

# 삼양식품 (003230)

## 판관비 감안 시 선방

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**1,750,000** 원(유지)

현재주가

**1,380,000** 원(8/14)

시가총액

**10,396**(십억원)

음식료 김진우\_02)368-6195\_jinwookim@eugenefn.com

- 2Q25 매출액 5,531억원(+5%qoq, +30%yoy), 영업이익 1,201억원(-10%qoq, +34%yoy)으로 매출액은 컨센서에 부합했으나 영업이익은 하회. 수익성 하락은 ①코첼라 및 제품(탕글, 불닭 면/소스, 맵탕) 마케팅 비용이 반영되었으며, ②관세 리스크를 의식해 선제적으로 미국향 수출 물량을 대폭 증대시켰으나(중량 기준 5월 +38%yoy, 6월 +79%yoy) 이것이 아직 매출로 인식되지 않아 고정비 레버리지가 악화되었기 때문. 지급수수료 및 급여 부담도 증가했으나 전분기 대비 111억원 증가한 광고선전비를 감안 시 회사의 이익 체력에는 문제가 없다고 판단
- 3Q25 매출액 5,736억원(+4%qoq, +31%yoy), 영업이익 1,292억원(+8%qoq, +48%yoy) 전망. 하반기에는 미국 선수출 물량이 소진되고, 광군제·춘절 등 중국 성수기 수요 대응에 주력하며 해외 실적 성장세가 다시 부각될 것이라 예상. 미국 내 가격 인상의 여지가 남아있어 이를 통한 관세 영향 완화를 기대하며, 달러-원 환율의 하락세 진정으로 순이익률도 개선될 전망
- 7월 기준 밀양 2공장은 3개 라인 생산 중이며, 이 중 1개 라인이 2교대 체제로 전환된 것으로 파악. 이는 기존 예상을 상회하는 진행 속도. 특별연장근로 중단 영향으로 기존 공장 CAPA 감소가 불가피하나, 신공장 조업률이 높아지며 부정적 영향을 충분히 상쇄 가능할 전망. 투자의견 BUY, 목표주가 1,750,000원 유지

|            |           |
|------------|-----------|
| 주가(원,8/14) | 1,380,000 |
| 시가총액(십억원)  | 10,396    |

|              |            |
|--------------|------------|
| 발행주식수        | 7,533천주    |
| 52주 최고가      | 1,535,000원 |
| 최저가          | 455,500원   |
| 52주 일간 Beta  | 0.87       |
| 60일 일평균거래대금  | 725억원      |
| 외국인 지분율      | 0.0%       |
| 배당수익률(2025F) | 0.3%       |

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 주주구성            |       |
| 삼양라운즈스퀘어 (외 7인) | 45.0% |
| 국민연금공단 (외 1인)   | 9.5%  |

|         |      |      |       |
|---------|------|------|-------|
| 주가상승(%) | 1M   | 6M   | 12M   |
| 상대기준    | -6.3 | 33.8 | 131.2 |
| 절대기준    | -5.6 | 58.3 | 153.2 |

|          |           |           |    |
|----------|-----------|-----------|----|
| (원, 십억원) | 현재        | 직전        | 변동 |
| 투자의견     | BUY       | BUY       | -  |
| 목표주가     | 1,750,000 | 1,750,000 | ▲  |
| 영업이익(25) | 522       | 549       | ▼  |
| 영업이익(26) | 705       | 742       | ▼  |

| 12월 결산(십억원)  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 1,728  | 2,322  | 3,068  | 3,911  |
| 영업이익         | 345    | 522    | 705    | 924    |
| 세전순익         | 352    | 512    | 706    | 926    |
| 당기순이익        | 271    | 398    | 557    | 732    |
| EPS(원)       | 36,106 | 53,086 | 74,400 | 97,698 |
| 증감률(%)       | 115.4  | 47.0   | 40.2   | 31.3   |
| PER(배)       | 21.2   | 26.0   | 18.5   | 14.1   |
| ROE(%)       | 39.4   | 40.0   | 38.9   | 36.1   |
| PBR(배)       | 7.1    | 8.8    | 6.1    | 4.4    |
| EV/EBITDA(배) | 14.8   | 17.4   | 12.5   | 9.1    |

자료: 유진투자증권

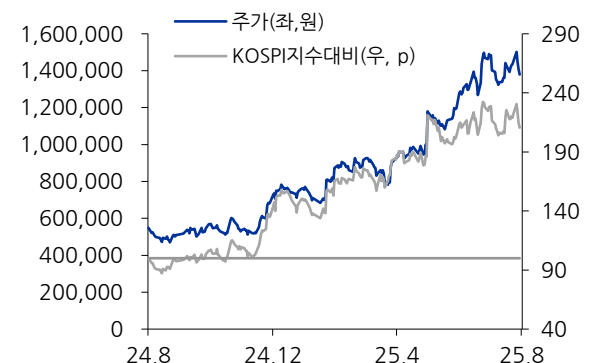


도표 1. 연간 실적 변경 내역

| (단위: 십억원, %, %p) | 수정전   |       | 수정후   |       | 변경률   |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                  | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F |
| 매출액              | 2,377 | 3,110 | 2,322 | 3,068 | (2.3) | (1.4) |
| 영업이익             | 549   | 742   | 522   | 705   | (5.0) | (4.9) |
| 영업이익률(%)         | 23.1  | 23.8  | 22.5  | 23.0  | (0.6) | (0.8) |
| EBITDA           | 606   | 801   | 588   | 782   | (3.0) | (2.4) |
| EBITDA 이익률(%)    | 25.5  | 25.8  | 25.3  | 25.5  | (0.2) | (0.3) |
| 순이익              | 434   | 589   | 398   | 557   | (8.3) | (5.4) |

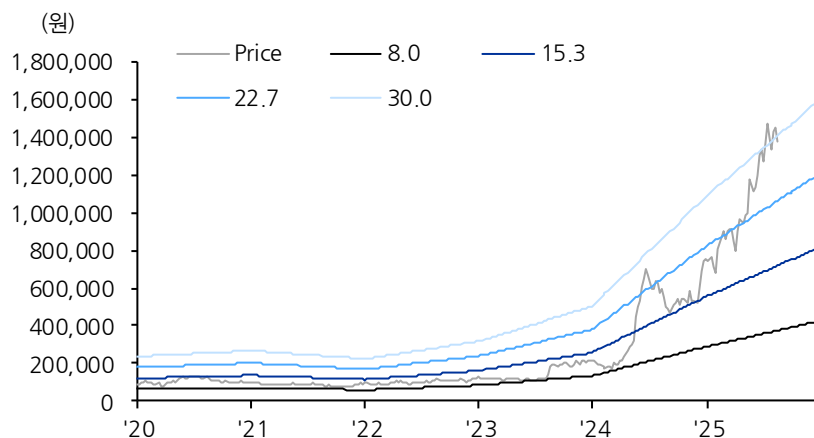
자료: 유진투자증권

도표 2. 세부 실적 추정

| (십억원, %)     | 1Q24A      | 2Q24A      | 3Q24A      | 4Q24A      | 1Q25A      | 2Q25A      | 3Q25F      | 4Q25F      | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | <b>386</b> | <b>424</b> | <b>439</b> | <b>479</b> | <b>529</b> | <b>553</b> | <b>574</b> | <b>666</b> | <b>1,728</b> | <b>2,322</b> | <b>3,068</b> |
| YoY          | 57.1       | 48.7       | 30.9       | 46.6       | 37.1       | 30.3       | 30.7       | 39.1       | 44.9         | 34.4         | 32.1         |
| 해외           | 289        | 332        | 341        | 374        | 424        | 440        | 463        | 549        | 1,336        | 1,876        | 2,587        |
| YoY          | 83.0       | 74.9       | 42.2       | 68.6       | 46.7       | 32.5       | 35.9       | 46.8       | 65.1         | 40.4         | 37.9         |
| 국내           | 97         | 92         | 98         | 105        | 105        | 113        | 111        | 117        | 392          | 446          | 481          |
| YoY          | 10.4       | (3.8)      | 2.7        | (0.1)      | 8.5        | 22.3       | 12.7       | 11.7       | 2.1          | 13.7         | 7.9          |
| <b>영업이익</b>  | <b>80</b>  | <b>89</b>  | <b>87</b>  | <b>88</b>  | <b>134</b> | <b>120</b> | <b>129</b> | <b>138</b> | <b>345</b>   | <b>522</b>   | <b>705</b>   |
| YoY          | 235.8      | 103.1      | 101.0      | 142.4      | 67.2       | 34.2       | 48.0       | 58.0       | 133.6        | 51.4         | 35.2         |
| OPM          | 20.8       | 21.1       | 19.9       | 18.3       | 25.3       | 21.7       | 22.5       | 20.8       | 19.9         | 22.5         | 23.0         |
| <b>당기순이익</b> | <b>66</b>  | <b>70</b>  | <b>59</b>  | <b>76</b>  | <b>99</b>  | <b>84</b>  | <b>100</b> | <b>115</b> | <b>271</b>   | <b>398</b>   | <b>557</b>   |
| YoY          | 194.5      | 101.9      | 55.4       | 141.3      | 48.9       | 19.5       | 70.3       | 52.0       | 114.3        | 46.8         | 40.0         |
| NPM          | 17.2       | 16.6       | 13.4       | 15.8       | 18.7       | 15.2       | 17.4       | 17.3       | 15.7         | 17.1         | 18.2         |

