

Bán lẻ

Báo cáo cập nhật

Tháng 10, 2025

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **110.500**

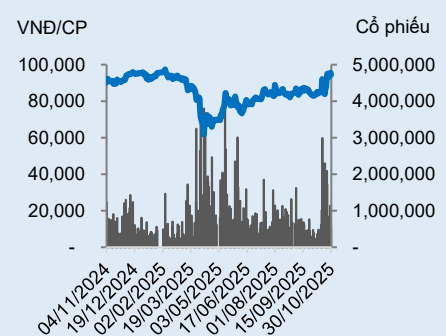
Giá thị trường (30/10/2025) **94.600**

Lợi nhuận kỳ vọng **+16,8%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	61.783-97.389
Vốn hóa	32.273 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	341.149.107
KLGD bình quân 10 ngày	1.255.295
% sở hữu nước ngoài	48,83%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,11%
Beta	1,24

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	-1,2%	14,0%	11,4%	11,8%
VN-Index	31,5%	1,4%	6,1%	27,5%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú, CFA

(84 28) 3914 6888 ext. 258

phuts@bvsc.com.vn

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN

Biên lợi nhuận mở rộng, KQKD Q3 2025 vượt xa kỳ vọng

Kết quả kinh doanh Q3 2025 vượt kỳ vọng. Doanh thu thuần đạt 8.136 tỷ đồng (+14,1% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 496 tỷ đồng (+129,7% YoY). Lũy kế 9 tháng, PNJ ghi nhận doanh thu thuần 25.353 tỷ đồng (-13,3% YoY) và lợi nhuận sau thuế 1.610 tỷ đồng (+16,5% YoY), hoàn thành 80% và 82% kế hoạch năm. Kết quả này tương ứng 73,5% và 76% so với dự báo gần nhất của chúng tôi.

- **Mảng bán lẻ duy trì tăng trưởng bất chấp nhu cầu ảm đạm.** Doanh số bán lẻ tăng 4,3% trong Q3 và 5,1% trong 9 tháng. Giá trị hóa đơn bình quân tăng trong khi số lượng hóa đơn giảm nhẹ. Theo PNJ, giá vàng tăng mạnh đã ảnh hưởng đến nhu cầu trang sức – xu hướng chung tại Việt Nam và nhiều thị trường lớn trên thế giới. Việc đạt tăng trưởng một chữ số trong bối cảnh này thể hiện nỗ lực lớn của PNJ trong việc nâng cao chất lượng mạng lưới bán lẻ, tùy chỉnh cơ cấu sản phẩm phù hợp thị hiếu và mở rộng tập khách hàng qua các chương trình truyền thông hiệu quả.
- **Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao** 19,8% trong Q3 (+221 bps YoY), trong đó biên gộp mảng bán lẻ ước tăng 595 bps YoY. Nguyên nhân chính: (i) Tỷ trọng doanh thu bán lẻ tăng, vàng 24K giảm; (ii) Giá trị thu hồi từ hàng mua lại tăng theo giá vàng; và (iii) PNJ ưu tiên sản phẩm hàm lượng vàng thấp (để kiểm soát giá trị hóa đơn) và các sản phẩm ngoài vàng có biên lợi nhuận cao hơn.
- **Chi phí vận hành được kiểm soát chặt chẽ.** Tỷ lệ chi phí SG&A trên lợi nhuận gộp cải thiện hơn 10 điểm phần trăm YoY. SG&A bình quân trên mỗi cửa hàng cũng giảm nhẹ một chữ số YoY.

Điều chỉnh tăng dự báo 2025. BVSC dự báo doanh thu 34.684 tỷ đồng (-8,3% yoy) và lợi nhuận sau thuế 2.402 tỷ đồng (+13,6% yoy). Dự báo được điều chỉnh tăng 13% về lợi nhuận do kết quả kinh doanh Q3 và biên lợi nhuận tốt hơn nhiều so với kỳ vọng.

