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG NHẸ NHỜ MĂNG SỢI

Kết quả kinh doanh của HTG tiếp tục tăng trưởng nhưng giảm tốc so với 09 tháng đầu năm do măng may gặp khó tại thị trường Mỹ khi ảnh hưởng của thuế quan lên nhu cầu nhập khẩu rõ nét hơn. Cụ thể:

- Măng may: Đơn hàng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc trong năm 2025 chưa thể bù đắp sự sụt giảm của nhu cầu nhập khẩu trong ngắn hạn. Trong khi đó, doanh thu tại thị trường Nhật Bản sẽ duy trì tăng trưởng.
- Măng sợi: Triển vọng khả quan hơn trong bối cảnh thị trường Trung Quốc tăng cường xuất khẩu vào thị trường EU. Bên cạnh đó, giá bông đầu vào ở mức thấp giúp duy trì biên lợi nhuận cao hơn năm 2024.

Chi tiết dự phóng KQKD Q4/2025F của HTG như sau:

Bảng 2. Măng sợi hồi phục giúp kết quả kinh doanh Q4/2025F duy trì khả quan

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4/2025	%YoY	2025F	%YoY	%KH	Giải thích cho Q4/2025F
Doanh thu thuần	1.376	+3,4%	5.481	+7,4%	109%	
<i>Măng may</i>	1.087	+2,0%	4.453	+9,0%		Măng may: Đơn hàng tại thị trường chủ lực là Mỹ (60% doanh thu năm 2024) sụt giảm bởi ảnh hưởng của thuế quan, bù đắp lại từ thị trường Nhật Bản.
<i>Măng sợi</i>	289	+8,7%	1.028	+0,9%		Măng sợi: Tăng trưởng nhờ thị trường Trung Quốc phục hồi.
Lợi nhuận gộp	161	-1,8%	663	+12%		
<i>Biên lợi nhuận măng may</i>	11,8%	-0,9 đpt	12,8%	+0,0 đpt		Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do doanh nghiệp chia sẻ 01 – 02 đpt chi phí thuế trong đơn giá tại thị trường Mỹ.
<i>Biên lợi nhuận măng sợi</i>	11,2%	+0,6 đpt	9,2%	+2,2 đpt		Giá bông nguyên liệu nhập khẩu ở mức thấp khi tồn kho bông toàn cầu cao.
Chi phí bán hàng và quản lý	(76)	+1,3%	(292)	+0,3%		
% Doanh thu	5,5%	-0,2 đpt	5,3%	-0,4 đpt		
Chi phí tài chính	(15)	-35%	(66)	-16%		Lỗ tỷ giá giảm mạnh nhờ tỷ giá ổn định hơn so với cùng kỳ năm 2024
<i>Chi phí lãi vay</i>	(13)	+18%	(47)	+18%		Vay ngắn hạn tăng mạnh trong năm 2025
Lợi nhuận sau thuế	96	+2,1%	365	+29%	101%	

Nguồn: HTG, FPTS ước tính

I. Triển vọng ngắn hạn Q4/2025 và 2026F:

Các thay đổi về triển vọng ngắn hạn của HTG so với [Báo cáo cập nhật tin tức HTG T09/2025](#) gồm có: Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2025F tăng lần lượt 6,8% và 57% so với dự phóng thời điểm T09. Nguyên nhân của thay đổi chủ yếu đến từ:

- Tăng trưởng xuất khẩu may mặc vào thị trường Nhật Bản của HTG tốt hơn ước tính của chuyên viên thời điểm T09/2025.
- Doanh thu măng sợi tăng trưởng tích cực hơn khi nhu cầu sợi của Trung Quốc phục hồi.

1. Măng may: Đơn hàng tại thị trường Nhật Bản phục hồi mạnh trong khi thị trường Mỹ gặp khó

Triển vọng ngắn hạn măng may của HTG chứng lại trong bối cảnh nhu cầu nhập khẩu tại thị trường chính là Mỹ sụt giảm. Chúng tôi dự phóng doanh thu măng may năm 2026F của HTG đạt 4.561 tỷ đồng (+2,4% YoY, -6,6 đpt YoY). Trong đó, doanh thu thị trường Nhật Bản đạt 953 tỷ đồng (+4,0% YoY) và thị trường Mỹ đạt 2.731 tỷ đồng (+2,0% YoY).

Dự phòng này dựa trên 02 giả định sau:

(1) Đà phục hồi tại thị trường Nhật Bản giảm tốc do lo ngại về giá cả tăng cao: Lạm phát lõi của Nhật Bản đạt 3,0% trong T09/2025 giảm đáng kể so với đầu năm (-1,7 đpt), tuy nhiên vẫn ở mức cao so với mục tiêu dài hạn của Ngân hàng Nhật Bản là 2,0%. Theo khảo sát vào T9/2025 của Ngân hàng Nhật Bản, gần 90% hộ gia đình Nhật Bản cho rằng giá cả sẽ tiếp tục tăng trong một năm tới, điều này có thể khiến người dân thận trọng hơn trong việc chi tiêu cho hàng hóa không thiết yếu như hàng may mặc.

(2) Đơn hàng sang Mỹ ổn định nhờ xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc của các khách hàng đã thử nghiệm sản xuất trong 2025. Việc này giúp bù đắp ảnh hưởng tiêu cực từ bối cảnh hàng tồn kho may mặc tại Mỹ đã tăng cao trong 08T2025, thêm nữa nhu cầu tiêu dùng dự kiến suy giảm bởi giá hàng hóa tăng mạnh do thuế quan (*Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm về triển vọng tiêu dùng và nhập khẩu của Mỹ tại [Báo cáo Triển vọng & Chiến lược đầu tư Q4/2025](#)*).

