

화장품

미국이 끌고 유럽이 밀고

화장품/의류. 형권훈
kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

화장품: 미국이 끌고 유럽이 밀고

화장품/의류. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

화장품 업종의 수출 모멘텀은 올해 상반기에 다시 강세 전환했다. 4 월 누적 기준 수출 성장률(중국 제외)은 +31% 성장했으며, 이는 작년 같은 기간 성장률인 +22%를 상회하는 수치다. 지역별로 북미와 유럽의 기여가 컸는데, K 뷰티가 미국 뷰티 시장에서 더 이상 니치 마켓에 국한되지 않고 메인스트림 시장으로 편입되고 있으며, 유럽에서는 온·오프라인 채널에서 K 뷰티의 침투율이 증가하고 있다.

올해 하반기는 상반기와 유사한 흐름이 이어질 것으로 전망한다. 미국의 경우 아마존 채널에서 K 뷰티의 점유율이 안정적으로 유지되는 한편, 더 다양한 브랜드가 더 많은 오프라인 리테일 채널에 입점함에 따라 미국 오프라인 시장 침투가 본격화할 것이다. 얼타와 세포라의 CEO 는 K 뷰티의 경쟁력과 주류 시장으로의 편입 가능성에 대해 꾸준히 언급했으며, 실제로 K 뷰티 입점을 늘리고 있다. 스페셜티 리테일러뿐만 아니라 에이피알의 경우 타깃, 월마트, 코스트코와 같이 매스 리테일러까지 입점하고 있다. 미국 뷰티 시장의 59%에 해당하는 오프라인 채널이 열릴 것이다.

유럽은 미국과 더불어 올해 하반기 화장품 수출 성장을 견인할 것으로 전망한다. 온·오프라인 채널 침투가 동시에 진행되고 있는데, 온라인의 경우 서유럽 5 개 국가의 아마존 채널에서 메디큐브와 달바를 필두로 K 뷰티 BSR 총점이 급증하고 있어 침투율이 크게 증가하고 있다. 오프라인의 경우 하반기에는 메디큐브, 조선미녀, 아누아, 바이오던스 등 미국에서의 성과 레퍼런스가 확실한 브랜드 위주로 현지 드럭스토어나 스페셜티 스토어에 입점할 것이다.

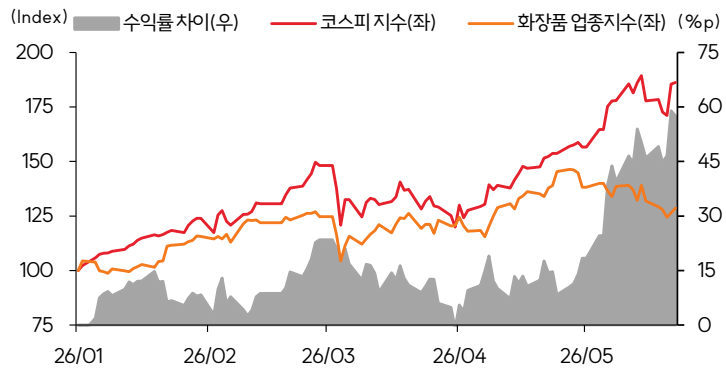
하반기 추천 종목으로는 에이피알과 한국콜마를 제시한다. 에이피알은 올해 미국 오프라인과 유럽 온·오프라인으로 지역과 채널 확장이 상장 브랜드 중에 가장 빠르게 진행되고 있어 실적과 밸류에이션 멀티플의 상방을 열어놓고 접근할 필요가 있다. 한국콜마는 화장품 수출 모멘텀 강세 관점에서 가장 투자 매력도가 높다. 올해 별도법인 매출액 성장률은 작년보다 높은 20% 기록할 것이며, 기존 SKU 중심으로 수량이 크게 성장하고 있어 1%p 내외의 영업이익률 개선될 것이다.

2026년 상반기 Review

강한 수출 업황에도 주가는 차별화

올해 상반기 WICS 분류 기준 화장품 업종지수의 수익률은 29%로, 같은 기간 코스피 상승률인 86% 대비 57%p 하회했다. 상대 수익률로 보면 코스피 대비 부진했지만, 화장품 업종지수의 상반기 상승률은 작년 같은 기간 수치인 25%를 상회했다.

