

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 5월 24일 발간된
[2023년 하반기 전망 시리즈 5 - 화장품/의류: 승자독점] 임



▲ **화장품/의류**
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

2023년 하반기 전망 시리즈 5 (해설판)
[화장품/의류] 승자독점

- ✓ **[산업]** 화장품: 중소형 강세 vs. 대형 약세 / 의류: 대형 강세 vs. 중소형 약세
- ✓ **[업태]** 화장품: 역피라미드 심화 → OEM 우위 / 의류: 피라미드 심화 → 브랜드 우위
- ✓ **[품목]** 화장품: 저가 색조 제품 및 기능성 더마 약진 / 의류: 저가 vs. 초고가 극단적 양극화
- ✓ **[중국] Re-opening:** 2023E 소매판매 +7%
- ✓ **[한국] Re-bounding:** 2023E 소매판매 +5%
- ✓ **[미국] Re-stocking:** 2023E 소매판매 +4%
- ✓ **[면세] Re-covering:** 2023E 국내 면세 -14%
- ✓ **[업체]** 외형 성장 통한 영업 레버리지 효과 창출 업체 선별
- ✓ **최선후주:** 화장품 코스맥스, 의류 F&F

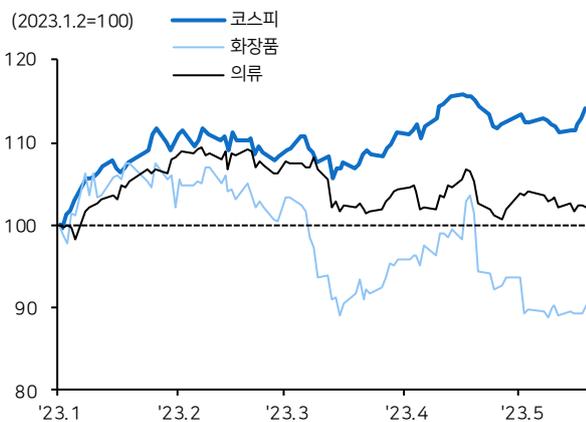
Part 1

[산업] 대형 vs. 중소형

2H23E 생활소비재 Neutral

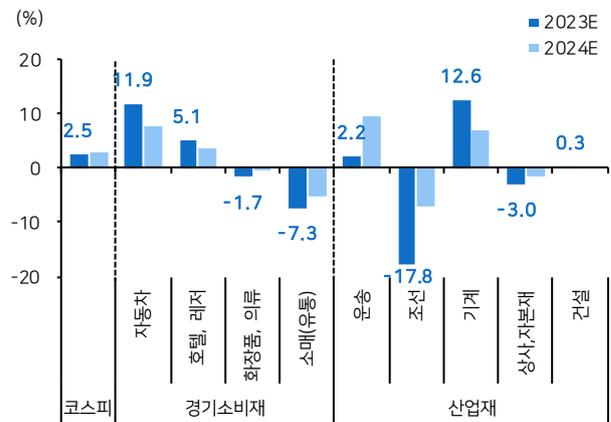
2H23E 생활소비재 투자 의견으로 Neutral 제시한다. 단기 낙폭 확대 및 시장 지형 변화 감안 시 화장품 상대 매력이 부각된다. 컨센서스 하향 조정은 여전히 고타 업종 대비 성장이 열위에 있다. 추측 불가능한 외교 리스크 또한 상존한다.

그림1 생활소비재 vs. KOSPI



주: 5월 19일 종가 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 업종별 영업이익의 컨센서스 변화



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

[화장품] 대형 → 중소형

주력 시장 이동

기존의 화장품 시장은 중국 현지 및 국내 면세 시장 중심으로 LG생활건강과 아모레퍼시픽이 시장을 주도했다. 최근, 한국산 화장품에 대한 수요가 약화되며 중국 화장품 시장 내 한국 점유율이 이탈 중이다. 또한 국내 면세 업계가 송객수수료를 인하를 통한 내실 강화에 집중하며 다이공의 구매력이 저하되었다. 대조적으로 미국, 동남아, 일본 시장에서 한국산 수요가 강화되며 중소형 브랜드가 약진하며 점유율 상승 추세다.

