

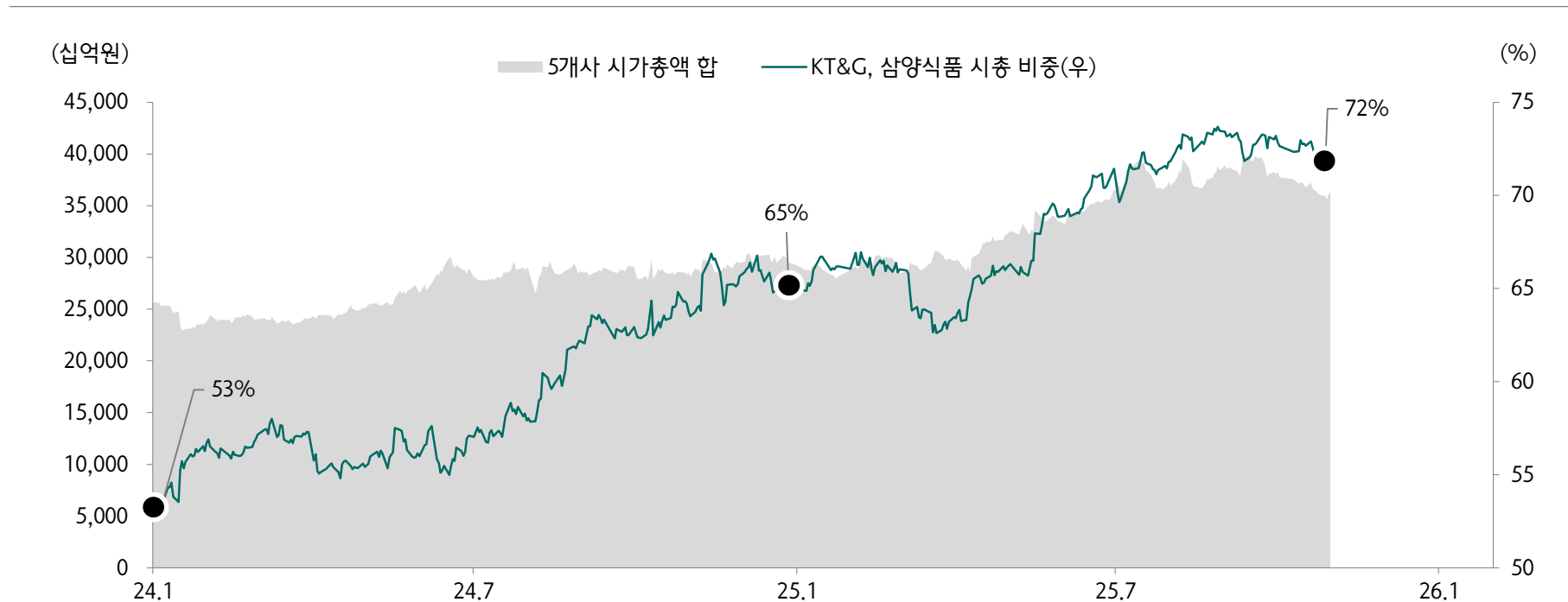
음식료/담배 Overweight | Analyst 심은주



# 쏟림 완화, '라면' 외 많아진 선택지

## 2026년, '쏟림' 완화 전망

- 2025년은 종목 '쏟림 심화'
- 음식료 주요 5사 합산 시가총액 대비 KT&G/삼양식품 합산 비중은 2024년 초 53%→2025년 초 65%→ 현재(11월) 72%까지 상승

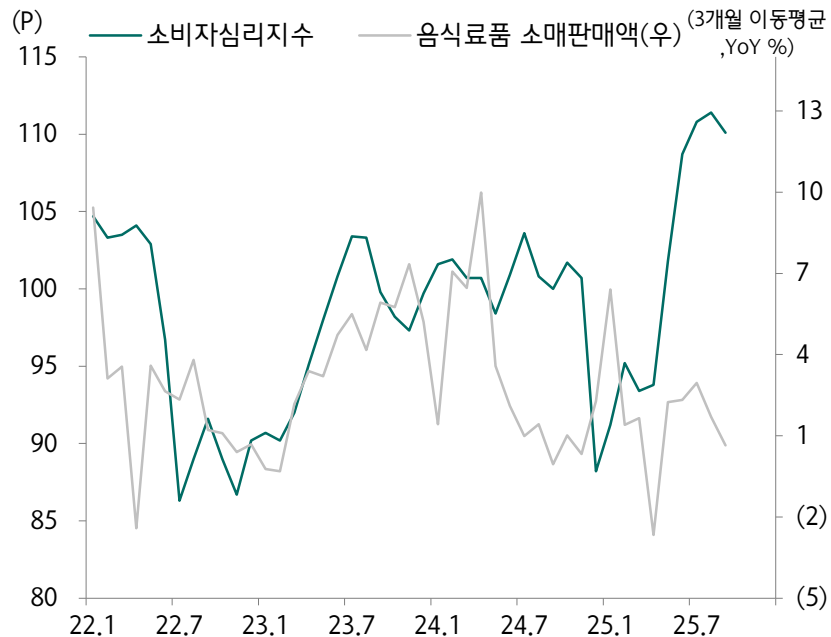


주: 음식료 주요 대형주 5사 합산 시가총액 대비(KT&G/삼양식품/오리온/CJ제일제당/농심) KT&G 및 삼양식품 시총 비중  
자료: Quantiwise, 하나증권

## 2025년과 다른 점: 자산 풍선 효과가 붙어온 소비심리개선

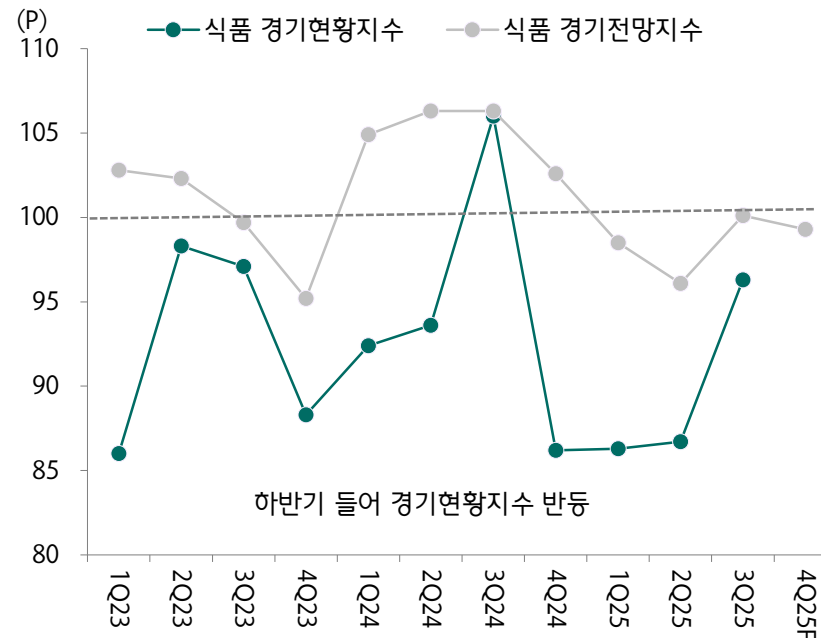
- 얼어 붙었던 소비심리가 3분기를 바닥으로 움직이기 시작, 3분기 소비자심리지수는 110을 상회
- 최근 자산가치 상승에 따른 풍선효과 및 중장기 금리 인하 기대감, 새정부의 내수 부양 의지 등을 반영하면서 강하게 반등한 것으로 사료
- 대내외 환경 감안시 연말~2026년 상반기까지의 내수 소비 흐름은 전년대비 다소 개선될 공산이 커 보임

