한화투자증권

2025년 10월 21일
기업분석

삼양식품 (003230)

숨 고르기

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

Buy (유지)

목표주가(하향): 1,800,000원

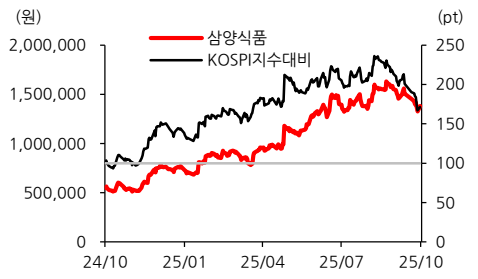
현재 주가(10/20)	1,381,000원
상승여력	▲30.3%
시가총액	104,031억원
발행주식수	7,533천주
52 주 최고가 / 최저가	1,630,000 / 512,000원
90 일 일평균 거래대금	645.19억원
외국인 지분율	18.3%
주주 구성	
삼양라운드스퀘어 (외 7 인)	45.0%
국민연금공단 (외 1 인)	9.6%
자사주신탁 (외 1 인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.1	-1.5	43.7	152.5
상대수익률(KOSPI)	-21.9	-21.2	-9.9	105.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,193	1,728	2,306	2,802
영업이익	148	345	526	646
EBITDA	180	391	601	751
지배주주순이익	126	272	412	484
EPS	16,761	36,106	55,262	64,904
순차입금	103	36	369	10
PER	12.9	21.2	25.0	21.3
PBR	2.9	7.1	8.6	6.3
EV/EBITDA	9.6	14.8	17.9	13.9
배당수익률	1.0	0.4	0.4	0.4
ROE	24.8	39.4	40.6	33.6

주가 추이



기대치를 하회할 3분기

2025년 3분기 삼양식품의 연결 매출액은 5,903억원(+34.5% YoY, +6.7% QoQ), 영업이익은 1,252억원(+43.4% YoY, +4.2% QoQ)으로 컨센서스 영업이익(1,356억원)을 하회할 전망이다.

밀양 2공장의 순조로운 Ramp-up에도 불구하고 기존 원주·익산 공장의 생산량 감소로 별도 기준 순수출금액은 3,578억원으로 기존 추정치(4,179억원)를 하회한 것으로 추정된다. 또한 매출 인식이 이연되며 미국 법인 매출액은 1,510억원으로 기존 추정치(1,736억원)를 하회한 것으로 보인다. 광고선전비는 189억원(+36.5% YoY, -17.6% QoQ)으로 전분기 대비 증가율은 하락한 것으로 추정되는 바 기존 전망 대비 특이사항은 없다.

앞선 기대에 대한 속도 조절 필요

4분기 삼양식품의 연결 매출액은 6,335억원(+32.3% YoY)으로 사상 최대 매출 시현이 기대되는 반면 영업이익은 1,463억원(+66.8% YoY)으로 컨센서스 영업이익(1,526억원) 하회 가능성도 상존한다. 누적된 미착재고의 매출 인식은 기대되는 부분이나, 중국 춘절 장기 연휴(2026년 2월 17일~22일)를 대비한 선제적 대응이 예상되기 때문이다. 고단가 판매 지역인 미국·유럽으로의 수출 물량 할당이 제한적일 가능성이 높다. 4분기 광고선전비는 329억원(+31.9% YoY, +74.4% QoQ)으로 추정한다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 1,800,000원으로 하향 조정(-6%)

이익 추정치의 하향으로 목표주가를 하향한다. 단기적인 실적 조정은 불가피하나 1) 이번 실적 전망치 하향의 원인이 수요 측면이 아니라는 점, 2) 브랜드 경쟁력과 글로벌 시장 내 입지가 여전히 견조한 점, 3) 연중 우려되었던 미국 관세 문제 역시 4분기 중 가격 조정을 통해 전가될 예정인 점을 감안하면 중장기 투자 포인트는 여전히 훼손되지 않았다.

