

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HoSE: PNJ)

Ngành	Bán lẻ
Ngày báo cáo	26/01/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	37,663
KLTB 10 ngày	1,678,630
% sở hữu NĐTNN	2.2%
SLCP lưu hành	341,149,107
SLCP niêm yết	341,149,107
P/E trailing	13.3
P/B (gần nhất)	3.1
ROA	14.64%
ROE	20.81%
EPS (pha loãng)	6,867 VND
Book value	12,149 VND

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực bán lẻ trang sức tại Việt Nam. Thành lập năm 1988, hoạt động kinh doanh cốt lõi của PNJ tập trung vào trang sức vàng, bạc, đá quý, trong đó mảng bán lẻ trang sức mang lại biên lợi nhuận cao và tăng trưởng bền vững. Doanh nghiệp sở hữu nhiều thương hiệu mạnh như PNJ Gold, PNJ Silver, CAO Fine Jewellery, hướng đến đa dạng phân khúc khách hàng.

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Kết quả kinh doanh quý 4 vượt kỳ vọng

PNJ vừa công bố kết quả kinh doanh quý 4 tích cực.

Doanh thu thuần đạt 9,626 tỷ đồng (+12% svck), trong khi đó lợi nhuận ròng tăng trưởng mạnh 67%, đạt 1,219 tỷ đồng.

Đây là mức lợi nhuận cao nhất trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp. Trong đó:

- Mảng bán lẻ đạt 7,642 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 26.5%, đóng góp 79% doanh thu của PNJ.
- 2 mảng kinh doanh còn lại là bán buôn và vàng 24K ghi nhận mức tăng trưởng âm so với cùng kỳ.

Nhìn chung cả năm 2025, PNJ ghi nhận doanh thu đạt 34,976 tỷ đồng (-8% yoy), lợi nhuận thuần đạt 2,828 tỷ đồng (+34% yoy). Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao hơn doanh thu là nhờ gia tăng tỷ trọng mảng bán lẻ trang sức – vốn có biên lợi nhuận cao.

Haseco đánh giá đây là kết quả kinh doanh tích cực và vượt kỳ vọng của chúng tôi.

Cơ cấu doanh thu của PNJ

Mảng kinh doanh	Q4/25	Tỷ trọng	Tăng trưởng	2025	Tỷ trọng	Tăng trưởng
Bán lẻ trang sức	7,462	78%	27%	24,212	69%	11%
Bán buôn	1,020	11%	-8%	3,935	11%	2%
Vàng 24K	912	9%	-31%	6,595	19%	-43%
Khác	229	2%	-8%	234	1%	-38%
Tổng	9,623	100%	12%	34,976	100%	-8%

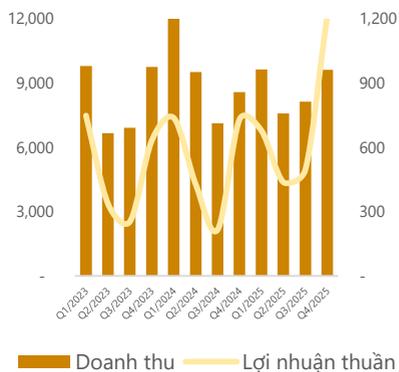
Nguồn: PNJ

Quan điểm đầu tư:

Chúng tôi cho rằng, PNJ sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng mạnh trong 2026, những mặt hàng tiêu dùng xa xỉ, không thiết yếu như trang sức sẽ tăng trưởng tốt. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế sẽ đạt 3,250 tỷ đồng, tăng trưởng 15% YoY, tương ứng giá mục tiêu năm 2026 vào khoảng 124,000 đồng/cổ phiếu.

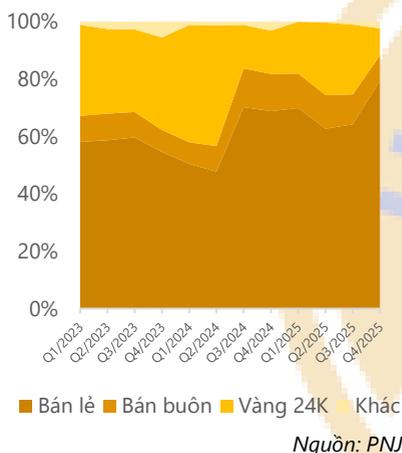
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Kết quả kinh doanh PNJ



