파마리서치 214450

Analyst 하태기 | 에스테틱/헬스케어 스몰캡
02-3779-3513, teagi.ha@sangsanginib.com

그래도 고성장 스토리는 유효하다

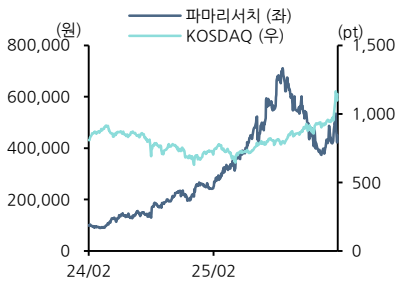
BUY 유지

목표주가 하향	700,000원
종가(26.02.04)	439,500원
상승여력	59.3%

Stock Data

KOSDAQ(02/04)	1,149.4pt
시가총액	45,663억원
액면가	500원
52주 최고가	711,000원
52주 최저가	253,000원
외국인지분율	10.2%
90일 일평균거래대금	804억원
주요주주지분율	
정상수 (외 8인)	34.9%
유동주식비율	65.0%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2025년 4분기 실적 고성장했지만 예상보다는 소폭 미흡

파마리서치의 **2025년 4분기 매출액은 전년 동기 대비 38.5% 성장한 1,428억원, 영업이익은 53.7% 증가한 518억원으로 발표**되었다. 매출은 전분기 대비 성장을 회복했으나 시장 기대치에 소폭 못 미쳤다. 영업이익도 전년대비, 전분기대비 증가했으나 R&D비용 증가, 인센티브 증가 등으로 예상치에는 못 미쳤다. 동사는 클리닉에서 의료 부족이 완전히 해소되지 않은 원인이 크다는 분석이다. 그러나 ECM 스킨부스터의 성장 영향을 어느 정도 받고 있는 것으로 분석된다.

2026년에도 의료기기, 화장품 매출 고성장 전망

첫째, 4분기에 의료기기에서 리쥬란 매출이 성장했으나 기대에는 조금 미흡했다. 2025년 4분기에 전체 의료기기 매출액은 35.4% 증가한 833억원이다. 이 중에서 관심을 가졌던 **국내 매출은 42.5% 증가한 597억원, 수출은 20.4% 증가한 236억원이다.** 4분기에는 의료관광 수요와 국내 피부과 클리닉 의료 회복을 예상했었다. 그러나 국내 리쥬란 의료기기 매출은 3분기보다는 증가했지만, 최고치인 2분기 수준에는 소폭 못 미쳤다. 수출에서도 기존의 중국, 아시아 등에서 성장하는 가운데, 특히 12월에 예정되었던 유럽 지역 초도 선적 물량(약 20억원)이 2026년 1월로 이연되면서 예상보다 소폭 적었다.

2026년 의료기기 부문에서 국내 매출 성장률은 기존 전망치보다 소폭 하향 조정될 가능성이 있으나, 유럽 등으로 확장되면서 수출 부문 성장이 가속화될 전망이다. 전체 의료기기 매출 고성장은 이어질 것으로 예상된다.

둘째, 화장품, 의약품 매출도 고성장 중이다. 리쥬란 브랜드 후광으로 2025년 4분기에 국내외에서 화장품 매출액은 64.9% 증가한 376억원이다. 의약품(정형외과, 내과, 톡신)도 3분기 중에 61.3% 증가한 229억원을 기록했다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	261	92	77	7,417	14.8	9.9	2.6	19.7	0.9
2024	350	126	92	8,568	30.6	18.3	5.7	18.9	0.4
2025E	536	214	173	16,746	26.2	18.7	7.2	27.9	0.2
2026E	666	263	237	22,972	19.1	14.7	5.5	29.0	0.2
2027E	808	321	283	27,505	16.0	11.4	4.2	26.5	0.2

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

톤다운 하지만 상반기 중에 주가 회복/상승 전망은 여전히 유효하다

리쥬란은 국내 매출은 ECM 매출과 동반 성장 전망
→ 2026년부터 수출 증가가 기대된다

주가는 실적 회복에 대한 기대감이 형성되면서 2026년 1월 말에 560,000원대로 일시 회복하기도 했으나 다시 410,000원대로 하락했다.

