

## VƯƠN MÌNH RA QUỐC TẾ

13/10/2025

### KHUYẾN NGHỊ TĂNG TỶ TRỌNG

|                     |        |
|---------------------|--------|
| Giá hợp lý          | 59,700 |
| Giá hiện tại        | 54,200 |
| Tiềm năng tăng/giảm | 10%    |

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                            |            |
|----------------------------|------------|
| CP đang lưu hành (triệu)   | 87.8       |
| Free float (%)             | 42%        |
| Vốn hóa (tỷ VND)           | 4,756.24   |
| KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) | 246,587    |
| Sở hữu nước ngoài (%)      | 13%        |
| Ngày niêm yết đầu tiên     | 26/03/2010 |

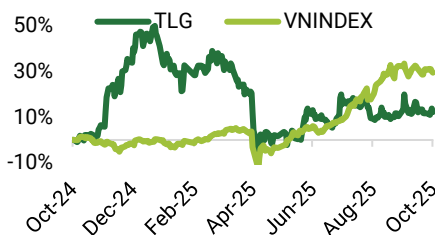
### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

|                                 |       |
|---------------------------------|-------|
| CTCP Đầu Tư Thiên Long An Thịnh | 47.5% |
| Cô Gia Thọ                      | 6.6%  |
| Nwl Cayman Holdings Ltd.        | 4.5%  |
| Vietnam Holding Ltd             | 4.3%  |
| Khác                            | 37.1% |

### KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

|                    |        |
|--------------------|--------|
| TTM EPS (VND)      | 4,503  |
| BVPS (VND)         | 28,539 |
| Nợ/VCSH            | 21.28% |
| ROA (%)            | 12.29% |
| ROE (%)            | 16.05% |
| P/E                | 12.14  |
| P/B                | 1.90   |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 5.54%  |

### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



### SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

CTCP Tập đoàn Thiên Long (HSX: TLG) có tiền thân là cơ sở bút bi Thiên Long được thành lập năm 1981. Công ty hiện đang sản xuất và kinh doanh hàng nghìn sản phẩm thuộc 4 nhóm sản phẩm chính là bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ mỹ thuật, dụng cụ học sinh. Công ty dẫn đầu thị trường văn phòng phẩm tại Việt Nam, với khoảng 60% thị phần tại thị trường bút viết. Sản phẩm của TLG có mặt trên khắp 34/34 tỉnh thành và được xuất khẩu sang 74 quốc gia, vùng lãnh thổ.

### CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

**Dương Trung Hoa**  
hoaduong@phs.vn

- Kết thúc 1H2025, Doanh thu thuần của TLG tăng 1.2% YoY đạt 2,040 tỷ đồng và LNST giảm 9.0% YoY đạt 300 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu và 66% kế hoạch lợi nhuận năm 2025 do Ban lãnh đạo đặt ra.
- TLG sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh nổi bật giúp duy trì tăng trưởng bền vững trong trung và dài hạn. Công ty hiện dẫn đầu thị trường bút viết Việt Nam với 60% thị phần với thương hiệu phổ biến, mạng lưới phân phối rộng và danh mục sản phẩm đa dạng. Dựa trên nền tảng này, TLG tiếp tục khai thác tối đa tiềm năng tăng trưởng từ thị trường Đông Nam Á với chiến lược "Glocalization", kỳ vọng mang lại mức tăng trưởng hai chữ số từ xuất khẩu. Ngoài ra, việc mua lại chuỗi Nhà sách Phương Nam cùng xu hướng giảm giá hạt nhựa cũng giúp công ty mở rộng hệ sinh thái bán lẻ và cải thiện đáng kể biên lợi nhuận.
- Cho năm 2025F/26F, chúng tôi dự phóng TLG sẽ ghi nhận doanh thu thuần lần lượt tăng 4.7%/7.1% YoY đạt 3,935/4,216 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp năm 2025F/26F dự kiến tăng 400/80 bps YoY lên mức 48.6%/49.4%.
- Sử dụng phương pháp SOTP, chúng tôi ước tính giá hợp lý đối với TLG là 59,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với mức tăng giá tiềm năng là 10%.

### Dự phóng KQKD 2025F và 2026F

Cho năm 2025F/26F, chúng tôi dự phóng TLG sẽ ghi nhận doanh thu thuần lần lượt tăng 4.7%/7.1% YoY đạt 3,935/4,216 tỷ đồng và CAGR dự kiến đạt 5.7%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F. Trong đó:

+ Mảng bút viết ghi nhận mức tăng trưởng ổn định với CAGR đạt 4.5%/năm trong giai đoạn phân tích do thị trường đã bão hòa. Mức tăng trưởng cho năm 2026F đạt 5.0% YoY nhờ tận dụng hiệu quả hệ thống phân phối của chuỗi nhà sách Phương Nam sau khi hoàn tất thu tóm.

+ Mảng dụng cụ văn phòng, dụng cụ mỹ thuật và học cụ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực hơn, dựa trên (1) mảng mỹ thuật vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng với CAGR khu vực APAC đạt khoảng 7.2%/năm, (2) TLG mở rộng xuất khẩu thương hiệu FlexOffice, Colokit sang các thị trường Đông Nam Á và (3) chiến lược cải tiến chất lượng sản phẩm nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu học tập và sáng tạo. Chúng tôi dự báo doanh thu nhóm sản phẩm này đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 7.0%/năm trong giai đoạn phân tích.

+ Chúng tôi cũng kỳ vọng xuất khẩu là động lực quan trọng cho TLG, doanh thu xuất khẩu tăng trung bình 15%/năm, thậm trọng hơn một chút so với kế hoạch 20-25%/năm của công ty.

### Điểm nhấn đầu tư

**(1) Vị thế dẫn đầu tại thị trường Việt Nam là nền tảng cốt lõi:** TLG hiện đang giữ vị trí số 1 tại Việt Nam trong ngành bút viết với thị phần chiếm đến 60%. Chúng tôi đánh giá vị thế thương hiệu vững chắc, quy mô phân phối rộng khắp là lợi thế cạnh tranh bền vững của TLG, tiếp tục hỗ trợ duy trì tăng trưởng doanh thu ổn định trong trung – dài hạn.

**(2) Vươn mình ra quốc tế - Động lực tăng trưởng dài hạn:** Giai đoạn 2025 – 2027, TLG đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu xuất khẩu 20-25%/năm, nhờ (i) đầu tư thương hiệu và hệ thống phân phối FlexOffice tại Phillippines,

Indonesia, (ii) mở rộng hợp tác OEM với đối tác quốc tế mới và (iii) đa dạng hóa sản phẩm xuất khẩu. Với nhu cầu học tập ổn định và dư địa tăng trưởng lớn tại Đông Nam Á, chúng tôi kỳ vọng TLG sẽ củng cố vị thế khu vực và mở rộng sang các thị trường cao cấp hơn trong trung – dài hạn.

**(3) Nỗ lực đa dạng hóa danh mục và cải tiến chất lượng sản phẩm:** TLG tiếp tục đẩy mạnh chiến lược R&D nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh thông qua việc mở rộng danh mục và cải tiến chất lượng sản phẩm. Các sáng kiến đổi mới gần đây minh chứng cho những nỗ lực tìm ra động lực tăng trưởng mới, tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng bền vững trong ngành văn phòng phẩm.

**(4) Thương vụ hợp nhất Nhà sách Phương Nam - Bước đi chiến lược của TLG:** Vào tháng 5/2025, HĐQT TLG thông qua việc mua lại cổ phần chi phối tại CTCP Văn hóa Phương Nam (HSX: PNC), dự kiến nắm giữ gián tiếp 76.8% cổ phần. PNC hiện sở hữu chuỗi nhà sách Phương Nam lớn thứ 2 tại Việt Nam. Chúng tôi đánh giá thương vụ này sẽ giúp TLG mở rộng mạng lưới bán lẻ, thúc đẩy doanh thu nội địa và cải thiện biên lợi nhuận nhờ tối ưu kênh phân phối. Tính đến ngày 30/06/2025, tỷ lệ sở hữu của Tân Lực Miền Nam tại PNC mới đạt 49.49% và hiện đang hoàn tất thủ tục nâng tỷ lệ lên mức chi phối.

**(5) Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ chi phí nguyên liệu giảm:** Hạt nhựa là nguyên liệu đầu vào chính của TLG, do đó biến động giá hạt nhựa sẽ tác động đến biên lợi nhuận gộp TLG. Từ đầu năm 2022 đến nay, giá hạt nhựa giảm mạnh cùng chiều với giá dầu và hiện ở mức thấp nhất trong 4 năm qua, qua đó cải thiện biên lợi nhuận gộp của TLG trong năm 2026F.

### Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp SOTP, chúng tôi ước tính giá hợp lý đối với TLG là 59,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với mức tăng giá tiềm năng là 10% so với giá đóng cửa ngày 10/10/2025.

### Rủi ro

(1) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu, (2) Rủi ro cạnh tranh, (3) Rủi ro tỷ giá, (4) Rủi ro suy yếu sức mua.

**Bảng 1: Chỉ số tài chính**

|                          | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (Tỷ VND) | 3,521 | 3,462 | 3,759 | 3,935 | 4,216 |
| LNST (Tỷ VND)            | 401   | 356   | 460   | 447   | 507   |
| Biên LN gộp (%)          | 43.3% | 43.7% | 44.6% | 48.6% | 49.4% |
| Biên EBITDA (%)          | 15.8% | 14.9% | 17.2% | 16.2% | 17.0% |
| ROA (%)                  | 15.1% | 12.5% | 14.9% | 13.5% | 15.1% |
| ROE (%)                  | 21.2% | 17.6% | 20.7% | 18.3% | 19.0% |
| Cổ tức (%)               | 35%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   |

*Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng*

# NỘI DUNG

|                                                                                                                                         |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Tổng quan công ty</b>                                                                                                                | <b>4</b>  |
| Cấu trúc công ty                                                                                                                        | 4         |
| Cơ cấu cổ đông                                                                                                                          | 4         |
| Mô hình kinh doanh                                                                                                                      | 5         |
| <b>Tổng quan ngành văn phòng phẩm</b>                                                                                                   | <b>7</b>  |
| Nhu cầu văn phòng phẩm tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương dự kiến tăng trưởng ổn định, CAGR đạt 4.8%/năm trong giai đoạn 2024 – 2034F | 7         |
| Động lực tăng trưởng đến từ nhu cầu mở rộng hệ thống giáo dục và nỗ lực hồi phục hoạt động kinh tế tại khối doanh nghiệp                | 8         |
| Thị trường dụng cụ mỹ thuật được kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn toàn ngành                                                    | 9         |
| <b>Điểm nhấn đầu tư</b>                                                                                                                 | <b>11</b> |
| Vị thế dẫn đầu tại thị trường Việt Nam là nền tảng cốt lõi                                                                              | 11        |
| Vươn mình ra quốc tế - Động lực tăng trưởng dài hạn                                                                                     | 12        |
| Nỗ lực đa dạng hóa danh mục và cải tiến chất lượng sản phẩm                                                                             | 14        |
| Thương vụ hợp nhất Nhà sách Phương Nam - Bước đi chiến lược của TLG                                                                     | 15        |
| Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ chi phí nguyên liệu giảm                                                                               | 16        |
| <b>Điểm nhấn tài chính</b>                                                                                                              | <b>18</b> |
| <b>Dự phóng kết quả kinh doanh 2025F và 2026F</b>                                                                                       | <b>21</b> |
| <b>Định giá và khuyến nghị</b>                                                                                                          | <b>23</b> |
| <b>Rủi ro</b>                                                                                                                           | <b>25</b> |
| Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu                                                                                                    | 25        |
| Rủi ro cạnh tranh                                                                                                                       | 25        |
| Rủi ro tỷ giá                                                                                                                           | 25        |
| Rủi ro suy yếu sức mua                                                                                                                  | 25        |
| <b>Báo cáo tài chính</b>                                                                                                                | <b>26</b> |

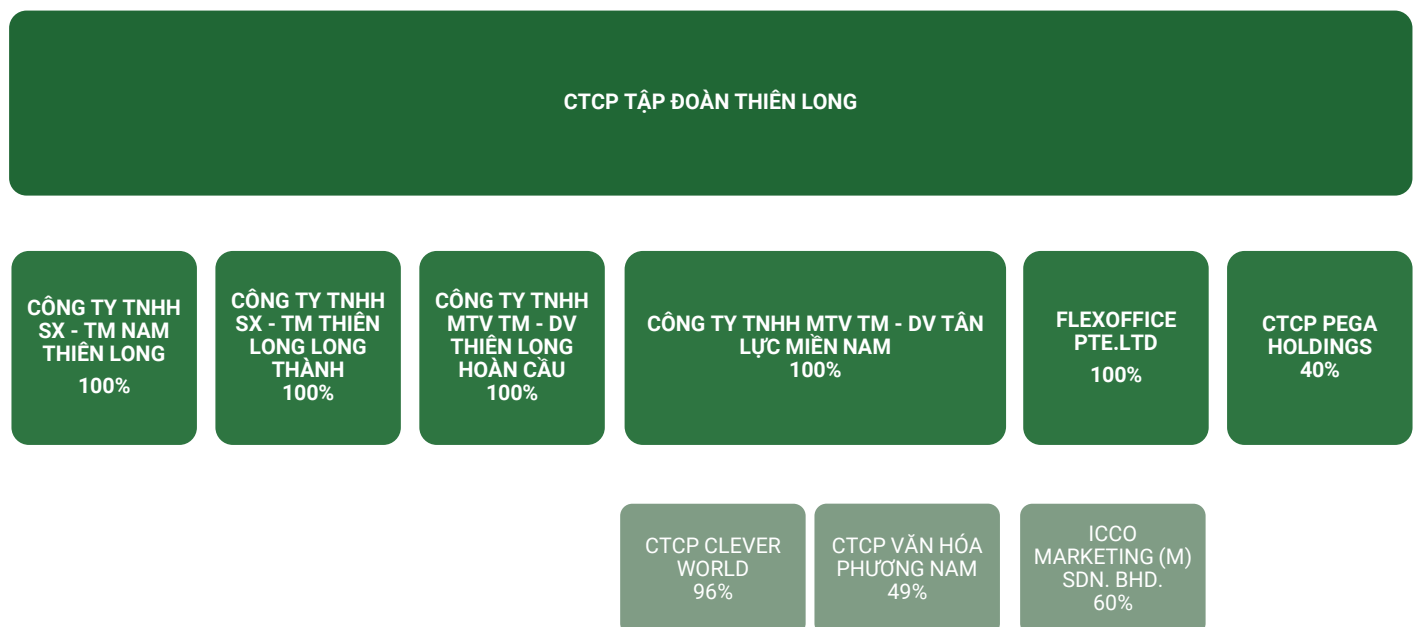
## Tổng quan công ty

Công ty Cổ phần Tập đoàn Thiên Long (HSX: TLG) có tiền thân là cơ sở bút bi Thiên Long được thành lập vào năm 1981. Trải qua 44 năm xây dựng và phát triển, TLG hiện là doanh nghiệp sản xuất và phân phối văn phòng phẩm hàng đầu tại Việt Nam với hơn 1,000 sản phẩm dưới thương hiệu Thiên Long, Bizner, Colokit, FlexOffice. Công ty tập trung vào 4 nhóm sản phẩm chính: bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ mỹ thuật và dụng cụ học sinh.

