

Chuyên viên phân tích

Lê Thu Huyền

huyen.lt@shs.com.vn

Khuyến nghị:

Trung lập

Giá hiện tại (21/01/2025):

109.900 VND

Giá mục tiêu (6 tháng):

110.200

% tăng giá

+0,27%

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND): 37.765

Số lượng CP lưu hành: 341.149.107

KLCP đang niêm yết: 341.318.666

KLGD TB 52T (CP): 858.898

Giá thấp 52T: 61.200

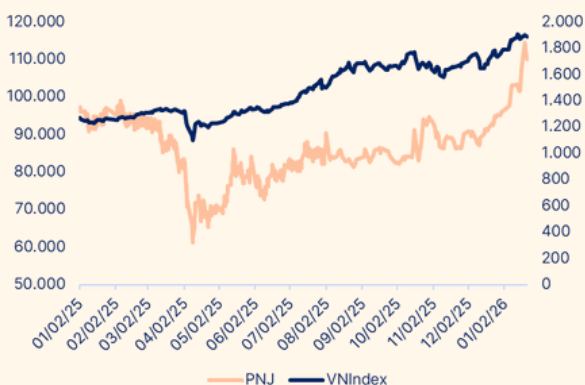
Giá cao 52T: 114.200

CĐ lớn (Dragon Capital VN): 6,02%

Sở hữu nước ngoài (%): 48,35%

Free-float: 90%

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SHS Research, FiinProX

Một số thông tin cơ bản của PNJ

Chỉ tiêu (triệu đồng)	1QA	2QA	3QA	4QA	2025A
Doanh thu thuần	9.635	7.582	8.136	9.623	34.976
Giá vốn hàng bán	7.587	5.949	6.528	7.204	27.273
Lợi nhuận gộp	2.048	1.633	1.607	2.419	7.703
Biên LNG	21,3%	21,5%	19,8%	25,1%	22%
Lợi nhuận sau thuế	678	442	496	1.219	2.829

Về đích

Chúng tôi cập nhật sơ bộ kết quả kinh doanh quý 4 và cả năm 2025 của PNJ. Lũy kế đến cuối năm 2025, PNJ hoàn thành 112,0% kế hoạch doanh thu thuần và 44,4% kế hoạch LNST. Lợi nhuận quý 4 đột biến đưa LNST 2025 đạt mốc lịch sử.

Một số yếu tố tác động chính tới HĐKD của doanh nghiệp như sau

- Giá vàng/bạc tăng làm tăng giá trị hàng tồn kho, từ đó thúc đẩy lợi nhuận.
- Thu mua ngoài và mua lại sản phẩm cũ giá thấp và tạo chênh lệch lớn nhờ thương hiệu PNJ.
- Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ là đơn vị được thuê gia công vàng từ các ngân hàng được cấp phép sản xuất vàng (dự kiến 2026-2027).
- Hưởng lợi từ Nghị định 232/2025/NĐ-CP sửa đổi.

Lũy kế cả năm 2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 34.976 tỷ đồng (-7,5% yoy), và lợi nhuận sau thuế đạt 2.829 tỷ đồng (+33,9% yoy).

- Doanh thu bán lẻ vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tích cực 11,1% yoy.
- Doanh thu trang sức bán sỉ tăng 1,7% yoy.
- Doanh thu vàng 24K giảm 42,8% yoy do công ty cần phân bổ nguồn lực cho mảng trang sức bán lẻ.

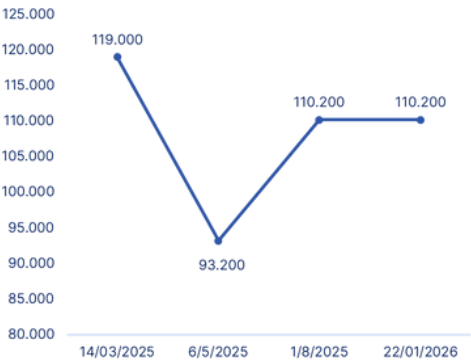
Biên lợi nhuận gộp trung bình trong cả năm 2025 đạt 22%, tăng so với mức 17,6% yoy do điều chỉnh cơ cấu doanh thu. Riêng trong Q4/2025, biên lãi gộp đạt 25,1% nhờ giá vàng/bạc tăng mạnh làm HTK tăng giá, dù doanh thu đi xuống.

