

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (HSX: PNJ)

Ngành: Bán lẻ

BÁO CÁO

Ngày 07/11/2025

Giá mục tiêu 12 tháng	108.881 đồng/cổ phần
Giá thị trường	87.500 đồng/cổ phần
Lợi nhuận kỳ vọng	+24,44%

Điểm nhấn đầu tư

Mở rộng mạng lưới – củng cố vị thế bán lẻ hàng đầu

PNJ hiện là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam, với 429 cửa hàng tính đến cuối tháng 9/2025, bao gồm 422 cửa hàng PNJ, 3 cửa hàng Style by PNJ, 3 cửa hàng CAO Fine Jewellery và 1 trung tâm kinh doanh si. Theo kế hoạch năm 2025, công ty dự kiến mở thêm 12–25 cửa hàng mới, được thiết kế phù hợp với đặc thù từng khu vực nhằm tăng cường độ phủ thương hiệu và mở rộng thị phần trên toàn quốc.

Kết quả cải thiện giữa bối cảnh đầy thách thức

Bước sang năm 2025 trong bối cảnh kinh tế khó khăn, PNJ vẫn thể hiện năng lực chống chịu ấn tượng. Trong 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu đạt 25.353 tỷ đồng (giảm 13,3%), nhưng lợi nhuận sau thuế vẫn tăng mạnh 16,5%, lên 1.610 tỷ đồng so với cùng kỳ 2024. Kết quả này vượt trội so với phần lớn các nhà bán lẻ khác, nhờ chiến lược tối ưu chi phí và sự ổn định của nhu cầu trang sức – vốn được xem là kênh tích trữ giá trị khá an toàn.

Nghị định 232 – Cơ hội vàng cho tăng trưởng mới

Việc Nghị định 232 bãi bỏ độc quyền vàng của Nhà nước mở ra cơ hội tham gia thị trường vàng miếng cho các doanh nghiệp bán lẻ, trong đó PNJ là bên hưởng lợi rõ rệt. Hoạt động này không chỉ giúp tăng lưu lượng khách hàng, mà còn giảm chi phí nguyên liệu và cải thiện biên lợi nhuận của mảng trang sức.

Trước đây, PNJ từng đánh mất một phần thị phần vào tay SJC do nguồn cung vàng miếng, nhưng nay, việc phục hồi mảng kinh doanh này sẽ là cú hích quan trọng, giúp công ty thu hút khách hàng quay trở lại và tận dụng cơ hội mở rộng sang các dòng sản phẩm thời trang cao cấp – trong khi bán lẻ nội địa vẫn là trọng tâm chiến lược dài hạn.

PNJ được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng ổn định trong những năm tới nhờ ba trụ cột chính: (i) Sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu và tiêu dùng trung – cao tại Việt Nam; (ii) Chiến lược mở rộng mạng lưới cửa hàng liên tục, giúp gia tăng độ phủ và củng cố vị thế dẫn đầu thị trường bán lẻ trang sức; (iii) Phục hồi doanh số vàng miếng nhờ Nghị định 232, giúp PNJ đa dạng hóa nguồn doanh thu và củng cố sức cạnh tranh so với các đối thủ FDI.

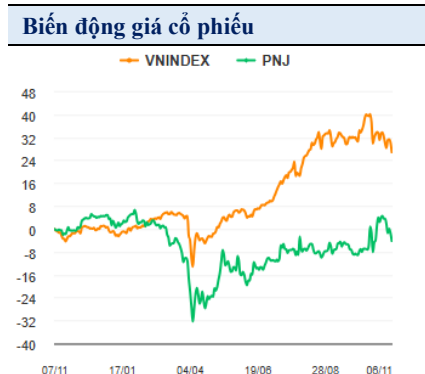
Khuyến nghị: Chúng tôi dự phóng giá mục tiêu 1 năm của PNJ là **108.881 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá **24,44%**.

Rủi ro: i) Kinh tế khó khăn kéo dài, dẫn đến nhu cầu đối với các sản phẩm xa xỉ bị thu hẹp kéo dài hơn dự kiến; ii) Tốc độ mở rộng hệ thống cửa hàng chậm hơn dự kiến; iii) Biến động giá vàng; (iv) Khan hiếm nguồn nguyên liệu.

Tóm tắt một số chỉ tiêu tài chính

(Tỷ đồng)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu	33.876	33.137	37.823	35.658	38.072
Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.674	7.386	7.270
LNST	1.811	1.971	2.113	2.267	2.546
ROE	21,4%	20,1%	18,8%	18,2%	18,4%
ROA	13,6%	13,7%	12,3%	12,4%	12,8%
EPS (đồng/cp)	5.359	5.833	6.256	6.645	7.462

Thông tin cổ phiếu	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	87.500
Số CP đang lưu hành (triệu cp)	341,15
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	97.389
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	61.783
KLCP trung bình 20 phiên (cp)	1.055.781
GTGD TB 20 phiên (tỷ đồng)	95,31
EPS (đồng/cp)	6.881
P/E (lần)	12,72
BVPS (đồng/cp)	35.152
P/B (lần)	2,49



Biến động giá (%)	1th	3th	Ytd
PNJ	3,06	2,94	-8,59
VNINDEX	-5,11	1,09	26,23

Cơ cấu cổ đông	
Dragon Capital	9,65%
Sprucegrove Investment Management Ltd Vinacapital	5,06%
Vietnammm Opportunity Fund Ltd	3,75%
Trần Phương Ngọc Hà	3,63%
Trần Phương Ngọc Thảo	3,51%
Khác	70,9%

Kế hoạch kinh doanh			
	2025	9T2025	% TH
Doanh thu	31.607	25.353	80,2%
LNST	1.960	1.610	82,2%

Chuyên viên phân tích:

Bùi Thị Thảo

Email: thao.bt@bsi.com.vn

I. Tổng quan doanh nghiệp

1. Giới thiệu

Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực chế tác và bán lẻ trang sức, với hơn ba thập kỷ hình thành và phát triển. Sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp cả nước cùng năng lực sản xuất hiện đại, PNJ không chỉ nổi bật ở chất lượng sản phẩm tinh xảo mà còn ở khả năng nắm bắt xu hướng thị trường và thị hiếu người tiêu dùng. Bên cạnh mảng bán lẻ chủ lực, công ty còn mở rộng sang lĩnh vực bán sỉ, vàng miếng và dịch vụ quà tặng doanh nghiệp, góp phần đa dạng hóa nguồn thu. Với định hướng “tinh tế – bền vững – dẫn đầu”, PNJ liên tục củng cố vị thế thương hiệu quốc gia, khẳng định tầm vóc doanh nghiệp chế tác trang sức hàng đầu khu vực.

2. Lịch sử hình thành & phát triển

Hành trình tiên phong

1988: Cửa hàng Kinh doanh Vàng Bạc Phú Nhuận đầu tiên ra đời

1992: Đổi tên thành Công ty Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận, định hướng sản xuất nữ trang công nghiệp, đầu tư máy móc, công nghệ

1994: Phát triển mở rộng thị trường miền Bắc

Không ngừng bứt phá

1999: Liên tục mở rộng phát triển thị trường miền Trung, miền Tây, PNJ có mặt tại 03 trung tâm kinh tế lớn của cả nước

2004: Cổ phần hóa và đón nhận Huân chương Lao động Hạng nhất

2005: Nhãn hiệu trang sức cao cấp CAO Fine Jewellery ra đời

2008: Công bố hình ảnh nhận diện thương hiệu mới và vinh dự đón nhận Huân chương Độc lập Hạng ba

