Báo cáo cổ phiếu: TLG

Q3/2026: LNST cổ đông mẹ ~89 tỷ (+17%), xuất khẩu kéo doanh thu, biên xuất khẩu và lỗ liên kết kìm lợi nhuận

CTCP Tập đoàn Thiên Long (HOSE: TLG) · Mô hình lợi nhuận quý theo mảng nội địa – xuất khẩu, bóc tách thay đổi ghi nhận hỗ trợ thương mại từ 05/2025, tỷ giá và vay nợ, ba kịch bản và cầu nối so với cùng kỳ · dữ liệu chốt 02/10/2026 · giá tham chiếu 54,2 nghìn đồng (01/10/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST CĐ MẸ 6T/2026	DOANH THU 8T/2026	DT 7–8/2026 (SUY)	TỶ TRỌNG XUẤT KHẨU 6T/26	TIỀN + TIỀN GỬI – VAY	LNST CĐ MẸ Q3/2026F
314,8	3.183	829	31%	+250	89
tỷ đồng · **+4%**	tỷ đồng · **+13%**	tỷ · **+6,7%** cùng kỳ	XK +23%, biên 32,9%	tỷ · 30/06/2026	dải 80%: 67–130 tỷ

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ (CƠ SỞ, P/E – P/B 50/50)	VÙNG KỊCH BẢN	P/E LÕI TRƯỢT · P/B
NẮM GIỮ	54,2	51,7 nghìn đ (–5%)	45,3 – 58,2	12,1x · 2,06x

Giữ tỷ trọng hiện có, không mua mới trên 52 nghìn. Giá đang cao hơn giá trị cơ bản khoảng 5%, phần chênh do kỳ vọng chào mua công khai của Kokuyo (tối đa 18,19%, dự kiến tháng 10–11/2026; giá công bố 82.000 đ/cp ngày 05/12/2025, giá cuối cùng chưa chốt sau các đợt chia cổ tức). Nếu mọi cổ đông tự do cùng đăng ký, tỷ lệ phân bổ tối thiểu ~34%, giá trị kỳ vọng ~58–62 nghìn đ. **Tích lũy** ≤ 52 nghìn. **Chốt lời một phần** > 58 nghìn khi chưa có giá chào mua chính thức. **Hạ xuống THEO DÕI** nếu thương vụ bị hoãn hoặc biên gộp xuất khẩu Q3 < 31%.

KẾT LUẬN

Kịch bản cơ sở cho LNST cổ đông mẹ Q3/2026 là **89,0 tỷ (+17% so với cùng kỳ, –55% so với Q2/2026)**, dải 80% 67–130 tỷ. Doanh thu tháng 7–8 đã biết (+6,7%), nên rủi ro chính nằm ở biên chứ không ở doanh thu: biên gộp xuất khẩu giảm 3,4 điểm và lỗ liên kết lấy đi ~15 tỷ trước thuế so với cùng kỳ.

Q3 luôn thấp hơn Q2 (2022–2025: 34–56% LN Q2) vì chi phí xúc tiến mùa tựu trường. Từ 05/2025, các khoản hỗ trợ này được ghi vào chi phí bán hàng thay vì trừ doanh thu, nên biên gộp báo cáo đẹp hơn ~6 điểm mà lợi nhuận không đổi.

NỘI ĐỊA (~74% DT)

939 tỷ DT Q3/26F · +4,1%

- Biên gộp ~53,8%; CPBH dồn ở mảng này
- 7–8/2026 chỉ +4,1%: thị trường bão hòa
- Giữ giá bán năm 2026 để giữ kênh

XUẤT KHẨU (~26% DT)

325 tỷ DT Q3/26F · +15%

- OEM và FlexOffice kéo tăng trưởng
- Biên gộp 32,9% (6T/25: 36,4%)
- Philippines hợp nhất 70% từ 07/07/2026

TỶ GIÁ, VAY VÀ KHOẢN MỘT LẦN

585 tỷ vay · lãi 6,1–7,2%

- Tài sản ròng USD: 1% VND mất giá ≈ +1,1 tỷ
- Vay 100% VND, không có nợ ngoại tệ
- Thoái vốn PNC, Pega: tối đa +9,4 tỷ (chưa tính)

