

CTCP Đường Quảng Ngãi (UpCom: QNS)**Khuyến nghị THEO DÕI**

Giá hiện tại	49,000
Giá mục tiêu	52,000
% tăng giá	6.1%
Ngày báo cáo	15/09/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	18,014
KLGD TB/ngày (10n)	277,720
% sở hữu NĐTNN	9.02%
SLCP lưu hành	367,648,153
SLCP niêm yết	367,648,153
P/E trailing	9.18
P/B (gần nhất)	1.67
ROA	12.69%
ROE	18.84%
EPS	5,285
Book value	28,962

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS) là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành thực phẩm và đồ uống tại Việt Nam. Doanh nghiệp nổi tiếng với vị thế thống trị mảng sữa đậu nành bao bì giấy nhờ thương hiệu quốc dân Vinasoy và Fami, nắm giữ khoảng 90% thị phần toàn quốc và đứng thứ 2 về thị phần đường nội địa tại Việt Nam. Bên cạnh đó, QNS sở hữu chuỗi giá trị tích hợp hiệu quả từ nông nghiệp đến chế biến với sản phẩm Đường An Khê, nhà máy điện sinh khối và các dòng bánh kẹo BiscaFun, nước khoáng Thạch Bích. Nhờ nền tảng tài chính lành mạnh, dòng tiền ổn định cùng năng lực quản trị hiệu quả, QNS liên tục duy trì đà tăng trưởng bền vững qua các năm.

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Một vài điểm sáng giữa bối cảnh ngành còn nhiều khó khăn

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Đường Quảng Ngãi (Upcom: QNS) với khuyến nghị **THEO DÕI** và giá hợp lý là **52,000 VND/cổ phiếu**, tương ứng mức chênh lệch là 6.1% so với giá đóng cửa ngày 10/09/2026. Chúng tôi đánh giá triển vọng của QNS được duy trì ổn định và không có nhiều dư địa bứt phá mạnh mẽ trong thời gian tới.

El Nino có thể là điểm sáng cho giá đường năm sau

Việc kinh doanh đường của QNS nói riêng và ngành đường nói chung đang gặp nhiều khó khăn, chủ yếu do giá bán quá thấp nhưng chi phí sản xuất neo cao mòn biên lợi nhuận gộp. Xu hướng này được dự báo sẽ cải thiện cuối năm khi cao điểm vụ ép qua đi, khiến cung đường ra thị trường không còn nhiều như trước và giúp cải thiện giá bán của doanh nghiệp.

Theo Tổ chức Khí tượng Thế giới (WMO), năm 2026 – 2027 sẽ chứng kiến một trong những siêu El Nino chưa từng ghi nhận trước đây. Tình trạng khô hạn và thiếu nước vào cuối năm 2026, đầu năm 2027 có thể sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn cung mía nguyên liệu trong nước, khiến các nhà máy điều chỉnh giá bán tăng.

Sữa đậu nành khởi sắc nhưng kéo theo chi phí gia tăng

Kết thúc 6 tháng đầu năm, QNS ghi nhận KQKD mảng sữa đậu nành tăng trưởng khởi sắc cả về sản lượng và giá bán nhờ cao điểm mùa nóng và gia tăng phân khúc sữa hạt cao cấp. Tuy nhiên, mức tăng trưởng này lại kéo theo chi phí bán hàng gia tăng do chính sách khuyến mại và thúc đẩy tiêu dùng, gây áp lên tăng trưởng biên lợi nhuận. Ngoài ra, xu thế tăng giá trở lại của đậu nành thế giới cũng kéo theo rủi ro về giá nguyên liệu đầu vào cho doanh nghiệp.

Khuyến nghị

Haseco ước tính doanh thu thuần và LNST hợp nhất năm 2026 lần lượt đạt 12,255 tỷ đồng (+16% YoY) và 1,909 tỷ đồng (-0.4% YoY). Điều này đến từ sản lượng tiêu thụ đường và sữa tăng trưởng tích cực nhưng áp lực giá bán đường thấp kèm chi phí marketing sữa cao bào mòn lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của QNS. Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Đường Quảng Ngãi (UPCOM: QNS) với khuyến nghị **THEO DÕI** cùng giá hợp lý là **52,000 VND/cổ phiếu**, tương ứng mức chênh lệch là 6.1%.

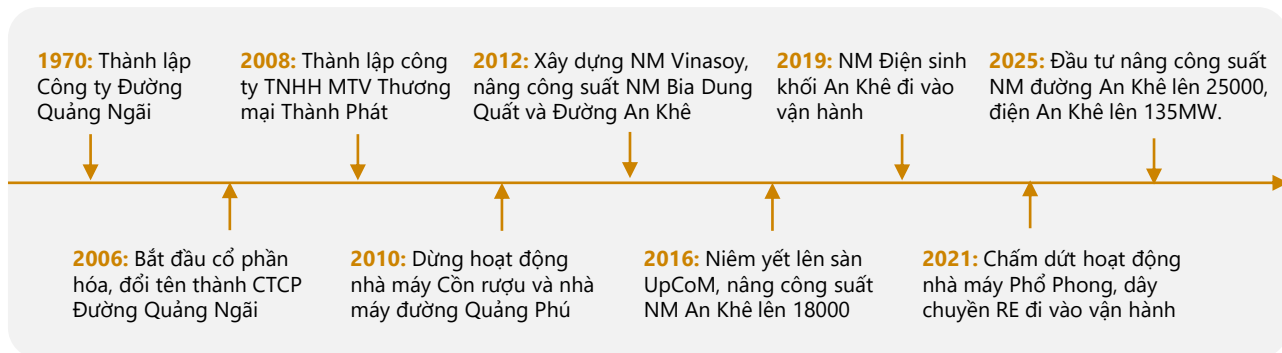
A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành



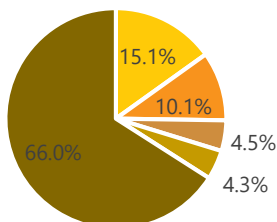
Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS) được cổ phần hóa năm 2005 theo Quyết định số 2610/QĐ/BNN-ĐMDN của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, trên cơ sở chuyển đổi từ Công ty Đường Quảng Ngãi có lịch sử hoạt động từ những năm 70 của thế kỷ XX. Hiện QNS giữ vị thế dẫn đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực mía đường, sữa đậu nành bao bì hộp giấy và các thực phẩm dinh dưỡng từ thực vật. Doanh nghiệp chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ ngày 01/01/2006 và bắt đầu giao dịch trên sàn UPCoM từ cuối năm 2016. Đến nay, QNS trực tiếp quản lý và vận hành 16 đơn vị trực thuộc cùng 1 công ty con, sở hữu nhà máy đường An Khê công suất lớn nhất Việt Nam và hệ thống nhà máy Vinasoy thống lĩnh thị phần nội địa, qua đó duy trì vị thế thống trị trong lĩnh vực tiêu dùng và dinh dưỡng thực vật Việt Nam.