소비자심리지수 VS. 음식료소매판매 증감률



자료: 한국은행, 통계청, 하나증권

식품 경기지수

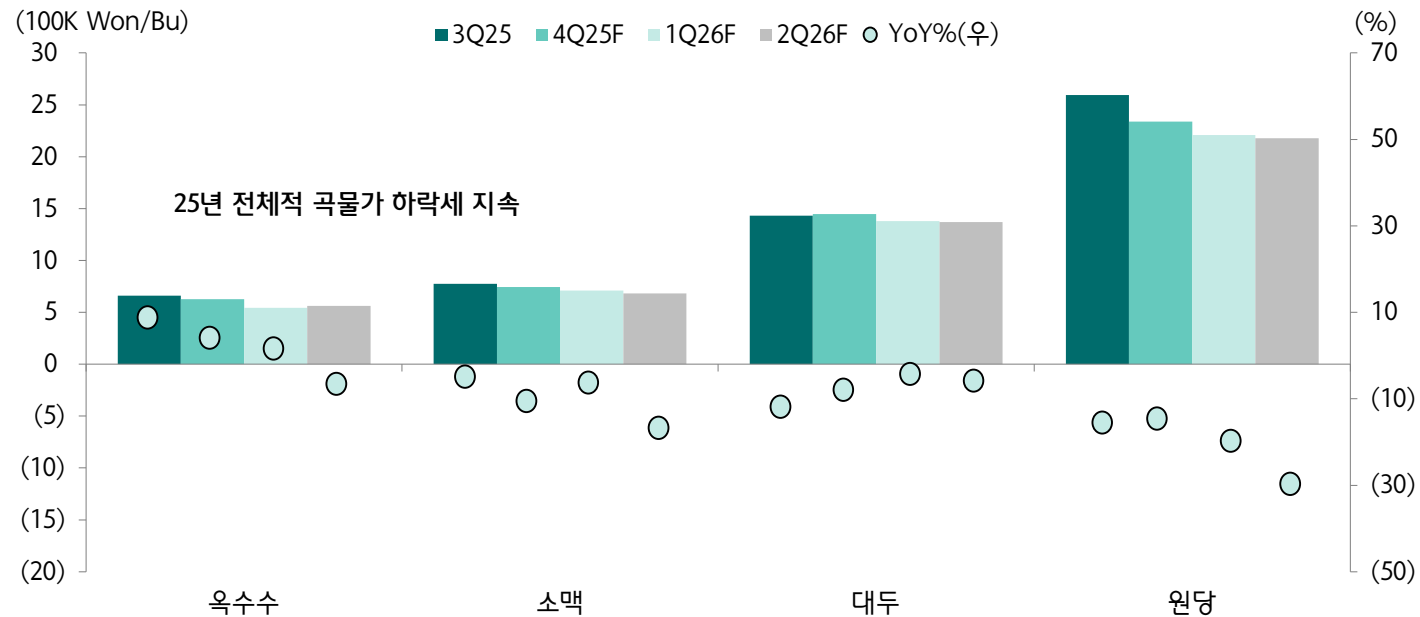


자료: aT, 하나증권

## 2025년과 다른 점: 곡물 포함 주요 원가 부담 경감 전망

- 연초 이후, 주요 곡종인 옥수수/소맥/대두/원당은 각각 -7%/-3%/10%/-26% 하락
- 곡물가는 ① 미국 풍작 전망, ② 중국의 곡물 수입 감소, ③ 유가 약세 등 감안시 중단기 약보합세 흐름 전망
- 최근 고환율을 감안하더라도 음식료 업체 투입가는, 4Q25~내년 YoY 유의미하게 하락할 것으로 추정

