

Tăng tỷ trọng

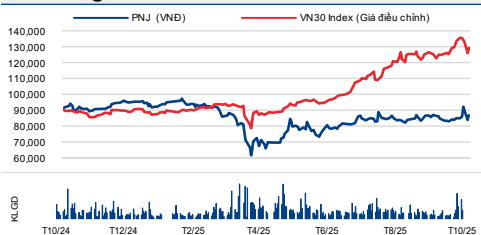
Giá mục tiêu: VNĐ97,000

Tiềm năng tăng/giảm: 10.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/10/2025)	87,700
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	61,783-97,389
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	86,167
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	29,634
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,125
Slg CP lưu hành (tr.đv)	338
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	166
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	74.1%
Cổ đông lớn	C.T.N Dung , gia đình (14.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	37,823	33,431	35,357
EBITDA đc (tỷ đồng)	2,751	2,796	3,130
LNTT (tỷ đồng)	2,651	2,663	2,994
LNT ĐC (tỷ đồng)	2,113	2,122	2,386
FCF (tỷ đồng)	(7.22)	1,703	1,987
EPS ĐC (đồng)	5,697	5,967	6,708
DPS (đồng)	2,000	2,001	2,002
BVPS (đồng)	33,309	38,019	42,978
T.trưởng EBITDA (%)	5.39	1.65	11.9
T.trưởng EPS ĐC (%)	2.01	4.74	12.4
Tăng trưởng DPS (%)	0	0.05	0.05
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.27	8.36	8.85
Tỷ suất LNTT (%)	7.01	7.97	8.47
Tỷ suất LNT ĐC (%)	5.59	6.35	6.75
Tỷ lệ LN trả CT (%)	35.1	33.5	29.8
Nợ thuần/VCSH (%)	21.4	12.5	5.56
ROAE (%)	20.1	17.6	17.4
ROACE (%)	25.3	22.4	22.1
EV/doanh thu (lần)	0.84	0.93	0.86
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.6	11.1	9.67
P/E ĐC (lần)	15.4	14.7	13.1
P/B (lần)	2.63	2.31	2.04
Lợi suất cổ tức (%)	2.28	2.28	2.28

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng

giang.bnc@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

KQKD Q3/2025: Vượt xa kỳ vọng

- Lợi nhuận thuần Q3/2025 của PNJ đạt 496 tỷ đồng, tăng 130% so với cùng kỳ, cao hơn nhiều so với dự báo của HSC ở mức 255 tỷ đồng.
- Doanh thu thuần tăng 14% so với cùng kỳ lên 8.136 tỷ đồng, nhờ doanh thu vàng 24k tăng mạnh (83% so với cùng kỳ) và doanh thu bán lẻ tăng nhẹ (4,3% so với cùng kỳ). Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên 19,8%, đa phần nhờ công ty không ghi nhận khoản chi phí không thường xuyên lớn nào như trong Q3/2024.
- Trong 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần tăng 17% so với cùng kỳ lên 1.610 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 25.353 tỷ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ. Lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 hoàn thành 76% dự báo cho cả năm 2025 và vượt ước tính 17%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PNJ.

Sự kiện: Công bố KQKD Q3/2025

PNJ vừa công bố báo cáo KQKD Q3/2025, với lợi nhuận thuần đạt 496 tỷ đồng, tăng 130% so với cùng kỳ, cao hơn nhiều so với kỳ vọng của HSC ở mức 255 tỷ đồng. Doanh thu thuần tăng 14% so với cùng kỳ lên 8.136 tỷ đồng, nhờ doanh thu vàng 24k tăng mạnh và doanh thu bán lẻ tăng nhẹ. KQKD theo mảng kinh doanh như sau:

- Doanh thu bán lẻ tăng 4,3% so với cùng kỳ lên 5.219 tỷ đồng, từ mức nền cao của Q3/2024 (tăng 20% so với cùng kỳ), thấp hơn một chút so với kỳ vọng tăng trưởng ở mức cao một chữ số của chúng tôi.
- Doanh thu bán buôn giảm 12% so với cùng kỳ xuống 850 tỷ đồng do một số cửa hàng kinh doanh truyền thống (vốn là khách hàng bán buôn của PNJ) tạm thời thu hẹp quy mô kinh doanh khi chính phủ mở đợt thanh tra vàng mới trong tháng 9/2025. Hơn nữa, PNJ cũng ưu tiên phân bổ vàng nguyên liệu cho hoạt động bán lẻ hơn là sản xuất cho bán buôn.
- Doanh thu vàng 24k tăng mạnh 83% so với cùng kỳ lên 1.979 tỷ đồng so với mức nền thấp của Q3/2024 và nhu cầu tăng cao.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh so với cùng kỳ

Lợi nhuận gộp tăng 29% so với cùng kỳ lên 1.607 tỷ đồng, vượt xa mức tăng của doanh thu và đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp lên 19,8% từ 17,5% trong Q3/2024. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đa phần là nhờ PNJ không có khoản chi phí không thường xuyên nào như trong Q3/2024. Khi đó, công ty ghi nhận khoản chi phí 195 tỷ đồng do hao hụt từ việc tái chế trang sức mua lại, tạo ra áp lực lớn lên tỷ suất lợi nhuận. Hơn nữa, công ty đã nhiều lần tăng giá bán vàng trang sức để bù đắp cho phần chi phí đầu vào tăng cao.

Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh thu vàng 24k cũng cao hơn so với cùng kỳ, nhờ giá vàng tăng mạnh và khoảng cách chênh lệch giữa giá vàng thế giới và trong nước ngày càng lớn (15-17% trong Q3/2025 so với 5-7% trong Q3/2024).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 23/10.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, PNJ

Lợi nhuận thuần tăng mạnh 130% so với cùng kỳ trong Q3

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	7,130	8,136	14.1%	29,242	25,353	-13.3%
Lợi nhuận gộp	1,251	1,607	28.5%	4,881	5,285	8.3%
Lợi nhuận thuần	216	496	129.8%	1,382	1,610	16.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.5%	19.8%		16.7%	20.8%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.0%	6.1%		4.7%	6.4%	

Nguồn: PNJ

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Trong 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần tăng 17% so với cùng kỳ lên 1.610 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 25.353 tỷ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ. Lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 hoàn thành 76% dự báo cho cả năm 2025 và cao hơn 17% so với kỳ vọng của chúng tôi. PNJ dự kiến sẽ công bố BCTC hoàn chỉnh vào tuần tới, khi đó chúng tôi sẽ cập nhật thông tin chi tiết hơn.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần, PNJ

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Bán lẻ	5,004	5,221	4.3%	15,900	16,711	5.1%
Bán buôn	962	851	-11.6%	2,758	2,904	5.3%
Vàng 24k	1,083	1,978	82.7%	10,209	5,676	-44.4%
Mảng khác	81	86	6.4%	375	62	-83.5%
Tổng	7,130	8,136	14.1%	29,242	25,353	-13.3%

Nguồn: PNJ, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	33,137	37,823	33,431	35,357	37,680
Lợi nhuận gộp	6,059	6,674	6,917	7,508	8,147
Chi phí BH&QL	(3,529)	(4,003)	(4,214)	(4,479)	(4,792)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,529	2,670	2,703	3,029	3,355
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(40.3)	0	0.00
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(0.12)	(16.6)	0	(35.2)	(26.7)
LNTT	2,489	2,651	2,663	2,994	3,328
Chi phí thuế TNDN	(518)	(538)	(541)	(608)	(675)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,971	2,113	2,122	2,386	2,652
Lợi nhuận thuần ĐC	1,971	2,113	2,122	2,386	2,652
EBITDA ĐC	2,610	2,751	2,796	3,130	3,465
EPS (đồng)	5,584	5,697	5,967	6,708	7,457
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	5,967	6,708	7,457
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,001	2,002	2,003
Sig CP bình quân (triệu đv)	328	338	338	338	338
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	328	338	338	338	338
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	328	338	338	338	338