Lịch sử hình thành



Nguồn: QNS

Cơ cấu cổ đông



- Thương mại Thành Phát
- Võ Thành Đảng
- Nutrifood
- Nutrifood Bình Dương
- Khác

Nguồn: QNS

II. Cơ cấu cổ đông

QNS (CTCP Đường Quảng Ngãi) có cơ cấu sở hữu khá phân mảnh và không có cổ đông lớn nắm giữ quyền chi phối trực tiếp. Trong đó, cổ đông lớn nhất là Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát nắm giữ khoảng 15.1% vốn điều lệ - tuy nhiên đây lại là công ty con do QNS sở hữu 100% cổ phần. Cá nhân sở hữu tỷ lệ lớn nhất trong HĐQT là ông Võ Thành Đảng (Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc) nắm giữ khoảng 10.1% cổ phần. Khối ngoại hiện chiếm xấp xỉ 8.96% cổ phần, và phần còn lại thuộc về các cổ đông nhỏ lẻ, người lao động cùng các nhà đầu tư khác.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

III. Cơ cấu tổ chức

Hiện nay, QNS hoạt động theo mô hình Công ty mẹ - các đơn vị trực thuộc, với 1 công ty con là TNHH MTV Thương mại Thành Phát (sở hữu 100% vốn) cùng 15 chi nhánh hạch toán phụ thuộc, hình thành hệ sinh thái khép kín và tuần hoàn từ nghiên cứu phát triển giống, tự chủ vùng nguyên liệu nông nghiệp (mía, đậu nành) đến chế biến sâu hàng tiêu dùng, dinh dưỡng thực vật và điện sinh khối. Mô hình này giúp QNS tăng cường khả năng kiểm soát và điều phối tập trung, đồng thời đảm bảo tính đồng bộ, nâng cao hiệu quả hoạt động và tối ưu hóa chuỗi giá trị trên toàn bộ hệ thống các nhà máy và đơn vị trực thuộc do doanh nghiệp quản lý.

QNS quản lý 1 hệ thống sản xuất trải dài trên các lĩnh vực từ thực phẩm như đường, sữa, bia, bánh kẹo cho tới đầu vào sản xuất như điện và nước. Điều này vừa giúp gia tăng sự đa dạng trong hoạt động kinh doanh của QNS, đồng thời tạo nên một hệ sinh thái khép kín hỗ trợ tối ưu chi phí và đầu ra cho nguyên liệu.

Lĩnh vực sản xuất	Tên nhà máy	Công suất
Đường	Nhà máy đường An Khê	18,000 TMN
	Dây chuyền đường RE	1,000 TMN
Sữa đậu nành	Nhà máy Vinasoy Bắc Ninh	180 triệu lít/năm
	Nhà máy sữa Vinasoy Quảng Ngãi	120 triệu lít/năm
	Nhà máy sữa Vinasoy Bình Dương	95 triệu lít/năm
Bánh kẹo	Nhà máy bánh kẹo Biscafun	12,000 tấn
Bia	Nhà máy bia Dung Quất	100 triệu lít/năm
Nước	Nhà máy nước khoáng Thạch Bích	150 triệu lít/năm
Điện	Nhà máy điện sinh khối	95 MW

Nguồn: QNS

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

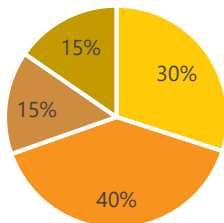
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Cơ cấu doanh thu 2025

- Sản phẩm đường
- Sản phẩm Sữa đậu nành
- Thành Phát
- Khác



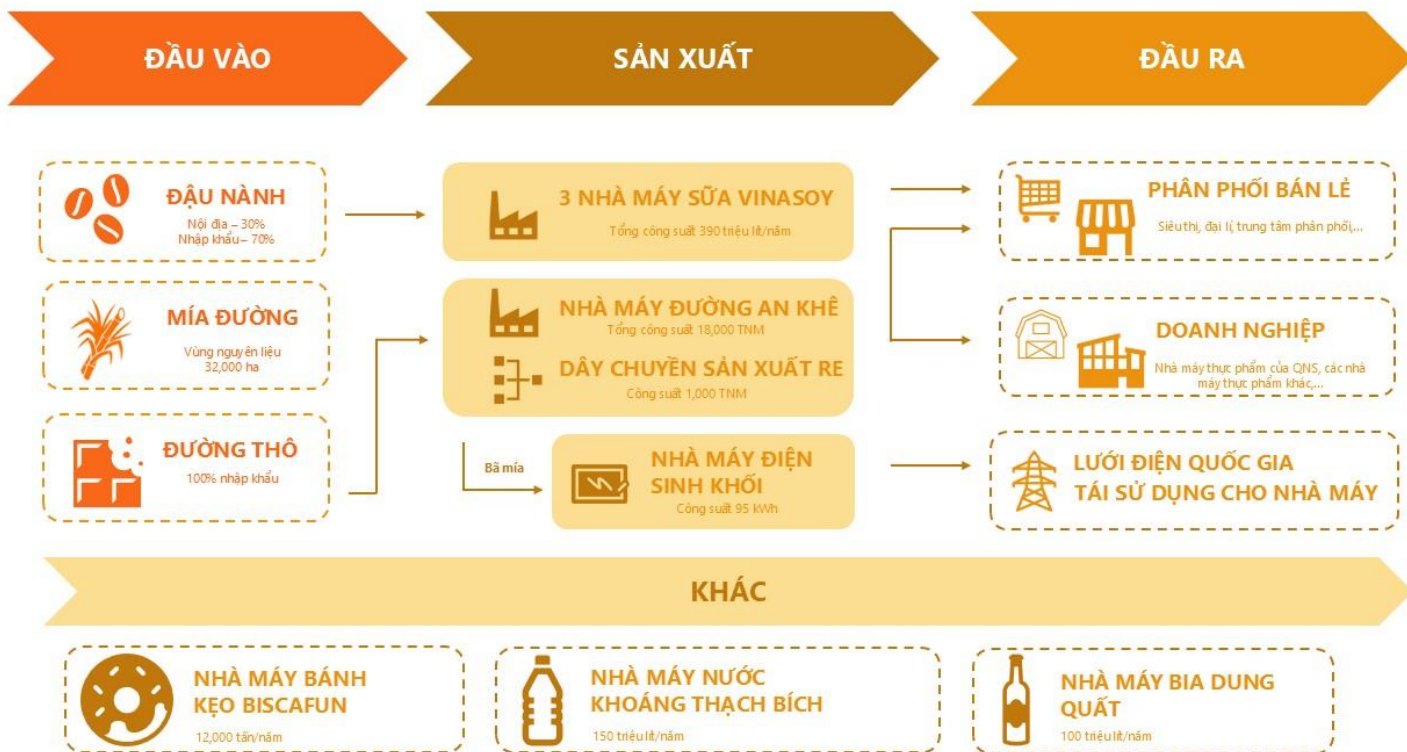
Nguồn: QNS

IV. Mô hình kinh doanh

Việc sở hữu và quản lý chuỗi liên kết khép kín từ nghiên cứu chọn tạo giống, tự chủ vùng nguyên liệu nông nghiệp đến chế biến sâu giúp QNS kiểm soát xuyên suốt các hoạt động trong hệ sinh thái kinh tế tuần hoàn, từ trồng trọt gieo hạt, ép mía đường, phát điện sinh khối từ phụ phẩm bã mía đến sản xuất sữa đậu nành và dinh dưỡng thực vật.

