

**PNJ – Kết thúc một năm vượt kỳ vọng, LNST-CTM và biên lợi nhuận năm 2025 cao nhất lịch sử**

Trần Ngọc Lan Anh – [anh.tnl@vdsc.com.vn](mailto:anh.tnl@vdsc.com.vn)

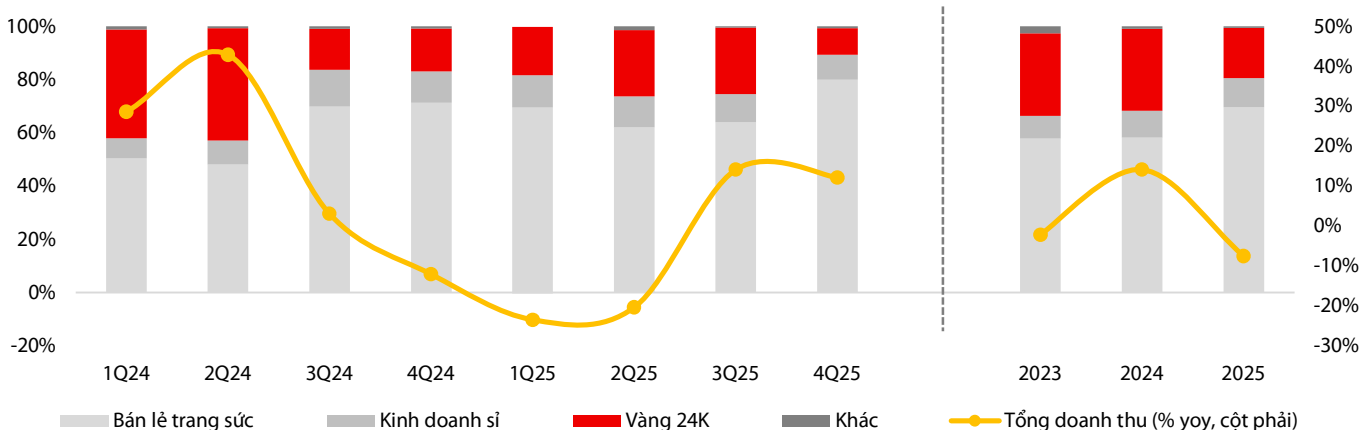
- **Doanh thu** 4Q2025 đạt 9.632 tỷ đồng (+12,1% yoy). Trong đó, mảng bán lẻ chủ lực đóng góp 79,9%. Lũy kế năm 2025, doanh thu PNJ đạt 34.976 tỷ đồng (-7,5% yoy), hoàn thành 110,7% kế hoạch (thấp hơn 3,6% dự phóng của chúng tôi).
- **Lợi nhuận gộp** Q4 đạt 2.419 tỷ đồng (+35,1% yoy) và biên lợi nhuận gộp đạt 25,1% (+4,3 pps YoY). Tổng kết cả năm 2025 đạt 7.708 tỷ đồng (+15,5% yoy) với biên gộp 22% (+4,4 pps yoy). **LNST-CTM** 4Q2025 đạt 1.219 tỷ đồng (+66% yoy), biên ròng đạt 12,5% (+4,1 pps yoy). Lũy kế cả năm 2025 đạt 2.834 tỷ đồng (+34% yoy) với biên ròng 8,1% (+2,5 pps yoy) nhờ:
  - **Cơ cấu doanh thu dịch chuyển mạnh mẽ giữa mảng bán lẻ trang sức và kinh doanh vàng:** Doanh thu bán lẻ tăng trưởng 25,7% svck, qua đó nâng tỷ trọng đóng góp lên ~80%. Ngược lại, mảng vàng 24K ghi nhận sự sụt giảm về doanh số do nguồn vàng hạn chế nên PNJ ưu tiên nguồn lực cho mảng bán lẻ, đặc biệt là các dòng trang sức vàng có biên lợi nhuận cao.
  - **Thêm vào đó, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp trang sức vàng mở rộng,** đạt hơn 30% (+2 pps yoy) và biên gộp từ kinh doanh vàng cũng cải thiện nhẹ khoảng 1-1,5 pps yoy nhờ chênh lệch mua – bán ở một số thời điểm tương đối lớn trong khi chi phí hoạt động được kiểm soát ổn định.
- **Triển vọng 2026 tích cực vì một số bài toán đang dần được tháo gỡ.** Với các yếu tố về đầu vào – đầu ra có phần thuận lợi hơn 2025, ban lãnh đạo tự tin có thể giữ được biên lợi nhuận gộp ở mức cao (21-24%) như năm 2025.

**KQKD Q4 và cả năm 2025: LNST-CTM và biên lợi nhuận tăng trưởng vượt kỳ vọng, đạt mức cao nhất lịch sử nhờ nhu cầu tăng mạnh ở trang sức vàng có biên gộp vượt trội trong bối cảnh giá vàng tăng cao và nguồn cung vàng 24k hạn chế**

**Doanh thu Q4/2025 đạt 9.632 tỷ đồng (+12,1% yoy).** Trong đó, mảng bán lẻ chủ lực đóng góp 79,9%. Tổng kết 2025, doanh thu PNJ đạt 34.976 tỷ đồng (-7,5% yoy), hoàn thành 110,7% kế hoạch (thấp hơn 3,6% dự phóng của chúng tôi).