Rủi ro đầu tư

- Nhu cầu cho các mặt hàng xa xỉ giảm trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều bất ổn.

NHÌN LẠI

Lịch sử khuyến nghị PNJ



Trong Báo cáo cập nhật KQKD Q2/2025 SHS Research đăng tải ngày 01/08/2025, chúng tôi nâng kỳ vọng và đưa ra khuyến nghị **Tăng tỷ trọng** với dự báo giá trị hợp lý của một cổ phiếu PNJ trong **6 tháng** là 110.200 đồng/cổ phiếu (**+22,03%** từ mức giá đóng cửa ngày 01/08/2025 là 90.300 đồng).

Tính đến ngày 21/01/2026, cổ phiếu đã chạm mức giá mục tiêu của báo cáo, chúng tôi đổi khuyến nghị sang **Trung lập** và chờ báo cáo tài chính năm của công ty để định giá lại cổ phiếu. Đối với nhà đầu tư nào mua từ thời điểm khuyến nghị kể trên, chúng tôi gợi ý chốt lời một phần để quản trị rủi ro.

Với báo cáo công bố kết quả kinh doanh sơ bộ của PNJ, chúng tôi nhìn lại dự phóng và cập nhật kết quả kinh doanh cho quý nhà đầu tư như sau:

Nhìn lại dự phóng 2025F của PNJ

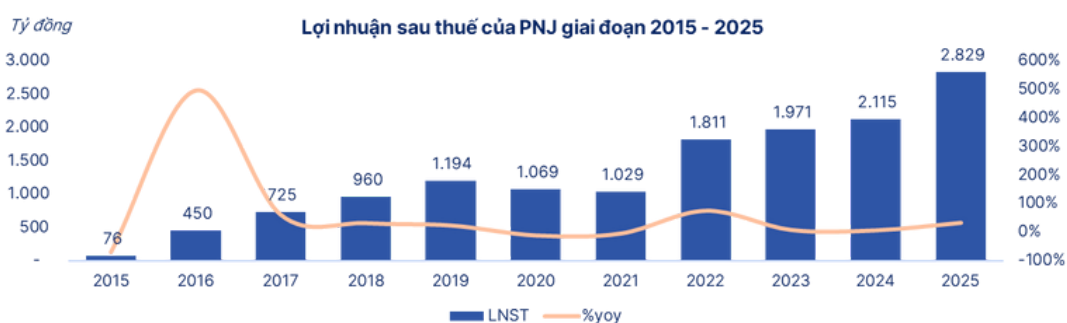
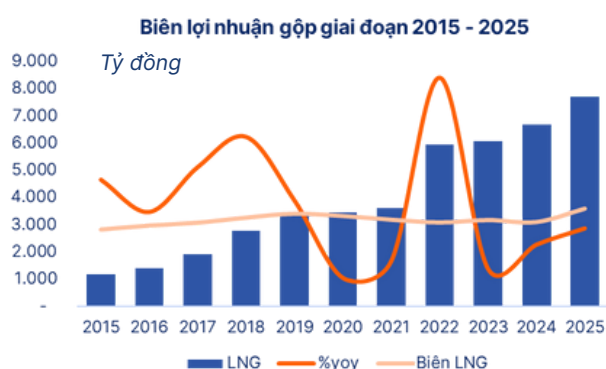
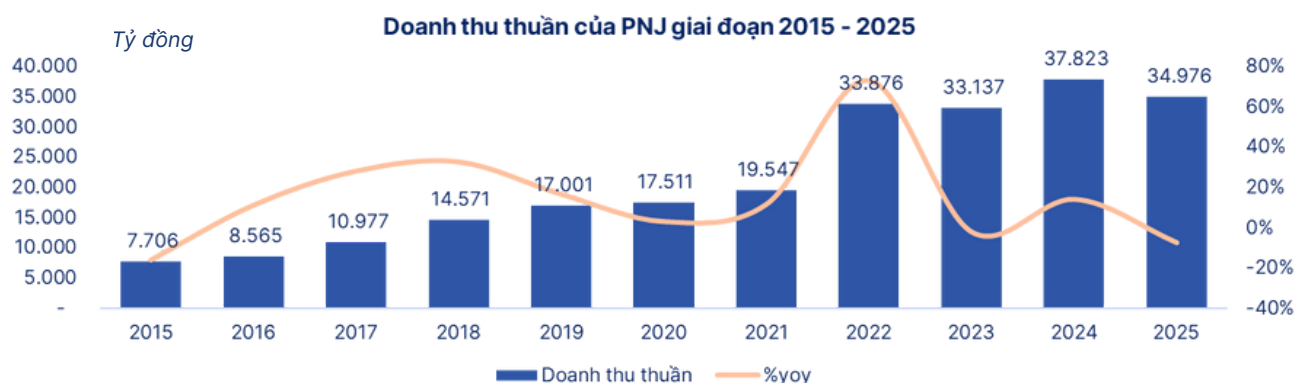
Chỉ tiêu (triệu đồng)	1QA	2QA	3QA	4QA	2025E	2025A	+/- so với ước tính
Doanh thu thuần	9.635	7.582	8.136	9.623	32.862	34.976	+2.114 (+6,2%)
Lợi nhuận gộp	2.048	1.633	1.607	2.419	7.101	7.703	+602 (8,5%)
Biên LNG	21,3%	21,5%	19,8%	25,1%	21,6%	22%	+4 điểm cơ bản
Lợi nhuận sau thuế	678	442	496	1.219	2.182	2.829	+647 (29,7%)