2. Màng sợi: Phục hồi nhờ nhu cầu sợi tích cực tại thị trường Trung Quốc và giá nguyên liệu thấp

Chúng tôi ước tính doanh thu màng sợi của HTG trong 2026F đạt 1.048 tỷ đồng (+2,0% YoY) dựa trên giả định sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ khi hoạt động sản xuất may mặc tại Trung Quốc phục hồi. Động lực đến từ việc Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu sang EU khi gặp khó tại Mỹ. Kể từ thời điểm T5 khi bị áp thuế quan cao tại Mỹ, xuất khẩu may mặc trong 3 tháng tiếp theo của Trung Quốc sang EU đã tăng trưởng 9,4% YoY.

Bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp màng sợi đạt 9,2%, đi ngang so với năm 2025 nhờ vào giá bông đầu vào duy trì ở mức thấp khi tồn kho toàn cầu ở mức cao.

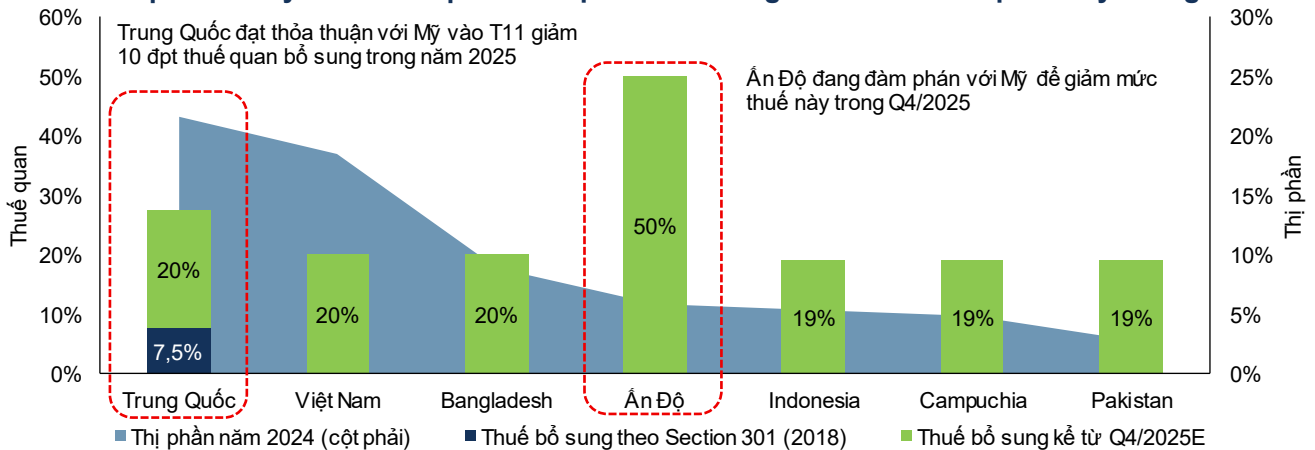
II. Triển vọng dài hạn:

Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm về triển vọng dài hạn của ngành dệt may Việt Nam tại [Báo cáo cập nhật ngành Dệt may T08/2025](#).

1. Màng may: Tận dụng xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc

Triển vọng dài hạn màng may dự kiến khả quan hơn trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng HTG sẽ nhận được các đơn hàng lớn hơn từ các khách hàng đã dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc trong năm 2025 để thử nghiệm. 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.

Biểu đồ 1. Việt Nam duy trì chênh lệch thuế quan với Trung Quốc sau đàm phán Mỹ Trung T11/2025



Nguồn: FPTs tổng hợp

Bên cạnh đó, việc tăng cường xuất khẩu các đơn hàng veston sang Mỹ (đã được phát triển từ năm 2022 giúp cải thiện ~2 đpt lợi nhuận gộp) là yếu tố theo dõi quan trọng với HTG trong dài hạn.

2. Màng sợi: Đầu ra khó tăng trưởng mạnh bởi cạnh tranh cao

Do áp lực cạnh tranh ở đầu ra cao (tới từ nguồn cung sợi cotton dư thừa), **màng sợi HTG có dư địa tăng trưởng doanh thu hạn chế, kết quả kinh doanh phụ thuộc lớn vào giá bông đầu vào** do khả năng chuyển giá thấp. Chúng tôi ước tính, HTG cần chênh lệch giá giữa bông và sợi vượt 5.100 đồng/kg để có biên lợi nhuận gộp dương.

III. Yếu tố theo dõi

(1) Mức độ ảnh hưởng của thuế quan lên khả năng chi tiêu hàng may mặc tại Mỹ: Thị trường Mỹ dự phóng đóng góp ~60% doanh thu mảng may của HTG. Từ T08/2025, 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 HTG tại thị trường chủ lực này.

(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.

C. KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu HTG với giá mục tiêu **49.300 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn 7,6% so với giá đóng cửa ngày 11/11/2025. Nhà đầu tư có thể theo dõi và mua vào cổ phiếu HTG ở mức giá 42.900 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 1,2% so với [Báo cáo cập nhật tin tức HTG T09/2025](#) do kết quả kinh doanh của HTG khả quan hơn ước tính của chuyên viên thời điểm T09/2025.

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