

의류

다시 지갑이 열린다

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

의류: 다시 지갑이 열린다

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

1 분기에 당사 커버리지 기업 중 매스 브랜드의 합산 매출이 5% 성장한 반면, 신세계인터내셔널과 한섬의 매출은 11% 성장해 아웃퍼폼했다. 대중 브랜드의 매출도 전년 대비 성장해 작년에 비해 회복하는 모습이나, 럭셔리 브랜드의 매출 성장률이 이를 압도해 K 자형 소비 양상을 보였다. 당사는 하반기에도 이러한 추세가 지속될 것으로 전망한다. 백화점 상장사가 올해 이익 대비 PER 13 배로 평가받는 것에 비해 신세계인터내셔널은 9 배, 한섬은 7 배로 상대적인 밸류에이션 매력도가 부각되기에, 하반기 내수 소비 관점에서는 패션 유통사를 선호한다.

중국 소비도 턴어라운드 조짐을 보이고 있다. 디플레이션이 주된 경기 우려였던 작년과 달리 CPI 와 PPI 모두 올해 반등하고 있으며, 중국 GDP 성장률에 대한 글로벌 IB 들의 컨센서스도 작년 말부터 지속적으로 상향되고 있다. 무엇보다 패션 소매판매가 회복 중이라는 점에 주목한다. 중국 패션 소비의 회복 관점에서 F&F 를 관심종목으로 제시한다. F&F 의 MLB 는 중국에서 성숙기에 진입해 실적이 중국 패션 소비 업황에 연동되는 모습을 보이고 있다. 국내 실적도 MLB 와 디스커버리 모두 작년 대비 회복하고 있어 실적의 하방은 제한되고, 상방은 중국 실적이 열어줄 것이다. 중국 소비 회복 관점에서 저점 매수를 추천한다.

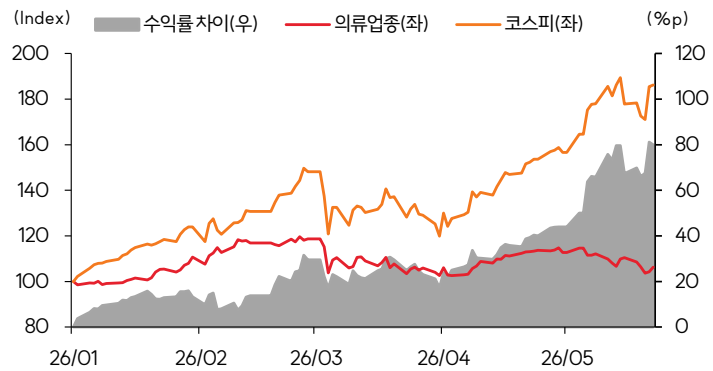
중국향 수출 모멘텀 관점에서 감성코퍼레이션도 주목할 만하다. 올해 3 개 매장이 추가되어 총 4 개 매장을 운영하고 있는데, 연말까지 총 30 개 매장 운영을 목표로 현지 파트너사인 비인러펀과 협업 중이다. 매장당 매출은 연에 40 억 원 페이스로, 1 선 도시 대형 매장이라는 입지 덕에 초기 매출 규모가 큰 편이다. 올해 감성코퍼레이션의 중국향 수출 매출은 약 300 억 원을 기록할 것이며, 영업이익은 90 억 원 기여할 것이다. 전체 수출 사업에서 영업이익 기여도가 올해 18%로 예상되는 바, 기여도가 낮지 않음에도 밸류에이션 멀티플은 12MF PER 9 배에 거래되고 있다. 과거 F&F 와 미스토홀딩스가 수출 호황기에 부여받았던 15~20 배 대비 밸류에이션 매력도가 높다고 판단한다.

2026년 상반기 Review

주가 회복세와 내수 소비주의 역습

올해 상반기에 WICS 분류 기준 의류 업종 지수가 연초 대비 6% 상승했는데, 같은 기간 코스피 지수의 상승률인 86%를 크게 하회했다. 상대 수익률로 보면 매우 부진했지만, 지난 '21년 하반기부터 '25년까지 상반기까지 3년 넘는 기간에 걸쳐 줄곧 하락했던 것에 비해 주가는 바닥을 형성했다.

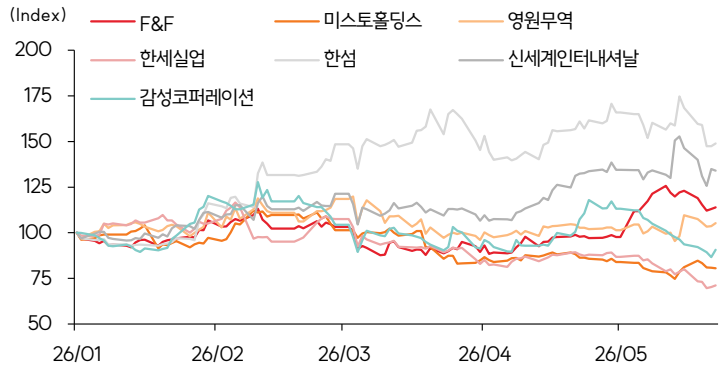
코스피 지수 vs. 의류 업종지수 연초 대비 증가 추이 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

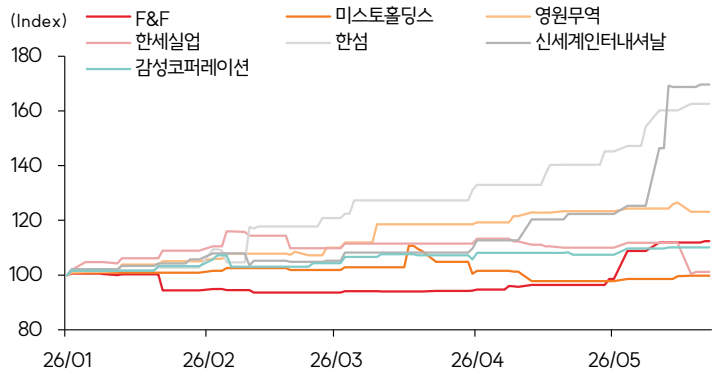
시총과 주가 수익률을 고려했을 때 상반기 지수 상승에 기여가 컸던 종목은 한섬, 신세계인터내셔널, F&F 정도였는데, 내수와 중국 소비의 턴어라운드가 상반기 주요 주가 상승의 동인이었음을 유추할 수 있다. 특히 내수 소비가 K 자형 회복을 보임에 따라 백화점 채널을 중심으로 해외 수입 브랜드를 유통하는 한섬과 신세계인터내셔널의 주가 수익률이 좋았는데, 두 종목은 연초 대비 49%, 34% 상승해 지수 상승률을 크게 상회했다.

의류업종 주요 종목별 연초 대비 주가 추이 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

의류업종 주요 종목별 연초 대비 12MF EPS 추정치 추이 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

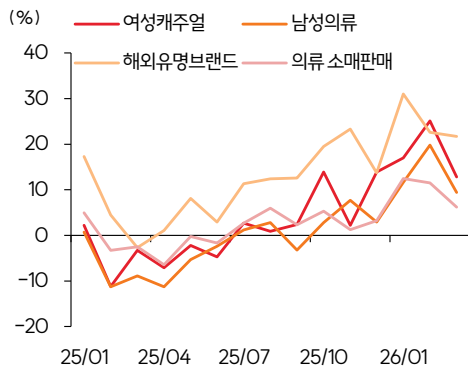
OEM 종목들은 다소 부진한 흐름을 보였다. 영원무역은 연초 대비 주가가 5% 상승했는데, OEM 부문의 이익이 성장하고, SCOTT 의 적자폭이 크게 축소되어 펀더멘탈이 긍정적이나, 주요 고객사인 Amer Sports 가 올해 Technical Apparel 부문의 매출 성장률 가이드를 작년 대비 보수적으로 제시했고, 이란 전쟁에 따른 원부자재 가격 상승 우려를 시장이 선반영해 주가는 강보합에 그쳤다. 한세실업은 미국의 소비 양극화로 오더가 약세를 지속했고, 비용 상승 압박에 대한 우려까지 겹쳐 실적과 주가 모두 부진했다.

2026년 하반기 전망

#K자형 내수 소비 강세 지속

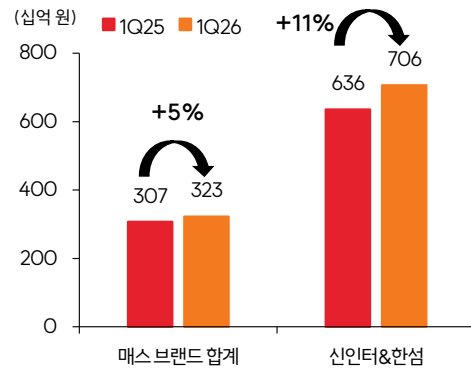
1 분기에 당사 커버리지 기업 중 매스 브랜드의 매출은 5% 성장한 반면, 신세계인터내셔널과 한섬의 매출은 11% 성장해 아웃퍼폼했다. 대중 브랜드의 매출도 전년 대비 성장해 작년에 비해 회복하는 모습이나, 럭셔리 브랜드의 매출 성장률이 이를 압도해 K 자형 소비 양상을 보였다. 당사는 하반기에도 이러한 추세가 지속될 것으로 전망한다.

백화점 패션 매출과 의류 소매판매 YoY 증감률 추이



자료: KOSIS, SK 증권

매스 브랜드 vs. 백화점 패션유통사 1Q26 매출 성장률



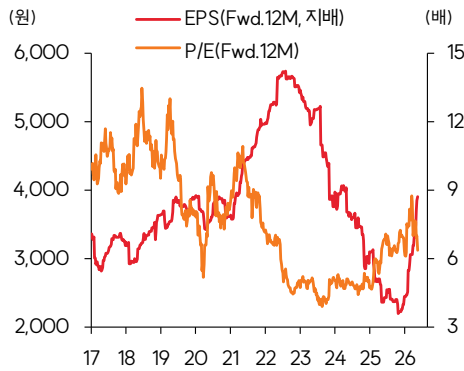
자료: 각 사, SK 증권

주: 매스 브랜드는 MLB, Discovery, FILA, Snowpeak Apral 합산임

럭셔리 혹은 프리미엄 패션 세그먼트의 경우 경기 순환에 소비가 흔들리지 않는 고정 수요층이 수요의 하단을 받쳐준다. 따라서 기존에 미들 또는 매스 브랜드를 주요 소비하던 수요층이 Trading Up 을 통해 얼마큼 유입되는지가 시장의 크기를 결정하는 경향이 있다. 하반기에는 주식과 부동산 가격 상승에 따른 자산 효과에 더해 고소득자를 중심으로 소비의 Trading Up 이 발생함에 따라 프리미엄 혹은 럭셔리 패션 시장으로 수요가 이동할 것으로 전망한다.

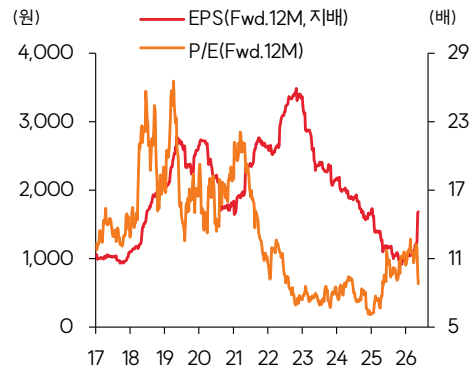
따라서 하반기에도 주로 백화점 채널을 통한 해외 브랜드 유통을 주된 사업모델로 하고 있는 신세계인터내셔널, 한섬의 실적 성장 기운기가 F&F 나 미스트홀딩스와 같은 매스 브랜드사를 압도할 것이다. 백화점 상장사가 올해 이익 대비 PER 13 배로 평가받는 것에 비해 신세계인터내셔널은 9 배, 한섬은 7 배로 상대적인 밸류에이션 매력도가 부각되기에, 하반기 내수 소비 관점에서 패션 유통사를 선호한다.

한섬 12MF EPS와 PER 추이



자료: Quantwise, SK 증권

신세계인테리어 12MF EPS와 PER 추이

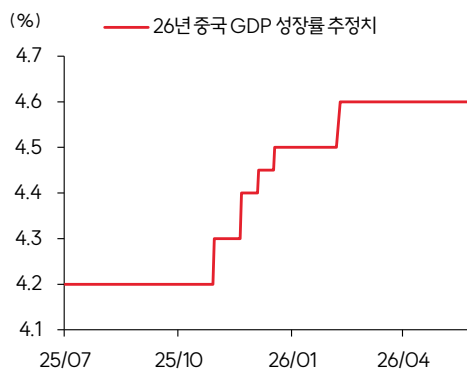


자료: Quantwise, SK 증권

중국 소비 턴어라운드

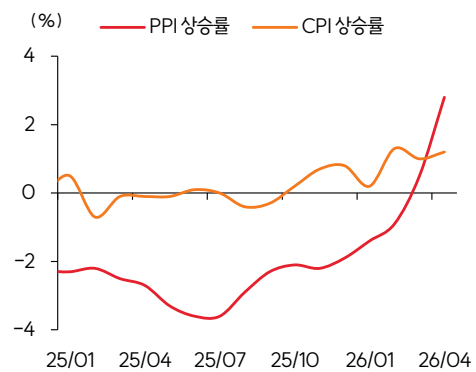
중국 소비도 턴어라운드 조짐을 보이고 있다. 디플레이션이 주된 우려였던 작년과 달리 CPI 와 PPI 모두 올해 반등하고 있으며, 중국 GDP 성장률에 대한 글로벌 IB 들의 컨센서스도 작년 말부터 지속적으로 상향되고 있다. 무엇보다 패션 소매판매가 회복 중이라는 점에 주목한다.

중국 '26년 GDP 성장률 글로벌 IB 추정치



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 PPI, CPI 상승률

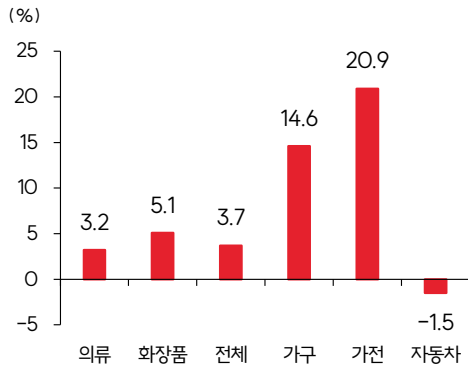


자료: Bloomberg, SK 증권

중국 전체 소매판매는 4 월 누적 기준 전년 대비 1.9% 성장했는데, 자동차 판매가 보조금 감소로 인한 수요 공백으로 10.6% 감소한 영향으로, 패션과 화장품처럼 대표적인 비내구 재량 소비재의 소매판매는 각각 8.1%, 5.6% 성장해 뚜렷한 회복세를 보이고 있다. '24 년과 '25 년이 중국 정부의 이구환신 정책으로 내구재 중심으로 소비가 회복되는 시기였다면, 올해는 중국 경기 회복세, 대도시 중심의

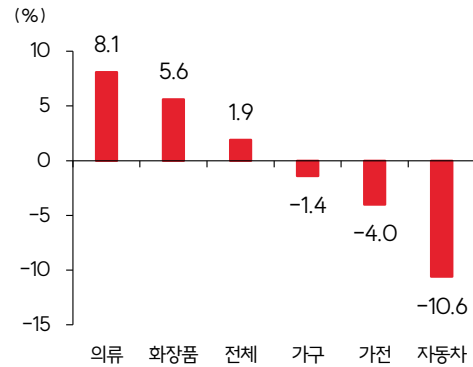
부동산 가격 하락 안정화와 맞물려 비내구재 중심으로 소비가 회복될 가능성을 제시한다.

중국 '25년 제품별 소매판매 성장률



자료: 중국 국가통계국, SK 증권

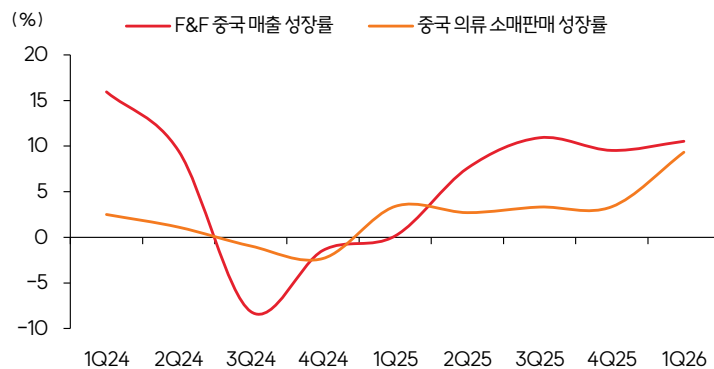
중국 '26년 4월 누적 기준 제품별 소매판매 성장률



자료: 중국 국가통계국, SK 증권

중국 패션 소비의 회복 관점에서 F&F 를 관심종목으로 제시한다. F&F 의 MLB 브랜드는 중국 내에서 1,000 개가 넘는 매장을 운영하고 있어 성숙기에 진입했다. 그 결과 MLB 중국 실적은 과거 대비 중국 패션 소비 업황에 연동되는 모습을 보이고 있다. 국내 실적의 경우 MLB 와 디스커버리 모두 작년 대비 회복하고 있어 실적의 하방은 제한되고, 상방은 중국이 열어줄 것이다. 12MF PER 6 배 수준에 거래되고 있어 밸류에이션 멀티플이 역사적으로 낮은 수준이기 때문에 중국 소비 회복 관점에서 저점 매수를 추천한다.

분기별 F&F 중국 매출(위안화 기준) vs. 중국 의류 소매판매 성장률 추이



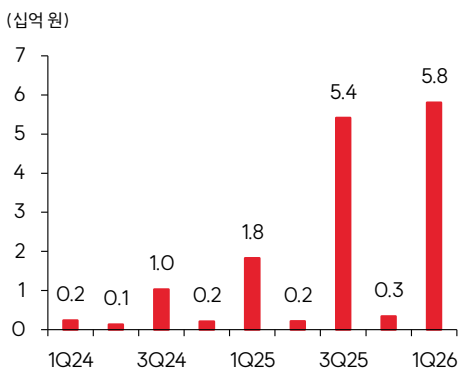
자료: F&F, 중국 국가통계국, SK 증권

중국 수출주

한편 중국향 수출 모멘텀 관점에서 감성코퍼레이션도 주목할 만하다. 감성코퍼레이션의 스노우피크 어패럴 브랜드는 올해부터 중국 사업을 본격적으로 확장하고 있다. 기존에 운영 중이던 상하이 1 호점을 포함해 올해 새로 오픈한 광저우 2 개, 충칭 1 개 매장을 합해 총 4 개 매장을 운영 중이다. 올해 연말까지 총 30 개 매장 운영을 목표로 현지 파트너사인 비인러펀과 협업 중이다.

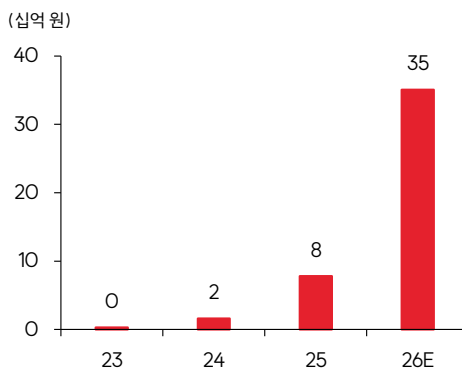
매장당 매출은 연에 40 억 원 페이스로, 1 선 도시 대형 매장이라는 입지 덕에 초기 매출 규모가 큰 편이다. 하반기에 현지 마케팅을 강화하고, 온라인 판매를 시작할 예정이기에 매장당 매출은 현재 수준보다 증가할 가능성이 높다. 매장당 평균 연 매출을 30 억 원으로 다소 보수적으로 가정해도 올해 감성코퍼레이션의 중국향 수출 매출은 약 300 억 원을 기록할 것으로 전망한다.

감성코퍼레이션 분기별 수출 매출 추이



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

'26년 수출 매출 350억 원 전망



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

수출의 이익 기여도가 높다는 점에 주목하는데, 수출 매출은 홀세일 방식으로 인식하기 때문에 매출 인식 과정에서 마케팅비, 판매수수료, 운반비 등 부대비용이 들지 않아 이익률이 높다. 과거 유사한 사업 모델로 중국 사업을 전개했던 F&F 의 영업이익률이 중국 매출 비중에 연동되어 증가한 사례를 참고해 감성코퍼레이션의 수출 사업의 영업이익률을 30%로 가정해 올해 영업이익 100 억 원 기여할 것으로 전망한다. 수출 사업에서의 영업이익 기여도가 올해 18%로 예상되는 바, 기여도가 낮지 않음에도 밸류에이션 멀티플은 12MF PER 기준 9 배에 거래되고 있다. 과거 F&F 와 미스토홀딩스가 수출 호황기에 부여받았던 15~20 배 대비 밸류에이션 매력도가 높다고 판단한다.

2026년 하반기 Top Picks

신세계인터내셔널 (031430/KS) - 내수 소비 회복 수혜주

- 하반기에도 자산효과, 고소득층의 Trading Up, 인바운드 관광으로 백화점 채널 매출 고성장 지속할 것
- 전쟁으로 인한 소비심리 위축에도 4월 매출은 1분기와 유사한 페이스 기록했으며 5월은 1분기를 상회 중
- 하반기 매출 +14%(JAJU 효과 제외) 성장 전망. 해외패션(+21%)과 수입코스메틱(+13%)이 성장 견인할 것
- 업황 개선에 따른 할인 축소 및 영업 레버리지 효과로 하반기 영업이익률은 +12%p 개선될 전망
- 12개월 선행 PER 8.8 배로, 백화점 3사 평균치인 12배 대비 밸류에이션 매력 존재

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	14,830 원	매출액	십억원	1,354	1,074	1,110	1,285	1,360	1,406
시가총액	519 십억원	영업이익	십억원	49	7	-11	54	70	79
		순이익	십억원	40	33	4	52	62	70
발행주식 수	3,499 만주	EPS	원	1,098	496	-155	1,555	1,839	2,071
주요 주주		PER	배	16.7	20.4	-70.5	9.5	8.1	7.2
신세계(외1)	55.16 %	PBR	배	0.8	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
네이버	6.99 %	EV/EBITDA	배	7.4	10.2	14.9	8.0	6.6	5.9
외국인 지분율	5.34 %	ROE	%	4.7	3.8	0.5	6.4	7.2	7.7

삼성코퍼레이션 (036620/KS) - 수출 실적 기여도 본격적으로 올라오는 구간

- 현재까지 중국 내 총 4개 매장 운영 중(상하이, 광저우 2개, 충칭). 연말까지 총 30개 매장 운영 계획
- ASP 높은 F/W 시즌 제품이 출하되며, 다수의 매장이 하반기 출점 예정이기에 3분기 수출 매출에 주목
- 올해 총 수출 매출 350억 원, 영업이익 105억 원 기여해 어퍼럴 내 매출 비중 12%, 영업이익 비중 18% 전망
- 고마진 수출 매출 비중이 증가함에 따라 올해 영업이익률 +1.1%p 개선될 것으로 전망
- 밸류에이션 멀티플 12MF PER 9 배로, 과거 수출주가 부여받은 15~20 배 대비 밸류에이션 업사이드 존재

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	5,230 원	매출액	십억원	178	220	250	306	362	411
시가총액	473 십억원	영업이익	십억원	32	36	45	58	73	78
		순이익	십억원	24	29	35	46	57	60
발행주식 수	9,050 만주	EPS	원	267	315	391	503	631	665
주요 주주		PER	배	11.9	9.8	14.7	10.4	8.3	7.9
김호선(외4)	29.74 %	PBR	배	3.7	2.5	3.8	3.0	2.5	2.2
자사주	0.71 %	EV/EBITDA	배	7.1	6.2	10.0	7.7	6.2	5.7
외국인 지분율	16.33 %	ROE	%	37.5	30.7	28.7	31.4	33.5	30.2

SIGNATURE

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