Sản phẩm của Thiên Long có mặt tại 34 tỉnh thành trên cả nước qua hệ thống cửa hàng văn phòng phẩm, nhà sách, cửa hàng tiện ích... Bên cạnh đó, công ty còn xuất khẩu đến 74 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới, đồng thời cung cấp sản phẩm theo hình thức OEM, ODM, private label cho nhiều khách hàng lớn trên thế giới.

## Cấu trúc công ty

Hình 1: Cấu trúc công ty



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

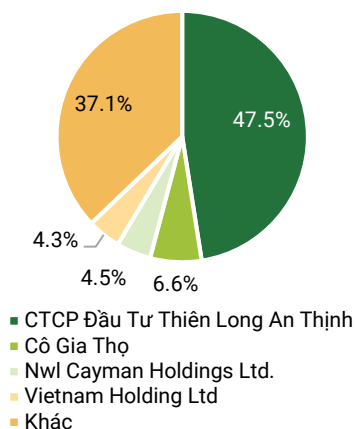
TLG hiện sở hữu 5 công ty con đầu tư trực tiếp, 2 công ty con đầu tư gián tiếp và 2 công ty liên kết. Đáng chú ý, vào tháng 5/2025, thông qua công ty con Tân Lực Miền Nam, TLG đã đầu tư gián tiếp vào CTCP Văn hóa Phương Nam (HSX: PNC) với tỷ lệ sở hữu là 49.49%. Thương vụ này giúp TLG hoàn thiện hệ sinh thái, mở rộng hệ thống bán lẻ nhờ tận dụng hệ thống 48 nhà sách Phương Nam trên toàn quốc, đồng thời đẩy mạnh phát triển mảng đồ chơi, sản phẩm lifestyle.

## Cơ cấu cổ đông

Tính đến ngày 30/06/2025, CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh – doanh nghiệp do Chủ tịch HĐQT Cô Gia Thọ thành lập và sở hữu – đang nắm giữ 41.09 triệu cổ phiếu TLG, tương đương 47.5% vốn điều lệ. Bên cạnh đó, ông Cô Gia Thọ trực tiếp sở hữu 5.76 triệu cổ phiếu, tương đương 6.6% cổ phần. Ngoài ra, các thành viên trong gia đình ông Thọ cũng nắm giữ cổ phần tại

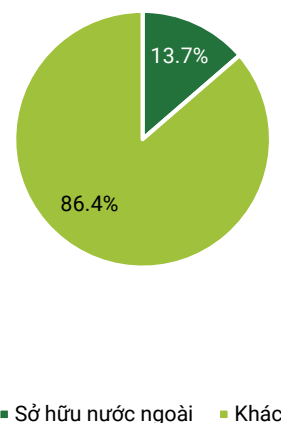
TLG, ước tính tổng tỷ lệ sở hữu của nhóm cổ đông liên quan đạt khoảng 10%.

**Hình 2: Cơ cấu cổ đông**



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

**Hình 3: Cơ cấu sở hữu theo loại nhà đầu tư**



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

## Mô hình kinh doanh

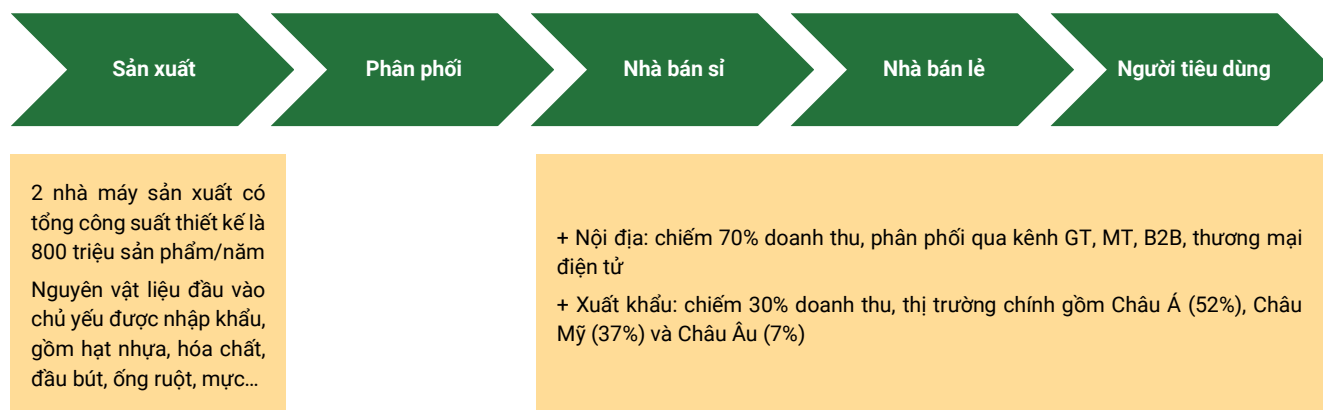
TLG xây dựng chuỗi cung ứng hoàn chỉnh từ sản xuất, phân phối đến tay người tiêu dùng. Công ty hiện đang sở hữu 2 nhà máy sản xuất gồm:

**+ Nhà máy Nam Thiên Long (TP.HCM)** được xây dựng trên diện tích 1.5ha, công suất thiết kế là 550 triệu sản phẩm/năm, sản xuất các loại văn phòng phẩm và các chủng loại bút viết.

**+ Nhà máy Thiên Long Long Thành (Đồng Nai)** được xây dựng trên khuôn viên gần 3ha, công suất thiết kế là 250 triệu sản phẩm/năm, sản xuất các loại sản phẩm học cụ, mỹ thuật và các chủng loại bút viết.

Với sản phẩm chủ lực là bút viết, Thiên Long chủ yếu nhập khẩu các nguyên vật liệu như: đầu bút, hạt nhựa, mực, ống ruột, lò xo, hóa chất... Nguyên vật liệu chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất, trong đó hạt nhựa là nguyên vật liệu chính, chiếm gần 25% tổng giá trị nguyên vật liệu.

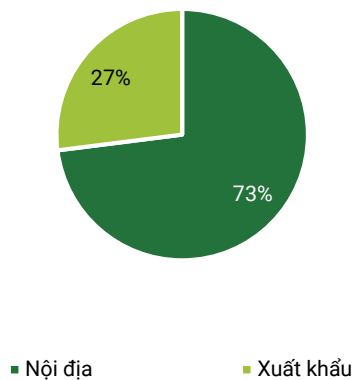
**Hình 4: Chuỗi cung ứng của TLG**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

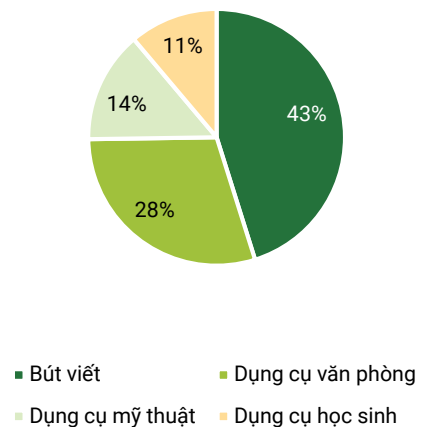
Về hệ thống phân phối tại thị trường nội địa, TLG phân phối qua đa dạng kênh, bao gồm: kênh truyền thống (GT), kênh hiện đại (MT), kênh B2B và kênh thương mại điện tử. Đối với thị trường quốc tế, TLG bắt đầu xuất khẩu từ năm 2008 và đã xâm nhập đến 74 thị trường trên thế giới. Tính đến 8T2025, doanh thu từ xuất khẩu chiếm khoảng 28% tổng doanh thu, tăng đáng kể so với mức 18% năm 2020, phản ánh sự mở rộng mạnh mẽ của công ty trên thị trường toàn cầu.

**Hình 5: Cơ cấu doanh thu theo thị trường năm 2024**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

**Hình 6: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2024**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

**Bảng 2: Danh mục sản phẩm theo thương hiệu của TLG**

| Thương hiệu                                                                         | Nhóm sản phẩm     | Sản phẩm                                                         | Đối tượng khách hàng     |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|------------------------------------------------------------------|--------------------------|
|  | Bút viết          | Bút bi, bút gel, bút máy, bút để cắm                             | Phân khúc phổ thông      |
|  | Bút viết cao cấp  | Bút viết cao cấp                                                 | Phân khúc cao cấp        |
|  | Dụng cụ văn phòng | Bìa, giấy, dụng cụ cắt, băng keo, máy tính, kim bấm, kẹp giấy... | Nhân viên văn phòng      |
|  | Dụng cụ học sinh  | Keo dán giấy, phấn, bút chì, thước, bảng học sinh...             | Học sinh                 |
|  | Dụng cụ mỹ thuật  | Bút chì màu, bút màu xóa được, sáp nặn, màu nước, tập tô màu...  | Mọi lứa tuổi từ mẫu giáo |

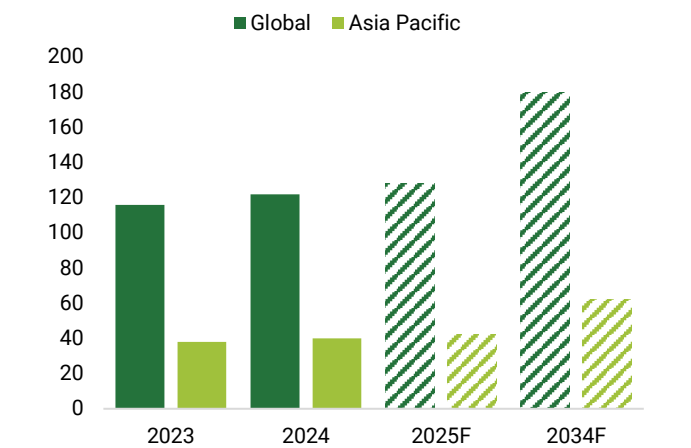
Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

## Tổng quan ngành văn phòng phẩm

**Nhu cầu văn phòng phẩm tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương dự kiến tăng trưởng ổn định, CAGR đạt 4.8%/năm trong giai đoạn 2024 – 2034F**

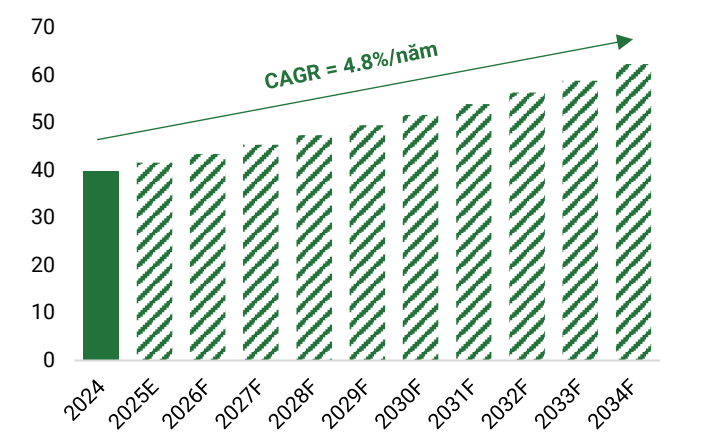
Theo Precedence Research, quy mô thị trường văn phòng phẩm toàn cầu ước đạt 117 tỷ USD vào năm 2024 và được dự báo tăng lên mức 180 tỷ USD vào năm 2034F, mức tăng trưởng CAGR đạt 4.4%/năm trong giai đoạn này. Những động lực tăng trưởng chính bao gồm nhu cầu mở rộng hệ thống giáo dục tại nhiều quốc gia. Bên cạnh đó, phân khúc văn phòng và doanh nghiệp cũng tiếp tục tăng nhờ xu hướng nỗ lực phục hồi hoạt động kinh tế, mở rộng đầu tư. Trong đó, khu vực Châu Á – Thái Bình Dương (APAC) dẫn đầu tăng trưởng, với CAGR giai đoạn 2024 – 2034F đạt 4.8%/năm, chiếm khoảng 34% quy mô thị trường toàn cầu.

**Hình 7: Dự phóng quy mô thị trường văn phòng phẩm toàn cầu (Tỷ USD)**



Nguồn: Precedence Research, PHS tổng hợp

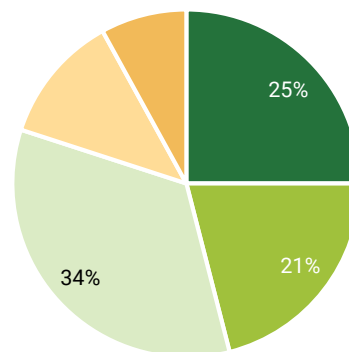
**Hình 8: Dự phóng quy mô thị trường văn phòng phẩm tại Châu Á – Thái Bình Dương (Tỷ USD)**



Nguồn: Precedence Research, PHS tổng hợp

**Hình 9: Thị phần tiêu thụ văn phòng phẩm năm 2024 theo khu vực (%)**

■ Bắc Mỹ ■ Châu Âu ■ Châu Á – Thái Bình Dương ■ Mỹ Latinh ■ MEA

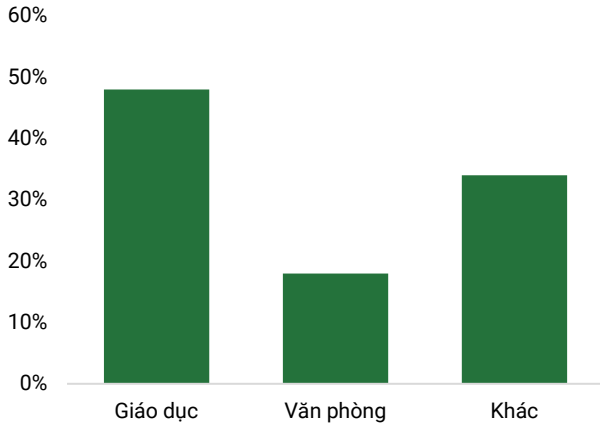


Nguồn: Precedence Research, PHS tổng hợp

Thị trường văn phòng phẩm được đặc trưng bởi các sản phẩm chuyên dụng như bút, sổ tay, giấy in, dụng cụ văn phòng, dụng cụ mỹ thuật... phục vụ đa

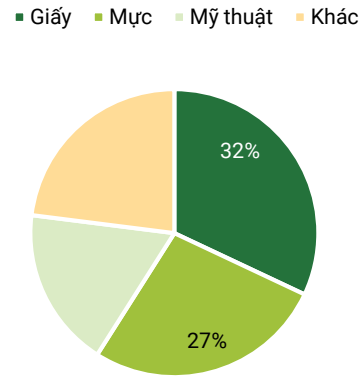
dạng nhu cầu học tập và làm việc văn phòng. Hiện nay, ngành đang chứng kiến xu hướng chuyển dịch mạnh mẽ sang các sản phẩm bền vững, thân thiện với môi trường và mang tính cá nhân hóa cao, phản ánh sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng toàn cầu.

**Hình 10: Cơ cấu tiêu thụ văn phòng phẩm theo mục đích sử dụng (%)**



Nguồn: Precedence Research, PHS tổng hợp

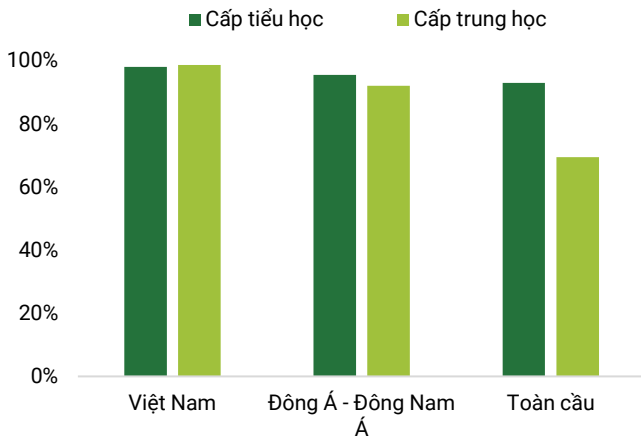
**Hình 11: Cơ cấu thị trường văn phòng phẩm toàn cầu theo loại sản phẩm (%)**



Nguồn: Precedence Research, PHS tổng hợp

## Động lực tăng trưởng đến từ nhu cầu mở rộng hệ thống giáo dục và nỗ lực hồi phục hoạt động kinh tế tại khối doanh nghiệp

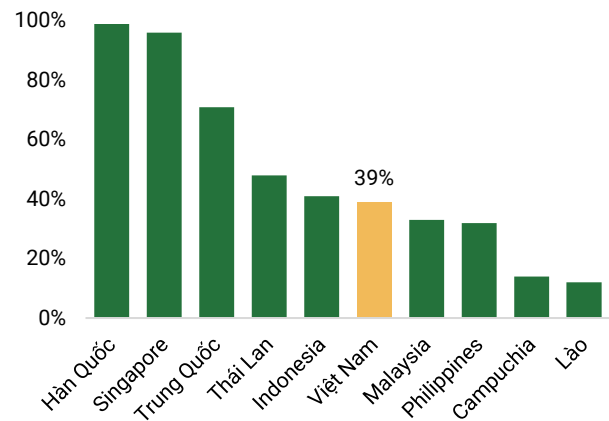
**Hình 12: Tỷ lệ nhập học trung bình (\*) tại Việt Nam so với toàn cầu (%)**



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

(\*) Tỷ lệ nhập học = Số học sinh trong độ tuổi đi học chính thức đang theo học/Dân số trong độ tuổi đi học chính thức

**Hình 13: Tỷ lệ nhập học đại học trung bình tại một số quốc gia Châu Á (%)**



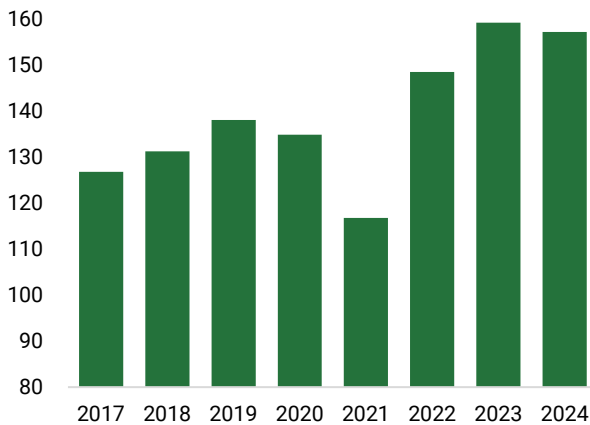
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Tại Châu Á, nhu cầu đối với các sản phẩm văn phòng phẩm được duy trì bền vững nhờ tỷ lệ nhập học bậc phổ thông giữ ở mức ổn định, dao động từ 90% – 98%. Ở Việt Nam, tỷ lệ này tương đương với mức trung bình trong khu vực, trong khi tỷ lệ nhập học bậc đại học chỉ mới đạt 39% - thấp hơn đáng kể so với Hàn Quốc, Singapore và Trung Quốc. Nhằm thúc đẩy xây dựng xã hội học tập, Chính Phủ Việt Nam đã triển khai nhiều chính sách hỗ trợ như Đề án “Xây dựng xã hội học tập giai đoạn 2021–2030” theo Quyết định 1373/QĐ-TTg, hay chính sách miễn, hỗ trợ học phí từ bậc mầm non đến phổ thông trung học theo Nghị định 238/2025/NĐ-CP. Những chính sách này không chỉ nâng cao chất lượng giáo dục mà còn tạo nền tảng tiêu dùng ổn định, bền vững đối với sản phẩm văn phòng phẩm trong dài hạn.



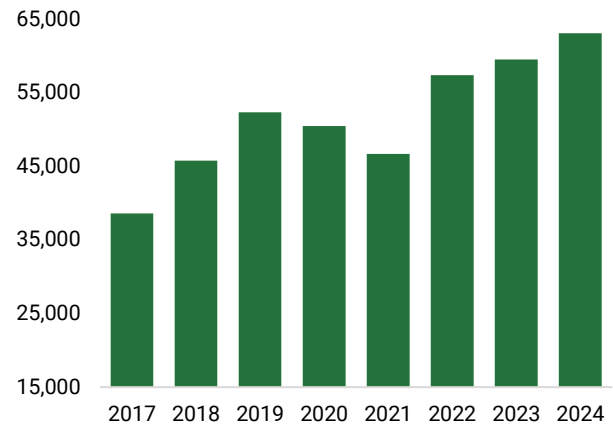
Bên cạnh khối giáo dục, nhu cầu từ khối doanh nghiệp cũng ghi nhận xu hướng tăng trưởng tích cực. Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (GSO), số lượng doanh nghiệp đăng ký thành lập mới hàng năm liên tục tăng, đạt trên 150 nghìn doanh nghiệp trong năm 2024 – vượt mức trung bình trước đại dịch Covid-19. Diễn biến này được kỳ vọng sẽ góp phần mở rộng nhu cầu sử dụng văn phòng phẩm trong môi trường công sở và hành chính. Dù quá trình số hóa diễn ra mạnh mẽ trong nhiều lĩnh vực, vật phẩm văn hóa, giáo dục vẫn giữ được vị thế trong hành vi tiêu dùng của người Việt. Theo Bộ Công Thương (MoIT), doanh thu bán lẻ nhóm sản phẩm này vẫn duy trì mức tăng trưởng ổn định qua các năm. Riêng trong tháng 9/2025, doanh thu bán lẻ vật phẩm văn hóa, giáo dục tăng 11.4% YoY, cho thấy sức tiêu dùng bền vững và vai trò khó thay thế của các sản phẩm truyền thống trong đời sống học tập và văn hóa.

**Hình 14: Số lượng doanh nghiệp đăng ký thành lập mới tại Việt Nam hàng năm (Nghìn DN)**



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

**Hình 15: Doanh thu bán lẻ vật phẩm văn hóa, giáo dục (Tỷ VND)**



Nguồn: MoIT, PHS tổng hợp

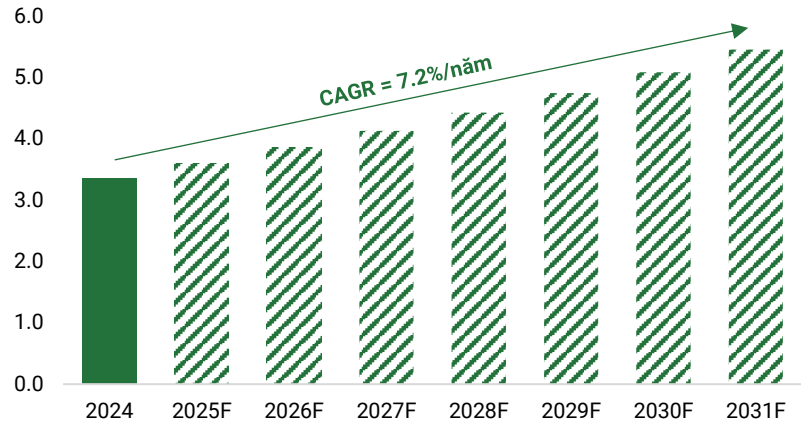
### Thị trường dụng cụ mỹ thuật được kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn toàn ngành

Dụng cụ mỹ thuật hiện chiếm khoảng 18% quy mô toàn ngành văn phòng phẩm. Đây là ngành hàng năng động với đa dạng sản phẩm – từ bút chì màu, cọ vẽ, sơn nước đến các vật liệu thủ công và sáng tạo, phù hợp cho cả nhu cầu học tập, giải trí và nghệ thuật chuyên nghiệp. Theo Cognitive Market Research, quy mô thị trường dụng cụ mỹ thuật toàn cầu năm 2024 ước đạt 14.6 tỷ USD, trong đó khu vực APAC đóng góp khoảng 23% doanh số toàn cầu. APAC cũng được dự báo là khu vực có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất thế giới, với CAGR đạt 7.2%/năm giai đoạn 2024 – 2031F.

Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng này đến từ bốn yếu tố chính: (1) sự chú trọng ngày càng cao của hệ thống giáo dục vào mỹ thuật và hoạt động ngoại khóa, (2) xu hướng sáng tạo lan tỏa mạnh mẽ trên các nền tảng mạng xã hội, (3) sự quan tâm đến các sản phẩm thân thiện với môi trường, và (4) sự phát triển của thương mại điện tử giúp người tiêu dùng tiếp cận dễ dàng hơn. Theo khảo sát của Global Growth Insights, khoảng 38% doanh số dụng cụ mỹ thuật toàn cầu đến từ các trường học, trong khi 41% đến từ các nhà sáng tạo cá nhân, phản ánh rõ xu hướng giải trí sáng tạo và DIY (do-it-yourself). Đáng chú ý, tại khu vực APAC, hơn 44% doanh số được thúc đẩy bởi học sinh và giới trẻ, cho thấy mức độ năng động cao của thị trường,

đồng thời tạo nền tảng tiêu dùng ổn định và lâu dài khi nhu cầu được hình thành từ lứa tuổi nhỏ.

**Hình 16: Dự phóng quy mô thị trường dụng cụ mỹ thuật tại Châu Á – Thái Bình Dương (Tỷ USD)**

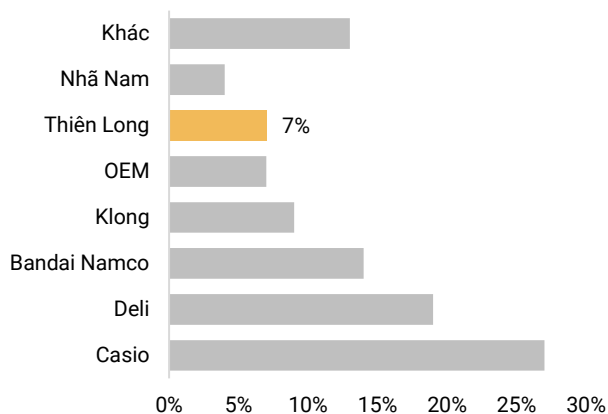


Nguồn: Cognitive Market Research, PHS tổng hợp

Tại Việt Nam, thị trường văn phòng phẩm hiện chứng kiến sự tham gia của nhiều thương hiệu trong và ngoài nước. Các doanh nghiệp nội địa như Thiên Long, Hồng Hà (thành lập năm 1959), Bến Nghé (1984) đã gây dựng được vị thế vững chắc qua nhiều năm hoạt động, khởi đầu được biết đến với các sản phẩm bút viết, sau đó mở rộng sang học cụ, dụng cụ văn phòng. Bên cạnh đó, các thương hiệu ngoại nhập như Kokuyo, Pentel (Nhật Bản) được biết đến với các dụng cụ học tập như bút, tập vở chất lượng cao, hay Deli (Trung Quốc) cũng chiếm thị phần đáng kể với sản phẩm chính là các thiết bị tiện ích cho gia đình. Phân khúc thiết bị tính toán gần như được thống lĩnh bởi thương hiệu Casio (Nhật Bản) nhờ chức năng đa dạng, tốc độ xử lý nhanh.

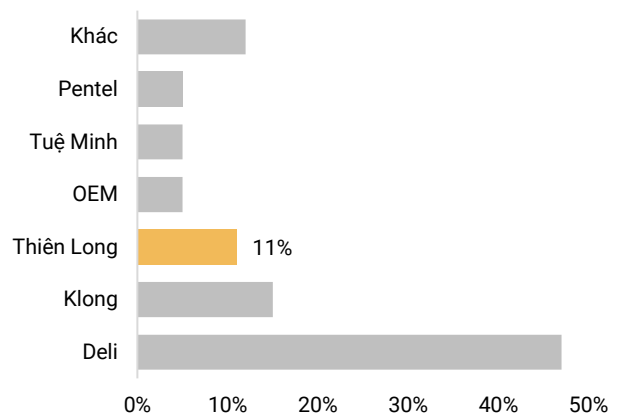
Trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt, mẫu mã đa dạng, chất lượng và giá thành cạnh tranh đang trở thành những yếu tố then chốt quyết định khả năng chiếm lĩnh thị trường. Đây cũng là thách thức lớn đối với các doanh nghiệp Việt, đòi hỏi sự đổi mới về sản phẩm, đầu tư vào nghiên cứu – phát triển (R&D) và mở rộng kênh phân phối để duy trì sức cạnh tranh lâu dài.

