

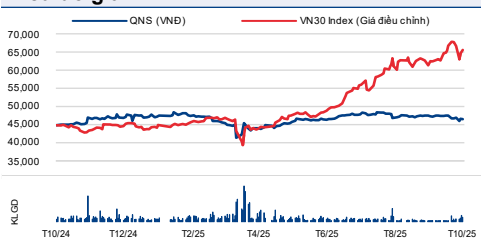
Năm giữ

Giá mục tiêu: VNĐ50,100
Tiềm năng tăng/giảm: 8.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/10/2025)	46,400
Mã Bloomberg	QNS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	41,377-48,414
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	46,460
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	14,482
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	551
Sig CP lưu hành (tr.đv)	312
Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)	156
Sig CP NN được mua (tr.đv)	110
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	14.9%
Tỷ lệ freefloat	61.4%
Cổ đông lớn	ương mại Thành Phát (15.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	10,243	10,372	11,203
EBITDA đc (tỷ đồng)	2,825	2,562	2,811
LNTT (tỷ đồng)	2,646	2,321	2,641
LNT ĐC (tỷ đồng)	2,377	2,067	2,371
FCF (tỷ đồng)	1,779	2,299	2,286
EPS ĐC (đồng)	7,682	6,557	7,595
DPS (đồng)	4,000	4,000	4,000
BVPS (đồng)	32,647	35,256	39,428
T.trưởng EBITDA (%)	8.68	(9.32)	9.73
T.trưởng EPS ĐC (%)	7.12	(14.6)	15.8
Tăng trưởng DPS (%)	14.3	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	27.6	24.7	25.1
Tỷ suất LNTT (%)	25.8	22.4	23.6
Tỷ suất LNT ĐC (%)	23.2	19.9	21.2
Tỷ lệ LN trả CT (%)	52.1	61.0	52.7
Nợ thuần/VCSH (%)	22.3	13.5	16.1
ROAE (%)	25.6	19.7	20.3
ROACE (%)	25.1	19.1	19.5
EV/doanh thu (lần)	1.63	1.54	1.47
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.90	6.22	5.84
P/E ĐC (lần)	6.04	7.08	6.11
P/B (lần)	1.42	1.32	1.18
Lợi suất cổ tức (%)	8.62	8.62	8.62

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Hoạt động kinh doanh chính của QNS bao gồm sữa đậu nành và đường. Công ty là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sữa đậu nành, chiếm 85% thị phần với nhãn hiệu "Fami", "Vinasoy"

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Q3/2025: Lợi nhuận giảm mạnh hơn dự kiến

- KQKD Q3/2025 kém hơn kỳ vọng. Lợi nhuận thuần giảm 28% so với cùng kỳ xuống 381 tỷ đồng, thấp hơn 11% so với dự báo của HSC ở mức 426 tỷ đồng (giảm 20% so với cùng kỳ) do giá bán đường thấp hơn dự kiến. Doanh thu thuần giảm 1,5% so với cùng kỳ xuống 2.865 tỷ đồng.
- Mảng đường ghi nhận doanh thu giảm 9% so với cùng kỳ, lợi nhuận gộp giảm 46% và LNTT giảm 34%, do giá bán đường bình quân giảm 12%. Mảng sữa đậu nành ghi nhận doanh thu tăng 6% so với cùng kỳ với sản lượng đi ngang; lợi nhuận gộp tăng 15% chủ yếu nhờ thay đổi phương pháp hạch toán chi phí khuyến mãi; LNTT tăng 6%.
- HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố KQKD Q3/2025

KQKD Q3/2025 của QNS yếu và dưới kỳ vọng, với lợi nhuận thuần giảm 28% so với cùng kỳ xuống 381 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 2.685 tỷ đồng (giảm 1.5% so với cùng kỳ). Lợi nhuận thuần thấp hơn 11% so với dự báo của HSC ở mức 426 tỷ đồng (giảm 20% so với cùng kỳ) chủ yếu do mảng đường tiếp tục suy yếu.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần giảm 2,4% so với cùng kỳ xuống 7.872 tỷ đồng và lợi nhuận thuần giảm 25% xuống 1.319 tỷ đồng, thấp hơn 4% so với dự phóng của chúng tôi. Theo đó, lợi nhuận thuần đạt 64% dự báo cho cả năm của chúng tôi.

