

Overweight
(Maintain)

화장품/섬유/의복

Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

화장품 ODM

수출 중심 성장 국면은 여전



26년에도 K뷰티의 글로벌 확산 흐름이 지속되면서, 브랜드사들의 수출이 산업 성장을 이끌 전망. 이에 ODM 업체들의 26년 연간 매출은 +10~15% 증가할 것으로 예상, 다만 단기적으로 4Q25 실적은 추석 연휴로 인한 조업일수 감소와 고객사 재고 조정 영향으로 성장이 둔화될 수는 있음. 그래도 큰 틀에서 산업의 성장 방향성은 견고하다고 판단. ODM업종 최선호주는 코스메카코리아를 제시.

>>> 26년 화장품 산업: 해외 수출이 주도하는 성장

26년에도 국내 화장품 산업은 수출이 성장을 주도할 전망이다. 25년 국내 화장품 수출은 전년 대비 약 +10% 성장했으며, 성장은 중국을 제외한 지역에서 주로 나타났다. 중국·미국·일본 등 기존 주요 수출국의 비중은 소폭 축소된 반면, 유럽과 중동 등 기타 지역으로의 수출 비중이 확대되며 K-뷰티의 글로벌 확산을 다시 한 번 확인할 수 있었다. 이는 수출 내 특정 국가 의존도가 완화되고 있음을 의미하며, 중장기적으로 산업 성장의 안정성을 높이는 요인이다. 26년에도 글로벌 수출 기반 지역 다변화 흐름이 지속될 전망이다.

>>> 화장품 ODM사 26년 매출 +10~15% YoY 전망

고객사들의 글로벌 시장 진출 덕에 화장품 ODM 업체들의 26년 연간 매출은 전년 대비 +10~15% 성장이 예상된다. 전반적인 성장은 1~3분기에 집중될 전망이다. 각 사의 성장 전략 및 고객사 비중에 따라 분기별 실적은 차별화 현상이 나타날 수는 있다. 이 가운데 틱톡 중심 고성장 고객사의 수주를 확보한 코스메카코리아는 1~3분기 QoQ 성장이 가시화될 것으로 기대되며, 코스맥스 역시 인디 브랜드 고객사 중심의 매출 성장으로 상반기 +15% 이상의 매출 성장이 예상된다. 반면 글로벌 MNC 고객사의 성장 기여가 상대적으로 높은 한국콜마는 신규 오더 반영 시점이 분산되며 2~3분기에 비교적 고른 성장 흐름이 나타날 전망이다. 이러한 차별화는 단기 변동성을 확대시킬 수 있으나, 중장기 성장 방향성에는 영향을 미치지 않을 것으로 판단한다.

>>> 4Q25: 잠깐 쉬어가는 시기

4Q25 실적은 추석 연휴에 따른 조업일수 감소와 고객사 재고 조정 영향으로 업종 전반에서 성장 둔화가 불가피할 전망이다. 다만 이는 일시적 요인에 기인한 단기 조정 국면으로, 26년에도 고객사의 수출 확대 기조에 기반한 ODM 업종의 성장 방향성에는 변화가 없을 것이다. 이러한 가운데 코스메카코리아는 주요 고객사의 빠른 판매 성장에 힘입어 주주 증가가 지속되며, 4분기에도 예외적인 고성장이 기대된다. 나아가 동사는 2026년에도 인디 브랜드 중심의 성장 구조를 바탕으로 견조한 실적 흐름이 이어질 전망이며, 현 주가는 PER 약 10배 수준으로 밸류에이션 매력도 높다. 코스메카코리아를 화장품 ODM 업종 내 최선호주로 제시한다.

Compliance Notice

- 당사는 1월 2일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 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.

26년에도 수출 지역 다변화에 따른 산업 성장 기대

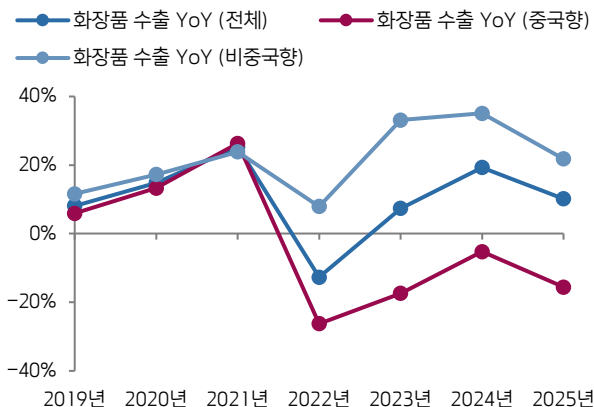
26년에도 국내 화장품 산업은 수출이 성장을 주도하는 구조가 유지될 전망이다. 2025년 국내 화장품 수출은 전년 대비 약 +10% 성장했으며, 성장의 중심은 중국을 제외한 지역이었다. 중국향 수출(홍콩 포함)은 전년 대비 -16% 감소한 반면, 비중국향 수출은 +22% 증가하며 전체 성장의 대부분을 차지했다. 이는 국내 화장품 산업이 과거 중국 중심의 성장 구조에서 벗어나, 보다 다변화된 글로벌 수요 기반 위에서 새로운 성장 국면에 진입했음을 시사한다.

특히 중국·미국·일본 등 기존 주요 수출국의 비중은 점진적으로 축소되는 반면, 유럽과 중동을 포함한 기타 지역으로의 수출 비중은 확대되고 있다. 이러한 변화는 일부 주요 국가의 수출 성장률이 전체 평균을 하회한 영향도 있으나, 동시에 기존 비주류 국가들의 성장세가 두드러진 데 따른 결과다. 25년 기준 국내 화장품 수출국 상위 1~3위인 미국·중국·일본의 합산 비중은 45.4%로, 전년 동기 대비 7.7%p 축소됐다. 국가별로 보면 미국은 수출 비중이 소폭 증가한 반면, 중국과 일본은 각각 수출 금액 감소 및 평균 이하 성장으로 비중이 축소됐다. 중국은 수출 금액이 전년 대비 -24% 감소했으며, 일본은 +5% 증가에 그치며 전체 평균을 하회했다.