Lợi nhuận gộp và LNST Q4/2025 cao nhất trong lịch sử hoạt động của PNJ. Lợi nhuận đột biến vượt kỳ vọng của chúng tôi và một số nhân tố tác động tới diễn biến cổ phiếu là:

- **Giá vàng/bạc tăng làm tăng giá trị hàng tồn kho, từ đó thúc đẩy lợi nhuận.** PNJ duy trì lượng HTK lớn (hơn 73% TTS tại BCTC Q3/2025), giai đoạn vừa qua giá vàng/bạc tăng mạnh, giúp HTK được tái định giá cao hơn, cải thiện biên lợi nhuận gộp. Điều này phản ánh mô hình kinh doanh tận dụng biến động giá hàng hóa (commodity price fluctuation) để tạo lợi thế, tương tự các công ty như Tiffany & Co.
- **Thu mua ngoài và mua lại sản phẩm cũ giá thấp và tạo chênh lệch lớn nhờ thương hiệu PNJ.** PNJ áp dụng chiến lược thu mua vàng nguyên liệu từ nguồn ngoài và mua lại sản phẩm cũ từ khách hàng với giá cạnh tranh. Sau đó, sản phẩm được tái chế hoặc bán lại dưới thương hiệu PNJ. Điều này tạo biên lợi nhuận cao nhờ chênh lệch giá, đặc biệt khi giá vàng tăng.
- **Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ là đơn vị được thuê gia công vàng từ các ngân hàng được cấp phép sản xuất vàng (dự kiến 2026-2027).** Với Nghị định 232/2025/NĐ-CP, các ngân hàng thương mại đủ điều kiện có thể sản xuất vàng miếng nhưng thường thiếu cơ sở sản xuất, dẫn đến nhu cầu thuê gia công. PNJ, với nền tảng sản xuất mạnh, có thể trở thành đối tác, thu phí gia công ổn định. Điều này tạo dòng thu nhập mới, giảm phụ thuộc vào bán lẻ, và dự kiến tác động mạnh từ 2026-2027 khi hạn ngạch được cấp đầy đủ.