**Hình 17: Các thương hiệu văn phòng phẩm có doanh thu cao nhất tại sàn thương mại điện tử (%)**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

**Hình 18: Các thương hiệu văn phòng phẩm có sản lượng bán hàng cao nhất tại sàn thương mại điện tử (%)**



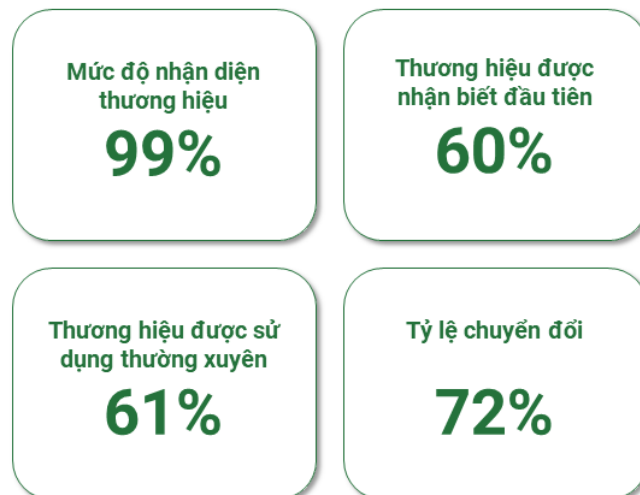
Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

## Điểm nhấn đầu tư

### Vị thế dẫn đầu tại thị trường Việt Nam là nền tảng cốt lõi

TLG là doanh nghiệp tiên phong và hiện đang giữ vị trí số 1 tại Việt Nam trong ngành bút viết với thị phần chiếm đến 60%, theo Forbes Việt Nam. Với lịch sử hơn 4 thập kỷ hoạt động, công ty đã xây dựng được một thương hiệu uy tín, gắn liền với nhiều thế hệ người Việt và trở thành lựa chọn hàng đầu trong lĩnh vực đồ dùng học tập, văn phòng. Theo khảo sát của Ipsos trên 1,200 phụ huynh, học sinh THCS và THPT tại Việt Nam, Thiên Long hiện là thương hiệu văn phòng phẩm được yêu thích nhất với những chỉ số thương hiệu vượt trội so với đối thủ cạnh tranh. Tỷ lệ thương hiệu được nhận biết đầu tiên và tỷ lệ chuyển đổi từ nhận biết sang sử dụng ở mức cao cho thấy sức mạnh thương hiệu không chỉ dừng ở nhận thức mà còn được chuyển hóa thành doanh số thực tế.

**Hình 19: Các chỉ số đo lường thương hiệu Thiên Long**



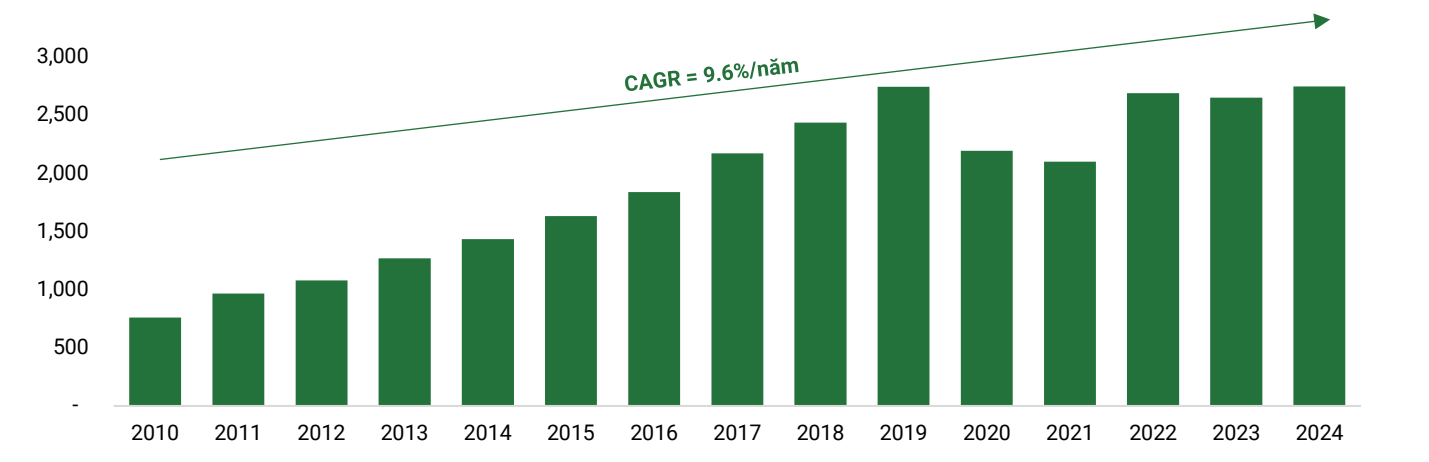
Nguồn: TLG, Ipsos, PHS tổng hợp

Bên cạnh đó, Thiên Long sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp, đảm bảo sản phẩm hiện diện tại 34/34 tỉnh thành trên khắp cả nước. Không chỉ tập trung ở đô thị, mạng lưới của công ty còn len lỏi đến các vùng nông thôn, miền núi, tạo độ phủ sâu và rộng. Đây là lợi thế cạnh tranh quan trọng giúp TLG duy trì vị thế vượt trội trước các đối thủ nội địa nhỏ lẻ cũng như các thương hiệu ngoại nhập. Hệ thống kênh phân phối đa kênh của TLG bao gồm:

- **Kênh truyền thống (GT):** đóng vai trò là trụ cột với hơn 126 nhà phân phối và 55,000 điểm bán lẻ. Nhờ đó, sản phẩm Thiên Long có mặt phổ biến tại các cửa hàng văn phòng phẩm, các cửa hàng bán lẻ nhỏ.
- **Kênh hiện đại (MT):** hiện diện tại gần 3,800 điểm bán như hệ thống siêu thị, chuỗi nhà sách và các cửa hàng tiện lợi trên toàn quốc.
- **Kênh B2B:** cung ứng trực tiếp cho các tổ chức lớn như ngân hàng, công ty, nhà máy, bệnh viện. Đây là kênh mang lại doanh thu ổn định và giúp công ty mở rộng khách hàng doanh nghiệp.
- **Kênh thương mại điện tử:** TLG vận hành website thienlong.vn và hợp tác với các sàn thương mại điện tử lớn như Shopee, Lazada, TikTok Shop giúp gia tăng độ phủ thương hiệu với nhóm khách

hàng trẻ, am hiểu công nghệ, cũng như tận dụng xu hướng dịch chuyển mua sắm trực tuyến tại Việt Nam. Kênh TMĐT cũng đã trở thành động lực tăng trưởng chủ lực của TLG, doanh thu TMĐT năm 2024 chứng kiến mức tăng trưởng vượt kỳ vọng, gần 2.6 lần YoY.

**Hình 20: Doanh thu nội địa TLG qua các năm (Tỷ VND)**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

**Trong giai đoạn 2010 - 2024, TLG duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu nội địa với CAGR đạt 9.6%, bất chấp những biến động kinh tế và xu hướng số hóa tiêu dùng** (không tính đến giai đoạn đại dịch Covid-19). Trong cơ cấu doanh thu, kênh truyền thống vẫn là trụ cột khi đóng góp 57%, bên cạnh sự tăng trưởng tích cực của các kênh hiện đại và thương mại điện tử trong những năm gần đây. Chúng tôi đánh giá vị thế thương hiệu vững chắc, kết hợp cùng quy mô phân phối lớn và danh mục sản phẩm đa dạng phù hợp nhiều phân khúc khách hàng là lợi thế cạnh tranh bền vững của TLG. Đây sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ duy trì tăng trưởng doanh thu trong trung – dài hạn, đồng thời là nền tảng vững chắc để công ty mở rộng ra thị trường quốc tế.

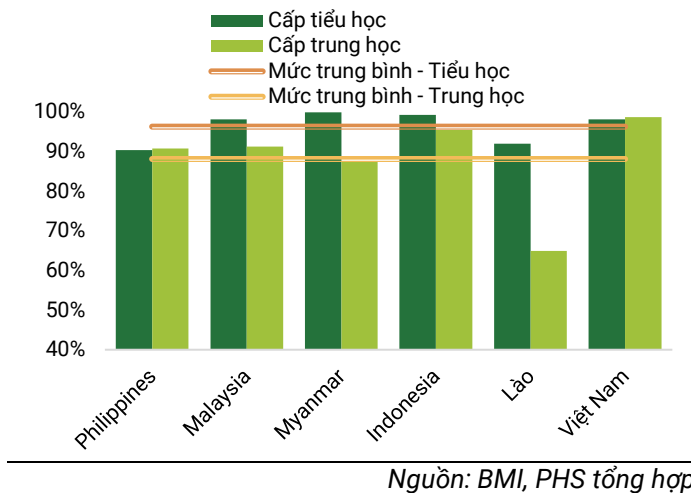
### Vươn mình ra quốc tế - Động lực tăng trưởng dài hạn

Trên thị trường quốc tế, Thiên Long tiếp tục khẳng định vị thế của một tập đoàn văn phòng phẩm hàng đầu châu Á, thể hiện bước tiến mạnh mẽ trong hành trình vươn ra toàn cầu. Doanh thu xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng ấn tượng với CAGR đạt 23.2%/năm trong giai đoạn 2010 – 2024, nhờ chiến lược mở rộng thị trường bài bản: chủ động tham gia các triển lãm quốc tế, tăng cường marketing, nghiên cứu hành vi tiêu dùng, xây dựng mạng lưới phân phối hiệu quả. Hai thương hiệu FlexOffice và Colokit của Thiên Long đã có mặt tại 74 thị trường trên thế giới, đồng thời cung cấp các sản phẩm OEM, ODM và Private Label cho nhiều đối tác quốc tế lớn.

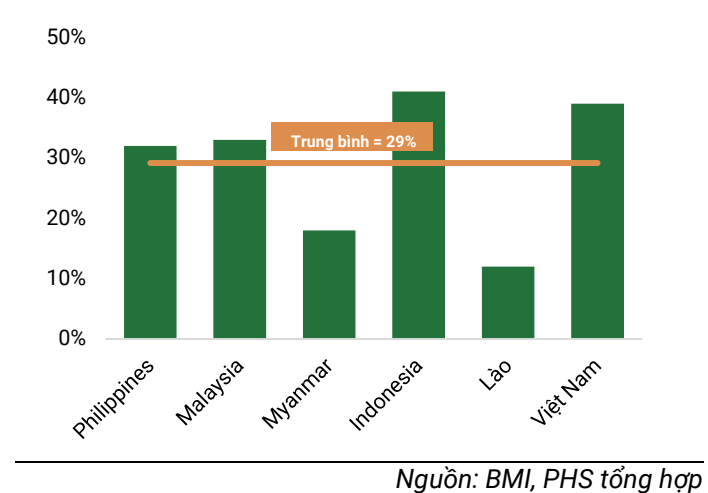
**Từ năm 2025, TLG triển khai chiến lược “Glocalization” – chuyển mình thành doanh nghiệp quốc tế (global) dựa trên nền tảng vững chắc tại thị trường Việt Nam (local).** Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ các thị trường truyền thống tại Đông Nam Á như Philippines, Malaysia, Myanmar, Campuchia – nơi có sự tương đồng về văn hóa, kinh tế với Việt Nam và Thiên Long cũng đã xây dựng được thương hiệu mạnh và độ phủ rộng. Nhu cầu tiêu dùng tại khu vực này được thúc đẩy bởi tỷ lệ nhập học phổ thông cao (88-96% theo BMI), phản ánh mức độ tiếp cận giáo dục phổ cập rộng rãi. Trong khi đó, tỷ lệ nhập học đại học trung bình chỉ đạt khoảng 29%, cho

thấy dư địa mở rộng ở phân khúc học sinh, sinh viên còn lớn. Những chỉ số này cho thấy nhu cầu văn phòng phẩm và đồ dùng học tập tại Đông Nam Á còn nhiều dư địa tăng trưởng dài hạn, gắn liền với sự phát triển giáo dục. Đáng chú ý, theo TLG, thương hiệu FlexOffice tại Philippines đã nằm trong nhóm Top of Mind của người tiêu dùng và được phân phối rộng rãi tại chuỗi Nhà sách Quốc gia Philippines, tạo nền tảng vững chắc để TLG tiếp tục mở rộng thị phần tại quốc gia này.

**Hình 21: Tỷ lệ nhập học bậc tiểu học và trung học tại các quốc gia Đông Nam Á (%)**

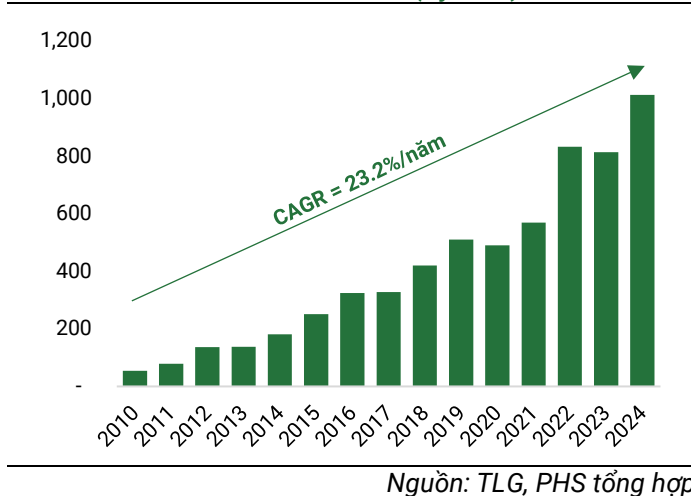


**Hình 22: Tỷ lệ nhập học bậc đại học tại các quốc gia Đông Nam Á (%)**

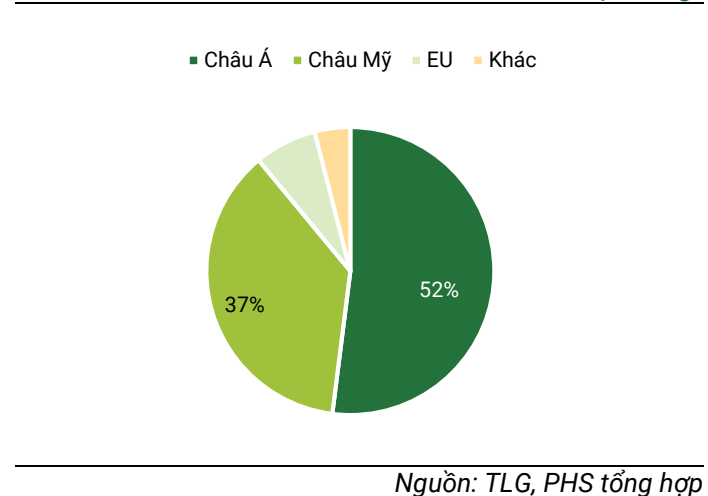


Không chỉ dừng lại ở thị trường truyền thống, TLG còn đẩy mạnh mở rộng sang châu Âu, Trung Đông, châu Phi và Nhật Bản, ghi nhận nhiều kết quả tích cực. Trong năm 2024, doanh thu tại Trung Đông, Nga và Nam Á lần lượt tăng 52%, 118% và 199% YoY, cho thấy nỗ lực đa dạng hóa thị trường đang mang lại hiệu quả rõ rệt. Mảng gia công cũng ghi nhận nhiều tín hiệu khởi sắc khi Thiên Long đầu thầu thành công nhiều đơn hàng mới, mở ra tiềm năng tăng trưởng doanh thu ổn định trong những năm tới.

