

Weekly Retail-Cos. Letter

2026년 상고하저는 없다 | 2026.6.26



Analyst 박종대 forsword@hanafn.com

- ✓ 화장품 ODM: 2분기는 예상보다 좋고, 3분기는 2분기보다 더 크다
- ✓ 하이드로겔 높은 진입장벽

I. 주가 분석과 투자전략

1. 화장품 ODM: 2분기는 예상보다 좋고, 3분기는 2분기보다 더 크다

- 하이드로겔 마스크 ODM 생산 기업 사는 지난 5월 B사 100만개 추가 생산 요청을 들어줄 수 없었다. 다양한 브랜드 업체들로부터 의뢰가 들어오고 있는데 정중히 돌려보내고 있다. 추가 생산여력이 없기 때문이다. A사의 펩타이드 세럼을 비롯 여러 제품들이 히트하면서 1분기 사상 최대 매출 270억원을 기록한 이후 2분기, 3분기 QoQ 10%씩 수주 잔량이 증가하고 있다.
- 한국콜마의 2분기 국내 사업 매출 증가율은 YoY 25%에 이를 것으로 보인다. 1분기와 유사한 성장률인데 전년도 높은 베이스를 감안하면 서프라이즈한 수준이다. 3분기는 주문량만 보면 2분기보다 높은 수치다. 제닉의 2분기 매출은 1분기대비 50% 가까이 증가할 듯하다. 400억원을 넘는 수준으로 분기 최고 매출 기록을 계속 경신하고 있다. 코스메카코리아도 2분기 국내 매출 1,500억원 규모를 3분기까지 이어갈 수 있을 것으로 보인다. 잉글우드랩 실적까지 더하면 2분기보다 3분기 매출이 더 클 수 있다. 엔에프씨도 2분기 대비 3분기가 떨어질 것 같지는 않다는 분위기다. 비상장 ODM E사의 상반기 매출은 전년대비 70% 증가하는 1,700억원 가량이 될 것 같은데, 용기가 없어서 더 못 만들고 있는 상태다. 하반기 용기 쇼티지가 해결되면 생산량은 더 늘어날 수 있다.
- 문제는 절대적인 조업 일수가 2분기대비 3분기가 10여일 적다는 점이다. 8월 첫째주는 웬만한 제조공장들이 다 휴가다. 9월말에는 추석 연휴도 있다. ODM 매출의 계절성은 비단 글로벌 수출 때문만은 아니다. 조업일수 차이 영향도 크다. 이런 제약을 극복하기 위해 업체들은 다양한 작업을 하고 있다.
- 첫째, 제닉 등 중소형 ODM 업체들은 일부 라인에 대해 2교대 근무를 시작했다. 2교대 근무는 인력 관리 측면에서 쉽지 않은 결정이다. 그만큼 생산량 증가가 단기간에 끝날 것 같지 않다는 신호다. 막대한 초과근무 수당을 계속 지급하는 것보다 아예 2교대로 전환하는 게 효율적인 것이다.
- 둘째, 설비 투자를 확대하고 있다. 생산 라인을 늘리거나 설비 교체를 통해 생산성 제고를 도모하고 있다. 제닉은 3대 증설(총 11대)에 이어 1대를 바로 추가 발주했다. 7월에 세팅 예정이다. 증장기 15대까지 하이드로겔 생산 라인을 늘린다는 계획이다. 코스맥스/한국콜마 같은 대기업들은 설비교체가 잦다. 화장품 산업이 크게 성장하면서 기계 설비 제조 역량 역시 엄청나게 좋아졌다. 하루가 다르게 신제품이 나오고 있다. MOQ를 결정하는게 라인당 하루 생산량인데, 이게 1.5만개에서 3만개로 증가하는 경우가 늘고 있다. 공간 확충 없이 생산 캐파를 확대할 수 있게 된 것이다. 다만, 이런 2교대 근무와 설비 투자 확대는 인력 충원이 과제가 되고 있다. 지방 제조공장에서 일하려는 분들이 많지 않기 때문에 인력 구하기가 힘들다. 시급을 올리고 있는 업체들이 늘고 있고, 통근버스가 시/도 경계선을 넘나들고 있기도 하다.