곡물 투입가 전망

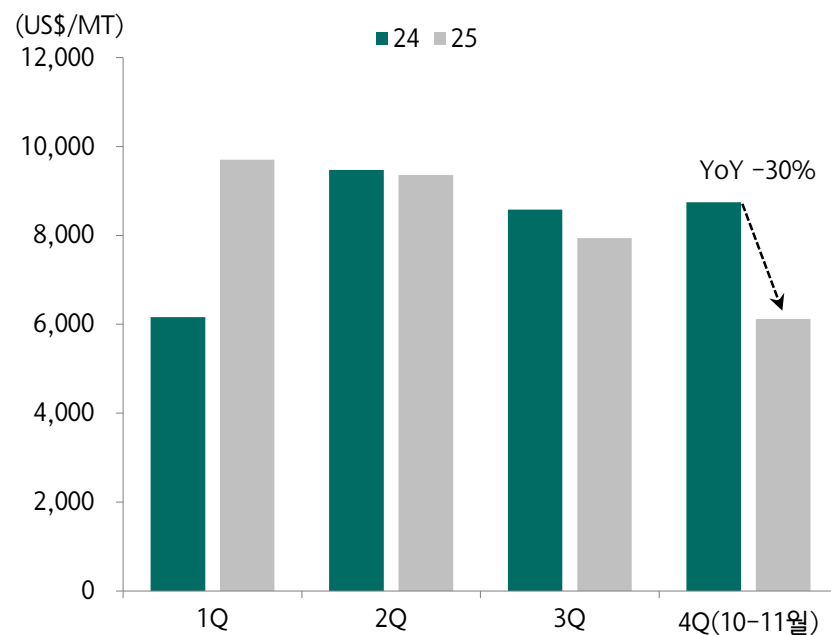


자료: Bloomberg, 하나증권

## 제과 업체 이익 레버리지 클 것

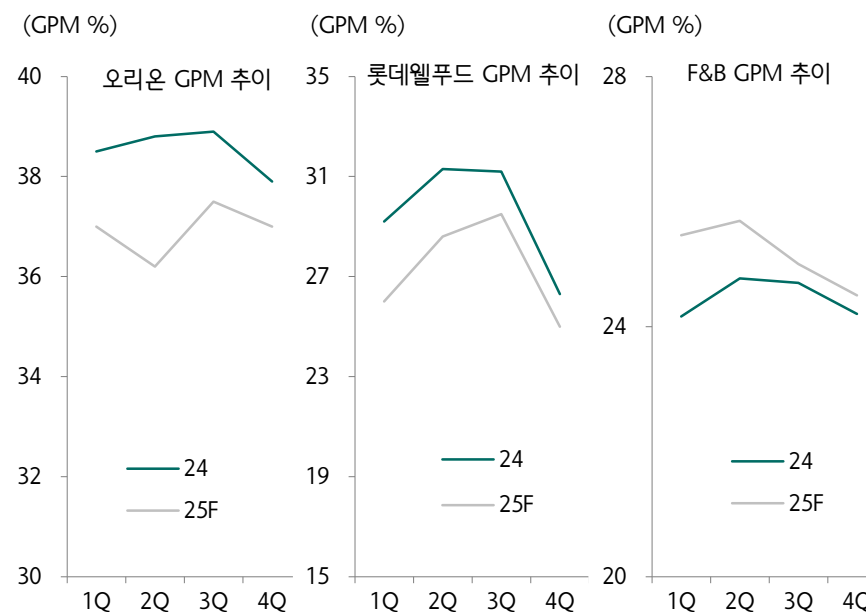
- 2024년 하반기부터 카카오 투입 부담이 유의미하게 증가하면서, 제과 업체들의 마진 훼손이 컸음
- 2025년 상반기 톤당 만불까지 상승했던 카카오 가격은 현재 6천불까지 하락
- 투입 래깅 시점 감안시, 1Q26부터 YoY 부담은 유의미하게 경감될 전망

카카오 분기별 평균 가격



자료: Bloomberg, 하나증권

제과 업체 유의미한 총마진 개선

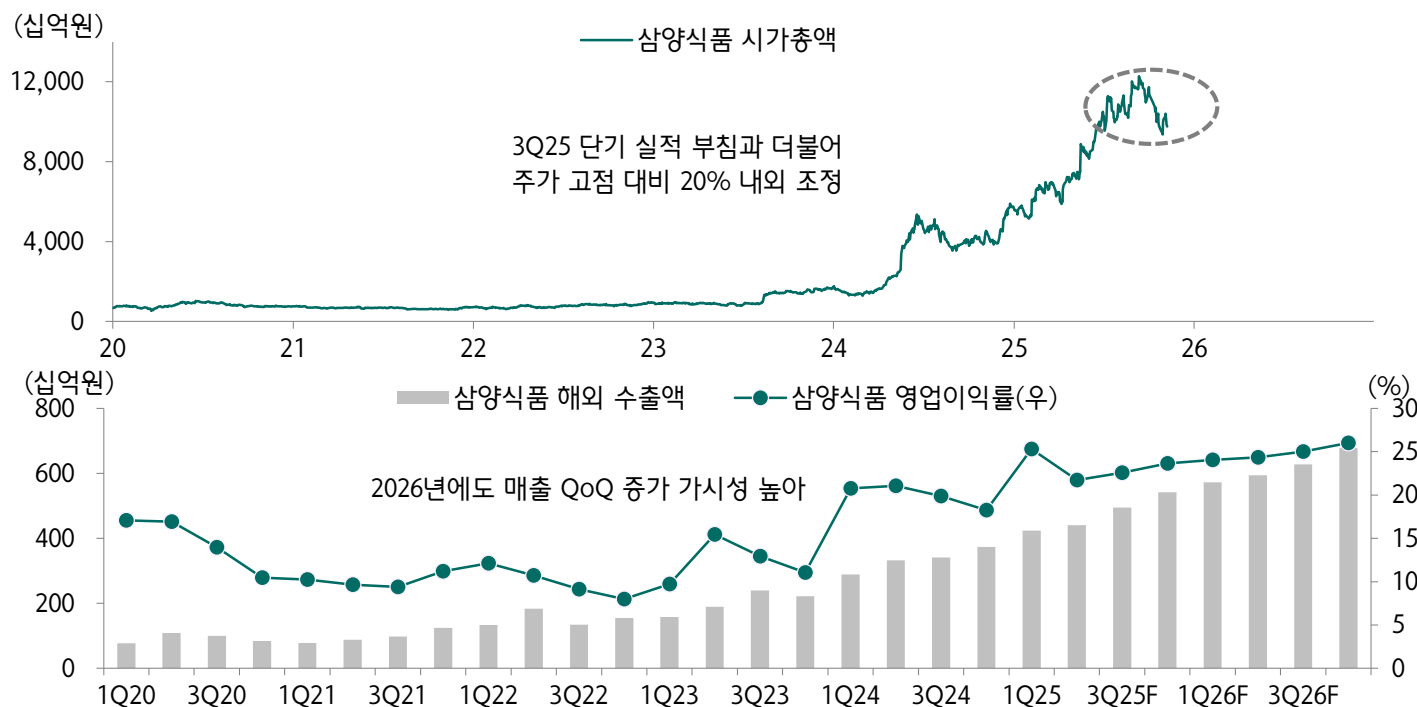


자료: 각 사, 하나증권

## 삼양식품 단기 실적 부침 따른 조정은 저가 매수 기회

- 수출 대장주 '삼양식품' 주가는 10월 들어 고점 대비 20% 내외 조정
- 2026년에도 해외 매출 QoQ 증가세가 지속될 것으로 판단
- 2027년까지도 실적 가시성이 높으며, 이를 감안시 주가는 우상향 기조를 이어갈 것으로 사료

삼양식품 주가 VS. 분기 해외 매출 및 OPM



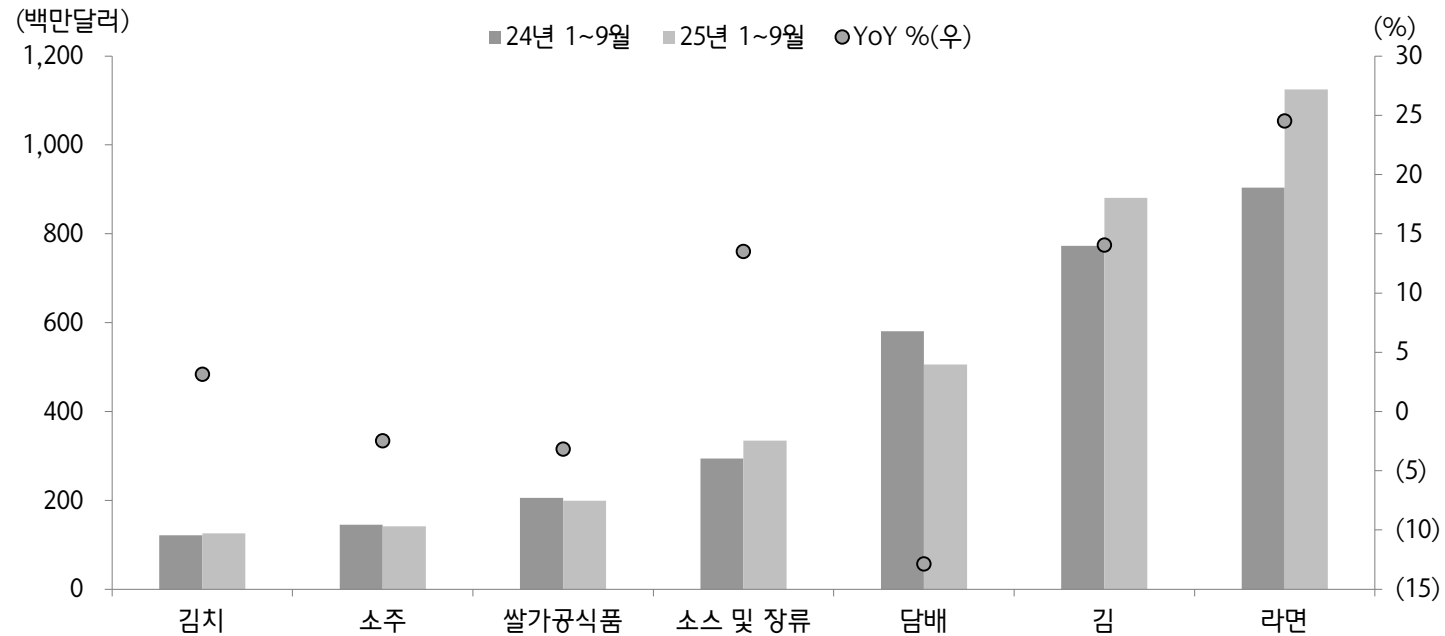
자료: 삼양식품, Quantiwise, 하나증권



## 주요 카테고리 수출 현황

- 주요 카테고리의 1~9월 누계 YoY 수출 성장률은 라면 24.5%/ 김 14.0%/ 소스 및 장류 13.5%/ 김치 3.1% 순
- ‘라면’은 여전히 규모 및 성장성 측면에서 압도적
- ‘김’ 및 ‘소스 및 장류’는 ‘Next 라면’ 가능성이 높은 카테고리

카테고리별 수출 실적 현황

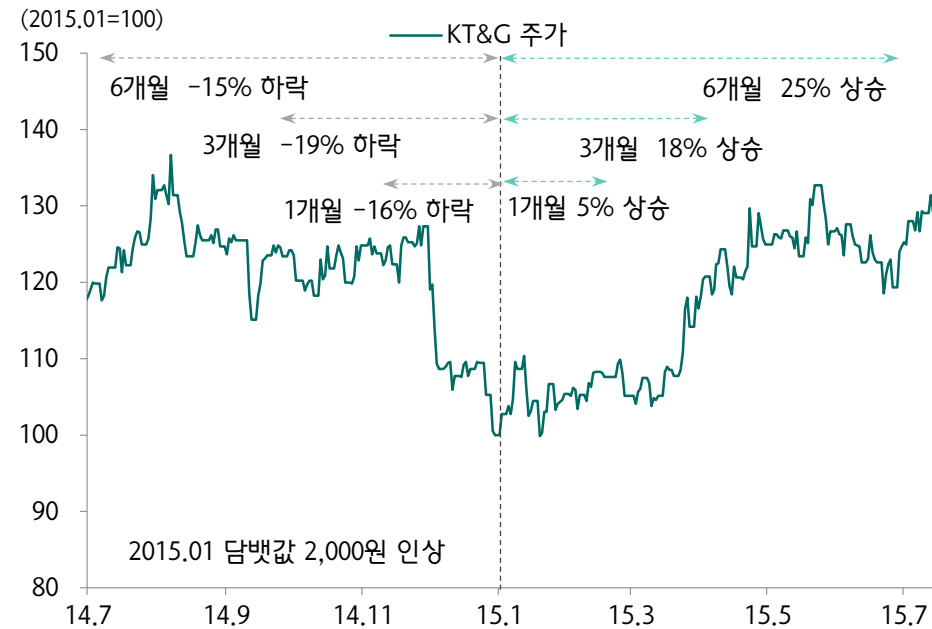
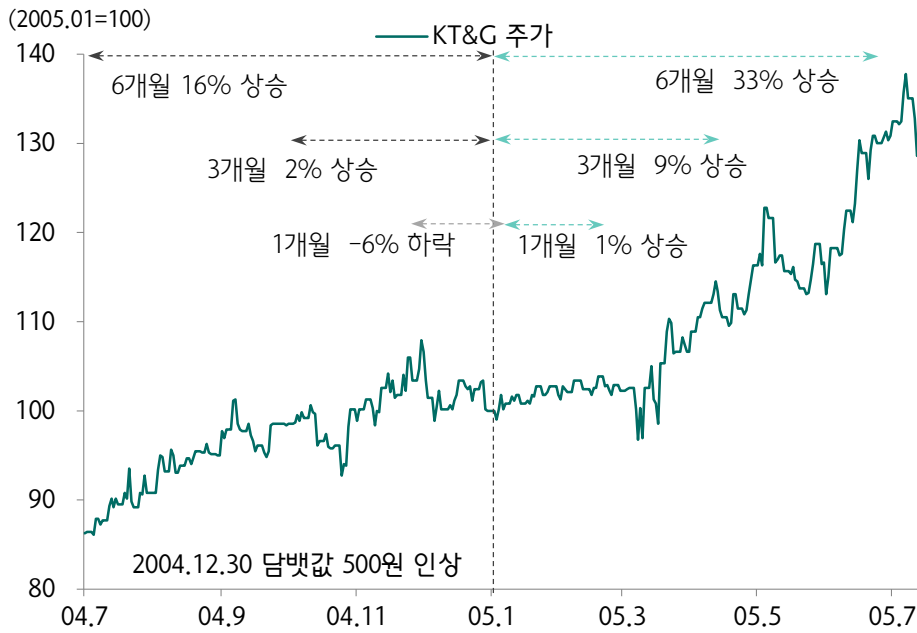


자료: 관세청, 하나증권

## 미뤄졌던 담뱃세 인상

- 마지막 담뱃세 인상 시점은 2015년 1월(국회 통과는 11월 말), 그 이전으로 거슬러 올라가면 2005년으로 시기적으로 10년에 한 번 꼴
- 2025년 담뱃세 인상 가능성이 높게 예측되었으나 불발, 물가상승을 감안하면 2026년 인상 가능성은 높아 보임
- 2005년, 2015년 담뱃값 인상 이후 KT&G 1개월/3개월/6개월 주가는 평균 3%/13%/29% 상승