Nghị định 232/2025/NĐ-CP mở ra cơ hội mới. Nghị định thay thế 24/2012/NĐ-CP, xóa bỏ độc quyền sản xuất vàng miếng của SJC. Hiện có 8 ngân hàng và 3 doanh nghiệp chế tác trang sức mỹ nghệ (bao gồm PNJ) đủ điều kiện tham gia. Ngoài ra, cơ chế cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu sẽ phần nào giải tỏa tình trạng thiếu hụt trong nước, đồng thời mở ra cơ hội cho ngành chế tác và xuất khẩu trang sức. PNJ cho biết đã chuẩn bị sẵn sàng về năng lực sản xuất, nhân sự, công nghệ và đối tác để đón đầu các cơ hội này.

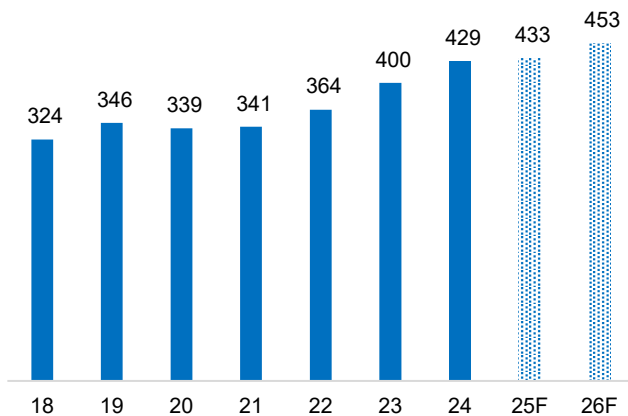
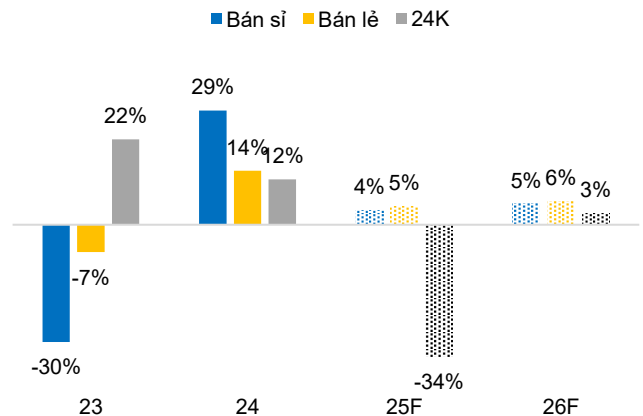
Ban lãnh đạo có cái nhìn tích cực hơn về triển vọng 2026. PNJ đang xây dựng nhiều kịch bản cho kế hoạch 2026, nhưng đã chia sẻ góc nhìn tích cực hơn về năm tới, với cải thiện rõ nét ở tâm lý tiêu dùng và kỳ vọng sức mua hàng không thiết yếu phục hồi – hệ quả tất yếu khi giá các kênh đầu tư như vàng, bất động sản, chứng khoán tăng mạnh. **BVSC dự báo doanh thu 36.490 tỷ đồng (+5,2% yoy) và lợi nhuận sau thuế 2.633 tỷ đồng (+9,6% yoy).** Chúng tôi nhấn mạnh: khó khăn nguồn cung vẫn kéo dài do giá vàng tăng cao là rào cản lớn nhất đối với tăng trưởng doanh số – ngay cả khi nhu cầu trang sức phục hồi.

Khuyến nghị đầu tư. BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với PNJ ở mức giá mục tiêu **110.500 đồng/cp** (lần cập nhật trước 102.300 đồng/cp), tương ứng với P/E mục tiêu 14,3 lần (mức trung vị của doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực) trên triển vọng lợi nhuận sáng hơn cho cả năm 2025 và 2026.

