

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận – HOSE: PNJ

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 135,000

Upside: 20%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 2025 tăng trưởng ấn tượng (+ 33.78%YoY) và tiếp tục kỳ vọng KQKD năm 2026 +12.5%YoY bứt phá trên mức nền cao của cùng kỳ**, tương ứng nâng biên LNST lần lượt +0.8 dpt và +1.39 dpt so với kỳ vọng trước đó ([Link](#)). Động lực chính đến từ khả năng thích nghi vượt trội của doanh nghiệp trong bối cảnh biến động mạnh của giá vàng và sự thay đổi trong chính sách quản lý ngành kinh doanh vàng.
- Giá cổ phiếu hiện tại đang ở vùng định giá hấp dẫn (PE FW 2026 = 12.9 lần) thấp hơn định giá trung bình 5 năm của PNJ là 15 lần** và chưa phản ánh được (i) nỗ lực tăng trưởng 2020-2025 về DT và LNST lần lượt +14.8%/năm và 21%/năm (ii) tiềm năng tăng trưởng thị phần và vị thế của PNJ trong bối cảnh ngành dịch chuyển sang hướng minh bạch và chuyên nghiệp.

CẬP NHẬT THÔNG TIN VỀ KQKD Q4/2025 – TĂNG TRƯỞNG VƯỢT KỲ VỌNG

KQKD Q4/2025, DTT và LNST lần lượt đạt 9,623 tỷ VND (+12.1%YoY) và LNST đạt 1,219 tỷ VND (+66.8%YoY). Trong đó

- DTT được dẫn dắt tăng trưởng từ mảng bán lẻ trang sức +26.5%YoY**, nhờ chiến lược sản phẩm và danh mục sản phẩm linh hoạt phù hợp với diễn biến thị trường và nắm bắt cơ hội từ nhu cầu tiêu dùng cho các sản phẩm chính hãng phục hồi trong Q4/2025.
- LNST +66.8%YoY, tương ứng với biên LNST tăng từ 10.2% (Q4/2024) lên 12.9%(Q4/2025)** chủ yếu đến từ biên lợi nhuận gộp + 4.7điểm % so với cùng kỳ nhờ tăng tỷ trọng đóng góp của mảng bán lẻ trang sức với biên lợi nhuận tốt hơn và quản trị hiệu quả chi phí vận hành

Hoạt động mở mới cửa hàng 12T/2025, PNJ đang vận hành 431 cửa hàng trong đó tiến hành mở mới 17 cửa hàng và đóng 15 cửa hàng nhằm tập trung nâng cấp sang mô hình cửa hàng diện tích lớn, nâng cao trải nghiệm của khách hàng

Quan điểm của BSC: KQKD Q4/2025 cao hơn đáng kể so với kỳ vọng của BSC trong báo cáo gần nhất theo đó doanh thu +1.8%YoY và biên lợi nhuận sau thuế +4 điểm phần trăm so với kỳ vọng, chủ yếu đến từ đóng góp của mảng bán lẻ tăng trưởng vượt trội chứng minh lợi thế cạnh tranh vượt trội trong bối cảnh môi trường kinh doanh vàng còn nhiều biến động.

	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	33,137	37,823	34,976	36,142
Lợi nhuận gộp	6,059	6,672	7,703	8,464
LNST	1,971	2,115	2,829	3,182
EPS	5,434	5,669	7,634	8,707

BÁO CÁO CẬP NHẬT

26/01/2026– HSX: PNJ

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Phạm Thị Minh Châu

(Trưởng nhóm,

Chuyên viên phân tích cao cấp)

Chauptm@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	112,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	341
Vốn hoá (Tỷ VND):	38,345
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.513
Sở hữu nước ngoài:	48.8%

CẬP NHẬT DIỄN BIẾN CUỘC HỌP NĐT THÁNG 1/2026

Cập nhập tình hình kinh doanh năm 2025

- Theo Wold Gold Council, ngành kinh doanh vàng ghi nhận xu hướng giảm về sản lượng kinh doanh vàng -20%YoY và ước tính nhu cầu thực tế có thể giảm nhiều hơn do hàm lượng trang sức vàng/SP sụt giảm do khan hiếm nguồn cung.
- PNJ đã đặt kế hoạch thận trọng trong năm 2025 do diễn biến phức tạp từ biến động giá vàng và thay đổi về cơ chế quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Trong bối cảnh đó, PNJ đã linh hoạt (i) tối ưu danh mục sản phẩm và rà soát nâng cấp trải nghiệm khách hàng tại từng cửa hàng (ii) tối ưu nguồn cung bằng các biện pháp: tái chế tồn kho và thu mua lại sản phẩm theo giá thị trường tại hơn 430 cửa hàng và (iii) tối ưu hóa vận hành cùng các sáng kiến trong sản xuất. Các nỗ lực trên đã mang lại kết quả kinh doanh vượt trội trong Q4/2025 khi doanh thu bán lẻ trang sức +27%YoY, dẫn dắt tăng trưởng vượt trội lợi nhuận +66%YoY