2005년/2015년 담뱃값 인상 전후 KT&amp;G 주가 추이

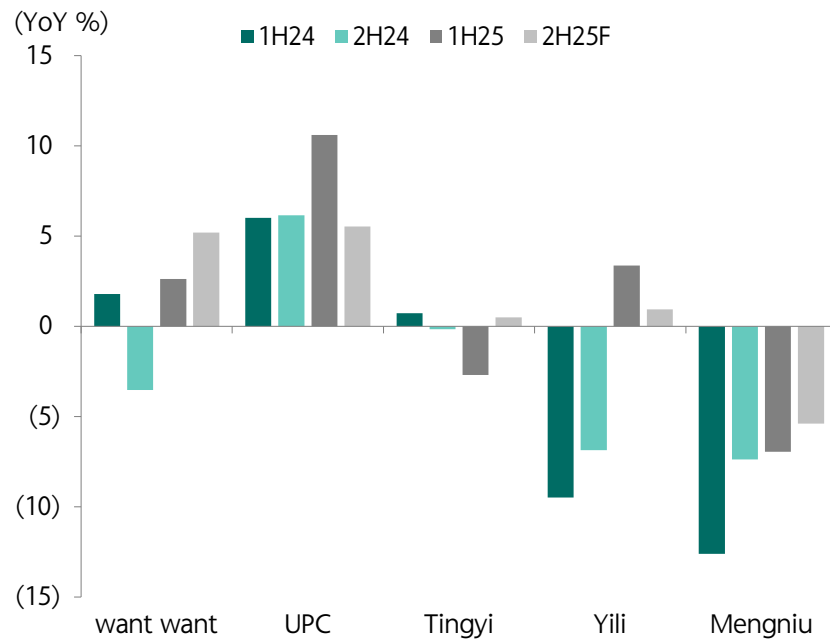


자료: Quantiverse, 하나증권

## 오리온, 중국 회복도 기대 가능

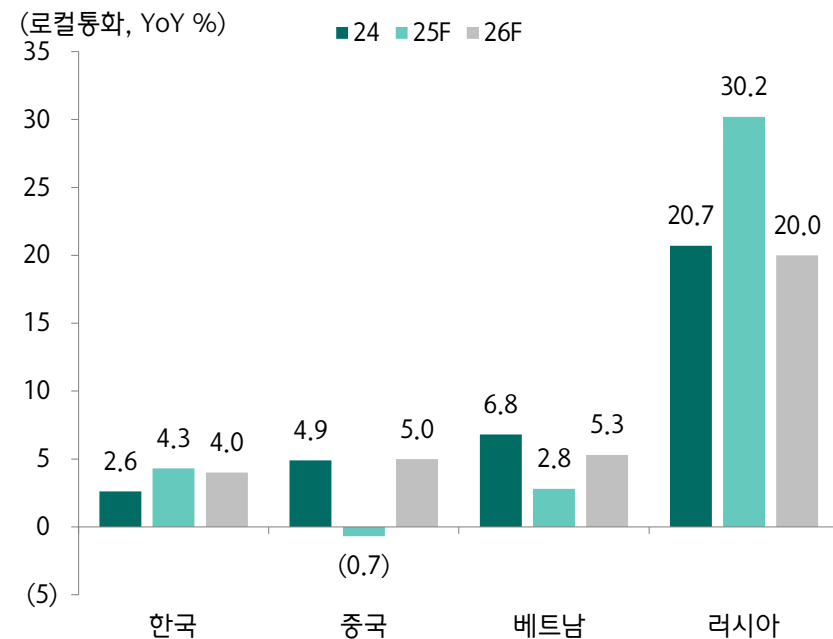
- 중국 정부가 지난 4중전회에서 내수 시장 부양 목표를 다시 한 번 강조한 만큼 향후 추가 경기 부양책이 제시될 공산이 커 보임
- 중국 주요 음식료 업체들은 YoY 1% 내외 매출 성장을 시현했으나, 2025년 하반기~2026년 완전한 실적 회복을 전망
- 오리온 중국 법인온 하반기 들어 코코아 등 주요 원부재료 부담이 경감되고 있으며, 경쟁 강도도 약화되는 흐름에 베이스 부담도 낮음

주요 중국 음식료 업체 탑라인 성장률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

오리온 법인별 탑라인 성장 전망(로컬 통화 기준)