Tăng trưởng mạnh mẽ

2012: Khánh thành nhà máy nữ trang PNJ tại Đồng Nai

2013: Mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh đồng hồ

2016: Ra mắt thương hiệu trang sức cao cấp

2018: Kỷ niệm 30 năm thành lập và phát triển

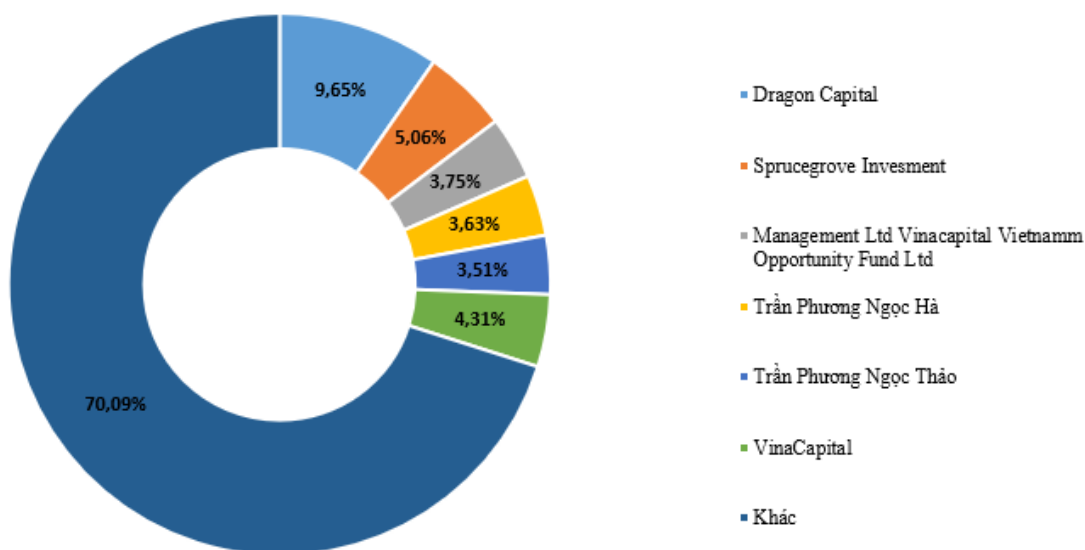
2019: Vận hành Nhà máy PNJ Next

2020: PNJ là thương hiệu trang sức duy nhất của Việt Nam lọt vào Top 10 thương hiệu trang sức được yêu thích nhất châu Á do tạp chí Singapor Brand Asia bình chọn

2023: PNJ đạt cột mốc 400 cửa hàng tại 55/63 tỉnh thành trên cả nước

2024: Lần đầu tiên PNJ vào danh sách Fortune 500 Đông Nam Á.

3. Cơ cấu cổ đông



Nguồn: PNJ, BETA tổng hợp

Chuỗi giá trị của PNJ



Nguồn: PNJ, BETA tổng hợp

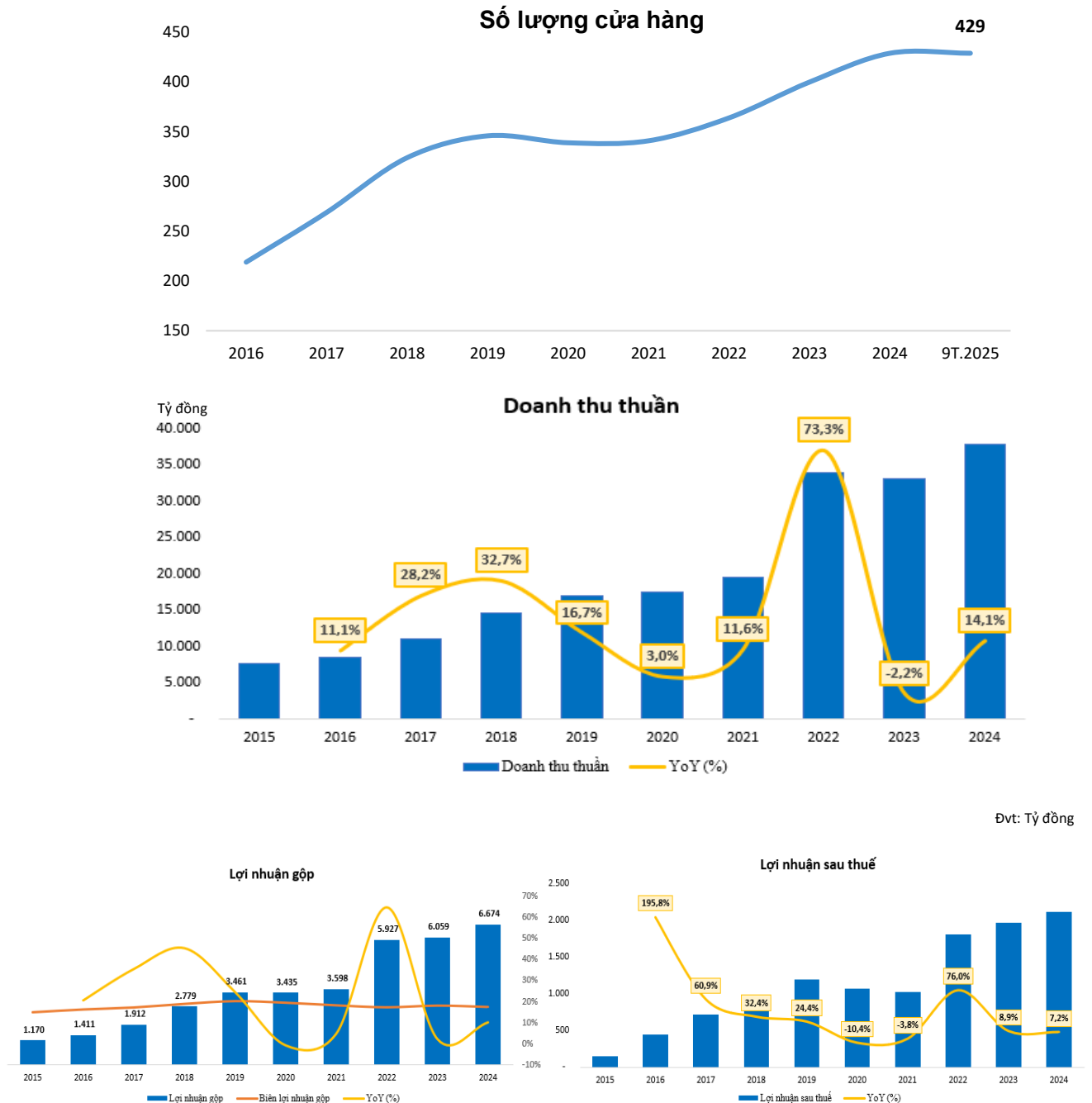
II. Hoạt động kinh doanh

Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) hiện giữ vững vị thế hàng đầu ngành trang sức Việt Nam, dẫn đầu cả phân khúc cao cấp lẫn trung cấp. Với mạng lưới bán lẻ phủ khắp toàn quốc, PNJ sở hữu chuỗi cửa hàng hiện đại, nhà máy sản xuất trang sức công nghệ cao và hệ thống phân phối đa kênh, giúp công ty không chỉ vượt trội về quy mô mà còn tiên phong trong xu hướng thiết kế, dịch vụ khách hàng và trải nghiệm mua sắm.

Tính đến tháng 09/2025, PNJ đã có 429 cửa hàng tại 31/34 tỉnh thành, bao gồm 422 cửa hàng PNJ, 3 cửa hàng Style by PNJ, 3 cửa hàng CAO Fine Jewellery và 1

Trung tâm Kinh doanh si. So với đầu năm, PNJ đã mở mới 10 cửa hàng và đóng 10 cửa hàng, thể hiện chiến lược tinh gọn, cơ cấu những cửa hàng không mang lại hiệu quả kinh doanh khả quan, đồng thời tăng hiệu quả vận hành thông qua việc tích hợp các mô hình bán hàng và mở rộng mạng lưới theo hướng vừa phát triển chiều rộng vừa tối ưu chiều sâu.

Theo kế hoạch 2025, PNJ sẽ tiếp tục mở thêm 12–25 cửa hàng mới, được thiết kế phù hợp với từng khu vực, nhằm gia tăng độ phủ, tăng điểm chạm với khách hàng và củng cố thị phần dẫn đầu.



