

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

Cơ hội chuyển mình khi giải quyết bài toán nguyên liệu.

- Ước tính Q1/2026, LN ròng PNJ đạt 1,320 tỷ đồng (+95% svck) với động lực chính từ mảng bán lẻ và sự tăng trưởng mạnh mẽ của doanh thu vàng miếng.
- Giai đoạn 2026-27, chúng tôi nhận thấy đây là cơ hội chuyển mình lớn cho PNJ bằng các chính sách thu mua mới, với kỳ vọng thúc đẩy nhu cầu khách hàng và giải đáp được bài toán nguyên liệu, nhờ đó chúng tôi dự báo LN ròng tăng trưởng kép 27% GD 2026-27.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho PNJ với giá mục tiêu 156,300 đồng/cp

Kỳ vọng bài toán nguyên liệu của PNJ được giải quyết trong năm 2026

Trong năm 2025, trong bối cảnh HDKD siết chặt vấn đề hóa đơn, các DN khó kiếm được các nguồn hàng tốt để sản xuất sản phẩm vàng tích trữ, do vậy nguồn cung trên thị trường ngày càng khan hiếm, cùng với giá vàng thế giới thất thường do căng thẳng chính trị, khiến cho giá vàng trong nước biến động mạnh. PNJ không phải ngoại lệ, việc thiếu hụt nguồn cung sản xuất khiến cho mảng vàng miếng khó khăn từ Q3/24 – Q4/25 và mảng bán lẻ trang sức cũng bị ảnh hưởng. Nhìn vào mặt tích cực, việc thanh tra – kiểm tra đã xóa bỏ đi sự “lũng đoạn” của thị trường vàng trong suốt 1 thời gian dài, từ đó tạo tiền đề để bước sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng PNJ có lời giải đáp tích cực cho bài toán nguyên liệu nhằm tăng nguồn cung cho các sản phẩm vàng tích trữ, tạo điều kiện thuận lợi cho việc kinh doanh mảng bán lẻ trang sức và mảng vàng miếng.

Lợi nhuận ròng kỳ vọng tăng trưởng kép 27% GD 2026-27

Năm 2026, chúng tôi nhận thấy với sự hỗ trợ của chính sách linh hoạt thu mua mới, cùng với kỳ vọng lớn về việc PNJ giải quyết được bài toán nguyên liệu, nhờ vậy doanh thu TB/CH ước tăng 18% svck. Mảng vàng miếng cũng ghi nhận sự tích cực với sự tăng trưởng dự báo đạt 92% svck. Bên cạnh đấy, nhờ sự thuận lợi của thị trường, chúng tôi kỳ vọng PNJ bắt đầu thực hiện mở rộng quy mô cửa hàng sau thời gian tạm ngưng với tốc độ tăng trưởng đạt 5% svck, mở mới 22 cửa hàng. Tổng kết, LN ròng dự báo đạt 3,618 tỷ đồng (+28% svck).

Năm 2027, hạn mức nhập khẩu vàng trang sức được thông qua sẽ giúp cho vấn đề nguyên liệu được giải quyết, mẫu mã đa dạng hơn sẽ tăng độ nhận diện của PNJ với thị trường trang sức Việt Nam. Bên cạnh đấy quy mô CH tiếp tục được mở rộng+10% svck, tổng kết LN ròng ước đạt 4,548 tỷ đồng (+26% svck)

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 156,300 VND/cổ phiếu

Điều chỉnh tăng giá mục tiêu 56% sv báo cáo trước do (1) Chuyển mô hình định giá sang 2026, (2) tăng EPS 2026 thêm 48% sv báo cáo cũ. Hiện tại, PNJ đang giao dịch với P/E TTM 13x thấp hơn TB 3 năm (15x) với tiềm năng tăng trưởng tốt hơn trong trung-dài hạn. Do vậy, chúng tôi nhận thấy đây là giai đoạn phù hợp để tích trữ cổ phiếu PNJ.

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	37,823	34,976	47,227	58,081
Lợi nhuận ròng	2,113	2,829	3,618	4,548
Tăng trưởng doanh thu thuần	14%	-8%	35%	23%
Tăng trưởng LN ròng	7%	34%	28%	26%
Biên LN gộp	18%	22%	20%	20%
Biên EBITDA	7%	11%	10%	11%
ROAE	20%	23%	25%	25%
ROAA	13%	15%	16%	17%
EPS (VND/cổ phiếu)	6,250	8,289	10,599	13,324
BVPS (VND/cổ phiếu)	33,292	38,895	47,177	58,101

Nguồn:PNJ, MBS Research

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND156,300

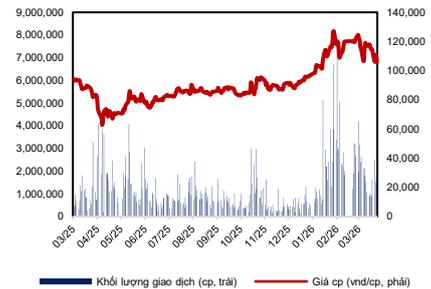
Tiềm năng tăng giá
(bao gồm thị suất cổ
tức)

46.7%

Thay đổi trọng yếu báo cáo:

- Tăng dự báo EPS 2026 lên 48% sv báo cáo cũ

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	108,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	127,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	61,200
Vốn hóa (tỷ đồng)	37,495
P/E (TTM)	13.4
P/B	3.1
Thị suất cổ tức (%)	2
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	49

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)

Dragon Capital Việt Nam	7.3
T. Rowe Price Associates, Inc.	5.7
Sprucegrove Investment Management Ltd.	5.2

