

## 企业报告: 富润珠宝股份公司 (PNJ)

Research Department

Mail: [research@gtjas.com](mailto:research@gtjas.com)

2024年10月14日

## 第四季度 - PNJ的黄金季节

## 投资论点

**1/ 业务前景持续积极:** 珠宝零售市场进入旺季, 经营展望保持积极, 行业前景乐观, 预计 2024 年行业规模将以 5.9% 的速度增长。

PNJ 是季节性特征明显的企业, 其收入通常在每年 10 月至次年 2 月期间大幅增长——这一时期正值婚礼和节庆, 珠宝需求激增。因此, 我们预计今年最后一个季度将是 PNJ 爆发的最佳时机。

**2/ PNJ 是越南知名的老牌珠宝品牌, 在行业中拥有领先的覆盖率。** 目前 PNJ 在越南 63 个省市中的 57 个省市拥有超过 400 家门店, 且在北方市场还有很大的扩展空间。

**3/ 零售和批发板块的业绩良好:** PNJ 不断推出新系列以满足顾客口味; 在政府加强黄金溯源检查后, 代理商倾向于选择信誉良好的品牌下单。2024 年前 8 个月, PNJ 实现净收入 26.86 万亿越南盾, 同比增长 27.2%; 净利润为 1.281 万亿越南盾, 同比增长 2.8%, 分别完成全年计划的 72% 和 61%。

**4/ 现金流充沛, 债务创历史新高:** 截至 2024 年第二季度, 公司财务债务为 2520 亿越南盾, 比年初减少超过 2.1 万亿越南盾, 主要由于加速偿还债务。即便如此, 报告期内的净现金流仍为正值, 接近 6460 亿越南盾; 现金余额维持在 1.544 万亿越南盾的高位。

建议:

增持

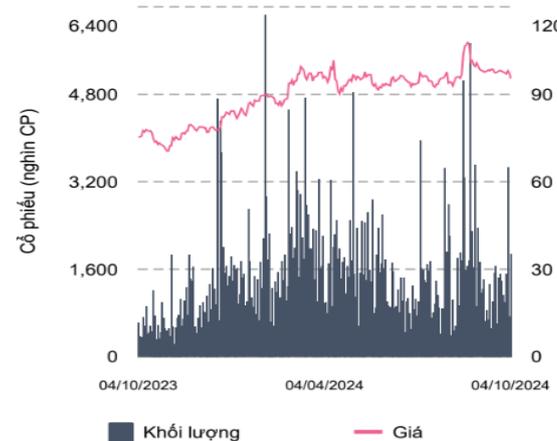
6-18个月的目标价:

105,000

当日股价:

95,400 VND

## 股价走势图



股价波动	1 M	3 M	1Y
变动率	-2.8%	-1.6%	23.4%
与越南指数相比	2.7%	0.4%	12.8%
平均价(VND)	97,300	97,400	90,200

源: FiinX, Guotai Junan (VN)

## 建议

在经济形势多变、影响整体珠宝市场及 PNJ 的情况下, 企业预计 2024 年收入将同比增长 23%, 2025 年同比增长 15%。我们建议“**增持**”PNJ 股票, 6-18 个月的目标价格为 **105,000 越南盾/股**, 上涨空间为 10%。

**风险:** 1/消费需求低于预期; 2/门店扩张速度慢于预期; 3/黄金供应持续有限。

12/31	Net rev. (VND b)	Net rev. (Δ %)	Net Profit (VND b)	EPS (VND)	EPS (Δ %)	ROE (%)	ROA (%)
2021A	19,547	11.6%	1,029	4,508	-5.1%	18.3%	10.8%
2022A	33,876	73.3%	1,811	5,583	23.8%	25.1%	15.1%
2023A	33,137	-2.2%	1,971	5,975	7.0%	21.6%	14.2%
2024F	40,866	23.3%	2,043	7,300	22%	19.0%	16.0%

流通股 (百万)	337.9	大股东 (%)	Dragon Capital	9.65%
市值 (VND b)	31,898		Sprucegrove Invst Mgt Ltd	5.06%
三个月平均成交量 ('000)	1,584	负债/资产 (%)		2.01%
52 周最高/最低价 (VND)	107,747 / 70,558	Free float (%)		85%

源: the Company, Guotai Junan (VN)

