2025. 8. 29

▲ 음식료/유통
Analyst 김정욱
02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

삼양식품 003230

하반기 성장 모멘텀 재개

- ✓ 2Q25 Review 매출액 30.3% 성장, 영업이익 1,201억 원으로 전년비 34.2% 증가
- ✓ 3분기는 QoQ 영업이익 성장 국면으로 전환이 예상
- ✓ 2분기 미국 셀인 매출이 3분기 셀아웃으로 전환될 가능성이 높음
- ✓ 밀양 2공장 7월 기준 가동률 20~30% 수준 예상
- ✓ 마케팅비는 100억 원대 후반으로 2분기(230억 원) 대비 감소할 전망

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	1,750,000 원
현재주가 (8.28)	1,597,000 원
상승여력	9.6%
KOSPI	3,196.32pt
시가총액	120,302억원
발행주식수	753만주
유동주식비율	54.02%
외국인비중	19.16%
52주 최고/최저가	1,597,000원/470,000원
평균거래대금	663.6억원
주요주주(%)	
삼양라운드스퀘어 외 6 인	44.98
국민연금공단	9.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.2	85.7	228.3
상대주가	19.7	47.1	176.2

주가그래프

2Q25 Review

2Q25 매출액 5,531억 원으로 전년 대비 30.3% 성장했으며, 영업이익은 1,201억 원으로 전년 대비 34.2% 증가했다. 영업이익은 컨센서스(1,292억원)를 7.0% 하회했다. 비우호적인 환율과 미국 관세 관련 재고 보충에도 매출액은 QoQ +4.6% 성장을 이어간 가운데, 영업이익은 관세 대응을 위한 미국 재고 보충, 국내 유통사 대응을 위한 국내 매출 회복 및 마케팅비 증가로 컨센서스를 하회했다. 광고비는 전년비 약 110억원 증가했는데, 불닭(소스+볶음면) 39억 원, 탱글 17억 원, 코첼라 스폰 40억 원, 맵탱 14억 원 등이 주요 요인이다.

3Q25 Preview

지역별 매출액 성장률은(YoY, QoQ) 미국 +38.4%, -0.1%, 중국 +36.5%, +2.9%, 일본 +37.3%, +16.4%, 인니 +69.2%, +50.7%, 유럽 +103.8%(QoQ 성장)을 기록했다. 3분기는 QoQ 영업이익 성장 국면으로 전환이 예상된다. 1) 2분기 미국 셀인 매출이 3분기 셀아웃으로 전환될 가능성이 높고, 2) 밀양 2공장은 계획대로 가동 중이며, (6개 라인 중 3개 라인 가동, 3개 라인 중 2개 라인 10시간, 1개 라인 10시간 2교대 가동, 7월 기준 가동률 20~30% 수준 예상), 3) 마케팅비는 100억 원대 후반으로 2분기(230억 원) 대비 감소할 전망이다. 미국 관세 부담 역시 가격 인상으로 대응할 것으로 기대된다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 175만원으로 상향

2Q25 전기대비 이익이 소폭 감소하며 정체되었으나 3Q25 다시 QoQ 영업이익 증가 국면을 예상하며 투자의견 Buy를 유지 적정주가는 175만원으로 상향한다. 적정주가는 26E EPS 64,477원에 적정 PER 27배를 적용하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,192.9	147.5	126.3	16,761	58.2	74,980	12.9	2.9	9.7	24.8	102.9
2024	1,728.0	344.6	272.0	36,106	115.4	108,436	21.2	7.1	14.9	39.4	92.6
2025E	2,318.9	527.2	386.2	51,261	42.0	155,509	31.2	10.3	20.3	38.8	92.5
2026E	2,807.1	639.4	485.7	64,477	25.8	216,381	24.8	7.4	16.2	34.7	72.2
2027E	3,286.1	748.6	568.5	75,461	17.0	288,297	21.2	5.5	13.4	29.9	58.6

