

화장품 산업

비중확대(유지)

3분기 실적에 주목해야 할 두 가지 변화

분석의 기본가정

- 3분기 평균 달러/원 환율 1,420원 가정

원화 강세 기조 영향은 불가피하나 수익성 하락은 제한적

2026년 9월 8일 기준 3분기 평균 달러/원 환율은 1,436원으로 2분기 평균치 대비 약 4% 이상 하락했다. 수출 중심으로 가파르게 성장 중인 화장품 업종에 부정적인 영향이 불가피한 상황이다. 원화 강세는 완제품 원화 매입 후 외화 매출 구조가 주를 이루는 브랜드사와 유통 벤더사에 영향이 클 것으로 예상된다. 반면, K-Beauty 인디 브랜드향 원화 매출이 대부분을 차지하며 한국 법인의 실적 기여도가 높은 ODM 3사는 환 관련 우려에서 비교적 자유로울 것으로 보인다.

브랜드사 내에서 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 환 영향이 제한적일 것으로 예상된다. 2026년 2분기 기준으로 여전히 국내 매출 비중이 절반 이상을 차지하는 기업이기 때문이다. 높은 국내 매출 비중이 그동안 실적 성장에 있어 약점으로 작용했다. 인디 브랜드사들이 세 자릿수의 매출 성장률을 지속하는 상황에서 대기업 양사는 연결 매출 성장이 부진할 수밖에 없었다. 전년 동기 대비 10% 성장하기도 쉽지 않은 국내 매출이 큰 비중을 차지하고 있었기 때문이다. 이러한 약점이 3분기에는 오히려 강점으로 작용할 것으로 전망한다. 환 영향에서 자유로운 매출이 높은 비중을 차지하고 있기 때문이다. 특히, 대기업 양사는 해외 원재료를 매입해서 제조까지 직접 진행하고 있는 점을 고려하면 국내 매출 기준으로 원화 강세는 수익성에 오히려 우호적으로 작용한다. 지정학적 이슈로 인한 원가 상승은 있겠으나 환 영향으로 인한 실적 악화 가능성은 낮다고 판단한다.

반면, 2026년 2분기 기준 에이피알과 달바글로벌의 평균 해외 매출 비중은 80%를 돌파했다. ODM사로부터 원화로 매입한 제품을 해외에서 외화로 판매하는 매출이 주를 이루기에 환율 영향을 크게 받을 수밖에 없는 사업구조다. 다만, 수익성에 미치는 악영향은 매출 변화 대비 제한적일 것으로 판단한다. 광고선전비, 판매수수료 등 현지에서 외화로 결제되는 비용으로 상쇄되는 효과가 있기 때문이다. 외화 결제 비용은 원가율 대비로도 높은 비중을 차지하는 것으로 추정된다. 결과적으로, 전 분기 대비 달러/원 환율 5% 하락을 가정하면 인디 브랜드 양사가 겪게 될 영업이익률 하락 폭은 1%p 내외일 것으로 추정된다. 3분기는 B2B 비중과 관련한 계절적인 요인이 이를 상쇄하며 우려 대비 견조한 수익성을 나타낼 가능성이 높다.

표 1. 화장품 업종 내 밸류체인 별 달러/원 환율 하락 관련 영향 분석

달러/원 환율 하락 시 밸류체인별 영향				
구분	브랜드/제조	인디 브랜드	ODM	유통 벤더사
해외 매출 비중	해외 매출 비중 50% 미만	해외 매출 비중 평균 80% 이상	해외 매출 비중 평균 25% 내외	해외 매출 비중 100%
환율 변동 관련 주요 영향	- 환 영향에서 자유로운 국내 매출 비중이 높음 - 해외 매출은 영향 존재하나 현지 법인 운영을 통한 외화 비용 집행으로 수익성 영향 일부 상쇄	- 매출 하락 영향 있지만 외화 결제 비용으로 수익성 영향 일부 상쇄 - 광고선전비와 판매수수료 합산 비중이 매출원가율을 상회하며 외화 결제 비용 비중이 높은 편	- 한국 법인은 매출과 수익성 모두 환율 영향 제한적 - 해외 법인 관련 비용은 현지에서 외화로 집행되어 수익성 영향 상쇄	- 홀세일러향 매출의 경우 환율 변동에 따라 판가 일부 조정 반영 - 내셔널 리테일러향 매출은 시장 상황에 따라 기준 환율 조정 고려 중
결론	성장률 측면에서 약점이었던 높은 국내 매출 비중이 3분기 수익성 측면에서 강점으로 전환	달러/원 환율 5% 하락 시 OPM 하락 1%p 내외 수준으로 추정	최선호 업종, 원화 강세 영향으로 부터 가장 자유로운 업종으로 판단	매출액과 수익성 측면에서 환율이 부담 요인으로 작용하나 100% 환위험에 노출되는 구조는 아님