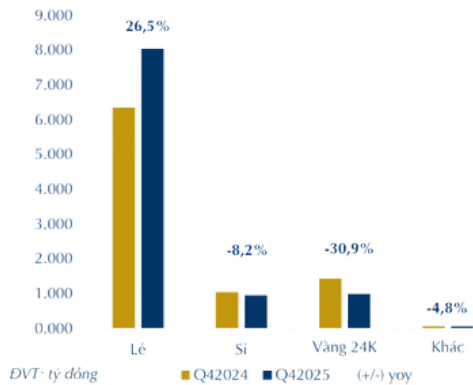
NHÌN LẠI

- **Chính sách mới cập nhật mở ra nhiều cơ hội:** Nghị định 232/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP đã chính thức có hiệu lực, cho phép cấp hạn ngạch xuất nhập khẩu vàng và loại bỏ độc quyền của Nhà nước trong lĩnh vực sản xuất vàng miếng. Điều này tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tư nhân tham gia sản xuất và nhập khẩu nguyên liệu. Chính sách mới được mong đợi sẽ giúp giảm tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng nội địa. Với vị thế dẫn đầu trong phân khúc bán lẻ trang sức, PNJ có tiềm năng mở rộng hoạt động và hưởng lợi từ môi trường chính sách này.
- **Năm bắt tốt mùa cao điểm:** Nhu cầu tiêu dùng vàng thường tăng mạnh từ quý IV đến quý I nhờ các dịp lễ hội cuối năm, mùa cưới, ngày Thần tài. PNJ đã chủ động tích trữ nguyên liệu ở mức cao, đồng thời triển khai các chiến dịch quảng bá mạnh mẽ để thúc đẩy doanh số từ các bộ sưu tập mới.
- **Tiềm năng mở rộng thị phần:** Việc Chính phủ đẩy mạnh kiểm soát và kiểm tra tính hợp pháp của nguồn cung vàng trên thị trường có thể tạo áp lực lên hoạt động của các cửa hàng vàng nhỏ lẻ. Trong bối cảnh đó, PNJ với hệ thống pháp lý minh bạch và tuân thủ đầy đủ sẽ có lợi thế cạnh tranh vượt trội, từ đó hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng thị phần.



CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu theo kênh Q4/2025

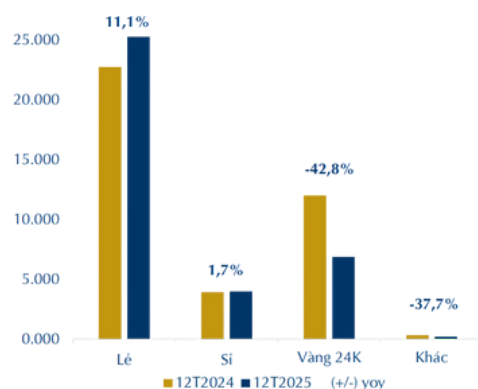


Số lượng cửa hàng của PNJ

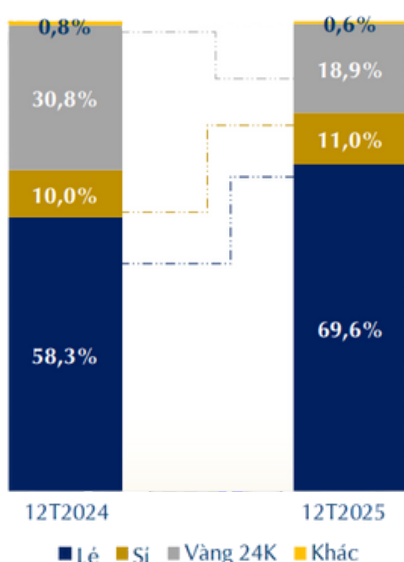
Tại thời điểm 31/12/2025	Số lượng cửa hàng
PNJ	424
Style by PNJ	3
CAO Fine Jewellery	3
Trung tâm Kinh doanh si	1
Tổng	431

(*) Trong 12 tháng năm 2025, PNJ mở 17 cửa hàng mới và đóng 15 cửa hàng

Doanh thu theo kênh 2025



Cơ cấu doanh thu theo kênh 2025



Nguồn: PNJ, SHS Research

QUÝ 4/2025

Trong quý 4 năm 2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 9.623 tỷ đồng (+12,1% yoy), và lợi nhuận sau thuế đạt 1.219 tỷ đồng (+66,8% yoy). Biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 25,1%. Doanh thu mảng bán lẻ tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ yếu tố mùa vụ, lợi nhuận sau thuế đạt mức kỷ lục.

CẢ NĂM 2025 (trở về)

Lũy kế cả năm 2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 34.976 tỷ đồng (-7,5% yoy), và lợi nhuận sau thuế đạt 2.829 tỷ đồng (+33,9% yoy).