코스피 지수 vs. 화장품 업종지수 연초 대비 증가 추이 비교

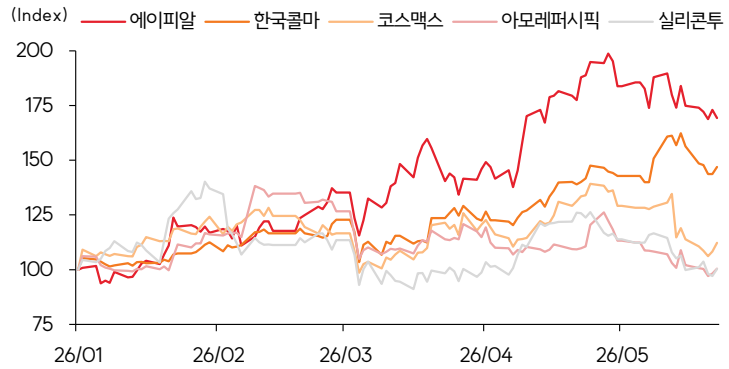


자료: Quantiwise, SK 증권

올해 상반기 화장품 업종의 분위기는 작년과 비교해 성격이 달라졌다. 중국을 제외한 한국 화장품 수출 성장률은 4월 누적 기준 30% 기록해 작년 같은 기간 성장률인 26%를 상회했다. 수출 모멘텀은 더욱 강해졌지만, 실제 주가 상승률로 체감되는 업종의 열기는 작년보다 미지근하다.

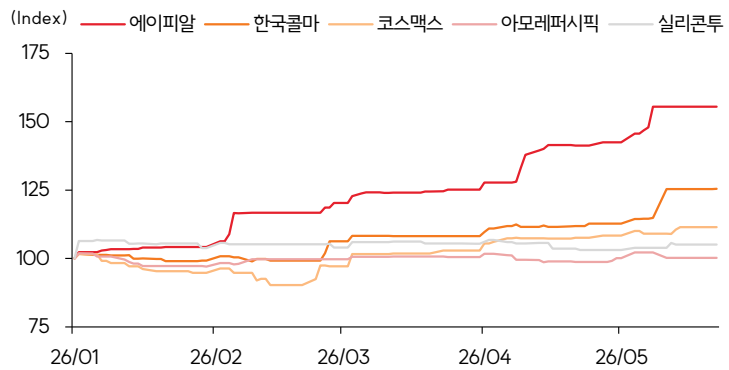
실제로 기업별 YTD 주가 수익률을 살펴보면 당사 커버리지 중에서는 에이피알과 한국콜마 두 종목의 주가만 유의미하게 상승했는데, 각각 연초 대비 69%, 47% 상승했다. 반면 코스맥스와 실리콘투는 각각 12%, 0% 상승해 같은 수출 업황 속에서도 주가 수익률이 차별화되었다. 통상 ODM 과 유통사는 화장품 수출 모멘텀에 실적과 주가가 연동되는 모습을 보였지만 올해 상반기에는 한국콜마 홀로 업황의 수혜를 누렸다.

SK 증권 커버리지 화장품 종목별 연초 대비 주가 추이 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

SK 증권 커버리지 화장품 종목별 연초 대비 12MF EPS 추정치 추이 비교



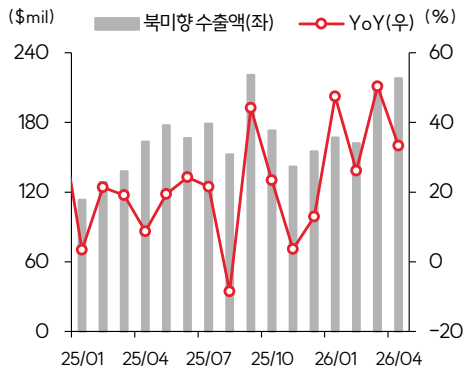
자료: Quantiwise, SK 증권

기업별로 주가 상승률이 차별화된 이유는 작년에 비해 올해 업종에 생긴 변수들 때문이다. ① 이란 전쟁으로 용기 가격, 운반비 상승과 같이 외생변수에 의한 실적 불확실성이 커졌고, ② 기초 화장품 수출이 크게 성장한 반면, 색조 화장품 수출이 감소했고, ③ 올리브영이 K 뷰티의 해외 유통사업을 본격화하려는 움직임이 보인 것이 주요했다고 본다. 색조 화장품 매출 비중이 상대적으로 크고, 용기 가격 상승에 따른 이익률 영향 우려에 코스맥스의 실적과 주가가 부진했고, 올리브영이라는 거대한 경쟁사의 등장과 운반비 걱정이 실리콘투의 주가를 눌렀다.

