

[음식료]

동반(同伴) #2 건기식: 트렌드

국내외 소비 트렌드와 동반해 성장하는 K-건기식 ODM

국내 건기식 ODM은 한국과 중국의 건기식 소비 트렌드 수혜로 실적 성장이 기대된다. 25년 건기식 ODM 3사의 합산 실적은 매출액 1.3조원(+6% YoY), 영업이익 824억원(+43% YoY, OPM 6.3%)으로 전망한다. 이중 합산 수출 매출액은 5,416억원(+8% YoY)으로 중국향 수출 중심으로 실적 성장이 기대된다. 중국의 1)소비 업그레이드 및 해외 프리미엄 건기식 소비 증가, 2)맛/포장/편의성을 개선한 제품과 일상 건강 관리 제품 수요 증가, 3)온라인 해외 직구 소비 확대 트렌드에서 K-건기식 ODM은 지리적 강점과 차별화된 제품 개발/제조 경쟁력으로 글로벌 브랜드 수주가 확대되고 있다. 내수는 시장 기저 부담이 완화된 상황에서 올리브영, 다이소, 편의점 등 오프라인 채널의 건기식 카테고리 강화 및 소비 확대 트렌드 수혜가 기대된다.

고객사와 동반 성장 중인 건기식 ODM

국내 건기식 ODM은 고객사와 실적 성장을 같이하고 있다. 주요 고객사인 글로벌 브랜드의 중국 내 실적이 성장에 따라 국내 건기식 ODM의 해외 실적도 성장하고 있다. 1)노바렉스&GNC: 미국 건기식 유통 기업 GNC가 중국 내 제품군 확장과 온라인 채널 집중 투자로 성장하며 노바렉스의 수출 실적도 성장 중이다. 2)코스맥스엔비티&Swisse: 호주 건기식 유통 기업 Swisse는 24년 중국 온라인 건기식 시장 점유율 7.7%로 1위를 기록하고 있다. 코스맥스엔비티는 호주 현지 공장을 통해 Swisse 제품을 생산하고 성장했다. 3)콜마비엔에이치&애틀미: 콜마비엔에이치는 한국의 글로벌 네트워크 마케팅 기업 애틀미의 핵심 제품인 헤모함을 비롯해 다양한 건기식 제품과 화장품을 공급하며 성장해왔다. 최근 애틀미 외에도 국내외 ODM물량을 확대하고 수익성 개선에 집중하고 있다.

관심 종목: 노바렉스, 코스맥스엔비티, 콜마비엔에이치

건기식 ODM 기업은 25년 들어 음식료 업종 내 차별적인 주가 상승을 기록했다. 7/3기준 25년 YTD 수익률은 노바렉스 143%, 코스맥스엔비티 62%, 콜마비엔에이치 31%를 기록 중이다. 주가 상승을 견인한 모멘텀은 해외 수출 성장과 내수 실적 반등이며 해외 비중 확대에 따라 밸류에이션도 상승했다. 노바렉스의 경우 20-24년 평균 PER 10.5배에서 25년 예상 실적대비 12.4배까지 상승했다. 건기식 업종 밸류에이션은 목표배수 PER 12배를 유지하나 향후 대형 고객사 추가 확보 및 국내외 실적 성장에 따라 밸류에이션 리레이팅도 기대된다. 종목 선호도는 노바렉스, 코스맥스엔비티, 콜마비엔에이치 순이다.

장지혜 음식료·미디어·엔터
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원
02-709-2886
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.07.04

비중확대 (유지)

관심종목

노바렉스 194700

투자의견(유지)	BUY
목표주가(상향)	22,000원
상승여력	20.9%

코스맥스엔비티 222040

투자의견(유지)	BUY
목표주가(유지)	6,000원
상승여력	20.1%

콜마비엔에이치 200130

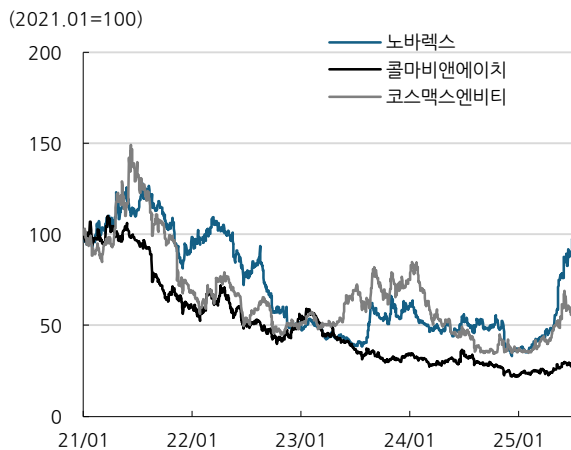
투자의견(유지)	BUY
목표주가(유지)	17,000원
상승여력	12.7%

건기식 ODM 주가 추이

건기식 ODM
수출 성장, 내수 방어로
실적 성장 전망

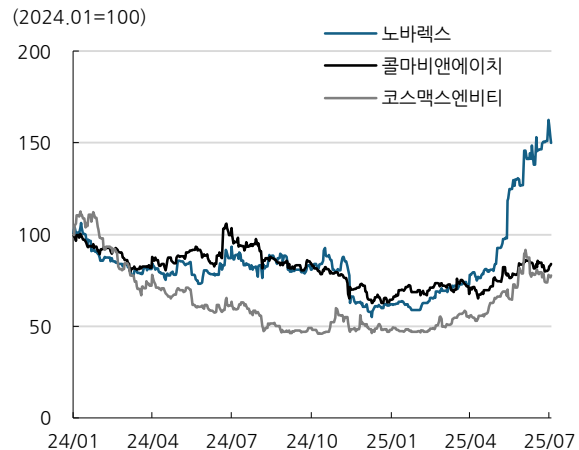
25년 들어 음식료 업종 내에서도 건기식 ODM 주가는 유독 강세를 보였다. 7/3기 준 25년 YTD 수익률은 노바렉스 143%, 코스맥스엔비티 62%, 콜마비앤에이치 31%를 기록 중이다. 주가 상승을 견인한 모멘텀은 1)해외 성장: 글로벌 건기식 브랜드의 중국향 제품 ODM 물량 성장, 2)내수 반등: 지난 22~24년 부진했던 국내 실적이 기저 부담 완화, 업체간 가격 경쟁 축소, 오프라인 채널의 건기식 확대로 반등했기 때문이다. 특히 가장 높은 주가 상승률을 기록한 노바렉스의 수출 실적이 24년 912억원(+22% YoY)을 기록했고 1Q25는 314억원(+85% YoY)으로 최고치를 경신했다. 이에 따라 건기식 ODM 3사의 PER도 상승했는데 노바렉스의 경우 20~24년 평균 10.5배에서 25년 예상 실적대비 12.4배까지 상승했다.

그림1 건기식ODM 3사 주가 추이(2021~)



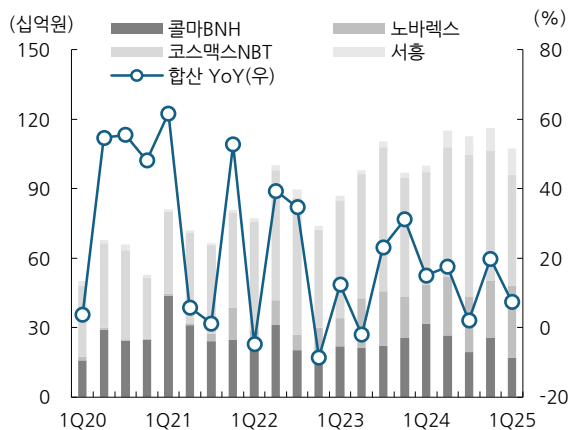
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림2 건기식ODM 3사 주가 추이(2024~)



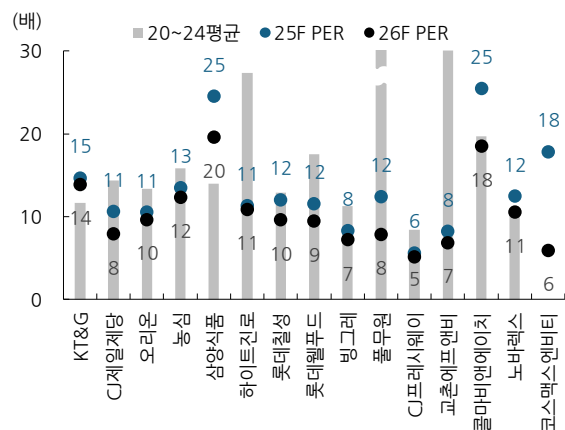
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림3 주요 건기식 ODM 업체 합산 해외 매출 추이



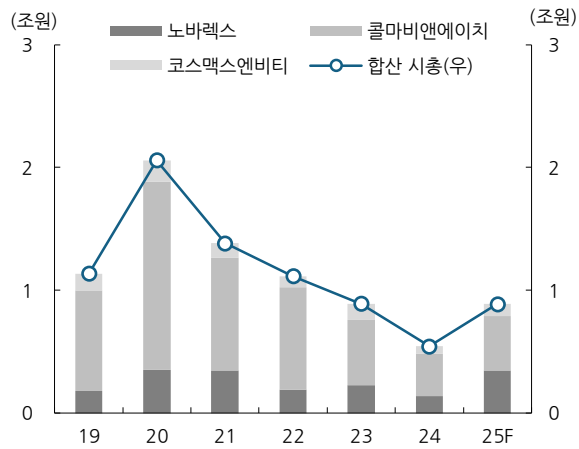
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림4 음식료-건기식 PER 비교



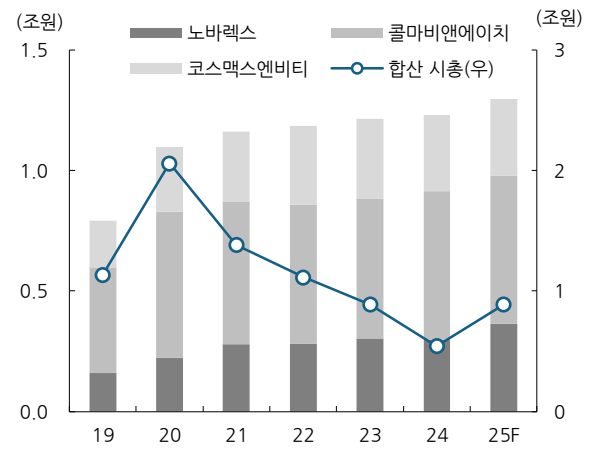
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림5 건기식ODM 3사 합산 시가총액 추이



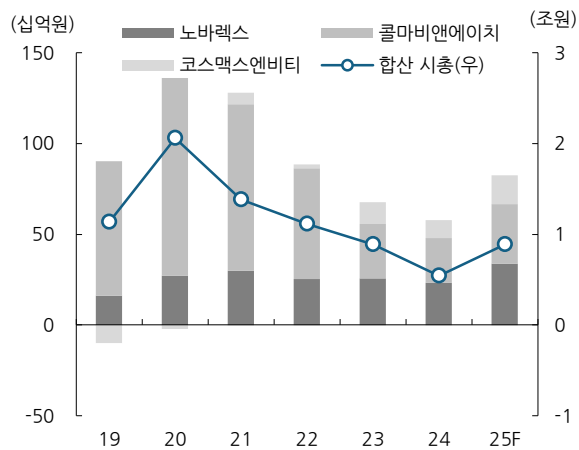
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림6 건기식ODM 3사 합산 시총과 매출액 추이



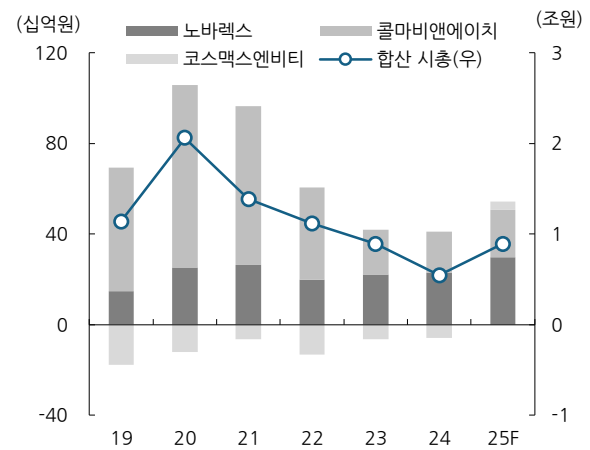
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림7 건기식ODM 3사 합산 시총과 영업이익 추이



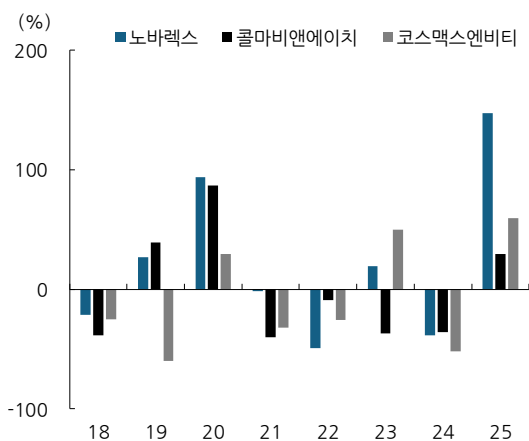
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림8 건기식ODM 3사 합산 시총과 지배주주순이익 추이



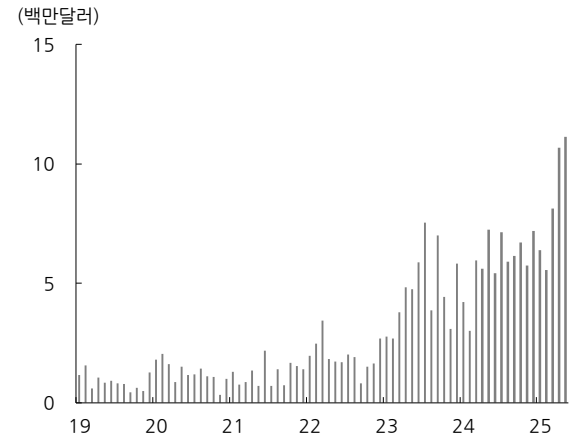
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림9 주요 건기식 ODM 업체 YTD 수익률 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림10 충북 청주시 기타 조제식품 수출 추이



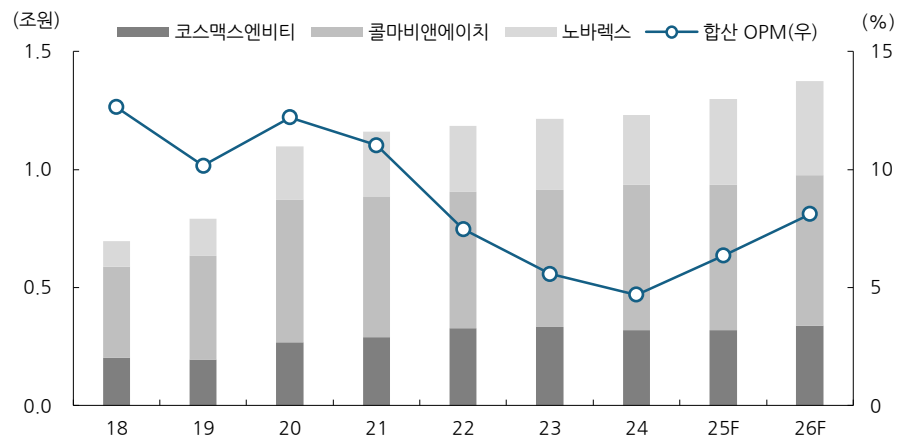
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

건기식 소비 트렌드 점검

한국과 중국 건기식 소비
트렌드에 적극 대응하며
건기식 ODM 실적 성장

국내 건기식 ODM의 실적 성장은 한국과 중국의 건기식 소비 트렌드 변화에 기인한다. 25년 건기식 ODM 3사의 합산 실적은 매출액 1.3조원(+6% YoY), 영업이익 824억원(+43% YoY, OPM 6.3%)으로 각 사는 빠르게 변화하는 건기식 소비 트렌드에 적극적으로 대응하며 지속적인 실적 성장을 시현할 전망이다.