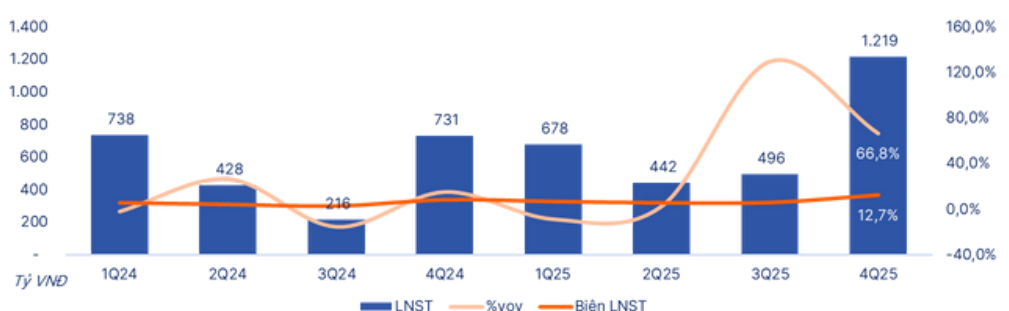
- **Doanh thu trang sức bán lẻ:** Trong bối cảnh sức mua biến động do giá vàng tăng mạnh, doanh thu bán lẻ vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tích cực 11,1% yoy. Kết quả này đến từ nhiều yếu tố hỗ trợ, bao gồm: i) sự phục hồi nhu cầu trong Q4/2025 nhờ yếu tố mùa vụ; ii) giá vàng/bạc tăng làm tăng giá trị hàng tồn kho, từ đó thúc đẩy lợi nhuận.; iii) thu mua ngoài và mua lại sản phẩm cũ giá thấp và tạo chênh lệch lớn nhờ thương hiệu PNJ.; và iv) chiến lược sản phẩm và danh mục hàng hóa được điều chỉnh linh hoạt theo sự thay đổi thị trường.
- **Doanh thu trang sức bán sỉ** tăng 1,7% yoy. Trong bối cảnh giá vàng tăng, các khách hàng kênh Sỉ không ưu tiên các sản phẩm trang sức có giá trị công chế tác cao, là sản phẩm mà PNJ chú trọng phát triển cho kênh Sỉ.
- **Doanh thu vàng 24K** giảm 42,8% yoy do công ty cần phân bổ nguồn lực cho mảng trang sức bán lẻ, xu hướng này vẫn tiếp diễn từ đầu năm.

Biên lợi nhuận gộp trung bình trong cả năm 2025 đạt 22%, tăng so với mức 17,6% yoy do điều chỉnh cơ cấu doanh thu. Riêng trong Q4/2025, biên lãi gộp đạt 25,1% nhờ giá vàng/bạc tăng mạnh làm HTK tăng giá, dù doanh thu đi xuống.

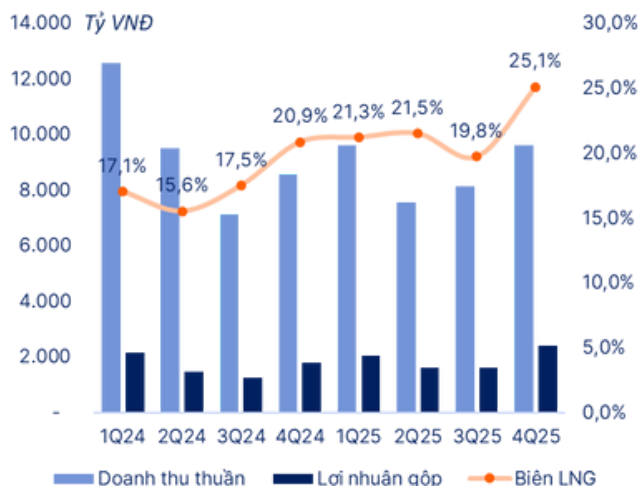
Giá vốn hàng bán cả năm giảm 12% yoy nhờ kiểm soát hiệu quả chi phí.

Biên lợi nhuận ròng cả năm 2025 đạt 12,7%, tăng mạnh so với đầu năm chủ yếu nhờ HTK tăng giá.