- **Cơ cấu doanh thu có sự dịch chuyển mạnh mẽ giữa mảng bán lẻ trang sức và kinh doanh vàng:** Doanh thu bán lẻ tăng trưởng 25,7% svck, qua đó nâng tỷ trọng đóng góp lên ~80%. Ngược lại, mảng vàng 24K ghi nhận sự sụt giảm về doanh số do nguồn vàng hạn chế nên PNJ ưu tiên nguồn lực cho mảng bán lẻ, đặc biệt là các dòng trang sức vàng có biên lợi nhuận cao.
  - Chúng tôi cho rằng xu hướng nắm giữ vàng 24k đã dịch chuyển khách hàng sang lựa chọn các sản phẩm trang sức vàng (bao gồm chi phí gia công) với kỳ vọng giá vàng tăng chính là động chính thúc đẩy doanh số bán lẻ trong Q4.
  - Mặt khác, chính sách “thu – đổi” theo giá nguyên liệu đã tạo niềm tin và tâm lý mua hàng tích cực hơn đối với khách hàng của PNJ khi thu mua lại theo giá nguyên liệu trên thị trường (thay vì chỉ mua lại với 70% hóa đơn như trước), tăng khả năng cạnh tranh so với nhóm bán lẻ trang sức truyền thống.
- **Mảng kinh doanh sỉ: Đóng góp 9,5% doanh thu Q4 (-2,2 pps yoy), tỷ trọng đóng góp cả năm và tốc độ tăng trưởng gần như đi ngang svck.** Các cửa hàng truyền thống ngoài bị tác động bởi sự làm chặt về vấn đề tuân thủ (khai báo thuế, hóa đơn điện tử, nguồn gốc xuất xứ, quản lý hàng hóa), còn ghi nhận suy yếu về nhu cầu khi xu hướng chuyển dịch từ sản phẩm không thương hiệu sang có thương hiệu đang ngày càng rõ rệt. Mặt khác trong giai đoạn này, do hạn chế về quy mô và nguồn vốn, các cửa hàng truyền thống ưu tiên các sản phẩm có vòng quay hàng nhanh như nhẫn 24K/ vàng miếng hơn là trang sức (số ngày tồn kho lâu hơn, ghim vốn và kém khả quan).

**Hình 1: Cơ cấu và tăng trưởng doanh thu của PNJ (%)**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: KQKD Q4 và cả năm 2025 của PNJ**

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	4Q2025	+/- (qoq)	+/- (yoy)	2025	+/- (yoy)	% Kế hoạch 2025 @PNJ	% Dự phóng @VDSC
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.623</b>	<b>18,3%</b>	<b>12,1%</b>	<b>34.976</b>	<b>-7,5%</b>	110,7%	96,4%
Bán lẻ trang sức	7.689	47,9%	25,7%	2.432	10,4%		
Bán sỉ	914	5,0%	-8,9%	3.834	1,1%		
Vàng 24K	953	-53,0%	-31,5%	6.629	-43,1%		
<b>Tỷ trọng doanh thu</b>							
Bán lẻ trang sức	79,9%	16,0pps	8,6pps	69,5%	11,3pps		
Bán sỉ	9,5%	-1,2pps	-2,2pps	11,0%	0,9pps		
Vàng 24K	9,9%	-15,0pps	-6,3pps	19,0%	-11,9pps		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.419</b>	<b>50,5%</b>	<b>35,1%</b>	<b>7.708</b>	<b>15,5%</b>		
Biên lợi nhuận gộp	25,1%	5,3pps	4,3pps	22,0%	4,4pps		
<b>LNST-CTM</b>	<b>1.219</b>	<b>145,8%</b>	<b>66,4%</b>	<b>2.834</b>	<b>34,1%</b>	144,6%	116,4%
Biên LNST-CTM	12,7%	6,6%	4,1%	8,1%	2,5%		
<b>Số lượng cửa hàng (CH)</b>	<b>431</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>431</b>	<b>2</b>		
PNJ	424	2	3	424	3		
Style by PNJ	3	0	-1	3	-1		
CAO Fine Jewellery	3	0	0	3	0		
PNJP (TT Kinh doanh sỉ)	1	0	0	1	0		

Nguồn: PNJ, CTCK Rông Việt

**Giá trị lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận trong Q4 cải thiện mạnh mẽ so với cùng kỳ lần lượt 30-60% và 4 pps yoy, là mức lợi nhuận cao nhất trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp (Bảng 1).** Qua đó, kết quả này kéo tăng trưởng LNST-CTM cả năm đạt 34,1% (vượt 44,6% kế hoạch và 16,4% dự phóng của VDSC).

- Ngoài đóng góp tăng trưởng cao của mảng bán lẻ, điều này còn đến từ biên lợi nhuận trang sức bán lẻ (đặc biệt là trang sức vàng) mở rộng với ước tính sơ bộ biên gộp mảng này đạt khoảng 30% (+2 pps yoy). Ngoài ra, chúng tôi cho rằng biên gộp từ kinh doanh vàng cũng có cải thiện nhẹ khoảng 1-1,5 pps yoy do chênh lệch mua – bán vàng ở một số thời điểm tương đối lớn.
- Về mặt chi phí, tỷ trọng chi phí hoạt động được kiểm soát tốt khi doanh nghiệp tập trung vào giá trị và hiệu suất kinh doanh của các cửa hàng hiện hữu trong năm nay, số cửa hàng mở mới ròng tăng khiêm tốn 2 cửa hàng.

**Cập nhật thông tin buổi họp nhà đầu tư 4Q2025: Triển vọng năm 2026 tích cực vì một số bài toán đang dần được tháo gỡ**

- **Sức mua của thị trường trang sức phục hồi vào nửa sau 2025, và được kỳ vọng tiếp diễn cho 2026:** Khác với 1Q2025 khi tình hình nguyên liệu khó khăn, PNJ thậm chí không có hàng để bán và nhu cầu âm ỉ, bức tranh của năm 2026 được nhìn nhận tích cực hơn khi doanh nghiệp đã chuẩn bị đầy đủ nguyên liệu nhờ chính sách “thu đổi” mới theo giá nguyên liệu.
- **Giá vàng: Doanh nghiệp dự báo giá vàng 2026 vẫn trong xu hướng tăng** nhưng kỳ vọng không tăng mạnh như 2025 (70-80% svck, đột biến trong lịch sử, khó có trường hợp lặp lại). Tuy vậy, nếu trường hợp giá vàng giảm, PNJ sẽ có phương pháp để giải quyết, không phải là vấn đề đáng lo ngại.
- **Nguyên liệu đầu vào:** PNJ tự tin về nguyên liệu sản xuất cho năm 2026, đặc biệt là mùa cao điểm lễ hội Q1 (Tết Nguyên Đán, ngày Thần Tài, ngày lễ tình nhân) do: Chính sách mới (thử nghiệm T11-12/2025, triển khai thêm từ 5/1/2026) đã giúp PNJ chuẩn bị đủ nguyên liệu cho giai đoạn tới; Hạn ngạch nhập khẩu kỳ vọng sẽ có trong giai đoạn tới.
- **Chiến lược và sản phẩm:** PNJ đã tung ra ½ sản phẩm mới trong bộ sưu tập chuẩn bị cho đầu năm nay tại các cửa hàng. Sản phẩm năm nay sử dụng các công nghệ mới, thiết kế mới và đa dạng từ lưu niệm đến tượng, sản phẩm co-branding. Nhãn hàng Mancode cho nam giới ghi nhận tốc độ tăng trưởng gấp đôi nữ trang (một phần do từ nền thấp). Việc hợp tác với Canali giúp PNJ có thể mở rộng hệ sinh thái thời trang cao cấp và định vị nhãn hiệu nam trang của PNJ.

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

**T** (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn  
**W** www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

**T** (+84) 24 6288 2006  
**F** (+84) 24 6288 2008

#### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

**T** (+84) 25 8382 0006  
**F** (+84) 25 8382 0008

#### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

**T** (+84) 29 2381 7578  
**F** (+84) 29 2381 8387

#### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

**T** (+84) 25 4777 2006

#### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

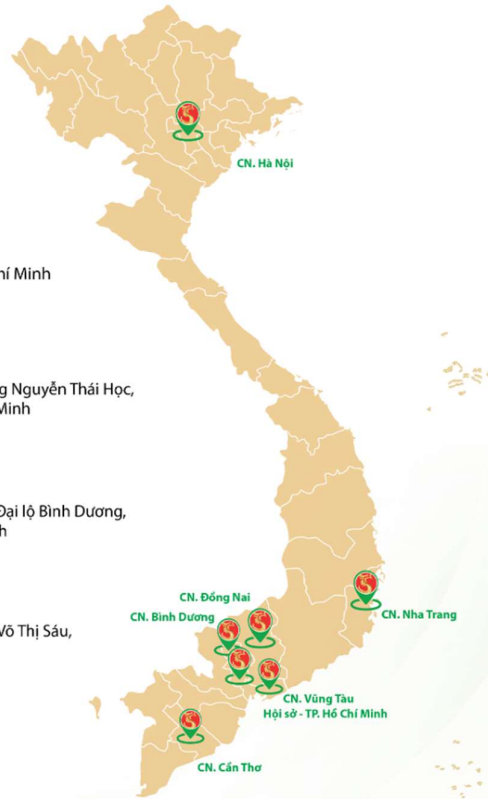
Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

**T** (+84) 27 4777 2006

#### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

**T** (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ  
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**  
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**