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

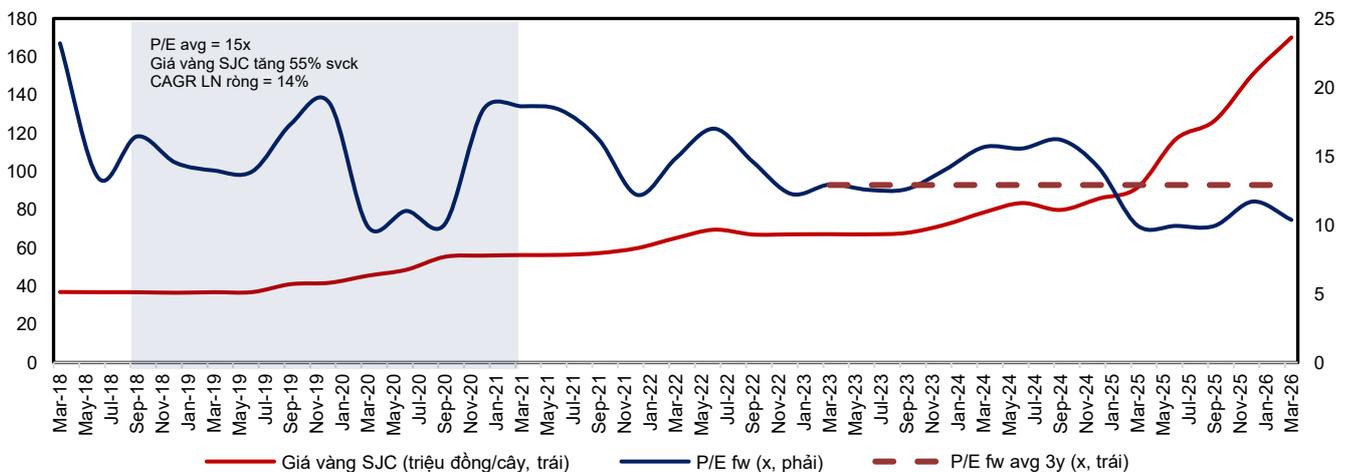
CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Về dài hạn, Việt Nam vẫn là quốc gia hưởng lợi từ xu hướng nhóm thu nhập cao tăng trưởng nhanh chóng, việc mở cửa cho các thương hiệu có giấy phép sản xuất vàng miếng cũng là cơ hội để sản phẩm của thương hiệu PNJ có thêm uy tín, sự tin tưởng từ người tiêu dùng. Việt Nam vẫn là quốc gia có tỷ lệ cửa hàng vàng địa phương cao và tỷ lệ cho chuỗi có thương hiệu thấp, vì vậy việc minh bạch sản xuất vàng miếng cho các thương hiệu lớn (Doji, PNJ) có thể tạo ra môi trường kinh doanh cạnh tranh có lợi cho các thương hiệu này.
- Trong năm 2026, với kỳ vọng bài toán nguyên liệu được giải quyết, mảng bán lẻ trang sức của PNJ sẽ “nhộn nhịp” trở lại và lượng giao dịch được cải thiện đáng kể, nhờ vậy doanh thu TB/CH ước tăng trưởng 18% svck. Nhờ sự thuận lợi của thị trường, PNJ có thể thực hiện lại kế hoạch mở rộng quy mô với khởi đầu là tăng trưởng 5% svck, tổng CH cuối năm đạt 453. Bên cạnh đấy, mảng vàng miếng sẽ “hanh thông” trở lại và ước tính tăng 92% svck. Sang năm 2027, chúng tôi kỳ vọng hạn mức nhập khẩu vàng trang sức được thông qua giúp cho mảng bán lẻ trang sức có thêm lực để mở rộng quy mô và danh mục sản phẩm ở các mức giá phù hợp hơn. Tổng kết, tăng trưởng kép LN ròng 26-27 dự báo đạt 27%.
- Thời gian tới, PNJ được dự báo có tăng trưởng kép LN ròng đạt 27% với động lực chủ yếu từ mảng bán lẻ trang sức và sự phục hồi của mảng vàng miếng, chúng tôi nhận thấy kỳ vọng giải quyết bài toán vàng nguyên liệu sẽ giúp cho HDKD khởi sắc, trở thành bàn đạp tích cực cho triển vọng kinh doanh PNJ trong thời gian tới. Nhờ vậy, PNJ xứng đáng có 1 mức P/E tốt hơn trong năm 2026. Giai đoạn hiện tại, PNJ hiện đang được giao dịch ở mức định giá rẻ với P/E TTM 13x, thấp hơn 15% trung bình 3 năm, do vậy chúng tôi nhận thấy một giai đoạn rất phù hợp để bắt đầu mua vào cổ phiếu PNJ.

Hình 1: P/E PNJ



Nguồn: PNJ, MBS Research

Khuyến nghị và định giá

*Báo cáo chưa bao gồm yếu tố cổ phiếu thường được dự kiến thực hiện trong Q2/2026.

Tăng giá mục tiêu 56% sv báo cáo cũ do (1) Điều chỉnh model định giá sang năm 2026, (2) Tăng EPS năm 2026 thêm 31% sv báo cáo cũ. Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp DCF (WACC: 10.8%) và P/E (P/E mục tiêu 15x,) để đưa ra mức giá hợp lý cho PNJ là 156,300 VND/cổ phiếu. Giả định với mỗi phương pháp như sau:

- Với phương pháp DCF, chúng tôi sử dụng WACC: 10.8%, CoE: 13.5%, tăng trưởng dài hạn 3%. PNJ sở hữu vị thế tài chính lành mạnh, dòng tiền ổn định và phù hợp với phương pháp định giá trên.
- Với phương pháp P/E, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu 15x, tương đương mức P/E fw Q3/18 – Q1/21 để phản ánh bối cảnh giá vàng biến động và tăng trưởng CAGR khả quan của doanh nghiệp. Tuy CAGR chúng tôi kỳ vọng cao hơn so với giai đoạn đầy nhưng chúng tôi để mức PE cần trọng 15x vì còn nhiều tiềm tàng khó khăn chung trong thị trường, khi nguồn cung sản xuất mới chưa xuất hiện.