표1 삼양식품 2Q25 실적 Review

(십억원)	2Q25	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	**553.0**	424.4	30.3	5,29.0	4.5	548.7.	0.8	523.6	5.6
영업이익	**120.1**	89.5	34.2	134.0	-10.4	129.2	-7.0	126.1	-4.8
세전이익	**104.8**	92.3	13.6	135.0	-22.3	129.6	-19.1	122.7	-14.6
순이익	**84.0**	70.4	19.5	99.0	-15.0	100.2	-16.1	93.0	-9.6
영업이익률(%)	**21.7**	21.1	25.3						
순이익률(%)	**15.2**	16.6	18.7						

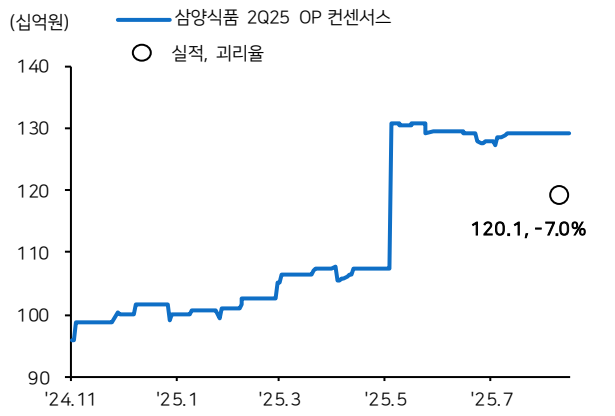
자료: 삼양식품, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼양식품 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**2,318.9**	1,728.0	34.2	2,272.6	-2.0	2,345.3	-1.1
영업이익	**527.2**	344.6	53.0	541.9	-2.7	542.6	-2.8
세전이익	**507.0**	351.6	44.2	533.5	-5.0	535.2	-5.3
지배주주 순이익	**383.1**	271.3	40.9	401.2	-4.5	410.9	-6.8
영업이익률(%)	**22.7**	19.9		23.8		23.1	
순이익률(%)	**16.5**	15.7		17.7		17.5	

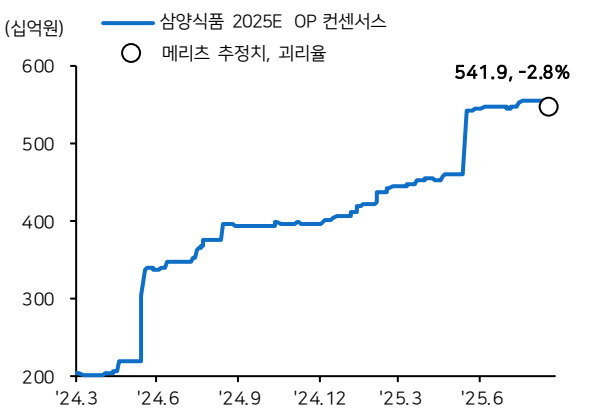
자료: 삼양식품, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25 영업이익 컨센서스 +7.0% 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