Doanh thu của QNS chủ yếu đến từ hai mảng kinh doanh cốt lõi, gồm mảng sữa đậu nành và mảng đường (đóng góp phần lớn tỷ trọng doanh thu của doanh nghiệp), còn lại là từ các mảng phụ trợ điện sinh khối, bia, bánh kẹo và đồ uống giải khát khác.

Mô hình kinh doanh QNS



Nguồn: QNS, Haseco tổng hợp

1. Mảng sữa đậu nành (40% doanh thu)

QNS sở hữu 2 thương hiệu lớn là Fami và Vinasoy cùng thương hiệu sữa hạt đang lên là Veyo, đồng thời là nhà sản xuất sữa đậu nành lớn nhất nội địa khi chiếm tới hơn 90% thị phần toàn ngành, với công suất khoảng 395 triệu lít sữa các loại mỗi năm.

Nguyên liệu chủ yếu là đậu nành với 30% được thu mua nội địa hoặc đến từ vùng nguyên liệu 9,000 ha, 70% còn lại được nhập khẩu chủ yếu từ Canada.

2. Mảng đường (30% doanh thu)

QNS sở hữu nhà máy đường An Khê với công suất lớn nhất cả nước, đạt 18,000 TNM. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng sở hữu một vùng trồng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

nguyên liệu mía đường rộng khoảng 32,000 ha, tập trung chủ yếu tại 2 tỉnh Gia Lai và Quảng Ngãi, cung cấp trung bình khoảng 2 triệu tấn mía nguyên liệu mỗi năm cho nhà máy đường An Khê. Sản phẩm chính của nhà máy này là đường kính trắng RS, là đầu vào của ngành công nghiệp sản xuất thực phẩm và tiêu dùng hàng ngày. Bên cạnh đó, QNS cũng sở hữu một dây chuyền sản xuất đường RE cao cấp với công suất 1,000 TNM, với nguyên liệu đầu vào chính là đường thô nhập khẩu. Đường RE thường có chất lượng giá bán cao hơn so với đường RS thông thường mà nhà máy An Khê sản xuất, mức chênh lệch dao động từ 15 – 20%.

Mía đường chiếm khoảng từ 75 – 80% trong cơ cấu chi phí sản xuất đường. Lợi nhuận mỏng đường của doanh nghiệp vì thế chịu sự biến động lớn của cả giá mía đầu vào và giá đường đầu ra trên thị trường.

3. Bán hàng thương phẩm

Doanh thu từ mảng này đến chủ yếu từ công ty con TNHH MTV Thành Phát trong hệ sinh thái của QNS, hỗ trợ phân phối các sản phẩm trong nội bộ hệ sinh thái ra thị trường tiêu dùng.

4. Khác

Bên cạnh các hoạt động kinh doanh trên, QNS còn vận hành một số mảng khác như điện sinh khối, bánh kẹo, bia và nước khoáng đóng chai. Tổng các mảng sản phẩm này chiếm tỉ trọng khoảng 15% trong cơ cấu doanh thu.

V. Cập nhật tình hình kinh doanh

1. Kết quả kinh doanh Q2/2026

QNS ghi nhận doanh thu thuần 3,289 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 12.7% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc mảng sữa đậu nành ghi nhận doanh thu đạt 1,601 tỷ đồng, tăng 11.62% so với năm 2025 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 9% do đặc thù thời tiết nắng nóng vào Q2, và giá bán bình quân cũng tăng 9.2% so với cùng kỳ nhờ tăng mạnh tiêu thụ sản phẩm phân khúc cao cấp, đặc biệt là dòng sữa hạt cao cấp Veyo tăng trưởng khoảng 50% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp cũng tăng trưởng tích cực khi đạt 1,169 tỷ đồng, hỗ trợ biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ khoảng 2 đpt, chủ yếu nhờ sự tích cực từ mảng sữa đậu nành.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh thêm 48.63% so với cùng kỳ do áp lực đến từ các chi phí marketing, chiến dịch quảng cáo và chiến dịch ưu đãi khuyến mãi nhằm thu hút khách hàng.

Sản lượng Q2/2026

Sản lượng (cả nội bộ)	Q2/26	%YoY	6T2026	%YoY
Sữa đậu nành (triệu lít)	82	9%	140	10%
Đường (tấn)	67,000	24%	126,000	40%

Nguồn: QNS

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2026 của QNS

Tỷ đồng	Q2/26	%YoY	6T2026	%YoY
Doanh thu thuần	3,289	12.70%	6,052	16.70%
Lợi nhuận sau thuế	567	4%	958	2%
Doanh thu từng mảng				
- Đường	1,031	7.80%	1,965	16.30%
- Sửa đậu nành	1,601	16.20%	2,740	18.40%
- Thương mại Thành Phát	473	-13.20%	901	-0.50%
- Khác	575	4.70%	1,196	9.50%

Nguồn: QNS

2. Năng lực tài chính

- **Cấu trúc tài sản:** QNS sở hữu cấu trúc tài sản tập trung mạnh mẽ vào tài sản ngắn hạn và có tính thanh khoản cao. Tổng lượng tiền mặt và tiền gửi của QNS đạt hơn 8,468 tỷ đồng, chiếm tới 58.6% tổng tài sản của toàn doanh nghiệp và tăng trưởng đều qua các năm do doanh nghiệp duy trì sản xuất kinh doanh ổn định và không có dự án đầu tư mới lớn.
- **Cấu trúc nguồn vốn:** QNS có hệ số D/E lành mạnh = 0.35, trong đó chủ yếu là nợ vay ngắn hạn. Hệ số thanh toán hiện hành đạt 2.94, cao hơn so với trung bình ngành, thể hiện áp lực tài chính thấp. Nhìn chung, QNS đang sở hữu cấu trúc vốn tối ưu và dư địa tài chính khổng lồ, tạo nền tảng thuận lợi để doanh nghiệp sẵn sàng tài trợ cho các dự án trong tương lai.
- **Hoạt động tài chính:** Chi phí lãi vay của QNS luôn duy trì ở mức thấp so với tiền mặt do cơ cấu nợ ngắn hạn chiếm ưu thế và tỷ lệ nợ thấp. Doanh thu từ hoạt động tài chính của doanh nghiệp cũng ở mức cao và tăng trưởng đều đặn với mức lãi tiền gửi đạt 272,2 tỉ đồng trong năm 2025 nhờ nguồn tiền gửi dồi dào. Doanh nghiệp cũng duy trì tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền đều đặn, từ 30% - 40% hàng năm.

Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

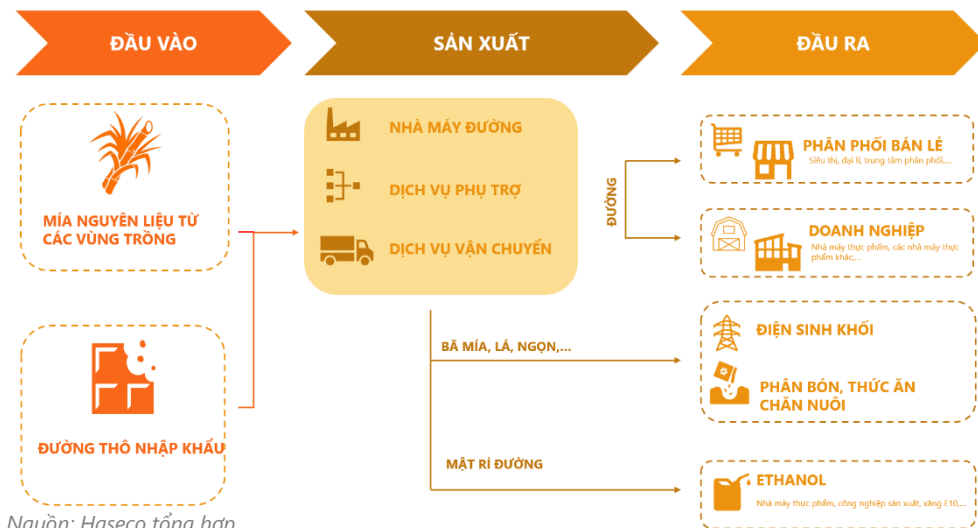
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

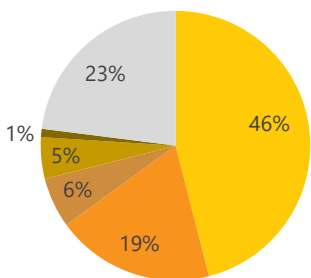
B. TỔNG QUAN NGÀNH ĐƯỜNG VIỆT NAM

Chuỗi giá trị ngành hàng đường



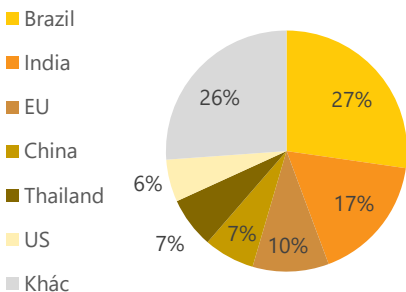
Nguồn: Haseco tổng hợp

Thị phần mía đường nội địa



■ SBT ■ QNS ■ SLS ■ LSS ■ KTS ■ Khác
 Nguồn: Haseco tổng hợp

Tỉ trọng sản lượng đường quốc tế



Nguồn: CZ App

QNS là nhà sản xuất đường lớn thứ 2 cả nước đối với thị phần nội địa. Nhờ vùng nguyên liệu rộng lớn gần một cơ sở sản xuất quy mô lớn nhất cả nước, QNS đạt được hiệu quả chi phí sản xuất cạnh tranh hơn so với các đối thủ trong nước còn lại và gần như tương đương với các đối thủ Thái Lan sau khi đã áp dụng các mức thuế chống bán phá giá. Áp lực cạnh tranh lớn nhất của doanh nghiệp đến chủ yếu từ đường nhập lậu, vốn có chi phí sản xuất rẻ hơn trong nước và không phải chịu các rào cản và hạn ngạch nhập khẩu.

Đường là nguyên liệu đầu vào quan trọng trong ngành thực phẩm và cũng là một thực phẩm thiết yếu không thể thiếu trong đời sống. Phần lớn đường trong nước được sản xuất từ cây mía, sau khi qua khâu chế biến sẽ cho ra đường tinh luyện. Có 2 loại đường tinh luyện phổ biến là RS (Refined Standard, độ tinh khiết trên 99.5%) và RE (Refined Extra, độ tinh khiết trên 99.8%). Ngoài ra, quá trình sản xuất cũng sinh ra các phụ phẩm có giá trị kinh tế cao như mật rỉ đường, bã mía,... là nguyên liệu đầu vào quan trọng của ngành công nghiệp ethanol, điện và phân bón.

Một niên vụ trồng mía thường bắt đầu từ tháng 8 – tháng 10, trùng vào mùa mưa và tiến hành thu hoạch cơ giới và sản xuất đường từ giữa mùa khô năm sau. Do đó, điểm rơi doanh thu của một năm đối với các doanh nghiệp sản xuất thường sẽ diễn ra vào quý 2, trùng với cao điểm mùa khô. Đây cũng là thời điểm thu hoạch tốt nhất khi điều kiện thời tiết khô nóng sẽ hạn chế nước trong cây mía, giúp chữ đường ở mức lý tưởng phù hợp cho sản xuất công nghiệp.

Niên vụ 2025/26 chứng kiến sản lượng đạt 12.98 triệu tấn, tăng 2.5% svck. Cao điểm mùa ép đã khiến giá đường trong thời gian gần đây sụt giảm mạnh về mức 16,000 VND, tạo áp lực chung nên doanh thu lợi nhuận của toàn ngành, trong bối cảnh tồn kho còn cao hạn chế khả năng hấp thụ của nhu cầu và việc các nhà máy duy trì chính sách thu mua giá mía trên 1 triệu đồng/tấn.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
 Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

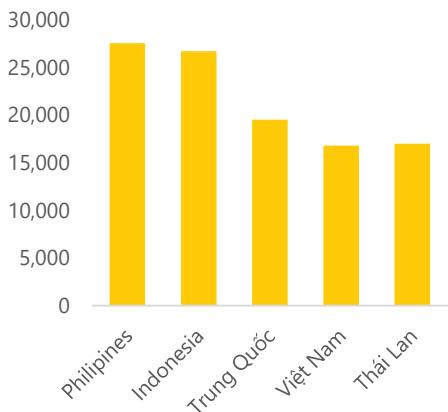
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
 Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
 Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

