

Overweight
(Maintain)

화장품/섬유·의복

Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

화장품

뷰티 시장에도 한일령이 발동된다면



전일 중국 온라인에서 일본산 화장품 수입 제한 가능성이 언급되며 화장품 섹터 투자심리가 회복. 일본이 중국 수입 2위, 한국이 3위이므로 일본 공백 발생 시 국내 업체의 반사 수혜가 기대되고, 특히 일본 브랜드는 럭셔리~매스까지 포지션이 넓어 대체 수요도 클 전망. 당사는 ODM의 수혜가 가장 클 것으로 예상. 로컬 브랜드 성장과 일본 브랜드의 생산지 이전 가능성이 발주 증가로 이어질 수 있기 때문. ODM 중에서는 코스맥스, 브랜드 중에서는 아모레퍼시픽의 수혜 가능성이 가장 높다고 판단.

>>> 중국 내 일본산 화장품 수입 제한이 현실화된다면?

전일 중국 온라인 커뮤니티에서 중국 정부가 일본산 화장품 수입 제한을 검토할 수 있다는 가능성이 언급되며, 화장품 섹터 전반의 투자심리가 회복세를 보였다. 투자심리가 움직인 배경은 중국의 일본 화장품 수입 제한이 현실화될 경우 한국 업체들이 반사 수혜를 받을 수 있다는 기대감 때문이다. 1~10월 기준 중국 화장품(HS Code 33) 수입국 비중은 프랑스·일본·한국 순으로 한국이 일본의 바로 아래에 위치한다. 또한 일본 브랜드들은 럭셔리부터 매스까지 포지션이 매우 넓어, 수입 금지가 시행될 경우 상당한 규모의 대체 수요가 발생할 수 있다. 결과적으로 일본산 다음으로 중국 시장 내 비중이 큰 한국 화장품 업체들이 반사 수혜를 받을 수 있다는 가능성이 투자심리를 자극하였다.

만약 중국의 수입 제한 정책이 현실화될 경우 화장품 ODM 업체의 수혜 폭이 가장 클 것으로 전망한다. (1) 최근 중국 내 로컬 브랜드에 대한 선호가 크게 높아지고 있어 일본 제품 공백 발생 시 로컬 브랜드의 점유율 확대 가능성이 높은데, 이 경우 중국 내 생산 기지를 보유한 업체들의 수주 증가가 기대된다. (2) 일본 브랜드들이 리스크 분산 차원에서 생산지를 중국 또는 한국으로 조정할 가능성도 존재한다. 이 경우 국내/중국 ODM 법인 모두 대량 오더 확보 → 외형 성장 → 수익성 개선 이어질 수 있어 실적 업사이드가 열릴 수 있다.

ODM 중에서는 코스맥스의 수혜 가능성이 가장 크다. 당사는 중국 사업 비중이 업계 내 가장 높고, 최근 국내/중국 법인은 소규모 오더 증가 및 물량 감소로 수익성이 둔화된 상황이다. 이런 상황에서 대량 수주는 외형과 이익률 반등을 동시에 만들어낼 수 있는 변수다. 전일 주가 기준 선행 PER 약 10배 수준으로 밸류에이션 매력도 높기 때문에, 지금이 매수 타이밍이다.

브랜드사 중에서는 아모레퍼시픽을 제시한다. 그동안 효율화 작업을 통해 비용 구조가 크게 개선된 상태로, 중국 매출이 소폭만 회복돼도 이익 레버리지가 빠르게 나타날 수 있다. 현재 선행 PER 약 25배로 적정 범위에 위치하지만, 일본 브랜드 공백이나 정책 변화로 반사 수요가 유입될 경우 EPS 상향 및 주가 레벨업 가능성도 충분하다.

Compliance Notice

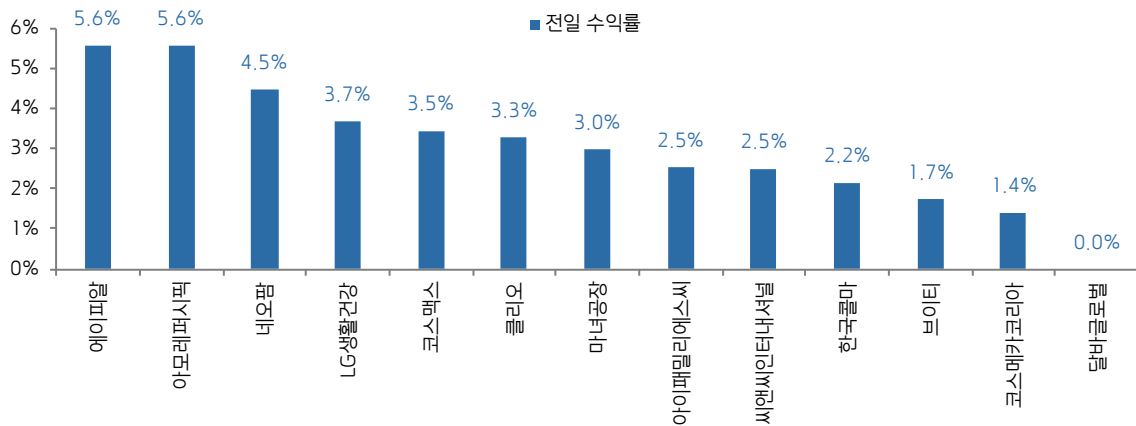
- 당사는 11월 20일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

전일 중국 온라인 커뮤니티에서 정부가 수산물에 이어 화장품 수입 제한을 검토할 수 있다는 가능성이 언급되면서, 화장품 섹터 전반의 투자심리가 반등했다. 이에 아모레퍼시픽, LG생활건강, 코스맥스 등 주요 업체들의 주가가 상승하는 흐름이 나타났다.

1~10월 기준 중국의 화장품(HS Code 33) 수입국 비중은 프랑스 1위, 일본 2위, 한국 3위 순이다. 만약 일본산 화장품에 대한 수입 제한이 실제로 시행될 경우, 바로 다음 순위에 있는 한국 화장품이 가장 직접적 반사 수혜를 받을 수 있다는 기대가 투자심리에 긍정적으로 작용한 것으로 보인다.

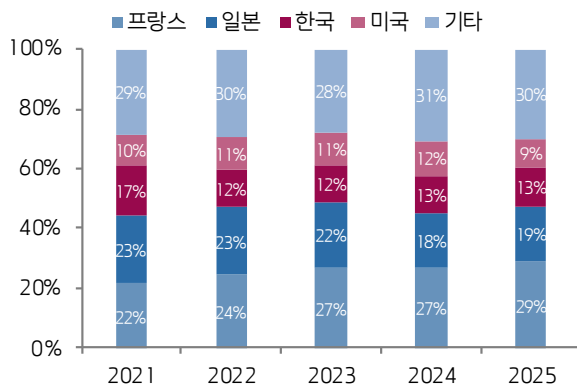
현재 중국 시장에서 활발히 활동 중인 일본 브랜드는 럭셔리부터 매스까지 폭넓게 분포해 있어, 일본 제품의 공백 발생 시 시장 내 대체 수요가 상당할 수 있다는 점도 한국 기업에 대한 기대감을 높이는 요인으로 해석된다.

화장품 주요 기업들의 1일 수익률



자료: FnGuide, 키움증권리서치

중국 화장품 수입 국가별 비중 (2025년은 1-10월 누적)



자료: Wind, 키움증권리서치
주: HsCode 33

중국에서 사업을 영위하는 일본 브랜드 정리

구분	브랜드
럭셔리/프레스티지	SK-II / CPB / POLA / DECORTE / ALBION / Sensai / SUQQU / Shiseido
프리미엄	IPSA / SOFINA / HABA / freeplus / Curel / Dr.Ci:Labo
매스	CANMAKE / DHC / FANCL / TSUBAKI / ANESSA / FINO / ettusais / naris / KISSME

자료: 키움증권리서치

사실 이번 이슈가 실제 정책으로 이어진다면 하더라도, 업종의 성장 모멘텀이 다시 중국으로 회귀할 가능성은 제한적이다. 지난 몇 년간 화장품 산업의 성장 축이 중국에서 비중국 채널로 이동하면서 대부분 브랜드사들의 중국향 매출 비중은 과거 대비 축소되었고, 현재 성장 전략 역시 미국·유럽 등 비중국 채널에 집중되어 있기 때문이다.

그럼에도 불구하고 중국 정부의 일본산 화장품 수입 금지 조치가 현실화될 경우, 중국 내 사업을 영위하는 화장품 업체들의 수혜를 기대해 볼 수 있다. 그 중에서도 특히 ODM 업체들의 수혜가 상대적으로 클 것으로 예상된다.

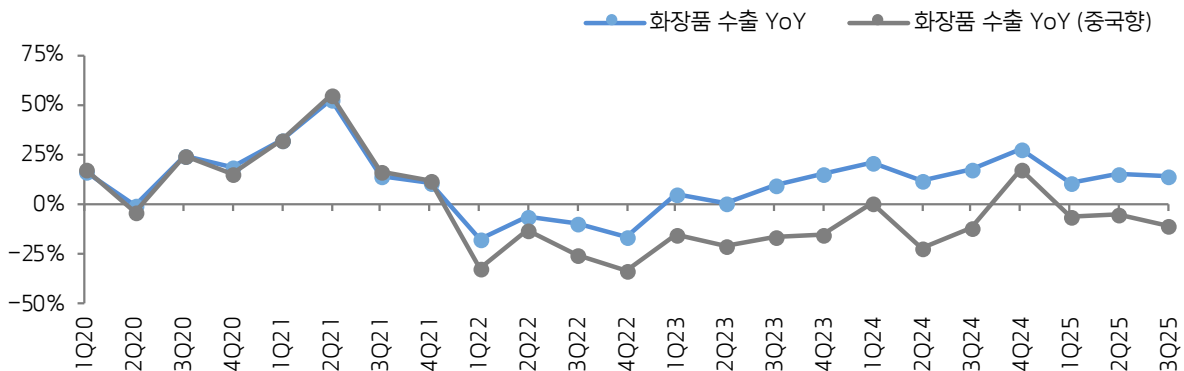
최근 중국에서는 로컬 브랜드에 대한 선호가 급격히 높아지고 있어, 일본 제품의 공급 공백이 발생할 경우 가장 신속하게 점유율을 확대할 수 있는 주체는 현지 브랜드일 가능성이 높다. 이런 환경에서는 중국에 생산 거점을 보유한 ODM 업체로 로컬 브랜드의 발주가 유입될 여지가 크다.

또한 일본 브랜드들이 리스크 분산을 위해 생산지를 중국 또는 한국으로 이전할 가능성도 배제할 수 없다. 공급망 재편이 현실화될 경우, 국내·중국 ODM 법인 모두 대량 오더 증가 → 외형 성장 → 고정비 레버리지 개선으로 이어질 수 있어 의미 있는 실적 업사이드가 열릴 수 있다.

이런 맥락에서 ODM 업체 중에서는 코스맥스의 수혜 가능성이 가장 높다고 판단한다. 동사는 업계에서 중국 사업 비중이 가장 크며, 최근 국내 법인은 소규모 오더 증가로 수익성이 약화되고 중국 법인도 오더 감소로 고정비 부담이 확대된 상황이다. 이때 일본 브랜드의 생산지 이전이 발생한다면 대량 오더 확보를 통해 외형과 이익률이 동반 개선될 수 있는 구조다. 현재 주가가 선행 PER 약 10배 수준으로 낮아져 있어, 밸류에이션 매력도 추가적인 투자심리 개선 요인으로 작용할 수 있다.

브랜드사 중에서는 아모레퍼시픽의 수혜 가능성이 크다고 본다. 동사는 지난 몇 년간 구조조정을 통해 비용 구조가 크게 경량화되었기 때문에 중국 매출이 소폭만 개선돼도 이익 레버리지가 빠르게 나타난다. 동시에 미국·유럽 채널의 두 자릿수 성장세가 지속되며 실적의 하방을 견고하게 지지하고 있다. 현 주가는 선행 PER 약 25배로 적정 수준이지만, 정책 변화나 일본 브랜드 공백에 따른 반사 수요가 유입될 경우 EPS 상향 여지와 주가 레벨업 가능성도 충분하다고 판단한다.

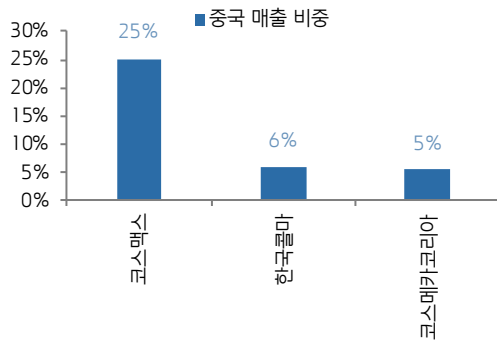
국내 화장품 수출 추이 (전체/중국향)



자료: Trass, 키움증권리서치

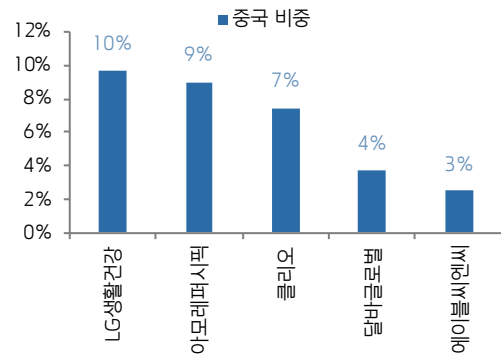
주: HScode 3304

ODM사의 중국 매출 비중 (3Q25 누적)



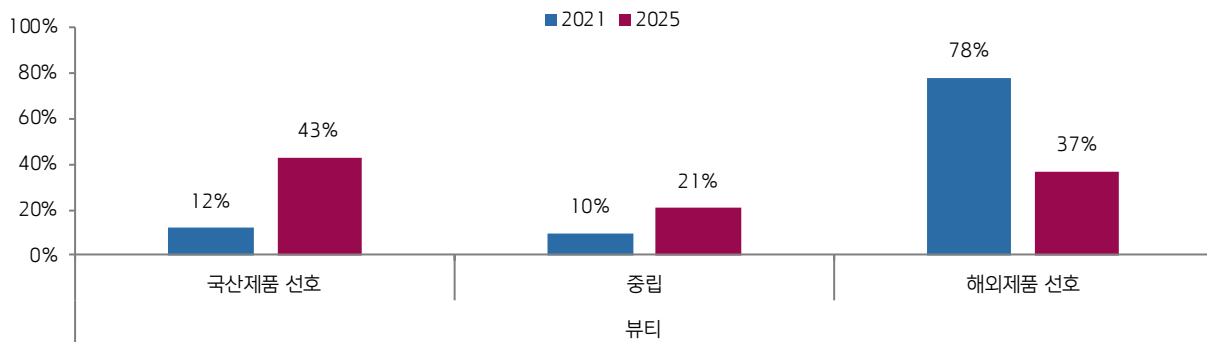
자료: 각 사, 키움증권리서치

브랜드사의 중국 매출 비중 (3Q25 누적)



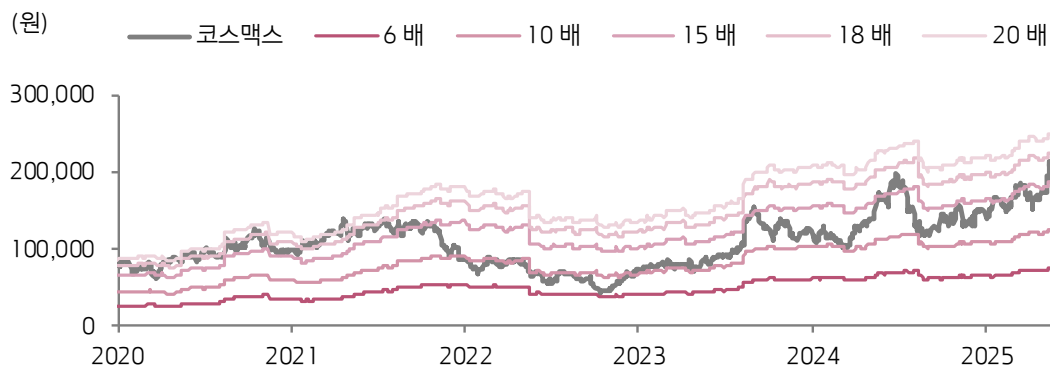
자료: DART, 각 사, 키움증권리서치

중국인들의 자국 제품 선호 현상을 보여주는 설문조사



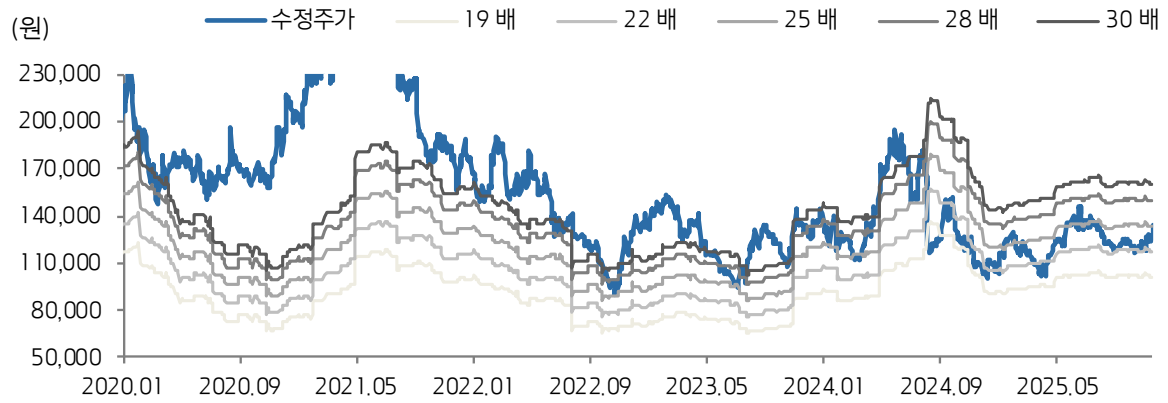
자료: 東方財富, 키움증권리서치

코스맥스 PER 차트



자료: Fnguide, 키움증권리서치

아모레퍼시픽 PER 차트



자료: Fnguide, 키움증권리서치

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%