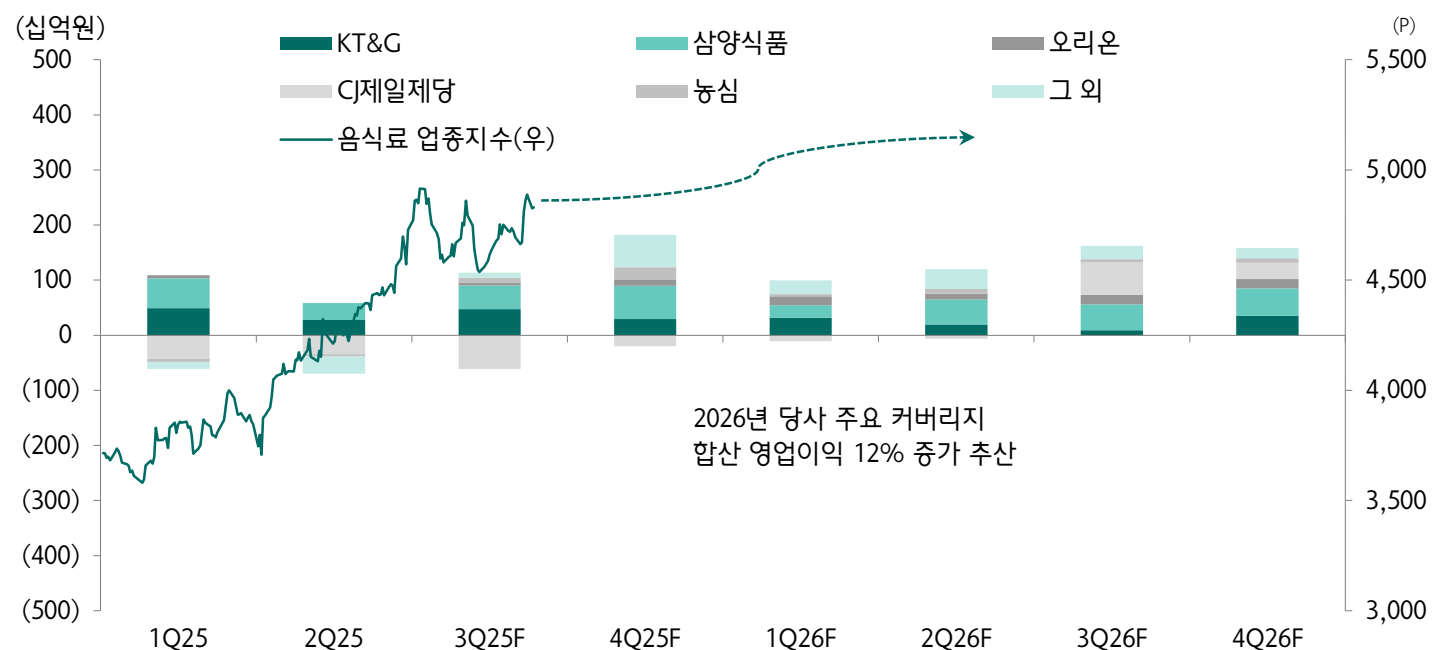


자료: 오리온, 하나증권

## 업황 개선 기반한 기존 전통 종목의 실적 정상화

- 2025년 당사 주요 커버리지 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 2.9%, 4.9% 증가에 그칠 전망
- 2026년 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 3.7%, 12.3% 증가해 업종 기대수익률에 부합할 것으로 예상

당사 주요 커버리지 합산 영업이익 증감액 추이

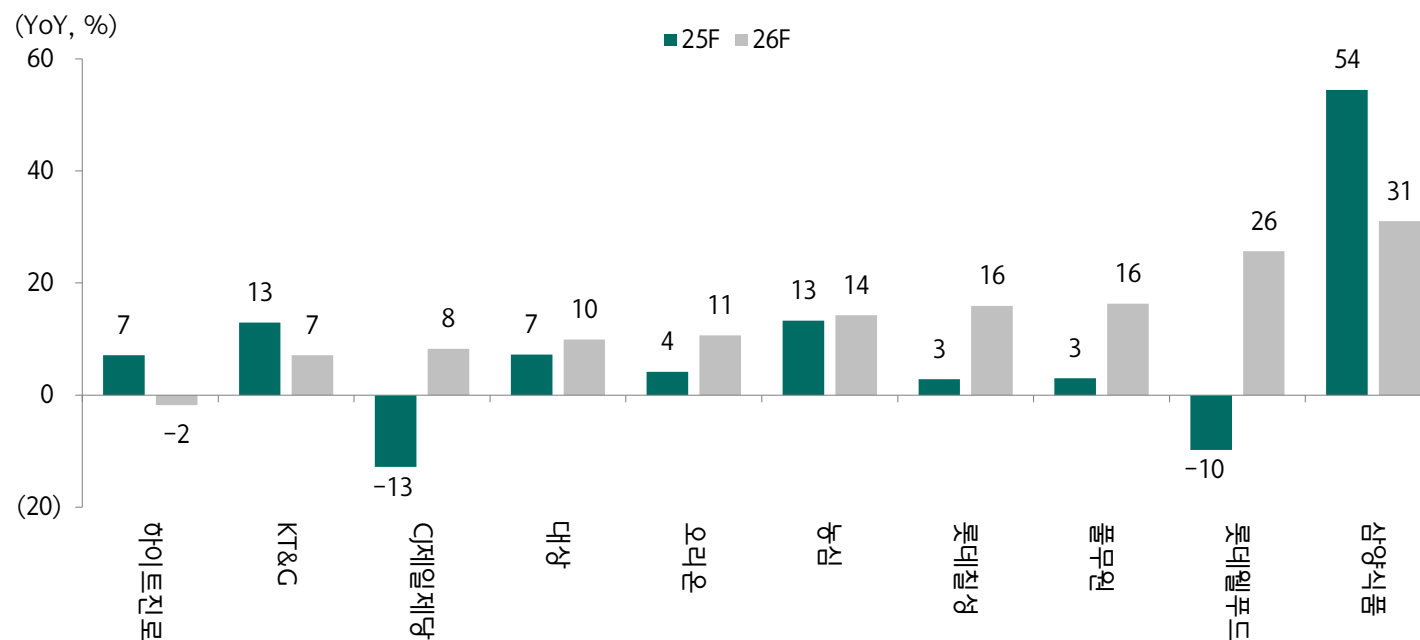


자료: Quantiwise, 하나증권

## 수출주 실적 모멘텀 이어지는 가운데, 롯데그룹 기저효과 부각 전망

- 수출 대장주 삼양식품 실적 모멘텀 부각 전망
- 올해 부진했던 오리온/CJ제일제당 등도 실적 회복 기대
- 롯데그룹주 기저효과 기인해 유의미한 손익 개선 전망

커버리지 업체별 이익 증가율 전망



자료: Quantiwise, 하나증권

# 삼양식품(003230) | BUY | TP 1,800,000원 | CP(11월13일) 1,368,000원

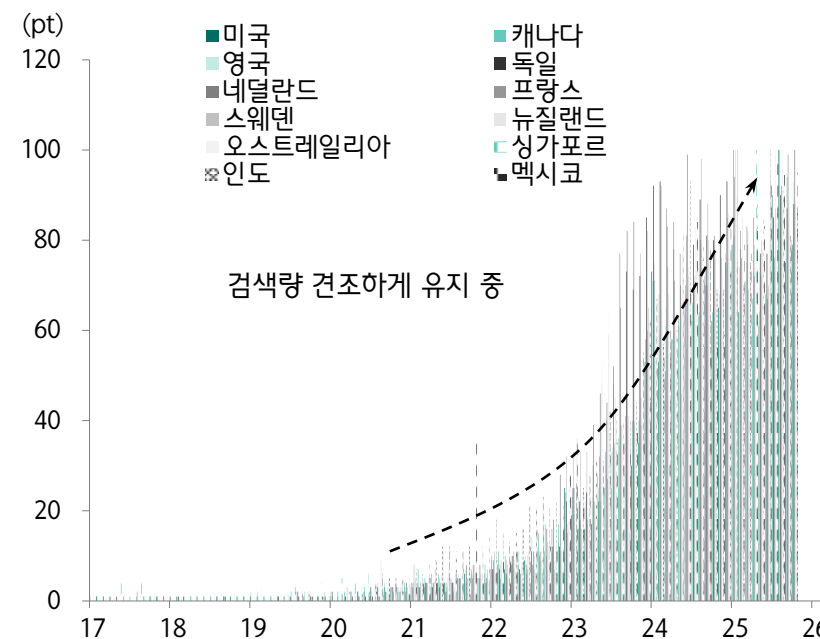
- 3분기 실적 부침에 따른 일부 우려로 10월 들어 주가 조정, 저가 매수 기회 판단
- 미주 및 중국을 주축으로 글로벌 침투 속도가 여전히 견조, 밀양2공장은 내년 상반기 중으로 6개 라인이 풀가동될 것으로 전망
- Capa 확장을 기반으로 올해 및 내년 해외 매출액은 각각 YoY 42.3%, 30.1% 증가한 1.9조원, 2조 4,700억원으로 확대될 것으로 추정