Mảng đường: Lợi nhuận thấp hơn dự kiến do giá bán đường giảm

Doanh thu mảng đường giảm 9% so với cùng kỳ xuống 945 tỷ đồng, lợi nhuận gộp giảm mạnh 46% xuống 189 tỷ đồng, do giá bán đường bình quân giảm 12% so với cùng kỳ xuống 17.250đ/kg, thấp hơn giá định của HSC (18.000đ/kg). Sản lượng tiêu thụ hầu như đi ngang. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh còn 20%, so với mức 33,6% trong Q3/2024, và LNTT giảm 34% so với cùng kỳ xuống 205 tỷ đồng, thấp hơn khoảng 13% so với dự báo của chúng tôi.

Mảng sữa đậu nành: Kết quả nhỉnh hơn kỳ vọng

Doanh thu tăng 6% so với cùng kỳ đạt 1.281 tỷ đồng, vượt 4% so với dự báo của HSC, với sản lượng tiêu thụ ổn định ở mức 73 triệu lít. Lợi nhuận gộp tăng 15% so với cùng kỳ đạt 554 tỷ đồng, giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 43,2% so với 39,6% trong Q3/2024, chủ yếu nhờ thay đổi phương pháp hạch toán chi phí khuyến mãi – chi phí này hiện được ghi nhận vào chi phí bán hàng thay vì khấu trừ trực tiếp vào doanh thu. Theo đó, LNTT tăng 6% so với cùng kỳ đạt 205 tỷ đồng, cũng cao hơn 4% so với dự báo của chúng tôi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/10.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, QNS

Lợi nhuận thuần giảm 28% so với cùng kỳ trong Q3 và giảm 25% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T2024	9T2025	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,727	2,685	-1.5%	8,069	7,872	-2.4%
Lợi nhuận gộp	912	871	-4.5%	2,704	2,573	-4.8%
Chi phí BH&QL	383	495	29.5%	912	1,225	34.3%
Lợi nhuận thuần	532	381	-28.4%	1,755	1,319	-24.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	33.4%	32.4%		33.5%	32.7%	
Chi phí BH&QL/doanh thu	14.0%	18.5%		11.3%	15.6%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19.5%	14.2%		21.7%	16.8%	

Nguồn: QNS

Xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

Với KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2025 yếu hơn dự kiến, HSC đang xem xét lại các dự báo, khuyến nghị và giá mục tiêu cho QNS. QNS đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 7 lần, so với bình quân từ năm 2021 ở mức 6,5 lần.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần, QNS

Doanh thu mảng đường vẫn yếu trong Q3

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T2024	9T2025	So với cùng kỳ
Đường	1,041	945	-9.2%	3,225	2,635	-18.3%
Sửa đầu nành	1,213	1,281	5.6%	3,187	3,596	12.8%
Mảng khác	472	459	-2.9%	1,657	1,641	-0.9%
Doanh thu thuần	2,727	2,685	-1.5%	8,069	7,872	-2.4%

Nguồn: QNS

Bảng 3: Cơ cấu lợi nhuận gộp, QNS

Lợi nhuận gộp mảng đường giảm mạnh

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T2024	9T2025	So với cùng kỳ
Đường	350	189	-45.9%	1,042	581	-44.3%
Sửa đầu nành	480	554	15.3%	1,229	1,570	27.8%
Mảng khác	82	128	56.8%	433	422	-2.5%
Tổng	912	871	-4.5%	2,704	2,573	-4.8%

Nguồn: QNS

Bảng 4: Cơ cấu LNTT, QNS

LNTT mảng đường giảm sâu

VNDbn	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T2024	9T2025	So với cùng kỳ
Đường	310	205	-34%	930	463	-50%
Sửa đầu nành	193	205	6.2%	578	620	7%
Mảng khác	83	31	-63.1%	423	416	-2%
Tổng	586	441	-24.8%	1,931	1,499	-22.4%

Nguồn: QNS

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	10,021	10,243	10,372	11,203	11,814
Lợi nhuận gộp	3,351	3,486	3,424	3,761	3,985
Chi phí BH&QL	(1,197)	(1,104)	(1,387)	(1,450)	(1,517)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,154	2,381	2,038	2,311	2,468
Lãi vay thuần	174	137	164	211	246
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	118	127	119	119	119
LN TT	2,447	2,646	2,321	2,641	2,834
Chi phí thuế TNDN	(263)	(268)	(253)	(270)	(288)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,183	2,377	2,067	2,371	2,546
Lợi nhuận thuần ĐC	2,183	2,377	2,067	2,371	2,546
EBITDA ĐC	2,599	2,825	2,562	2,811	2,978
EPS (đồng)	7,172	7,682	6,557	7,595	8,157
EPS ĐC (đồng)	7,172	7,682	6,557	7,595	8,157
DPS (đồng)	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	301	306	312	312	312
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	301	312	312	312	312
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	301	312	312	312	312