Hình 2: Phương pháp DCF

	2026	2027	2028	2029	///	2035
EBIT	4,538	5,705	6,483	7,750		23,340
(+) Khấu hao	96	127	161	197		364
(-) CAPEX	139	198	209	222		327
(-) Thay đổi vốn lưu động	2,626	4,212	2,560	5,712		13,910
Dòng tiền tự do (FCF)	949	265	2,561	442		4,734
Giá trị cuối cùng (Terminal value)						83,034
PV của FCFF	866	244	2,375	413		4,563
PV của giá trị cuối cùng						29,856
Giá trị doanh nghiệp (EV)						54,047
(+) Tiền và tương đương tiền						3,314
(-) Nợ vay						- 4,942
Giá trị VCSH						52,419
Tổng số cổ phiếu (triệu cp)						341
Giá cổ phiếu (VND)						153,579

Hình 3: Phương pháp DCF

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Tăng trưởng dài hạn	3.0%
Chi phí VCSH	13.50%
Chi phí nợ vay	5.50%
E/V	70%
D/V	30%
Mức thuế	20.00%
WACC	10.77%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
P/E (P/E = 15x)	50%	158,985
DCF (WACC = 10.8%)	50%	153,579
Giá mục tiêu làm tròn (VND/cổ phiếu)		156,300

Nguồn: MBS Research

Rủi ro giảm giá:

- PNJ bị điều tra liên quan đến các vấn đề mua – bán trong giao dịch vàng tích trữ
- Chi phí hỗ trợ bán hàng và quảng cáo cao hơn so với dự báo của chúng tôi, do đó tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN/tổng doanh thu cao hơn 10%.

Hình 5: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
		triệu USD	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Chow Tai Cook Jewellery Group Ltd	1929 HK Equity	13,652	18.3	12.5	4.1	3.6	6.8	10.9	23.0	30.0
Signet Jewelers Ltd	SIG US Equity	3,367	8.9	7.2	1.7	1.3	5.0	n/a	15.4	n/a
Chow Sang Sang	116 HK Equity	1,105	5.6	5.0	0.6	0.6	7.8	7.5	12.8	12.0
Trung bình			10.9	8.2	2.1	1.8	6.5	9.2	17.1	21.0
CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận	PNJ VN	1,423	13.6	12.4	2.8	2.4	15.1%	14.7%	23.1%	21.0%

