삼양식품 (003230)

손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com
김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

2026년 성장을 향한 과도기

BUY (M)

목표주가	2,000,000원 (M)
직전 목표주가	2,000,000원
현재주가 (1/29)	1,216,000원
상승여력	64%

시가총액	91,601억원
총발행주식수	7,533,015주
60일 평균 거래대금	789억원
60일 평균 거래량	61,708주
52주 고/저	1,630,000원 / 684,000원
외인지분율	16.69%
배당수익률	0.43%
주요주주	삼양라운드스퀘어 외 6 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.9)	(2.3)	71.3
상대	(22.4)	(23.6)	(16.8)
절대 (달러환산)	(3.7)	(1.9)	71.9

4Q25 Review: 중국 매출 감소에도 컨센서스 부합

삼양식품의 4Q25 연결 **매출액은 6,377억원(YoY +33.2%, QoQ +0.9%), 영업이익은 1,390억원(YoY +58.5%, QoQ +6.2%)을 기록**했다. 매출 성장률은 QoQ 기준으로 제한적이었으나, **원가율 개선에 힘입어 영업이익은 견조한 증가세를 유지**했다. 4분기 실적은 **해외 매출의 일시적 조정과 밀양2공장 증설 효과의 반영 시차가 동시에 작용한 결과**로 판단된다. 해외 매출은 5,027억원(YoY +34.5%, QoQ -1.5%)으로 소폭 감소한 것으로 추정된다. 이는 **중국 법인 매출이 QoQ -19.7% 감소한 영향**이 절대적이다. 3분기부터 10월까지 **광군제 및 연말 수요를 감안해 물량이 선출고되었으나, 광군제 판매가 기대에 못 미치며 대리상 재고가 잔존한 것으로 파악**된다. 이에 따라 4분기에는 추가 출고를 제한하고 기존 재고 소진을 우선하는 전략을 취했으며, 이 과정에서 중국 법인 매출 인식이 이연되었다. 이는 **중국 수요의 급격한 훼손이라기보다는 출고·매출 인식 타이밍 조정의 성격으로 판단**된다.

중국을 제외한 해외 지역은 전반적으로 견조한 흐름을 유지했다. **미국 매출은 1,750억원(YoY +58.5%, QoQ +12.5%)으로 성장세가 이어졌으며, 메인스트림 채널 비중 60%**를 유지했다. **가격 인상 이후에도 주문 흐름과 채널 회전은 정상적으로 유지**되고 있는 것으로 파악된다. **유럽 매출 역시 신규 거래선 확대로 559억원(YoY +99.7%, QoQ +14.1%)을 기록하며 고성장을 지속**했다. 일본 매출도 99억원(YoY +23.8%, QoQ +24.4%)으로 성장 흐름을 보였다. 해외 매출 QoQ 감소는 중국에 국한된 현상으로, 글로벌 수요 전반의 둔화 신호로 해석하기는 어렵다.

밀양2공장 증설 효과는 2026년부터 본격 반영

밀양2공장 증설에도 불구하고 4분기 연결 매출 성장이 제한적이었던 점은 생산 구조 전환기의 영향으로 판단된다. **4분기부터 기존 공장의 특근이 종료되며 연간 CAPA 기준 약 10% 수준의 하락 요인이 발생**했고, 밀양2공장은 가동을 개시했으나 **월별 순차 램프업 구간에 있어 분기 내 생산량 증가는 제한적**이었다. *(다음 페이지 계속)*

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	638	33.2	0.9	652	-2.3
영업이익	139	58.5	6.2	143	-2.8
세전계속사업이익	139	44.9	0.5	147	-6.0
지배순이익	94	23.3	-14.9	113	-16.7
영업이익률 (%)	21.8	+3.5 %pt	+1.1 %pt	21.9	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	14.7	-1.2 %pt	-2.7 %pt	17.3	-2.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,193	1,728	2,352	2,960
영업이익	148	345	524	682
지배순이익	126	272	388	518
PER	8.8	12.3	23.9	17.7
PBR	2.0	4.1	7.9	5.5
EV/EBITDA	6.8	8.7	15.7	11.6
ROE	24.8	39.4	38.8	36.4

자료: 유안타증권

현재 **밀양2공장은 봉지면 3개 라인이 일 22시간 기준으로 가동**되고 있으며, **용기면은 1개 라인이 일 22시간, 나머지 2개 라인은 주간 가동 중**이다. 외형상 가동률은 높은 수준이나, 용기면 중심의 단계적 투입과 **초기 안정화 과정으로 인해 실제 분기 내 생산량 증분은 제한적인 수준**에 머물렀다. 2025년 기준 밀양2공장의 연간 기여 생산량은 약 2억 개 수준으로 추정되며, 이는 초기 기대치 대비 낮은 수준이다. 또한 **추가 생산분은 해외로 배분했지만 기존 원주, 익산 CAPA 일부는 내수로 확대 배분되며 내수 매출이 QoQ +11.1% 증가**했다. **증설 효과의 실질적인 숫자 반영은 2026년부터 본격화될 것**으로 판단된다.