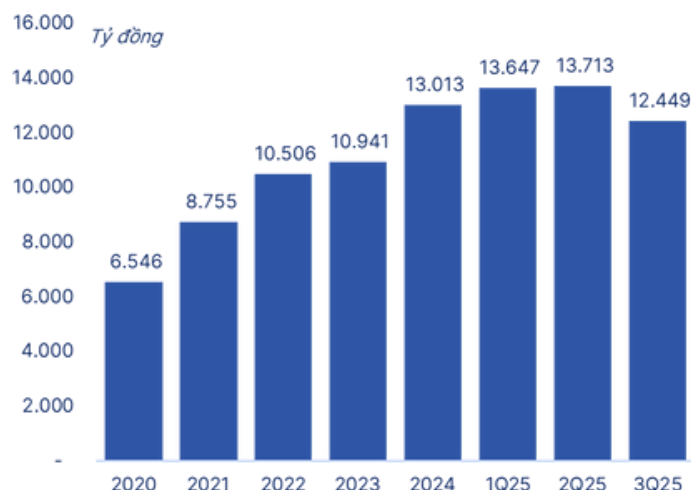
LNST và biên LNST các quý



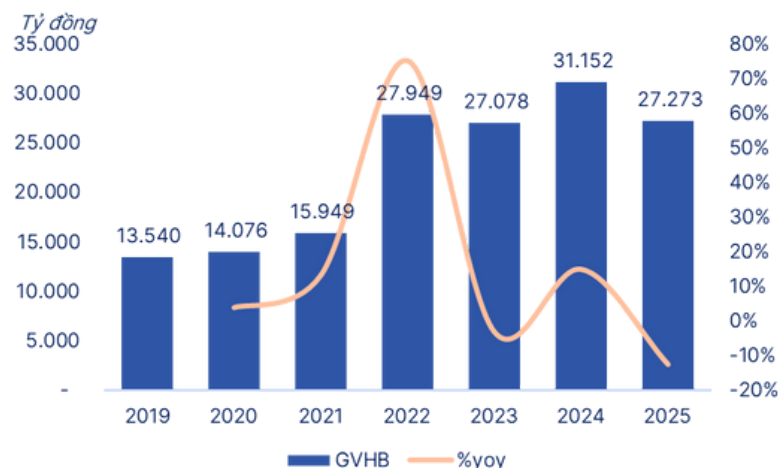
Doanh thu và lợi nhuận gộp



Hàng tồn kho



Giá vốn hàng bán



Nguồn: SHS Research

Một số thông tin quan trọng khác:

- Kế hoạch tăng vốn điều lệ lên hơn 5.100 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 50%.** Doanh nghiệp dự kiến phát hành hơn 170,5 triệu cổ phiếu, tương đương 50% số cổ phiếu đang lưu hành. Tỷ lệ thực hiện quyền là 2:1, tức cổ đông sở hữu 2 cổ phiếu sẽ được nhận thêm 1 cổ phiếu mới. Nguồn vốn phát hành lấy từ thặng dư vốn cổ phần và lợi nhuận sau thuế chưa phân phối theo báo cáo tài chính gần nhất đã được kiểm toán. Nếu hoàn tất đợt phát hành, vốn điều lệ của PNJ dự kiến tăng lên hơn 5.100 tỷ đồng. Thời gian triển khai được lên kế hoạch trong quý I-II/2026.
- Tạm ứng cổ tức đợt 1 năm 2025 bằng tiền mặt tỷ lệ 10%** (1.000 đồng/cổ phiếu), chi khoảng 341 tỷ đồng. Ngày chốt quyền 12/01/2026, thanh toán 28/01/2026.

Phụ lục: Báo cáo tài chính và các chỉ số tài chính

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F
Bảng Cân đối kế toán						Báo cáo KQKD					
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	880	896	1.123	3.171	3.882	Doanh thu thuần	33.876	33.137	37.823	32.862	33.144
+ Đầu tư ngắn hạn	200	810	1.020	886	894	Giá vốn hàng bán	-27.949	-27.078	-31.152	-25.761	-25.814
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	301	215	401	710	1.246	Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.672	7.101	7.330
+ Hàng tồn kho	10.506	10.941	13.013	10.798	11.075	Doanh thu tài chính	54	98	77	70	72
+ Tài sản ngắn hạn khác	80	96	133	120	118	Chi phí tài chính	-141	-143	-95	-77	-109
Tài sản ngắn hạn	11.966	12.958	15.691	15.686	17.215	Chi phí bán hàng	-2.828	-2.836	-3.207	-3.615	-3.977
+ Các khoản phải thu dài hạn	94	105	116	120	114	Chi phí QLDN	-674	-694	-795	-756	-729
+ Tài sản cố định	882	883	857	882	910	Lợi nhuận từ HĐKD	2.337	2.484	2.652	2.724	2.587
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0	Lãi/Lỗ khác	-25	5	-1	3	3
+ Tài sản dở dang dài hạn	31	29	65	29	29	Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.489	2.651	2.727	2.590
+ Đầu tư dài hạn	0	4	4	4	4	Lợi nhuận sau thuế	1.811	1.971	2.115	2.182	2.072
+ Tài sản dài hạn khác	364	449	475	462	441	LNST cổ đông Công ty mẹ	1.811	1.971	2.115	2.182	2.072
Tài sản dài hạn	1.371	1.469	1.516	1.497	1.499	Báo cáo LCTT					
Tổng Tài sản	13.337	14.428	17.207	17.182	18.714	Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F
+ Vay ngắn hạn	2.683	2.384	3.342	2.618	2.624	LCT thuần từ HĐKD	101	1.508	100	3.349	1.467
+ Phải trả người bán	277	257	624	516	517	LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-371	-578	-228	63	-85
+ Nợ ngắn hạn khác	1.923	1.970	1.974	1.104	1.078	LCT thuần từ Hoạt động tài chính	792	-914	353	-1.400	-671
Nợ ngắn hạn	4.883	4.612	5.940	4.239	4.219	LCT thuần trong kỳ	522	15	225	2.013	711
+ Vay dài hạn	0	0	0	0	0	Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	355	880	896	1.123	3.136
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	10	9	11	0	0	Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	880	896	1.123	3.136	3.846
Nợ dài hạn	10	9	11	0	0	Chỉ số tài chính					
Tổng nợ phải trả	4.893	4.621	5.950	4.239	4.219	Khả năng thanh toán					
+ Vốn cổ phần	2.462	3.282	3.381	3.381	3.381	Khả năng thanh toán hiện hành	2,45	2,81	2,64	3,70	4,08
+ Thặng dư vốn cổ phần	2.251	1.851	1.950	1.950	1.950	Khả năng thanh toán nhanh	0,28	0,42	0,43	1,12	1,43
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2.522	2.740	3.303	4.989	6.541	Khả năng thanh toán tiền mặt	0,22	0,37	0,36	0,96	1,13
+ Quỹ khác	1.209	1.933	2.623	2.623	2.623	Khả năng thanh toán lãi vay	0,80	0,42	0,34	-0,04	-0,66
Vốn chủ sở hữu	8.444	9.806	11.257	12.943	14.495	Cơ cấu vốn					
Tổng cộng nguồn vốn	13.337	14.428	17.207	17.182	18.714	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,63	0,68	0,65	0,75	0,77
Tỷ lệ tăng trưởng (%)						Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,37	0,32	0,35	0,25	0,23
Tăng trưởng doanh thu	73,3%	-2,2%	14,1%	-13,1%	0,9%	Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,32	0,24	0,30	0,20	0,18
Tăng trưởng LNTT	80,8%	7,6%	6,5%	2,9%	-5,0%	Chỉ số hiệu suất hoạt động					
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	76,0%	8,9%	7,3%	3,2%	-5,0%	Số ngày phải thu	0,63	0,69	0,68	2,56	7,05
Tăng trưởng EPS	24,4%	4,1%	5,3%	22,1%	-5,7%	Số ngày phải trả	6,25	3,60	5,16	8,08	7,31
Tăng trưởng VCSH	8,2%	33,3%	3,0%	0,0%	0,0%	Số ngày tồn kho	125,77	144,55	140,34	168,69	154,64
Tăng trưởng Tổng tài sản	25,6%	8,2%	19,3%	-0,1%	8,9%	Khả năng sinh lời					
Định giá (lần)						Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,5%	18,3%	17,6%	21,6%	22,1%
P/E	15,9	15,3	11,4	12,9	13,7	Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	7,1%	7,6%	7,0%	8,3%	7,9%
P/B	3,1	2,3	2,0	2,4	2,1	Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	5,3%	5,9%	5,6%	6,6%	6,3%
EV/EBITDA	8,3	9,7	11,4	10,3	10,5	ROE	25,0%	21,6%	20,1%	18,0%	15,1%
EV/Doanh thu	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	ROA	15,1%	14,2%	13,4%	12,7%	11,5%
						ROIC	19,0%	17,7%	16,1%	14,7%	13,0%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Năm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Hạ tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO... Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngõ Quyền, Phường Cửa Nam, Hà Nội
Tel: 84.24.38181888
Fax: 84.24.38181688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Cao ốc Sài Gòn Metropolitan, 235 Đồng Khởi, Phường Sài Gòn, TP. HCM
Tel: 84.28.39151368
Fax: 84.28.39151369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, Số 03 Lê Đình Lý, Phường Thanh Khê, Thành phố Đà Nẵng
Tel: 84.236.3525777
Fax: 84.236.3525779
Email: contact-dn@shs.com.vn



SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: shs.com.vn



Tel: 84.24.38181888



Email: contact@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SHTrading

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: trading.shs.com.vn