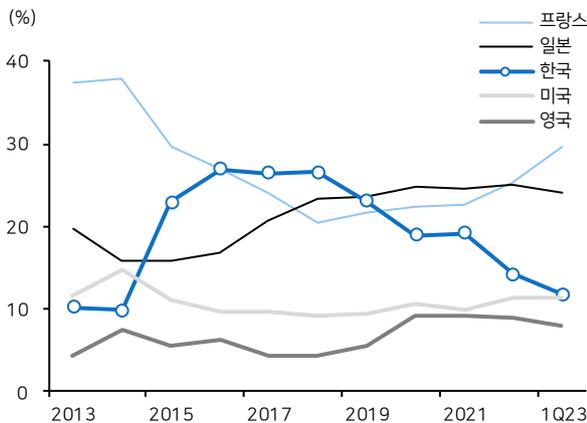
소비 행태 변화

과거에는 방문 및 직영 매장 판매 중심으로 자본력이 높은 대형사가 유리했다. 최근에는 온라인 및 멀티브랜드숍 소비가 중심이 되며 소형사의 진입이 용이해졌다. 구매의 편의성이 커지고 특정 브랜드 및 제품에 대한 충성도가 낮아졌기 때문이다.

신규 유입 증가

2020년에서 2023년 화장품 업종 내 총 7개사가 상장했다(6월 상장 마녀공장 포함). WICS 기준 화장품 업종 내 상장 종목은 52개로 증가했고 원료/소재/기기/브랜드/OEM 등 다양한 영역에 포진되어있다(2019년 대비 +12%).

그림3 중국 화장품 수입액: 국가별 점유율 추이



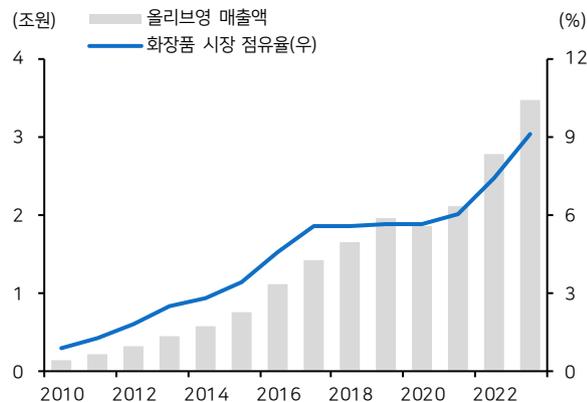
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 화장품 신규 상장 종목 시가총액 기여도



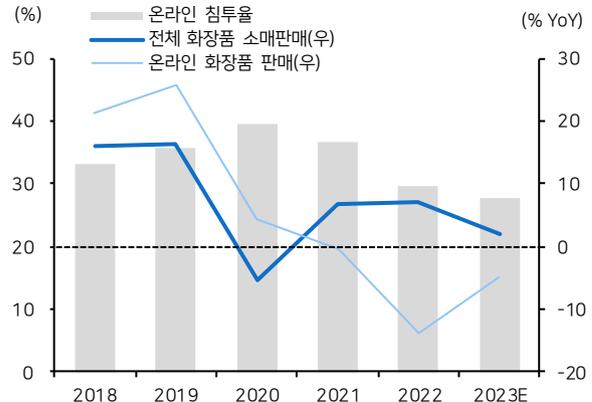
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 올리브영 매출액 및 점유율



자료: 씨제이올리브영, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림6 화장품 시장 내 온라인 침투율



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

[의류] 중소형 → 대형

저변 확장 미미

F&F를 제외한 전/후방 의류사 모두 2019년과 사업 포트폴리오가 동일하다. F&F는 2018년 홍콩/대만/마카오 진출, 2019년 티몰 입점, 2023E 세르시오 타키니 출시, 듀베티카 중국 전개 시작, 엔터 사업 본격화 등 사업 포트폴리오를 다변화시켰다. 휠라는 2011년 아쿠시네트 인수 이후 신규 투자가 부재하고 영업 전개 지역이 유사하다. 한섬은 화장품 사업 개시했으나 매출 규모가 미미하다. OEM 3사는 고객사 비중이 과거와 유사하고 후방에 대한 수직계열화 효과가 부족하다.

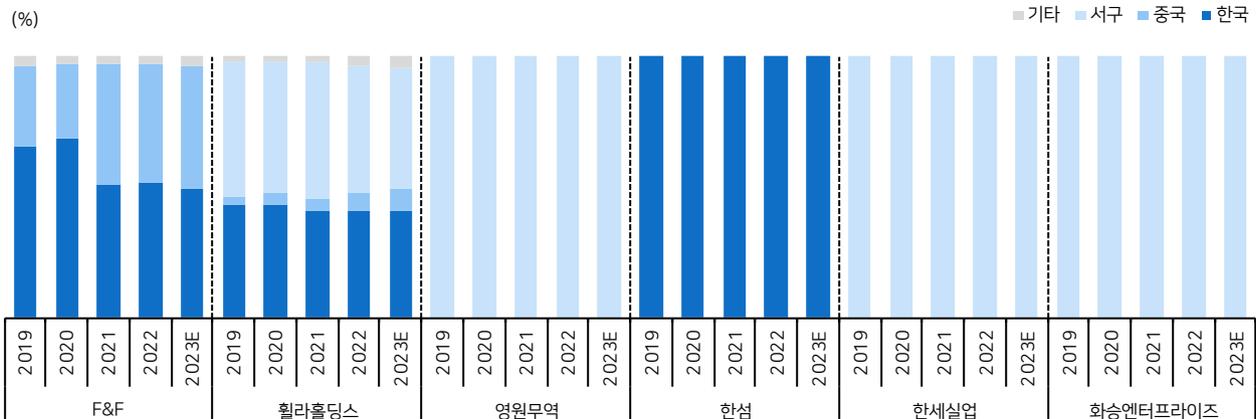
수입 강제 지속

2011년 한-EU FTA 체결, 백화점 입점수수료 감소 그리고 의류 직구 확대 등 공급 증가로 판가가 인하되었고 수입 의류 판매량이 증가했다. 또한 소비자의 연소화 및 소비 수준 향상(가성비→가심비)으로 수입 제품에 대한 수요가 확장되었다.

신규 업체 부족

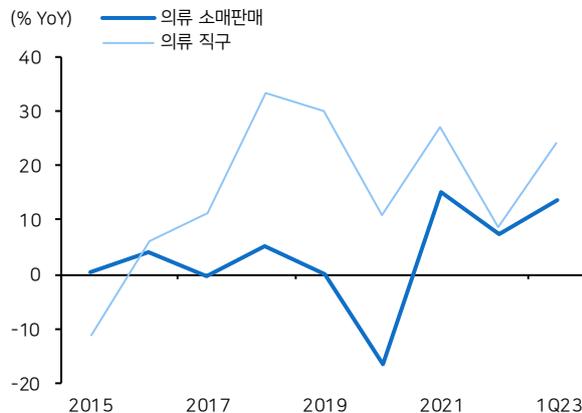
2020년에서 2023년 의류 업종 내 총 4개사가 상장했다(2021년 F&F 분할 상장 포함). WICS 기준 화장품 업종 내 상장 종목은 78개로 증가했고 신규 3개 종목 모두 브랜드에 집중되어있다(더네이처홀딩스, 브랜드엑스코퍼레이션, 공구우먼).

그림7 의류 커버리지 지역별 매출 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 의류 소매판매 vs.직구



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 의류 신규 상장 종목 시가총액 기여도



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 2

[업태] 판매 vs. 제조

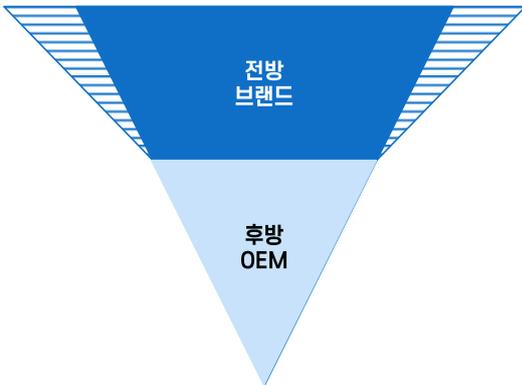
화장품 OEM 우위

화장품 산업의 역피라미드 구조가 심화되고 있다. 전방 수요가 과편화되며 특정 브랜드에 대한 충성도가 저하했고 대형브랜드의 점유율이 이탈했다. 또한 유통의 패러다임이 원브랜드에서 멀티브랜드숍으로, 오프라인에서 온라인으로 이동하며 사업 구조가 B2B화 되었다. 브랜드 시장 진입 장벽이 낮아지고 경쟁 심화로 제품 전환 주기가 가속화되며 브랜드사 대상 OEM 사의 협상력이 우위에 자리잡았다.