자료 : 신영증권 리서치센터 / 당사 화장품 업종 커버리지 8개사 기준

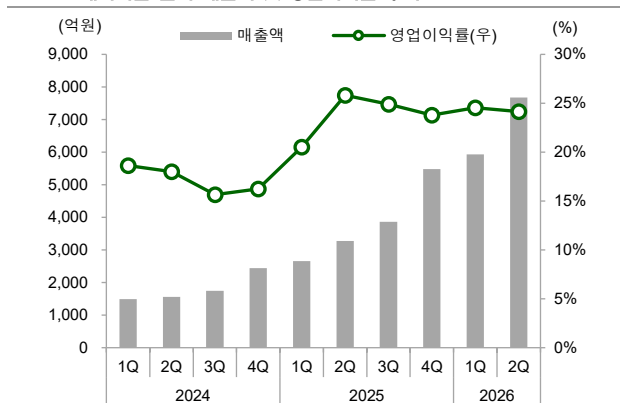
주요 온라인 행사가 없는 3분기 계절성이 수익성에는 긍정적으로 작용

2026년 3분기는 지난해와 달리 주요 온라인 플랫폼 할인 행사가 없다. 2025년까지 7월에 진행되었던 아마존 프라임 데이가 올해는 6월로 앞당겨졌기 때문이다. 이에 따라, 브랜드사의 3분기 온라인 매출액은 전 분기 대비 성장하는 데 어려움을 겪을 확률이 높다. 2026년 초부터 온라인 사업이 본격화된 유럽 지역은 아직 매출 규모가 작아 상대적으로 계절성 영향이 제한되나, 미국 아마존 매출은 행사 공백의 영향을 피하기 어려울 것으로 예상된다. 다만, 매출 성장 관련 계절성 부담과 별개로 수익성 측면에서는 3분기에 나타날 온라인 매출 비중 감소가 오히려 긍정적으로 작용할 가능성이 높다.

인디 브랜드사들은 그동안 매출 규모가 더 큰 하반기에 오히려 영업이익률이 하락하며 외형 성장과 수익성 개선이 엇갈리는 흐름을 보여왔다. 이는 온라인 행사가 하반기에 집중되며 매출액 대비 광고선전비, 판매수수료, 운반비 비중이 높아지기 때문이다. 온라인 D2C 매출은 주요 판매비와관리비 항목을 브랜드사가 모두 부담하는 구조다. 아마존 검색 관련 노출 빈도 확대와 틱톡샵 인플루언서 바이럴 영상 제작 등이 광고선전비로 반영되고, 이렇게 창출된 수요는 플랫폼을 거쳐 판매되며 수수료가 발생한다. 판매가 급증하는 제품은 품질을 막기 위해 항공 운송으로 현지에 빠르게 공급하며 운반비 부담도 증가하게 된다.

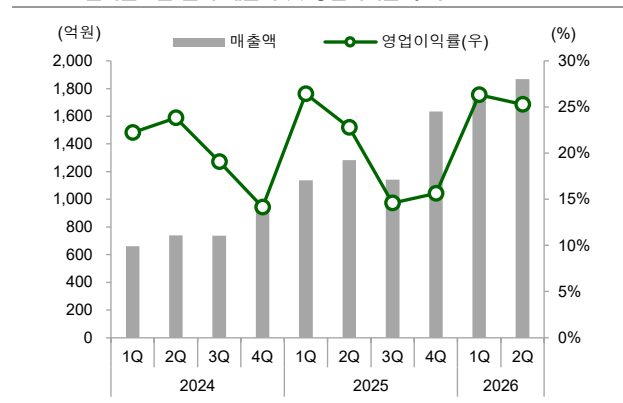
앞서 언급한 모든 비용이 수반되는 온라인 D2C 채널, 특히 '아마존'과 '틱톡샵'은 주요 인디 브랜드 양사의 20%대 영업이익률을 상회하는 판매처로 보기 어렵다. 인플루언서 수수료 부담이 큰 틱톡샵은 두 자릿수 수익성도 형성하기 어려운 채널로 추정된다. 반면, B2B/오프라인 매출은 우호적인 수익성을 확보할 수 있다. 리테일이 대비 낮은 가격에 납품해 매출원가율은 상승하지만 운반비를 유통사 및 리테일러가 부담하는 것이 일반적이고, 광고선전비와 판매수수료 부담도 현저히 낮기 때문이다. 이것이 B2B 비중 상승이 수익성 개선과 동행하는 이유다.