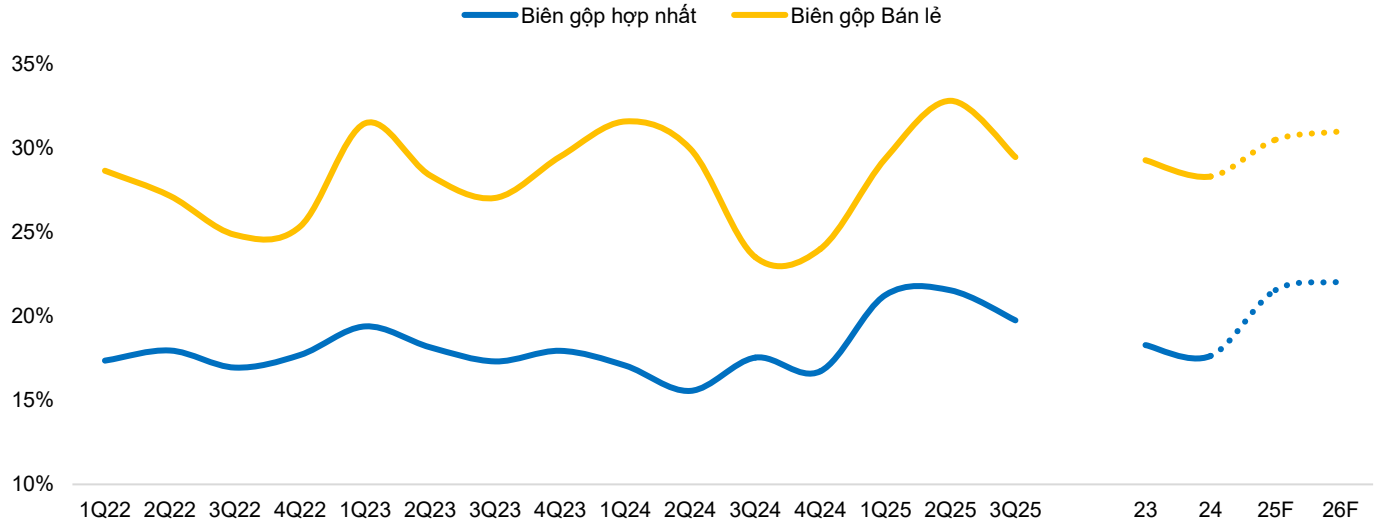
Tóm tắt KQKD 9 tháng 2025

Đvt: tỷ đồng	Q3 2025	yoy (%)	9T 2025	yoy (%)
Doanh thu	8.136	+14,1%	25.353	-13,3%
- Bán lẻ	5.199	+4,3%	16.630	+5,1%
- Bán sỉ	870	-11,6%	2.914	+5,3%
- Vàng 24K	2.026	+82,7%	5.673	-44,4%
- Khác	41	-38,6%	136	-46,2%
% KH năm			80%	
Lợi nhuận ròng	496	+129,7%	1.610	16,5%
% Kế hoạch			82%	