## 企业概况

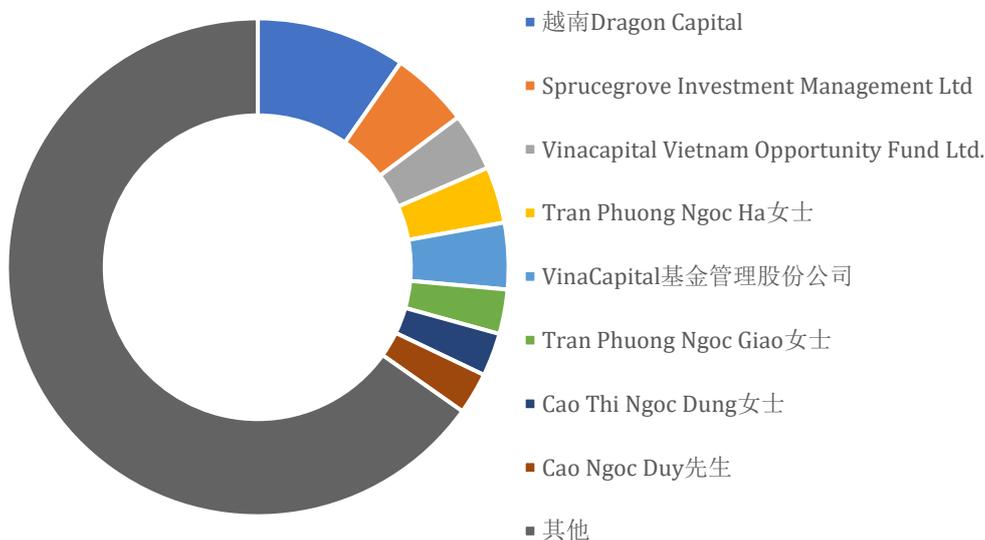
富润珠宝股份公司（英文名称：Phu Nhuan Jewelry Joint Stock Company）是越南唯一在证券市场上市的珠宝和宝石行业企业。此外，PNJ 还是越南零售珠宝和加工行业的重要参与者。成立于 1988 年，至今 PNJ 不仅在全国拥有 405 家门店，还在运营过程中取得令人瞩目的成就，如：2022 年跻身 HOSE 最佳公司治理企业前 5 名，连续六年被 VCCI 评为前十名可持续发展企业（截至 2017 年）。根据公司的可持续发展报告，目前 PNJ 的年生产能力达到 400 万件产品，并成为越南唯一一家在 2017 年获得东盟杰出企业奖的珠宝公司。

## PNJ 的董事会和股权结构

高氏玉容女士（Cao Thị Ngọc Dung）目前是 PNJ 的董事会主席，也是越南著名的女企业家。出生于 1957 年 10 月，毕业于胡志明市经济大学的商业经济学本科专业。2016 年，《福布斯》杂志将她评选为亚洲最有权势的女企业家之一，这体现她在商业和管理领域的重要贡献与成就。2023 年 9 月 21 日，在香港举行的 JWA 2023 颁奖典礼上，高氏玉容女士被评为全球珠宝行业 40 位杰出象征之一（Extraordinary 40）。

在 PNJ 目前的股东结构中，Dragon Capital 基金的持股比例最大，超过 9.65%。根据企业年报，PNJ 在过去四年中维持相对稳定的股息支付率，年均在 14%-20% 之间，尤其是在 2021 年疫情高峰期时，仍然保持 14% 的最低股息支付率，这在同类企业中极为罕见。

### PNJ 的股权结构



源: FiinX, GTJAS VN

截至 2024 年 8 月末的经营业绩更新

目标 (十亿越南盾)	T8.2024	YoY	累计	YoY	评估
收入	2,245	-2.5%	26,866	+27.2%	
24K 黄金	311	-55.8%	9,913	+52.8%	由于今年第二季度金价热潮，24K 黄金的累计销售额大幅增长，民众纷纷涌向购买黄金。第三季度，政府已加强对黄金供应的管理，整个 PNJ 系统因供应短缺而没有金条交易活动。
珠宝零售	1,559	+15.7%	14,239	+15.1%	PNJ 的核心业务仍然保持积极增长，因为公司不断推出符合客户偏好的新系列，持续扩大分销网络，并实施多项有效的营销活动。
珠宝批发	329	+58.9%	2,472	+28.2%	在政府加强黄金来源管理的情况下，由于代理商倾向于转向正规和规范的生产商，PNJ 依然可以满足批发客户的需求。
毛利	414	+5.6%	4,464	+13.9%	
税后利润	63	-17.1%	1,281	+2.8%	金价的大幅上涨也影响珠宝制作活动的生产成本，这是 PNJ 的主要业务板块，而 24K 黄金的利润率非常低（约为 1%），但占有更大比重。