도표 2. 에이피알 분기 매출액 및 영업이익률 추이



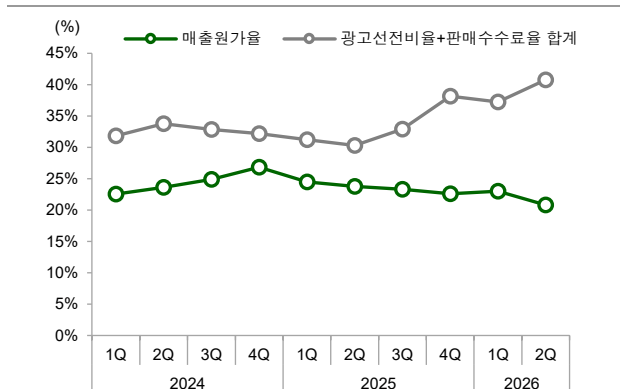
자료 : 에이피알, 신영증권 리서치센터

도표 3. 달바글로벌 분기 매출액 및 영업이익률 추이



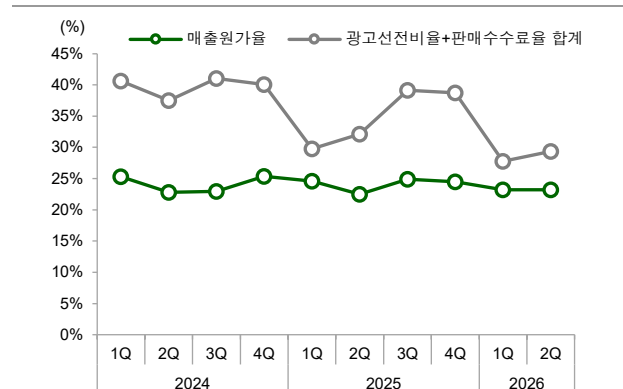
자료 : 달바글로벌, 신영증권 리서치센터

도표 4. 에이피알 매출원가율과 광고선전비 및 판매수수료를 합계 비교



자료 : 에이피알, 신영증권 리서치센터

도표 5. 달바글로벌 매출원가율과 광고선전비 및 판매수수료를 합계 비교

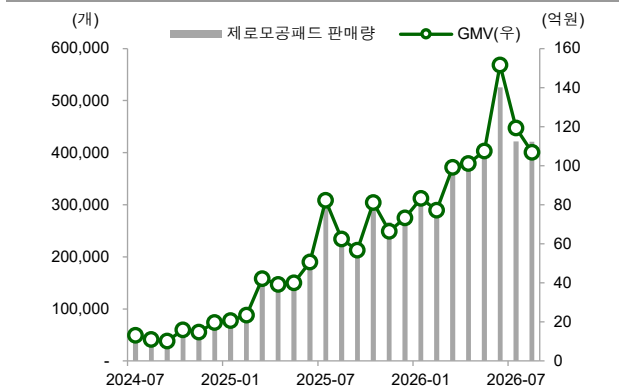


자료 : 달바글로벌, 신영증권 리서치센터

기존에는 온라인 D2C 매출 비중 감소가 2분기에 나타났지만, 올해는 3분기로 바뀌었다. 이에 더해, 3분기는 오프라인 리테일러들이 4분기 행사 관련 물량을 선제 확보하기 위해 발주 트렌드도 좋은 시기다. 현재, K-Beauty 브랜드사 전반의 7월과 8월 미국 아마존/틱톡샵 매출은 6월 대비 하락 추세에 들어섰다. 브랜드사들이 4분기 행사에 있을 마케팅 총력전 이전에 비용 규모를 줄이고 있다는 것으로 해석할 수 있다. 결과적으로, 에이피알과 같이 미국 내 타겟, 얼타 뷰티, 월마트 등 주요 리테일러에서 재발주 규모가 꾸준히 우상향하고 있는 업체는 **3분기에 계절적으로 B2B/오프라인 매출 비중이 상승할 것으로 전망된다. 2026년에 달라진 온라인 매출 계절성과 미국 매출 내에서 점차 확대되고 있는 오프라인 비중이 원화 강세로 인한 브랜드사 수익성 하락폭을 일부 상쇄하는 역할을 할 것으로 예상된다.**

