2026.3.18 | 중국 전략 x 음식료/담배 Collaboration

음식료/담배 심은주 yesej01@hanafn.com
중국전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

음식료/담배 Overweight

중국 소비주 De-Rating 종료, P/Q 동반 상승 시작

하나증권

2026년 3월 18일 | Equity Research

중국 전략 X 음식료·담배
Overweight

중국 소비주 De-Rating 종료, P/Q 동반 상승 시작

Summary

- ✓ 2026년 중국 소비 경기와 소비주를 더 비관하지 않는 이유
- ✓ 중국 신(新)소비 확산 지속, 음식료/외식/뷰티/의류/레저 분야 주목
- ✓ 음식료, 10년 만의 중국 사이클

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(3월17일)
오리온(271560)	BUY	200,000원(상향)	131,100원
삼양식품(003230)	BUY	1,800,000원	1,082,000원

목차

1. 중국 소비, 구조적-순환적 회복 국면 진입 3

1) 2026년 중국 소비 경기와 소비주를 더 비관하지 않는 이유 3

2) 2026년 중국 물가 상승하며 리플레이션 국면 진입, 소비 회복에 우호적 환경 4

3) 소비 부양책 점진적이지만 지속 시행, 대중 소비 촉진 효과 주목 5

4) 중국 신(新)소비 확산은 지속, 2026년 음식료/외식/뷰티/의류/레저 분야 주목 6

5) 중국 소비주 1/4분기 구조적-순환적 저점, 상반기 알파-하반기 베타 전략 권고 7

2. 음식료, 10년 만의 중국 사이클 8

1) 중국 내수 회복 온기 기대 8

2) 신(新)소비 확산 중심에 서 있는 '간식 채널' 9

기업분석 12

오리온(271560) 13

삼양식품(003230) 18

2026년 3월 18일 | 산업분석_Update

중국 전략 X 음식료·담배

중국 소비주 De-Rating 종료, P/Q 동반 상승 시작

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 3월 17일

오리온(271560)
BUY I TP 200,000원(상향) I CP 131,100원

삼양식품(003230)
BUY I TP 1,800,000원 I CP 1,082,000원

2026년 중국 소비 경기와 소비주를 더 비관하지 않는 이유

하나증권은 2026년 중국 소비 경기가 펜데믹 이후 가장 의미 있는 '자생적인' 회복의 초기 국면에 진입할 것으로 판단한다. 중국 소비주는 최근 5년간의 불황이 정점을 통과하면서 Q(소매판매)와 P(물가)가 동반 회복을 시작, 주가는 2026년 상반기를 장기 저점으로 2027년까지 '이익-멀티플'의 동반 정상화가 완만하게 진행될 것으로 판단된다. 구조적인 관점에서, 2026년 가계 신용 축소와 탈(脫) 부동산 충격이 5년만에 정점을 통과했다. 2022년 이후 중산층의 소비를 억제했던 초과 저축 현상과 역자산 효과(주택가격 고점 대비 30% 하락)가 2025년 하반기 이후 정점을 통과했고, 자산가격의 안정과 환율 강세 효과 등이 2027년까지 자생적인 소비 회복세를 유도할 수 있다. 순환적인 관점에서, 2026년 소매판매 증가율의 반등(상저하고 패턴)과 소비자물가의 '레벨 업'이 기대되며 2025년에 이어 정책 효과(구조조정/이구환신/보조금)와 자산시장 회복 기대감도 유효하다.

중국 신(新)소비 확산 지속, 음식료/외식/뷰티/의류/레저 분야 주목

2026년 소비 부양책의 중심이 내구재보다는 민생 보장과 보조금 형태로 확대되면서 대중소비(음식료/화장품/의류/플랫폼)와 서비스(면세/여행) 분야의 상대적인 고성장이 기대된다. 특히, 2025년 이후 중국의 신(新)소비 테마인 음식료(간식), 신선음료, 굿즈경제(IP), 쥬얼리, 뷰티, 반려동물 관련 시장에 주목한다. 중국의 신소비는 단순히 신규 소비층과 젊은 세대에 국한되지 않으며 수요, 공급, 유통 관점에서 새로운 시장을 형성하고 전체 비중이 빠르게 상승하고 있다.

음식료, 10년 만의 중국 사이클

국내 음식료 업체들은 중국의 내수 소비 반등과 더불어, '간식 채널'에서 기회 요인을 찾을 수 있다. '간식 채널'은 '가성비'를 앞세우면서 코로나 이후 급성장 중이다. Frost & Sullivan 컨설팅 자료에 의하면, 중국 음식료 소매 채널에서 '간식 채널' 비중은 2020년 약 8%→2026년 13%로 5%p 상승했다. 동기간 슈퍼마켓 및 식료품 채널 비중은 각각 -4.9%p, -1.3%p 하락했다. 통계에 따르면, 2020년 말 약 1,800개에 불과했던 간식 채널 수는 2025년 4만 5천 개로 증가한 것으로 추산된다. 중국 오프라인 소매가 전반적으로 압박을 받는 상황에서도 나홀로 성장세를 시현 중이다. **오리온**(20만원, 상향)은 '간식 채널 특화 제품'을 다양하게 출시하고 있다. 그 결과, 간식 채널 비중은 2020년 2% 내외→2025년 26%까지 큰 폭 상승한 것으로 추산된다. 올해 간식 채널 비중은 30% 내외까지 상승할 것으로 예상한다. **삼양식품**(180만원)도 2023년부터 간식 채널로 커버리지를 확대하기 시작했다. 간식 채널 카테고리가 초기 견과류/스낵 중심에서 최근 라면/베이커리로 다양해지고 있어 지속적인 수혜가 예상된다.

음식료/담배 심은주 yesej01@hanafn.com
중국전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

1. 중국 소비, 구조적-순환적 회복 국면 진입

1) 2026년 중국 소비 경기와 소비주를 더 비관하지 않는 이유

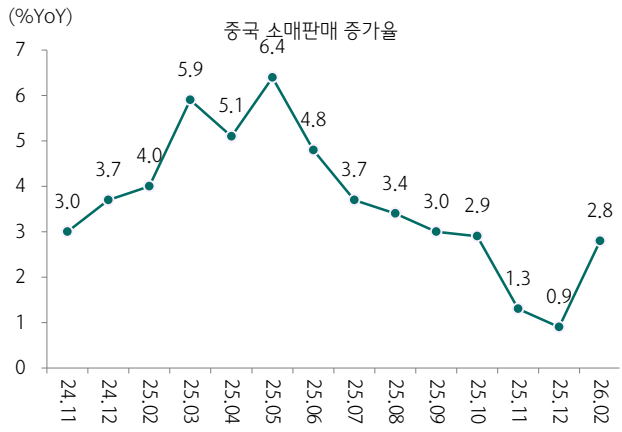
2026년 중국 소비는 최근 5년래 가장 의미 있는 자생적인 회복

우리는 2026년 중국 소비 경기가 펜데믹 이후 가장 의미 있는 '자생적인' 회복의 초기 국면에 진입할 것으로 판단한다. 중국 소비주는 최근 5년간의 불황이 정점을 통과하면서 Q(소매판매)와 P(물가)가 동반 회복을 시작, 주가는 2026년 상반기를 장기 저점으로 2027년까지 '이익-멀티플'의 동반 정상화가 완만하게 진행될 것으로 판단된다. 2026년 소비 테마 전체가 연간 주도주로 전환되기는 어렵지만, 검증된 대형주에 대한 관심을 점차 높일 필요가 있다.

소비 지표 Q와 P 동반 회복 국면 진입, 중국 소비주 디레이팅 종료

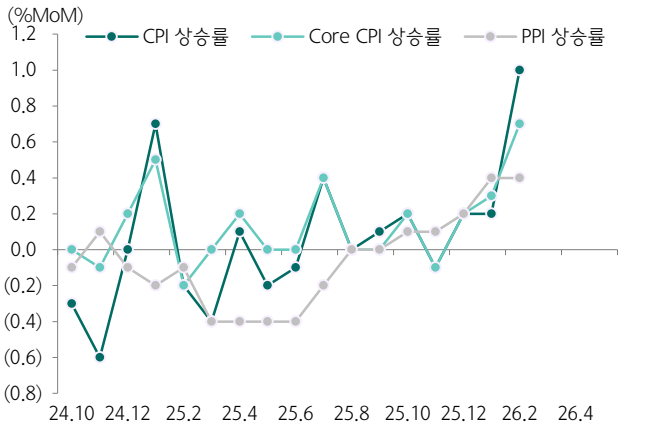
구조적인 관점에서, 2026년 가계 신용 축소와 탈(脫) 부동산 충격이 5년만에 정점을 통과하면서 전체 소비의 60%이상을 차지하는 도시 지역 중산층의 소비 여력과 심리가 점차 회복될 것이다. 2022년 이후 중산층의 소비를 억제했던 초과 저축 현상과 역자산 효과(주택가격 고점 대비 30% 하락)가 2025년 하반기 이후 정점을 통과했고, 자산가격의 안정과 환율 강세 효과 등이 2027년까지 자생적인 소비 회복세를 유도할 수 있다. 순환적인 관점에서, 2026년 소매판매 증가율의 반등(상저하고 패턴)과 소비자물가의 '레벨 업'이 기대되며 2025년에 이어 정책 효과(구조조정/이구환신/보조금)와 자산시장 회복 기대감도 유효하다.

도표 1. 중국 소매판매 증가율 (2024년 11월 이후~)



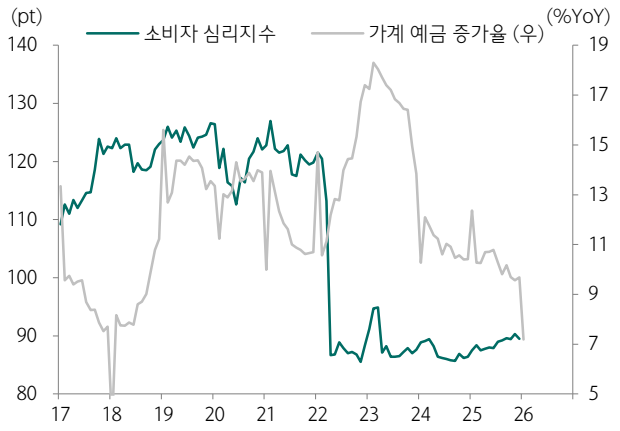
주: 26년은 1-2월 누적 기준.
자료: Wind, 하나증권

도표 2. 중국 주요 물가 전월비 상승률: 최근 3개월 상승세 예상 상회



자료: Wind, 하나증권

도표 3. 중국 소비자 심리지수 vs 가계 예금 증가율



자료: Wind, 하나증권

도표 4. 기존주택(구축) 매출량 vs 가격 지수: 5년 만에 저점 형성중

자료: Wind, 하나증권

2) 2026년 중국 물가 상승하며 리플레이션 국면 진입, 소비 회복에 우호적 환경

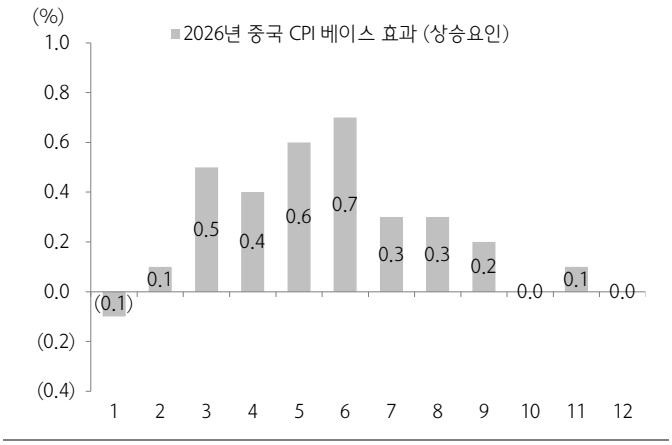
2026년 중국 물가 레벨은 리오프닝 이후 최고 수준 전망

2026년 중국의 물가 레벨을 2023년 리오프닝 이후 가장 높은 수준을 기록할 것으로 예상한다. 2025년 유동성 공급과 통화량 반등 효과가 2026년 중국 가계와 기업의 가격 신호 회복을 지지하고 있으며, 명목GDP와 CPI 상승에 맞춰진 정책 기조(전인대/인민은행)는 약 5년만에 디플레이션 탈출 가능성을 높이고 있다. 2026년 중국 CPI의 전년비 상승률은 최근 3년래 가장 높을 것으로 예상되며, PPI 상승률은 5년만에 플러스 전환이 예상된다.

상반기 PPI 상승 효과, 하반기 돈육 가격과 서비스 CPI 상승 효과 주목

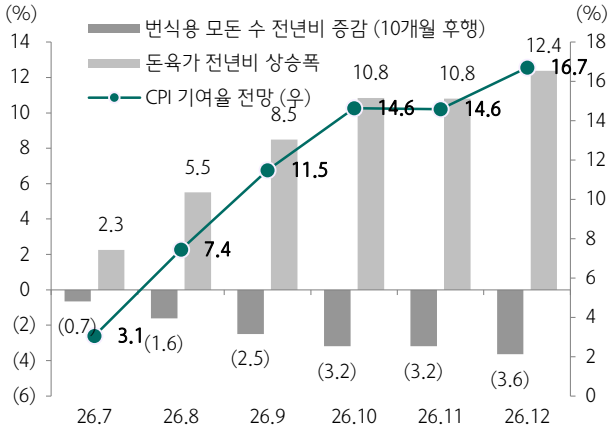
우리는 소비 경기의 완만한 회복과 강력한 반내권 정책(=소모적 가격경쟁 억제: 중후장대/전자상거래/서비스업 등)기조 하에 일반 소비와 소비형 서비스 업종의 마진율 및 ROE가 장기 저점에서 반등이 시작될 것으로 전망한다. 상반기 중국 PPI 상승 사이클의 효과(Core CPI)와 하반기 돈육 사이클 및 서비스 물가 상승(헤드라인 CPI) 등이 소매판매 증가율 반등 및 소비 업종 실적의 정상화를 점차 견인할 것으로 판단한다.

도표 5. 2026년 중국 CPI 베이스 효과 (상승요인)



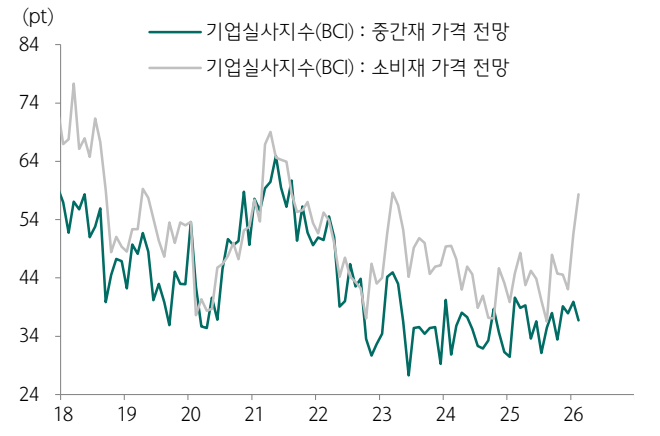
자료: Wind, 하나증권

도표 6. 중국 번식용 모돈 수 증감과 돈육가 상승폭: CPI 기여율 상승



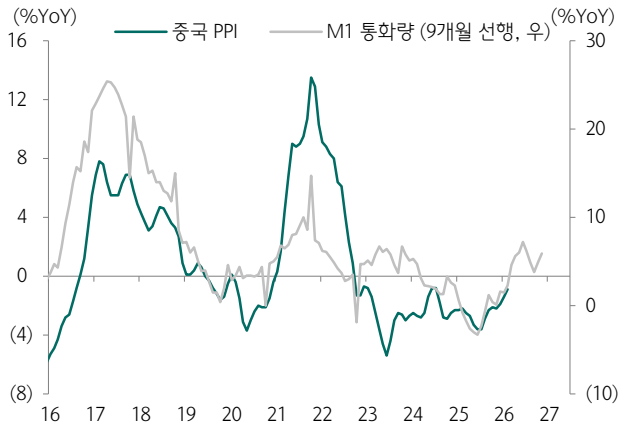
주 : 2026년 하반기는 당사 추정치
자료: Wind, 하나증권

도표 7. 기업실사지수(BCI): 중간재 및 소비재 가격 전망



자료: Wind, 하나증권

도표 8. 중국 PPI vs M1 통화량 (9개월 선행): 2026년 상승 경로 유지



자료: Wind, 하나증권

3) 소비 부양책 점진적이지만 지속 시행, 대중 소비 촉진 효과 주목

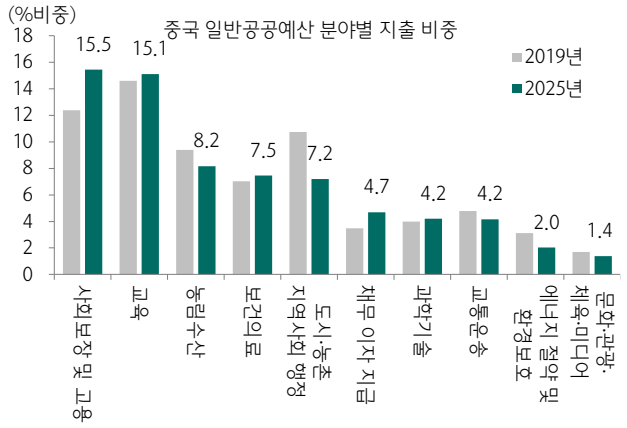
중국 전인대 정량 목표 소폭 하향 했지만, 여전히 내수 확대와 민생 지원이 최우선 목표

2026년 3월 전인대의 부양책은 표면적으로 성장률 목표의 하향(2025년 5%에서 4.5%-5% 밴드로 제시)과 2025년과 유사한 재정적자 편성 및 소비재 이구환신 한도 30% 하향, 15차 5개년 계획 첫해 산업 정책과 고정투자 진작 부각 등이 소비 부양책에 대한 기대감을 낮춘 것은 사실이다. 다만, '내수 확대'와 '사람에 투자' 한다는 목표를 여전히 최우선 과제로 제시하고 2/4분기부터 본격 재정 집행에 돌입하는 만큼 2026년 연간으로 볼 때 가계 소비의 '자생적인' 회복세를 지지하기에 충분해 보인다.

2026년 중저가 대중 소비와 서비스 분야의 상대적인 고성장 전망

물론, 2026년 소비 부양책의 중심이 내구재보다는 민생 보장과 보조금 형태로 확대되면서 대중 소비(음식료/화장품/의류/플랫폼)와 서비스(면세/여행) 분야의 상대적인 고성장이 기대된다. 구체적으로 2026년 최저임금 인상 및 민생 보조금(출산/양육/의료)의 확대, 개인 신용 회복과 서비스 보조금 확대 등이 중저가 소비 지출을 촉진할 전망이다. 한편, 내구재 소비 측면에서 주택 가격과 건설경기의 뚜렷한 회복은 어렵지만, 2025년부터 준공 및 입주 안정 관련 소비(가전/가구/인테리어/전기차)는 장기 침체를 탈피하기 시작했다. 또한, 2026년 소비재 이구환신 효과도 2025년 범위 안에서 유효해 보인다.

도표 9. 중국 일반공공예산 분야별 지출 비중: 2019년 vs 2025년



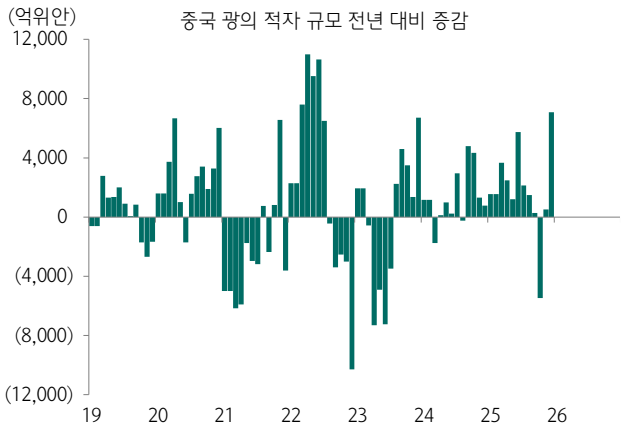
자료: Wind, 하나증권

도표 10. 중국 전인대 정부업무 보고서 거시경제/재정/통화 목표

전인대 정부업무 보고서 거시경제/재정/통화 목표							
항목	2019년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
GDP	6%~6.5%	6%이상	5.5%전후	5.0%전후 (하향)	5.0%전후 (유지)	5.0%전후 (유지)	**4.5%-5%(하향)**
CPI	3%전후	3%전후	3%전후	3%전후 (유지)	3%전후 (유지)	2%전후 (하향)	**2%전후 (유지)**
재정적자율 (%/GDP)	2.80% 2.8조위안	3.2%이상	2.8%이상	3% (상향)	3% (유지)	4%전후 (확대)	**4%전후 (유지)**
지방특수채 한도	2.1조 위안	3.65조 위안	3.65조 위안	3.8조위안 (상향)	3.9조위안 (상향)	4.4조위안 (상향)	**4.4조위안 (유지)**
특별국채 신규발행	--	--	--	--	1조위안 (신규)	1.3조위안 (확대)	**1.3조위안 (유지)**
실업률	4.5%이내	5.5%이내	5.5%이내 (유지)	5.5%전후 (유지)	5.5%전후 (유지)	5.5%전후 (유지)	**5.5%전후 (유지)**
신규 도시 취업자 수	1100만명	1100만명	1100만명 (유지)	1200만명 (상향)	1200만명 (유지)	1200만명 (유지)	**1200만명 (유지)**

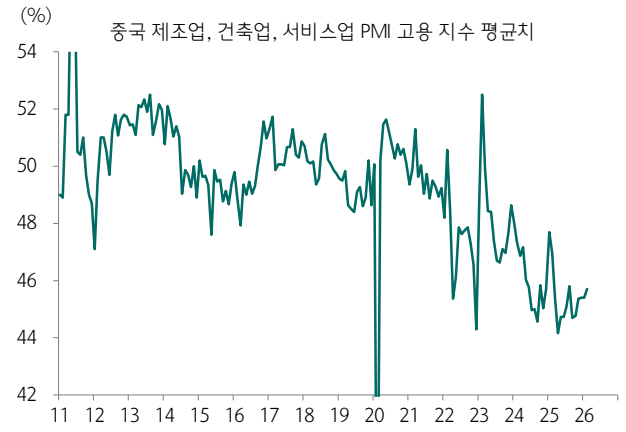
자료: Wind, 하나증권

도표 11. 중국 광의 적자 규모 전년 대비 증감: 2/4분기 본격 재정 집행



자료: Wind, 하나증권

도표 12. 제조업, 건축업, 서비스업PMI 고용지수: 고용 시장 최악을 탈출



자료: Wind, 하나증권

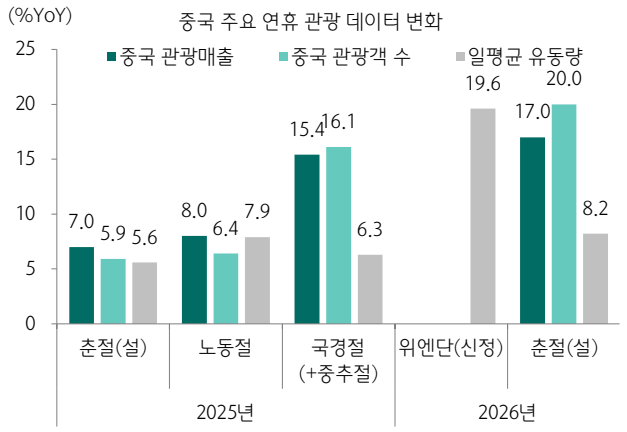
4) 중국 신(新)소비 확산은 지속, 2026년 음식료/외식/뷰티/의류/레저 분야 주목

중국 신(新)소비 패턴 계속 확산, 음식료/외식/뷰티/의류/레저/여행 분야 상대적인 고성장 주목

한편, 2025년 이후 중국의 신(新)소비 테마는 음식료(간식), 신선음료, 굿즈경제(IP), 쥬얼리, 뷰티, 반려동물 등으로 확산하며 새로운 시장을 계속 형성하고 있다. 중국의 신소비는 단순히 신규 소비층과 젊은 세대에 국한되지 않으며 수요, 공급, 유통 관점에서 새로운 시장을 형성하고 전체 비중이 빠르게 상승하고 있다. 단순 경제와 소득 관점에서 중국 소비 해석은 한계가 있으며, 새로운 패턴과 카테고리 확산으로 소비주 투자 방식도 계속 진화하고 있다.

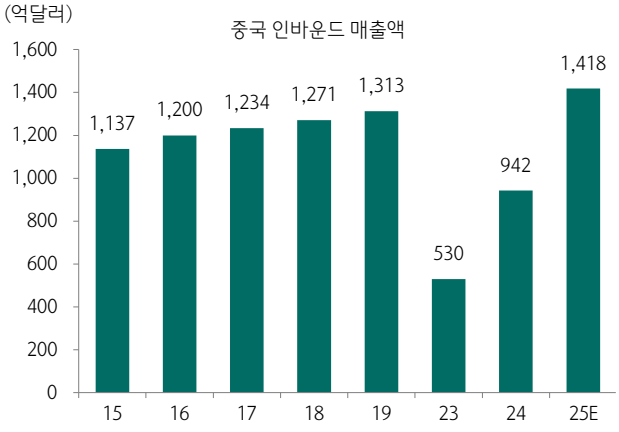
중국 소비는 펜데믹 이후 침체 과정에서 감성, 서비스, 가성비, 브랜드, 자기만족, 1인 가구 등 소비 패턴이 복합적으로 확산했으며, 소비자가 수요를 완전히 주도하기 시작했다. 제품 생산력과 기민한 사업성을 지닌 중국내 공급자 역시 치열한 경쟁 속 창의성이 더해지며 경쟁력이 빠르게 상승했다. 리오프닝 이후 자기 위로와 만족을 위한 '정서적 소비'가 빠르게 부상했으며, 관련 외식/음식료/레저/여행/굿즈경제 등 분야의 고성장이 대표적이다. 중국은 특별히 '싸고 즐거운' 소비 패턴 확산에 부합하는 생산자, 미디어, 유통, 물류 시스템을 완벽히 구축한 국가이며 관련 소비 시장의 규모와 투자 기회는 계속 확대될 가능성이 높다.

도표 13. 중국 주요 연휴 관광 데이터 변화 (2025-2026년)



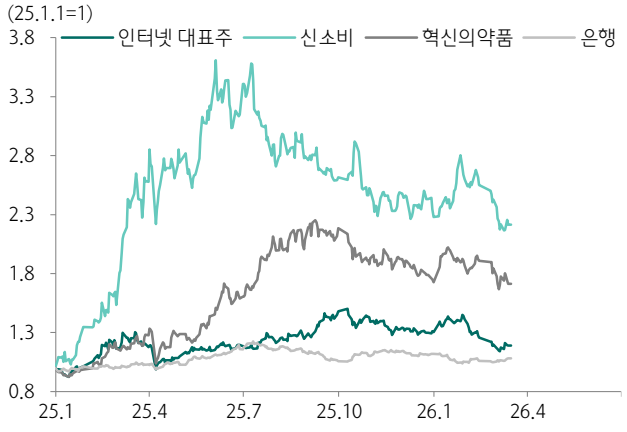
자료: Wind, 하나증권

도표 14. 중국 인바운드 매출액 추이 (2015-2025년)



주: 25년은 당사 전망치
자료: Wind, 하나증권

도표 15. 중국 주요 테마주 주가 추이: 2026년 신소비 주가 회복 주목



자료: Wind, 하나증권

도표 16. 중국 신소비 유니버스: 음식료/간식/뷰티/의류/레저 분야 주목

업종	티커	기업명	설명	매출액		순이익		PER (배)	
				25년	26년	25년	26년	25년	26년
소매	**9992.HK**	**팝마트**	**아트토이 중심의 IP 운영 플랫폼형 선도 기업**	27,139	50,908	12,931	17,496	35	14
	0325.HK	**블록스**	**중국 1위, 글로벌 3위 조립식 캐릭터 장난감 기업**	1,556	2,094	698	978	192	12
쥬얼리	**6181.HK**	**라오푸골드**	**중국 Z세대를 중심의 금 장신구 브랜드**	26,521	35,849	4,770	6,755	31	14
음식료	1364.HK	GoodMe	중국 최다 지역 분포, 중저가 차 음료 브랜드	3,892	4,687	2,572	2,800	35	21
	2097.HK	**미쉐그룹**	**중국 최대, 글로벌 2위 규모의 차 음료 기업**	10,511	11,948	5,833	6,642	23	16
	CHA.US	CHAHEE	중국 고급 차 음료 브랜드	7,050	8,105	1,670	1,987	-	7
	YUMC.US	염차이나	중국 최대 양식 프랜차이즈	2,561	8,873	977	1,021	20	18
	6862.HK	하이디라오	중국 최대 훠궈 체인	26,139	27,732	4,259	4,728	18	17
화장품	**1318.HK**	**마오거핑**	**중국 1위, 글로벌 TOP10 고급 화장품 브랜드**	4,344	5,599	1,200	1,548	36	22
반려동물	301498.SZ	Gambol Pet	중국의 대표적인 펫푸드 브랜드 기업	2,806	3,494	696	877	35	27
섬유의복	2020.HK	안타스포츠	스포츠용품 생산 • 판매업체	48,799	53,596	13,261	14,385	13	14
	301078.SZ	KidsWant	데이터 기반의 영유아·임산부 종합 서비스 기업	3,146	3,690	327	483	44	24

주: 매출액 및 순이익 백만위안 기준. 2026년 3월 11일 기준.
자료: Wind, Bloomberg, 하나증권

5) 중국 소비주 1/4분기 구조적-순환적 저점, 상반기 알파-하반기 베타 전략 권고

중국 소비 경기 상저하고 패턴 하반기 4-5%대 회복 예상

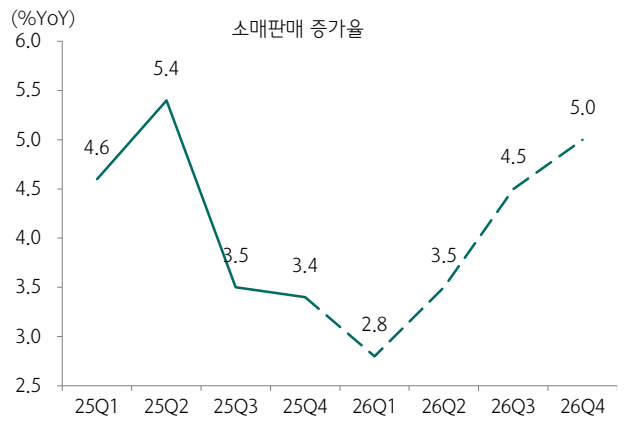
2026년 중국 소비 경기는 뚜렷한 '상저하고' 패턴을 보이며 소매판매 증가율은 1/4분기를 저점으로 상반기 3-4%대, 하반기 4-5%대 회복이 예상된다. 3월 16일 발표된 1-2월 합산 소매판매 증가율은 높은 베이스(2025년 1/4분기 내구재 판매)와 부양책 공백을 극복하며 1-2월 YoY+2.8%(예상+2.5%/12월+0.9%)로 양호한 시작 시작을 알렸다. 상반기는 물가 상승 요인, 하반기에는 부동산과 재정 효과가 지표 회복을 견인할 전망이다.

중국 소비주 상반기 대장주 알파 하반기 더 적극적인 비중확대

우리는 중국 소비주의 주가와 밸류에이션이 최근 4년간 중첩된 구조적인 악재를 충분히 반영했으며, 중국 증시 소비 업종의 절대/상대 밸류에이션과 기관 편입 비중이 10년래 최저 수준까지 하락했다는 점을 기회 요인으로 평가한다. 2026년 중국 소비가 구조적-순환적인 회복 요인들을 순차적으로 반영하는 과정에서 소비주는 상반기 알파, 하반기 베타 전략의 기회를 제공할 것으로 전망한다. 상반기는 정책 효과가 큰 테마와 대형주 중심, 하반기는 소비 증가율 및 마진율 반등에 따라 더 적극적인 비중확대를 권고한다.

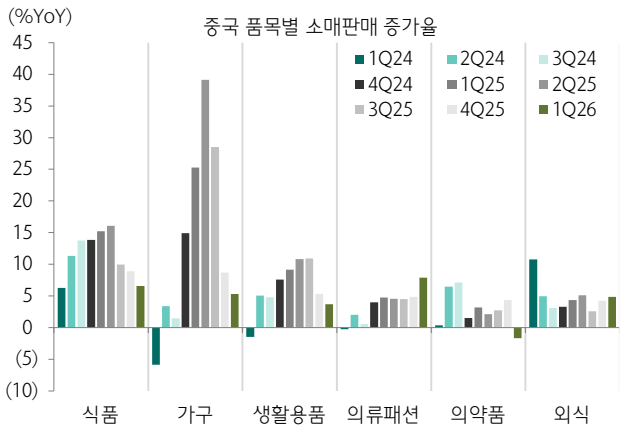
세부 분야로는 상반기 사이클 회복과 정책 수혜가 예상되는 대중 소비(음식료/화장품/의류/전자상거래), 소비 패턴 변화와 위안화 강세 수혜주(외식/여행/면세)를 먼저 주목한다.

도표 17. 중국 소매판매 증가율 분기별 추이 전망: 상저하고 패턴 유력



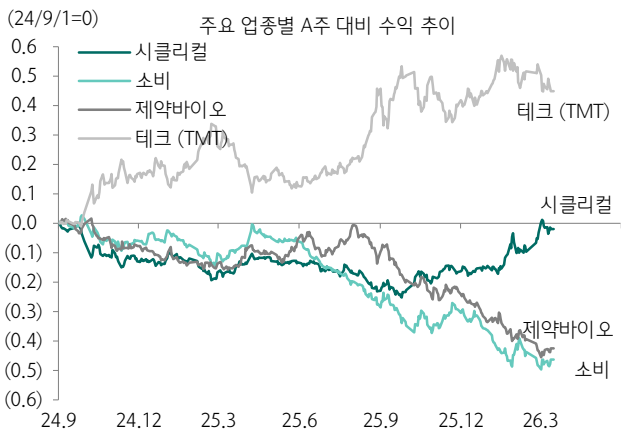
주: 26Q1-26Q4는 당사 전망치
자료: Wind, 하나증권

도표 18. 중국 소프트 소비재 품목별 소매판매 증가율 (분기)



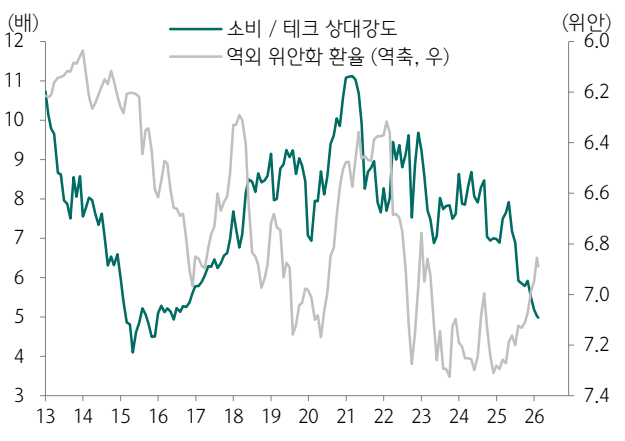
주: 1Q26은 1-2월 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 19. 중국 증시 주요 분야별 상대 강도 추이 (24년 9월 부양 이후)



자료: Wind, 하나증권

도표 20. 중국 소비/테크 주가 상대강도 vs 역외 위안화 환율(역축)



자료: Wind, 하나증권

2. 음식료, 10년 만의 중국 사이클

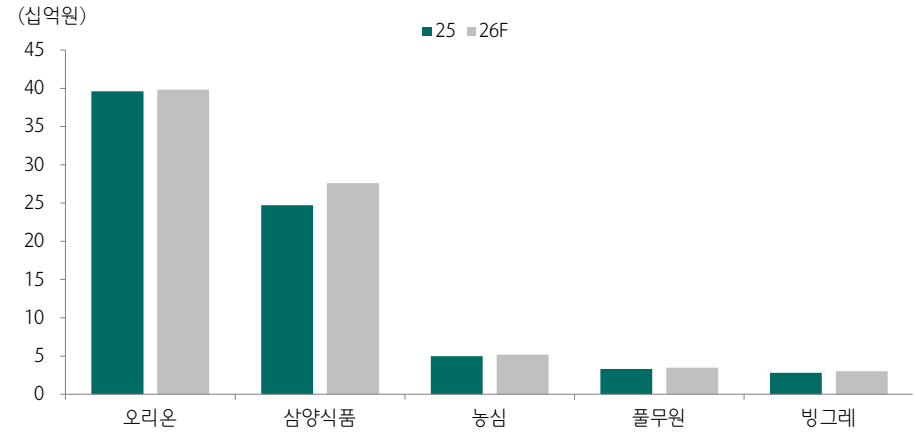
1) 중국 내수 회복 온기 기대

하반기 중국 내수 소비 회복 및 물가 정상화 → 중국 익스포저 보유 업체 수혜 예상

① 작년 중국 음식료 업체는 내수 부진 및 배달 시장 경쟁 격화(징둥의 배달 시장 진출 기인한 메이탄 및 알리바바 간 3사 경쟁)에 따른 수수료 증가로 부진한 실적을 시현했다. 올해 기저효과가 본격화되는 한편, ② 주요 부자재(PET 등) 및 원자재(설탕 등) 가격도 작년 연말부터 안정화 흐름을 보이고 있어 원가 부담도 경감될 전망이다. ③ 중국 정부의 내수 부양 의지가 유효한 상황에서, ④ 앞서 언급한 하반기 돈가 반등에 따른 CPI 정상화는 내수 소비 회복에 긍정적으로 작용할 전망이다. 돈육은 중국 CPI 음식료 내(30%)에서 여전히 가장 큰 비중을 차지하는 재화이다. 2024~2025년 전염병 및 낮은 생산성은 올해 하반기 공급 과잉 상황을 반전시킬 것으로 전망된다. 돈가 상승은 직접적으로 CPI 음식료 가격을 견인할 뿐만 아니라 농촌의 소득 예측도 개선시킨다. 소비 여력은 하반기 갈수록 풍부해질 것으로 예상된다. 중국 익스포저를 보유한 업체에 대한 긍정적 관점을 제시한다. 오리온(BUY, TP 20만원, 상향) 및 삼양식품(BUY, TP 180만원)에 대한 비중확대가 유효하다는 판단이다. 참고로, 양사 전사 매출에서 중국 비중은 각각 40%, 28%이다.

도표 21. 주요 업체 중국 매출 비중 현황

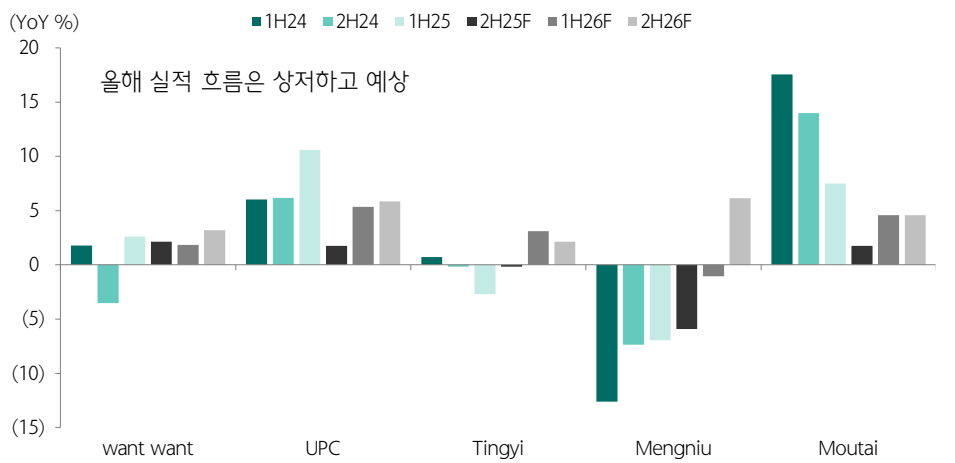
오리온/삼양식품 전체 매출 내 중국 비중 유의미



자료: 각 사, 하나증권

도표 22. 주요 중국 음식료 업체 탑라인 추이

중국 내수 음식료 업체도 하반기 탑라인 개선 전망



자료: 각 사, 하나증권

2) 신(新)소비 확산 중심에 서 있는 '간식 채널'

'신(新)소비' 테마 중 하나인 '간식 채널' 주목

2025년 이후 중국의 신(新)소비 테마 중 하나인 '간식 채널'에 주목할 필요가 있다. '간식 채널'은 '가성비'를 앞세우면서 코로나 이후 급성장 중이다. 언론보도에 따르면 대형 마트 대비 30% 내외 저렴한 것으로 추산된다. 더불어 '한입 거리' 낱개 포장 제품을 통해 소비자의 다양성을 존중하되, 이를 무게로 계산하는 방식을 택해 사용자의 편의성을 극대화했다.

Frost & Sullivan 컨설팅 자료에 의하면, 중국 음식료 소매 채널에서 '간식 채널' 비중은 2020년 약 8%→2026년 13%로 5%p 상승했다. 동기간 슈퍼마켓 및 식료품 채널 비중은 각각 -4.9%p, -1.3%p 하락했다. 통계에 따르면, 2020년 말 약 1,800개에 불과했던 간식 채널 수는 2025년 4만 5천 개로 증가한 것으로 추산된다. 중국 오프라인 소매가 전반적으로 압박을 받는 상황에서도 나홀로 성장세를 시현 중이다.

오리온은 '간식 채널 특화 제품'을 다양하게 출시하고 있다. 그 결과, 간식 채널 비중은 2020년 2% 내외→2025년 26%까지 큰 폭 상승한 것으로 추산된다. 간식 채널 매출은 지난 5년 간 연평균 73% 증가한 것으로 추정된다. 올해 간식 채널 비중은 30% 내외까지 상승할 것으로 예상한다. YoY 두 자리 수 고성장세가 당분간 이어질 것으로 전망한다. 삼양식품은 2023년부터 간식 채널로 커버리지를 확대하기 시작했다. 간식 채널 카테고리가 초기 견과류/스낵 중심에서 최근 라면/베이커리로 다양해지고 있어 지속적인 수혜가 예상된다.

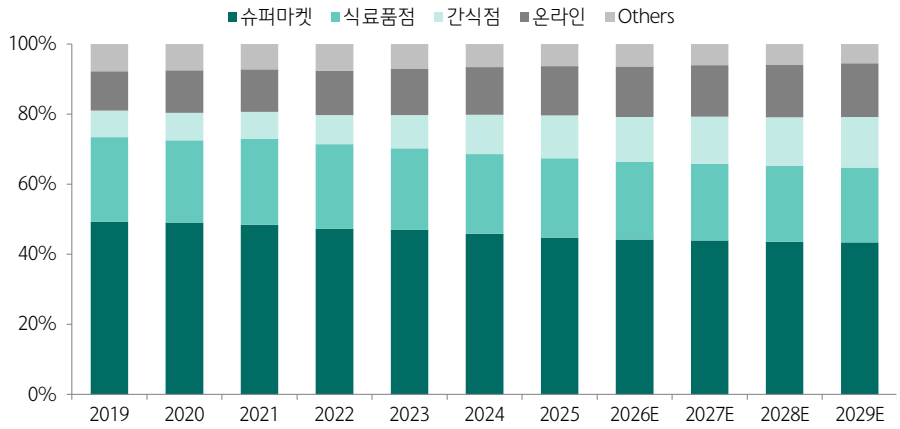
도표 23. 중국 '간식 채널'

한입 거리 스낵에서 라면/음료 등 다양한 상품 구비

자료: 구글 이미지, 하나증권

'간식 채널' 비중은
2020년 약 8%→2026년 13%로
5%p 상승

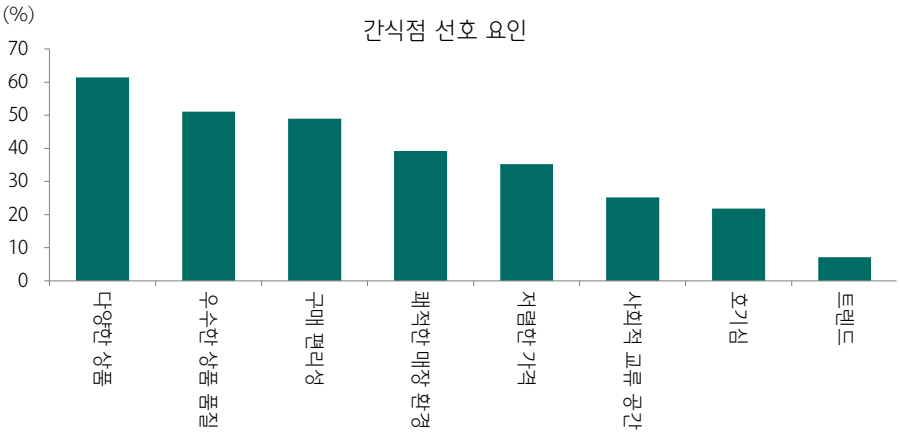
도표 24. 중국 음식료 소매 채널 비중 추이



주: 'Frost & Sullivan' 리포트 인용
자료: Frost & Sullivan, 언론보도, 하나증권

다양한 상품 구성 및 가성비

도표 25. '간식 채널' 선호 요인 설문조사



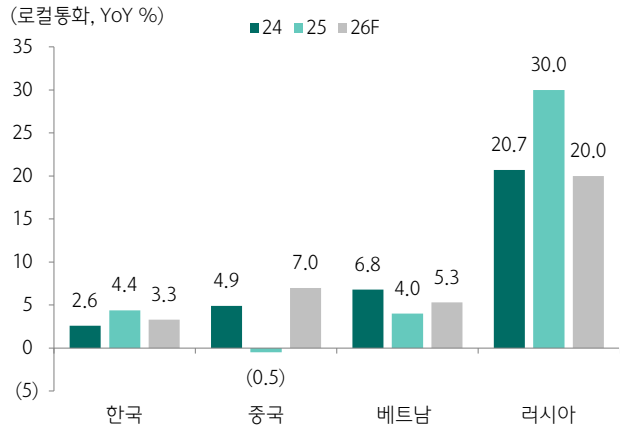
자료: iiMedia Research, 하나증권

도표 26. '간식 채널' Player 매장 수 현황

		2021	2022	2023	2024	2025
밍밍헌망	링스헌망	800	1,900+	6,585	14,394	21,000+
	자오이밍	350	800+			
완천그룹	하오샹라이		1,200+	4,726	14,196	18,000+
	아디아디		200+			
	라이유핀		400+			
	라오포다련		600+			
링스유밍				2,500+	3,500+	4,500+
링스유쉬안			700+	1,300+	2,000+	2,000+
탕차오			1,000+	1,500+	2,069	2,300+
아이링스			500+	1,400+	1,800+	2,000+
다이융훙			500+	600+	1,000+	1,000+
이메이푸즈				500+	1,000+	1,000+

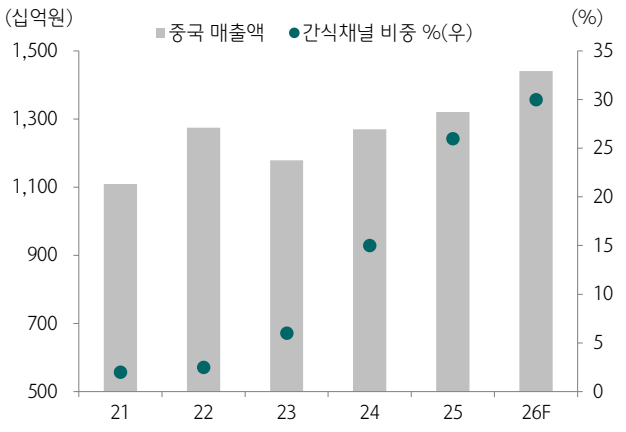
자료: 언론보도 종합, 후위안증권, 하나증권

도표 27. 오리온 법인별 매출 성장 전망



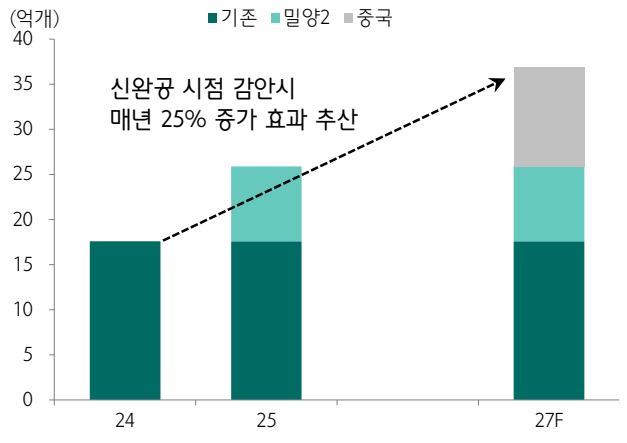
자료: 오리온, 하나증권

도표 28. 오리온 중국 매출 내 '간식 채널' 비중



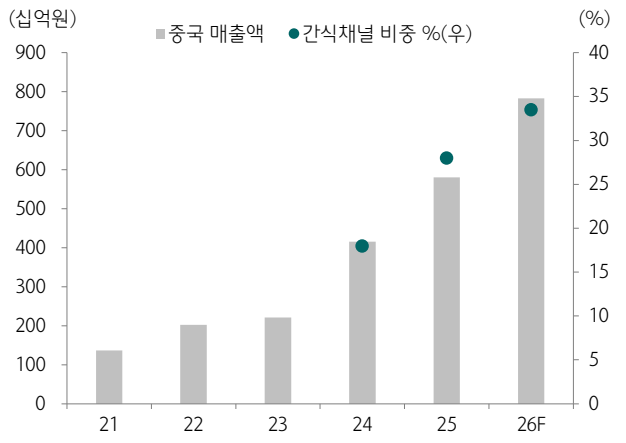
자료: 오리온, 하나증권

도표 29. 삼양식품 중국 공장 2027년 초 완공 예정



자료: 삼양식품, 하나증권

도표 30. 삼양식품 중국 매출 내 '간식 채널' 비중



자료: 삼양식품, 하나증권

기업분석

오리온(217560) 13
삼양식품(003230) 18

2026년 3월 18일 | 기업분석_기업분석(Report)

오리온 (271560)

중국, 십년 만에 두 자리 수 성장!

BUY (유지)

목표주가(12M)	200,000원(상향)
현재주가(3.17)	131,100원

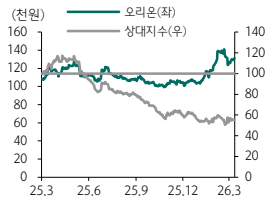
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,640.48
52주 최고/최저(원)	141,000/99,300
시가총액(십억원)	5,183.2
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	39,536.1
60일 평균 거래량(천주)	146.7
60일 평균 거래대금(십억원)	17.7
외국인지분율(%)	35.68
주요주주 지분율(%)	
오리온홀딩스 외 9 인	43.81
국민연금공단	8.12

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	3,611.2	3,840.5
영업이익(십억원)	630.7	680.5
순이익(십억원)	480.9	519.1
EPS(원)	11,983	12,969
BPS(원)	104,377	114,455

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,104.3	3,332.4	3,646.4	3,847.0
영업이익	543.6	558.3	636.7	719.4
세전이익	692.2	543.6	670.1	757.6
순이익	524.6	385.4	480.2	545.7
EPS	13,269	9,749	12,146	13,801
증감율	39.28	(26.53)	24.59	13.63
PER	7.72	10.84	10.62	9.35
PBR	1.17	1.11	1.24	1.14
EV/EBITDA	4.37	4.14	4.67	3.89
ROE	16.57	10.66	12.22	12.70
BPS	87,814	95,064	103,711	113,613
DPS	2,500	3,500	3,900	3,900

Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com
RA 고찬결 cgko@hanafn.com

'실적' 및 '신뢰' 회복의 시발점

2017년 오리온 중국 실적은 '사드' 논란으로 YoY -36% 급감했다. 2016년 매출 수준(약 1.3조원)을 회복한 시점이 2025년이었다. 그러나, 2024년 이종 산업 투자를 감행하면서 오히려 당시 주가는 De-Rating 되었다. 올해는 상황이 달라졌다고 판단한다. ① 중국 매출은 YoY high single~10%(로컬 통화 기준) 성장해 역사적 최고치를 경신할 것으로 예상되는 가운데, ② 배당 분리과세 요건에 부합하는 적극적인 주주정책을 지속 고수해 나갈 것으로 사료되기 때문이다. 오리온은 2025년 DPS 3,500원을 공시했고 2026년에도 최소 10% 증액이 예상된다. ③ 중국 외 베트남 및 러시아의 견조한 실적 개선이 이어지는 한편, 인도에서도 가시적 성과를 확인하는 한 해가 될 것이다. ④ 반면, 오리온 현 주가는 역사적 밴드 하단인 12개월 Fwd PER 10배 내외에 불과하다. 적극적인 매수 관점을 유지한다.

2026년: 중국 두 자리 수 성장 + 카카오 등 원가 경감

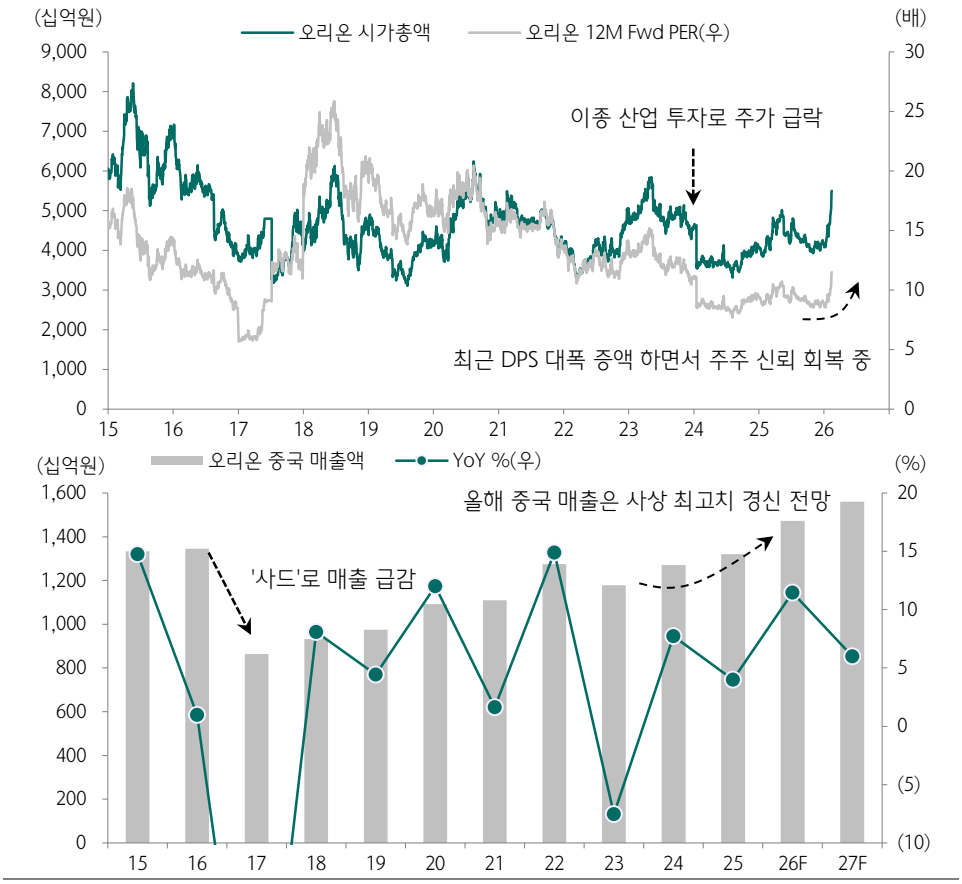
하나증권은 2026년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 6,464억원(YoY 9.4%), 6,367억원(YoY 14.0%)으로 추정한다. 국가별 로컬 통화 기준 매출 성장은, 한국/중국/베트남/러시아 각각 YoY 3.0%/7.0%/5.5%/15.0%으로 예상한다. 올해 실적 개선의 Key는 중국이다. ① 중국은 올해 매출 1.4조원을 상회하여 역사적 매출을 경신할 것으로 전망한다. 약 10년 만에 두 자리 수 탑라인 성장이 가능해 보인다. 로컬 통화 기준 YoY 7~10%, 한화 기준 11~14% 성장을 예상한다. 1Q26 춘절 효과가 본격화되는 가운데, 고성장 중인 간식 및 온라인 채널에서의 보폭 확대가 전사 성장을 견인할 전망이다. 하반기 중국 내수 회복 속도에 따라 추가 업사이드도 열어둘 수 있겠다. 손익 측면에서는 2Q25 출혈 경쟁 기인한 기저효과 및 2Q26부터 '카카오' 등 원재료 부담 완화가 긍정적이다. ② 베트남도 기저효과 및 수출 재개가 탑라인 및 손익 개선에 우호적으로 작용할 것이다. ③ 러시아는 '파이' 생산라인 증설(작년 10월, 2개 라인) 및 추가 라인 증설 기인한 고성장 흐름이 지속될 것이다. ④ 한국은 신규 채널(다이소 등) 및 미국 수출 확대 기조가 이어질 것으로 전망한다. ⑤ 인도도 2H25부터 영업 활동을 진행 중인 만큼, 가시적 성과가 기대된다.

올해 실적도 좋지만, '주주환원'도 강화 전망

2017년 오리온 중국 실적은 '사드' 논란으로 YoY -36% 급감했다. 2016년 매출 수준(약 1.3조원)을 회복한 시점이 2025년이었다. 그러나, 2024년 이종 산업 투자를 감행하면서 오히려 당시 주가는 De-Rating 되었다. 올해는 상황이 달라졌다고 판단한다. ① 중국 매출은 위안화 기준 YoY 7~10%(한화 기준 11~14%) 성장해 역사적 최고치를 경신할 것으로 예상되는 가운데, ② 배당 분리과세 요건에 부합하는 적극적인 주주정책을 지속 고수해 나갈 것으로 사료되기 때문이다. 오리온은 2025년 DPS 3,500원을 공시했고 2026년에도 최소 10% 증액이 예상된다. ③ 중국 외 베트남 및 러시아의 견조한 실적 개선이 이어지는 한편, 인도에서도 가시적 성과를 확인하는 한 해가 될 것이다. ④ 반면, 오리온 현 주가는 역사적 밴드 하단인 12개월 Fwd PER 10배 내외에 불과하다. 적극적인 매수 관점을 유지한다.

2026년 중국 회복 및 주주환원으로 밸류에이션 회복 전망

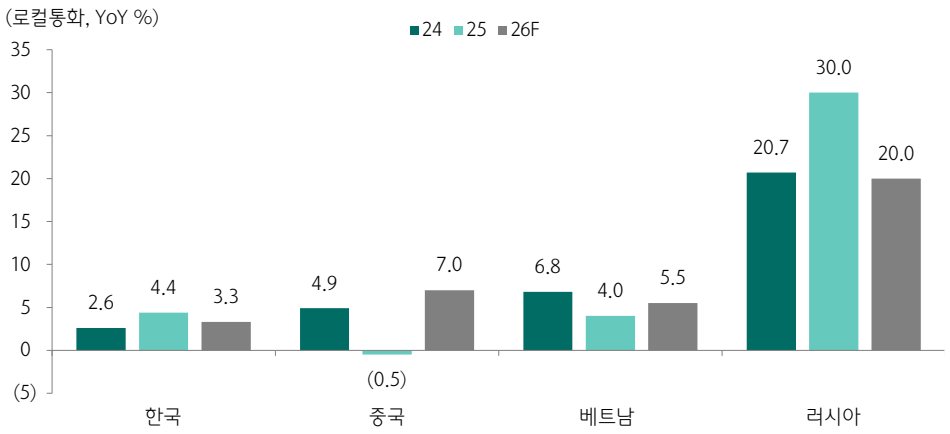
도표 31. 오리온 주가 및 밸류에이션 추이



자료: Quantiwise, 오리온, 하나증권

올해 실적 회복 Key는 중국

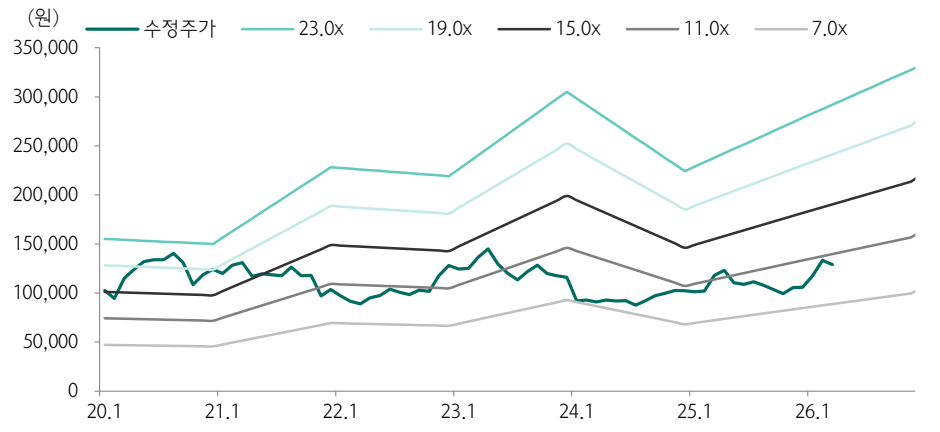
도표 32. 오리온 법인별 탑라인 성장 전망(로컬 통화 기준)



자료: 오리온, 하나증권

현 주가 역사적 밴드 하단 위치

도표 33. 오리온 12개월 Fwd PER Band



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 34. 오리온 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25P	26F
매출액	**801.8**	**777.2**	**828.9**	**924.6**	**902.0**	**844.4**	**900.9**	**999.1**	**3,104.3**	**3,332.4**	**3,646.4**
국내제과	282.4	291.3	282.6	289.5	288.0	303.0	288.3	301.1	1,097.6	1,145.8	1,180.4
중국제과	328.2	304.8	337.3	350.3	387.3	332.2	371.1	381.8	1,270.1	1,320.7	1,472.4
베트남제과	128.3	102.6	120.5	186.7	136.0	109.8	131.4	196.0	514.5	538.1	573.2
러시아제과	67.2	80.8	89.6	101.9	90.7	99.4	110.2	120.2	230.5	339.4	420.4
YoY	**7.1%**	**8.1%**	**7.0%**	**7.3%**	**12.5%**	**8.6%**	**8.7%**	**8.1%**	**6.6%**	**7.3%**	**9.4%**
국내제과	4.0%	4.9%	4.3%	4.5%	2.0%	4.0%	2.0%	4.0%	2.6%	4.4%	3.0%
중국제과	7.1%	3.0%	4.7%	1.4%	18.0%	9.0%	10.0%	9.0%	7.7%	4.0%	11.5%
베트남제과	8.5%	4.3%	-1.0%	5.9%	6.0%	7.0%	9.0%	5.0%	8.2%	4.6%	6.5%
러시아제과	33.0%	64.5%	44.7%	47.7%	35.0%	23.0%	23.0%	18.0%	15.1%	47.3%	23.9%
영업이익	**131.4**	**121.5**	**137.9**	**167.6**	**154.1**	**135.9**	**157.5**	**189.2**	**543.6**	**558.3**	**636.7**
국내제과	46.3	48.5	42.1	49.8	47.8	50.9	46.1	48.8	178.5	186.8	193.6
중국제과	56.0	52.3	67.0	66.5	71.7	58.5	74.2	75.6	244.0	241.7	279.9
베트남제과	21.2	14.0	21.3	39.6	23.8	15.4	24.3	47.0	100.2	96.1	110.5
러시아제과	8.6	9.8	11.7	16.6	11.8	12.1	14.9	19.8	36.9	46.6	58.6
YoY	**5.0%**	**-0.2%**	**0.6%**	**4.9%**	**17.3%**	**11.9%**	**14.3%**	**12.9%**	**10.4%**	**2.7%**	**14.0%**
국내제과	5.6%	3.4%	-3.8%	13.6%	3.2%	4.9%	9.5%	-2.1%	5.7%	4.7%	3.6%
중국제과	3.3%	-6.6%	5.4%	-5.4%	28.0%	11.8%	10.8%	13.7%	10.4%	-0.9%	15.8%
베트남제과	9.2%	-9.1%	-10.7%	-4.5%	12.1%	9.8%	14.3%	18.7%	14.5%	-4.0%	14.9%
러시아제과	9.2%	46.3%	26.9%	25.8%	37.6%	23.7%	27.2%	19.6%	14.8%	26.2%	25.7%
OPM	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	17.1%	16.1%	17.5%	18.9%	17.5%	16.8%	17.5%
국내제과	16.4%	16.7%	14.9%	17.2%	16.6%	16.8%	16.0%	16.2%	16.3%	16.3%	16.4%
중국제과	17.1%	17.2%	19.8%	19.0%	18.5%	17.6%	20.0%	19.8%	19.2%	18.3%	19.0%
베트남제과	16.5%	13.6%	17.6%	21.2%	17.5%	14.0%	18.5%	24.0%	19.5%	17.9%	19.3%
러시아제과	12.8%	12.1%	13.1%	16.3%	13.0%	12.2%	13.5%	16.5%	16.0%	13.7%	13.9%
세전이익	**145.0**	**103.5**	**144.2**	**154.0**	**162.4**	**144.2**	**165.9**	**197.6**	**692.2**	**546.6**	**670.1**
YoY	8.3%	-3.3%	2.3%	-50.4%	12.0%	39.4%	15.1%	28.3%	33.1%	-21.0%	22.6%
(지배)순이익	**104.3**	**69.8**	**102.7**	**107.3**	**116.8**	**98.4**	**119.6**	**145.4**	**524.6**	**384.1**	**480.2**
YoY	11.2%	-10.4%	3.0%	-57.6%	11.9%	40.9%	16.5%	35.6%	39.3%	-26.8%	25.0%
NPM	13.0%	9.0%	12.4%	11.6%	12.9%	11.7%	13.3%	14.6%	16.9%	11.5%	13.2%

자료: 하나증권

도표 35. 목표주가 20만원 도출

(단위: 원)

	12개월 Fwd	비고
(지배)EPS	13,500	
Target PER(배)	15	역사적 밴드 중단 값
목표주가	**200,000**	**20만원 산출**

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	**2,912.4**	**3,104.3**	**3,332.4**	**3,646.4**	**3,847.0**
매출원가	1,784.9	1,908.2	2,109.1	2,262.2	2,354.3
매출총이익	1,127.5	1,196.1	1,223.3	1,384.2	1,492.7
판관비	635.0	652.6	665.1	747.5	773.2
영업이익	**492.4**	**543.6**	**558.3**	**636.7**	**719.4**
금융손익	34.2	182.2	32.6	36.5	41.4
종속/관계기업손익	0.6	(4.6)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.1)	(29.0)	(47.2)	(3.1)	(3.1)
세전이익	**520.0**	**692.2**	**543.6**	**670.1**	**757.6**
법인세	135.0	159.0	153.3	184.5	205.9
계속사업이익	385.0	533.2	390.3	485.6	551.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**385.0**	**533.2**	**390.3**	**485.6**	**551.7**
비지배주주지분 순이익	8.3	8.6	4.9	5.3	6.1
지배주주순이익	**376.6**	**524.6**	**385.4**	**480.2**	**545.7**
지배주주지분포괄이익	346.2	658.2	380.7	473.6	538.2
NOPAT	364.5	418.7	400.8	461.3	523.9
EBITDA	649.6	704.0	720.8	822.9	912.0
성장성(%)					
매출액증가율	1.36	6.59	7.35	9.42	5.50
NOPAT증가율	(4.56)	14.87	(4.28)	15.09	13.57
EBITDA증가율	3.39	8.37	2.39	14.16	10.83
영업이익증가율	5.51	10.40	2.70	14.04	12.99
(지배주주)순익증가율	(4.03)	39.30	(26.53)	24.60	13.64
EPS증가율	(4.00)	39.28	(26.53)	24.59	13.63
수익성(%)					
매출총이익률	38.71	38.53	36.71	37.96	38.80
EBITDA이익률	22.30	22.68	21.63	22.57	23.71
영업이익률	16.91	17.51	16.75	17.46	18.70
계속사업이익률	13.22	17.18	11.71	13.32	14.34

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	**1,628.2**	**1,647.4**	**1,908.4**	**2,026.6**	**2,354.6**
금융자산	1,132.7	1,114.0	1,335.9	1,400.3	1,693.8
현금성자산	365.8	451.3	624.9	622.7	873.8
매출채권	191.0	177.3	190.3	208.3	219.7
재고자산	259.7	316.6	339.9	371.9	392.3
기타유동자산	44.8	39.5	42.3	46.1	48.8
비유동자산	**1,893.2**	**2,661.1**	**2,732.3**	**3,020.1**	**3,124.7**
투자자산	38.5	737.4	791.2	865.1	912.4
금융자산	5.4	9.2	9.4	9.7	9.9
유형자산	1,658.4	1,701.5	1,722.0	1,938.6	1,998.5
무형자산	**53.8**	**70.1**	**67.2**	**64.4**	**61.8**
기타비유동자산	**142.5**	**152.1**	**151.9**	**152.0**	**152.0**
자산총계	**3,521.4**	**4,308.4**	**4,640.8**	**5,046.7**	**5,479.3**
유동부채	**398.9**	**537.6**	**572.7**	**621.0**	**651.8**
금융부채	14.3	14.1	15.0	16.3	17.2
매입채무	122.7	163.2	175.2	191.7	202.2
기타유동부채	261.9	360.3	382.5	413.0	432.4
비유동부채	**167.0**	**196.8**	**209.4**	**226.6**	**237.7**
금융부채	**14.3**	**25.8**	**25.8**	**25.8**	**25.8**
기타비유동부채	152.7	171.0	183.6	200.8	211.9
부채총계	**565.9**	**734.4**	**782.0**	**847.6**	**889.5**
지배주주지분	**2,862.4**	**3,471.2**	**3,757.8**	**4,099.7**	**4,491.2**
자본금	**19.8**	**19.8**	**19.8**	**19.8**	**19.8**
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
자본조정	621.8	621.8	621.8	621.8	621.8
기타포괄이익누계액	62.5	198.9	198.9	198.9	198.9
이익잉여금	1,560.2	2,032.7	2,319.3	2,661.2	3,052.6
비지배주주지분	**93.1**	**102.8**	**100.9**	**99.4**	**98.6**
자본총계	**2,955.5**	**3,574.0**	**3,858.7**	**4,199.1**	**4,589.8**
순금융부채	(1,104.1)	(1,074.1)	(1,295.1)	(1,358.1)	(1,650.9)

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,527	13,269	9,749	12,146	13,801
BPS	72,415	87,814	95,064	103,711	113,613
CFPS	16,779	17,662	17,037	20,736	22,989
EBITDAPS	16,430	17,807	18,230	20,814	23,068
SPS	73,663	78,519	84,289	92,230	97,302
DPS	1,250	2,500	3,500	3,900	3,900
주가지표(배)					
PER	12.19	7.72	10.84	10.62	9.35
PBR	1.60	1.17	1.11	1.24	1.14
PCFR	6.92	5.80	6.20	6.22	5.61
EV/EBITDA	5.51	4.37	4.14	4.67	3.89
PSR	1.58	1.30	1.25	1.40	1.33
재무비율(%)					
ROE	13.91	16.57	10.66	12.22	12.70
ROA	10.93	13.40	8.61	9.91	10.37
ROIC	19.40	21.70	20.51	22.23	23.65
부채비율	19.15	20.55	20.27	20.19	19.38
순부채비율	(37.36)	(30.05)	(33.56)	(32.34)	(35.97)
이자보상배율(배)	136.77	536.21	467.31	518.45	571.03

현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**437.0**	**651.6**	**561.4**	**683.6**	**751.9**
당기순이익	385.0	533.2	390.3	485.6	551.7
조정	159.8	49.7	162.5	186.2	192.7
감가상각비	157.2	160.5	162.5	186.2	192.6
외환거래손익	(0.8)	(3.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.6)	9.1	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(116.5)	0.0	0.0	0.1
영업활동자산부채변동	(107.8)	68.7	8.6	11.8	7.5
투자활동 현금흐름	**(540.5)**	**(504.9)**	**(288.9)**	**(547.3)**	**(346.6)**
투자자산감소(증가)	100.6	(604.3)	(60.6)	(80.8)	(54.1)
자본증가(감소)	(166.5)	(106.9)	(180.0)	(400.0)	(250.0)
기타	(474.6)	206.3	(48.3)	(66.5)	(42.5)
재무활동 현금흐름	**(126.9)**	**(38.1)**	**(97.9)**	**(137.0)**	**(153.3)**
금융부채증가(감소)	(89.4)	11.3	1.0	1.3	0.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(0.0)	(0.1)	0.1	0.1
배당지급	(37.6)	(49.4)	(98.8)	(138.4)	(154.2)
현금의 증감	**(230.5)**	**108.6**	**155.5**	**(2.3)**	**251.1**
Unlevered CFO	663.4	698.3	673.6	819.8	908.9
Free Cash Flow	270.5	544.7	381.4	283.6	501.9

자료: 하나증권

2026년 3월 18일 | 기업분석_기업분석(Report)

삼양식품 (003230)

밀양 월 수출액 최고치 경신 + 매력적인 밸류에이션

BUY (유지)

목표주가(12M)	1,800,000원
현재주가(3.17)	1,082,000원

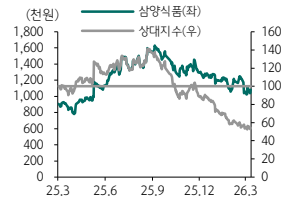
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,640.48
52주 최고/최저(원)	1,630,000/782,000
시가총액(십억원)	8,150.7
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	7,533.0
60일 평균 거래량(천주)	63.6
60일 평균 거래대금(십억원)	75.4
외국인지분율(%)	15.83
주요주주 지분율(%)	
삼양라운드스퀘어 외 6 인	44.98
국민연금공단	9.58

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	2,956.6	3,576.3
영업이익(십억원)	686.2	843.8
순이익(십억원)	535.4	658.7
EPS(원)	70,718	86,680
BPS(원)	221,148	299,275

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,728.0	2,351.8	2,837.8	3,331.2
영업이익	344.6	523.9	694.0	838.0
세전이익	351.6	516.5	687.2	845.3
순이익	272.0	387.6	524.2	644.2
EPS	36,106	51,456	69,593	85,520
증감율	115.42	42.51	35.25	22.89
PER	21.19	23.92	14.92	12.14
PBR	7.00	7.82	4.64	3.39
EV/EBITDA	14.87	15.47	9.43	7.28
ROE	39.37	38.83	36.67	32.39
BPS	109,340	157,514	223,807	306,028
DPS	3,300	3,300	3,300	3,300

Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com
RA 고찬결 cgko@hanafn.com

저가 매수 기회로 판단

삼양식품 주가는 고점 대비 약 30% 하락했다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 13배에 거래 중으로 밸류에이션 매력이 충분해 보인다. 글로벌 Peer 대비 가장 낮은 프리미엄을 받고 있다(일본 Peer 평균 16배). ① 글로벌 소비자들에게 '불닭'은 하나의 브랜드로 자리 잡았다. 출시 이후 10년이 훨씬 지났음에도 불구하고 구글 트랜드가 여전히 견조하기 때문이다. ② 수출액은 QoQ 증가세를 유지 중이다. 작년 8월 특근 중단에 따른 일시적인 생산량 감소(월 약 7% 추산) 기인한 단기 생산 부침이 있었으나, 작년 연말 기준 밀양2공장 라인 6개가 모두 가동 중이다. 올해 들어, 밀양 공장 월 수출액은 사상 최고치를 경신한 것으로 파악된다. ③ 내년 상반기는 중국 신공장 가동이 예정되어 있다. 3~4성급으로의 커버리지 확대 및 고성장하는 '간식 채널' 카테고리 확대 기조에 따른 지속적인 수혜가 예상된다. ④ 언론보도에 따르면 사측은 중국 이외 추가 생산 시설 건립도 검토 중인 듯하다. 이러한 사실은 향후 판매에 대한 자신감을 방증한다. 아직 팔 곳은 많다.

하반기 갈수록 생산성 높아질 전망

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 8,378억원(YoY 20.7%), 6,940억원(YoY 32.5%)으로 추정한다. 작년 3Q 특근 중단에 따른 생산 부침은 해소된 상황이며, 미주 및 중국을 주축으로 글로벌 침투는 여전히 진행 중이다. 상반기 내 생산 인력 확충을 통한 추가 생산 확대 분도 기대할 수 있어 하반기 갈수록 실적 모멘텀은 강해질 것으로 예상한다. 상기 감안시, 해외 비중은 작년 81.5%→올해 87.8%로 6.2%p 상승할 것으로 추정한다. 상대적으로 ASP가 높은 해외 비중이 확대되면서 마진 개선 흐름도 지속될 것으로 전망한다.

1Q26 Pre: 시장 기대 충족 가능 전망

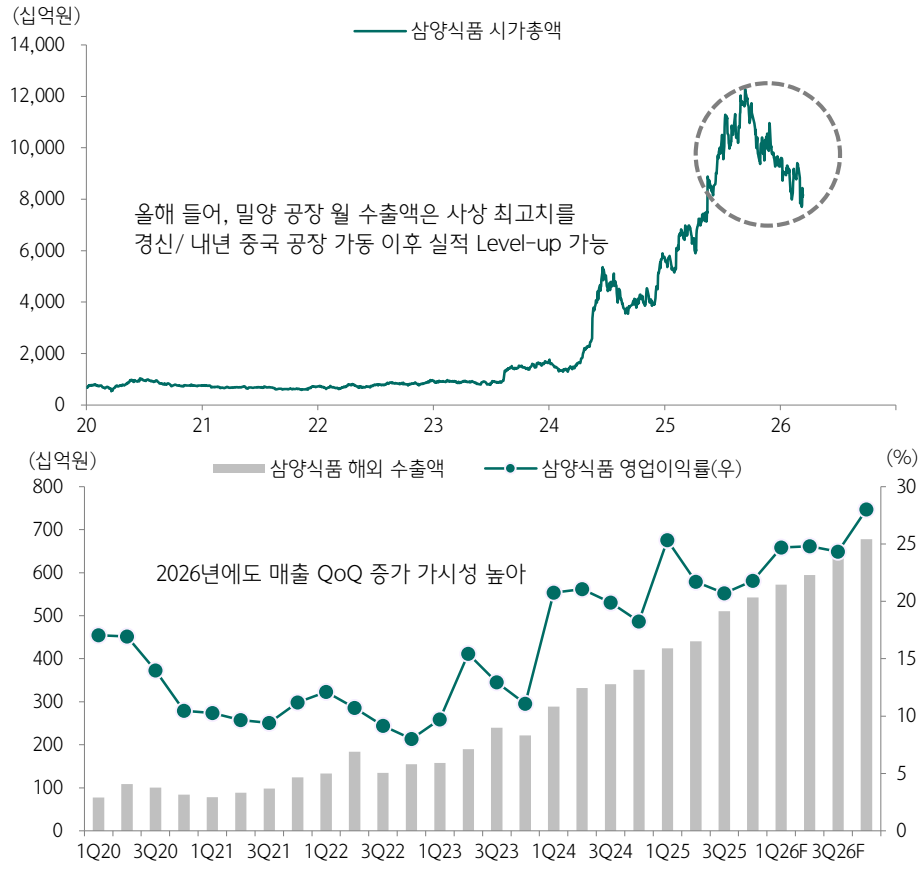
1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,522억원(YoY 23.3%), 1,628억원(YoY 21.5%)으로 예상한다. 2월 밀양 공장 월 수출액이 사상 최고치를 경신했다. 단기 수출액 MoM 확대 기대감이 주가에 재차 반영될 것으로 기대한다. 미국 법인 재고가 소진되면서 1분기는 미국향 수출액이 유의미하게 증가한 것으로 파악된다. 상대적으로 높은 ASP 및 고환율 감안시 미주 향 수출 확대는 전사 실적에 긍정적 영향을 미칠 것으로 사료된다.

밀양 공장 월 수출액 사상 최고치 경신

최근 조정은 저가 매수 기회로 판단한다. ① 글로벌 소비자들에게 '불닭'은 하나의 브랜드로 자리 잡았다. 출시 이후 10년이 훨씬 지났음에도 불구하고 구글 트랜드가 여전히 견조하기 때문이다. ② 수출액은 QoQ 증가세를 유지 중이다. 작년 8월 특근 중단에 따른 일시적인 생산량 감소(월 약 7% 추산) 기인한 단기 생산 부침이 있었으나, 작년 연말 기준 밀양2공장 라인 6개가 모두 가동 중이다. 올해 들어, 밀양 공장 월 수출액은 사상 최고치를 경신한 것으로 파악된다. ③ 언론보도에 따르면 사측은 새로운 생산 시설 건립을 검토 중인 듯하다. 이러한 사실은 향후 판매에 대한 자신감을 방증한다. 아직 팔 곳은 많다. 반면, 현 주가는 12개월 Fwd PER 13배에 거래 중으로 밸류에이션 매력이 충분해 보인다.

수출액 QoQ 성장이 지속될 것으로 전망되는 바, 최근 주가 조정은 매수 기회

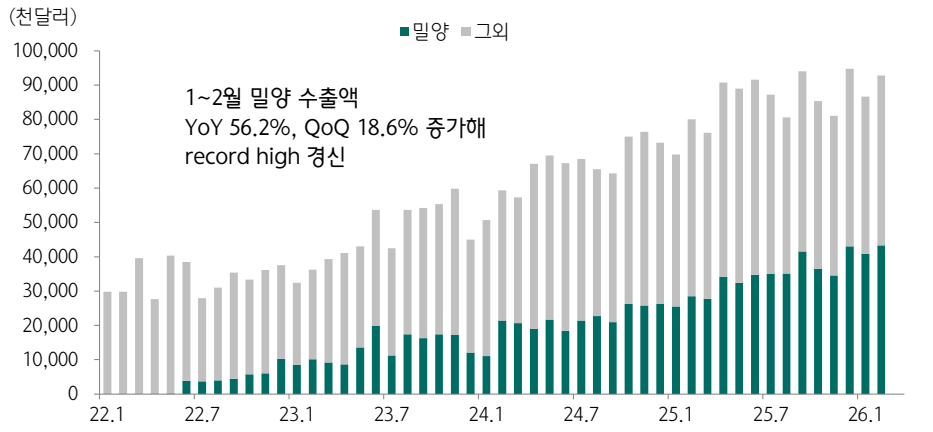
도표 36. 삼양식품 주가 VS. 분기 해외 매출 및 OPM



출처: Quantiwise, 삼양식품, 하나증권

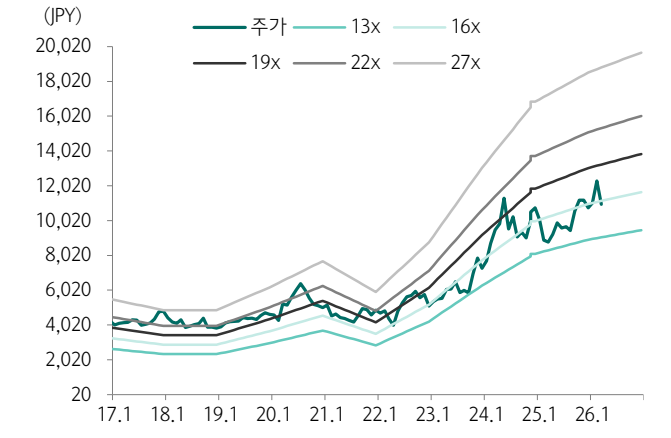
1~2월 밀양 수출
YoY 56.2%, QoQ 18.6% 증가

도표 37. 삼양식품 수출 추이



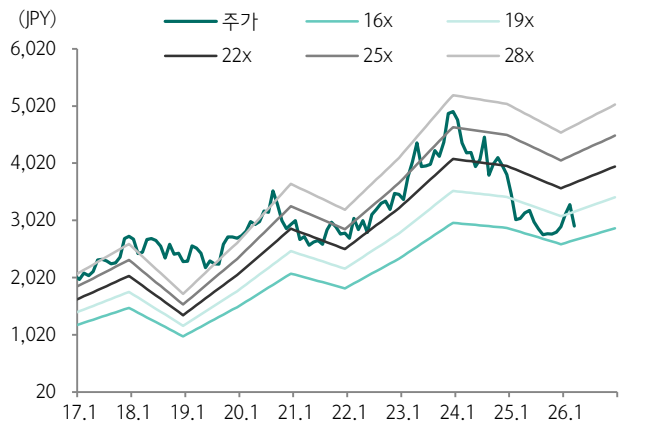
자료: 관세청, 하나증권

도표 38. 도요수산 12개월 Fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 39. 니신푸드 12개월 Fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 40. 삼양식품 실적 추정

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25P	26F
매출액	**529.0**	**553.1**	**632.0**	**637.7**	**652.2**	**677.4**	**740.4**	**767.7**	**1,728.0**	**2,351.8**	**2,837.8**
① 국내	77.6	87.6	92.0	90.0	79.9	83.2	92.0	90.0	314.8	347.2	345.1
② 해외	424.0	440.2	510.6	542.1	572.4	594.2	648.4	677.7	1,335.9	1,916.8	2,492.7
YoY	37.1%	30.3%	44.0%	33.2%	23.3%	22.5%	17.2%	20.4%	44.9%	36.1%	20.7%
① 국내	-2.4%	12.6%	21.4%	10.0%	3.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	-11.6%	10.3%	-0.6%
② 해외	46.7%	32.5%	49.8%	45.0%	35.0%	35.0%	27.0%	25.0%	65.1%	43.5%	30.0%
영업이익	**134.0**	**120.1**	**130.9**	**139.0**	**162.8**	**168.0**	**178.6**	**184.6**	**344.6**	**523.9**	**694.0**
YoY	67.3%	34.2%	49.9%	59.1%	21.5%	39.9%	36.4%	32.8%	133.6%	52.1%	32.5%
OPM	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	25.0%	24.8%	24.1%	24.0%	19.9%	22.3%	24.5%
세전이익	**135.0**	**104.9**	**138.0**	**138.7**	**161.1**	**166.3**	**176.9**	**182.9**	**351.6**	**516.5**	**687.2**
YoY	60.3%	13.6%	73.6%	44.9%	19.3%	58.6%	28.2%	31.9%	124.9%	46.9%	33.0%
(지배)순이익	**99.1**	**84.5**	**110.2**	**93.7**	**119.2**	**129.8**	**134.6**	**140.6**	**272.0**	**387.6**	**524.2**
YoY	49.0%	19.8%	87.2%	23.2%	20.2%	53.6%	22.1%	50.0%	115.4%	42.5%	35.3%
NPM	18.7%	15.3%	17.4%	14.7%	18.3%	19.2%	18.2%	18.3%	15.7%	16.5%	18.5%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	**1,192.9**	**1,728.0**	**2,351.8**	**2,837.8**	**3,331.2**
매출원가	776.2	1,004.8	1,296.8	1,475.6	1,715.6
매출총이익	416.7	723.2	1,055.0	1,362.2	1,615.6
판관비	269.2	378.6	531.0	668.1	777.6
영업이익	**147.5**	**344.6**	**523.9**	**694.0**	**838.0**
금융손익	(6.5)	(18.5)	(0.4)	9.8	25.5
종속/관계기업손익	5.5	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.8	25.4	(7.1)	(16.6)	(18.3)
세전이익	**156.3**	**351.6**	**516.5**	**687.2**	**845.3**
법인세	29.7	80.4	128.9	162.9	201.1
계속사업이익	126.6	271.3	387.6	524.2	644.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**126.6**	**271.3**	**387.6**	**524.2**	**644.2**
비지배주주지분 순이익	0.3	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**126.3**	**272.0**	**387.6**	**524.2**	**644.2**
지배주주지분포괄이익	123.9	271.4	388.7	525.8	646.1
NOPAT	119.5	265.8	393.2	529.4	638.7
EBITDA	179.7	390.6	590.3	769.6	923.5
성장성(%)					
매출액증가율	31.23	44.86	36.10	20.67	17.39
NOPAT증가율	67.84	122.43	47.93	34.64	20.65
EBITDA증가율	55.85	117.36	51.13	30.37	20.00
영업이익증가율	63.16	133.63	52.03	32.47	20.75
(지배주주)순익증가율	58.27	115.36	42.50	35.24	22.89
EPS증가율	58.23	115.42	42.51	35.25	22.89
수익성(%)					
매출총이익률	34.93	41.85	44.86	48.00	48.50
EBITDA이익률	15.06	22.60	25.10	27.12	27.72
영업이익률	12.36	19.94	22.28	24.46	25.16
계속사업이익률	10.61	15.70	16.48	18.47	19.34

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	**497.3**	**682.1**	**976.6**	**1,496.9**	**2,133.4**
금융자산	241.5	350.4	527.3	956.1	1,499.7
현금성자산	218.7	334.8	506.1	930.5	1,469.7
매출채권	79.8	136.8	186.2	224.7	263.8
재고자산	142.2	148.0	201.5	243.1	285.3
기타유동자산	33.8	46.9	61.6	73.0	84.6
비유동자산	**673.0**	**912.6**	**1,081.2**	**1,157.5**	**1,238.9**
투자자산	10.5	15.8	18.2	20.1	21.9
금융자산	7.3	12.6	13.8	14.8	15.8
유형자산	544.3	749.3	914.2	988.6	1,068.2
무형자산	**55.5**	**57.9**	**57.9**	**57.9**	**57.9**
기타비유동자산	**62.7**	**89.6**	**90.9**	**90.9**	**90.9**
자산총계	**1,170.3**	**1,594.8**	**2,057.7**	**2,654.3**	**3,372.3**
유동부채	**402.0**	**492.4**	**585.2**	**676.7**	**769.6**
금융부채	175.5	132.0	118.1	126.5	135.0
매입채무	106.5	144.7	197.0	237.7	279.0
기타유동부채	120.0	215.7	270.1	312.5	355.6
비유동부채	**191.5**	**274.3**	**281.6**	**287.3**	**293.0**
금융부채	**168.6**	**254.2**	**254.2**	**254.2**	**254.2**
기타비유동부채	22.9	20.1	27.4	33.1	38.8
부채총계	**593.5**	**766.7**	**866.8**	**964.0**	**1,062.6**
지배주주지분	**564.8**	**816.8**	**1,179.7**	**1,679.1**	**2,298.5**
자본금	**37.7**	**37.7**	**37.7**	**37.7**	**37.7**
자본잉여금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본조정	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
기타포괄이익누계액	0.3	4.6	4.6	4.6	4.6
이익잉여금	522.2	769.9	1,132.8	1,632.2	2,251.6
비지배주주지분	**12.0**	**11.2**	**11.2**	**11.2**	**11.2**
자본총계	**576.8**	**828.0**	**1,190.9**	**1,690.3**	**2,309.7**
순금융부채	102.6	35.8	(155.0)	(575.4)	(1,110.5)

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,761	36,106	51,456	69,593	85,520
BPS	75,884	109,340	157,514	223,807	306,028
CFPS	27,072	54,487	77,399	99,939	120,148
EBITDAPS	23,851	51,851	78,360	102,161	122,590
SPS	158,358	229,392	312,197	376,713	442,211
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
주가지표(배)					
PER	12.89	21.19	23.92	14.92	12.14
PBR	2.85	7.00	7.82	4.64	3.39
PCFR	7.98	14.04	15.90	10.39	8.64
EV/EBITDA	9.69	14.87	15.47	9.43	7.28
PSR	1.36	3.33	3.94	2.76	2.35
재무비율(%)					
ROE	24.81	39.37	38.83	36.67	32.39
ROA	12.05	19.67	21.22	22.25	21.38
ROIC	17.84	32.51	39.23	46.63	52.17
부채비율	102.90	92.60	72.78	57.03	46.01
순부채비율	17.79	4.32	(13.02)	(34.04)	(48.08)
이자보상배율(배)	12.08	23.91	35.00	46.70	55.15

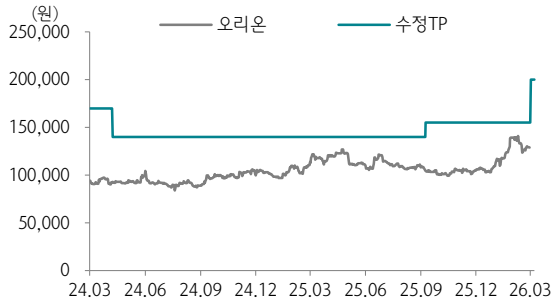
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**168.1**	**357.9**	**447.8**	**584.9**	**698.9**
당기순이익	126.6	271.3	387.6	524.2	644.2
조정	49.3	94.0	66.6	65.7	59.8
감가상각비	32.2	46.0	66.3	75.6	85.5
외환거래손익	1.1	(12.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(5.5)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	21.5	61.1	0.3	(9.9)	(25.7)
영업활동자산부채변동	(7.8)	(7.4)	(6.4)	(5.0)	(5.1)
투자활동 현금흐름	**(23.7)**	**(214.3)**	**(227.8)**	**(135.9)**	**(135.0)**
투자자산감소(증가)	15.1	6.7	(2.4)	(1.9)	(1.9)
자본증가(감소)	(45.0)	(228.5)	(230.0)	(150.0)	(165.0)
기타	6.2	7.5	4.6	16.0	31.9
재무활동 현금흐름	**40.6**	**12.6**	**(49.1)**	**(26.9)**	**(27.0)**
금융부채증가(감소)	61.0	42.1	(13.9)	8.4	8.5
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.5)	(10.1)	(10.5)	(10.4)	(10.6)
배당지급	(11.9)	(19.4)	(24.7)	(24.9)	(24.9)
현금의 증감	**184.9**	**156.2**	**68.0**	**424.4**	**539.3**
Unlevered CFO	203.9	410.5	583.1	752.8	905.1
Free Cash Flow	123.1	129.5	217.8	434.9	533.9

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

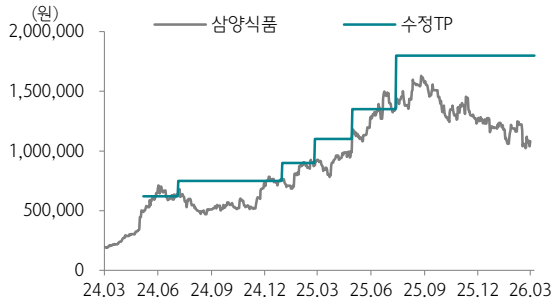
오리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.18	BUY	200,000		
25.9.25	BUY	155,000	-28.21%	-9.03%
25.4.24	1 년 경과		-	-
24.4.24	BUY	140,000	-28.90%	-12.93%
23.10.10	BUY	170,000	-37.77%	-23.53%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼양식품



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.30	BUY	1,800,000		
25.5.16	BUY	1,350,000	-4.86%	10.96%
25.3.13	BUY	1,100,000	-17.15%	-9.18%
25.1.16	BUY	900,000	-8.72%	3.00%
24.7.22	BUY	750,000	-22.02%	4.40%
24.5.22	BUY	620,000	-1.80%	14.84%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 3월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주, 김경환)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주, 김경환)는 2026년 3월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.76%	3.24%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 03월 15일