1 Mô hình kinh doanh và chuỗi giá trị: tự sản xuất giữ biên gộp, kênh phân phối là lợi thế và cũng là chi phí lớn nhất

Mô hình kinh doanh (Business Model Canvas)

PHÂN KHÚC KHÁCH HÀNG

- Học sinh, sinh viên: dụng cụ học tập, viết, vẽ
- Văn phòng, doanh nghiệp, cơ quan: lưu trữ, giấy tờ, bút ký
- Trẻ em, người sáng tạo: dụng cụ mỹ thuật
- Xuất khẩu B2B/B2C: 75 quốc gia, trọng tâm Đông Nam Á; OEM cho Mỹ, EU, Nhật

ĐỊNH VỊ GIÁ TRỊ

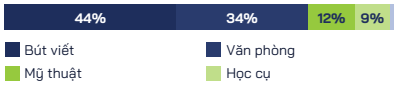
- Danh mục toàn diện, đủ các tầm giá từ bình dân đến cao cấp
- Chất lượng, an toàn chuẩn quốc tế; giá cạnh tranh nhờ tự sản xuất
- Có mặt gần như mọi góc phố, trường học

DÒNG DOANH THU (6T/2026: 2.354 TỶ)

Nội địa: GT, MT, TMĐT, B2B — 69%

Xuất khẩu: OEM/ODM, FlexOffice, Colokit — 31%

Nhóm hàng (2021, lần cuối công bố):



Bút viết · Văn phòng · Mỹ thuật · Học cụ

THƯƠNG HIỆU VÀ DANH MỤC CỐT LÕI

Thiên Long	Bizner	Điểm 10	Colokit	FlexOffice
bút viết phổ thông	bút ký, VPP cao cấp	dụng cụ học sinh	mỹ thuật, sáp màu	VPP, lưu trữ; XK

NGUỒN LỰC THEN CHỐT

- Nhà máy Tân Tạo, Long Thành; tự chủ mực, đầu bút, khuôn
- Mạng lưới phân phối toàn quốc; thương hiệu nhiều thế hệ

CẤU TRÚC CHI PHÍ (2025, % DT)

- Giá vốn 50%, trong đó NVL ~70% giá thành sản xuất
- CPBH 30% (gồm hỗ trợ kênh từ 05/2025); QLDN 8%

Nguồn: BCTN 2019–2025, BCTC 2025 và bán niên 2026 (thuyết minh bộ phận); tài liệu giới thiệu doanh nghiệp, AAS tổng hợp. Cơ cấu nhóm hàng là năm 2021 (lần cuối công bố). Cấu trúc chi phí tính trên DT thuần 2025.

Chuỗi giá trị: TLG tự làm từ R&D đến kênh bán lẻ

Hoạt động · Ô vàng: chỉ tiêu tài chính chịu ảnh hưởng

1 R&D và thiết kế	2 Cung ứng và sản xuất	3 Hậu cần và kho	4 Kênh bán hàng	5 Thương hiệu
Tự chủ công thức mực, khuôn mẫu, đầu bút bi	NVL ~70% giá thành; hạt nhựa ~25% NVL	Trung tâm phân phối, kho thông minh (ERP, WMS)	GT: nhà phân phối, đại lý, điểm bán toàn quốc	Thiên Long, Điểm 10, Colokit, FlexOffice, Bizner
Thiết kế công thái học; chuẩn REACH, EN71	Nhà máy Tân Tạo, Long Thành; tự động hóa cao	Tích trữ trước mùa tựu trường Q2–Q3	MT và TMĐT: siêu thị, nhà sách, sàn	Chương trình cộng đồng ngành giáo dục
	Tự sản xuất linh kiện, giảm nhập khẩu	Tồn kho 1.058 tỷ (30/06/2026)	B2B và xuất khẩu: 75 quốc gia	Thị phần bút viết nội địa ~60%
Kiểm soát chất lượng, chi phí	**Biên gộp, tỷ giá**	**Vốn lưu động, vay theo mùa**	**Chi phí kênh = CPBH ~25% DT**	**Rào cản cạnh tranh**

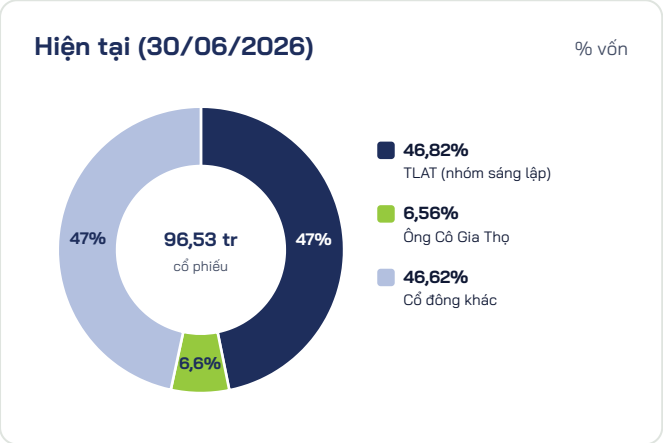
Nguồn: tài liệu giới thiệu doanh nghiệp; BCTN 2022–2024 (NVL ~70% giá thành, hạt nhựa ~25% NVL; thị phần bút ~60%); BCTN 2025 (75 quốc gia); BCTC bán niên 2026. Các mô tả về tỷ lệ tự động hóa, số điểm bán, hệ thống ERP/WMS chưa đối chiếu với BCTC, AAS tổng hợp.

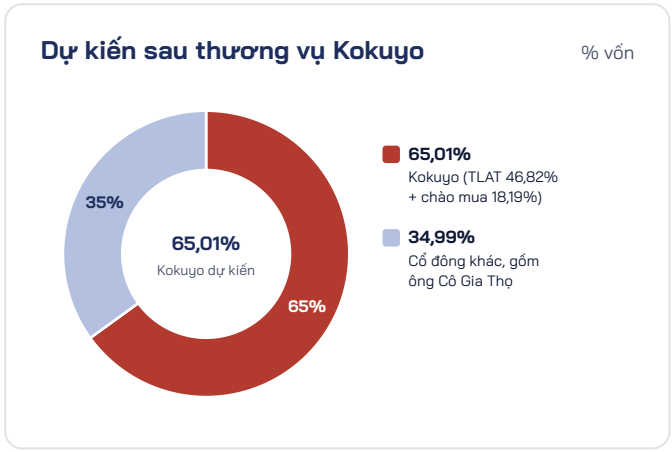
- **Vì sao biên gộp cao (~50%):** TLG tự làm mực, đầu bút, khuôn và linh kiện, nên giá vốn chủ yếu là nhựa, nhân công và khấu hao. Biên gộp nội địa ~54–57% so với xuất khẩu ~33–36%, vì hàng nội địa bán theo thương hiệu, còn xuất khẩu có phần lớn là OEM.
- **Vì sao chi phí bán hàng là biến số chính của lợi nhuận:** lợi thế của TLG là phủ kênh truyền thống toàn quốc, nhưng để giữ kênh, công ty phải chi hỗ trợ nhà phân phối và tiếp thị. Từ 05/2025, phần này nằm trong CPBH (~30% DT).

Q4/2022 và Q3/2025 là hai quý LN giảm mạnh vì chi kênh tăng.

- **Vì sao lợi nhuận theo mùa:** nhu cầu học sinh dồn vào mùa tựu trường (Q2–Q3), nên công ty tích trữ hàng và vay ngắn hạn trước mùa (tồn kho 1.058 tỷ, vay 585 tỷ tại 30/06/2026), rồi thu tiền và trả nợ vào cuối năm.
- **Xuất khẩu là động lực tăng trưởng:** nội địa tăng chậm (CAGR ~3% giai đoạn 2018–2025), còn xuất khẩu tăng từ 420 tỷ (2018) lên 1.185 tỷ (2025), chiếm 31% DT 6T/2026. Đổi lại, xuất khẩu có biên thấp hơn và chịu cạnh tranh từ hàng Trung Quốc.

Cơ cấu cổ đông: Kokuyo dự kiến nắm 65,01% sau thương vụ





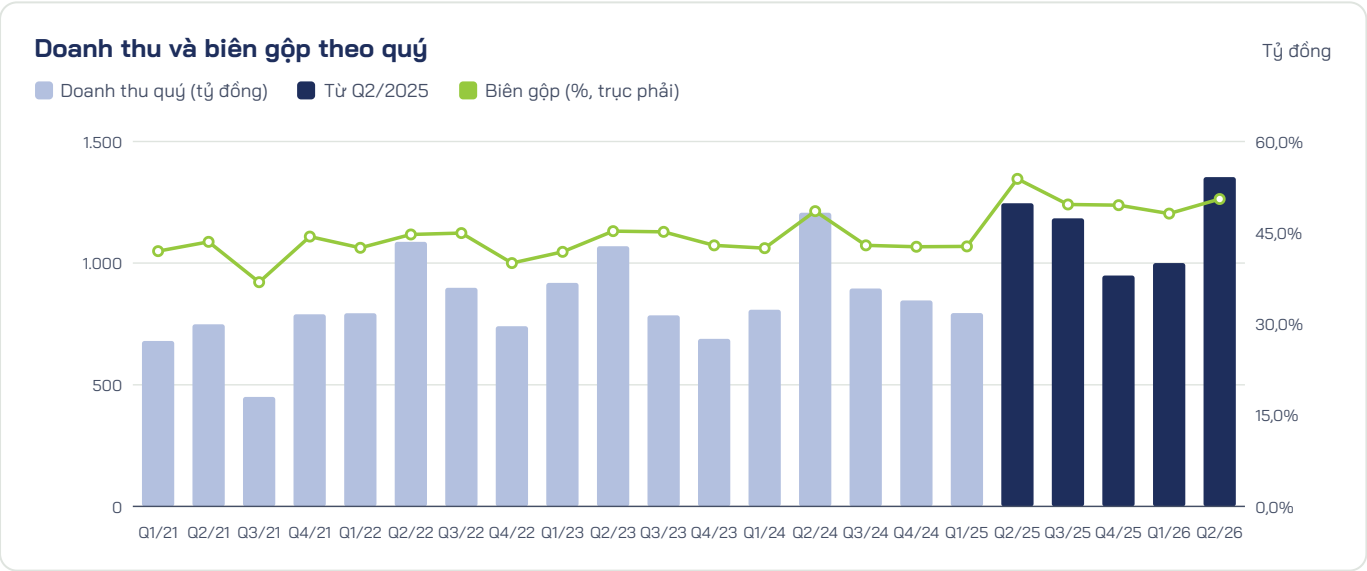
Nguồn: BCTC bán niên 2026, thuyết minh 21 (96.528.340 cổ phiếu); công bố của Kokuyo (05/12/2025, 01/10/2026). Cơ cấu sau thương vụ là dự kiến: Kokuyo mua 100% TLAT rồi chào mua công khai tối đa 18,19%; tỷ lệ thực tế phụ thuộc lượng cổ phiếu đăng ký bán.

- **Hiện tại:** TLAT (nhóm sáng lập) nắm 46,82%, ông Cô Gia Thọ 6,56%, cổ đông khác 46,62%. CĐKKS trên BCTC hợp nhất rất nhỏ (công ty con gần như sở hữu 100%, trừ ICCO Malaysia 60% và Flexoffice Philippines 70%).
- **Sau thương vụ:** Kokuyo, tập đoàn văn phòng phẩm Nhật Bản, trở thành cổ đông chi phối (65,01%), tỷ lệ cổ phiếu tự do giảm còn ~35%. Tác động cần theo dõi: chuyển giao công nghệ và kênh xuất khẩu của Kokuyo, chính sách cổ tức, và thanh khoản cổ phiếu thấp hơn.

2 Kết quả 6T/2026: doanh thu +15%, lợi nhuận +4%

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	2.668	3.521	3.462	3.759	4.174	2.040	2.354	+15%
Lợi nhuận gộp	1.127	1.524	1.519	1.675	2.069	1.011	1.166	+15%
Biên gộp	42,2%	43,3%	43,9%	44,6%	49,6%	49,5%	49,5%	0,0 điểm
Chi phí bán hàng	505	739	741	770	1.239	490	594	+21%
CB = LNG – CPBH	**622**	**785**	**777**	**906**	**830**	**521**	**571**	**+10%**
Chi phí quản lý	292	319	352	357	330	161	165	+2%
Lợi nhuận trước thuế	359	507	452	587	574	380	399	+5%
LNST cổ đông mẹ	**277**	**401**	**359**	**462**	**451**	**302**	**315**	**+4%**
LNST cổ đông mẹ lõi*	277	401	359	462	418	302	315	+4%

Nguồn: BCTC hợp nhất TLG, AAS tổng hợp. *Lõi loại lãi thanh lý tài sản Q4/2025.



Nguồn: BCTC quý TLG.

- **Lưu ý khi so sánh số liệu:** từ 05/2025, TLG ghi các khoản hỗ trợ nhà phân phối vào chi phí bán hàng thay vì trừ vào doanh thu. Biên gộp và chi phí bán hàng 2025–2026 vì vậy cùng cao hơn các năm trước ~6 điểm; lợi nhuận không bị ảnh hưởng.

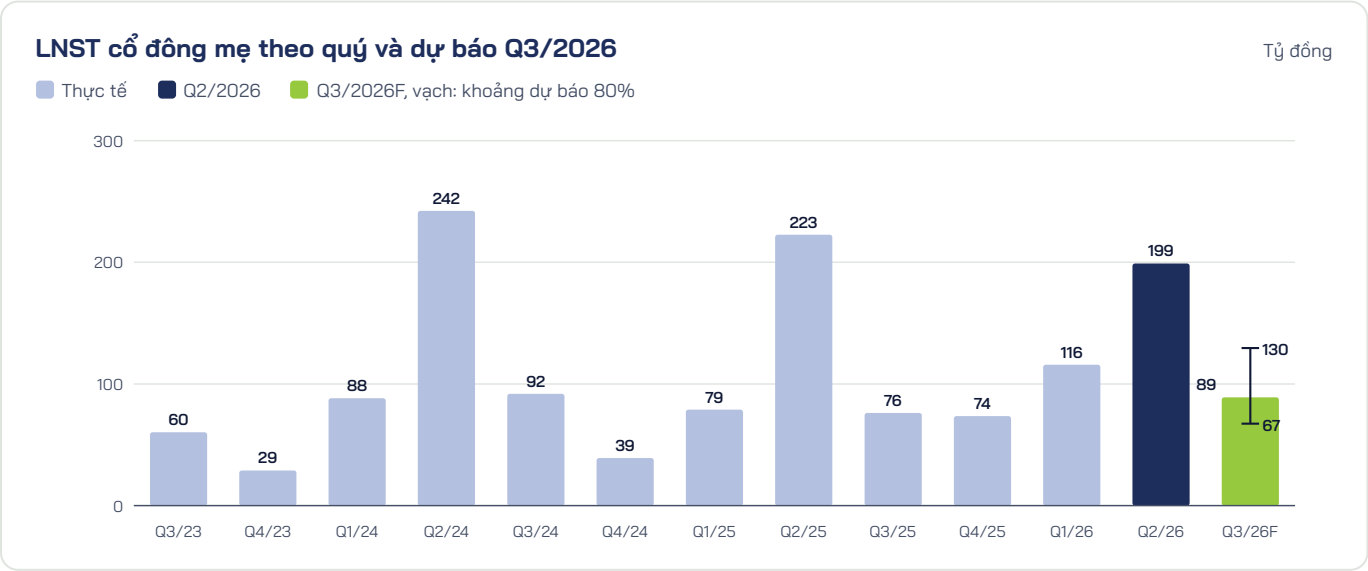
3 Dự báo Q3/2026: LNST cổ đông mẹ ~89 tỷ (+17%)

LNST cổ đông mẹ Q3/2026F	Tỷ đồng
Dự báo cơ sở AAS	**89,0 (+17% so với cùng kỳ)**
Khoảng dự báo 80%	67 – 130
Kịch bản thận trọng / tích cực	47 / 123
Khoản một lần có thể có: lãi thoái vốn Pega, PNC	0 đến +9,4 (chưa tính)

Nguồn: AAS dự báo, dữ liệu đến 02/10/2026.

Tỷ đồng	Q3/2025	Q2/2026	Q3/2026F thận trọng	Q3/2026F cơ sở	Q3/2026F tích cực
Doanh thu thuần	**1.184**	**1.354**	**1.216**	**1.264**	**1.298**
Nội địa	902	–	901	939	968
Xuất khẩu	282	–	315	325	329
Lợi nhuận gộp	588	684	580	612	634
Biên gộp	49,6%	50,5%	47,7%	48,5%	48,9%
Chi phí bán hàng	415	342	414	415	406
Chi phí quản lý	81	82	88	84	80
Tài chính, liên kết, khác	5,6	−7,0	−15,0	−4,0	7,0
Lợi nhuận trước thuế	97,2	252,8	62,3	108,9	155,2
LNST cổ đông mẹ	**76,1**	**199,1**	**46,5**	**84,5**	**122,9**
So với cùng kỳ		−11%	−39%	+11%	+61%

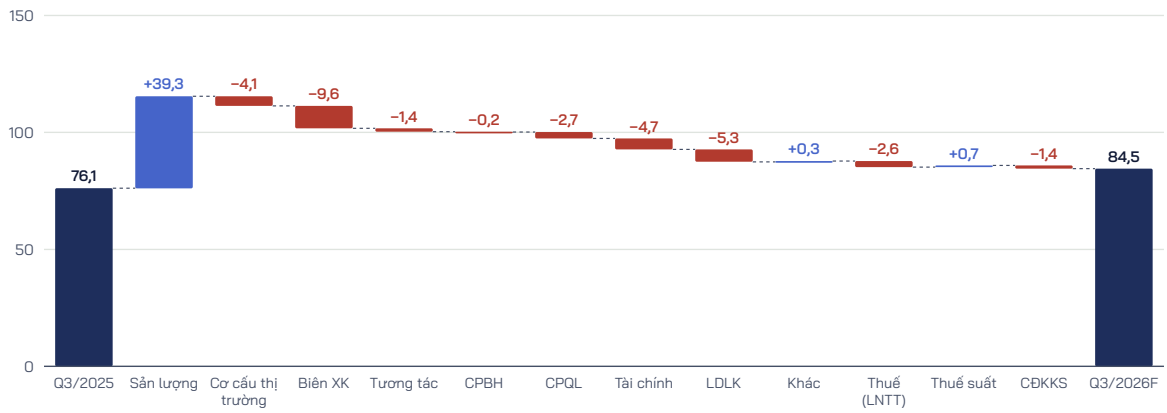
Nguồn: BCTC TLG; AAS dự báo. Doanh thu nội địa, xuất khẩu Q3/2025 là ước tính AAS.



Nguồn: BCTC TLG; AAS dự báo.

LNST cổ đông mẹ: Q3/2025 → Q3/2026F, các yếu tố thay đổi

Tỷ đồng



Nguồn: AAS dự báo.

Tỷ đồng	2024	2025	2026F thận trọng	2026F cơ sở	2026F tích cực	Kế hoạch 2026
LNST cổ đông mẹ (lõi)	**462**	**418**	**391**	**452**	**503**	**440 (LNST)**
EPS lõi (đồng)	4.783	4.329	4.046	4.687	5.215	–

Nguồn: BCTC TLG; kế hoạch ĐHĐCĐ 2026; AAS dự báo. 2026F = 6T/2026 thực tế + Q3, Q4 dự báo.

Ba yếu tố cần theo dõi

- **Chi phí bán hàng và hỗ trợ kênh:** yếu tố lớn nhất; nếu chi phí kênh mùa tựu trường tăng như Q3/2025, LNST Q3 chỉ còn ngang cùng kỳ (~76 tỷ).
- **Biên gộp xuất khẩu:** đã giảm từ 36% xuống 33% trong 6 tháng; giảm thêm 2 điểm làm mất ~5 tỷ LNST mỗi quý.
- **Doanh thu tháng 9 và công ty liên kết:** doanh thu 7–8/2026 đã tăng 6,7%; lỗ liên kết sẽ dừng khi hoàn tất bán Pega, PNC.

4 Định giá: giá trị cơ bản ~51,7 nghìn đ; chào mua Kokuyo là điểm đỡ giá

Chỉ số	Hiện tại	Trung vị 3 năm	Phân vị 25–75 (3 năm)	Phân vị hiện tại (từ 2014 / 3 năm)	z (750 phiên)
P/E lõi trượt	12,1x	11,1x	10,4 – 11,9x	53% / 86%	1,03
P/B	2,06x	1,92x	1,85 – 2,00x	53% / 83%	0,61

	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
LNST mẹ Q3/2026F	46,5	89,0	122,9
LNST mẹ Q4/2026F (ước × 0,6 / 1 / 1,35)	29,1	48,6	65,6
LNST mẹ lõi 2026F	391	452	503
EPS 2026F (đ)	4.046	4.687	5.215
Giá trị theo P/E, nghìn đ (P/E p25 / trung vị / p75, 3 năm)	42,2 (10,4x)	52,0 (11,1x)	61,9 (11,9x)
Giá trị theo P/B, nghìn đ (P/B p25 / trung vị / p75)	48,5 (1,85x)	51,3 (1,92x)	54,5 (2,00x)
Giá trị hợp lý (50/50)	**45,3**	**51,7**	**58,2**
So với giá 54,2	−16%	−5%	+7%

Nguồn: AAS tính (hai bảng trên). P/E, P/B áp dụng là trung vị và phân vị 25–75 của 3 năm gần nhất.

- **Chào mua công khai của Kokuyo:** tối đa 18,19% cổ phần, dự kiến tháng 10–11/2026. Giá công bố 82.000 đ/cp (12/2025, trước các đợt chia cổ tức); giá cuối cùng chưa chốt.
- **Giá trị kỳ vọng nếu tham gia chào mua:** nếu toàn bộ cổ đông tự do đăng ký, mỗi người bán được ~34% ở giá chào mua, phần còn lại quay về giá trị cơ bản → 58,3–62,0 nghìn đ.

Vùng giá (nghìn đ)	P/E lõi 2026F	Hành động
≤ 46	≤ 9,8x	Mua thêm: dưới giá trị thận trọng 45,3 + quyền chọn chào mua
46 – 52	9,8 – 11,1x	Tích lũy từng phần
52 – 58	11,1 – 12,4x	Nắm giữ: vùng hiện tại, được đỡ bởi giá chào mua
58 – 62	12,4 – 13,2x	Chốt lời một phần nếu chưa có thông báo giá chào mua chính thức
> 62	> 13,2x	Rủi ro cao: vượt giá trị kỳ vọng cả khi tham gia chào mua ở 82.000 đ

Nguồn: AAS tính trên EPS lõi 2026F cơ sở.

5 Backtest định giá: mua khi P/B rẻ cho hiệu quả tốt nhất; định giá cao chưa phải tín hiệu bán



Nguồn: AAS tính.

- **Cách đọc z-score:** z đo P/E hoặc P/B hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên). z < −1 là rẻ bất thường, z > +1 là đắt bất thường.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc được đặt trước, chạy lại trên toàn bộ lịch sử từ 06/2016 với giá điều chỉnh gồm cổ tức. Lợi nhuận dùng để tính P/E chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý), lệnh khớp phiên sau tín hiệu, mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua khi P/B rẻ (z < −1), bán khi đắt (z > +1) đưa 100 đồng lên 322 đồng, so với 232 đồng nếu mua và giữ, sụt giảm tối đa nhỏ hơn (−58% so với −64%). Mẫu chỉ có 4 lệnh trong 10 năm, nên đây là định hướng vùng giá, không phải công thức chắc thắng.
- **Ý nghĩa cho hiện tại:** z P/B đang +0,6 và z P/E +1,0, tức định giá ở vùng trên trung bình, chưa phải vùng mua theo quy tắc P/B. Bảng z-bucket cho thấy TLG không đảo chiều chỉ vì đắt: lợi nhuận tăng đều thì định giá cao vẫn có thể kéo dài.

Nhóm z P/E	Lợi suất 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
−∞ … −1.5	+2%	+6%	300
−1.5 … −0.5	+8%	+13%	448
−0.5 … 0.5	+15%	+8%	880
0.5 … 1.5	+17%	+17%	638
1.5 … +∞	+35%	+40%	327

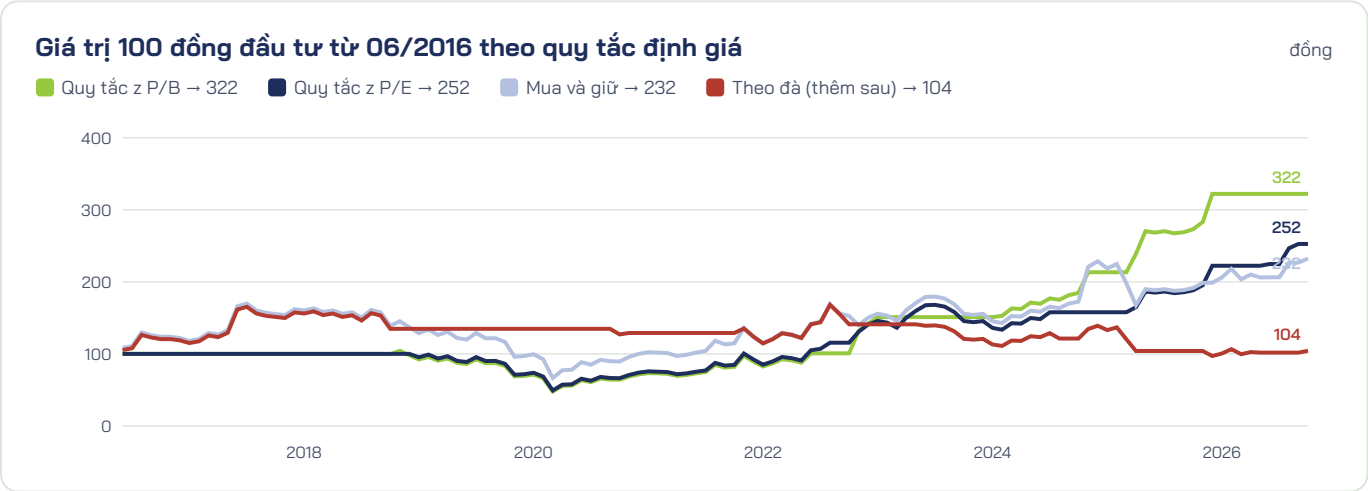
Nguồn: AAS tính, 2014–2026.

Nhóm z P/B	Lợi suất 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
−∞ … −1.5	−8%	−21%	328
−1.5 … −0.5	+18%	+21%	611
−0.5 … 0.5	+14%	+14%	536
0.5 … 1.5	+13%	+1%	596
1.5 … +∞	+31%	+27%	522

Nguồn: AAS tính.

Quy tắc (khớp phiên sau, phí 0,4%)	CAGR	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Mua và giữ: CAGR	Mua và giữ: sụt giảm
z P/E < −1 mua, > +1 bán (định trước)	+9,4%	−54%	4	+8,5%	−64%
z P/B < −1 mua, > +1 bán (định trước)	+12,0%	−58%	4	+8,5%	−64%
Theo đà: z P/E > +0,5 mua, < −0,5 bán (thêm sau khi xem bảng z-bucket)	+0,4%	−52%	7	+8,5%	−64%

Nguồn: AAS tính, 06/2016–10/2026.



Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh gồm cổ tức, phí 0,4% mỗi chiều.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH TLG

- **Đang nắm giữ:** tiếp tục giữ. Giá 54,2 nghìn cao hơn giá trị cơ bản 51,7 nghìn khoảng 5%, nhưng chào mua của Kokuyo đỡ giá. Giá trị kỳ vọng nếu tham gia chào mua là 58,3–62,0 nghìn.
- **Chưa có cổ phiếu:** không mua đuổi. Mua 1/3 ở 50–52 nghìn, quanh giá trị cơ bản. Thêm 1/3 ở 46–48 nghìn. 1/3 còn lại khi Kokuyo công bố giá và lịch chào mua chính thức.
- **Bán hoặc giảm tỷ trọng khi:** giá vượt 62 nghìn mà chưa có giá chào mua chính thức; thương vụ Kokuyo bị hoãn hoặc giá chào mua thấp hơn giá thị trường; LNST Q3/2026 thấp hơn kịch bản thận trọng (~47 tỷ).
- **Mốc theo dõi:** (1) bản tin nhà đầu tư tháng 10 (doanh thu 9 tháng, ~29/10); (2) BCTC Q3/2026 (~30/10): biên xuất khẩu, chi phí bán hàng, công ty liên kết, lãi thoái vốn; (3) hồ sơ chào mua công khai của Kokuyo (giá, tỷ lệ, thời hạn).

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 02/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.