**Hình 23: Doanh thu xuất khẩu TLG (Tỷ VND)**



**Hình 24: Cơ cấu doanh thu xuất khẩu 2024 theo thị trường**



Tại buổi gặp gỡ nhà đầu tư vào tháng 9/2025, TLG đặt mục tiêu duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu xuất khẩu ở mức 20-25%/năm giai đoạn 2025 - 2027, qua đó nâng tỷ trọng doanh thu từ thị trường nước ngoài lên 35 - 37% vào năm 2027 (so với khoảng 30% năm 2025). Động lực tăng trưởng

đến từ (1) đầu tư thương hiệu và hệ thống phân phối FlexOffice tại Philippines, Indonesia thông qua mô hình liên doanh, (2) mở rộng hợp tác OEM với các đối tác quốc tế mới và (3) đa dạng hóa danh mục sản phẩm xuất khẩu sang các nhóm hàng ngoài bút viết như ba lô, tập, máy tính, giấy. Vào ngày 18/08/2025, TLG đã công bố nghị quyết đầu tư 2.8 triệu USD vào thị trường Philippines nhằm thành lập pháp nhân FlexOffice Philippines, đánh dấu bước đi cụ thể trong chiến lược quốc tế hóa thương hiệu.

Trong bối cảnh Đông Nam Á duy trì nhu cầu học tập ổn định và còn nhiều dư địa tăng trưởng, thị trường văn phòng phẩm trở thành “miếng bánh hấp dẫn” đối với các nhà sản xuất trong khu vực. Các thương hiệu Trung Quốc đang chiếm ưu thế về quy mô và giá thành, trong khi các doanh nghiệp Việt Nam như TLG tập trung vào năng lực R&D, sản phẩm chất lượng cao, thân thiện với môi trường. Với nền tảng thương hiệu vững chắc tại thị trường nội địa, chúng tôi kỳ vọng TLG sẽ củng cố vị thế tại Đông Nam Á và từng bước mở rộng sang các thị trường có tiêu chuẩn cao hơn trong trung và dài hạn.

### Nỗ lực đa dạng hóa danh mục và cải tiến chất lượng sản phẩm

Trong chiến lược phát triển dài hạn, TLG đang thể hiện rõ định hướng đầu tư mạnh mẽ vào hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D), với mục tiêu không chỉ mở rộng danh mục sản phẩm mà còn nâng cao chất lượng nhằm đáp ứng đa dạng nhu cầu của thị trường trong nước và quốc tế. Việc sở hữu hơn 1,000 loại sản phẩm trải rộng từ bút viết, văn phòng phẩm, dụng cụ học sinh đến mỹ thuật đã giúp công ty củng cố vững chắc vị thế dẫn đầu ở các nhóm sản phẩm truyền thống, đồng thời mở ra dư địa tăng trưởng tại các phân khúc mới.

**Hình 25: Các nhóm sản phẩm chính của Thiên Long**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

Năm 2024 đánh dấu bước tiến nổi bật của TLG trong hoạt động đổi mới sản phẩm, với 162 sản phẩm mới như máy tính khoa học Flexio cho học sinh và các dòng Colokit mới như sáp lựa, bút Acrylic Marker, đáp ứng nhu cầu sáng tạo đa dạng. Ở phân khúc cao cấp, TLG ra mắt dòng bút Hoshi, đầu tư vào công nghệ mực êm trơn, kháng nước và các sản phẩm mỹ thuật dễ rửa



sạch, an toàn cho trẻ em, thể hiện định hướng rõ ràng về chất lượng và trải nghiệm người dùng. Công ty đồng thời đẩy mạnh cải tiến bao bì, thiết kế và phát triển sản phẩm thân thiện với môi trường, phản ánh cam kết với xu hướng tiêu dùng bền vững.

Trong sản xuất, Thiên Long chú trọng thiết kế và chế tạo thiết bị sản xuất, từng bước nâng cao tỷ lệ tự động hóa nhằm tối ưu hóa chi phí, giảm giá thành sản phẩm. Tính đến năm 2024, tỷ lệ tự động hóa đạt 78.7% tại Nhà máy Nam Thiên Long và 66.1% tại Nhà máy Thiên Long Long Thành. Chiến lược "Glocalization" cũng được triển khai bài bản, các sản phẩm được tùy biến theo đặc điểm từng thị trường – từ màu sắc, công nghệ đến quy cách đóng gói – giúp tối ưu hóa khả năng thâm nhập và mở rộng thị phần quốc tế. Những nỗ lực này cho thấy TLG không chỉ mở rộng danh mục sản phẩm, mà còn chú trọng nâng cao chất lượng, tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng dài hạn.

### **Thương vụ hợp nhất Nhà sách Phương Nam - Bước đi chiến lược của TLG**

Vào tháng 5/2025, Hội đồng Quản trị Thiên Long đã thông qua việc mua lại cổ phần chi phối tại CTCP Văn hóa Phương Nam (HSX: PNC) – thương hiệu hàng đầu trong lĩnh vực bán lẻ sách tại Việt Nam. Thương vụ được thực hiện thông qua Công ty TNHH MTV Thương mại Dịch vụ Tân Lực Miền Nam (công ty con của TLG), với kế hoạch nhận chuyển nhượng cổ phần từ một số cổ đông hiện hữu của PNC. Tại Đại hội Cổ đông thường niên diễn ra ngày 24/05/2025, cổ đông PNC cũng đã thông qua việc miễn chào mua công khai với giao dịch chuyển nhượng 8,295,507 cổ phần cho Tân Lực Miền Nam, do đó, theo chúng tôi ước tính, TLG sẽ mua lại 76.8% cổ phần PNC.

**Hình 26: Hệ thống nhà sách Phương Nam**



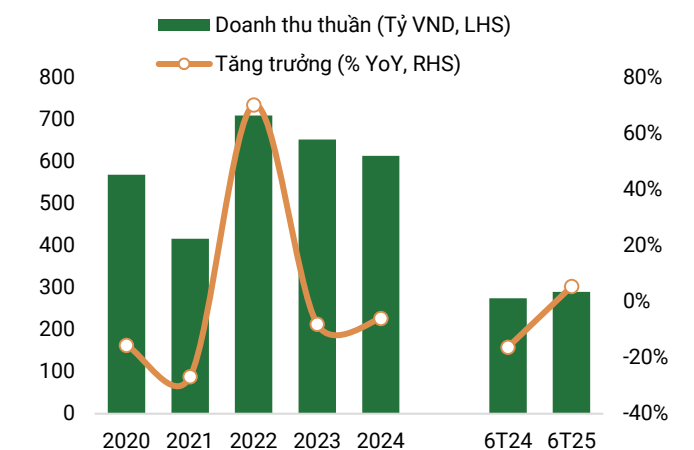
*Nguồn: Nhà sách Phương Nam, PHS tổng hợp*

CTCP Văn hóa Phương Nam (HSX: PNC), thành lập từ năm 1982, hoạt động trong lĩnh vực sản phẩm văn hóa, văn phòng phẩm, in ấn và vận hành chuỗi nhà sách Phương Nam – mảng đóng góp lớn nhất vào doanh thu và lợi nhuận. Công ty sở hữu hệ thống 48 nhà sách, chủ yếu tập trung tại miền Nam và trọng điểm là Tp.HCM. Trong 3 năm gần đây, hoạt động kinh doanh của PNC khá ảm đạm khi doanh thu sụt giảm liên tiếp do ảnh hưởng từ sự bùng nổ của thương mại điện tử. Chi phí mặt bằng và nhân công tăng cao cũng gây áp lực lên lợi nhuận. Dù vậy, KQKD 6T2025 ghi nhận tín hiệu phục hồi nhẹ với doanh thu đạt khoảng 290 tỷ đồng (+5.5% YoY). Biên lợi nhuận ròng 2 năm gần đây duy trì quanh mức 2%/năm – mức hợp lý đối với một doanh nghiệp bán lẻ, dù chịu áp lực chi phí cao.

**Với độ phủ rộng, thương hiệu uy tín và tệp khách hàng trung thành, chúng tôi đánh giá thương vụ thu tóm Phương Nam sẽ mang lại nhiều giá trị chiến lược cho Thiên Long.** Việc sở hữu trực tiếp chuỗi 48 nhà sách Phương Nam giúp Thiên Long mở rộng đáng kể mạng lưới bán lẻ, từ đó thúc đẩy doanh thu nội địa và cải thiện biên lợi nhuận khi cắt giảm bớt các tầng phân phối trung gian khi trực tiếp đưa sản phẩm đến người tiêu dùng. Đồng thời, hệ thống bán lẻ của PNC tạo điều kiện để TLG thử nghiệm, phát triển sản phẩm mới, tăng hiện diện thương hiệu và nắm bắt nhanh xu hướng tiêu dùng. Theo TLG, đầu tư vào PNC là bước đi chiến lược nhằm phát triển ngành hàng mới như đồ chơi và nhóm lifestyle – lĩnh vực công ty đã theo đuổi vài năm gần đây và phù hợp mô hình nhà sách Phương Nam. Trước đây, TLG từng thử nghiệm xây dựng chuỗi bán lẻ riêng như Clever Box và Peektoy, nhưng sau 3 năm chỉ mở được 12 cửa hàng và đang phải đóng một số cửa hàng Clever Box trong năm 2025. Theo đánh giá của chúng, hoạt động kinh doanh nhà sách của PNC được vận hành ở mức tạm ổn với biên lãi gộp đạt 40.8% và biên EBIT đạt 2.6% trong năm 2024. Dù còn chịu áp lực về chi phí, sự tham gia của TLG được kỳ vọng giúp chuỗi nhà sách Phương Nam tối ưu hóa quản trị, nâng cao hiệu quả vận hành và tạo động lực tăng trưởng mới tại thị trường nội địa cho TLG trong giai đoạn tới.

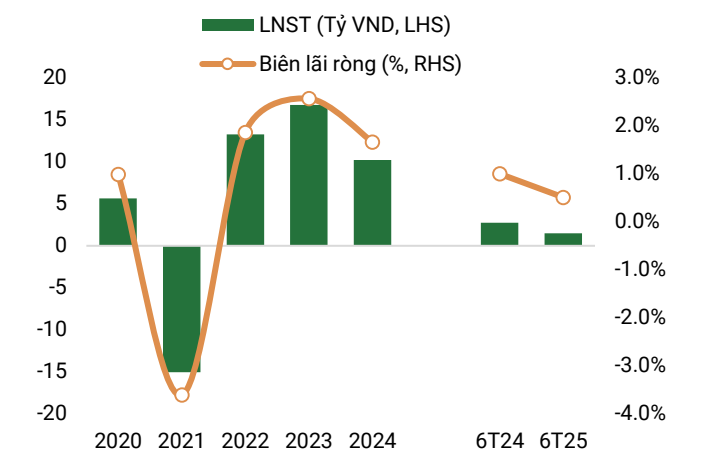
Tuy nhiên, tính đến ngày 30/06/2025, tỷ lệ sở hữu của Tân Lực Miền Nam tại PNC mới đạt 49.49%, thấp hơn mức dự kiến 76.8%. Theo Nghị định 35/2020/NĐ-CP Quy định chi tiết một số điều của Luật Cạnh Tranh, các doanh nghiệp phải thông báo cho Ủy ban Cạnh tranh Quốc gia (VCC) trước khi thực hiện các giao dịch M&A khi (1) tổng tài sản đạt 3,000 tỷ đồng trở lên, (2) tổng doanh thu đạt 3,000 tỷ đồng trở lên, (3) giá trị giao dịch từ 1,000 tỷ đồng trở lên và (4) thị phần kết hợp từ 20% trở lên. Vì vậy, phần cổ phần còn lại tại PNC vẫn đang trong quá trình hoàn tất thủ tục và chờ kết quả thẩm định từ VCC để nâng tỷ lệ lên mức chi phối.

**Hình 27: Doanh thu thuần PNC qua các năm**



Nguồn: PNC, PHS tổng hợp

**Hình 28: Lợi nhuận ròng PNC qua các năm**



Nguồn: PNC, PHS tổng hợp

### Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ chi phí nguyên liệu giảm

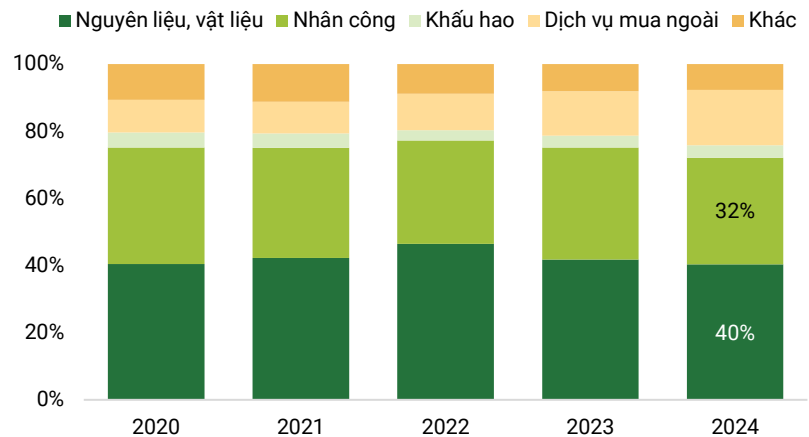
Thiên Long sử dụng các loại hạt nhựa như PE (Polyethylene) và PP (Polypropylene) để sản xuất các sản phẩm văn phòng phẩm như bút bi, vỏ bút, bảng học sinh, bìa hồ sơ, và các dụng cụ học tập khác. Theo chúng tôi ước tính, chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 40% trong cơ cấu chi phí sản xuất năm 2024. Trong đó, hạt nhựa là nguyên vật liệu chính, chiếm gần 25%



giá trị nguyên vật liệu. Do vậy, biến động giá hạt nhựa sẽ tác động đến biên lợi nhuận gộp của TLG.

