

음식료/담배 Overweight | Analyst 심은주

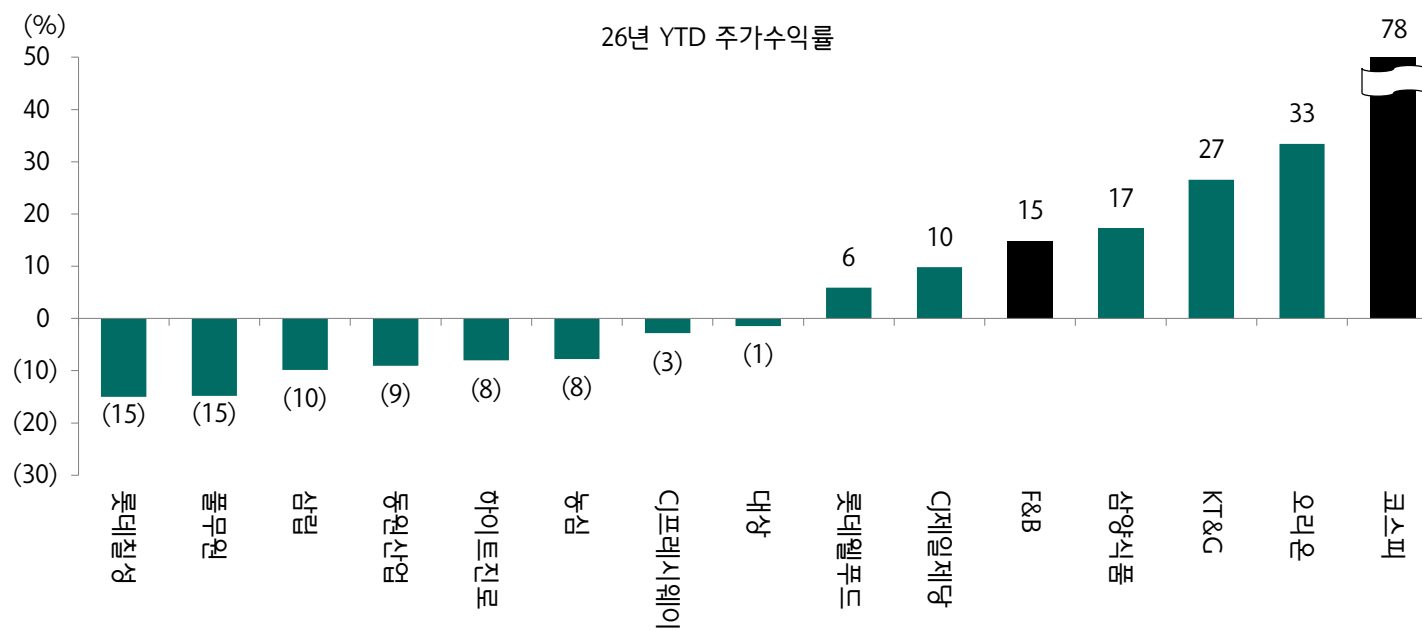
**'영업환경 변화'**

**'중국'**

**'배당'**

# 상반기 엄중하게 시작 했지만 주가 부진

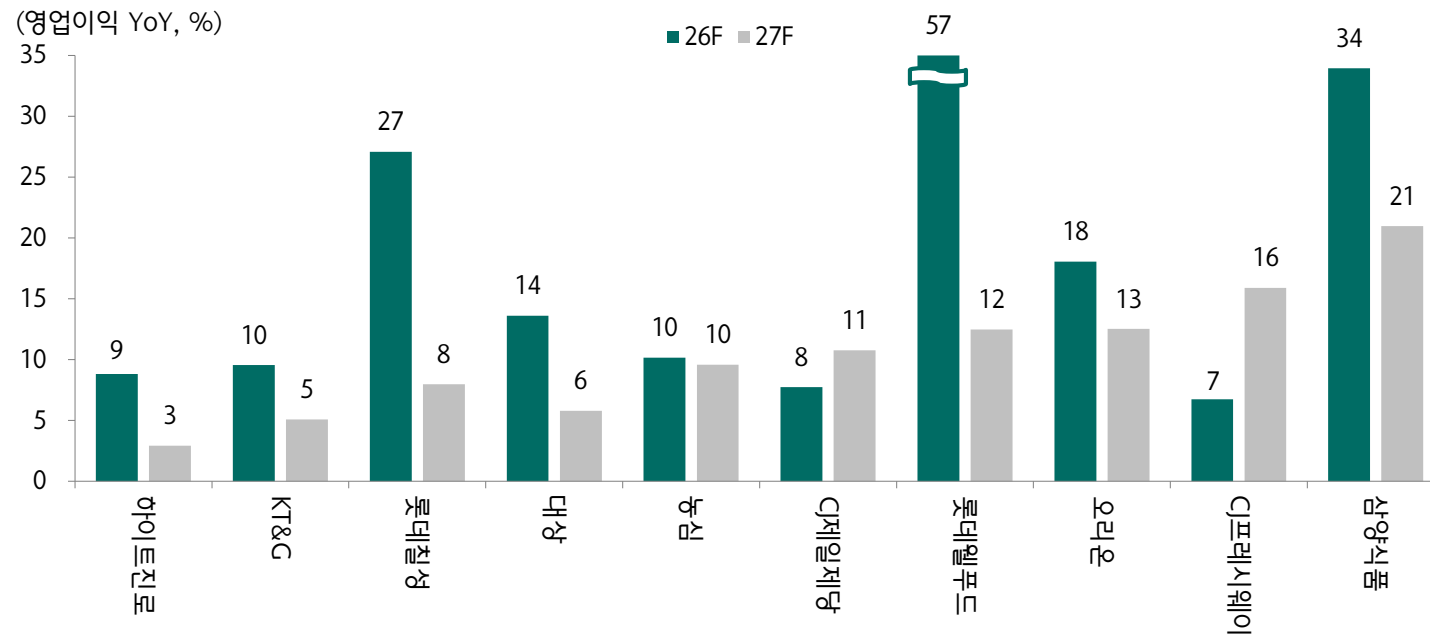
- 연초 이후, 코스피는 YTD 78% 상승한 반면, 음식료 업종 지수는 15% 상승에 그쳤음
- 연초 이후 주가 수익률을 보더라도, 오리온/KT&G/삼양식품이 각각 33%/27%/17% 상승하여 업종 지수 대비 초과 상승을 시현



자료: Quantwise, 하나증권

# 하반기는 중형주에 주목

- 중형주(시총 2.5조원 이상)의 상대적 밸류에이션 매력 및 실적 모멘텀 부각 전망
- 섹터 내 대형주로 분리되는 종목은 KT&G/삼양식품
- 중형주 상위권에 오리온/CJ제일제당/농심

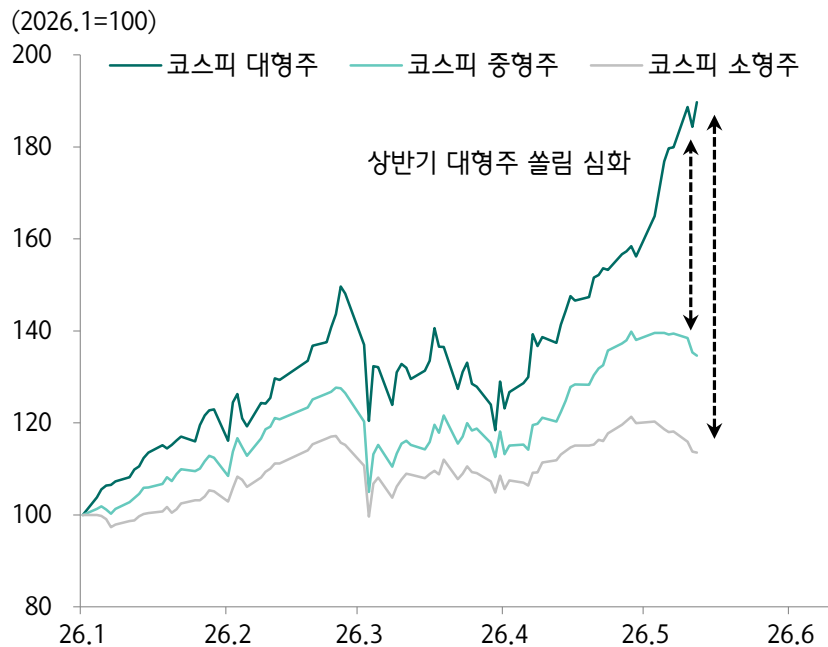


자료: Quantwise, 하나증권

# 대장의 품격 VS. 레거시의 귀환

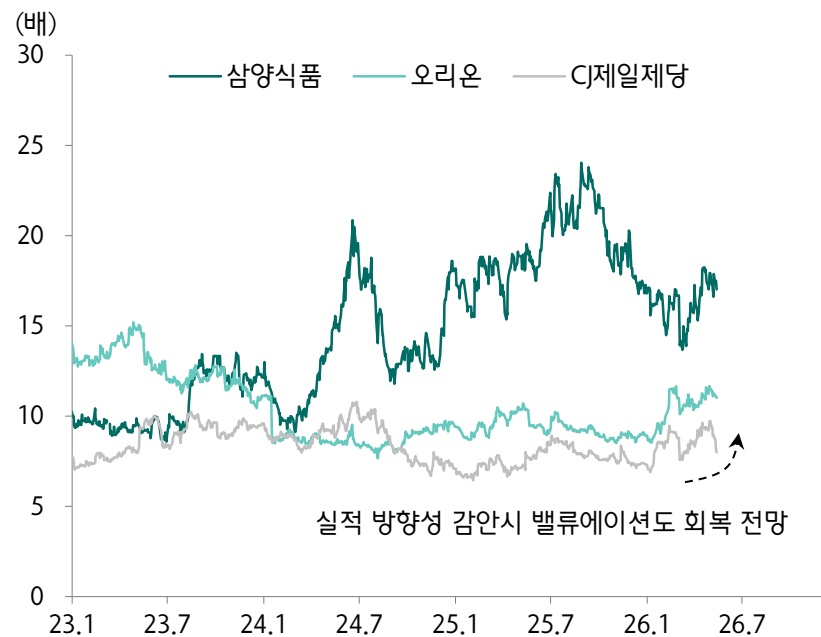
- 상반기 시장 내 대형주-중소형주 간 괴리 확대
- 섹터 내에서도 그동안 이익 체력 저하 및 밸류에이션 De-Rating 경험한 오리온+CJ제일제당 갭 메우기 기대

코스피 시가총액별 수익률 현황



자료: Quantwise, 하나증권

삼양식품/ 오리온/ CJ제일제당 12개월 Fwd PER 추이

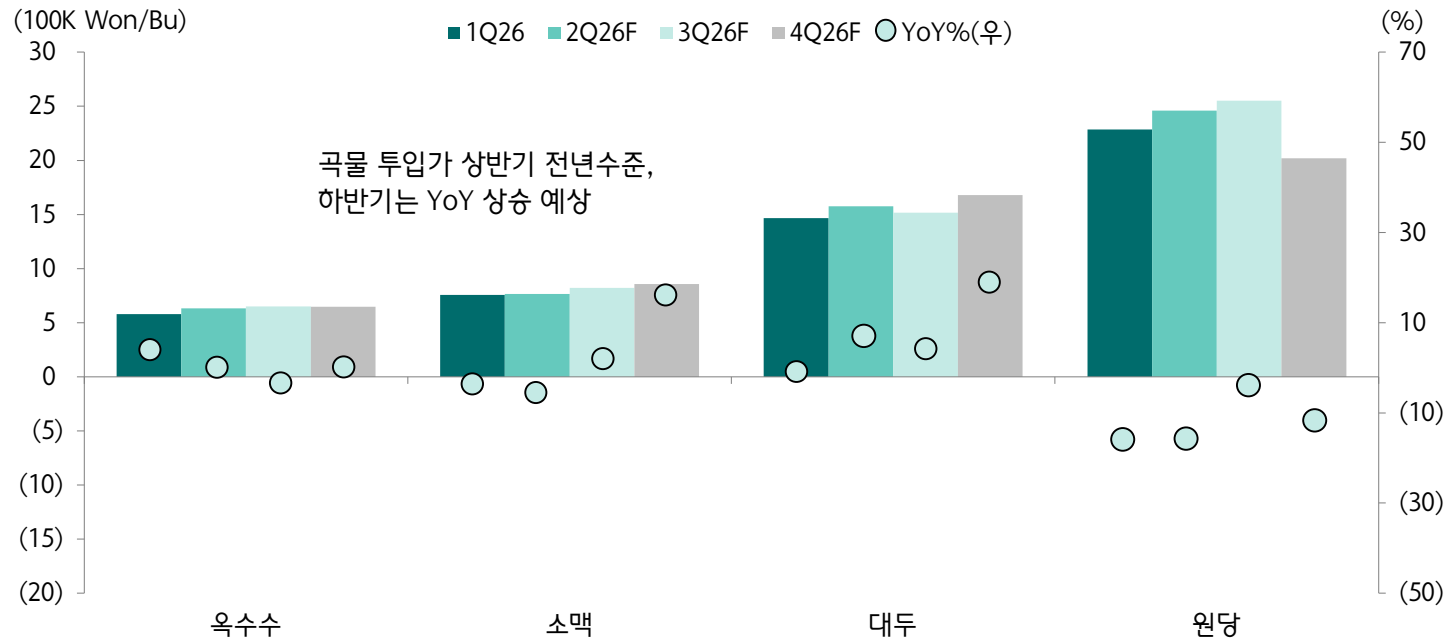


자료: Quantwise, 하나증권

# 1) 곡물 상승 사이클의 시작

- 미국-이란 전쟁이 촉발시킨 유가 급등은 곡물가 상방 압력으로 작용 중
- 음식료 업체의 곡물 투입 래깅 시점(5~6개월) 감안시, 연말 갈수록 스프레드 축소가 불가피할 것으로 전망
- 상반기 주요 곡종 투입가는 고회율 감안해도 전년 수준이 예상되나, 하반기 소맥/대두 투입가는 YoY 5~15% 상승할 것으로 추산