삼양식품 (003230)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,192.9**	**1,728.0**	**2,318.9**	**2,807.1**	**3,286.1**
매출액증가율(%)	31.2	44.9	34.2	21.1	17.1
매출원가	776.2	1,004.8	1,323.6	1,599.1	1,872.3
매출총이익	416.7	723.2	995.2	1,207.9	1,413.9
판매관리비	269.2	378.7	468.0	568.5	665.3
영업이익	**147.5**	**344.6**	**527.2**	**639.4**	**748.6**
영업이익률(%)	12.4	19.9	22.7	22.8	22.8
금융손익	-6.5	-18.5	2.2	2.2	2.2
종속/관계기업손익	5.5	0.2	0.3	0.1	0.1
기타영업외손익	9.8	25.4	-22.8	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	156.3	351.6	507.0	640.8	749.9
법인세비용	29.7	80.4	121.4	155.1	181.5
당기순이익	**126.6**	**271.3**	**385.5**	**485.7**	**568.5**
지배주주지분 순이익	126.3	272.0	386.2	485.7	568.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**168.1**	**357.9**	**504.5**	**566.0**	**649.6**
당기순이익(손실)	126.6	271.3	385.5	485.7	568.5
유형자산상각비	32.2	46.0	63.6	69.1	67.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-7.8	-7.4	57.5	11.2	13.4
투자활동 현금흐름	**-23.7**	**-214.3**	**-378.9**	**-20.1**	**-66.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-45.0	-228.5	-339.9	-15.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	3.4	-5.3	-10.6	-1.5	-1.8
재무활동 현금흐름	**-20.1**	**-34.9**	**124.9**	**-28.0**	**-41.7**
차입금의 증감	61.0	42.1	193.8	1.8	-11.9
자본의 증가	-0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	121.8	116.1	244.8	517.9	541.8
기초현금	96.9	218.7	334.8	579.6	1,097.5
기말현금	218.7	334.8	579.6	1,097.5	1,639.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	497.3	682.1	1,072.4	1,669.8	2,306.6
현금및현금성자산	218.7	334.8	579.6	1,097.5	1,639.3
매출채권	79.9	136.8	184.6	215.9	253.3
재고자산	142.2	148.0	199.7	233.6	274.0
비유동자산	673.0	912.6	1,202.6	1,150.0	1,144.1
유형자산	543.0	748.1	1,028.2	974.1	966.3
무형자산	55.5	57.9	63.7	63.7	63.7
투자자산	10.5	15.8	26.6	28.1	29.9
자산총계	**1,170.3**	**1,594.8**	**2,275.1**	**2,819.8**	**3,450.6**
유동부채	402.0	492.4	707.0	791.3	878.0
매입채무	106.5	144.8	195.3	228.4	268.0
단기차입금	75.5	77.6	116.0	111.0	91.0
유동성장기부채	91.3	24.6	64.6	64.6	64.6
비유동부채	191.5	274.3	386.4	391.0	396.5
사채	0.0	0.0	49.9	49.9	49.9
장기차입금	140.7	210.6	273.5	273.5	273.5
부채총계	**593.5**	**766.8**	**1,093.4**	**1,182.3**	**1,274.5**
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.5	11.5	11.1	11.1	11.1
기타포괄이익누계액	0.3	4.6	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	522.2	769.9	1,127.5	1,586.0	2,127.8
비지배주주지분	12.0	11.2	10.2	7.5	4.4
자본총계	**576.8**	**828.0**	**1,181.6**	**1,637.5**	**2,176.1**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	158,358	229,392	307,826	372,633	436,232
EPS(지배주주)	16,761	36,106	51,261	64,477	75,461
CFPS	27,072	54,487	77,174	94,237	108,549
EBITDAPS	23,851	51,851	78,438	94,060	108,371
BPS	74,980	108,436	155,509	216,381	288,297
DPS	2,100	3,300	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	21.2	31.2	24.8	21.2
PCR	8.0	14.0	20.7	16.9	14.7
PSR	1.4	3.3	5.2	4.3	3.7
PBR	2.9	7.1	10.3	7.4	5.5
EBITDA(십억원)	179.7	390.6	590.9	708.6	816.4
EV/EBITDA	9.7	14.9	20.3	16.2	13.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	24.8	39.4	38.8	34.7	29.9
EBITDA 이익률	15.1	22.6	25.5	25.2	24.8
부채비율	102.9	92.6	92.5	72.2	58.6
금융비용부담률	1.0	0.8	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	12.1	23.9			
매출채권회전율(x)	14.6	15.9	14.4	14.0	14.0
재고자산회전율(x)	9.4	11.9	13.3	13.0	12.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

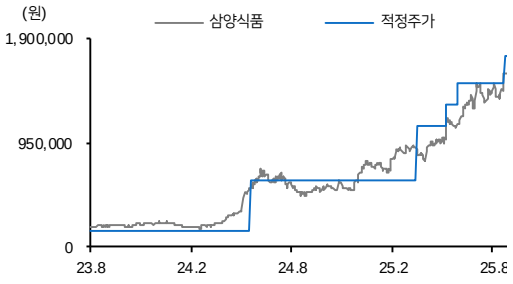
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼양식품 (003230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.05.31	산업브리프	Buy	140,000	김정욱	42.9	285.0
2024.05.30	기업분석	Buy	600,000	김정욱	7.6	54.5
2025.03.24	기업분석	Buy	1,100,000	김정욱	-17.3	-9.2
2025.05.16	기업브리프	Buy	1,300,000	김정욱	-13.1	-9.2
2025.06.05	산업분석	Buy	1,500,000	김정욱	-8.7	6.5
2025.08.29	기업브리프	Buy	1,750,000	김정욱	-	-

주가 및 적정주가 변동추이