So sánh giá đường bình quân nội địa

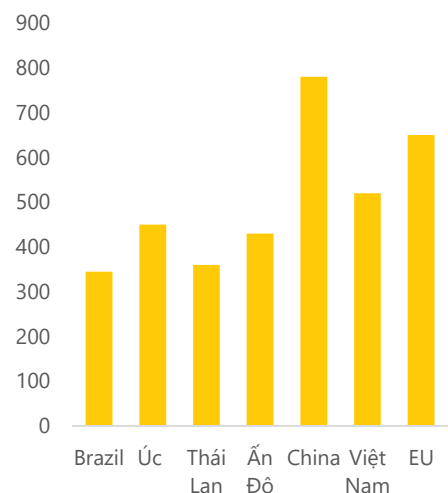
Đơn vị: đồng/kg



Nguồn: VSSA

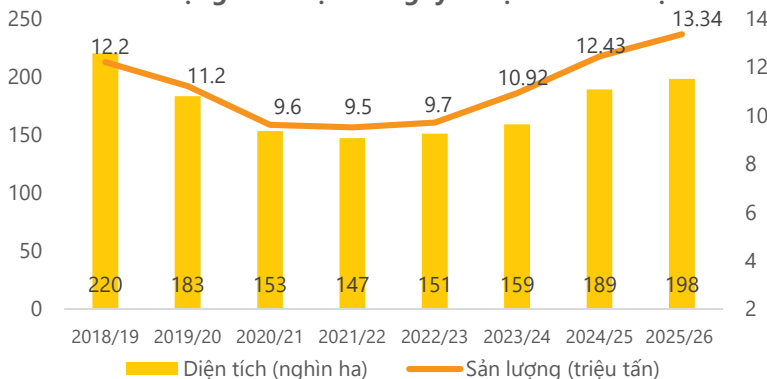
Chi phí sản xuất tại một số nơi

Đơn vị: USD/tấn



Nguồn: CZ App

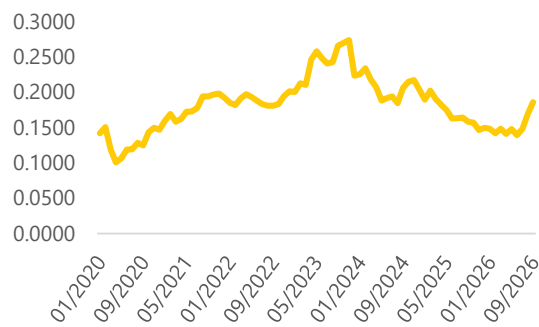
Sản lượng tiêu thụ mía nguyên liệu các niên vụ



Nguồn: VSSA

Giá đường thô thế giới

Đơn vị: USD/lbs



Nguồn: Macrotrend, ước tính

Chúng tôi dự báo, ngành mía đường Việt Nam vẫn gặp rất nhiều thách thức trong các giai đoạn tiếp theo, nhất là trong bối cảnh các chính sách hỗ trợ ngành công nghiệp sản xuất đường trong nước vẫn chưa thực sự hiệu quả qua **(1) Tình trạng nhập lậu, trái ngạch giá rẻ vẫn còn vô cùng phổ biến (2) Giá đường trong nước còn thấp do áp lực từ nguồn cung quá lớn và tình trạng tồn kho luôn ở mức cao.**

Một trong những đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam trong khu vực chính là Thái Lan. Chính phủ Thái Lan quy định cơ chế phân chia doanh thu từ bán đường theo tỉ lệ 70% cho người trồng mía và 30% cho nhà máy đường, giúp đảm bảo thu nhập ổn định cho người nông dân, từ đó đảm bảo nguồn cung ổn định cho các nhà máy đường, từ đó đảm bảo giá đầu vào luôn ở mức thấp. Thái Lan cũng thực hiện phân chia hạn ngạch đường tiêu thụ trong nước và xuất khẩu, từ đó nâng giá đường trong nước nhằm trợ giá xuất khẩu. Ngoài ra, chính phủ còn thành lập quỹ trợ giá mía đường xuất khẩu riêng, nhằm đối phó với những thời điểm giá đường bị giảm nghiêm trọng. Chính những chính sách này khiến cho chi phí sản xuất đường của Thái Lan vô cùng cạnh tranh khi chỉ đạt khoảng 350 USD/ tấn, thấp hơn rất nhiều so với Việt Nam và các nước khác trên thế giới.

Nhằm đối phó với tình trạng này, chính phủ Việt Nam đã ban hành các quy định về thuế CBPG và thuế chống trợ cấp với nhiều mặt hàng đường của Thái Lan, với tổng mức thuế suất khoảng 47.64% và đã được gia hạn đến năm 2031. Tuy vậy, tình trạng nhập lậu, nhập trái ngạch đường từ quốc gia này vẫn diễn ra thường xuyên, khiến tồn kho giá rẻ tăng cao gây áp lực cạnh tranh rất lớn lên các cơ sở sản xuất trong nước. Giá thấp kèm theo chi phí sản xuất cao khiến các doanh nghiệp trong nước thường xuyên gặp nhiều khó khăn.

Việc nguồn cung lớn cũng ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng hấp thụ của nhu cầu trong nước và tác động trực tiếp đến giá đường Việt Nam, khiến giá đường trong nước có xu hướng thấp hơn khu vực. Tuy vậy, Việt Nam lại ít có khả năng xuất khẩu lượng tồn kho dư thừa khi giá thành sản xuất cao hơn đáng kể so với các cường quốc xuất khẩu đường khác trên thế giới khiến nguồn cung vẫn được dự báo sẽ dư thừa đáng kể trong các niên vụ sắp tới.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

C. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

I. Mảng đường có dấu hiệu khởi sắc

(1) Giá đường phục hồi sau nền thấp

Giá đường trong nước đã luôn suy giảm kể từ sau khi đạt đỉnh hồi đầu năm 2024 và duy trì mức nền thấp nhất trong 4 năm trở lại đây do áp lực từ đường lậu và nguồn cung dồi dào trong vụ ép. Chúng tôi dự báo giá đường có thể hồi phục nhẹ lên mức 18,000 VND trong giai đoạn cuối năm, chủ yếu nhờ vụ ép 2025/26 đã kết thúc, các doanh nghiệp bắt đầu giai đoạn gieo trồng vùng nguyên liệu niên vụ mới nên nguồn cung sẽ giảm. Nhìn chung, về dài hạn, để giá đường khởi sắc đòi hỏi các biện pháp thắt chặt hơn nữa đối với đường nhập lậu và cơ chế hỗ trợ sản xuất trong nước.

Tổ chức Khí tượng Thế giới (WMO) vừa mới công bố cập nhật kịch bản dự báo El Nino cho thấy chuẩn sai nhiệt độ bề mặt biển ở khu vực cận xích đạo đông Thái Bình Dương lên tới 3.5°C - 4°C. Đây sẽ là một SIÊU EL-NINO chưa từng ghi nhận trước đây.