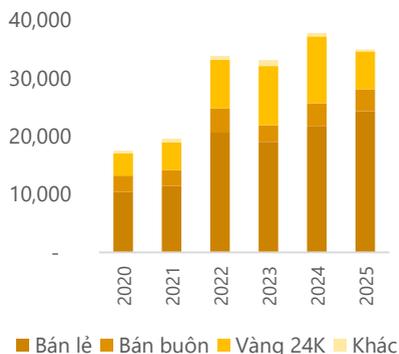
Nguồn: PNJ

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: PNJ

Doanh thu các mảng kinh doanh



Nguồn: PNJ

I. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 4/2025

PNJ vừa công bố kết quả kinh doanh quý 4 tích cực. Doanh thu thuần đạt 9,626 tỷ đồng (+12% svck), trong khi đó lợi nhuận ròng tăng trưởng mạnh 67%, đạt 1,219 tỷ đồng. Đây là mức lợi nhuận cao nhất trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp.

Cụ thể, doanh thu các mảng:

- **Bán lẻ trang sức:** Doanh thu đạt 7,642 tỷ đồng (+26.5% svck), cao hơn đáng kể so với kỳ vọng của chúng tôi. Haseco cho rằng điều này đến từ sự chuyển dịch nhu cầu sang các sản phẩm trang sức trong bối cảnh giá vàng tăng mạnh và nguồn cung vàng miếng, vàng 24K đang bị hạn chế.
- **Bán buôn:** Doanh thu đạt 850 tỷ đồng (-8% svck), do PNJ vẫn ưu tiên phân bổ nguồn nguyên liệu cho hoạt động kinh doanh bán lẻ, thay vì phân bổ cho hoạt động bán buôn với mức biên lợi nhuận rất thấp. Ngoài ra, giá vàng tăng cao cũng là lý do khiến các khách hàng bán buôn giảm nhập các sản phẩm trang sức (nguyên liệu đầu vào là vàng) có giá vốn cao.
- **Vàng 24K:** Doanh thu tiếp tục giảm mạnh 31% svck xuống 912 tỷ đồng. Xu hướng này đã diễn ra từ cuối 2024 tới nay, khi PNJ gặp khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn vàng tinh khiết 24K, khiến công ty phải giới hạn số lượng sản phẩm vàng bán ra. Đồng thời, trọng tâm của PNJ vẫn là mảng bán lẻ trang sức có biên lợi nhuận cao hơn.

Như vậy, tính chung cả năm 2025, doanh thu của PNJ đạt 34,976 tỷ đồng, giảm nhẹ 8% yoy. Tuy nhiên, lợi nhuận lại tăng trưởng tích cực tới hơn 34%, đạt 2,828 tỷ đồng. Kết quả kinh doanh rất khả quan. Haseco cho rằng, lợi nhuận ghi nhận mức độ tăng trưởng nhanh hơn doanh thu là nhờ biên gộp được nới khi tỷ trọng đóng góp của mảng bán lẻ gia tăng (ước tính 79% doanh thu trong Q4/2025) - bán lẻ là mang lại biên lợi nhuận cao nhất tới ~30%.

Cơ cấu doanh thu của PNJ

Mảng kinh doanh	Q4/25	Tỷ trọng	Tăng trưởng	2025	Tỷ trọng	Tăng trưởng
Bán lẻ trang sức	7,462	78%	27%	24,212	69%	11%
Bán buôn	1,020	11%	-8%	3,935	11%	2%
Vàng 24K	912	9%	-31%	6,595	19%	-43%
Khác	229	2%	-8%	234	1%	-38%
Tổng	9,623	100%	12%	34,976	100%	-8%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG



II. Tổng quan doanh nghiệp

Thành lập năm 1988, sau chặng đường hơn 30 năm phát triển, PNJ hiện là doanh nghiệp chế tác và bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam. Định vị mình trong phân khúc trung - cao cấp, PNJ hiện dẫn đầu thị phần trong phân khúc bán lẻ trang sức hiện đại với hệ thống cửa hàng phân phối 429 cửa hàng trải dài khắp cả nước.