반면 기존 비주류 국가들의 성장세는 뚜렷하다. 폴란드는 수출 금액이 전년 대비 +119% 증가하며 수출 비중이 1.3%p 확대됐고, 아랍에미리트 역시 수출 금액이 +68% 증가하며 비중이 1.0%p 상승했다. 이는 K-뷰티의 인기가 특정 국가나 채널에 국한되지 않고 다양한 지역으로 확산되고 있음을 보여준다.

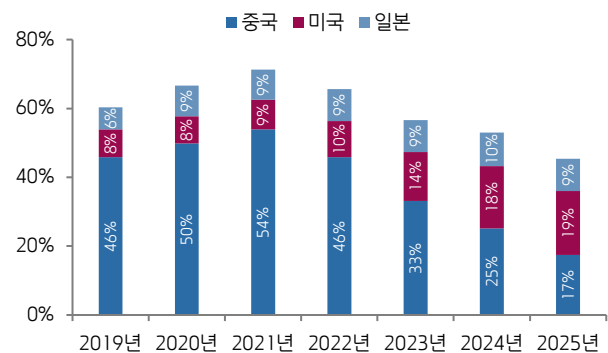
이러한 수출 구조 변화는 단기적인 수출 증가를 넘어, 중장기적으로 국내 화장품 산업 전반의 성장 안정성을 높이는 구조적 변화로 판단한다. 글로벌 수요 기반의 다변화 흐름은 2026년에도 이어질 가능성이 높다.

국내 화장품 수출 금액 YoY (전체/중국/비중국)



자료: Trass, 키움증권리서치

주요 수출국 (중국+미국+일본) 비중 변화 추이



자료: Trass, 키움증권리서치

국내 화장품 국가별 수출 비중 변화 (1~30위)

순위	국가	2025 년		2024 년		YoY	
		수출금액 (억 달러)	비중	수출금액 (억 달러)	비중	수출금액	비중
1	미국	17.5	18.6%	15.5	18.1%	13%	+0.5%p
2	중국	16.5	17.5%	21.6	25.2%	-24%	-7.7%p
3	일본	8.8	9.3%	8.4	9.8%	5%	-0.5%p
4	홍콩	6.0	6.4%	5.1	6.0%	18%	+0.4%p
5	베트남	4.1	4.3%	4.7	5.4%	-12%	-1.1%p
6	러시아 연방	3.6	3.8%	3.2	3.8%	12%	+0.1%p
7	대만	2.7	2.8%	2.2	2.6%	22%	+0.3%p
8	아랍에미리트 연합	2.7	2.8%	1.6	1.8%	68%	+1.0%p
9	폴란드	2.5	2.6%	1.1	1.3%	119%	+1.3%p
10	태국	2.1	2.2%	1.9	2.2%	11%	+0.0%p
11	영국	1.9	2.0%	1.3	1.6%	42%	+0.4%p
12	캐나다	1.5	1.6%	1.0	1.2%	47%	+0.4%p
13	인도네시아	1.5	1.6%	1.2	1.4%	23%	+0.2%p
14	호주	1.4	1.5%	1.0	1.1%	46%	+0.4%p
15	말레이시아	1.2	1.3%	1.1	1.3%	5%	-0.1%p
16	프랑스	1.2	1.2%	0.7	0.8%	71%	+0.4%p
17	싱가포르	1.1	1.2%	1.2	1.4%	-7%	-0.2%p
18	카자흐스탄	1.1	1.1%	0.8	1.0%	29%	+0.2%p
19	네덜란드	1.0	1.1%	0.7	0.9%	39%	+0.2%p
20	필리핀	1.0	1.0%	0.8	0.9%	25%	+0.1%p
21	튀르키예	0.8	0.9%	0.7	0.8%	28%	+0.1%p
22	키르기스스탄	0.8	0.9%	0.7	0.9%	11%	+0.0%p
23	캄보디아	0.8	0.8%	0.6	0.7%	24%	+0.1%p
24	독일	0.8	0.8%	0.6	0.7%	34%	+0.1%p
25	인도	0.8	0.8%	0.7	0.8%	20%	+0.1%p
26	사우디아라비아	0.7	0.7%	0.5	0.6%	26%	+0.1%p
27	우크라이나	0.7	0.7%	0.5	0.6%	24%	+0.1%p
28	미얀마	0.5	0.6%	0.5	0.6%	9%	-0.0%p
29	에스토니아	0.5	0.5%	0.2	0.3%	115%	+0.3%p
30	멕시코	0.5	0.5%	0.2	0.2%	147%	+0.3%p

자료: Trass, 키움증권리서치

ODM업체의 성장은
26년에도 여전

국내 화장품 브랜드들의 글로벌 시장 진출이 가속화되면서 화장품 ODM 업체들은 구조적인 수혜 국면에 진입해 있다. 고객사들의 수출 확대에 따라 발주 물량이 증가하고 있기 때문이다. 이에 따라 2026년 화장품 ODM 업체들의 국내 매출은 전년 대비 +10~15% 성장이 가능할 것으로 전망한다. 성장은 1~3분기에 집중될 것으로 예상되며, 특히 인디 브랜드 중심의 성장 전략을 보유한 업체들은 상반기에 성장이 두드러지거나 QoQ 성장 흐름이 가시화될 가능성이 높다. 반면 글로벌 MNC 고객사의 성장 기여가 높은 업체는 신규 오더 반영 시점이 분산되며 분기별 성장 흐름이 상대적으로 완만하게 나타날 전망이다. 이 같은 업체별 실적 차별화 현상은 고객사 구성과 가동률 차이에 기인한 것으로, 단기적으로는 분기 실적 변동성을 확대시킬 수 있으나 ODM 업종 전반의 중장기 성장 방향성에는 영향을 미치지 않을 것으로 판단한다.

한편 4Q25 실적은 10월 추석 연휴에 따른 조업일수 감소와 고객사 재고 조정 영향으로 ODM

다만 단기 실적의

일시적 둔화 현상은 가능

업종 전반에서 성장세 둔화가 불가피할 전망이다. 이에 따라 대부분 ODM 업체들의 분기 매출 성장은 +한 자릿수 수준에 그칠 것으로 예상된다. 다만 코스메카코리아는 주요 고객사가 틱톡 채널을 중심으로 빠른 판매 성장세를 이어가며 수주 증가가 지속되고 있어, 예외적으로 높은 성장을 기록할 전망이다.