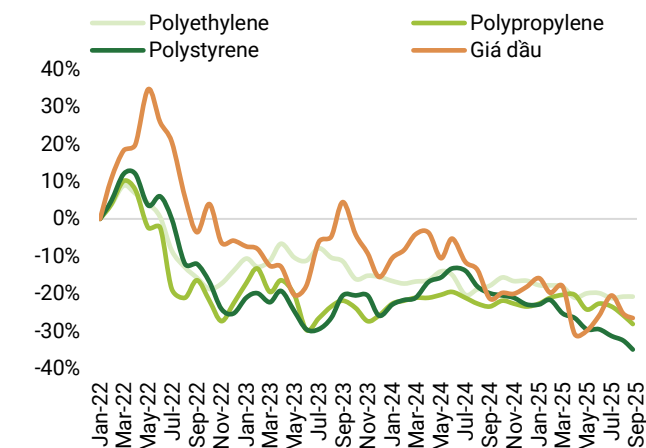
Kể từ đầu năm 2022 đến nay, giá hạt nhựa liên tục sụt giảm cùng chiều với giá dầu và gần như đạt mức thấp nhất trong vòng 4 năm qua. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp của TLG cũng liên tục được cải thiện trong giai đoạn phân tích, đạt mức 44.6% vào năm 2024 so với mức 42.2% trong năm 2021. Đến Q2/2025, biên lãi gộp TLG tăng mạnh lên mức 53.8% (+530 bps YoY) nhờ (1) chi phí hạt nhựa giảm và (2) thay đổi chính sách kế toán phân loại các chi phí hàng khuyến mãi từ giá vốn hàng bán sang chi phí bán hàng. Với xu hướng giảm của giá hạt nhựa vẫn đang duy trì, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của TLG sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2026F.

**Hình 29: Cơ cấu chi phí sản xuất của TLG**



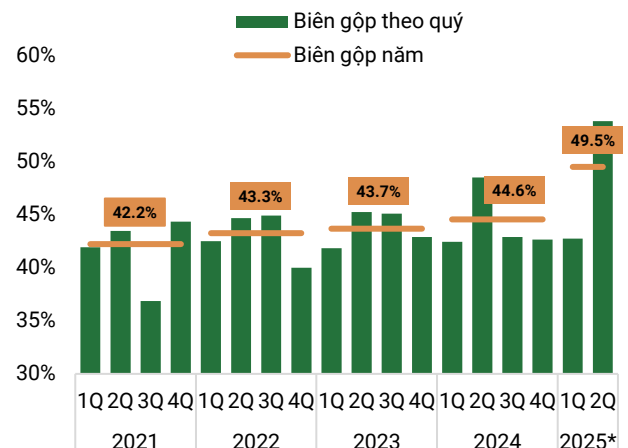
Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

**Hình 30: % Tăng trưởng giá hạt nhựa và giá dầu so với tháng 1/2022**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

**Hình 31: Biên lợi nhuận gộp TLG theo quý**

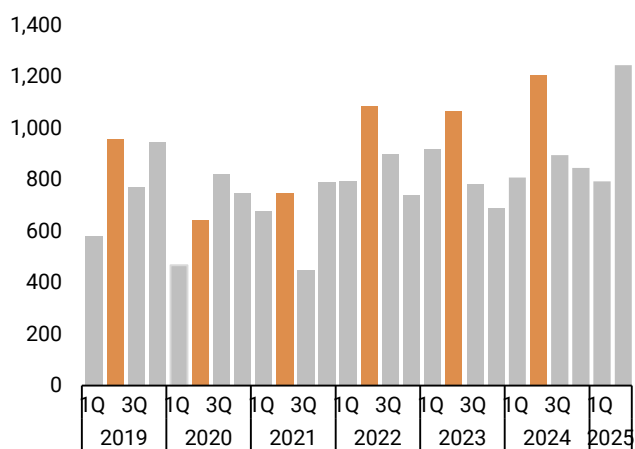


Nguồn: TLG, PHS tổng hợp  
(\* ) Kỳ 6T2025

## Điểm nhấn tài chính

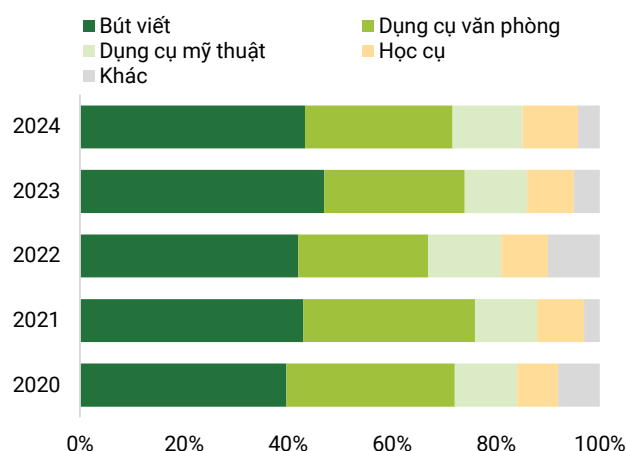
Doanh thu của TLG thể hiện tính mùa vụ rõ ràng khi doanh thu theo quý tăng trưởng mạnh nhất vào Quý 2 hàng năm. Đây cũng là thời điểm các điểm bán lẻ sẽ nhập hàng tồn kho để chuẩn bị cho mùa tựu trường vào tháng 9 hàng năm. Cơ cấu doanh thu của TLG chủ yếu gồm bút viết, với tỷ trọng đạt 43.3% vào năm 2024. Trong khi đó, tỷ trọng dụng cụ mỹ thuật và học cụ lần lượt chiếm 13.5% và 10.7% doanh thu trong năm này. Đồng thời hai nhóm sản phẩm này cũng ghi nhận mức CAGR đạt lần lượt 12.0% và 17.5%, cao hơn mức CAGR trung bình của tổng doanh thu là 8.8%, cho thấy nỗ lực của công ty trong việc đi tìm kiếm động lực tăng trưởng khác ngoài các dòng sản phẩm truyền thống.

**Hình 32: Doanh thu theo các quý (Tỷ VND)**



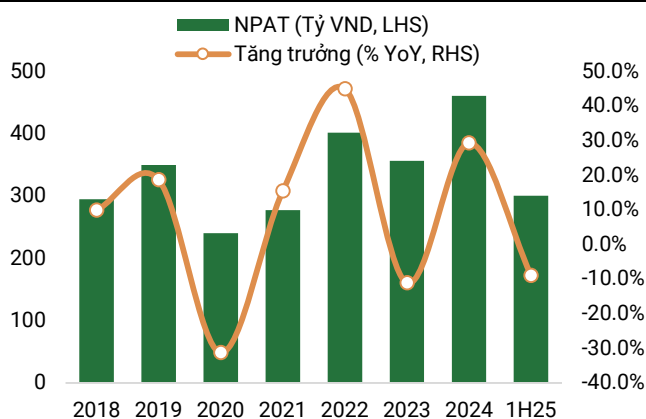
Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

**Hình 33: Cơ cấu doanh thu theo ngành hàng**



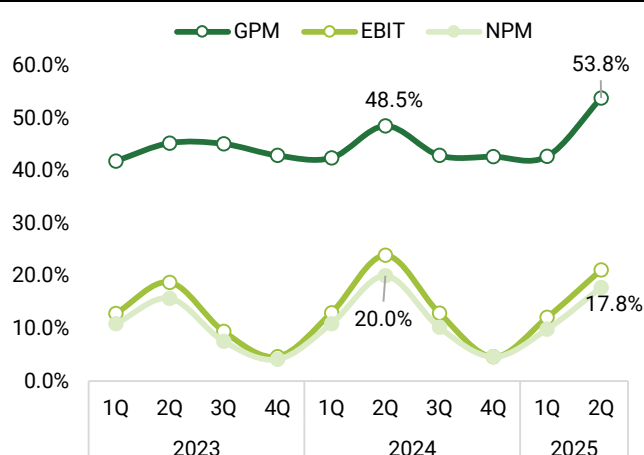
Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

**Hình 34: Tăng trưởng NPAT**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

**Hình 35: Biên lợi nhuận TLG**



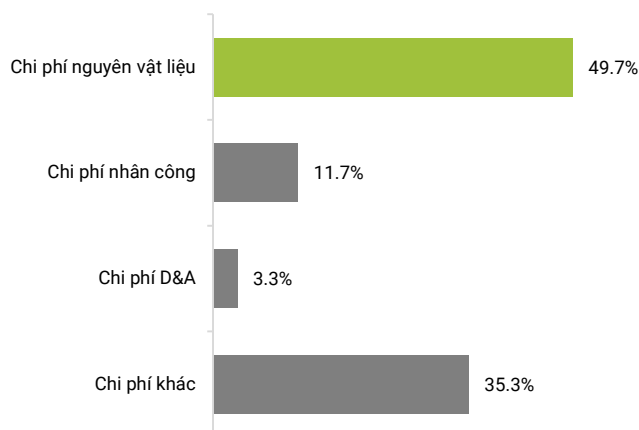
Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

Từ năm 2019 cho đến hiện tại, công ty đã khá kém may mắn khi liên tục gặp phải các cơn gió ngược dẫn đến sự trỗi sụt trong NPAT qua các năm: (i) giai đoạn 2020 - 2021 bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19, trong khi (ii) năm 2023 gắn liền với các diễn biến kinh tế thắt chặt khi lãi suất toàn cầu tăng mạnh, và (iii) gần đây nhất lại gắn liền với các cú sốc của kênh GT và các lo ngại về thuế quan. Biên lợi nhuận của công ty cũng cho thấy tính mùa vụ khi Quý 2 cũng thường ghi nhận mức biên lợi nhuận cao nhất trong các

quý. Điều này chủ yếu đến từ chi phí bán hàng trong quý này thường là thấp nhất trong năm khi nhu cầu tăng cao.

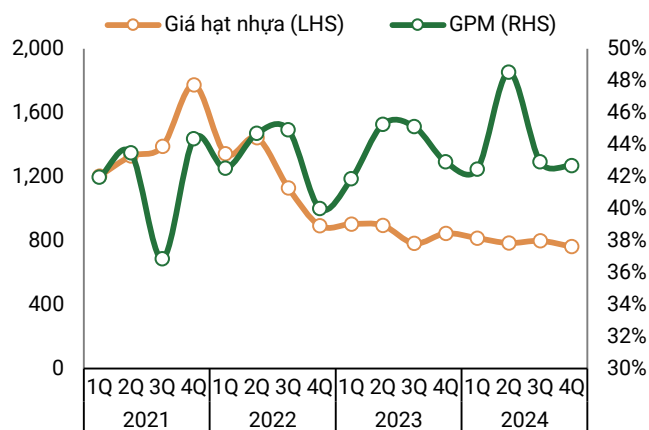
Gần đây nhất công ty đã thay đổi chính sách kế toán của mình khi thay đổi cách phân loại các chi phí hàng khuyến mãi từ giá vốn hàng bán sang chi phí bán hàng. Tác động của thay đổi này là nếu giữ nguyên các yếu tố khác, mức biên lợi nhuận gộp sẽ tăng lên cùng với chi phí bán hàng, và biên ròng cuối kỳ không khác đi. So sánh Q2/2025 với cùng kỳ, biên lợi nhuận gộp tăng 530 điểm phần trăm, trong khi tỷ lệ CPBH/Doanh thu tăng đến 898 điểm phần trăm, dẫn đến biên lợi nhuận ròng đạt 17.8% so với 20.0% của cùng kỳ năm 2024.

**Hình 36: Cơ cấu Giá vốn hàng bán của công ty (năm 2024)**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp

**Hình 37: Tương quan giữa GPM của TLG và giá hạt nhựa**



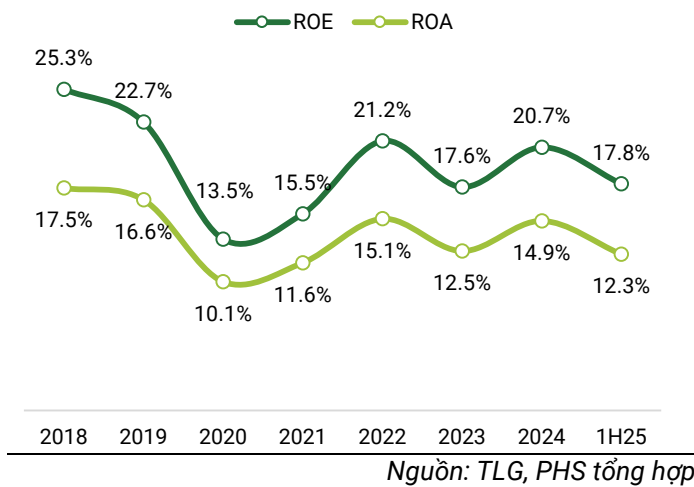
Nguồn: Bloomberg, TLG, PHS tổng hợp

Gần một nửa giá vốn hàng bán của TLG đến từ chi phí nguyên vật liệu, trong đó chi phí hạt nhựa chiếm đến 25% trong chi phí này. Nhìn vào Hình 37, có thể thấy biên gộp của công ty có mối tương quan nghịch với giá hạt nhựa. Biên lợi nhuận gộp của TLG tăng nhẹ từ mức 42.2% vào năm 2021 đến 44.6% vào năm 2024. COGs của công ty đã tăng trung bình 5.9%/năm trong giai đoạn 2020 - 2024, trong khi chi phí nhân công đã giảm trung bình 7.1%/năm trong cùng thời kỳ này nhờ vào mức độ tự động hóa tăng dần trong sản xuất. Tuy nhiên về dài hạn, áp lực cạnh tranh về giá đối với các sản phẩm giá rẻ từ Trung Quốc tràn qua sẽ là một thách thức đối với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Việc mở rộng thị trường sang các nhãn hàng riêng và các dòng sản phẩm mới với đặc tính sản phẩm khác biệt, có tính cạnh tranh cao mới là động lực tăng trưởng bền vững cho TLG. Thực tế, kế hoạch của TLG đang tập trung nhiều vào thị trường xuất khẩu, các đơn hàng OEM góp phần mang lại biên lợi nhuận cao cho công ty.

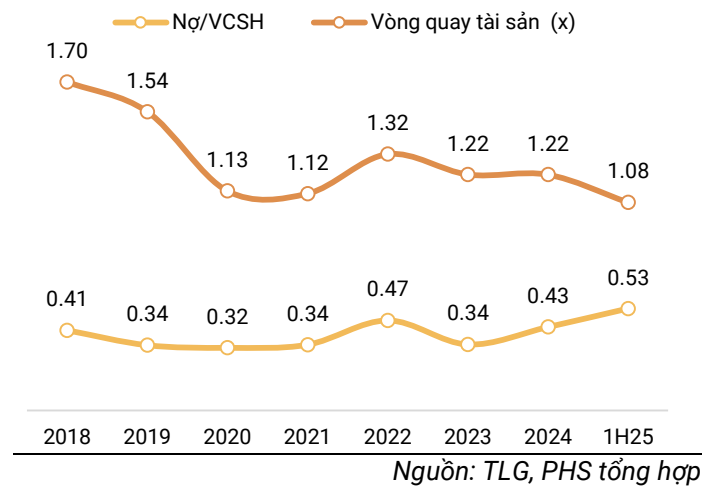
ROE của công ty đang ở trong xu hướng đi xuống, từ mức 25.3% vào năm 2018 xuống chỉ còn 17.8% vào cuối 1H2025. Có thể thấy nguyên nhân chủ yếu đến từ hiệu quả sử dụng tài sản của công ty liên tục đi xuống từ mức 1.7 lần vào năm 2018 xuống chỉ còn 1.08 lần vào cuối Q2/2025. Điều này phần nào cho thấy những khó khăn của công ty trong cạnh tranh kinh doanh và sức ép đến từ các sản phẩm giá rẻ của Trung Quốc. Sau Covid-19, công ty cũng đã phải trải qua nhiều sự trỗi sụt trong kết quả kinh doanh khi hoạt động bán hàng gặp nhiều yếu tố ngoại cảnh bất lợi như chu kỳ tăng lãi suất năm 2023, các thị trường Nepal, Lebanon, Myanmar – từng ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng trong năm 2024 – đang trải qua nhiều bất ổn chính

trị trong năm 2025 và sự hỗn loạn của nền kinh tế thế giới trước các mức thuế quan mới ban bố của Mỹ vào năm 2025.

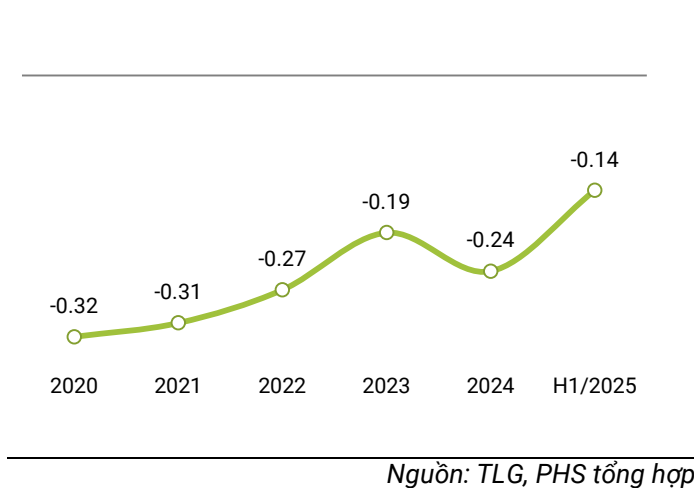
**Hình 38: Hiệu quả hoạt động TLG**



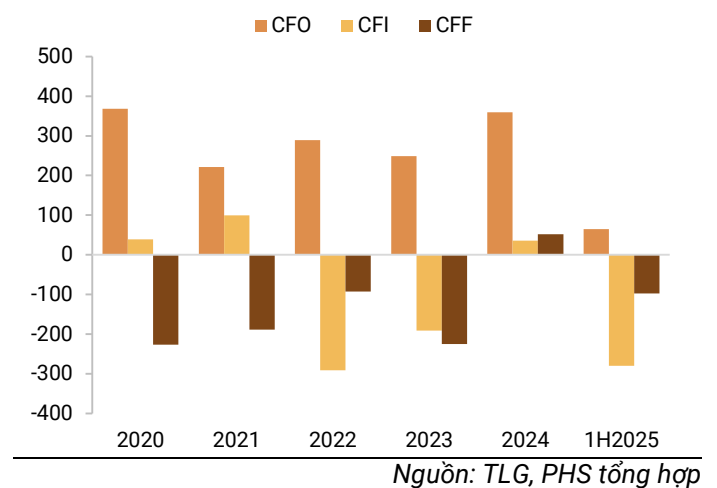
**Hình 39: Vòng quay tài sản & Đòn bẩy (x)**



**Hình 40: Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (x)**



**Hình 41: Dòng tiền (Tỷ VND)**



Điểm mạnh về tài chính lớn nhất của công ty đến từ cơ cấu tài sản lành mạnh, với Nợ ròng liên tục âm trong nhiều năm. Tiền, các khoản tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn (toàn bộ là tiền gửi) chiếm đến 23.2% tổng cơ cấu tài sản tại 1H2025. Cũng tại thời điểm này, tỷ lệ thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh lần lượt đạt mức rất an toàn là 2.31 lần và 1.57 lần. Dòng tiền của công ty cũng vô cùng lành mạnh khi CFO luôn dương trong các năm vừa qua, ngay cả trong 2 năm diễn ra đại dịch Covid-19. Nhìn chung thì khả năng tài chính lành mạnh cộng với mô hình kinh doanh tương đối ổn định này giúp TLG có thể đứng vững trước các cú sốc từ bên ngoài, đồng thời cũng cho công ty khả năng đầu tư vào các dự án sản xuất, M&A tiềm năng. Trong nửa đầu năm 2025, công ty đã chi tiền mạnh cho việc thu mua lại cổ phần nhà sách Phương Nam. Tuy nhiên, mảng kinh doanh nhà sách đang đối mặt với nhiều thách thức, các chuỗi nhà sách như Cá Chép, Nhã Nam, Nhân Văn đã lần lượt thu hẹp quy mô từ năm 2021 đến nay. Việc tham gia M&A vào lĩnh vực này mở ra cơ hội khai thác giá trị thương hiệu lâu đời, nhưng đồng thời cũng đặt ra nhiều rủi ro về hiệu quả vận hành, khả năng thích ứng với xu hướng mới và áp lực chuyển đổi mô hình kinh doanh.

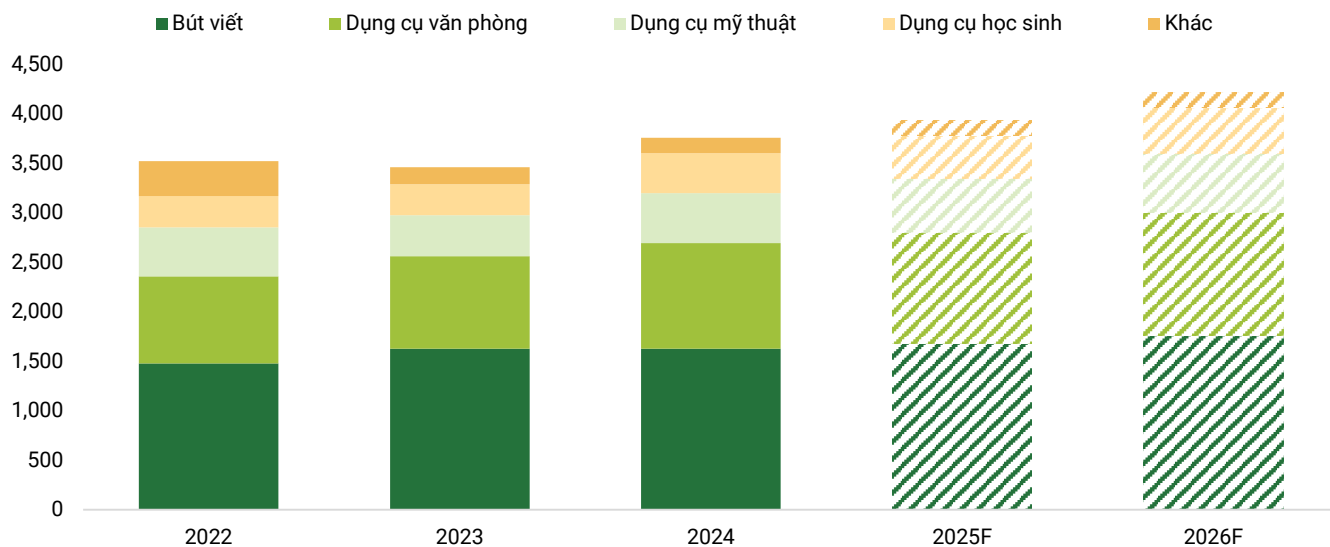
## Dự phóng kết quả kinh doanh 2025F và 2026F

**Bảng 3: Dự phóng KQKD 2025F và 2026F**

| (Tỷ đồng)              | 2024A        | 2025F        | % YoY        | 2026F        | % YoY        | Nhận định                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>3,759</b> | <b>3,935</b> | <b>4.7%</b>  | <b>4,216</b> | <b>7.1%</b>  | Doanh thu thuần năm 2025F/26F ước tính lần lượt tăng 4.7%/7.1% YoY đạt 3,935/4,216 tỷ đồng và CAGR dự kiến đạt 5.7%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F. Trong đó:                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Bút viết               | 1,627        | 1,676        | 3.0%         | 1,760        | 5.0%         | + Mảng bút viết ghi nhận mức tăng trưởng ổn định với CAGR đạt 4.5%/năm trong giai đoạn phân tích do thị trường đã bão hòa. Mức tăng trưởng cho năm 2026F đạt 5.0% YoY nhờ tận dụng hiệu quả hệ thống phân phối của chuỗi nhà sách Phương Nam sau khi hoàn tất thầu tóm.                                                                                                                                                                                                                                      |
| Dụng cụ văn phòng      | 1,066        | 1,130        | 6.0%         | 1,243        | 10.0%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Dụng cụ mỹ thuật       | 507          | 542          | 7.0%         | 597          | 10.0%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Dụng cụ học sinh       | 402          | 430          | 7.0%         | 460          | 7.0%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Khác                   | 157          | 157          | 0.0%         | 157          | 0.0%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <i>Trong đó:</i>       |              |              |              |              |              | + Mảng dụng cụ văn phòng, dụng cụ mỹ thuật và học cụ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực hơn, dựa trên (1) mảng mỹ thuật vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng với CAGR khu vực APAC đạt khoảng 7.2%/năm, (2) TLG mở rộng xuất khẩu thương hiệu FlexOffice, Colokit sang các thị trường Đông Nam Á và (3) chiến lược cải tiến chất lượng sản phẩm nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu học tập và sáng tạo. Chúng tôi dự báo doanh thu nhóm sản phẩm này đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 7.0%/năm trong giai đoạn phân tích. |
| Nội địa                | 2,746        | 2,771        | 0.9%         | 2,878        | 3.8%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Xuất khẩu              | 1,012        | 1,164        | 15.0%        | 1,339        | 15.0%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|                        |              |              |              |              |              | + Chúng tôi cũng kỳ vọng xuất khẩu là động lực quan trọng cho TLG, doanh thu xuất khẩu tăng trung bình 15%/năm, thậm chí hơn một chút so với kế hoạch 20-25%/năm của công ty.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>   | <b>1,675</b> | <b>1,912</b> | <b>14.1%</b> | <b>2,082</b> | <b>8.9%</b>  | Biên lợi nhuận gộp năm 2025F/26F dự kiến tăng 400/80 bps YoY lên mức 48.6%/49.4% dựa trên kỳ vọng chi phí nguyên vật liệu suy giảm, gia tăng tỷ trọng mảng OEM có biên gộp cao, cũng như công ty thay đổi chính sách kế toán như đã nêu trên.                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Chi phí bán hàng       | (770)        | (1,003)      | 30.3%        | (1,074)      | 7.1%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Chi phí QLDN           | (357)        | (374)        | 4.7%         | (401)        | 7.1%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| EBIT                   | 549          | 535          | -2.4%        | 606          | 13.3%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| EBT                    | 587          | 570          | -3.0%        | 647          | 13.6%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>NPAT</b>            | <b>460</b>   | <b>447</b>   | <b>-3.0%</b> | <b>507</b>   | <b>13.6%</b> | Biên lợi nhuận ròng năm 2025F giảm về mức 11.3% do gia tăng chi phí bán hàng, trước khi tăng lên mức 12.0% vào năm 2026F.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

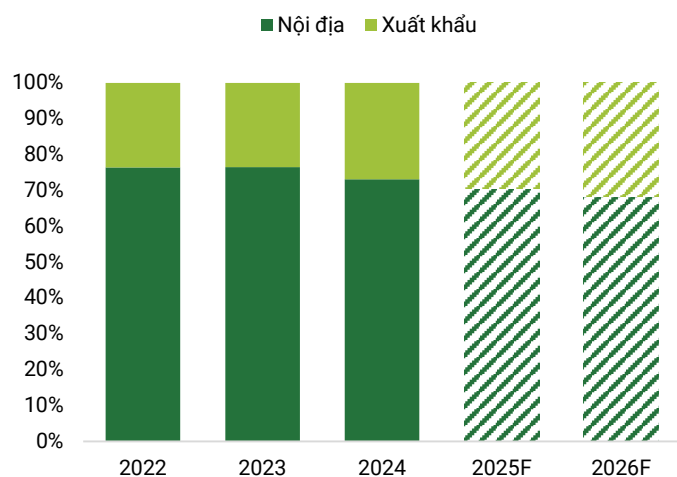
Nguồn: PHS dự phóng

**Hình 42: Dự phóng doanh thu TLG theo ngành hàng (Tỷ VND)**



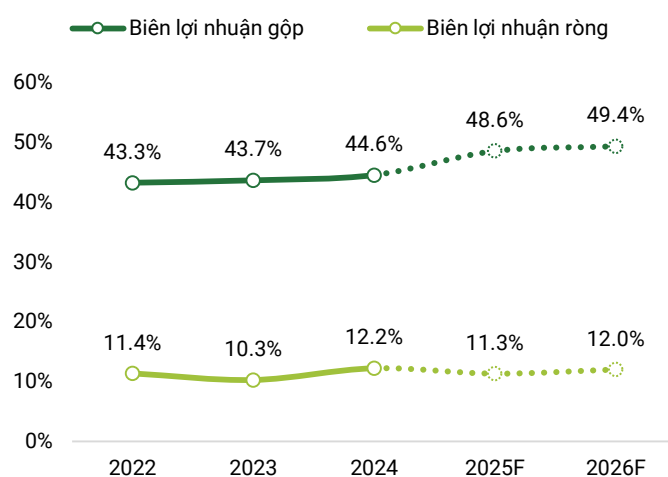
Nguồn: TLG, PHS tổng hợp và dự phóng

**Hình 43: Cơ cấu doanh thu theo thị trường (%)**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp và dự phóng

**Hình 44: Dự phóng biên lợi nhuận (%)**



Nguồn: TLG, PHS tổng hợp và dự phóng



## Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP để định giá cổ phiếu TLG, trong đó, áp dụng phương pháp DCF cho TLG và P/E cho PNC với P/E mục tiêu là 13.6x – tương đương mức trung vị toàn ngành. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý dành cho TLG là 59,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**, tương ứng tiềm năng tăng giá là 10% so với giá đóng cửa ngày 10/10/2025.

