

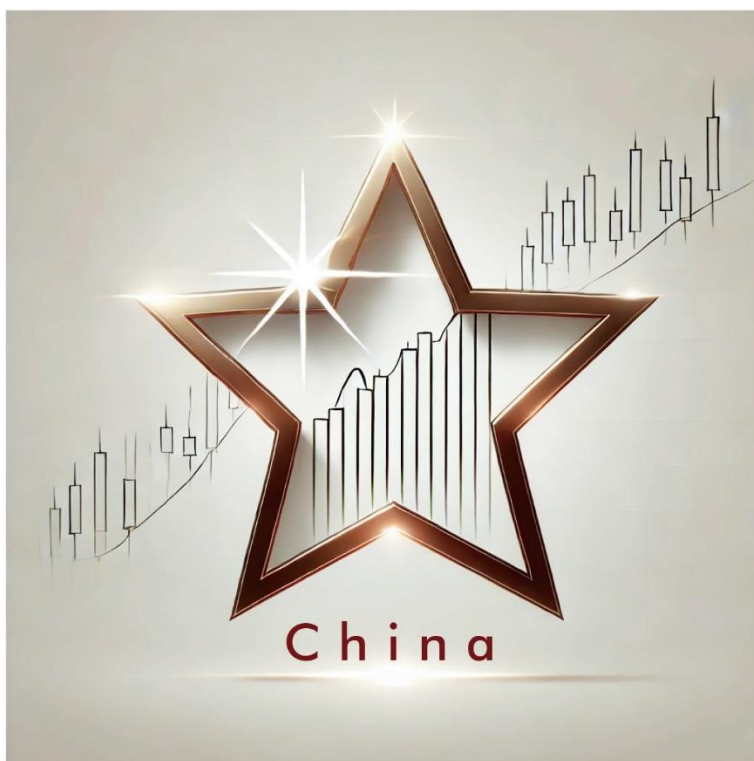
YUANTA TOP FOCUS

No. 4



17 November, 2025 Yuanta Research

시 장 의 별 을 찾아서



손현정 음식료/전력기기
02 3770 5595
hyunjeong.son@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
02 3770 3649
koeun2.kim@yuantakorea.com



Y U A N T A



시 장 의 별 을 찾 아 서

SUMMARY



[주인공은 마지막에 등장하는 법]

주요국과 대비하였을 때 향후 성장을 전망까지 하향세를 보임에 따라, 소외 섹터로 치부되는 상황이다. 다만, '26년 중국 소비는 양적 확장과 더불어, 질적 확장 성격의 소비 양상 확산의 원년이 될 것으로 전망한다. 중국의 음식료 소비 부흥을 위해, 아래 3가지 조건의 충족이 선행해야한다고 판단한다.

- ① 소비자신뢰지수(CCI)의 선제적 반등
- ② 중산층 소비 비중의 증가
- ③ 15차 5개년 정책을 통한 내수 부양 모멘텀

현재 국면에서는 상대적 고가+외식 구조로 업황 턴어라운드를 이루어내고 있다.

1) 출하량 반등이 뚜렷한 카테고리 내, 2) 가격 결정력을 보유하며 가격 인상 가능성이 존재하는 기업을 최종 선정 조건으로 제시한다.

소비의 질 개선세에 따른 수요를 가장 빠르게 흡수하는 1) 증류주 카테고리과 2) 와인 카테고리 순으로 선호한다.

1) 증류주의 중국 수출 금액은 올해 9월까지 CNGR +13.9% 증가하였으며 2) 와인 수출 금액 비중의 증가도 고무적이다.

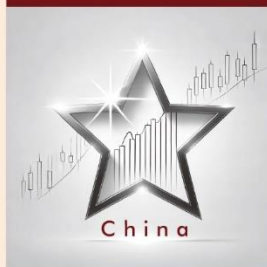
이에 따라, 3Q25 기준, 음식료 지수는 4분기 기간 중 가장 높은 수치인 QoQ +4.3% 수익률을 기록 중이며 '25년은 변곡점 구간에 해당한다고 판단한다.

CONTENTS



주인공은 마지막에 등장하는 법	10
[조건 1] 소비자신뢰지수(CCI)의 선제적 반등	11
[조건 2] 중산층이 움직인다	13
[조건 3] '민간 소비 비중의 유의미한 향상'이 핵심	14
 저평가의 늪을 벗어나	 18
음식료 섹터 현황: 저평가의 늪을 벗어날 시간	18
필수소비재를 넘어 자유소비재로 가는 길	20
'26년 음식료 섹터 상승 기율기에 주목	21
 '술술(Liquor&Wine)' 흘러갈 '26년	 23
내 출하가 멈추지 않는 탓일까	25
Consumer Trend: 증류주 & 와인, 내수+해외 Q 확대	26
 기업	 27
주귀주 (000799.SZ)	28
산서행화춘분주 (600809.SH)	35

TOP FOCUS



음식료



손현정

음식료/전력기기

02 3770 5595

hyunjeong.son@yuantakorea.com



김고은

Research Assistant

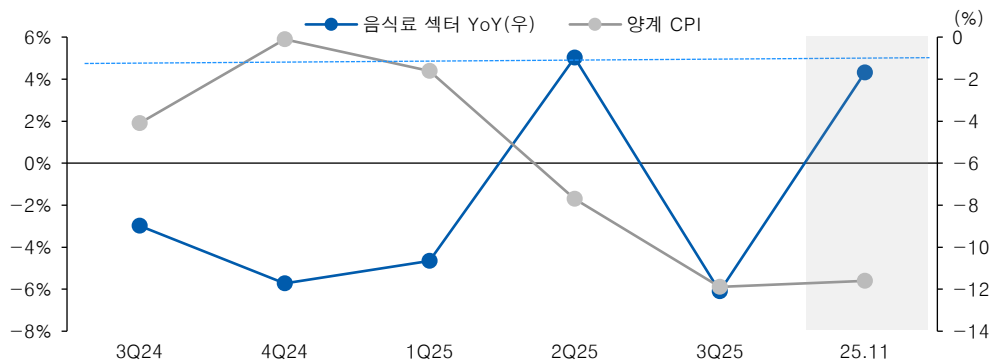
02 3770 3649

koeun2.kim@yuantakorea.com

Key Chart

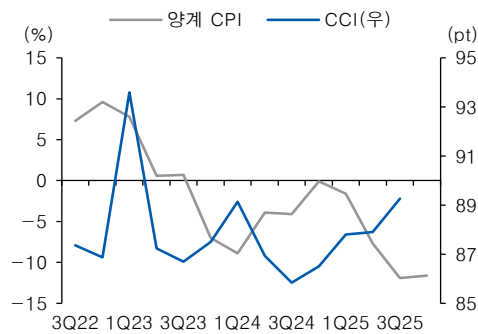
주인공은 마지막에 등장하는 법

양계 CPI의 유지세에도 불구하고, 오히려 음식료 섹터는 상승. 즉, 양계 CPI의 완전한 감소 없이도 음식료 섹터 반등 동인은 따로 존재



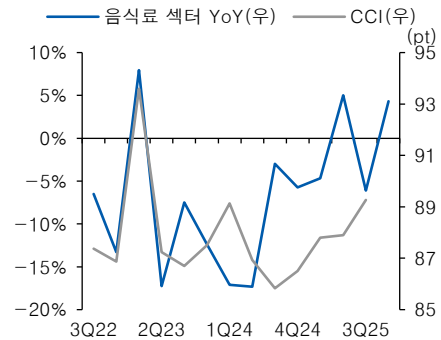
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 양계 CPI는 YoY 기준

CCI는 양계 CPI와 디커플링 기조를 보이며 우상향 중인 모습



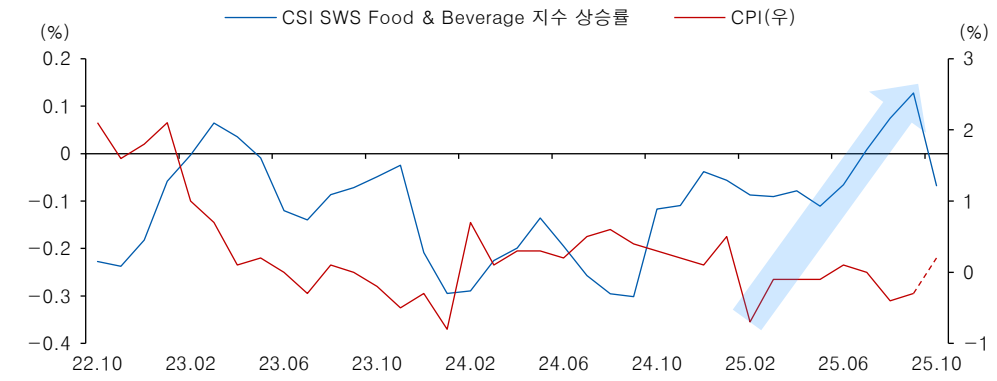
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

음식료 섹터는 CCI 지수의 우상향에 따라 반등



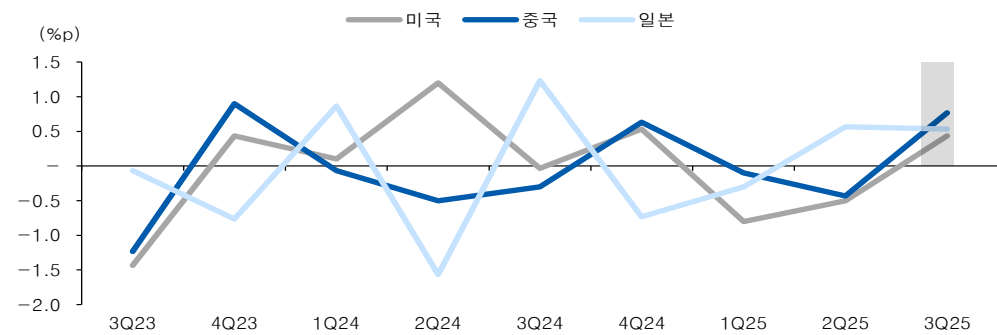
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 10월 CPI 서프라이즈 경신 → 음식료 지수 상승 기대



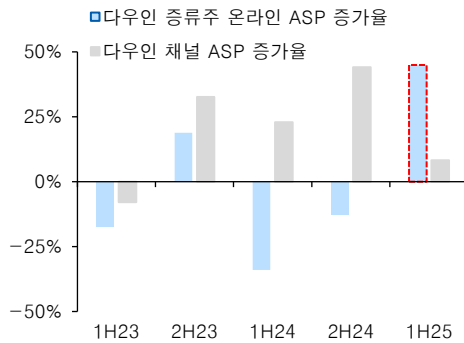
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

분기별 서비스업 PMI 증분 값은 3분기 기간 중, 3Q25를 기점으로 최대치 경신



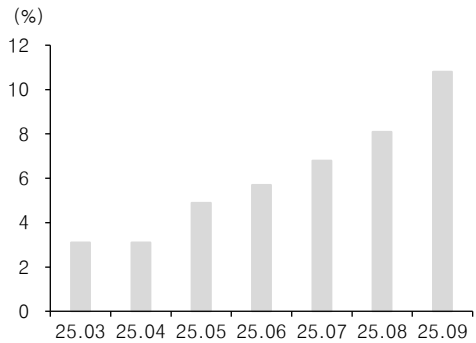
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) S&P 글로벌 서비스업 PMI 기준

온라인 채널 내 증류주 ASP 증가율



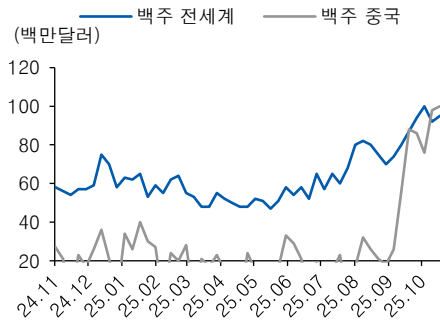
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