Triển vọng năm 2026 được PNJ đánh giá tích cực hơn nhờ

- Duy trì kỳ vọng xu hướng giá vàng tiếp tục tăng, dù tốc độ có thể chậm hơn năm 2025 và công ty liên tục chủ động tiến hành các biện pháp phòng ngừa rủi ro cần thiết trong bối cảnh giá vàng đảo chiều giảm thiểu tối đa ảnh hưởng.
- Cơ cấu sản phẩm vẫn tiếp tục ưu tiên mảng bán lẻ trang sức với hàm lượng chế tác cao và các bộ sưu tập mới (bao gồm Mancode) và chủ động điều tiết cơ cấu sản phẩm dựa trên diễn biến nguồn cung vàng. Chúng tôi cho rằng với chính sách mua nguyên liệu và các nỗ lực thực hiện các chương trình khuyến mua, doanh nghiệp đã chuẩn bị được nguồn nguyên liệu đủ lớn để phục vụ cho mùa cao điểm Q1/2026 với những sự kiện lớn của năm như Tết, ngày thần tài, ngày Valentine 14-2.
- Nắm bắt cơ hội từ những thay đổi từ chính sách: (i) PNJ là 1 trong các Doanh nghiệp, Ngân hàng tích cực theo dõi các hướng dẫn từ NHNN liên quan đến quota nhập khẩu vàng nguyên liệu; (ii) DN tự tin về năng lực gia công vàng miếng cho các NHTM đủ điều kiện và đang chờ các hướng dẫn cụ thể từ NHNN
- Mặt khác, một số biến số trong kỳ vọng KQKD năm 2026 của PNJ đến từ (i) sức mua thực tế thông qua KQKD Q1/2026 (i) biến động giá vàng và nhu cầu tiêu dùng (ii) cần thời gian để khách hàng thích nghi với phương thức thanh toán dựa trên quy định thanh toán qua thẻ ngân hàng với các hóa đơn trên 20 triệu VND.

Cập nhật khác: (i) PNJ dự kiến tiếp tục duy trì tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt 20%/năm sau khi tiến hành chia cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 2:1 và *sửa đổi, bổ sung Điểm d và Điểm g, Khoản 1, Điều 38, Điều lệ tổ chức và hoạt động của Công ty* ([Link](#)); (ii) CTHĐQT cho rằng hiện tại chưa có biến động đáng kể về nhân sự cấp cao và luôn có kế hoạch cụ thể về nhân sự phù hợp cho từng giai đoạn tăng trưởng của doanh nghiệp.

Quan điểm sau cuộc họp: Chúng tôi cho rằng giai đoạn 2024-2025 là thách thức và cơ hội đan xen trong ngành kinh doanh vàng trước biến chuyển nhanh của giá vàng và chuẩn hóa cơ chế quản lý kinh doanh thị trường vàng, điều tiết thị trường theo hướng minh bạch và mở ra cơ hội trong giai đoạn tới cho các doanh nghiệp hàng đầu như PNJ:

- Các DN tham gia kinh doanh vàng tuân thủ pháp luật và sở hữu hệ thống vận hành đã tối ưu, tham gia sâu vào chuỗi sản xuất giá trị cao, sẽ tiếp tục chiếm lĩnh thị phần và mở ra cơ hội kinh doanh mới.
- Song song với sự dịch chuyển này, chúng tôi kỳ vọng xu hướng chuyển dịch nhu cầu đối với các sản phẩm có hàm lượng gia công kỹ thuật cao, cũng sẽ được chấp nhận ở mức định giá cao hơn khẳng định vị thế và giá trị thương hiệu.
- Từng bước gỡ bỏ nút thắt nguồn cung khi thị trường hóa hoạt động thu mua lại sản phẩm và kỳ vọng những tín hiệu từ hạn ngạch nhập khẩu vàng nguyên liệu

BÁO CÁO CẬP NHẬT

26/01/2026– HSX: PNJ

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	135,000
Upside:	20%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	112,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	341
Vốn hoá (Tỷ VND):	38,345
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.513
Sở hữu nước ngoài:	48.8%