동사의 주가는 단기적으로 비중이 큰 국내 의료기기(리쥬란) 매출 영향을 크게 받고 있다는 판단이다. 고성장하던 국내 의료기기 매출이 2025년 3분기에 큰 조정을 받았고, 4분기에 바로 회복될 것으로 예상했었다. 매출 규모의 기준점은 2~3분기 국내 의료기기 매출이다. 2분기 607억원, 3분기 572억원이었다. 그래서 우려했던 ECM 영향이 없다고 하려면 4분기 국내 의료기기 매출이 630~650억원 이상으로 나올 때 가능한 논리로 볼 수 있었다.
그러나 실제 4분기 국내 의료기기 매출이 597억원으로 발표되면서 전분기 대비 증가하기는 했지만 살짝 부족한 수치로 해석할 여지가 있는 상황이 되었다. 성형외과 의료인력 부족의 영향도 있었겠지만, 현실적으로 **ECM 스킨부스터 고성장 영향을 일정부분 받고 있는 것으로 평가할 수 있다.** 기존의 국내 스킨부스터 시장에서 독점하던 리쥬란의 매출 성장분을 ECM 스킨부스터가 의미 있게 잠식하고 있다는 생각이다.

그렇다 하더라도 국내 스킨부스터 시장이 크고 해외 관광수요가 증가하는 분위기여서 고성장은 이어질 수 있다고 본다. 2026년에도 국내에서 20%대 성장은 이어갈 수 있을 전망이다. ECM 성장을 고려, 기존 전망치 30%대에서 소폭 하향 조정한 수준이다. 그러나 이제 막 개화되기 시작하는 수출시장에서는 유럽 등으로 리쥬란 매출이 증가하면서 2026년에 30%대 성장은 충분히 가능할 것으로 예상된다. 동사의 의료기기 전체적으로는 2026년에 최소 25% 이상 성장할 것으로 예상된다.

따라서 의료기기 리쥬란의 고성장 스토리는 여전하다고 볼 수 있다.

다만 기대했던 주가 회복은 다소 둔화/지연될 수는 있겠다. 이제 국내 매출 성장을 확인하고 매수하려는 움직임이 있을 수 있기 때문이다. 주가 반등시기는 기존 예상치보다 소폭 늦어진다고 해도 2026년 상반기에 조정을 마무리하고 다시 상승세로 전환할 잠재력은 여전한 것으로 판단된다.
2026년 국내 의료기기 성장률을 소폭 하향 조정하면서 목표주가를 다시 700,000원으로 하향 조정한다. 파마리서치의 장기 주가 전망은 여전히 긍정적이다.

표1, 부문별 매출액 추이 (단위: 억원)

구분	2022	2023	2024	1Q	2Q	3Q	4QE	2025E	1QE	2QE	3QE	4QE	2026E
의약품	**456**	**548**	**649**	**172**	**204**	**220**	**229**	**825**	**194**	**232**	**252**	**263**	**941**
(증감률)	2.9%	20.2%	18.4%	5.5%	14.0%	33.3%	61.3%	27.1%	12.6%	13.8%	14.6%	14.8%	14.1%
내수	313	341	386	106	134	134	137	511	114	145	145	148	552
(내수 증감률)	-0.9%	8.9%	13.2%	5.0%	42.6%	28.8%	57.5%	32.4%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
수출	143	206	263	66	70	86	92	314	79	88	108	115	389
(수출증감률)	11.7%	44.1%	27.7%	6.5%	-17.6%	41.0%	67.3%	19.4%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	23.9%
의료기기	**1,020**	**1,389**	**1,936**	**695**	**850**	**768**	**833**	**3,146**	**914**	**984**	**989**	**1,053**	**3,940**
(증감률)	33.9%	36.2%	39.4%	81.0%	97.7%	51.5%	35.4%	62.5%	31.5%	15.7%	28.8%	26.4%	25.2%
내수	827	976	1,374	483	607	572	597	2,259	628	668	715	746	2,757
(내수 증감률)	31.9%	18.0%	40.8%	71.9%	93.3%	58.9%	42.5%	64.4%	30.0%	10.0%	25.0%	25.0%	22.0%
수출	194	413	562	212	243	196	236	887	286	316	274	307	1,183
(수출증감률)	42.6%	112.9%	36.1%	105.8%	109.5%	33.3%	20.4%	57.8%	35.0%	30.0%	40.0%	30.0%	33.4%
화장품	**384**	**585**	**774**	**279**	**308**	**352**	**376**	**1,315**	**359**	**397**	**453**	**487**	**1,696**
(증감률)	41.7%	52.3%	32.3%	57.6%	54.8%	107.1%	64.9%	69.9%	28.6%	28.9%	28.7%	29.5%	29.0%
내수	171	280	315	107	113	133	120	473	128	136	160	144	568
(내수 증감률)	51.3%	63.7%	12.5%	30.5%	31.4%	125.4%	36.4%	50.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
수출	214	305	459	172	195	219	256	842	230	261	293	343	1,128
(수출증감률)	34.6%	42.5%	50.5%	81.1%	72.6%	97.3%	75.0%	83.4%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
기타	**88**	**88**	**138**	**23**	**44**	**14**	**-10**	**71**	**26**	**51**	**16**	**-12**	**82**
(증감률)	39.0%	0.6%	56.1%	-0.7%	91.1%	-71.5%	-125.3%	-48.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
매출액 계	**1,948**	**2,610**	**3,501**	**1,169**	**1,406**	**1,354**	**1,428**	**5,357**	**1,493**	**1,663**	**1,711**	**1,791**	**6,659**
(증감률)	26.4%	34.0%	34.0%	56.5%	69.2%	51.8%	38.5%	53.0%	27.7%	18.3%	26.3%	25.5%	24.3%