源: PNJ, GTJAS VN

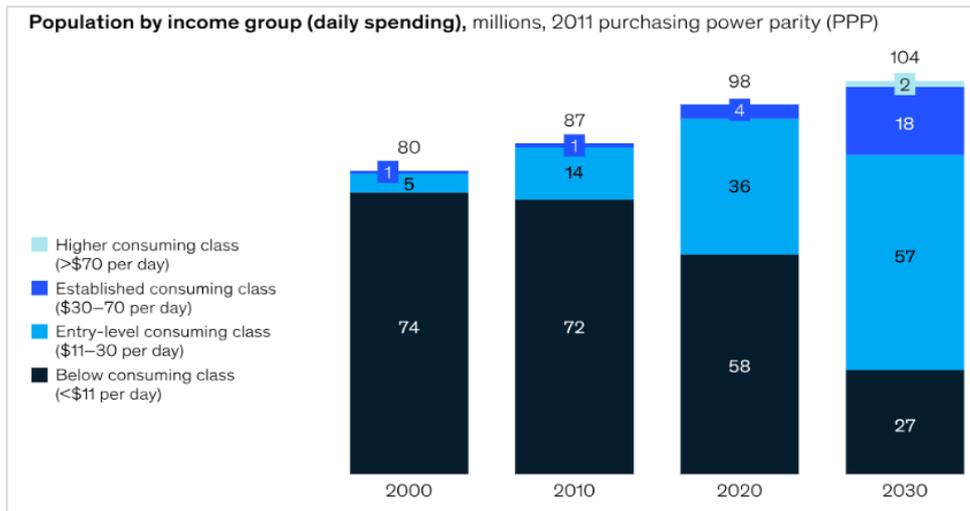
投资论点

1/ 零售珠宝市场进入年末旺季

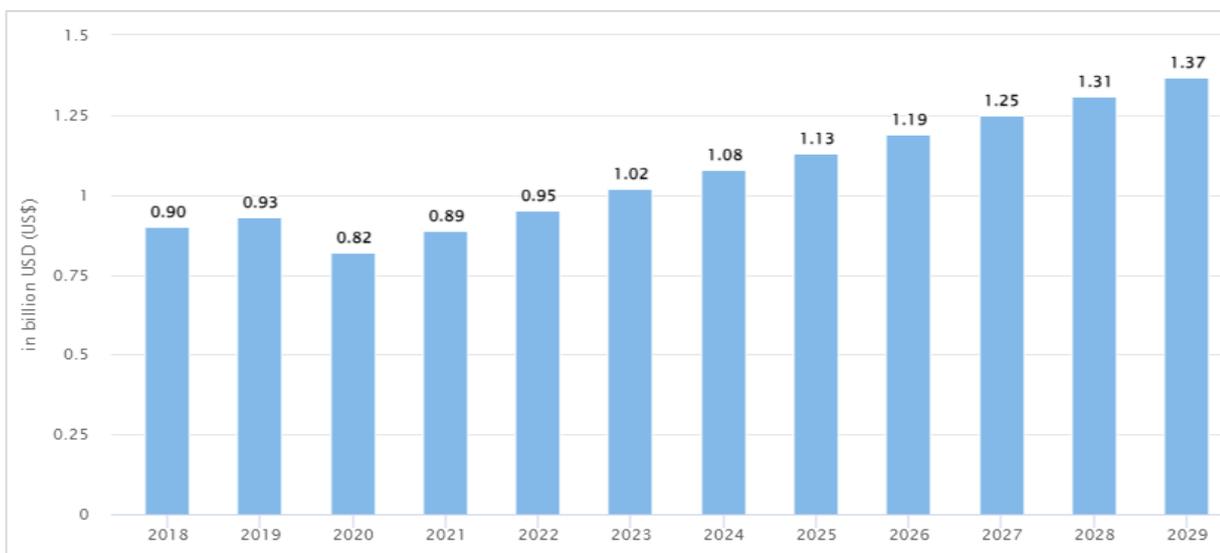
根据世界黄金协会的黄金需求趋势报告，越南位于全球黄金消费市场的前十名，并且是东南亚最大的市场。目前，珠宝黄金市场规模仍然较小（约 15.1 吨/年），但在过去十年中，由于居民收入的增加和奢侈品消费增长趋势的推动，该市场已经实现强劲的发展。

受益于越南中产阶级的持续增长

PNJ 的主要客户群体为中高收入消费者，近年来，零售板块愈发受到重视，显示 PNJ 正在逐步扩展至年轻且有收入的群体。PNJ 不断推出多样化的产品，以吸引更广泛的客户群体。我们认为，千禧世代和 Z 世代将成为未来的潜力市场，特别是对于正在革新自身、推出多样化产品并扩大规模发展的 PNJ 而言，这两个世代有巨大的发展空间。

