

## CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)

### Khuyến nghị

### MUA

Giá hiện tại	36,500
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>50,050</b>
% Tăng giá	37.1%
Ngày báo cáo	13/03/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,107
KLTB 10 ngày	1,204,050
% sở hữu NĐTNN	7.42%
SLCP lưu hành	112,521,020
SLCP niêm yết	112,521,020
P/E trailing	6.4
P/B (gần nhất)	2.2
ROA	14.0%
ROE	30.3%
EPS (pha loãng)	5,738 VND
Book value	17,014 VND

### Tổng quan doanh nghiệp

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH), tiền thân là Xí nghiệp May Sông Hồng thành lập năm 1988. Với hơn 35 năm hoạt động, MSH là một trong những doanh nghiệp may mặc xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, tập trung vào thị trường Mỹ và EU. Công ty sản xuất theo hai phương thức FOB và CMT, tập trung vào quần áo thể thao và áo khoác với các khách hàng lớn như Columbia, G-III và Walmart. MSH hiện sở hữu 11 nhà máy tại Nam Định với công suất trên 9 triệu sản phẩm/năm. Bên cạnh mảng xuất khẩu, thương hiệu nội địa “Chăn ga gối đệm Sông Hồng”, đóng góp 10% doanh thu.

Báo cáo được thực hiện bởi:  
**Trung tâm Phân tích Haseco**

## Thiết lập nền lợi nhuận mới

- MSH dự kiến trình cổ đông kế hoạch kinh doanh năm 2026 với doanh thu và lợi nhuận trước thuế mục tiêu đạt 6,000 tỷ (+8% svck), và 900 tỷ đồng (+10% svck). Chúng tôi cho rằng đây là kế hoạch khả thi và có phần thận trọng.
- Nhu cầu mua sắm có dấu hiệu tăng nhanh tại Mỹ - thị trường chiếm 72% tổng doanh thu của MSH khi: (1) Tỷ lệ hàng tồn kho/ tổng doanh thu hàng may mặc tại Mỹ sụt giảm về ngưỡng thấp nhất trong 4 năm, (2) Doanh thu hàng may mặc thiết lập nền mới.
- Ngày 20/02/2026, thuế đối ứng 20% bị Tòa án Tối cao Mỹ bác bỏ, thay bằng mức 10% từ quyết định của Nhà Trắng. Mức thuế mới không giúp MSH có lợi thế hơn so với các đối thủ từ Ấn Độ và Bangladesh nhưng kỳ vọng giúp MSH cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- Trước đó, MSH công bố KQKD quý 4/2025 với kết quả cải thiện rõ rệt: Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 1,388 tỷ đồng (-3% svck) và 203 tỷ đồng (+17% svck). Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp tăng cao trong quý 4.
- Haseco khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu MSH.

Khoản mục	2024	2025	Tăng trưởng (% svck)
Doanh thu thuần	5,280	5,538	5%
Giá vốn hàng bán	4,451	4,368	-2%
Lợi nhuận gộp	830	1,170	41%
<i>Biên gộp (%)</i>	<i>15.7%</i>	<i>21.1%</i>	<i>+5.4 ppts</i>
Lãi ròng từ HĐTC	295	332	12%
SG&A	389	468	20%
<i>SG&amp;A/ Doanh thu (%)</i>	<i>7.4%</i>	<i>8.4%</i>	<i>+1.0 ppts</i>
Lãi lỗ từ hoạt động kinh doanh	560	825	47%
Lợi nhuận sau thuế	442	671	52%
<i>Biên ròng (%)</i>	<i>8.4%</i>	<i>12.1%</i>	<i>+3.7 ppts</i>
Lợi nhuận của cổ đông Công ty mẹ	413	612	48%