그림11 주요 건기식 ODM 기업 합산 실적 추이 및 전망



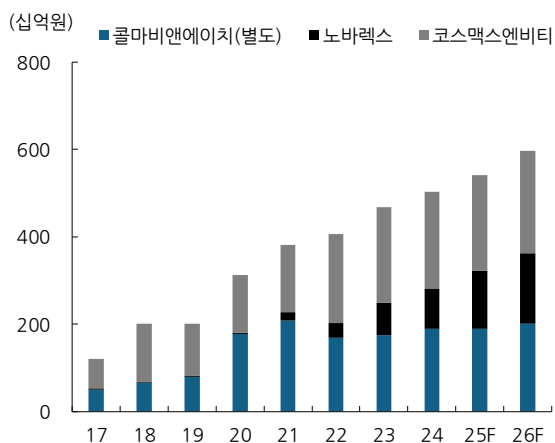
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

수출: 중국 건기식 시장 성장과 트렌드와 함께

중국을 중심으로 건기식
ODM의 해외 수출 증가
해외 실적 비중 확대

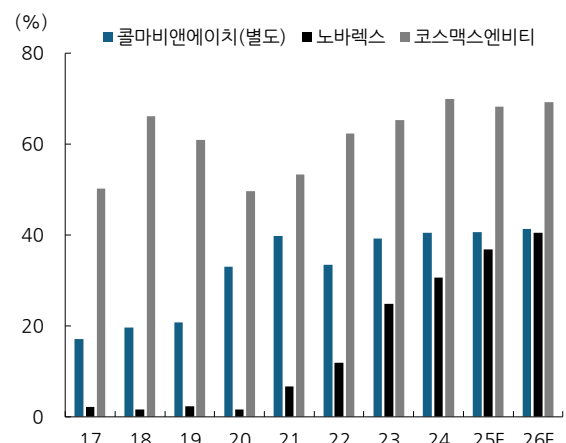
국내 건기식 ODM 3사의 실적 성장은 해외 실적이 견인하고 있다. 각 사의 합산 해외 매출은 24년 5,034억원(+8% YoY)을 기록했고 CAGR(19-24) 20% 성장했다. 25년은 해외 매출 5,416억원(+8% YoY)으로 성장해 전체 실적에서 차지하는 해외 매출 비중은 19년 27%→22년 36%→25년 47%로 확대될 전망이다.

그림12 주요 건기식 ODM 합산 해외 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림13 주요 건기식 ODM 해외 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

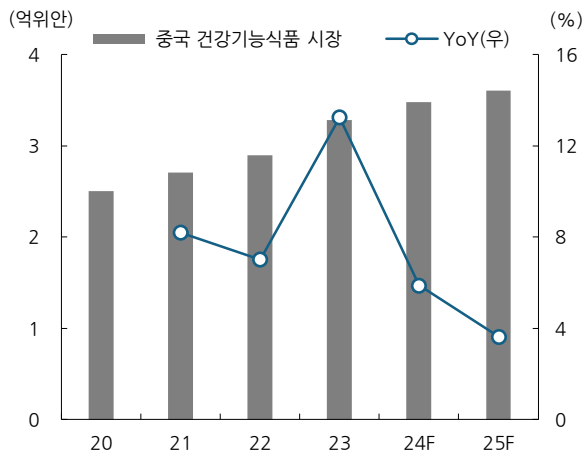
중국 건기식 시장 규모
25년 68조원 전망
소득 수준 향상, 건강에 대한 관심 증가로 성장 지속

이러한 건기식 ODM의 해외 실적 성장은 중국을 중심으로 이루어지고 있다. 중국 건기식 시장은 인당 소득 수준 향상, 건강에 대한 관심 증가로 성장 중이다. 중상산업연구원(中商产业研究院)은 중국 건기식 시장 규모를 23년 3,282억 위안(+8.3% YoY/한화 62조원)에서 25년 3,600억 위안(68조원)으로 성장할 것이라고 전망했고 리서치 기관마다 차이가 있지만 중국 건기식 시장은 향후에도 연평균 4~7% 내외의 성장이 지속될 것으로 기대하고 있다.

중국 건기식 소비 트렌드
해외 + 온라인 + 편의성

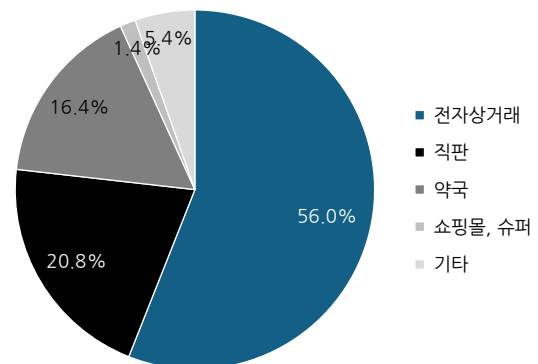
이러한 중국 건기식 시장 성장 속에서 K-건기식 ODM의 존재감이 확대되고 있다. 중국 젊은 소비자를 중심으로 1)소비 업그레이드 및 해외 프리미엄 건기식 소비 증가, 2)맛/포장/편의성을 개선한 제품과 일상 건강 관리 제품 수요 증가, 3)온라인 해외 직구 소비 확대 트렌드에서 K-건기식 ODM의 글로벌 브랜드 수주 확대가 나타나고 있기 때문이다.

그림14 중국 건강기능식품 시장 전망



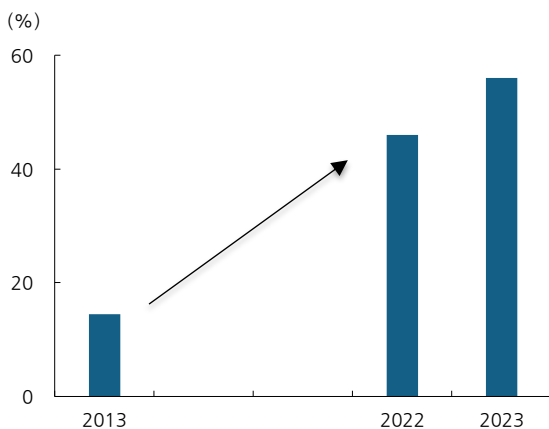
자료: 중상산업연구원, DS투자증권 리서치센터 추정

그림15 중국 건강보조식품 유통채널별 비중



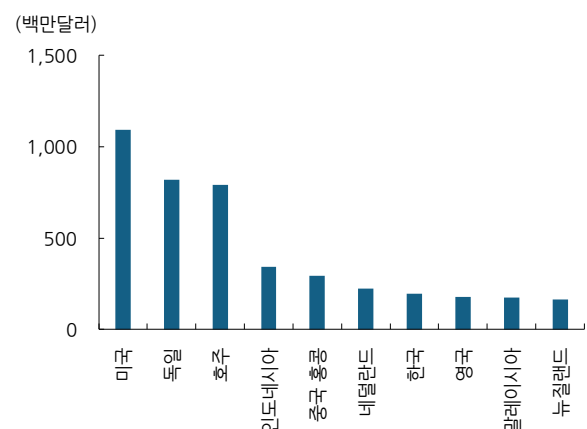
자료: 신경보, 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림16 중국 건강보조식품 전자상거래 비중 추이



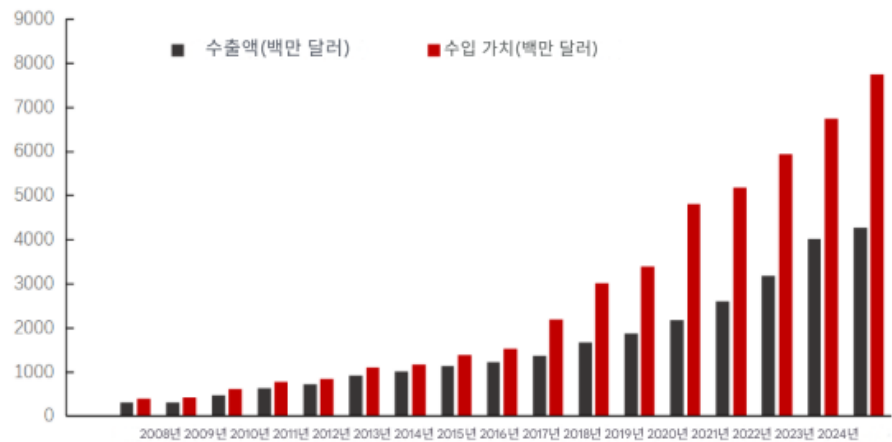
자료: 신경보, 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림17 24년 1~9월 중국 10대 건강보조식품 수입국



자료: 중국약품보건품수출입상회, 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림18 중국 영양, 건강식품 수출입 분석



자료: 중국약보건식품수출입상회, DS투자증권 리서치센터

한국 건기식 ODM이 강점을 가질 수 있는 이유

특히 중국의 온라인 해외 직구 건기식 소비 트렌드에서 한국 건기식 ODM의 강점이 부각되고 있다. 중국에서 온라인 직구로 수입되는 제품은 별도의 인증서와 등록증 취득이 필요 없어 외국 브랜드는 온라인 플랫폼을 통해 중국 시장 진출을 확대했다. 이중 한국 건기식 ODM이 중국 현지 및 글로벌 브랜드사의 생산기지로 선택되기 시작했는데 1)중국과 지리적으로 가까워 시간과 물류비 절감이 가능하고 2)글로벌 수준의 품질 관리 및 보증체계를 확보하고 있으며 3)원료 개발부터 제품 개발 및 생산이 가능한 시스템을 보유하고 있기 때문이다. 따라서 한국 건기식 ODM은 차별화된 제품과 제형으로 중국 소비자가 원하는 기능성과 편의성 제품을 빠르게 구현할 수 있는 기업들로 주목받으며 고객사를 확대해 나가고 있다.

그림19 중국 보건식품과 기능성 식품 구분

구 분	보건식품(保健食品)	기능성 식품(功能性食品)
유 형	- 특수식품(特殊食品)	- 일반식품(普通食品)
인증·등록	- 출시 전 인증서·등록증 취득 필요	- 인증·등록 불필요
원 료	- 일반식품 원료, 신식품 원료, '약식동원(药食同源, 식품이면서 중약재인) 원료' 사용 - '보건식품 원료목록'에 수록된 원료 사용	- 일반식품 원료, 신식품 원료, '약식동원 원료' 사용
제 형	- 정제, 캡슐, 액체, 과립, 젤리, 분말 등	- 간식 형태, 음료, 캔디, 젤리, 마멀레이드 등
실 험	- 인증제 보건식품은 동물실험·인체실험 진행 - 등록제 보건식품은 기능성 실험 불필요	- 법규상 요구가 없고 기업 자체로 선택
섭취량	- 섭취량 규정	- 일반적으로 섭취량 규정 없음
섭취 대상자	- 섭취 권장, 비권장 대상 구분	- 일반적으로 섭취 권장, 비권장 대상 없음
목표 소비자	- 중장년, 특정 수요자층	- 일반적으로 청년층
홍 보	- 중국 광고법에 부합 - 특정 보건기능 홍보 - '블루햇(藍帽子)' 표시 부착	- 중국 광고법에 부합

자료: 항저우루이쉬그룹, 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

중국내 인기 건기식과 브랜드 순위

타몰건강(天猫健康) 플랫폼에 따르면 2024년 인기 보건의약품 Top5는 프로바이오틱스, 글루코사민, 루테인, 피쉬오일, 간 영양제다. 또한 최근 3년 보건의약품 소비 Top5 지역은 광둥성, 저장성, 장쑤성, 산둥성, 상하이시로 GDP 순위와 비슷하게 나타났다. 브랜드정보 제공사이트 Maigoo(买购网)에서 선정한 2024년 인기 보건의약품 브랜드는 바이헬스(汤臣倍健), Swisse, GNC, BLACKMORES 등으로 나타났다. 한편 컨설팅기관 KuRunData에서 1,000명의 건강보조식품 구매 소비자를 대상으로 23년 11월~12월 진행한 설문조사에서 중국 소비자들은 더우인, 타오바오, 샤오홍슈 등 전자상거래 플랫폼을 통해 정보를 수집하고 제품 구매 시 건강기능, 성분, 가격, 원료, 입소문, 브랜드 등을 중시한다고 밝혔다.

그림20 중국 10대 건강기능식품(보건의약품) 브랜드

No.	브랜드명	로고	설립연도	국가	주요내용	홈페이지
1	바이헬스 (汤臣倍健)		1995	중국	식이영양보충제 유명 브랜드로 단백질, 비타민, 미네랄 등 영양소 보충제와 보건의약품 생산	www.by-health.com
2	Swisse (斯维诗)		1969	호주	비타민, 미네랄 보충제 생산, 2015년 중국의 허성위안(合生元)사가 인수	https://swisse.com.cn
3	GNC (健安喜)		1935	미국	비타민, 미네랄, 허브, 스포츠 영양제 생산. 48개 국가(지역)에서 7,000개 프랜차이즈 운영	www.gnc.com.cn
4	BLACKMORES (澳佳宝)		1932	호주	식이영양보충제, 영유아용 분유 등 생산. 현재 17개 국가에 진출, 2012년 중국시장 진출	www.blackmores.com.cn
5	동아아교 (东阿阿胶)		1952	중국	아교제품, 보건의약품 등 생산. 동남아, 유럽, 미국 등 10여 개 국가(지역)에 제품 수출	www.dongeejiao.com
6	Centrum (善存)		1991	미국	비타민, 항산화, 면역력 강화 등의 보건의약품 생산, 80여 개 국가에 수출, 1997년 중국시장 진출	www.centrum.com.cn
7	양성탕 (养生堂)		1993	중국	뉴트리코스메틱스, 어린이용 영양제 등 생산. 하이난성 하이커우시와 저장성 항저우시에 생산공장 운영	www.yst.com.cn
8	JAMIESON (健美生)		1922	캐나다	비타민, 미네랄 등 식이보충제 및 영양식품 생산, 700여 종의 제품을 40여 개 국가에 수출	-
9	Caltrate (钙尔奇)		1996	미국	관절 영양제 유명 브랜드	www.caltrate.com.cn
10	21SUPER-VITA (21金维他)		1985	중국	비타민, 미네랄 보충제, 보건의약품 OTC 의약품 생산	www.hzmsjk.com

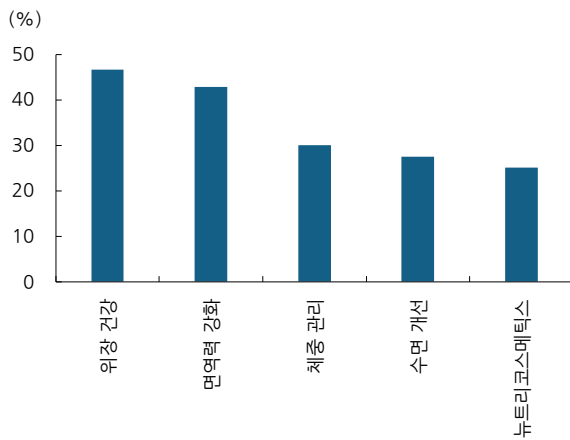
자료: Maigoo(买购网), 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림21 중국 주요 건강보조식품 업체 매출 현황

No.	기업명	로고	설립연도	소재지	매출(억 원)			홈페이지
					2021년	2022년	2023년	
1	화룬제약 (华润医药)		2007	중국 홍콩	2,231	2,394	2,447	www.crpharm.com
2	징둥헬스 (京东健康)		2019	베이징	306	467	535	www.jdh.com
3	윈난바이야오 (云南白药)		1971	윈난 쿤밍	364	365	391	www.yunnanbaiyao.com.cn
4	젠강위안 (健康元)		1992	광둥 선전	159	171	166	www.joincare.com
5	하얼빈제약 (哈药股份)		1991	헤이룽장 하얼빈	128	138	155	www.hayao.com

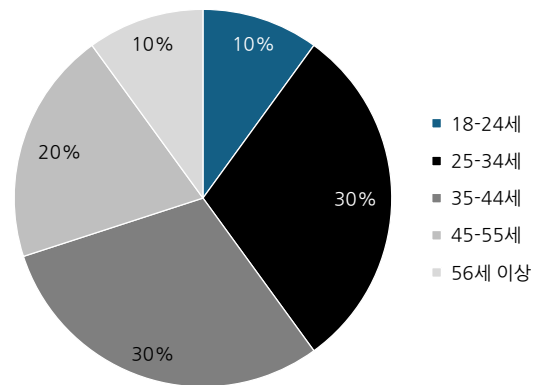
자료: 중국의약품보조식품수출입협회, 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림22 중국 소비자 선호 건강보조식품 유형