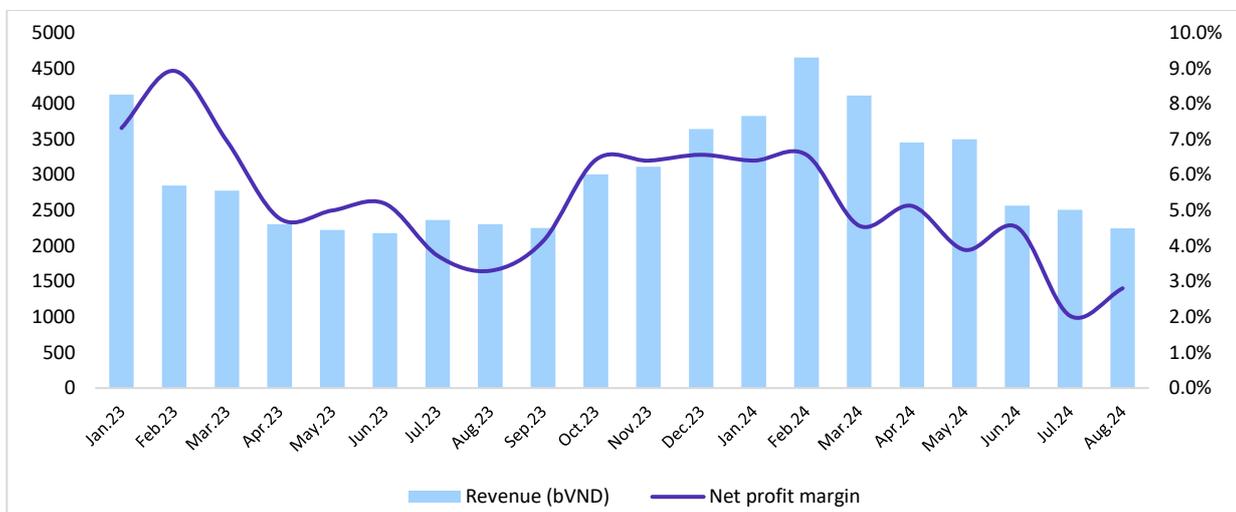


**2024-2029 年越南珠宝市场规模预计实现年均增长率为 4.7% (CAGR)**



源: Statista

PNJ 是季节性特征明显的企业，其收入通常在每年 10 月至次年 2 月期间大幅增长——这一时期正值婚礼和节庆，珠宝需求激增。第二季度和第三季度是业绩淡季，因此我们预计今年最后一个季度将是 PNJ 爆发的最佳时机。

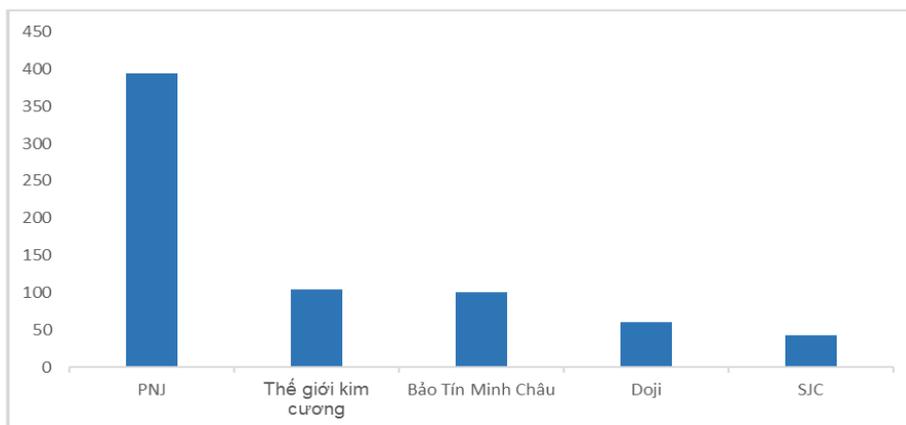


源: PNJ, GTJAS VN

**2/ PNJ 是越南知名的老牌珠宝品牌，在行业中拥有领先的覆盖率**

截至 2024 年 8 月，PNJ 在越南 63 个省市中的 57 个省市拥有 414 家门店，且在北方市场还有很大的扩展空间，因为该地区在越南的三个地区中保持最佳的消费能力，而红河三角洲、北部山区和北中部的门店数量仍然较少。在零售行业普遍面临挑战的情况下，PNJ 在 2023 年的门店扩张速度仍然远远高于其他珠宝品牌，已新增 36 家门店，而该行业的四个主要竞争对手仅新增 18 家门店。快速向二级和三级城市扩展门店网络有助于提升公司的品牌知名度。

**越南主要珠宝品牌门店数量（2023 年）**

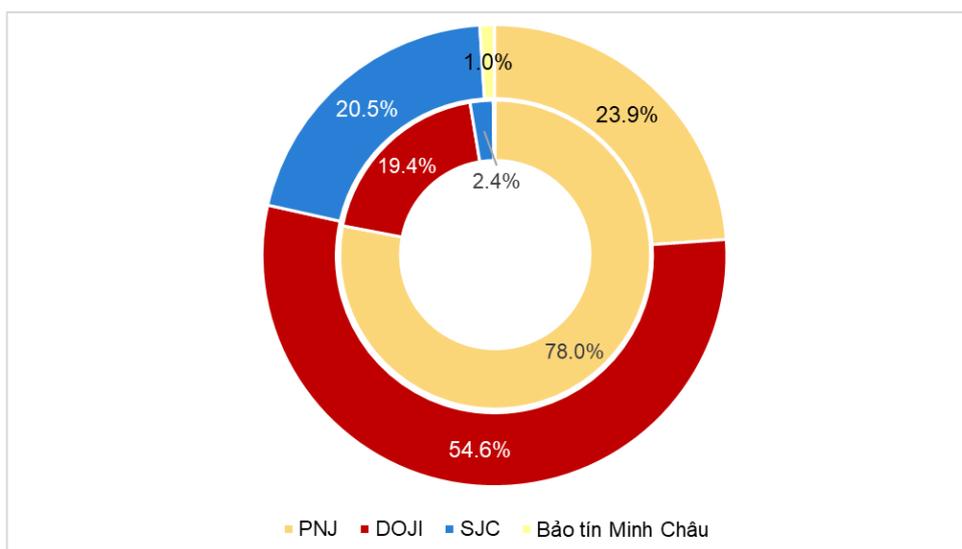


源: PNJ, The gioi kim cuong, Bao Tin Minh Chau, Doji, SJC, GTJA VN

2024 年前两个季度，PNJ 的新开门店数量有所放缓，但在第三季度末开始出现强劲的扩张信号。这在一定程度上反映 PNJ 管理层对年末业务前景的乐观期待，因为预计零售行业将再次活跃。

PNJ 的机会不仅来自市场整体的复苏，还来自于小型零售商的市场份额。目前，PNJ 在品牌珠宝市场中占有 55% 的市场份额。根据管理层的报告，品牌珠宝的市场份额在零售珠宝市场中仍占小部分，绝大多数仍是没有品牌的小品牌珠宝。

**2023 年主要品牌销售市场份额（外圈）和净利润（内圈）**



源: Companies, GTJAS VN

与其他知名竞争对手相比，PNJ 以其出色的利润率脱颖而出。SJC 或 DOJI 等公司的销售额虽然很高，但由于黄金交易业务的利润率仅为 0.1%至 0.5%，其利润十分有限，而 PNJ 的利润主要来自珠宝的设计与销售。此外，PNJ 还发展线上和线下两种零售渠道，有助于节省管理销售和企业管理成本，从而逐年提高公司的利润。

### 3/主要零售和批发业务业绩良好

PNJ 不断推出新系列以满足顾客口味；为零售业务的收入稳定增长作出贡献。在政府加强黄金溯源检查后，代理商倾向于选择信誉良好的品牌下单，有助于 PNJ 的珠宝批发板块也录得稳定增长。



PNJ 在 2023 年婚礼高峰季节前推出的“槟榔和萋叶” (Trầu Cau) 婚礼珠宝系列 (源: PNJ)



Disney, Hello Kitty 珠宝系列 (源: PNJ)

截至 2024 年 8 月，PNJ 的净收入达到 26.866 万亿越南盾，同比增长 27.2%，净利润为 1.281 万亿越南盾，同比增长 2.8%，分别完成全年计划的 72%和 61%。我们预计，随着收入结构逐渐回归传统模式，尤其是在珠宝销售方面的主导地位减小 24K 黄金的比重，企业的净利润在年底将继续强劲增长。

