MUA

Giá mục tiêu 2027:	**35.500 VND**
% tăng giá:	**2%**
Cập nhật:	**12/11/2026**

MSH

Công ty Cổ phần May Sông Hồng

TRIỂN VỌNG 2027

Tích cực: (1) BLNG duy trì ở vùng cao nhất ngành nhờ mảng gia công (CMT) đơn giá cao và (2) Hiệp định thương mại đối ứng Việt - Mỹ tiến gần tới ký kết.

Rủi ro: (1) Nhu cầu nhập khẩu may mặc tại Mỹ suy yếu trong khi khoảng 80% doanh thu xuất khẩu phụ thuộc thị trường này và (2) Thu nhập tài chính giảm và chi phí lãi vay tăng.

Đơn vị : tỷ VND

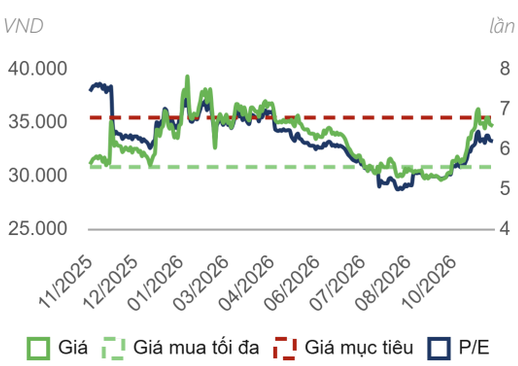
	Q3/25	Q3/26	2027F
DTT	1.647	1.630	5.750
% YoY	*-6%*	*-1%*	*4%*
LNST sau CĐTS	201	196	676
% YoY	*54%*	*-2%*	*0%*

Tổng quan doanh nghiệp

MSH là một trong những doanh nghiệp lớn nằm tại vị trí hạ nguồn trong chuỗi giá trị ngành dệt may tại Việt Nam. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của MSH là gia công và xuất khẩu các sản phẩm may mặc cũng như sản xuất các loại chăn, ga, gối, nệm. Hiện MSH đang là đối tác của rất nhiều thương hiệu nổi tiếng trên thế giới như Walmart, Columbia Sportswear,...

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	**Hàng cá nhân & Gia dụng**
Giá hiện tại:	**34.700 VND**
Vốn hóa:	**3.905 tỷ VND**
Số lượng CPLH:	**113 triệu CP**
EPS 4 quý gần nhất:	**5.592 VND**
P/E:	**6,2 lần**
Cổ tức tiền mặt 2027:	**10%**
Cổ tức cổ phiếu 2027:	



TÓM TẮT CẬP NHẬT

Lũy kế 9T/2026, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 4.329 tỷ đồng (+4% YoY), LNTT đạt 577 tỷ đồng và LNST đạt 481 tỷ đồng (+2% YoY). Với kết quả này MSH đã lần lượt hoàn thành 72% kế hoạch doanh thu và 64% mục tiêu LNTT năm 2026.

DSC điều chỉnh tăng nhẹ dự phóng doanh thu thuần năm 2026 từ 5.617 tỷ lên 5.750 tỷ đồng (+4% YoY), nhờ lượng hàng tồn kho lớn dự kiến được bàn giao trong Q4. Trong khi đó, dự phóng LNST được giữ nguyên ở mức 676 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ do thu nhập tài chính suy giảm. Trước diễn biến giá cổ phiếu đã tiệm cận giá mục tiêu, DSC hạ khuyến nghị xuống Theo dõi, với giá mục tiêu giữ nguyên ở mức 35.500 đồng/cp.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Hiệp định thương mại đối ứng Việt - Mỹ tiến gần ký kết nhưng lợi thế thuế quan chưa rõ ràng

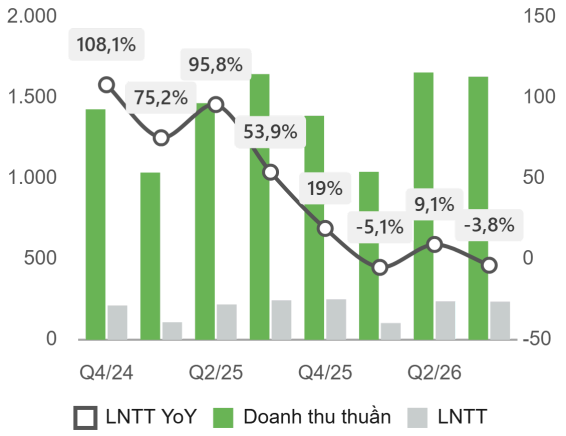
Sau cuộc gặp ngày 21/9 giữa lãnh đạo cấp cao Việt Nam và Đại diện Thương mại Mỹ, hai bên ghi nhận tiến triển tích cực hướng tới ký kết Hiệp định Thương mại đối ứng, công bằng và cân bằng. Đến giữa tháng 10, hai bên cơ bản hoàn tất đàm phán và Việt Nam đã gửi văn bản cuối cùng của dự thảo sang phía Mỹ. Tuy nhiên, nội dung về thuế suất và thời điểm ký kết chưa được công bố, trong khi hàng Việt Nam vẫn chịu mức thuế bổ sung 12,5% từ cuối tháng 7, cao hơn nhiều đối thủ cạnh tranh. Với khoảng 80% doanh thu xuất khẩu đến từ Mỹ, MSH thuộc nhóm doanh nghiệp dệt may niêm yết nhạy cảm nhất với kết quả của hiệp định. DSC đánh giá việc ký kết sẽ giúp giảm bất định về chính sách và hỗ trợ khách hàng sẵn sàng chốt đơn dài hơn.

Nhu cầu của Mỹ sụt giảm, đơn hàng của MSH bị áp lực

Theo OTEXA, nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ trong 9T/2026 đạt 56,7 tỷ USD (-6,1% YoY). Trong đó, nhập khẩu từ Việt Nam gần như đi ngang (+0,3% YoY), trong khi Trung Quốc và Ấn Độ ghi nhận mức suy giảm mạnh hơn, lần lượt 23,1% và 25,2% YoY. Ngược lại, nhập khẩu từ Indonesia và Campuchia tăng trưởng cao hơn, lần lượt đạt 2,8% và 6,4% YoY. DSC đánh giá Việt Nam chỉ giữ được quy mô nhờ đơn hàng rời Trung Quốc, và phần này đang bị chia sẻ với các nước chịu thuế thấp hơn như Indonesia (10% so với 12,5%). Tồn kho của MSH cuối Q3/2026 đạt 986 tỷ đồng (+81% so với đầu năm), chủ yếu do sản phẩm dở dang (từ 148 tỷ lên 462 tỷ đồng) và thành phẩm (từ 231 tỷ lên 418 tỷ đồng). Diễn biến này khớp với tín hiệu từ Columbia Sportswear, khách hàng chiến lược của MSH: trong Q3/2026, doanh thu tại Mỹ của Columbia giảm 1% YoY do đơn hàng mùa Thu giao chậm, tồn kho tăng 11% YoY do sản xuất sớm hàng cho mùa Xuân 2027. DSC cho rằng tồn kho tăng chủ yếu do dời lịch giao hàng thay vì hủy đơn, qua đó kỳ vọng hỗ trợ doanh thu Q4/2026, song tín hiệu từ khách hàng cho thấy tăng trưởng doanh thu 2027 của MSH khó vượt mức một chữ số.

DOANH THU & LNTT

tỷ VND, %



Nguồn: MSH, DSC tổng hợp

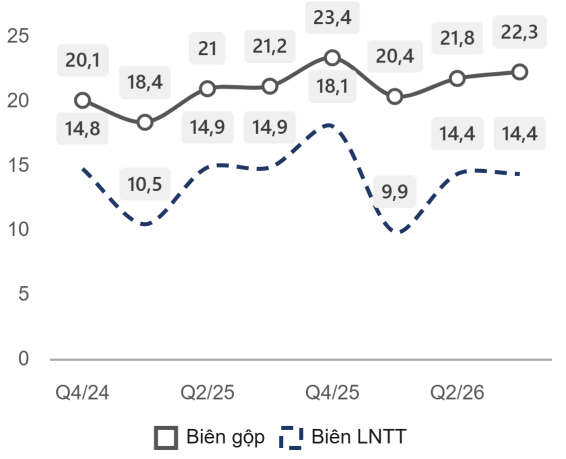
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

