

[2026년 연간전망]

의류

바람이 분다

의류. 형권훈



의류 비중확대(유지)

바람이 분다

24년 리뷰: 상저하고의 업황 흐름

의류업종 지수는 상저하고의 흐름을 보였다. 상반기에 내수 소비 부진과 미국 관세 우려로 브랜드사와 OEM 모두 주가가 부진한 흐름을 보였다. 반등의 실마리는 내수에서 먼저 나왔다. 3분기부터 정부의 내수 부양책이 효과를 발휘해 업황이 회복세로 돌아섰다. 이어 관세에도 불구하고 OEM의 3분기 실적이 시장 기대치를 크게 상회하며 주가가 상승했다.

25년 전망:

1) 내수: 업황은 회복되며 실적 하방을 지지할 것

26년에는 내수 소비 회복이 지속될 것으로 전망하지만, 상장 브랜드사의 실적 모멘텀은 대체로 약할 것으로 전망한다. 특히 레거시 브랜드의 경우 브랜드 경쟁력이 약화되면서 시장 점유율이 하락하는 점이 뼈아프다. 그럼에도 올해 업황과 시장 점유율이 동반 하락했던 것과 달리, 내년에는 업황이 반등해 실적의 바닥 가시성이 높아진다는 점은 분명 올해 대비 개선되는 점이다.

2) 중국: 우호적인 사업 환경 조성 중. 내년 상장 브랜드의 실적 업사이드 요인이 될 것

한편 내년 브랜드사의 중국 사업에 주목할 필요가 있다. 우선 중국 사업에 우호적인 환경들이 조성되고 있다. 중국 내수 소비가 회복되는 와중에 과거 어느 때보다 한국 문화에 대한 관심이 증가했으며, 무신사가 안타 스포츠와 합작해 K 패션 브랜드를 중국에 진출시키는 사업을 시작했다. 상장사 중에서는 삼성코퍼레이션과 에이유브랜즈가 중국 사업을 본격화하고 있어 내년 실적 기여도가 크게 증가할 것이다. 관련하여 삼성코퍼레이션을 섹터 Top-Pick 으로, 에이유브랜즈를 관심 종목으로 제시한다.

브랜드사의 중국 사업에 대한 꾸준한 모니터링 필요한 시점

지난 3년 간의 부진 끝에 의류 섹터에도 기회의 바람이 불어오고 있다. 내수 소비가 회복됨에 따라 국내 실적은 최소한 하방이 지지될 것이고, 중국 사업이 실적의 업사이드를 만들어낼 것이다. 브랜드사의 중국 사업에 대한 꾸준한 모니터링이 필요한 시점이다.

의류/화장품. 형권훈

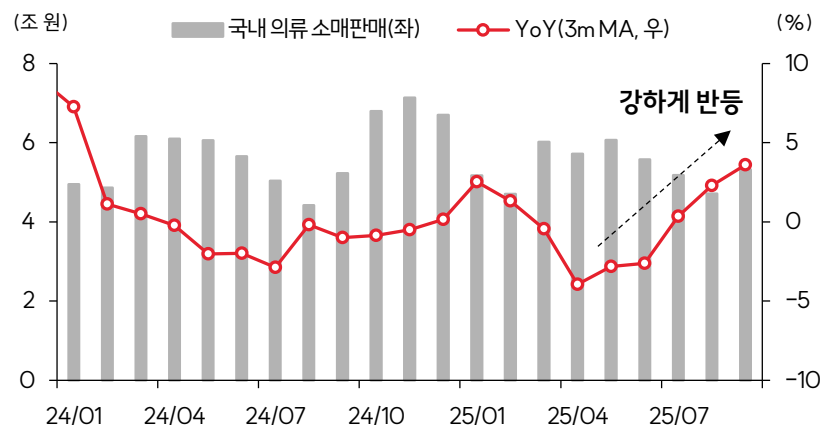
kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