곡물 투입가 전망

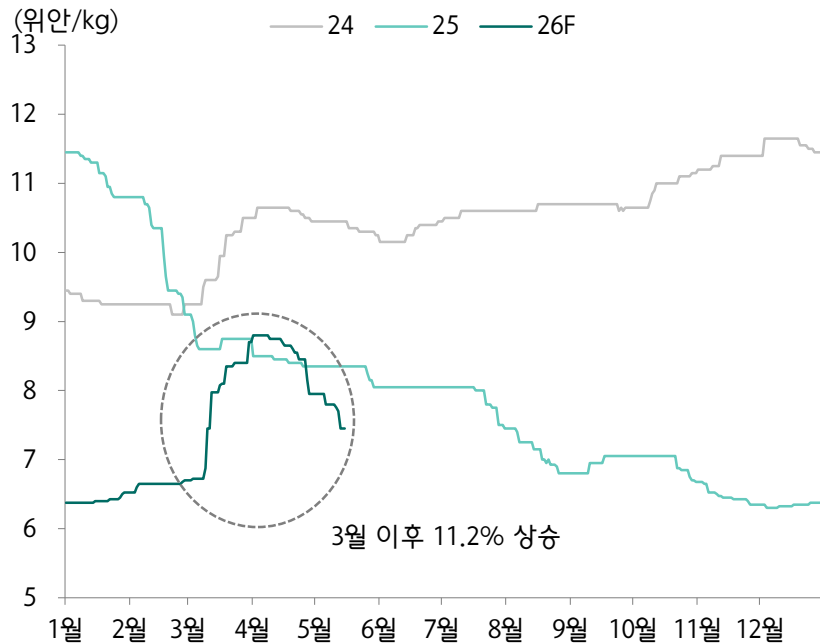


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2) 아미노산 Spot 가격도 상승

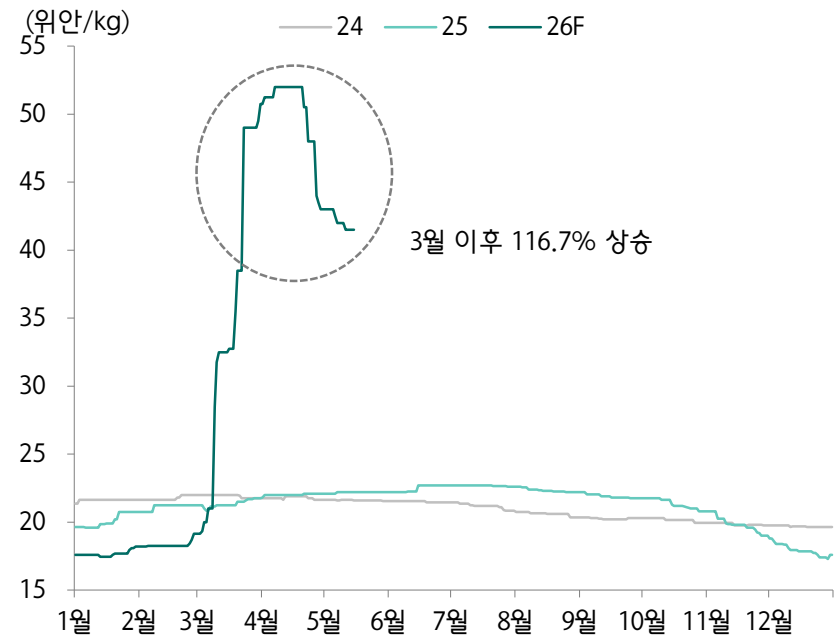
- 3월 들어, 중국 아미노산 Spot 가격도 일제히 상승
- 곡물가가 중단기 상승 사이클로 전환되었다면, 아미노산도 동일한 흐름이 전개될 공산이 큼
- 라이신/메치오닌/트립토판 Spot 가격은 3월 이후 각각 11.2%/ 116.7%/ 7.1% 상승

중국 라이신 Spot 가격 추이



자료: Wind, 하나증권

중국 메치오닌 Spot 가격 추이

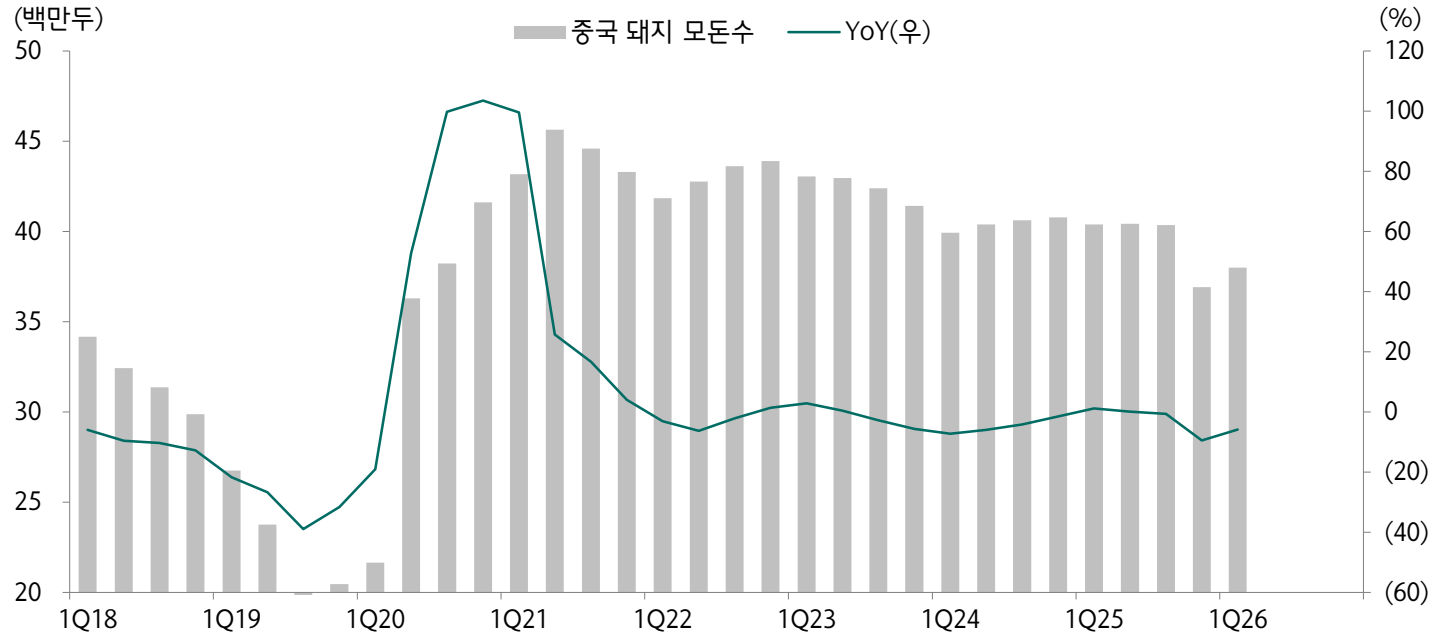


자료: Wind, 하나증권

# 중국 돈가 사이클 감안하면, 하반기 아미노산 시황 긍정적

- 하반기 중국 정부의 모든 감축 효과가 가시화될 것으로 전망
- 소비 측면에서도 부동산 조정 및 성수기(국경절~춘절)에 접어들기 때문에 라이신 판가에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대

중국 모든 수 추이

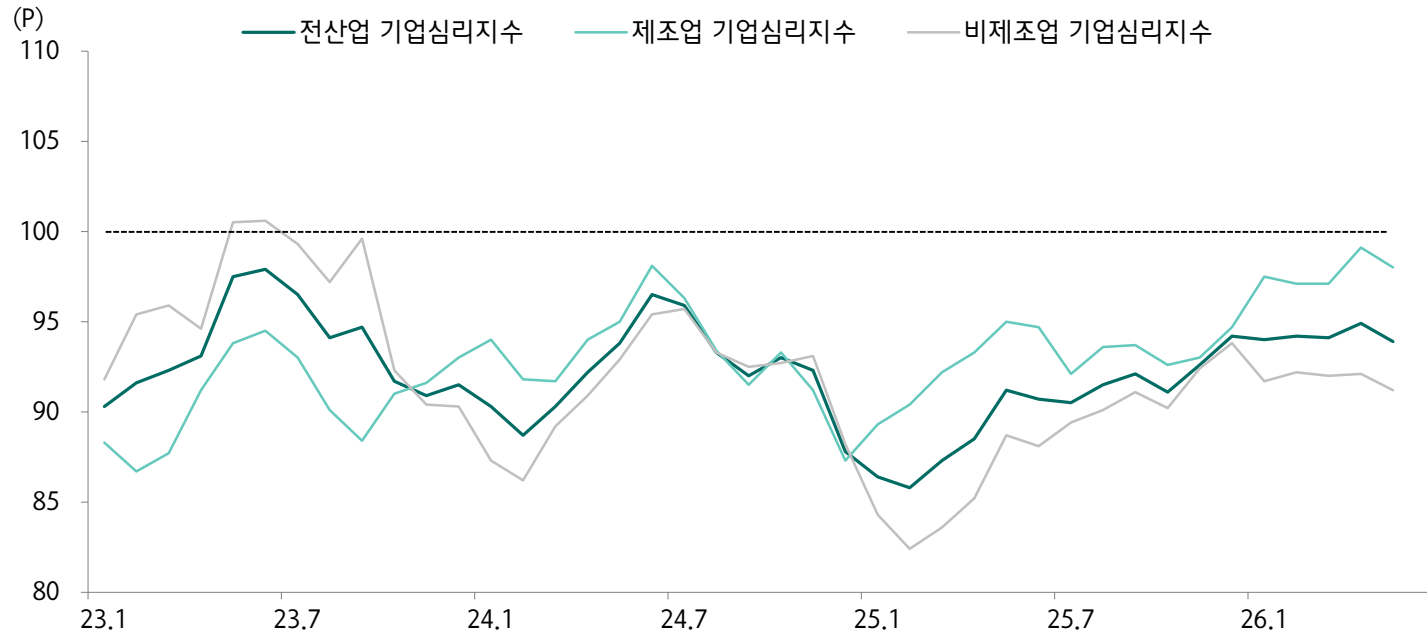


자료: Wind, 하나증권

### 3) 인플레이션 우려에도 내수 소비 하방 압력은 낮아 보여

- 4월 기업심리지수(CBSI)는 94.9로 MoM 0.8p 상승하며 지난해 10월 이후 완만한 회복 흐름을 보이고 있음
- 내수 및 서비스업 중심의 비제조업은 수출 비중이 높은 제조업 대비 상대적 약세가 강화되며 산업별 격차가 점차 증가하고 있음
- 수출-내수 업체 간 양극화는 확대되는 모습이나 반도체 기반 수출 호조와 정부의 확장 재정 정책으로 전반적인 소비 심리는 개선 중

제조-비제조 기업경기실사지수 추이

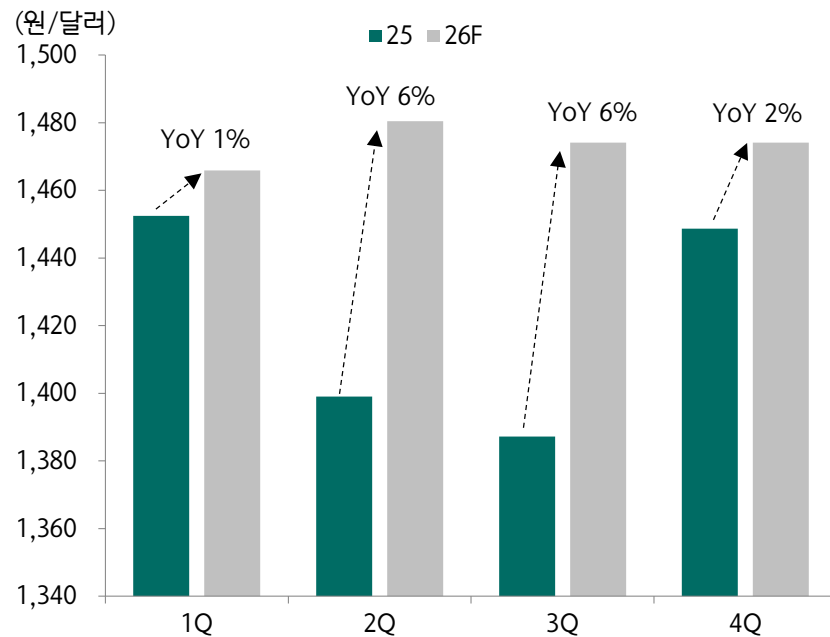


자료: 한국은행, 하나증권

## 4) 수출주는 환율 감안시 상대적으로 편안

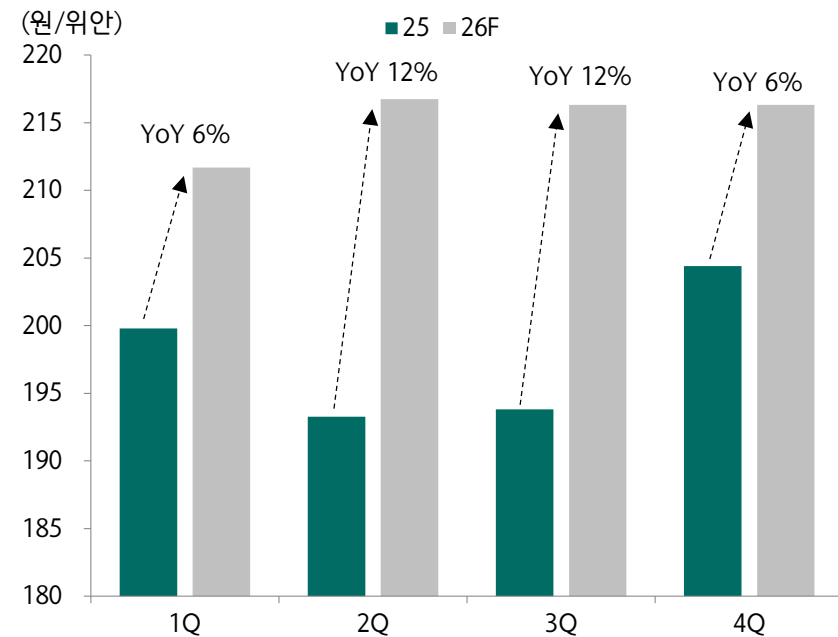
- 원화 약세 기조가 이어지면서 내수주 대비 수출주는 상대적으로 편안
- 현 수준 환율이 하반기에 지속된다고 가정하면, 미달러 및 위안화는 원화 대비 각각 5%, 10% 내외 절상될 것으로 추산
- 중국 익스포저를 보유한 업체들의 환율 효과는 유의미할 것으로 판단

원/달러 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

원/위안 추이

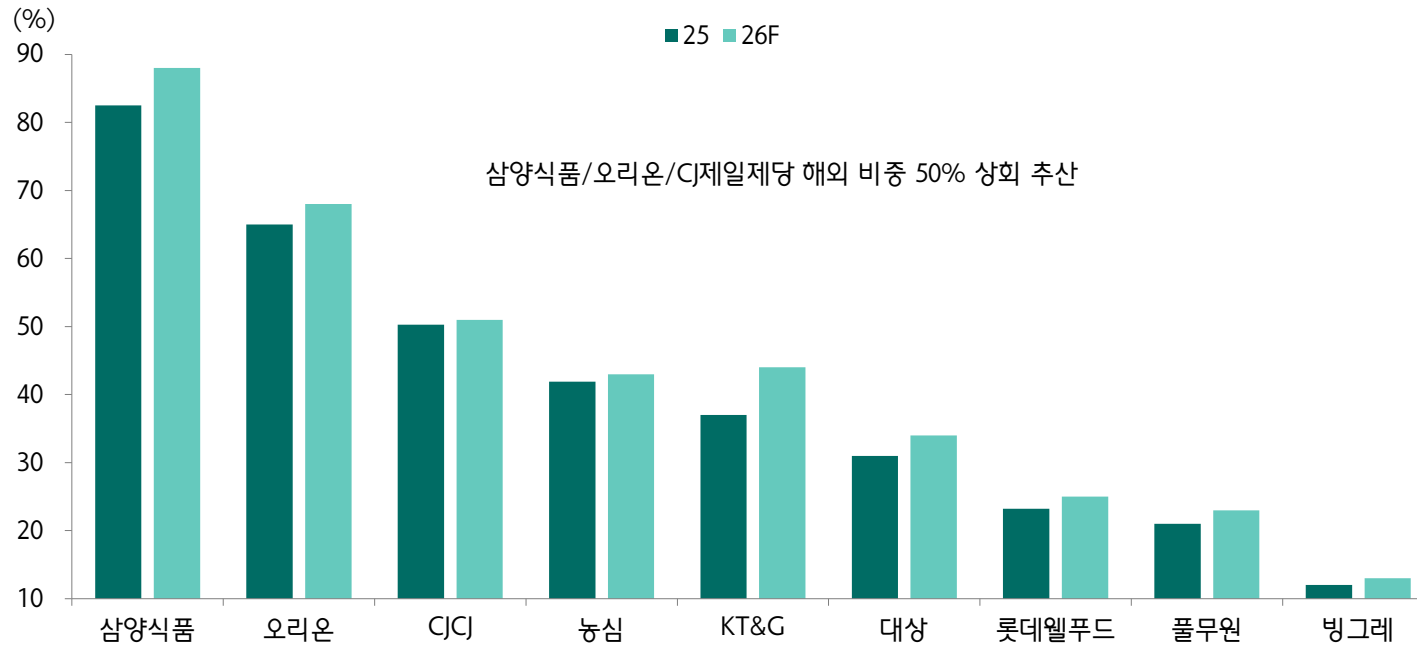


자료: Bloomberg, 하나증권

## 주요 업체 수출 비중 현황

- 올해 주요 업체의 해외 비중은, 삼양식품 88%, 오리온 68%, CJ제일제당 51%, 농심 43%, KT&G 43% 추정
- 중국 익스포저는 오리온(40%), 삼양식품(28%), 농심(6%) 순으로 높음

주요 업체 해외 비중 현황



자료: 각 사, 하나증권

# 중국 소비, 회복 국면 진입 판단

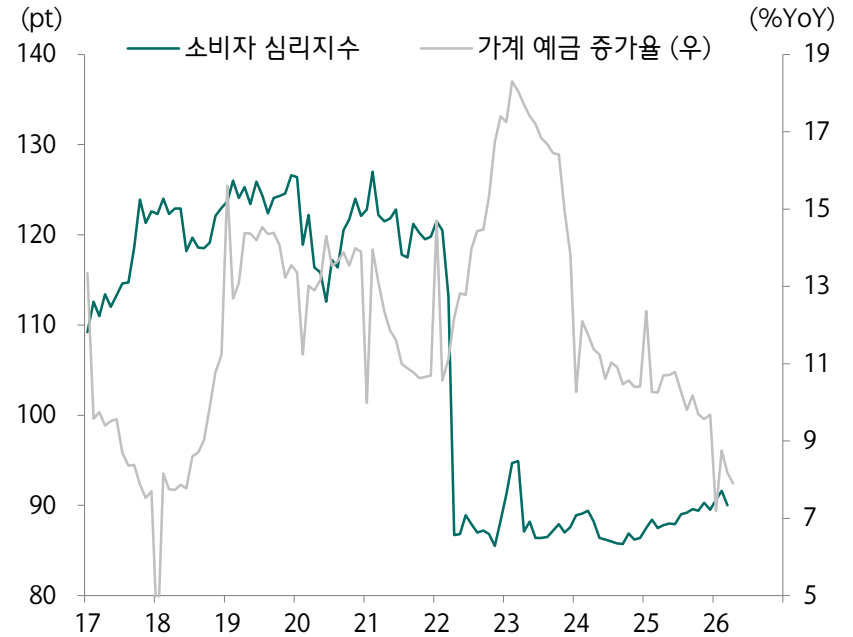
- 중국 평균 주택 가격이 고점 대비 30% 조정 받으면서 부동산 충격은 저점을 통과한 것으로 판단
- 중산층의 소비를 억제했던 초과 저축 현상과 역자산 효과가 마무리 되면서, 소비 회복을 유도할 것으로 보임

기존주택(구축) 가격 지수



자료: Wind, 하나증권

중국 소비자 심리지수 vs 가계 예금 증가율

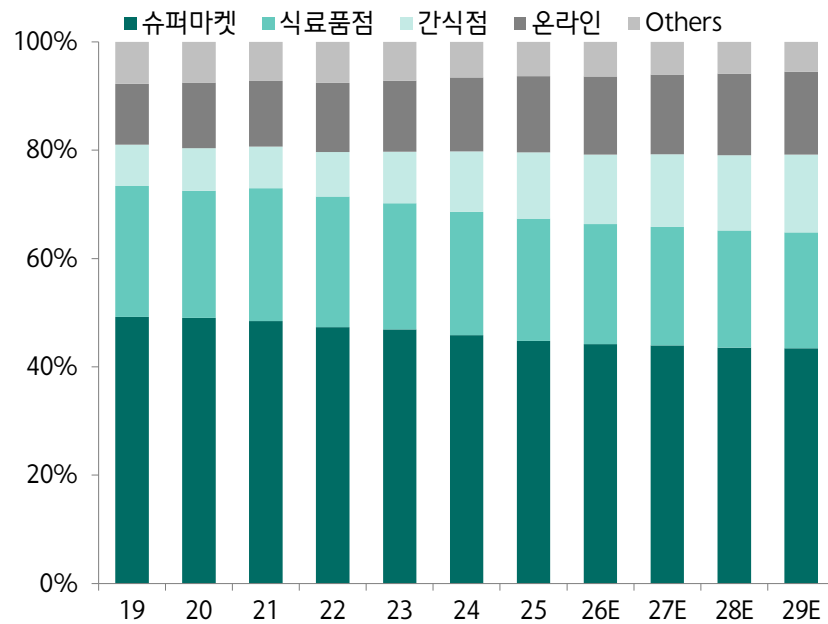


자료: Wind, 하나증권

# 신(新)소비 확산 중심에 서 있는 '간식 채널' 재차 주목

- 2025년 이후 중국의 신(新)소비 테마 중 하나인 '간식 채널'은 음식료 소매 채널 내 비중 2020년 약 8%→2026년 13%로 5%p 상승
- 2020년 말 약 1,800개에 불과했던 간식 채널 수는 2025년 4만 5천 개로 증가한 것으로 추산되며, 올해는 6만개를 상회할 것으로 추정

중국 음식료 소매 채널 비중 추이



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

'간식 채널' Player 매장 수 현황

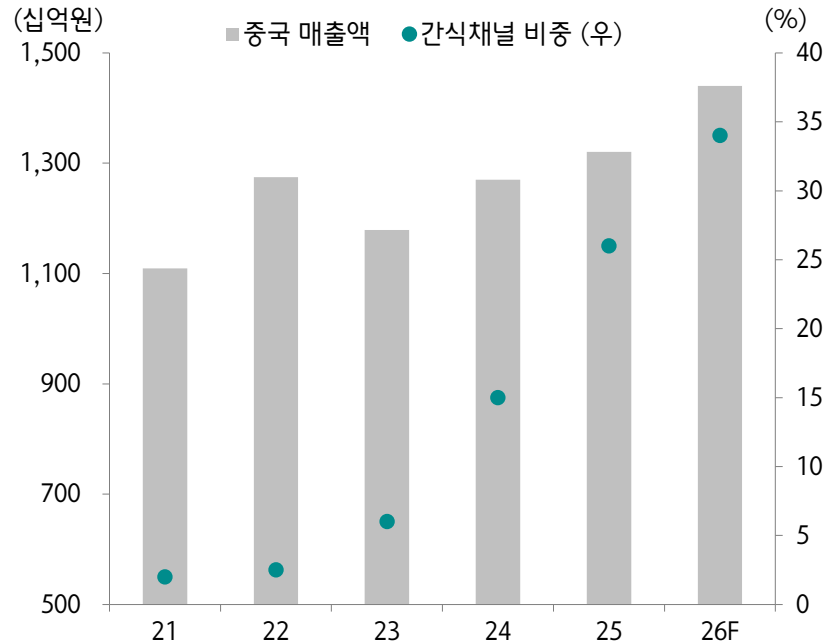
		2021	2022	2023	2024	2025	2026F
밍밍현망	링스현망	800	1900+	6585	14394	21,000+	60,000+ (YoY 15% 내외 추산)
	자오이밍	350	800+				
완천그룹	하오상라이		1200+	4726	14196	18,000+	
	아디아디		200+				
	라이유핀		400+				
	라오포다런		600+				
링스유밍				2500+	3500+	4500+	
링스유쉬안			700+	1300+	2000+	2000+	
탕차오			1000+	1500+	2069	2300+	
아이링스			500+	1400+	1800+	2000+	
다이용홍			500+	600+	1000+	1000+	
이메이푸즈				500+	1000+	1000+	

자료: 언론보도 종합, 후위안증권, 하나증권

## 우리나라 업체 간식채널에서 아웃퍼폼 중

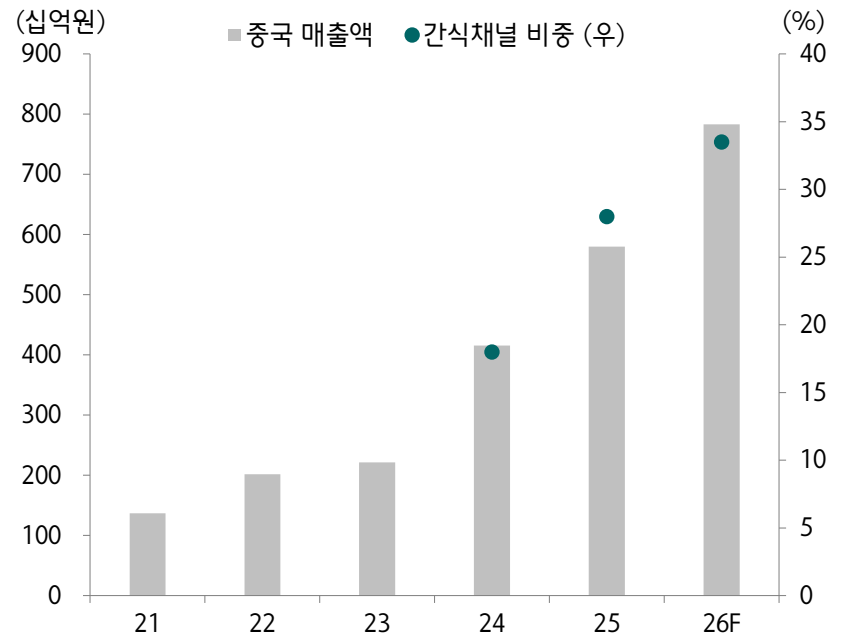
- 오리온은 ‘간식 채널 특화 제품’을 다양하게 출시하고 있으며, 올해 간식 채널 비중은 35% 내외까지 상승할 것으로 예상
- 삼양식품도 2023년부터 간식 채널로 커버리지를 확대하기 시작

오리온 중국 매출 내 ‘간식 채널’ 비중



자료: 오리온, 하나증권

삼양식품 중국 매출 내 ‘간식 채널’ 비중

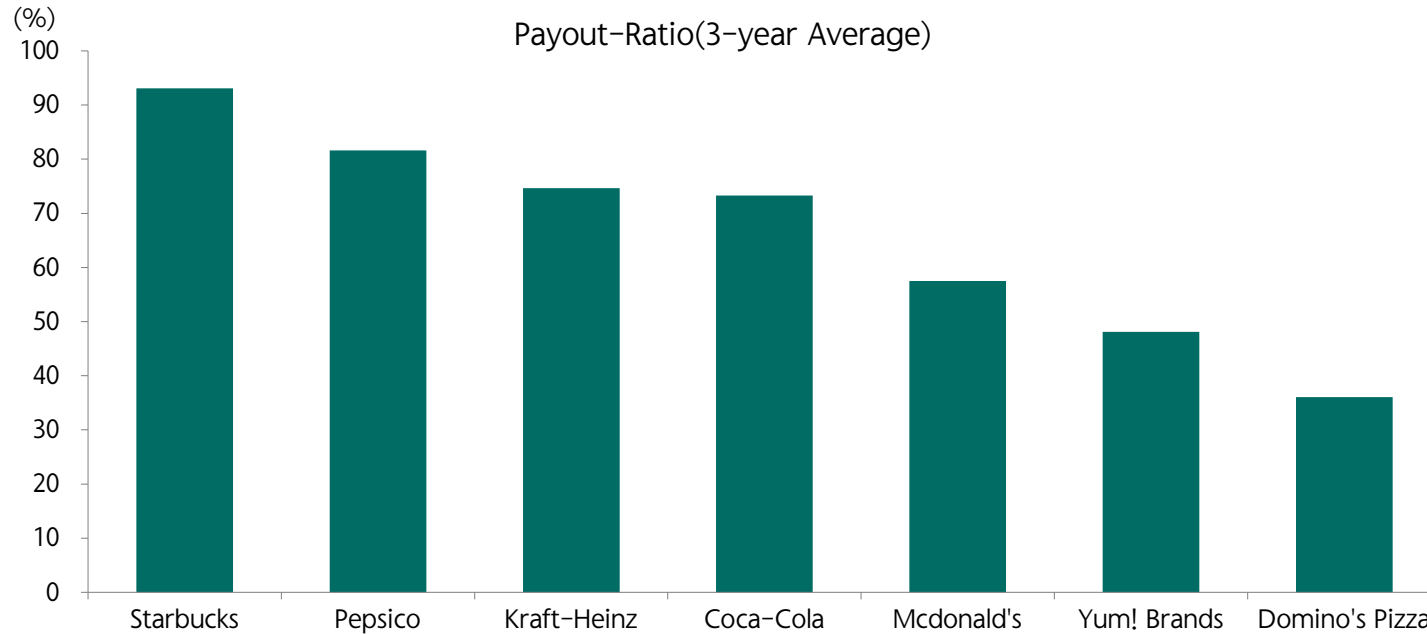


자료: 삼양식품, 하나증권

# 내수주 주가는 결국 '배당' 으로 귀결

- 미국 주요 F&B 업체 배당성향은 60% 육박
- 이들은, ① 대규모 Capex 투자 리스크가 제한적인 만큼, ② 영업현금흐름이 우수하며, ③ 이를 주주환원에 적극 활용하면서 주가 하방 경직을 높이고 있음

미국 F&B 업체 배당성향

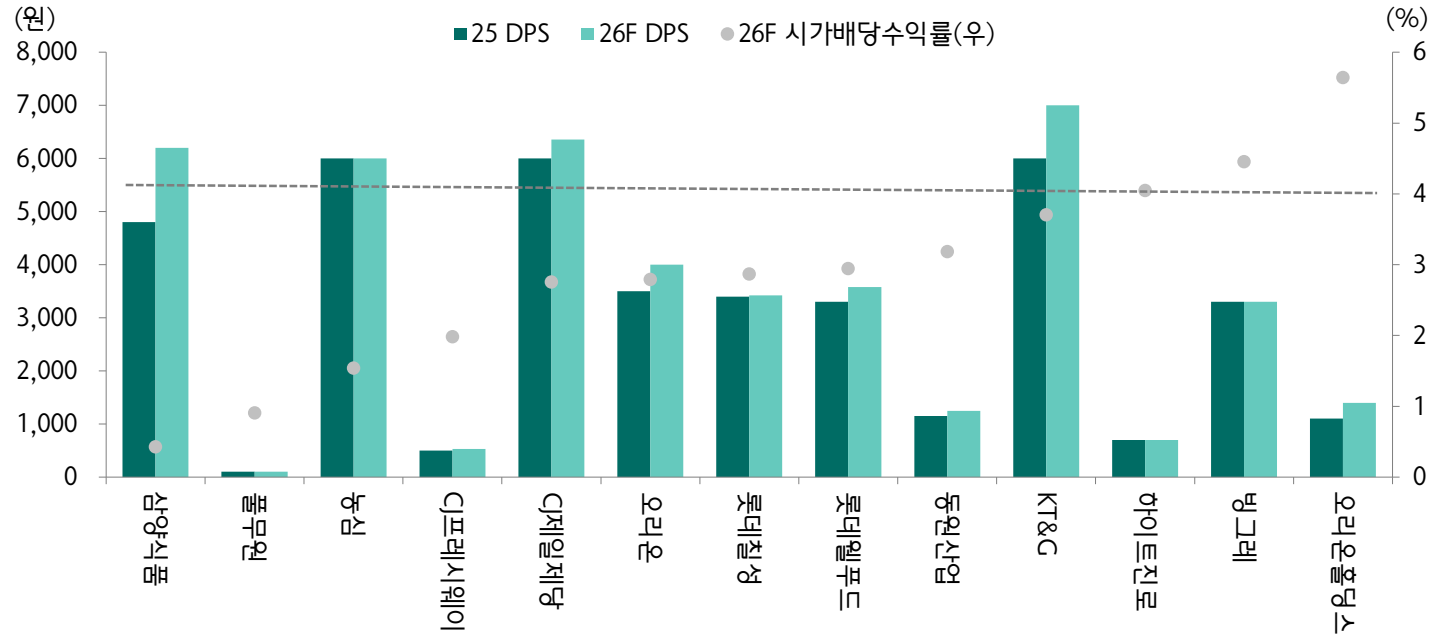


자료: Bloomberg, 하나증권

# 내수주 주가는 결국 '배당' 으로 귀결

- 섹터 내 배당 확대에 우호적인 업체는 KT&G/오리온/현대그린푸드
- 시가배당수익률이 4% 내외로 추정되는 업체는 오리온홀딩스/빙그레/하이트진로

주요 업체 DPS/시가배당수익률 현황



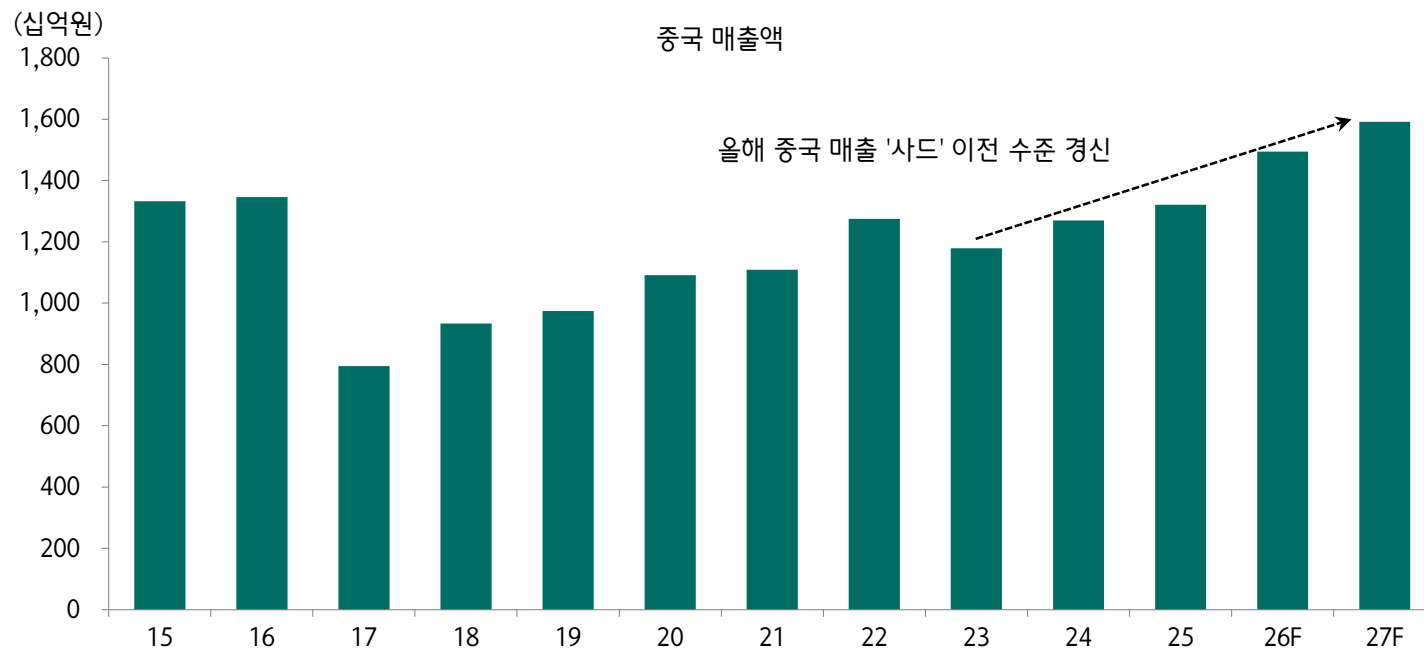
자료: Quantiwise, 각 사, 하나증권

### 3. Top Picks

## 오리온(271560) | BUY | TP 220,000원 | CP(5월21일) 136,400원

- 중국은 올해 매출 1.4조원을 상회하여 역사적 매출을 경신할 것으로 전망, 약 10년 만에 두 자리 수 탑라인 성장이 가능해 보임
- 고성장 중인 간식 및 온라인 채널에서의 보폭 확대가 고무적

오리온 중국 매출 추이



자료: 오리온, 하나증권

### 3. Top Picks

## 오리온(271560) | BUY | TP 220,000원 | CP(5월21일) 136,400원

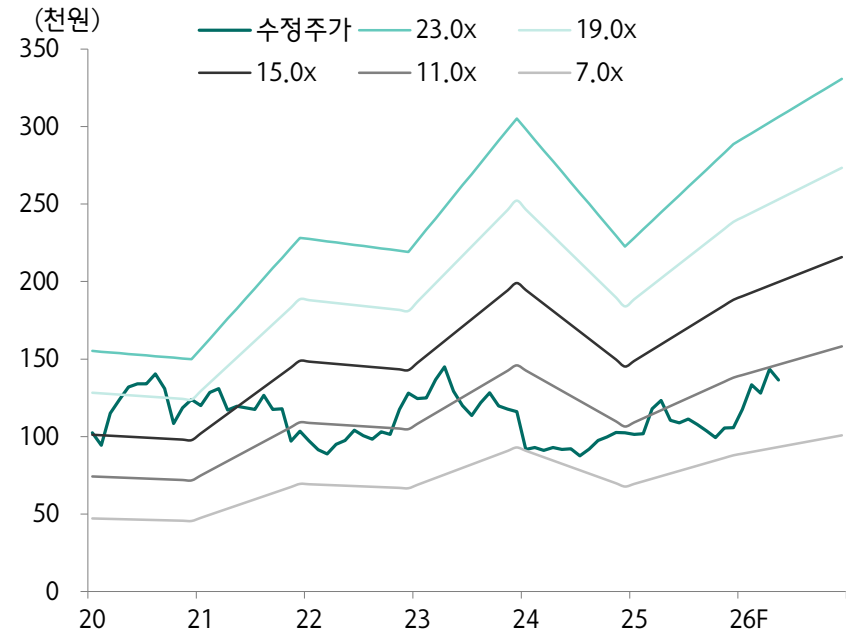
- 2025년 DPS 3,500원을 공시했으며, 2026년에도 DPS 배당분리과세 요건에 부합하는 수준 예상
- 현 주가는 역사적 밴드 하단인 12개월 Fwd PER 10배 내외에 불과

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,104.3	3,332.4	3,722.5	4,022.5
영업이익	543.6	558.3	659.0	741.5
순이익	524.6	382.7	496.2	568.7
증감률	39.3	(27.1)	29.7	14.6
PER	7.72	10.92	10.73	9.36
PBR	1.17	1.10	1.28	1.16
ROE	16.57	10.51	12.44	13.01
DPS	2,500	3,500	4,000	4,400

자료: 하나증권

오리온 12개월 Fwd PER Band

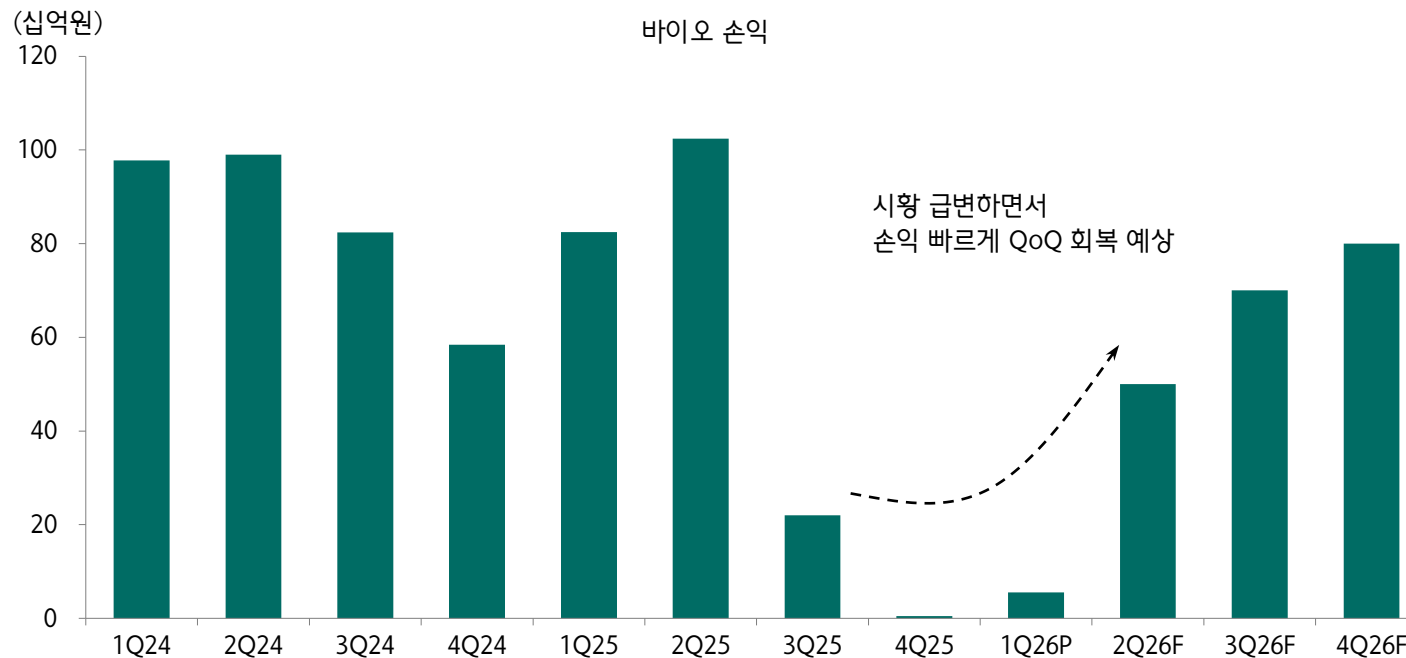


자료: 하나증권

# CJ제일제당(097950) | BUY | TP 370,000원 | CP(5월21일) 212,500원

- 하반기 라이신 포함한 아미노산 시황 긍정적
- 2분기부터 바이오 이익 QoQ 증가하면서 실적 모멘텀 부각 전망

CJ제일제당 바이오 손익 추이



자료: CJ제일제당, 하나증권

### 3. Top Picks

## CJ제일제당(097950) | BUY | TP 370,000원 | CP(5월21일) 212,500원

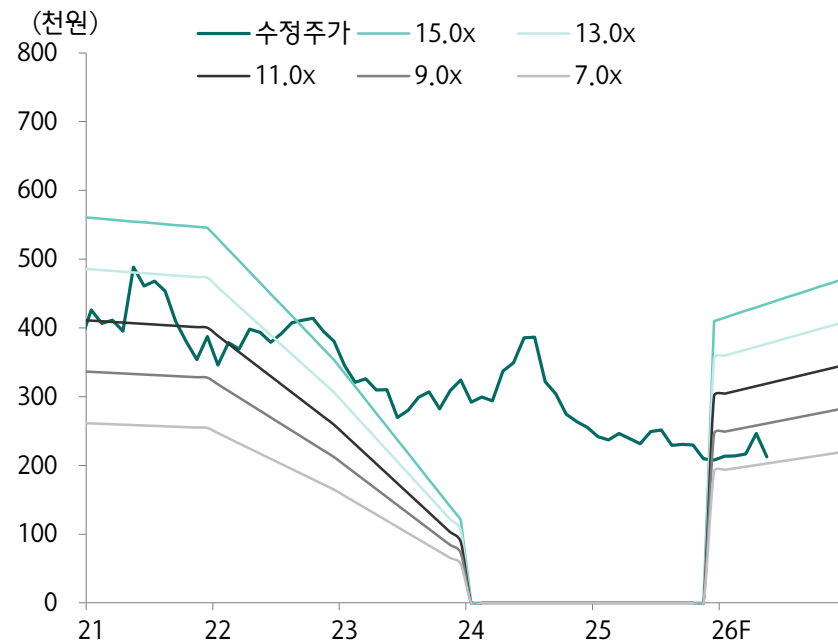
- 현 주가는 12개월 Fwd PER 7배에 불과
- 실적 우상향 기조 감안시 매수로 대응할 시점으로 판단

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	27,239.7	27,342.6	28,370.1	30,142.4
영업이익	1,452.1	1,233.6	1,328.9	1,477.9
순이익	132.3	(571.5)	447.7	513.2
증감률	(65.7)	적전	흑전	14.6
PER	31.64	(5.96)	7.83	6.83
PBR	0.53	0.48	0.47	0.44
ROE	1.76	(7.67)	6.19	6.74
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000

자료: 하나증권

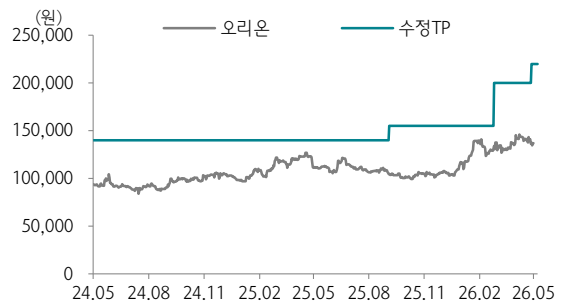
CJ제일제당 12개월 Fwd PER Band



자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

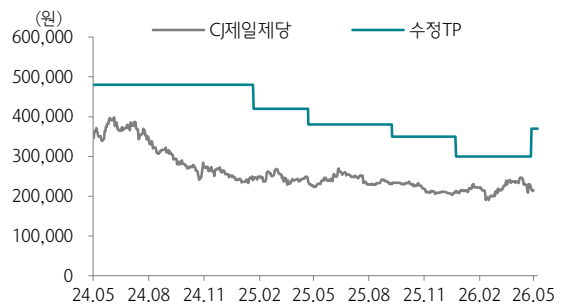
오리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.19	BUY	220,000		
26.3.18	BUY	200,000	-32.01%	-27.00%
25.9.25	BUY	155,000	-28.09%	-9.03%
25.4.24	1년 경과		-	-
24.4.24	BUY	140,000	-28.90%	-12.93%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

C제일제당



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.19	BUY	370,000		
26.1.14	BUY	300,000	-26.75%	-17.83%
25.9.30	BUY	350,000	-37.35%	-32.29%
25.5.14	BUY	380,000	-36.48%	-29.08%
25.2.12	BUY	420,000	-41.27%	-36.07%
24.7.12	1년 경과		-	-
23.7.12	BUY	480,000	-34.70%	-17.08%

### Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 26일 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2026년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권 을 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 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	97.25%	2.75%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 05월 23일