

유한양행 — 1분기 88억, 2분기 614억

매출총이익률 33.4%인데 영업이익률은 4.77% — 판관비와 연구개발비가 그 사이를 채운다

- 1분기 영업이익이 3년 연속 100억원 미만이다(6억 → 64억 → 88억).
- FY2025 매출총이익률 33.4%가 영업이익률 4.77%까지 내려온다.
- 연구개발비는 -9.8%, 매출 대비 비중은 13.0% → 11.1%로 줄었다.

1분기와 2분기가 다른 회사 같다

7월 30일 공시된 2Q26 잠정실적은 **별도 기준**으로 매출 6,140억원(YoY +10.4%, QoQ +20.5%), 영업이익 614억원(YoY +34.7%, QoQ +595.8%)이다. 상반기 누계는 매출 1조 1,237억원(+9.6%), 영업이익 703억원(+29.5%)이다. 같은 공시의 **연결 기준 1H26**은 매출 1조 1,662억원, 영업이익 757억원, 순이익 914억원이다.

QoQ +595.8%는 **1분기 영업이익이 88억원이었기 때문이다**. 이 패턴은 3년째 반복된다 — **1Q24 6억원, 1Q25 64억원, 1Q26 88억원**으로 이익률이 0.13%·1.30%·1.67%다. 같은 해 2분기는 3.50%·8.62%·**10.00%**로 **1분기의 6~26배**다(표 1).

매출은 분기마다 크게 다르지 않다(4,916~6,140억원) — 즉 **비용 인식의 분포가 분기 이익을 만든다**(항목 내역은 공시 범위 밖).

매출총이익 33.4%가 영업이익 4.77%가 되는 구간

FY2025 매출총이익은 7,299억원으로 **매출총이익률 33.4%**인데 **영업이익은 1,044억원**, **영업이익률 4.77%**다. **매출총이익의 85.7%가 영업이익 위에서 사라진다**.

그 **구간에 판관비와 연구개발비가 있다**. FY2025 연구개발비는 2,424억원으로 **매출의 11.1%**이며, 이는 영업이익(1,044억원)의 **2.3배**다(표 2).

10년으로 보면 영업이익률이 계속 낮았다 — **FY2025 4.77%**가 **10년 최고**이고 FY2019에는 0.84%였다. 매출이 10년에 65.6% 늘어나는 동안 영업이익은 **+6.7%**에 그쳤다.

⚠ **연구개발비가 줄고 있다** — 2,688억원 → **2,424억원(-9.8%)**이고 매출 대비 비중도 13.0% → **11.1%(-1.9%p)**다. 자산화 개발비도 113억원 → 80억원(-29.5%)으로 줄었다. **신약 기술료가 회사 가치의 축인 구조에서 이 방향은 관찰 대상**이다.

해외가 성장을 끝냈다

FY2025 매출 구성은 **약품사업 1조 4,009억원(+3.5%, 비중 64.1%)**, **해외사업 3,866억원(+26.1%, 17.7%)**, **라이선스 수익 1,041억원(-1.1%, 4.8%)**이다. **연간 매출 증가의 대부분이 해외에서 나왔고**(+801억원) **약품은 +468억원, 라이선스는 오히려 12억원 줄었다**(표 3).

주요 품목은 방향이 같았다 — 로수바미브 832억원 → **938억원(+12.7%)**인 반면 자디양 1,044억원 → **998억원(-4.4%)**, 안티푸라민 360억원 → 356억원(-1.2%)이다.

운전자본은 계속 길어진다 — 현금전환주기가 151.7일 → **165.3일**(2016년 131.1일)이고 **매출채권도 +14.0%**로 매출 증가율(+5.7%)의 2.5배 속도다. **현금은 이익 수준**이나(**영업활동현금흐름 1,062억원 = 영업이익의 1.02배**) **CAPEX를 빼면 -283억원**이다.

재무와 환원은 견고하다 — 부채비율 36.3%에 **10년 회석 공시 0건**이고, 환원 14건 중 **7건이 최근 3년**이다(최근 2026-07-23 주식소각). 커진 신호는 **공매도 잔고 2.72%** 1건이다.

국면 판단

해외 성장 구조적 저마진

현재주가 (26/08/07)

80,600원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

영업이익률
(FY2025 4.77% = 10년 최고)

Key Data

시가총액	6.4조원
PER / PBR	31.0배(95사 중 45%) / 2.61배
외국인 / 공매도잔고	20.2% / 2.72%
부채비율(FY2025)	36.3%
R&D / 매출	2,424억 / 11.1%(전년 13.0%)
위험신호 / 표시점수	1건(공매도) / 100점 A+

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26*
매출액(억원)	18,590	20,678	21,866	11,237
매출총이익 / 이익률(%)	5,659 / 30.4	6,894 / 33.3	7,299 / 33.4	주p
영업이익(억원)	570	549	1,044	703
영업이익률(%)	3.07	2.66	4.77	6.26
순이익(억원)	1,342	552	1,853	850
영업활동현금흐름 / CAPEX	1,441 / 2,041	546 / 1,339	1,062 / 1,345	주p
현금전환주기(일)	139.6	151.7	165.3	주p

*1H26은 별도 기준 잠정치. 같은 공시의 연결 1H26은 매출 11,662억·영업이익 757억·순이익 914억원이다. 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 1. 1분기와 2분기의 격차가 3년째 반복된다 (단위: 억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액	4,446	5,283	5,988	4,961	4,916	5,790	5,700	5,460	5,268	6,140
영업이익	6	185	476	-118	64	499	220	261	88	614
영업이익률(%)	0.13	3.50	7.95	-2.38	1.30	8.62	3.86	4.78	1.67	10.00
순이익	108	319	355	-230	100	440	212	1,101	234	476
1분기 영업이익이 3년 연속 100억원 미만(6 → 64 → 88억) — 2분기는 같은 해의 6~26배다. 매출은 4,916~6,140억원으로 큰 차이가 없다										
1H26(별도)	매출 11,237(+9.6%) · 영업이익 703(+29.5%) · 세전 1,060(+17.4%) · 순이익 850(+8.5%) · 연결은 매출 11,662 · 영업이익 757 · 순이익 914억									

주: 매출이 분기마다 크게 다르지 않은데 영업이익률이 0.13%~10.00%로 벌어진다 — 비용 인식의 분포가 분기 이익을 만든다는 뜻이지만 항목 내역이 잠정 공시에 없어 원인은 특정하지 않았다. 4Q25 순이익 1,101억원은 영업이익 261억원을 크게 웃도는데 영업 밖 항목의 영향으로 보이나 역시 내역이 없어 다루지 않았다. ⚠ 잠정 공시는 별도 기준이며 회사가 연결 수치를 함께 제시했다. 자료: 영업(잠정)실적 공정공시(20260730800381)·분기보고서(2026.03, 20260515002331)

표 2. 매출총이익 33.4%가 영업이익 4.77%가 된다 (단위: 억원, %)

구분	2016	2019	2022	2024	2025
매출액	13,208	14,804	17,758	20,678	21,866(+65.6%*)
매출총이익률(%)	29.5	29.1	29.2	33.3	33.4
영업이익	978	125	360	549	1,044(+6.7%*)
영업이익률(%)	7.40	0.84	2.03	2.66	4.77(10년 최고)
매출총이익의 85.7%가 영업이익 위에서 사라진다 — 그 구간에 판관비와 연구개발비가 있다					
연구개발비 / 매출 대비	-	-	-	2,688 / 13.0%	2,424 / 11.1%(-9.8%)
자산화 개발비	-	-	-	113	80(-29.5%)

*10년 증감률(FY2016 대비). 주: 매출이 65.6% 늘어나는 동안 영업이익은 6.7% 늘었다 — 매출총이익률은 오히려 개선됐으므로(29.5% → 33.4%) 격차는 판관비·연구개발비 구간에서 벌어진다. 판관비 세부 항목이 카드 범위에 없어 구성은 분해하지 않았다. 연구개발비가 절대액·비중·자산화 모두 줄었다는 점은 기록하되, 임상 단계별 지출 계획이 공시 범위에 없어 축소의 성격(효율화 vs 파이프라인 축소)은 판단하지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연결재무제표·연구개발비

표 3. 해외가 성장을 끌었고 라이선스는 제자리 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감	2025 비중
약품사업	13,541	14,009	+3.5%(+468억)	64.1%
해외사업	3,065	3,866	+26.1%(+801억)	17.7%
라이선스 수익	1,053	1,041	-1.1%(-12억)	4.8%
연간 매출 증가의 대부분이 해외사업에서 나왔다 — 회사 가치의 축으로 알려진 라이선스 수익은 제자리다				
주요 품목	로수바미브 832 → 938억(+12.7%) · 자디양 1,044 → 998억(-4.4%) · 트윈스타 891억 · 안티푸라민 356억(-1.2%)			
자본배분(10년)	희석 0건 · 환원 14건(배당 10·주식소각 3·취득 1), 7건이 최근 3년 · 최근 2026-07-23 주식소각			

주: 부문 매출 합(18,916억)이 총매출(21,866억)에 못 미쳐 2,950억원의 잔여가 있으므로 비중은 참고값이다. 부문별 영업이익이 공시되지 않아 해외사업과 라이선스의 수익성 차이는 확인하지 않았다 — 일반적으로 라이선스 수익은 원가가 낮아 이익 기여가 매출 비중보다 크지만, 이 회사의 실제 값은 공시 범위 밖이다. 품목별 매출은 사업보고서 기재 기준이며 국내·해외 구분이 없다. 자료: 사업보고서(2025.12) 부문별·품목별 매출, 10년 공시 이력, KRX 시세(2026-08-07)

점점 지표

1순위는 영업이익률이다. FY2025 4.77%가 10년 최고이고 매출총이익률(33.4%)과의 격차가 28.6%p이므로, 판관비·연구개발비 구간이 줄어드는지가 이 회사의 수익성을 결정한다 — 다만 연구개발비 축소로 마진이 개선되는 것은 신약 기업에서 양날이다. 두 번째는 라이선스 수익이다. FY2025 1,041억원(-1.1%)으로 제자리인데 회사 가치의 축으로 알려진 항목이므로 방향이 바뀌는 지 본다. 세 번째는 1분기 이익률이다. 3년 연속 2% 미만이라 연간 실적이 2~4분기에 물리는 구조이며, 원인이 공시되지 않아 반복 여부로만 확인된다. 현금전환주기 165.3일과 매출채권 증가율(매출의 2.5배)도 함께 본다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260515002331) · 영업(잠정)실적 공정공시(20260730800381).

한계: ① 1H26 잠정은 별도 기준·감사 전이며 회사가 제시한 연결 수치를 함께 기재했다. ② 분기 이익률 격차(0.13%~10.00%)의 비용 항목이 공시 범위에 없어 원인을 특정하지 않았다. ③ 판관비 세부 항목이 카드 범위에 없어 매출총이익과 영업이익 사이 구간을 분해하지 않았다. ④ 부문별 영업이익이 공시되지 않아 라이선스 수익의 이익 기여를 계량하지 않았다. ⑤ 부문 매출 합이 총매출에 못 미쳐 비중은 참고값이다. ⑥ 임상 단계별 지출 계획이 없어 연구개발비 축소의 성격을 판단하지 않았다.