이번 업종 전반의 단기 성장 둔화는 일시적 요인에 기인한 것으로, 업종 전반의 구조적 성장성 훼손으로 해석할 필요는 없다. 글로벌 채널을 중심으로 성장 중인 인디 브랜드들의 수요는 26년에도 이어질 가능성이 높으며, 이에 따라 ODM사의 중장기 성장 방향성은 여전히 유효하다. 4분기 실적은 단기 조정 국면으로 인식할 필요가 있으며, 26년에는 수출 기반 확대와 고객사 성장 재개에 힘입어 ODM 업종의 실적 모멘텀이 재차 강화될 것으로 전망한다. 이러한 환경 속에서 업체별 성장 전략과 고객사 구성에 따른 실적 차별화는 더욱 뚜렷해질 것으로 예상된다.

4Q25 실적 비교 테이블

(십억원, 배)		4Q25	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	시장예상치	차이
코스맥스	매출	588.9	558.0	6%	585.6	1%	606.8	-3%
	영업이익	34.4	39.8	-14%	42.7	-19%	44.4	-23%
	OPM	5.8%	7.1%	-1.3%	7.3%	-1.5%	7.3%	-1.5%
한국콜마	매출	648.8	590.5	10%	683	-5%	646.9	0%
	영업이익	48.9	35.1	39%	58.3	-16%	49.2	-1%
	OPM	7.5%	5.9%	1.6%	8.5%	-1.0%	7.6%	-0.1%
코스메카코리아	매출	159.2	128.3	24%	182.4	-13%	163.1	-2%
	영업이익	21.6	13.3	62%	27.2	-21%	22.5	-4%
	OPM	13.6%	10.4%	3.2%	14.9%	-1.3%	13.8%	-0.2%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

26년 실적 비교 테이블

(십억원, 배)		키움증권			시장예상치			차이			PER
		매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM	
코스맥스	25	2,386.7	189.3	7.9%	2,404.2	200.6	8.3%	-0.7%	-5.6%	-0.4%	26.9
	26	2,750.3	245.2	8.9%	2,671.1	240.7	9.0%	3.0%	1.9%	-0.1%	14.3
한국콜마	25	2,715.7	240.7	8.9%	2,716.7	242.0	8.9%	0.0%	-0.5%	0.0%	15.4
	26	2,950.9	270.3	9.2%	2,946.2	282.3	9.6%	0.2%	-4.3%	-0.4%	11.9
코스메카코리아	25	621.7	84.1	13.5%	628.2	84.9	13.5%	-1.0%	-0.9%	0.0%	15.4
	26	721.9	97.3	13.5%	725.8	101.1	13.9%	-0.5%	-3.8%	-0.5%	11.9

자료: FnGuide, 키움증권리서치

코스맥스
4Q25 PreviewBUY 유지,
240,000원 유지

코스맥스의 4분기 매출은 5,889억원 (+6% YoY), 영업이익은 344억원 (-14% YoY, OPM 5.8%)으로 시장예상치를 하회할 전망이다. 신규 브랜드 중심 영업과 저마진 제품 비중 상승으로 국내 법인의 이익이 전년대비 둔화될 것으로 예상되기 때문이다.

국내: 국내 법인 매출은 3,636억원 (+5% YoY), 영업이익은 321억원 (-7% YoY, OPM 8.8%)을 기록할 전망이다. 10월 추석 연휴에 따른 조업일수 감소 영향으로 매출 성장이 제한적이었던 가운데, 저마진 제품 비중 상승과 신규 브랜드 중심 영업에 따른 비용 증가 영향으로 이익이 전년 동기대비 축소될 전망이다. 월별 흐름을 살펴보면, 10월은 조업일수 감소 영향으로 생산량이 역성장을 보였으나, 11월과 12월은 두 자리 수 성장을 기록했고, 인디 뷰티 브랜드 (A1사, A2사, C사) 등의 기초 제품이 성장을 주도하고 있다.

중국: 중국 법인 매출은 1,713억원 (+11% YoY)으로 상해 법인은 1,058억원 (+11% YoY), 광저우 법인은 545억원 (+12% YoY)을 기록할 전망이다. 상해는 대형 현지 고객사 (바이체링, 프로야 등) 중심 수주가 증가하고 있고, 광저우는 채널 다변화 노력으로 신규 고객사가 유입되고 있는 가운데 기존 고객사들도 견조한 발주가 지속되면서 성장 흐름이 지속되고 있다.

동남아: 인도네시아 법인 매출은 276억원 (-12% YoY)을 기록할 전망이다. 불안정한 경기 상황과 시장 내 경쟁 심화 현상으로 인해 수주가 감소한 영향이다. 한편 태국 법인은 126억원 (Flat YoY)을 기록할 전망이며, 기존 고객사 중심 성장세가 지속되고 있다.

미국: 미국 법인 매출은 328억원 (+10% YoY, -11% QoQ)을 기록할 전망이다. 2~3분기에 블랙프라이데이, 홀리데이 시즌 물량이 집중되면서 전 분기대비 매출은 감소했지만, 미국 현지 고객사 중심 영업으로 매출은 전년 동기대비 성장을 유지하고 있다.

26년 코스맥스는 국내외 법인의 성장에 힘입어 두 자릿수 매출 성장이 기대된다. 연간 매출은 전년 대비 약 +15% 성장이 예상되며, 실적 흐름은 상반기에 성장이 집중되는 상고하저 패턴을 보일 것으로 전망한다. 이는 전체 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 국내 법인의 매출 성장이 상반기에 집중될 가능성이 높기 때문이다. 국내 주요 인디 브랜드 고객사들의 해외 프로모션 일정은 하반기에 집중되어 있으나, 이에 앞서 물량을 상반기에 안정적으로 확보하려는 움직임이 나타나고 있다. 이로 인해 국내 법인의 상반기 매출 성장률은 연간 평균을 (+15%) 상회할 것으로 예상된다. 다만 저마진 제품 비중이 단기간 내 의미 있게 축소되기는 어려울 것으로 보여, 수익성 측면에서의 업사이드가 크지 않을 수는 있다. 해외 법인 역시 전반적으로 견조한 성장 흐름이 예상된다. 지역별로는 중국 +15%, 미국 +20%, 인도네시아 +10%, 태국 +20% 성장을 목표로 하고 있으며, 분기별로 비교적 고른 성장세가 나타날 것으로 판단한다. 국내 고객사들의 해외 수출 지역 다변화와 글로벌 뷰티 시장의 성장세를 감안할 때, 이러한 해외 법인 성장 흐름은 26년에도 지속될 가능성이 높다.