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	289	539	1,240	715	3,458
Đầu tư ngắn hạn	6,165	7,299	8,000	10,000	10,000
Phải thu khách hàng	661	810	713	767	809
Hàng tồn kho	958	1,324	1,192	1,287	1,357
Các tài sản ngắn hạn khác	19.1	39.1	71.9	77.7	81.9
Tổng tài sản ngắn hạn	8,093	10,011	11,216	12,847	15,706
TSCĐ hữu hình	3,650	3,436	3,377	3,082	2,781
TSCĐ vô hình	16.1	17.1	10.7	4.20	(2.47)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	293	344	288	311	328
Tổng tài sản dài hạn	3,959	3,798	3,676	3,398	3,107
Tổng cộng tài sản	12,053	13,809	14,893	16,244	18,813
Nợ ngắn hạn	2,411	2,714	2,686	2,660	2,633
Phải trả người bán	456	464	574	615	647
Nợ ngắn hạn khác	233	234	274	296	319
Tổng nợ ngắn hạn	3,281	3,626	3,717	3,767	3,805
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	191	180	172	172	172
Tổng nợ dài hạn	191	180	172	172	172
Tổng nợ phải trả	3,472	3,806	3,889	3,938	3,977
Vốn chủ sở hữu	8,581	10,002	11,004	12,306	14,836
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	8,581	10,002	11,004	12,306	14,836
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,053	13,809	14,893	16,244	18,813
BVPS (đ)	28,469	32,647	35,256	39,428	47,535
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,122	2,174	1,447	1,945	(825)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,154	2,381	2,038	2,311	2,468
Khấu hao	(445)	(444)	(524)	(500)	(510)
Lãi vay thuần	174	137	164	211	246
Thuế TNDN đã nộp	(246)	(258)	(253)	(270)	(288)
Thay đổi vốn lưu động	(83.5)	(504)	347	(73.0)	(47.1)
Khác	(36.6)	(167)	(169)	(217)	(251)
LCT thuần từ HĐKD	2,408	2,033	2,650	2,461	2,639
Đầu tư TS dài hạn	(219)	(255)	(351)	(175)	(185)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0.45	4.76	0	0	0
Khác	(1,563)	(903)	(413)	(1,666)	369
LCT thuần từ HĐĐT	(1,782)	(1,153)	(764)	(1,841)	183
Cổ tức trả cho CSH	1,055	1,216	1,055	1,055	1,055
Thu từ phát hành CP	0	282	0	0	0
Tăng/giảm nợ	515	302	(35.4)	(26.9)	(26.6)
Khác	(2,110)	(2,433)	(2,205)	(2,173)	(1,107)
LCT thuần từ HĐTC	(539)	(632)	(1,186)	(1,145)	(78.8)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	203	289	539	1,240	715
LCT thuần trong kỳ	87.0	249	701	(525)	2,743
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.18)	1.00	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	289	539	1,240	715	3,458
Dòng tiền tự do	2,189	1,779	2,299	2,286	2,454

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	33.4	34.0	33.0	33.6	33.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	25.9	27.6	24.7	25.1	25.2
Tỷ suất LNT (%)	21.8	23.2	19.9	21.2	21.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.8	10.1	10.9	10.2	10.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	21.4	2.22	1.26	8.01	5.46
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	40.7	8.68	(9.32)	9.73	5.96
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	69.7	8.88	(13.0)	14.7	7.40
Tăng trưởng EPS (%)	69.7	7.12	(14.6)	15.8	7.40
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	69.7	7.12	(14.6)	15.8	7.40
Tăng trưởng DPS (%)	16.7	14.3	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	48.8	52.1	61.0	52.7	49.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	27.2	25.6	19.7	20.3	18.8
ROACE (%)	26.4	25.1	19.1	19.5	18.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.90	0.79	0.72	0.72	0.67
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.12	0.85	1.30	1.07	1.07
Số ngày tồn kho	52.4	71.5	62.6	63.1	63.3
Số ngày phải thu	36.2	43.8	37.5	37.6	37.7
Số ngày phải trả	25.0	25.1	30.2	30.2	30.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	25.1	22.3	13.5	16.1	(5.27)
Nợ/tài sản (%)	20.3	20.1	18.3	16.6	14.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.94	0.98	1.06	0.96	0.90
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.47	2.76	3.02	3.41	4.13
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.61	1.63	1.54	1.47	1.16
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.20	5.90	6.22	5.84	4.59
P/E (lần)	6.47	6.04	7.08	6.11	5.69
P/E ĐC (lần)	6.47	6.04	7.08	6.11	5.69
P/B (lần)	1.63	1.42	1.32	1.18	0.98
Lợi suất cổ tức (%)	7.54	8.62	8.62	8.62	8.62

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn