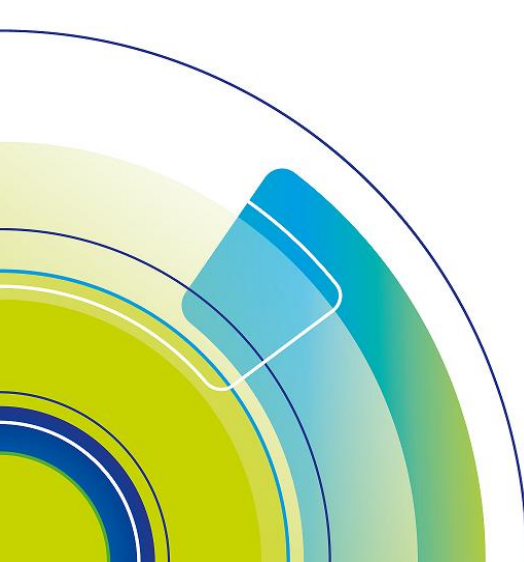




Cập nhật PNJ – KHẢ QUAN

Ngày 05/02/2026



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 (x1042)

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo Cập nhật

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

HSX: PNJ

Bán lẻ

Giá mục tiêu (VND) **132.000**

Giá hiện tại (VND) **116.200**

Tỷ lệ tăng giá 13,6%

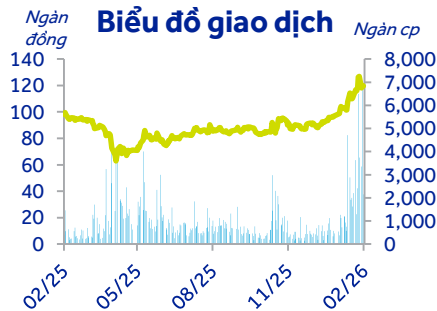
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 1,7%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **15,3%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	21,0	24,6	34,3	25,9
Tương đối	21,0	24,1	25,6	-18,2

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Trương Ngọc Phượng	6,2%
Sprucegrove Investment	5,1%
T Rowe Price Group Inc	4,2%

Thống kê

Mã Bloomberg	PNJ VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	62.800-127.000
SL lưu hành (triệu cp)	341
Vốn hóa (tỷ đồng)	39.642
Vốn hóa (triệu USD)	1.503
Room khối ngoại còn lại (%)	0,2
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	80,8
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.115.692
VND/USD	26.383
Index: VNIndex / HNX	1782,5/263,0

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

Công ty ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận 66,8% svck trong Q4/2025, vượt xa hầu hết các dự phóng, nhờ biên lợi nhuận mở rộng. Chúng tôi dự phóng LNST năm 2026 đạt 3.288 tỷ đồng (+16,2% svck) và điều chỉnh giá mục tiêu cho cổ phiếu lên 132.000 đ/cp đến cuối năm 2026, cao hơn 28% so với cập nhật trước. Đánh giá **KHẢ QUAN**.

Doanh thu thuần và LNST tăng lần lượt 12,1% và 66,8% svck trong Q4/2025, đưa kết quả 2025 (chưa kiểm toán) của PNJ tương ứng lên 34.976 tỷ đồng (-7,5% svck) và 2.829 tỷ đồng (+33,9% svck).

Mảng bán lẻ nữ trang tăng mạnh 26,5% svck là động lực thúc đẩy doanh thu chung, mặc dù mảng bán sỉ và vàng 24K yếu. Tăng trưởng này chủ yếu được dẫn dắt bởi tăng trưởng về giá do giá vàng tăng cao, bên cạnh các chương trình bán hàng và giới thiệu sản phẩm mới, trong khi tăng trưởng khiêm tốn về lượng bán ra và lượng khách hàng hầu như không đổi. Lũy kế 2025, doanh thu bán lẻ tăng 11,1% svck.

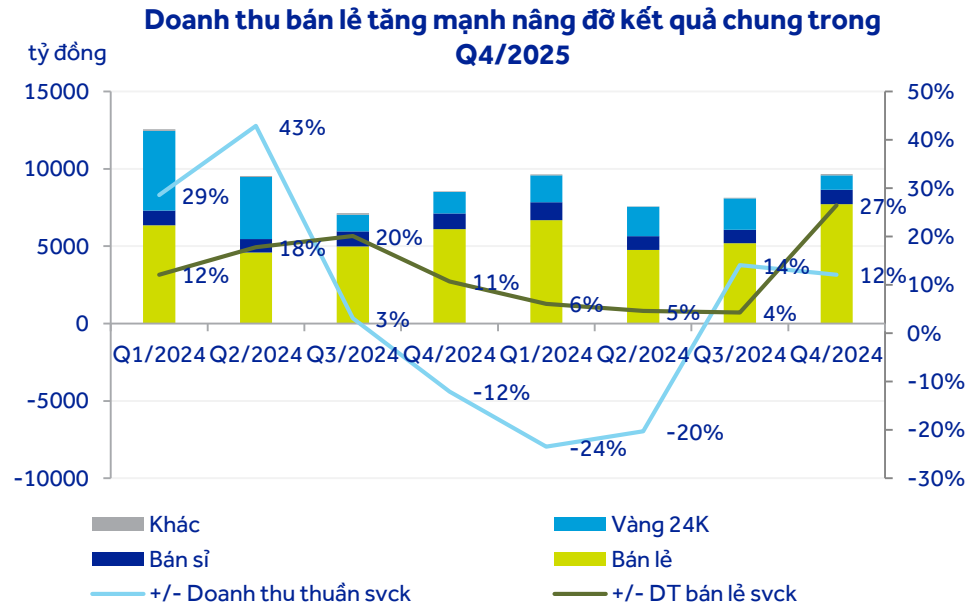
LNST tăng mạnh trong Q4 được thúc đẩy bởi biên lợi nhuận gộp mở rộng lên 25,1% (Q4/2024: 20,9%) và 22% cho cả năm 2025 (2024: 17,6%). Kết quả này xuất phát từ việc ghi nhận thành quả từ các chương trình tối ưu chi phí chưa đủ điều kiện ghi nhận trong các quý trước, lợi nhuận đáng kể từ việc bán hàng tồn kho tích lũy trước đó với giá cao trong bối cảnh giá vàng leo thang và công ty ưu tiên sản phẩm trang sức hơn các sản phẩm có hàm lượng vàng cao. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp không bao gồm vàng 24K đạt 27,6% trong Q4, tốt hơn so với dự phóng của chúng tôi.

Công ty áp dụng chính sách mới đối với sản phẩm mua lại từ ngày 05/01/2026, theo đó một số dòng sản phẩm được mua lại với giá thị trường thay vì theo tỷ lệ cố định như trước đây. Chính sách này nhằm tạo sự thuận lợi hơn cho công ty trong việc gia tăng nguồn cung nguyên liệu trong khi chờ đợi các động thái tiếp theo từ chính phủ về việc cấp hạn ngạch nhập khẩu vàng. Tuy nhiên, điều này cũng cho thấy khoản chênh lệch lớn giữa giá tồn kho và giá bán như 2025 có thể khó lặp lại toàn bộ trong năm 2026 trừ khi giá vàng tiếp tục xu hướng tăng vọt.

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của PNJ đạt 38.654 tỷ đồng (+10,5% svck) và 3.288 tỷ đồng (+16,2% svck) trong 2026, cao hơn 3% và 32% tương ứng so với cập nhật trước, nhờ sự chủ động chuẩn bị nguyên liệu của công ty và xu hướng tăng giá vàng được dự phóng tiếp tục.

	2024	2025CKT	2026F	2027F	2028F
DT Thuần (tỷ đồng)	37.823	34.976	38.654	42.038	45.836
Tăng trưởng	14,1%	-7,5%	10,5%	8,8%	9,0%
LNST (tỷ đồng)	2.113	2.829	3.288	3.613	4.021
Tăng trưởng	7,2%	33,9%	16,2%	9,9%	11,3%
EPS (hiệu chỉnh; VND)	5.710	7.517	8.649	9.409	10.369
Tăng trưởng	5,0%	31,6%	15,1%	8,8%	10,2%
ROE	20,1%	23,1%	22,5%	20,7%	19,5%
ROA	13,4%	15,1%	15,8%	16,3%	17,0%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,4	0,5	0,1	-0,2	-0,6
EV/EBITDA (x)	15,2	11,5	9,8	9,1	8,3
EV/Doanh thu (x)	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9
P/E (lần)	20,4	15,5	13,4	12,3	11,2
P/B (lần)	3,5	3,0	2,5	2,1	1,8
Cổ tức	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

Doanh thu bán lẻ tăng vọt là động lực cho kết quả chung

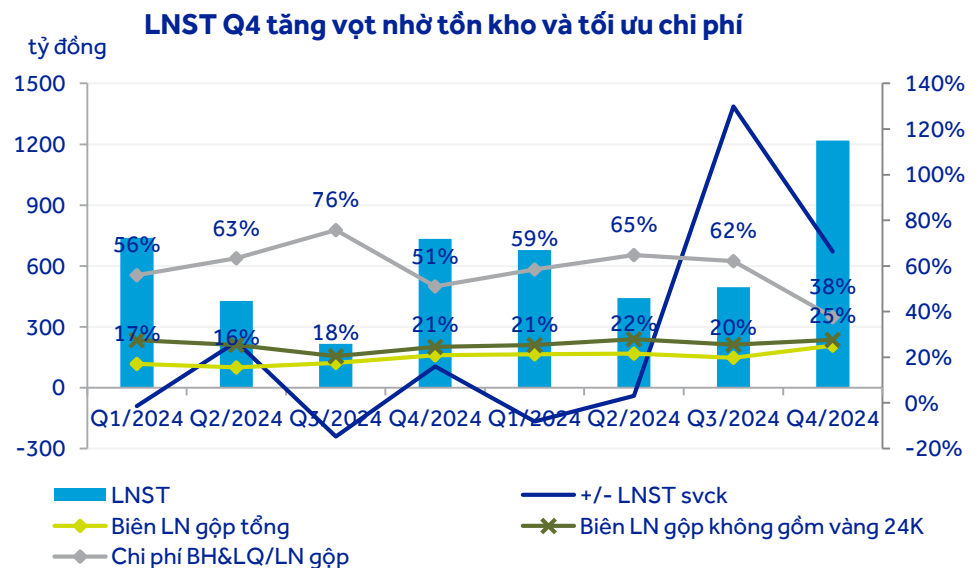


Nguồn: PNJ; ACBS

Doanh thu bán lẻ tăng mạnh 27% svck trong Q4, trong khi tăng trưởng khiêm tốn trong các quý trước, nâng tỷ trọng đóng góp của mảng này lên 80% tổng doanh thu thuần. Đối với cả năm 2025, mặc dù doanh thu bán lẻ tăng 11,1% svck, doanh thu thuần của PNJ vẫn bị ảnh hưởng bởi sự sụt giảm 42,8% svck ở mảng vàng 24K – do nguồn cung vàng thu hẹp và công ty ưu tiên các sản phẩm trang sức – và kết quả yếu của mảng bán sỉ (+1,7% svck).

Mạng lưới cửa hàng ghi nhận 431 cửa hàng vào cuối năm 2025 (+2 cửa hàng so với cuối 2024). Mặc dù vẫn có một số cửa hàng mở mới nhưng chủ yếu để tái cấu trúc địa điểm nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động. Việc mở rộng hơn nữa sẽ được thực hiện một cách chọn lọc để đảm bảo hiệu quả.

Biên lợi nhuận mở rộng thúc đẩy LNST



Nguồn: PNJ; ACBS

Lợi nhuận gộp tăng 35% svck (lên 2.419 tỷ đồng) là kết quả của tăng trưởng doanh thu bán lẻ và lợi nhuận từ việc bán hàng tồn kho tích lũy trước đó với giá cao trong bối cảnh giá vàng leo thang. Các yếu tố này kết hợp với việc ghi nhận thành quả từ các chương trình tối ưu chi phí chưa đủ điều kiện ghi nhận trong các quý trước, trong khi chi phí bán hàng và quản lý hầu như không đổi đã tạo nên mức ấn tượng tăng trưởng của LNST trong quý này.

Tại cuối năm 2025, tồn kho nguyên vật liệu của PNJ ghi nhận ở mức 4.820 tỷ đồng (chiếm 30% tổng hàng tồn kho), tăng gần gấp 8 lần so với cuối năm 2024, được giải thích bởi những thay đổi trong chính sách mua lại của công ty dẫn đến những thay đổi về cấu trúc hàng tồn kho bao gồm việc phân loại lại một phần hàng hóa và thành phẩm mua lại nguyên vật liệu.

Dự phóng và định giá

Mặc dù chênh lệch giữa giá tồn kho và giá bán như 2025 có thể phần nào giảm bớt trong năm 2026 – nếu giá vàng không tiếp tục tăng vọt, chúng tôi kỳ vọng chính sách mua lại mới có thể giúp giảm áp lực tìm kiếm nguồn cung nguyên liệu và khoản chênh lệch nhất định giữa giá tồn kho và giá bán có thể vẫn được duy trì nhờ sự chủ động chuẩn bị nguyên liệu của công ty. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của PNJ đạt 38.654 tỷ đồng (+10,5% svck) và 3.288 tỷ đồng (+16,2% svck) trong 2026, cao hơn 3% và 32% tương ứng so với cập nhật trước đó.

Kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E, giá mục tiêu của chúng tôi cho PNJ đến cuối 2026 là 132.000 đồng/cp.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PNJ	Giá hiện tại (đồng):	116.200	Giá mục tiêu (đồng):	132.000	Vốn hóa (tỷ đồng):	39.642
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2024	2025CKT	2026F	2027F	2028F	
Doanh thu thuần	37.823	34.976	38.654	42.038	45.836	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>14,1%</i>	<i>-7,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,0%</i>	
GVHB trừ khấu hao	31.123	27.247	29.914	32.735	35.723	
Chi phí bán hàng trừ khấu hao	3.185	3.272	3.606	3.754	4.059	
Chi phí quản lý doanh nghiệp trừ khấu hao	763	843	905	967	1.034	
Doanh thu tài chính trừ lãi tiền gửi	29	43	27	29	32	
Chi phí tài chính trừ lãi vay	47	46	47	48	50	
EBITDA	2.733	3.612	4.208	4.562	5.002	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>7,2%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,9%</i>	
Khấu hao	81	77	81	86	89	
Lợi nhuận từ HĐKD	2.652	3.535	4.127	4.476	4.913	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>7,0%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,7%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	(1)	28	4	4	4	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	(0)	13	21	(36)	(109)	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>5,4%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>(13260)</i>	<i>262,2</i>	<i>198,6</i>	<i>(124,6)</i>	<i>(44,9)</i>	
Thuế	538	720	822	903	1.005	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	
Lợi ích CĐKKS	-	-	-	-	-	
Lợi nhuận ròng sau CĐKKS	2.113	2.829	3.288	3.613	4.021	
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	2.194	2.906	3.370	3.699	4.110	
Tổng số lượng cổ phiếu	338.074.776	341.318.666	344.731.853	348.179.171	351.660.963	
EPS (VND)	5.710	7.517	8.649	9.409	10.369	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
EPS hiệu chỉnh (VND)	5.710	7.517	8.649	9.409	10.369	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>5,0%</i>	<i>31,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>8,8%</i>	<i>10,2%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2024	2025CKT	2026F	2027F	2028F
Thay đổi vốn lưu động	1.938	2.553	1.245	1.325	1.391
Capex	90	125	30	30	30
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	(82)	(213)	(147)	(180)	(164)
Dòng tiền tự do	84	16	1.948	2.164	2.525
Phát hành cp	67	65	68	69	70
Cổ tức	672	674	689	696	703
Thay đổi nợ ròng	521	593	(1.327)	(1.537)	(1.892)
Nợ ròng cuối năm	1.199	1.792	465	(1.072)	(2.964)
Vốn CSH	11.255	13.276	15.943	18.929	22.317
Giá trị sổ sách/cp (VND)	33.558	38.915	46.271	54.392	63.492
Nợ ròng / VCSH	10,6%	13,5%	2,9%	(5,7%)	(13,3%)
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,4	0,5	0,1	(0,2)	(0,6)
Tổng tài sản	17.208	20.168	21.509	22.958	24.454

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2024	2025CKT	2026F	2027F	2028F
ROE	20,1%	23,1%	22,5%	20,7%	19,5%
ROA	13,4%	15,1%	15,8%	16,3%	17,0%
ROIC	18,4%	20,6%	21,0%	20,9%	21,1%
WACC	11,2%	11,0%	12,0%	12,3%	12,3%
EVA	7,3%	9,7%	9,0%	8,6%	8,8%
P/E (x)	20,4	15,5	13,4	12,3	11,2
EV/EBITDA (x)	15,2	11,5	9,8	9,1	8,3
EV/FCF (x)	494,0	2640,0	21,3	19,1	16,4
P/B (x)	3,5	3,0	2,5	2,1	1,8
P/S (x)	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/Doanh thu (x)	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9
PEG	1,2	0,8	1,2	1,3	1,1
Suất sinh lợi cổ tức	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà Léman Luxury, 117 Nguyễn Đình Chiểu, P. Xuân Hoà, TP. HCM

Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội

Số 10 Phan Chu Trinh, Phường Cửa Nam, Hà Nội

Tel: (+84 24) 3942 9396

PHÒNG PHÂN TÍCH & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Email: acbs_phantich@acbs.com.vn

trangdm@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)

huongctk@acbs.com.vn

groupis@acbs.com.vn

Giám đốc Xử lý giao dịch KHĐC

Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 6879 (x1088)

huynhntn@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 20% so với giá thị trường.

KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) trong khoảng -10% và 10% so với giá thị trường.

KÉM KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.

BÁN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 20% so với giá thị trường.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2026). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích. Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.