종합적으로 코스맥스는 국내외 고객사의 글로벌 확장에 힘입어 2026년에도 안정적인 외형 성장을 이어갈 것으로 기대된다. 투자 의견 BUY, 목표주가는 240,000원을 유지한다. (12MF EPS 1,392원, PER 17.5배)

코스맥스 실적 비교 테이블

(십억원)	4Q25	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	컨센서스	차이
매출액	588.9	558.0	5.5%	585.6	0.6%	606.8	-3.0%
영업이익	34.4	39.8	-13.7%	42.7	-19.6%	44.4	-22.6%
OPM	5.8%	7.1%	-1.3%	7.3%	-1.5%	7.3%	-1.5%
당기순이익	22.2	12.9	72.1%	22.2	0.0%	28.8	-23.0%

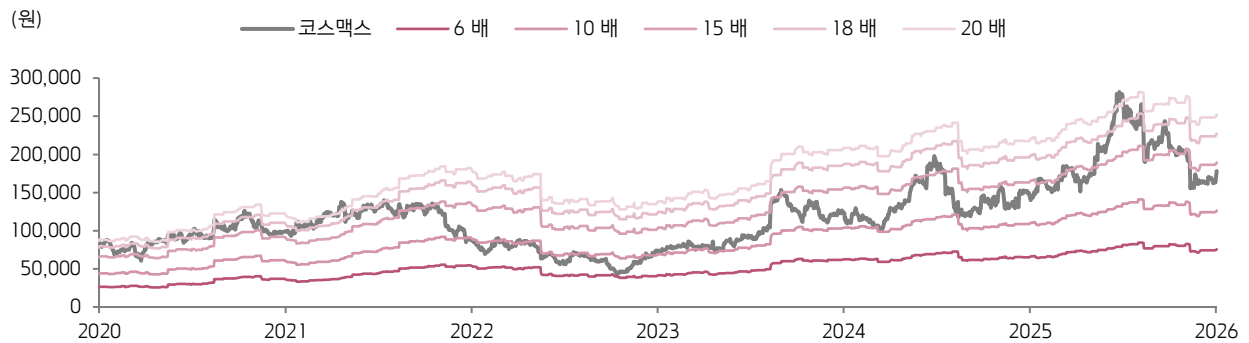
자료: FnGuide, 키움증권리서치

코스맥스 실적 변경 테이블

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	2,402.4	2,647.9	2,386.7	2,750.3	-1%	4%	2,404.2	2,671.1	-1%	3%
영업이익	190.8	247	189.3	245.2	-1%	-1%	200.6	240.7	-6%	2%
OPM	7.9%	9.3%	7.9%	8.9%	0.0%	-0.4%	8.3%	9.0%	-0.4%	-0.1%
당기순이익	57.6	137.8	77.4	158.0	34.4%	14.7%	75	141.1	3%	12%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

코스맥스 PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

코스맥스 세부 실적 테이블

		3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	FY24	FY25	FY26
매출	(연결)	529.8	558.0	588.6	623.6	585.6	588.9	726.5	766.0	2,166.1	2,386.7	2,750.3
	국내 (별도)	347.8	346.3	362.8	420.5	383.5	363.6	457.6	510.4	1,357.7	1,530.4	1,760.0
	중국	114.4	155.0	162.7	148.6	140.0	171.3	192.6	184.4	574.4	622.6	709.7
	상하이	72.0	95.3	109.0	108.6	91.0	105.8	132.6	126.0	372.4	414.4	460.0
	광저우	39.7	48.7	48.5	41.1	45.5	54.5	57.9	56.3	184.7	189.6	217.7
	미국	32.5	29.8	28.7	30.0	36.9	32.8	34.7	36.3	137.1	128.4	157.8
	인도네시아	32.3	31.4	29.6	20.9	21.5	27.6	29.6	25.1	113.2	99.6	108.7
	태국	11.1	12.6	23.9	23.1	15.2	12.6	31.1	28.9	43.5	74.8	90.5
	YoY	+16%	+28%	+12%	+13%	+11%	+6%	+23%	+23%	+22%	+10%	+15%
	국내 (별도)	+21%	+40%	+15%	+21%	+10%	+5%	+26%	+21%	+28%	+13%	+15%
	중국	-8%	+5%	+3%	+1%	+22%	+11%	+18%	+24%	+5%	+8%	+9%
	상하이	-16%	-14%	+1%	+11%	+26%	+11%	+22%	+16%	-7%	+11%	+11%
	광저우	+8%	+43%	+4%	-17%	+15%	+12%	+19%	+37%	+31%	+3%	+15%
	미국	-12%	-21%	-26%	-17%	+14%	+10%	+21%	+21%	-2%	-6%	+23%
	인도네시아	+38%	+40%	+23%	-18%	-33%	-12%	+0%	+20%	+32%	-12%	+9%
	태국	+68%	+77%	+152%	+124%	+37%	+0%	+30%	+25%	+70%	+72%	+21%
영업이익	(연결)	43.4	39.8	51.4	60.8	42.7	34.4	76.4	85.8	175.4	189.3	245.2
	국내 (별도)	39.5	34.6	34.3	49.9	34.3	32.1	50.1	62.3	138.7	150.6	189.4
YoY		+30%	+77%	+13%	+30%	-2%	-14%	+49%	+41%	+223%	+8%	+30%
	국내 (별도)	+53%	+98%	+14%	+45%	-13%	-7%	+46%	+25%	+173%	+9%	+26%
OPM		8.2%	7.1%	8.7%	9.8%	7.3%	5.8%	10.5%	11.2%	8.1%	7.9%	8.9%
	국내 (별도)	11.3%	10.0%	9.4%	11.9%	9.0%	8.8%	10.9%	12.2%	10.2%	9.8%	10.8%
당기순이익	(연결)	20.6	12.9	10.6	21.8	22.8	22.2	51.8	59.1	88.4	77.4	158.0
	국내 (별도)	17.1	30.7	16.5	25.7	27.6	21.1	35.2	44.7	106.7	90.9	132.1
	중국	-7.4	1.3	-4.9	-0.3	-1.7	8.6	9.6	9.2	-1.4	1.7	35.5
	미국	-9.2	-14.7	-11.7	-20.4	-7.4	-5.9	-3.5	-3.6	-47.3	-45.4	-13.6
YoY		+90%	흑전	-46%	-38%	+11%	+72%	+388%	+171%	+185%	-12%	+104%
	국내 (별도)	+154%	흑전	-43%	-14%	+61%	-31%	+113%	+74%	+199%	-15%	+45%
	중국	적전	-62%	적전	적자	적자	+559%	흑전	흑전	적전	흑전	+2029%
	미국	적자	적자	적자	적자	적자	적자	적자	적자	적전	적자	적자
NPM		4%	2%	2%	3%	4%	4%	7%	8%	4%	3%	6%
	국내 (별도)	5%	9%	5%	6%	7%	6%	8%	9%	8%	6%	8%
	중국	-6%	1%	-3%	0%	-1%	5%	5%	5%	0%	0%	5%
	미국	-28%	-49%	-41%	-68%	-20%	-18%	-10%	-10%	-35%	-35%	-9%

자료: 코스맥스, 키움증권리서치

한국콜마 4Q25 Preview

한국콜마의 4분기 매출액은 6,488억원 (+10% YoY), 영업이익은 489억원 (+39% YoY, OPM 7.5%)으로 시장예상치에 부합할 전망이다. 여전히 국내 법인이 성장을 주도하고 있다.

BUY 유지 90,000원 하향조정

국내: 국내 법인의 매출액은 2,606억원 (+8% YoY), 영업이익을 244억원 (+35% YoY, OPM 9.4%)을 기록할 전망이다. 10월 추석 연휴 영향으로 4분기 수주 증가가 평소대비 약할 것으로 예상되며, 재고 조정이 진행 중인 일부 해외 고객사를 제외하고 고객사들의 수주 트렌드는 대체로 견조한 흐름이 이어지고 있다.

중국: 중국 법인 매출액은 301억원 (+1% YoY), 영업손실 10억원 (적자지속)을 기록할 전망이다. 고마진 SKU를 중심으로 수주 물량을 확보하고 있으나, 매출액이 BEP 수준에 도달하지 못하여 영업 적자가 지속될 전망이다.

미국: 미국 법인 매출액은 100억원 (-50% YoY), 영업손실 50억원 (적자전환)을 기록할 전망이다. 기존 립 제품 고객사의 수주가 감소하고 있는 가운데, 아직 신규 고객사가 유입되지 않아 실적 부진이 불가피하다.

26년 한국콜마는 25년과 유사한 실적 흐름을 이어갈 것으로 예상한다. 전반적으로 국내 법인이 성장을 주도할 전망이며, 인디 브랜드 고객사보다는 글로벌 MNC 고객사의 성장 기여도가 상대적으로 클 것으로 판단한다. 동사는 글로벌 MNC를 중심으로 대량 수주를 안정적으로 확보하고 있어, 26년에도 두 자릿수 마진을 유지할 수 있을 것으로 기대된다.

다만 현재 화장품 ODM 업종 내에서 인디 브랜드 중심의 성장 서사가 부각되고 있는 가운데, 한국콜마는 화장품 ODM 사업의 Pure Player가 아니고, 글로벌 MNC 중심의 성장 전략을 보유하고 있어 상대적인 밸류에이션 디스카운트가 나타나고 있다. 현 주가는 PER 약 10배 수준에서 거래되고 있으나, 이러한 성장 구조를 감안할 때 단기적인 리레이팅 가능성은 제한적일 것으로 판단한다. 이에 따라 목표주가를 90,000원으로 하향 조정한다.

한국콜마 실적 비교 테이블

(십억원)	4Q25	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	컨센서스	차이
매출액	648.8	590.5	9.9%	683.0	-5.0%	646.9	0.3%
영업이익	48.9	35.1	39.2%	58.3	-16.1%	49.2	-0.6%
OPM	7.5%	6.0%	1.6%	8.5%	-1.0%	7.6%	-0.1%
당기순이익	23.0	33.52	-31.4%	34.0	-32.4%	24.6	-6.5%

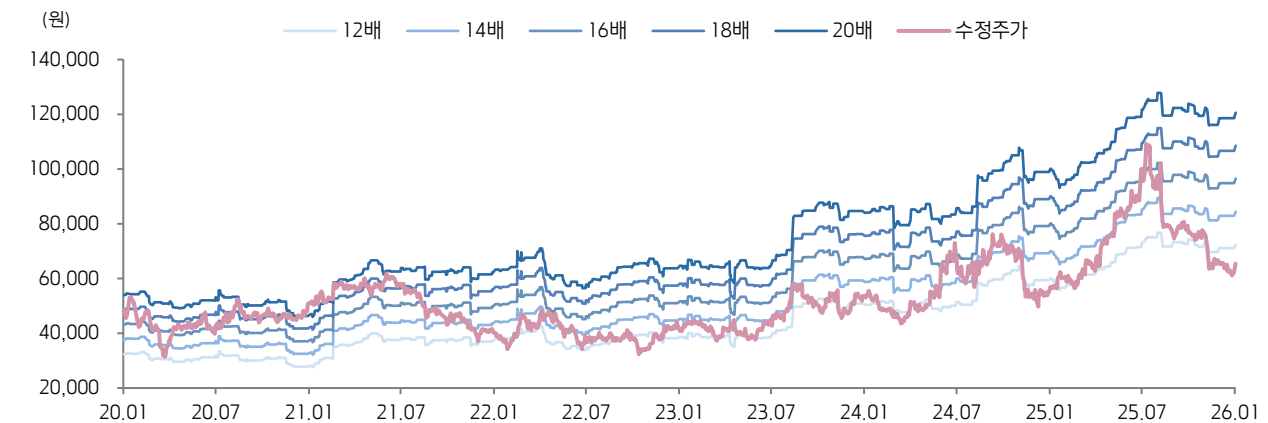
자료: FnGuide, 키움증권리서치

한국콜마 실적 변경 테이블

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	2,786.5	3,069.2	2,715.7	2,950.9	-2.5%	-3.9%	2,716.7	2,946.2	0.0%	0.2%
영업이익	267.0	322.9	240.7	270.3	-9.9%	-16.3%	242.0	282.3	-0.6%	-4.3%
OPM	9.6%	10.5%	8.9%	9.2%	-0.7%	-1.4%	8.9%	9.6%	0.0%	-0.4%
당기순이익	117.5	164.7	105.2	133.4	-10.5%	-19.0%	106	139.9	-0.8%	-4.6%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

한국콜마 PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

한국콜마 세부 실적 테이블

(십억 원)		3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	FY24	FY25	FY26
매출	(연결)	626.5	590.5	653.1	730.8	683.0	648.8	700.7	794.3	2,452.1	2,715.7	2,950.9
	별도	273.6	241.3	274.3	328.1	322.0	260.6	298.6	398.2	1,059.7	1,185.0	1,327.2
	HK이노엔	229.5	235.7	247.4	263.1	260.8	284.2	258.1	270.2	897.1	1,055.5	1,134.4
	연우	72.8	61.5	63.7	70.7	61.8	61.5	64.1	67.6	275.5	257.7	257.7
	중국법인(무석)	36.6	29.9	41.6	49.9	31.8	30.1	42.4	50.9	153.8	153.4	158.3
	미국법인	17.5	20.0	21.7	18.4	8.1	10.0	4.1	4.1	57.9	58.2	36.7
	캐나다법인	9.2	8.7	8.7	10.0	9.2	9.0	8.5	10.1	39.5	36.9	36.6
YoY		+21%	+7%	+14%	+11%	+9%	+10%	+7%	+9%	+14%	+11%	+9%
	별도	+47%	+12%	+11%	+10%	+18%	+8%	+9%	+21%	+24%	+12%	+12%
	HK이노엔	+6%	+5%	+16%	+20%	+14%	+21%	+4%	+3%	+8%	+18%	+7%
	연우	+19%	-0%	-5%	-4%	-15%	+0%	+1%	-4%	+16%	-6%	+0%
	중국법인	+5%	-8%	+20%	-5%	-13%	+1%	+2%	+2%	-3%	-0%	+3%
	미국법인	+55%	+75%	+210%	+37%	-54%	-50%	+0%	+0%	+54%	+1%	-37%
	캐나다법인	-12%	-4%	-3%	-21%	+0%	+3%	-2%	+1%	-14%	-7%	-1%
영업이익		54.5	35.1	59.9	73.5	58.3	48.9	60.8	84.0	193.9	240.7	270.3
	별도	37.2	18.1	33.9	49.0	44.3	24.4	35.7	60.8	122.3	151.6	171.6
	중국법인	1.0	- 1.5	3.1	6.1	- 1.6	- 1.0	3.2	6.2	8.0	6.6	7.9
	미국법인	- 3.4	1.2	1.5	- 0.2	- 6.4	- 5.0	0.1	0.1	- 5.6	- 10.1	- 7.3
	캐나다법인	- 1.8	- 2.1	- 1.3	0.3	- 1.3	- 1.5	- 1.3	- 1.5	- 6.9	- 3.8	- 3.7
	HK이노엔	22.2	24.4	25.4	19.5	25.9	35.4	26.5	20.0	88.2	106.2	126.6
	연우	1.2	- 1.0	- 1.0	0.8	- 0.2	- 1.0	- 1.0	0.8	1.4	- 1.4	- 1.4
YoY	연결	+76%	-6%	+85%	+2%	+7%	+39%	+1%	+14%	+42%	+24%	+12%
	별도	+185%	-2%	+48%	+11%	+19%	+35%	+5%	+24%	+54%	+24%	+13%
	중국법인	-33%	적전	+72%	-9%	적전	적자	+2%	+2%	-36%	-18%	+20%
	미국법인	적자	흑전	흑전	적자	적자	적전	-95%	흑전	적자	적자	적자
	캐나다법인	적자	적자	적자	흑전	적자	적자	적자	적전	적자	적자	적자
	HK이노엔	-1%	+8%	+47%	-20%	+17%	+45%	+4%	+3%	+34%	+20%	+19%
	연우	-20%	적전	적전	-33%	적전	적자	적자	+0%	+567%	적자전환	적자
OPM	연결	8.7%	6.0%	9.2%	10.1%	8.5%	7.5%	8.7%	10.6%	8%	8.9%	9%
	별도	13.6%	7.5%	12.4%	14.9%	13.8%	9.4%	12.0%	15.3%	12%	13%	13%
	중국법인	3%	-5%	7%	12%	-5%	-3%	7%	12%	5%	4%	5%
	미국법인	-19%	6%	7%	-1%	-79%	-3%	2%	2%	-10%	-17%	-20%
	캐나다법인	-20%	-24%	-15%	3%	-14%	-15%	-15%	-15%	-17%	-10%	-10%
	HK이노엔	10%	10%	10%	7%	10%	12%	10%	7%	10%	10%	11%
	연우	2%	-2%	-2%	1%	0%	-2%	-2%	1%	1%	-1%	-1%
당기순이익		15.4	33.5	13.3	34.9	34.0	23.0	22.0	47.3	90.1	105.2	133.4
	YoY	+34%	흑전	+109%	+0%	+121%	-31%	+66%	+36%	+1636%	+17%	+27%

자료: 한국콜마, 키움증권리서치

코스메카코리아
4Q25 Preview

코스메카코리아의 4분기 매출액은 1,592억원 (+24% YoY), 영업이익은 216억원 (+62 YoY, OPM 13.6%)으로 시장예상치에 부합할 전망이다. 국내와 미국이 성장을 주도할 전망이다.

BUY 유지
95,000원 유지

국내: 국내 매출액은 1,100억원 (+33% YoY), 영업이익은 130억원 (+21% YoY, OPM 12%)를 기록할 전망이다. 최근 Tiktok 채널 내 주요 고객사 제품에 대한 폭발적인 반응으로 발주가 급격히 증가하고 있고, 그 외 기존 고객사들도 견조한 발주 흐름을 보이고 있기 때문이다.

미국: 미국 매출액은 550억원 (+30% YoY), 영업이익은 94억원 (+154% YoY, OPM 17%)을 기록할 전망이다. 미국 세프라향 수출 물량이 꾸준히 증가하고 있는 가운데, 얼타 인디 뷰티 브랜드의 재고 조정이 마무리 되면서 수주 물량이 꾸준히 늘어나고 있다.

26년 코스메카코리아는 인디 뷰티 브랜드 중심의 성장세가 이어질 것으로 전망한다. 온라인 채널에서 인디 뷰티 고객사 제품에 대한 반응이 빠르게 확산되며 수주가 크게 증가하고 있고, 이에 따라 대량 수주 확보를 통해 동사의 기본적인 매출 레벨 자체가 상향되고 있다. 주요 고객사들의 (A사, D사) 성장과 맞물려 1~3분기까지 QoQ 기준의 매출 성장 흐름이 지속될 가능성이 높다. 다만 인디 뷰티 고객사들의 특성상 장기 발주보다는 채널 반응에 따라 수주 물량이 탄력적으로 조정되는 경향이 강해지고 있다는 점은 유의할 필요가 있다. 이로 인해 단납기 수주 비중이 확대되며, 단기적으로는 실적 가시성이 과거 대비 다소 낮아질 수 있지만, 이는 구조적 수요 약화보다는 인디 브랜드 중심 성장 환경에서 나타나는 특성으로 판단한다.

종합적으로 볼 때, 코스메카코리아는 26년에도 인디 뷰티 고객사들과 동반 성장하며 업종 내에서 가장 강한 성장 모멘텀을 보유한 업체로 평가된다. 현재 동사의 주가는 선행 기준 PER 약 10배 수준에 불과해 밸류에이션 매력도가 높으며, 26년까지 이어질 성장 가시성을 감안할 때 현 시점은 매수 타이밍으로 판단한다. 화장품 ODM 업종 내 최선호주로 제시한다.

코스메카코리아 실적 비교 테이블

(십억원)	4Q25	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	컨센서스	차이
매출액	159.2	128.3	24.1%	182.4	-12.7%	163.1	-2.4%
영업이익	21.6	13.3	62.1%	27.2	-20.5%	22.5	-4.0%
OPM	13.6%	10.4%	3.2%	14.9%	-1.3%	13.8%	-0.2%
당기순이익	14.3	11.8	21.1%	16.7	-14.3%	14.9	-3.7%

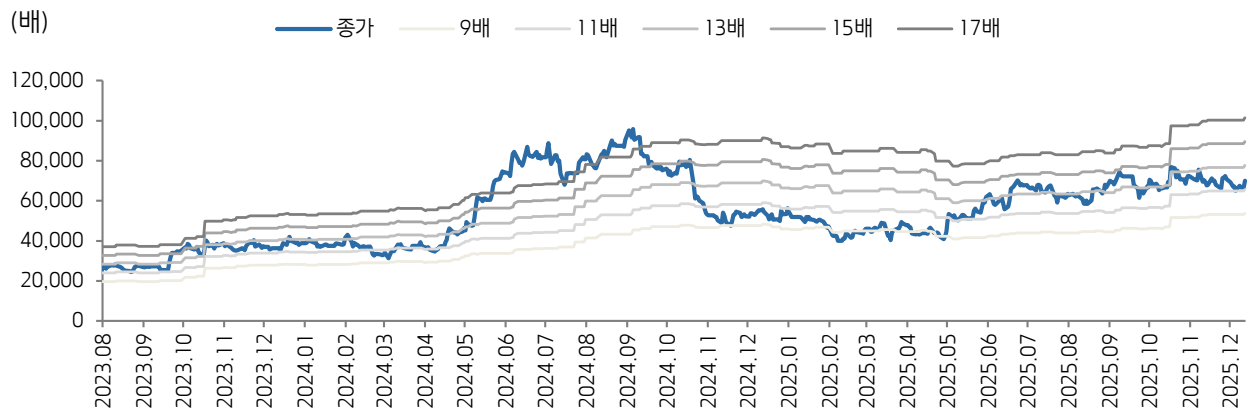
자료: FnGuide, 키움증권리서치

코스메카코리아 실적 변경 테이블

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	621.7	721.9	621.7	721.9	0.0%	0.0%	628.2	725.8	-1.0%	-0.5%
영업이익	84.1	97.6	84.1	97.3	0.0%	-0.3%	84.9	101.1	-0.9%	-3.8%
OPM	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	0.0%	0.0%	13.5%	13.9%	0.0%	-0.5%
당기순이익	44.6	56.2	48.0	57.5	7.7%	2.3%	48.5	63.00	-1.0%	-8.7%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