2026년 하반기 전망

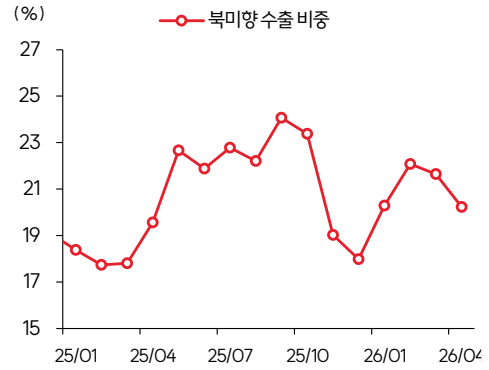
미국 오프라인 시장 침투 확대

북미향 한국 화장품 수출 추이



자료: TRASS, SK 증권

한국 화장품 수출 중 북미향 비중 추이

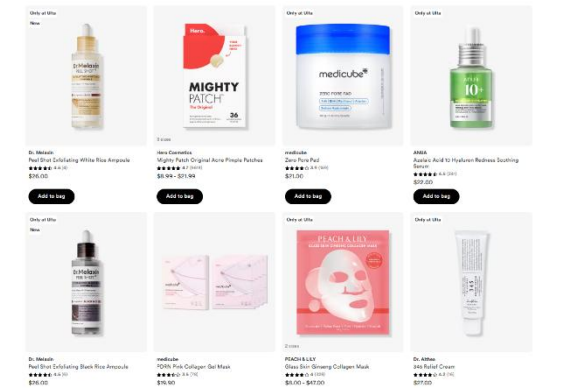


자료: TRASS, SK 증권

지금까지는 K 뷰티가 온라인 중심으로 성장해왔다면, 앞으로는 미국 오프라인 채널 침투가 성장을 만들어낼 것이다. K 뷰티는 이미 온라인에서 인지도를 충분히 쌓았다. 본격적으로 온라인 침투를 시작한 2023년부터 지난 3년간 K 뷰티는 미국 아마존 채널을 완전히 정복했다. 이미 미국에서 K 뷰티가 한 때의 유행이 아니라 미국인들의 일상적인 화장품 구매 리스트에 들어갔다고 본다.

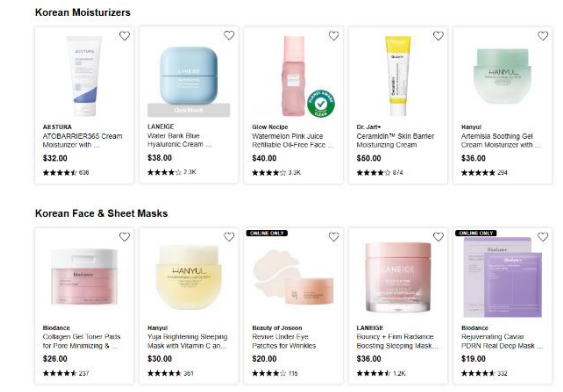
이제는 온라인에서 쌓은 인지도를 지렛대 삼아 오프라인 시장 침투가 본격화될 것이다. 작년에도 미국 오프라인 채널로 간 브랜드들은 있긴 했다. 다만 조선크미, 메디큐브, 아누아, 바이오던스 같이 소수의 선두 브랜드에 불과했다. 올해는 다르다. 엘시아, 달바, 라운드랩 등이 얼타 및 세포라에 입점하는 등, 입점 브랜드 수가 증가하고 있다. 얼타와 세포라는 온라인몰에서 K 뷰티 전용관까지 운영 중이다.