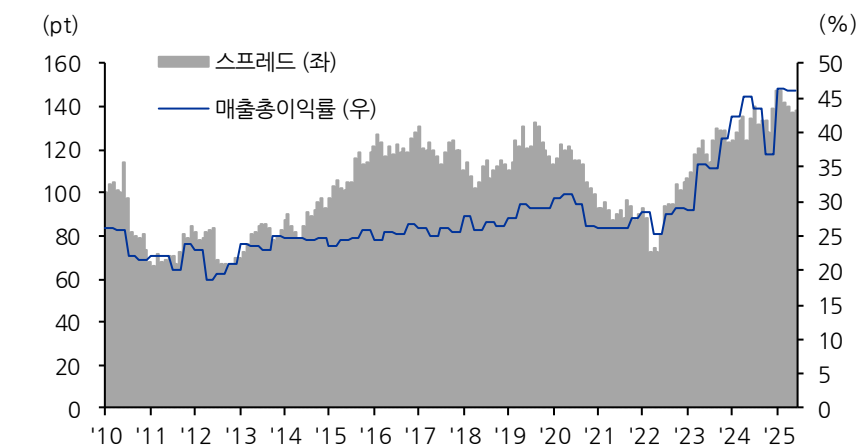
자료: 삼양식품, 유진투자증권

도표 3. PER Band Chart



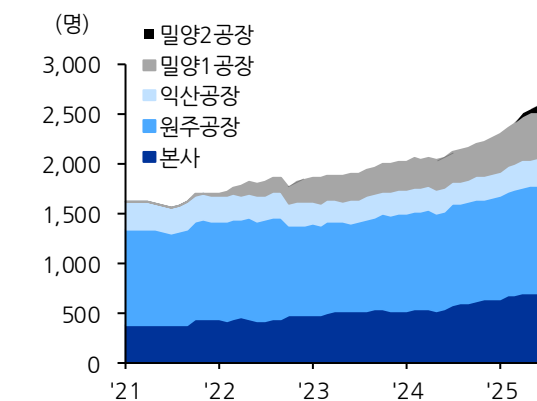
자료: 유진투자증권

도표 4. 삼양식품 가중평균 스프레드



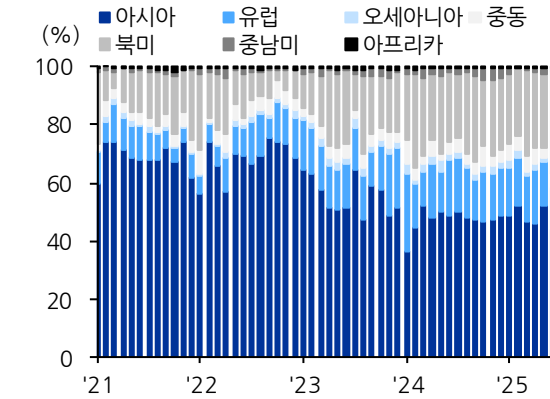
자료: 유진투자증권

도표 5. 공장별 인력 추정



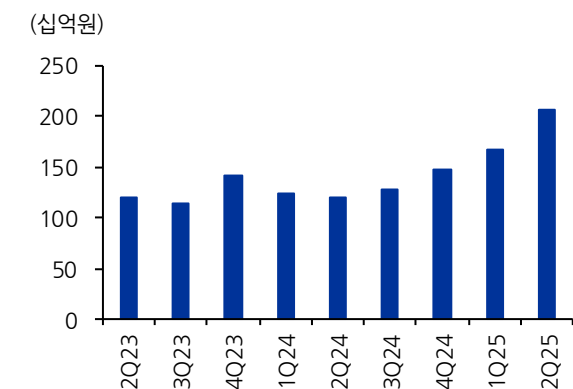
자료: 유진투자증권

도표 6. 지역별 라면 수출비중 추정



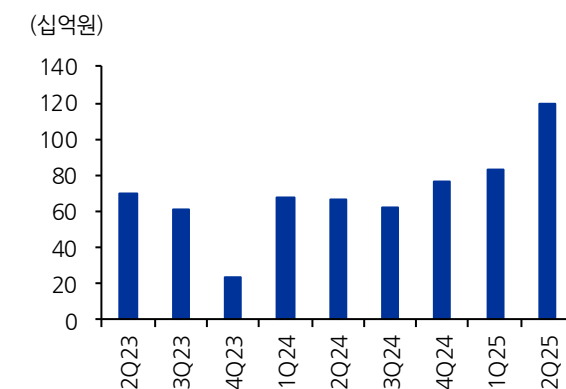
자료: KITA, 유진투자증권

도표 7. 재고자산 추이 - 전체



자료: 유진투자증권

도표 8. 재고자산 추이 - 제품



자료: 유진투자증권

## 삼양식품(003230.KS) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| <b>자산총계</b> | 1,170 | 1,595 | 2,073 | 2,665 | 3,424   |
| 유동자산        | 497   | 682   | 976   | 1,496 | 2,230   |
| 현금성자산       | 241   | 350   | 560   | 1,018 | 1,583   |
| 매출채권        | 81    | 138   | 171   | 200   | 277     |
| 재고자산        | 142   | 148   | 199   | 232   | 323     |
| 비유동자산       | 673   | 913   | 1,097 | 1,169 | 1,194   |
| 투자자산        | 73    | 105   | 102   | 106   | 110     |
| 유형자산        | 543   | 748   | 919   | 972   | 979     |
| 기타          | 57    | 59    | 76    | 90    | 105     |
| <b>부채총계</b> | 594   | 767   | 879   | 953   | 1,033   |
| 유동부채        | 402   | 492   | 578   | 637   | 801     |
| 매입채무        | 175   | 246   | 357   | 417   | 579     |
| 유동성이자부채     | 176   | 132   | 105   | 104   | 104     |
| 기타          | 51    | 114   | 115   | 117   | 118     |
| 비유동부채       | 192   | 274   | 301   | 315   | 232     |
| 비유동이자부채     | 169   | 254   | 279   | 293   | 209     |
| 기타          | 23    | 20    | 22    | 23    | 24      |
| <b>자본총계</b> | 577   | 828   | 1,194 | 1,712 | 2,391   |
| 지배지분        | 565   | 817   | 1,182 | 1,700 | 2,379   |
| 자본금         | 38    | 38    | 38    | 38    | 38      |
| 자본잉여금       | 11    | 11    | 0     | 0     | 0       |
| 이익잉여금       | 522   | 770   | 1,140 | 1,658 | 2,336   |
| 기타          | (6)   | (2)   | 5     | 5     | 5       |
| 비지배지분       | 12    | 11    | 12    | 12    | 12      |
| <b>자본총계</b> | 577   | 828   | 1,194 | 1,712 | 2,391   |
| 총차입금        | 344   | 386   | 384   | 397   | 313     |
| 순차입금        | 103   | 36    | (176) | (621) | (1,271) |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업현금</b>           | 168   | 358   | 377   | 532   | 709   |
| 당기순이익                 | 127   | 271   | 398   | 557   | 732   |
| 자산상각비                 | 32    | 46    | 66    | 76    | 81    |
| 기타비현금성손익              | 45    | 93    | (52)  | (100) | (99)  |
| 운전자본증감                | (8)   | (7)   | (12)  | (1)   | (5)   |
| 매출채권감소(증가)            | 0     | (16)  | (31)  | (28)  | (78)  |
| 재고자산감소(증가)            | (39)  | 5     | (52)  | (33)  | (90)  |
| 매입채무증가(감소)            | 21    | (7)   | 57    | 59    | 162   |
| 기타                    | 10    | 11    | 14    | 1     | 1     |
| <b>투자현금</b>           | (24)  | (214) | (224) | (149) | (107) |
| 단기투자자산감소              | 14    | 8     | 5     | (0)   | (0)   |
| 장기투자증권감소              | (0)   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 설비투자                  | 45    | 228   | 212   | 125   | 83    |
| 유형자산처분                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산처분                | (3)   | (5)   | (19)  | (19)  | (19)  |
| <b>재무현금</b>           | (20)  | (35)  | 60    | 73    | (37)  |
| 차입금증가                 | 4     | (3)   | 78    | 116   | 20    |
| 자본증가                  | (12)  | (19)  | (41)  | (43)  | (57)  |
| 배당금지급                 | 12    | 19    | 41    | 43    | 57    |
| <b>현금 증감</b>          | 122   | 116   | 216   | 457   | 565   |
| 기초현금                  | 97    | 219   | 335   | 551   | 1,008 |
| 기말현금                  | 219   | 335   | 551   | 1,008 | 1,573 |
| Gross Cash flow       | 204   | 410   | 420   | 534   | 714   |
| Gross Investment      | 45    | 229   | 240   | 150   | 112   |
| <b>Free Cash Flow</b> | 159   | 181   | 180   | 384   | 603   |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>    | 1,193  | 1,728  | 2,322  | 3,068  | 3,911  |
| 증가율(%)        | 31.2   | 44.9   | 34.4   | 32.1   | 27.5   |
| 매출원가          | 776    | 1,005  | 1,298  | 1,717  | 2,174  |
| <b>매출총이익</b>  | 417    | 723    | 1,024  | 1,351  | 1,737  |
| 판매 및 일반관리비    | 269    | 379    | 502    | 646    | 813    |
| 기타영업손익        | 67     | 41     | 33     | 29     | 26     |
| <b>영업이익</b>   | 148    | 345    | 522    | 705    | 924    |
| 증가율(%)        | 63.2   | 133.6  | 51.4   | 35.2   | 31.0   |
| <b>EBITDA</b> | 180    | 391    | 588    | 782    | 1,005  |
| 증가율(%)        | 55.9   | 117.4  | 50.5   | 33.0   | 28.6   |
| <b>영업외손익</b>  | 9      | 7      | (10)   | 0      | 3      |
| 이자수익          | 5      | 10     | 18     | 30     | 43     |
| 이자비용          | 12     | 14     | 14     | 14     | 11     |
| 지분법손익         | 11     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타영업손익        | 5      | 11     | (14)   | (16)   | (29)   |
| <b>세전순이익</b>  | 156    | 352    | 512    | 706    | 926    |
| 증가율(%)        | 53.3   | 124.9  | 45.6   | 37.8   | 31.3   |
| 법인세비용         | 30     | 80     | 114    | 148    | 195    |
| <b>당기순이익</b>  | 127    | 271    | 398    | 557    | 732    |
| 증가율(%)        | 57.7   | 114.3  | 46.8   | 40.0   | 31.3   |
| 지배주주지분        | 126    | 272    | 400    | 560    | 736    |
| 증가율(%)        | 58.2   | 115.4  | 47.0   | 40.2   | 31.3   |
| 비지배지분         | 0      | (1)    | (2)    | (3)    | (4)    |
| <b>EPS(원)</b> | 16,761 | 36,106 | 53,086 | 74,400 | 97,698 |
| 증가율(%)        | 58.2   | 115.4  | 47.0   | 40.2   | 31.3   |
| 수정EPS(원)      | 16,761 | 36,106 | 53,086 | 74,400 | 97,698 |
| 증가율(%)        | 58.2   | 115.4  | 47.0   | 40.2   | 31.3   |

## 주요투자지표

|                    | 2023A  | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |         |         |         |         |
| EPS                | 16,761 | 36,106  | 53,086  | 74,400  | 97,698  |
| BPS                | 74,979 | 108,436 | 156,960 | 225,660 | 315,758 |
| DPS                | 2,100  | 3,300   | 4,800   | 6,600   | 8,600   |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |         |         |         |         |
| PER                | 12.9   | 21.2    | 26.0    | 18.5    | 14.1    |
| PBR                | 2.9    | 7.1     | 8.8     | 6.1     | 4.4     |
| EV/EBITDA          | 9.6    | 14.8    | 17.4    | 12.5    | 9.1     |
| 배당수익률              | 1.0    | 0.4     | 0.3     | 0.5     | 0.6     |
| PCR                | 8.0    | 14.0    | 24.7    | 19.5    | 14.6    |
| <b>수익성(%)</b>      |        |         |         |         |         |
| 영업이익률              | 12.4   | 19.9    | 22.5    | 23.0    | 23.6    |
| EBITDA이익률          | 15.1   | 22.6    | 25.3    | 25.5    | 25.7    |
| 순이익률               | 10.6   | 15.7    | 17.1    | 18.2    | 18.7    |
| ROE                | 24.8   | 39.4    | 40.0    | 38.9    | 36.1    |
| ROIC               | 18.6   | 35.0    | 43.8    | 53.6    | 66.9    |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |        |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | 17.8   | 4.3     | (14.8)  | (36.3)  | (53.2)  |
| 유동비율               | 123.7  | 138.5   | 169.1   | 234.7   | 278.5   |
| 이자보상배율             | 12.1   | 23.9    | 37.5    | 52.1    | 83.7    |
| <b>활동성 (회)</b>     |        |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 1.1    | 1.2     | 1.3     | 1.3     | 1.3     |
| 매출채권회전율            | 14.3   | 15.7    | 15.0    | 16.6    | 16.4    |
| 재고자산회전율            | 9.4    | 11.9    | 13.4    | 14.2    | 14.1    |
| 매입채무회전율            | 7.5    | 8.2     | 7.7     | 7.9     | 7.9     |

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

|                  |                            |     |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상          | 0%  |
| · BUY(매수)        | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 98% |
| · HOLD(중립)       | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 2%  |
| · REDUCE(매도)     | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 0%  |

(2025.06.30 기준)