의류 브랜드 우위

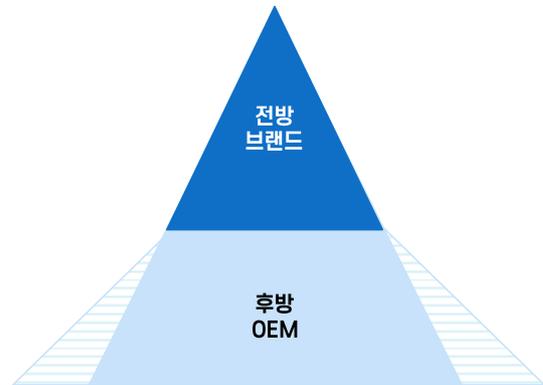
의류 산업은 화장품 산업과 대조적으로 피라미드 구조이다. 의류는 사이즈/디자인/소재가 다양해 제품 표준화가 불가능하여 브랜드업 전개를 위해 대규모 초기 자본이 필요하다. 구매 결정 요인으로 품질/소재보다 브랜드 로고가 중점적으로 작용하며 유명 브랜드향 몰림 현상으로 시장 점유율은 상위 브랜드에 편중되어 있다 (점유율: 나이키 > 60%, 에르메스 >30%).

그림10 화장품 산업 구조



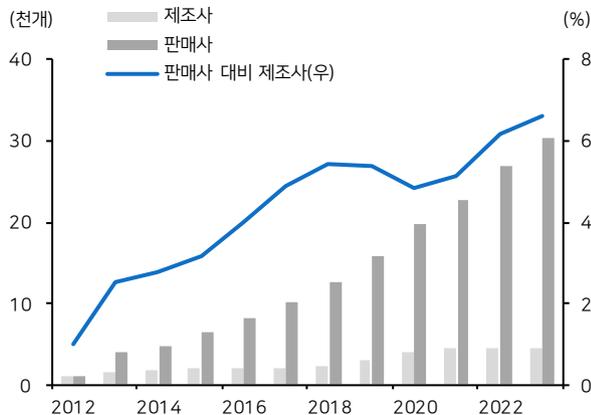
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 의류 산업 구조



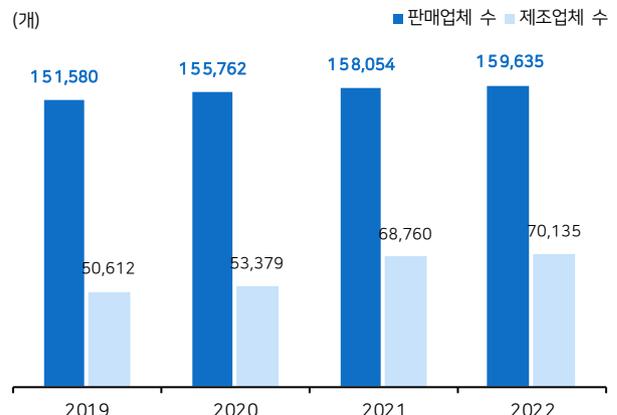
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 화장품 영업 현황



주: 맞춤형화장품판매업 제도는 2020.3.14부터 시행, 2023년은 5월 23일 누적 등록 업체 기준
 자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권 리서치센터

그림13 의류 판매업체 vs. 제조업체



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Part 3

[품목] 립스틱 효과

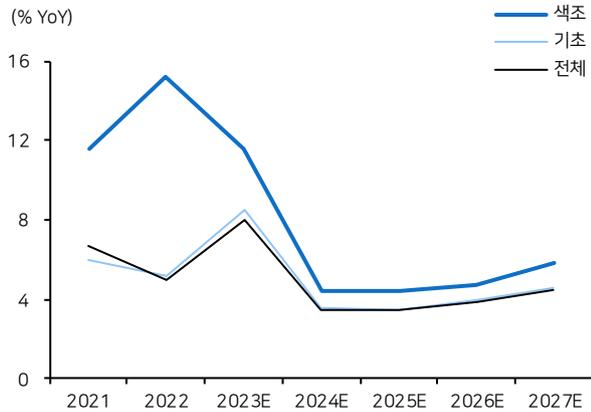
색조 성장성 강화,
기초 기능성 더마 집중

실질소비지출 여력 축소로 저가형 제품이 인기인 립스틱 효과가 발현됐다. 화장품 시장 내 저가 색조 제품 및 기능성 더마 성장이 지속될 전망이다. 색조 제품은 피부 미용 목적의 자유재화로 성장성이 높다. 동남아, 중국 등 고성장 지역의 인당 색조 소비액 확대 여력이 충분하고 전 권역 위드 코로나 전환에 따른 이연 수요 효과가 상존한다.

저가 캐주얼
Vs. 초고가 럭셔리 양극화

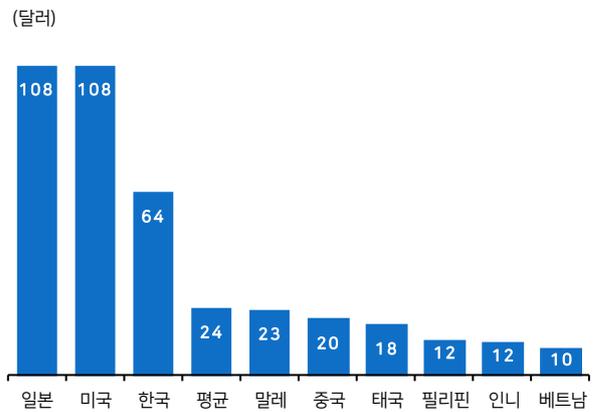
의류 시장은 저가 캐주얼과 초고가 럭셔리 제품간의 극단적 양극화가 전망된다. 비소비 지출의 증가로 소비자의 가성비 성향이 증가했고 저가 SPA 및 캐주얼 브랜드 호조가 예측된다. 럭셔리 시장은 베블런 효과가 여전히 명품 브랜드 단가의 지속적인 인상에도 불구하고 판매 성과가 우수하다.

그림14 글로벌 화장품 시장 성장률: 기초 vs. 색조 vs. 전체



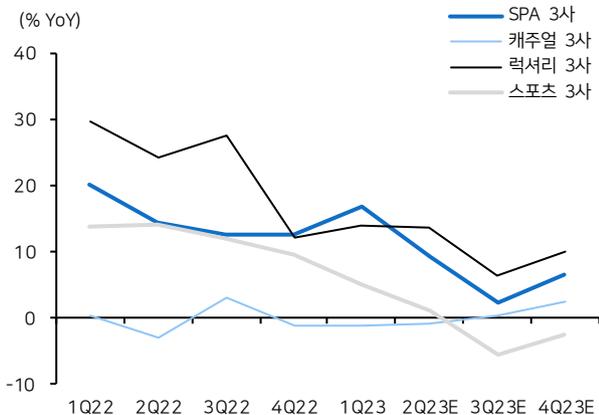
자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림15 인당 색조 화장품 소비액 비교 (2022년)



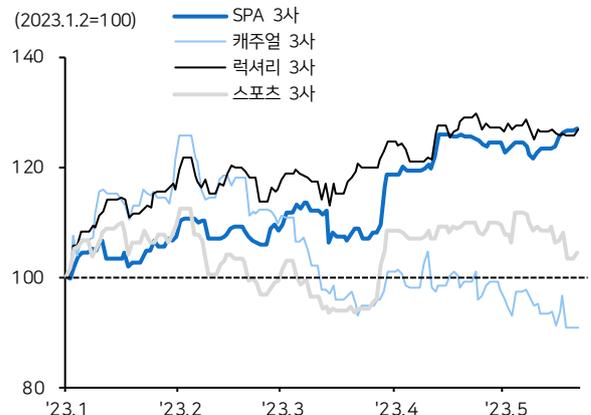
주: 품목별 시장 규모를 인구 수로 나누어 산출, 색조 소비 인구 50% 가정
자료: 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림16 글로벌 주요 의류 복종별 매출 성장률



주: 럭셔리(케링, 에르메스, LVMH), 스포츠(아디다스, 룰루레몬, VFC), SPA(패스트리테일링, H&M, 인디텍스), 캐주얼(갭, 어반아웃피터스, 아메리칸이글) 포함
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 글로벌 주요 의류 복종별 상대주가



주: 럭셔리(케링, 에르메스, LVMH), 스포츠(아디다스, 룰루레몬, VFC), SPA(패스트리테일링, H&M, 인디텍스), 캐주얼(갭, 어반아웃피터스, 아메리칸이글) 포함
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part 4

[시장] 중국 > 한국 > 미국

중국 Re-opening
2023E 소매판매 +7%

중국은 기저 효과 및 방역 정책 완화에 따른 업황 추가 완화 가능성이 상존하나 소비자 심리 약세 및 준선진국화 감안 시 중장기 성장성 둔화는 불가피하다.

한국 Re-bounding
2023E 소매판매 +5%

한국은 소비 심리가 견고하고 백화점 비식품 성과가 견조하다. 방한 여행객 증가에 따른 관광 상권 활성화 기대가 유효하지만 기저 부담 및 특수 제거로 민감성 생활소비재 판매 둔화가 전망된다.

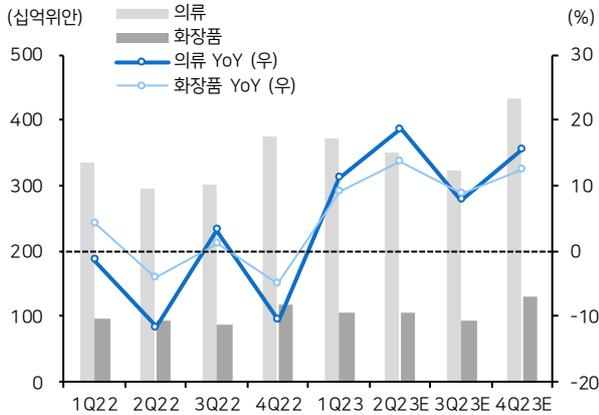
면세 Re-covering
2023E 국내 면세 -14%

면세 업계는 핵심 소비층인 중국인 방한이 본격화되고 2023E 중국인 입국객 200만명을 돌파할 것으로 보이나 다이공 이탈 영향으로 역신장 불가피하다.

미국 Re-stocking
2023E 소매판매 +4%

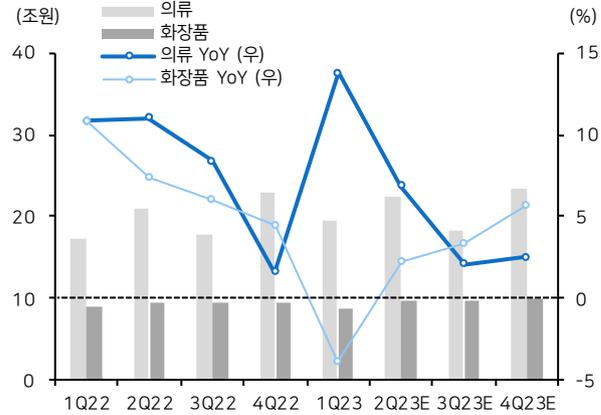
미국은 전방 재고 소진을 상승으로 3Q23E Re-stocking 진입에 따른 수주 물량 증가가 기대되지만 소비력 저하는 Re-stocking 규모 약화 요인이다.

그림18 중국 재군별 소매판매



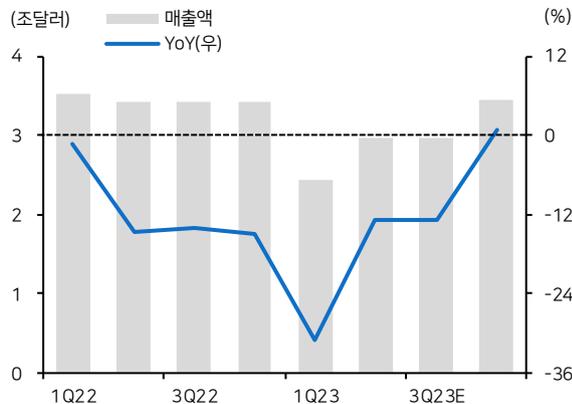
자료: 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림19 한국 재군별 소매판매



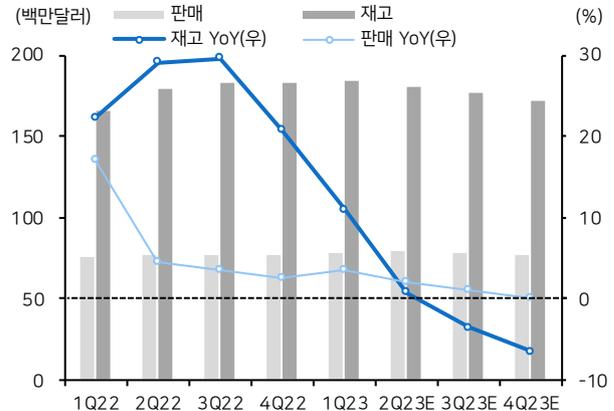
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림20 국내 면세점 매출액



자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 소매의류 판매 및 재고



자료: U.S. Census, 메리츠증권 리서치센터

Part 5&6

[업체] 구조적 vs. 일시적

기대치 상향 및 지속성 필요

실적은 주가의 핵심 변수다. 외형 성장을 통한 영업 레버리지 효과를 창출하는를 업체를 선별해야한다(1H23 주가 상승 종목 = 1Q23 실적 서프라이즈 시현). 시장 기대치 상향 및 추가 조정 가능한 업체가 주요하다. 기대치 상향 요인으로 브랜드사는 618 상위 랭킹, OEM사는 메가 브랜드의 수주 확보가 있다. 또한 성장 이 거저효과에 따른 일시 회복이 아니라 구조적인 외연 확대가 필요하다.

[전략] 승자독식

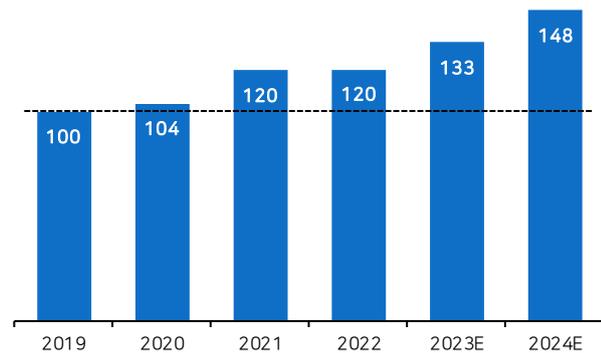
화장품 최선호주: 코스맥스

화장품 산업 주력 시장이 중국에서 미국, 동남아, 일본으로 이동하며 소비행태가 온라인 및 멀티브랜드습향 B2B로 전환 중이다. 경쟁 심화로 제품 전환 주기 또한 가속화되는 상황에서 화장품 업태의 역피라미드 구조는 심화되었다. OEM사는 협상력 및 기술력을 바탕으로 점유율 확장 중이다. 글로벌 1위 화장품 OEM이자 색조 강자로서 시장 지형 변화 수혜가 기대되는 코스맥스를 최선호주로 제시한다.

의류 최선호주: F&F

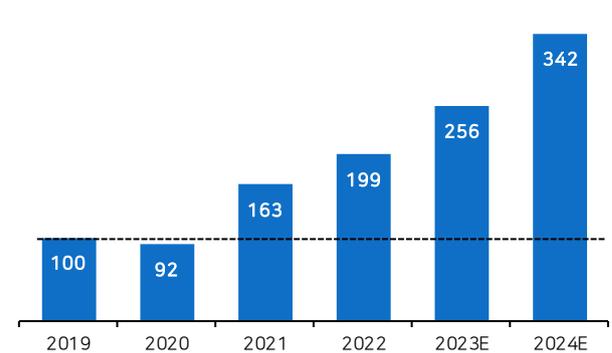
의류사는 F&F 제외 전/후방 의류사 모두 과거와 사업 포트폴리오가 유사해 저변 확장이 미미하다. 수입 강세가 지속되고 신생 업체는 부족한 상황으로 의류 업태의 피라미드 구조가 심화되었다. 2Q23 세르지오 타키니 국내 직접 사업 시작, 3Q22E 듀베티카 중국 진출, 4Q23E 걸그룹 오디션 프로그램 진행 등 포트폴리오 다변화를 통해 저변 확장 여력이 큰 F&F를 최선호주로 제시한다.

그림22 코스맥스 상대 매출 (2019년=100)



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림23 F&F 상대 매출 (2019년=100)



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.