Nguồn: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất MSH

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng, MSH tiếp tục ghi nhận lợi nhuận tích cực trong năm 2026 nhờ các yếu tố thuận lợi từ nhu cầu ngành. Sử dụng phương pháp định so sánh P/E, chúng tôi dự báo giá cổ phiếu MSH đạt 50,050 đồng/cổ phiếu, tăng 37.1% so với giá đóng cửa ngày 13/03/2026. Vì vậy, Haseco khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MSH.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

## I. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 4/2025

MSH công bố KQKD Q4/2025 với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 1,388 tỷ đồng (-3% svck) và 203 tỷ đồng (+17% svck). Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 23% từ mức 20% của Q4/2024. Kết quả kinh doanh của từng mảng như sau:

- **Mảng FOB + Giường nệm:** Doanh thu đạt 982 tỷ đồng (-15% svck); biên lợi nhuận gộp giảm chỉ còn 2% so với mức 17% của Q4/2024. Mức sụt giảm này là do phản ứng của các khách hàng Mỹ: (1) yêu cầu chia sẻ rủi ro thuế quan khiến MSH khó đàm phán được hợp đồng giá tốt, và (2) dần hạn chế đặt các đơn hàng giá trị lớn, tập trung vào các đơn hàng nhỏ lẻ.
- **Mảng CMT:** Doanh thu đạt 406 tỷ đồng, tăng 50% svck; biên lợi nhuận gộp đạt kỷ lục 74% chủ yếu nhờ các đơn hàng gia công thời vụ tăng mạnh về cả số lượng và giá trị trong bối cảnh xu hướng chuyển dịch sản xuất ra khỏi Trung Quốc do chiến tranh thương mại.

Tính chung cả năm 2025, doanh thu thuần của MSH đạt 5,538 tỷ đồng, tăng 5% svck. Lợi nhuận sau thuế tăng mạnh 52% svck, đạt 671 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh của MSH ở mức tích cực, phản ánh khả năng thích ứng nhanh của doanh nghiệp khi chủ động điều chỉnh cơ cấu sản xuất, gia tăng tỷ trọng mảng CMT nhằm tận dụng dòng đơn hàng gia công dịch chuyển khỏi Trung Quốc, trong bối cảnh các đơn hàng FOB xuất khẩu sang Mỹ gặp nhiều thách thức.

**Kết quả kinh doanh MSH**

Đơn vị: Tỷ đồng



Nguồn: MSH

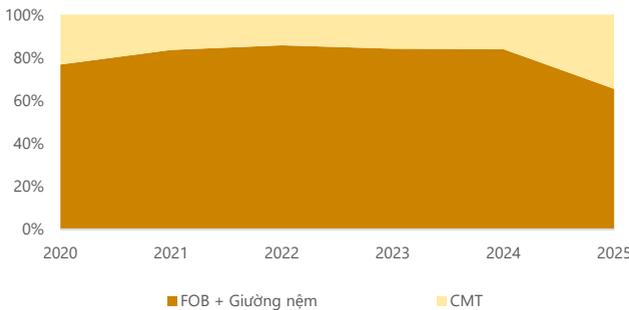
**Cơ cấu doanh thu của MSH**

Mảng kinh doanh	Q4/25	Tỷ trọng	Tăng trưởng	2025	Tỷ trọng	Tăng trưởng
FOB + Giường nệm	982	71%	-15%	3,622	65%	-18%
CMT	406	29%	50%	1,916	35%	125%
<b>Tổng</b>	<b>1,388</b>	<b>100%</b>	<b>-3%</b>	<b>5,538</b>	<b>100%</b>	<b>5%</b>