[표1] 삼양식품 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	386	424	439	479	529	553	590	634	1,193	1,728	2,306	2,802
내수	97	92	98	105	105	113	103	110	384	392	431	475
면/스낵	69	68	70	74	70	80	72	76	329	280	298	307
일반식품	19	19	17	21	21	22	18	22	83	77	82	86
기타	9	5	11	10	14	12	13	12	-29	35	51	81
해외	289	332	341	374	424	440	488	524	809	1,336	1,875	2,328
미주	75	98	98	110	133	132	151	160	161	380	576	714
중국	93	95	118	109	122	126	157	175	221	415	580	738
그외	121	140	125	155	169	183	179	189	427	540	720	875
YoY	*57.1*	*48.7*	*30.9*	*46.6*	*37.1*	*30.3*	*34.5*	*32.3*	*31.2*	*44.9*	*33.4*	*21.5*
내수	*10.4*	*-3.3*	*2.8*	*-0.1*	*8.5*	*22.3*	*4.8*	*4.8*	*26.5*	*2.2*	*9.9*	*10.2*
면/스낵	*-12.9*	*-16.4*	*-11.6*	*-18.1*	*2.4*	*17.7*	*3.0*	*3.0*	*30.3*	*-14.9*	*6.4*	*3.0*
일반식품	*4.0*	*-12.7*	*-12.6*	*-7.4*	*5.5*	*11.1*	*5.0*	*5.0*	*-5.0*	*-7.5*	*6.7*	*5.4*
해외	*83.0*	*74.9*	*42.2*	*68.6*	*46.7*	*32.5*	*43.0*	*40.0*	*33.6*	*65.1*	*40.4*	*24.1*
미주	*222.5*	*137.1*	*96.2*	*135.8*	*77.0*	*35.2*	*54.7*	*45.6*	*158.1*	*136.4*	*51.5*	*24.1*
중국	*186.2*	*153.0*	*43.5*	*58.2*	*30.7*	*32.3*	*33.0*	*60.5*	*72.0*	*87.7*	*39.5*	*27.3*
그외	*18.2*	*25.5*	*16.2*	*45.9*	*40.3*	*30.8*	*43.3*	*21.7*	*3.0*	*26.5*	*33.2*	*21.6*
매출액 비중												
내수	*25.1*	*21.7*	*22.3*	*21.9*	*19.9*	*20.4*	*17.4*	*17.4*	*32.2*	*22.7*	*18.7*	*16.9*
면/스낵	*17.8*	*15.9*	*16.0*	*15.4*	*13.3*	*14.4*	*12.2*	*12.0*	*27.6*	*16.2*	*12.9*	*11.0*
일반식품	*5.0*	*4.6*	*3.8*	*4.4*	*3.9*	*3.9*	*3.0*	*3.5*	*7.0*	*4.4*	*3.6*	*3.1*
해외	*74.9*	*78.3*	*77.7*	*78.1*	*80.1*	*79.6*	*82.6*	*82.6*	*67.8*	*77.3*	*81.3*	*83.1*
미주	*19.4*	*23.0*	*22.2*	*23.0*	*25.1*	*23.9*	*25.6*	*25.3*	*13.5*	*22.0*	*25.0*	*25.5*
중국	*24.2*	*22.4*	*26.9*	*22.7*	*23.1*	*22.7*	*26.7*	*27.6*	*18.6*	*24.0*	*25.1*	*26.3*
그외	*31.3*	*32.9*	*28.5*	*32.4*	*32.0*	*33.0*	*30.4*	*29.8*	*35.8*	*31.3*	*31.2*	*31.2*
영업이익	80	89	87	88	134	120	125	146	148	345	526	646
YoY	*235.6*	*103.2*	*101.0*	*142.3*	*67.2*	*34.2*	*43.4*	*66.8*	*63.2*	*133.6*	*52.5*	*22.9*
영업이익률	*20.8*	*21.1*	*19.9*	*18.3*	*25.3*	*21.7*	*21.2*	*23.1*	*12.4*	*19.9*	*22.8*	*23.1*

자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	909	1,193	1,728	2,306	2,802
매출총이익	251	417	723	1,039	1,290
영업이익	90	148	345	526	646
EBITDA	117	180	391	601	751
순이자손익	-3	-7	-5	4	-25
외화관련손익	0	2	27	12	16
지분법손익	2	11	0	0	0
세전계속사업손익	102	156	352	532	629
당기순이익	80	127	271	411	484
지배주주순이익	80	126	272	412	484
증가율(%)					
매출액	41.6	31.2	44.9	33.4	21.5
영업이익	38.3	63.2	133.6	52.5	22.9
EBITDA	45.1	53.6	117.4	53.7	25.0
순이익	41.7	57.7	114.3	51.6	17.7
이익률(%)					
매출총이익률	27.6	34.9	41.9	45.1	46.0
영업이익률	9.9	12.4	19.9	22.8	23.1
EBITDA 이익률	12.9	15.1	22.6	26.0	26.8
세전이익률	11.2	13.1	20.3	23.1	22.4
순이익률	8.8	10.6	15.7	17.8	17.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	354	497	682	664	1,067
현금성자산	111	241	350	211	555
매출채권	86	81	138	157	181
재고자산	110	142	148	214	246
비유동자산	571	673	913	1,561	1,641
투자자산	42	73	105	105	109
유형자산	475	543	748	1,392	1,467
무형자산	54	55	58	64	65
자산총계	925	1,170	1,595	2,225	2,708
유동부채	225	402	492	617	660
매입채무	141	175	246	317	365
유동성이자부채	52	176	132	225	217
비유동부채	245	192	274	381	374
비유동이자부채	231	169	254	355	347
부채총계	470	594	767	998	1,034
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	770	1,169	1,616
자본조정	-5	-6	-2	-2	-2
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	455	577	828	1,227	1,673

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	48	168	358	469	581
당기순이익	80	127	271	411	484
자산상각비	27	32	46	75	104
운전자본증감	-63	-8	-7	-19	-8
매출채권 감소(증가)	-25	0	-16	-31	-24
재고자산 감소(증가)	-64	-39	5	-84	-32
매입채무 증가(감소)	15	21	-7	118	48
투자현금흐름	-100	-24	-214	-730	-184
유형자산처분(취득)	-87	-45	-228	-715	-180
무형자산 감소(증가)	8	-3	-5	-6	-1
투자자산 감소(증가)	10	14	8	-12	0
재무현금흐름	37	-20	-35	142	-53
차입금의 증가(감소)	68	4	-3	161	-16
자본의 증가(감소)	-20	-12	-19	-25	-37
배당금의 지급	-14	-12	-19	-25	-37
총현금흐름	107	204	410	559	590
(-)운전자본증가(감소)	53	-41	-58	90	8
(-)설비투자	88	45	228	715	180
(+)자산매각	9	-3	-5	-6	-1
Free Cash Flow	-24	196	235	-252	400
(-)기타투자	41	38	54	-73	3
잉여현금	-66	159	181	-179	397
NOPLAT	71	119	266	406	497
(+) Dep	27	32	46	75	104
(-)운전자본투자	53	-41	-58	90	8
(-)Capex	88	45	228	715	180
OpFCF	-43	147	141	-324	414

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	10,593	16,761	36,106	55,262	64,904
BPS	60,129	74,979	108,436	161,334	220,643
DPS	1,400	2,100	3,300	5,000	5,500
CFPS	14,246	27,072	54,487	74,140	78,271
ROA(%)	9.5	12.1	19.7	21.6	19.6
ROE(%)	18.9	24.8	39.4	40.6	33.6
ROIC(%)	13.2	18.6	35.0	33.5	30.7
Multiples(x,%)					
PER	12.0	12.9	21.2	25.0	21.3
PBR	2.1	2.9	7.1	8.6	6.3
PSR	1.1	1.4	3.3	4.5	3.7
PCR	8.9	8.0	14.0	18.6	17.6
EV/EBITDA	9.7	9.6	14.8	17.9	13.9
배당수익률	1.1	1.0	0.4	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	103.4	102.9	92.6	81.4	61.8
Net debt/Equity	37.8	17.8	4.3	30.1	0.6
Net debt/EBITDA	147.1	57.1	9.2	61.5	1.3
유동비율	157.1	123.7	138.5	107.6	161.6
이자보상배율(배)	18.9	12.1	23.9	n/a	18.8
자산구조(%)					
투하자본	80.1	68.0	65.1	83.3	71.5
현금+투자자산	19.9	32.0	34.9	16.7	28.5
자본구조(%)					
차입금	38.4	37.4	31.8	32.1	25.2
자기자본	61.6	62.6	68.2	67.9	74.8

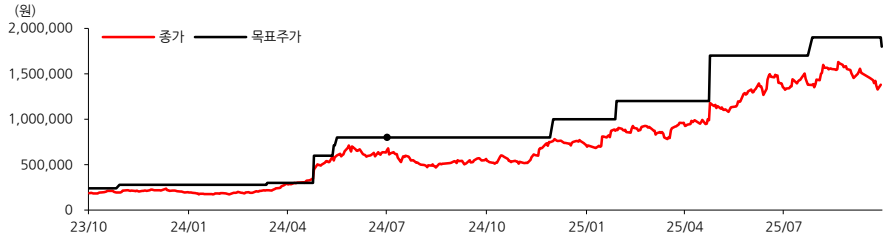
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 10 월 21 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼양식품 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.11.20	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.03.29	2024.04.04	2024.04.19	2024.04.26	2024.05.17	2024.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	300,000	300,000	300,000	600,000	600,000
일 시	2024.06.04	2024.06.07	2024.06.28	2024.11.01	2024.11.04	2024.11.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	710,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000
일 시	2024.11.29	2024.12.09	2024.12.23	2024.12.27	2025.01.24	2025.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	800,000	800,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
일 시	2025.02.19	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.02	2025.04.21	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000
일 시	2025.05.16	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.04	2025.07.18	2025.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,700,000	1,700,000	1,700,000	1,700,000	1,700,000	1,700,000
일 시	2025.08.18	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.21		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	1,900,000	1,900,000	1,900,000	1,800,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.11.20	Buy	280,000	-28.49	-16.25
2024.04.04	Buy	300,000	-7.05	14.50
2024.05.17	Buy	600,000	-14.28	-2.17
2024.06.04	Buy	710,000	-20.70	-18.17
2024.06.07	Buy	800,000	-27.79	-6.25
2024.12.23	Buy	1,000,000	-23.82	-11.40
2025.02.19	Buy	1,200,000	-24.64	-16.75
2025.05.16	Buy	1,700,000	-22.97	-11.65
2025.08.18	Buy	1,900,000	-21.13	-14.21
2025.10.21	Buy	1,800,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%