- 셋째, 아웃소싱을 늘리고 있다. 산업이 성장하고 규모가 커지다 보니 ODM 업체들 사이 분업화가 활발해지고 있다. 이제 원료 믹싱에서 충전, 포장 모든 생산과정을 독자적으로 진행하는 경우는 드물다. 코스맥스와 한국콜마와 같은 대기업은 물론, 성장 궤도에 이제 막 오른 중소형 ODM 업체들까지, 이때까지 경험하지 못한 대량 발주를 소화하기 위한 방안 찾기에 골몰하고 있다. 바다 건너가는 수출 물량이 늘어나면서 납기일이 그 어느때보다 중요해졌기 때문에 더욱 그렇다. 전공정을 아웃소싱한 후 반제품을 들여와 충전/포장 작업만 진행하고 있고, 어떤 업체들은 반대로 충전/포장을 외부에 맡기기도 한다. 물류 비용과 시간을 줄이기 위해 ODM 업체들끼리 클러스터를 형성하는 사례도 늘고 있다.
- 이렇게 2026년 계절성이 무색해지고 2분기 대비 3분기 QoQ 매출 규모가 커지는 이유를 구체적으로 살펴보면, 첫째, 글로벌 지역 확대 영향이 크다. ODM 업체들이 이구동성으로 하는 말들은 미국 이외 유럽으로 주소지가 짙힌 선적 물량들이 많다는 것이다. 러시아/CIS 지역은 물론, 최근 중남미 수출 증가세도 거세다. 메디큐브의 제로모공패드는 여전히 쇼티지 상태에 있고, 뷰티셀렉션의 바이오던스 마스크팩도 마찬가지다. 조선미녀 자외선차단제는 성수기가 없이 QoQ 생산량이 계속 늘고 있다.
- 둘째, 중소형 인디 브랜드 업체들의 스케일업 때문이다. 틱톡과 아마존에서 히트한 이후 매출 규모가 한단계 올라서는 브랜드들이 많다. 전년도 닥터멜락신과 닥터엘시아, 이퀄베리, 샬리맥스, 올리브인터내셔널, 센텔리안24 등이 대표적이다. 이들 브랜드들은 SKU를 확대와 리뉴얼을 통해 생산 규모를 늘리고 있는데, ODM 이원화 등으로 생산 안정화를 도모하고 있다. ODM 대기업들은 물론 중소형 ODM 기업들까지 같이 성장의 수혜를 누릴 수 있게 된 것이다.
- 셋째, 채널 확대 때문이다. K뷰티가 2025년 말부터 미국과 유럽 오프라인 매대에 본격적으로 깔리기 시작했다. 이들 국가의 오프라인 채널은 온라인보다 몇배 큰 시장이다. 메디큐브는 얼타뷰티에 이어 4월부터 월마트와 타겟 전점에 입점했고, 달바글로벌은 5000개 오프라인 점포에 전개 속도를 높이고 있으며, 센텔리안24는 2026년 5월 얼타뷰티 전점에 입점했다.
- 이러한 QoQ 실적 개선세는 시사하는 바가 크다. 향후 주요 화장품 ODM은 물론 브랜드 업체들의 실적 컨센서스가 계속 올라갈 수 있다는 것을 의미한다. 2025년 하반기 높아진 시장 기대치에 실적이 못미치면서 화장품 업체들 주가가 급락한 경험이 있다. 2024년/25년 연속된 상고하저 실적과 주가 움직임에 대한 반면교사로 애널리스트들은 2026년 실적 전망치를 최대한 보수적으로 유지하고 있다. 상반기 좋은 실적이 업황에 의한 것인지, 계절성에 의한 것인지 명확히 구분하기 어렵기 때문이다.
- 현재 하나증권 코스메카코리아 실적 전망을 보면 하반기 국내 사업 매출 성장률은 YoY 5% 내외로 뚝 떨어진다. 국내 사업 매출 규모는 2분기 1,510억원에서, 3분기 1,410억원, 4분기는 1,270억원에 그친다. 아무리 봐도 이보다는 잘 나올 것 같다. 한국콜마 실적 전망을 보면 국내 사업 매출 성장률은 YoY 10% 초반대로 뚝 떨어진다. 국내 사업 매출 규모는 2분기 4,000억원에서 3분기 3540억원, 4분기는 3,040억원에 불과하다. 이보다는 클 것 같다. 즉, 2025년에는 하반기에 접어들면서 실적 추정치가 계속 하락했지만, 올해는 실적 추정치가 상향 조정될 가능성이 크다. YoY 매출 성장률 역시 하반기에 더 높아질 수 있다.

도표 1. 코스메카코리아 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	118.4	161.7	182.4	178.5	185.1	198.7	198.2	179.2	640.9	761.2	884.3
국내	74.3	110.0	129.8	127.3	142.2	151.0	140.6	126.8	441.5	560.7	669.8
내수	59.5	91.7	110.5	110.0	124.2	130.2	119.3	109.4	371.6	483.0	584.5
수출	14.9	18.3	19.4	17.3	18.0	20.8	21.3	17.4	69.9	77.6	85.3
미국	42.5	57.5	61.8	54.5	49.7	54.6	64.9	57.9	216.4	227.2	249.9
중국	8.7	8.6	8.1	8.5	6.4	9.0	8.5	10.4	34.0	34.3	35.4
영업이익	12.3	23.0	27.2	21.0	21.9	27.9	28.6	22.8	83.5	101.1	118.7
국내	8.0	13.8	14.5	11.3	17.8	19.9	16.9	12.7	47.7	67.3	80.4
미국	4.6	10.1	13.2	9.3	5.6	8.2	11.7	9.7	37.2	35.2	39.2
중국	-0.6	-1.1	-0.6	0.4	-1.3	-0.4	-0.2	-0.1	-1.9	-2.1	-1.8
세전이익	11.6	16.7	29.6	20.0	25.5	27.6	28.4	18.7	77.9	100.2	117.8
지배주주순이익	7.6	9.3	16.7	11.8	17.3	18.6	19.1	12.6	45.5	67.6	79.8
영업이익률(%)	10.4	14.2	14.9	11.8	11.8	14.0	14.4	12.7	13.0	13.3	13.4
세전이익률(%)	9.8	10.3	16.2	11.2	13.8	13.9	14.3	10.4	12.2	13.2	13.3
순이익률(%)	6.4	5.8	9.2	6.6	9.3	9.4	9.7	7.0	7.1	8.9	9.0
매출(% YoY)	-5.7	12.5	44.0	38.8	56.4	22.9	8.7	0.4	22.2	18.8	16.2
국내	8.1	16.2	57.4	53.8	91.3	37.3	8.3	-0.4	34.3	27.0	19.5
미국	-19.1	25.0	50.3	29.2	16.9	-5.0	5.0	6.2	18.9	5.0	10.0
중국	-28.0	-20.0	-12.8	3.9	-27.1	5.0	5.0	21.9	-15.9	1.0	3.0
영업이익(% YoY)	-10.5	27.3	78.8	56.5	78.0	21.0	5.1	8.4	38.1	21.1	17.3
국내	8.4	-3.5	20.8	5.6	120.8	44.0	16.3	12.4	7.3	41.1	19.5
미국	-31.0	133.5	224.9	150.8	22.5	-18.6	-11.7	4.7	98.6	-5.2	11.4
중국	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
세전이익(% YoY)	-29.1	-14.6	166.7	-4.7	120.8	65.9	-4.3	-6.7	14.7	28.7	17.6
지배주주순이익(% YoY)	-13.4	-32.0	97.4	-3.3	126.9	99.6	14.3	6.9	5.4	48.7	18.1

자료: 코스메카코리아, 하나증권

도표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	653.1	730.8	683.0	655.5	728.0	821.9	749.7	720.7	2,722.4	3,020.3	3,328.5
한국	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	400.3	354.2	303.9	1,192.8	1,401.5	1,622.2
중국	41.6	49.9	31.8	32.9	47.3	54.9	36.6	33.1	156.2	171.8	183.8
북미	30.4	28.4	17.3	14.7	21.8	25.6	28.5	25.6	90.8	101.4	116.4
연우	63.7	70.7	61.8	53.8	62.4	71.4	62.4	56.3	250.0	252.5	260.1
HK이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	258.7	278.9	276.5	312.9	1,063.2	1,126.9	1,183.3
영업이익	59.9	73.5	58.3	47.8	78.9	91.0	71.7	49.0	239.6	290.6	332.5
한국	33.9	49.0	44.3	22.3	51.2	60.1	48.2	19.9	149.5	179.4	207.6
중국	3.1	6.1	-1.6	-1.6	3.2	2.7	1.8	0.8	6.0	8.6	9.2
북미	0.2	0.1	-7.7	-11.4	-5.4	-3.4	-3.0	-5.2	-18.8	-17.0	-5.6
연우	-1.0	0.8	-0.2	0.1	-0.3	1.1	-0.6	0.4	-0.3	0.5	1.8
HK이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	33.2	33.5	27.6	34.2	110.9	128.5	130.2
세전이익	32.4	54.0	54.2	71.1	77.8	85.6	66.2	39.2	211.7	268.8	315.2
지배주주순이익	13.2	34.9	31.8	45.1	45.2	54.4	41.8	20.4	125.1	161.7	197.7
영업이익률(%)	9.2	10.1	8.5	7.3	10.8	11.1	9.6	6.8	8.8	9.6	10.0
한국	12.4	14.9	13.8	8.3	14.9	15.0	13.6	6.6	12.5	12.8	12.8
중국	7.5	12.2	-5.0	-4.9	6.8	5.0	5.0	2.5	3.8	5.0	5.0
북미	0.7	0.4	-44.5	-77.6	-24.8	-13.2	-10.7	-20.2	-20.7	-16.8	-4.8
연우	-1.6	1.1	-0.3	0.1	-0.5	1.5	-1.0	0.6	-0.1	0.2	0.7
HK이노엔	10.3	7.4	9.9	13.7	12.8	12.0	10.0	10.9	10.4	11.4	11.0
세전이익률(%)	5.0	7.4	7.9	10.8	10.7	10.4	8.8	5.4	7.8	8.9	9.5
순이익률(%)	2.0	4.8	4.7	6.9	6.2	6.6	5.6	2.8	4.6	5.4	5.9
매출(% YoY)	13.6	10.7	9.0	11.0	11.5	12.5	9.8	10.0	11.0	10.9	10.2
한국	10.7	10.5	17.7	11.2	25.0	22.0	10.0	13.3	12.6	17.5	15.8
중국	20.4	-5.2	-13.1	10.4	13.7	10.0	15.0	0.5	1.7	10.0	7.0
북미	90.6	9.1	-35.2	-48.6	-28.3	-10.0	64.6	74.1	-6.7	11.7	14.7
연우	-5.3	-4.4	-15.1	-11.1	-2.0	1.0	1.0	4.6	-8.9	1.0	3.0
HK이노엔	16.3	20.0	13.7	23.8	4.6	6.0	6.0	7.2	18.5	6.0	5.0
영업이익(% YoY)	84.8	2.4	7.0	36.2	31.6	23.9	22.9	2.5	23.6	21.3	14.4
한국	48.5	10.9	19.0	23.5	51.2	22.5	8.7	-10.6	22.2	20.0	15.8
중국	74.3	-8.8	적전	적지	3.2	-55.0	흑전	흑전	-24.7	43.2	7.0
북미	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지
연우	적지	-35.5	적전	흑전	적지	33.9	적지	371.2	-122.5	-255.9	260.5
HK이노엔	47.0	-19.8	16.4	64.5	30.8	71.3	6.9	-14.8	25.7	15.9	1.3
세전이익(% YoY)	60.1	-8.9	52.9	186.8	140.0	58.4	22.2	-44.8	51.5	27.0	17.3
지배주주순이익(% YoY)	109.3	0.3	106.8	34.7	241.0	55.8	31.3	-54.8	38.9	29.3	22.2

자료: 한국콜마, 하나증권

2. 하이드로겔 높은 진입장벽

- 하이드로겔 마스크가 글로벌 대히트하면서 생산 수요가 엄청나게 증가하고 있다. 하지만, 여러 ODM 업체들이 신규 진입을 주저하고 있다. 그 이유는 곧 높은 진입장벽의 논거가 된다.
- 첫째, 일단 비용이 많이 든다. 생산 라인 하나 설치하는데 요즘은 5억원까지 가격이 올랐다. 인건비 부담도 크다. 라인 하나당 20~30명 인원이 붙어야 한다. 자동화가 어렵기 때문이다. 제닉에는 생산인력만 400명이 넘는다. 문제는 하이드로겔 마스크 생산이 아니면 이들 인력이 필요 없다는 점이다. 다른 기초나 시트마스크의 경우 자동화 설비가 워낙 잘 돼 있기 때문에 인력 소요가 제한적이다. 즉, 하이드로겔 라인이 제대로 돌아가지 않는다면 고정비 부담만 엄청 늘어나는 상황이 된다. 웬만큼 확신이 서지 않으면 시도하기 어려운 사업이다.
- 둘째, 비효율적이다. 수을 잡기가 힘들다. 시트마스크와 달리 타공 과정에서 많은 원료들이 버려진다. 하루 약 4~5만장 밖에 생산을 하지 못한다. 공간도 많이 차지한다. 생산 라인 길이가 30미터나 되기 때문에 공간을 확보하기가 만만치 않다. 물론 그렇기 때문에 가격이 비싸지만 이미 형성된 시장 가격이 있기 때문에 웬만큼 수율을 높이고 원가율을 낮추기 전까지 이익 내기 대단히 어렵다.
- 셋째, 하이드로겔에 특화된 R&D 연구인력과 생산 엔지니어도 별도로 뽑아야 한다. 제형 자체가 기존 시트마스크와 완전히 다르고, 물성도 민감하기 때문이다. 하이드로겔 ODM 수요가 증가하면서 하이드로겔 전문 연구인력도 쇼티지다.
- 이에 따라 본의 아니게 바이오던스는 '품질 마케팅'을 하고 있다. 제품이 일찍 소진되어 수요가 있어도 매대를 채울 수 없는 상황이 왕왕 벌어지고 있는 것이다. 제닉의 경우 B사 매출 비중을 낮추고 싶어도 주문 물량이 워낙 많기 때문에 다른 고객사의 주문을 받을 수 없다. B사 발주량을 다 소화하기에도 급급하다. 제닉과 코스맥스 등 주요 하이드로겔 마스크 생산 업체들의 실적 개선 여력과 가시성이 그만큼 높다는 말이다. 이들 기업들의 기업가치 재평가 가능성을 주목할 필요가 있다.

도표 3. 제넥 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	17.8	24.7	23.6	12.2	29.4	39.6	35.0	30.5	78.2	134.5	184.1
한국	15.2	21.0	18.4	9.3	25.2	35.0	30.0	25.0	63.9	115.2	161.5
중국	0.6	1.8	3.2	0.9	1.3	1.4	1.5	1.7	6.4	5.8	6.4
HK이노엔	2.0	2.0	1.9	2.0	2.9	3.2	3.5	3.9	7.9	13.5	16.1
영업이익	3.8	5.5	5.7	0.1	3.4	7.6	7.4	5.8	15.0	24.2	38.7
세전이익	3.7	5.4	5.7	0.1	3.5	7.5	7.4	5.7	14.8	24.1	38.6
지배주주순이익	3.5	4.0	5.3	6.1	3.5	6.4	6.3	4.4	18.9	20.5	32.0
영업이익률(%)	21.1	22.2	24.0	0.8	11.6	19.2	21.0	19.1	19.1	18.0	21.0
세전이익률(%)	20.5	21.8	24.1	0.8	11.9	18.9	21.1	18.8	18.9	17.9	20.9
순이익률(%)	19.7	16.2	22.4	50.0	11.9	16.1	17.9	14.3	24.2	15.2	17.4
매출(% YoY)	180.3	174.8	55.7	-37.4	64.7	60.5	48.7	150.9	56.7	72.0	36.9
한국	228.7	198.3	41.1	-46.7	65.7	66.9	62.8	169.7	52.9	80.3	40.2
연우	2.0	336.4	541.3	54.3	121.7	-20.9	-52.4	86.2	232.9	-9.0	10.0
HK이노엔	72.4	25.4	22.7	37.2	42.6	63.3	82.0	92.9	36.1	70.0	20.0
영업이익(% YoY)	흑전	513.5	171.6	-97.3	-9.3	39.2	30.2	5745.2	148.7	61.7	59.7
세전이익(% YoY)	흑전	579.7	200.5	-97.2	-4.9	39.6	30.1	5641.2	160.7	62.8	59.9
지배주주순이익(% YoY)	흑전	406.3	179.4	10.5	-1.1	59.4	19.0	-28.4	149.9	8.5	56.2

자료: 제넥, 하나증권

Compliance Notice

- 당사는 2026년 6월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2026년 6월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.30%	2.70%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 06월 23일