25년 리뷰: 회복기

상저하고

올해 의류 업황은 상저하고의 흐름을 보였다. 상반기까지는 국내 정치 불확실성으로 내수 소비가 극도로 부진했다. 업종지수 역시 국내 정치 상황이 안정되기 시작한 4월 전까지 반등하지 못했다. 하지만 4월을 기점으로 국내 정치 상황이 안정되고, 7월에 지급한 민생회복 소비쿠폰이 효과를 발휘하며 내수 소비가 반등하기 시작했다. 상반기에 국내 의류 소비는 1.6% 역 성장했는데, 하반기에 누적 기준 3.6% 성장 중이다.

국내 의류 소매판매는 3분기부터 강하게 반등

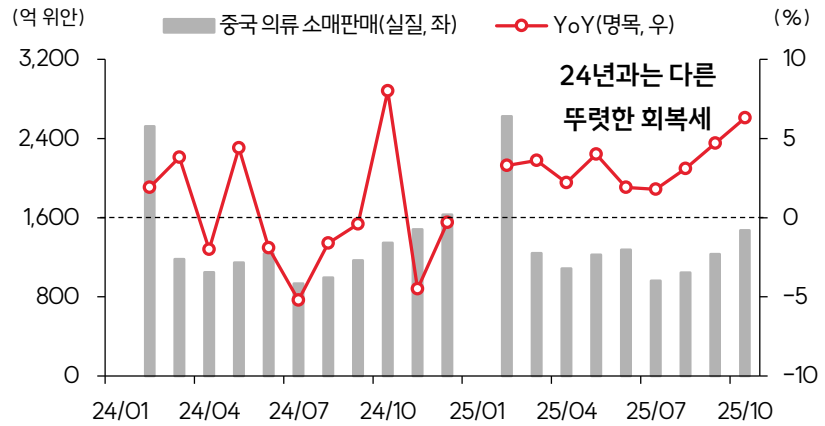


자료: KOSIS, SK 증권

주: YoY 성장률은 3개월 이동평균치의 성장률임

중국을 작년 말부터 진행된 이구환신 정책 등 내수를 부양하려는 정책들이 다수 시행되면서 소비가 뚜렷한 회복세를 보이고 있다. 작년 중국의 의류 소매판매액은 0.4% 성장하는 데 그쳐 매우 부진했지만, 올해에는 10월 누적 기준 3.5% 성장 중이다. 이에 따라 대표적인 중국 관련주 F&F의 중국 매출도 회복 중이다. F&F의 작년 중국 매출액은 5.5% 성장하는 데 그쳤지만, 올해에는 3분기 누적 기준으로 10.8% 성장 중이다. 매장 리뉴얼 등 매출 성장을 위한 자체적인 노력도 하고 있지만, 업황의 회복이 크게 작용했다고 본다.

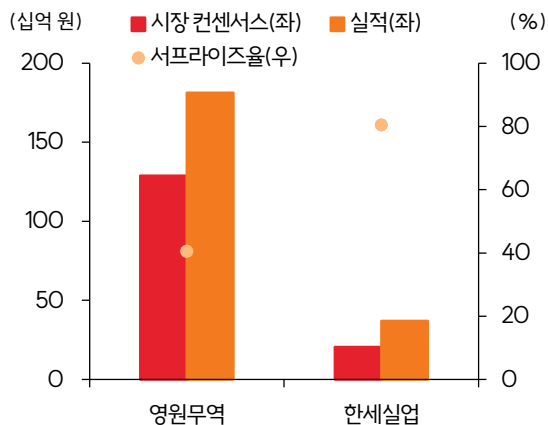
중국 의류 소매판매는 올해 들어 회복세



자료: 국가통계국, SK 증권

한편 OEM 업황과 주가는 미국 관세 여파로 최근까지 불확실성과 변동성이 매우 컸다. 미국이 주요 OEM 생산 국가인 동남아시아에 매우 높은 관세를 부과하면서 OEM 투자センチ먼트가 극도로 위축되었다. 국가 간 협상으로 관세율은 축소되었지만, 그럼에도 추가 관세율이 약 20%로 높았기 때문에 실적에 대한 걱정이 컸다. 하지만 3분기부터 관세의 영향이 실적에 온기 반영됐는데, 시장 예상치 대비 실적이 상대적으로 양호했다. 관세 영향에 대한 우려가 후퇴함에 따라 영원무역과 한세실업의 주가는 3분기 실적 발표를 기점으로 상승 추세다.

우려 대비 OEM의 3분기 실적은 양호했다



자료: Quantwise, SK 증권

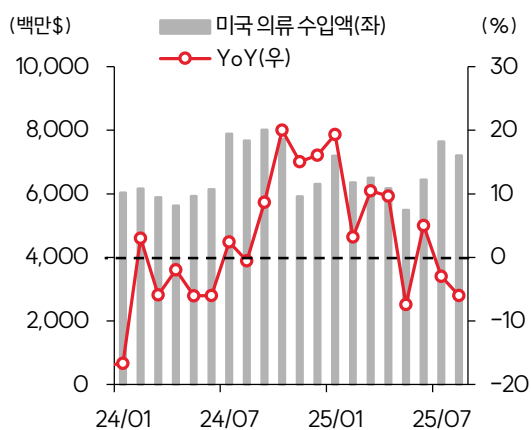
관세 우려 후퇴하며 OEM 주가 상승 중



자료: Quantwise, SK 증권

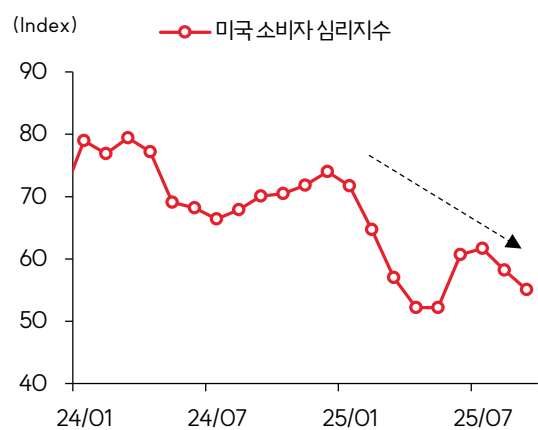
한편 미국 의류 수입액은 상반기에 6.7% 성장했지만 7월과 8월에 각각 3%, 6% 역성장 중이다. 관세에 대비해 고객사들이 상반기에 물량을 미리 가져간 데 따라 수입 공백이 생긴 영향이 있고, 무엇보다 미국 소비 업황이 좋지 못하다. 미국 고용지표가 부진하고, 소비자 심리지수가 좋지 않아 소비여건이 좋지 못하다. 거시경제 환경이 불확실하다 보니 의류 재고도 좀처럼 증가하지 않고 있다. 고객사들이 보수적인 재고 매입 기조를 유지하고 있기 때문이다.

