

인바디

생각보다 더 괜찮은 중국 비만 시장의 기회

- 중국 시장 빌드업은 작년부터. 빅파마 상황 고려 시 Win-Win이 가능한 모델
- 시장 기회는 약 712억원, 하지만 더 큰 것은 의료기기로서 브랜드 가치 상승

중국 시장 빌드업은 작년부터. 빅파마 상황 고려 시 Win-Win이 가능한 모델

공개된 자료를 기반으로 조사 분석을 실시한 결과, 인바디는 2025년부터 중국에서 빅파마 및 약국 체인과 공동 마케팅을 수차례 진행해 옴. 즉, 빅파마와의 파트너십은 **갑자기 체결되었다기 보다는 몇 번에 걸쳐 호흡을 맞춰본 후 체결된 가능성이 높다는 것이 중요**

빅파마가 중국에서 이런 마케팅을 펼치는 이유는 '27년을 기점으로 저가 GLP-1 시밀러가 시장에 본격적으로 침투할 것으로 예상되기 때문. **바이오시밀러와 가격 경쟁을 벌이는 대신, 오프라인 체중관리 인프라를 구축해 체성분 데이터 기반의 관리 생태계로 차별화하고, 브랜드 충성도와 환자 락인(lock-in)을 확보하려는 전략.** 즉, 인바디가 엄청 아쉬운 입장이 아니라는 것도 긍정적인 요소. 인바디와 빅파마 모두 오리지널인 만큼 오리지널 마케팅도 가능함.

시장 기회는 약 712억원, 하지만 더 큰 것은 의료기기로서 브랜드 가치 상승

빅파마와 침투하려는 중국 약국은 중국의 3가지 약국 형태 중 전문의약품 처방이 자체적으로 가능한 DTP 약국으로 추정. 이미 인바디와 관련이 있는 DTP 약국 체인만 4곳으로 파악됨. 이를 기반으로 DTP 약국의 시장 기회는 **100억~712억원으로 추정. 이는 현재 인바디 중국 매출의 3.6배 수준.** 나아가 이번 파트너십은 **병원 내 체중관리실 침투도 포함되어 있어 실제 시장 기회는 더 클 것.**

지난 보고서인 '미국 비만관리 시장, 흥분해도 좋다!('26.5.28)에서 다루었지만, 제약사와의 파트너십은 신규 수요처 측면도 중요하지만, 의료기기로서의 가치를 부각하는 측면에서도 중요. 특히 상대가 빅파마라는 점에서 매우 강력한 레퍼런스가 확보됨. 실제로 이번 파트너십이 성사된 가장 핵심 이유는 기술 스펙이 아니라 임상 레퍼런스와 브랜드 인지도.

특히 이번 파트너십은 약국 체중관리실이라는 새로운 수요처만큼이나 기존 병원 영업에도 큰 도움이 될 것으로 예상. 병원은 인바디 중국 매출의 60% 이상이 발생하는 가장 핵심 시장으로, 빅파마의 레퍼런스는 병원영업에 직간접적으로 도움이 될 것.

이로써 인바디는 미국에서 비만관리 시장(TAM 최소 5,300억원)과 GLP-1 임상시험 파트너(임상 논문 발표로 의료기기로서 가치 상승)와 더불어 중국에서 DTP 약국 시장(TAM 712억원) 및 병원 영업의 레퍼런스 확보라는 좌우 쌍포를 확보함. 우리는 **인바디를 2026년 하반기 최선호주로 제시(목표주가 74,000원)**. 현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 6.3배(지난 3년 평균 4.6배)로 과거 역사적 고점은 30배 이상. 12개월 선행 P/E로는 12배에 불과. 리레이팅 구간에 밸류에이션 부담이 없다는 것도 큰 장점.

1. 인바디는 작년부터 빅파마와 비만 관련 행사를 개최해 왔다

2026년 6월 초 인바디가 글로벌 빅파마의 '약국 내 체중관리실 구축 프로젝트' 핵심 파트너로 선정됐다는 뉴스가 발표됐다. 정확한 계약 내용은 아직 밝혀진 바 없어 가능한 범위에서 최대한 관련 자료를 수집해 보았다.

공개된 자료를 기반으로 조사 분석을 실시한 결과, **2025년부터 중국에서 인바디가 글로벌 빅파마와 협업을 진행한 사례가 관찰된다.**

2025년 5월 11일 세계 비만 예방의 날을 맞아 글로벌 빅파마·国大药房(Guoda Pharmacy)·老百姓大药房(Laobaixing Pharmacy)·인바디가 공동으로 '체중 관리 카니발'을 베이징·상하이·창사 3개 도시에서 동시 개최했다.

수천 명의 시민이 인바디 일대일 체성분 검사와 데이터 해석 서비스를 받았다. 인바디 중국 법인의 2025년 연간 회고 보고서(2026.01.04)에는 '체중관리 카니발'을 전국 다수 지역에서 수차례 개최했다"고 명시되어 있다.

또한, 2026년 1월에는 창사에서 글로벌 빅파마·益丰大药房(Yifeng Pharmacy)·인바디가 추가 공익 행사를 개최했다.

아직 이번 파트너십을 체결한 빅파마가 작년 공동 마케팅을 했던 빅파마인지는 확인되지 않았고, 빅파마와의 파트너십은 갑자기 체결되었다기보다는 몇 번에 걸쳐 호흡을 맞춰본 후 체결되었을 가능성이 높다는 것이 중요하다.

그림 1. 인바디가 중국 빅파마와 함께 진행한 행사 사진(1)



자료: caifuhao.eastmoney.com, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 인바디가 중국 빅파마와 함께 진행한 행사 사진(2)



자료: caifuhao.eastmoney.com, 미래에셋증권 리서치센터

2. 중국 약국 생태계의 이해와 파트너십의 핵심인 DTP 약국

1) 중국의 3가지 약국 체계

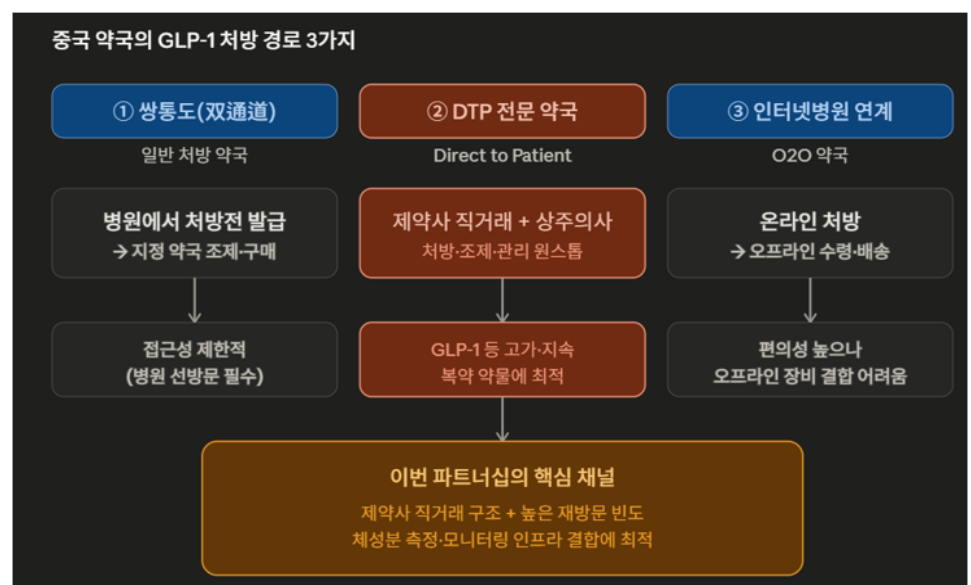
중국도 국내와 마찬가지로 의약분업이 되어 있는 국가로, 처방전 없이는 전문의약품을 약국에서 구매할 수 없다. 그런데 인바디는 빅파마와 약국영업을 전개할 예정이라고 한다. 왜 처방권한도 없는 약국 마케팅을 전개하려는 것일까? 보통 의료산업 마케팅은 처방 권한을 지닌 병원이나 의사에 집중되기 마련이다. 그런 점에서 중국의 약국 제도를 이해할 필요가 있다. 중국의 약국은 크게 3가지로 구분할 수 있다.

① **쌍통로(双通道), 일반 처방 약국**: 병원에서 처방전을 받아 지정 약국에서 조제·구매하는 방식이다. 중국 정부가 도입한 쌍통로 정책에 따라 일부 처방의약품은 소매 약국에서도 구매 가능하다. GLP-1 비만치료제는 이 채널에서도 취급되나, 환자가 먼저 병원을 방문해야 한다는 점에서 접근성이 제한적이다.

② **DTP(Direct to Patient), 전문 약국**: 제약사가 도매 유통을 거치지 않고 약국에 직접 공급하는 구조로, 약국 내 상주 의사 또는 인터넷병원 연계를 통해 처방·조제·복약 지도까지 원스톱으로 제공한다. 고가 전문의약품 중심으로 운영되며, 환자 관리와 사후 모니터링 서비스가 결합된다. GLP-1처럼 장기 복약이 필요하고 체성분 모니터링이 중요한 약물에 가장 적합한 채널이다.

③ **인터넷 병원 연계 O2O 약국**: 온라인에서 의사 처방을 받고 오프라인 약국에서 수령하거나 배송받는 방식이다. 益丰药房의 O2O 직영 매장이 10,000개 이상, 24시간 배송 매장이 600개 이상에 달하는 등 대형 체인들이 이 모델을 적극 구축하고 있다. 편의성이 높으나 체성분 분석처럼 오프라인 장비가 필요한 서비스와 결합하기는 어렵다.

그림 3. 중국 약국 처방 방식



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2) 약 712억원에 달하는 중국 DTP 약국 시장

결국 인바디가 빅파마와 진입하고자 하는 약국은 대형약국 체인 중에서도 DTP 전문 약국으로 추정된다. DTP 채널은 제약사와 약국 간 직거래 구조이고, 특히 전문의약품 처방이 가능하기 때문에, 빅파마가 인바디 장비 비용을 지원하거나 설치를 주도하는 방식의 파트너십이 구조적으로 자연스럽다.

또한 DTP 약국은 환자 방문 빈도가 높고 전문 상담 인력이 상주하기 때문에, 체성분 측정 → GLP-1 처방 → 정기 모니터링 → 재처방의 선순환 구조를 만들기에 가장 적합하다.

동사와 관계가 있는 DTP 약국만 해도 国大药房(Guoda Pharmacy), 老百姓大药房(Laobaixing Pharmacy), 益丰大药房(Yifeng Pharmacy) 및 上海医药(Shanghai Pharmaceuticals) 등 4곳이 확인된다.

시장조사기관인 医药魔方(PharmCube)에 의하면 중국 내 DTP 약국 수는 2024년 10월 기준 7,132개라고 한다. 약국에 납품하는 InBody 260S의 ASP를 천만 원으로 가정하면, 인바디의 **DTP 약국 시장기회는 100억원(인바디와 관련있는 DTP 약국으로 한정)에서 712억원으로 추정된다.** 이는 인바디 중국 매출의 3.6배에 해당한다.

빅파마와의 파트너십에는 약국뿐만 아니라 **병원 내 체중관리실(InBody 770CH-N + InBody 270) 납품도 포함되어 있다는 것에서 실제 시장기회는 훨씬 클 것으로 예상한다.**

표 1. 인바디와 관련있는 DTP 약국 현황

체인명	모기업/상장사	DTP 약국 수	빅파마·인바디와 관계
国大药房(국대약방)	国药一致(000028.SZ)/ 国药控股(01099.HK)	비공개 (대형 그룹)	O
老百姓大药房(라오바이싱)	老百姓(603883.SH)	176개	O
益丰药房(이펑약방)	益丰药房(603939.SH)	318개	O
上海医药/华氏大药房	上海医药(601607.SH/2607.HK)	70개+	O
大参林(다삼림)	大参林(603233.SH)	248개	X (미확인)
一心堂(이신당)	一心堂(002727.SZ)	비공개(전문 DTP 적음, DTP 제품 매출 3억 위안 미만)	X (미확인)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 빅파마는 어떤 니즈가 있을까?

현재 九源基因, 丽珠集团, 华东医药, 齐鲁制药, 联邦制药, 正大天晴 등 10개 이상의 중국 기업이 세마글루타이드 바이오시밀러 상시 신청을 제출한 상태다.

이런 관점에서 보면 약국 체중관리실 프로젝트의 취지가 명확해진다. **빅파마는 향후 저가 바이오시밀러의 시장 침투가 가시화되는 상황에서 오프라인 체중관리 인프라를 구축해 브랜드 충성도와 환자 락인(lock-in)을 확보하려는 것이다.**

소비자가 약국을 방문해 인바디로 체성분을 측정하면 비만을 인식하게 되고, 이는 자연스럽게 처방으로 연결될 수 있다. 정기적인 재측정은 재방문을 유도해 처방 지속성을 높인다. **바이오시밀러와 가격 경쟁을 벌이는 대신, 체성분 데이터 기반의 관리 생태계로 차별화하는 전략이다.**

또한, GLP-1 계열 비만 치료제는 비만을 넘어 만성질환 및 대사질환 영역으로 적응증이 확장되려는 추세라는 점에서, **비만을 넘어 만성질환 관리 생태계를 구축한다는 측면에서도 의미있는 포석**이 될 수 있다.

이러한 빅파마의 상황은 인바디에게도 긍정적인데, 인바디가 매우 아쉬운 입장이라기보다는 서로 Win-Win할 수 있는 환경이 조성될 수 있기 때문이다. 약간 상상력을 발휘하면 둘 다 오리지널 브랜드로써 인바디와 빅파마는 오리지널 마케팅도 가능하다.

4. 빅파마와의 파트너십은 밸류에이션 리레이팅으로써 가치가 커

지난 보고서인 ‘미국 비만관리 시장, 흥분해도 좋다!’(‘26.5.28)에서 다루었지만, 제약사와의 파트너십은 신규 수요처 측면도 중요하지만, **의료기기로서의 가치를 부각시키는 측면에서도 중요하다. 특히 상대가 빅파마라는 점에서 매우 강력한 레퍼런스가 확보된다.**

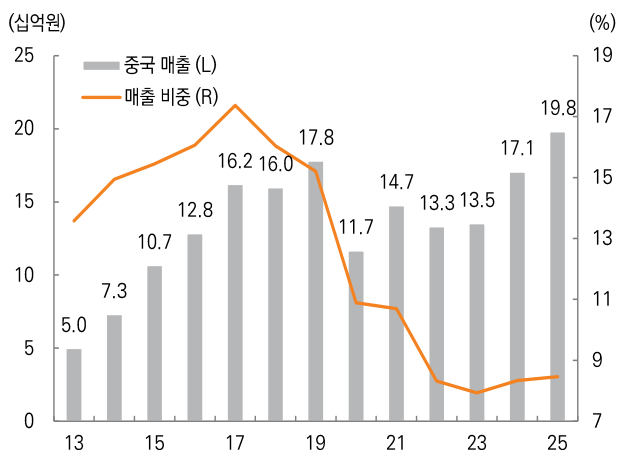
우리나라 투자자들은 인바디가 아직 의료기기라는 점을 낮설어 하는데, 인바디의 경쟁사 (Seca, Tanita 등) 대비 가장 큰 차별화 포인트는 임상적 근거다. 일부 경쟁이 발생하는 피트니스 시장과 달리 병원에서는 압도적인 경쟁 우위를 자랑한다. 체성분 분석의 골드스탠다드로 여겨지는 DEXA는 가격, 방사선 노출, 무게와 크기, 분석 속도 등에서 실질적인 경쟁자로 보기 어렵고, 확장성에서 한계가 명확하다.

이번 빅파마와의 파트너십에서 경쟁사(Seca, Tanita 등)가 아닌 인바디가 선택된 이유는 기술 스펙이 아니라 임상 레퍼런스와 브랜드 인지도다. 글로벌 GLP-1 관련 임상 연구에서 체성분 측정 도구로 인바디가 반복 채택되고 있는 반면, Seca·Tanita의 유사 사례는 현재까지 확인되지 않는다.

특히 이번 파트너십은 약국 체중관리실이라는 새로운 수요처만큼이나 기존 병원 영업에도 큰 도움이 될 것으로 예상된다. **병원은 인바디 중국 매출의 60% 이상이 발생하는 가장 핵심 시장이다. 이번 파트너십은 병원 체중관리실까지 침투하는 것을 목표로 하고 있는 만큼 빅파마의 레퍼런스는 병원 영업에도 상당한 도움이 될 것이다.**

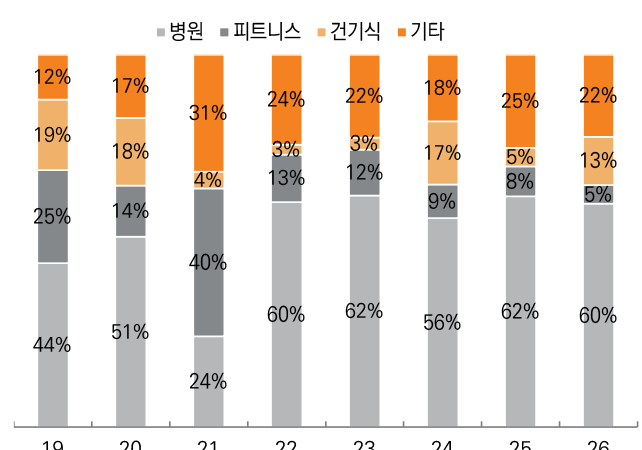
그리고 병원 및 약국 시장에서 의료기기로서의 레퍼런스는 다른 수요처에서도 동사의 브랜드 가치를 더욱 상승시키는 요소로 작용할 전망이다.

그림 4. 인바디 중국 법인 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

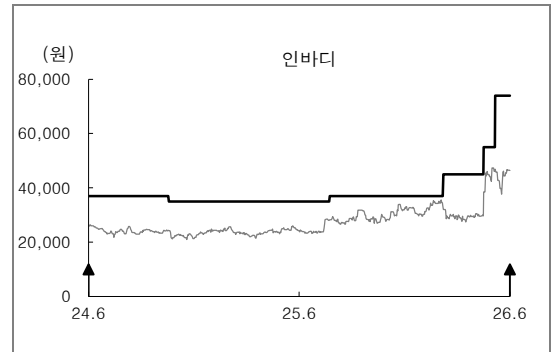
그림 5. 인바디 중국법인 고객별 매출 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
인바디 (041830)				
2026.05.28	매수	74,000	-	-
2026.05.08	매수	55,000	-18.23	-13.91
2026.02.27	매수	45,000	-34.87	-29.78
2025.08.14	매수	37,000	-18.56	-3.78
2024.11.08	매수	35,000	-32.32	-18.57
2024.05.12	1년 경과 이후		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.