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액  | 1,728.0 | 2,284.7 | 2,801.2 | 3,400.0 |
| 영업이익 | 344.6   | 532.3   | 697.6   | 842.1   |
| 순이익  | 272.0   | 391.0   | 533.0   | 658.2   |
| 증감률  | 115.4   | 43.8    | 36.3    | 23.5    |
| PER  | 21.19   | 24.41   | 17.91   | 14.50   |
| PBR  | 7.00    | 8.02    | 5.62    | 4.09    |
| ROE  | 39.37   | 39.10   | 37.08   | 32.77   |
| DPS  | 3,300   | 3,300   | 3,300   | 3,300   |

자료: 하나증권

‘불닭’ 구글트렌드 추이



자료: 구글트렌드, 하나증권

## 오리온(271560) | BUY | TP 155,000원 | CP(11월13일) 106,700원

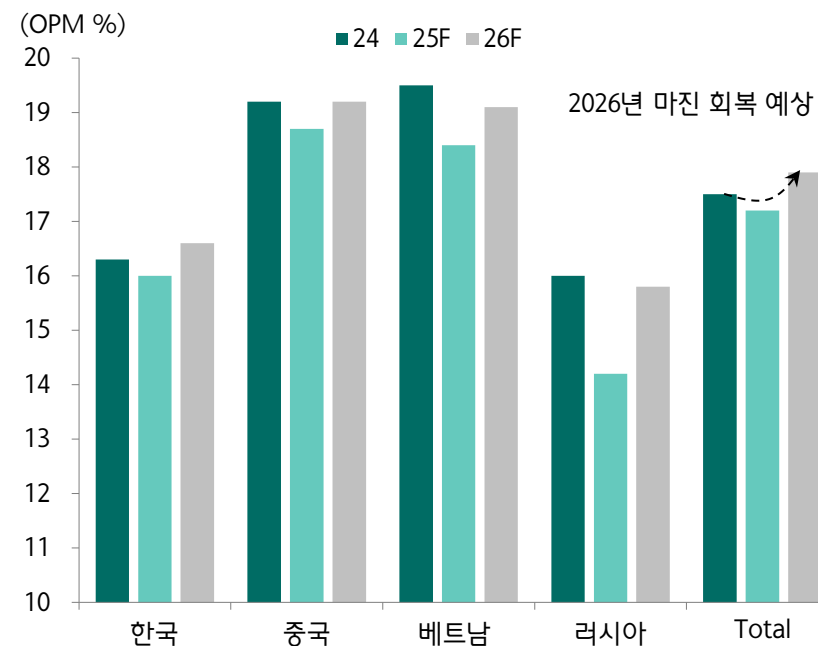
- 2025년 상반기 톤당 만불까지 상승했던 카카오 가격은 현재 6천불까지 하락
- 투입 래깅 시점 감안시, 1Q26부터 YoY 부담은 유의미하게 경감될 전망이며 매출총마진 회복에 따른 이익 레버리지를 기대
- 더불어, 2026년 중국 정부의 추가 부양책 및 원가 부담 완화 기반한 중국 법인의 실적 회복을 전망

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액  | 3,104.3 | 3,296.8 | 3,496.5 | 3,636.4 |
| 영업이익 | 543.6   | 566.2   | 626.7   | 683.6   |
| 순이익  | 524.6   | 416.5   | 480.5   | 533.3   |
| 증감률  | 39.3    | (20.6)  | 15.3    | 11.0    |
| PER  | 7.72    | 10.11   | 8.76    | 7.89    |
| PBR  | 1.17    | 1.11    | 1.01    | 0.91    |
| ROE  | 16.57   | 11.47   | 12.07   | 12.15   |
| DPS  | 2,500   | 2,500   | 2,500   | 2,500   |

자료: 하나증권

오리온 법인별 영업마진 전망



자료: 오리온, 하나증권

# KT&G(033780) | BUY | TP 180,000원 | CP(11월13일) 140,700원

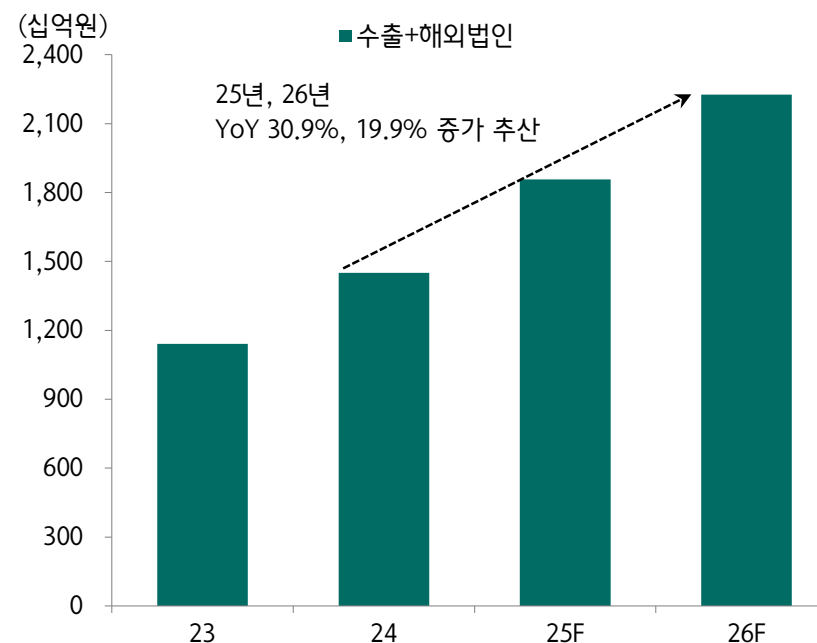
- KT&G의 2025년 및 2026년 수출+해외 담배 매출액은 각각 YoY 30.9%, YoY 19.9% 증가할 것으로 예상
- 섹터 내 가장 적극적인 주주환원 정책 긍정적

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액  | 5,908.8 | 6,465.6 | 6,662.6 | 6,995.7 |
| 영업이익 | 1,188.8 | 1,342.8 | 1,438.5 | 1,553.0 |
| 순이익  | 1,165.7 | 1,021.1 | 1,060.0 | 1,154.5 |
| 증감률  | 35.7    | (6.3)   | 6.9     | 8.9     |
| PER  | 11.93   | 16.77   | 15.69   | 14.41   |
| PBR  | 1.31    | 1.56    | 1.49    | 1.43    |
| ROE  | 12.66   | 10.80   | 10.72   | 11.13   |
| DPS  | 5,400   | 6,000   | 6,200   | 6,400   |