Ulta Beauty 한국 스킨케어 전용관 페이지



자료: Ulta, SK 증권

미국 Sephora 한국 스킨케어 전용관 페이지



자료: Sephora, SK 증권

오프라인 입점 사례가 늘어나는 것은 K 뷰티의 시장성을 리테일러들이 체감했기 때문이라고 본다. 알타뷰티와 세포라의 경영진들은 작년부터 꾸준히 K 뷰티가 미국 뷰티 시장의 주류로 편입되었으며, 따라서 적극적으로 K 뷰티를 유치할 계획임을 언급했다. 미국도 K 자 경제가 뚜렷한데, 스페셜티 리테일러 입장에서도 가격 대비 품질이 좋은 제품 중심으로 매대 구성을 바꿀 필요성을 느꼈을 것이다. K 뷰티가 현지에서 가격 대비 품질이 뛰어나다는 평가를 받고 있고, 무엇보다 K 뷰티의 시장성이 이미 입증되었기 때문에 리테일러들이 재고 리스크를 부담하면서까지 K 뷰티를 입점시킬 명분이 충분히 쌓였다.

Ulta Beauty, Sephora 경영진의 K 뷰티에 관한 최근 발언 정리

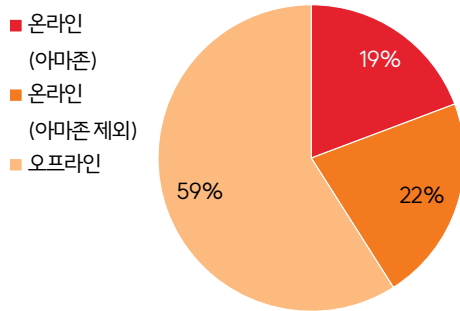
날짜	소속	인물	직위	핵심 내용
2025.07	Ulta Beauty	Kaitlin Rinehart	VP	"한국 화장품에서 지금 흥미로운 점은 포뮬러, 텍스처, 패키징이다. K-뷰티는 이 모든 것을 매우 잘 해낸다"
2026.03	Ulta Beauty	Shianna Davey	VP	"K-뷰티는 신상품(novelty) 단계를 넘어섰다. 이제 K-뷰티는 모든 연령대에 걸쳐 공감을 얻고 있다"
2026.04	Ulta Beauty	Kecia Steelman	CEO	"K-뷰티, 특히 스킨케어 분야에서 그것이 다가오고 있고 계속 자리잡을 것이다"
2025.01	Sephora	Brooke Banwart	SVP	"우리는 K-뷰티가 단순한 트렌드가 아니며, 한국 스킨케어가 카테고리로서 진지하게 받아들여져야 하고 마땅한 인정을 받아야 한다는 것을 보여주고자 한다"
2026.01	Sephora	Priya Venkatesh	Global Chief Merchandising Officer	"한국 뷰티는 현재 뷰티에서 가장 혁신적이고, 가장 빠르게 성장하며, 가장 매력적인 카테고리 중 하나다"
2026.01	Sephora	Guillaume Motte	CEO	"오늘날 가장 혁신적이고 추구되는 세그먼트 중 하나인 한국 뷰티의 정수를 제공하게 되어 자랑스럽다"
2026.02	Sephora	Carolyn Bojanowski	EVP	"우리는 한국 스킨케어 혁신이 계속 성장을 견인할 것으로 예상한다"

자료: 언론보도 종합, SK 증권

미국 화장품 시장에서 온라인과 오프라인 비중은 유로모니터의 산업자료를 근거로 41:59이며, 온라인 내에서 아마존의 비중은 47%로 추정된다. 지금까지 K 뷰티는 미국 전체 화장품 시장의 19%에 해당하는 비교적 작은 무대에서 성장해 왔는데,

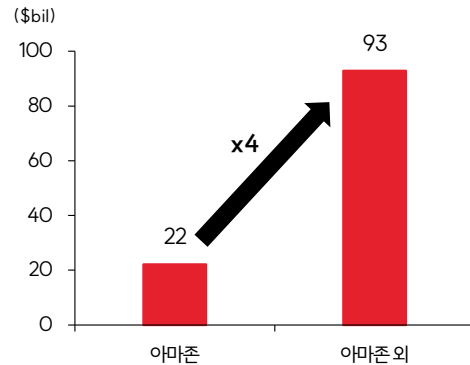
오프라인 시장이 열리게 되면 보수적으로 봐도 미국 전체 뷰티 시장의 59%에 해당하는 시장이 열리게 되어 K 뷰티의 TAM 이 크게 증가하게 된다. 물론 기존 아마존, 틱톡이랑 겹치는 영역도 존재하겠지만 기본적으로 확장되는 시장 규모 자체가 크기 때문에 K 뷰티 수출 성장에 큰 기여를 할 것으로 전망한다.

유통 채널별 미국 뷰티 시장 점유율



자료: Euromonitor, SK 증권

메이저 리테일 채널 입점을 통한 K 뷰티의 TAM 확장 전망

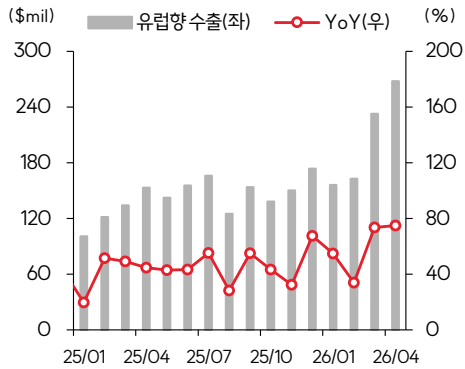


자료: Euromonitor, SK 증권

브랜드 입장에서는 당연히 매출이 증가하는 것도 좋지만, 이익 기여도가 크다는 점에 주목할 필요가 있다. 아마존은 물류 비용, 플랫폼 수수료, 광고비를 필요로 하기 때문에 수익성 측면에서 뛰어난 채널이 아니다. 반면 오프라인은 단가 협상에 따라 마진율이 달라지겠지만 기본적으로 재고 부담이 없고, 판관비가 들어가지 않기 때문에 마진율이 상대적으로 높다. 브랜드들이 미국 오프라인 채널에서 발생하는 매출이 증가함에 따라 이익률이 같이 개선될 가능성이 높다는 점도 주목할 만한 포인트다.

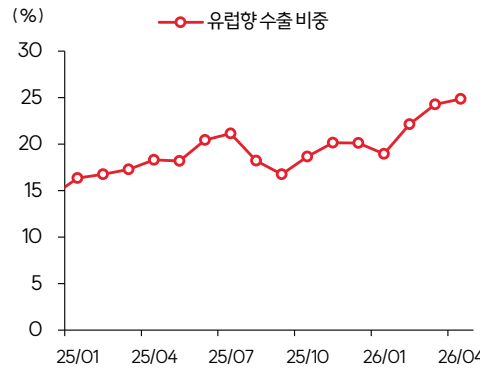
유럽 온·오프라인 침투 확대

유럽향 한국 화장품 수출 추이



자료: TRASS, SK 증권

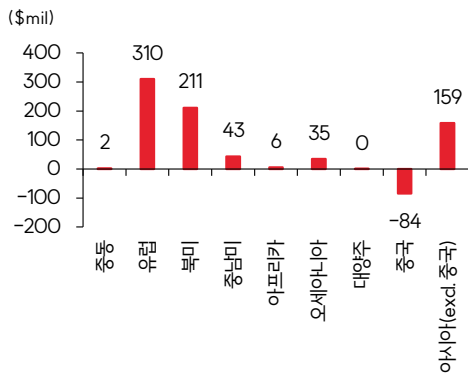
한국 화장품 수출 중 유럽향 비중 추이



자료: TRASS, SK 증권

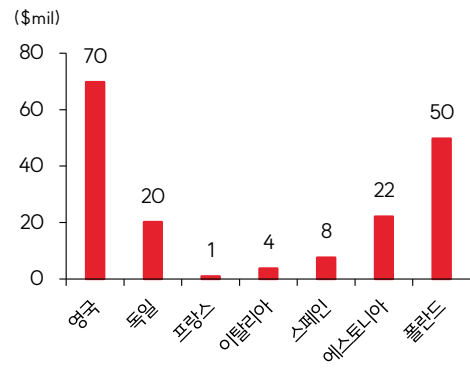
유럽은 미국만큼 한국 화장품 수출 성장에 크게 기여할 것으로 전망한다. 최근 유럽향 화장품 수출 성장세가 심상치 않다. 1~4 월 누적 기준 유럽향 화장품 수출은 '25 년에 \$150 억 성장했는데, 올해 \$310 억으로 크게 성장했다. 작년보다 더 다양한 지역이 고르게 수출에 기여하고 있는데, 올해에도 폴란드와 에스토니아 모두 여전히 높은 성장률을 보이고 있지만, 영국, 독일의 성장세가 눈에 띈다.

지역별 '25 vs. '26년 4월 누적 수출 증가 금액



자료: TRASS, SK 증권

유럽 주요 국가향 '25 vs. '26년 4월 누적 수출 증가 금액

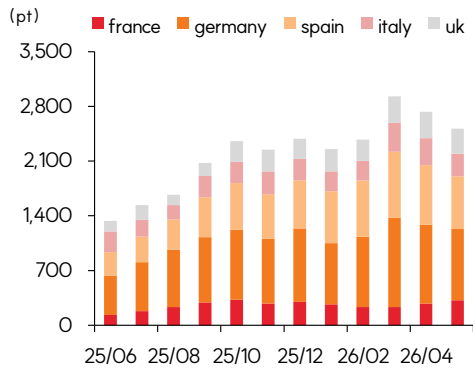


자료: TRASS, SK 증권

또한 하단의 차트들은 서유럽 5 개 국가(영국, 독일, 프랑스, 스페인, 이탈리아) 아마존에서 K 뷰티 브랜드들의 BSR 점수(BSR 점수에 관한 설명은 당사의 "Weekly Amazon Beauty Check" 보고서의 작성 방법론 부분을 참고)를 나타내는데 작년 말부터 성장 곡선의 기울기가 매우 가팔라졌다. 여기에는

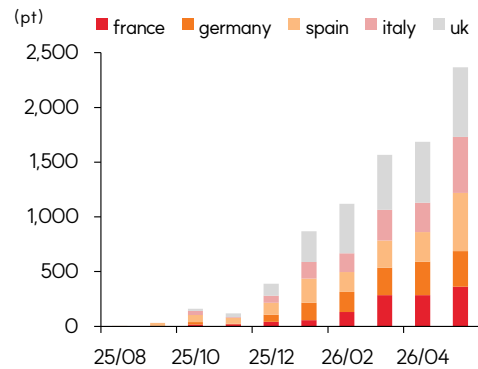
메디큐브와 달바의 기여도가 매우 컸던 게 사실이나, 두 브랜드를 제외한 BSR 점수도 이미 작년 말 블랙 프라이데이 수준을 훨씬 뛰어넘어 계절성을 무시하고 트래픽이 QoQ 증가하고 있다. K 뷰티가 유럽 아마존 채널을 점령하고 있다.

서유럽 5개국 아마존 K 뷰티(메디큐브 제외) BSR 점수 추이



자료: Amazon, SK 증권
주: Skin Care 카테고리 기준임

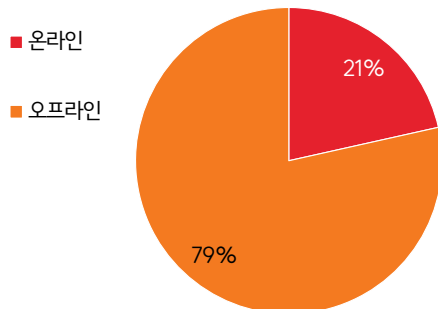
서유럽 5개국 아마존 '메디큐브' BSR 점수 추이



자료: Amazon, SK 증권
주: Skin Care 카테고리 기준임

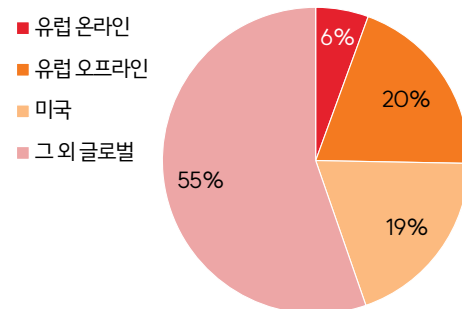
유럽 온라인만 해도 시장 규모가 글로벌 뷰티 시장의 약 6%로 작지 않지만, 유럽 지역의 주된 채널은 오프라인이다. 미국의 경우 구매 온라인과 오프라인 시장 비중이 41:59로 비등비등한 반면, 유럽은 21:79로 오프라인의 비중이 훨씬 크다. 오프라인까지 합칠 경우 유럽 시장은 글로벌 뷰티 시장의 26%를 차지한다.

채널별 유럽 BPC 시장 규모 비중



자료: Euromonitor, SK 증권

유럽 시장은 온오프라인 합쳐 글로벌 뷰티 시장의 26% 비중



자료: Euromonitor, SK 증권

K 뷰티 브랜드들의 유럽 오프라인 채널 입점도 순조롭게 진행되고 있다. 아직은 주로 메디큐브, 조선티너, 아누아, 바이오던스와 같이 미국에서 독보적인 인기를 선두 브랜드들의 입점 사례가 대다수이긴 하나, 유럽 내에서 K 뷰티의 입지가 상승함에 따라 점차 더 다양한 브랜드들의 입점 소식이 들려올 것으로 전망한다. 특히 미국에서 최근 얼타나 세포라에 입점하는 K 뷰티 브랜드들의 사례가 늘어나고 있는데, 이는 유럽 현지 리테일러에게도 K 뷰티 브랜드를 입점시킬 만한 레퍼런스로 작용할 것이다.

지정학적 리스크의 영향

최근 이란 전쟁으로 인해 화장품 산업은 용기 가격과 운임료 상승의 비용 증가 압력을 받고 있다. 전쟁이 2월 말에 발생했기 때문에 1분기 기업들의 실적에 영향이 없었지만, 2분기부터는 전쟁이 실적에 본격적으로 영향을 미치기 시작할 것이다.

용기 가격과 운임료 상승이 실적에 미치는 영향은 화장품 산업 내에서도 업종별로, 기업별로 차별화될 것이다. 우선 용기 가격은 ODM 과 브랜드사의 비용 상승 요인이다. 플라스틱으로 만드는 화장품 용기의 주요 원재료는 PE(폴리에틸렌)과 PP(폴리프로필렌)인데, 전쟁 발생 전인 2월 대비 5월 현재 두 원재료 모두 가격이 약 40% 상승했다.

이에 ODM 기업들은 고객들과 단가 인상 협상을 진행하고 있는데, 기업별로 가격 전가 정도에 차이가 존재한다. 한국콜마의 경우 가격 전가를 통해 2 분기에 원재료 가격 상승이 영업이익에 미치는 영향이 없을 것으로 추정한다. 반면 코스맥스의 경우 신규 SKU 에 한정해 단가 인상이 가능한 구조로, 한국콜마에 비해 영업이익에 미치는 영향이 클 것이다.

용기 가격이 각 밸류체인에 미치는 영향을 계산하는 것은 불가능하지만, 화장품 용기 가격과 밸류체인별 매출원가율과 원재료비 비중을 고려해 추산한 바로는 ODM 의 경우 영업이익률의 약 3%p 하락 압력이 있을 것이다. 이는 용기 생산에 필요한 모든 원재료비가 40% 상승하고, ODM 이 고객사에 비용 전가가 불가능한 최악의 상황을 가정한 것이므로, 실제로는 이것보다 훨씬 작을 것이나 100% 전가가 불가능한 코스맥스의 경우 실적에 영향을 줄 것이다. ODM 이 보유한 기존 용기 재고 덕에 2 분기 실적 영향은 5 월부터 부분적으로 영향을 줄 것이며, 3 분기부터 온기로 반영될 것이다.

한편 브랜드사의 경우 용기 가격 상승분을 전부 전가 받는 최악의 경우에도 영업이익률은 1%p 미만의 하락 압력이 있을 것이다. 이 또한 브랜드사마다 영향이 다를 텐데, 에이피알 같은 대형 브랜드일수록 경우 가격 협상력과 낮은 매출원가율로 인해 마진 영향이 타 브랜드에 비해 적을 것으로 추정한다.

운임료도 가파르게 상승했다. 브랜드사와 실리콘투 같은 유통사들은 주로 해운이나 항공을 통해 해외 물류창고로 물건을 보내고 있는데, 상하이컨테이너선 운임 지수는 5 월 현재 기준 전쟁 전에 비해 약 70% 상승했으며, 발틱 항공 운임료 지수는 약 28% 상승했다. 매출액 대비 운반비는 에이피알이 약 7%, 실리콘투가 약 2~3% 수준으로 작지 않다. 다만 두 기업 모두 재고와 비용 관리를 통해 매출액 대비 운반비율의 상승을 최소화하고 있다.