Lịch sử hình thành

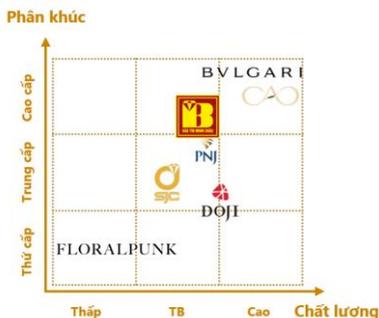


Chuỗi giá trị của PNJ



Nguồn: PNJ, Haseco tổng hợp

Phân khúc trang sức



Nguồn: PNJ, Haseco tổng hợp

Nhìn chung, khi so sánh với các đối thủ cạnh tranh khác trong ngành như DOJI và SJC, PNJ giữ vị thế dẫn đầu nhờ mạng lưới phân phối phủ khắp 31/34 tỉnh thành (429 cửa hàng), vượt xa số lượng cửa hàng của DOJI và SJC.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng PNJ đang có lợi thế về: (1) Quy mô khi sở hữu nhà máy chế tác trang sức lớn nhất Đông Nam Á (tại Gò Vấp và Long An), công suất 4 triệu sản phẩm/năm (cao gấp 8 lần SJC) và (2) Nhân lực: PNJ hiện có hơn 160 “nghệ nhân kim hoàn”, chiếm 70% tổng số nghệ nhân của Việt Nam.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

III. Cập nhật thông tin họp chuyên viên phân tích

Trong cuộc họp chuyên viên phân tích với doanh nghiệp gần đây, ban lãnh đạo duy trì quan điểm lạc quan cho triển vọng năm 2026, với kỳ vọng đến từ sự phục hồi của niềm tin tiêu. PNJ dự kiến tiếp tục mở rộng hệ thống cửa hàng, song song với việc cải thiện hiệu quả vận hành thông qua chiến lược bán lẻ đa kênh và tăng cường hợp tác trong lĩnh vực công nghệ số. Bên cạnh đó, việc phát triển các thiết kế có trọng lượng nhẹ hơn, mức giá dễ tiếp cận hơn, mở rộng danh mục sản phẩm bạc, hợp kim và phụ kiện được kỳ vọng sẽ tiếp tục thúc đẩy doanh thu bán lẻ. Trong bối cảnh giá vàng thế giới được dự báo duy trì xu hướng tăng trong trung hạn 6 - 12 tháng tới, PNJ đặt mục tiêu duy trì hoặc cải thiện biên lợi nhuận mảng bán lẻ thông qua việc liên tục tối ưu hóa cơ cấu sản phẩm.

Bên cạnh đó, ban lãnh đạo cho rằng nghị định mới liên quan đến hoạt động nhập khẩu vàng sẽ mang lại cơ hội cho PNJ. Theo quy định, một số ngân hàng và doanh nghiệp được phép nhập khẩu vàng nguyên liệu, qua đó góp phần nới lỏng các rào cản về nguồn cung trong nước. Ngân hàng Nhà nước dự kiến sẽ cấp phép nhập khẩu trong thời gian tới, với hạn mức được phân bổ định kỳ phù hợp với định hướng quản lý ngoại hối. Hiện tại, có tám ngân hàng và ba doanh nghiệp đáp ứng điều kiện xin cấp phép sản xuất vàng miếng. Trong bối cảnh đó, PNJ đang làm việc với một số ngân hàng nhằm cung ứng dịch vụ gia công vàng miếng. Nhờ năng lực vận hành và đội ngũ kỹ thuật tay nghề cao, PNJ sẽ là cái tên có lợi thế cạnh tranh lớn nhất để dẫn thân tham gia vào thị trường vàng miếng.

IV. Quan điểm đầu tư & định giá cổ phiếu

Chúng tôi cho rằng, PNJ sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng mạnh trong 2026, những mặt hàng tiêu dùng xa xỉ, không thiết yếu như trang sức sẽ tăng trưởng tốt hơn hàng tiêu dùng thiết yếu. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế sẽ tăng trưởng khoảng 15%, đạt 3,250 tỷ đồng. Mức định giá P/E 13.0 lần cho 2026 sẽ phù hợp với PNJ - khi không có nhiều câu chuyện mở rộng cửa hàng như các doanh nghiệp bán lẻ khác MWG, FRT. Vì vậy, Haseco định giá mức giá mục tiêu cho PNJ năm 2026 khoảng **124,000 VND/cổ phiếu**. Chúng tôi khuyến nghị **nắm giữ** với cổ phiếu này!



Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825