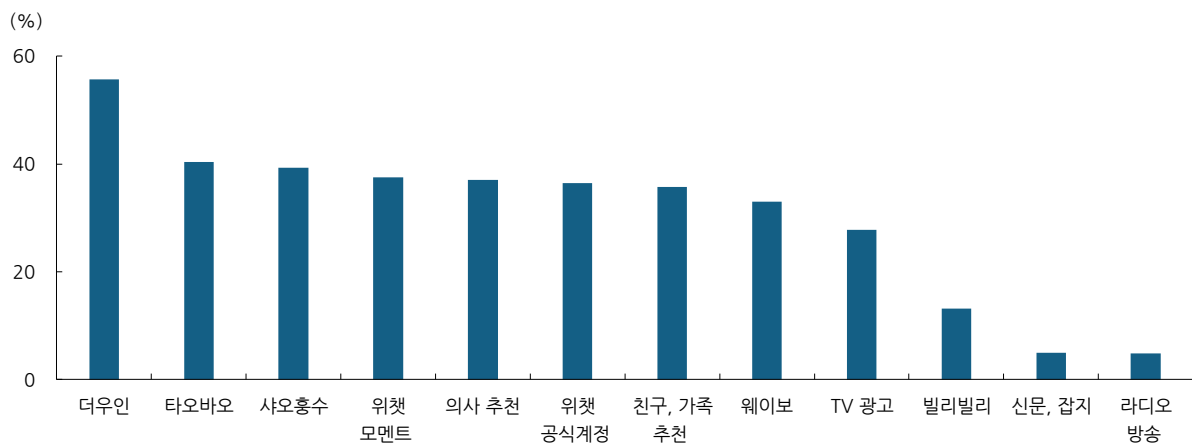
자료: kuRunData, 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림23 소비자 연령대별 분포(평균 38.8세)



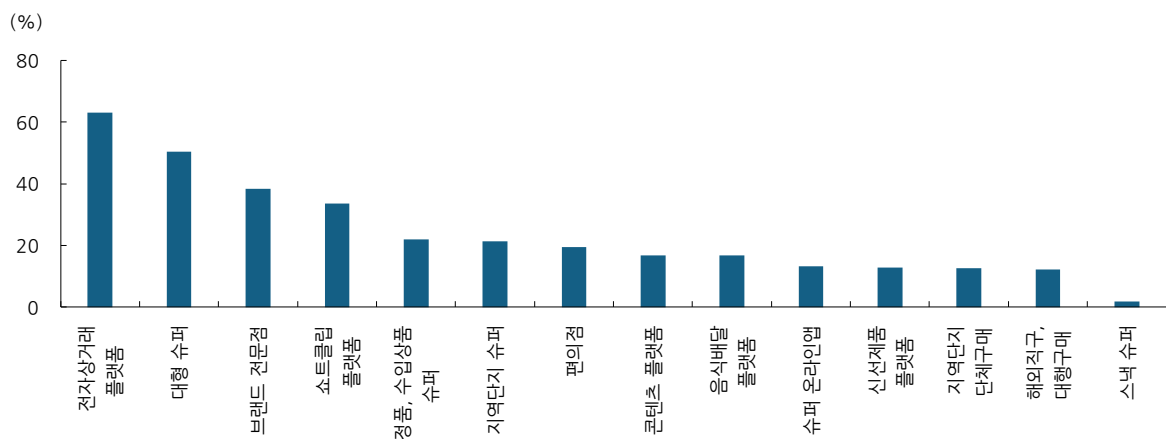
자료: kuRunData, 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림24 중국 건강보조식품 정보 수집 플랫폼



자료: kuRunData, 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터, 주: 23.11-12 컨설팅 기관 kuRunData에서 1,000명의 건강보조식품 구매 소비자 대상. 중복 응답 포함

그림25 중국 건강보조식품 구매 채널 분포



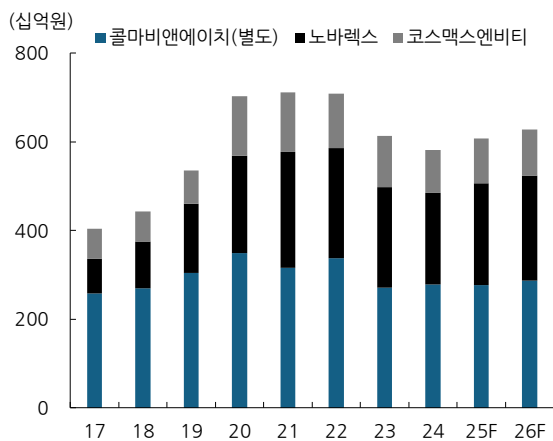
자료: kuRunData, 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터, 주: 23.11-12 컨설팅 기관 kuRunData에서 1,000명의 건강보조식품 구매 소비자 대상. 중복 응답 포함

내수: 오프라인 소비 트렌드와 시장 경쟁 완화

국내 건기식 시장 정체
최근 오프라인 채널의
건기식 카테고리 확대 주목

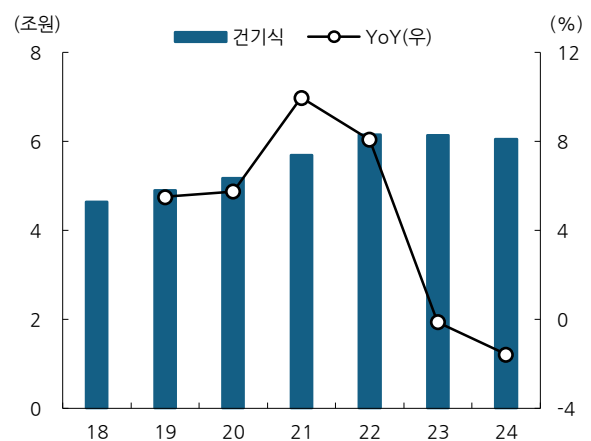
국내 건기식 시장 규모는 24년 6조원(-2% YoY)으로 20-22년 코로나 팬데믹 기간 고성장 후 23-24년 성장 정체를 겪고 있다. 또한 내수 소비 여력 감소에 따른 건기식 가격 경쟁 심화, 공급업체 증가와 CAPA 확대에 따른 수주 경쟁으로 주요 건기식 ODM의 내수 실적도 23-24년 부진을 겪었다. 그런데 25년 들어 내수 실적이 회복세를 보이고 있는데 내수 시장 기저 부담 완화와 올리브영, 다이소, 편의점 등 오프라인 채널에서 건기식 상품 군을 확대하며 대형 고객사 중심 성장이 나타나고 있기 때문이다. 올리브영은 뷰티와 건강을 결합한 웰니스 카테고리를 미래 성장 동력으로 삼고 건기식 진열대를 늘리고 PB 제품도 확대하고 있다. 25년 1-5월 올리브영 국내 오프라인 매장의 외국인 구매 데이터에서 웰니스 카테고리 매출이 전년 동기 대비 30% 이상 증가한 것으로 파악된다. 다이소는 초저가 가성비 건기식을 확대하고 있고 편의점도 전국 점포에서 건기식 상품을 확대하고 있다.

그림26 주요 건기식 ODM 내수 매출액 추이 및 전망



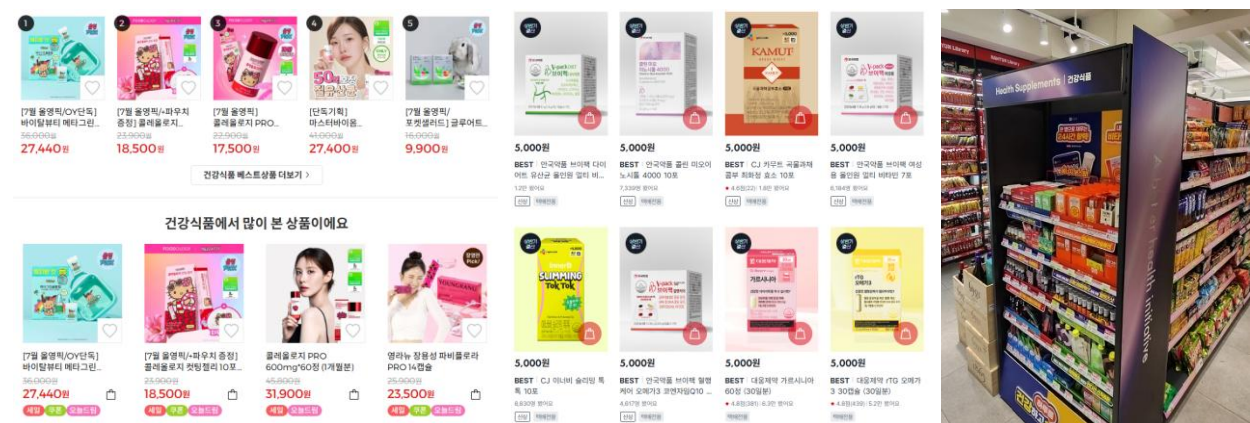
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림27 국내 건강기능식품 시장 규모 추이



자료: 한국건강기능식품협회, DS투자증권 리서치센터

그림28 올리브영, 다이소, 편의점 건기식 확대



자료: DS투자증권 리서치센터

건기식ODM 동반 성장 종목 분석

건기식ODM은 업종 특성상 고객사와 성장을 같이할 수밖에 없다. 물론 고객사 다변화로 한 기업 의존도를 낮추는 것이 중요하지만 최근 건기식 ODM의 해외 성장은 중국에서 인기있는 해외 브랜드의 성장과 맞닿아 있어 실적을 함께 분석했다.

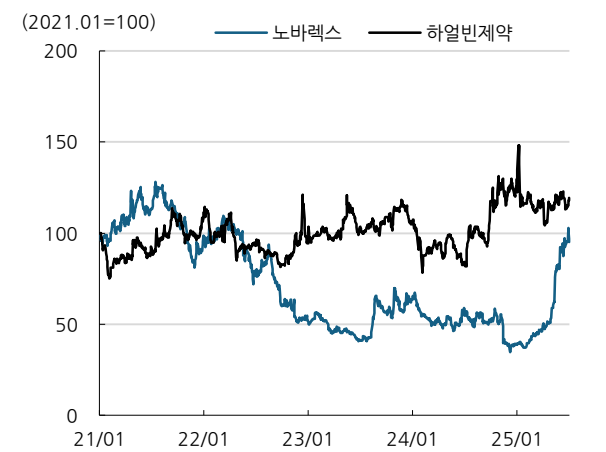
노바렉스(003230) & GNC

중국 소비트렌드 공략해
보건식품 확대하는 GNC와
제품 공급하는 노바렉스

건기식ODM 첫번째 동반 성장 조합은 노바렉스와 GNC다. 최근 노바렉스의 수출 물량 성장은 GNC의 성장과 함께 했다. 노바렉스는 2021년 2월 미국 건강기능식품 유통기업 GNC와 항산화제 코엔자임큐텐(CoQ10) 라인 생산공급 계약을 시작으로 다양한 건기식 제품을 중국 및 아시아 시장에 공급하고 있다. GNC의 모회사인 중국 하얼빈제약그룹의 보건식품(건기식) 매출액은 21년 18.2억위안→22년 21.2억위안→23년 22.4억위안→24년 26.1억위안으로 증가했고 동기간 노바렉스의 전체 수출 실적도 21년 185억원→22년 333억원→23년 749억원→24년 912억원으로 성장했다.

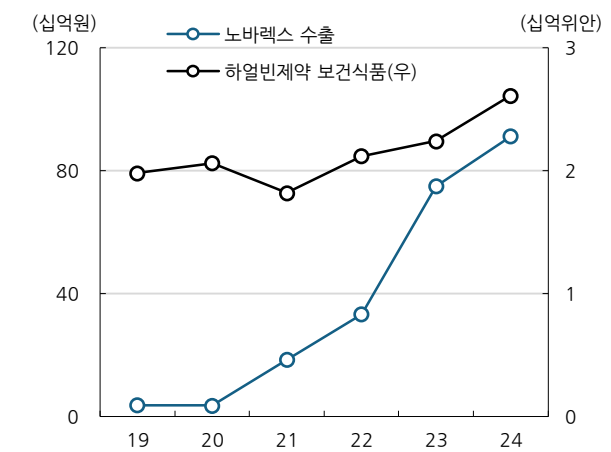
하얼빈제약그룹은 2020년 GNC를 인수한 후 중국 내 사업을 본격적으로 확대하기 위해 자회사 설립 및 유통 인프라를 구축했다. 동사는 보건식품을 전사적 성장 엔진으로 분류하고 제품군 확장 및 디지털 채널 집중 투자로 성장을 이어갈 계획을 밝혔다. 글로벌 브랜드 파워를 보유한 GNC 브랜드를 중심으로 중국 내 프리미엄 건강기능식품 시장을 공략하는 한편 자사몰과 콘텐츠 커머스 등 온라인 채널 중심으로 확대하며 성장했다. 의약품보다 매출총이익률이 높은 보건식품의 매출비중이 확대되며 전사 수익성 개선에도 기여하고 있는 것으로 파악된다. 하얼빈제약 전체 매출에서 보건식품 비중은 21년 14%→24년 16%로 확대됐다.

그림29 노바렉스와 하얼빈제약 주가 추이(2021~)



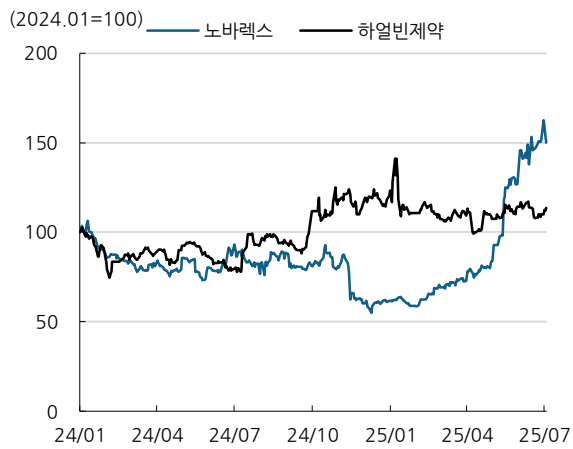
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림30 노바렉스 수출과 하얼빈제약 보건식품 매출액 추이



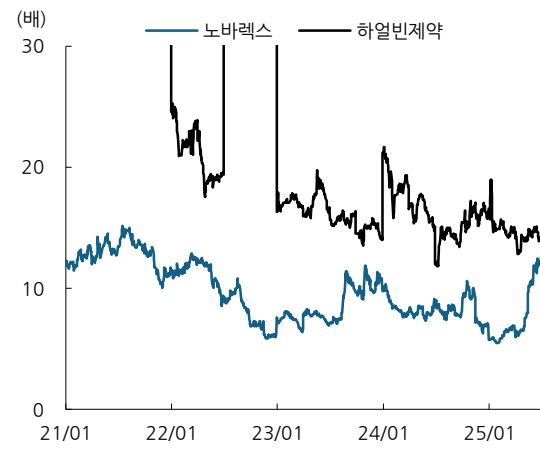
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림31 노바렉스와 하얼빈제약 주가 추이(2024~)



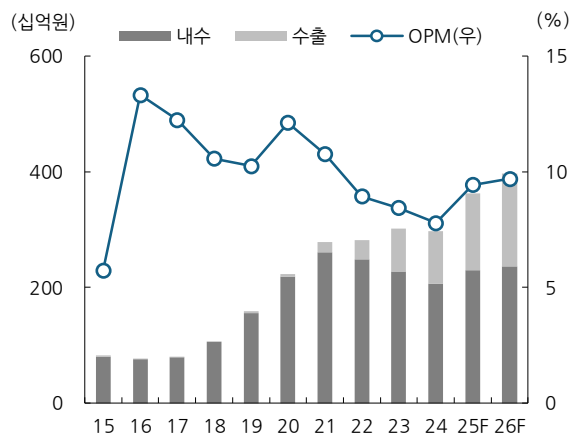
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림32 노바렉스와 하얼빈제약 PER 추이



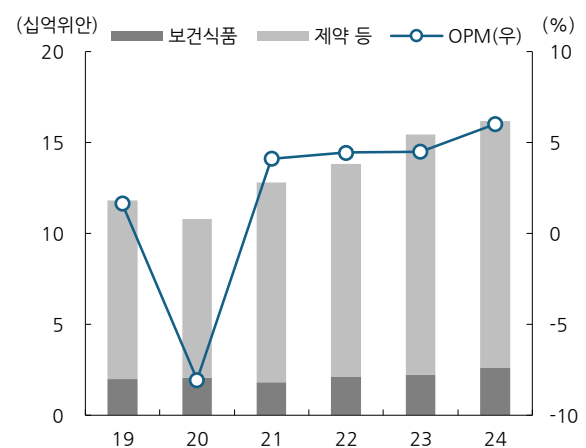
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림33 노바렉스 실적 추이 및 전망