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	896	1,123	1,902	2,904	4,492
Đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,500	2,000	2,000
Phải thu khách hàng	217	401	384	403	427
Hàng tồn kho	10,941	13,015	13,124	13,576	14,058
Các tài sản ngắn hạn khác	95.9	133	113	119	126
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	15,693	17,024	19,002	21,103
TSCĐ hữu hình	256	248	249	250	251
TSCĐ vô hình	626	609	608	608	608
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	3.98	3.98	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	583	654	710	814	922
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,515	1,568	1,672	1,781
Tổng cộng tài sản	14,430	17,208	18,592	20,675	22,884
Nợ ngắn hạn	2,384	3,342	3,343	3,536	3,580
Phải trả người bán	255	624	531	558	592
Nợ ngắn hạn khác	1,418	1,339	1,243	1,365	1,500
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	5,942	5,734	6,142	6,442
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.22	0.18	0.18	0.18	0.18
Tổng nợ dài hạn	0.22	0.18	0.18	0.18	0.18
Tổng nợ phải trả	4,623	5,952	5,745	6,152	6,433
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,847	14,523	16,452
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,847	14,523	16,452
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,430	17,208	18,592	20,675	22,884
BVPS (đ)	29,891	33,309	38,019	42,978	48,687
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,488	2,219	1,441	632	(912)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,529	2,670	2,703	3,029	3,355
Khấu hao	(81.1)	(80.8)	(93.3)	(101)	(110)
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(40.3)	0	0.00
Thuế TNDN đã nộp	(466)	(555)	(541)	(608)	(675)
Thay đổi vốn lưu động	(420)	(2,118)	(293)	(318)	(336)
Khác	(181)	8.29	(126)	(116)	(117)
LCT thuần từ HKKD	1,503	83.2	1,797	2,089	2,336
Đầu tư TS dài hạn	(82.0)	(90.4)	(93.8)	(102)	(111)
Góp vốn & đầu tư	(3.98)	0	0	0	0
Thanh lý	1.08	0.00	0	0	0
Khác	(492)	(121)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(577)	(211)	(93.8)	(102)	(111)
Cổ tức trả cho CSH	(611)	(672)	(672)	(672)	(672)
Thu từ phát hành CP	0	67.2	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(299)	957	1.60	193	43.9
Khác	0	0	(253)	(506)	(9.71)
LCT thuần từ HĐTC	(909)	353	(923)	(985)	(637)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1,123	1,902	2,904
LCT thuần trong kỳ	16.6	225	780	1,002	1,588
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	1.60	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1,123	1,902	2,904	4,492
Dòng tiền tự do	1,421	(7.22)	1,703	1,987	2,225

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.3	17.6	20.7	21.2	21.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.88	7.27	8.36	8.85	9.20
Tỷ suất LNT (%)	5.95	5.59	6.35	6.75	7.04
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.3	20.3	20.3	20.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.18)	14.1	(11.6)	5.76	6.57
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	4.23	5.39	1.65	11.9	10.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	8.88	7.17	0.45	12.4	11.2
Tăng trưởng EPS (%)	5.22	2.01	4.74	12.4	11.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	4.74	12.4	11.2
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0.05	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.8	35.1	33.5	29.8	26.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.6	20.1	17.6	17.4	17.1
ROACE (%)	27.7	25.3	22.4	22.1	21.6
Vòng quay tài sản (lần)	2.39	2.39	1.87	1.80	1.73
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.03	0.66	0.69	0.70
Số ngày tồn kho	147	153	181	178	174
Số ngày phải thu	2.93	4.70	5.28	5.29	5.28
Số ngày phải trả	3.43	7.32	7.32	7.32	7.32
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	17.3	21.4	12.5	5.56	(4.41)
Nợ/tài sản (%)	18.0	20.5	18.9	18.0	16.5
EBIT/lãi vay (lần)	63.2	1,026	67.1	nm	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	1.28	1.25	1.19	1.09
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.81	2.64	2.97	3.09	3.29
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.91	0.84	0.93	0.86	0.76
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.6	11.6	11.1	9.67	8.29
P/E (lần)	15.7	15.4	14.7	13.1	11.8
P/E ĐC (lần)	15.7	15.4	14.7	13.1	11.8
P/B (lần)	2.93	2.63	2.31	2.04	1.80
Lợi suất cổ tức (%)	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn