

서흥 (008490)

COMPANY REPORT

Company Analysis | Mid-Small Cap | 2025.5.16

1Q25 Review: 영업이익 소폭 역성장

1Q25 Review

동사의 1Q25 실적은 매출액 1,808억원(+9.4% yoy), 영업이익 116억원(-4.4% yoy, OPM 6.4%), 순이익(지배주주) 59억원(+15.8% yoy, NPM 3.3%)을 기록하였다.

부문별 실적을 살펴보면, 하드캡슐 570억원(+4.9% yoy), 의약품 164억원(-11.4% yoy), 건강기능식품 731억원(+36.6% yoy), 원료 287억원(+7.6% yoy) 수준으로 건강기능식품 부문에서 큰 폭으로 외형이 회복되는 모습을 보였다. 동사의 건강기능식품 부문은 2022년 ~ 2023년 대형 고객사의 이탈로 둔화된 이후 2024년 이후 점진적인 회복세를 보이고 있다.

외형성장에도 불구하고 영업이익이 하락한 이유는 1)원료 부문에서 OPM 1Q24 8.7% → 1Q25 6.8% 수준으로 하락하였고, 2)화장품 등의 기타 사업에서 소폭 적자가 진행 된 것으로 파악된다.

투자 의견 Hold 유지, 목표주가 17,000원으로 상향

동사의 투자 의견 Hold를 유지하며, 목표주가는 15,000원 → 17,000원으로 소폭 상향한다. 이는 건강식품 부문에서 회복세를 보이며 캡슐 부문의 OPM(1Q24 3.8% → 1Q25 7.4%) 상승이 이번 1Q25에 본격적으로 나타났기 때문이다. Target P/E 9.2배는 EPS growth 11.5%(2024년 ~ 2027년 CAGR 11.5%)를 고려하면 무리가 없다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	594.6	653.3	694.6	725.8	750.2
영업이익	43.0	33.8	37.2	39.6	41.9
순이익	6.1	18.3	20.3	22.6	25.3
EPS (원)	529	1,580	1,751	1,955	2,189
증감률 (%)	-82.0	198.7	10.8	11.7	11.9
PER (x)	54.3	8.0	9.3	8.4	7.5
PBR (x)	0.8	0.3	0.4	0.4	0.4
영업이익률 (%)	7.2	5.2	5.4	5.5	5.6
EBITDA 마진 (%)	13.4	11.3	11.5	11.6	11.7
ROE (%)	1.4	4.2	4.4	4.7	5.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 서흥, LS증권 리서치센터

Analyst 정홍식
hsjeong@ls-sec.co.kr

Hold(유지)

목표주가 (상향)	17,000 원
현재주가	16,170 원
상승여력	5.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (5/15)	2,621.36 pt
시가총액	1,871 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	23,000 / 11,940 원
90 일 일평균거래대금	4.32 억원
외국인 지분율	8.5%
배당수익률(25.12E)	1.2%
BPS(25.12E)	40,860 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 14.1%
	6개월 15.1%
	12개월 -24.0%
주주구성	(외 인) 52.8%
	(외 인) 5.1%
	자사주 (외 인) 3.9%

Stock Price



표1 분기실적 전망

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	1,653	1,728	1,666	1,486	1,808	1,801	1,756	1,580
YoY	6.5%	12.4%	9.4%	11.5%	9.4%	4.3%	5.4%	6.4%
하드캡슐	599	557	516	471	570	580	540	494
의약품	185	160	145	142	164	163	147	144
건강기능식품	535	719	690	611	731	757	747	674
원료	266	274	265	232	287	282	272	239
상품 & 기타	67	18	49	29	56	19	50	30
% YoY								
하드캡슐	20.7%	7.8%	1.0%	8.6%	-4.9%	4.2%	4.5%	4.9%
의약품	-6.5%	-7.2%	-17.9%	12.6%	-11.4%	2.3%	1.3%	0.9%
건강기능식품	11.9%	38.7%	48.3%	42.1%	36.6%	5.3%	8.2%	10.2%
원료	-10.6%	-6.3%	2.2%	-18.8%	7.8%	2.8%	2.5%	3.2%
상품 & 기타	-17.9%	-52.2%	-55.6%	-48.4%	-16.8%	4.3%	3.0%	2.3%
% of Sales								
하드캡슐	36.3%	32.2%	31.0%	31.7%	31.5%	32.2%	30.7%	31.3%
의약품	11.2%	9.2%	8.7%	9.6%	9.1%	9.1%	8.4%	9.1%
건강기능식품	32.4%	41.6%	41.4%	41.1%	40.4%	42.0%	42.5%	42.6%
원료	16.1%	15.9%	15.9%	15.6%	15.9%	15.6%	15.5%	15.1%
상품 & 기타	4.1%	1.1%	2.9%	1.9%	3.1%	1.1%	2.9%	1.9%
영업이익	121	110	74	34	116	96	84	76
% of sales	7.3%	6.3%	4.5%	2.3%	6.4%	5.3%	4.8%	4.8%
% YoY	-8.4%	-32.9%	-21.3%	-16.0%	-4.4%	-12.5%	13.3%	126.0%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	50	73	38	28	108	89	76	69
OPM	3.8%	5.1%	2.8%	2.3%	7.4%	5.9%	5.3%	5.3%
원료	23	30	21	9	20	18	18	17
OPM	8.7%	11.0%	8.1%	3.9%	6.8%	6.5%	6.8%	7.1%
기타	48	7	15	-3	-12	-11	-11	-10

자료: 서흥, LS증권 리서치센터

주: IFRS 연결 기준

표2 연간실적 전망

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	5,530	5,967	6,350	5,946	6,533	6,946	7,258	7,502
YoY	20.0%	7.9%	6.4%	-6.4%	9.9%	6.3%	4.5%	3.4%
하드캡슐	1,639	1,581	1,899	1,958	2,144	2,184	2,253	2,285
의약품	554	600	682	674	633	618	624	630
건강기능식품	2,370	2,695	2,442	1,892	2,556	2,909	3,110	3,282
원료	861	937	1,113	1,135	1,037	1,080	1,119	1,156
상품 & 기타	105	154	214	287	164	155	151	149
% YoY								
하드캡슐	-1.9%	-3.5%	20.1%	3.1%	9.5%	1.9%	3.2%	1.4%
의약품	-1.6%	8.2%	13.7%	-1.2%	-6.1%	-2.2%	1.0%	0.9%
건강기능식품	35.5%	13.7%	-9.4%	-22.5%	35.1%	13.8%	6.9%	5.5%
원료	67.7%	8.8%	18.8%	2.0%	-8.6%	4.1%	3.7%	3.3%
상품 & 기타	-4.6%	46.3%	38.9%	34.1%	-43.0%	-5.1%	-2.6%	-1.3%
% of Sales								
하드캡슐	29.6%	26.5%	29.9%	32.9%	32.8%	31.4%	31.0%	30.5%
의약품	10.0%	10.1%	10.7%	11.3%	9.7%	8.9%	8.6%	8.4%
건강기능식품	42.9%	45.2%	38.5%	31.8%	39.1%	41.9%	42.8%	43.7%
원료	15.6%	15.7%	17.5%	19.1%	15.9%	15.5%	15.4%	15.4%
상품 & 기타	1.9%	2.6%	3.4%	4.8%	2.5%	2.2%	2.1%	2.0%
영업이익	743	696	620	430	338	372	396	419
% of sales	13.4%	11.7%	9.8%	7.2%	5.2%	5.4%	5.5%	5.6%
% YoY	56.8%	-6.3%	-11.0%	-30.6%	-21.3%	9.8%	6.6%	5.6%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	556	584	525	250	189	343	363	379
OPM	12.2%	12.0%	10.4%	5.5%	3.5%	6.0%	6.1%	6.1%
원료	185	122	144	94	84	73	77	82
OPM	21.5%	13.0%	13.0%	8.3%	8.1%	6.8%	6.9%	7.1%
기타	1	-10	-49	85	66	-44	-43	-42

자료: 서흥, LS증권 리서치센터

주: IFRS 연결 기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	431.2	449.6	454.2	468.8	486.9
현금 및 현금성자산	38.7	37.9	28.5	24.6	28.2
매출채권 및 기타채권	112.0	120.2	123.4	129.0	133.3
재고자산	259.8	272.2	282.9	295.6	305.5
기타유동자산	20.6	19.3	19.5	19.7	19.9
비유동자산	562.6	568.1	575.1	578.7	581.0
관계기업투자등	32.5	30.6	32.5	34.0	35.2
유형자산	444.5	456.9	456.7	454.8	452.7
무형자산	6.0	4.4	4.9	5.3	5.7
자산총계	993.7	1,017.	1,029.	1,047.	1,067.
유동부채	441.4	384.2	379.0	378.1	376.7
매입채무 및 기타채무	41.5	51.4	49.3	51.6	53.3
단기금융부채	393.7	324.3	321.1	317.9	314.7
기타유동부채	6.2	8.5	8.5	8.6	8.7
비유동부채	75.2	125.8	124.5	123.3	122.1
장기금융부채	74.2	125.1	123.8	122.6	121.4
기타비유동부채	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
부채총계	516.7	509.9	503.5	501.4	498.8
지배주주지분	425.7	454.7	472.7	493.0	516.0
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	396.8	415.1	433.2	453.5	476.5
비지배주주지분(연결)	51.4	53.1	53.1	53.1	53.1
자본총계	477.1	507.8	525.8	546.1	569.1

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	10.5	56.2	39.4	44.7	53.2
당기순이익(손실)	8.9	21.6	20.3	22.6	25.3
비현금수익비용가감	78.8	69.3	35.0	38.1	40.4
유형자산감가상각비	36.1	39.8	40.6	42.5	44.0
무형자산상각비	0.3	0.1	1.8	1.8	1.8
기타현금수익비용	42.3	29.5	-10.0	-8.8	-8.0
영업활동 자산부채변동	-48.2	-7.1	-15.9	-16.0	-12.5
매출채권 감소(증가)	-10.5	-4.5	-3.3	-5.5	-4.3
재고자산 감소(증가)	-23.5	-1.3	-10.6	-12.7	-9.9
매입채무 증가(감소)	0.6	3.1	-2.0	2.2	1.7
기타자산, 부채변동	-14.7	-4.5	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-65.9	-18.1	-43.4	-43.0	-44.0
유형자산처분(취득)	-50.4	-38.0	-40.4	-40.6	-41.9
무형자산 감소(증가)	-0.1	1.5	-2.2	-2.2	-2.2
투자자산 감소(증가)	10.8	-0.5	-0.7	-0.3	0.1
기타투자활동	-26.2	18.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	57.0	-41.1	-5.5	-5.5	-5.5
차입금의 증가(감소)	61.5	-38.3	-3.2	-3.2	-3.2
자본의 증가(감소)	-4.5	-2.8	-2.2	-2.3	-2.3
배당금의 지급	4.5	2.8	-2.2	-2.3	-2.3
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	1.7	-0.8	-9.5	-3.8	3.6
기초현금	37.0	38.7	37.9	28.5	24.6
기말현금	38.7	37.9	28.5	24.6	28.2

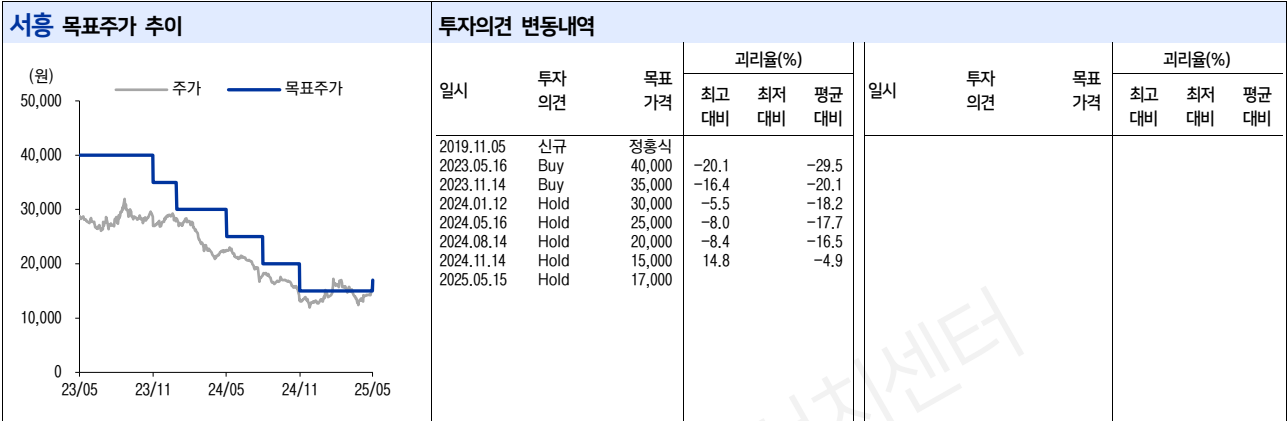
자료: 서흥, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	594.6	653.3	694.6	725.8	750.2
매출원가	492.9	550.0	591.9	618.3	638.7
매출총이익	101.6	103.2	102.6	107.5	111.5
판매비 및 관리비	58.6	69.4	65.5	67.8	69.6
영업이익	43.0	33.8	37.2	39.6	41.9
(EBITDA)	79.4	73.7	79.5	83.9	87.6
금융손익	-19.4	-15.6	-19.9	-19.6	-19.4
이자비용	19.7	21.0	22.7	22.6	22.5
관계기업등 투자손익	-7.0	1.3	1.3	1.3	1.3
기타영업외손익	-2.5	11.7	9.3	9.2	9.8
세전계속사업이익	14.0	31.2	27.9	30.5	33.6
계속사업법인세비용	5.1	9.7	7.6	7.8	8.3
계속사업이익	8.9	21.6	20.3	22.6	25.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.9	21.6	20.3	22.6	25.3
지배주주	6.1	18.3	20.3	22.6	25.3
총포괄이익	8.9	32.3	20.3	22.6	25.3
매출총이익률 (%)	17.1	15.8	14.8	14.8	14.9
영업이익률 (%)	7.2	5.2	5.4	5.5	5.6
EBITDA 마진률 (%)	13.4	11.3	11.5	11.6	11.7
당기순이익률 (%)	1.5	3.3	2.9	3.1	3.4
ROA (%)	0.6	1.8	2.0	2.2	2.4
ROE (%)	1.4	4.2	4.4	4.7	5.0
ROIC (%)	3.3	2.7	3.0	3.2	3.4

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	54.3	8.0	9.3	8.4	7.5
P/B	0.8	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.4	7.4	7.5	7.1	6.7
P/CF	3.8	1.6	3.4	3.1	2.9
배당수익률 (%)	0.3	1.6	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	-6.4	9.9	6.3	4.5	3.4
영업이익	-30.6	-21.3	9.8	6.6	5.6
세전이익	-73.0	122.6	-10.7	9.3	10.3
당기순이익	-78.1	142.6	-6.0	11.7	11.9
EPS	-82.0	198.7	10.8	11.7	11.9
안정성 (%)					
부채비율	108.3	100.4	95.8	91.8	87.6
유동비율	97.7	117.0	119.9	124.0	129.3
순차입금/자기자본(x)	87.5	78.8	77.0	74.0	69.6
영업이익/금융비용(x)	2.2	1.6	1.6	1.8	1.9
총차입금 (십억원)	468.0	449.4	444.9	440.5	436.1
순차입금 (십억원)	417.6	400.1	404.9	404.2	396.1
주당지표(원)					
EPS	529	1,580	1,751	1,955	2,189
BPS	36,794	39,301	40,860	42,615	44,604
CFPS	7,576	7,854	4,779	5,247	5,679
DPS	100	200	200	200	200



Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에 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 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (서흥)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	91.7% 8.3% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2024.4.1 ~ 2025.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)