Nguồn: MSH, Haseco tổng hợp và ước tính

**Cơ cấu doanh thu MSH**

Đơn vị: %



Nguồn: MSH

**Lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh**

Đơn vị: Tỷ đồng



Nguồn: MSH

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



## II. Tổng quan doanh nghiệp

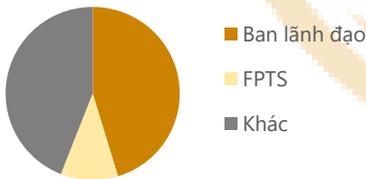
### 1. Lịch sử hình thành

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) tiền thân là Xí nghiệp May Sông Hồng, thành lập năm 1988, cổ phần hóa năm 2004 và niêm yết trên HOSE từ năm 2018. Với hơn 35 năm hoạt động, MSH hiện là một trong những doanh nghiệp may mặc xuất khẩu lớn tại Việt Nam, tập trung vào thị trường Mỹ và EU. Công ty sản xuất hàng may mặc theo hai phương thức FOB và CMT, với khách hàng lớn gồm Columbia, G-III, Walmart,... Sản phẩm chủ lực là áo khoác, đồ thể thao và trang phục thời trang cho nam, nữ và trẻ em. MSH sở hữu chuỗi 11 nhà máy Sông Hồng quy mô lớn tại Nam Định với công suất hơn 9 triệu sản phẩm/năm, cùng lợi thế về quan hệ khách hàng lâu năm và khả năng sản xuất các đơn hàng kỹ thuật cao. Bên cạnh mảng xuất khẩu, doanh nghiệp còn phát triển thương hiệu nội địa “Chăn ga gối đệm Sông Hồng”, đóng góp khoảng 10% doanh thu.

#### Lịch sử hình thành



#### Cơ cấu cổ đông

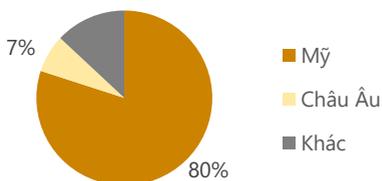


Nguồn: MSH

### 2. Cơ cấu cổ đông

Cổ đông nội bộ và người có liên quan chiếm 44.4% cổ phần. Cổ đông lớn FPTS (HOSE: FTS) nắm giữ 10.66%. Trong những năm gần đây, FTS có xu hướng giảm tỷ lệ sở hữu tại MSH. Gần nhất, FTS đã bán 2.3 triệu cổ phiếu trong 6 tháng qua để giảm tỷ lệ từ 12.19% xuống còn 10.66%. Ngoài ra, MSH ghi nhận sự xuất hiện của nhà đầu tư nước ngoài với tỷ lệ sở hữu 7.42%.

#### Cơ cấu doanh thu xuất khẩu



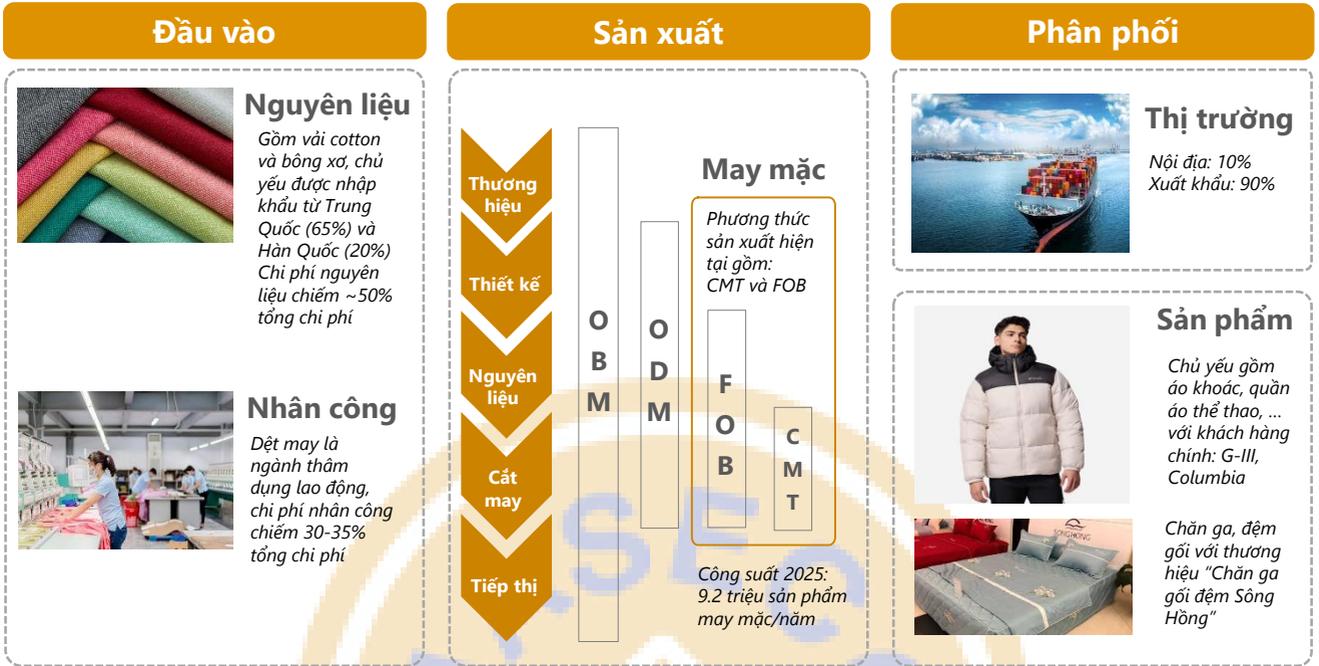
Nguồn: MSH, Haseco ước tính

### 3. Cơ cấu doanh thu

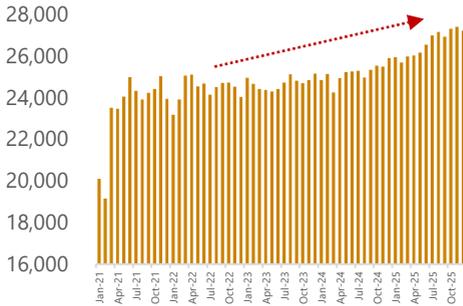
Xuất khẩu là thị trường chính của MSH khi mang lại khoảng 90% doanh thu vào năm 2025. Trong đó, Mỹ là thị trường lớn nhất khi đóng góp 80% doanh thu xuất khẩu. Danh mục khách hàng của May Sông Hồng chủ yếu là các thương hiệu và nhà bán lẻ có thương hiệu lớn tại Mỹ, bao gồm: Levi's, Tommy Hilfiger, Nike, Converse, Columbia Sportswear và các chuỗi bán lẻ lớn như Walmart và Target. Điều này giúp cho MSH có biên lợi nhuận cao hơn so với các doanh nghiệp dệt may trong nước. Ngoài ra, MSH xuất khẩu sang các thị trường khác như châu Âu, Hàn Quốc, Đài Loan, Hồng Kông và Nhật Bản.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

## Chuỗi giá trị của MSH



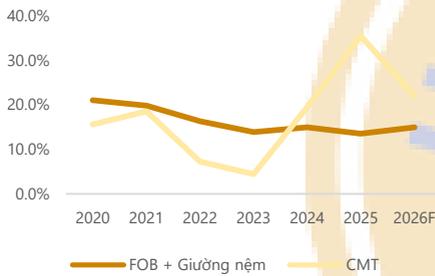
**Doanh thu bán lẻ hàng may mặc tại Mỹ 2021-2025**  
Đơn vị: Triệu USD



## 2. Doanh thu bán lẻ hàng may mặc tại Mỹ phục hồi, tiếp tục cải thiện trong năm 2026

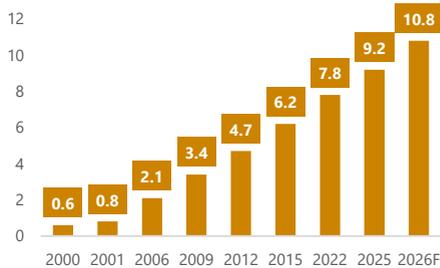
Theo Bộ Thương mại Hoa Kỳ, doanh thu bán lẻ hàng may mặc Q4.2025 đạt 81,891 triệu USD, tăng 2.6% so với trung bình năm 2025, tăng 6.7% so với cùng kỳ. Đây là quý có doanh thu cao nhất từ trước tới nay. So với các năm 2021-2024, doanh thu bán lẻ hàng may mặc tại Mỹ tăng trưởng lần lượt 13.6%, 11.8% và 7.7%. Doanh số cao trong bối cảnh lãi suất của FED duy trì ở ngưỡng cao và tỷ lệ thất nghiệp có xu hướng gia tăng cho thấy nhu cầu mua sắm hàng may mặc đã phục hồi từ nội tại. Chúng tôi cho rằng, xu hướng tiêu dùng tiếp tục cải thiện trong năm 2026 khi đã trải qua giai đoạn dồn nén và tích lũy trong 4 năm qua, giúp các doanh nghiệp xuất khẩu dệt may hưởng lợi.

**Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của MSH**



Nguồn: MSH, Haseco tổng hợp và ước tính

**Tổng công suất của MSH**  
Đơn vị: Triệu sản phẩm/năm



Nguồn: MSH

## 3. Tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận gộp

Trong những giai đoạn nhu cầu ngành dệt may suy yếu như năm 2022-2024, không những doanh thu mà biên gộp của MSH thường giảm khi doanh nghiệp chấp nhận gia công các đơn hàng có biên lợi nhuận gộp thấp. Tuy nhiên, biên gộp đã có xu hướng cải thiện lên 21% và 23% vào năm 2025 và Q4.2025. Chúng tôi cho rằng, nhu cầu tiêu dùng cao tại Mỹ tiếp tục thúc đẩy MSH nhận được nhiều đơn hàng có biên lợi nhuận cao. Đây cũng là lợi thế của MSH so với các doanh nghiệp trong ngành dệt may khi là đối tác của các thương hiệu lớn như Levi's, Tommy Hilfiger, Nike, Converse và đặc biệt Columbia Sportswear.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng mảng FOB sẽ ghi nhận sự phục hồi nhờ hai động lực chính: (1) MSH củng cố quan hệ với các khách hàng chiến lược, từng bước chuyển đổi các đơn hàng CMT mang tính thời vụ sang hợp đồng FOB có thời hạn dài hơn và giá trị gia tăng cao hơn; (2) Nhà máy Sông Hồng 11 vận hành đủ công suất, qua đó nâng tổng năng lực sản xuất lên khoảng 10.8 triệu sản phẩm/năm, tạo dư địa cho tăng trưởng đơn hàng FOB.

Ngược lại, lợi nhuận mảng CMT nhiều khả năng suy giảm so với mức nền cao của năm 2025 do: (1) Khối lượng đơn hàng gia công thời vụ có xu hướng hạ nhiệt trong năm 2026, kéo theo áp lực thu hẹp biên lợi nhuận; và (2) chiến lược ưu tiên phân bổ nguồn lực sang mảng FOB – vốn có biên lợi nhuận ổn định và khả năng kiểm soát tốt hơn.

## Ngoài ra, về mức thuế quan mới của Mỹ

Ngày 20/02/2026, Chính quyền Mỹ áp mức thuế tối thiểu toàn cầu mới 10% sau khi mức thuế đối ứng bị Tòa án Tối cao Mỹ bác bỏ. Lợi thế cạnh tranh về thuế quan của MSH không thay đổi đáng kể do mức thuế đối ứng trước kia của các đối thủ chính đến từ Bangladesh và Ấn Độ (lần lượt là 19% và 25%). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mức thuế quan thấp hơn sẽ giúp MSH đàm phán các đơn hàng FOB tốt hơn với các đối tác Mỹ, đồng thời các đơn hàng FOB giá trị cao trước đây cũng trở lại, qua đó cải thiện biên lợi nhuận mảng FOB của doanh nghiệp trở lại 15-16%.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

**Yếu tố rủi ro cần lưu ý bao gồm:** (1) Các đơn hàng CMT mang tính thời vụ có thể suy giảm về sản lượng, đồng thời biên lợi nhuận cũng không còn cao như năm 2025. (2) Chính quyền Mỹ có thể đưa ra các mức áp thuế mới đối với hàng hóa có tỷ lệ nội địa hóa thấp như dệt may.

#### IV. Về dự án đầu tư tại Ai Cập

Tháng 01/2026, MSH thông qua chủ trương thoái vốn khỏi liên doanh may mặc tại Ai Cập nhằm tập trung nguồn lực cho các cơ sở sản xuất trong nước. Trước đó, vào tháng 7/2024, doanh nghiệp đã góp khoảng 41 tỷ đồng (50% vốn) vào công ty liên doanh Golden Avenue Garment Manufacturing tại Ai Cập nhằm tận dụng lợi thế chi phí nhân công thấp và ưu đãi thuế khi xuất khẩu sang Mỹ, với kế hoạch bắt đầu xuất khẩu từ tháng 4/2025. Tuy nhiên, những thay đổi trong chính sách thương mại và điều kiện vận hành kém thuận lợi khiến hiệu quả và tiến độ dự án chưa đạt kỳ vọng. Khoản đầu tư này chỉ chiếm khoảng 5-7% EBITDA mỗi năm nên chi phí cơ hội MSH mất đi 2 năm qua là không lớn.

#### V. Quan điểm đầu tư & định giá cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra hai kịch bản cho lợi nhuận của MSH như sau:

- Kịch bản tiêu cực: Nhu cầu may gia công theo thời vụ suy giảm mạnh kéo theo biên lợi nhuận thấp hơn năm 2025, khiến lợi nhuận doanh nghiệp thấp hơn kế hoạch đề ra.
- Kịch bản cơ sở: Tác động tiêu cực của việc mất các đơn hàng CMT thời vụ ở mức thấp, khi được bù đắp phần lớn bởi các đơn hàng FOB mới. Đồng thời, các khách hàng Mỹ đẩy mạnh tích trữ tồn kho, tận dụng mức thuế quan 10% trong 150 ngày.

Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2026 của MSH đạt khoảng 704 tỷ đồng (+15% svck).

Đối với doanh nghiệp dệt may đầu ngành như MSH, chúng tôi cho rằng mức định giá hợp lý ở khoảng P/E 8 lần. Mức này thấp hơn trung bình 5 năm (9.4 lần), phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi.

Trên cơ sở đó, mức giá mục tiêu của MSH được xác định là **50,050 đồng/cổ phiếu**. Mức này cao hơn 37.1% so với giá đóng cửa ngày 13/03/2026. Vì vậy, Haseco khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu MSH.

#### Kịch bản lợi nhuận của MSH

Kịch bản	Tiêu cực	Cơ sở
LNST công ty mẹ 2026 (tỷ đồng)	643	704
Tăng trưởng so với 2025	5%	15%
P/E mục tiêu (lần)	8	8
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	45,700	50,050
Upside	25.20%	37.10%

Nguồn: Haseco ước tính

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

### Lịch sử định giá P/E của MSH



Nguồn: Haseco tổng hợp và ước tính, dữ liệu cập nhật đến hết ngày 11/03/2026

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



## Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

### TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng  
T: (0225) 3842.335  
F: (0225) 3746.266  
Email: [dvkh@haseco.vn](mailto:dvkh@haseco.vn)  
Website: [www.haseco.vn](http://www.haseco.vn)

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội  
T: (024) 3574.7020  
F: (024) 3574.7019

### CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh  
T: (028) 3920.7800  
Fax: (028) 3920.7825