코스메카코리아 PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

코스메카코리아 세부 실적 테이블

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2024	2025	2026
매출	126.6	128.3	118.4	161.7	182.4	159.2	169.2	190.0	524.3	621.7	721.9
YoY	9%	5%	-6%	12%	44%	24%	43%	17%	11.4%	18.6%	16.1%
국내	82.5	82.8	74.3	110.0	129.8	110.0	111.0	121.9	328.7	424.2	487.8
	24%	19%	8%	16%	57%	33%	49%	11%	22%	29%	15%
중국	9.3	8.2	8.7	8.6	8.1	8.2	8.7	8.7	40.4	33.7	34.7
	-25%	-41%	-28%	-20%	-13%	0%	-1%	1%	-20%	-17%	3%
미국	41.1	42.2	42.5	57.5	61.8	55.0	49.5	59.4	181.9	216.8	249.4
	-24%	-26%	-19%	25%	50%	30%	16%	3%	-12%	19%	15%
영업이익	15.2	13.3	12.3	23.0	27.2	21.6	19.6	24.6	60.4	84.1	97.3
YoY	11%	-11%	-10%	27%	79%	62%	59%	7%	23%	39%	16%
OPM	12.0%	10.4%	10.4%	14.2%	14.9%	13.6%	11.6%	13.0%	11.5%	13.5%	13.5%
국내	12.0	10.7	8.0	13.8	14.5	13.0	15.1	15.4	44.5	49.3	58.3
	153%	48%	8%	-3%	21%	21%	87%	12%	94%	11%	18%
OPM	15%	13%	11%	13%	11%	12%	14%	13%	14%	12%	12%
중국	- 0.3 - 0.7	- 0.6 - 1.1	- 0.6 - 0.8	- 1.1 - 0.8	- 1.1 - 0.8	- 1.1 - 0.8	- 1.1 - 0.8	- 1.1 - 0.8	- 1.1 - 3.1	- 3.1 - 3.8	- 3.8
	적전	적전	적전	적자	적자	적자	적자	적자	적전	적자	적자
OPM	-3%	-9%	-7%	-13%	-7%	-10%	-13%	-10%	-3%	-9%	-11%
미국	4.1	3.7	4.6	10.1	13.2	9.4	5.6	10.0	18.7	37.3	42.8
	-56%	-53%	-31%	133%	225%	154%	23%	0%	-35%	99%	15%
OPM	10%	9%	11%	18%	21%	17%	11%	17%	10%	17%	17%
지배주주순이익	8.5	11.8	7.6	9.3	16.7	14.3	13.7	17.4	42.8	48.0	57.5
YoY	17%	169%	-13%	-32%	97%	21%	81%	86%	94%	12%	20%

자료: 코스메카코리아, 키움증권리서치

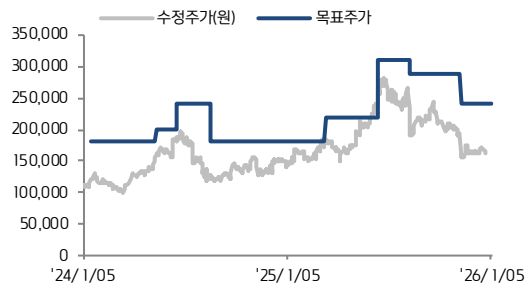
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비
코스맥스 (192820)	2024-01-17	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-35.86	-27.94	코스메카코리아 (241710)	2024-06-20	Buy(Initiate)	91,000원	6개월	-13.31	-2.42
	2024-03-08	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-36.72	-27.78		2024-08-21	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.19	-12.82
	2024-04-02	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-32.58	-12.39		2024-10-15	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-25.61	-12.82
	2024-05-14	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-15.65	-5.80		2024-11-11	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-46.35	-32.50
	2024-06-20	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-33.28	-17.58		2025-01-13	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-43.67	-29.41
	2024-08-21	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-27.93	-18.72		2025-06-20	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-41.76	-20.94
	2024-10-15	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-25.15	-12.67		2025-08-12	Buy(Maintain)	87,000원	6개월	-27.10	-19.54
	2024-11-13	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-23.38	-12.67		2025-09-26	Buy(Maintain)	89,000원	6개월	-23.11	-16.40
	2025-01-13	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-9.10	2.39		2025-11-07	Buy(Maintain)	89,000원	6개월	-22.10	-13.60
	2025-03-13	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-21.45	-15.95		2025-11-13	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-26.63	-20.53
	2025-04-15	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-13.75	16.36		2026-01-05	Buy(Maintain)	95,000원	6개월		
	2025-06-17	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-13.82	-9.03							
	2025-07-08	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-17.80	-9.03							
	2025-08-12	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-27.46	-16.03							
	2025-11-11	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-31.46	-25.83							
	2026-01-05	Buy(Maintain)	240,000원	6개월									
한국콜마 (161890)	2024-01-17	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-32.34	-24.23							
	2024-04-02	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-31.30	-22.25							
	2024-05-13	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-27.33	-1.55							
	2024-06-20	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-29.28	-18.89							
	2024-08-21	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-25.49	-15.33							
	2024-10-15	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-25.23	-15.33							
	2024-11-11	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-39.23	-35.00							
	2024-11-26	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-39.32	-35.00							
	2025-01-13	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-36.42	-28.00							
	2025-03-13	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-34.24	-18.89							
	2025-04-15	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-31.65	-7.11							
	2025-05-15	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-19.72	-9.00							
	2025-07-08	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-24.36	-16.00							
	2025-08-11	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.12	-16.00							
	2025-09-26	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-36.16	-16.00							
	2025-11-10	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-41.38	-38.91							
	2026-01-05	Buy(Maintain)	90,000원	6개월									

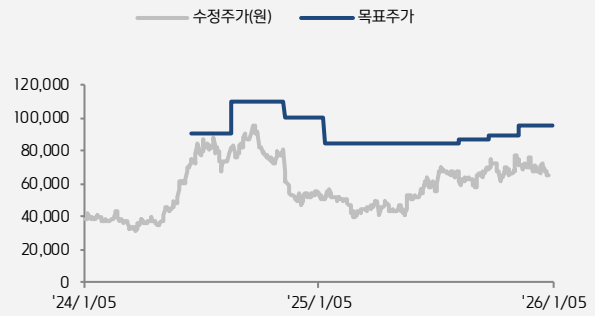
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

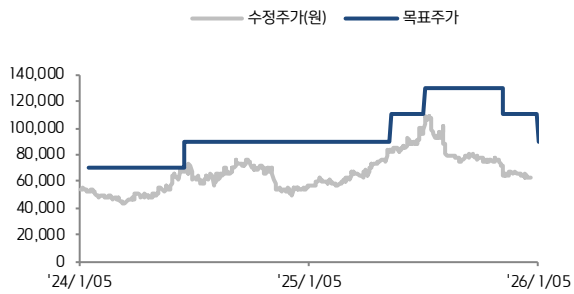
코스맥스 (192820)



코스메카코리아 (241710)



한국콜마 (161890)



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 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%