**Bảng 4: Tổng hợp định giá (Tỷ VND)**

|                                      | Phương pháp | Tỷ số lựa chọn | Tỷ lệ sở hữu | Lợi nhuận 2025F | Giá trị doanh nghiệp |
|--------------------------------------|-------------|----------------|--------------|-----------------|----------------------|
| TLG                                  | DCF         | N/A            | N/A          |                 | 5,608                |
| PNC                                  | P/E         | 13.6x          | 49.49%       | 8               | 54                   |
| Tổng giá trị doanh nghiệp            |             |                |              |                 | 5,662                |
| Cộng: Tiền                           |             |                |              |                 | 393                  |
| Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn           |             |                |              |                 | (304)                |
| Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số    |             |                |              |                 | (1)                  |
| Tổng giá trị cổ phần                 |             |                |              |                 | 5,751                |
| Số cổ phiếu đang lưu hành (cổ phiếu) |             |                |              |                 | 96,398,933           |
| <b>Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)</b> |             |                |              |                 | <b>59,657</b>        |

**Bảng 5: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2025 đến năm 2029**

| Năm tài chính                    | 2025F      | 2026F      | 2027F      | 2028F      | 2029F      |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Lợi nhuận ròng                   | 447        | 507        | 526        | 560        | 593        |
| Cộng: Chi phí không bằng tiền    | 87         | 109        | 119        | 129        | 138        |
| Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng | (8)        | 30         | 38         | 54         | 30         |
| Trừ: Mua sắm TSCĐ                | 68         | 122        | 128        | 135        | 143        |
| Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế   | 12         | 11         | 10         | 9          | 9          |
| <b>FCFF</b>                      | <b>486</b> | <b>475</b> | <b>488</b> | <b>509</b> | <b>568</b> |

**Bảng 6: Định giá bằng DCF (Tỷ VND)**

|                                                                 |              |
|-----------------------------------------------------------------|--------------|
| Beta                                                            | 0.9          |
| Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)                       | 3.8%         |
| Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)                    | 9.0%         |
| <b>Chi phí sử dụng vốn cổ phần</b>                              | <b>11.9%</b> |
| Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)                            | 3.5%         |
| Thuế suất                                                       | 21.6%        |
| <b>Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)</b>                       | <b>2.7%</b>  |
| E/V                                                             | 0.9          |
| D/V                                                             | 0.1          |
| <b>WACC</b>                                                     | <b>11.4%</b> |
| Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value) (g=2.0%) | 3,713        |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)                           | 1,895        |
| Giá trị doanh nghiệp (EV)                                       | 5,608        |

Nguồn: PHS dự phóng

**Bảng 7: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành**

| Tên công ty                    | Mã            | Vốn hóa (Triệu USD) | P/E LTM      | P/B LTM     |
|--------------------------------|---------------|---------------------|--------------|-------------|
| <b>PHUONG NAM CULTURAL JSC</b> | <b>PNC VN</b> | <b>11.26</b>        | <b>32.0x</b> | <b>1.6x</b> |
| CHINESE UNIVERSE PUBLISHIN-A   | 600373 CH     | 1,951.00            | 33.4x        | 0.8x        |
| THINKINGDOM MEDIA GROUP LT-A   | 603096 CH     | 382.70              | 33.5x        | 1.5x        |
| CHINA KEPEI EDUCATION GROUP    | 1890 HK       | 401.27              | 3.6x         | 0.5x        |
| TIME PUBLISHING AND MEDIA-A    | 600551 CH     | 810.27              | 13.4x        | 1.0x        |
| CHINA SOUTH PUBLISHING -A      | 601098 CH     | 3,096.99            | 13.9x        | 1.4x        |
| SOUTHERN PUBLISHING & MEDI-A   | 601900 CH     | 1,627.36            | 12.2x        | 1.4x        |
| DUZHE PUBLISHING & MEDIA C-A   | 603999 CH     | 520.08              | 56.4x        | 1.9x        |
| CHANGJIANG PUBLISHING & ME-A   | 600757 CH     | 1,450.30            | 9.5x         | 1.1x        |
| <b>Trung vị</b>                |               |                     | <b>13.6x</b> | <b>1.2x</b> |
| <b>Trung bình</b>              |               |                     | <b>21.0x</b> | <b>1.2x</b> |

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

**Hình 45: Diễn biến P/E của TLG giai đoạn 2015 - 2025**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

## Rủi ro

### Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu

Với sản phẩm chính là bút viết, Thiên Long nhập khẩu nhiều loại nguyên liệu như đầu bút, hạt nhựa, mực, ống ruột, lò xo và hóa chất. Nguyên vật liệu chiếm khoảng 40% giá thành sản xuất, trong đó hạt nhựa chiếm gần 25%. Do đó, biến động giá hạt nhựa có thể ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận gộp của công ty.

Để giảm thiểu rủi ro, TLG thường xuyên cập nhật giá nguyên liệu, duy trì quan hệ lâu dài với các nhà cung cấp lớn, so sánh giá chào và đàm phán hợp đồng với mức giá – sản lượng hợp lý. Công ty cũng chủ động xây dựng các kịch bản dự trữ và mua hàng linh hoạt, đảm bảo ổn định hoạt động sản xuất kinh doanh.

### Rủi ro cạnh tranh

Ngành văn phòng phẩm đang đối mặt với áp lực cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm giá rẻ của Trung Quốc và sự thay đổi trong thói quen tiêu dùng như mua sắm trực tuyến, chuyển dịch sang các sản phẩm công nghệ thay thế đồ dùng truyền thống. Điều này có thể ảnh hưởng đến thị phần và biên lợi nhuận của Thiên Long. Tuy nhiên, công ty đang ứng phó bằng cách đa dạng hóa danh mục, đầu tư R&D, tạo ra những sản phẩm có mẫu mã đẹp, khác biệt, chất lượng vượt trội và mở rộng thị trường xuất khẩu nhằm giảm phụ thuộc vào thị trường nội địa.

### Rủi ro tỷ giá

TLG thường xuyên nhập khẩu nhiều nguyên vật liệu từ nước ngoài, đặc biệt là hạt nhựa và máy móc thiết bị nên hoạt động sản xuất kinh doanh của Thiên Long chịu tác động không nhỏ từ sự biến động của tỷ giá hối đoái, đặc biệt là tỷ giá VND/USD và tỷ giá VND/JPY. Dù vậy, khoảng 27% doanh thu của TLG đến từ hoạt động xuất khẩu, do đó biến động tỷ giá có thể tác động hai chiều.

### Rủi ro suy yếu sức mua

Là doanh nghiệp trong ngành hàng tiêu dùng không thiết yếu, Thiên Long có thể chịu ảnh hưởng từ việc cắt giảm chi tiêu của người dân trong bối cảnh kinh tế biến động hoặc lạm phát tăng cao. Bên cạnh đó, sự bão hòa của thị trường trong nước khiến tăng trưởng tiêu thụ khó bứt phá. Để giảm thiểu rủi ro này, TLG tập trung mở rộng xuất khẩu, phát triển sản phẩm mới hướng đến phân khúc cao cấp và tăng cường hệ thống bán lẻ thông qua thương vụ hợp nhất Phương Nam, nhằm duy trì tăng trưởng ổn định trong dài hạn.

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

| Kết quả kinh doanh          | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần             | 3,521        | 3,462        | 3,759        | 3,935        | 4,216        |
| Giá vốn hàng bán            | (1,997)      | (1,949)      | (2,083)      | (2,023)      | (2,135)      |
| Lợi nhuận gộp               | 1,524        | 1,513        | 1,675        | 1,912        | 2,082        |
| Chi phí bán hàng            | (739)        | (741)        | (770)        | (1,003)      | (1,074)      |
| Chi phí QLDN                | (319)        | (347)        | (357)        | (374)        | (401)        |
| Lợi nhuận từ HĐKD           | 466          | 425          | 549          | 535          | 606          |
| Thu nhập tài chính, ròng    | 33           | 23           | 30           | 22           | 27           |
| Lãi/Lỗ từ công ty liên kết  | -            | (4)          | 1            | 4            | 6            |
| Thu nhập khác               | 8            | 8            | 7            | 8            | 8            |
| Lợi nhuận trước thuế        | 507          | 452          | 587          | 570          | 647          |
| Lợi nhuận sau thuế          | 401          | 356          | 460          | 447          | 507          |
| LNST của cổ đông Công ty mẹ | 401          | 359          | 462          | 447          | 507          |
| Cân đối kế toán             | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
| <b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>     | <b>2,133</b> | <b>2,074</b> | <b>2,671</b> | <b>2,567</b> | <b>2,781</b> |
| Tiền và tương đương tiền    | 405          | 243          | 700          | 669          | 788          |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn   | 360          | 447          | 361          | 393          | 422          |
| Phải thu ngắn hạn           | 331          | 380          | 606          | 630          | 675          |
| Hàng tồn kho                | 914          | 832          | 785          | 726          | 721          |
| Tài sản ngắn hạn khác       | 123          | 172          | 219          | 149          | 176          |
| <b>Tài Sản Dài Hạn</b>      | <b>736</b>   | <b>734</b>   | <b>689</b>   | <b>676</b>   | <b>702</b>   |
| Phải thu dài hạn            | 12           | 13           | 15           | 13           | 15           |
| Tài sản cố định             | 478          | 576          | 528          | 496          | 488          |
| Bất động sản đầu tư         | -            | -            | -            | -            | -            |
| Chi phí xây dựng dở dang    | 103          | 8            | 20           | 18           | 37           |
| Đầu tư tài chính dài hạn    | 59           | 63           | 64           | 56           | 66           |
| Tài sản dài hạn khác        | 83           | 75           | 61           | 92           | 95           |
| Lợi thế thương mại          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>    | <b>2,869</b> | <b>2,808</b> | <b>3,360</b> | <b>3,243</b> | <b>3,483</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>          | <b>911</b>   | <b>714</b>   | <b>1,012</b> | <b>701</b>   | <b>682</b>   |
| Nợ ngắn hạn                 | 831          | 660          | 986          | 678          | 661          |
| Nợ dài hạn                  | 80           | 55           | 27           | 23           | 20           |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>       | <b>1,958</b> | <b>2,094</b> | <b>2,348</b> | <b>2,542</b> | <b>2,802</b> |
| Vốn điều lệ                 | 778          | 786          | 865          | 964          | 964          |
| Lợi ích cổ đông thiểu số    | 1            | 0            | (1)          | (1)          | (1)          |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>       | <b>2,869</b> | <b>2,809</b> | <b>3,360</b> | <b>3,243</b> | <b>3,483</b> |

| Lưu chuyển tiền tệ                     | 2022A | 2023A  | 2024A | 2025F | 2026F |
|----------------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh | 289   | 249    | 359   | 519   | 562   |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư     | (291) | (191)  | 36    | (103) | (139) |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính  | (92)  | (225)  | 52    | (447) | (303) |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ         | (94)  | (167)  | 447   | (31)  | 119   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ         | 503   | 405    | 243   | 700   | 669   |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ        | 405   | 243    | 700   | 669   | 788   |
| Chỉ số tài chính                       | 2022A | 2023A  | 2024A | 2025F | 2026F |
| <b>Tăng trưởng</b>                     |       |        |       |       |       |
| Doanh thu                              | 32.0% | -1.7%  | 8.6%  | 4.7%  | 7.1%  |
| Lợi nhuận sau thuế                     | 44.9% | -11.2% | 29.2% | -3.0% | 13.6% |
| Tổng tài sản                           | 17.3% | -2.1%  | 19.6% | -3.5% | 7.4%  |
| Tổng vốn chủ sở hữu                    | 7.2%  | 7.0%   | 12.2% | 8.2%  | 10.2% |
| <b>Khả năng sinh lời</b>               |       |        |       |       |       |
| Tỷ suất lãi gộp                        | 43.3% | 43.7%  | 44.6% | 48.6% | 49.4% |
| Tỷ suất EBITDA                         | 15.8% | 14.9%  | 17.2% | 16.2% | 17.0% |
| Tỷ suất lãi ròng                       | 11.4% | 10.3%  | 12.2% | 11.3% | 12.0% |
| ROA                                    | 15.1% | 12.5%  | 14.9% | 13.5% | 15.1% |
| ROE                                    | 21.2% | 17.6%  | 20.7% | 18.3% | 19.0% |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>              |       |        |       |       |       |
| Số ngày phải thu                       | 34.5  | 40.6   | 58.7  | 58.7  | 58.7  |
| Số ngày tồn kho                        | 265.9 | 285.9  | 289.8 | 289.8 | 287.7 |
| Số ngày phải trả                       | 43.4  | 38.6   | 47.0  | 47.0  | 47.0  |
| <b>Khả năng thanh toán</b>             |       |        |       |       |       |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời           | 2.6   | 3.1    | 2.7   | 3.8   | 4.2   |
| Tỷ suất thanh toán nhanh               | 1.5   | 1.9    | 1.9   | 2.7   | 3.1   |
| <b>Cấu trúc tài chính</b>              |       |        |       |       |       |
| Tổng nợ/Tổng tài sản                   | 0.3   | 0.3    | 0.3   | 0.2   | 0.2   |
| Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu                 | 0.5   | 0.3    | 0.4   | 0.3   | 0.2   |
| Vay ngắn hạn/VCSH                      | 0.1   | 0.1    | 0.2   | 0.1   | 0.1   |
| Vay dài hạn/VCSH                       | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   | -     |

(Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng)

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Dương Trung Hoa, Chuyên viên phân tích cao cấp** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**MUA:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

**TĂNG TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

**NẮM GIỮ:** Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

**BÁN:** Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

**KHÔNG XẾP HẠNG:** Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

## Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,  
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM

**Điện thoại:** (84-28) 5 413 5479

**Customer Service:** 1900 25 23 58

**E-mail:** info@phs.vn / support@phs.vn

**Fax:** (84-28) 5 413 5472

**Call Center:** (84-28) 5 413 5488

**Web:** www.phs.vn

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby  
81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 535 6060

**Fax:** (+84-28) 3 535 2912

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4, D&D Tower,  
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ,  
Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 820 8068

**Fax:** (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,  
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa,  
Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 813 2401

**Fax:** (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,  
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Thanh Xuân, Hà  
Nội

**Phone:** (+84-24) 6 250 9999

**Fax:** (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,  
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải  
Phòng

**Phone:** (+84-22) 384 1810

**Fax:** (+84-22) 384 1801