El Nino sẽ thường ảnh hưởng vào giai đoạn muộn của nó, tức là vào khoảng tháng 1, tháng 2 năm 2027 trở đi chúng ta mới thấy rõ tác động khi mà tình trạng hạn hán, xâm nhập mặn ở ĐBSCL xảy ra nghiêm trọng. Tình trạng thiếu nước ngọt, tụt mạch nước ngầm ở Tây Nguyên, Nam Trung Bộ, và ĐBSCL sẽ trở nên khốc liệt và kéo dài tới đầu mùa hè năm 2027, thậm chí có thể kéo dài tới giữa mùa hè mới có các cơn mưa đầu tiên. Tại Thái Lan, sản lượng đường cũng dự kiến sẽ giảm ít nhất 17% do tác động của hạn hán gây ra bởi El Nino.

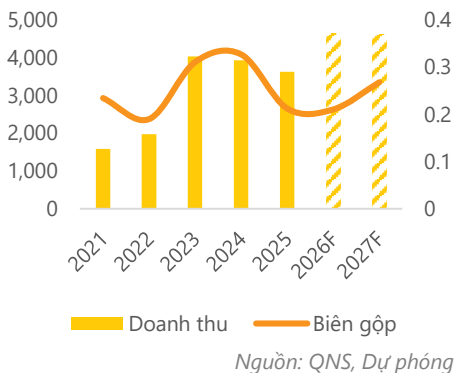
Chúng tôi đánh giá điều này sẽ ảnh hưởng xấu lên sản lượng mía đường của các vùng nguyên liệu tại miền Nam, Tây Nguyên và Nam Trung Bộ trong bối cảnh cao điểm vụ ép mùa khô. Với việc đợt El Nino này được đánh giá có cường độ tương tự như đợt El Nino trong giai đoạn 2015 – 2016, chúng tôi đưa ra kịch bản khả thi khi giá đường có thể sẽ có mức tăng xấp xỉ từ 30%, phù hợp với mức tăng thận trọng khi so sánh với giai đoạn siêu El Nino 2015 – 2016. Giá đường bình quân qua đó được chúng tôi dự báo sẽ có thể đạt mức trên 20,000 VND/kg. Đây có thể sẽ là một tín hiệu tích cực cho biên lợi nhuận của QNS

(2) Lợi nhuận mảng đường hầu như đi ngang

Chúng tôi dự báo sản lượng mía đường của QNS trong niên vụ 2026 – 2027 sẽ giảm khoảng 18% svck, một mức thận trọng do lo ngại ảnh hưởng của El Nino. Chúng tôi dự báo tổng sản lượng mía đường từ các vùng nguyên liệu sẽ đạt xấp xỉ 2.0 triệu tấn, tương đương với lượng đường thu được khoảng hơn 210,000 tấn đường, giảm khoảng 19% so với niên vụ trước đó. Tuy nhiên, giá bán đường được chúng tôi dự báo tăng trưởng tốt vào khoảng 30% svck trong cao điểm vụ ép do lo ngại nguồn cung thiếu hụt, do đó tạo dư địa tăng trưởng tích cực cho lợi nhuận mảng đường, nhất là trong bối cảnh các vùng nuôi liên kết hộ nông dân của QNS sẽ hạn chế tối đa biến động giá đầu vào mía đường nguyên liệu cho các nhà máy của doanh nghiệp.

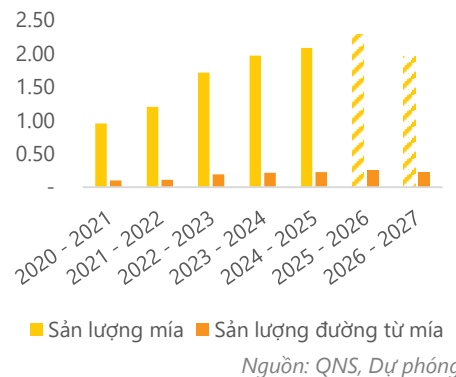
Dự báo doanh thu mảng đường QNS

Đơn vị: tỷ đồng



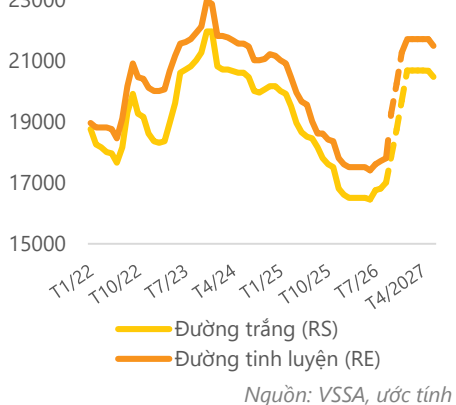
Tổng sản lượng mía đường từ các vùng nguyên liệu

Đơn vị: Triệu tấn



Diễn biến giá đường trong nước

Đơn vị: VND/kg



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

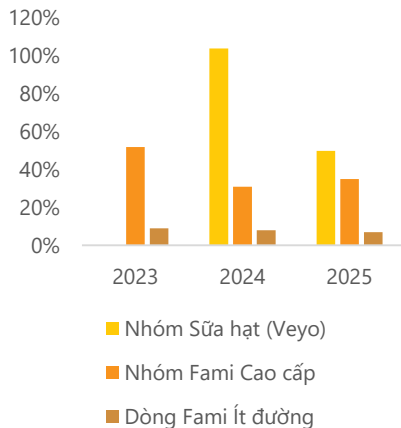
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Tăng trưởng các dòng sản phẩm trung và cao cấp

Đơn vị: %YOY



Nguồn: QNS

II. Màng sữa đậu nành tiếp tục là trụ cột cho dòng tiền của QNS

(1) Tiêu thụ khởi sắc nhờ dòng sữa hạt cao cấp

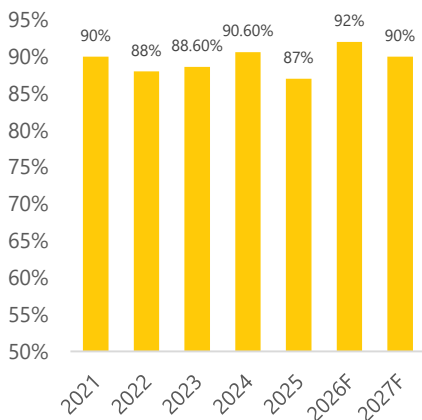
Định hướng chiến lược của QNS là đẩy mạnh mở rộng sang dòng sản phẩm sữa hạt ở phân khúc cao cấp nhằm bắt kịp xu hướng tiêu dùng lành mạnh. Dư địa tại phân khúc này hiện còn rất lớn cùng tốc độ tăng trưởng thị trường duy trì ở mức tương đối tích cực. Chúng tôi kỳ vọng các sản phẩm mới tiên phong này sẽ là động lực chính giúp QNS duy trì đà tăng trưởng cả về doanh thu lẫn lợi nhuận. Lợi thế này đến từ việc các dòng sản phẩm cao cấp thiết lập được giá bán tốt hơn, kèm theo đó là khả năng tối ưu hóa biên lợi nhuận gộp nhờ việc tận dụng triệt để hệ thống dây chuyền sản xuất sữa đậu nành hiện hữu mà không mất quá nhiều chi phí đầu tư ban đầu. Theo dự báo, nhóm sản phẩm sữa hạt cao cấp của QNS có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng ấn tượng từ 30% – 50% trong giai đoạn tiếp theo, đóng vai trò đòn bẩy quan trọng giúp cải thiện giá bán bình quân cho của doanh nghiệp trong thời gian sắp tới.

