

# MUA

Giá mục tiêu 2026: **84.000 VND**  
% tăng giá: **20%**  
Cập nhật: **12/05/2026**

## TRIỂN VỌNG 2026

**Tích cực:** (1) Các thay đổi về quy định thuế, hóa đơn giúp PNJ chiếm thêm được nhiều thị phần từ các nhà vàng nhỏ lẻ, (2) nghị định 232 giúp tháo gỡ vướng mắc về nguồn cung nguyên vật liệu

**Rủi ro:** (1) Chi tiêu không thiết yếu hơn dự kiến ảnh hưởng đến nhu cầu bán lẻ. (2) Hạn ngạch nhập khẩu vàng có thể không đáng kể do cơ quan quản lý ưu tiên ổn định tỷ giá.

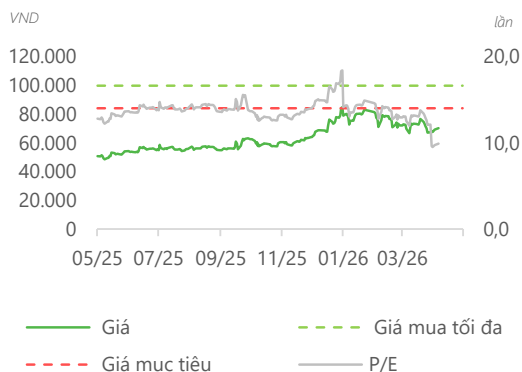
Đơn vị : tỷ VND	Q1/25	Q1/26	2026F
DTT	9.635	17.245	44.694
% YoY	-23%	79%	28%
LNST	678	1.467	3.576
% YoY	-8%	117%	26%

## Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành chế tác và kinh doanh trang sức tại Việt Nam. Hiện nay mảng bán lẻ là trụ cột chính trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp với hơn 400 cửa hàng đang hoạt động trên khắp cả nước.

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Hàng cá nhân
Giá hiện tại:	70.100 VND
Vốn hóa:	35.872 tỷ VND
Số lượng CPLH:	512 triệu CP
EPS 4 quý gần nhất:	7.093 VND
P/E:	9,9 lần
Cổ tức tiền mặt 2026:	10,0%
Cổ tức cổ phiếu 2026:	50,0%



# PNJ

# DSC

## CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

## TÓM TẮT CẬP NHẬT

Q1/2026, PNJ ghi nhận doanh thu đạt 17.245 tỷ (+79% YoY), LNST đạt 1.467 tỷ (+117% YoY).

Chúng tôi dự báo KQKD của PNJ trong năm 2026 tiếp tục tăng trưởng tích cực, được hỗ trợ bởi sự phục hồi của sức mua và tác động thuận lợi từ Nghị định 232, qua đó thúc đẩy mảng vàng 24K và từng bước tháo gỡ các nút thắt liên quan đến nguồn cung nguyên vật liệu. Trên cơ sở đó, DSC đưa ra mức dự phóng doanh thu là 44.694 tỷ đồng (+28% YoY) và LNST là 3.576 tỷ đồng (+26% YoY) cho PNJ trong năm 2026.

DSC xác định mức giá mục tiêu cho cổ phiếu PNJ năm 2026 là 84.000 VND/cp.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Hoàn tất quá trình thanh tra, sẽ lấn sân mảng cầm đồ

Ban lãnh đạo PNJ cho biết công ty đã hoàn tất các biện pháp khắc phục theo yêu cầu và nộp phạt 1,34 tỷ đồng liên quan đến vi phạm trong báo cáo mua bán vàng miếng và quy định phòng chống rửa tiền. Doanh nghiệp cam kết tăng cường tuân thủ pháp luật, đảm bảo minh bạch trong hoạt động kế toán, hóa đơn, chứng từ và nghĩa vụ thuế. Hiện các vướng mắc đã được xử lý và cơ quan chức năng cũng đã ban hành kết luận theo đúng trình tự. Bên cạnh đó, tại ĐHĐCĐ 2026, PNJ cho biết đã thành lập CTCP Giải pháp tài sản An Tín hoạt động trong lĩnh vực cầm đồ, với vốn điều lệ 50 tỷ đồng, trong đó PNJ sở hữu 65% vốn.

### Kỳ vọng sớm nhận được quota nhập khẩu vàng

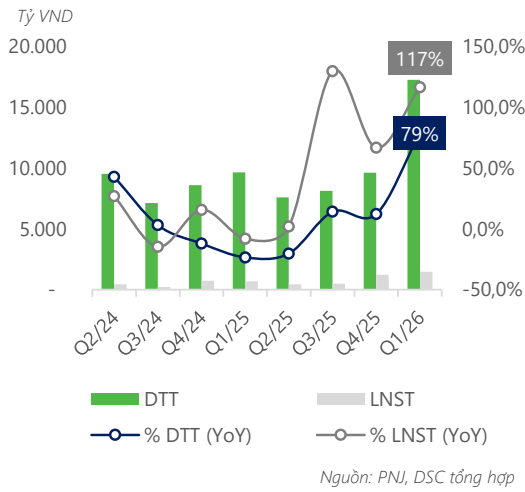
Gần đây, Hiệp hội Kinh doanh vàng Việt Nam (VGTA) cũng đã kiến nghị Thủ tướng cho phép doanh nghiệp nhập khẩu vàng nguyên liệu thông qua hợp đồng với đối tác nước ngoài và đăng ký qua ngân hàng. DSC nhận định sau khi Nghị định 232/2025/NĐ-CP sửa đổi có hiệu lực, quá trình hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến cấp hạn ngạch xuất nhập khẩu vàng và cấp phép sản xuất vàng 24K sẽ sớm được đẩy nhanh từ đó tạo điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp đáp ứng tiêu chuẩn như PNJ chủ động hơn về nguồn cung đầu vào, qua đó giảm thiểu rủi ro thiếu hụt nguyên liệu như đã xảy ra trong năm 2025. PNJ cho biết nhu cầu vàng nguyên liệu hiện duy trì dưới 500kg mỗi tháng và có thể biến động theo từng giai đoạn.

**ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH**

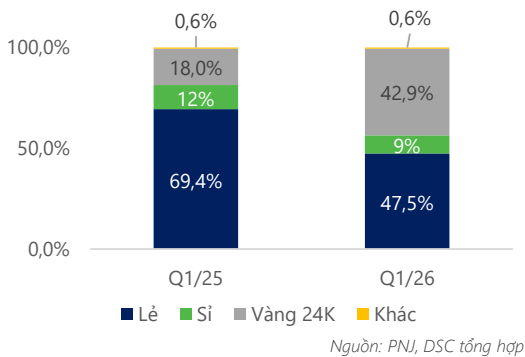
**KQKD tăng mạnh nhờ vào sự quay lại của mảng vàng 24K và bán lẻ tiếp tục tích cực**

Trong Q1/2026, PNJ ghi nhận doanh thu đạt 17.245 tỷ (+79% YoY), LNST đạt 1.467 tỷ (+117% YoY). KQKD của PNJ ghi nhận tăng trưởng tích cực nhờ hai động lực chính. Thứ nhất, doanh thu mảng vàng 24K đạt 7.398 tỷ đồng, tăng hơn 3 lần so với cùng kỳ nhờ hiệu ứng nền thấp và sự phục hồi của nguồn cung nguyên liệu. Thứ hai, mảng bán lẻ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng khả quan với doanh thu đạt 8.189 tỷ đồng, tăng 21,7% YoY, được hỗ trợ bởi: (1) nhu cầu mua sắm dần phục hồi; (2) danh mục sản phẩm được đa dạng hóa, phù hợp với nhiều phân khúc khách hàng, qua đó góp phần gia tăng thị phần; (3) các chiến dịch marketing và chương trình bán hàng được triển khai hiệu quả trong mùa cao điểm; và (4) nguồn nguyên liệu được đảm bảo ổn định. DSC đánh giá KQKD của PNJ trong năm 2026 sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng trang sức có dấu hiệu phục hồi, mảng vàng 24K quay trở lại đóng góp đáng kể vào doanh thu, đồng thời các chính sách mới được kỳ vọng sẽ giúp cải thiện môi trường kinh doanh cho doanh nghiệp.

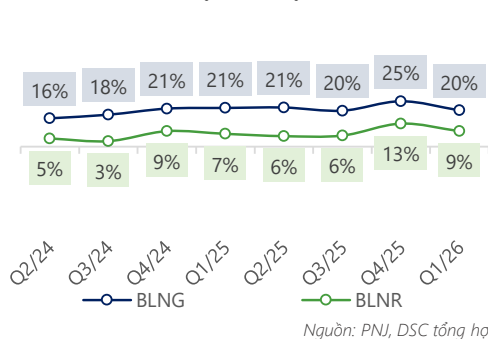
**KẾT QUẢ KINH DOANH**



**CƠ CẤU DOANH THU**



**BIÊN LỢI NHUẬN**



**Biên lợi nhuận điều chỉnh do thay đổi cơ cấu doanh thu**

Biên lợi nhuận gộp của PNJ trong Q1/2026 đạt 20%, giảm 130 điểm cơ bản so với cùng kỳ, chủ yếu do sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu. Theo đó, tỷ trọng doanh thu từ vàng 24K – mảng có biên lợi nhuận thấp hơn – tăng lên đáng kể so với mảng trang sức. Tuy nhiên, DSC cho rằng mức suy giảm này không quá đáng ngại khi tỷ trọng doanh thu vàng 24K trong cơ cấu doanh thu Q1/2026 đã tăng lên 42,9%, cao hơn nhiều so với mức 18% của cùng kỳ năm trước. DSC đánh giá biên lợi nhuận gộp của PNJ vẫn duy trì ở vùng cao nhờ biên lợi nhuận của mảng bán lẻ tiếp tục cải thiện, được hỗ trợ bởi tỷ trọng trang sức thiết kế cao cấp gia tăng cùng hiệu ứng chênh lệch giá thu đổi (buyback spread) trong bối cảnh giá vàng tăng mạnh. Những yếu tố này đã phần nào bù đắp cho biên lợi nhuận thấp của mảng vàng 24K.

DSC dự phóng biên lợi nhuận gộp của PNJ trong năm 2026 sẽ dao động quanh mức 19%–20%, giảm nhẹ so với năm trước do doanh nghiệp không còn hưởng lợi đáng kể từ biến động giá vàng mạnh như giai đoạn trước, đồng thời tỷ trọng đóng góp của mảng vàng 24K tiếp tục gia tăng.

### Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp hai phương pháp định giá là chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh P/E, với tỷ trọng lần lượt 70% và 30%. Trong đó, mức P/E mục tiêu được xác định là 16 lần, tương đương mức P/E bình quân 5 năm của doanh nghiệp. Dựa trên triển vọng tăng trưởng tích cực trong trung và dài hạn, nhờ hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi của ngành bán lẻ cùng với vị thế dẫn đầu của PNJ trong lĩnh vực trang sức tại Việt Nam, DSC đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu PNJ là 84.000 VND/cổ phiếu.

### Tổng hợp định giá (12/05/2026)

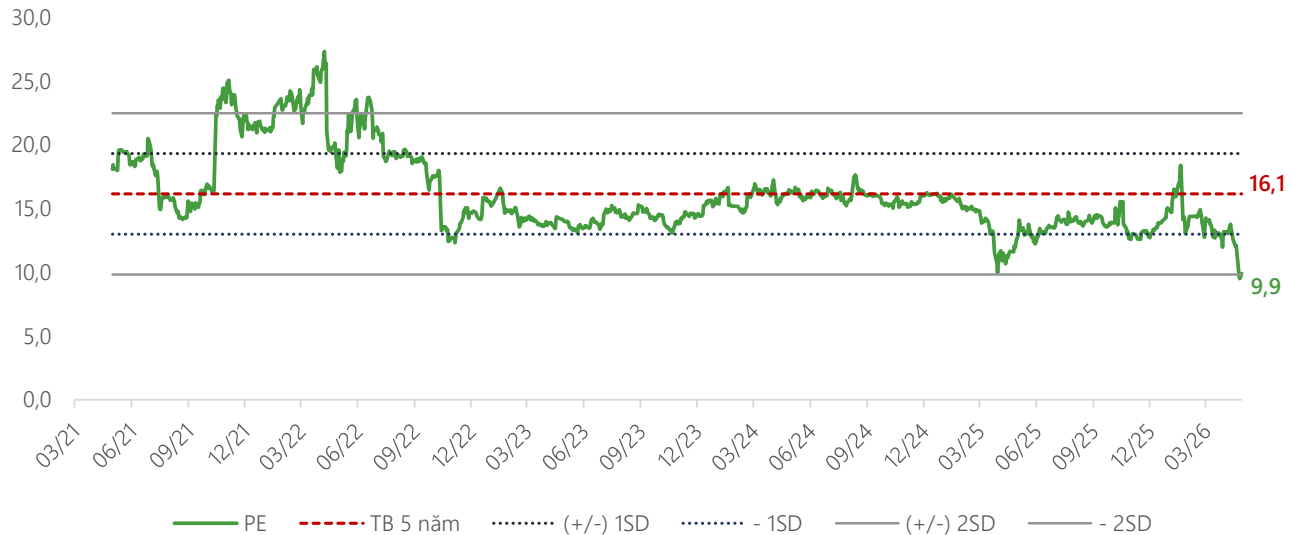
Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng (VND)
P/E	111.800	30,0%	33.500
DCF	72.000	70,0%	50.500
Tổng cổ phiếu lưu hành (Triệu cổ)			512
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>84.000</b>
Giá hiện tại			69.100
<b>Upside</b>			<b>21,6%</b>

Nguồn: DSC tổng hợp

### Bối cảnh định giá

PNJ đang giao dịch với P/E ở mức 9,9 – thấp hơn nhiều so với mức TB 5 năm. DSC khuyến nghị Mua đối với PNJ và có thể giải ngân khi giá điều chỉnh về vùng giá 67.000 - 69.000 VNĐ.

### P/E LTM



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

**PHỤ LỤC:**

**Lịch sử khuyến nghị  
Mô hình kinh doanh**

**PNJ**

**CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận**

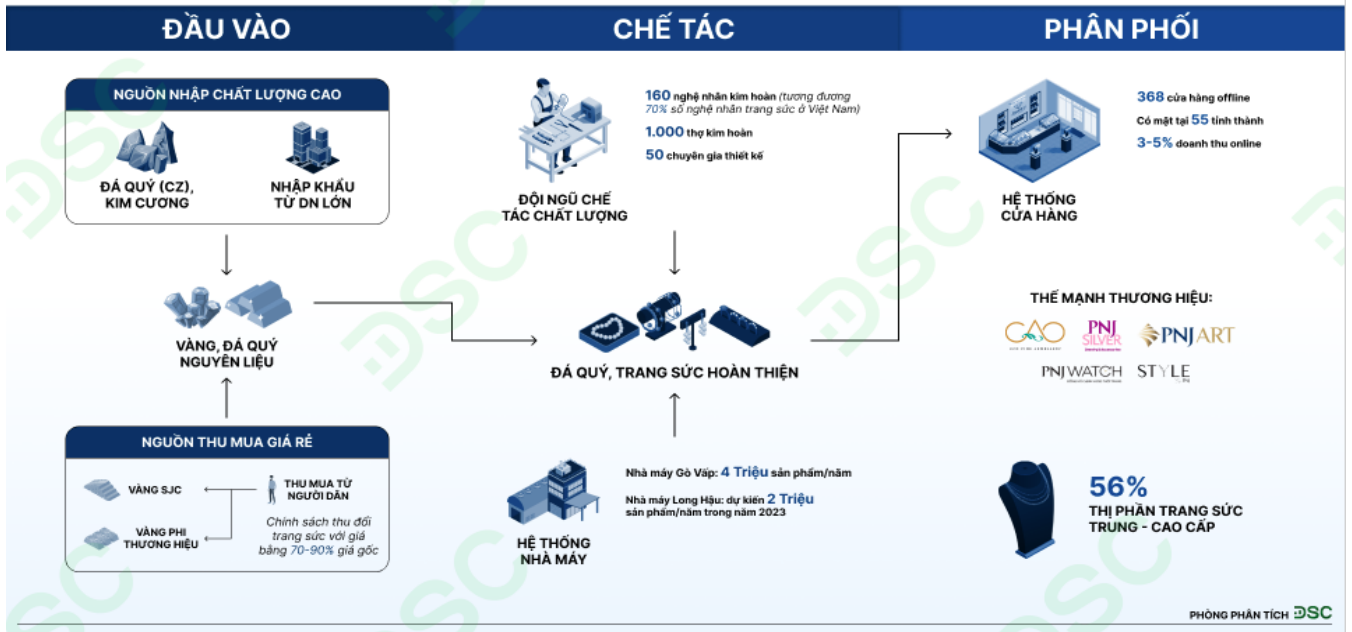
**DSC**

**LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ**



**MÔ HÌNH KINH DOANH**

**MÔ HÌNH KINH DOANH  
CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ)**



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>THEO DÕI</b>	Giá mục tiêu CHÉNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
<b>BÁN</b>	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>CHỐT LỜI</b>	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### HỘI SỞ CHÍNH

Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

(024) 3880 3456

info@dsc.com.vn

**Lê Công Nguyên,**

Chuyên viên Phân tích

nguyen.lc@dsc.com.vn