Figure 1: 累计收入增长

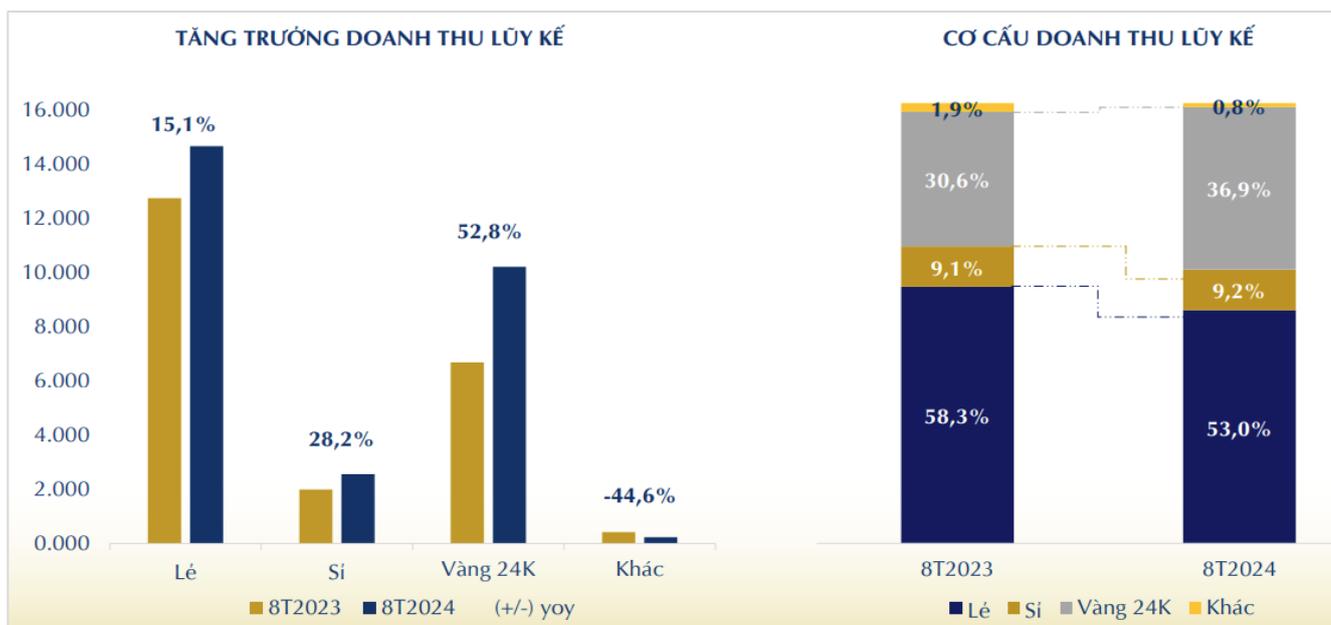
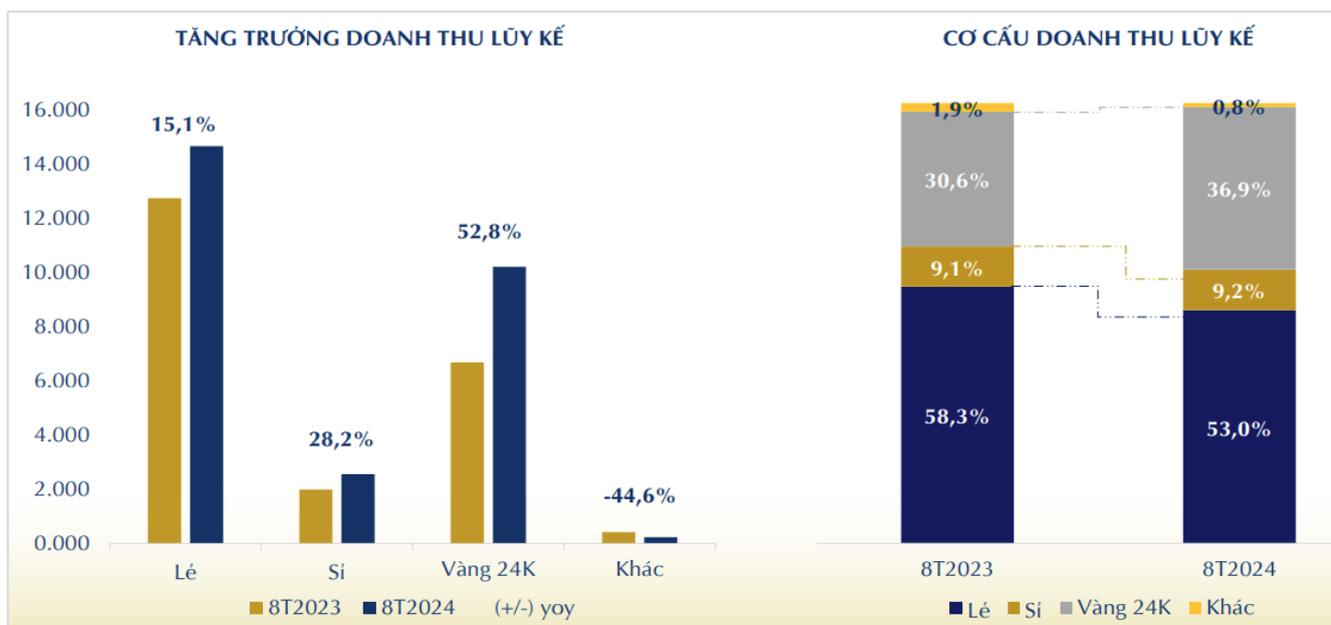
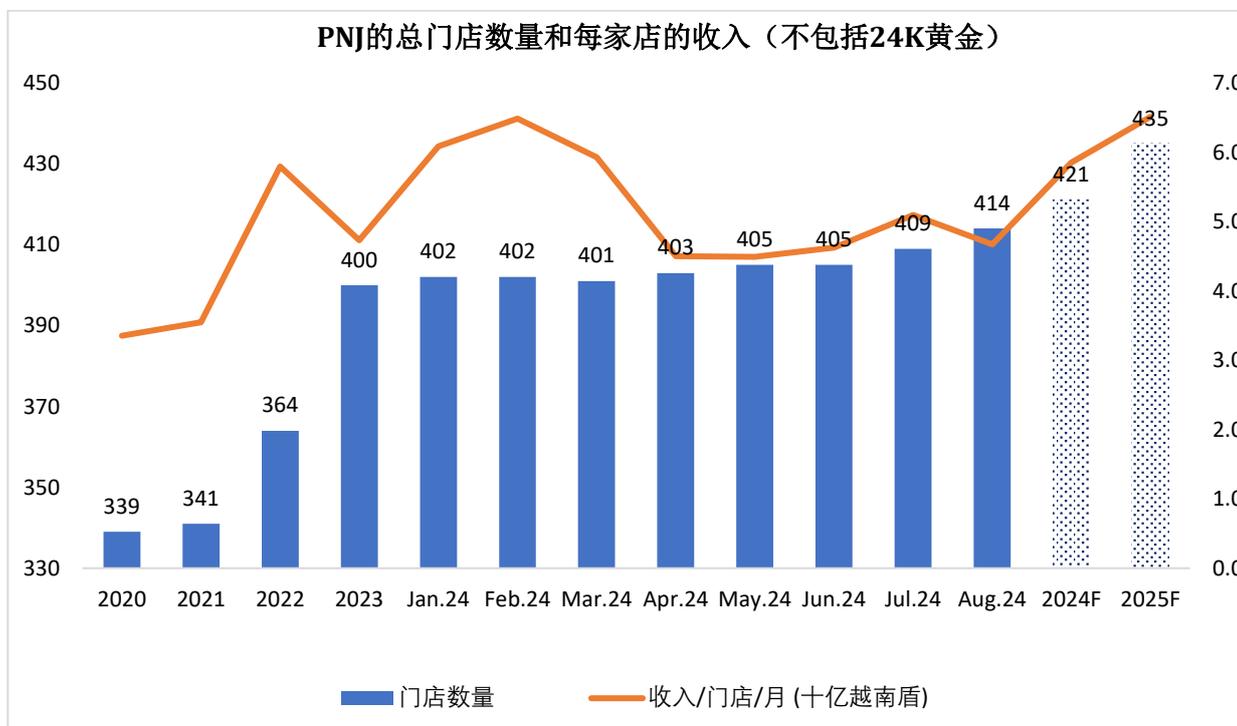