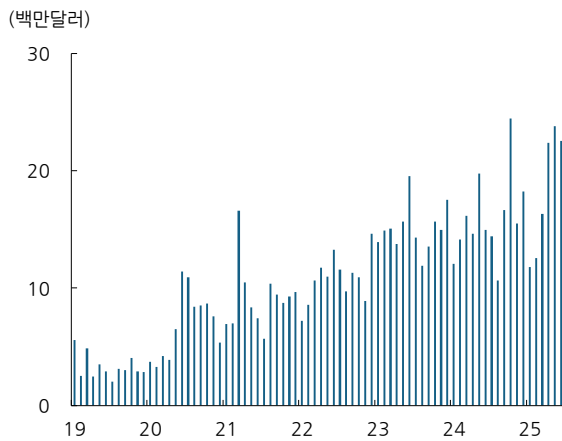
자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림34 하얼빈제약 실적 추이



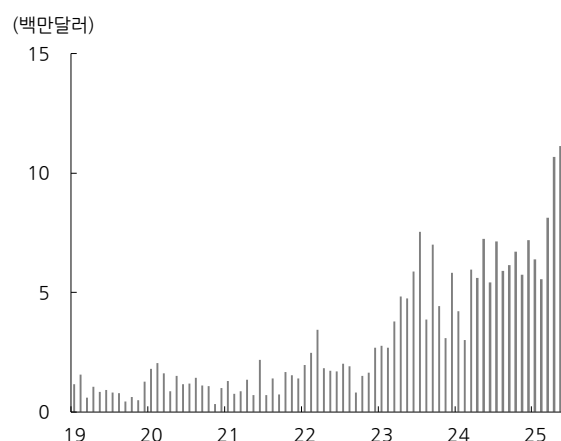
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림35 중국향 기타조제식품 수출금액 추이(잠정치 6월)



자료: Trass, DS투자증권 리서치센터

그림36 충북 청주시 기타조제식품 수출금액 추이(확정치 5월)



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

표1 노바렉스 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	56.6	81.8	77.3	82.2	90.7	94.3	89.2	89.0	302.2	297.7	363.2	396.8
YoY	-18.3%	7.5%	-4.0%	7.5%	60.4%	15.3%	15.5%	8.3%	7.3%	-1.5%	22.0%	9.3%
1. 내수	39.6	56.3	53.2	57.4	59.3	58.0	54.8	57.4	227.2	206.5	229.5	236.3
YoY	-30.7%	2.6%	-6.5%	-1.6%	49.7%	3.0%	3.0%	0.0%	-8.5%	-9.1%	11.1%	3.0%
2. 수출	16.9	25.5	24.1	24.8	31.4	36.3	34.4	31.6	74.9	91.2	133.7	160.5
YoY	39.7%	20.2%	2.1%	37.1%	85.5%	42.4%	43.1%	27.6%	125.2%	21.8%	46.6%	20.0%
영업이익	3.6	7.3	5.5	6.7	8.4	9.0	8.4	8.0	25.5	23.2	33.9	39.7
YoY	-28.3%	1.4%	-27.5%	19.5%	136.3%	22.8%	51.2%	19.3%	1.2%	-9.1%	46.0%	17.2%
영업이익률	6.3%	9.0%	7.2%	8.2%	9.3%	9.6%	9.4%	9.0%	8.4%	7.8%	9.3%	10.0%
순이익	3.9	7.1	3.5	9.4	7.2	8.5	7.1	7.1	22.0	23.8	29.9	34.8
YoY	-8.9%	14.2%	-48.1%	95.2%	86.6%	19.6%	105.4%	-24.9%	10.2%	8.5%	25.5%	16.4%
순이익률	6.8%	8.7%	4.5%	11.4%	8.0%	9.0%	8.0%	7.9%	7.3%	8.0%	8.2%	8.8%

자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 하얼빈제약 실적 테이블

(백만원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2022	2023	2024
매출액	3,931.6	3,771.8	3,790.5	3,962.7	4,142.2	4,000.0	4,114.2	3,919.4	4,174.4	13,808.8	15,456.6	16,175.9
YoY	17.9%	22.4%	6.0%	3.8%	5.4%	6.1%	8.5%	-1.1%	0.8%	7.9%	11.9%	4.7%
매출총이익	985.4	924.2	996.1	1,146.1	1,176.6	1,204.0	1,079.1	1,109.0	1,112.8	3,406.1	4,051.8	4,568.6
YoY	24.4%	30.0%	27.7%	2.1%	19.4%	30.3%	8.3%	-3.2%	-5.4%	12.2%	19.0%	12.8%
매출총이익률	25.1%	24.5%	26.3%	28.9%	28.4%	30.1%	26.2%	28.3%	26.7%	24.7%	26.2%	28.2%
영업이익	197.1	121.4	171.2	206.9	248.2	228.2	257.5	240.8	277.9	613.9	696.7	974.8
YoY	4.4%	36.3%	330.7%	-30.2%	25.9%	88.0%	50.4%	16.4%	12.0%	16.6%	13.5%	39.9%
영업이익률	5.0%	3.2%	4.5%	5.2%	6.0%	5.7%	6.3%	6.1%	6.7%	4.4%	4.5%	6.0%
순이익	122.3	60.4	107.8	104.8	176.7	166.6	164.9	120.6	212.9	465.2	395.3	628.8
YoY	21.7%	180.0%	213.4%	-66.1%	44.5%	175.8%	53.0%	15.1%	20.5%	25.3%	-15.0%	59.1%
순이익률	3.1%	1.6%	2.8%	2.6%	4.3%	4.2%	4.0%	3.1%	5.1%	3.4%	2.6%	3.9%

자료: 하얼빈제약, DS투자증권 리서치센터

그림37 GNC 50개국 이상 지역에서 5,700점포 보유(2023)



자료: GNC, DS투자증권 리서치센터

그림38 GNC 주요 제품



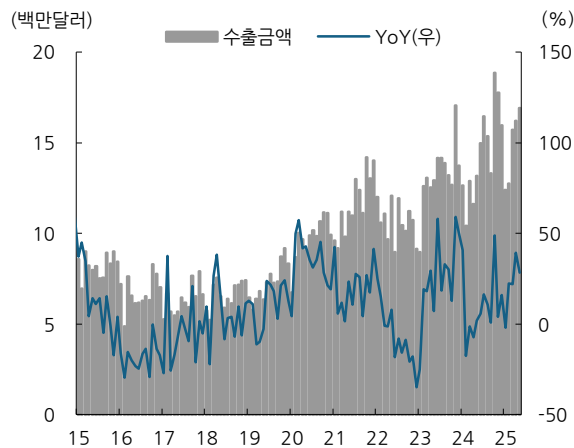
자료: GNC, DS투자증권 리서치센터

표3 핫도그/기타조제식품 수출 실적 추이

품목	기타 베이커리 수출						기타조제식품 수출					
	금액(천 달러)			YoY(%)			금액(천 달러)			YoY(%)		
	전체			전체			전체			전체		
		미국	충남 서천군		미국	충남 서천군		중국	충북 청주시		중국	충북 청주시
2020	116,981	30,712	399	33.4	33.7	2,560.0	421,159	81,771	15,228	23.6	103.3	43.9
2021	139,720	36,654	459	19.4	19.3	15.0	529,377	109,415	14,622	25.7	33.8	-4.0
2022	127,977	34,177	478	-8.4	-6.8	4.1	525,546	127,632	23,747	-0.7	16.6	62.4
2023	158,918	52,684	6,225	24.2	54.2	1,202.3	631,717	179,353	56,516	20.2	40.5	138.0
2024	173,355	59,916	1,544	9.1	13.7	-75.2	671,770	183,900	70,299	6.3	2.5	24.4
1Q23	35,843	9,883	366	6.5	1.7	190.5	143,380	41,192	9,247	9.7	60.3	17.3
2Q23	40,809	12,140	1,933	32.8	53.2	1,484.4	166,300	49,258	15,476	25.0	41.9	193.7
3Q23	41,214	13,056	3,214	26.8	63.1	4,426.8	156,732	43,573	18,424	19.7	32.7	288.2
4Q23	43,448	17,605	712	39.8	106.6	347.8	165,305	45,330	13,369	26.3	31.8	128.6
1Q24	35,939	13,009	329	0.3	31.6	-10.1	160,794	39,437	13,177	12.1	-4.3	42.5
2Q24	39,753	13,356	325	-2.6	10.0	-83.2	174,464	48,210	18,292	4.9	-2.1	18.2
3Q24	45,096	14,782	409	9.4	13.2	-87.3	155,912	38,161	19,182	-0.5	-12.4	4.1
4Q24	52,567	18,769	481	21.0	6.6	-32.4	180,600	58,092	19,648	9.3	28.2	47.0
1Q25	40,847	14,618	436	13.7	12.4	32.5	163,203	41,502	20,079	1.5	5.2	52.4
24/01	12,644	4,354	33	40.8	61.4	-71.1	50,731	11,417	4,213	13.4	-7.7	52.5
24/02	10,412	4,074	159	-17.4	13.7	43.2	52,435	12,925	3,006	13.8	-10.4	11.8
24/03	12,883	4,581	137	-1.5	27.1	-2.8	57,628	15,095	5,958	9.6	4.8	57.0
24/04	11,611	3,776	69	-7.2	6.7	-87.4	56,188	13,778	5,618	6.6	-2.1	16.2
24/05	13,180	4,657	100	2.0	25.1	-81.1	61,753	19,021	7,243	7.6	7.7	52.4
24/06	14,962	4,923	156	5.6	0.9	-81.7	56,523	15,411	5,431	0.6	-12.0	-7.8
24/07	16,434	5,580	112	16.2	22.6	-91.7	59,899	13,935	7,132	17.4	-14.8	-5.5
24/08	15,359	5,348	142	10.8	14.9	-87.0	48,659	10,667	5,897	-1.8	-12.6	52.3
24/09	13,303	3,854	155	0.7	0.1	-80.0	47,354	13,559	6,153	-15.7	-9.6	-12.1
24/10	18,854	6,791	164	48.9	51.1	-72.7	63,742	25,627	6,720	34.9	74.7	51.2
24/11	17,770	6,809	163	4.2	-8.3	757.9	51,460	14,215	5,738	-15.4	-2.8	85.2
24/12	15,943	5,169	154	16.2	-9.1	67.4	65,398	18,250	7,190	14.3	13.9	23.4
25/01	12,381	4,856	119	-2.1	11.5	260.6	55,169	14,644	6,387	8.7	28.3	51.6
25/02	12,748	4,136	157	22.4	1.5	-1.3	47,866	10,243	5,571	-8.7	-20.8	85.3
25/03	15,717	5,626	119	22.0	22.8	-13.1	60,166	16,615	8,121	4.4	10.1	36.3
25/04	16,191	4,824	104	39.4	27.8	50.7	60,619	21,262	10,677	7.9	54.3	90.0
25/05	16,897	5,707	168	28.2	22.5	68.0	66,439	21,505	11,140	7.6	13.1	53.8

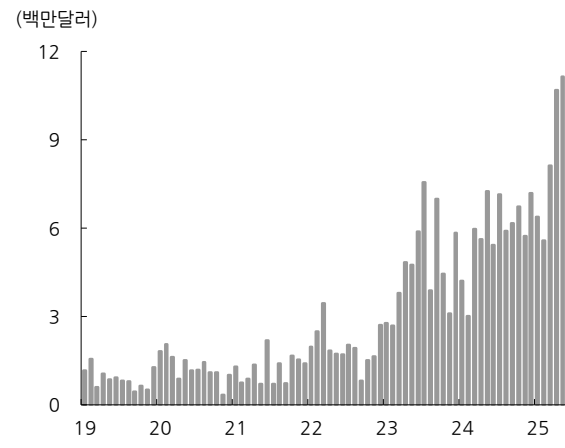
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림39 핫도그 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림40 충북 청주시 기타조제식품 수출 금액 추이



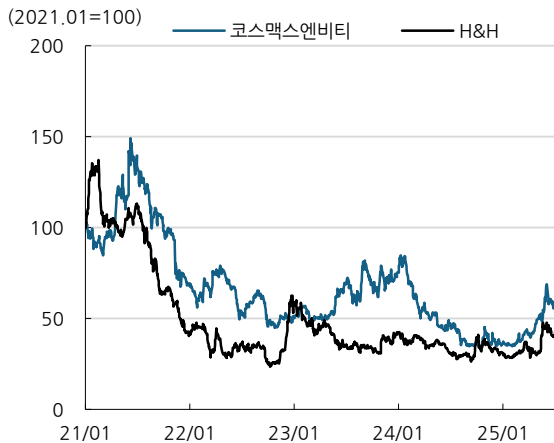
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

코스맥스엔비티(222040) & Swisse

중국 소비트렌드 공략해
보건식품 확대하는 GNC와
제품 공급하는 노바렉스

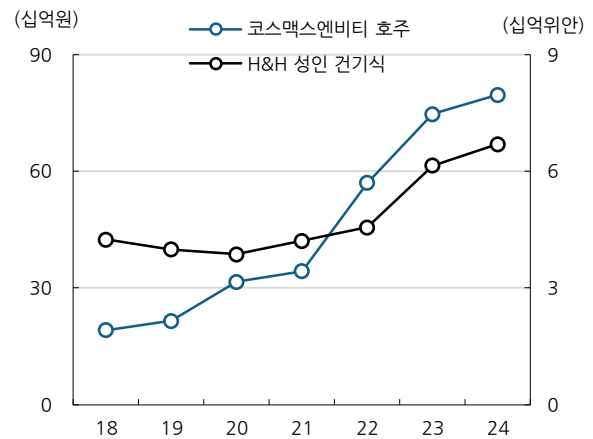
건기식ODM 두번째 동반 성장 조합은 코스맥스엔비티와 Swisse이다. 코스맥스엔비티는 호주 법인을 통해 Swisse의 중국향 건기식 제품을 공급하고 있다. 호주 브랜드인 Swisse는 1969년 호주에서 설립된 건기식 브랜드 회사로 2015~16년 중국의 H&H 그룹에 인수됐다. Swisse는 오랜 시간 중국 시장에서 활동, 온라인 중심으로 판매하며 하며 24년 중국 온라인 VHMS(비타민·허브·미네랄 건강보조식품) 시장 점유율 7.7%로 1위를 기록하고 있다. H&H 그룹의 실적은 24년 매출액 130억위안(-6% YoY), 영업이익 13.7억위안(-19% YoY, OPM)을 기록했는데 전체 매출의 51%에 달하는 성인용 건기식 매출은 66.9억위안(+9% YoY)으로 꾸준히 성장하고 있다. 성인용 건기식 매출은 21년 42억위안→24년 66.9억위안으로 증가했고 동기간 코스맥스엔비티의 호주법인 매출은 342억원→796억원으로 증가했다.

그림41 코스맥스엔비티와 H&H 주가 추이(2021~)



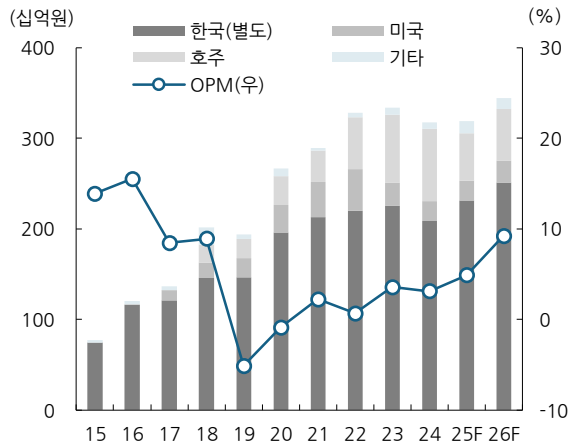
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림42 코스맥스엔비티 호주와 H&H 성인 건기식 매출액 추이



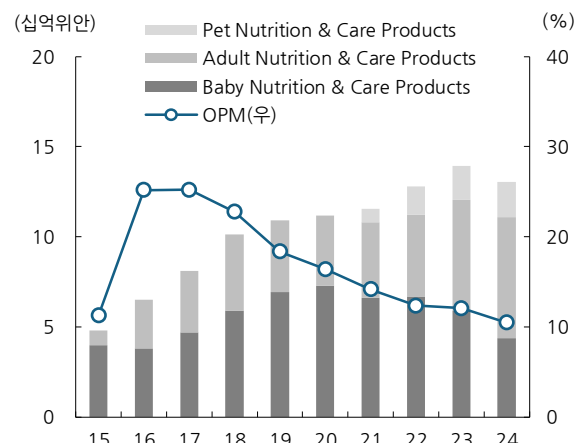
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림43 코스맥스엔비티 실적 추이 및 전망



자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터 추정

그림44 H&H 실적 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표4 코스맥스엔비티 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	71.0	80.9	85.8	80.2	72.2	81.7	83.6	81.5	333.6	317.9	319.1	338.1
YoY	-11.7%	-1.5%	-5.6%	-0.1%	1.7%	1.0%	-2.5%	1.7%	1.7%	-4.7%	0.4%	6.0%
1. 한국(별도)	43.0	51.9	55.9	58.3	51.6	55.3	62.8	62.0	226.0	209.1	231.7	254.3
YoY	-17.8%	-9.5%	-10.7%	8.3%	20.1%	6.4%	12.4%	6.4%	2.6%	-7.5%	10.8%	9.8%
1) 내수	21.9	25.0	24.6	23.9	24.4	26.3	25.9	24.6	114.7	95.4	101.1	104.2
YoY	-25.1%	-11.8%	-12.6%	-17.5%	11.6%	5.0%	5.0%	3.0%	-6.7%	-16.8%	6.0%	3.0%
2) 수출	21.1	26.9	31.2	34.4	27.2	29.0	36.9	37.4	111.3	113.6	130.6	150.1
YoY	-8.5%	-7.3%	-9.2%	38.5%	28.9%	7.7%	18.4%	8.7%	14.3%	2.1%	14.9%	15.0%
2. 미국	5.0	5.4	6.8	4.6	5.6	10.7	2.7	2.8	25.3	21.7	21.8	14.2
YoY	-11.8%	-21.9%	-12.2%	-9.2%	12.9%	100.0%	-60.0%	-40.0%	-44.5%	-14.1%	0.3%	-34.7%
3. 호주	19.6	21.3	21.5	17.2	10.7	12.8	15.1	13.8	74.7	79.6	52.3	57.5
YoY	13.9%	24.4%	9.4%	-17.0%	-45.5%	-40.0%	-30.0%	-20.0%	31.0%	6.6%	-34.3%	10.0%
4. 기타/조정	3.4	2.4	1.5	0.1	4.3	3.0	3.0	3.0	7.6	7.5	13.3	12.0
영업이익	0.6	3.3	2.6	3.4	0.9	3.4	6.0	5.7	12.0	9.9	15.9	28.5
YoY	-61.4%	-18.1%	-46%	113.8%	49.1%	1.0%	133.4%	66.6%	434.6%	-17.3%	60.9%	78.7%
영업이익률	0.8%	4.1%	3.0%	4.3%	1.2%	4.1%	7.2%	7.0%	3.6%	3.1%	5.0%	8.4%
1. 한국(별도)	4.3	6.8	6.6	7.5	5.5	6.6	7.3	7.6	30.5	25.1	27.0	30.5
YoY	-47.9%	-21.7%	-13.2%	24.7%	28.6%	-3.3%	12.1%	0.9%	0.7%	-17.5%	7.4%	13.1%
영업이익률	10.0%	13.1%	11.7%	12.9%	10.7%	11.9%	11.7%	12.2%	13.5%	12.0%	11.6%	12.0%
2. 미국	-4.0	-3.3	-4.6	-5.1	-3.6	-2.1	-0.8	-0.8	-18.3	-17.0	-7.4	-0.4
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-80%	-62%	-67%	-111%	-64%	-20%	-30%	-30%	-72%	-78%	-34%	-3%
3. 호주	-0.3	-0.3	0.0	0.7	-1.9	-1.3	-1.1	-1.4	-1.3	0.0	-5.6	-3.4
YoY	적지	적지	-77.9%	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	흑전	적전	적지
영업이익률	-1.8%	-1.6%	0.1%	4.1%	-17.8%	-10.0%	-7.0%	-10.0%	-1.7%	0.0%	-10.7%	-6.0%
4. 기타/조정	0.6	0.2	0.6	0.3	0.9	0.2	0.5	0.3	1.1	1.7	1.9	1.8
순이익	-6.4	-0.5	-1.4	2.9	-2.3	0.7	2.0	3.3	-5.8	-5.4	3.7	14.3
YoY	적지	적지	적전	흑전	적지	흑전	흑전	15.1%	적지	적지	흑전	285%
순이익률	-9.1%	-0.6%	-1.6%	3.6%	-3.2%	0.8%	2.4%	4.1%	-1.7%	-1.7%	1.2%	4.2%

자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 H&H 실적 테이블

(백만원, %)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	8,095.3	10,132.5	10,925.2	11,194.7	11,547.8	12,775.9	13,926.5	13,051.7
YoY	24.4%	25.2%	7.8%	2.5%	3.2%	10.6%	9.0%	-6.3%
1. Baby Nutrition & Care Products	4,681.5	5,888.3	6,933.8	7,300.9	6,612.3	6,687.2	5,907.5	4,382.3
YoY	22.5%	25.8%	17.8%	5.3%	-9.4%	1.1%	-11.7%	-25.8%
2. Adult Nutrition & Care Products	3,413.9	4,244.2	3,991.5	3,867.5	4,209.2	4,559.2	6,144.9	6,696.2
YoY	27.3%	24.3%	-6.0%	-3.1%	8.8%	8.3%	34.8%	9.0%
3. Pet Nutrition & Care Products				26.2	726.4	1,529.5	1,874.1	1,973.2
YoY					2668.1%	110.6%	22.5%	5.3%
매출총이익	5,265.6	6,739.7	7,228.5	7,187.0	7,248.0	7,703.5	8,294.3	7,915.5
YoY	29.7%	28.0%	7.3%	-0.6%	0.8%	6.3%	7.7%	-4.6%
매출총이익률	65.0%	66.5%	66.2%	64.2%	62.8%	60.3%	59.6%	60.6%
영업이익	2,041.3	2,307.3	2,004.1	1,836.0	1,637.1	1,578.1	1,683.7	1,369.1
YoY	24.6%	13.0%	-13.1%	-8.4%	-10.8%	-3.6%	6.7%	-18.7%
영업이익률	25.2%	22.8%	18.3%	16.4%	14.2%	12.4%	12.1%	10.5%
순이익	932.8	843.1	1,005.0	1,136.7	508.5	611.8	581.8	-53.7
YoY	-2.3%	-9.6%	19.2%	13.1%	-55.3%	20.3%	-4.9%	-109.2%
순이익률	11.5%	8.3%	9.2%	10.2%	4.4%	4.8%	4.2%	-0.4%

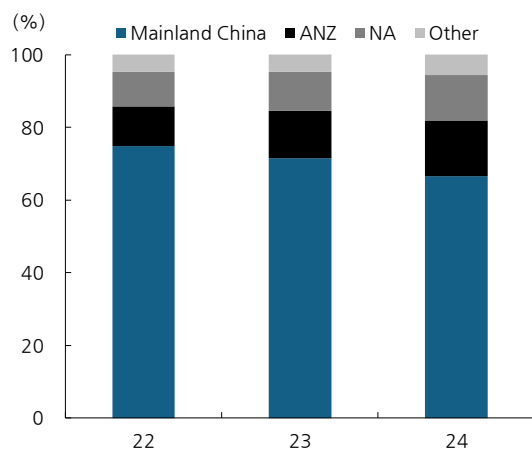
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림45 H&H 브랜드와 주요 제품



자료: H&H, DS투자증권 리서치센터

그림46 H&H 지역별 매출액 비중



자료: H&H, DS투자증권 리서치센터

주: ANZ(Australia and New Zealand), NA(North America)

그림47 중국 온라인 건기식 시장 점유율 1위의 Swisse

The advertisement highlights Swisse as the No.1 brand in the Chinese online health food market. It features a woman holding a Swisse product and a container of Swisse Liver Detox.

No.1 in online VHMS¹ market with market share of 7.7%²

No.1 in beauty, women's health, men's health, detox, heart health, joint health (Calcium), NAD/NMN within the VHMS market on CBEC platforms²

夜猫「肝」粮 营夜自由
斯维诗®奶蓟草片二代
SWISSE LIVER DETOX

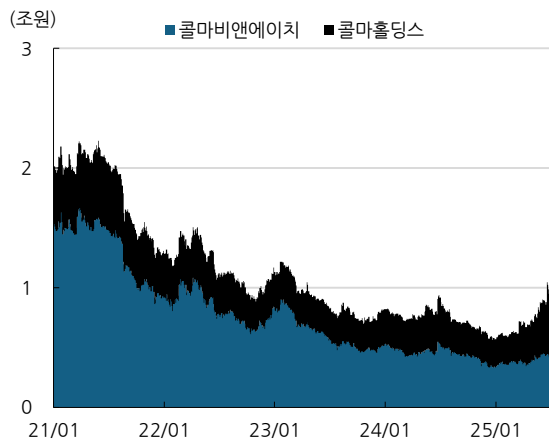
자료: H&H, DS투자증권 리서치센터

콜마비엔에이치(200130) & 애터미

콜마비엔에이치의 고객 다변화 긍정적

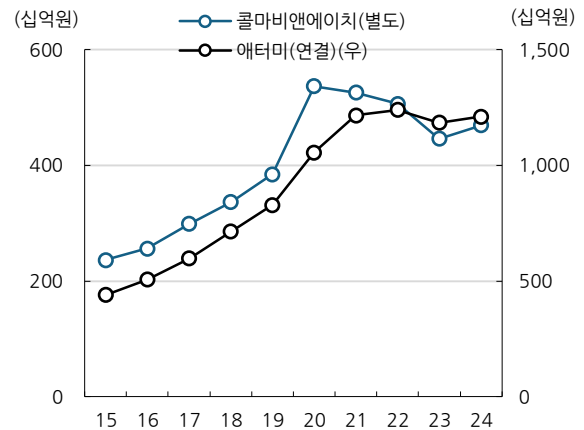
건기식ODM 세번째 동반 성장 조합은 콜마비엔에이치와 애터미다. 애터미는 2009년 설립된 글로벌 네트워크 마케팅 기업으로 24년 기준 한국을 비롯해 미주, 아시아, 유럽 등 전 세계 27개국에서 직접판매 영업을 하고 있다. 콜마비엔에이치는 애터미의 핵심 제품 헤모함을 비롯해 다양한 건기식 제품을 공급하고 한국콜마를 통해 화장품을 유통하고 있다. 애터미는 22년 매출액 1조 2,388억원으로 최고 실적을 달성한 후 23-24년 정체되는 모습을 보이고 있다. 콜마비엔에이치의 주요 고객사 향 매출액도 22년 4,009억원에서 24년 3,749억원으로 감소했으며 연결 실적에서 해당 매출이 차지하는 비중은 22년 70%→24년 61%로 축소됐다. 애터미는 여전히 동사의 주요 고객이자 해외 진출 파트너임엔 변함없지만 국내외 건기식 ODM 고객사 추가 및 물량 확보는 고객사 다변화 측면에서 더욱 긍정적이다.

그림48 콜마비엔에이치와 콜마홀딩스 합산 시가총액 추이



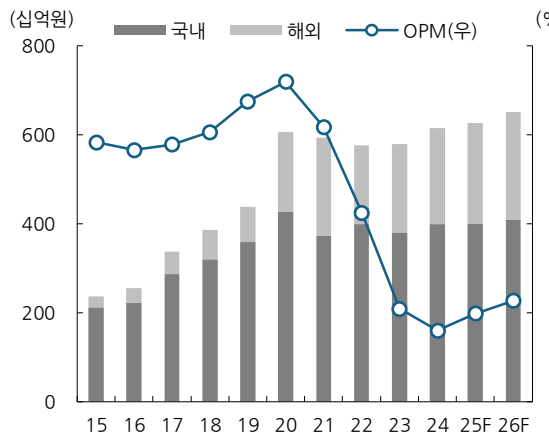
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림49 콜마비엔에이치와 애터미 매출액 추이



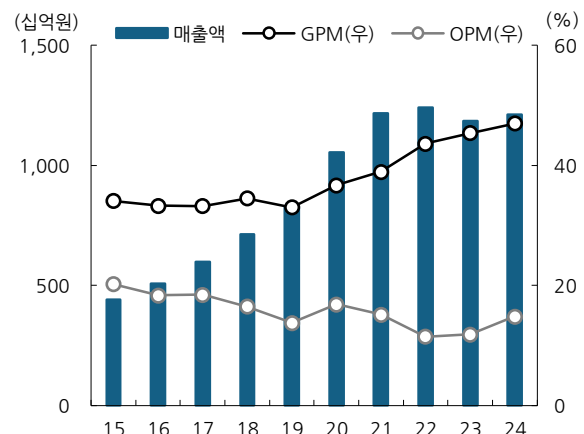
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림50 콜마비엔에이치 연결 실적 추이 및 전망



자료: 콜마비엔에이치, DS투자증권 리서치센터

그림51 애터미 연결 실적 추이



자료: 애터미, DS투자증권 리서치센터

표6 콜마비앤에이치 실적테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	160.2	165.9	147.4	142.1	136.7	164.9	161.6	151.7	579.6	615.6	614.9	638.3
YoY	16.3%	5.8%	5.8%	-2.5%	-14.7%	-0.6%	9.6%	6.8%	0.6%	6.2%	-0.1%	3.8%
1. 별도	119.9	126.4	114.6	108.1	98.4	129.6	127.3	111.7	445.7	469.0	467.0	488.9
YoY	9.0%	5.8%	6.7%	-0.7%	-17.9%	2.6%	11.1%	3.3%	-11.9%	5.2%	-0.4%	4.7%
1-1. 식품	81.4	80.5	82.3	74.6	68.0	81.3	81.1	75.9	301.6	318.8	306.2	317.7
YoY	7.0%	3.9%	7.9%	3.9%	-16.5%	0.9%	-1.4%	1.7%	-14.8%	5.7%	-3.9%	3.7%
1) 내수	49.9	54.0	62.8	49.3	51.1	53.9	54.7	48.6	210.7	215.9	208.3	213.4
YoY	-7.8%	-3.8%	15.9%	6.3%	2.5%	-0.2%	-12.9%	-1.2%	-18.9%	2.5%	-3.5%	2.5%
2) 수출	31.5	26.6	19.5	25.4	16.9	27.4	26.5	27.2	90.9	103.0	98.0	104.3
YoY	43.2%	24.6%	-11.7%	-0.5%	-46.4%	2.9%	35.8%	7.3%	-3.4%	13.2%	-4.9%	6.4%
1-2. 화장품	38.5	45.9	32.3	33.5	30.4	48.4	46.2	35.8	144.0	150.2	160.7	171.2
YoY	13.9%	9.2%	3.9%	-9.7%	-21.0%	5.4%	42.7%	6.8%	-5.2%	4.3%	7.0%	6.5%
1) 내수	15.0	16.5	16.2	15.5	12.5	18.2	21.0	17.1	60.0	63.2	68.8	73.6
YoY	4.7%	-12.2%	50.0%	-3.5%	-16.5%	10.0%	30.0%	10.0%	-22.3%	5.4%	8.8%	7.0%
2) 수출	23.5	29.4	16.2	18.0	17.9	30.2	25.1	18.7	84.0	87.0	92.0	97.6
YoY	20.6%	26.5%	-20.5%	-14.4%	-23.8%	2.8%	55.5%	4.1%	12.5%	3.6%	5.7%	6.2%
2. 연결/조정	40.4	39.5	32.8	33.9	38.3	35.3	34.3	40.0	133.9	146.7	147.9	149.4
영업이익	9.5	7.8	4.1	3.2	3.6	10.4	10.3	8.3	30.3	24.6	32.6	43.3
YoY	-0.4%	-21.5%	-40.1%	-18.8%	-62.5%	33.3%	153.4%	156.9%	-50.5%	-18.6%	32.2%	32.9%
영업이익률	6.0%	4.7%	2.8%	2.3%	2.6%	6.3%	6.4%	5.5%	5.2%	4.0%	5.3%	6.8%
1. 별도	7.7	8.2	5.5	2.5	3.6	10.4	10.3	7.9	31.3	23.8	32.1	40.0
YoY	-10.5%	-13.3%	-33.5%	-51.4%	-53.3%	26.2%	88.5%	221.7%	-47.9%	-23.9%	34.9%	24.5%
영업이익률	6.4%	6.5%	4.8%	2.3%	3.7%	8.0%	8.1%	7.1%	7.0%	5.1%	6.9%	8.2%
2. 연결/조정	1.8	-0.4	-1.4	0.8	0.0	0.0	0.0	0.4	-1.1	0.8	0.4	3.3
순이익	6.6	4.9	3.6	2.1	1.4	7.0	7.0	5.5	18.7	17.2	20.9	29.4
YoY	3.0%	-33.2%	-32.5%	흑전	-78.3%	42.5%	96.2%	163.9%	-53.6%	-8.2%	21.6%	40.7%
순이익률	4.1%	3.0%	2.4%	1.5%	1.1%	4.3%	4.3%	3.6%	3.2%	2.8%	3.4%	4.6%

자료: 콜마비앤에이치, DS투자증권 리서치센터

표7 애터미 실적 테이블

(십억원, %)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	315.8	440.1	506.6	597.8	713.0	828.5	1,054.4	1,215.8	1,238.8	1,183.4	1,209.6
YoY	53.7%	39.4%	15.1%	18.0%	19.3%	16.2%	27.3%	15.3%	1.9%	-4.5%	2.2%
매출총이익	102.4	149.9	168.5	198.5	246.1	273.5	386.9	473.2	540.5	536.8	568.1
YoY	41.8%	46.4%	12.4%	17.8%	24.0%	11.1%	41.4%	22.3%	14.2%	-0.7%	5.8%
매출총이익률	32.4%	34.1%	33.3%	33.2%	34.5%	33.0%	36.7%	38.9%	43.6%	45.4%	47.0%
영업이익	58.4	88.9	93.1	110.3	117.6	114.0	177.9	184.2	142.1	140.1	179.5
YoY	36.7%	52.1%	4.7%	18.5%	6.6%	-3.0%	56.0%	3.6%	-22.9%	-1.4%	28.1%
영업이익률	18.5%	20.2%	18.4%	18.4%	16.5%	13.8%	16.9%	15.2%	11.5%	11.8%	14.8%
순이익	55.8	88.9	81.6	103.3	120.0	99.6	136.4	142.3	92.7	84.6	122.3
YoY	60.5%	59.5%	-8.2%	26.5%	16.2%	-17.0%	37.0%	4.4%	-34.9%	-8.8%	44.6%
순이익률	17.7%	20.2%	16.1%	17.3%	16.8%	12.0%	12.9%	11.7%	7.5%	7.1%	10.1%

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Company Analysis

·노바렉스 194700

중국 건기식 소비 트렌드와 함께 성장

·코스맥스엔비티 222040

소비 트렌드 수혜의 원조

·콜마비앤에이치 200130

최우선 목표는 펀더멘털 개선



노바렉스 194700

중국 건기식 소비 트렌드와 함께 성장

2Q25Pre: 수출 실적 중심 실적 성장 전망

노바렉스의 25년 2분기 실적은 연결기준 매출액 943억원(+15% YoY), 영업이익 90억원(+23% YoY, OPM 9.6%)으로 전망한다. 잠정치 기준 건기식이 포함된 기타조제식품의 4-6월 수출 금액은 1.9억 달러(+20% YoY, +10% QoQ)를 기록했고 이중 중국향 수출 금액은 6,864만 달러(+69% YoY, +39% QoQ)로 고성장 중이다. 확정치 기준 충북 청주 지역 기타조제식품의 4-5월 수출 금액은 2,181만 달러로 전년 동기 대비 +70% 성장했다. 전분기 대비 환율 하락을 감안 해도 수출 실적은 363억원(+42% YoY), 내수는 전년비 회복세를 이어가며 580억원(+3% YoY)으로 성장이 기대된다. 영업이익률은 9.6%로 매출 성장에 따라 고정비 부담이 완화되며 수익성 개선을 시현할 전망이다.

중국 건기식 소비 트렌드와 함께 성장

노바렉스는 중국 건기식 소비 트렌드와 함께 지속 성장할 것으로 전망한다. 중국 내 젊은 소비자를 중심으로 소비 업그레이드 및 해외 프리미엄 건기식 소비 증가, 맛/포장/편의성을 개선한 제품과 일상 건강 관리 제품 수요 증가, 온라인 해외 직구를 통한 소비 확대 등 트렌드가 확대되고 있고 이에 부합하며 성장 중인 GNC의 해외 공장 역할을 하며 노바렉스의 수출 실적도 성장하고 있다. 또한 중국 내 해외 직구 유통 성공 사례를 레퍼런스로 해외 고객사가 확대되고 있어 향후에는 단일 고객사 의존도 축소 및 장기 성장이 기대된다. 실제로 노바렉스는 최근 중국 상하이에서 개최된 2025 헬스플렉스 엑스포(Healthplex Expo)에서 현지 대응 전략을 인정받으며 우수 국제 브랜드 이미지를 수상했다.

투자의견 매수, 목표주가 2.2만원으로 상향

노바렉스의 목표주가를 기존 2만원에서 2.2만원으로 10% 상향한다. 목표주가 상향은 12M Fwd EPS 기간 조정에 기인하며 목표배수는 기존과 동일한 12배를 적용했다. 동사의 매출 중 해외 비중은 21년 7%→24년 31%로 상승했고 25년 37%로 확대될 것으로 기대되며 향후 고객사 다변화 및 실적 성장 안정화에 따라 밸류에이션 리레이팅도 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	282	302	298	363	397
영업이익	25	25	23	34	40
영업이익률(%)	8.9	8.4	7.8	9.3	10.0
세전이익	24	26	29	36	42
지배주주지분순이익	20	22	23	30	35
EPS(원)	1,066	1,175	1,300	1,684	1,966
증감률(%)	-29.9	10.3	10.7	29.5	16.8
ROE(%)	12.5	11.6	11.0	12.8	13.3
PER(배)	9.5	10.3	5.8	10.8	9.3
PBR(배)	1.1	1.1	0.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	6.4	6.5	4.1	7.1	5.8

자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어·엔터

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.07.04

매수(유지)

목표주가(상향)	22,000원
현재주가(07/03)	18,200원
상승여력	20.9%

Stock Data

KOSDAQ	793.3pt
시가총액(보통주)	341십억원
발행주식수	18,755천주
액면가	500원
자본금	9십억원
60일 평균거래량	248천주
60일 평균거래대금	3,868백만원
외국인 지분율	6.2%
52주 최고가	19,980원
52주 최저가	6,650원
주요주주	
권석형(외 9인)	31.0%
자사주(외 1인)	5.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	2.9	-4.3
3M	90.6	74.5
6M	142.0	129.6

주가차트

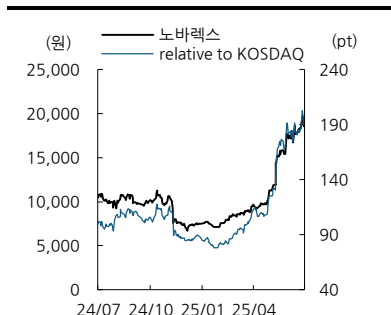
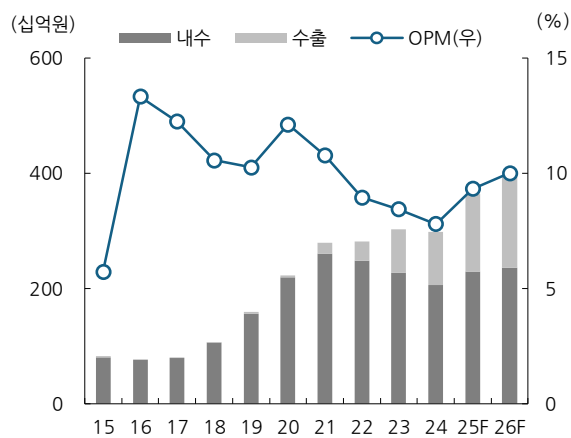


표8 노바렉스 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	56.6	81.8	77.3	82.2	90.7	94.3	89.2	89.0	302.2	297.7	363.2	396.8
YoY	-18.3%	7.5%	-4.0%	7.5%	60.4%	15.3%	15.5%	8.3%	7.3%	-1.5%	22.0%	9.3%
1. 내수	39.6	56.3	53.2	57.4	59.3	58.0	54.8	57.4	227.2	206.5	229.5	236.3
YoY	-30.7%	2.6%	-6.5%	-1.6%	49.7%	3.0%	3.0%	0.0%	-8.5%	-9.1%	11.1%	3.0%
2. 수출	16.9	25.5	24.1	24.8	31.4	36.3	34.4	31.6	74.9	91.2	133.7	160.5
YoY	39.7%	20.2%	2.1%	37.1%	85.5%	42.4%	43.1%	27.6%	125.2%	21.8%	46.6%	20.0%
영업이익	3.6	7.3	5.5	6.7	8.4	9.0	8.4	8.0	25.5	23.2	33.9	39.7
YoY	-28.3%	1.4%	-27.5%	19.5%	136.3%	22.8%	51.2%	19.3%	1.2%	-9.1%	46.0%	17.2%
영업이익률	6.3%	9.0%	7.2%	8.2%	9.3%	9.6%	9.4%	9.0%	8.4%	7.8%	9.3%	10.0%
순이익	3.9	7.1	3.5	9.4	7.2	8.5	7.1	7.1	22.0	23.8	29.9	34.8
YoY	-8.9%	14.2%	-48.1%	95.2%	86.6%	19.6%	105.4%	-24.9%	10.2%	8.5%	25.5%	16.4%
순이익률	6.8%	8.7%	4.5%	11.4%	8.0%	9.0%	8.0%	7.9%	7.3%	8.0%	8.2%	8.8%

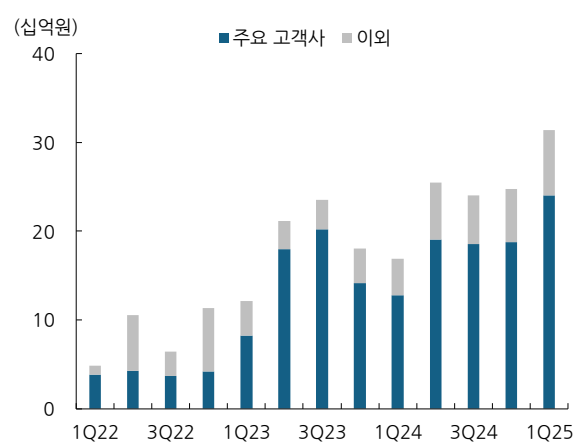
자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림52 노바렉스 연결 실적 추이 및 전망



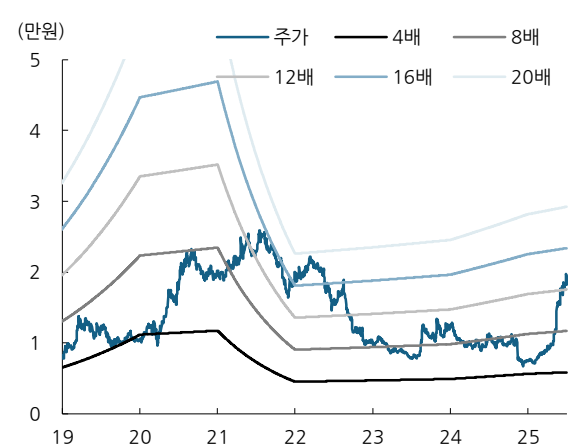
자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터

그림53 노바렉스 수출 실적 추이



자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터

그림54 노바렉스 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림55 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	1,848.4
2025F EPS	1,683.6
2026F EPS	1,966.1
Target PER (배)	12.0
Historical PER(20~24)	10.5
건기식 Target PER	12.0
목표주가 (원)	22,000
현재주가 (원) (2025.07.03 종가)	18,200
상승여력	20.9%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[노바렉스 194700]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	129	122	142	185	221	매출액	282	302	298	363	397
현금 및 현금성자산	27	30	31	68	93	매출원가	241	258	254	309	338
매출채권 및 기타채권	39	55	52	54	59	매출총이익	40	44	44	54	59
재고자산	50	34	56	56	62	판매비 및 관리비	15	18	20	20	19
기타	13	2	3	7	7	영업이익	25	25	23	34	40
비유동자산	141	143	147	142	141	(EBITDA)	33	34	32	43	49
관계기업투자등	3	6	9	9	9	금융손익	0	-1	3	0	1
유형자산	127	128	126	123	122	이자비용	1	1	1	0	0
무형자산	3	3	2	2	2	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	271	265	290	327	362	기타영업외손익	0	2	2	2	1
유동부채	73	60	66	77	81	세전계속사업이익	24	26	29	36	42
매입채무 및 기타채무	37	36	39	38	41	계속사업법인세비용	4	4	5	6	7
단기금융부채	31	21	23	35	35	계속사업이익	20	22	24	30	35
기타유동부채	4	3	4	5	5	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	17	4	3	3	3	당기순이익	20	22	24	30	35
장기금융부채	15	2	2	3	3	지배주주	20	22	23	30	35
기타비유동부채	2	2	1	0	0	총포괄이익	20	22	24	30	35
부채총계	89	64	69	80	84	매출총이익률 (%)	14.3	14.5	14.6	14.8	14.8
지배주주지분	181	200	219	246	277	영업이익률 (%)	8.9	8.4	7.8	9.3	10.0
자본금	9	9	9	9	9	EBITDA마진률 (%)	11.7	11.2	10.9	11.9	12.3
자본잉여금	49	49	49	49	49	당기순이익률 (%)	7.1	7.3	8.0	8.2	8.8
이익잉여금	122	141	160	186	218	ROA (%)	7.6	8.2	8.3	9.7	10.1
비지배주주지분(연결)	0	0	1	1	1	ROE (%)	12.5	11.6	11.0	12.8	13.3
자본총계	181	200	220	247	278	ROIC (%)	11.4	11.1	9.8	13.8	15.9

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	20	25	13	45	38	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	20	22	24	30	35	P/E	9.5	10.3	5.8	10.8	9.3
비현금수익비용가감	12	10	9	9	9	P/B	1.1	1.1	0.6	1.4	1.2
유형자산감가상각비	8	8	9	8	7	P/S	0.7	0.8	0.5	0.9	0.9
무형자산상각비	0	0	0	2	2	EV/EBITDA	6.4	6.5	4.1	7.1	5.8
기타현금수익비용	4	2	-3	0	0	P/CF	6.0	7.1	4.3	8.7	7.7
영업활동 자산부채변동	-10	-5	-20	6	-7	배당수익률 (%)	1.5	1.6	2.7	1.1	1.1
매출채권 감소(증가)	5	-18	4	-2	-5	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-4	15	-22	-1	-5	매출액	1.0	7.3	-1.5	22.0	9.3
매입채무 증가(감소)	-10	-3	3	7	3	영업이익	-16.1	1.2	-9.1	46.0	17.2
기타자산 부채변동	-2	0	-5	2	0	세전이익	-20.9	7.8	9.7	24.8	16.4
투자활동 현금	-23	3	-7	-5	-9	당기순이익	-24.2	10.2	8.5	25.5	16.4
유형자산처분(취득)	-16	-8	-7	-6	-6	EPS	-29.9	10.3	10.7	29.5	16.8
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-2	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-7	12	-1	0	0	부채비율	49.2	32.1	31.5	32.6	30.2
기타투자활동	0	0	0	2	0	유동비율	178.5	202.9	215.4	239.7	273.2
재무활동 현금	11	-25	-5	-4	-4	순차입금/자기자본(x)	10.6	-3.4	-3.0	-12.9	-20.6
차입금의 증가(감소)	-9	-23	-2	0	0	영업이익/금융비용(x)	20.3	18.7	26.3	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	20	-3	-4	-4	-4	총차입금 (십억원)	46	24	25	38	38
배당금의 지급	2	3	4	4	4	순차입금 (십억원)	19	-7	-7	-32	-57
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	8	3	1	37	25	EPS	1,066	1,175	1,300	1,684	1,966
기초현금	19	27	30	31	68	BPS	9,657	10,676	11,691	13,091	14,758
기말현금	27	30	31	68	93	SPS	15,019	16,111	15,875	19,365	21,159
NOPLAT	21	21	19	28	33	CFPS	1,684	1,722	1,731	2,091	2,354
FCF	-2	30	5	40	29	DPS	150	200	200	200	200

자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

코스맥스엔비티 222040

소비 트렌드 수혜의 원조

2Q25Pre: 내수 방어 및 수출 및 미국 법인 실적 성장

코스맥스엔비티의 25년 2분기 실적은 연결기준 매출액 817억원(+1% YoY), 영업이익 34억원(+1% YoY, OPM 4.1%)으로 전망한다. 1)별도 법인 매출은 553억원(+6% YoY)으로 내수 263억원(+5% YoY), 수출 290억원(+8% YoY)으로 전망하는데 내수는 전년비 시장 회복 및 오프라인 채널향 매출 성장이 기대되고 수출은 중국향 온라인 고객사 중심으로 성장할 전망이다. 다만 상반기는 주요 고객사들의 신제품 출시 전 재고 소진 구간으로 하반기 신제품 출시에 따른 수출 성장이 가파를 것으로 전망한다. 2)미국 법인은 매출액 107억원(+100% YoY)으로 전망하는데 생산 법인에서 판매 법인 전환 전 주문 물량 일시 소화에 따른 성장이 기대된다. 3)호주 법인은 매출액 128억원(-40% YoY)으로 주요 고객사의 제품 포트폴리오 변화에 따른 실적 공백으로 하반기 프리미엄 제품군으로 확대와 신규 고객사 개발에 따른 실적 성장이 기대된다.

