

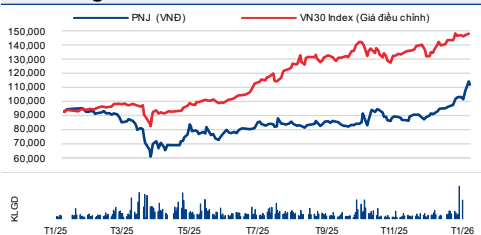
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ115,000
Tiềm năng tăng/giảm: 2.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/1/2026)	111,900
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	61,190-114,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	111,267
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	37,812
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,440
Sig CP lưu hành (tr.đv)	338
Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)	166
Sig 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	35,521	41,010
EBITDA đc (tỷ đồng)	2,751	3,090	3,564
LNTT (tỷ đồng)	2,651	2,980	3,427
LNT ĐC (tỷ đồng)	2,113	2,375	2,731
FCF (tỷ đồng)	(7.22)	2,138	2,310
EPS ĐC (đồng)	5,697	6,677	7,679
DPS (đồng)	2,000	2,001	2,002
BVPS (đồng)	33,309	38,729	44,660
T.trưởng EBITDA (%)	5.39	12.3	15.3
T.trưởng EPS ĐC (%)	2.01	17.2	15.0
Tăng trưởng DPS (%)	0	0.05	0.05
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.27	8.70	8.69
Tỷ suất LNTTT (%)	7.01	8.39	8.36
Tỷ suất LNT ĐC (%)	5.59	6.69	6.66
Tỷ lệ LN trả CT (%)	35.1	30.0	26.1
Nợ thuần/VCSH (%)	21.4	9.14	0.75
ROAE (%)	20.1	19.5	19.4
ROACE (%)	25.3	24.6	24.6
EV/doanh thu (lần)	1.06	1.09	0.92
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	12.6	10.6
P/E ĐC (lần)	19.6	16.8	14.6
P/B (lần)	3.36	2.89	2.51
Lợi suất cổ tức (%)	1.79	1.79	1.79

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

Q4/2025: Vượt xa kỳ vọng

- KQKD Q4/2025 của PNJ vượt xa dự báo của HSC. Lợi nhuận thuần tăng mạnh 67% so với cùng kỳ đạt 1.219 tỷ đồng, vượt xa dự báo 765 tỷ đồng của chúng tôi, trong khi doanh thu thuần tăng 12% so với cùng kỳ đạt 9.626 tỷ đồng.
- Doanh thu bán lẻ tăng mạnh 26,5% so với cùng kỳ đạt 7.642 tỷ đồng, cao hơn đáng kể so với dự báo là chỉ tăng 6%. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ tỷ trọng đóng góp ngày càng cao của doanh thu bán lẻ trong tổng doanh thu, cũng như sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ.
- HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố KQKD Q4/2025

PNJ vừa công bố báo cáo kết quả HĐKD Q4/2025, vượt xa dự báo của HSC. Lợi nhuận thuần tăng mạnh 67% so với cùng kỳ đạt 1.219 tỷ đồng, vượt xa dự báo của chúng tôi ở mức 765 tỷ đồng, trong khi doanh thu thuần tăng 12% so với cùng kỳ đạt 9.626 tỷ đồng. KQKD tích cực chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng mạnh của mảng bán lẻ. Lợi nhuận thuần Q4/2025 ghi nhận mức cao nhất từ trước đến nay.

Theo từng mảng HĐKD:

- Doanh thu bán lẻ tăng mạnh 26,5% so với cùng kỳ đạt 7.642 tỷ đồng, cao hơn đáng kể so với dự báo của HSC ở mức 6.264 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ). Trong bối cảnh giá vàng tăng mạnh và nguồn cung vàng miếng cũng như vàng 24K trên thị trường bị hạn chế, nhu cầu ngày càng dịch chuyển sang các sản phẩm trang sức.
- Doanh thu bán buôn giảm 8% so với cùng kỳ xuống 850 tỷ đồng do PNJ ưu tiên phân bổ nguyên liệu cho HĐKD bán lẻ của mình thay vì phục vụ sản xuất cho kênh bán buôn. Bên cạnh đó, trong bối cảnh giá vàng tăng cao, các khách hàng bán buôn đã giảm ưu tiên đối với các sản phẩm trang sức có chi phí gia công cao, vốn là nhóm sản phẩm mà Công ty đang tập trung phát triển cho kênh bán buôn.
- Doanh thu vàng 24K giảm mạnh 31% so với cùng kỳ xuống 912 tỷ đồng do Công ty chủ động ưu tiên phân bổ nguồn lực cho mảng bán lẻ trang sức.

Tính chung cả năm 2025, lợi nhuận thuần tăng trưởng 34% đạt 2.828 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 34.976 tỷ đồng, giảm 8%. Lợi nhuận thuần thực hiện năm 2025 vượt 19% so với dự báo cập nhật gần nhất của chúng tôi ở mức 2.375 tỷ đồng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/1.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q4/2025 và cả năm 2025, PNJ

Lợi nhuận thuần tăng mạnh 67% so với cùng kỳ trong Q4/2025

Tỷ đồng	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	8,581	9,623	12.1%	37,823	34,976	-7.5%
Lợi nhuận gộp	1,791	2,419	35.1%	6,674	7,703	15.4%
Lợi nhuận thuần	731	1,219	66.8%	2,113	2,829	33.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.9%	25.1%	427	17.6%	22.0%	438
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.5%	12.7%	415	5.6%	8.1%	250