Figure 2: 累计收入结构



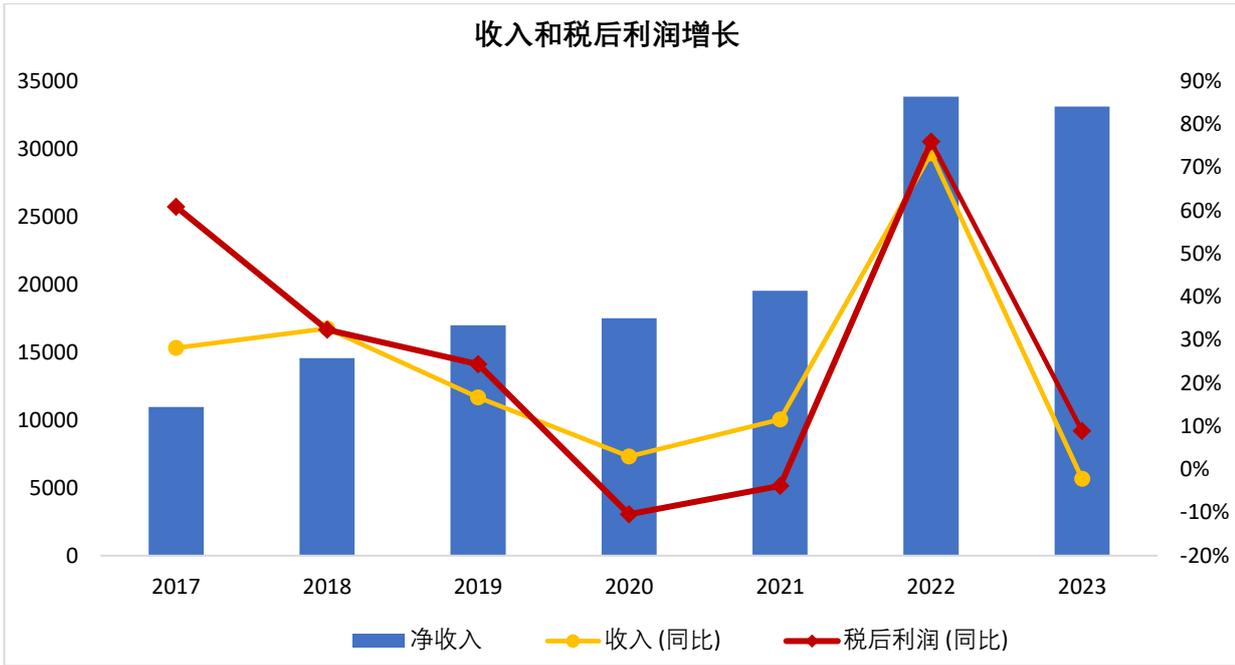
源: PNJ

PNJ 每家店的平均收入在年初珠宝行业的旺季中录得强劲增长，其中 24K 黄金的收入为这一增长做出主要贡献。然而，到了第三季度，由于国家加强黄金供应的管控，PNJ 的 24K 黄金条交易收入受到限制，较前两个季度的热潮大幅下降。根据历年的收入增长率，我们估计 2024 年和 2025 年同店销售增长 (SSSG) 将分别达到约 20%和 15%。

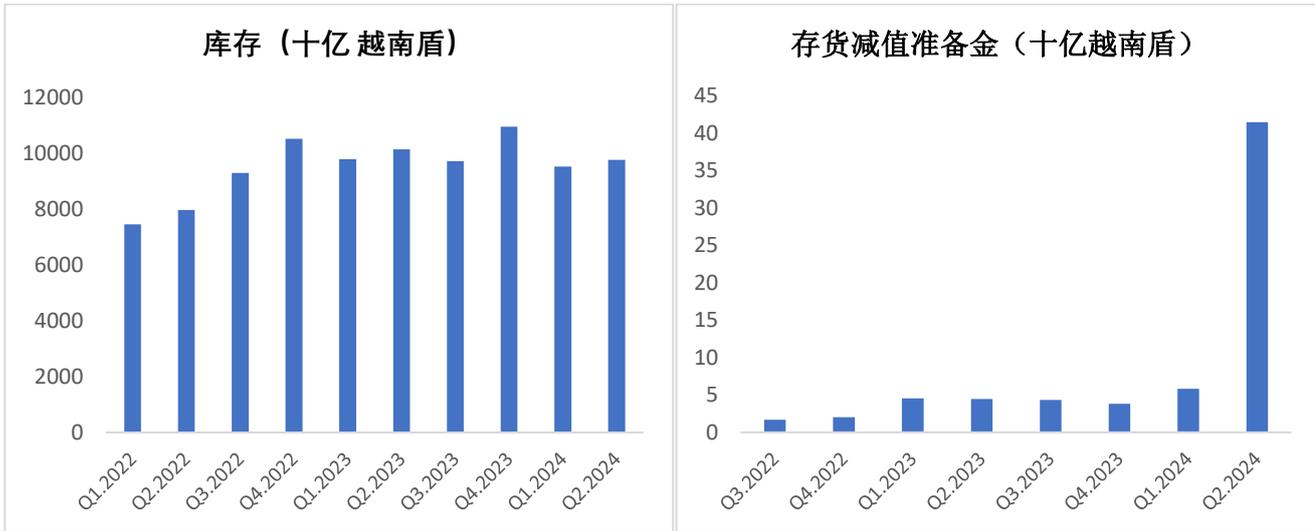


源: PNJ, GTJAS VN

从 2017 年至 2023 年，PNJ 的平均年收入增长率为 23%，而平均年税后利润增长率达到 27%，均远高于行业平均水平（行业年均收入增长约 5.0%）。