KQKD suy yếu dù bước vào mùa cao điểm

Trong Q3/2026, doanh thu thuần của MSH đạt 1.630 tỷ đồng (-1% YoY, -1,6% QoQ), LNTT đạt 235 tỷ đồng (giảm khoảng 4% YoY, -1,3% QoQ) và LNST đạt 196 tỷ đồng (-2% YoY, -3,5% QoQ). Đây là quý thứ hai trong ba quý gần nhất LNTT của doanh nghiệp tăng trưởng âm, dù quý 3 thường là mùa cao điểm giao hàng. Cơ cấu doanh thu dịch chuyển ngược với nửa đầu năm. Doanh thu đơn FOB đạt 1.094 tỷ đồng (+11% YoY), chiếm 67% doanh thu, trong khi doanh thu gia công (CMT) giảm 18% YoY còn 536 tỷ đồng sau giai đoạn tăng mạnh nhờ đơn hàng từ khách hàng SAE-A Trading. Như vậy, động lực tăng trưởng từ CMT mà DSC đề cập trong báo cáo trước đã suy yếu, còn mức tăng của FOB chưa đủ bù đắp để thúc đẩy tăng trưởng như trong quý trước. Mặc dù vậy, DSC dự báo doanh thu Q4/2026 dự kiến sẽ tích cực hơn nhờ giao lượng hàng tồn kho đã sản xuất cho mùa thu đông cuối năm.

BIÊN LỢI NHUẬN

%



Nguồn: MSH, DSC tổng hợp

BLNG có sự cải thiện nhờ vào sự thay đổi cơ cấu đơn hàng

BLNG của MSH trong Q3/2026 đạt 22,3%, tăng khoảng 1,1 điểm phần trăm so với cùng kỳ và 0,5 điểm phần trăm so với quý trước. Mức cải thiện đến hoàn toàn từ mảng gia công khi lợi nhuận gộp CMT tăng 9% YoY lên 177 tỷ đồng dù doanh thu giảm 18%, tương ứng BLNG mảng này khoảng 33% so với 25% của cùng kỳ. Trong khi đó, BLNG mảng FOB thu hẹp về khoảng 17% khi MSH phải cạnh tranh về giá khi xuất khẩu sang thị trường Mỹ khi chịu ảnh hưởng bởi thuế đối ứng.

Trong khi đó, BLNTT đạt 14,4%, tương đương quý trước nhưng giảm khoảng 0,5 điểm phần trăm YoY. Phần cải thiện từ BLNG không được chuyển hóa thành lợi nhuận do (1) thu nhập tài chính ròng giảm từ khoảng 2,1% xuống 0,4% doanh thu và (2) tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu tăng nhẹ lên 8,1%. DSC duy trì quan điểm BLNG của MSH khó có biến động đáng kể trong thời gian tới, do áp lực cạnh tranh tại Mỹ vẫn cao trong khi nhu cầu chưa phục hồi rõ nét; đồng thời, BLNG mảng CMT đã ở mức cao và dư địa cải thiện thêm không còn nhiều. Đối với BLNTT, DSC dự báo biên lợi nhuận cả năm đạt khoảng 13,7%, trong bối cảnh thu nhập tài chính tiếp tục chịu áp lực từ quy mô tiền gửi suy giảm trong khi chi phí lãi vay có dấu hiệu gia tăng.

MSH
Công ty Cổ phần May Sông Hồng

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá P/E với mức P/E mục tiêu là 5,9 lần, không thay đổi so với báo cáo trước. DSC giữ nguyên P/E mục tiêu vì các rủi ro khiến chúng tôi áp mức chiết khấu này trong báo cáo trước vẫn chưa được giải quyết: (1) tăng trưởng chậm lại ngay trong mùa cao điểm và dự phóng lợi nhuận năm 2026 đi ngang; (2) chính sách thuế quan tại Mỹ vẫn bất định khi nội dung hiệp định thương mại đối ứng chưa được công bố và (3) nhập khẩu may mặc của Mỹ giảm 6,1% trong 9 tháng. Ngược lại, chúng tôi chưa hạ P/E mục tiêu do BLNG vẫn duy trì ở mức cao và tồn kho tăng mạnh nhiều khả năng phản ánh việc dời lịch giao hàng hơn là hủy đơn. Vì vậy, DSC giữ nguyên giá mục tiêu đối với MSH trong năm 2026 ở mức 35.500 VNĐ/cp.