(2) Dư địa tăng trưởng vẫn còn trong phân khúc sữa đậu nành

Việt Nam liên tục nằm trong top 5 quốc gia tiêu thụ các sản phẩm sữa đậu nành lớn nhất thế giới. Ưu thế này đến từ việc sản phẩm có giá thành vô cùng hợp lý, hàm lượng dinh dưỡng cao, nguồn gốc hoàn toàn từ thực vật và đặc biệt không chứa lactose, giúp sản phẩm dễ dàng tiếp cận mọi phân khúc người tiêu dùng từ bình dân đến cao cấp. Đáng chú ý, thị trường sữa đậu nành có thương hiệu tại Việt Nam hiện chỉ mới chiếm khoảng 35% tổng quy mô, trong khi 65% dư địa còn lại vẫn thuộc về các sản phẩm sữa tự nấu không nhãn hiệu hoặc cơ sở nhỏ lẻ.

Chúng tôi tin rằng, trong bối cảnh ý thức chăm sóc sức khỏe của người tiêu dùng ngày càng được nâng cao cùng sự phủ sóng mạnh mẽ của kênh bán lẻ hiện đại (MT), QNS hoàn toàn đủ khả năng chuyển dịch phần thị trường phi chính thức này sang dòng sản phẩm đóng gói của mình. Nhờ lợi thế thương hiệu lâu đời (Vinasoy, Fami), danh mục sản phẩm đa dạng và giá cả cạnh tranh được tối ưu nhờ khả năng tự chủ một phần chi phí đầu vào như đường, điện sinh khối và nguyên liệu đậu nành, QNS sở hữu nền tảng vững chắc để tiếp tục gia tăng quy mô thị phần và củng cố vị thế dẫn đầu trong dài hạn.

Thị phần sữa đậu nành QNS



Nguồn: Haseco tổng hợp, ước tính

Sản phẩm	Quy cách	Giá trung bình/ml	Phân khúc
Veyo sữa hạt	Thùng 180 x 30	55.5đ	Cao cấp
Fami cao cấp	Thùng 180 x 36	23.92đ	Trung cấp
Fami nguyên chất	Thùng 200 x 40	18.75đ	Rẻ, dễ tiếp cận

Nguồn: QNS

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

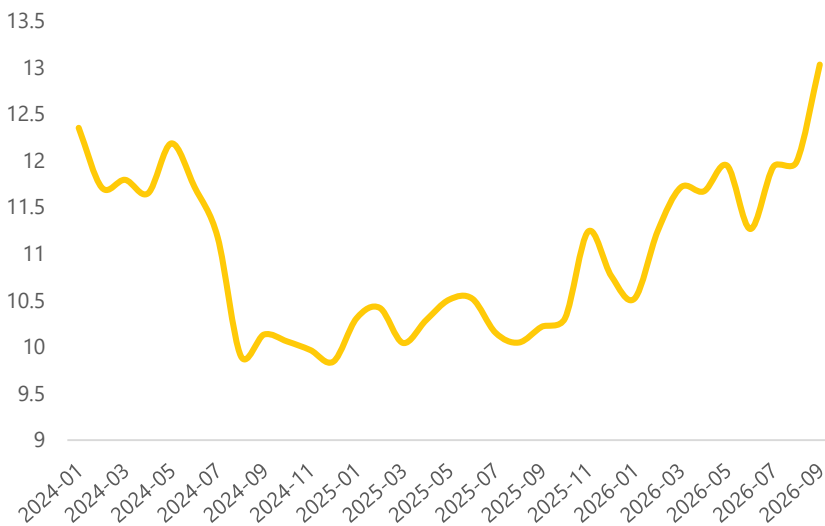
(3) Giá đậu nành tăng trở lại cùng áp lực chi phí bán hàng

Bên cạnh các yếu tố tích cực, chúng tôi cũng nhận thấy các yếu tố chi phí của QNS trong giai đoạn có xu hướng tăng, gây áp lực lên lợi nhuận kỳ vọng của QNS. Cụ thể, giá đậu nành thế giới đã hồi phục tích cực lên mức trên 13 USD/Bu trong giai đoạn đầu Q3, tăng khoảng 30% so với mức nền thấp 2024/25. Mức tăng này đến chủ yếu từ nguồn cung được dự báo sẽ gặp nhiều điều kiện thời tiết bất lợi do cao điểm El Nino sẽ bắt đầu từ cuối năm nay và giai đoạn đầu năm sau, gây ra thời tiết khô hạn cho các vùng trồng đậu nành lớn nhất thế giới tại Nam Mỹ. Mức giá này sẽ có thể tiếp tục tăng trong giai đoạn sắp tới, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận mảng sữa đậu nành vốn có đầu vào nhập khẩu là 70%.

Ngoài ra, áp lực cũng gia tăng tới từ chi phí bán hàng dành cho các sản phẩm sữa đậu nành mới ra mắt, khi doanh nghiệp phải thực hiện nhiều chính sách khuyến mãi và thúc đẩy người tiêu dùng, khiến cho chi phí gia tăng. Chúng tôi dự báo mức chi phí này sẽ tiếp tục leo cao trong bối cảnh doanh nghiệp đẩy mạnh các sản phẩm ở phân khúc cao cấp và đặc thù chi phí marketing cuối năm thường cao hơn để kích thích tiêu dùng sau khi đã qua cao điểm nhu cầu của Q2.

Giá đậu nành thế giới

Đơn vị: USD/Bu



Nguồn: Macrotrend

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

***Yếu tố cần theo dõi:**

Hiện tại, doanh nghiệp đang có các kế hoạch mở rộng sản xuất, trong đó đáng chú ý nhất là việc mở rộng công suất từ 18,000 TMN lên 25,000 TMN của nhà máy đường An Khê đã được trao quyết định đầu tư trong tháng 04/2025, dự kiến sẽ vận hành vào giai đoạn 2027-2028. Dự án này được dự báo sẽ có tổng mức đầu tư khoảng 1,170 tỉ đồng.

Ngoài ra, doanh nghiệp cũng còn có các dự án khác như nhà máy ethanol cồn Gia Lai với công suất 200,000 lít ethanol khan mỗi ngày, có tổng mức đầu tư là 1,742 tỉ đồng và dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ Q1/2028, cùng với chủ trương nâng công suất nhà máy điện sinh khối An Khê lên 135 MW với tổng vốn đầu tư 2,753 tỉ đồng.

