KOSPI | 제약과생물공학

서흥 (008490)

하드캡슐 수익성 정상화와 중국향 건강기능식품 수출 성장이 이끄는 본업의 동반 개선

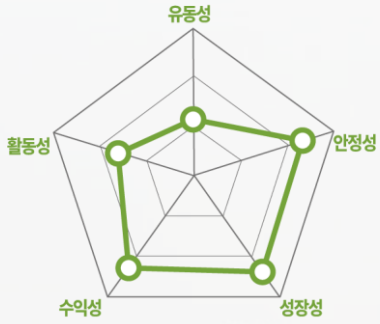
체크포인트

- 국내 하드캡슐 시장 점유율 약 95%, 글로벌 하드캡슐 점유율 약 8%를 확보한 캡슐 전문 제조기업으로, 2025년 3분기 TTM 누적 매출 비중은 건강기능식품 41%, 하드캡슐 32%, 원료 16%, 의약품 8%, 화장품 2%로 구성
- 투자포인트: 1) 하드캡슐 부문 재고 정상화 이후 수익성 개선 국면 진입, 2) 건강기능식품 사업부 중국 중심 수출 고성장
- 하드캡슐 수익성 정상화와 중국 중심 건강기능식품 사업부 고성장에 힘입어 2026년 매출 7,555억 원(+4.6% YoY), 영업이익 567 억 원(+12.7% YoY)으로 외형 성장과 이익 회복이 동시에 진행될 것으로 전망. 현재 주가는 2026F 기준 PER 7.7배, PBR 0.5배로 피어 대비 할인 구간에 위치

주가 및 주요이벤트

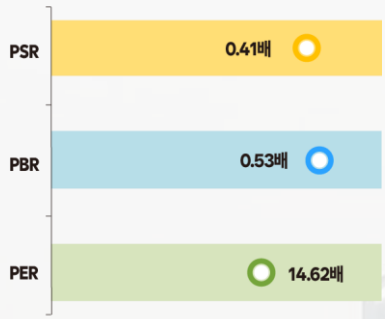


재무지표



주: 2024년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2024년 기준, PBR은 3Q25 기준, Fnguide WICS 분류상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가



서흥 (008490)

KOSPI
제약과생물공학

Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr
RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

캡슐·건강기능식품 중심의 수직계열화 헬스케어 제조기업

서흥은 국내 하드캡슐 시장 점유율 약 95%를 확보한 캡슐 전문기업으로, 하드캡슐·건강기능식품 OEM/ODM·의약품 CMO·원료(젤라틴·콜라겐)를 아우르는 수직계열화된 사업 구조를 보유하고 있음. 하드캡슐 부문은 글로벌 시장 점유율 약 8%로 상위 3~4위권 사업자이며, 베트남 생산기지를 기반으로 북미·유럽·동남아 등 글로벌 시장 대응력을 확보. 2025년 3분기 누적 매출 비중은 건강기능식품 41%, 하드캡슐 32%, 원료 16%로 구성됨

하드캡슐 수익성 정상화 + 중국 중심 건강기능식품 수출 고성장

하드캡슐 부문은 2023~2024년 설비 증설 이후 발생했던 재고 부담이 2025년 상반기 대부분 해소되며, 하반기부터 수익성 정상화 흐름 지속.

건강기능식품 부문은 중국 고객사 한곳을 중심으로 수출성장이 이어지고 있으며 2026년에도 견조한 성장세 이어질 것으로 전망. 이에 따라 주요 사업부인 하드캡슐과 건강기능식품 모두 개선되는 국면이 진행되고 있는 상황으로 평가됨

건강기능식품 수익성 한계와 고객 집중 리스크로 인한 밸류에이션 할인

서흥은 2026년 예상 실적 기준 PER 7.7배, PBR 0.5배로 피어 대비 저평가된 상태. 이는 건강기능식품 OEM 사업의 구조적 특성상 수익성 상단이 제한적이고, 중국 중심 수출 확대에 따른 고객사·물량 변동 리스크로 실적 가시성에 대한 보수적 평가가 반영된 결과로 판단됨. 다만 주요 사업부의 실적 개선 흐름이 지속될 경우 밸류에이션 할인 폭은 점진적으로 축소될 가능성이 있음

Forecast earnings & Valuation

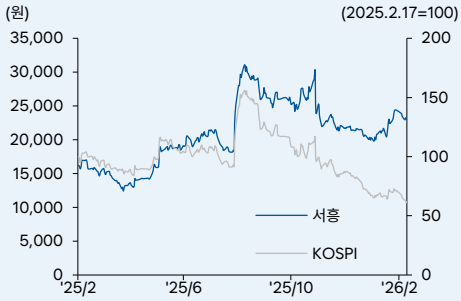
	2022	2023	2024	2025P	2026F
매출액(억원)	6,350	5,946	6,533	7,223	7,555
YoY(%)	6.4	-6.4	9.9	10.6	4.6
영업이익(억원)	620	430	338	502	567
OP 마진(%)	9.8	7.2	5.2	6.9	7.5
지배주주순이익(억원)	340	61	183	435	343
EPS(원)	2,938	529	1,580	3,911	2,963
YoY(%)	-36.7	-82.0	198.7	138.0	-21.2
PER(배)	11.5	54.3	8.0	5.8	7.7
PSR(배)	0.6	0.6	0.2	0.3	0.4
EV/EBITDA(배)	8.0	10.1	8.1	6.9	6.5
PBR(배)	0.9	0.8	0.3	0.5	0.5
ROE(%)	8.4	1.4	4.2	9.2	6.9
배당수익률(%)	1.2	0.3	1.6	2.3	2.2

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (2/26)	22,900원
52주 최고가	31,100원
52주 최저가	12,420원
KOSPI (2/26)	6,307.27p
자본금	61억원
시가총액	2,649억원
액면가	500원
발행주식수	12백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	6억원
외국인지분율	6.88%
주요주주	양주환 외 6 인52.83%
	우승환 외 1 인5.10%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.5	-23.9	34.6
상대주가	-15.6	-61.6	-43.6

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률, 활동성지표는 '총자산회전율,' 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

1 회사개요 및 연혁

하드캡슐을 기반으로 출발해 글로벌 생산·판매 네트워크를 구축하며 CMO, 원료, 화장품까지 확장한 종합 헬스케어 제조 기업

서흥은 1973년 하드캡슐 및 소프트캡슐 제조를 목적으로 설립된 국내 대표 캡슐 전문 기업으로, 하드캡슐, 건강기능식품 OEM/ODM을 중심으로 의약품 전공정 수탁생산(CMO), 젤라틴·콜라겐 등 원료 사업, 화장품 OEM 사업까지 아우르는 종합 헬스케어 제조 기업으로 사업 영역을 확장하고 있다.

서흥은 설립 이후 하드캡슐을 중심으로 사업 기반을 구축했으며, 1990년 유가증권시장 상장을 통해 본격적인 성장 궤도에 진입했다. 1998년 미국 현지법인(서흥아메리카) 설립을 기점으로 글로벌 시장에 진출했고, 이후 일본·베트남 법인 설립을 통해 아시아 생산 및 판매 네트워크를 확장했다. 2010년대에는 오송 공장 준공 및 본사 이전으로 국내 생산 인프라를 강화하는 한편, 2018년 독일 법인 설립을 통해 유럽 시장까지 사업 영역을 확대했다. 최근에는 서흥헬스케어 분할 설립(2022), 베트남 제2공장 증설(2023.09)을 통해 외형성장을 지속하고 있다.

연혁

1973~1989 창업과 기반 구축의 시기

- 1973.01 서흥화학공업주식회사 설립
- 1978.08 부천시 송내동으로 본사 이전
- 1980.01 (주)서흥캡슐로 상호 변경
- 1982.06 진흥약품공업주식회사 흡수 합병
- 1987.12 KGMP 적격업소 지정

1990~1999 품질 혁신의 시기

- 1990.03 기업 공개
- 1992.08 기업부설 연구소 설립
- 1992.11 1,000만 불 수출의 탑 수상
- 1995.12 유당장학회 설립
- 1998.05 EXC-100F 충전기 개발
- 1998.07 미국 현지법인 JUMBO CAPSULE (현 서흥아메리카) 설립
- 1998.07 (주)젤텍 설립

2000~2010 미래 핵심역량사업 성장 발전

- 2003.09 피쉬젤라틴 하드캡슐 제조특허 출원
- 2003.11 2,000만 불 수출의 탑 수상
- 2005.02 KGMP 의약품 정제 제조 인증
- 2005.03 하드캡슐 할랄 인증(Certification No.2006)
- 2005.08 FGMP 건강기능식품 제조 인증
- 2005.12 USA Dietary Supplement USP 인증 획득
- 2007.12 서흥재팬 법인 설립
- 2008.03 상공의 날 '철탑산업훈장' 수상(대통령)
- 2008.10 서흥베트남 제1공장 준공
- 2008.11 3,000만 불 수출의 탑 수상(대통령)
- 2010.07 오창공장 준공

2011~ 미래 핵심역량사업 성장 발전

- 2011.08 중앙연구소 판교 이전
- 2012.01 오송공장 준공 및 본사 이전
- 2012.04 VG 캡슐 OU 코셔 인증
- 2012.04 오송공장 미국 FDA 실사 적격업소 지정
- 2013.10 호주건강기능식품 TGA 인증
- 2014.04 (주)서흥으로 상호 변경
- 2014.05 오송공장 HACCP 적용업소 지정
- 2014.12 오송2공장 준공
- 2014.12 제51회 무역의 날 5,000만 불 수출의 탑 수상
- 2015.01 오송공장 할랄 인증
- 2015.12 제52회 무역의 날 7,000만 불 수출의 탑 및 '동탑산업훈장' 수상
- 2016.11 현 위너셀 설립
- 2017.09 증평공장 준공
- 2018.02 오송2공장 HACCP 적용업소 인증
- 2018.09 (주)한국코스모 인수
- 2018.10 서흥유럽 독일 법인 설립
- 2018.10 오창공장 FSSC 22000 인증
- 2019.05 EU-GMP 인증
- 2019.05 서흥베트남 제2공장 준공
- 2019.10 오창공장 할랄 인증
- 2020.04 VG-PRO 캡슐 개발
- 2022.04 (주)서흥헬스케어 분할 설립
- 2022.12 ISO 14001, 45001 인증
- 2023.09 베트남 제2공장 VG-PRO 생산기계 10대 증설
- 2024.05 ISO 37001 인증

자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

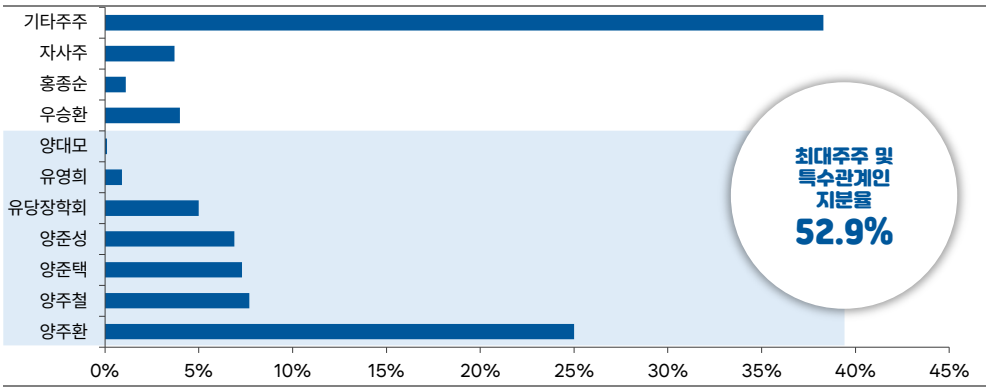
2 주주구성

최대주주는 양주환 회장으로 지분율 25%를 보유하고 있으며, 증여 진행 중

서흥의 최대주주는 양주환 외 6인으로, 총 6,111,760주(52.8%)를 보유하고 있다. 이 가운데 양주환 회장은 2,893,020주(25.0%)를 보유하며, 1952년생으로 1991년부터 현재까지 동사의 대표이사를 역임하고 있다. 특수관계인 지분에는 동생 양주철(7.7%), 장남 양준택(7.3%), 차남 양준성(6.9%) 등이 포함되어 있으며, 오너 일가를 중심으로 한 안정적인 지배구조가 유지되고 있다.

주목할 점은 2024년 12월 26일 양준택 및 양준성에 대한 주식 증여가 이루어졌다는 점이다. 해당 증여는 양주환 회장이 보유하던 주식 중 각각 450,000주씩, 총 900,000주를 자녀에게 이전한 거래로, 이는 발행주식수 대비 약 7.8% 수준에 해당한다. 증여 이후 양준택과 양준성의 지분율은 각각 7.3%, 6.9%로 확대되었으며, 증여주가는 주당 약 14,000원 수준으로 추정된다. 한편, 2025년 11월 21일에는 서흥과 이해관계가 없는 개인투자자 우승환 외 1인이 지분 5% 이상을 취득하며 주식 대량보유상황 보고서를 공시했다. 해당 투자자는 총 590,016주(5.1%)를 보유한 것으로 나타났으며, 평균 취득단가는 약 26,600원 수준으로 추정된다.

주주현황



주: 2026.02.25기준
자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 주요사업부문(2025년 9월말 기준)

서흥의 사업부문은 하드캡슐 32%, 건강기능식품 41%, 원료 16%, 의약품 8%, 화장품 2%로 구성되며 사업부별 평균 수익성은 하드캡슐 10%초중반, 의약품 한자릿수 중후반, 건강기능식품 및 원료 한자릿 수 중반, 화장품은 적자로 추정된다. 한편 수출 비중은 42.8%로, 2022년 31.4% 대비 크게 확대되었는데 이는 하드캡슐과 건강기능식품 부문의 해외 매출 증가에 기인한다.

하드캡슐 시장은 높은 진입장벽 기반 서흥이 국내 과점 및 글로벌 상위권을 차지

1) 하드캡슐

하드캡슐은 캡(Cap)과 바디(Body)로 구성된 원통형 제형으로, 의약품 및 건강기능식품의 유효 성분을 보호하는 동시에 섭취 편의성과 체내 흡수 효율을 높이는 역할을 수행한다. 제형의 표준화와 품질 안정성이 중요하게 요구되는 영역으로, 제조사의 기술력과 공정 관리 역량이 경쟁력을 좌우한다.

서흥은 우수한 품질 경쟁력과 지속적인 생산설비 확충을 기반으로 국내 하드캡슐 시장에서 약 95%의 점유율을 확보하고 있다. 하드캡슐 제조업은 첨단 설비와 고도의 정밀 제조기술을 요구하는 사업으로 신규 사업자가 시장에 진입하기 위해서는 연간 300~500억 원 규모의 CAPEX가 필요하며, 개당 평균판매가격(ASP)이 약 6원 내외 수준으로 낮아 규모의 경제를 확보하지 못할 경우 수익성 확보가 어렵다는 구조적 한계를 지닌다. 이러한 특성으로 인해 후발주자의 진입은 제한적이며, 기존 상위 업체 중심의 과점 구조가 유지되고 있다.

글로벌 시장에서도 서흥은 상위권 사업자로 자리매김하고 있다. 글로벌 하드캡슐 시장 점유율은 스위스 Lonza가 약 20~30%, 인도 ACG 15~20%, 일본 Qualicaps 10~15%, 서흥 약 8% 수준으로 추정되며, 서흥은 글로벌 기준 3~4위권 업체에 해당한다. 중국 및 인도 내 일부 로컬 생산업체의 경우 GMP 인증 미비로 인해 북미·유럽 시장 진출이 제한돼 있어, 글로벌 시장에서는 실질적인 경쟁 관계에 놓여 있지 않다. 이에 따라 서흥은 GMP 인증 기반 생산 역량을 바탕으로 글로벌 메이저 제약사 수요를 안정적으로 흡수하고 있다.

하드캡슐 사업부문의 수출 비중은 약 76%로 50개국 이상에 수출되고 있으며 지역별로는 북미가 약 40%, 유럽 25%, 동남아 25~30% 수준을 차지하고 있다. 최근에는 동남아 및 유럽 지역을 중심으로 수요 회복 흐름이 나타나고 있으며, 중장기적으로는 동남아 시장 의약품·건강기능식품 시장 고성장에 따른 비중 확대가 예상된다.

2) 건강기능식품

건강기능식품 사업부문은 소프트캡슐, 하드캡슐, 정제, 액상·젤리, 분말·과립 등 다양한 제형을 포괄하는 종합 제조 역량을 기반으로 한 OEM/ODM 사업으로 구성된다. 단일 제형에 국한되지 않고 복수 제형을 동시에 대응할 수 있는 생산 인프라를 구축하고 있어, 고객사의 제품 콘셉트와 기능성 요구에 맞춘 맞춤형 제품 개발이 가능하다는 점이 특징이며 OEM방식이 대부분을 차지하고 있다.

고객사는 한국인삼공사, 뉴스킨코리아, 종근당건강, 한국야쿠르트 등 대형 브랜드부터 중소형 고객사까지 폭넓은 고객 기반을 확보하고 있으며 2024년 2분기 중국 고객사 신규확보로 건강기능식품 사업부 내 수출비중이 2023년 4% → 2023년 11% → 2025년 20%까지 확대될 것으로 전망된다.

3) 원료

원료부문은 젤라틴과 콜라겐을 중심으로 한 기초 소재 사업으로, 캡슐·의약품·건강기능식품·화장품 등 주요 사업 전반에 사용되는 핵심 원료를 생산·공급하고 있다. 원료 부문의 경우 국내 시장 젤라틴 점유율 1위를 확보하고 있는 자회사 젤텍의 연결실적이 매출로 인식된다.

콜라겐(Collagen)은 동물의 가죽, 힘줄, 연골 등을 구성하는 천연 단백질로, 인체 단백질의 주요 구성 성분 중 하나로 식품, 건강기능식품, 화장품 등 다양한 분야에서 기능성 소재로 널리 활용되고 있다. 젤라틴(Gelatin)은 콜라겐을 가열 처리해 얻어지는 단백질의 일종으로, 식품·의약·산업용 소재로 폭넓게 사용된다. 특히 하드캡슐 및 소프트캡슐 제조에 사용되는 핵심 원료로, 캡슐 산업 전반에서 중요한 역할을 수행한다.

매출 구조 측면에서는 서흥 계열사향 내부 수요 비중이 약 48% 수준으로 추정되며, 캡슐 및 건강기능식품 사업과의 수직계열화 구조를 통해 공급 안정성을 확보하고 있다는 점이 특징이다. 수출 비중은 약 60%로 북미 시장을 주력으로 하고 있으며, 호주·뉴질랜드 등으로도 수출이 이루어지고 있다. 원료의 경우 활용분야가 폭 넓은 만큼 고객사 역시 특정 산업에 편중되지 않고 다변화되어 있다.

4) 의약품

소프트캡슐 제형을 중심으로 한 의약품 전공정 수탁생산(CMO)을 핵심 사업으로 영위하고 있다. 소프트캡슐은 액체 또는 현탁제를 충전하는 제형으로, 충전과 성형이 동시에 이루어져야 하는 공정 특성상 하드캡슐과 달리 외피만 별도로 생산할 수 없다. 이에 따라 설비 집약도와 공정 난이도가 높아 기술적 진입장벽이 높은 제형으로 분류된다. 서흥은 원료 품질 검사부터 제조, 충전, 포장에 이르는 의약품 전공정 생산 체계를 구축하고 있으며, 이를 기반으로 150여 곳에 달하는 제약회사 및 건강식품 회사를 고객사로 확보해 안정적인 CMO 사업을 수행하고 있다.

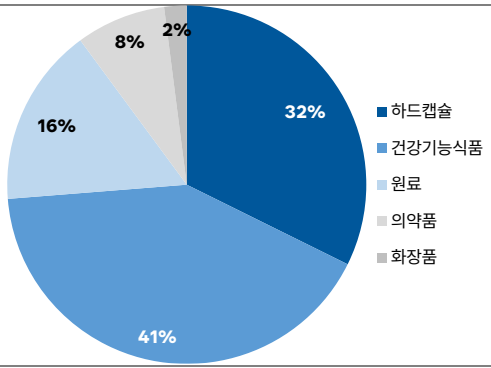
국내 소프트캡슐 제형 시장에서는 서흥과 알피바이오가 각각 약 30%, 60%의 점유율을 차지하며 과점 구조를 형성하고 있는 것으로 파악된다. 의약품 사업은 제약 관련 법규 및 엄격한 품질 기준을 충족해야 하는 특성상 신규 진입이 제한적이며, 고객사와의 거래가 중장기적으로 유지되는 경향이 있다. 이에 따라 동 사업부문은 비교적 높은 매출 안정성을 보유한 사업 구조로 평가된다.

5) 화장품

기초화장품을 중심으로 한 OEM/ODM 사업을 영위하고 있다. 고객사로부터 제품 생산을 위탁받아 제조를 수행하는 구조로, 자회사인 한국코스모의 실적이 화장품 부문 매출로 연결 반영된다.

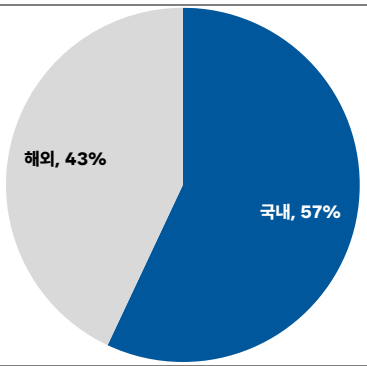
클렌징, 바디제품을 포함한 전반적인 기초화장품 제품군에 대한 제조 역량을 보유하고 있으며, 단순 생산에 그치지 않고 자체 화장품 브랜드(에코7, SSCRDA 등)도 함께 운영하고 있다. 현재 국내 주요 대기업 고객사를 중심으로 제품을 공급하고 있으며, 향후에는 OEM/ODM 역량을 기반으로 해외 시장 진출도 단계적으로 확대해 나갈 계획이다.

사업부문별 매출비중(2025년 3분기 TTM 기준)



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

지역별 매출비중(2025년 3분기 TTM 기준)



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

종속기업 및 관계기업

원료-캡슐-완제품(OEM/ODM)으로 이어지는 수직계열화 구조 속에서 종속·관계기업들이 각 사업부문의 핵심 기능을 맡아 유기적으로 연계

서흥은 원료-캡슐-완제품(OEM/ODM)으로 이어지는 수직계열화된 사업 구조를 구축하고 있으며, 종속기업 및 관계기업들은 각 사업부문의 핵심 기능을 담당하며 유기적으로 연계되어 있다.

종속회사중 젤텍은 젤라틴 및 콜라겐을 생산·공급하며, 이는 하드캡슐·의약품·건강기능식품·화장품 등 전 사업부문에 공통적으로 사용되는 핵심 기초 소재로 활용된다.

서흥 베트남은 하드캡슐 생산기지로 사용되며, 젤텍에서 공급받은 젤라틴을 기반으로 글로벌 제약사 및 건강기능식품 업체를 대상으로 캡슐을 생산·수출한다. 베트남 생산기지를 통한 대규모 CAPA 확보는 북미·유럽·동남아 시장 대응력 강화로 이어지고 있다. 추가로 서흥 베트남의 경우 3Q23 하드캡슐 생산 CAPA 확장 이후 글로벌 경기 둔화로 수요가 예상에 미치지 못하면서 재고 소진을 위한 출하가 이어졌고 당기순이익 적자가 확대됐다. 다만 4Q24를 기점으로 재고 정상화가 본격화되며 손익이 빠르게 개선되는 흐름을 보이고 있으며 3Q25는 흑자로 전환하는 모습을 보였다.

서흥 헬스케어는 젤라틴·캡슐·제형 기술을 활용한 건강기능식품 OEM/ODM 사업을 수행한다. 한국인삼공사, 뉴스킨 코리아 등 유통·브랜드 고객사로부터 수주를 받아 완제품을 생산·공급하는 구조로, 그룹 내 원료·캡슐 사업과의 시너지가 크다.

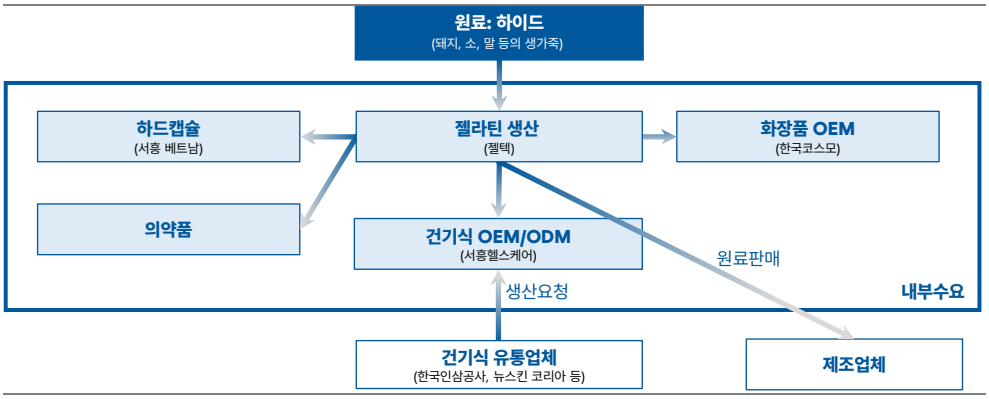
종합하면 서흥은 종속기업과 ▲원료 내재화 ▲글로벌 생산기지 ▲다제형 OEM/ODM 역량을 단계적으로 연결한 구조를 구축하고 있으며, 이는 개별 사업부문 경쟁력을 넘어 그룹 차원의 공급 안정성·원가 경쟁력·수익 구조 다각화를 뒷받침하는 핵심 요소로 작용하고 있다.

서흥 종속회사 및 관계회사(2025년 3분기 누적기준)

구분		법인명	지분율 (%)	최초 취득일자	사업내용	자산 (억원)	부채비율 (%)	매출액 (억원)	순이익 (억원)	NPM (%)	지분법 이익(억원)
종속회사	원료	(주)젤텍	42.84 (양준택 외 2 인 57.16)	1998-05-25	젤라틴 및 콜라겐 제조	1,476	61%	976	42	4.30%	-
	하드캡슐	서흥 베트남	100	2006-10-13	하드캡슐 생산기지. 판매비중은 아시아 35%, 미국 40%, 베트남 20%, 기타 5%로 구성. 상당 부분을 다국적 제약회사에 납품	2,134	299%	734	-17	-2.40%	
	화장품	(주)한국 코스모	84.75 (젤텍 13.16)	2018-09-06	화장품 제조	206	178%	114	-10	-8.60%	
	건강기능 식품	(주)서흥 헬스케어	100	2022-04-01	액상, 젤리형태 건강기능식품 제조 및 유통, 판매사업 영위	1,314	63%	1,282	69	5.40%	
관계회사		(주)내츄럴 엔도텍	28.81	2015-11-02	갱년기 개선 기능성을 인정받은 '백수오' 등 복합추출물을 핵심으로, 건강기능식품·화장품 원료 개발 사업 영위	372	53%	170	-25	-14.80%	-7
		UNI CAPS	50(미국 벤처회사 50)	2007 년	미국 위치, 연질캡슐(주로 의약품에 사용) 생산 및 판매	458	33%	586	98	16.80%	49

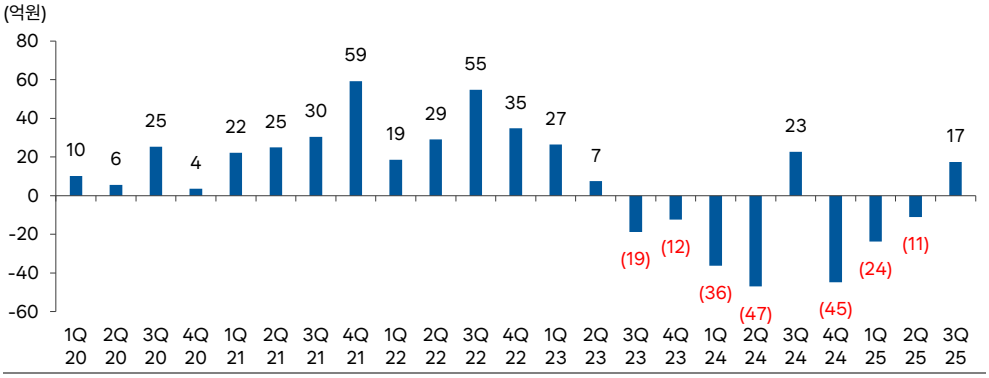
자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

서흥 주요 사업부문 및 내부 연계 구조



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

서흥 베트남 당기순이익 추이



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

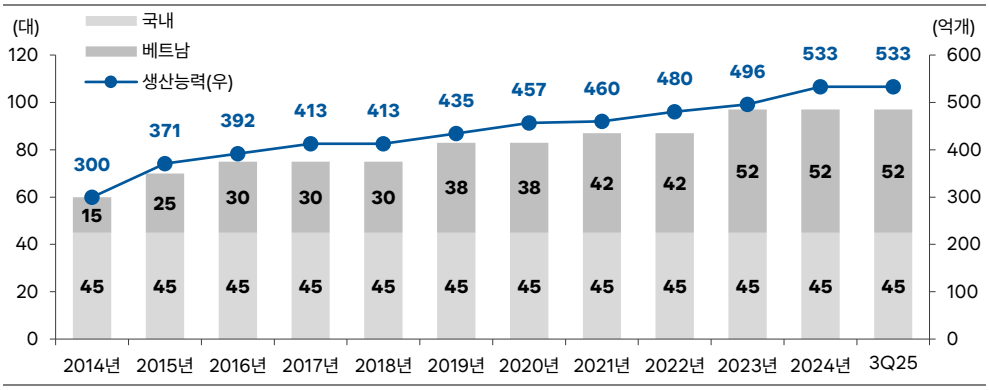
5 생산능력 현황

베트남 중심 하드캡슐 글로벌 생산 확대와 국내 기반 건강기능식품 다제형 생산체계 구축

하드캡슐 사업부는 국내 45대, 베트남 52대의 생산기계를 보유하고 있다. 국내 공장은 주로 내수 및 미국·유럽향 물량을 중심으로 생산하고 있으며, 베트남 공장은 전량 해외 수출용 생산기지로 운영되고 있다. 특히 베트남은 인건비 및 제조원가 측면에서 비용 경쟁력이 높고, 아시아 주요 시장에 대한 지리적 접근성이 우수하다는 장점을 보유하고 있다. 서흥은 이러한 경쟁력을 바탕으로 베트남을 핵심 생산 거점으로 삼아 설비 투자를 지속해 왔으며, 3Q23에는 베트남 공장의 생산설비를 기존 42대에서 52대로 증설해 연간 하드캡슐 생산 CAPA를 약 2,100억 원 수준에서 약 2,300억 원으로 10%가량 확대했다.

건강기능식품 사업부의 생산시설의 경우 국내를 중심으로 다각화되어 있다. 오송1공장 내 F&P사업부에서 건강기능식품 제조를 수행하고 있으며, 오송2공장에는 젤리 제형을 전담하는 F&P생산2부가 운영되고 있다. 또한 종속회사인 서흥헬스케어가 청주 청원구(1공장)와 흥덕구(2공장)에 생산 거점을 두고 다양한 제형의 건강기능식품을 제조하고 있다. 풀가동 시 연간 약 4,000억 원 규모의 생산이 가능하나, 현재 가동률은 약 70% 수준에 머물러 있다. 이에 따라 추가 증설 계획은 없는 것으로 파악된다.

서흥 하드캡슐 생산대수 및 생산능력 추이



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

1 국내 건강기능식품 시장

국내 건강기능식품 시장은 외형 성장 둔화 국면에 접어들었으며, 향후 원료·제형 차별화와 유통 대응력이 중요해질 전망

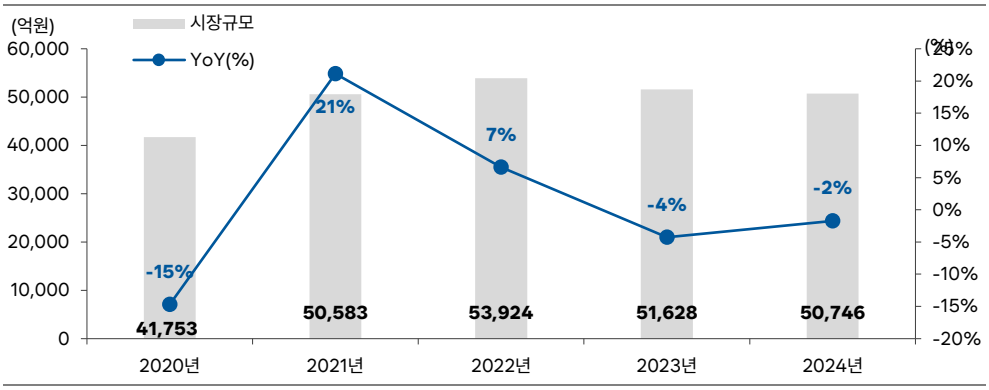
국내 건강기능식품 시장은 2021~2022년 코로나 확산을 계기로 면역·건강 관리 수요가 급증하며 일시적인 고성장 국면을 경험했으나, 2023년 이후 성장세가 둔화되며 성숙·정체 국면에 진입한 모습이다. 식품의약품안전처 자료에 따르면 국내 건강기능식품 시장 규모는 2021년 5조 583억 원을 기록한 이후 2022년 5조 3,924억 원, 2023년 5조 1,628억 원, 2024년 5조 746억 원 수준으로 5조 원 초반에서 정체된 흐름을 보이고 있다. 이는 팬데믹 특수 소멸과 함께 소비 여건 악화가 본격적으로 반영된 결과로 해석된다.

시장 구조 측면에서는 외형 성장은 정체된 반면 경쟁 강도는 오히려 심화되는 양상이 나타나고 있다. 건강기능식품 제조·판매 업체 수는 지속적으로 증가하면서 브랜드 난립 현상이 이어지고 있으나, 소비자 수요는 특정 기능성(눈 건강, 면역, 장 건강 등)과 검증된 브랜드로 집중되는 구조가 강화되고 있다. 이에 따라 다수 중소 브랜드는 매출 정체 또는 감소를 경험하는 반면, 유통력과 브랜드 신뢰도를 확보한 상위 업체 중심으로 시장 내 양극화가 심화되고 있다.

또한 소비 패턴 변화도 시장 정체의 주요 요인으로 작용하고 있다. 고물가·고금리 환경이 장기화되면서 건강기능식품이 필수 소비재가 아닌 '선택적 소비'로 인식되는 경향이 강화되었고, 대용량·고가 제품보다는 소포장·가성비 제품 중심으로 수요가 이동하고 있다. 이는 전체 시장 금액 기준 성장에는 제약 요인으로 작용하는 반면, SKU 증가와 제품 회전율 중심의 경쟁을 심화시키는 구조로 이어지고 있다.

종합하면, 2021년 이후 국내 건강기능식품 시장은 외형 성장 중심의 확장 국면에서 경쟁 구조 재편 국면으로 전환되었으며, 단순 시장 성장에 의존한 전략보다는 △차별화된 기능성 원료 △안정적인 품질 및 생산 역량 △유통 채널 대응력 확보 여부가 기업 성과를 좌우하는 환경으로 변화하고 있다. 이러한 구조 변화는 OEM·ODM 업체에게도 고객사 선별과 제품 포트폴리오 고도화의 중요성이 커지는 방향으로 작용하고 있다.

건강기능식품 한국시장 규모 추이

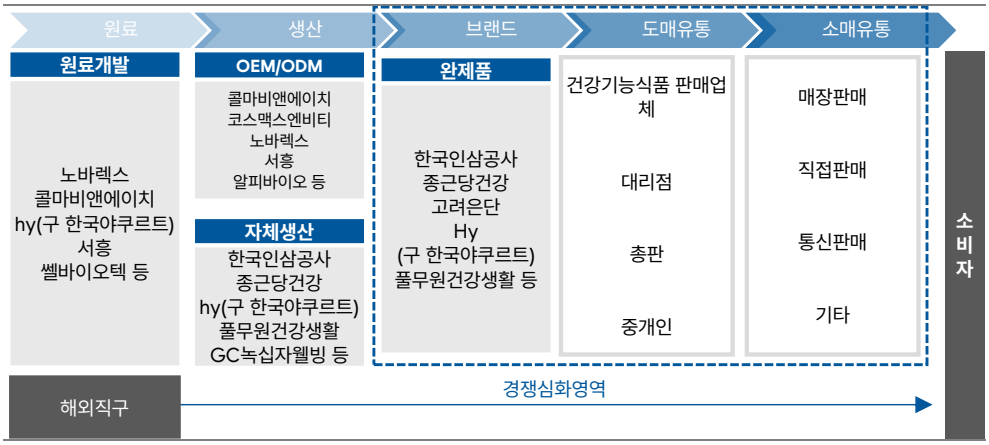


자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

건강기능식품 밸류체인

국내 건강기능식품 산업의 밸류체인은 기능성 원료 → 생산 → 브랜드 → 도매유통 → 소매유통 → 소비자의 단계로 구성된다. 제조 단계는 진입장벽이 높은 반면, 브랜드·유통 단계는 신규 진입이 활발해 경쟁이 집중되는 구조를 보인다.

건강기능식품 밸류체인



자료: 농림축산식품부, 한국IR협의회 기업리서치센터

고시형 원료 시장은 소수 핵심 품목 중심으로 매출 집중 심화지속

개별인정형 원료는 인증 프리미엄 약화, 제품화·SKU 확장 역량이 경쟁력의 핵심으로 작용

원료

원료의 경우 제도적으로 고시형 원료와 개별인정형 원료로 구분된다. 2024년 기준 상위 5개 원료 품목의 매출액 비중은 전체의 78.0%를 차지했으며, 상위 10개 품목의 매출액 비중은 86.9%에 달한다. 이는 원료 시장 전반에서 소수 핵심 품목에 매출이 집중되는 구조가 뚜렷함을 의미하며, 다수의 원료 품목은 제한적인 시장 점유율에 머물고 있음을 시사한다.

고시형 원료는 식품의약품안전처가 기능성 및 섭취 기준을 사전에 고시한 원료로, 홍삼, 오메가3, 비타민·미네랄, 프로바이오틱스 등과 같이 소비자 인지도가 높은 소재가 이에 해당한다. 2024년 기준 고시형 원료는 국내 건강기능식품 시장에서 약 83%의 비중을 차지하고 있는 것으로 파악되며, 여전히 시장의 주류를 형성하고 있다. 다만 고시형 원료는 다수 업체가 동일 원료를 사용할 수 있어 진입장벽이 낮아 경쟁이 치열한 구조를 보인다. 이에 따라 고시형 원료 기반 제품의 경우 기능성 차별화보다는 브랜드 인지도, 마케팅 역량, 제형 및 복합 설계 등이 경쟁력의 핵심 요소로 작용한다.

개별인정형 원료는 특정 기업이 연구개발을 통해 안전성과 기능성을 입증하고, 식품의약품안전처로부터 개별적으로 인정받은 원료를 의미한다. 개별인정형 원료는 일반적으로 개발 기간 약 3~5년, 수억 원에서 수십억 원 수준의 연구개발 비용이 소요되는 것으로 알려져 있으며, 인정 이후에도 해당 기업만이 단독으로 사용하거나 제한적인 라이선스를 통해 활용할 수 있다. 이처럼 개별인정형 원료는 개발 과정에서 상당한 시간과 비용이 요구되기 때문에 고시형 원료 대비 진입장벽이 높고, 기능성 차별화 및 프리미엄 제품 전략에 유리한 구조를 가진다. 이에 따라 개별인정형 원료 확보 여부가 브랜드 및 ODM 업체의 경쟁력을 좌우하는 요소로 작용해왔다.

다만, 2022년 이후 개별인정형 원료 시장의 매출 흐름을 살펴보면, 시장 전반이 고성장 국면에서 점차 품목별 차별화와 재편 단계로 전환되고 있음을 확인할 수 있다. 개별인정형 원료 전체 매출은 2020년 5,256억 원에서 2021년 7,677억 원으로 빠르게 확대됐으나, 이후 2023년 6,755억 원, 2024년 6,903억 원으로 성장세가 둔화되는 모습을 보였다. 이는 개별인정형 시장이 초기 확산 국면을 지나, 기능성과 원료별 성과가 명확히 갈리는 성숙 단계에 진입했음을 시사한다. 즉, 개별인정형이라는 인증 자체만으로는 지속적인 매출 성장을 담보하기 어려운 구조로 변화하고 있다.

동시에 시장 내 매출 집중도 역시 빠르게 심화되고 있다. 상위 5개 개별인정형 원료의 매출 비중은 2020년 33.4%에서 2023년 44.0%로 확대된 데 이어, 2024년에도 43.8% 수준을 유지했다. 이는 개별인정형 원료 시장에서도 이미 검증된 메가 히트 원료로 수요가 집중되는 반면, 다수의 중·소형 원료는 경쟁력을 상실하며 빠르게 도태되는 구조가 형성되고 있음을 의미한다.

또한 개별인정형 원료의 수명 주기(Life Cycle)가 단축되고 있다는 점도 주목할 만하다. 다수의 원료가 인증 직후 1~2년 내 급격한 매출 성장을 기록한 이후, 비교적 빠르게 정체 또는 하락 국면에 진입하는 패턴을 반복하고 있다. 이는 과거 개별인정형 원료가 장기간 독점적 수익을 창출하는 캐시카우 자산으로 인식되던 것과 달리, 현재는 트렌드·마케팅·유통 채널 성과에 크게 좌우되는 상품성 자산으로 성격이 변화했음을 시사한다.

단순히 많은 원료를 보유한 기업보다는 소수의 히트 원료를 안정적으로 양산하고, 이를 다양한 고객사와 다품종 SKU에 확장 적용할 수 있는 기업이 실질적인 수혜를 누리고 있다. 즉, 개별인정형 원료의 보유 개수 자체보다도, 실제 제품화·확장·운영 능력이 성과를 좌우하는 구조로 시장이 재편되고 있는 것으로 해석된다.

건강기능식품 원료 상위 5개 품목별 매출액 추이 (단위: 억 원)

구분	2020	2021	2022	2023	2024
홍삼	10,609	10,472	9,848	8,953	8,636
비타민·무기질	6,543	8,467	8,511	7,409	6,992
개별인정형	5,256	7,677	6,977	6,755	6,903
프로바이오틱스	2,988	3,354	4,606	5,591	6,397
EPA·DHA 유지	1,393	2,367	2,819	2,667	2,391
기타품목	5,689	6,736	8,934	9,544	8,812
합계	**32,478**	**39,073**	**41,695**	**40,919**	**40,131**

자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

건강기능식품 개별인정형 원료 상위 5개 품목별 매출액 추이 (단위: 억 원)

품목명	2020	2021	2022	2023	2024
루테인지아잔틴복합추출물	279	810	815	832	873
헤모힘 당귀 등 혼합추출물	1,195	1,382	996	850	859
자일로올리고당분말	109	198	956	835	741
황기추출물 등 복합물(HT042)	461	619	469	518	344
미역 등 복합추출물(잔티젠)	141	95	96	227	209
합계	**2,185**	**3,104**	**3,332**	**3,262**	**3,026**

자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

복합 제형 확대·인증강화로 CAPA·기술력 동시 보유한 상위 OEM/ODM중심 점유율 확대

OEM/ODM

건강기능식품 OEM/ODM 제조 산업은 기능성 원료의 다변화와 복합 제형(캡슐·정제·젤리 등) 확대, GMP·HACCP 등 품질 및 인증 기준 강화로 인해 대규모 CAPA와 기술 역량을 동시에 보유한 업체 중심으로 수주가 집중되는 구조로 재편되고 있다. 특히 건강기능식품은 다품종·소량 생산이 일반적인 산업 특성을 지니고 있어, 원료 소싱부터 제형 설계, 공정 관리, 품질 인증까지 전 공정을 일괄적으로 대응할 수 있는 업체의 경쟁력이 구조적으로 강화되고 있다.

종합 건강기능식품 업체는 자체 브랜드와 유통 채널을 기반으로 일부 제품을 직접 생산하는 한편, 제품군 확대나 물량 대응이 필요한 영역에서는 외부 OEM/ODM 업체를 병행 활용하는 전략을 취하고 있다. 반면 브랜드 기획에 집중하는 업체들의 경우 생산 설비를 보유하지 않고, 제품 개발과 양산 전반을 전문 OEM/ODM 제조사에 위탁하는 비중이 상대적으로 높다. 유통사나 브랜드사가 직접 제조 역량을 내재화하는 사례도 제한적으로 존재하지만, 대규모 설비 투자와 함께 GMP 등 품질·규제 대응 부담이 수반된다는 점에서 기능성 원료 개발 경험과 다양한 제형 생산 역량을 갖춘 전문 제조사와의 협업이 점차 보편적인 선택지로 자리 잡고 있다.

이러한 환경 속에서 2024년 매출 상위 10개 업체 중 노바렉스, 콜마비앤에이치, 코스맥스(NBT·바이오), 서흥, 네추럴웨이 등 주요 ODM/OEM 업체가 차지하는 매출 비중은 약 40% 수준으로 파악되며 향후에도 중소 OEM/ODM 업체 대비 설비 투자 여력과 품질·제형 대응력이 우수한 상위 업체의 시장 지배력은 중장기적으로 추가 확대될 가능성이 높다.

2 중국 건강기능식품 시장

중국 건강기능식품 시장은 온라인 확산과 구조적 수요 증가를 바탕으로 안정적 성장을 지속하며 건강기능식품 OEM·ODM 기업에 전략적 기회 제공

중상산업연구원(中商产业研究院)에 따르면, 중국 건강기능식품 시장은 2024년 기준 약 3,475억 위안 규모로 전년 대비 5.9% 성장했으며, 2025년에는 약 3,601억 위안까지 확대될 것으로 전망된다. 이는 중국 내 고령화, 건강 관리에 대한 인식 제고, 온라인 유통 채널 확산 등 구조적인 수요 증가 요인이 복합적으로 작용한 결과로, 중국 건강기능식품 시장이 여전히 중장기 성장 여력을 보유한 대형 시장임을 시사한다.

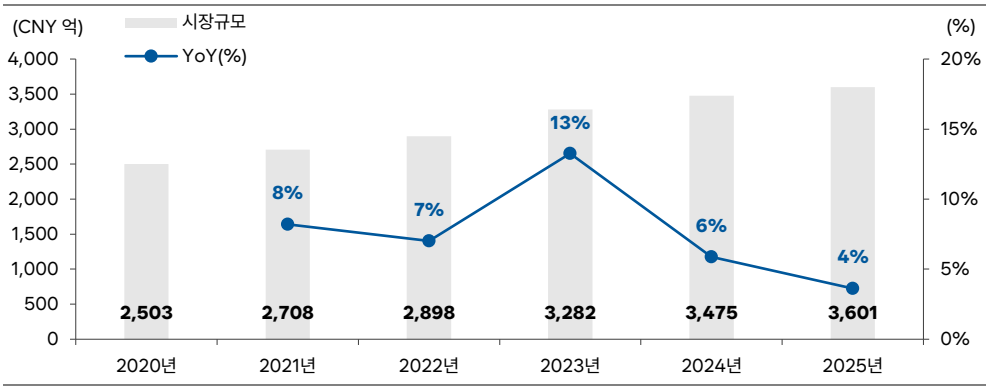
2016년 중국 정부는 기존의 엄격한 등록제(Blue Hat) 중심 관리 체계에 더해, 일부 비타민·미네랄 등 표준화된 품목에 대해 신고 방식의 '비안제(備案)' 제도를 도입했다. 이에 따라 인증 부담이 완화되었고, 제품 출시와 브랜드 진입이 확대되면서 중국 건강기능식품 시장의 외형 성장이 본격화됐다. (*Blue Hat 제도: 중국 내수 시장에서 건강기능식품을 판매하기 위해 필수적으로 요구되는 사전 승인 제도로, 제품의 안전성과 기능성을 국가가 인증하는 제도. 인증에 장기간과 높은 비용이 소요되는 것이 특징)

이와 함께 전자상거래 및 크로스보더 유통 채널의 확산은 시장 성장을 지속적으로 뒷받침하고 있다. Tmall, JD, Douyin 등 온라인 플랫폼을 중심으로 유통 구조가 재편되면서 오프라인 대비 낮은 비용으로 전국 단위 소비자 접근이 가능해졌고, 특히 크로스보더 전자상거래(CBEC)를 통한 해외 직구 제품에 대해 Blue Hat 인증이 면제되면서 글로벌 브랜드의 중국 시장 진입이 꾸준히 확대됐다. 실제 GNC, Swisse 등 해외 브랜드는 온라인 채널을 중심으로 점진적으로 점유율을 높여오고 있다.

한편, 소득 수준 상승과 고령화 진전에 따른 구조적 수요 증가는 중국 건강기능식품 시장의 안정적인 성장 기반으로 작용하고 있다. 중산층 확대와 함께 건강 관리에 대한 소비 지출이 지속적으로 증가하고 있으며, 고령 인구 비중 확대는 비타민·미네랄, 면역, 관절, 장 건강 등 기초·장기 관리형 기능성 제품에 대한 수요를 꾸준히 견인하고 있다. 여기에 2018년 '취안젠(权健) 사건' 이후 품질과 안전성에 대한 소비자 인식이 강화되면서, 가격 중심 소비에서 기능성·인증·브랜드 신뢰도를 중시하는 방향으로 소비 패턴이 점진적으로 전환되고 있다. (*취안젠(权健) 사건: 중국 건강기능식품 기업 '취안젠'이 허위·과장 광고와 불법 다단계 영업을 통해 거액의 부당이익을 취하고, 소비자에게 경제적 손실과 치료 기회 상실 등 사회적 피해를 초래한 사건) 이러한 변화는 중국 건강기능식품 산업이 여전히 완만한 성장 흐름을 유지하는 가운데, 제품과 브랜드 중심으로 구조가 고도화되고 있음을 시사한다.

종합하면, 중국 건강기능식품 시장은 온라인 유통 확대와 구조적 수요 증가를 기반으로 안정적이면서도 완만한 성장세가 이어지고 있는 시장으로 평가된다. 이러한 환경 속에서 중국 시장은 단순한 가격 경쟁에 국한된 시장이 아니라, 기술력과 인증 역량, 대규모 생산 능력을 갖춘 건강기능식품 OEM·ODM 업체에게 중장기적인 수출 성장과 고객 포트폴리오 고도화를 동시에 도모할 수 있는 전략적 시장으로 판단된다.

건강기능식품 중국시장 규모 추이



자료: 중상산업연구원, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

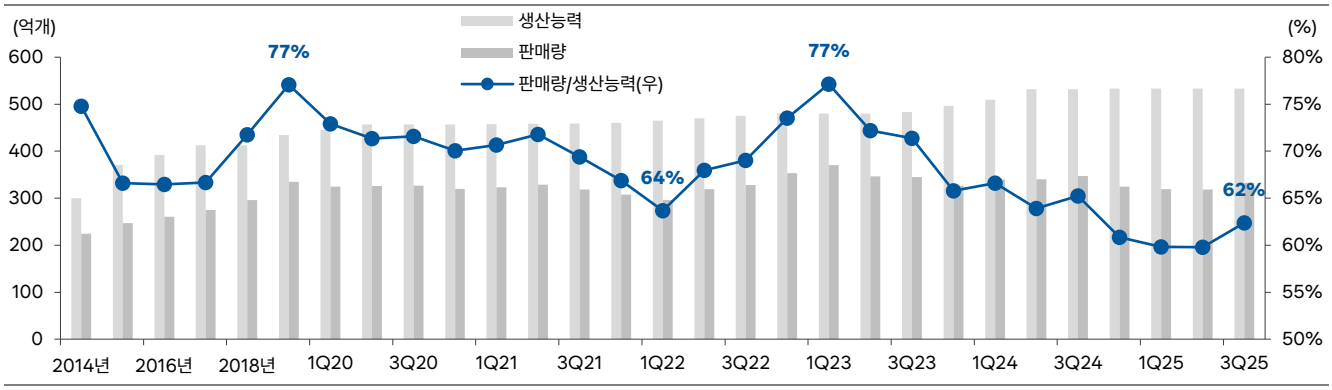
1 하드캡슐, 재고 부담 해소 이후 수익성 정상화 국면 진입

베트남 증설 이후 수요 둔화로 수익성이 하락했으나, 재고 정상화와 해외 수요 회복으로 마진 개선 추세

서흥은 3Q23 베트남 공장의 생산설비를 기존 42대에서 52대로 증설하며 연간 생산 CAPA를 기존 약 2,100억 원 수준에서 약 2,300억 원으로 확대했다. 설비 증설로 생산 능력은 약 10%가량 증가했으나, 이후 글로벌 경기 둔화에 따른 해외 수요 부진이 겹치며 판매량이 감소했고, 이에 따라 재고자산이 증가하는 국면이 나타났다. 회사는 재고 부담을 완화하기 위해 출하 확대 및 재고 소진 중심의 운영을 진행했으며, 이 과정에서 수익성은 기존 15% 내외 수준에서 한 자릿수 후반대로 하락했다.

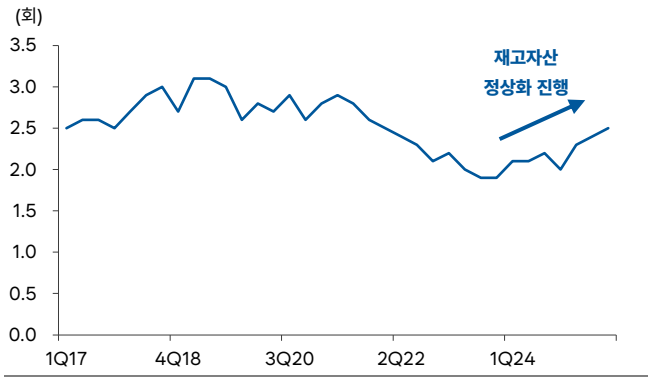
이후 동남아 및 유럽 지역을 중심으로 수요 회복세가 본격화되며, 2025년 2분기부터 재고자산이 정상 범위에 도달했다. 이에 따라 하드캡슐 부문 수익성 역시 2025년 하반기 10% 초중반대 수준으로 회복되었다. 2026년에도 발주 흐름이 안정적으로 유지되며, 매출은 한 자릿수 후반대의 견조한 성장세를 이어갈 것으로 예상된다.

서흥 생산능력, 판매량 추이



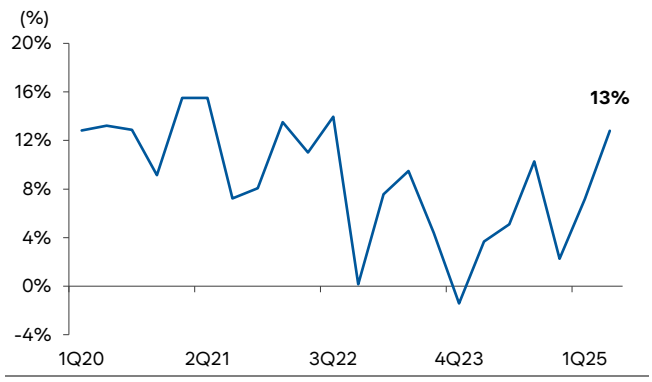
자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

서흥 재고자산 회전율 추이



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

서흥 캡슐부문 영업이익률 추이



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 중국 중심, 건강기능식품 사업부 고성장

중국향 수출을 중심으로 건강기능식품 매출이 빠르게 확대되고 내수 회복이 동반되는 성장 국면

2025년 서흥 건강기능식품 매출은 2,974억 원으로 전년대비 16% 성장이 전망된다. 특히 수출 부문의 성장세가 두드러진다. 2024년 수출은 약 272억 원으로 전년 대비 232% 증가했으며, 2025년에는 약 597억 원까지 확대돼 전년대비 119%성장하는 고성장세가 이어진 것으로 추정된다. 수출 성장은 2024년 2분기 이후 중국 고객사 한 곳을 중심으로 본격화됐다. 해당 고객사는 아동·학생용 키 성장 관련 건강기능식품을 주력으로 판매하는 업체로, 온라인 채널을 기반으로 판매가 빠르게 확대되고 있는 것으로 파악되며 동 고객사의 물량 확대에 힘입어 서흥의 중국향 출하량은 가파르게 증가해왔다. 다만, 2026년의 경우 2024~2025년에 걸쳐 이어진 높은 기저효과가 점차 소멸함에 따라, 과거와 같은 급격한 외형 확대보다는 안정화 구간에 진입할 것으로 전망된다.

중국향 물량 증가의 배경에는 중국 건강기능식품 유통 구조 변화와 규제 환경이 자리하고 있다. 중국 내에서는 온라인 직구 채널을 중심으로 건강기능식품 소비가 확대되면서, 중국 로컬 및 글로벌 브랜드들이 생산기지로 한국 OEM/ODM 업체를 선택하는 사례가 늘고 있다. 한국은 중국과의 지리적 근접성을 바탕으로 물류 리드타임이 짧고 공급 안정성이 높아, 빠른 시장 대응이 요구되는 온라인 판매 환경에 적합한 생산 거점으로 평가된다.

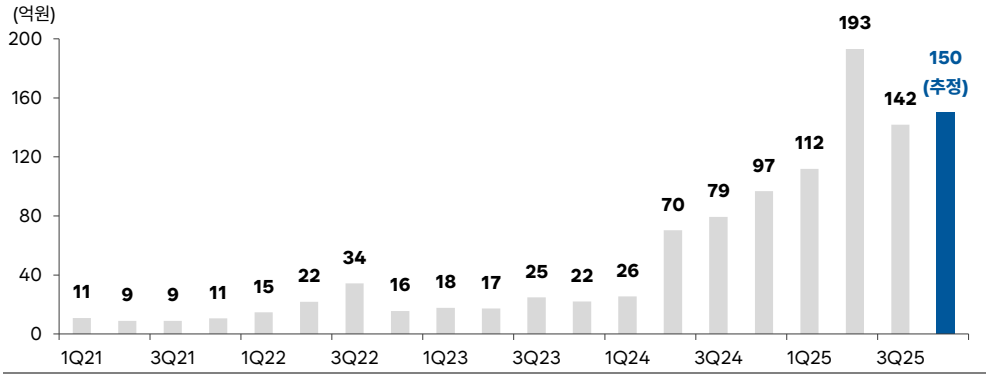
여기에 한국 OEM/ODM 기업의 제조 경쟁력과 품질에 대한 신뢰도 역시 중요한 요인으로 작용한다. 서흥을 포함한 국내 주요 제조사들은 GMP 기준에 기반한 생산 시스템을 구축하고 있으며, 캡슐·정제뿐 아니라 젤리, 액상 등 다양한 제형을 동시에 생산할 수 있는 설비 역량을 보유하고 있다.

중국 건강기능식품 유통 구조가 Douyin, Tmall, JD Health 등 온라인 플랫폼 중심으로 빠르게 재편된 점 역시 한국 OEM/ODM선택을 뒷받침한다. 제품 트렌드 변화 속도가 빠르고 SKU 교체 주기가 짧은 시장 특성상, 신제품 개발부터 양산, 안정적인 공급까지 일괄적으로 대응할 수 있는 생산 파트너의 중요성이 커지고 있으며, 한국 OEM/ODM기업들은 축적된 운영 경험과 생산 유연성을 바탕으로 중국 로컬 및 글로벌 브랜드의 핵심 제조 파트너로 자리 잡고 있다.

이러한 환경 속에서 최근 노바렉스 역시 중국을 중심으로 수출액이 빠르게 증가하고 있다. 반면 중국 고객사 확보에 어려움을 겪고 있는 코스맥스엔비티, 콜마비앤에이치의 경우 실적 부진이 지속되며, 중국 시장 대응 여부에 따른 실적 차별화가 뚜렷해지고 있는 것으로 판단된다.

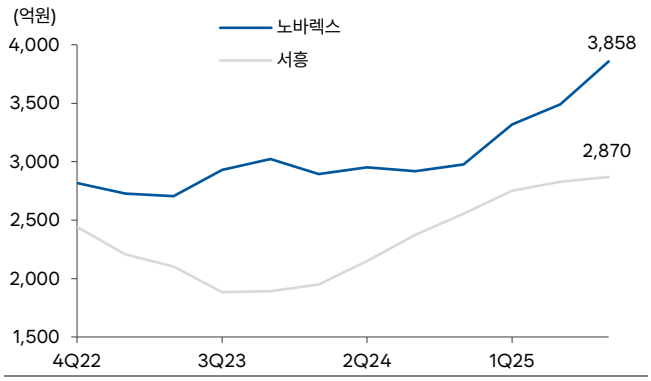
한편, 내수 시장은 코로나 기간 중 일시적인 고성장을 기록한 이후, 팬데믹 종료와 함께 조정 국면을 거쳤으나, 2024년을 기점으로 정상화 단계에 진입하며 점진적인 매출 회복세를 보이고 있다. 서흥 역시 2024년 1분기 이후 내수 출하가 회복되며 실적이 안정화되는 흐름이다. 다만 국내 건강기능식품 시장 전체 규모가 정체 국면에 머물러 있는 점을 감안할 때, 중장기적으로 내수 시장의 성장 폭은 제한적일 것으로 판단된다.

서흥 건강기능식품 분기별 수출액 추이



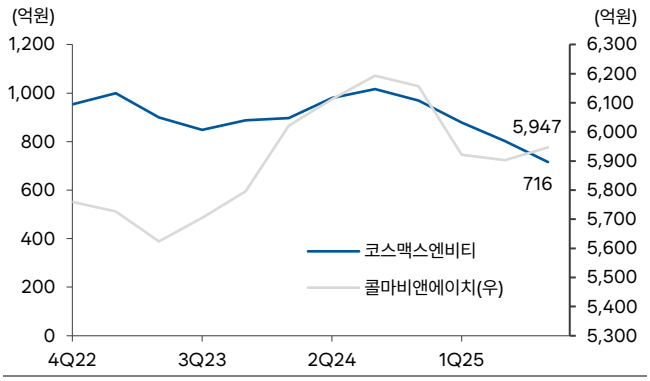
자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

노바렉스, 서흥 건강기능식품 매출액 추이(TTM)



자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터

코스맥스엔비티, 콜마비앤에이치 건강기능식품 매출액 추이(TTM)



자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1 2025년 잠정실적 Review

하드캡슐 수요 회복과 건강기능식품 수출 확대에 따른 매출·이익 동반 개선 국면

2025년 잠정 실적 기준, 서흥의 연결 기준 매출액은 7,223억 원으로 전년 대비 약 11% 증가했다.
사업부문별로 보면, 하드캡슐 부문은 2,289억 원으로 전년 대비 약 7% 증가한 것으로 추정된다. 2Q25까지 이어졌던 재고 조정 국면이 마무리된 이후, 동남아 및 유럽 지역을 중심으로 수요가 점진적으로 회복되며 견조한 성장 흐름을 나타내고 있다.

건강기능식품 부문은 2025년 매출 2,974억 원으로 전년 대비 약 16% 성장하며 전사 외형 확대를 주도한 것으로 추정된다. 특히 중국 신규 고객사 물량 확대에 힘입어 수출은 전년 대비 약 119% 성장한 것으로 파악되며, 내수 역시 주요 고객사의 생산 회복과 함께 개선 흐름을 이어가고 있다. 한편, 3Q25 수출액은 전분기 대비 26% 감소했으나, 이는 중국향 수출이 고객사의 발주·소진·재발주 구조로 이루어지는 특성상 특히 2분기 물량이 집중된 데 따른 기저 영향이 작용한 것으로, 수요 감소로 해석하기는 어려우며 중장기 성장 추세는 유지되고 있는 것으로 판단된다.

영업이익은 502억 원으로 전년 대비 약 48% 증가하며 큰 폭의 성장세를 기록했다. 다만 저마진인 건강기능식품 매출 비중이 확대된 데다, 상반기 하드캡슐 재고 소진과 수출 관련 제비용 증가 영향이 반영되면서 연간 영업이익률은 약 7% 수준에 그친 것으로 보인다. 특히 2025년 3분기에는 건강기능식품 수출 클레임이 발생하면서 수출 제비용이 기존 분기당 약 20억 원 수준에서 63억 원으로 증가했고, 2025년 4분기에도 일부 영향이 반영되며 판관비율이 11%까지 상승했다. 다만 해당 비용은 일회성 요인으로, 재발 방지 조치는 완료된 것으로 추정된다.

지배순이익은 435억 원으로 전년 183억 원 대비 큰 폭 증가한 것으로 추정된다. 다만 이는 관계기업 내츄럴엔도텍 주가 상승에 따른 평가이익 약 170억 원 가량이 영업외손익에 반영된 영향이 큰 것으로 추정되어, 본업 실적보다는 영업이익 증가 수준에 맞춰 해석하는 것이 적절하다.

종합적으로 2025년은 건강기능식품 수출 고성장을 기반으로 외형이 확대되는 가운데, 하드캡슐 수익성 정상화 효과가 더해지며 이익 체력이 개선된 구간으로 평가된다.

2 2026년 실적전망

하드캡슐 회복 및 건강기능식품 수출 성장이 지속되며 매출, 영업이익 개선 지속

2026년 연결 기준 매출액은 7,555억 원으로 전년 대비 약 5% 성장이 예상된다.
사업부문별로 보면, 하드캡슐 부문은 2,449억 원으로 전년 대비 약 7% 성장이 예상된다. 동남아 및 유럽 지역을 중심으로 수요가 지속되고 있으며, 수주 흐름도 안정적으로 유지되는 것으로 파악된다. 이에 따라 하드캡슐 부문은 2026년에도 견조한 성장을 지속해 나갈 전망이다.

건강기능식품 부문의 매출은 3,176억 원으로 전년 대비 약 7% 성장이 예상된다. 내수의 경우 국내 건강기능식품 시장 성장세가 둔화됨에 따라 전년과 유사한 수준을 이어갈 것으로 전망된다. 수출의 경우 성장세는 지속되나 2024~2025

년 고성장에 따른 기저효과로 성장률은 둔화될 것으로 추정된다. 추가로 장기 계약 비중이 낮고 특정 고객사 의존도가 높은 건강기능식품 사업부 특성상 고객사 전략변화에 따라 분기별 실적 변동성이 크게 나타날 수 있다.

영업이익은 2026년 566억 원으로 전년 대비 약 13% 증가가 예상된다. 하드캡슐 부문의 매출 성장과 가동률 개선이 수익성 회복을 견인하는 가운데, 건강기능식품 부문 역시 매출 규모 확대에 따른 이익기여가 지속될 것으로 보인다. 이에 따라 영업이익률도 2025년 7.0%에서 2026년 7.5% 수준으로 소폭 개선될 것으로 전망된다.

순이익은 2025년 반영되었던 내츄럴엔도텍 주식평가이익 약 170억 원 효과가 소멸되면서 전년 대비 감소할 것으로 전망된다. 다만 해당 평가손익은 본업과 무관한 영업외 요인에 따른 변동으로, 기업가치에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

종합적으로 2026년은 하드캡슐 부문이 안정적으로 성장하고, 건강기능식품 성장이 지속되며 외형이 완만한 증가세를 이어가는 가운데 수익성은 점진적으로 개선되는 흐름이 예상된다.

서흥 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,808	1,900	1,850	1,664	5,967	6,350	5,946	6,533	7,223	**7,555**
YoY(%)	9%	10%	11%	12%	8%	6%	-6%	10%	11%	**5%**
캡슐	1,505	1,532	1,515	1,394	4,931	5,148	4,748	6,020	5,947	**6,305**
하드캡슐	570	578	622	519	1,581	1,899	1,958	2,144	2,289	**2,449**
의약품	164	155	144	140	601	682	674	633	603	**600**
건강기능식품	732	795	731	716	2,695	2,442	1,892	2,556	2,974	**3,176**
기타(상품 등)	39	4	18	19	54	126	224	77	81	**80**
원료 (젤텍)	287	309	297	255	937	1,113	1,135	1,037	1,148	**1,100**
화장품	17	59	39	14	100	88	63	87	128	**150**
영업이익	116	201	137	49	696	620	431	339	502	**567**
YoY(%)	-5%	83%	85%	43%	-6%	-11%	-30%	-21%	48%	**13%**
OPM(%)	6.4%	10.6%	7.4%	2.9%	11.7%	9.8%	7.2%	5.2%	6.9%	**7.5%**
지배당기순이익	59	239	90	47	537	340	61	183	435	**343**
NPM(%)	3.3%	12.6%	4.9%	2.8%	9.0%	5.4%	1.0%	2.8%	6.0%	**4.5%**

자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 Historical Valuation

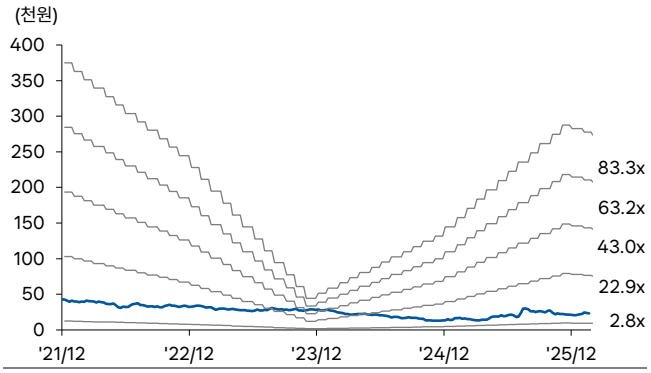
영업외손익 변동으로 PER 신뢰도는 낮은 반면, ROE와 연동된 PBR은 합리적 지표로 중장기 리레이팅 여지 존재

서흥의 PER 밴드는 영업외손익에 따른 왜곡이 존재하는 것으로 판단된다. 2023~2024년 동안 금리 상승 영향으로 이자손익 변동성이 확대되며, 이자손익은 2022년 △104억 원에서 2023년 △180억 원, 2024년 △183억 원 억으로 큰 폭의 변동을 보였다. 여기에 더해 2023년부터 관계기업 내츄럴엔도텍의 주식 평가손익을 매 분기말 종가 기준으로 인식하며 관련 평가손익이 2023년 △77억 원, 2024년 △38억 원, 2025년 약 170억 원 발생한 것으로 추정된다. 이러한 요인은 순이익 변동성을 추가로 확대시키는 요인으로 작용했다. 이와 같은 영업외 요인들로 인해 최근 기간의 PER은 실질적인 영업 실적 대비 과도한 변동성을 보이고 있어, 신뢰도 있는 밸류에이션 지표로 활용하는 데에는 한계가 있는 것으로 판단된다.

반면 PBR 밴드는 ROE 흐름과 비교적 일관된 방향성을 보이며 보다 합리적인 밸류에이션 지표로 판단된다. 과거에도 서흥의 PBR은 수익성 개선 국면에서 ROE 상승과 함께 밴드 상단으로 이동하는 패턴을 보여왔다.

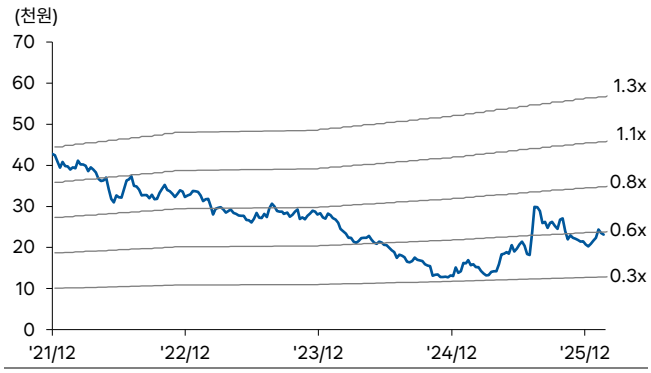
최근 ROE는 실적 회복에 따라 이익률이 개선되며 2024년 4.2%에서 2025년 8.4%로 상승한 것으로 추정되며, 2026년에는 6.9% 가량을 기록할 전망이다. 반면 현재 PBR은 2025~2026년 기준 0.5배 수준으로 형성되어 있다. 과거 ROE 7% 내외 구간에서 PBR이 1배 내외 수준으로 형성된 점을 감안할 때, 수익성 회복이 안정적으로 이어질 경우 중장기적으로 PBR 0.8배 수준의 리레이팅 가능성은 존재하는 것으로 판단된다.

서흥 PER Band



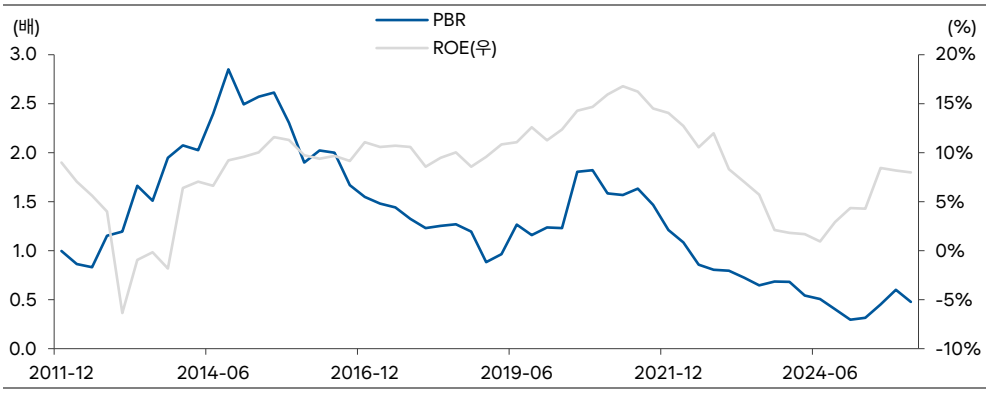
자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

서흥 PBR Band



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

서흥 TTM PBR, ROE 추이



자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 PEER그룹 Valuation 비교

피어 대비 안정적인 사업 구조에도 밸류에이션 할인 상태이나, 중국 수출 회복과 수익성 개선 시 할인률 축소 가능성

피어그룹은 건강기능식품 OEM/ODM 산업을 영위하고 있는 노바렉스, 콜마비앤에이치, 코스맥스엔비티, 알피바이오를 설정했다. 2026년 예상 실적 기준 서흥의 PER은 7.7배, PBR은 0.5배로, 피어그룹 평균 PER 15배, PBR 0.9배 대비 큰 폭 할인된 수준에서 거래되고 있다. (피어그룹은 추정치 부재로 2025년 기준 적용)

이러한 밸류에이션 할인은 차별화된 사업 포트폴리오 구조가 주요 요인으로 작용하고 있는 것으로 판단된다. 노바렉스는 건강기능식품 ODM 단일 사업 구조를 기반으로 중국 수출 확대에 대한 기대가 집중되며 비교적 명확한 성장 스토리를 보유하고 있는 반면, 서흥은 하드캡슐, 건강기능식품, 의약품, 원료 등으로 사업이 다각화돼 있어 실적 안정성은 높지만 성장 동력이 분산돼 인식되는 한계가 존재한다.

콜마비앤에이치와 코스맥스엔비티는 대형 CAPA와 글로벌 네트워크를 바탕으로 여전히 피어그룹 내에서 상대적으로 높은 밸류에이션을 유지하고 있으나, 최근 해외 고객사 물량 둔화와 고정비 부담으로 실적 회복이 지연되며 과거 성장 국면에서 부여받았던 히스토리컬 프리미엄 대비로는 이미 상당 부분 조정된 상태다. 알피바이오는 내수 중심의 안정적인 사업 구조를 유지하고 있으나 해외 성장 모멘텀이 제한적인 점에서 밸류에이션 확장 여지는 크지 않은 것으로 평가된다.

이와 비교할 때 서흥은 다각화된 사업 포트폴리오를 통해 피어 대비 안정적인 사업구조를 확보하고 있음에도 불구하고, 수익성 개선과 건강기능식품 고성장 스토리에 대한 시장의 의구심이 아직 완전히 해소되지 않아 상대적으로 보수적인 멀티플이 적용되고 있는 것으로 판단된다. 다만 중국을 중심으로 한 건강기능식품 수출 회복과 하드캡슐 부문의 판매 증가에 따른 수익성 개선이 확인될 경우, 밸류에이션 할인은 점차 해소될 것으로 판단된다.

피어비교

기업명	종가	시가총액	매출액(억원)			영업이익(억원)			OPM(%)			PER(배)			PBR(배)		
	(원)	(억원)	2024	2025P	2026E	2024	2025P	2026E	2024	2025P	2026E	2024	2025P	2026E	2024	2025P	2026E
서흥	23,100	2,672	6,533	7,223	7,555	338	502	566	5%	7%	8%	8.0	5.9	7.7	0.3	0.5	0.5
노바렉스	14,630	2,744	2,977	4,043		232	431		8%	11%		6.1	9.9		0.6	1.1	
콜마비앤에이치	14,500	4,265	6,156	5,749		246	266		4%	5%		18.8	29.2		0.8	1.2	
코스맥스엔비티	3,380	697	3,180	2,875		99	42		3%	1%		N/A	N/A		1.1	1.4	
알피바이오	7,230	627	1,240	1,362		(7)	52		-1%	4%		N/A	14.8		0.4	0.6	
평균												**11.0**	**15.0**	**7.7**	**0.7**	**0.9**	**0.5**

주: 2026년 2월 25일 종가 기준. 서흥 실적 추정치는 당 리서치 추정, Peer 실적 추정치 부재

자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

1 건강기능식품 부문, 수익성 상단 제한 및 물량 변동 리스크

건강기능식품 사업은 구조적으로 낮은 수익성과 고객사 의존에 따른 물량 변동 리스크를 내재

건강기능식품 사업부문은 상대적으로 이익의 질이 낮은 구조적 한계를 지니고 있다. 원재료·가공·포장 공정이 복잡하고 주문형 생산 비중이 높은 특성상 변동비 비중이 높아, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 제한적이다. 이에 따라 수익성 상단은 구조적으로 영업이익률 5~6% 수준에 머물 가능성이 있다.

또한 건강기능식품 OEM/ODM 사업은 고객사와의 거래가 장기 바인딩 계약 형태가 아닌 경우가 많아, 고객사의 전략 변화에 따른 물량 변동 리스크가 상존한다. 현재 동사의 건강기능식품 수출은 중국 내 주요 고객사 한 곳을 중심으로 빠르게 성장하고 있으나, 특정 고객사 의존도가 확대될 경우 실적 변동성이 커질 가능성도 내재하고 있다. 고객사의 자체 생산 확대(내재화), 공급선 이원화, 제품 포트폴리오 조정 등에 따라 단기간 내 수주 물량이 변동될 수 있는 구조다. 실제로 2022년 1분기에는 주요 고객사였던 종근당의 자체 생산 물량 증가로 인해 동사의 건강기능식품 매출이 급감한 사례가 있었으며, 이는 고객사 전략 변화가 실적에 직접적인 영향을 미칠 수 있음을 보여준다. 다만 동사가 중국 및 글로벌 고객사 다변화를 추진하고 있는 점을 감안할 때, 향후 신규 고객 확보가 본격화될 경우 고객 집중도에 따른 실적 변동성은 점진적으로 완화될 것으로 판단된다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025P	2026F
매출액	6,350	5,946	6,533	7,223	7,555
증가율(%)	6.4	-6.4	9.9	10.6	4.6
매출원가	4,977	4,929	5,500	5,928	6,270
매출원가율(%)	78.4	82.9	84.2	82.1	83.0
매출총이익	1,373	1,016	1,032	1,295	1,285
매출이익률(%)	21.6	17.1	15.8	17.9	17.0
판매관리비	753	586	694	793	718
판관비율(%)	11.9	9.9	10.6	11.0	9.5
EBITDA	975	794	737	977	985
EBITDA 이익률(%)	15.4	13.4	11.3	13.5	13.0
증가율(%)	-9.5	-18.6	-7.2	32.6	0.7
영업이익	620	430	338	502	567
영업이익률(%)	9.8	7.2	5.2	6.9	7.5
증가율(%)	-11.0	-30.6	-21.3	48.2	13.1
영업외손익	-100	-220	-39	-150	-115
금융수익	117	100	146	140	109
금융비용	208	295	302	303	236
기타영업외손익	-9	-25	116	13	13
종속/관계기업관련손익	-0	-70	13	185	0
세전계속사업이익	519	140	312	537	453
증가율(%)	-30.6	-73.0	122.6	72.0	-15.7
법인세비용	113	51	97	66	81
계속사업이익	406	89	216	471	371
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	406	89	216	471	371
당기순이익률(%)	6.4	1.5	3.3	6.5	4.9
증가율(%)	-31.5	-78.1	142.6	118.5	-21.2
지배주주지분 순이익	340	61	183	435	343

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025P	2026F
유동자산	3,999	4,312	4,496	4,647	5,410
현금성자산	370	387	379	482	1,055
단기투자자산	213	117	114	133	139
매출채권	872	971	1,043	1,142	1,194
재고자산	2,368	2,598	2,722	2,699	2,823
기타유동자산	175	239	237	191	199
비유동자산	5,265	5,626	5,681	5,964	5,569
유형자산	4,279	4,445	4,569	4,607	4,191
무형자산	59	60	44	56	56
투자자산	470	379	355	460	483
기타비유동자산	457	742	713	841	839
자산총계	9,264	9,937	10,177	10,611	10,979
유동부채	2,813	4,414	3,842	3,672	3,707
단기차입금	2,076	2,539	2,786	2,608	2,608
매입채무	178	195	293	402	420
기타유동부채	559	1,680	763	662	679
비유동부채	1,754	752	1,258	1,529	1,533
사채	430	0	400	400	400
장기차입금	1,296	740	846	1,038	1,038
기타비유동부채	28	12	12	91	95
부채총계	4,567	5,167	5,099	5,201	5,240
지배주주지분	4,213	4,257	4,547	4,886	5,144
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	490	490	490	403	403
자본조정 등	-141	-141	-141	-141	-141
기타포괄이익누계액	-122	-122	-14	-56	-84
이익잉여금	3,926	3,968	4,151	4,619	4,818
자본총계	4,697	4,771	5,078	5,410	5,739

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025P	2026F
영업활동으로인한현금흐름	529	105	562	763	643
당기순이익	406	89	216	471	371
유형자산 상각비	351	361	398	475	417
무형자산 상각비	5	3	1	1	1
외환손익	60	65	56	50	0
운전자본의감소(증가)	-371	-482	-71	-80	-146
기타	78	69	-38	-104	0
투자활동으로인한현금흐름	-934	-659	-181	-447	-27
투자자산의 감소(증가)	-10	3	25	10	-21
유형자산의 감소	23	2	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-642	-506	-380	-435	0
기타	-305	-158	173	-221	-6
재무활동으로인한현금흐름	505	570	-411	-205	-55
차입금의 증가(감소)	568	620	-378	-151	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-0	0	0	0
배당금	-56	-45	-28	-52	-56
기타	-7	-5	-5	-1	1
기타현금흐름	7	1	22	-8	-1
현금의증가(감소)	107	17	-8	102	560
기초현금	263	370	387	379	495
기말현금	370	387	379	481	1,055

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025P	2026F
P/E(배)	11.5	54.3	8.0	5.8	7.7
P/B(배)	0.9	0.8	0.3	0.5	0.5
P/S(배)	0.6	0.6	0.2	0.3	0.4
EV/EBITDA(배)	8.0	10.1	8.1	6.9	6.5
배당수익률(%)	1.2	0.3	1.6	2.3	2.2
EPS(원)	2,938	529	1,580	3,911	2,963
BPS(원)	36,419	36,794	39,301	41,981	44,463
SPS(원)	54,885	51,393	56,466	62,433	65,303
DPS(원)	400	100	200	500	500
수익성(%)					
ROE	8.4	1.4	4.2	9.2	6.9
ROA	4.7	0.9	2.1	4.5	3.4
ROIC	6.4	3.4	2.7	6.2	6.0
안정성(%)					
유동비율	142.2	97.7	117.0	126.9	145.9
부채비율	97.2	108.3	100.4	95.9	91.3
순차입금비율	73.7	87.5	78.8	68.5	54.9
이자보상배율	5.5	2.2	1.6	3.6	4.4
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	7.1	6.5	6.5	6.6	6.5
재고자산회전율	3.0	2.4	2.5	2.7	2.7

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
서흥	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2026.02.27	서흥 (008490)-하드캡슐 수익성 정상화와 중국향 건강기능식품 수출성장이 이끄는 본업의 동반 개선
2023.12.01	서흥 (008490)-국내 독보적인 캡슐업체

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 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 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.