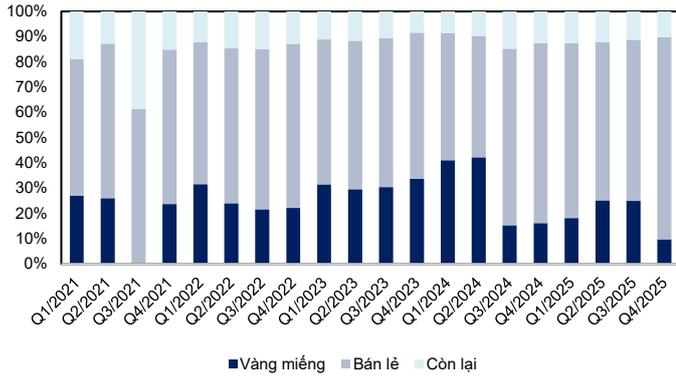
Nguồn: MBS Research

LN ròng cả năm 2025 hoàn tất 131% dự phóng của chúng tôi

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q4/25 và cả năm 2025

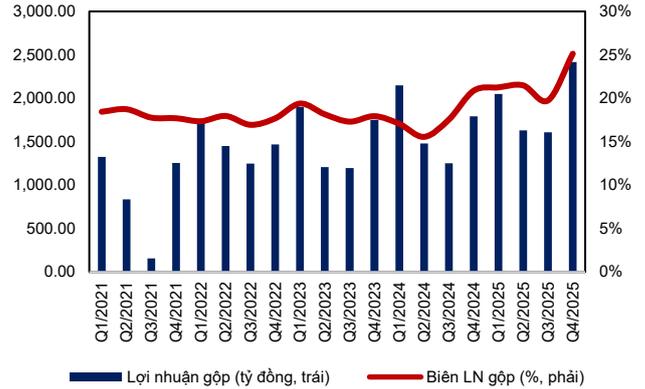
Các tiêu chí KQKD	Q4/25	sv quý trước	svck	2025	svck	sv dự phóng cũ	Đánh giá
Tổng số cửa hàng bán lẻ	431	0.5%	0.5%	431	0.5%	98%	Trong Q4/2025, PNJ đã bắt đầu thử nghiệm mở mới 2 cửa hàng sau giai đoạn ngưng lại.
Doanh thu bán lẻ/cửa hàng/tháng (tỷ đồng)	6.0	47.8%	24.2%	4.7	5.4%	105%	Q4/2025, doanh thu bán lẻ tăng mạnh svck chủ yếu do sự linh hoạt điều chỉnh giá bán trong bối cảnh giá vàng biến động mạnh, bên cạnh đẩy nhu cầu mua trang sức bằng vàng (có khả năng giao dịch theo giá vàng thị trường) cũng tăng cao khi vàng miếng khan hiếm
Doanh thu thuần	9,623	18.3%	12.1%	34,976	-7.5%	104%	
Vàng miếng	931	-54.1%	-32.8%	6,610	-43.3%	135%	Q4/2025, do sự khan hiếm nguồn cung vàng miếng, doanh thu vàng miếng tiếp tục giảm mạnh svck
Bán lẻ	7,712	48.3%	26.1%	24,343	10.4%	103%	
Bán sỉ	932	7.5%	-7.2%	3,847	1.7%	81%	
Lợi nhuận gộp	2,419	50.5%	35.1%	7,703	15.5%	109%	
Biên lợi nhuận gộp	25.1%	5.4d%	4.3d%	22.0%	4.4d%	105%	Q4/2025, Biên LN gộp cải thiện mạnh svck do tận dụng thời điểm khi giá vàng biến động mạnh, các sản phẩm trang sức cũng được điều chỉnh tăng giá và giúp nở biên LN gộp. Theo ước tính của chúng tôi, biên LN gộp bán lẻ trang sức trong Q4/2025 tăng ~4d% svck.
Chi phí bán hàng	651	-14.1%	-7.7%	3,270	2.0%	92%	
Chi phí quản trị DN	258	7.3%	24.4%	896	12.7%	121%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	9.4%	-2.8d%	-1.2d%	11.9%	1.3d%	93.2%	Q4/2025, tỷ trọng CPBH&QLDN/tổng doanh thu thấp hơn svck chủ yếu nhờ vào sự tối ưu chi phí bán hàng
Doanh thu tài chính	58	104.5%	90.9%	148	90.6%	166%	Q4/2025, quy mô đầu tư tài chính ngắn hạn tăng 98% svck giúp cho doanh thu tài chính tăng mạnh
Chi phí tài chính	51	67.1%	14.0%	165	72.3%	104%	
LNTT	1,522	143.2%	76.1%	3,549	33.9%	131%	
Thuế TNDN	303	132.8%	129.8%	720	62.2%	132%	
LN ròng	1,219	145.9%	66.4%	2,829	33.8%	131%	Tổng kết, tận dụng sự biến động mạnh mẽ của giá vàng miếng, trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm, PNJ đã linh hoạt các sản phẩm và giúp cho doanh thu/bán lẻ và biên LN gộp có được kết quả khả quan, nhờ đó LN ròng Q4/2025 tăng 66% svck, ghi nhận 1,219 tỷ đồng - đánh dấu mức lợi nhuận quý lịch sử của PNJ. Kết quả này hoàn tất 131% dự phóng cũ của chúng tôi nhờ sự thuận lợi từ mảng kinh doanh bán lẻ trang sức.

Hình 7: Cơ cấu doanh thu của PNJ



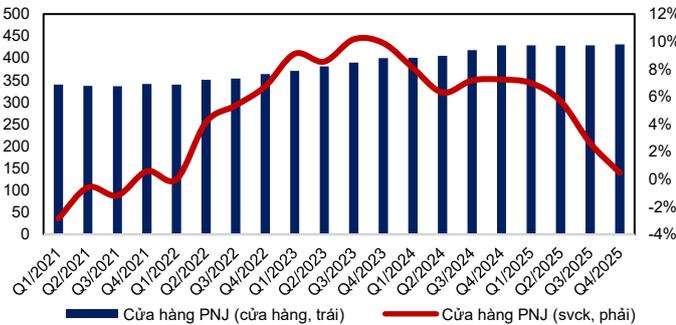
Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 8: LN gộp và biên LN gộp của PNJ



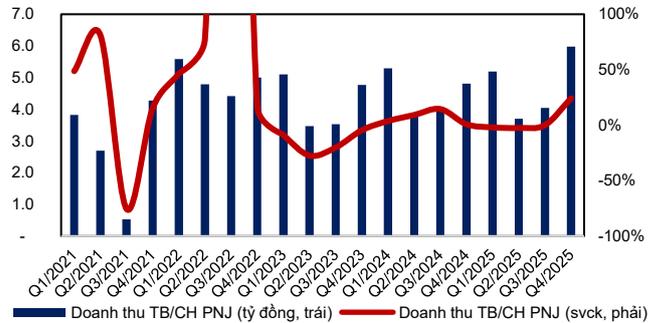
Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 9: Trong giai đoạn vừa qua, PNJ lựa chọn tập trung vào mảng bán trang sức thay vì mở rộng quy mô....



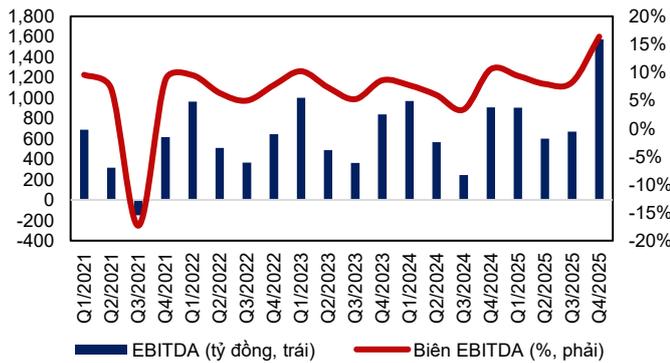
Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 10: ..Tuy nhiên tình hình kinh doanh mới thực sự khá quan vào Q4/25.



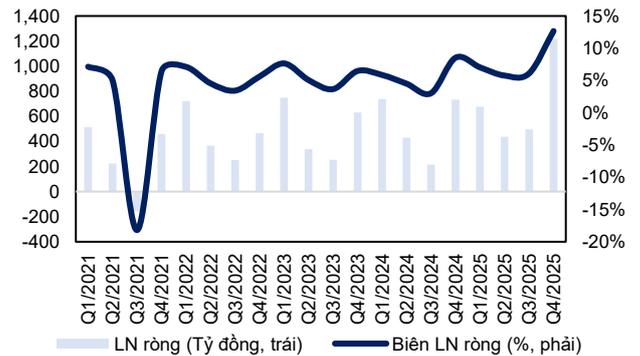
Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 11: EBITDA và biên EBITDA theo quý



Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 12: LN ròng và biên LN ròng theo quý.



Nguồn: PNJ, MBS Research

Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2026-27

Hình 13: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2026-27

Tỷ đồng	2025	2026F	yoy%	Δ%	2027F	yoy%	Đánh giá
Tổng số cửa hàng bán lẻ	431	453	3%	-2%	498	8%	
Doanh thu bán lẻ/cửa hàng/tháng	4.7	5.6	18%	16%	6.2	11%	
Doanh thu thuần	34,976	47,227	35%	26%	58,081	23%	
Vàng miếng	6,610	12,692	92%	121%	17,325	37%	Tăng mạnh 121% so với dự báo cũ khi chúng tôi nhận thấy PNJ đang dần giải quyết được bài toán nguyên liệu bằng việc linh hoạt chính sách thu-mua mới, từ đó có khả năng cao cải thiện nguồn cung hàng hóa và thúc đẩy giao dịch (trong bối cảnh vàng tích trữ đang dành được nhiều sự quan tâm). Chúng tôi giả định nguồn cung cải thiện ~70% sv mức nền rất thấp năm 2025, mức giá bán TB tăng 20% svck.
Bán lẻ	24,343	29,512	21%	12%	35,235	19%	Điều chỉnh tăng 12% so với dự phóng cũ do chúng tôi nhận thấy tăng trưởng doanh thu bán lẻ Q4/25 đã ghi nhận sự tăng trưởng khả quan sau giai đoạn đi ngang nhờ sự tăng trưởng giá bán, cụ thể vào năm 2026, chúng tôi dự báo tổng doanh thu bán lẻ tăng 21% svck, chủ yếu nhờ vào giá bán TB/sản phẩm tăng theo mức tăng giá vàng miếng TB
Bán sỉ	3,847	4,848	26%	-5%	5,345	10%	Điều chỉnh giảm 5% sv dự báo cũ do số bán sỉ năm 2025 ít hơn chúng tôi kỳ vọng do không đủ nguyên liệu để sản xuất cho các cửa hàng mom&shop, do vậy chúng tôi hạ cả sản lượng tiêu thụ năm 2026.
Lợi nhuận gộp	7,703	9,645	25%	23%	11,889	23%	
Biên lợi nhuận gộp	22.0%	20.4%	-1.6%	-1%	20.5%	0%	Điều chỉnh giảm 1.6d% sv dự báo cũ do chúng tôi tăng tỷ trọng doanh thu vàng miếng, tăng 1d% cho mảng bán lẻ trang sức.
Chi phí bán hàng	3,293	4,022	22%	2%	4,860	21%	Chúng tôi giảm 1% so với dự phóng cũ chủ yếu do điều chỉnh phần chi phí nhân viên bán hàng giảm svck, chủ yếu do chúng tôi nhận thấy việc thay đổi bộ máy điều hành có thể khiến cho việc bán hàng cần bắt đầu ổn định trong năm 2026
Chi phí quản trị DN	872	1,022	17%	24%	1,253	23%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	11.9%	11%	-1%	-2%	11%	0%	Chúng tôi giảm 2% so với dự phóng cũ chủ yếu do điều chỉnh phần chi phí nhân viên bán hàng/CH giảm 2d% svck.
Doanh thu tài chính	148	192	29%	94%	236	23%	Tăng 94% sv dự phóng cũ chủ yếu do chúng tôi tăng (1) quy mô đầu tư ngắn hạn, (2) tăng lãi suất tiền gửi thêm 1d% svck
Chi phí tài chính	165	295	79%	91%	354	20%	Tăng 91% so với dự phóng cũ chủ yếu do điều chỉnh tăng lãi suất vay thêm 1d% svck, bên cạnh đẩy quy mô nợ vay tăng nhẹ svck
LNTT	3,549	4,536	28%	49%	5,703	26%	
Thuế TNDN	720	920	28%	49%	1,157	26%	
LN ròng	2,829	3,616	28%	48%	4,547	26%	Tổng kết, năm 2026, chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng trưởng 28% svck với động lực chủ yếu từ tăng trưởng doanh thu bán lẻ và sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng vàng miếng, bên cạnh đó là sự hỗ trợ của việc tối ưu tỷ trọng CPBH&QLDN/tổng DT.

Bài toán nguyên liệu có tiềm năng được giải quyết trong năm 2026?

Trong bối cảnh nguồn cung nguyên liệu khó khăn, mảng vàng miếng PNJ dường như ngưng đọng kinh doanh từ Q3/2024 đến nay, bên cạnh đẩy mảng bán lẻ trang sức không có quá nhiều sự tích cực, dẫn đến việc kinh doanh tổng thể không khả quan. Trong bối cảnh giá vàng biến động thất thường, các doanh nghiệp chuyên về vàng tích trữ như Mạnh Hải, Minh Châu,... nhận được nhiều hơn sự quan tâm của người tiêu dùng vì (1) Họ vẫn có đủ nguyên liệu để sản xuất sản phẩm tích trữ, (2) Linh hoạt hơn các sản phẩm tích trữ để đủ cung ứng

ra ngoài thị trường (bao gồm cả sản phẩm 0.1 chỉ và giấy hện lấy vàng). Vậy, có khả thi không khi các doanh nghiệp Bảo Tín vẫn đủ nguồn vàng sản xuất và cung ứng, giao dịch tăng mạnh, trong khi Doji, PNJ, Huy Thanh dành lớn nguồn lực cho mảng trang sức nhưng HDKD vẫn không nhiều chuyển biến tích cực?

Xét về tiềm lực tài chính và giá trị thương hiệu, PNJ cũng là một trong những thương hiệu vàng có uy tín cao trên thị trường, với quy mô cửa hàng lớn nhất tại Việt Nam, sở hữu hơn 430 cửa hàng trang sức trên toàn quốc. Do vậy, chúng tôi nhận thấy PNJ có năng lực dẫn dắt xu hướng thị trường trang sức. Hơn 1.5 năm qua, PNJ và thị trường trang sức nói chung đã gặp nhiều khó khăn về sức cầu và nguồn nguyên liệu sản xuất. Do vậy, trong năm 2026, khi bối cảnh đã tốt hơn nhờ (1) thị trường vàng đã quen dần với sự minh bạch trong hóa đơn mua bán, (2) nghị định mới thông qua và khả năng cao về cấp hạn ngạch sản xuất vàng miếng, vàng trang sức sẽ có trong nửa cuối năm 2026, chúng tôi kỳ vọng lớn vào nỗ lực của BLD, đặc biệt về sự thay đổi cán bộ cấp cao sẽ tạo động lực để PNJ giải quyết được bài toán nguyên liệu ngay trong 1H2026. Sự thay đổi này được kỳ vọng mở ra nền tảng tăng trưởng mới cho PNJ trong trung – dài hạn.

Mảng trang sức bán lẻ: Thay đổi chính sách thu đổi – nâng cao giá trị sản phẩm với khách hàng.

Chính sách thu đổi mới (áp dụng từ 1/1/2026) giúp cho sản phẩm trang sức PNJ nâng cao giá trị đối với người tiêu dùng

Từ ngày 1/1/2026, PNJ thay đổi chính sách thu mua, cho phép sản phẩm vàng với hàm lượng thấp hơn được thu mua theo giá thị trường, thay vì như hồi trước là chỉ dựa vào giá trị hóa đơn mua vào. Chúng tôi nhận thấy việc này không chỉ giải quyết vấn đề về nguyên vật liệu mà sẽ kích thích nhu cầu giao dịch của người tiêu dùng khi xưa đến nay, các sản phẩm vàng tích trữ có hàm lượng vàng thấp của PNJ thường chỉ được mua lại ở cửa hàng địa phương. Chúng tôi nhận thấy chính sách mới tăng giá trị sử dụng cho sản phẩm có hàm lượng vàng thấp tại PNJ, vàng trang sức với hàm lượng thấp không chỉ về nhu cầu làm đẹp mà còn có thể tích trữ như vàng miếng hay vàng nhẫn (có hàm lượng vàng 22k trở lên), do vậy chính sách tác động tích cực lên tăng trưởng doanh thu mảng bán lẻ và đảm bảo tính thanh khoản cho vàng nguyên liệu của PNJ.

Bên cạnh đấy, chúng tôi đánh giá chính sách sẽ ảnh hưởng ít – nhiều đến biên LN gộp tùy thuộc vào mức giá bán sản phẩm mà PNJ quyết định, việc mua-bán theo giá thị trường cũng phụ thuộc vào việc đánh giá sản phẩm từ PNJ. Nhìn chung, chúng tôi thấy đây là chính sách win – win, vừa có lợi cho KH khi được bán sản phẩm tại hơn 400 cửa hàng PNJ toàn quốc với mức giá niêm yết theo ngày; vừa có lợi cho PNJ về nguồn cung vàng nguyên liệu và giá trị sản phẩm được nâng cao.

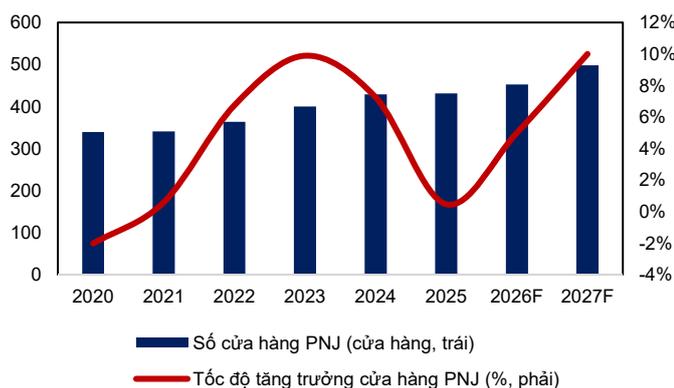
Hình 14: Sự khác biệt khi áp dụng chính sách mới từ PNJ

	Chính sách cũ	Chính sách mới (áp dụng từ 01/01/2026)
Sản phẩm được thu mua theo giá thị trường	Vàng 22K, 24K	Bao gồm cả các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp (10K, 14K, 18K)
Sản phẩm thu mua theo giá trị hóa đơn		Giữ nguyên

