파마리서치 214450

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

수출 중심 고성장은 여전히 기대된다

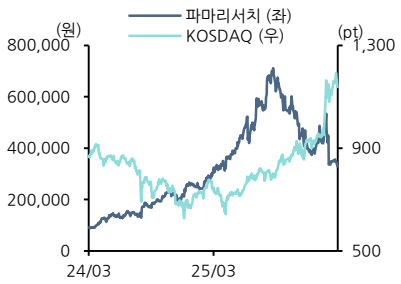
BUY 유지

목표주가 하향	600,000원
종가(26.03.04)	288,000원
상승여력	108.3%

Stock Data

KOSDAQ(03/04)	978.4pt
시가총액	29,922억원
액면가	500원
52주 최고가	711,000원
52주 최저가	288,000원
외국인지분율	6.3%
90일 일평균거래대금	775억원
주요주주지분율	
정상수 (외 8인)	34.9%
유동주식비율	65.0%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2026년 1분기 실적 컨센서스 충족 전망

파마리서치의 **2026년 1분기 매출액은 전년 동기 대비 28.6% 성장한 1,503억원, 영업이익은 34.4% 증가한 601억원으로 전망된다**. 시장의 컨센서스를 충족한 수준이 될 것으로 평가된다. 매출과 영업이익이 전 분기 대비, 전년 동기 대비 성장하는 모습이 될 전망이다. 영업이익은 전 분기 대비 매출증가와 인센티브 감소 등으로 크게 증가할 것으로 추정된다.

2026년 의료기기 부문, 국내 22%, 해외 33% 내외 성장 전망

첫째, 2026년 1분기 의료기기 부문은 31.5% 증가한 914억원으로 전망된다. 특히 국내 의료기기는 2025년 4분기 597억원에서 소폭 증가한 628억원으로 전망된다. 전년 동기 대비로는 30.0% 증가하는 수치이다. 과거의 성장률보다는 다소 둔화되지만 상당히 높은 성장률은 유지하는 모습이다. 다만 의료관광 수요가 크게 증가하는 상황이라서 국내 매출 30% 성장은 기존의 기대치보다는 조금 부족한 실적이라고 볼 수 있다. 그러나 의료기기 수출에서는 기존의 중국 시장에서 성장이 주춤하나, 그 외 지역인 유럽, 일본, 호주, 우크라이나 등으로는 높은 성장을 지속할 것으로 전망된다. 특히 지연되었던 유럽 지역 초도 선적 물량(약 20억원)이 2026년 1월에 선적되었다. 유통재고 소진 이후에 재구매 물량은 4~5월에 예상된다.

2026년 의료기기 부문에서 국내 매출 성장률(+22%)은 기존 전망치보다 소폭 하향 조정될 것이나, 수출에서 유럽, 남미, 중동 등으로 확장되면서 높은 성장(+33%)이 지속될 전망이다. 따라서 전체 의료기기 매출은 고성장할 것으로 예상된다.

둘째, 화장품은 고성장 중이다. 리쥬란 브랜드 후광으로 2026년 1분기에 국내외에서 화장품 매출액은 32.3% 증가한 369억원으로 전망된다. 중국에서 세포라 채널 진출 수가 증가(180개)하고, 미국에서도 세포라 진출 계약을 체결할 계획이다.

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	16,403	17.6	11.8	4.7	27.9	1.3
2026E	667	266	239	22,798	12.6	9.1	3.7	29.9	1.4
2027E	809	322	284	27,173	10.6	7.0	2.9	27.9	1.4

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

리쥬란 수출 증가로 장기 관점에서 주가 회복은 가능할 전망이다

국내 리쥬란 매출성장률은 ECM 스킨부스터 잠식으로 기존보다 둔화 전망,
→ 수출 증가로 실적 고성장 가능하다

주가는 실적 회복에 대한 기대감이 형성되면서 2026년 1월 말에 560,000원대로 일시 회복하기도 했으나 다시 280,000원대로 하락했다.

동사의 주가는 과거의 높은 성장성이 둔화되는 것에 초점을 맞추고 조정을 거치고 있다. 최근 몇 년간 매출 성장은 리쥬란의 국내 매출에서 이루어졌다. 의료기기 국내 매출 추이를 보면 2022년 827억원에서 2025년 2,259억원으로 증가했는데, 3년 연평균 성장률(CAGR)은 40.0%이었다. 그런데 분기별 추이를 보면 2025년 2분기 전년 동기 대비 93.3% 증가하며 607억원으로 최고치를 기록했다. 그 이후 3분기에 58.9%, 4분기에 42.5%로 소폭씩 증가율이 낮아졌다. 이로 인해 주가가 크게 하락한 것이다.

국내 시장에서 리쥬란의 성장률 둔화 배경에는 ECM 스킨부스터 성장 영향이 큰 것으로 평가된다. 리쥬란이 국내 스킨부스터 시장에서 거의 독점해 왔으나 리투오(엘앤씨바이오)와 셀르디엠(한스바이오메드) ECM 스킨부스터 매출이 빠르게 증가하면서 국내 스킨부스터 시장을 잠식하고 있기 때문이다. 2025년 ECM 스킨부스터 국내 매출을 보면 엘앤씨바이오가 60억원내외, 휴메딕스가 98억원, 한스바이오메드가 37억원으로 추정된다. 2026년에는 국내 ECM 스킨부스터 매출액은 정확하지 않지만, 엘앤씨바이오에서 400억원(?)으로 추정하는 뉴스가 있었고, 휴메딕스에서 300억원 근접할 전망이다. 물론 엘앤씨바이오의 매출에는 휴메딕스에 공급하는 매출분이 포함되어 겹치는 부분이 있을 것이다. 한스바이오메드에서 국내 250억원으로 추정된다. 공급이 부족한 상황이라 CAPA 증가가 매출에 큰 변수로 작용할 것이다. 여기에 추가해서 몇몇 후발 기업이 추가로 ECM 시장에 진출한다는 뉴스가 있다. 이렇게 보면 2026년 전체 ECM 스킨부스터 매출은 약 600~800억원 이상이 될 것이다.

ECM 스킨부스터의 시장의 성장 분위기를 보면 리쥬란 국내 매출이 충분히 영향받을 환경이다. 이러한 환경에서 2026년에 리쥬란은 국내 스킨부스터 시장이 크고, 해외 관광수요가 증가하는 분위기이다. 또한 국내 성형외과와 일반의원(피부미용)의 커버리지를 10% 확대할 계획이다. 따라서 리쥬란 매출은 국내 시장에서 22% 내외 성장할 가능성 큰 상황이다. 이는 기존 전망치 30%대에서 하향 조정한 수준이다.

앞으로 리쥬란 매출의 높은 성장은 이제 막 개화하는 수출시장에서 창출될 전망이다. 단기적으로는 유럽 등으로 매출이 증가하고 태국에서 매출이 발생할 것이다. 장기적으로는 브라질, 일본 등으로 허가받아서 새롭게 진출할 것이다. 아주 장기적으로는 미국 FDA 허가를 받아 성장 폭을 대폭 확대할 수 있을 것이다. 동사의 의료기기 전체적으로는 2026년에 최소 33% 내외 성장할 것으로 전망된다. 수출 증가에 대한 비전은 여전히 유효한 상황이다.

다만 기대했던 주가 회복은 다소 지연될 수는 있다. 실적 발표에서 국내 매출 성장을 확인하고 매수하려는 움직임이 강하기 때문이다. 따라서 1분기 실적 발표, 또는 2분기 영업 실적 발표 시점에서 주가 변곡점을 제공할 수도 있을 것이다.

그렇다 해도 리쥬란의 글로벌 경쟁력과 높은 수출에서의 성장 잠재력을 평가한다면, 현재 주가는 크게 저평가된 수준이다. 목표주가를 다시 600,000원으로 소폭 하향 조정하지만, 파마리서치의 장기 주가 전망은 여전히 긍정적이다.

표 1. 부문별 매출액 추이 (단위: 억원)

				2025					2026				
구분	2022	2023	2024	1Q	2Q	3Q	4Qp	2025p	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**	**369**	**397**	**453**	**487**	**1,706**
(증감률)	41.7%	52.3%	32.3%	57.6%	54.8%	107.1%	64.9%	69.9%	32.3%	28.9%	28.7%	29.5%	29.7%
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	241	261	293	343	1,139
(수출증감률)	34.6%	42.5%	50.5%	81.1%	72.6%	97.3%	75.0%	83.4%	40.0%	34.0%	34.0%	34.0%	35.2%
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**	**1,503**	**1,663**	**1,711**	**1,791**	**6,669**
(증감률)	26.4%	34.0%	34.0%	56.5%	69.2%	51.8%	38.5%	53.0%	28.6%	18.3%	26.3%	25.5%	24.5%

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	1,503	1,663	1,711	1,791
영업이익	447	559	619	518	601	662	681	713
세전이익	459	558	648	546	712	775	795	827
순이익	360	420	509	419	570	620	636	662
YoY(%)								
매출액	56.5	69.2	51.8	38.5	28.6	18.3	26.3	25.5
영업이익	67.7	81.7	77.2	53.7	34.4	18.5	10.1	37.6
세전이익	97.6	47.1	108.9	131.7	55.1	38.8	22.7	51.5
순이익	96.8	46.4	99.3	155.6	58.2	47.4	25.1	57.9

자료: 파마리서치, 연결기준, 상상인증권

표 3. 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

2026년 추정 지배주주순이익	2,388	
적정 PER(배)	29.0	리쥬란의 글로벌 성장 잠재력 감안 프리미엄 부여, 다만 국내시장 성장성 둔화 반영 소폭
기업가치	69,262	
발행주식수㈜	11,565,295	
자기주식수㈜		
유통주식수㈜	11,565,295	
적정 주가(원)	598,295	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**256.5**	**554.5**	**724.6**	**912.3**	**1,135.8**
현금 및 현금성자산	67.2	165.3	178.9	312.8	481.9
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**	**352.4**
관계기업투자등	99.1	85.8	70.5	73.3	76.3
유형자산	123.1	147.3	170.6	190.4	215.6
무형자산	32.0	33.4	33.5	32.4	31.4
자산총계	**535.3**	**855.7**	**1,025.9**	**1,236.3**	**1,488.2**
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**	**898.0**	**1,136.0**
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	696.3	934.3
비지배주주지분	**29.1**	**30.0**	**27.8**	**27.8**	**27.8**
자본총계	**462.2**	**569.4**	**729.3**	**925.8**	**1,163.8**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**261.0**	**350.1**	**535.7**	**666.9**	**809.0**
매출원가	70.8	98.9	124.0	157.8	191.7
매출총이익	190.3	251.2	411.7	509.1	617.3
판매비와 관리비	98.0	125.2	197.4	243.4	295.3
영업이익	**92.3**	**126.1**	**214.3**	**265.7**	**322.0**
EBITDA	104.3	139.7	230.2	283.1	341.0
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**	**311.0**	**369.5**
계속사업법인세비용	23.4	26.9	50.4	62.2	73.9
당기순이익	77.3	88.9	170.6	248.8	295.6
지배주주순이익	**76.6**	**92.0**	**172.8**	**238.8**	**283.8**
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	76.9	76.3	76.3
영업이익률 (%)	35.3	36.0	40.0	39.8	39.8
EBITDA 마진률 (%)	39.9	39.9	43.0	42.5	42.1
세전이익률 (%)	38.6	33.1	41.3	46.6	45.7
지배주주순이익률 (%)	29.3	26.3	32.3	35.8	35.1
ROA (%)	15.1	13.2	18.4	21.1	20.8
ROE (%)	19.7	18.9	27.9	29.9	27.9
ROIC (%)	27.1	35.0	49.2	51.9	56.0

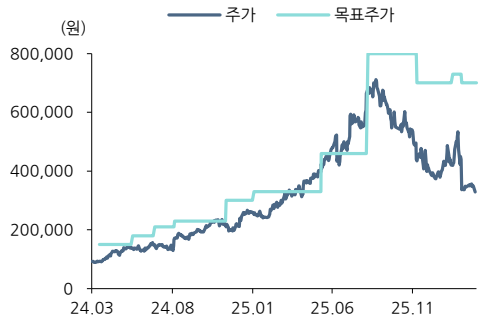
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**64.9**	**138.1**	**145.0**	**228.9**	**275.3**
당기순이익(손실)	77.3	88.9	170.9	248.8	295.6
현금수익비용가감	27.8	61.0	48.2	7.6	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	-9.8	-11.7
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	-40.5
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**	**-42.3**	**-45.8**
차입금의 증가(감소)	-34.0	8.3	-2.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-7.2	-10.1	-13.4	-42.3	-45.8
배당금 지급	-7.5	-10.1	13.4	42.3	45.8
기타재무활동	15.2	184.4	1.5	0.0	0.0
현금의 증감	**-5.7**	**98.1**	**13.5**	**133.9**	**169.1**
기초현금	72.9	67.2	165.3	178.9	312.8
기말현금	67.2	165.3	178.9	312.8	481.9

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	14.8	30.6	17.6	12.6	10.6
P/B	2.6	5.7	4.7	3.7	2.9
EV/EBITDA	9.9	18.3	11.8	9.1	7.0
P/S	4.3	8.8	6.2	5.0	4.1
배당수익률 (%)	0.9	0.4	1.3	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액 증가율	34.0	34.1	53.0	24.5	21.3
영업이익 증가율	40.0	36.6	70.0	24.0	21.2
세전이익 증가율	86.3	15.0	90.8	40.7	18.8
지배주주순이익 증가율	88.7	20.2	87.7	38.2	18.8
EPS 증가율	84.8	15.5	91.4	39.0	19.2
안정성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	40.7	33.5	27.9
유동비율	389.2	669.6	813.9	887.7	974.3
순차입금/자기자본	-20.8	-34.6	-37.4	-45.3	-51.7
영업이익/금융비용	30.9	27.2	21.4	27.8	33.7
총차입금 (십억원)	35.1	213.6	216.2	216.2	216.2
순차입금 (십억원)	-96.3	-197.1	-272.5	-419.1	-601.2
주당지표 (원)					
EPS	7,417	8,568	16,403	22,798	27,173
BPS	41,966	46,161	60,659	77,648	98,225
SPS	25,291	29,962	46,320	57,664	69,953
DPS	950	1,100	3,700	4,000	4,000

파마리서치 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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
2026-02-04	Buy	700,000	1년	-49.9	-37.2
2026-03-05	Buy	600,000	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%	