자료: 하나증권

수출+해외 담배 매출액 추이



자료: KT&G, 하나증권

## 롯데웰푸드(280360) | BUY | TP 200,000원 | CP(11월13일) 122,700원

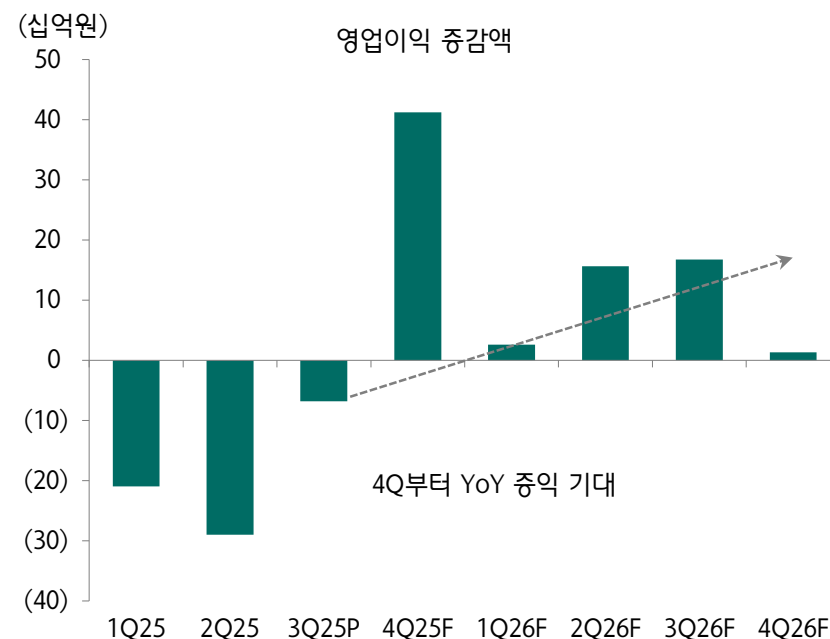
- 2026년 연결 영업이익은 YoY 25.7% 증가한 1,780억원으로 예상
- 4분기부터, ① 기저효과 및 ② 그동안 실적 부진의 주요 원인이었던 카카오 투입 단가가 점진적으로 하락하면서 원가 부담 완화 전망

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액  | 4,044.3 | 4,206.9 | 4,374.5 | 4,549.5 |
| 영업이익 | 157.1   | 141.6   | 178.0   | 198.8   |
| 순이익  | 84.6    | 98.0    | 111.3   | 123.5   |
| 증감률  | 20.00   | 16.9    | 14.0    | 11.0    |
| PER  | 12.44   | 11.83   | 10.37   | 9.34    |
| PBR  | 0.49    | 0.52    | 0.50    | 0.48    |
| ROE  | 4.04    | 4.52    | 4.96    | 5.29    |
| DPS  | 3,300   | 3,300   | 3,300   | 3,300   |

자료: 하나증권

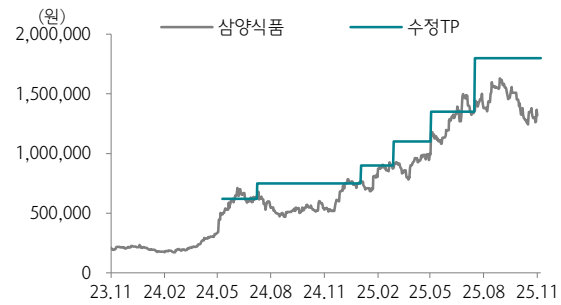
연결 영업이익 증감액 추이



자료: 롯데웰푸드, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

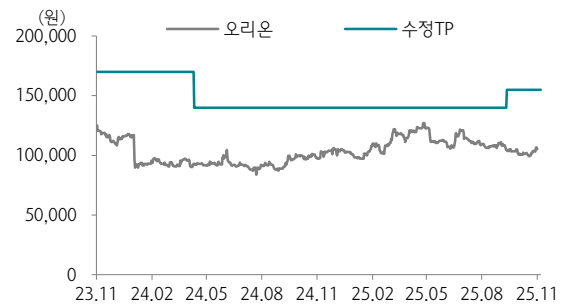
삼양식품



| 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% |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

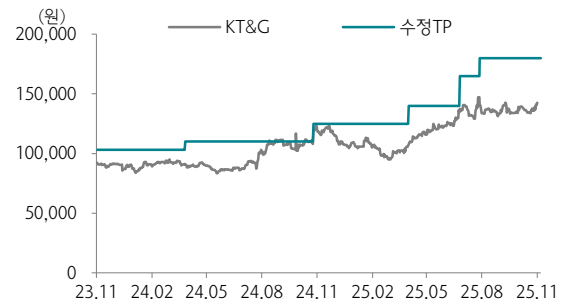
오리온



| 날짜       | 투자의견  | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|-------|---------|---------|---------|
|          |       |         | 평균      | 최고/최저   |
| 25.9.25  | BUY   | 155,000 |         |         |
| 25.4.24  | 1년 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

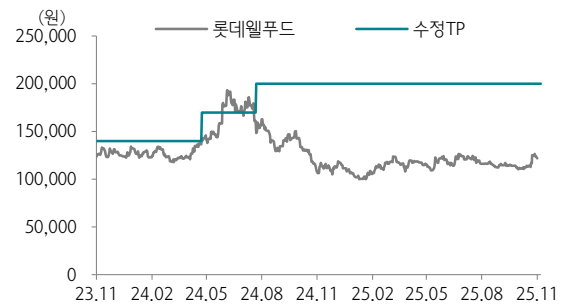
KT&G



| 날짜      | 투자의견  | 목표주가    | 괴리율     |         |
|---------|-------|---------|---------|---------|
|         |       |         | 평균      | 최고/최저   |
| 25.8.11 | BUY   | 180,000 |         |         |
| 25.7.9  | BUY   | 165,000 | -17.36% | -10.79% |
| 25.4.15 | BUY   | 140,000 | -13.89% | -2.71%  |
| 24.11.8 | BUY   | 125,000 | -13.49% | -1.28%  |
| 24.4.9  | BUY   | 110,000 | -12.33% | 6.27%   |
| 24.3.2  | 1년 경과 |         | -       | -       |
| 23.3.2  | BUY   | 103,000 | -15.81% | -9.71%  |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데엘푸드



| 날짜       | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |        |
|----------|------|---------|---------|--------|
|          |      |         | 평균      | 최고/최저  |
| 24.8.5   | BUY  | 200,000 |         |        |
| 24.5.7   | BUY  | 170,000 | -1.76%  | 13.71% |
| 23.10.10 | BUY  | 140,000 | -10.80% | -1.57% |

### Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 유가 증권을 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 신뢰 할 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 | 95.83%  | 4.17%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2025년 11월 14일