Vài nét về doanh nghiệp

QNS là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất đường. Bên cạnh đó, đây cũng là doanh nghiệp đứng đầu ngành sữa đậu nành có thị phần chiếm hơn 90% với thương hiệu Fami nổi tiếng.

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	59.10
Tiềm năng tăng giá	21,1%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	6,8%
Tỷ suất sinh lời	27,9%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đường
Thị giá (10/11/2026)	48.80
Biến động 1 năm	40.2 – 53.1
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	159.540
Vốn hóa (Tỷ đồng)	18.015
P/E	8,95x
P/B	1,67x
%NN sở hữu	9,11%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
QNS	-4,6%	4,7%	9,5%
VN-Index	-0,4%	-2,0%	6,2%

Tỷ lệ sở hữu

Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát	15,11%
Chủ tịch và người liên quan	13,29%
Quỹ ngoại	9,11%

Chuyên viên phân tích

Giang Đặng Ánh Phương
gdaphuong@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184
https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich
Bloomberg: VCBS <GO>

MẢNG ĐƯỜNG KỲ VỌNG KHỞI SẮC, MẢNG SỮA KỲ VỌNG DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG VỚI XU HƯỚNG TIÊU DÙNG XANH

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **59.100 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 9,8x dựa trên triển vọng giá đường tăng hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận mảng đường, tiêu thụ sữa tiếp tục tăng trưởng nhờ xu hướng tiêu dùng xanh và quá trình dịch chuyển sang các sản phẩm đóng gói công nghiệp.

CẬP NHẬT KQKD: Kết thúc 9T.2026, doanh thu thuần của QNS đạt 9.125 tỷ đồng (+15,9% svck). Trong đó, mảng đường ghi nhận doanh thu tăng 7,6% svck do sản lượng đường tiêu thụ tăng 24%, bù đắp một phần tác động từ giá bán giảm. Mảng sữa ghi nhận doanh thu tăng 21,6% svck dù sản lượng chỉ tăng khoảng 12% nhờ đóng góp của các sản phẩm có giá trị gia tăng cao. Biên lợi nhuận gộp đạt 34,5%, được hỗ trợ bởi sự cải thiện tích cực của mảng sữa nhờ QNS đã chốt giá nguyên liệu đậu nành ở mức thuận lợi và ra mắt các sản phẩm cao cấp mang lại giá trị gia tăng cao, bù đắp cho sự suy giảm của biên lợi nhuận gộp mảng đường. LNST đạt 1.408 tỷ đồng (+6,8% svck) với doanh thu tăng, doanh thu tài chính cải thiện nhưng tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu cao hơn cùng kỳ khoảng 315 bps.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng đường: Sản lượng dự báo suy giảm trong năm 2027 do năng suất mía dự báo bị ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết bất lợi. Tuy nhiên, giá đường dự báo tăng 20 – 25% nhờ triển vọng nguồn cung toàn cầu thắt chặt hơn, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận mảng đường khoảng 5 – 6% svck.

Mảng sữa đậu nành: Tiêu thụ sữa đậu nành kỳ vọng tăng trưởng tích cực nhờ xu hướng tiêu dùng các sản phẩm có nguồn gốc thực vật. Biên lợi nhuận mảng sữa kỳ vọng duy trì ổn định với động lực đến từ đóng góp của các sản phẩm cao cấp có giá trị gia tăng cao và QNS đã chốt giá đậu tương cho năm 2027.

Doanh thu tài chính kỳ vọng tăng trưởng: QNS có lượng tiền gửi ngắn hạn khá lớn và có xu hướng mở rộng quy mô tiền gửi, doanh thu tài chính kỳ vọng tăng trưởng nhờ môi trường lãi suất cao.

Tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu: QNS có thể tiếp tục duy trì chi phí bán hàng ở mức cao nhằm thúc đẩy sản lượng tiêu thụ, nhưng kỳ vọng cải thiện trong dài hạn nhờ kế hoạch xây dựng cụm kho tập trung trong năm 2027.

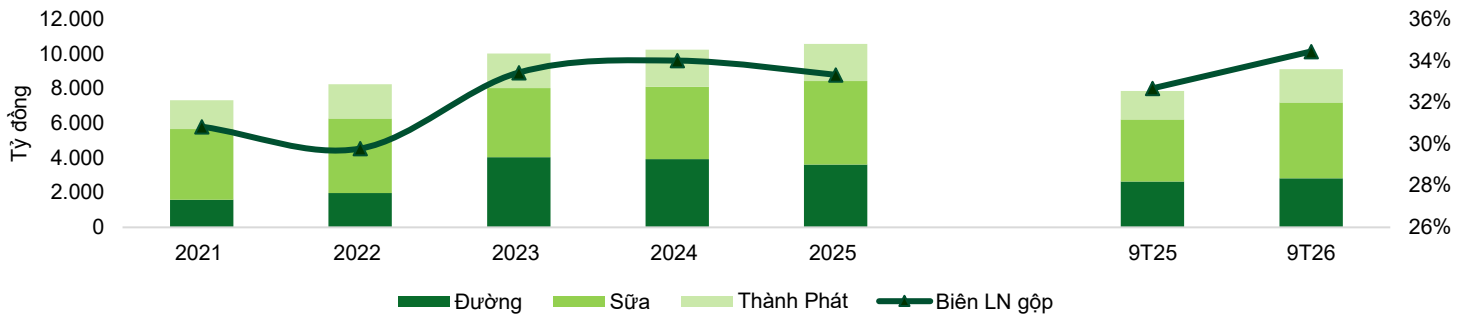
Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
DTT	10.243	10.575	12.144	13.264
Tăng trưởng DT	2,2%	3,2%	14,5%	9,2%
LNST	2.377	1.916	1.949	2.207
Tăng trưởng LNST	8,8%	-19,4%	1,7%	9,2%
Nợ/TTS (%)	19,7%	17,7%	23,5%	27,9%
TS LN gộp (%)	34,0%	33,3%	34,6%	35,8%
ROE – TTM (%)	23,8%	18,0%	17,5%	18,6%
EPS - TTM (đồng)	7.680	6.079	5.302	6.003
P/E	7,2x	9,4x	10,3x	9,8x
P/B	1,7x	1,7x	1,8x	1,8x

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH

Tóm tắt biến động kinh doanh 9T.2026

Tiêu chí	Q3.2025	Q3.2026	% YOY	Luỹ kế 9T.2025	Luỹ kế 9T.2026	%YOY	Bình luận
Doanh thu	2.685	3.073	+14,5%	7.872	9.125	+15,9%	Doanh thu mảng đường và sữa đều cải thiện svck.
- Đường	947	871	-8,0%	2.635	2.836	+7,6%	Sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 188 nghìn tấn (+24% svck). Sản lượng đường tiêu thụ tăng trưởng do Công ty đẩy mạnh ký kết các hợp đồng B2B dài hạn, cung ứng đường RE cho các doanh nghiệp chế biến thực phẩm, đồ uống lớn, đồng thời tiêu thụ đường RS ra thị trường bán buôn và tiêu dùng nhỏ lẻ. Bên cạnh đó, với giá đường nội địa tăng mạnh vào giữa tháng 8, nhiều khách hàng và đại lý đã chủ động gia tăng mua hàng để chuẩn bị cho đợt sản xuất cao điểm cuối năm.
- Sữa	1.318	1.634	+23,9%	3.596	4.373	+21,6%	Tiêu thụ sữa đạt 225 triệu lít (+12% svck). Doanh thu tăng trưởng mạnh hơn sản lượng do giá bán bình quân tăng với các sản phẩm thuộc phân khúc trung và cao cấp đóng góp khoảng 10% doanh thu mảng sữa. Doanh thu xuất khẩu cũng tăng trưởng vượt trội (+112% svck) nhờ mở rộng hiện diện tại các thị trường như Nhật Bản, Hàn Quốc, Mỹ, Trung Quốc, Đài Loan.
-Thành Phát	420	569	+35,3%	1.641	1.916	+16,8%	Phân phối các sản phẩm chính của Công ty như đường, mật rỉ, bia.
Biên LNG	32,4%	35,4%	+291 bps	32,7%	34,5%	+177 bps	
- Đường	20,1%	21,9%	+180 bps	22,0%	19,1%	-296 bps	Biên lợi nhuận giảm khá mạnh svck do giá đường duy trì ở mức thấp trong nửa đầu năm, giá đường An Khê bình quân 9T.2026 ước giảm 8,7% svck. Tuy nhiên, tính riêng quý 3, biên lợi nhuận cải thiện khá tích cực do giá đường bắt đầu tăng trở lại từ giữa tháng 7.
- Sữa	44,8%	48,3%	+349 bps	43,7%	48,1%	+448 bps	Biên lợi nhuận mảng sữa cải thiện nhờ giá bán bình quân tăng lên, cơ cấu sản phẩm dịch chuyển dần sang phân khúc cao cấp với biên lợi nhuận gộp cao hơn 3 – 5% so với các dòng sản phẩm phổ thông, 100% nguyên liệu đậu nành phục vụ cho sản xuất cả năm 2026 đã được chốt ở mức giá tốt. Ngoài ra, sản lượng tăng lên cũng giúp giảm chi phí cố định trên mỗi đơn vị sản phẩm, từ đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp.
LNST	381	450	+18,1%	1.319	1.408	+6,8%	Dù doanh thu bán hàng cùng doanh thu tài chính tăng mạnh nhờ môi trường lãi suất cao và QNS có dư tiền gửi lớn (~8.700 tỷ đồng), LNST không cải thiện nhiều do QNS tăng mạnh chi phí bán hàng trong bối cảnh ngành FMCG tăng trưởng chậm nhằm kích thích sản lượng, tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu tăng lên 16,3%, cao hơn cùng kỳ khoảng 364 đcb. Tuy nhiên, tính riêng quý 3, LNST cải thiện khá tốt svck nhờ biên lợi nhuận các mảng kinh doanh chính đều cải thiện, doanh thu tài chính tăng gấp đôi svck.
Biên LNST	14,2%	14,6%	+45 bps	16,7%	15,4%	-132 bps	Biên LNST 9T.2026 giảm do tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu tăng svck, nhưng quý 3 đã cải thiện khá tích cực.

Hình 1: Doanh thu theo mảng và biên lợi nhuận gộp của QNS



Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Giá đường bình quân kỳ vọng tăng 20 – 25% trong năm 2027

Giá đường thế giới ghi nhận xu hướng phục hồi mạnh sau giai đoạn giảm sâu trước đó với đà tăng mạnh của giá dầu thô trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông leo thang, qua đó cải thiện sức hấp dẫn của ethanol. Khi giá dầu tăng, các nhà máy mía đường có xu hướng ưu tiên phân bổ mía cho sản xuất nhiên liệu sinh học nhằm tối ưu hiệu quả kinh tế, đặc biệt tại Brazil – quốc gia sản xuất đường lớn nhất thế giới, theo đó hạn chế nguồn cung đường ra thị trường và hỗ trợ giá đường trong ngắn hạn. Tính đến 01/09, tỷ trọng mía được phân bổ cho sản xuất đường và ethanol tại Brazil lần lượt đạt 46,56% và 53,44%. Mặc dù sản lượng mía trong 5 tháng đầu niên vụ 2026/27 vẫn tăng nhẹ svck, sản lượng đường giảm khoảng 10,3% svck, chữ đường suy giảm khi lượng đường thu được chỉ đạt 58,4kg/tấn mía, thấp hơn đáng kể so với mức 66,3kg/tấn của niên vụ trước.

Tuy nhiên, đà phục hồi của giá đường bắt đầu chững lại sau khi Chính phủ Ấn Độ yêu cầu các doanh nghiệp bán lẻ nhiên liệu thuộc sở hữu nhà nước ngừng mua ethanol sản xuất từ mía đường từ ngày 01/11, theo đó nguồn cung đường có thể gia tăng. Bên cạnh đó, theo Agromonitor, thời tiết nóng và khô tại vùng Trung – Nam Brazil có thể đẩy nhanh tiến độ thu hoạch mía và giúp các nhà máy sớm khôi phục hoạt động ép mía, góp phần cải thiện nguồn cung đường trong thời gian tới.

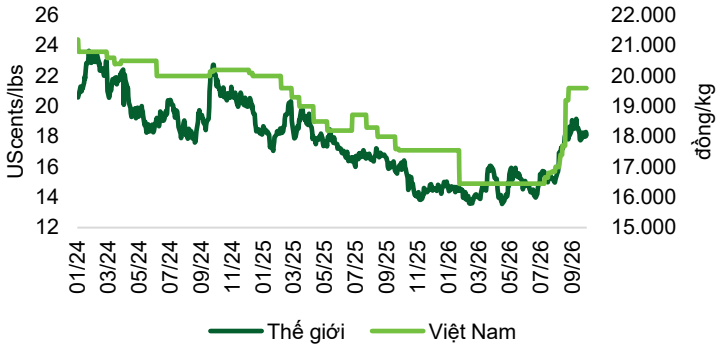
Giá dầu, yếu tố ảnh hưởng khá lớn tới nguồn cung đường, đã ghi nhận giảm khá mạnh gần đây trong bối cảnh Đảng Dân chủ giành ưu thế trong cuộc bầu cử giữa nhiệm kỳ tại Mỹ, theo đó chính quyền Trump có thể đối mặt với áp lực ngày càng lớn buộc phải chấm dứt cuộc xung đột với Iran. Tuy nhiên, đàm phán Mỹ - Iran vẫn chưa ghi nhận tiến triển đáng kể, do đó giá dầu vẫn có thể tăng trở lại nếu hai bên không đạt được thoả thuận hoà bình. Ngoài ra, hiện tượng El Niño đang diễn ra khiến triển vọng nguồn cung toàn cầu đối mặt với nhiều yếu tố bất định về thời tiết, làm gia tăng nguy cơ xảy ra tình trạng thiếu hụt đường trong niên vụ 2026/27. Nhìn chung, mặc dù chịu áp lực điều chỉnh trong ngắn hạn từ triển vọng nguồn cung cải thiện, giá đường thế giới vẫn được kỳ vọng duy trì ở mặt bằng tương đối cao, dao động quanh mức 18 – 20 cents/lbs.

Giá đường Việt Nam bắt đầu hồi phục tích cực từ giữa tháng 7 và đạt khoảng 19 – 20 nghìn đồng/kg nhờ sức mua cải thiện trong bối cảnh nhập khẩu đường có xu hướng giảm, nguồn cung đường tiểu ngạch hạn chế và lượng tồn kho tại các nhà máy suy giảm đáng kể. Nhu cầu tiêu thụ đường tăng theo mùa vụ, đặc biệt từ các doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo phục vụ dịp Tết Trung thu, cũng góp phần hỗ trợ giá trong giai đoạn này. Tuy nhiên, sau khi mùa cao điểm Trung thu kết thúc, đà tăng của giá đường nội địa có dấu hiệu chững lại. Giá đường nội địa dự báo ổn định trong quý 4 do nhu cầu tiêu thụ chậm lại.

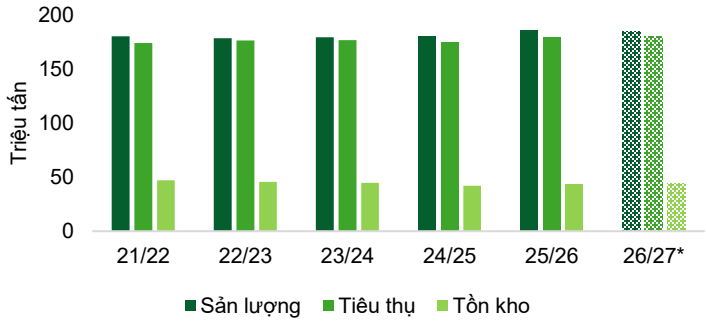
Về dài hạn, hiện tượng El Niño dự kiến sẽ ảnh hưởng bất lợi tới niên vụ sản xuất tới, nguồn cung mới dự báo suy giảm. Bên cạnh đó, việc các cơ quan chức năng tăng cường kiểm soát nguồn gốc xuất xứ và hoá đơn chứng kỳ vọng sẽ hạn chế tiêu thụ đường không rõ nguồn gốc, thúc đẩy nhu cầu đối với đường sản xuất chính ngạch và hỗ trợ giá đường trong dài hạn.

Theo đó, chúng tôi dự báo giá đường bình quân giảm 3 – 5% trong năm 2026 do giá đường hồi đầu năm liên tục giảm mạnh, nhưng kỳ vọng tăng 20 – 25% trong năm 2027 nhờ cung – cầu dần cân bằng và triển vọng nguồn cung thắt chặt hơn.

Hình 2: Diễn biến giá đường Thế giới và Việt Nam



Hình 3: Sản lượng, tiêu thụ và tồn kho đường toàn cầu



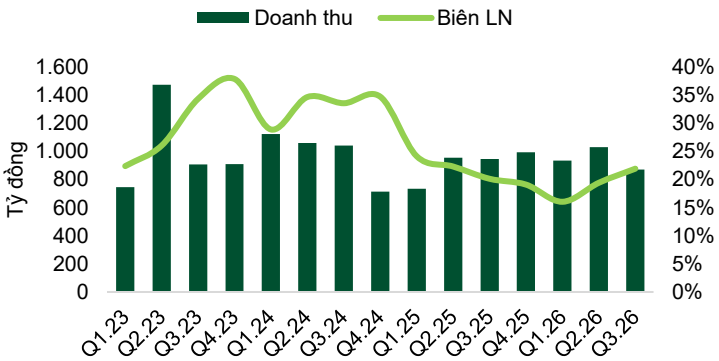
Nguồn: Agromonitor, ISO, USDA, VCBS tổng hợp

Sản lượng đường dự kiến giảm nhẹ, biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện theo đà tăng của giá đường

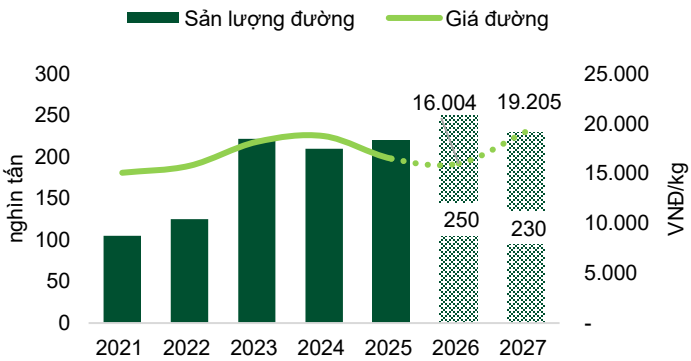
Tổng sản lượng tiêu thụ của QNS năm 2026 dự báo đạt 250 nghìn tấn (+13,6% svck), theo đó, sản lượng đường tiêu thụ quý 4 của QNS dự báo đạt khoảng 60 nghìn tấn. Đối với năm 2027, theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, sản lượng mía ép vụ 2026/27 dự kiến khoảng 2,2 triệu tấn, sản lượng đường dự kiến đạt 230 nghìn tấn do năng suất cây trồng có thể bị ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết. Dù diện tích trồng mía dự kiến tăng khoảng 1.200 ha so với niên vụ trước, hiện tượng El Niño có thể ảnh hưởng tới năng suất mía, theo đó sản lượng mía ép niên vụ tới dự kiến giảm nhẹ so với mức 2,25 triệu tấn của niên vụ trước.

Với giá đường niên vụ tới kỳ vọng tăng 20 – 25%, biên lợi nhuận mảng đường kỳ vọng cải thiện, tuy nhiên có thể thấp hơn đà tăng của giá đường do giá thu mua mía niên vụ tới sẽ phụ thuộc vào giá đường vào thời điểm nhà máy bước vào vụ ép, ước tính khoảng 1,1 – 1,2 triệu đồng/tấn, cao hơn mức 1 triệu đồng/tấn của niên vụ trước. Theo đó, doanh thu mảng đường năm 2027 kỳ vọng tăng khoảng 10,4% svck, và biên lợi nhuận gộp dự báo cải thiện khoảng 5 – 6% svck.

Hình 4: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng đường



Hình 5: Ước tính kinh doanh mảng đường của QNS



Nguồn: QNS, VCBS ước tính và dự báo

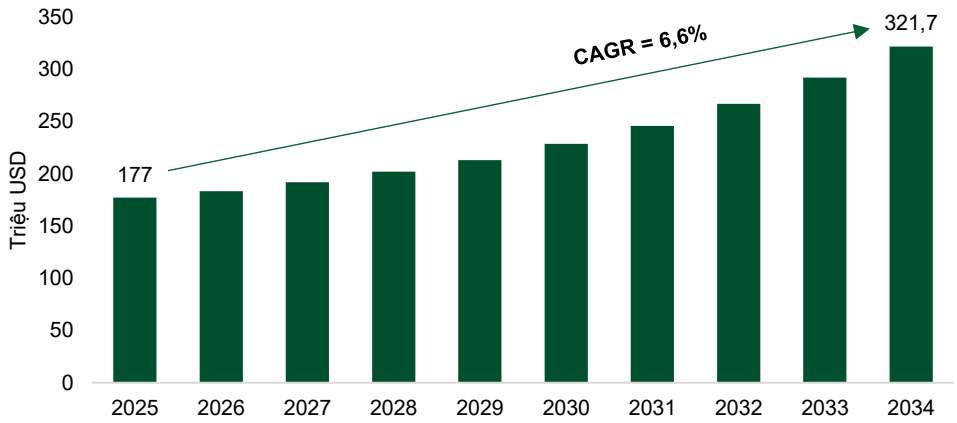
Tiêu thụ sữa đậu nành kỳ vọng cải thiện, động lực đến từ các sản phẩm mới mang lại giá trị gia tăng cao hơn

Nhu cầu tiêu dùng chung của thị trường đang ghi nhận sự phục hồi tích cực so với các giai đoạn trước. Trong thời gian tới, sức mua chung được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhờ tăng trưởng kinh tế và các chính sách kích cầu tiêu dùng của Chính phủ.

Về dài hạn, sữa có gốc thực vật được kỳ vọng còn nhiều dư địa tăng trưởng nhờ xu hướng "ăn sạch, uống xanh". Mức tiêu thụ sữa đậu nành bình quân tại Việt Nam hiện chỉ đạt khoảng 7 lít/người/năm, thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực như Thái Lan (hơn 10 lít/người/năm) và Singapore (18 lít/người/năm), cho thấy tiềm năng mở rộng thị trường vẫn còn lớn. Đồng thời, thị hiếu và hành vi tiêu dùng đang dần thay đổi, thúc đẩy quá trình chuyển dịch từ các sản phẩm đồ uống truyền thống, đóng gói thủ công sang các sản phẩm công nghiệp đóng gói sẵn, tiện lợi và đảm bảo tiêu chuẩn chất lượng, phù hợp với nhịp sống đô thị hiện đại. Hiện sữa đậu nành truyền thống vẫn chiếm gần 50% thị phần, trong khi tỷ lệ này tại Thái Lan chỉ còn khoảng 15 – 20%, phản ánh dư địa đáng kể cho quá trình công nghiệp hóa và hiện đại hóa ngành hàng tại Việt Nam. Theo IMARC, người tiêu dùng tại các thành phố lớn của Việt Nam đang có xu hướng ưu tiên các sản phẩm đồ uống có nguồn gốc thực vật thuộc phân khúc trung và cao cấp, mang lợi nhiều lợi ích chức năng hơn cho sức khoẻ.

Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của QNS sẽ tiếp tục tăng trưởng do (1) Thị phần hiện tại của Vinasoy lớn nhất thị trường, hơn 90% (2) QNS ra mắt các sản phẩm mới thuộc phân khúc trung và cao cấp như Fami Green Soy, Veyo Yogurt, Fami Go giúp tiếp cận thêm các phân khúc khách hàng mới (3) Thị trường xuất khẩu mang lại tín hiệu tích cực với các thị trường lớn như Nhật Bản, Hàn Quốc, Mỹ, Trung Quốc và Đài Loan. Dù xuất khẩu hiện mới đóng góp khoảng 1% tổng doanh thu ngành sữa, đây vẫn là thị trường còn nhiều dư địa khai thác và được QNS xác định là một trong những định hướng chiến lược nhằm mở rộng thị trường tiêu thụ và tạo động lực tăng trưởng sản lượng trong dài hạn.

Hình 6: Quy mô thị trường sữa gốc thực vật tại Việt Nam



Nguồn: IMARC, VCBS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp mảng sữa kỳ vọng đi ngang hoặc thu hẹp nhẹ so với năm 2026

Biên lợi nhuận 9T.2026 cải thiện khá tích cực svck, đạt khoảng 48% nhờ (1) Giá nguyên liệu đậu nành được chốt ở mức tốt cho năm 2026 (2) Các sản phẩm thuộc phân khúc trung và cao cấp có giá trị gia tăng cao hơn các sản phẩm truyền thống, mang lại biên lợi nhuận gộp cao hơn từ 3 – 5% so với danh mục sản phẩm cũ (3) QNS điều chỉnh linh hoạt chính sách giá bán và ưu đãi bán hàng để phù hợp với biến động chi phí nguyên vật liệu đầu vào.

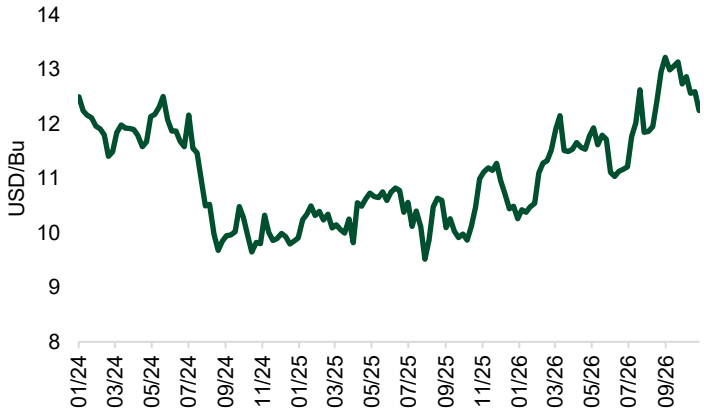
Giá đậu tương đã tăng trở lại gần đây, đạt khoảng 12,2 USD/bu (+16,2% ytd), tuy nhiên, QNS đã chốt 100% nguyên liệu đầu nành cho sản xuất đến hết năm 2027 cùng mức giá cơ bản so với năm 2026, do đó, theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, nếu giá đậu nành thế giới

biến động tăng ở mức dưới 10%, QNS vẫn duy trì được biên lợi nhuận gộp mảng sữa quanh mức 48%.

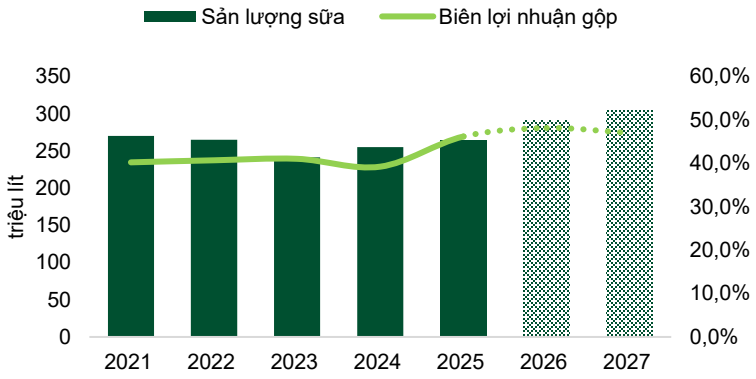
Bên cạnh đó, Công ty đã chủ động chuẩn bị danh mục sản phẩm, dự kiến ra mắt trong năm 2027 tuỳ thuộc vào diễn biến sức mua và điều kiện thị trường. Các sản phẩm mới thuộc phân khúc trung và cao cấp thường có biên lợi nhuận gộp cao hơn, qua đó kỳ vọng cải thiện cơ cấu doanh thu theo hướng gia tăng tỷ trọng sản phẩm có giá trị gia tăng cao, góp phần bù đắp áp lực chi phí nguyên vật liệu đầu vào gia tăng trong thời gian tới.

Do đó, biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành năm 2027 kỳ vọng đi ngang hoặc chỉ giảm nhẹ, đạt khoảng 47 – 48%.

Hình 7: Biến động giá đậu tương



Hình 8: Sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận mảng sữa



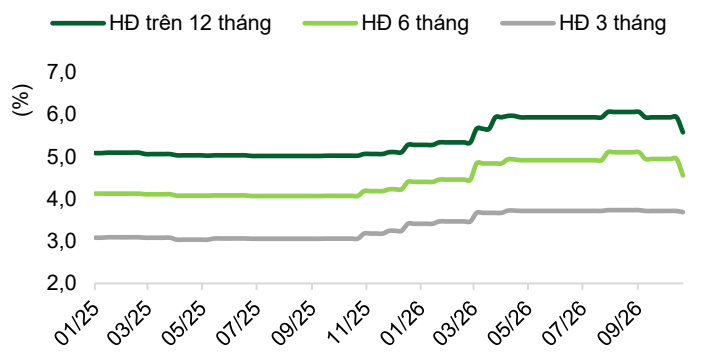
Nguồn: Bloomberg,QNS, VCBS tổng hợp và ước tính

Doanh thu tài chính kỳ vọng cải thiện nhờ môi trường lãi suất cao

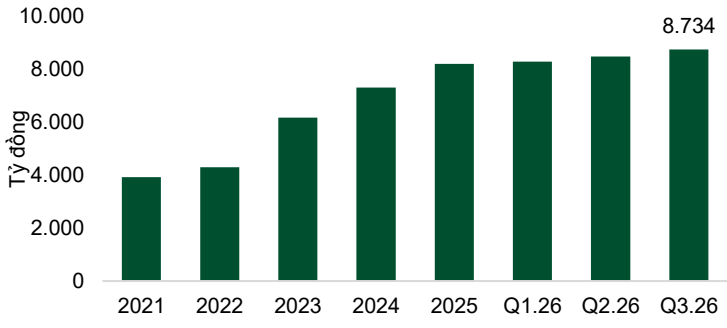
QNS có lượng tiền gửi ngắn hạn khá lớn và có xu hướng mở rộng quy mô tiền gửi trong những năm gần đây. Trong bối cảnh môi trường lãi suất cao, doanh thu đến từ tiền gửi của QNS đã cải thiện khá tốt trong quý 3, lợi suất tiền gửi ước cải thiện khoảng 1,5 – 2% so với 1H.2026, có thể do các hợp đồng tiền gửi cũ đã tới hạn và bắt đầu được hưởng lãi suất cao từ quý 3.

Doanh thu tài chính của QNS kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong năm 2027 nhờ mặt bằng lãi suất tiền gửi duy trì ở mức tương đối cao. Trong 1H.2026, QNS ghi nhận mức lãi suất tiền gửi khá thấp, ước tính khoảng 5%, theo đó mức lãi suất tiền gửi bình quân trong năm 2026 ước tính dao động trong khoảng 5,8 – 6%. Mặc dù lãi suất huy động đã điều chỉnh trong thời gian gần đây, QNS vẫn có thể tiếp tục hưởng lợi từ các hợp đồng tiền gửi hiện tại trong 1H.2027. Do đó, lợi nhuận từ tiền gửi dự báo tăng khoảng 3 – 5% trong năm tới.

Hình 9: Lãi suất tiền gửi bình quân



Hình 10: Quy mô tiền gửi có kỳ hạn của QNS



Nguồn: QNS, FiinPro-X, VCBS tổng hợp

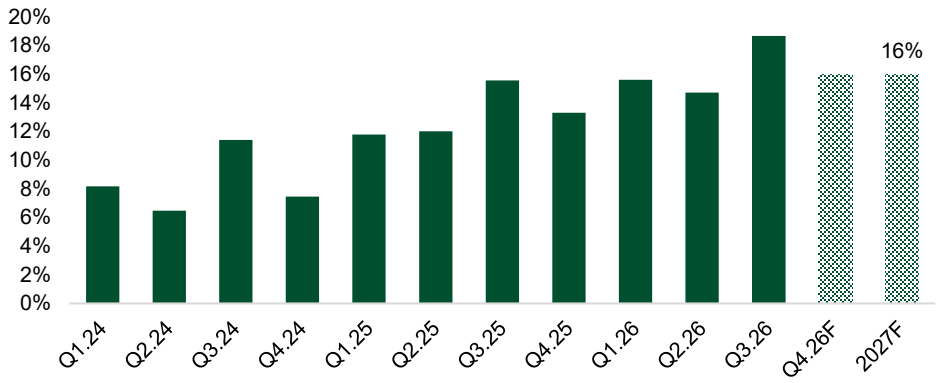
QNS tăng khá mạnh chi phí bán hàng nhằm thúc đẩy sản lượng tiêu thụ

Tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu của QNS tăng khá mạnh so với thời gian trước do QNS đẩy mạnh các chính sách hỗ trợ và khuyến khích tiêu thụ nhằm thúc đẩy sản lượng. Chi phí khuyến mãi, dùng thử, chào hàng của QNS tăng khá mạnh svck (+75,8% so với 9T.2025). Chi phí hoa hồng đại lý cũng ghi nhận mức tăng đáng kể, thể hiện QNS gia tăng các chính sách ưu đãi đối với hệ thống phân phối. Ngoài ra, Công ty đã ra mắt 4 sản phẩm mới trong năm 2026, kéo theo nhu cầu gia tăng chi phí marketing và quảng bá cho sản phẩm mới nhằm nâng cao nhận diện sản phẩm, mở rộng tệp khách hàng và từng bước gia tăng thị phần.

Trong Q4.2026, QNS không có kế hoạch ra mắt thêm sản phẩm mới, do đó áp lực chi phí marketing có thể giảm bớt so với quý trước, tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu kỳ vọng giảm nhẹ so với quý 3, nhưng dự báo tiếp tục giữ ở mức cao nhằm thúc đẩy sản lượng tiêu thụ, đạt khoảng 16% trong quý 4 và tiếp tục duy trì quanh mức này trong năm 2027.

Về dài hạn, áp lực chi phí bán hàng được kỳ vọng từng bước cải thiện nhờ kế hoạch đầu tư xây dựng cụm kho tập trung vào năm 2027. Khi đi vào hoạt động, hệ thống kho mới kỳ vọng hỗ trợ QNS tối ưu hoá hoạt động lưu trữ và phân phối, tiết giảm chi phí thuê kho ngoài và chi phí vận chuyển. Qua đó, Công ty có thêm dư địa cải thiện hiệu quả hoạt động trong dài hạn.

Hình 11: Tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu của QNS



Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp và dự báo

Một số dự án đang được triển khai

Dự án Đầu tư mở rộng nâng công suất Nhà máy đường An Khê từ 18.000 TMN lên 25.000 TMN hiện đã giải ngân 579 tỷ đồng và đang tiến hành nghiệm thu nhằm gia tăng công suất chế biến ngay trong vụ ép tới.

Dự án Đầu tư mở rộng nâng công suất Nhà máy điện sinh khối An khê từ 95 MW lên 135 MW đang tiếp tục được thi công nhằm tận dụng nguồn bã mía sau ép, gia tăng sản lượng điện thương phẩm.

Dự án Nhà máy Ethanol An Khê với công suất 200.000 lít/ngày, hiện đã nhận quyết định chủ trương đầu tư từ UBND tỉnh, dự kiến bắt đầu ghi nhận sản phẩm từ vụ 2028 – 2029. Công suất thiết kế đạt 60 triệu lít/năm, được thiết kế linh hoạt, có thể chạy 100% Ethanol xăng sinh học hoặc điều chỉnh 30% cồn thực phẩm cao cấp + 70% Ethanol tùy thuộc vào biên lợi nhuận giữa đường và Ethanol trên thị trường. Rỉ đường từ Nhà máy Đường An Khê dự kiến đáp ứng khoảng 2/3 công suất, 1/3 còn lại Công ty sẽ thu mua thêm từ bên ngoài.

Dự án Cụm kho tập trung, dự kiến được đầu tư vào năm 2027 nhằm chấm dứt tình trạng thuê kho ngoài và hỗ trợ vận chuyển từ xa, giúp tiết giảm chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự báo DTT năm 2026 của QNS đạt **12.144 tỷ đồng** (+14,8% yoy), LNST đạt **1.949 tỷ đồng** (+1,7% yoy). Đối với năm 2027, chúng tôi dự báo DTT và LNST lần lượt đạt **13.264 tỷ đồng** (+9,2% yoy) và **2.207 tỷ đồng** (+13,2% yoy). Một số giả định chính được trình bày trong bảng dưới đây:

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2025	2026F	% YOY	2027F	%YOY	Bình luận
Doanh thu						
Đường	3.630	4.001	+10,2%	4.417	+10,4%	
Sản lượng (tấn)	242.540	250.000	+3,1%	230.000	-8,0%	Sản lượng năm 2027 dự báo giảm do ảnh hưởng của hiện tượng El Niño, nhưng giá đường kỳ vọng phục hồi sau giai đoạn liên tục giảm mạnh và nguồn cung có khả năng thiếu hụt.
Giá (đồng/kg)	16.499	16.004	-3,0%	19.205	+20,0%	
Sữa	4.805	5.644	+17,5%	6.223	+10,3%	Sản lượng sữa năm kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ xu hướng "ăn sạch, uống xanh". Bên cạnh đó, sữa đậu nành truyền thống hiện chiếm gần 50% thị phần, trong khi con số này là 65% vào năm 2022, cho thấy sự dịch chuyển dần từ tiêu dùng các sản phẩm đóng gói thủ công sang các sản phẩm đóng gói công nghiệp, điều này sẽ mở ra tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho QNS.
Sản lượng (triệu lít)	264	290	+9,9%	305	+5,0%	
Khác	2.140	2.499	+16,8%	2.624	+5,0%	
Biên LN						
Đường	21,2%	20,8%		26,0%		Biên lợi nhuận mảng kỳ vọng cải thiện trong năm 2027 do giá đường dự báo tăng, giá thu mua mía dù dự báo tăng nhưng kỳ vọng chưa bật tăng mạnh bằng giá đường do mía được thu mua từ cuối năm 2026.
Sữa	46,2%	48,1%		47,0%		Biên lợi nhuận mảng sữa kỳ vọng đi ngang hoặc giảm nhẹ do QNS đã chốt nguyên liệu cơ bản để sản xuất cho năm 2027. Các sản phẩm mới sẽ ra mắt trong năm 2027 kỳ vọng mang lại giá trị gia tăng cao hơn, bù đắp cho chi phí nguyên vật liệu tăng giá.
Khác	25,0%	25,9%		25,9%		
Lợi nhuận	1.916	1.949	+1,7%	2.207	+13,2%	

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **59.100 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 9,8x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 11,53% theo CAPM (Rf = 4,43%, Risk premium = 8,13%, beta = 0,87)

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	2.456.980	2.817.243	2.837.011	3.043.285	3.166.397
Thuế	(328.634)	(376.821)	(379.465)	(407.055)	(423.522)

Chi phí vay = 6,5%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 10,53%

Khấu hao	485.500	597.253	687.859	743.174	785.252
Thay đổi WC	10.660	(115.126)	(81.530)	(92.790)	(42.432)
CAPEX	(1.200.000)	(1.507.000)	(1.095.000)	(1.140.000)	(1.000.000)
FCFF					
NPV giai đoạn 2025-2029F					**7.548.875**
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g=0,5%)					**17.107.893**
Tổng giá trị doanh nghiệp					**24.656.768**
Trừ: Vay nợ ròng					**2.536.306**
Giá trị VCSH					**24.392.625**
Số lượng CPLH (tr.cp)					**368**
Định giá					**60.908**

Thông số tính toán: P/E

Trung bình lịch sử: 9,55x

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2027 (tỷ đồng)	2.207
P/E áp dụng (lịch sử)	9,55x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	21.076
Số lượng CPLH (tr.cp)	368
Giá mục tiêu (đồng/cp)	**57.328**

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Doanh thu của QNS chủ yếu đến từ mảng đường và sữa đậu nành, do đó sản lượng đường và sữa đậu nành tăng trưởng thấp hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng tới doanh thu của QNS.

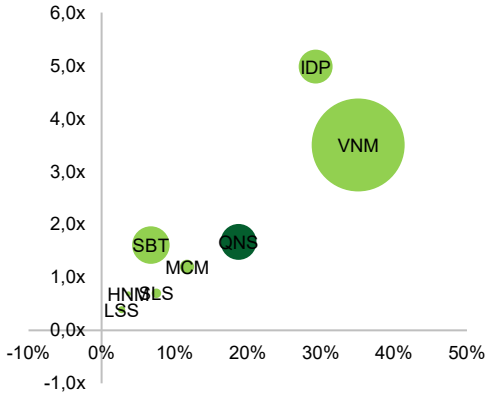
- Biên lợi nhuận mảng đường thấp hơn dự kiến do giá đường không tăng mạnh như kỳ vọng, nguồn cung đường thế giới không thiếu hụt như dự báo.

- Giá bán sữa đậu nành thấp hơn dự kiến do các sản phẩm giá trị cao không còn đóng góp nhiều vào doanh thu, biên lợi nhuận gộp thấp hơn kỳ vọng do giá nguyên liệu đậu nành tăng mạnh.

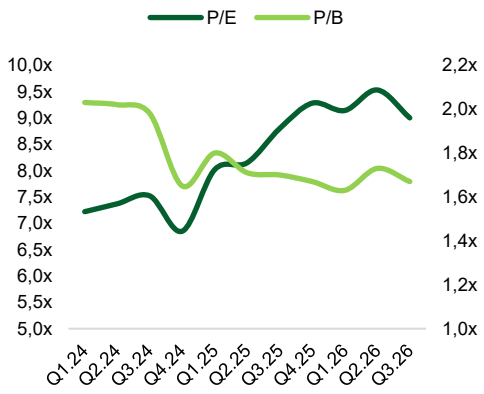
- Chi phí báo hàng cao hơn dự báo do QNS tiếp tục tăng mạnh chi phí quảng cáo, khuyến mãi, hoa hồng cho đại lý để thúc đẩy sản lượng.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

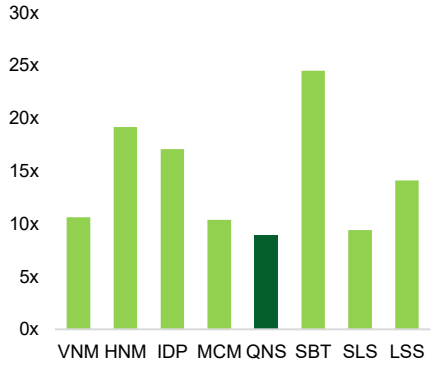
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

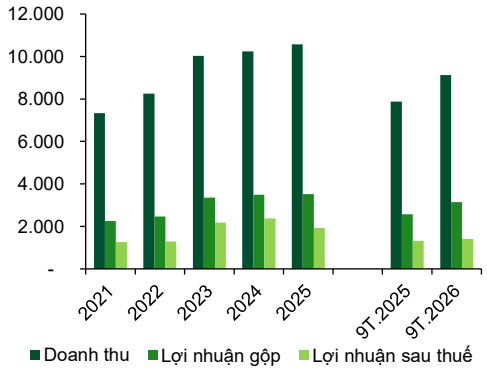


P/E ngành sữa và ngành đường

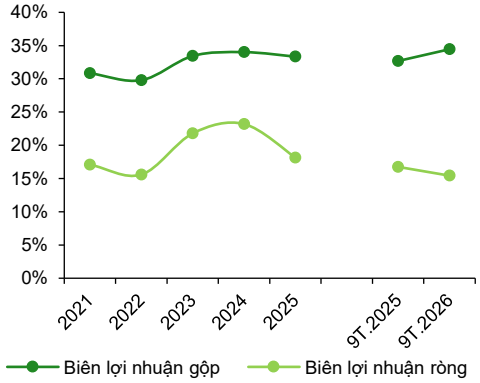


KẾT QUẢ KINH DOANH

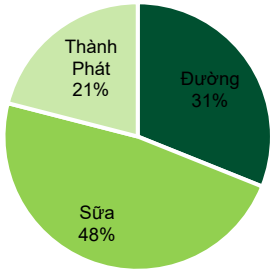
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

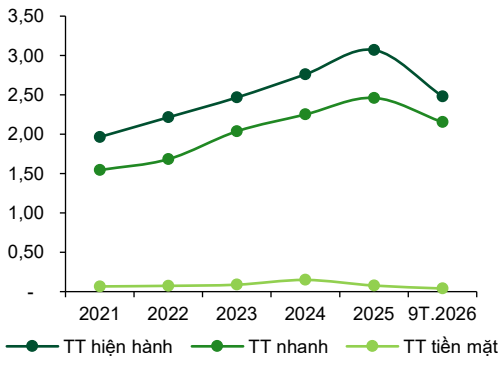


Cơ cấu doanh thu

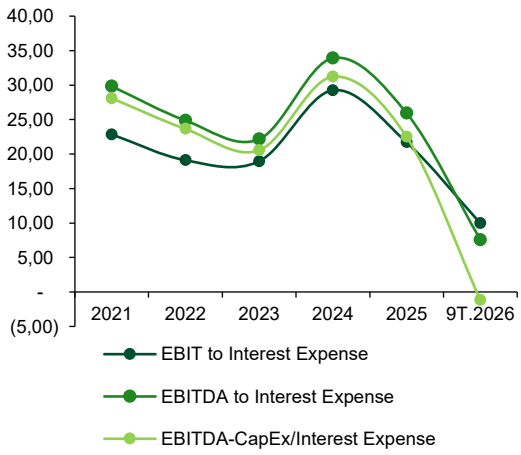


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

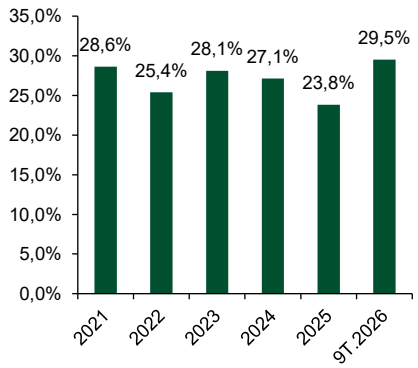
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ/VCSH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	10.574.876	12.144.387	13.263.991	13.739.285	14.531.939
- Giá vốn hàng bán	7.050.346	7.946.113	8.510.036	9.035.223	9.533.218
Lợi nhuận gộp	3.524.530	4.198.274	4.753.955	4.704.062	4.998.720
- Chi phí bán hàng	1.358.799	1.943.102	2.122.239	1.992.196	2.107.131
- Chi phí quản lí DN	245.399	364.332	397.920	412.179	435.958
Lợi nhuận HĐKD	1.920.332	1.890.840	2.233.797	2.299.687	2.455.631
- (Lỗ) / lại tỷ giá	-4.406	-5.060	-5.526	-5.724	-6.054
- Lợi nhuận khác	-394.546	-561.080	-577.920	-531.600	-581.600
EBIT	2.319.285	2.456.980	2.817.243	2.837.011	3.043.285
- Chi phí lãi vay	106.881	206.657	269.296	276.705	311.313
LNTT	2.212.403	2.250.323	2.547.947	2.560.306	2.731.973
- Thuế TNDN	295.920	300.992	340.801	342.454	365.416
LNST	1.916.483	1.949.331	2.207.146	2.217.852	2.366.557
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LNST CĐ CT Mẹ	1.916.483	1.949.331	2.207.146	2.217.852	2.366.557
EPS (đ)	6.079	5.302	6.003	6.033	6.437
EBITDA	2.550.836	3.414.496	3.524.870	3.786.459	3.951.649
Tăng trưởng	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
Doanh thu	3,2%	14,8%	9,2%	3,6%	5,8%
LN HĐKD	-19,3%	-1,5%	18,1%	2,9%	6,8%
LN Hợp nhất	-19,4%	1,7%	13,2%	0,5%	6,7%
LNST	-19,4%	1,7%	13,2%	0,5%	6,7%
EBIT	-15,3%	5,9%	14,7%	0,7%	7,3%
EPS	-20,8%	-12,8%	13,2%	0,5%	6,7%
Tổng tài sản	3,9%	13,6%	13,4%	8,5%	8,0%
Nợ vay	-6,5%	50,7%	34,8%	14,7%	10,6%
VCSH	6,4%	4,5%	6,6%	6,3%	7,1%
Khả năng sinh lời	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
Tỷ suất LNG	33,3%	34,6%	35,8%	34,2%	34,4%
Tỷ suất LNST	18,1%	16,1%	16,6%	16,1%	16,3%
ROE DuPont	18,6%	17,9%	19,2%	18,1%	18,1%
ROA DuPont	13,6%	12,7%	12,7%	11,5%	11,3%
Tỷ suất EBIT	21,9%	20,2%	21,2%	20,6%	20,9%
LNTT / LNST	86,6%	86,6%	86,6%	86,6%	86,6%
LNTT / EBIT	95,4%	91,6%	90,4%	90,2%	89,8%
Vòng quay TTS	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6
ROIC	14,8%	13,9%	13,8%	12,5%	12,3%
Hiệu quả hoạt động	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
Số ngày tồn kho	11,1	9,3	8,6	8,8	8,8
Số ngày phải thu	69,6	63,9	62,8	63,1	63,3
Số ngày phải trả	23,3	21,7	22,5	22,6	22,7
Luân chuyển tiền	57,4	51,5	48,9	49,3	49,4
COGS/Hàng tồn kho	5,2	5,7	5,8	5,8	5,8
An toàn tài chính	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
TT hiện hành	3,07	3,19	2,99	3,13	3,23
TT nhanh	2,46	2,57	2,42	2,56	2,66
TT tiền mặt	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Nợ / Tài sản	0,18	0,23	0,28	0,29	0,30
Nợ / Vốn sử dụng	0,19	0,26	0,30	0,32	0,33
Nợ / Vốn CSH	0,24	0,34	0,43	0,47	0,48
Khả năng TT lãi vay	21,70	11,89	10,46	10,25	9,78

Cân đối kế toán	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Tài sản					
+ Tiền	272.163	312.557	341.372	353.604	374.004
+ ĐTTC ngắn hạn	8.132.000	9.132.000	10.132.000	11.132.000	12.132.000
+ Phải thu	320.311	299.451	327.057	338.777	358.322
+ Hàng tồn kho	1.365.867	1.415.061	1.515.486	1.609.012	1.697.696
+ Khác	790.427	907.741	991.427	1.026.953	1.086.200
Tài sản ngắn hạn	10.880.768	12.066.810	13.307.341	14.460.346	15.648.223
+ Tài sản dài hạn	9.565.391	10.765.391	12.272.391	13.367.391	14.507.391
+ Khấu hao lũy kế	6.394.449	6.879.949	7.477.201	8.165.060	8.908.234
+ Tài sản dài hạn	3.170.942	3.885.442	4.795.189	5.202.331	5.599.157
+ ĐTTC dài hạn	0	0	0	0	0
+ Khác	298.409	342.698	374.292	387.704	410.072
Tài sản dài hạn	3.469.351	4.228.140	5.169.481	5.590.035	6.009.228
Tổng Tài sản	**14.350.119**	**16.294.950**	**18.476.823**	**20.050.381**	**21.657.451**
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	435.722	507.071	543.057	576.571	608.350
+ Vay ngắn hạn	2.536.306	2.622.362	3.194.162	3.299.033	3.442.469
+ Khác	572.429	657.388	717.993	743.721	786.628
Nợ ngắn hạn	**3.544.457**	**3.786.821**	**4.455.212**	**4.619.325**	**4.837.447**
+ Vay dài hạn	0	1.200.000	1.960.000	2.615.000	3.096.000
+ Phải trả dài hạn	159.883	183.612	200.540	207.726	219.710
Nợ dài hạn	159.883	1.383.612	2.160.540	2.822.726	3.315.710
Tổng nợ	**3.704.340**	**5.170.433**	**6.615.752**	**7.442.051**	**8.153.157**
+ Vốn điều lệ	3.676.482	3.676.482	3.676.482	3.676.482	3.676.482
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	528.846	528.846	528.846	528.846	528.846
+ LN giữ lại	6.440.451	6.919.189	7.655.742	8.403.002	9.298.966
+ Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	10.645.779	11.124.517	11.861.070	12.608.330	13.504.294
Tổng nguồn vốn	**14.350.119**	**16.294.950**	**18.476.823**	**20.050.381**	**21.657.451**

Lưu chuyển tiền	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Tiền đầu năm	**539.203**	**272.163**	**312.557**	**341.372**	**353.604**
LNST	**1.916.483**	**1.949.331**	**2.207.146**	**2.217.852**	**2.366.557**
+ Khấu hao lũy kế	460.196	485.500	597.253	687.859	743.174
+ Điều chỉnh	-4.854	-20.560	-14.666	-6.226	-10.383
+ Thay đổi VLĐ	-12.673	-989.340	-1.115.126	-1.081.530	-1.092.790
Tiền từ HĐKD	**2.359.152**	**1.424.931**	**1.674.607**	**1.817.954**	**2.006.557**
+ Thanh lý TSCĐ	371	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-367.109	-1.200.000	-1.507.000	-1.095.000	-1.140.000
+ Đầu tư ròng	#N/A N/A	0	0	0	0
+ Khác	-833.000	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	**-1.199.738**	**-1.200.000**	**-1.507.000**	**-1.095.000**	**-1.140.000**
+ Cổ tức đã trả	-1.248.397	-1.470.593	-1.470.593	-1.470.593	-1.470.593
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	7.166.455	86.056	571.801	104.871	143.436
+ Nợ dài hạn	-7.343.729	1.200.000	760.000	655.000	481.000
+ Khác	-782	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	**-1.426.454**	**-184.537**	**-138.792**	**-710.722**	**-846.157**
Lưu chuyển tiền	-267.040	40.394	28.815	12.233	20.400
Tiền cuối năm	**272.163**	**312.557**	**341.372**	**353.604**	**374.004**

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Giang Đặng Ánh Phương

Chuyên viên Phân tích

gdaphuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich

Bloomberg: VCBS <GO>