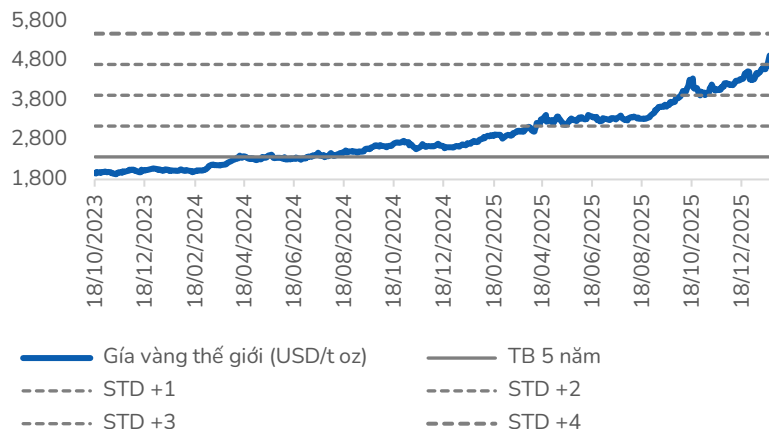
QUAN ĐIỂM CỦA BSC

Dựa trên KQKD tích cực của (1) năm 2025, DTT và LNST lần lượt đạt 34,976 tỷ VND (-7.5%YoY) và 2,829 tỷ VND (+33.9%YoY)-hoàn thành 112% kế hoạch doanh thu và 144.4% kế hoạch LNST năm 2025 và cao hơn DTT và biên LNST thấp hơn lần lượt +0.5% và 0.8 đpt so với kì vọng của BSC ([link](#)) và (2) quan điểm điều hành lạc quan của ban lãnh đạo trong 2026.

Do đó, BSC nâng kỳ vọng DTT và LNST của PNJ trong năm 2026 đạt 36,142tỷ VND (+3%YoY) và 3,182 tỷ VND (+12.3%YoY)-tương đương với EPS FW=8,707 VND/CP – Tăng trưởng trên mức nền cao của năm 2025 dựa trên giả định chính đến từ

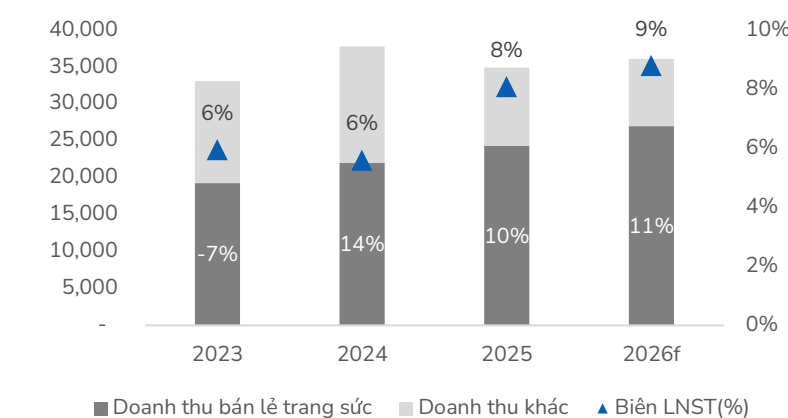
- (1) Diễn biến giá vàng neo ở vùng giá hiện tại và khoảng biến động giá +/-1 lần độ lệch chuẩn -thấp hơn mức biến động của năm 2025 và gây sức ép đáng kể lên nhu cầu giao dịch vàng miếng và trang sức.
- (2) Nguồn cung vàng nguyên liệu tiếp tục được đảm bảo nhờ chính sách thu mua lại sản phẩm tại hơn 400 CH toàn quốc và dự kiến sẽ có những thông tin tích cực vào cuối năm 2026 liên quan đến hạn ngạch nhập khẩu vàng nguyên liệu.
- (3) Giả định về HĐKD:
 - Doanh thu tiếp tục được dẫn dắt bởi tăng trưởng từ mảng bán lẻ trang sức +11% YoY trên mức nền cao nhờ nhu cầu tiêu dùng tiếp tục cải thiện trong 1H/2025 và hiệu quả từ các bộ sưu tập mới.
 - PNJ thận trọng mở rộng độ phủ CH, nhằm đảm bảo hiệu quả hoạt động và nhu cầu kỳ vọng phục hồi không đáng kể (+8CH/439CH)
 - biên LNST tăng +0.8 đpt cùng kỳ chủ yếu đến từ tăng tỷ trọng doanh thu bán lẻ có biên lợi nhuận tích cực hơn