Nguồn: PNJ, BETA tổng hợp

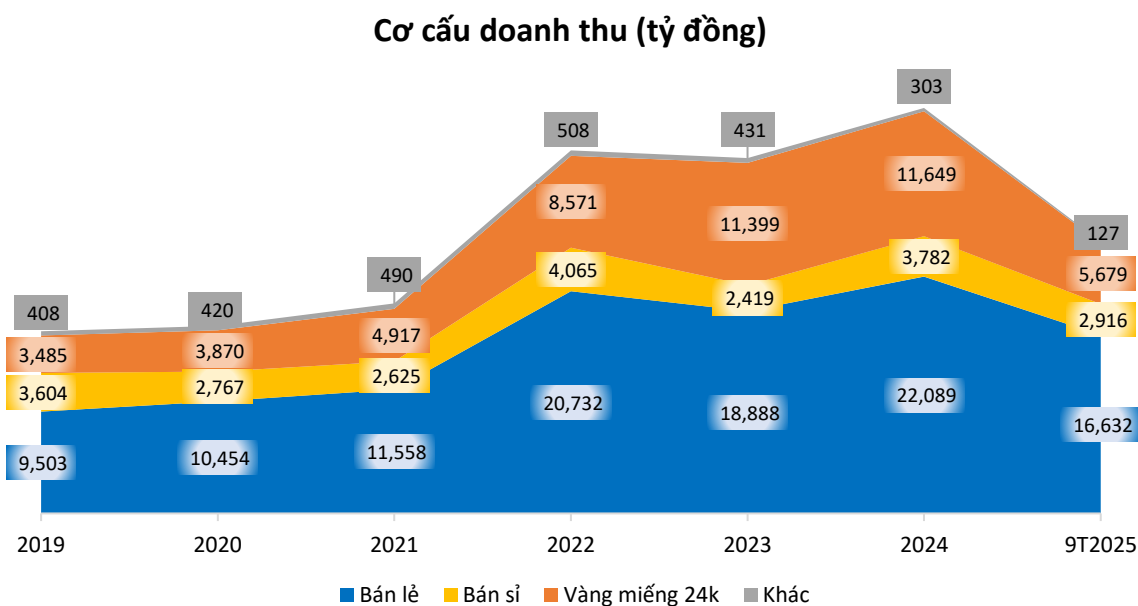
Về **doanh thu thuần**, PNJ duy trì xu hướng tăng trưởng tích cực với CAGR giai đoạn 2015–2024 xấp xỉ 19,33%. Giai đoạn 2015–2021 chứng kiến xu hướng tăng đều đặn, phản ánh hiệu quả mở rộng mạng lưới bán lẻ, tối ưu danh mục sản phẩm

và khả năng khai thác tốt nhu cầu tiêu dùng. Năm 2022 trở thành điểm nhấn khi doanh thu bứt phá 73,3% so với cùng kỳ, nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của sức mua hậu đại dịch và chiến lược tăng độ phủ bán lẻ. Sau giai đoạn tăng trưởng đột biến, năm 2023 ghi nhận sự điều chỉnh nhẹ (-2,2%) do nền so sánh cao và nhu cầu thị trường tạm chững lại. Bước sang 2024, doanh thu quay trở lại đà tăng trưởng hai chữ số (14,1%), cho thấy PNJ đã vượt qua giai đoạn điều chỉnh và tiếp tục tận dụng tốt chiến lược đa kênh và khả năng thâm nhập sâu hơn vào thị trường.

Về **lợi nhuận sau thuế**, biên lợi nhuận được cải thiện rõ nét sau năm 2021, cho thấy hiệu quả quản trị chi phí và tối ưu hóa chuỗi cung ứng. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong 2023–2024 (chỉ đạt 8,9% và 7,2%), hàm ý áp lực chi phí đầu vào, cạnh tranh gia tăng và biên lợi nhuận đang dần thu hẹp.

Tổng thể, PNJ vẫn duy trì được sức tăng trưởng dài hạn cả về doanh thu lẫn lợi nhuận, củng cố vị thế dẫn đầu ngành trang sức. Tuy nhiên, xu hướng giảm tốc lợi nhuận những năm gần đây là tín hiệu cần theo dõi, đặc biệt trong bối cảnh sức mua tiêu dùng chưa phục hồi hoàn toàn và chi phí nguyên liệu biến động. Nhà đầu tư nên chú ý đến các chiến lược mở rộng hệ thống, tối ưu biên lợi nhuận gộp và quản trị tồn kho của PNJ trong các kỳ tới.

Cơ cấu doanh thu theo từng mảng – Giai đoạn từ năm 2019 đến 9T2025



Nguồn: PNJ, BETA tổng hợp

Cơ cấu doanh thu PNJ giai đoạn 2019–9T2025, cho thấy mảng bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng chủ lực, chiếm tỷ trọng áp đảo và không ngừng mở rộng nhờ chiến lược phát triển hệ thống cửa hàng cùng cải thiện trải nghiệm khách hàng. Song song đó, công ty triển khai quản lý chuỗi cung ứng hiệu quả, giảm lãng phí và tối ưu hóa quy trình mua hàng, nhờ đó biên lợi nhuận gộp đã cải thiện rõ rệt từ nửa cuối 2024. Với 429 cửa hàng vào 9T2025, PNJ tận dụng lợi thế quy mô để đàm phán với nhà cung cấp, hạ thấp chi phí trung bình mỗi sản phẩm. Bên cạnh đó, công ty tích cực đa dạng hóa danh mục, liên tục ra mắt các bộ sưu tập theo xu hướng, nổi bật nhất là **MANCODE by PNJ** – bộ sưu tập trang sức nam ra mắt tháng

3/2025, đánh dấu bước chân đầu tiên vào phân khúc này nhằm nâng tỷ trọng sản phẩm biên lợi nhuận cao, đồng thời bù đắp chi phí sản xuất gia tăng. Sự gia tăng tỷ trọng bán lẻ kết hợp với chiến lược tối ưu hóa biên lợi nhuận và mở rộng danh mục sản phẩm không chỉ củng cố chất lượng tăng trưởng mà còn mở ra triển vọng lợi nhuận dài hạn đầy hứa hẹn cho PNJ.

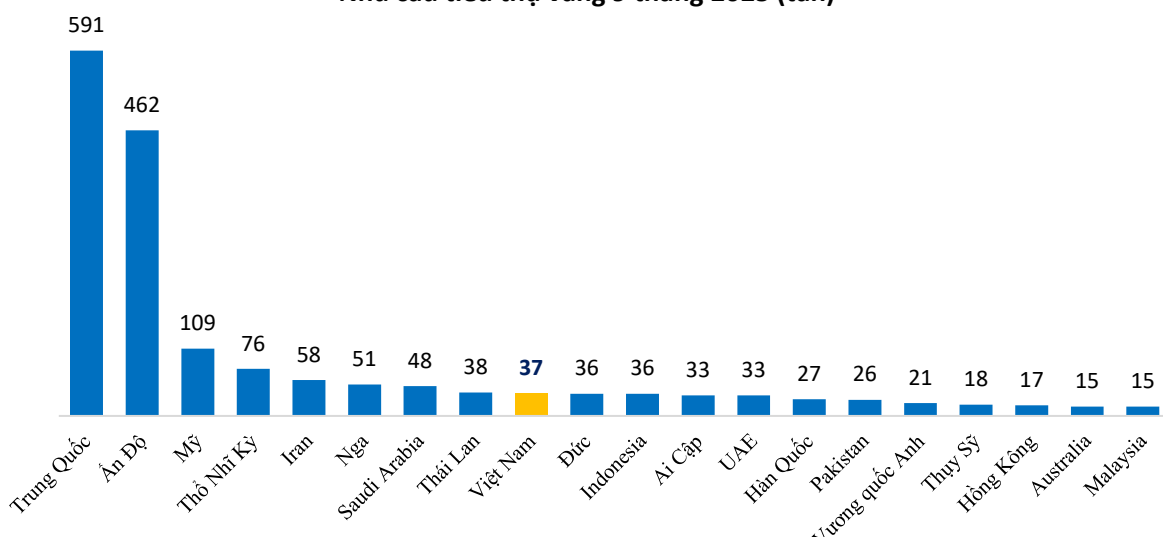
TRIỂN VỌNG NGÀNH TRANG SỨC VIỆT NAM – TỎA SÁNG TIỀM NĂNG BỨT PHÁ

I. Tổng quan ngành bán lẻ trang sức Việt Nam

Ngành bán lẻ trang sức Việt Nam đang ở giai đoạn tăng trưởng ổn định, với quy mô ước đạt khoảng 1,2 – 1,8 tỷ USD năm 2024 và dự báo duy trì tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 4%/năm trong giai đoạn 2025–2034. Thị trường đang chứng kiến sự dịch chuyển rõ rệt từ mô hình bán hàng truyền thống sang các kênh hiện đại và đa kênh (omnichannel), với sự mở rộng mạnh mẽ của các thương hiệu nội địa dẫn đầu như PNJ, DOJI và sự gia nhập của nhiều thương hiệu quốc tế. Cùng với sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu, nhu cầu trang sức không chỉ dừng lại ở chức năng tích trữ tài sản mà còn hướng đến sản phẩm thiết kế tinh xảo, hợp thời trang và thể hiện cá tính. Xu hướng tiêu dùng ưu tiên sản phẩm có nguồn gốc rõ ràng, bền vững và có thể cá nhân hóa.