Nguồn: HSC ước tính

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh so với cùng kỳ

Lợi nhuận gộp tăng 35% so với cùng kỳ đạt 2.419 tỷ đồng, cao hơn tốc độ tăng doanh thu và qua đó nâng tỷ suất lợi nhuận gộp lên 25,1% từ mức 20,9% trong Q3/2024. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ tỷ trọng đóng góp cao hơn của mảng bán lẻ, chiếm 78% tổng doanh thu trong Q4/2025 (so với 69% trong Q4/2024). Mảng bán lẻ thường mang lại tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất, dao động trong khoảng 28-32%, so với mức rất thấp chỉ 1-3% của mảng bán buôn và kinh doanh vàng 24K.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần theo phân khúc sản phẩm, PNJ

Doanh thu mảng bán lẻ tăng mạnh

Tỷ đồng	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng
Bán lẻ	5,901	7,462	26.5%	21,801	24,212	11.1%
Bán buôn	1,112	1,020	-8.2%	3,869	3,935	1.7%
Vàng 24k	1,321	912	-30.9%	11,530	6,595	-42.8%
Mảng khác	248	229	-7.6%	375	234	-37.7%
Tổng	8,581	9,623	12.1%	37,823	34,976	-7.5%

Nguồn: HSC ước tính

Ngoài ra, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ trong Q4/2025 đã cải thiện lên khoảng 31% từ mức 29%, nhiều khả năng phản ánh cơ cấu sản phẩm thuận lợi hơn, nghiêng về các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao.

Xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

Do lợi nhuận năm 2025 của PNJ vượt xa dự báo, HSC đang xem xét lại dự báo cho những năm tới cũng như xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

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	35,521	41,010	45,660
Lợi nhuận gộp	6,059	6,674	7,219	7,984	8,710
Chi phí BH&QL	(3,529)	(4,003)	(4,222)	(4,522)	(4,835)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,529	2,670	2,997	3,462	3,876
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(28.4)	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)	11.4	(35.4)	(35.2)
LNTT	2,489	2,651	2,980	3,427	3,840
Chi phí thuế TNDN	(518)	(538)	(605)	(696)	(780)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,971	2,113	2,375	2,731	3,061
Lợi nhuận thuần ĐC	1,971	2,113	2,375	2,731	3,061
EBITDA ĐC	2,610	2,751	3,090	3,564	3,986
EPS (đồng)	5,584	5,697	6,677	7,679	8,605
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	6,677	7,679	8,605
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	2,533	4,191	6,262
Đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,500	2,000	2,000
Phải thu khách hàng	217	401	405	462	509
Hàng tồn kho	10,941	13,015	13,019	13,541	14,152
Các tài sản ngắn hạn khác	95.9	133	121	141	157
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	15,693	17,578	20,334	23,081
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	726	856	981
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,515	1,583	1,714	1,839
Tổng cộng tài sản	14,430	17,208	19,161	22,048	24,920
Nợ ngắn hạn	2,384	3,342	3,552	4,101	4,338
Phải trả người bán	255	624	567	662	741
Nợ ngắn hạn khác	1,418	1,339	1,263	1,400	1,547
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	5,942	6,064	6,947	7,502
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	6,074	6,957	7,513
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	13,087	15,091	17,408
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	13,087	15,091	17,408
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,430	17,208	19,161	22,048	24,920
BVPS (đ)	29,891	33,309	38,729	44,660	51,517
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,488	2,219	1,019	(90.3)	(1,925)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,529	2,670	2,997	3,462	3,876
Khấu hao	(81.1)	(80.8)	(93.3)	(101)	(110)
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(28.4)	0	0.00
Thuế TNDN đã nộp	(466)	(555)	(605)	(696)	(780)
Thay đổi vốn lưu động	(420)	(2,118)	(96.5)	(316)	(419)
Khác	(181)	8.29	(129)	(140)	(149)
LCT thuần từ HKKD	1,503	83.2	2,232	2,412	2,638
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	211	549	237
Khác	0	0	(267)	(529)	(21.2)
LCT thuần từ HĐTC	(909)	353	(728)	(652)	(456)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1,123	2,533	4,191
LCT thuần trong kỳ	16.6	225	1,410	1,658	2,071
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	1.60	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1,123	2,533	4,191	6,262
Dòng tiền tự do	1,421	(7.22)	2,138	2,310	2,527

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	20.3	19.5	19.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.88	7.27	8.70	8.69	8.73
Tỷ suất LNT (%)	5.95	5.59	6.69	6.66	6.70
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.3	20.3	20.3	20.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.18)	14.1	(6.09)	15.5	11.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	4.23	5.39	12.3	15.3	11.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	8.88	7.17	12.4	15.0	12.1
Tăng trưởng EPS (%)	5.22	2.01	17.2	15.0	12.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	17.2	15.0	12.1
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0.05	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.8	35.1	30.0	26.1	23.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.6	20.1	19.5	19.4	18.8
ROACE (%)	27.7	25.3	24.6	24.6	23.8
Vòng quay tài sản (lần)	2.39	2.39	1.95	1.99	1.94
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.03	0.74	0.70	0.68
Số ngày tồn kho	147	153	168	150	140
Số ngày phải thu	2.93	4.70	5.23	5.10	5.03
Số ngày phải trả	3.43	7.32	7.32	7.32	7.32
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	17.3	21.4	9.14	0.75	(9.75)
Nợ/tài sản (%)	18.0	20.5	19.5	19.5	18.3
EBIT/lãi vay (lần)	63.2	1,026	106	nm	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	1.28	1.21	1.21	1.15
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.81	2.64	2.90	2.93	3.08
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.15	1.06	1.09	0.92	0.79
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	14.6	12.6	10.6	9.00
P/E (lần)	20.0	19.6	16.8	14.6	13.0
P/E ĐC (lần)	20.0	19.6	16.8	14.6	13.0
P/B (lần)	3.74	3.36	2.89	2.51	2.17
Lợi suất cổ tức (%)	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79

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