정제당 출하량 YoY 추이: 외식 수요 증가세 유효



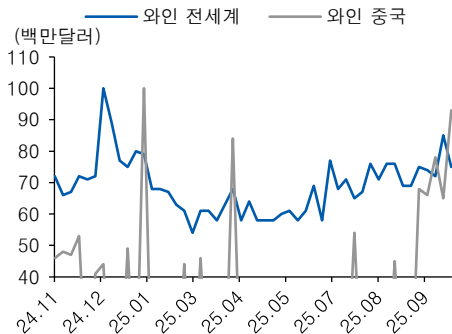
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

백주(白酒)에 대한 관심도: 전체 수출 금액 대비 중국 수출 금액 비교



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 4Q25는 '25년 10월까지의 데이터

와인(葡萄酒)에 대한 관심도: 전체 수출 금액 대비 중국 수출 금액 비교



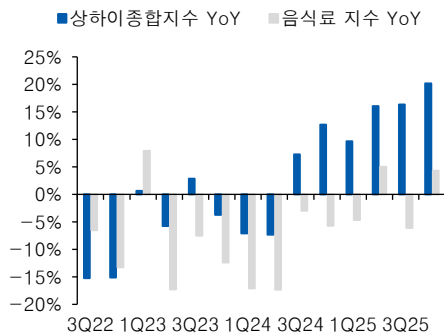
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

“차이”나는 中 음식료

주인공은 마지막에 등장하는 법

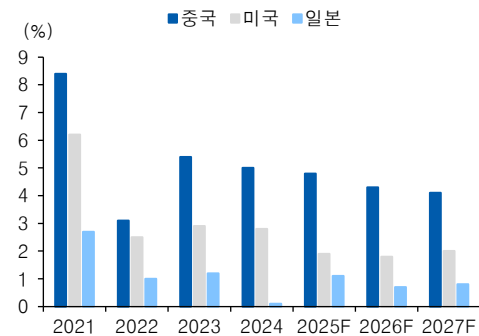
중국 음식료 섹터의 YTD 수익률은 3Q25 기준 YoY -6.1%로 하향세를 보였다. **중국 음식료 섹터의 리레이팅 요소 부재 이슈가 섹터 전체에 걸친 투심 약화를 초래한 것으로 판단한다**(그림 1). 주요국과 대비하였을 때 향후 성장률 전망까지 하향세를 보임에 따라, 소외 섹터로 치부되는 상황이다(그림 2).

[그림 1] 중국 시장 성장률(SHCOMP Index) vs. 음식료 섹터 지수(WIND): 시장 성장률 대비 음식료 섹터 수익률은 부진한 편



자료: Bloomberg, WIND, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 미국, 일본 대비 우하향 추세인 중국 경제성장률(YoY)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 실질 GDP 성장률 기준

다만, '26년 중국 소비는 양적 확장과 더불어, 질적 확장 성격의 소비 양상 확산의 원년이 될 것으로 전망한다. 중국의 음식료 소비 부흥을 위해, 아래 3가지 조건의 충족이 선행해야한다고 판단한다.

- ① 소비자신뢰지수(CCI)의 선제적 반등
- ② 중산층 소비 비중의 증가
- ③ 15차 5개년 정책을 통한 내수 부양 모멘텀

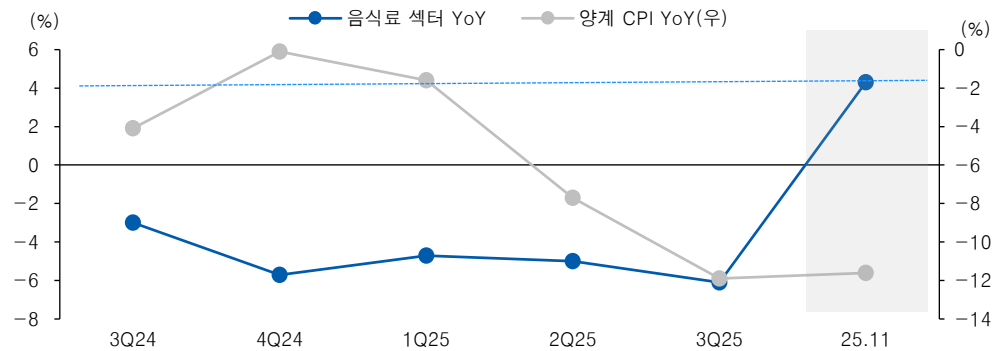
이에 따라, 3Q25 기준, 음식료 지수는 4분기 기간 중 가장 높은 수치인 QoQ +4.3% 수익률을 기록 중이며 '25년은 변곡점 구간에 해당한다고 판단한다.

[조건 1] 소비자신뢰지수(CCI)의 선제적 반등

음식료 섹터의 상승을 위해서는 소비자신뢰지수(CCI)의 반등이 선행해야한다고 판단한다. 통상적으로, 양계 CPI와 음식료 섹터 상승률 간에는 뚜렷한 디커플링 기조가 유지되어 왔다. 그러나, 3Q25를 기점으로 그 기조가 동요되는 중이다(그림 3). 오히려 '25년 11월 기준, 양계 CPI는 전월 대비 오히려 소폭 증가세를 보였음에도 불구하고, 음식료 섹터는 2Q25의 상승률에 준하는 수치를 기록하며 대폭 반등 상승에 성공하였다. 결국, 양계 관련 카테고리 음식을 넘어 상대적으로 양계 대비 ASP가 높은 타 카테고리에서의 출하 또는 ASP 인상 모멘텀을 기대할 수 있는 대목이다.

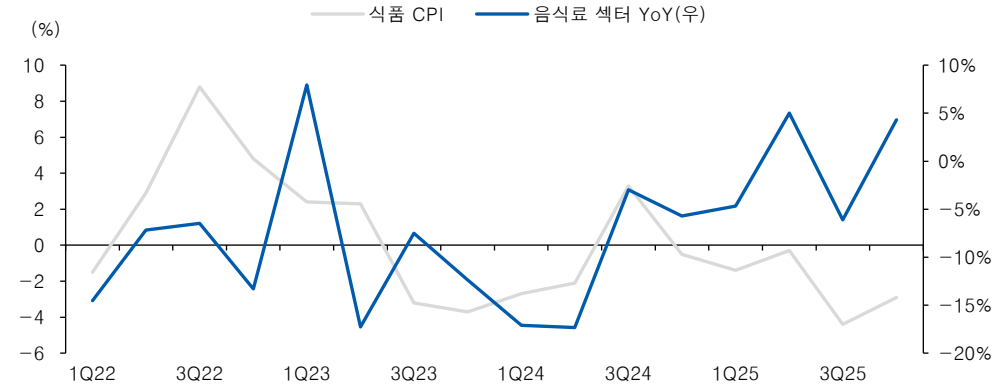
즉, 중국 소비자의 소비 여력은 확대 구간에 진입한 것으로 판단한다. 실제로 CCI는 음식료 섹터와 동행하는 음식료 CPI에 선행 중이며(그림 5), CCI의 반등에 따라 음식료 섹터는 상승하였다(그림 7).

[그림 3] 양계 CPI의 유지세에도 불구하고, 오히려 음식료 섹터는 상승. 즉, 양계 CPI의 완전한 감소 없이도 음식료 섹터 반등 동인은 따로 존재



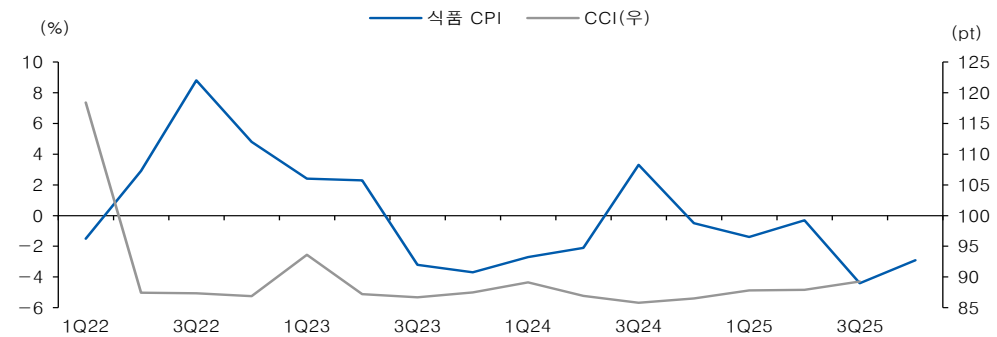
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 식품 CPI와 음식료 섹터 상승률은 동행하는 경향성 존재

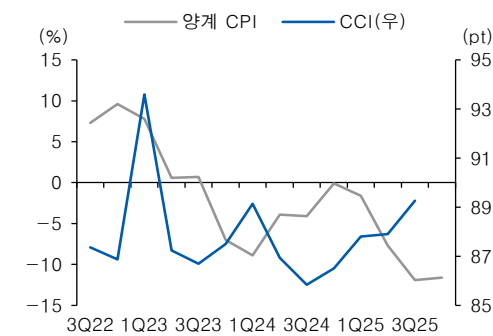


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 식품 CPI의 상승을 위해선 CCI(소비자신뢰지수)의 반등 선행 필요

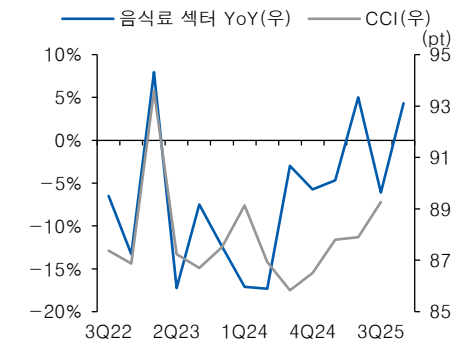


[그림 6] CCI는 양계 CPI와 디커플링 기조를 보이며 우상향 중인 모습



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 음식료 섹터는 CCI 지수의 우상향에 따라 반등



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[조건 2] 중산층이 움직인다

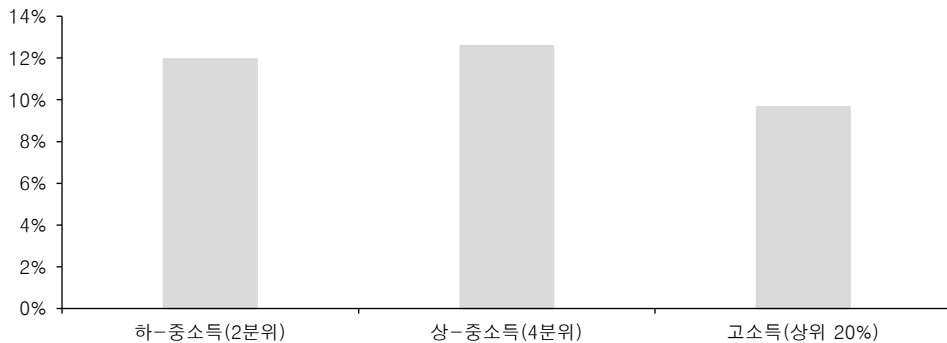
결국, Q 극대화를 위해서는 **중산층 소비 극대화**가 선행되어야 한다. 이러한 개선세를 배후로, 중국 인구의 약 75%를 차지하는 중산층이 움직이기 시작하였다. 실제로, 중산층의 소비여력은 1) 소득 안정성, 2) 소비 심리 개선에 따른다고 판단한다. 이에 대한 구체적인 내용으로 1) 중국 소득 Sentiment, 2) 고용 기대 지수의 **우상향이 중산층의 소비여력 확대 현상이 확산** 중임을 방증한다.

[그림 8] 분기별 중국 소득 Sentiment 및 고용 기대 지수는 상승 추세



자료: WIND, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 소득 분위별 '22년 대비 '24년 가처분소득 증가율



자료: 중국 국무원, 유안타증권 리서치센터

[조건 3] ‘민간 소비 비중의 유의미한 향상’이 핵심

올해 10월에 발표된 중국 14차 5개년 계획 내용 중 ‘내수 강화’ 내용은 ‘21년-’25년에 시행된 14차 5개년 계획 내용과 중복되는 항목이다. 1) 두 번에 걸쳐 중복할만큼 ‘내수 강화’에 대한 의지를 확인할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 주목해야할 사항은 2) ‘민간 소비 비중의 유의미한 향상’을 추가하였다는 점에서 기존 14차 5개년 계획 내용과 대비된다는 점이다. 특히, 주민 소득의 증가가 경제 성장 수준과 일치할 것을 언급하였다. 이를 위한 원동력은 결국 ‘소비’이다. 이에 따라, 현재는 단순 소비 지표가 아닌 소비 지표 배후에 있는 내용 파악에 대한 선제적인 기민함이 요구되는 시점이다.

[표 1] 내수 부양 관점에서 14차 5개년 계획 대비 차이점

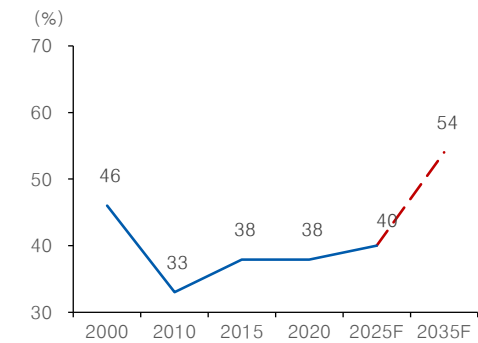
구분	14차 5개년 계획(2021-25) 내수부양	15차 5개년 계획(2026-30) 내수부양	차이점
전략 배경	국내 수요 확대 전략적 중요성을 명시 - ‘국내 순환’(내수) + ‘국제 순환’의 이중 순환(‘쌍순환’) 전략 채택	“내수(국내시장) 우위”를 명확히 하고, 단순 소비 부양을 넘어 구조적 강화(소득·고용·복지 기반)와 산업·투자와의 결합 강화	14차가 ‘내수 확대’에 방점이 있었던 반면, 15차는 ‘내수 구조 업그레이드’ 차원으로 진화: 소비뿐 아니라 투자·중산층·복지까지 포괄
주요 정책 방향	- 국내시장의 순환을 강화하고 소비·서비스 성장 중시 - 공급 구조 개혁(혁신·품질 향상)과 연계하여 내수 잠재력을 제고 - 내수 주도형 성장 모델 전환 모색	- 소비(소비율 증가) + 투자(유효투자 확대) + 통합된 국내시장 구축 강화 - 소득분배 개선·중산층 확대·고용강화·복지향상이 ‘내수 회복’의 핵심 테마로 부상 - 기술혁신·산업업그레이드와 내수시장 확대의 연결	15차는 소비 단독 부양보다는 소득·서비스·중산층 확대 → 소비 증가라는 선순환 구조를 강조하고 있으며, 또한 제조·투자·내수시장의 연계 강화가 특징
조치 예시	- 서비스 소비 확대: 가구 서비스 소비 연평균 9.6% 성장 등 - 내수 기여도가 경제성장 증가분의 약 86.4% 수준 - ‘국내시장·내수 순환 강화’ 챕터 별도 존재	- GDP 대비 최종 소비 지출 비중은 5-10%p 증가 제안 가능성 제기됨 - ‘가계소득 향상·중·저소득층 소득 개선’이 내수확대 핵심으로 언급 - 소비와 투자의 균형, 통합 국내대시장 구축 강화 - 내수 + 유효투자 패키지화	15차 계획은 소비율 지표화 가능성까지 거론되고 있어 내수 정책이 보다 구체화되고 지표화될 여지 존재

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

해당 조건들을 통해 중국 GDP 성장률 하향세와 음식료 섹터 수익률 간의 상관성이 크지 않다고 결론 내릴 수 있다. 음식료 섹터에 주목함에 있어서, **GDP 금액의 상승률이 아닌 '소비의 질'에 집중해야할 시점**이라고 판단한다. 이러한 결론은 기존 중국 경제 구조의 경향성과 관련이 있다. 중국은 GDP 대비 소비 비중을 '35년까지 54% 이상 도달한다는 목표를 제시한 이력이 있다. 실제로, 주요 경제권 소비가 GDP 성장률에 50~75%에 기여하지만, 중국 경제에서 소비가 차지하는 비중은 '24년 8월 기준 40%에 불과하다. 중국은 미국 대비 성장할 여력이 높아지는 추세이다. 실제로, Bloomberg 10월 기준 중국의 연간 GDP 추정치 변화 증분 값은 하향하는 미국과 대비하여 우상향 기조를 그리는 중이다(그림 11). 이에 대한 배경도 선술한 내용과 같은 맥락이다.

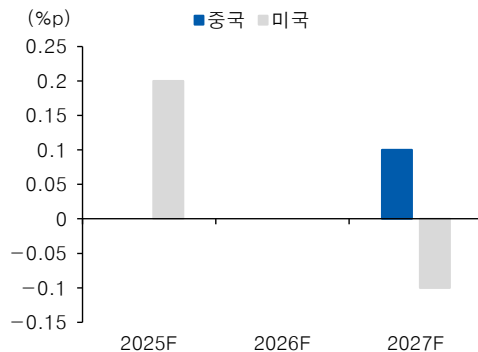
'25년 10월 CPI는 전년 대비 +0.2% 상승을 기록하는 서프라이즈를 경신하며 디플레이션 우려를 털어내었다. 특히, 음식료 지수는 3Q24 YoY -6.5% 대비 3Q25 YoY +4.3%로 하락폭이 축소되면서 바닥권 반등 가능성이 부각된다. **중국 식음료 지수 하락폭 축소는 소비 회복의 신호탄**이라고 판단한다. 실제로, SSE 필수소비재 '26년 예상 총수익과 EPS는 각각 YoY +7.7%, 12.4% 상승할 전망이다.

[그림 10] 중국 GDP 대비 가계 소비 비중 추이(목표치 '35년 포함)



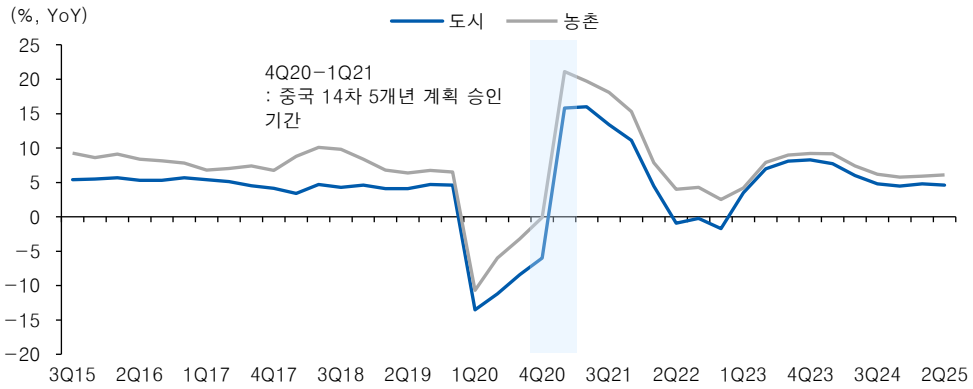
자료: WIND, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] '25년 9월 대비 10월 기준 GDP 성장률 추정치 변화: '27년 기점, 중국의 GDP 상승률은 미국을 상회할 전망



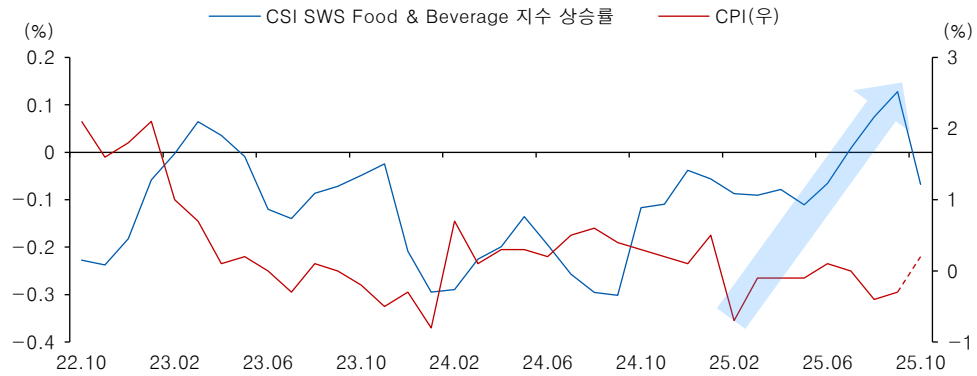
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 14차 5개년 계획 당시 소비 지출 증가율은 대폭 상승



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

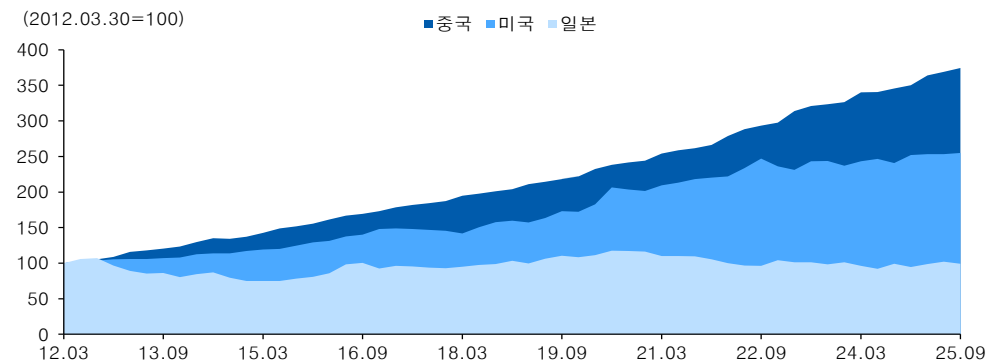
[그림 13] 중국 10월 CPI 서프라이즈 경신 → 음식료 지수 상승 기대



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

즉, 위 3가지 요인들의 충족을 통해 '26년 음식료 섹터는 중국 GDP 성장률 및 시장 Index를 초과하는 섹터라고 판단한다. 중국 M2 증가율은 3Q25 YTD 기준 374.5pt를 기록하며 주요 3개국 중 가장 높은 유동성을 보유한 국가이다. 즉, 1) 유동성은 이미 누적되어 온 상태라는 점에서 Q는 확보가 된 셈이다. 2) 소비의 질 개선 확보를 위한 3가지 조건이 충족되는 중인 시점이며 3) 유동성 확보에 힘입어 15차 5개년 정책이라는 정책적 모멘텀까지 가세할 전망이다. 향후 소비의 질 개선 속도는 더욱 가속될 전망이다.

[그림 14] 국가별 M2 증가율(지수화): 소비의 '양' 증가 업사이드 총분. 모멘텀 구간 본격 진입 시, 가속 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

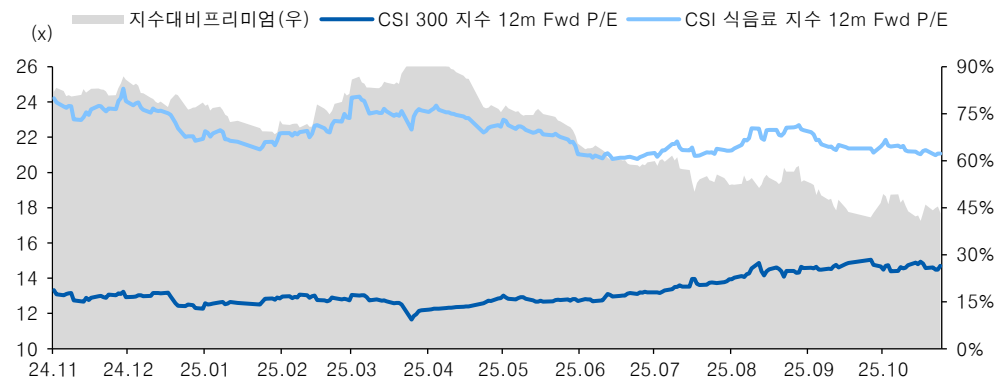
음식료 섹터 현황: 저평가의 늪을 벗어날 시간

중국 CSI 300 지수 12m Fwd P/E는 11월 14일 기준 14.7배('24.11.14 기준 13.3배)를 보이는 와중, 음식료 섹터 지수는 21.1배까지 멀티플이 감소한 상황이다('24.11.07 기준 24.2배). CSI 대비 약 43% 프리미엄을 받는 중이며 이는 YoY -39%p 감소한 수치이다.

다만, 현재 프리미엄은 경기 우려로 인한 과도한 디레이팅의 결과라고 판단한다. 이는 전방 산업 및 매크로에서의 구조적인 수요 개선세를 반영하지 않은 결과이다. 우호적인 정책 모멘텀이 하방을 받쳐 주고 있으며 중산층의 소비 여력 확대가 동시에 이루어질 전망이다. 실제로, 이에 따라, 중국 CPI는 '25년 10월 기준, 올해 들어 가장 높은 수치인 +0.2%를 기록했다.

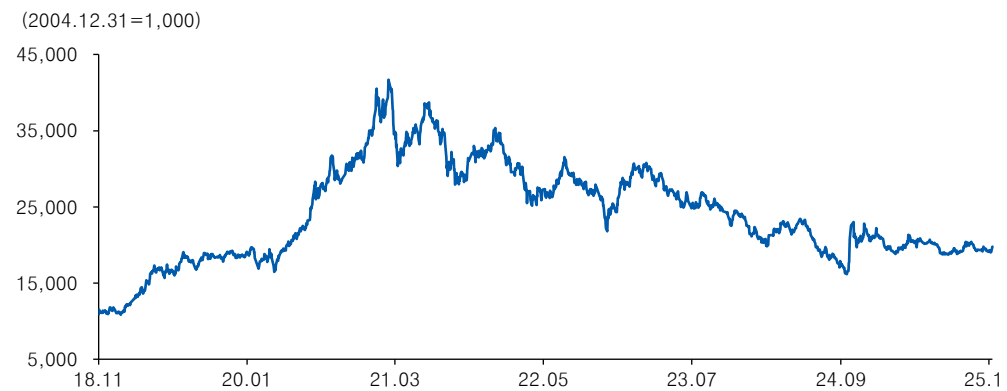
주목해야할 사항은 음식료 섹터의 성장을 반등이다. CSI 음식료 섹터 매출액 증가는 '25년 YoY +2.2%를 변곡점 삼아, '26년 YoY +6.4%, '27년 YoY +8.2%까지 성장할 전망이다. 물론, '22년 YoY 12.3% 성장과 대비되지만, 오히려, 구조적인 소비 구조 개선+기저 효과라는 두 가지 요인에 의한 추가 탄력성은 해당 기간의 수치를 상회할 가능성이 농후하다.

【그림 15】 CSI 300 지수 및 CSI SWS Food & Beverage 지수 평균 12MF PER



자료: Bloomberg, CEIC, 유안타증권 리서치센터

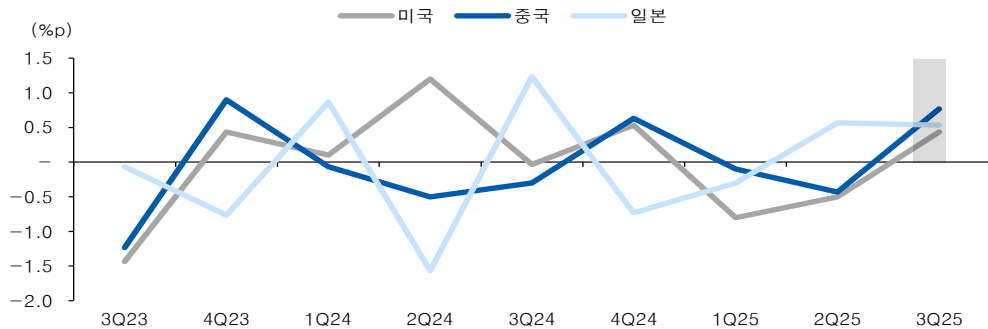
[그림 16] CSI SWS Food & Beverage Index 추이



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

필수소비재를 넘어 자유소비재로 가는 길

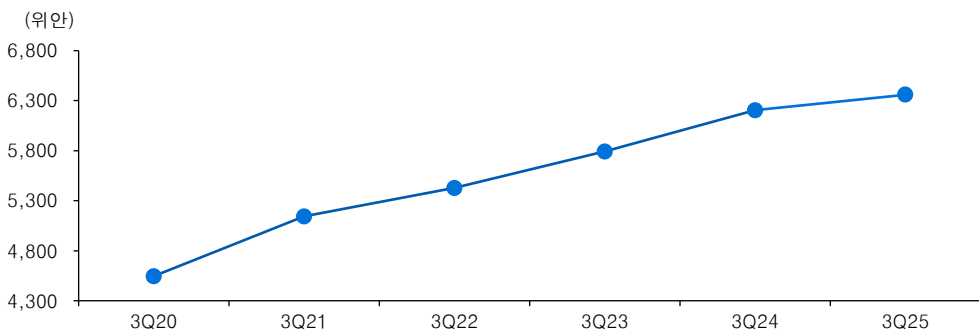
[그림 17] 분기별 중국 서비스업 PMI 증분 값은 3분기 기간 중, 3Q25를 기점으로 최대치 경신



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) S&P 글로벌 서비스업 PMI 기준

중국의 서비스 PMI 증분 값 상승이 시사하는 바는 **필수소비재의 자유소비재 성격으로 변모하는 과정**이 도래하였다는 점이다. 즉, **음식료 소비에 있어서 한계 소비 성향 자체의 증가**를 전망한다. 실제로 중국 서비스업 PMI는 3Q23 이후 2개년 만에 최초로 (+)로 전환하였다. 이에 따라, CSI SWS Food & Beverage 음식료 업체 지수는 3Q25 기준 QoQ +4.8% 상승 중이다.

[그림 18] 중국 1인당 음식료 소비 지출액 증가 추이



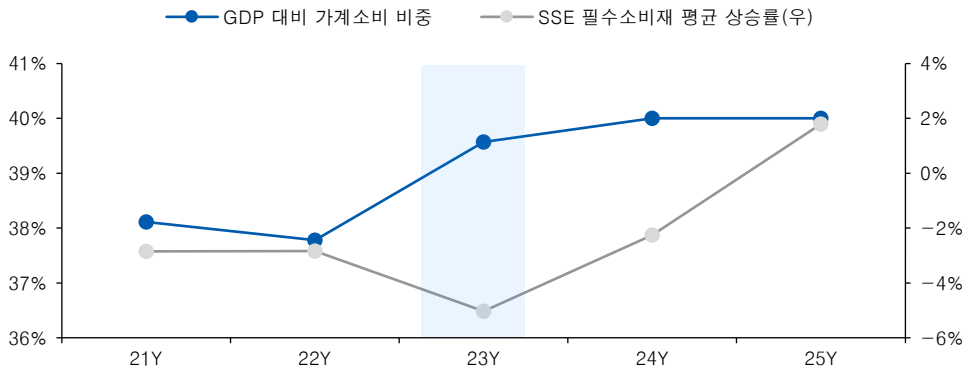
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터, 주) 분기 누적 기준

‘26년 음식료 섹터 상승 기율기에 주목

그림 19번은 음식료가 주도 섹터가 되기 위한 조건으로 소비의 ‘질’이 중요하다는 점을 투영한다. ‘23년 GDP 대비 가계 소비 비중의 상승에도 불구하고, SSE 필수소비재 섹터의 평균 상승률은 오히려 감소하였다. 주요 원인은 1) 유동성 속도 악화, 2) 소비와 연관성이 높은 주택 가격 상승이라고 판단한다.

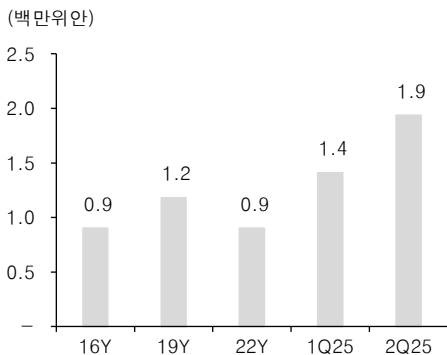
이에 따라, SSE 필수소비재 섹터의 예상 총수익 금액은 ‘25년을 변곡점으로, ‘26년과 ‘27년 각각 YoY +7.7%, +8.5% 상승할 전망이다(그림 21). 필수소비재 섹터 내 베타 값이 큰 업종은 ‘음식료’이므로, 해당 효과의 반영에 따른 주가 퍼포먼스는 ‘25년을 변곡점으로 형성하며 ‘26년 주가는 우상향을 보일 것으로 전망한다.

[그림 19] '23년 GDP 대비 가계소비 비중의 상승에도 불구하고, SSE 필수소비재 평균 상승률은 오히려 감소



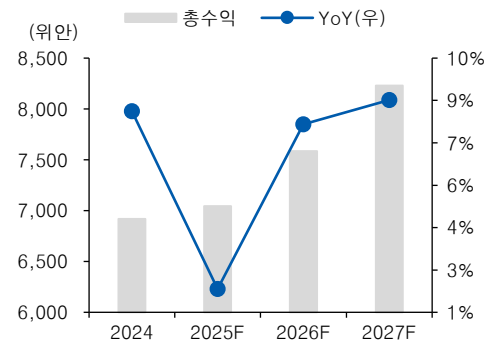
자료: Bloomberg, WIND, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 소비의 체질개선: (농촌 소득)-(도시 소득) 값 상승



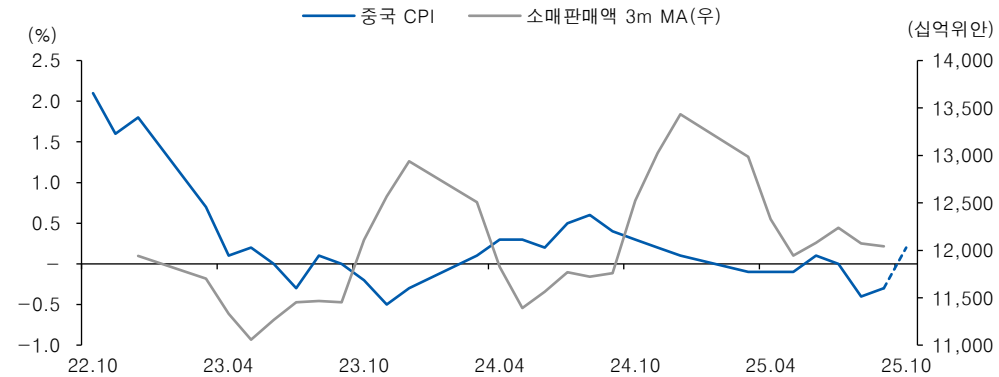
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] SSE 필수소비재 섹터 총수익 전망



자료: WIND, 유안타증권 리서치센터

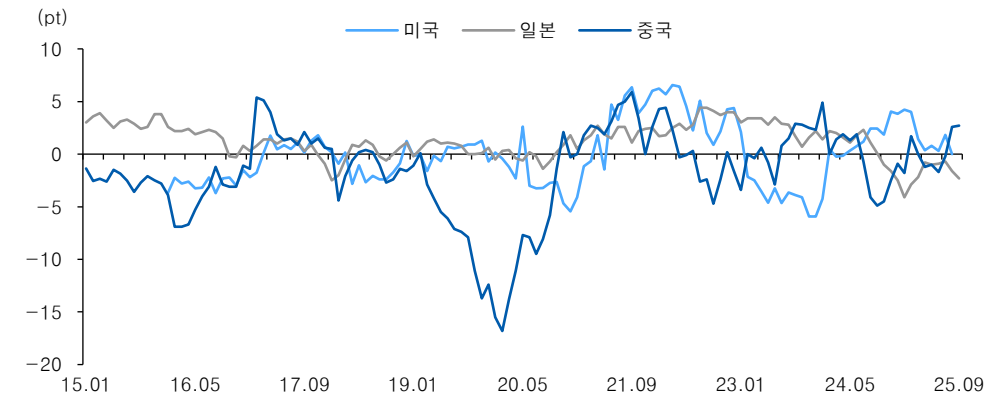
[그림 22] 중국 CPI 상승에 따른 음식료 소매판매액(3M 이동평균) 증가 기대



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

그림 23번과 같이, 국가별 식음료 지수(YoY) 기준 $(PPI\%)-(CPI\%)$ 값의 상승은 중국이 미국과 일본 대비 우위를 보이는 대목이다. 이는 중국 내 음식료 시장은 공급자 우위 시장으로 변모 중이라는 점을 시사한다. CPI의 상승세와 동시에, PPI 하락폭이 지속적으로 축소되고 있다는 점도 긍정적이다. 해당 상황 하, 전통적인 저가 + 대량 소비 중심에서 상대적 고가 + 대량 소비의 구조로 변화하고 있다고 해석 가능하다. 특히, 과거 약 5개년간 상대적으로 저가+내식 중심이었던 소비 패턴과 달리, 현재 국면에서는 상대적 고가+외식 구조로 업황 턴어라운드를 이루어내고 있다. PPI%이 CPI% 값을 상회한다는 점을 감안 시, 프리미엄 제품 확대에 따른 P 상승도 기대 가능하다.

[그림 23] 중국 음식료 PPI%는 CPI%를 상회(YoY 기준)



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터, 주) 국가별 PPI%-CPI%(식음료 지수 기준)

‘술술(Liquor, Wine)’ 흘러갈 2026년

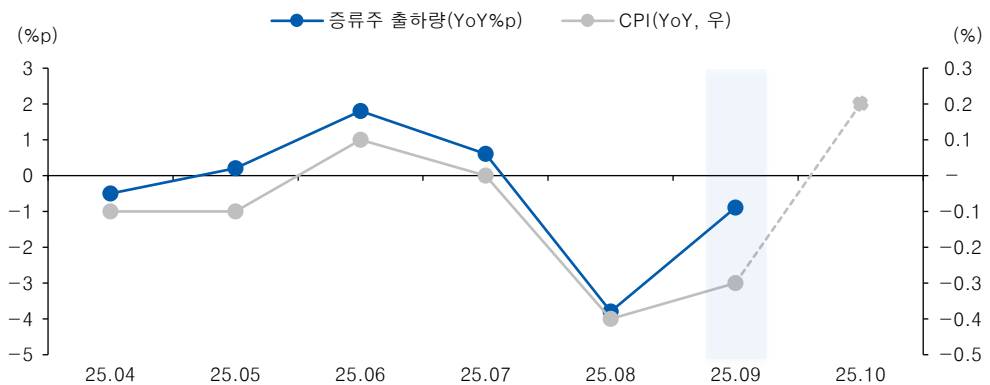
1) 출하량 반등이 뚜렷한 카테고리 내, 2) 가격 결정력을 보유하며 가격 인상 가능성이 존재하는 기업을 최종 선정 조건으로 제시한다.

세부 업종으로, 소비의 질 개선세에 따른 수요를 가장 빠르게 흡수하는 1) 증류주 카테고리 2) 와인 카테고리 순으로 선호한다.

중국 내 소비 회복 및 물가 반등 국면은 단순히 가처분 소득이 얼마나 증가하였는가가 아닌 ‘소비자’가 ‘무엇을’ 선택하고 있는가가 핵심이다. 그림 24번과 같이 고ASP 제품인 증류주 출하량이 CPI 증가율과의 괴리가 과거 5개월 전과 대비하여 대폭 벌어지기 시작하기 시작하였다는 점이 소비의 질 개선이 실제로 진행 중임을 보여준다.

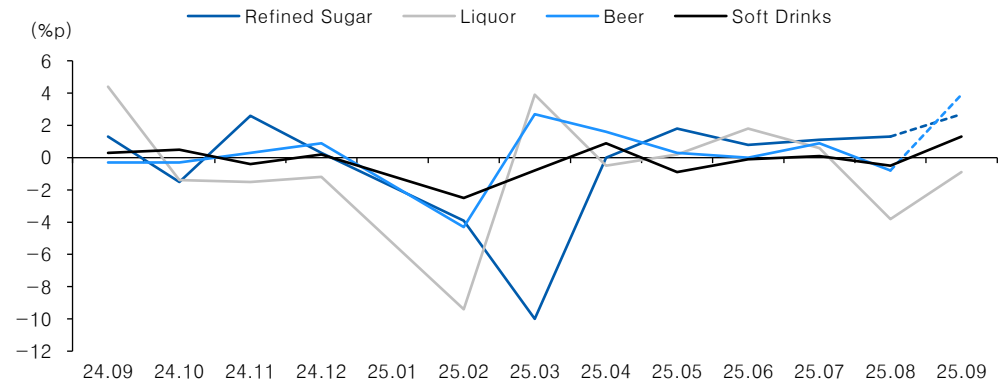
즉, 음식료 내에서도 증류주 카테고리가 1) 물가 반등, 2) 소비구조 개선, 3) 단가 상승이라는 세 축을 중심으로 구조적 모멘텀을 확보할 가능성이 높다고 판단한다.

[그림 24] CPI 상승 시, 증류주 출하량 증가: '25년 9월 기점, 증류주 출하량 증가분은 CPI 증가분을 상회하기 시작 → 소비의 질이 개선되기 시작



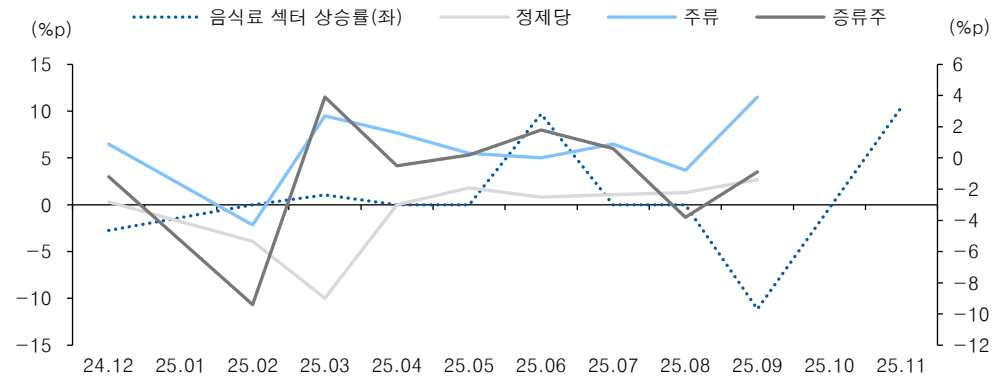
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 25] 카테고리별 출하량 증분값 추이



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 음료수 섹터 상승을 위해 증류주 출하량 YoY 증분 값 상승 선행이 필요. '25년 9월 기준 증류주 카테고리 반등 세기에 주목



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

내 출하가 멈추지 않는 탓일까

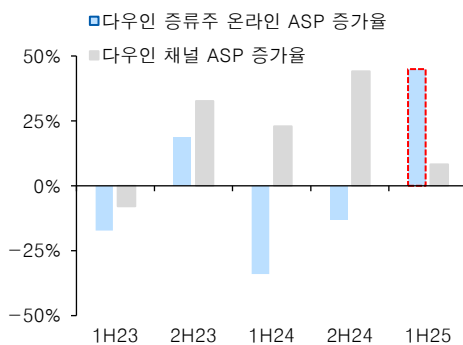
고 ASP 제품인 1) 증류주 카테고리, 2) 외식 산업 발전이 기대됨에 따라 수혜를 받을 수 있는 카테고리인 와인 카테고리에 귀추가 주목된다.

증류주뿐만 아니라, 와인 카테고리는 외식 수요 증가에 따른 수혜 카테고리로 전망한다. 통상적으로, 외식 수요에 선행 또는 동행하는 ‘정제당’ 카테고리의 출하량은 '25년 9월 기준, YoY +10.8% 증가하였으며 이는 '25년 2월 이후 두자리수 성장률을 보인다는 점에서 외식 수요 개선세의 유효함을 입증하였다.

유통 채널 관점으로 접근할 시, 모멘텀의 가시성이 확보된다. 통상적으로 온라인 채널 내 식음료 카테고리의 침투율은 오프라인 채널 대비 낮은 편이다. 오프라인 채널 내 식음료 카테고리 침투율은 온라인 채널과 평균 약 75%p 괴리를 형성 중이다.

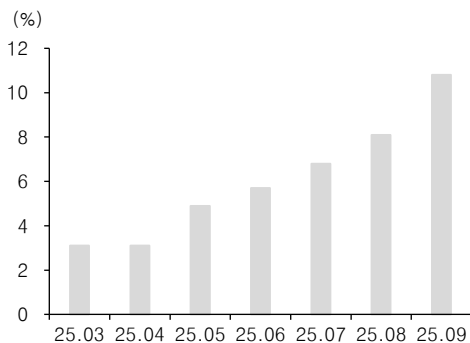
그러나, 1H25를 기점으로 다우인 채널 품목의 평균 ASP는 1H25 기준 +8.2% 상승할 때, 증류주 ASP는 평균 +44.9% 증가하였다(그림 27번). 제품 카테고리 ASP가 상대적으로 높음에도 불구하고 그 증가율 자체가 (+)로 전환하였다는 것은 그만큼 중국 내수 내 소비의 질 자체의 구조적인 개선세가 이루어지고 있음을 재차 방증한다.

[그림 27] 온라인 채널 내 증류주 ASP 증가율



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 정제당 출하량 YoY 추이: 외식 수요 증가세 유효



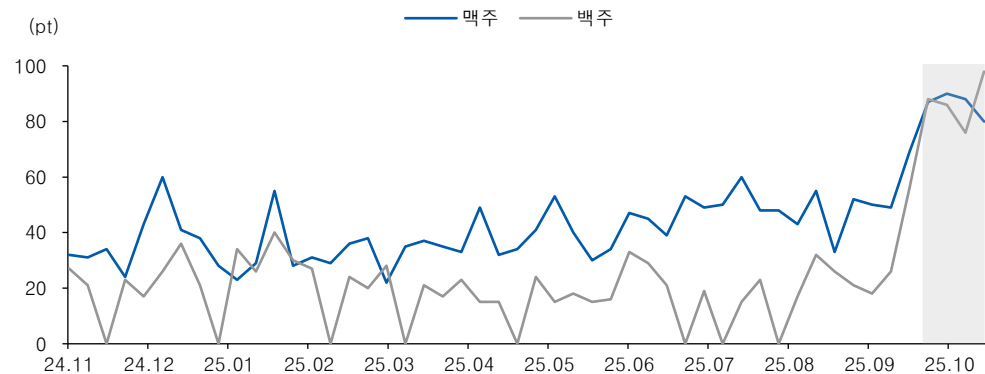
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

Consumer Trend

: 증류주 및 와인 카테고리에 주목. 내수뿐만 아니라 해외 Q 확보 여력 존재

'25년 10월을 기점으로, '백주(白酒)'의 검색 빈도는 '맥주(啤酒)'에 대한 검색 빈도를 상회하기 시작하였다. 해당 시점은 중국 15차 5개년 계획 내용이 확정된 시점이라는 점에서 정책적 효과의 파급력에 주목해야 할 필요가 있다. 전세계 관심도와 비교 시에도, 타 카테고리 대비 ASP가 높은 백주 및 와인에 대한 관심이 가파르게 상승 중이다(그림 29, 그림 31). 이는 미국 상황과 대비된다. 미국의 Restaurant Performane 지수는 하향세로 전환하였으나, 중국의 레스토랑 개수는 '24년 약 14,000개까지 증가하였다. 즉, 외식 수요 확대를 짐작할 수 있으며 이를 통해 위 두 카테고리의 출하량 및 가격 인상 모멘텀을 기대할 수 있다.

[그림 29] (중국 내수 기준) '25년 10월을 기점으로 백주에 대한 관심도 제고: 맥주 대비 백주 검색 상승률에 주목

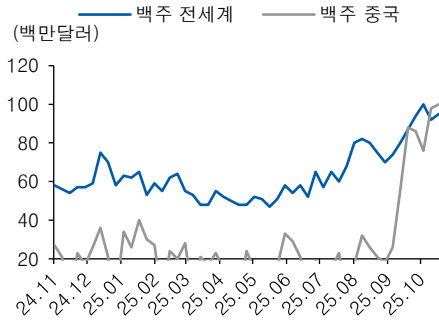


자료: Google Trend, 유안타증권 리서치센터, 주) 중국 기준, 검색 최대 빈도=100

결론적으로, 백주(증류주) 및 와인 카테고리에 집중할 필요가 있다. 증류주의 중국 수출 금액은 올해 9월까지 CNGR +13.9% 증가하였다('24년 같은 기간 CNGR +8.7%). 특히, 증류주 수출 금액은 QoQ +61.1%(2Q25 QoQ +6.9%)로 대폭 상승한 바, 본격적인 Q 증가 구간에 진입하였다고 판단한다. 실제로, 전세계 수출금액 대비 중국 수출금액 비중은 3Q25 기준 18.2%로 올해 가장 높은 비중을 기록하였다(QoQ +5.1%p).

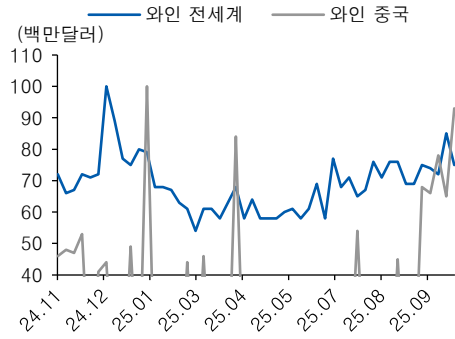
와인 수출 금액 비중의 증가도 고무적이다. 10월까지의 데이터를 집계한 4Q25 전체 수출 금액 대비 중국 수출 금액 비중은 60.8%로, 올해 가장 높은 비중을 보인다. 같은 분기 기간으로 비교하였을 때도 ATH 수치를 기록하였다(4Q22 0.3% → 4Q23 29.9% → 4Q24, 54.0%). 이에 따라, 3Q25 수출 금액은 YoY +497.4% 증가하였다.

[그림 30] 백주(白酒)에 대한 관심도: 전체 수출 금액 대비 중국 수출 금액 비교



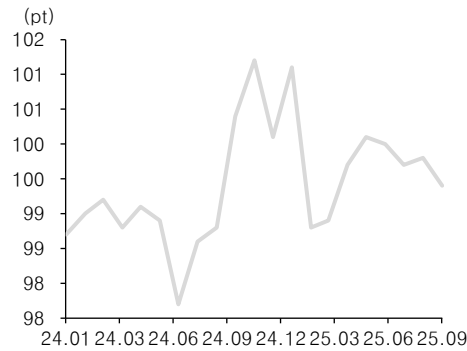
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 4Q25는 '25년 10월까지의 데이터

[그림 31] 와인(葡萄酒)에 대한 관심도: 전체 수출 금액 대비 중국 수출 금액 비교



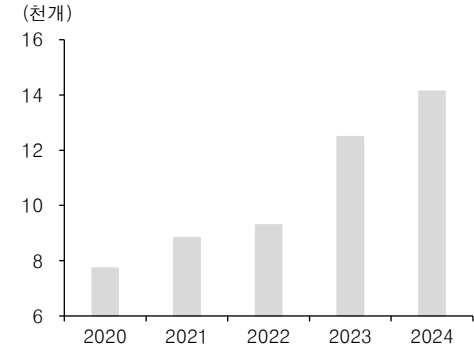
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

[그림 32] 미국의 Restaurant Performance 지수는 하향세로 전환



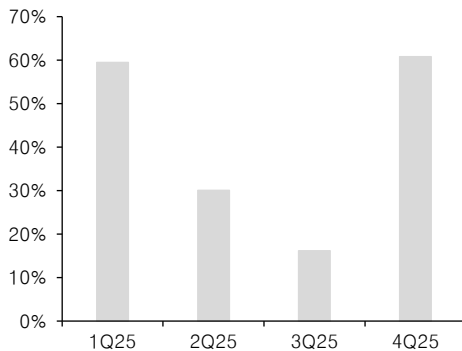
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 4Q25는 '25년 10월까지의 데이터

[그림 33] 중국 레스토랑 개수 추이(연간)



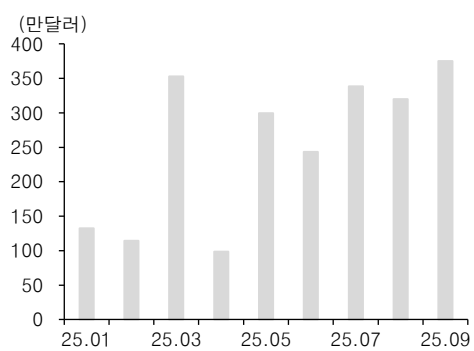
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 34] 전체 수출 금액 中 중국 와인 수출 금액 비중 추이

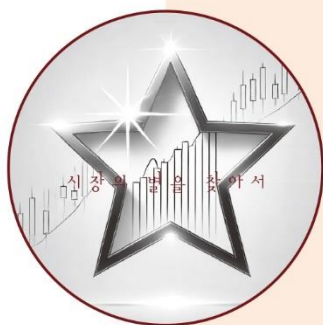


자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 4Q25는 '25년 10월까지의 데이터

[그림 35] 중국 증류주 수출 금액 월별 추이



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



주귀주 (000799.SZ)

주귀주 (000799.SZ)

N/R (I)

밸류에이션 정상화 구간 진입, 반등의 서막

섹터 전반에 걸친 디레이팅 국면 하, 동사는 '23-'24년 채널 재고 조정 및 브랜드 라인업 축소로 중대형 증류주 업종 내 최대 낙폭 기록. 다만, 이는 구조적 수요 둔화가 아닌 재고 및 도매가 조정 국면에 기인하였다는 점에서 기저가 낮아진 상태. 귀주모태 등 우량주 업체들의 매출액 증가율은 로우 Digit 성장에 그치는 것과 달리, 동사는 '26-'27년 매출액 성장률 회복 폭이 가장 큰 종목으로 판단

'26년 매출액은 YoY +16.3%로 대폭 증가할 전망('25년 YoY -14.0%). 증가 라인 비중 축소 및 하이엔드 라인 중심으로 통일하며 판가 방어력 제고. 이에 따른 영업 레버리지 효과 극대화될 것으로 판단. 즉, 기저효과와 더불어, 가격 정상화로 두 자릿수 성장률 구간에 재진입한 것으로 판단. 선술한 증류주 ASP의 상승 등을 고려 시, 성장 폭은 더욱 클 것으로 예상

- 1) 중국 백주 소비의 양극화 흐름 속, 하이엔드 포지션의 유지와
- 2) 채널 재고 정상화 및 출고가 안정으로 마진 개선 단계 진입, 3) 낮아진 기저 효과에 따라, 중국 소비심리 개선 시 주가 탄력성이 높을 것으로 전망

Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	4,050	2,830	1,423	1,132	1,316
영업이익	1,366	625	-85	32	131
당기순이익	1,049	548	12	34	118
PER	42.7	43.4	1,448	642.3	180.5
PBR	10.8	5.6	4.6	5.5	5.4
EV/EBITDA	29.6	31.9	-	105.7	105.7
ROE	27.3	13.0	0.3	0.8	2.7

자료: 유안타증권 리서치센터

컨센서스	52.4 위안
현재주가 (11/14)	65.5 위안

시가총액	212.9 억위안
총발행주식수	324.9 백만주
90일 평균 거래대금	1.34 억위안
90일 평균 거래량	17,549,250 주
52주 고	76.8 위안
52주 저	39.2 위안

ZHONGHUANG CO LTD
주요주주
외 1 인 31.0%

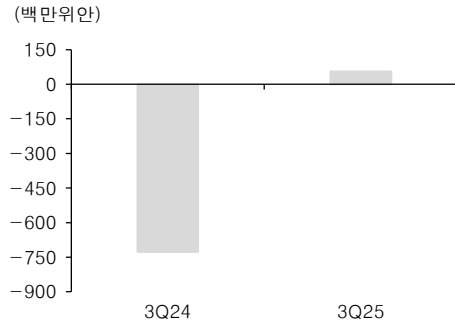
주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	5.3	29.4	9.4
SZCOMP Index	4.8	9.4	24.9

주가 및 상대수익률



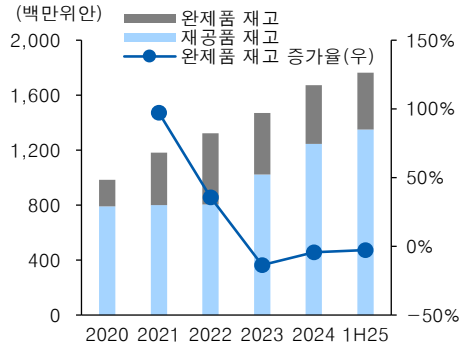
(단위: 백만원, 위안, %, 배)

[그림 1] 영업현금흐름 개선세 뚜렷. 이에 따른 FCF 3Q25 기준 YoY +540.3%(흑전)



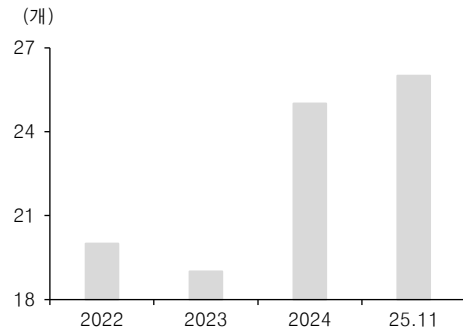
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 1H25 기준, 재공품 재고 증가는 YoY +8.3%



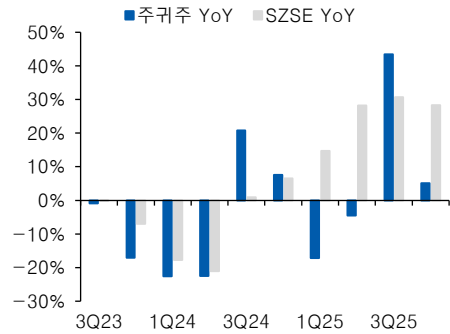
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 고객사 수 증가('25년 11월 기준 26개)



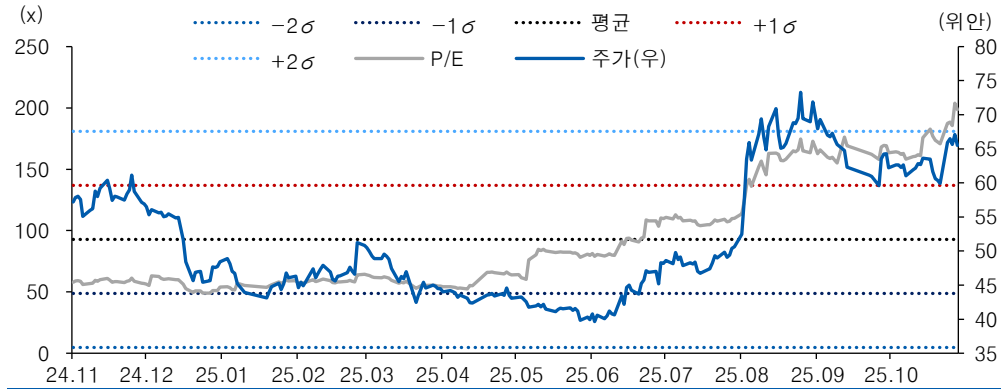
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 주귀주와 심천 종합지수 추가 상승률 비교



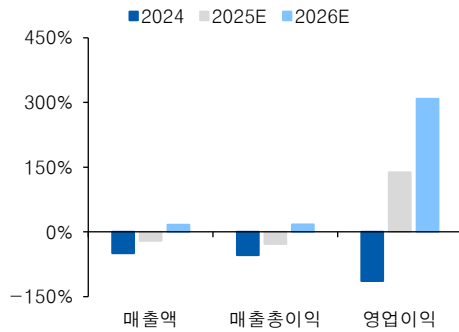
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) '25.11.14일까지 기준

[그림 5] 주귀주 주가 및 P/E 추이



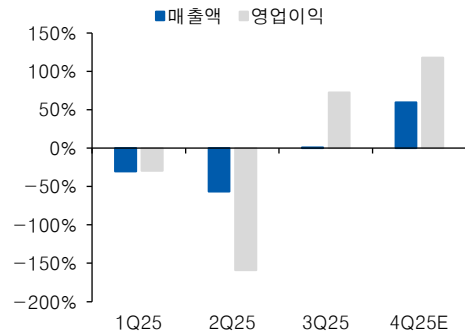
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 연간 실적 전망(YoY): '26년 영업이익 상승률 YoY +308.2%



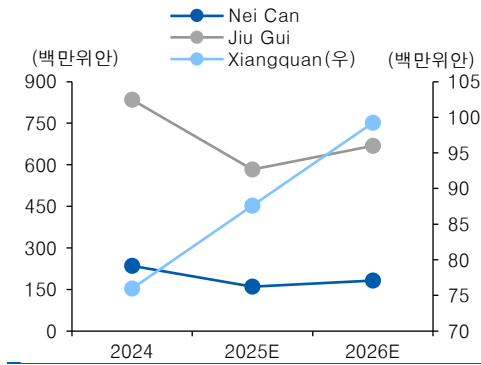
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 분기별 실적 전망(YoY): 3Q25부터 영업이익의 흑자 전환



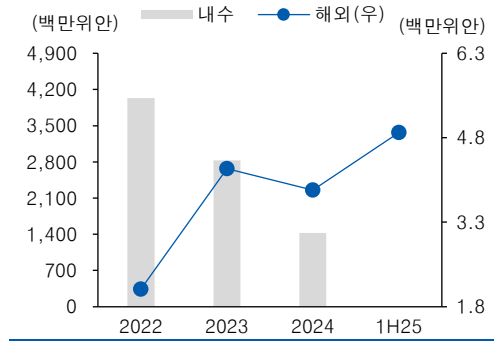
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 제품 시리즈별 매출액 전망: 'Xiangquan' 과 'Jiu Gui' 시리즈 외형 성장 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 지역별 매출액 추이. 해외 매출액 비중은 1H25 기준 약 1% (24년 연간 0.3%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] Valuation Table

(단위: 백만원)

		주귀주	산서행회춘분주	귀주모태	우량액	Luzhou Lao
시가총액		21,286	239,821	1,824,057	466,608	205,514
매출액	2024	1,423	36,011	174,144	89,175	31,196
	2025F	1,132	37,016	185,232	79,583	28,716
	2026F	1,316	39,324	196,645	80,726	29,662
영업이익	2024	-85	16,205	118,182	41,299	17,700
	2025F	32	16,373	126,246	36,690	16,009
	2026F	131	17,486	133,935	37,462	16,495
영업이익률(%)	2024	-6.0%	45.0%	67.9%	46.3%	56.7%
	2025F	2.8%	44.2%	68.2%	46.1%	55.8%
	2026F	9.9%	44.5%	68.1%	46.4%	55.6%
당기순이익	2024	12	12,243	86,228	31,853	13,473
	2025F	34	12,194	91,245	28,480	12,062
	2026F	118	12,938	96,684	28,353	12,405
PER	2024	60.0	17.7	21.8	16.3	13.0
	2025F	633.9	19.7	20.0	16.4	17.0
	2026F	180.4	18.5	18.9	16.5	16.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 2025년 11월 14일 기준

주귀주 (000799.SZ) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서	(단위: 백만원)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	1,826	3,414	4,050	2,830	1,423
매출원가	386	684	825	613	408
매출총이익	1,440	2,730	3,226	2,217	1,016
판매비	550	1,023	1,177	1,056	756
영업이익	576	1,158	1,366	625	-85
EBITDA	617	1,200	1,412	678	-27
영업외손익	-79	-31	-33	-103	-99
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-29	-33	-54	-103	-101
관계기업관련손익	2	-1	-1	0	0
기타	-52	3	22	-1	2
법인세비용차감전순이익	655	1,189	1,400	727	14
법인세비용	163	295	351	180	2
계속사업순이익	492	893	1,049	548	12
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	492	893	1,049	548	12
지배지분순이익	492	893	1,049	548	12
포괄순이익	492	893	1,049	548	12
지배지분포괄이익	-	-	-	-	-

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 백만원)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	950	1,558	401	51	-361
당기순이익	492	893	1,049	548	12
감가상각비	41	42	46	53	57
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	-	-	-	-	-
자산부채의 증감	-	-	-	-	-
기타현금흐름	418	623	-694	-550	-431
투자활동 현금흐름	-50	-140	-243	-343	-423
투자자산	62	60	57	49	47
영업자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-111	-200	-301	-393	-470
재무활동 현금흐름	163	295	351	180	2
단기차입금	0	0	46	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	2,857	3,524	4,152	4,279	3,967
현금배당	-65	-226	-421	-421	-325
기타현금흐름	-2,629	-3,003	-3,427	-3,678	-3,641
연결범위변동 등 기타	-228	-523	-774	-604	-328
현금의 증감	836	1,190	-266	-716	-1,111
기초 현금	1,318	2,154	3,343	3,077	2,361
기말 현금	2,154	3,343	3,077	2,361	1,251
NOPLAT	434	879	1,024	471	-74
FCF	900	1,400	157	-311	-784

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, OA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 백만원)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	3,590	5,141	4,743	4,260	3,192
현금및현금성자산	2,154	3,343	3,077	2,361	1,251
매출채권 및 기타채권	391	500	224	273	145
재고자산	1,027	1,269	1,417	1,557	1,751
비유동자산	747	870	1,093	1,410	1,887
유형자산	607	736	956	1,286	1,677
관계기업등 지분관련자산	42	30	31	30	30
기타투자자산	3	1	7	1	7
자산총계	4,337	6,011	5,836	5,670	5,079
유동부채	1,465	2,459	1,644	1,352	1,068
매입채무 및 기타채무	655	895	1,089	1,025	790
단기차입금	0	0	46	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	15	28	40	38	45
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,480	2,487	1,683	1,391	1,113
지배지분	2,857	3,524	4,152	4,279	3,967
자본금	325	325	325	325	325
자본잉여금	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119
이익잉여금	1,371	2,038	2,666	2,793	2,481
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,857	3,524	4,152	4,279	3,967
순차입금	-2,154	-3,338	-3,026	-2,358	-1,249
총차입금	0	5	52	4	2

Valuation 지표	(단위: 위안 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	1.5	2.7	3.2	1.7	0.0
BPS	8.8	10.8	12.8	13.2	12.2
EBITDAPS	2.9	4.8	1.2	0.2	-1.1
SPS	5.6	10.5	12.5	8.7	4.4
DPS	0.7	1.3	1.3	1.0	0.6
PER	103.4	77.3	42.7	43.4	1448.4
PBR	17.8	19.6	10.8	5.6	4.6
EV/EBITDA	79.0	54.8	29.6	31.6	-
PSR	27.8	20.2	11.1	8.4	12.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	20.8%	87.0%	18.6%	-30.1%	-49.7%
영업이익 증가율 (%)	52.3%	101.0%	18.0%	-54.3%	-113.6%
지배순이익 증가율 (%)	64.1%	81.7%	17.4%	-47.8%	-97.7%
매출총이익률 (%)	78.9%	80.0%	79.6%	78.3%	71.4%
영업이익률 (%)	31.5%	33.9%	33.7%	22.1%	-6.0%
지배순이익률 (%)	26.9%	26.2%	25.9%	19.4%	0.9%
EBITDA 마진 (%)	33.8%	35.1%	34.9%	24.0%	-1.9%
ROIC	15.8	26.4	25.6	10.7	-1.8
ROA	13.0	17.3	17.7	9.5	0.2
ROE	18.6	28.0	27.3	13.0	0.3
부채비율 (%)	0%	14%	124%	8%	4%
순차입금/자기자본 (%)	-7,538%	-9,472%	-7,287%	-5,510%	-3,148%
영업이익/금융비용 (배)	-	176.3	5,064.2	3,254.4	-700.0



산서행화투자 (600809.SH)

산서행화춘분주 (600809.SH)

N/R (I)

업종 내 실적 최대 성장을 기대

'26-'27년 실적 성장률은 하이 싱글 Digit까지 반등할 예정. 이는 업종 전체가 저성장 구면으로 진입하는 가운데 성장을 업사이드가 가능한 종목이라는 점에서 투자 매력도 보유. 실제로, 중국 백주 업종에서 보기 힘든 지속적인 ~10%대 OPM 수준 유지 중

1) '청향형' 증류주 대표 브랜드로 포지셔닝이 되어있다는 점에서 경쟁사 대비 차별화 포인트 보유. 이는 소비의 불황에도 불구하고, 높은 주가 탄력성을 보일 요인이라고 판단. 더불어, 이에 따라, 20~30대 소비자를 대상으로 한 침투율 증가 여력 존재. 2) 귀주모태 대비 동사는 강남/서남 지역뿐만 아니라 아닌 북부/중부 지역에서 수요 증가세 포착. 즉, 전국 브랜드화 진행 중

ASP 측면에서, 고가 시장은 귀주모태 등이 과점 중이나, '중가' 라인에서는 동사의 시장 점유율 상승 속도 가속 중. 이는 소비 회복 국면에 돌아선 중국 전방 산업 모멘텀과 대응하는 요소에 해당한다는 점에서 전략적 우위를 점할 것으로 전망. 특히, 성장을 회복+브랜드 프리미엄 확대에 따른 리레이팅 여지는 충분하다고 판단

컨센서스	226.3 위안
현재주가 (11/14)	196.58 위안

시가총액	2,398.2 억위안
총발행주식수	1,220 백만주
90일 평균 거래대금	1.24 억위안
90일 평균 거래량	6,923,662 주
52주 고	228.9 위안
52주 저	168.3 위안
SHANXI XINGHUACUN FEN WINE	
주요주주	GROUP
	56.7%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	0.3	4.2	-9.3
SHCOMP Index	4.8	9.4	24.9

주가 및 상대수익률



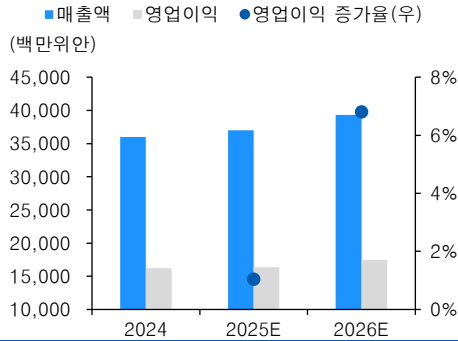
(단위: 백만원, 위안, %, 배)

Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	26,214	31,928	36,011	37,016	39,324
영업이익	10,506	13,717	16,205	16,373	17,486
당기순이익	8,096	10,438	12,243	12,179	12,991
PER	42.9	26.9	18.4	19.7	18.5
PBR	16.2	10.1	6.5	6.0	5.2
EV/EBITDA	30.7	18.3	11.9	12.9	12.9
ROE	44.3	42.5	39.1	31.5	29.5

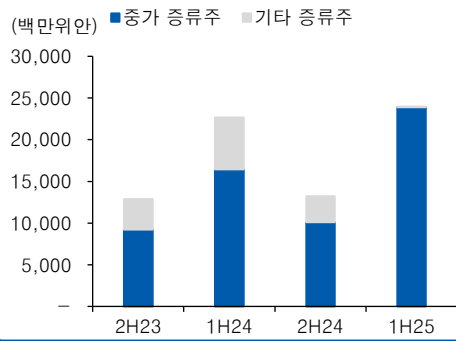
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 연간 실적 전망: '26년 영업이익 상승률 YoY +6.8%로 반등



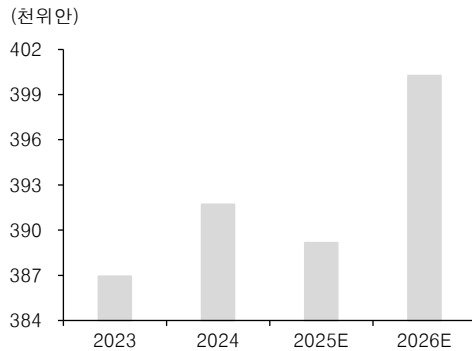
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 증가 증류주 매출액 YoY +45.3% 증가



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 증가 와인 ASP 전망: '26년부터 가격 인상 모멘텀 진입(YoY +2.9%)



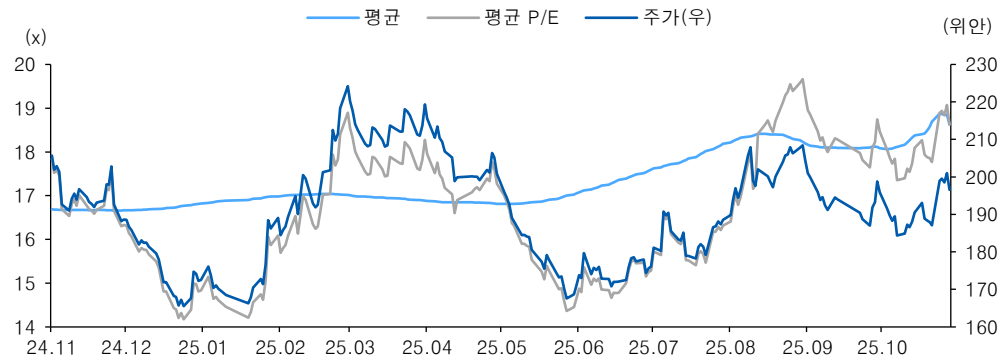
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 귀주모태와 주가 추이 비교(지수화): '25년 9월 기준, 귀주모태 주가 상승률 상회



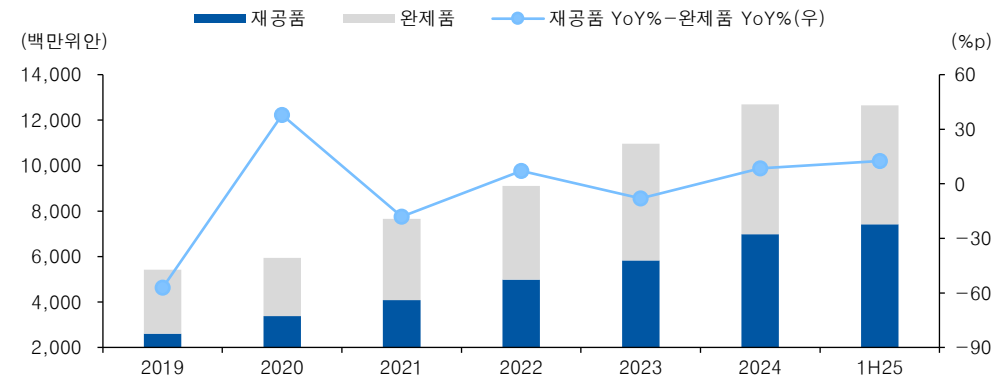
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 2024.11.18=100

[그림 5] 산서행화초분주 주가 및 P/E 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 재공품 비중 확대: 1H25 기준 완제품(YoY) 값과 +12.5%p 차이('24년 8.4%p)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] Valuation Table

(단위: 백만원)

		산서형화촌분주	주귀주	귀주모태	우량액	Luzhou Lao
시가총액		239,821	21,286	1,824,057	466,608	205,514
매출액	2024	36,011	1,423	174,144	89,175	31,196
	2025F	37,016	1,132	185,232	79,583	28,716
	2026F	39,324	1,316	196,645	80,726	29,662
영업이익	2024	16,205	-85	118,182	41,299	17,700
	2025F	16,373	32	126,246	36,690	16,009
	2026F	17,486	131	133,935	37,462	16,495
영업이익률(%)	2024	45.0%	-6.0%	67.9%	46.3%	56.7%
	2025F	44.2%	2.8%	68.2%	46.1%	55.8%
	2026F	44.5%	9.9%	68.1%	46.4%	55.6%
당기순이익	2024	12,246	12	86,228	31,853	13,473
	2025F	12,194	34	91,245	28,480	12,062
	2026F	12,938	118	96,684	28,353	12,405
PER	2024	17.7	60.0	21.8	16.3	13.0
	2025F	19.7	633.9	20.0	16.4	17.0
	2026F	18.5	180.4	18.9	16.5	16.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 2025년 11월 14일 기준

산서행화춘분주 (600809.SH) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서	(단위: 백만위안)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	13,990	19,971	26,214	31,928	36,011
매출원가	3,896	5,011	6,460	7,884	8,570
매출총이익	10,094	14,960	19,754	24,044	27,441
판매비	3,309	4,262	4,547	4,337	5,070
영업이익	4,216	6,924	10,506	13,717	16,205
EBITDA	4,366	7,104	10,720	14,320	16,783
영업외손익	-21	-166	-370	-488	-324
외환관련손익	1	0	1	0	-1
이자손익	-73	-39	-40	-282	-177
관계기업관련손익	1	3	-4	-14	-13
기타	51	-131	-327	-193	-133
법인세비용차감전순이익	4,237	7,091	10,876	14,205	16,529
법인세비용	1,121	1,701	2,719	3,747	4,276
계속사업순이익	3,116	5,390	8,157	10,459	12,253
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,116	5,390	8,157	10,459	12,253
지배지분순이익	3,079	5,314	8,096	10,438	12,243
포괄순이익	3,079	5,313	8,092	10,434	12,252
지배지분포괄이익	3,116	5,390	8,153	10,455	12,262

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 백만위안)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	2,059	7,743	10,675	7,599	12,521
당기순이익	3,079	5,314	8,096	10,438	12,243
감가상각비	150	180	214	604	579
외환손익	1	0	1	0	-1
종속, 관계기업관련손익	-	-	-	-	-
자산부채의 증감	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-1,171	2,249	2,365	-3,442	-300
투자활동 현금흐름	-790	-4,935	-3,259	-10,576	-4,295
투자자산	215	6,059	7,103	17,328	20,961
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-1,004	-10,993	-10,361	-27,904	-25,256
재무활동 현금흐름	1,121	1,701	2,719	3,747	4,276
단기차입금	857	1,032	664	614	740
사채 및 장기차입금	-	-	-	-	-
자본	10,065	15,587	21,746	28,275	35,204
현금배당	-789	-174	-2,196	-4,050	-5,331
기타현금흐름	-9,012	-14,744	-17,495	-21,092	-26,338
연결범위변동 등 기타	-2,490	-1,884	-4,927	-8,196	-9,991
현금의 증감	-101	2,625	5,209	-7,426	2,510
기초 현금	3,468	3,367	5,992	11,201	3,775
기말 현금	3,367	5,992	11,201	3,775	6,285
NOPLAT	3,096	5,262	7,862	10,102	12,003
FCF	1,863	7,587	9,850	7,114	11,883

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, OA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 백만위안)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	15,808	25,286	29,202	34,608	44,034
현금및현금성자산	3,367	5,992	11,201	3,775	6,285
매출채권 및 기타채권	4,282	4,413	1,013	1,601	1,762
재고자산	6,354	8,189	9,650	11,573	13,270
비유동자산	3,971	4,669	7,489	9,488	9,461
유형자산	2,608	2,869	3,556	4,835	6,593
관계기업등 지분관련자산	39	76	80	94	96
기타투자자산	9	2	1,502	1,547	51
자산총계	19,779	29,955	36,691	44,096	53,495
유동부채	9,629	14,265	14,846	15,147	17,963
매입채무 및 기타채무	5,262	5,132	6,788	6,764	7,707
단기차입금	857	1,032	664	614	740
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	84	103	99	674	328
장기차입금	-	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	-
부채총계	9,714	14,368	14,945	15,821	18,291
지배지분	9,777	15,223	21,321	27,837	34,754
자본금	1,212	1,217	1,214	1,220	1,220
자본잉여금	#N/A	285	468	640	640
이익잉여금	8,708	13,499	19,399	25,787	32,702
비지배지분	288	364	425	438	451
자본총계	10,065	15,587	21,746	28,275	35,204
순차입금	-2,696	-10,961	-17,597	-19,584	-25,939
총차입금	857	1,062	680	1,493	1,286

Valuation 지표	(단위: 위안, 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	2.5	4.4	6.6	8.6	10.0
BPS	8.1	12.5	17.6	22.8	28.5
EBITDAPS	1.7	6.4	8.8	6.2	10.3
SPS	11.5	16.4	21.6	26.2	29.5
DPS	0.1	1.8	3.3	4.4	3.6
PER	105.7	72.2	42.9	26.9	18.4
PBR	33.2	25.2	16.2	10.1	6.5
EV/EBITDA	73.9	52.6	30.7	18.3	11.9
PSR	23.2	19.2	13.2	8.8	6.2

재무비율	(단위: 위안, 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	17.6%	42.8%	31.3%	21.8%	12.8%
영업이익 증가율 (%)	44.2%	64.3%	51.7%	30.6%	18.1%
지배순이익 증가율 (%)	56.4%	72.6%	52.4%	28.9%	17.3%
매출총이익률 (%)	72.2%	74.9%	75.4%	75.3%	76.2%
영업이익률 (%)	30.1%	34.7%	40.1%	43.0%	45.0%
지배순이익률 (%)	22.3%	27.0%	31.1%	32.8%	34.0%
EBITDA 마진 (%)	31.2%	35.6%	40.9%	44.9%	46.6%
ROIC	29.9	38.2	41.7	39.6	37.2
ROA	16.9	21.4	24.3	25.8	25.1
ROE	35.4	42.5	44.3	42.5	39.1
부채비율 (%)	851%	681%	313%	528%	365%
순차입금/자기자본 (%)	-2.679%	-7.032%	-8.092%	-6.926%	-7.368%
영업이익/금융비용 (배)	603.3	6,977.1	10,095	345.4	481.0

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 손현정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **윤여철**
 3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전자/신에너지 **이안나**
 3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com		
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	Quant Analyst	신현웅 3634 hyunyoung.shin@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤 3527 jiyeon.lim@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원 3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈 3646 sebin2.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com		

기업분석

팀장 2차전자/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com		
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	전기전자	고선영 3525 sunyoung.kou@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	방산/AI/로보틱스	백종민 5598 jongmin.baik@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	운송	최지운 3640 jiyeon.choi@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	Research Assistant	김도엽 5580 doyeub.kim@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	서석준 5585 seokjun.seo@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	조혜빈 5594 hevin.cho@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	한동우 3647 dongwoo.han@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	임석민 3648 seokmin.lim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은 3649 koeun2.kim@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com	Research Assistant	배종성 3643 jongsung.bae@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com		
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com		

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com		
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com	Credit Analyst	황태웅 5578 taewoong.hwang@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com	Research Assistant	선여원 5583 yeowon.sun@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	현정희 5570 junghee.hyun@yuantakorea.com