Theo Báo cáo Xu hướng Nhu cầu Vàng quý III/2025 của Hội đồng Vàng Thế giới (WGC), trong 9 tháng đầu năm 2025, tổng nhu cầu vàng toàn cầu cho mục đích trang sức và đầu tư vật chất (bao gồm vàng miếng và tiền xu) đạt khoảng 2.042 tấn, trong đó trang sức chiếm 1.095 tấn và vàng miếng – tiền xu đạt 947 tấn. Trong đó Việt Nam tiêu thụ khoảng 37 tấn, đứng thứ 9 thế giới. Mức tiêu thụ này cho thấy thị trường vàng và trang sức Việt Nam vẫn duy trì sức mua ổn định.

Nhu cầu tiêu thụ vàng 9 tháng 2025 (tấn)



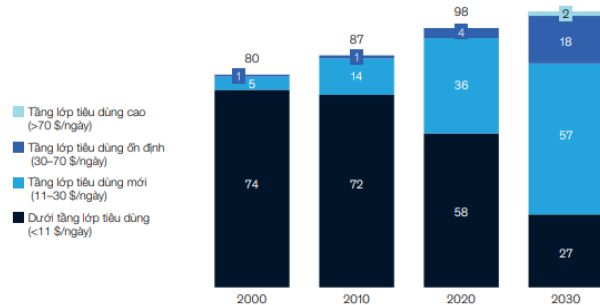
Nguồn: WGC, BETA tổng hợp

Tuy nhiên, ngành cũng phải đối mặt với một số thách thức như biến động giá vàng, sự cạnh tranh gay gắt từ sản phẩm không thương hiệu và chi phí mở rộng mạng lưới bán lẻ cao. Tuy vậy, dư địa tăng trưởng còn rất lớn, đặc biệt tại các khu vực ngoài đô thị lớn và thị trường bán lẻ online. Với lợi thế về mạng lưới, thương hiệu

và năng lực sản xuất, các doanh nghiệp dẫn đầu có nhiều cơ hội tận dụng xu hướng này để mở rộng thị phần và củng cố vị thế trong thập kỷ tới.

Việt Nam có thể có thêm 37 triệu người vào tầng lớp tiêu dùng trong thập kỷ tới

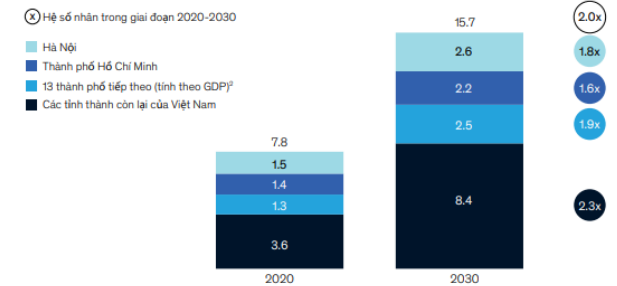
Dân số theo mức chi tiêu hàng ngày,¹ triệu



¹ Người tiêu dùng được phân loại theo mức chi tiêu bình quân hàng ngày, trong đó tầng lớp tiêu dùng được định nghĩa là những người tiêu ít nhất 11\$/ngày theo ngang giá sức mua 2011.
Nguồn: Marketpro by WorldDataLab; Phân tích của Viện Nghiên cứu Toàn cầu McKinsey

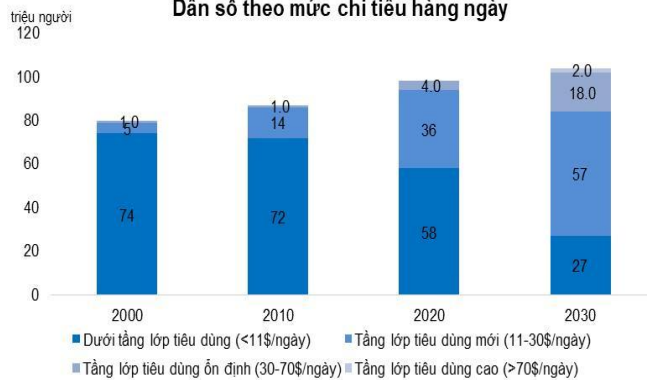
Việt Nam nhiều khả năng sẽ có tầng lớp tiêu dùng phân bố rộng hơn trong thập kỷ tới

Hộ gia đình với thu nhập thường niên trên 22.000 đô-la,¹ đô-la quốc tế 2011 (ngang bằng sức mua)



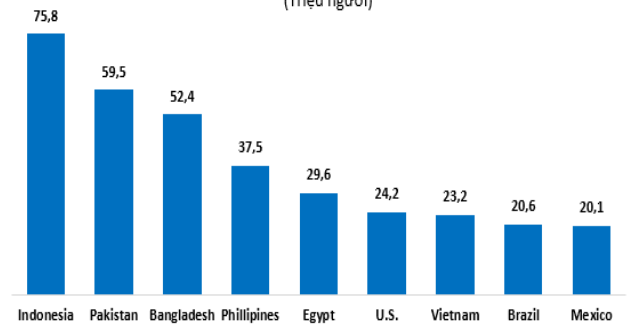
¹ Ngang giá sức mua 2011
² 13 thành phố tiếp theo gồm: Hải Phòng, Cần Thơ, Bình Hòa, Đà Nẵng, Huế, Vũng Tàu, Nha Trang, Buôn Ma Thuột, Vinh, Quy Nhơn, Hạ Long, Rach Gia, và Long Xuyên.
Nguồn: Viện Nghiên cứu Toàn cầu McKinsey - Cityscope v4.1

Dân số theo mức chi tiêu hàng ngày



Tốc độ gia tăng tầng lớp trung lưu giai đoạn 2021 - 2030

(Triệu người)



Nguồn: World Data Lab, McKinsey

Theo nhiều tổ chức quốc tế, Việt Nam đang nằm trong nhóm quốc gia có tốc độ gia tăng tầng lớp trung lưu nhanh nhất thế giới trong thập kỷ này. Cụ thể, Báo cáo Thị trường Tiêu dùng Châu Á 2030 của HSBC cho thấy tầng lớp trung lưu cao (thu nhập 50–110 USD/ngày) tại Việt Nam sẽ tăng trưởng trung bình 17%/năm giai đoạn 2021–2030 – mức tăng nổi bật so với các nước trong khu vực. Bên cạnh đó, theo McKinsey, hai nhóm thu nhập cao nhất của người tiêu dùng Việt (chi tiêu tối thiểu 30 USD/ngày) đang tăng nhanh nhất và có thể chiếm 20% dân số vào năm 2030, tạo ra một lực lượng khách hàng có sức mua mạnh mẽ. World Data Lab cũng dự báo đến năm 2030, số người thuộc tầng lớp trung lưu tại Việt Nam sẽ tăng thêm 23,2 triệu, đạt khoảng 56 triệu người – tương đương hơn một nửa dân số.

Sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu này đồng nghĩa với thu nhập khả dụng cao hơn, nhu cầu chi tiêu hàng hóa – dịch vụ cao cấp cũng tăng mạnh. Đặc biệt, các mặt hàng không thiết yếu như trang sức sẽ được hưởng lợi rõ rệt. Khi thu nhập nâng cao, người tiêu dùng không chỉ xem trang sức là kênh tích trữ tài sản mà còn như một tuyên ngôn phong cách. Xu hướng tiêu dùng chuyển dịch sang những sản phẩm thiết kế tinh xảo, hợp thời trang, mang dấu ấn cá nhân, tương tự như cách thị trường Thái Lan và Trung Quốc đã chứng kiến sự bùng nổ của trang sức thời trang trong giai đoạn tầng lớp trung lưu mở rộng.

Với bối cảnh này, chúng tôi tin rằng nhu cầu tiêu thụ trang sức – đặc biệt là trang sức vàng – tại Việt Nam sẽ còn nhiều dư địa tăng trưởng mạnh mẽ trong thập kỷ tới, mở ra cơ hội lớn cho các doanh nghiệp dẫn đầu ngành.

II. Nhu cầu vàng tại Việt Nam



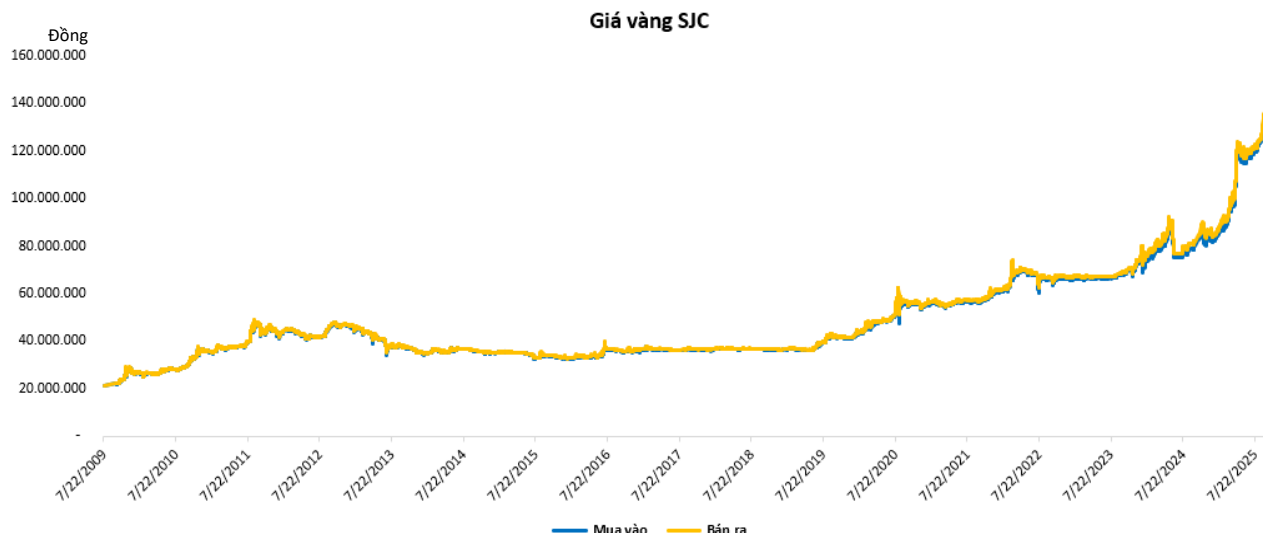
Nguồn: Hội đồng vàng thế giới, BETA tổng hợp

Nhu cầu vàng tại Việt Nam biến động mạnh trong hơn một thập kỷ qua, phản ánh rõ tác động của chính sách và biến động kinh tế toàn cầu. Giai đoạn 2010–2013 ghi nhận mức tiêu thụ cao vượt 100 tấn/năm, trước khi giảm dần sau khi Nghị định 24/2012/NĐ-CP được ban hành, giúp thị trường ổn định hơn. Từ 2016 đến nay, tiêu thụ vàng duy trì quanh 50–60 tấn/năm, với mức 55,28 tấn năm 2024, tiếp tục đưa Việt Nam trở thành quốc gia có nhu cầu vàng lớn nhất Đông Nam Á.

Trong cơ cấu tiêu thụ, vàng miếng vẫn chiếm ưu thế, thể hiện tâm lý tích trữ tài sản an toàn, trong khi nhu cầu vàng trang sức chỉ đạt 13,2 tấn năm 2024, chịu ảnh hưởng bởi giá vàng trong nước tăng cao. Nhìn chung, xu hướng tiêu thụ vàng phản ánh vai trò kép của vàng tại Việt Nam - vừa là kênh đầu tư trú ẩn, vừa là sản phẩm mang giá trị văn hóa và thẩm mỹ.

Giá vàng





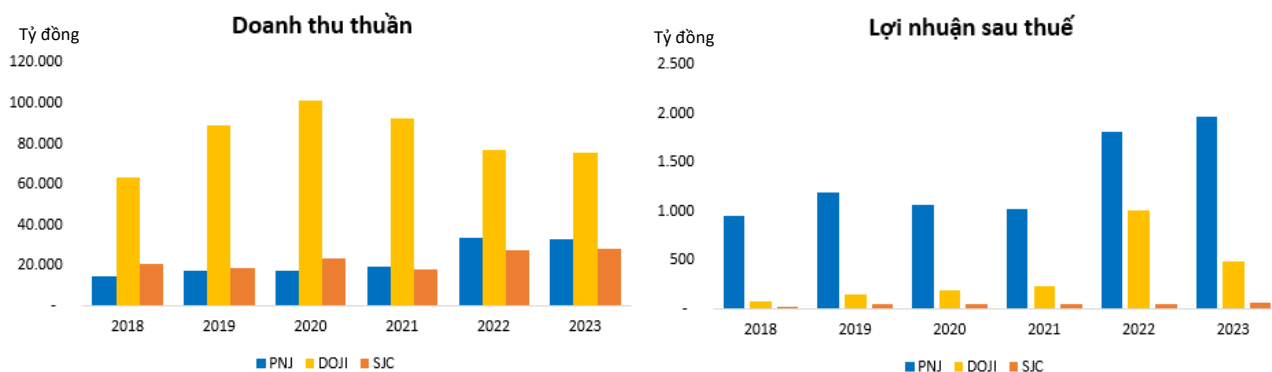
Nguồn: SJC, BETA tổng hợp

Thị trường vàng toàn cầu được dự báo duy trì đà tăng trong năm 2025, được hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ nới lỏng, căng thẳng địa chính trị leo thang và nhu cầu đầu tư phòng thủ gia tăng. Theo Hội đồng Vàng Thế giới (WGC), tổng nhu cầu vàng toàn cầu năm 2024 đạt mức kỷ lục 4.974,5 tấn, trong đó các ngân hàng trung ương mua ròng hơn 1.000 tấn, phản ánh xu hướng tích trữ tài sản an toàn. Giá vàng quốc tế được dự báo dao động ở mức cao và có thể lập đỉnh mới nếu Fed giảm lãi suất về 3,5–3,75% như kỳ vọng.

Tại Việt Nam, giá vàng nội địa tiếp tục chịu ảnh hưởng từ biến động giá thế giới và tỷ giá USD/VND, dự kiến dao động khoảng 26.101 – 26.351 đồng. Bên cạnh đó, giá vàng trong nước chênh với giá vàng thế giới quá cao, khoảng từ 10 - 11%, trong khi mức trung bình của khu vực chỉ khoảng 1,2%, riêng Hàn Quốc 18%. Nếu cơ chế độc quyền vàng miếng được nới lỏng, chênh lệch với giá quốc tế có thể thu hẹp, giúp thị trường vận hành minh bạch hơn. Tổng thể, triển vọng giá vàng năm 2025 vẫn nghiêng về xu hướng tăng, phản ánh sự kết hợp giữa yếu tố kinh tế, tiền tệ và địa chính trị trên phạm vi toàn cầu.

III. Các đối thủ cạnh tranh trong ngành

Tiêu chí	PNJ	DOJI	SJC
Số cửa hàng (tính đến năm 2024)	429 cửa hàng trên 58/63 tỉnh thành	61 chi nhánh, gần 200 trung tâm, 90 cửa hàng cùng hơn 400 Đại lý, Điểm bán... phủ hầu hết Việt Nam	198 cửa hàng, 23 chi nhánh, 43 đại lý và >3.000 điểm liên kết trên toàn quốc
Vốn chủ sở hữu	9.806 tỷ (2023)/11.257 tỷ (2024)	6.745 tỷ đồng (2023)	1.579 tỷ đồng (2023)
Nguồn đầu vào	Chủ động sản xuất & nhập liệu: PNJ có nhà máy chế tác nữ trang công suất lớn, chủ động khâu thiết kế – sản xuất trang sức	DOJI khép kín chuỗi giá trị: khai thác và chế tác đá quý, kinh doanh vàng miếng, trang sức, có 14 công ty thành viên hỗ trợ nhập nguyên liệu	Độc quyền vàng miếng: SJC được NHNN chỉ định sản xuất vàng miếng thương hiệu SJC (độc quyền toàn quốc) nên có ưu thế lớn về nguồn vàng nguyên liệu.



Nguồn: BETA thu thập và tổng hợp

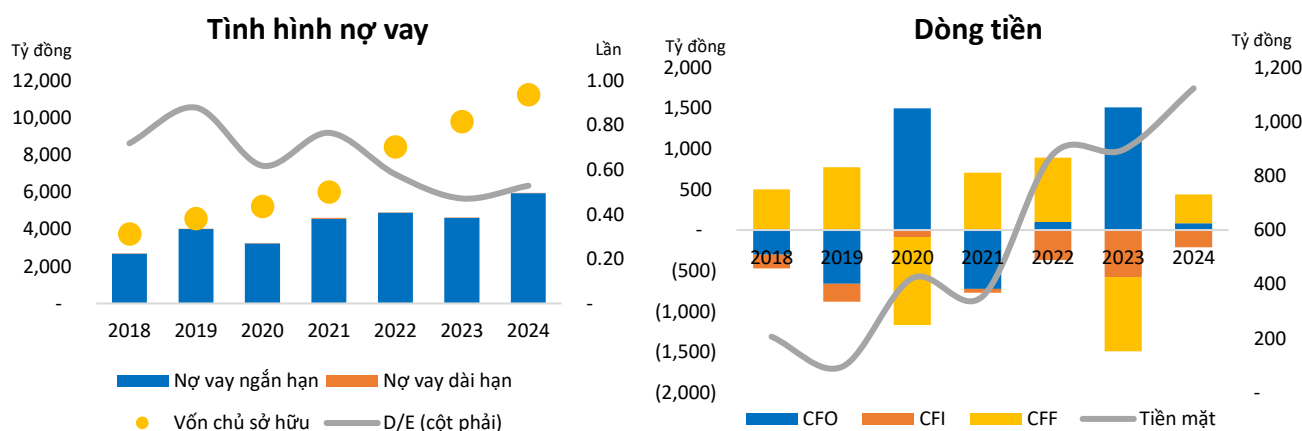
So với các đối thủ chính trong ngành như DOJI và SJC, PNJ giữ vị thế dẫn đầu trong mảng bán lẻ trang sức tại Việt Nam. Doanh nghiệp sở hữu 429 cửa hàng phủ khắp 58/63 tỉnh thành (2024), vượt xa mạng lưới phân phối của DOJI và SJC, qua đó đảm bảo khả năng tiếp cận khách hàng và độ phủ thương hiệu mạnh nhất thị trường.

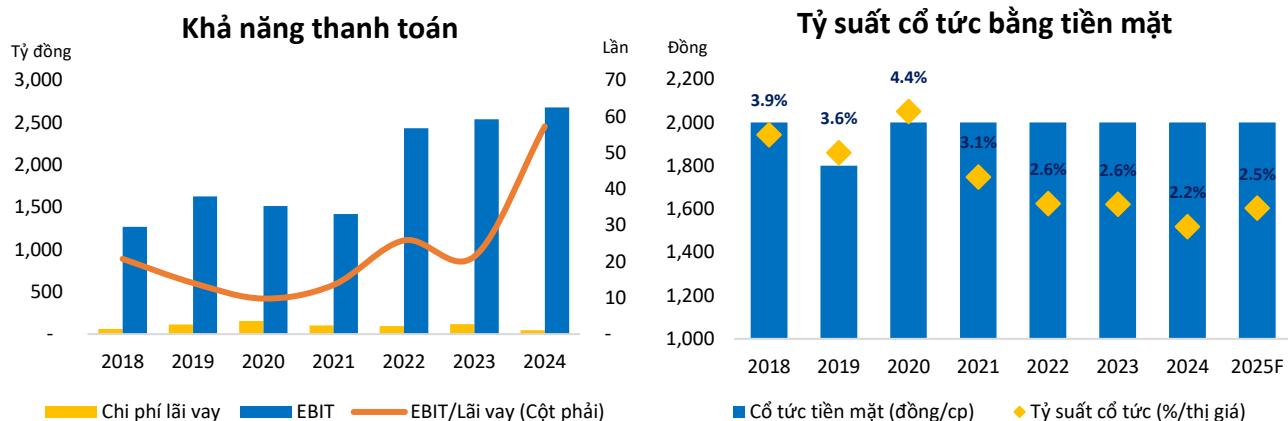
Về năng lực tài chính, PNJ duy trì quy mô vốn chủ sở hữu 11.257 tỷ đồng năm 2024, cao hơn đáng kể so với DOJI (6.745 tỷ đồng năm 2023) và SJC (1.579 tỷ đồng năm 2023), phản ánh nền tảng tài chính vững chắc để mở rộng hoạt động và đầu tư chuỗi giá trị.

Khác với DOJI – tập trung vào kinh doanh vàng, hay SJC – chủ yếu hoạt động trong mảng vàng miếng chịu sự điều tiết của Nhà nước, PNJ chủ động toàn bộ chuỗi sản xuất – thiết kế – phân phối trang sức. Nhà máy chế tác quy mô lớn và năng lực thiết kế nội bộ giúp PNJ kiểm soát chi phí, duy trì biên lợi nhuận ổn định và thích ứng nhanh với xu hướng tiêu dùng.

Với các nền tảng này, PNJ được đánh giá là doanh nghiệp dẫn dắt ngành trang sức Việt Nam, nắm giữ lợi thế dài hạn trong bối cảnh thị trường ngày càng hướng đến phân khúc trung – cao cấp và tiêu dùng nội địa tăng trưởng ổn định.

IV. Sức khỏe tài chính





Nguồn: PNJ, BETA tổng hợp

PNJ duy trì nền tảng tài chính ổn định và xu hướng tăng trưởng bền vững, dù đối mặt với biến động kinh tế và môi trường tiêu dùng không thuận lợi. Cơ cấu nợ vay cho thấy mức độ đòn bẩy được kiểm soát tốt: tổng nợ tăng dần qua các năm nhưng tỷ lệ D/E (nợ/vốn chủ sở hữu) vẫn duy trì quanh mức 0,4 - 0,8 lần, mức an toàn so với trung bình ngành bán lẻ. Tăng trưởng nợ chủ yếu đến từ vay ngắn hạn để phục vụ nhu cầu vốn lưu động, trong khi vốn chủ sở hữu cũng mở rộng mạnh mẽ, phản ánh năng lực tích lũy lợi nhuận tốt.

Về khả năng thanh toán, chỉ tiêu EBIT/Lãi vay duy trì ở mức cao, đặc biệt tăng mạnh trong năm 2024, cho thấy biên lợi nhuận hoạt động đủ lớn để dễ dàng chi trả chi phí tài chính. Đồng thời, EBIT tăng trưởng ổn định song song với chi phí lãi vay được kiểm soát, củng cố khả năng tự chủ tài chính của doanh nghiệp.