Hình 1: Diễn biến giá vàng thế giới neo cao ở mức STD +3std
USD/ t oz



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Biên LNST của PNJ tiếp tục được dẫn dắt bởi doanh thu mảng bán lẻ trang sức
Tỷ VND



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

26/01/2026– HSX: PNJ

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	135,000
Upside:	20%

Thông tin doanh nghiệp

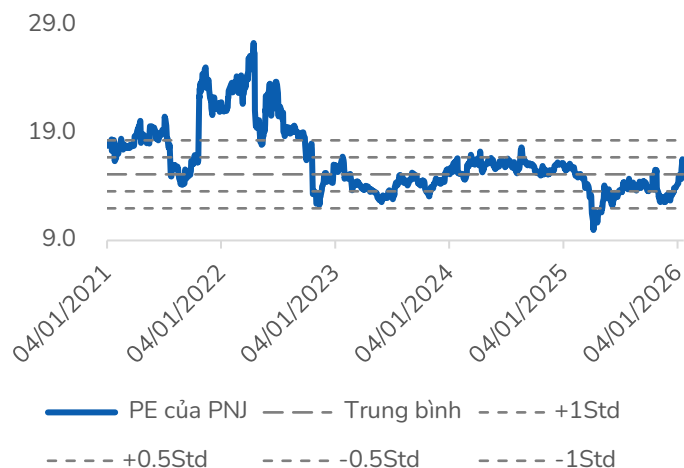
Giá hiện tại (VND):	112,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	341
Vốn hoá (Tỷ VND):	38,345
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.513
Sở hữu nước ngoài:	48.8%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

Diễn biến giá cổ phiếu đã ghi nhận mức tăng +14% YTD và đạt giá mục tiêu tại báo cáo gần nhất BSC ([link](#)) nhằm phản ánh kết quả kinh doanh tích cực Q4/2025 và dư địa tăng trưởng định giá tiếp tục đến từ (1) gỡ nút thắt nguồn cung và (2) KQKD tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong năm 2026 vượt trội so với ngành

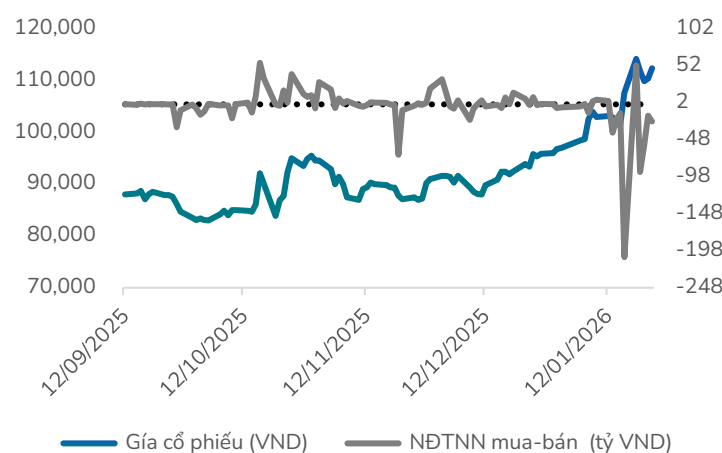
Do đó, BSC đưa ra khuyến nghị MUA đối với CP PNJ với giá mục tiêu **135,000 VND/CP (+20% so với giá đóng cửa ngày 23/01/2026)**, điều chỉnh tăng +21% so với báo cáo trước nhờ **(1)** KQKD tích cực năm 2025 và kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng trong 2026 trên mức nền cao lần lượt +33.8%YoY/+12.5%YoY **(2)** nâng giá mục tiêu lên 15.5 lần cao hơn mức 15 lần nhằm phản ánh (i) nỗ lực tăng trưởng 2020-2025 về DT và LNST lần lượt +14.8%/năm và 21%/năm (ii) tiềm năng tăng trưởng thị phần và vị thế của PNJ trong bối cảnh ngành dịch chuyển sang hướng minh bạch và chuyên nghiệp

Hình 1: Diễn biến PE lịch sử
Lần



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Hình 2: KQKD tích cực của năm 2025 tiếp tục dẫn dắt giá cổ phiếu của PNJ từ đầu năm 2026, bất chấp áp lực bán ròng của NĐTNN
Lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

26/01/2026– HSX: PNJ

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	135,000
Upside:	20%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	112,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	341
Vốn hoá (Tỷ VND):	38,345
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.513
Sở hữu nước ngoài:	48.8%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị MUA, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định MUA bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