D. RỦI RO ĐẦU TƯ**(1) Rủi ro về cạnh tranh với đường nhập lậu và đường lỏng HFCS**

Mặc dù giá đường đang có dấu hiệu phục hồi sau nền thấp và các chính sách bảo hộ đường sản xuất trong nước liên tục được áp dụng, sức ép đến từ đường nhập lậu giá rẻ, đặc biệt là từ Thái Lan vẫn luôn hiện hữu trong các năm vừa qua. Điều này ảnh hưởng nghiêm trọng đến năng lực cạnh tranh trong nước, đồng thời bào mòn lợi nhuận của các doanh nghiệp mía đường.

Bên cạnh sức ép từ đường nhập lậu, ngành mía đường còn phải cạnh tranh với đường lỏng sirô ngô (HFCS). Theo số liệu của Cục Hải quan (Bộ Tài chính), trong tháng 6 Việt Nam nhập khẩu khoảng 22,215 tấn HFCS; lũy kế 6 tháng đầu năm 2026 đạt 111,839 tấn, tương đương cùng kỳ năm trước. Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam, lượng HFCS này chủ yếu được nhập khẩu bởi các doanh nghiệp sản xuất nước giải khát, đây là nhóm khách hàng trước đây tiêu thụ lượng lớn đường tinh luyện trong nước. Việc HFCS tiếp tục được sử dụng rộng rãi khiến thị trường đường công nghiệp ngày càng bị thu hẹp, làm giảm thêm đầu ra của đường sản xuất từ mía.

(2) Rủi ro về điều kiện thời tiết và mùa vụ

Phần lớn các sản phẩm của QNS phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu đầu vào có nguồn từ thực vật, vốn gắn chặt với hoạt động mùa vụ và điều kiện thời tiết. Trong bối cảnh cường độ El Nino tăng mạnh, điều kiện thời tiết khô hạn và rủi ro hạn hán tại khu vực miền Trung và Tây Nguyên có thể ảnh hưởng trực tiếp đến điều kiện nuôi trồng của mía nguyên liệu và đậu nành, làm gián đoạn nguồn cung và gia tăng chi phí sản xuất đầu vào của doanh nghiệp.

(3) Rủi ro tỉ giá

Với việc 70% nguồn nguyên liệu đậu nành đầu vào đến từ nhập khẩu, QNS cũng phải đối mặt với các biến động tỉ giá trong nước và quốc tế khi tiến hành chi trả các lô hàng, đặc biệt là trong bối cảnh giá đậu nành tại khu vực Bắc Mỹ đang có xu hướng gia tăng trở lại.

E. ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Haseco dự phóng doanh thu và LNST hợp nhất năm 2026 lần lượt đạt 12,255 tỷ đồng (+16% YoY) và 1,909 tỷ đồng (-0.4% YoY). Điều này đến từ sản lượng tiêu thụ đường và sữa tăng trưởng tích cực nhưng áp lực giá bán đường thấp kèm chi phí marketing sữa cao bào mòn lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của QNS. Haseco đánh giá các mảng kinh doanh của QNS duy trì ổn định và không có nhiều dư địa để đột phá.

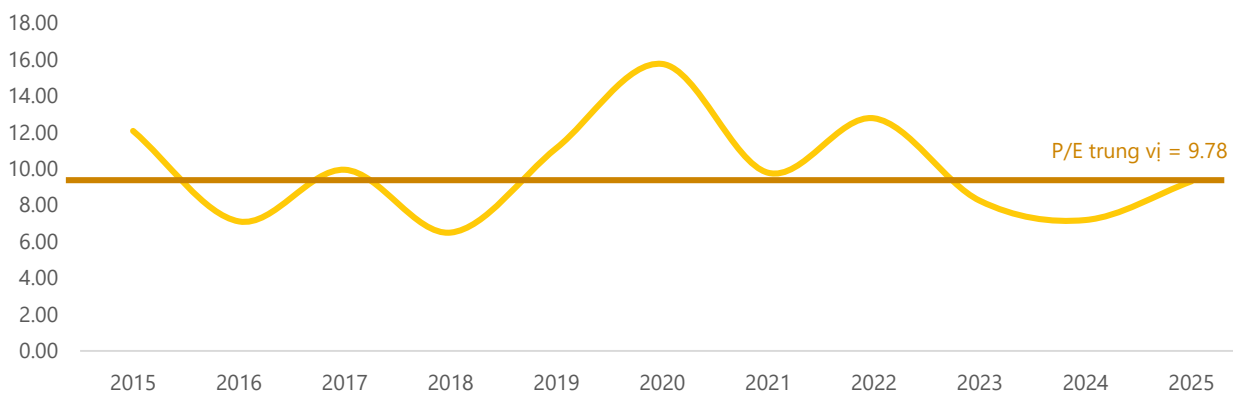
Phương pháp định giá:

Haseco sử dụng phương pháp P/E để định giá QNS - phương pháp này khá phù hợp để đánh giá lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất vốn có tính chu kỳ cao của mảng mía đường và tính ổn định cao của mảng sữa đậu nành. Chúng tôi ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu QNS trong năm 2026 đạt **52,000 VND/cổ phiếu**, tương ứng với mức chênh lệch 6.1% so với giá đóng cửa ngày 10/09/2026. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu QNS.

Định giá QNS	
Định giá PE	
Lợi nhuận 2026 (tỷ đồng)	1,909
P/E mục tiêu (x)	10
Định giá (VND)	52,000
Giá hiện tại (VND)	49,000
Chênh lệch	6.1%
Tỉ lệ chi trả cổ tức dự báo	40%
Tổng mức upside	14.3%

Nguồn: Haseco ước tính

Định giá P/E lịch sử



Nguồn: QNS

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



Phụ lục: Dự phóng kết quả kinh doanh QNS

Báo cáo kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024	2025A	2026F	2027F
Doanh số thuần	7,335	8,255	10,021	10,243	10,575	12,255	12,702
Giá vốn hàng bán	-5,073	-5,796	-6,670	-6,759	-7,050	-8,404	-8,383
Lãi gộp	2,262	2,459	3,351	3,484	3,525	3,851	4,319
Thu nhập tài chính	143	191	341	262	306	417	432
Chi phí tài chính	-66	-84	-139	-96	-111	-122	-130
Chi phí bán hàng	-694	-868	-805	-863	-1,359	-1,815	-1,856
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-253	-232	-391	-241	-245	-289	-283
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,392	1,466	2,356	2,547	2,115	2,042	2,481
Thu nhập khác, ròng	47	39	91	98	97	114	119
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,439	1,505	2,447	2,645	2,212	2,155	2,599
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-186	-219	-263	-268	-296	-246	-303
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,254	1,287	2,183	2,377	1,916	1,909	2,297
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,254	1,287	2,183	2,377	1,916	1,909	2,297

Nguồn: QNS, Haseco ước tính



Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825