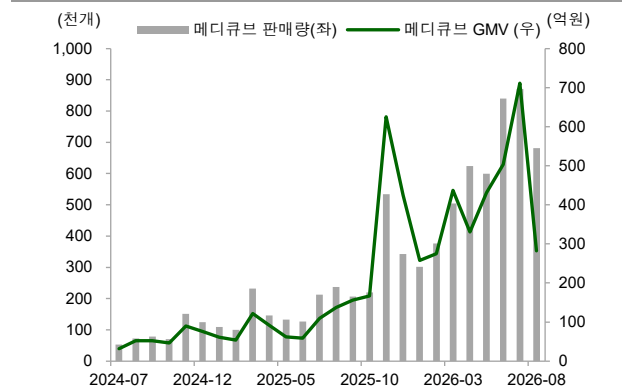
2026년 8월, 화장품 ODM 3사와 에이피알이 신고가를 경신하는 등 화장품 업종 주가가 매우 양호했다. 9월에는 원화 강세 기조 지속으로 인해 브랜드사 실적에 대한 시장 기대치가 낮아지며 부진한 주가 흐름이 이어지고 있다. 하지만, **앞서 언급한 외화 비용으로 자연스럽게 상쇄되는 환 영향과 온라인 D2C 비중 변화를 고려했을 때 우려 대비 견조한 실적을 기록할 것으로 예상된다.** 9월 내 주가 조정 폭 확대 시 실적 프리뷰가 진행되는 10월부터 화장품 업종에 대한 기대치를 올려야 할 것으로 예상된다. 특히, 브랜드사 내에서는 3분기 온라인 D2C 비중 감소에 따른 해외 법인 수익성 개선에 더해 환 영향에서 자유로운 양호한 국내 실적까지 기대되는 '아모레퍼시픽'에 주목해야 할 필요가 있다.

도표 6. 에이피알 Medicube 히트 제품 미국 아마존 월별 판매 추이



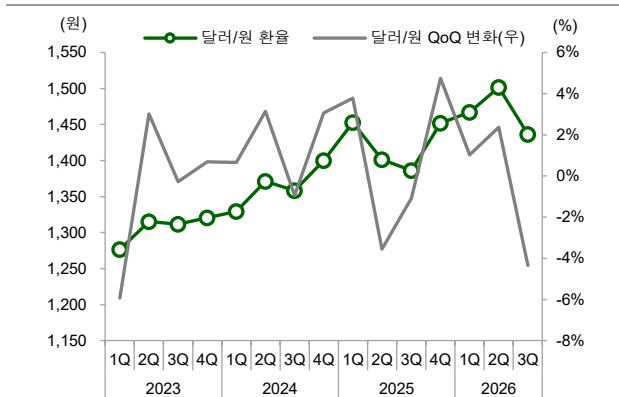
자료 : Jungle Scout, 신영증권 리서치센터
주: 월별 달러/원 평균 환율 적용

도표 7. 에이피알 Medicube 미국 틱톡샵 월별 판매 추이



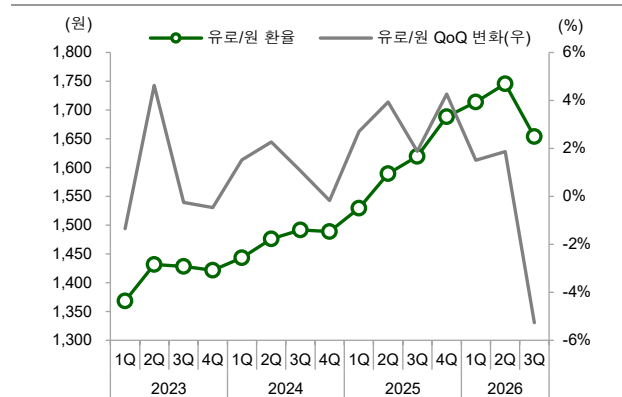
자료 : Fastmoss, 신영증권 리서치센터
주: 월별 달러/원 평균 환율 적용

도표 8. 달러/원 환율 및 전 분기 대비 변화를 추이



자료 : 한국은행경제통계시스템, 신영증권 리서치센터
주: 분기 평균 환율 기준, 2026년 3분기는 7월 1일 ~ 9월 8일 평균치

도표 9. 유로/원 환율 및 전 분기 대비 변화를 추이



자료 : 한국은행경제통계시스템, 신영증권 리서치센터
주: 분기 평균 환율 기준, 2026년 3분기는 7월 1일 ~ 9월 8일 평균치

Compliance Notice

투자등급

기업분석

매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우

중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우

매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업분석

비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
에이피알	-	-	-	-	-	-	-	-
아모레퍼시픽	-	-	-	-	-	-	-	-
달바글로벌	-	-	-	-	-	-	-	-