值得注意的是，在 2024 年第二季度 PNJ 的库存结构中，减值准备的价值大幅增加（约为前几季度的 7 倍），而存货价值变化不大。这可能是由于企业对第二季度黄金价格大幅上涨的担忧，而第三季度仍在持续创高，存在价格回调的风险。然而，我们认为，鉴于政治局势的升温，黄金价格可能会继续保持高位，这将为 PNJ 未来带来收益。



源: FiinX, GTJAS VN

世界黄金价格在第二季度因地缘政治紧张局势和各国中央银行的黄金储备购买活动而继续大幅上涨。

这一黄金价格上涨的趋势延续至今



源: Tradingview

#### 4/ 现金流充沛与债务创历史新低

截至 2024 年第二季度，公司财务债务为 2520 亿越南盾，比年初减少超过 2.1 万亿越南盾，主要由于加速偿还债务。即便如此，报告期内的净现金流仍为正值，接近 6460 亿越南盾；现金余额维持在 1.544 万亿越南盾的高位。在国内黄金价格不断创新高的背景下，黄金戒指的价格也已达到历史最高水平，挂牌价为 8300 万越南盾（37.5 克），而年初的价格为 6300 万越南盾（37.5 克），黄金戒指的价值上涨超过 32%。此外，根据政府的指示，从 2024 年 6 月 15 日起，黄金交易必须使用电子发票。这些规定，加上黄金价格剧烈波动的情况，导致市场上原材料黄金的供应越来越稀缺，同时黄金、白银和宝石等原材料占成本的比例约为 60%。然而，从长远来看，PNJ 对黄金价格的强劲上涨并不太担忧，因为大型企业可以调整产品售价或改变设计以弥补成本上涨。

#### 预测、估值和建议

各月平均门店收入同比持续增长。我们预计 2024 每家店的年收入将达到 72 亿（同比增长 5%），2025 年将达到 77 亿（同比增长 5%）。

采用 FCFE 估值法，我们建议“增持”PNJ，目标价为 105,000 越南盾/股（较 2024 年 10 月 11 日收盘价上涨 10%）。



### Summary of FCFE valuation (in thousand VND)

<i>Assumptions:</i>	
<i>Free cash flow at year 5</i>	3,078,021
<i>WACC ~13%;</i>	
<i>Perpetuity growth rate ~2.0%</i>	
Perpetuity at the end of year 5	49,314,540
Present value of Perpetuity	27,982,394
Present value of FCF	6,039,356
<b>Enterprise value</b>	<b>34,021,750</b>
+ Cash	1,600,000
-In debt	260,000
Equity value	35,361,750
Total number of shares	338
<b>Value per share (VND)</b>	<b>105,000</b>
Upside expected	10%

源: Bloomberg, GTJAVN Research

## 股票排名

参考指数: VN - Index.

投资期: 6-18 个月

建议	具体
买入	预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等
减持	预期收益率 -15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观
卖出	预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观

## 行业排名

参考指数: VN - Index

投资期: 6-18 个月

评级	具体
跑赢大市	与越南指数相比.平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观
中性	与越南指数相比.平均行业利润率-5%至 5% 或行业前景中等
跑输大市	与越南指数相比.平均行业利润率小于-5% 或行业前景不可观

## 免责声明

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考，投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定，投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券（越南）股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券（越南）股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券（越南）股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点，不能视为国泰君安证券（越南）股份公司的观点。另外，本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其在所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券（越南）的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突，影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容，其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券（越南）股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。

未经国泰君安证券（越南）股份公司的授权代表的书面同意，任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。



**GTJA 证券（越南）研究部**

**吴妙玲**

Research Analyst

[linhd@gtjas.com.vn](mailto:linhd@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:705

**陈氏红绒, CFA**

Equity Analyst- Banking sector

[nhungth@gtjas.com.vn](mailto:nhungth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:703

14 Oct 2024

**GTJA 证券（越南）客服部**

**陈玄庄**

Customer Service Specialist  
and translator

[trangth@gtjas.com.vn](mailto:trangth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:118

**阮氏兰香**

Customer Service Specialist  
and translator

[huongntl@gtjas.com.vn](mailto:huongntl@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:113

**阮秋庄**

Translator

[trangnt@gtjas.com.vn](mailto:trangnt@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:114

**联系方式**

**河内总部**

**胡志明分公司**

咨询电话:

(024) 35.730.073

挂单电话:

(024) 35.779.999

Email: [info@gtjas.com.vn](mailto:info@gtjas.com.vn)

Website: [www.gtjai.com.vn](http://www.gtjai.com.vn)

河内市纸桥区陈维兴路 117 号  
Charm Vit 大厦一楼

电话:

(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明市第三郡国际工厂路第二  
号 BIS 三楼

电话:

(028) 38.239.966

传真:(028)38.239.696

PNJ