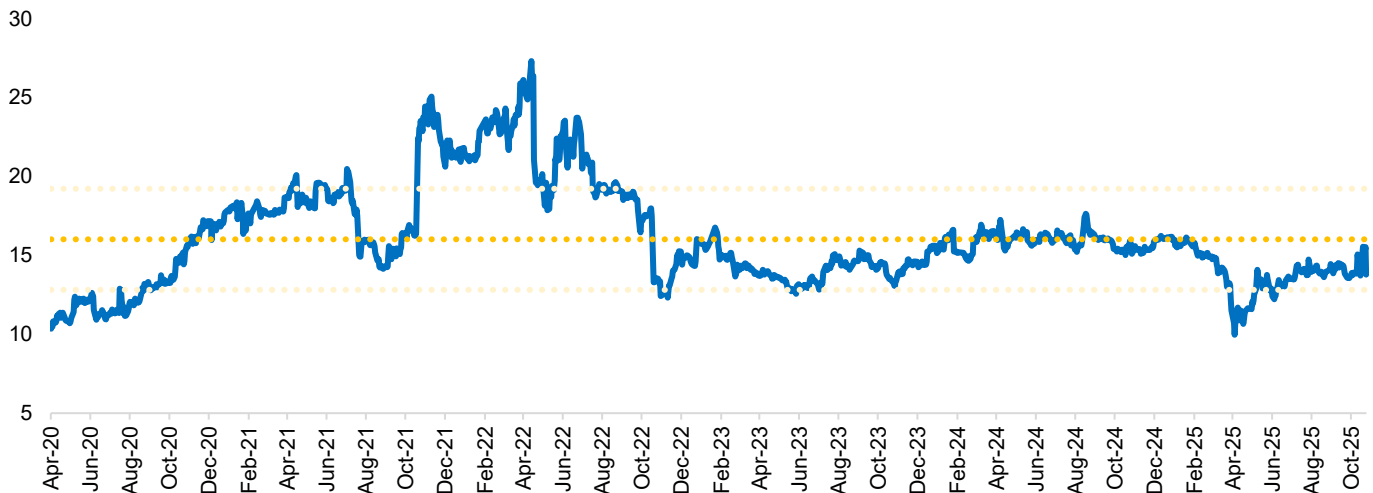
Nguồn: PNJ

Số lượng cửa hàng PNJ

Tăng trưởng của các mảng chính


Nguồn: PNJ, BVSC dự báo

Biên lợi nhuận gộp


Nguồn: PNJ, BVSC dự báo

P/E lịch sử từ 2020


Nguồn: Fiin

Các doanh nghiệp cùng ngành

Mã Bloomberg	Tên doanh nghiệp	Vốn hoá (triệu USD)	P/E (x)	Suất cổ tức (%)
Trung vị		1.919	14,3	4,1
PNJ VN Equity	PHU NHUAN JEWELRY JSC	1.237	14,3	2,1
1929 HK Equity	CHOW TAI FOOK JEWELLERY GROU	19.589	26,1	3,4
590 HK Equity	LUK FOOK HOLDINGS INTL LTD	1.919	13,6	4,3
116 HK Equity	CHOW SANG SANG HLDG	1.200	7,9	4,1
002867 CH Equity	CHOW TAI SENG JEWELLERY CO-A	2.139	14,6	6,8

Nguồn: Bloomberg

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	33.137	37.823	34.684	36.490
Giá vốn	(27.078)	(31.152)	(27.367)	(28.742)
Lợi nhuận gộp	6.059	6.672	7.317	7.748
Doanh thu tài chính	98	77	133	267
Chi phí tài chính	(143)	(95)	(144)	(141)
Lợi nhuận sau thuế	1.971	2.115	2.402	2.633

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tiền & khoản tương đương tiền	896	1.123	2.368	3.218
Các khoản phải thu ngắn hạn	215	401	367	386
Hàng tồn kho	10.941	13.013	11.933	12.555
Tài sản cố định hữu hình	883	857	807	757
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	4	4	4	4
Tổng tài sản	14.428	17.207	18.399	20.623
Nợ ngắn hạn	4.612	5.940	5.393	5.651
Nợ dài hạn	9	11	11	11
Vốn chủ sở hữu	9.806	11.257	12.995	14.962
Tổng nguồn vốn	14.428	17.207	18.399	20.623

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-2%	14%	-8%	5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	9%	7%	14%	10%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	18%	18%	21%	21%
Lợi nhuận thuần biên	6%	6%	7%	7%
ROA	14%	12%	13%	13%
ROE	20%	19%	18%	18%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	20%	17%	19%	17%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	32%	24%	30%	24%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.778	6.198	7.042	7.719
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	24.752	28.745	32.997	38.092

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Việt Dân Cảng biển, Vận tải biển dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhnd@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoilm@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888