실리콘투의 경우 전쟁이 발발하고 미리 재고를 현지에 충분히 보내 놔기 때문에 당장 2 분기에도 1 분기와 유사한 2%대의 매출액 대비 운반비율을 예상한다. 그 이후 실적 영향은 전쟁의 종식 여부와, 이에 따른 글로벌 운임지수의 방향성에 따라 일부 영향을 받을 것이다. 에이피알의 경우 해상 운송 비중을 높여 운임료 상승에도 매출액 대비 운반비율을 안정적으로 가져갈 계획이다. 1 분기에 특히 유럽 지역을 거의 100% 항공으로 커버했는데, 현지 재고를 확충함에 따라 해상 운송의 비중을 늘릴 계획이다.

정리해보면 이란 전쟁으로 인한 용기와 운임료 상승이 화장품 산업에 미치는 영향은 그리 크지 않을 것이다. 굳이 영향의 정도를 따져보면 ODM 이 브랜드사보다 클 것으로 전망하며, ODM 내에서는 코스맥스의 영향 정도가 한국콜마보다 크고, 브랜드사 중에서는 에이피알과 같은 대형 브랜드일수록 영향의 정도가 작을 것이다.

2026년 하반기 Top Picks

에이피알 (278470/KS) - 실적의 상방이 열린다

- 미국 오프라인과 유럽 온·오프라인으로의 채널과 지역 다변화가 본격적으로 실적에 반영되는 구간
- 타깃 입점 1분기에 완료, 2~3 분기 중으로 월마트와 코스트코에 입점해 올해 미국 오프라인 매출 2,571억 전망
- 서유럽 5개국 아마존에서 메디큐브의 매출 트래픽 급증하는 추세, 올해 유럽 B2C 매출 2,589억 전망
- 4월에 유럽 세포라 450개 매장 입점 완료했으며 하반기 서유럽 현지 리테일 채널 추가 입점 예정
- 지역과 채널 다변화가 동시다발적으로 이뤄지고 있어 실적 추정치와 멀티플의 상방을 열어놓고 접근할 필요

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	391,000 원	매출액	십억원	524	723	1,527	2,878	3,706	4,429
시가총액	14,638 십억원	영업이익	십억원	104	123	366	722	951	1,147
		순이익	십억원	82	108	290	544	714	860
발행주식 수	3,744 만주	EPS	원	2,242	2,822	7,738	14,532	19,060	22,970
주요 주주		PER	배		17.7	29.9	26.9	20.5	17.0
김병훈(외5)	34.82 %	PBR	배		5.0	19.4	20.1	13.4	9.6
자사주	0.00 %	EV/EBITDA	배		13.1	21.4	16.2	12.1	9.8
외국인 지분율	38.27 %	ROE	%	54.9	41.3	75.3	92.6	78.3	65.7

한국콜마 (161890/KS) - ODM 최선평주

- 한국 스킨케어 수출이 4월 누적 기준 +41% 성장해 업황 강세 보이고 있으며, 이러한 추세 하반기까지 이어질 것
- 동사의 한국법인 수주 상황이 매우 좋은 상황으로, 최소 3분기까지 매출액이 매 분기 QoQ 성장할 전망
- 기존 고객의 기존 SKU 중심으로 출하량이 크게 늘고 있어 매출 성장에 따라 영업이익률 1%p 내외 개선 전망
- 미국 법인 실적은 바닥을 통과. 하반기에 신규 프로젝트가 예정되어 있어 실적 업사이드 요인 존재
- 작년 대비 더 높은 이익 성장률에도 12MF PER 12배에 거래. 지난 사이클 고점인 18배 대비 리레이팅 여력 존재

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	91,200 원	매출액	십억원	2,156	2,452	2,722	3,039	3,308	3,576
시가총액	2,153 십억원	영업이익	십억원	136	194	240	319	376	424
		순이익	십억원	25	125	168	218	260	297
발행주식 수	2,361 만주	EPS	원	227	3,816	5,299	6,875	8,203	9,354
주요 주주		PER	배	236.2	14.4	11.7	13.3	11.1	9.8
한국콜마홀딩스(외22)	26.58 %	PBR	배	1.9	1.6	1.6	2.1	1.8	1.5
NIHONKOLMAR	11.77 %	EV/EBITDA	배	12.3	10.3	9.1	8.5	7.5	6.7
외국인 지분율	38.27 %	ROE	%	0.8	12.5	14.7	16.6	17.2	16.9

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 3 자에게 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