자료: 파마리서치, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산	2025p				2026E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Qp	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	1,169	1,406	1,354	1,428	1,493	1,663	1,711	1,791
영업이익	447	559	619	518	575	662	681	713
세전이익	459	558	648	546	686	775	795	827
순이익	360	420	509	419	549	620	636	662
YoY(%)								
매출액	56.5	69.2	51.8	38.5	27.7	18.3	26.3	25.5
영업이익	67.7	81.7	77.2	53.7	28.5	18.5	10.1	37.6
세전이익	97.6	47.1	108.9	131.7	49.3	38.8	22.7	51.5
순이익	96.8	46.4	99.3	155.6	52.3	47.4	25.1	57.9

자료: 파마리서치, 연결기준, 상상인증권

표 3. 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

2026년 추정 지배주주순이익	2,368	
적정 PER(배)	34.0	리쥬란의 글로벌 성장 잠재력 감안 프리미엄 부여
기업가치	80,511	
발행주식수㈜	11,565,295	
자기주식수㈜		
유통주식수㈜	11,565,295	
적정 주가(원)	696,144	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**256.5**	**554.5**	**724.6**	**944.6**	**1,205.0**
현금 및 현금성자산	67.2	165.3	178.9	345.2	551.1
매출채권	34.7	42.5	78.2	98.1	118.1
재고자산	50.2	57.3	69.4	87.1	104.8
비유동자산	**278.8**	**301.2**	**301.3**	**324.0**	**352.3**
관계기업투자등	99.1	85.8	70.5	73.3	76.3
유형자산	123.1	147.3	170.6	190.3	215.5
무형자산	32.0	33.4	33.5	32.4	31.4
자산총계	**535.3**	**855.7**	**1,025.9**	**1,268.6**	**1,557.3**
유동부채	**65.9**	**82.8**	**89.0**	**102.8**	**116.6**
매입채무	19.0	40.2	50.1	62.9	75.7
단기금융부채	33.8	16.7	14.7	14.7	14.7
비유동부채	**7.2**	**203.4**	**207.5**	**207.7**	**207.8**
장기금융부채	1.3	197.0	201.5	201.5	201.5
부채총계	73.1	286.3	296.5	310.4	324.4
지배주주지분	**433.1**	**539.4**	**701.5**	**930.3**	**1,205.1**
자본금	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	175.4	197.3	198.1	198.1	198.1
이익잉여금	260.8	343.1	499.8	728.6	1,003.3
비지배주주지분	**29.1**	**30.0**	**27.8**	**27.8**	**27.8**
자본총계	**462.2**	**569.4**	**729.3**	**958.1**	**1,232.9**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**261.0**	**350.1**	**535.7**	**665.9**	**807.7**
매출원가	70.8	98.9	124.0	159.8	191.4
매출총이익	190.3	251.2	411.7	506.1	616.3
판매비와 관리비	98.0	125.2	197.4	243.0	294.8
영업이익	**92.3**	**126.1**	**214.3**	**263.1**	**321.5**
EBITDA	104.3	139.7	230.2	280.4	340.4
금융손익	4.0	10.5	11.4	45.4	47.6
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.4	-20.7	-4.7	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	**100.7**	**115.8**	**221.0**	**308.3**	**368.9**
계속사업법인세비용	23.4	26.9	50.4	61.7	73.8
당기순이익	77.3	88.9	170.6	246.7	295.2
지배주주순이익	**76.6**	**92.0**	**172.8**	**236.8**	**283.3**
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	76.9	76.0	76.3
영업이익률 (%)	35.3	36.0	40.0	39.5	39.8
EBITDA 마진률 (%)	39.9	39.9	43.0	42.1	42.1
세전이익률 (%)	38.6	33.1	41.3	46.3	45.7
지배주주순이익률 (%)	29.3	26.3	32.3	35.6	35.1
ROA (%)	15.1	13.2	18.4	20.6	20.1
ROE (%)	19.7	18.9	27.9	29.0	26.5
ROIC (%)	27.1	35.0	49.2	51.4	55.9

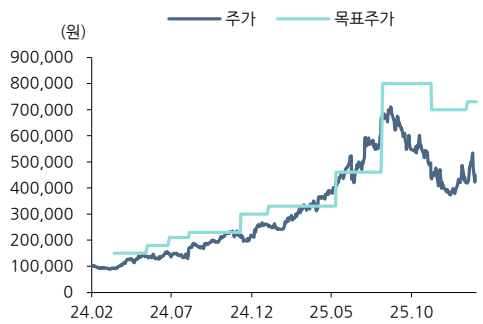
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**64.9**	**138.1**	**145.0**	**226.9**	**274.9**
당기순이익(손실)	77.3	88.9	170.9	246.7	295.2
현금수익비용가감	27.8	61.0	48.2	7.7	7.3
유형자산감가상각비	8.4	9.8	11.6	13.5	15.2
무형자산상각비	3.5	3.8	4.3	3.9	3.7
기타현금수익비용	6.2	28.9	21.6	-9.7	-11.6
운전자본 증감	-30.7	0.4	-42.7	-27.4	-27.6
매출채권의 감소(증가)	-0.3	-5.2	-35.3	-19.9	-20.0
재고자산의 감소(증가)	-28.2	-11.9	-13.0	-17.7	-17.7
매입채무의 증가(감소)	-0.3	15.9	7.7	12.8	12.8
기타영업현금흐름	-1.9	1.6	-2.2	-2.6	-2.7
투자활동 현금흐름	**-44.7**	**-225.5**	**-115.5**	**-52.6**	**-60.4**
유형자산 처분(취득)	-12.0	-36.4	-29.0	-33.3	-40.4
무형자산 감소(증가)	-0.6	-2.3	-5.5	-2.8	-2.8
투자자산 감소(증가)	-22.1	-172.4	-74.5	-15.4	-16.1
기타투자활동	-9.9	-14.5	-6.5	-1.1	-1.1
재무활동 현금흐름	**-26.0**	**182.6**	**-14.7**	**-8.0**	**-8.6**
차입금의 증가(감소)	-34.0	8.3	-2.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-7.2	-10.1	-13.4	-8.0	-8.6
배당금 지급	-7.5	-10.1	13.4	8.0	8.6
기타재무활동	15.2	184.4	1.5	0.0	0.0
현금의 증감	**-5.7**	**98.1**	**13.5**	**166.3**	**205.9**
기초현금	72.9	67.2	165.3	178.9	345.2
기말현금	67.2	165.3	178.9	345.2	551.1

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	14.8	30.6	26.2	19.1	16.0
P/B	2.6	5.7	7.2	5.5	4.2
EV/EBITDA	9.9	18.3	18.7	14.7	11.4
P/S	4.3	8.8	9.5	7.6	6.3
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액 증가율	34.0	34.1	53.0	24.3	21.3
영업이익 증가율	40.0	36.6	70.0	22.8	22.2
세전이익 증가율	86.3	15.0	90.8	39.5	19.7
지배주주순이익 증가율	88.7	20.2	87.7	37.0	19.7
EPS 증가율	84.8	15.5	95.5	37.2	19.7
안정성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	40.7	32.4	26.3
유동비율	389.2	669.6	813.9	919.2	1,033.7
순차입금/자기자본	-20.8	-34.6	-37.4	-47.1	-54.4
영업이익/금융비용	30.9	27.2	21.4	27.5	33.6
총차입금 (십억원)	35.1	213.6	216.2	216.2	216.2
순차입금 (십억원)	-96.3	-197.1	-272.5	-451.4	-670.4
주당지표 (원)					
EPS	7,417	8,568	16,746	22,972	27,505
BPS	41,966	46,161	60,659	80,441	104,198
SPS	25,291	29,962	46,320	57,574	69,837
DPS	950	1,100	700	750	750

파마리서치 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-02-10	Buy	330,000	1년	0.5	21.7
2025-05-13	Buy	460,000	1년	9.6	32.2
2025-08-08	Buy	800,000	1년	-24.6	-11.1
2025-10-13	Buy	800,000	1년	-32.6	-24.8
2025-11-11	Buy	700,000	1년	-40.0	-30.5
2026-01-16	Buy	730,000	1년	-36.7	-26.9
2026-02-05	Buy	700,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 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 하시기 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 현재당사에서 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.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	