중국 해외 건기식 선호 트렌드 수혜 + 국내 오프라인 채널 트렌드까지

코스맥스엔비티는 중국 내 해외 건기식 소비 트렌드 수혜의 원조이다. 한국, 호주, 미국에 위치한 글로벌 생산 네트워크를 활용해 글로벌 건기식 브랜드의 생산 공장 역할을 해왔다. 특히 2017년 호주 멜버른 공장을 완공하며 중국 내 호주 건기식 브랜드 선호 트렌드와 함께 성장했다. 동사의 주요 고객사인 호주 브랜드 Swisse는 24년 중국 온라인 VHMS(비타민·허브·미네랄 건강보조식품) 시장 점유율 7.7%로 1위를 기록하고 있다. 또한 동사는 국내에서도 젊은 소비자를 중심으로 성장 중인 오프라인 채널 건기식 소비 트렌드에 따라 PB 및 브랜드 제품 공급을 확대하고 있어 성장이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 6,000원 유지

코스맥스엔비티에 대해 투자의견과 목표주가를 기존과 동일하게 유지한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 12배를 적용해 산출했다. 동사는 중국향 수출 성장으로 매출 중 해외 비중이 21년 53%→24년 70%로 상승했고 25년은 미국 판매 법인 전환 및 공장 매각에 따른 재무구조 개선도 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	328	334	318	319	338
영업이익	2	12	10	16	28
영업이익률(%)	0.7	3.6	3.1	5.0	8.4
세전이익	-5	0	0	8	20
지배주주지분순이익	-13	-6	-6	4	14
EPS(원)	-634	-315	-280	179	697
증감률(%)	적지	적지	적지	흑전	288.9
ROE(%)	-26.4	-16.3	-12.3	8.0	34.6
PER(배)	-6.8	-20.4	-11.0	27.9	7.2
PBR(배)	2.0	3.7	1.1	3.0	2.1
EV/EBITDA(배)	12.7	10.8	8.7	9.0	6.1

자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어·엔터

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.07.04

매수(유지)

목표주가(유지)	6,000원
현재주가(07/03)	4,995원
상승여력	20.1%

Stock Data

KOSDAQ	793.3pt
시가총액(보통주)	103십억원
발행주식수	20,628천주
액면가	500원
자본금	10십억원
60일 평균거래량	90천주
60일 평균거래대금	434백만원
외국인 지분율	1.2%
52주 최고가	5,960원
52주 최저가	2,850원
주요주주	
코스맥스엔비티(외 11인)	44.4%
자사주(외 1인)	0.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-13.0	-20.1
3M	40.3	24.2
6M	58.8	46.4

주가차트

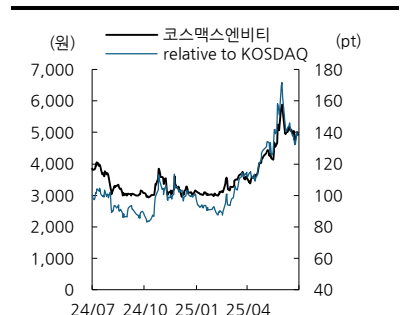
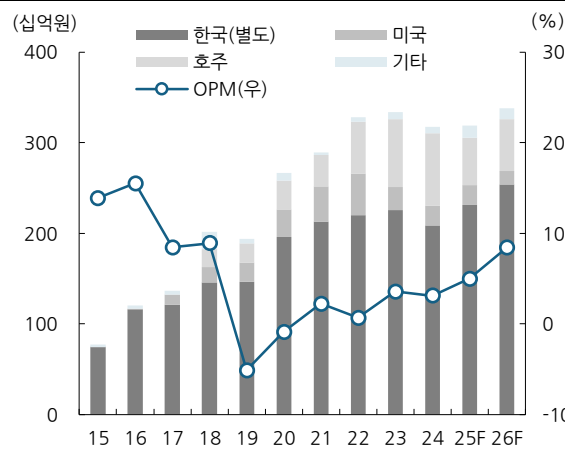


표9 코스맥스엔비티 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	71.0	80.9	85.8	80.2	72.2	81.7	83.6	81.5	333.6	317.9	319.1	338.1
YoY	-11.7%	-1.5%	-5.6%	-0.1%	1.7%	1.0%	-2.5%	1.7%	1.7%	-4.7%	0.4%	6.0%
1. 한국(별도)	43.0	51.9	55.9	58.3	51.6	55.3	62.8	62.0	226.0	209.1	231.7	254.3
YoY	-17.8%	-9.5%	-10.7%	8.3%	20.1%	6.4%	12.4%	6.4%	2.6%	-7.5%	10.8%	9.8%
1) 내수	21.9	25.0	24.6	23.9	24.4	26.3	25.9	24.6	114.7	95.4	101.1	104.2
YoY	-25.1%	-11.8%	-12.6%	-17.5%	11.6%	5.0%	5.0%	3.0%	-6.7%	-16.8%	6.0%	3.0%
2) 수출	21.1	26.9	31.2	34.4	27.2	29.0	36.9	37.4	111.3	113.6	130.6	150.1
YoY	-8.5%	-7.3%	-9.2%	38.5%	28.9%	7.7%	18.4%	8.7%	14.3%	2.1%	14.9%	15.0%
2. 미국	5.0	5.4	6.8	4.6	5.6	10.7	2.7	2.8	25.3	21.7	21.8	14.2
YoY	-11.8%	-21.9%	-12.2%	-9.2%	12.9%	100.0%	-60.0%	-40.0%	-44.5%	-14.1%	0.3%	-34.7%
3. 호주	19.6	21.3	21.5	17.2	10.7	12.8	15.1	13.8	74.7	79.6	52.3	57.5
YoY	13.9%	24.4%	9.4%	-17.0%	-45.5%	-40.0%	-30.0%	-20.0%	31.0%	6.6%	-34.3%	10.0%
4. 기타/조정	3.4	2.4	1.5	0.1	4.3	3.0	3.0	3.0	7.6	7.5	13.3	12.0
영업이익	0.6	3.3	2.6	3.4	0.9	3.4	6.0	5.7	12.0	9.9	15.9	28.5
YoY	-61.4%	-18.1%	-46%	113.8%	49.1%	1.0%	133.4%	66.6%	434.6%	-17.3%	60.9%	78.7%
영업이익률	0.8%	4.1%	3.0%	4.3%	1.2%	4.1%	7.2%	7.0%	3.6%	3.1%	5.0%	8.4%
1. 한국(별도)	4.3	6.8	6.6	7.5	5.5	6.6	7.3	7.6	30.5	25.1	27.0	30.5
YoY	-47.9%	-21.7%	-13.2%	24.7%	28.6%	-3.3%	12.1%	0.9%	0.7%	-17.5%	7.4%	13.1%
영업이익률	10.0%	13.1%	11.7%	12.9%	10.7%	11.9%	11.7%	12.2%	13.5%	12.0%	11.6%	12.0%
2. 미국	-4.0	-3.3	-4.6	-5.1	-3.6	-2.1	-0.8	-0.8	-18.3	-17.0	-7.4	-0.4
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-80%	-62%	-67%	-111%	-64%	-20%	-30%	-30%	-72%	-78%	-34%	-3%
3. 호주	-0.3	-0.3	0.0	0.7	-1.9	-1.3	-1.1	-1.4	-1.3	0.0	-5.6	-3.4
YoY	적지	적지	-77.9%	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	흑전	적전	적지
영업이익률	-1.8%	-1.6%	0.1%	4.1%	-17.8%	-10.0%	-7.0%	-10.0%	-1.7%	0.0%	-10.7%	-6.0%
4. 기타/조정	0.6	0.2	0.6	0.3	0.9	0.2	0.5	0.3	1.1	1.7	1.9	1.8
순이익	-6.4	-0.5	-1.4	2.9	-2.3	0.7	2.0	3.3	-5.8	-5.4	3.7	14.3
YoY	적지	적지	적전	흑전	적지	흑전	흑전	15.1%	적지	적지	흑전	285%
순이익률	-9.1%	-0.6%	-1.6%	3.6%	-3.2%	0.8%	2.4%	4.1%	-1.7%	-1.7%	1.2%	4.2%

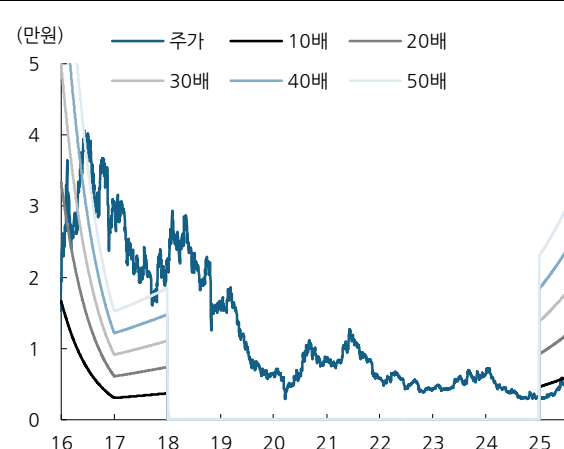
자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터 추정

그림56 코스맥스엔비티 연결 실적 추이 및 전망



자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터 추정

그림57 코스맥스엔비티 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[코스맥스엔비티 222040]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	188	180	177	158	174	매출액	328	334	318	319	338
현금 및 현금성자산	64	60	45	17	21	매출원가	290	285	274	274	291
매출채권 및 기타채권	46	49	54	55	60	매출총이익	38	48	44	45	47
재고자산	43	35	38	42	46	판매비 및 관리비	36	36	34	29	19
기타	36	36	40	45	46	영업이익	2	12	10	16	28
비유동자산	116	120	140	134	128	(EBITDA)	18	26	24	30	41
관계기업투자등	2	2	3	3	3	금융손익	-6	-9	-11	-8	-8
유형자산	108	112	133	126	119	이자비용	8	12	12	11	10
무형자산	1	1	1	1	1	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	304	300	317	292	302	기타영업외손익	-1	-2	1	0	0
유동부채	212	234	237	242	247	세전계속사업이익	-5	0	0	8	20
매입채무 및 기타채무	33	41	42	44	49	계속사업법인세비용	8	6	6	4	6
단기금융부채	171	188	191	193	193	계속사업이익	-13	-6	-5	4	14
기타유동부채	9	5	5	5	5	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	45	26	18	11	1	당기순이익	-13	-6	-5	4	14
장기금융부채	37	17	3	-5	-15	지배주주	-13	-6	-6	4	14
기타비유동부채	7	9	15	16	17	총포괄이익	-12	-5	-5	4	14
부채총계	257	259	255	253	249	매출총이익률 (%)	11.6	14.5	13.9	14.1	14.0
지배주주지분	44	36	57	34	49	영업이익률 (%)	0.7	3.6	3.1	5.0	8.4
자본금	10	10	10	10	10	EBITDA마진률 (%)	5.5	7.6	7.6	9.3	12.1
자본잉여금	39	39	39	39	39	당기순이익률 (%)	-3.9	-1.7	-1.7	1.2	4.2
이익잉여금	-7	-15	-21	-17	-2	ROA (%)	-4.3	-2.1	-1.9	1.2	4.8
비지배주주지분(연결)	4	4	5	5	5	ROE (%)	-26.4	-16.3	-12.3	8.0	34.6
자본총계	47	41	62	39	53	ROIC (%)	0.8	-92.6	-69.2	3.8	10.0

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	14	17	9	-12	21	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-13	-6	-5	4	14	P/E	-6.8	-20.4	-11.0	27.9	7.2
비현금수익비용가감	45	35	40	-5	13	P/B	2.0	3.7	1.1	3.0	2.1
유형자산감가상각비	15	13	14	14	12	P/S	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
무형자산상각비	1	0	0	0	0	EV/EBITDA	12.7	10.8	8.7	9.0	6.1
기타현금수익비용	29	21	24	-19	1	P/CF	2.8	4.6	1.9	n/a	3.7
영업활동 자산부채변동	-4	10	-10	-11	-7	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	0	-6	2	-5	-6	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	8	-5	-4	-4	매출액	13.4	1.7	-4.7	0.3	6.0
매입채무 증가(감소)	-4	6	0	2	5	영업이익	-65.2	434.6	-17.3	60.9	78.7
기타자산 부채변동	1	2	-8	-3	-1	세전이익	적전	흑전	-1.1	1,811.5	164.8
투자활동 현금	-1	-13	-4	-10	-6	당기순이익	적지	적지	적지	흑전	285.1
유형자산처분(취득)	-2	-14	-4	-5	-6	EPS	적지	적지	적지	흑전	288.9
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-3	0	부채비율	543.3	639.3	411.7	648.8	466.0
기타투자활동	1	1	0	-2	0	유동비율	88.7	77.2	74.7	65.2	70.5
재무활동 현금	-6	-8	-20	-6	-10	순차입금/자기자본(x)	299.5	353.6	234.1	418.8	278.7
차입금의 증가(감소)	-5	-8	-20	-6	-10	영업이익/금융비용(x)	0.3	1.0	0.9	1.5	2.8
자본의 증가(감소)	0	-1	0	0	0	총차입금 (십억원)	208	204	194	188	178
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	142	144	145	163	149
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	7	-4	-14	-28	4	EPS	-634	-315	-280	179	697
기초현금	56	64	60	45	17	BPS	2,109	1,755	2,780	1,663	2,358
기말현금	64	60	45	17	21	SPS	15,911	16,174	15,415	15,468	16,390
NOPLAT	2	-171	-133	8	20	CFPS	1,551	1,396	1,658	-45	1,333
FCF	27	26	20	-22	14	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

콜마비엔에이치 200130

최우선 목표는 펀더멘털 개선

2Q25Pre: 두드러지는 수익성 개선

콜마비엔에이치의 25년 2분기 실적은 연결기준 매출액 1,649억원(-1% YoY), 영업이익 104억원(+33% YoY, OPM 6.3%)으로 전망한다. 이미 4~5월 별도 합산 실적은 매출액 866억원(+3% YoY), 영업이익 72억원(+45% YoY, OPM 8%)으로 수익성 개선이 두드러졌다. 1분기 실적 부진의 이유였던 최대 고객사 재고 조정이 3월 완료됐고 국내 ODM 물량 성장과 수출 증가로 외형 성장 및 수익성 개선이 나타나고 있기 때문이다. 2분기는 1)건기식: 직수출 확대와 고수익 제품 출시로 매출 성장, 세종 3공장 고정비 부담 완화, 2)화장품: 선크림류 판매 증가와 해외 신제품 출시로 전체 실적 성장 및 수익성 개선이 기대된다.

경영권 분쟁 속 펀더멘털 개선 긍정적

콜마비엔에이치는 최대주주인 콜마홀딩스와 경영권 분쟁을 진행하고 있다. 양사의 합산 시가총액은 5월 경영권분쟁 소송 발표 후 최근까지 약 2달 동안 30% 이상 상승했다. 기존 경영진의 전략적 방향과 대주주의 경영 개입 의도 모두 근본적으로는 동사의 펀더멘털 개선에 있다. 실제로 동사는 3월부터 실적 개선이 나타나고 있다. 향후에도 1)최대 고객사의 내부 조정 후 본격적인 실적 성장, 2)중국향 센트룸 신제품 출시 등 건기식 자체 수출 확대, 3)국내외 ODM 물량 확대를 통한 최대 고객사 의존도 축소, 4)원가 및 비용 통제와 매출 성장에 따른 고정비 부담 완화로 수익성 개선을 지속할 전망이다. 또한 동사는 기업가치제고 계획을 통해 ROE를 24년 5%→27년 10%로 향상시키고 배당성향 20% 이상을 유지하며 주주 환원 확대 의지를 밝혔다.

투자의견 매수, 목표주가 1.7만원 유지

콜마비엔에이치에 대해 투자의견과 목표주가를 기존과 동일하게 유지한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 동사의 과거 평균 PER 20배를 적용해 산출했다. 건기식 ODM 목표배수는 12배지만 동사는 지난 21~24년 국내 건기식 시장 경쟁 심화 및 CAPA 확대 부담으로 수익성이 지속하락하며 PER 평균이 20배 이상으로 상승했다. 향후 펀더멘털 개선에 따른 밸류에이션 정상화가 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	576	580	616	615	638
영업이익	61	30	25	33	43
영업이익률(%)	10.6	5.2	4.0	5.3	6.8
세전이익	56	26	23	28	39
지배주주지분순이익	41	20	18	21	29
EPS(원)	1,371	667	631	739	1,041
증감률(%)	-42.0	-51.3	-5.4	17.0	40.9
ROE(%)	10.3	4.9	4.5	5.2	7.1
PER(배)	20.6	26.9	18.3	20.4	14.5
PBR(배)	2.1	1.3	0.9	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	11.8	13.9	10.3	9.4	7.5

자료: 콜마비엔에이치, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어·엔터

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.07.04

매수(유지)

목표주가(유지)	17,000원
현재주가(07/03)	15,090원
상승여력	12.7%

Stock Data

KOSDAQ	793.3pt
시가총액(보통주)	444십억원
발행주식수	29,416천주
액면가	500원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	198천주
60일 평균거래대금	2,872백만원
외국인 지분율	2.5%
52주 최고가	17,820원
52주 최저가	11,030원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외 8인)	53.6%
한국원자력연구원(외 1인)	6.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.2	-8.3
3M	20.2	4.2
6M	27.0	14.6

주가차트

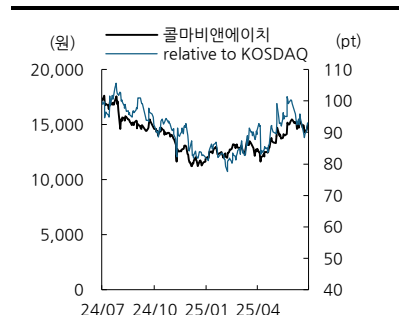


표10 콜마비앤에이치 실적테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	160.2	165.9	147.4	142.1	136.7	164.9	161.6	151.7	579.6	615.6	614.9	638.3
YoY	16.3%	5.8%	5.8%	-2.5%	-14.7%	-0.6%	9.6%	6.8%	0.6%	6.2%	-0.1%	3.8%
1. 별도	119.9	126.4	114.6	108.1	98.4	129.6	127.3	111.7	445.7	469.0	467.0	488.9
YoY	9.0%	5.8%	6.7%	-0.7%	-17.9%	2.6%	11.1%	3.3%	-11.9%	5.2%	-0.4%	4.7%
1-1. 식품	81.4	80.5	82.3	74.6	68.0	81.3	81.1	75.9	301.6	318.8	306.2	317.7
YoY	7.0%	3.9%	7.9%	3.9%	-16.5%	0.9%	-1.4%	1.7%	-14.8%	5.7%	-3.9%	3.7%
1) 내수	49.9	54.0	62.8	49.3	51.1	53.9	54.7	48.6	210.7	215.9	208.3	213.4
YoY	-7.8%	-3.8%	15.9%	6.3%	2.5%	-0.2%	-12.9%	-1.2%	-18.9%	2.5%	-3.5%	2.5%
2) 수출	31.5	26.6	19.5	25.4	16.9	27.4	26.5	27.2	90.9	103.0	98.0	104.3
YoY	43.2%	24.6%	-11.7%	-0.5%	-46.4%	2.9%	35.8%	7.3%	-3.4%	13.2%	-4.9%	6.4%
1-2. 화장품	38.5	45.9	32.3	33.5	30.4	48.4	46.2	35.8	144.0	150.2	160.7	171.2
YoY	13.9%	9.2%	3.9%	-9.7%	-21.0%	5.4%	42.7%	6.8%	-5.2%	4.3%	7.0%	6.5%
1) 내수	15.0	16.5	16.2	15.5	12.5	18.2	21.0	17.1	60.0	63.2	68.8	73.6
YoY	4.7%	-12.2%	50.0%	-3.5%	-16.5%	10.0%	30.0%	10.0%	-22.3%	5.4%	8.8%	7.0%
2) 수출	23.5	29.4	16.2	18.0	17.9	30.2	25.1	18.7	84.0	87.0	92.0	97.6
YoY	20.6%	26.5%	-20.5%	-14.4%	-23.8%	2.8%	55.5%	4.1%	12.5%	3.6%	5.7%	6.2%
2. 연결/조정	40.4	39.5	32.8	33.9	38.3	35.3	34.3	40.0	133.9	146.7	147.9	149.4
영업이익	9.5	7.8	4.1	3.2	3.6	10.4	10.3	8.3	30.3	24.6	32.6	43.3
YoY	-0.4%	-21.5%	-40.1%	-18.8%	-62.5%	33.3%	153.4%	156.9%	-50.5%	-18.6%	32.2%	32.9%
영업이익률	6.0%	4.7%	2.8%	2.3%	2.6%	6.3%	6.4%	5.5%	5.2%	4.0%	5.3%	6.8%
1. 별도	7.7	8.2	5.5	2.5	3.6	10.4	10.3	7.9	31.3	23.8	32.1	40.0
YoY	-10.5%	-13.3%	-33.5%	-51.4%	-53.3%	26.2%	88.5%	221.7%	-47.9%	-23.9%	34.9%	24.5%
영업이익률	6.4%	6.5%	4.8%	2.3%	3.7%	8.0%	8.1%	7.1%	7.0%	5.1%	6.9%	8.2%
2. 연결/조정	1.8	-0.4	-1.4	0.8	0.0	0.0	0.0	0.4	-1.1	0.8	0.4	3.3
순이익	6.6	4.9	3.6	2.1	1.4	7.0	7.0	5.5	18.7	17.2	20.9	29.4
YoY	3.0%	-33.2%	-32.5%	흑전	-78.3%	42.5%	96.2%	163.9%	-53.6%	-8.2%	21.6%	40.7%
순이익률	4.1%	3.0%	2.4%	1.5%	1.1%	4.3%	4.3%	3.6%	3.2%	2.8%	3.4%	4.6%

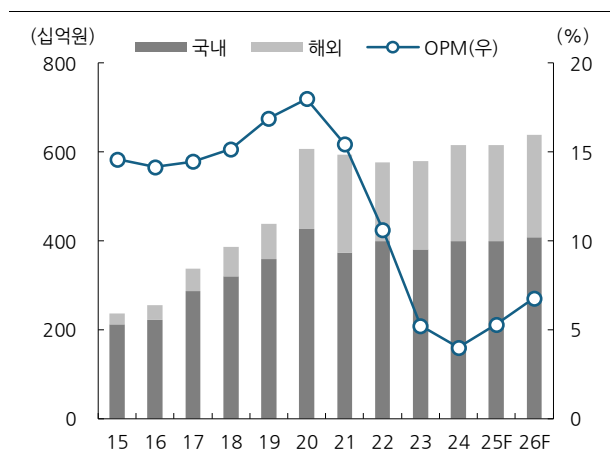
자료: 콜마비앤에이치, DS투자증권 리서치센터

표11 콜마비앤에이치 월별 실적 공시(별도기준)

(십억원, %)	24/04	24/05	25/03	25/04	25/05
매출액	41.6	42.8	37.9	44.5	42.0
YoY				7.1%	-1.8%
영업이익	2.4	2.6	2.1	3.6	3.6
YoY				49.7%	40.1%
영업이익률	5.8%	6.0%	5.5%	8.0%	8.5%

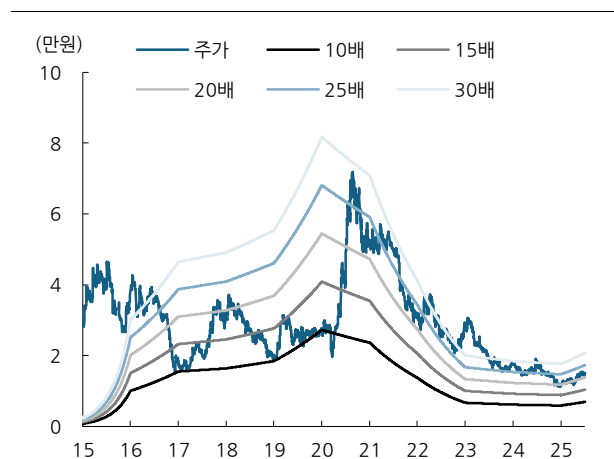
자료: 콜마비앤에이치, DS투자증권 리서치센터

그림58 콜마비앤에이치 실적 추이 및 전망



자료: 콜마비앤에이치, DS투자증권 리서치센터 추정

그림59 콜마비앤에이치 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[콜마비엔에이치 200130]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	240	227	224	248	272	매출액	576	580	616	615	638
현금 및 현금성자산	59	52	40	56	72	매출원가	473	499	531	534	555
매출채권 및 기타채권	34	30	34	42	44	매출총이익	103	81	85	81	84
재고자산	88	91	69	82	86	판매비 및 관리비	42	51	60	48	40
기타	59	54	80	68	71	영업이익	61	30	25	33	43
비유동자산	377	468	466	462	463	(EBITDA)	76	47	44	58	70
관계기업투자등	25	23	21	24	25	금융손익	0	-2	-1	-2	-1
유형자산	248	284	312	307	303	이자비용	3	7	9	8	8
무형자산	22	21	23	23	23	관계기업등 투자손익	-1	-1	0	0	0
자산총계	617	695	690	710	735	기타영업외손익	-5	-2	-1	-2	-4
유동부채	154	220	236	268	272	세전계속사업이익	56	26	23	28	39
매입채무 및 기타채무	48	81	61	78	82	계속사업법인세비용	15	7	6	7	10
단기금융부채	95	132	169	185	185	계속사업이익	40	19	17	21	29
기타유동부채	11	7	6	6	6	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	60	79	59	36	36	당기순이익	40	19	17	21	29
장기금융부채	58	76	56	33	33	지배주주	41	20	18	21	29
기타비유동부채	2	2	3	4	4	총포괄이익	41	19	17	21	29
부채총계	214	298	296	305	309	매출총이익률 (%)	17.9	14.0	13.8	13.1	13.1
지배주주지분	402	399	397	407	428	영업이익률 (%)	10.6	5.2	4.0	5.3	6.8
자본금	15	15	15	15	15	EBITDA마진률 (%)	13.1	8.1	7.1	9.4	11.0
자본잉여금	9	9	-3	-6	-6	당기순이익률 (%)	7.0	3.2	2.8	3.4	4.6
이익잉여금	377	384	398	413	434	ROA (%)	7.0	3.0	2.6	3.0	4.1
비지배주주지분(연결)	1	-2	-2	-2	-2	ROE (%)	10.3	4.9	4.5	5.2	7.1
자본총계	403	396	395	405	426	ROIC (%)	12.7	4.7	3.7	5.0	6.7

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5	56	39	50	54	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	40	19	17	21	29	P/E	20.6	26.9	18.3	20.4	14.5
비현금수익비용가감	37	37	32	35	27	P/B	2.1	1.3	0.9	1.1	1.0
유형자산감가상각비	13	15	18	25	26	P/S	1.5	0.9	0.6	0.7	0.7
무형자산상각비	1	1	2	1	1	EV/EBITDA	11.8	13.9	10.3	9.4	7.5
기타현금수익비용	22	20	4	7	-1	P/CF	10.8	9.5	6.8	8.0	7.9
영업활동 자산부채변동	-49	12	-1	-6	-2	배당수익률 (%)	1.1	1.7	2.7	2.1	2.1
매출채권 감소(증가)	-9	2	-4	-8	-2	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-11	-6	22	-13	-4	매출액	-2.9	0.6	6.2	-0.1	3.8
매입채무 증가(감소)	-23	25	-15	12	4	영업이익	-33.3	-50.5	-18.6	32.2	32.9
기타자산 부채변동	-6	-9	-4	3	0	세전이익	-39.3	-53.5	-10.0	21.4	38.3
투자활동 현금	-73	-97	-42	-9	-29	당기순이익	-41.0	-53.6	-8.2	21.6	40.7
유형자산처분(취득)	-48	-91	-34	-21	-22	EPS	-42.0	-51.3	-5.4	17.0	40.9
무형자산 감소(증가)	0	1	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	15	13	-4	11	-3	부채비율	53.2	75.2	74.8	75.2	72.5
기타투자활동	-39	-19	-4	1	-4	유동비율	155.9	103.2	94.7	92.4	100.0
재무활동 현금	34	33	-9	-24	-9	순차입금/자기자본(x)	13.4	30.1	28.4	25.2	19.7
차입금의 증가(감소)	46	55	6	-4	0	영업이익/금융비용(x)	19.2	4.1	2.7	4.2	5.6
자본의 증가(감소)	-11	-19	-15	-20	-9	총차입금 (십억원)	153	208	225	217	217
배당금의 지급	11	9	9	9	9	순차입금 (십억원)	54	119	112	102	84
기타재무활동	0	-3	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-33	-8	-12	16	16	EPS	1,371	667	631	739	1,041
기초현금	92	59	52	40	56	BPS	13,594	13,495	13,499	13,839	14,544
기말현금	59	52	40	56	72	SPS	19,493	19,617	20,929	20,904	21,699
NOPLAT	44	22	18	24	32	CFPS	2,619	1,883	1,687	1,886	1,910
FCF	-44	-29	6	40	24	DPS	308	308	310	310	310

자료: 콜마비엔에이치, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

노바렉스 (194700) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-08-24	매수	18,000	-40.1	-25.6	
2023-11-20	매수	18,000	-41.7	-28.3	
2024-01-23	매수	18,000	-44.9	-37.6	
2024-02-26	매수	18,000	-46.0	-42.3	
2024-06-21	매수	16,000	-42.3	-10.0	
2024-06-21	매수	16,000	-42.3	-10.0	
2025-03-31	매수	16,000	-36.6	-10.0	
2025-05-07		16,000	-24.0	-10.0	
2025-05-15	매수	20,000	-14.7	-1.4	
2025-07-04	매수	22,000			

코스맥스엔비티 (222040) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-07-05	매수	8,000	-31.2	-9.6	
2023-07-19	매수	8,000	-31.4	-9.6	
2023-08-11	매수	8,000	-31.2	-9.6	
2023-08-24	매수	8,000	-31.1	-9.6	
2023-08-28	매수	8,000	-31.1	-9.6	
2023-11-20	매수	8,000	-34.1	-9.6	
2024-01-23	매수	8,000	-40.3	-10.0	
2024-02-26	매수	8,000	-45.2	-32.4	
2024-03-06	매수	8,000	-46.1	-36.4	
2024-06-21	매수	6,000	-40.9	-2.0	
2024-06-21	매수	6,000	-40.9	-2.0	
2025-02-25	매수	6,000	-30.5	-2.0	
2025-03-31	매수	6,000	-26.3	-2.0	
2025-05-14	매수	6,000	-17.8	-2.0	
2025-07-04	매수	6,000			

콜마비엔에이치 (200130) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-07-19	매수	24,000	-28.7	-19.2	
2023-08-24	매수	24,000	-30.0	-21.8	
2023-11-20	매수	20,000	-25.4	-5.1	
2024-01-23	매수	20,000	-27.0	-5.1	
2024-02-26	매수	20,000	-27.7	-5.1	
2024-06-21		20,000	-29.8	-5.1	
2024-06-21	매수	20,000	-29.8	-5.1	
2025-03-31	매수	17,000	-18.5	-9.2	
2025-06-02	매수	17,000	-12.0	-9.2	
2025-07-04	매수	17,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.