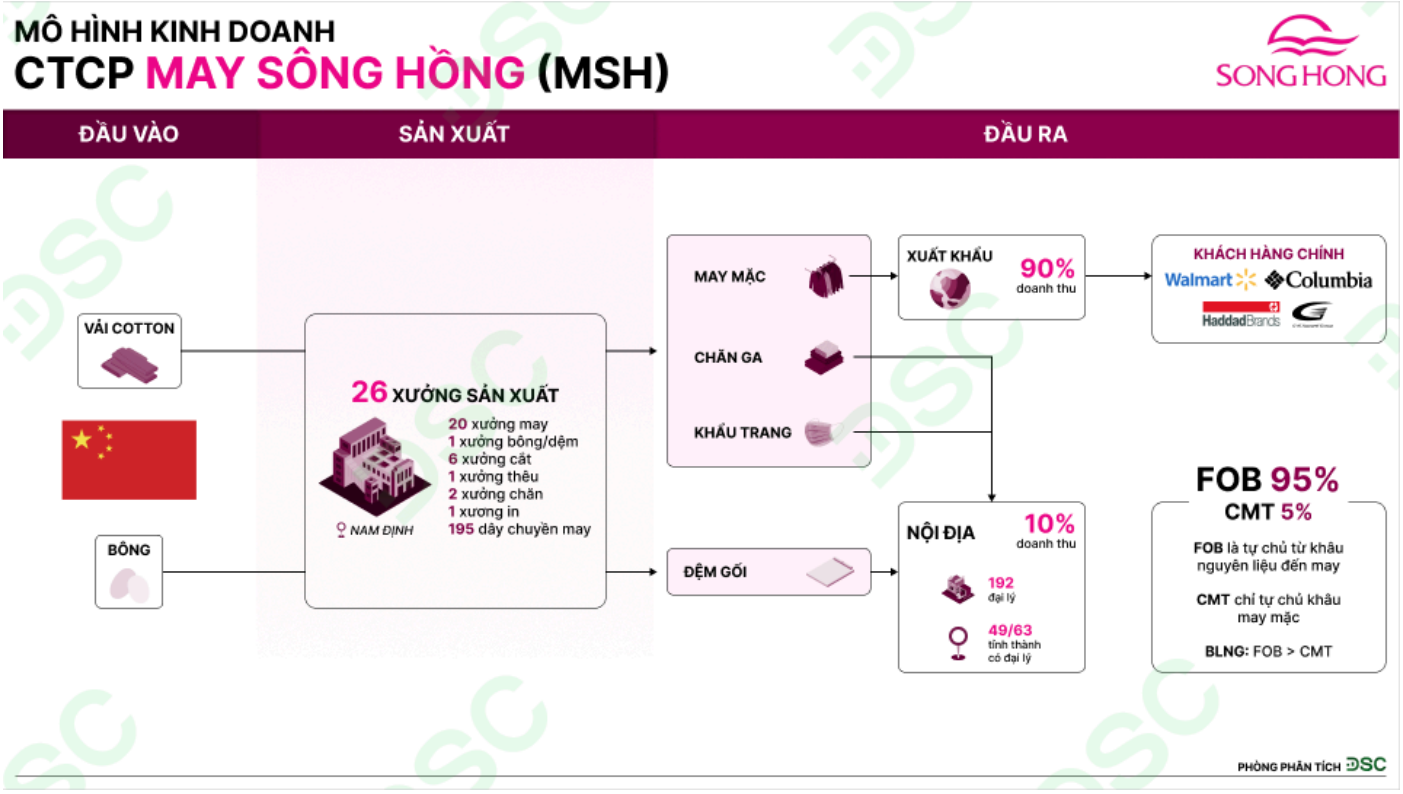
Bối cảnh định giá

MSH đang giao dịch với P/E ở mức 6,2 lần, tiệm cận mức -1 STD của trung bình 5 năm là 6,61 lần. Giá cổ phiếu đã tăng khoảng 16% kể từ báo cáo trước, trong khi lợi nhuận Q3/2026 giảm so với cùng kỳ và dự phóng cả năm đi ngang. Với giá hiện tại tương đương giá mục tiêu, DSC hạ khuyến nghị từ Mua xuống Theo dõi.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

MÔ HÌNH KINH DOANH



Nguồn: DSC tổng hợp

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



Nguồn: DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHÊNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỜI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Lê Công Nguyên
Chuyên viên Phân tích
nguyen.lc@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội
(024) 3880 3456
info@dsc.com.vn