Dòng tiền của PNJ nhìn chung khá lành mạnh, với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) duy trì dương ổn định và có xu hướng cải thiện từ 2020, đảm bảo nhu cầu đầu tư cũng như chi trả cổ tức. Lượng tiền mặt tích lũy ngày càng lớn phản ánh khả năng tạo tiền thực tốt, đảm bảo nguồn vốn cho việc mở rộng hệ thống và duy trì chính sách cổ tức ổn định. PNJ duy trì cổ tức tiền mặt ở mức cao, khoảng 2.000 đồng/cổ phiếu mỗi năm, tương ứng tỷ suất 2-4%/thị giá, cho thấy doanh nghiệp vừa ưu tiên lợi ích cổ đông, vừa đảm bảo chiến lược tái đầu tư bền vững.

Tổng thể, PNJ duy trì cấu trúc tài chính an toàn với tỷ lệ đòn bẩy thấp, khả năng thanh toán lãi vay cao và dòng tiền kinh doanh dồi dào. Chính sách cổ tức ổn định cùng xu hướng tích lũy tiền mặt tăng cho thấy năng lực tài chính vững và quản trị dòng tiền hiệu quả. PNJ sở hữu nền tảng tài chính lành mạnh, tạo dư địa cho tăng trưởng bền vững và duy trì hấp dẫn đối với nhà đầu tư dài hạn.

V. Cập nhật KQKD quý III/2025

Quý - VNDbn	Q3/24	Q2/25	Q3/25	%YoY	%QoQ	9T2024	9T2025	%YoY
Doanh thu thuần	7.130	7.582	8.136	14,1%	7,3%	29.242	25.353	-13,3%
Bán lẻ	4.976	4.754	5.199	4,5%	9,3%	15.937	16.632	4,4%
Tỷ trọng	69,8%	62,7%	63,9%			54,5%	65,6%	
Bán sỉ	984	887	870	-11,5%	-1,9%	2.778	2.916	5,0%
Tỷ trọng	13,8%	11,7%	10,7%			9,5%	11,5%	
Vàng miếng	1.105	1.903	2.026	83,3%	6,4%	10.264	5.679	-44,7%
Tỷ trọng	15,5%	25,1%	24,9%			35,1%	22,4%	
Khác	64	38	41	-36,6%	7,3%	263	127	-51,8%
Tỷ trọng	0,9%	0,5%	0,5%			0,9%	0,5%	
Lợi nhuận gộp	1.251	1.634	1.607	28,5%	-1,6%	4.881	5.285	8,3%
Biên lợi nhuận gộp	17,5%	21,5%	19,8%			16,7%	20,8%	
Lợi nhuận sau thuế	216	442	496	129,7%	12,2%	1.382	1.610	16,5%
Biên lợi nhuận sau thuế	3,0%	5,8%	6,1%			4,7%	6,4%	
Cửa hàng	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	
PNJ	392	396	409	421	421	420	422	
Style by PNJ	5	5	5	4	4	4	3	
CAO Fine Jewellery	3	3	3	3	3	3	3	
Trung tâm Kinh doanh sỉ	1	1	1	1	1	1	1	
Tổng số cửa hàng	401	405	418	429	429	428	429	

Nguồn: BCTC PNJ, BETA tổng hợp

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) vừa công bố báo cáo tài chính quý 3.2025, lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 25.353 tỷ đồng (-13,3% yoy), và lợi nhuận sau thuế đạt 1.610 (16,5% yoy). Trong đó:

- **Doanh thu trang sức bán lẻ:** Trong 9T.2025, mặc dù sức mua thị trường trang sức yếu do giá vàng tăng cao doanh thu bán lẻ vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tích cực tăng 4,4% yoy. Kết quả này đến từ quá trình tiếp tục (i) mở mới và cơ cấu lại hệ thống cửa hàng để tăng hiệu quả; ii) Các chương trình marketing được triển khai hiệu quả, giúp thu hút thành công nhiều khách hàng mới; iii) Chiến lược sản phẩm và danh mục hàng hóa được điều chỉnh linh hoạt theo xu hướng và nhu cầu thị trường.
- **Doanh thu mảng trang sức bán sỉ** của PNJ ghi nhận mức tăng 5% so với cùng kỳ, và với tư cách là một nhà sản xuất lớn, PNJ tiếp tục củng cố vị thế trên thị trường thông qua chính sách kiểm soát nguyên liệu hợp pháp và truy xuất nguồn gốc rõ ràng.
- **Doanh thu vàng miếng** giảm 44,7% so với cùng kỳ khi công ty tiếp tục tái cơ cấu, ưu tiên phân bổ nguồn lực cho mảng bán lẻ – xu hướng đã được duy trì từ đầu năm. Tuy vậy, với Nghị định 232/2025/NĐ-CP là đã bãi bỏ khoản 3 Điều 4 của Nghị định 24/2012/NĐ-CP xóa bỏ cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng, xuất khẩu vàng nguyên liệu và nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng. PNJ được kỳ vọng sẽ sớm phục hồi hoạt động ở mảng này trong thời gian tới.

Biên lợi nhuận gộp 9 tháng năm 2025 đạt 20,8%, cải thiện đáng kể so với mức 16,7% cùng kỳ nhờ chiến lược điều chỉnh cơ cấu doanh thu theo hướng tối ưu hóa mảng có biên cao. Riêng trong quý 3/2025, biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức tích cực 19,8% – phản ánh nỗ lực kiểm soát giá vốn hiệu quả, dù doanh thu thuần có dấu hiệu chững lại.

VI. Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE với tỷ trọng 50/50 để định giá cổ phiếu PNJ. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho **PNJ là 108.881 đồng/cổ phiếu**, tương đương với **tiềm năng tăng giá 24,44%** so với giá đóng cửa ngày báo cáo.

Bảng: Chiết khấu dòng tiền FCFF

Đơn vị: Tỷ đồng

	2025	2026	2027	2028	2029
CFO	3.242	2.504	1.640	1.672	2.743
(-) CAPEX	(81)	(86)	(90)	(120)	(120)
(+) Lãi vay (1-t)	107	101	104	114	124
Dòng tiền tự do (FCFF)	3.268	2.519	1.653	1.666	2.747
NPV của DTTD	10.145				
Giá trị cuối cùng	37.956				
NPV của giá trị cuối cùng	26.515				
Giá trị doanh nghiệp	36.661				
- Nợ vay	3.157				
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	4.731				
Giá trị vốn	38.234				
Số lượng cổ phiếu (triệu)	341				
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	112.075				

Bảng: Chiết khấu dòng tiền FCFE

Đơn vị: Tỷ đồng

	2025	2026	2027	2028	2029
CFO	3.242	2.504	1.640	1.672	2.743
(-) CAPEX	(81)	(86)	(90)	(120)	(120)
(+) Nợ vay ròng	(184)	82	327	316	201
Dòng tiền tự do (FCFE)	2.976	2.501	1.877	1.868	2.824
NPV của DTTD	9.991				
Giá trị cuối cùng	32.292				
NPV của giá trị cuối cùng	21.334				
Giá trị doanh nghiệp	31.324				
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	4.731				
Giá trị vốn	36.055				
Số lượng cổ phiếu (triệu)	341				
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	105.687				

Đơn vị: Tỷ đồng

Tổng hợp định giá	Tỷ trọng	Định giá	Đóng góp
FCFF	50%	112.075	56.037
FCFE	50%	105.687	52.844
Giá mục tiêu			108.881
Giá hiện tại			87.500
Tiềm năng tăng/(giảm)			24,44%

VII. Rủi ro

Kinh tế khó khăn kéo dài – Áp lực lên nhu cầu sản phẩm xa xỉ

Rủi ro đầu tiên đến từ bối cảnh kinh tế vĩ mô yếu kéo dài, khiến sức mua của người tiêu dùng, đặc biệt ở phân khúc trung – cao cấp, bị ảnh hưởng đáng kể. Trang sức vốn được xem là mặt hàng bán lẻ có tính chu kỳ, thường phụ thuộc mạnh vào thu nhập khả dụng và tâm lý tiêu dùng. Nếu tăng trưởng GDP hoặc thu nhập bình quân đầu người chậm lại, người tiêu dùng có xu hướng ưu tiên chi tiêu thiết yếu thay vì các sản phẩm xa xỉ như trang sức, từ đó gây suy giảm doanh thu PNJ, đặc biệt trong phân khúc trang sức thời trang và cao cấp (Style by PNJ, CAO Fine Jewellery).