미국 의류 수입액은 감소 추세



자료: OTEXA, SK 증권

미국 소비자 심리지수는 악화 중



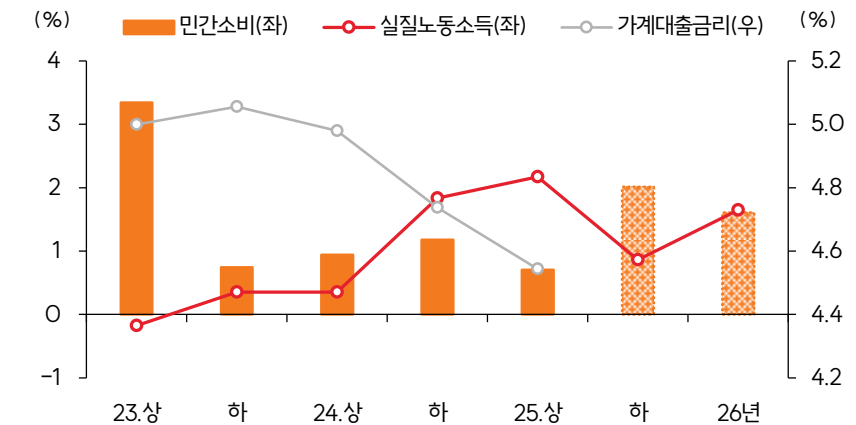
자료: Michigan Univ., SK 증권

26년 전망: 바람이 분다

내수 소비 회복세 지속될 것

간만에 내수 소비가 회복세를 보이고 있다. 한국은행의 경제전망에 따르면 내년에도 민간 소비가 완만한 회복세를 보일 것이다. 금리가 낮아져 가계의 금융여건이 완화되었고, 실질소득 증가세가 지속될 것이기 때문이다. 민간소비는 내년 상반기에 +2.2%, 하반기에 +1.1% 성장할 것으로 전망된다. 경기소비재인 의류 소비도 민간 소비가 회복됨에 따라 동반 회복할 것으로 전망한다.

한국은행은 내년 소비의 회복을 전망

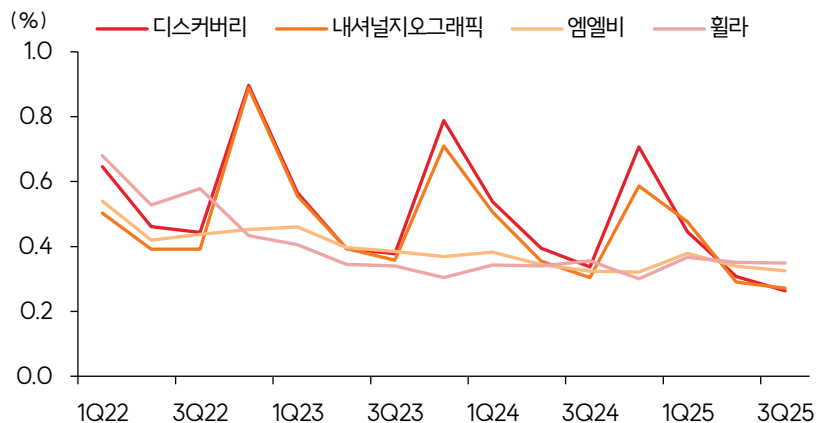


자료: 한국은행, SK 증권

브랜드사의 국내 실적 모멘텀은 강하지 않을 것

브랜드마다 차이는 있겠지만, 내수 소비 회복에도 브랜드 상장사의 국내 실적 모멘텀은 대체로 강하지 않을 것으로 전망한다. 그 이유는 상장 브랜드의 경쟁력이 하락하는 추세이기 때문이다. 하단의 차트에서 확인할 수 있듯, 주요 상장 브랜드의 국내 시장 점유율은 대체로 하락 추세이며, 당사는 이를 브랜드 경쟁력의 하락으로 해석한다. 브랜드 경쟁력 하락이 부진한 업황 대비 상장 브랜드의 부진한 실적에 미치는 영향이 컸다고 보기 때문에, 업황이 회복되더라도 브랜드 경쟁력이 살아나지 않는다면 상장 브랜드의 실적 모멘텀이 크지 않을 것으로 전망한다. 한편 업황과 시장점유율이 동반 하락하던 때와 달리 내년에는 업황이 우호적일 것이라는 점과, 그렇기에 적어도 실적의 바닥이 확인됐다는 점은 내년 실적 추정치와 밸류에이션 멀티플에 있어서 긍정적인 요소인 건 분명하다.

주요 상장 브랜드의 국내 시장 점유율은 대체로 하락 추세

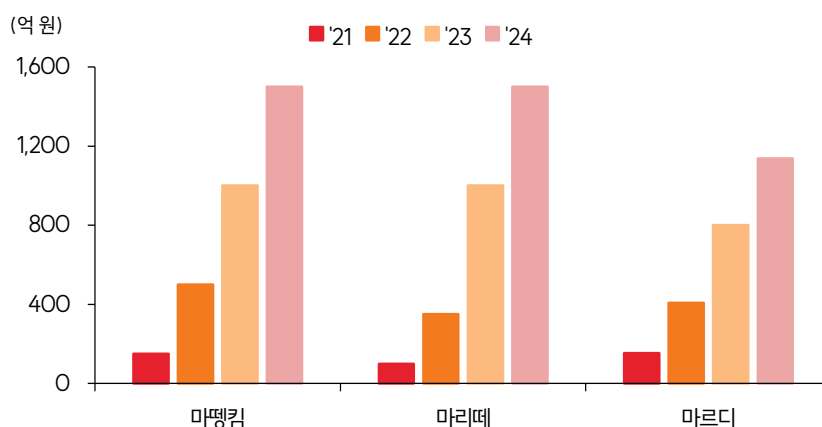


자료: KOSIS, 각 사, SK 증권

인디 브랜드 > 대형 브랜드

한편 내년에도 인디 브랜드의 시장 점유율 상승 추세가 계속될 것으로 전망한다. 교체 주기가 빠른 화장품 산업의 경우 패션 산업보다 훨씬 빠르게 인디 브랜드의 시장 파이가 커져왔는데, 패션 산업도 이러한 변화를 한창 겪고 있다. 대표적인 인디 패션 브랜드인 3 마의 매출은 하단 차트에서 확인할 수 있듯이 매우 빠르게 증가하고 있다.

대표 인디 브랜드인 3 마의 매출은 고성장 중

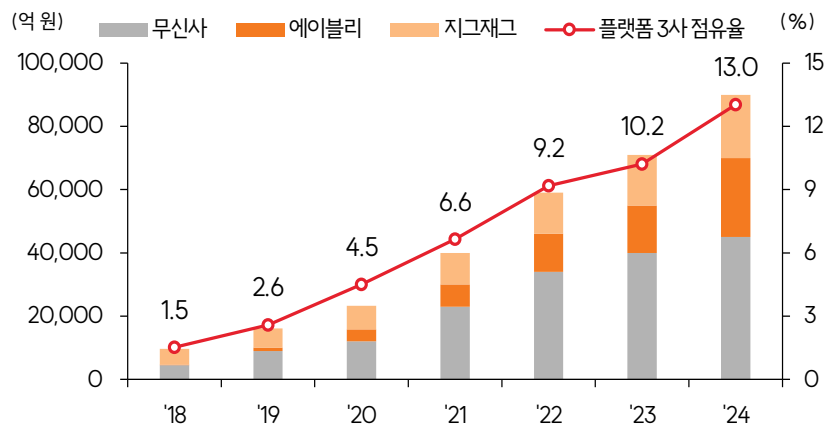


자료: 언론 보도 종합, SK 증권

이러한 변화가 찾아온 근본적인 배경은 구조적인 변화에서 비롯됐기 때문에 앞으로 변화의 바람은 더욱 거세질 것이다. 당사는 그 배경으로 ① 패션 전문 플랫폼의 성장, ② 소비의 파편화, ③ SNS 의 발달을 꼽는다. 먼저 올리브영이 국내 화장품 H&B 스토어 시장을 점령했듯이, 패션 사업에서는 무신사와 지그재그, 에이블리, 29CM 와 같은 플랫폼이 패션 유통 시장에서 영향력을 빠르게 넓혀가고 있다. 특히 무신사의 경우 규모가 타 플랫폼 대비 압도적인데, 기존에 온라인 위주로 사업을 했던 것과 달리 오프라인 시장으로 영역을 넓히고 있어 국내 패션 산업 내 영향력이 더 상승할 여지가 많다.

플랫폼의 성장은 브랜드가 직접 매장을 운영할 필요가 없다는 점에서 브랜드의 시장 진입장벽을 크게 낮추는 역할을 한다. 기성 브랜드가 자본력을 바탕으로 소비자와의 접점이 넓다는 경쟁 우위를 크게 약화시킨다. 이제 브랜드는 물건의 유통에 큰 자본을 투입할 필요가 없어졌다. 독창적인 아이디어와 컨셉으로 소비자가 만족할 만한 물건을 판매한다면, 무신사를 통해 충분히 BEP 를 커버할 만큼의 매출을 낼 수 있고, 필요하다면 오프라인 매장을 추후에 오픈하는 방식이 가능하다. 이른바 요즘 유행하는 '선 온라인, 후 오프라인' 전략이다. 대규모 자본이 필요한 것도 아니다. 아이디어와 사업적 감각만 있다면 쉽게 시장에 참여할 수 있다.

패션 플랫폼 3대장의 국내 시장 점유율은 빠르게 증가 중



자료: KOSIS, 언론 보도 종합, SK 증권

또한 과거와 달리 소비가 많이 파편화되었다. 비교적 소속감과 통일성을 선호하고, 매스 마켓을 중심으로 소비하던 기성 세대와 달리, MZ 세대는 니치한 브랜드, 마이크로 트렌드, 콜라보 상품과 같이 개인화되고, 희소한 것에 대한 선호도가 상대적으로 높다. MZ 세대가 주요 소비 연령대로 부상하면서 이들의 소비 패턴이 패션 산업의 구조에도 많은 영향을 줬다. 대중 브랜드가 소비자들에게 어필하던 '소속감', '안정감', '무난함'의 가치는 희석되고, 니치한 브랜드가 어필하는 '희소성', '독특함'의 가치는 올라갔다. 대중 브랜드는 저물고, 니치한 인디 브랜드가 부상하기 시작했다.

SNS 의 발달도 이러한 변화를 가속하는 요소다. 광고시장의 헤게모니가 TV 에서 SNS 로 완전히 넘어오면서 브랜드는 TV 광고에 비해 훨씬 적은 비용을 들여 효율적인 마케팅을 할 수 있다. 고가의 모델료를 사용하고, 고가의 마케팅 채널을 자유롭게 활용할 수 있었던 기성 브랜드의 자본력의 가치는 희석되고, 인디 브랜드의 창의성, 기민함이 가진 가치는 상승한다.

결국 중요한 건 수출이다

간만에 내수 소비가 회복 중인 건 반가운 일이지만, 패션 산업에서 주가의 큰 업사이드를 만드는 것은 결국 수출이다. 내년 한국 패션 브랜드의 해외 수출, 특히 중국 향 수출에 대해 긍정적인 시각을 제시한다. 한국 문화와 콘텐츠의 글로벌 영향력이 높아지고 있는 동시에, 중국으로 진출하는 브랜드의 사례가 점차 많아지고 있기 때문이다. 대표적으로 무신사는 중국의 안타 스포츠와 JV 를 설립해 한국 패션 브랜드들을 중국에 수출하고 있다.

무신사와 안타스포츠 간 JV 내용 및 예상되는 파급력	
항목	내용
사업 목표	- 중국 시장에서 무신사의 플랫폼·브랜드 진출 가속화 - 한국 브랜드의 중국 진출 지원
지분율 및 권한구조	- 무신사 60% (경영권 확보) - 안타스포츠 40% (전략/재무 참여)
유통 채널	- 온·오프라인 복합 전개
진출 브랜드	- 무신사 스탠다드 등 자체 브랜드 - 무신사 플랫폼 입점 K 패션 브랜드
JV 시너지	- 안타스포츠의 유통/리테일 역량 - 무신사의 패션 플랫폼 역량
파급력	- 한국 브랜드의 중국 진출 진입장벽 대폭 약화 - K 패션 수출 증가 및 현지에서의 브랜드 가치 상승

자료: 언론보도 종합, SK 증권

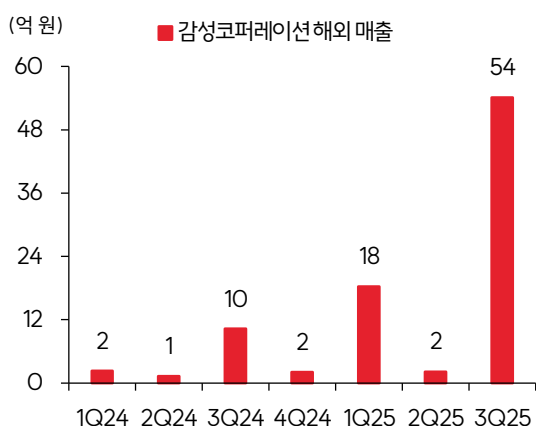
K뷰티가 K컬처의 글로벌 확산에 힘입어 전세계로 사업 영역을 확장 중인데, 의복도 엄연히 문화의 구성 요소인 만큼, K 패션의 수출 잠재력도 충분하다고 본다. 특히 중장기적으로 중국에서 K 패션의 점유율 확대를 기대한다. 그 어느 때보다 많은 중국인들이 한국으로 관광을 오고 있기 때문에 자연스럽게 한국 패션 브랜드에 대한 인식과 인지도가 상승하고 있다. 또한 중국은 한국과 달리 직접 패션 사업을 전개하기에는 현지 유통, 마케팅 등 진입 장벽이 매우 높기 때문에 수출의 길목을 뚫어줄 무신사의 역할이 아주 중요해질 것으로 전망한다.

한편 상장사 중에 중국 모멘텀을 받을 만한 브랜드사로는 F&F, 감성코퍼레이션, 에이유브랜즈가 대표적이다. F&F 는 이미 중국에 1,000 개가 넘는 MLB 매장을 중국에 운영 중이다. 중국 소비경기가 회복됨에 따라 MLB 중국 매출도 호조를 보이고 있지만, 이미 중국 사업이 성숙 단계임을 감안했을 때 중국과 관련해 주가의 업사이드가 상대적으로 작다고 평가한다.

삼성코퍼레이션은 현재 중국에 스노우피크 어패럴 매장 1 개를 운영 중이며, 내년부 터 본격적인 오프라인 점포 확장이 기대된다. 현재 파트너사인 비인러편과 오픈 논 의 중인 매장 수만 약 30 개 이상인 것으로 파악된다. 9 월부터 BTS 의 '뷔'가 브랜 드 모델이 되었는데, 10 월 중국 매출이 약 70% 증가할 정도로 브랜드 인지도 상승 효과가 즉각적으로 나타나고 있다. 최근 한일령으로 일본 브랜드인 '스노우피크'에 대한 중국인들의 불매가 리스크 요인이긴 하나, 글로벌 인지도 압도적 1 위인 BTS 그룹의 뷔를 모델로 사용 중이므로 이러한 리스크를 상당 부분 희석시킬 수 있을 것 이다. 의류업종 Top Pick 으로 제시한다.

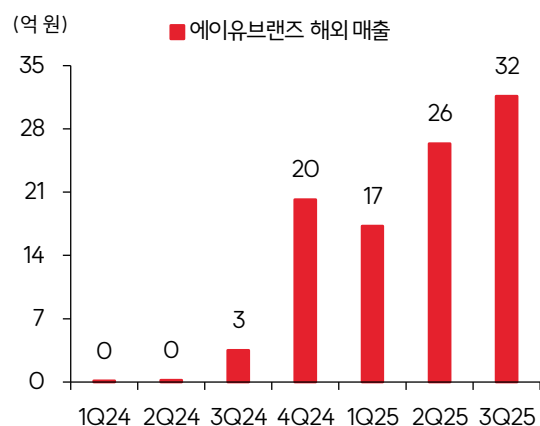
에이유브랜즈는 락피쉬웨어웨어 브랜드를 운영 중인데, 올해 중국 파트너사와 JV 를 체결해 3 분기 말 기준 5 개의 오프라인 매장을 운영 중이다. 중국뿐만 아니라 글 로벌 총 11개의 매장을 운영 중인데, 4 분기에 중국 신규 매장 3개를 포함해 총 5 개 의 매장을 추가로 오픈할 계획이다. 동사는 3 분기에 중국에서 약 10 억 원의 매출을 냈는데, 월할 계산한 분기 평균 매장 수가 2 개였음을 고려하면 매장당 월 매출이 약 억 5 원으로 추정되어 그 규모가 크다. 본격적인 중국 진출 첫 분기인 3 분기에 벌써 중국 매출 비중이 8% 이상이다. 3 분기 매장당 성과와, 향후 출점 계획(3 년 내 50 개 매장)을 고려했을 때 해외 실적 잠재력이 높다고 판단하며, 관심종목으로 제시한 다.

삼성코퍼레이션 해외 매출 추이



자료: 삼성코퍼레이션, SK 증권

에이유브랜즈 해외 매출 추이



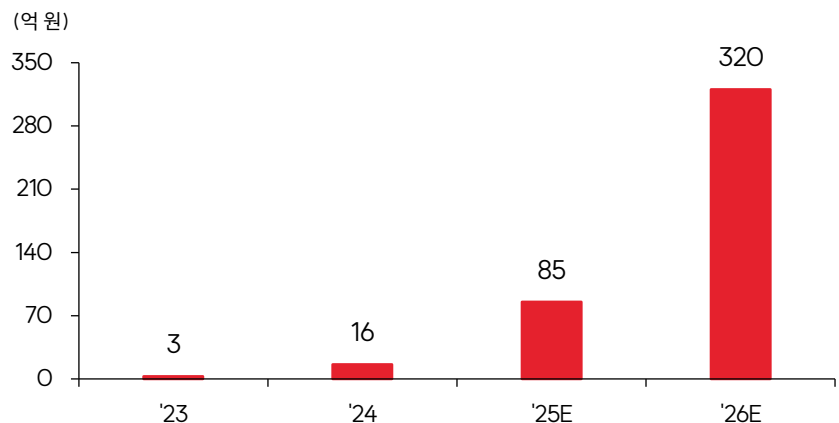
자료: 에이유브랜즈, SK 증권

Top Picks: 감성코퍼레이션

기대가 실체화될 시간

- 26년 연결 매출액 2,979억 원(+18.2% YoY), 영업이익 568억 원(+34.7% YoY) 전망. 내년 중국 시장 진출이 가시화되는 구간
- ① 9월 BTS 멤버 '뷔'를 모델로 채택 후 10월 중국 매장 매출 70% 성장. 부족한 현지 브랜드 인지도를 빠르게 확보할 수 있을 것. ② 파트너사와 출점 논의 중인 매장 수 현재 30개 이상. 내년부터 매장 출점 가시화 기대. '26년 해외 수출 매출 320억 원으로 추정
- 수출 비즈니스가 수익성이 높은 홀세일 방식을 고려할 때 내년부터 해외 모멘텀이 실적으로 가시화될 것

감성코퍼레이션 연도별 수출 매출 추이 및 추정치



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권 추정

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	220	243	289
영업이익	십억원	36	42	57
순이익(지배주주)	십억원	29	32	46
EPS	원	315	352	505
PER	배	9.8	15.1	10.5
PBR	배	2.5	3.3	2.6
EV/EBITDA	배	6.2	9.3	6.7
ROE	%	30.7	26.3	30.3
배당성향	%	0	0	9.8

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도