원가 구조 개선으로 이익 레버리지 확인

4Q25 **매출원가율은 53.4%로 QoQ 기준 5.3%p 개선**됐다. 이는 **미국 ASP 인상 효과와 환율 영향, 밀양2공장 가동에 따른 고정비 개선이 복합적으로 작용한 결과**다. 판관비는 마케팅비 집행 확대로 증가했으나, 우지라면·불닭 마케팅 및 일부 대손충당금 등 **일회성 성격의 비용이 약 150억원**임을 감안할 때 구조적인 비용 부담 확대 신호로 보기 어렵다.

4Q25 실적은 성장 둔화 국면이라기보다는, **중국 재고 조정과 CAPA 전환이 겹친 과도기적 분기로 판단**된다. **미국과 유럽을 중심으로 한 해외 수요는 분기 기준으로도 견조하게 유지되고 있으며, 2026년부터는 생산량 증가분이 북미·유럽향으로 본격 배분되며 수요에 물량이 따라붙는 국면으로의 전환이 기대**된다. 4분기 실적은 **수요 훼손이 아닌 구조 전환 과정이 숫자에 반영된 분기로 해석하는 것이 타당**하다. 이에 목표주가 2,000,000원을 유지한다.

삼양식품 4Q25 Review (단위: 십억원)

	4Q25P	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	당사 추정치	Diff
매출액	637.7	478.9	+33.2%	632.0	+0.9%	646.5	-1.4%
영업이익	139.0	87.7	+58.5%	130.9	+6.2%	142.0	-2.2%
당기순이익(지배)	93.7	76.1	+23.2%	110.2	-14.9%	111.5	-15.9%
영업이익률	21.8%	18.3%	+3.5%p	20.7%	+1.1%p	22.0%	-0.2%p
당기순이익률	14.7%	15.9%	-1.2%p	17.4%	-2.7%p	17.2%	-2.5%p

자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	**529.0**	**553.1**	**632.0**	**637.7**	**655.2**	**737.8**	**774.4**	**793.0**	**1,728.0**	**2,351.8**	**2,960.5**	**3,587.8**
국내	105.0	112.9	121.5	135.0	115.0	121.6	127.6	141.6	392.1	474.4	505.8	539.2
해외	424.0	440.2	510.5	502.7	540.3	616.2	646.8	651.4	1,335.9	1,877.4	2,454.7	3,048.6
% YoY	***37.1%***	***30.3%***	***44.0%***	***33.2%***	***23.9%***	***33.4%***	***22.5%***	***24.4%***	***45.0%***	***36.1%***	***25.9%***	***21.2%***
국내	*8.5%*	*22.3%*	*23.8%*	*28.6%*	*9.5%*	*7.7%*	*5.1%*	*4.9%*	*1.2%*	*21.0%*	*6.6%*	*6.6%*
해외	*46.7%*	*32.5%*	*49.8%*	*34.5%*	*27.4%*	*40.0%*	*26.7%*	*29.6%*	*65.1%*	*40.5%*	*30.8%*	*24.2%*
% 매출비중												
국내	19.9%	20.4%	19.2%	21.2%	17.5%	16.5%	16.5%	17.9%	22.7%	20.2%	17.1%	15.0%
해외	80.1%	79.6%	80.8%	78.8%	82.5%	83.5%	83.5%	82.1%	77.3%	79.8%	82.9%	85.0%
영업이익	**134.0**	**120.1**	**130.9**	**139.0**	**154.1**	**167.1**	**178.1**	**183.0**	**344.6**	**523.9**	**682.4**	**862.0**
% YoY	***67.2%***	***34.2%***	***49.9%***	***58.5%***	***15.0%***	***39.2%***	***36.1%***	***31.7%***	***133.6%***	***52.1%***	***30.2%***	***26.3%***
% 영업이익률	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	23.5%	22.6%	23.0%	23.1%	19.9%	22.3%	23.0%	24.0%

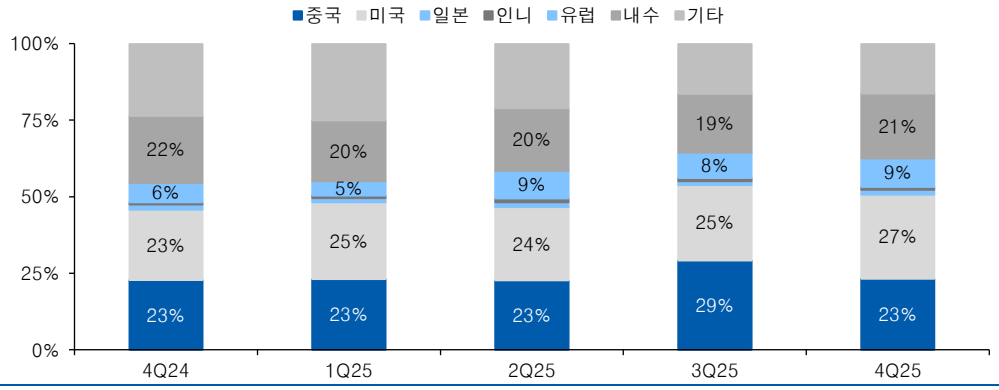
자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 Peer 밸류에이션 테이블 (단위: 십억원, 십억JPY)

		삼양식품	농심	오뚜기	닛신	도요수산
시가총액		9,160	2,491	1,553	881	1,219
매출액	2025F	2,352	3,511	3,686	790	528
	2026F	2,960	3,568	3,776	822	551
	2027F	3,588	3,705	3,871	850	566
영업이익	2025F	524	181	180	64	80
	2026F	682	215	208	70	84
	2027F	862	229	216	74	86
영업이익률	2025F	22.3%	5.2%	4.9%	8.1%	15.2%
	2026F	23.0%	6.0%	5.5%	8.5%	15.2%
	2027F	24.0%	6.2%	5.6%	8.7%	15.2%
당기순이익(지배)	2025F	388	164	107	46	66
	2026F	518	195	136	50	66
	2027F	656	212	143	53	69
PER	2025F	23.6	15.1	14.5	19.2	18.5
	2026F	17.7	12.8	11.4	17.7	18.5
	2027F	14.0	11.7	10.9	16.7	17.8

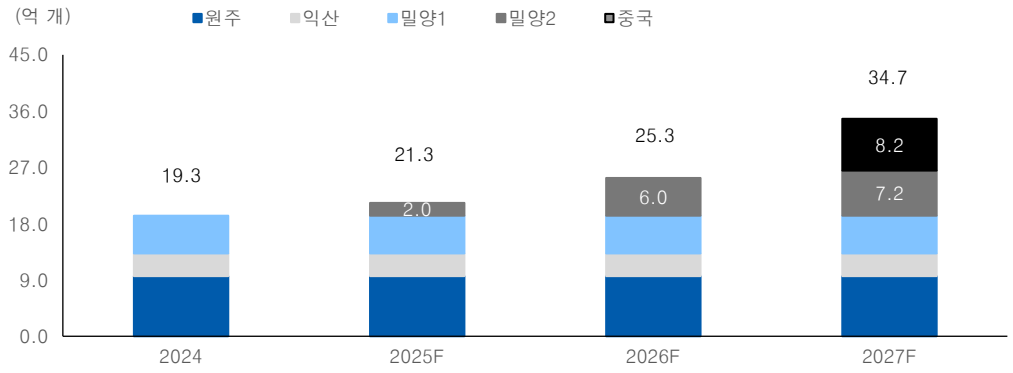
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.01.29 기준

삼양식품 판매법인별 매출 비중



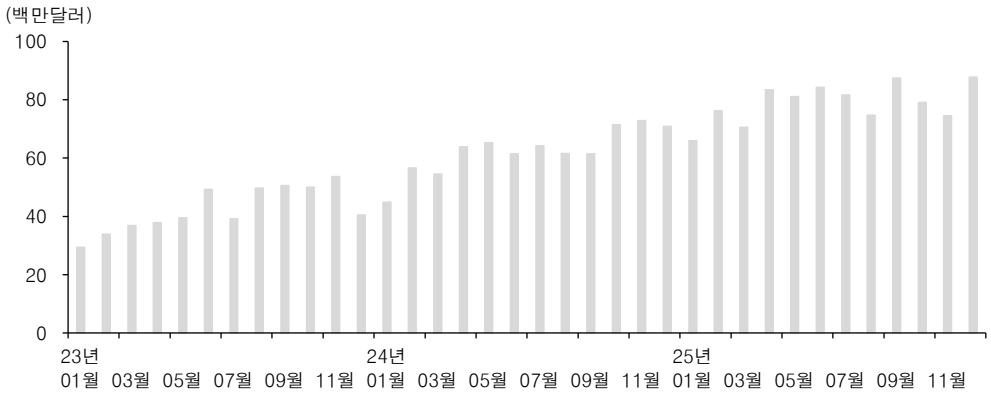
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 공장별 CAPA 추이



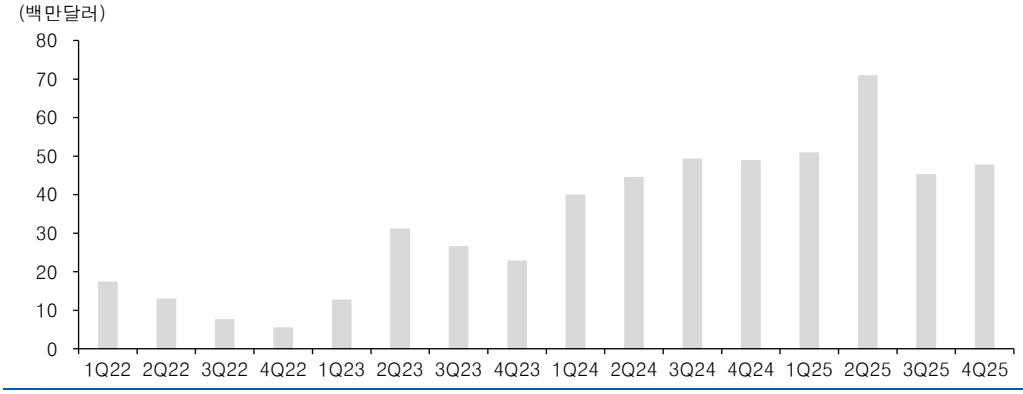
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

라면 수출데이터



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주)25 년 12 월 확정치까지 포함

삼양식품 분기별 미국향 라면 수출데이터



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 (003230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,193**	**1,728**	**2,352**	**2,960**	**3,588**
매출원가	776	1,005	1,293	1,551	1,844
매출총이익	417	723	1,059	1,409	1,743
판관비	269	379	535	727	881
영업이익	**148**	**345**	**524**	**682**	**862**
EBITDA	180	391	576	737	933
영업외손익	9	7	-7	-17	-7
외환관련손익	2	27	8	10	0
이자손익	-7	-5	0	11	25
관계기업관련손익	6	0	0	0	0
기타	8	-16	-16	-38	-33
법인세비용차감전순손익	156	352	517	665	855
법인세비용	30	80	130	149	200
계속사업순손익	127	271	387	517	654
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	127	271	387	517	654
지배지분순이익	**126**	**272**	**388**	**518**	**656**
포괄순이익	124	271	386	516	653
지배지분포괄이익	124	271	387	517	655

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**168**	**358**	**416**	**538**	**685**
당기순이익	127	271	387	517	654
감가상각비	32	46	52	55	71
외환손익	1	-13	-8	-10	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-8	-7	-40	-39	-40
기타현금흐름	16	61	25	15	0
투자활동 현금흐름	**-24**	**-214**	**-171**	**-160**	**-165**
투자자산	22	-2	-2	-2	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-45	-228	-180	-480	-200
유형자산 감소	0	0	0	300	0
기타현금흐름	-1	16	12	23	38
재무활동 현금흐름	**-20**	**-35**	**-75**	**-77**	**-79**
단기차입금	33	23	11	11	11
사채 및 장기차입금	28	19	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-19	-25	-26	-28
기타현금흐름	-69	-58	-61	-61	-62
연결범위변동 등 기타	-3	7	83	84	76
현금의 증감	**122**	**116**	**254**	**385**	**517**
기초 현금	97	219	335	588	973
기말 현금	219	335	588	973	1,490
NOPLAT	**148**	**345**	**524**	**682**	**862**
FCF	**123**	**129**	**236**	**58**	**485**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**497**	**682**	**1,061**	**1,568**	**2,211**
현금및현금성자산	219	335	588	973	1,490
매출채권 및 기타채권	81	138	188	237	287
재고자산	142	148	201	254	307
비유동자산	673	913	1,043	1,170	1,301
유형자산	543	748	876	1,001	1,130
관계기업등 지분관련자산	3	3	4	5	7
기타투자자산	7	13	14	15	16
자산총계	**1,170**	**1,595**	**2,104**	**2,738**	**3,513**
유동부채	402	492	633	771	912
매입채무 및 기타채무	175	246	335	422	511
단기차입금	76	78	78	78	78
유동성장기부채	91	25	25	25	25
비유동부채	192	274	282	289	296
장기차입금	141	211	211	211	211
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**594**	**767**	**915**	**1,059**	**1,208**
지배지분	565	817	1,179	1,670	2,297
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	522	770	1,133	1,624	2,252
비지배지분	12	11	10	9	7
자본총계	**577**	**828**	**1,189**	**1,679**	**2,304**
순차입금	**103**	**36**	**-213**	**-592**	**-1,104**
총차입금	344	386	397	407	418

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,761	36,106	51,456	68,754	87,064
BPS	75,732	109,524	156,527	221,699	304,981
EBITDAPS	23,851	51,851	76,458	97,897	123,877
SPS	158,358	229,392	312,197	393,003	476,272
DPS	2,100	3,300	3,500	3,700	3,800
PER	**8.8**	**12.3**	**23.9**	**17.7**	**14.0**
PBR	**2.0**	**4.1**	**7.9**	**5.5**	**4.0**
EV/EBITDA	**6.8**	**8.7**	**15.7**	**11.6**	**8.6**
PSR	**0.9**	**1.9**	**3.9**	**3.1**	**2.6**

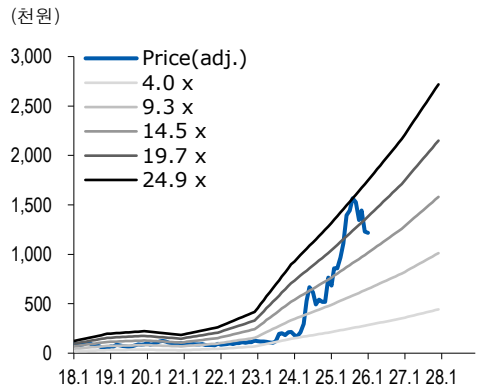
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**31.2**	**44.9**	**36.1**	**25.9**	**21.2**
영업이익 증가율 (%)	**63.2**	**133.6**	**52.1**	**30.2**	**26.3**
지배순이익 증가율 (%)	**58.2**	**115.4**	**42.5**	**33.6**	**26.6**
매출총이익률 (%)	34.9	41.9	45.0	47.6	48.6
영업이익률 (%)	**12.4**	**19.9**	**22.3**	**23.0**	**24.0**
지배순이익률 (%)	10.6	15.7	16.5	17.5	18.3
EBITDA 마진 (%)	15.1	22.6	24.5	24.9	26.0
ROIC	19.8	37.8	47.7	56.4	62.4
ROA	12.1	19.7	21.0	21.4	21.0
ROE	**24.8**	**39.4**	**38.8**	**36.4**	**33.1**
부채비율 (%)	102.9	92.6	76.9	63.1	52.4
순차입금/자기자본 (%)	18.2	4.4	-18.0	-35.5	-48.1
영업이익/금융비용 (배)	12.1	23.9	33.9	43.0	52.9

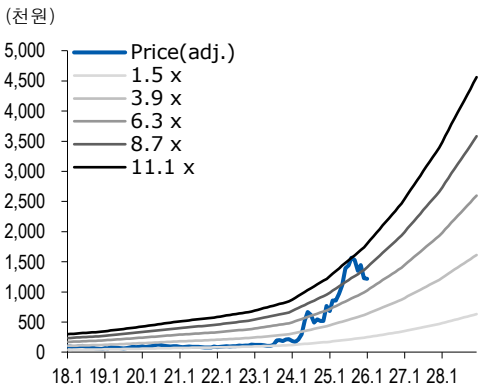
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

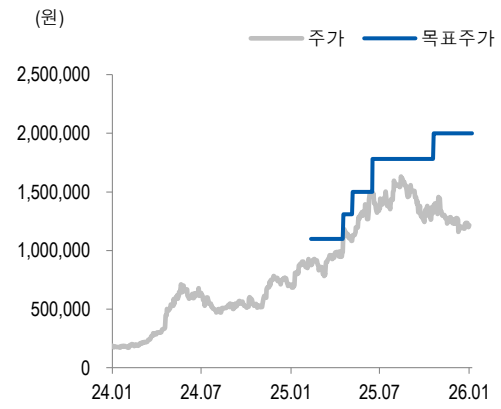
P/E band chart



P/B band chart



삼양식품 (003230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-30	BUY	2,000,000	1년		
2025-11-17	BUY	2,000,000	1년		
2025-07-15	BUY	1,780,000	1년	-19.71	-8.43
2025-06-04	BUY	1,500,000	1년	-12.56	-0.13
2025-05-16	BUY	1,310,000	1년	-14.17	-11.53
2025-03-11	BUY	1,100,000	1년	-17.28	-9.18
	담당자변경				
2023-11-08	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-01-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.