Tốc độ mở rộng hệ thống cửa hàng chậm hơn dự kiến – Rủi ro đánh mất thị phần

Nếu tốc độ mở mới chậm hơn kế hoạch, PNJ có thể đánh mất cơ hội chiếm lĩnh thị phần tại các thành phố cấp 2-3, nơi nhu cầu trang sức đang tăng nhanh cùng tốc độ đô thị hóa. Điều này cũng khiến công ty mất lợi thế cạnh tranh sớm so với các đối thủ FDI đang bắt đầu thâm nhập thị trường Việt Nam. Ngoài ra, việc trì hoãn mở rộng hệ thống có thể khiến tăng trưởng doanh thu thuần chậm lại trong khi chi phí vận hành hiện hữu vẫn cao, ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất sử dụng vốn và tỷ suất sinh lời (ROE, ROA).

Rủi ro biến động giá vàng

Hoạt động kinh doanh của PNJ phụ thuộc lớn vào vàng, từ mảng vàng miếng đến sản xuất và kinh doanh trang sức. Sự biến động mạnh của giá vàng là yếu tố rủi ro đáng kể, có thể tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh. Khi giá vàng giảm, giá trị hàng tồn kho và nhu cầu tiêu dùng đối với sản phẩm vàng có thể suy giảm, gây áp lực lên doanh thu và lợi nhuận. Ngược lại, giá vàng tăng tuy có thể mang lại lợi ích ngắn hạn nhưng cũng làm gia tăng biến động chi phí và rủi ro định giá hàng tồn kho, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Rủi ro khan hiếm nguồn cung nguyên liệu

PNJ phụ thuộc phần lớn vào nguồn vàng nguyên liệu nhập khẩu. Việc nguồn cung bị gián đoạn hoặc khan hiếm có thể ảnh hưởng trực tiếp đến tiến độ sản xuất và hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Thực tế trong năm 2024, PNJ đã phải sử dụng biện pháp tái chế trang sức để đáp ứng nhu cầu nguyên liệu đầu vào, cho thấy rủi ro hiện hữu về nguồn cung. Tình trạng này, nếu kéo dài, có thể làm giảm khả năng đáp ứng đơn hàng, gia tăng chi phí và thu hẹp lợi nhuận của PNJ.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH (Đơn vị: tỷ đồng)

Hoạt động kinh doanh	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	37.823	35.658	38.072	40.650
Giá vốn hàng bán	31.149	28.272	30.802	33.046
Lợi nhuận gộp	6.674	7.386	7.270	7.604
Chi phí HĐKD	4.003	4.564	4.095	4.321
Chi phí bán hàng	3.208	3.673	3.208	3.426
Quản lý doanh nghiệp	796	891	886	896
Lợi nhuận từ HĐKD	2.670	2.822	3.175	3.283
Doanh thu tài chính	76	78	83	89
Chi phí tài chính	140	179	166	179
Lợi nhuận khác				
EBIT	2.698	2.822	3.175	3.283
Chi phí lãi vay	47	134	126	130
LNTT	2.651	2.688	3.049	3.154
Thuế TNDN	538	555	629	651
LNST	2.113	2.267	2.546	2.632
Lợi ích CĐ thiểu số				
LNST & CĐST	2.113	2.267	2.546	2.632
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	338	341	341	341
EPS (đồng/cp)	6.256	6.645	7.462	7.715

Lưu chuyển tiền tệ	2024A	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận sau thuế	2.113	2.267	2.546	2.632
Hoạt động kinh doanh				
Khấu hao	81	71	73	74
Thay đổi vốn lưu động	(1.925)	904	(115)	(1.066)
Thay đổi Khoản phải thu	(186)	134	(17)	(32)
Thay đổi Hàng tồn kho	(2.074)	661	(244)	(1.191)
Thay đổi TS ngắn hạn khác	(38)	7	(9)	(9)
Thay đổi Phải trả ngắn hạn	367	165	(48)	(2)
Thay đổi Nợ NH khác	6	(62)	203	167
Điều chỉnh khác				
LCTT từ HĐ kinh doanh	270	3.242	2.504	1.640
Hoạt động đầu tư				
Chi mua sắm TSCĐ	(74)	(81)	(86)	(90)
Khác				
LCTT từ HĐ đầu tư	(74)	(81)	(86)	(90)
Hoạt động tài chính				
Cổ tức đã trả	(423)	(453)	(509)	(526)
Tăng (giảm) vốn				
Tăng (giảm) nợ vay DH				
Tăng (giảm) nợ vay NH	957	(184)	82	327
Khác				
LCTT từ HĐ tài chính	534	(573)	(427)	(200)
Lưu chuyển tiền thuần	730	2.588	1.992	1.350

Bảng CĐKT	2024A	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn				
Tiền và tương đương tiền	1.123	3.711	5.702	6.314
Đầu tư tài chính NH	1.020	1.020	336	336
Các khoản phải thu	401	268	285	317
Hàng tồn kho	13.015	12.354	12.597	13.788
TS ngắn hạn khác	133	127	135	145
Tổng TS ngắn hạn	15.693	17.479	19.056	20.900
Tài sản dài hạn				
Tài sản cố định	857	867	880	946
Nguyên giá TSCĐ	1.504	1.586	1.672	1.812
Khấu hao lũy kế	(647)	(719)	(792)	(866)
Xây dựng CBDD				
Đầu tư tài chính dài hạn	109	(78)	(80)	(80)
TS dài hạn khác	474			
Tổng TS dài hạn	1.515	831	845	916
Tổng tài sản	17.208	18.310	19.901	21.816
Nợ ngắn hạn				
Phải trả ngắn hạn	624	789	741	739
Nợ vay ngắn hạn	3.342	3.157	3.239	3.566
Nợ ngắn hạn khác	1.976	1.914	2.116	2.284
Tổng nợ ngắn hạn	5.942	5.860	6.097	6.589
Nợ dài hạn				
Nợ vay dài hạn	11			
Nợ dài hạn khác				
Tổng nợ dài hạn	11			
Tổng nợ	5.952	5.860	6.097	6.589
Vốn chủ sở hữu				
Vốn cổ phần	3.381	3.411	3.411	3.411
Lợi nhuận giữ lại	3.301	3.412	3.621	3.860
Vốn khác	2.623	3.643	4.788	5.973
Tổng nguồn vốn	11.255	12.450	13.804	15.227
Tổng Nợ & VCSH	17.208	18.310	19.901	21.816

Các chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F	2027F
Khả năng tăng trưởng				
TT doanh thu	14,1%	-5,7%	6,8%	6,8%
TT LNTT	8,8%	2,5%	13,4%	3,4%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	17,6%	20,7%	19,1%	18,7%
ROE	18,9%	18,2%	18,4%	17,3%
ROA	12,3%	12,4%	12,8%	12,1%
Khả năng thanh toán				
Nợ vay/ Tài sản %	19,4%	17,2%	16,3%	16,3%
CS thanh toán hiện hành	2,6	3,0	3,1	3,2
CS thanh toán nhanh	0,4	0,9	1,0	1,1

ƯU ĐÃI ĐỘC QUYỀN**BETA**
BETA SECURITIES INCLãi suất margin **7,99%/năm**Miễn lãi margin **10 ngày***Áp dụng với khách hàng mở mới tài khoảnPhí giao dịch chỉ **0,06%**

Miễn phí ứng trước tiền bán

WEBSITE



ZALO



TELEGRAM

Quét mã
Mở tài khoản ngay**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo phân tích này xác nhận rằng: hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, người viết không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân người viết mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA (BETA).

Báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất kỳ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. Chuyên viên phân tích cũng như Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp. Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo phân tích này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA 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 vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA. Khi sử dụng các nội dung đã được BETA chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với BETA về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà BETA hoặc khách hàng của BETA phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.