Doanh thu mảng bán lẻ ước tăng trưởng kép 20% trong năm 2026-27

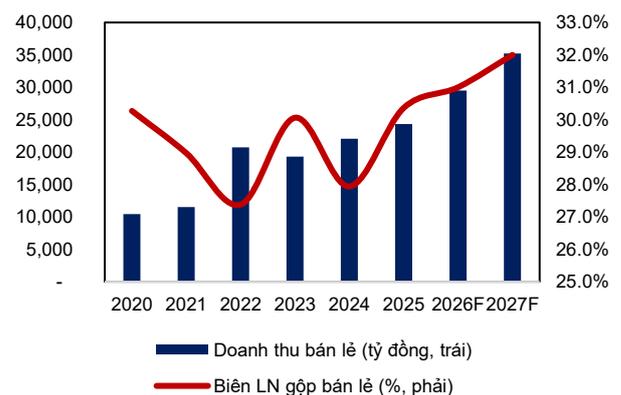
Chúng tôi kỳ vọng việc nới chính sách thu mua và giải quyết được bài toán nguyên liệu sẽ tạo ra hiệu ứng tích cực cho người tiêu dùng và giúp cho doanh thu mảng bán lẻ trang sức đạt tăng trưởng kép 20% trong giai đoạn 2026-27. Trong đó, niềm tin tiêu dùng gia tăng cùng khả năng tài chính lành mạnh có thể là cơ sở hoàn hảo cho PNJ tiếp đà mở rộng quy mô trong năm 2026, do vậy chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng cửa hàng tăng 5% svck trong năm 2026 tăng lên 10% svck ở trong năm 2027. Bên cạnh đấy, doanh thu TB/CH ước tính tăng trưởng kép 14% trong giai đoạn 26-27 nhờ sự thuận lợi cả giá bán và số lượng giao dịch.

Hình 15: Dự phóng số cửa hàng PNJ



Nguồn:PNJ, MBS Research

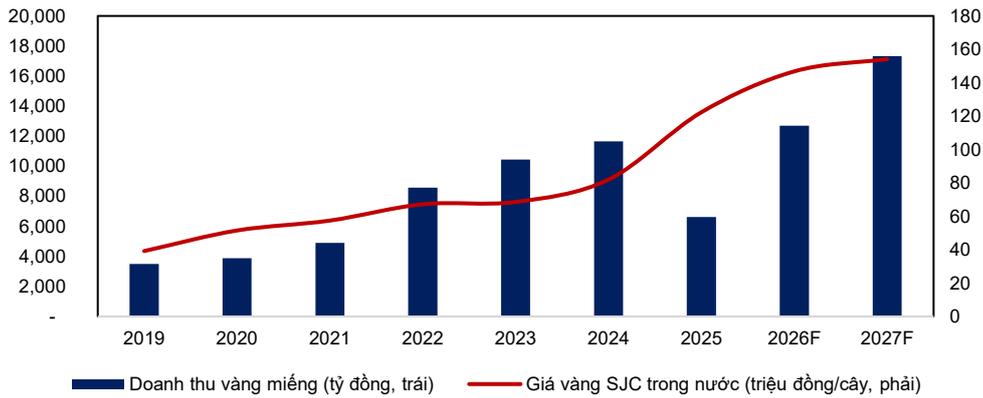
Hình 16: Dự phóng doanh thu bán lẻ trang sức PNJ



*Biên LN gộp bán lẻ do chúng tôi ước tính
 Nguồn: PNJ, MBS Research

Mảng vàng miếng: Doanh thu vàng miếng tăng trưởng 92%/37% svck với kỳ vọng PNJ sẽ giải quyết được bài toán nguyên liệu để phục hồi HDKD cho lĩnh vực này. Theo số liệu chúng tôi ước tính, dựa theo doanh thu và giá vàng SJC thì sản lượng vàng tích trữ mà PNJ bán ra thị trường trong năm 2025 thấp nhất từ trước đến nay, do vậy khi giải quyết được bài toán nguyên liệu thì lĩnh vực này sẽ ghi nhận tăng trưởng tích cực nhất. Chúng tôi kỳ vọng với giá vàng trong nước tăng ~20% svck, sản lượng tiêu thụ tăng mạnh ở mức nền rất thấp khi (1) vàng tích trữ nhận được nhiều sự quan tâm của người tiêu dùng, (2) PNJ có lợi thế về quy mô cửa hàng, uy tín sản phẩm sẽ giúp khách hàng dễ mua – bán ở mọi miền Tổ Quốc.

Hình 17: Dự phóng doanh thu mảng vàng miếng với giả định giá vàng SJC tăng 20% trong năm 2026.



Nguồn:PNJ, MBS Research

Mảng trang sức bán sỉ: Doanh thu mảng bán sỉ ước tính +2%/+8% svck khi trong bối cảnh nguyên vật liệu khan hiếm, PNJ cần ưu tiên sản xuất và tiêu thụ nội bộ hơn là gia công cho các cửa hàng nhỏ lẻ khác, do vậy chúng tôi dự báo cầu tiêu thụ sỉ năm 2026 giảm ~5% svck, doanh thu mảng bán sỉ đi ngang nhờ sự gia tăng TB từ giá bán, cầu sẽ tăng trưởng trở lại vào năm 2027 khi chúng tôi kỳ vọng nguồn nguyên liệu dư dả hơn khi PNJ được cấp hạn mức vàng trang sức theo quy định của NHNN.

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HKKD	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27
Doanh thu thuần	37,823	34,976	47,227	58,081	LN trước thuế	2,651	3,549	4,538	5,705
Giá vốn hàng bán	(31,149)	(27,273)	(37,583)	(46,192)	Khấu hao	81	85	96	127
Lợi nhuận gộp	6,674	7,703	9,645	11,889	Thuế đã nộp	(538)	(720)	(920)	(1,157)
Chi phí quản lý DN	(796)	(872)	(1,022)	(1,253)	Các khoản điều chỉnh khác	11	(154)	27	24
Chi phí bán hàng	(3,208)	(3,293)	(4,022)	(4,860)	Thay đổi VLD	(2,121)	(2,734)	(3,099)	(4,867)
LN từ HKKD	2,670	3,538	4,601	5,776	LCTT từ HKKD	83	27	642	(168)
EBITDA thuần	2,751	3,623	4,697	5,903	Đầu tư TSCĐ	(90)	(125)	(139)	(198)
LN trước thuế & lãi vay	2,670	3,538	4,601	5,776	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	-	-
Thu nhập lãi	76	148	192	236	LCTT từ đầu tư	(211)	(902)	(265)	(344)
Chi phí tài chính	(94)	(165)	(292)	(353)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	67	65	-	-
Thu nhập ròng khác	(1)	28	38	46	Tiền vay ròng nhận được	957	882	718	1,128
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	2	1	-	-
LN trước thuế	2,651	3,549	4,538	5,705	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(672)	(674)	(683)	(683)
Thuế TNDN	(538)	(720)	(920)	(1,157)	LCTT từ hoạt động TC	354	274	36	445
Lợi nhuận sau thuế	2,113	2,829	3,618	4,548	Tiền & tương đương tiền đầu ki	896	1,123	522	935
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	227	(601)	413	(67)
Lợi nhuận ròng	2,113	2,829	3,618	4,548	Tiền & tương đương tiền cuối ki	1,123	522	935	867
Chi trả cổ tức	(672)	(674)	(683)	(683)	Các chỉ số cơ bản	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27
Lợi nhuận giữ lại	1,441	2,156	2,935	3,865	Tăng trưởng doanh thu thuần	14.1%	-7.5%	35.0%	23.0%
Bảng cân đối kế toán	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	Tăng trưởng EBITDA	5.4%	31.7%	29.6%	25.7%
Tiền và tương đương tiền	1,123	522	935	867	Tăng trưởng LN từ HKKD	5.6%	32.5%	30.0%	25.5%
Đầu tư ngắn hạn	1,020	2,007	2,361	2,904	Tăng trưởng LN trước thuế	6.5%	33.9%	27.9%	25.7%
Phải thu khách hàng	71	49	67	83	Tăng trưởng LN ròng	7.2%	33.9%	27.9%	25.7%
Hàng tồn kho	13,015	15,836	19,072	23,832	Tăng trưởng EPS	7.2%	32.6%	27.9%	25.7%
Tổng tài sản ngắn hạn	15,693	18,617	22,724	28,045	Biên LN gộp	17.6%	22.0%	20.4%	20.5%
Tài sản cố định	248	238	296	383	Biên EBITDA	7.3%	10.7%	10.3%	10.5%
Xây dựng cơ bản dở dang	65	95	95	95	Biên LN ròng	5.6%	8.1%	7.7%	7.8%
BDS đầu tư	-	-	-	-	ROAE	20.1%	23.1%	24.6%	25.3%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAA	13.4%	15.1%	16.2%	16.7%
Đầu tư vào công ty LD,LK	-	-	-	-	ROIC	14.5%	16.2%	17.2%	17.6%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	593	599	758	905	Vòng quay tài sản	2.4	1.9	2.1	2.1
Tổng tài sản dài hạn	1,515	1,551	1,753	1,970	Cổ tức chi trả/LN ròng	31.8%	23.8%	18.9%	15.0%
Tổng tài sản	17,208	20,168	24,477	30,014	Tổng nợ vay/VCSH	29.7%	31.8%	30.7%	30.6%
Vay & nợ ngắn hạn	3,342	4,223	4,942	6,069	Nợ vay ròng/VCSH	19.7%	27.9%	24.9%	26.2%
Phải trả người bán	624	334	453	566	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	12.9%	18.4%	16.4%	17.3%
Phải trả ngắn hạn khác	832	1,243	1,669	2,047	Khả năng thanh toán lãi vay	57.1	29.7	20.1	21.0
Tổng nợ ngắn hạn	5,942	6,878	8,360	10,169	Số ngày phải thu	0.7	0.5	0.5	0.5
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	152.5	211.9	185.2	188.3
Các khoản phải trả khác	11	14	14	14	Số ngày phải trả tiền bán	7.3	4.5	4.4	4.5
Tổng Nợ dài hạn	11	14	14	14	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.6	2.7	2.7	2.8
Tổng nợ	5,952	6,893	8,375	10,184	Khả năng thanh toán nhanh	0.5	0.4	0.4	0.4
Vốn điều lệ	3,381	3,413	3,413	3,413	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.4	0.4	0.4
Thặng dư vốn cổ phần	1,950	1,983	1,983	1,983	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(3)	(3)	EPS	6,250	8,289	10,599	13,324
LN giữ lại	3,301	4,412	6,218	8,807	BVPS	33,292	38,895	47,177	58,101
Các quỹ thuộc VCSH	2,626	3,471	4,492	5,631	P/E	15.5	11.6	10.4	8.3
Vốn chủ sở hữu	11,255	13,276	16,102	19,831	P/B	2.9	2.5	2.3	1.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-					
Tổng vốn chủ sở hữu	11,255	13,276	16,102	19,831					
Tổng nợ và VCSH	17,208	20,168	24,477	30,014					

Nguồn: MBS Research ước tính

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

NẮM GIỮ Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%

BÁN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG LẬP Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KÉM KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đình Hà Anh

Vũ Lê Giang

Logistic – Vật liệu cơ bản

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đình Công Luyện

Phạm Thị Thanh Hương

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly