YUANTA

18 September, **2025 Yuanta Research**

중국의 미래를 여는 기업들:
15차 5개년 계획 수혜주 완벽 분석

이안나 이차전지/신에너지 anna.lee@yuantakorea.com

하현수 제약/바이오 hyunsoo.ha@yuantakorea.com

백길현 반도체, USCPA gilhyun.baik@yuantakorea.com

손현정 음식료/전력기기 hyunjeong.son@yuantakorea.com

최지운 운송 jiyun.choi@yuantakorea.com

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

CONTENTS

Ⅰ 이차전지/신에너지: ESS, 그리고 냉각시스템

정책 주도 유동성 장세 속 투트랙 전략 05

중국 ESS 수요 증가는 계속된다 10

Ⅱ 제약/바이오: 혁신 의약품 중심으로 변화

가시적인 성과로 이어져 30

중국 바이오 성장 중심에 있는 임상 시험 32

이제는 글로벌 트렌드 주도 33

Ⅲ 음식료: 내수 확대 국면에서 기회를 찾다

중국 음식료 수요 확장 국면 기대 43

중국 음식료 소비 트렌드의 종류 45

성장 모멘텀 충분, 로컬 기업 옥석 가리기 46

Ⅳ 반도체: 신질적 생산력(新质生产力)

15차로의 전환 배경과 핵심 키워드 73

15차 5개년 계획의 Tech 정책 프레임 – AI+ 지침의 구조 74

AI 인프라와 데이터 자원 관리 체계의 정교화 75

중국 반도체 산업 밸류체인 영향 점검 76

Ⅴ 운송: 항공 여객 정상화, 정책 수혜 본격화

14차 5개년: 팬데믹 충격 극복, 목표 달성 가시권 83

소비 진작·무비자 정책이 중국의 여행 수요를 자극 87

항공사 과당경쟁 억제 88

CONTENTS

Ⅰ 이차전지/신에너지 해외 기업분석

CATL (3750.HK)

Envicool Technology (002837.SZ)

Eve Energy (300014.SZ)

Ⅱ 제약/바이오 해외 기업분석

BeOne Medicines (6160.HK)

Innovent Biologics (1801.HK)

Ⅲ 음식료 기업분석

농부산천 (9633.HK)

미쉐 (02097.HK)

귀주모태 (SHA: 600519)

오리온 (271560)

Ⅳ 반도체 해외 기업분석

Advanced Micro-Fabrication Equipment (SHA: 688012)

Ⅴ 운송 해외 기업분석

Trip.com Group (9961.HK)

중국남방항공 (1055.HK)

SUMMARY

이차전지/신에너지

15차 5개년 계획 투자전략

중국 15차 5개년 계획의 핵심 이념은 양적 성장을 넘어 혁신 주도의 고품질 발전을 추구하는 '신질적 생산력'의 발전. 이에 따라 투자 전략은 단기적인 경기 변동 대신, 정부의 강력한 의지와 자본의 흐름이 일치하는 관련 첨단 산업의 비중을 확대하는 것이 중요. 동시에 내수 시장의 질적 성장에 주목하여 포트폴리오의 안정성을 확보하는 투트랙 전략은 변동성이 큰 시장에서 구조적 성장을 추구하는 유효한 접근 방식이 될 것.

새로운 시대의 숨겨진 기회를 찾다: ESS + 수냉식 시스템

미국의 제재는 오히려 중국 내 AI 하드웨어 생태계의 자급자족을 촉진하는 계기가 되었으며, AI 서버 시장의 성장을 가속화. 이러한 AI 서버의 고밀도 집적은 전통적인 공랭식으로는 해결할 수 없는 막대한 발열과 데이터 전송 문제를 야기하여 액체 냉각 기술과 800G급 초고속 광 트랜시버 시장의 폭발적인 성장을 견인. 따라서 중국 AI 인프라 시장의 투자 기회는 눈에 띄는 서버에만 국한되지 않으며, 긴밀하게 연결된 생태계 속에서 액체 냉각과 같은 필수 하위 부문에서 더 큰 성장 잠재력을 찾을 수 있을 것.

제약/바이오- 혁신 의약품 중심으로 변화

중국 제약/바이오 산업은 17년 신약, 의료기기 심사 개혁 및 ICH 가입 이후 임상 시험 규제를 선진화했으며 14차 5개년 계획에서 7대 중점 육성 과학 기술 중 3개가 생명 과학 분야를 선정하는 등 주요 산업으로 육성 중. 14차 계획 기간 내 혁신 신약 204개, 혁신 의료기기 265개가 승인되며 가시적 성과로 이어지고 있으며 임상 단계의 글로벌 혁신 신약 파이프라인 중 약 30%를 중국 파이프라인이 차지하며 가시적 성과로 이어지는 중. 25년 7월 신약 개발을 위한 의료보험 데이터 제공, 상업화를 위한 NRDL Category C(민간 보험 적용 가능)을 신설 하는 등 15차 계획에서도 제약/바이오 산업 육성 기조는 이어질 것으로 전망.

음식료 - 내수 확대 국면에서 기회를 찾다

중국은 수출 주도 성장의 한계를 보완하기 위해 **내수 소비를 확대하는 방향으로 성장 전략을 전환** 중. 이번 **15차 5개년 계획에서는 농촌 전자상거래 고도화, 소득 재분배, 프리미엄 소비 확산이 핵심 과제로 제시될 전망**. **음식료 산업은 정책 효과가 가장 빠르게 반영되는 영역**으로, 중저가 **대중 브랜드와 프리미엄 카테고리 모두에서 성장 기회**가 존재. **농부산천, 미쉐, 귀주모태, 오리온** 등 주요 기업들은 이러한 소비 구조 전환의 대표 수혜주로 부각. 내수 진작과 소비 트렌드 변화가 맞물리며 **음식료 업종 전반의 밸류에이션 리레이팅 가능성이 확대**될 것으로 판단.

SUMMARY

반도체 - 신질적 생산력(新质生产力) 확대 전략을 주목

중국 15차 계획의 Tech 정책은 1) 질적 내적 성장, 2) 산업 전반 AI 융합 로드맵, 3) 양산 적용 가능 기술 위주 지원, 4) IDC·칩 효율성 연계라는 네 가지 키워드로 요약된다. 정책 자원과 보조금은 단순 '국산화'보다 실제 시장·산업 적용성을 갖춘 반도체와 AI 기술로 집중될 전망. 한편 AI 인프라와 데이터 자원 관리 체계가 정교화되며, 단순한 국산화 지원에서 조달·운영·거버넌스까지 포함하는 전주기(全周期) 관리 구조로 진화 중. 이러한 과정에서 반도체 장비 산업은 14차 계획의 성숙공정 안정화에서 벗어나, 15차에서는 선단공정 대응 역량을 확보하는 방향으로 정책 축이 이동 중. EUV/ArF 노광, 고성능 에칭·증착 장비, 첨단 패키징 장비 등 글로벌 미세공정 경쟁에 직결되는 분야가 전략적 육성 대상으로 포함되며, 선단공정에 대응 가능한 장비 기업만이 핵심 자원 배분과 국가 인증을 통해 안정적 시장 형성을 주도할 것. 이에 따라 신뢰성 검증·표준화 체계는 여전히 강화되는 가운데, 5nm 이하 미세공정 대응능력과 AI/HPC 패키징 대응능력 확보가 기업 경쟁력의 핵심 지표가 되고, 중국의 AMEC(688012 SH)은 EPS 성장률에서 시장 평균을 상회하며, 정책과 산업 구조 변화의 대표적 수혜 기업으로 재차 부각될 전망.

운송 - 한공 여객 정상화, 정책 수혜 본격화

중국 항공 여객 산업은 14차 5개년 계획 기간에 국내선·국제선 모두 팬데믹 이전 수준을 회복하며 완전 정상화 국면에 진입. 중국 정부는 무비자 입국 확대와 관광 소비 촉진 정책을 통해 인바운드·아웃바운드 여행 수요를 추가로 자극할 것으로 기대하며, 향후 국제선 여객 성장의 핵심 동력으로 작용할 것으로 전망. 한편, 공급 과잉에 따른 경쟁 심화로 하락했던 항공 여객 운임은 항공기 인도 지연과, 15차 5개년 계획에서 제시될 서비스 품질 제고, 중국항공당국의 과당경쟁 억제 자율공약 등을 계기로 점진적인 회복이 가능할 것. 이에 따른 수혜는 중국 최대 OTA 플랫폼 업체인 Trip.com Group(9961 HK)과, 여객 수송량 1위 항공사인 중국남방항공(1055 HK)에 집중될 것으로 판단.

이안나

이차전지/신에너지

02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com

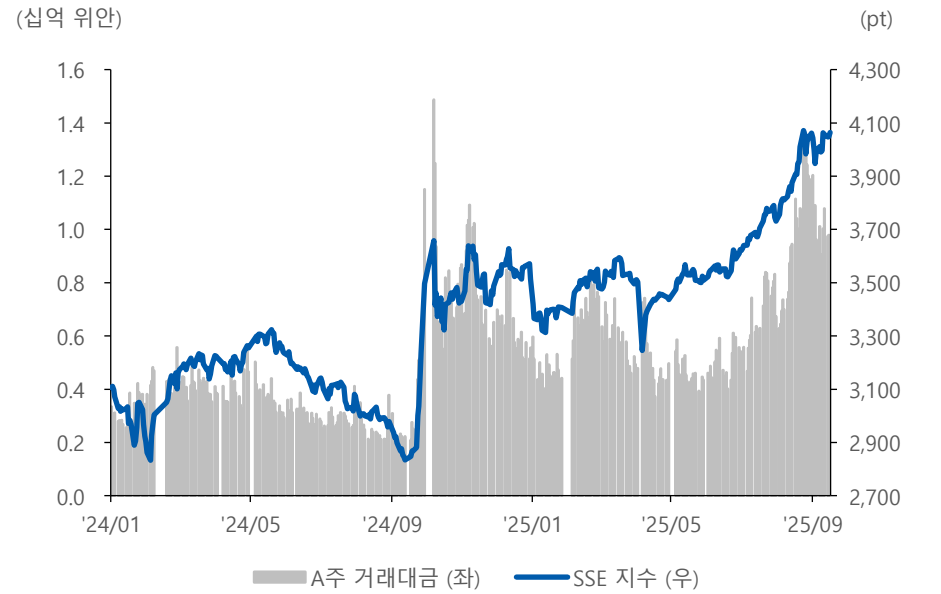
15차 5개년 계획 섹터 제안

정책 주도 유동성 장세 속 투트랙 전략

거시경제 환경: 실물 둔화 vs. 유동성 장세

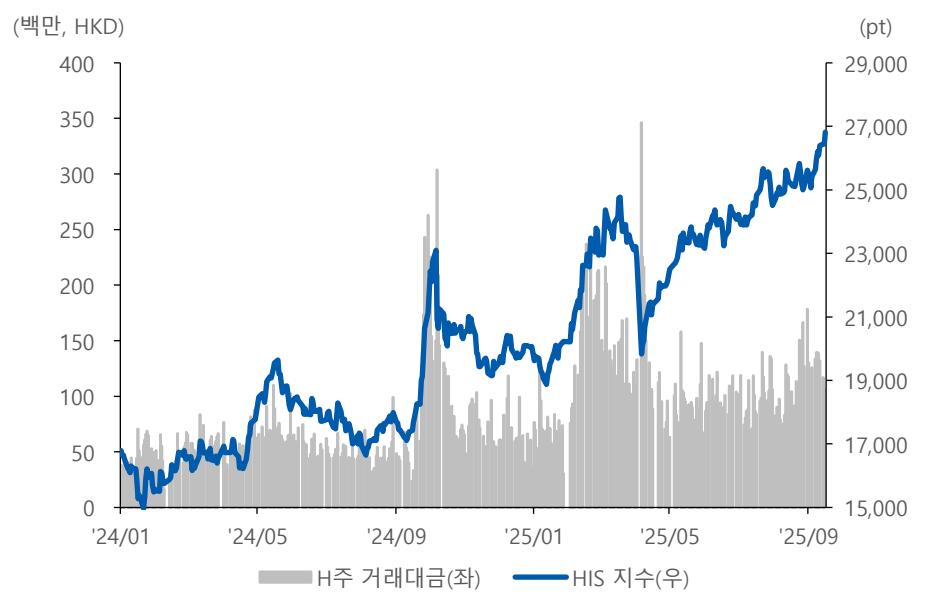
- 2025년 8월 경제 지표는 생산, 소비, 투자라는 경제의 세 가지 핵심 축이 모두 약화되었음을 보여줌 (8월 산업생산 +5.2% yoy, 소매판매 +3.4% yoy, 고정자산투자 +0.5% 누적 yoy, PPI -2.9% yoy: 대부분 지표 컨센 하회. 다만, PPI는 하락 폭 크게 축소)
- 특히 부동산 개발 투자의 낙폭(-12.9%)이 확대되며 경제 전반에 부담으로 작용
- 그러나 이러한 실물 경제의 냉각 국면 속에서도 상해종합지수(SSE)는 10년 만의 최고점 경신, A주 일평균 거래대금은 2.3조 위안을 돌파하는 등 금융 시장은 유동성 유입으로 과열 양상 보임. 이는 실물과 금융 간의 뚜렷한 탈동조화 현상을 의미

A주 일간 거래대금 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

H주 일간 거래대금 추이

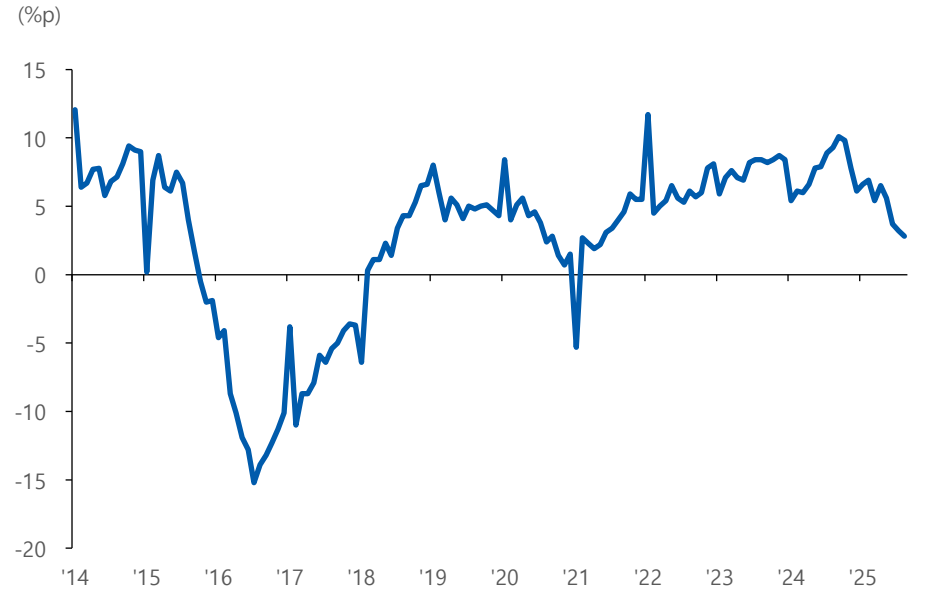


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유동성 장세의 동력: '예금 대이동'

- 유동성 장세의 핵심 동력은 역사적 저금리 환경 속에서 시중 자금이 은행 시스템을 이탈하여 증시로 이동하는 '예금 대이동' 현상
- 2025년 6월부터 가계 순예금 증가세는 감소가 지속된 반면, 비은행금융기관 예금은 지속 증가 중. M2-M1 스프레드도 축소되며 장기 저축성 예금이 투자 대기 자금으로 전환되고 있음을 보여주고 있음
- 또한 중국 증시 약세장이 장기화되면서 약48%에 머물렀던 개인투자자 비중도 2025년 상반기 평균 51.4%로 반등
- 여기에 14차 5개년 결산 및 15차 5개년 계획 정책 시작이 맞물리면서 현재의 유동성 장세는 구조적 자금 재배치의 초기 국면일 가능성이 높음

M2-M1 스프레드 추이 (yoy)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

가계 예금 vs 비은행금융기관 예금 yoy 증감율 추이

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2026년, 15차 5개년 계획의 시작

- 2021~2025년까지 진행되었던 14차 5개년 계획은 미중 기술 패권 경쟁과 글로벌 불확실성 속에서도 내수 중심의 '쌍순환(双循环)' 전략을 성공적으로 이행하여 견고한 내수 시장과 회복력 있는 산업 기반을 구축
- 다만, 14차 5개년 계획이 불확실성에 따른 방어적 성격이 강했다면 15차 5개년 계획 국가 전략은 '제조 강국'에서 '기술 강국'으로 무게 중심을 명확히 이동시키고 있음
- 15차 5개년 계획은 '신질 생산력(新质生产力)'이라는 개념을 중심으로 설계되고 있으며, 이는 국가 발전의 초점을 '제조 강국'에서 '기술 강국(技术强国)'으로의 전환을 명시
- 이는 지난 수십 년간 중국의 성장을 이끌어온 전통적인 생산 요소(노동, 자본, 토지) 중심의 모델에서 벗어나, 기술 혁신 자체가 가장 중요한 생산 요소가 되는 시대로 진입했음을 선언하는 것
- 그리고 이를 이루기 위해 핵심 기술 분야에서 완전한 중국 내 생태계를 조성하기 위한 대규모 국가 주도 투자, 인재 양성 정책, 그리고 시장 형성 정책들을 포함할 것

14차 5개년 계획 성과

주요 지표	2024년	2025년 (목표)	2025년 목표 달성 여부
R&D 비용/GDP 비중	2.68%	2.50%	조기 달성
디지털 경제 생산액/GDP 비중	10% 이상	10%	조기 달성
전략적신흥산업/GDP 비중	13%	17% 이상	4%p 차이 존재
기초 연구 R&D/R&D 투입 비용 비중	6.91%	8% 이상	1.09%p 개선 필요

자료: 유안타증권 리서치센터

14차 5개년 계획 vs 15차 5개년 계획

구분	14차 5개년 계획 (2021-2025)	15차 5개년 계획 (2026-2030) (예상)
구조조정	쌍순환' 전략: 내수 순환 중심, 디지털 경제 전환	신질적 생산력' 기반 고도화: 저품질 과잉생산 억제, 고부가가치 산업으로 질적 전환
장기성장축	디지털 경제': 디지털 인프라 구축, 플랫폼 경제 육성	AI+ 및 스마트화: AI 기술 전 산업 융합, 반도체·로봇 등 첨단 분야 집중
내수 진작	내수 시장 강화: '쌍순환'의 핵심 축으로 시장 규모 확대	소비-혁신 연계: 신흥 산업 통한 신규 소비 창출, 고품질 일자리와 연계

자료: 유안타증권 리서치센터

정책 주도 유동성 장세 속 투트랙 전략

- 14차 5개년 계획의 정책 사이클은 증시에 뚜렷한 영향을 미쳤음. 2020년 10월 '건의안' 초안 발표를 기점으로 시장의 관심은 정책 특히, 장기 성장축에 해당하는 수혜주로 이동
- '쌍순환'과 '기술 자립'이 핵심 키워드로 부상하며, 기술주(IT, 반도체), 신에너지(태양광, 전기차), 첨단 제조업 관련 섹터가 강력한 랠리를 펼쳤음. 2021년 3월 양회에서 계획이 공식화된 이후에는 정책 기대감이 일부 현실화되며 변동성이 확대되었으나, 핵심 테마 관련 섹터는 장기적인 시장 주도주로 자리매김
- 15차 5개년 계획 시기는 14차 때와 다른 환경에 직면함. 14차 시기가 코로나19 이후의 강력한 경기 회복 사이클이었다면, 15차 시기는 실물 경기 둔화 속 '예금 대이동'으로 인한 막대한 국내 유동성이 증시로 유입되는 국면
- 따라서 중국 투자 전략의 핵심은 단기적인 경기 변동에 의존하기보다, 정부의 강력한 의지와 글로벌 자본의 흐름이 일치하는 '신질 생산력(新质生产力)' 관련 첨단 산업에 대한 비중 확대 전략 유효
- 이러한 핵심 성장 전략을 유지하면서도, 중국 정책의 또 다른 큰 축인 '내수 시장 확대 및 질적 성장'에 주목하여 포트폴리오 안정성을 확보할 필요 있음
- 이러한 투트랙 전략은 중국의 장기적인 정책 방향성과 정확히 일치하며, 변동성이 큰 시장 환경 속에서도 구조적 성장을 추구하는 유효한 접근 방식이 될 것

중국 투자전략

구분	내용
핵심 성장축	신질적 생산력'을 중심으로 AI, ESS 등 첨단 기술 분야에 투자하여 미래 성장의 잠재력을 극대화
안정 성장축	정부의 '내수 순환 강화' 및 '소비 업그레이드' 정책에 힘입어 구조적으로 성장하는 음식료, 여행 등 + 고배당 국유 기업

자료: 유안타증권 리서치센터

이안나

이차전지/신에너지

02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com

ESS, 그리고 냉각 시스템

중국 ESS 수요 증가는 계속된다

전례 없는 규모: 중국 ESS 설비의 폭발적 성장

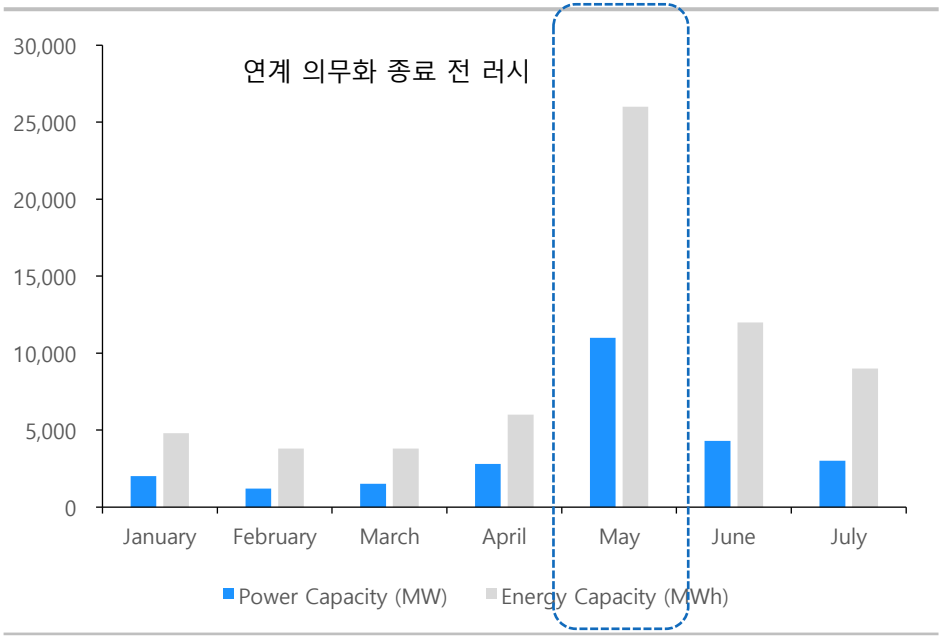
- 중국 에너지 저장 시스템(ESS) 시장은 14차 5개년 계획 정책 슬로건인 '쌍탄소(双碳)' 목표 달성을 위한 핵심 동력으로 폭발적인 성장세를 보임
- 2024년 말 기준, 누적 설치 용량은 73.76 GW/168 GWh에 도달했으며, 이는 전년 대비 130% 이상 증가한 수치
- 2025년 상반기에만 중국은 23.03 GW/56.12 GWh의 신규 용량을 추가했으며, 이는 2024년 동기 대비 68% 증가한 규모
- 2024년 한 해 동안 중국은 전 세계 신규 에너지 저장 용량 추가분의 62%를 차지했는데 이는 제14차 5개년 계획(2021–2025)의 장기 성장축으로 제시된 이후 관련 프로젝트가 급증했기 때문

중국 ESS 누적 설치 용량 추이

연도	전력(만 KW)	용량(만 KWh)
2021	400	800
2022	870	1,805
2023	3,139	6,687
2024	7,376	16,820
1H25	23.03	56.12

자료: NEA, 유안타증권 리서치센터

중국 ESS 신규 설치 용량 월별 추이

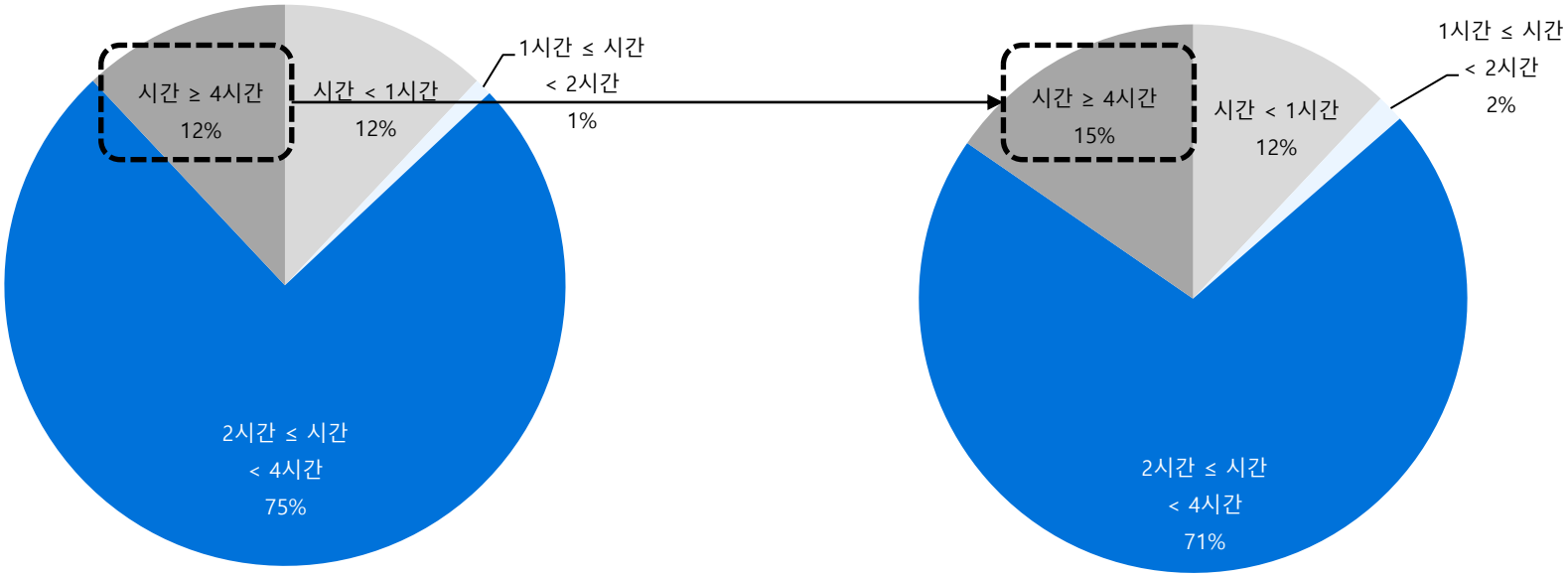


자료: NEA, 유안타증권 리서치센터

중국 ESS, 양적 뿐 아니라 질적으로도 성숙한 산업이 되다

- 1) 중국 ESS 내 프로젝트는 대규모 중심으로 재편. 2024년 말 기준, 설치 용량 100 MW 이상의 프로젝트가 전체의 62.3%를 차지했으며, 이는 2023년 대비 10%p 증가한 수치
- 2) 긴 저장 기간을 가진 시스템으로의 전략적 전환. 2-4시간 시스템이 여전히 다수(2024년 기준 71.2%)를 차지하지만, 4시간 이상의 장주기 저장 프로젝트 비중은 2024년 15.4%로 증가하여 2023년 대비 3%p 상승. 신규 프로젝트의 평균 에너지 저장 기간 역시 2023년 2.1시간에서 2024년 2.3시간으로 길어짐
- 3) 전통적인 양수 발전을 벗어나 근본적으로 기술 변화가 일어나고 있음. 2024년 말, 처음으로 신규 에너지 저장(주로 리튬이온)의 누적 설치 용량(78.3 GW)이 양수 발전의 용량을 넘어섰음. 2025년 상반기에는 전체 전력 저장 설비에서 양수 발전이 차지하는 비중이 사상 처음으로 40% 아래로 떨어졌고, 신규 에너지 저장은 101.3 GW에 달함
- 프로젝트 규모의 대형화와 저장 기간의 장주기화라는 두 가지 추세가 동시에 나타나는 것은 중요한 시사점을 가짐. 이는 시장이 과거의 기본적인 재생에너지 연계 의무(주로 소규모 2시간 시스템)를 이행하는 단계를 넘어, 그리드 규모의 에너지 차익거래 및 보조 서비스와 같이 경제적으로 더 정교한 자산을 배치하는 방향으로 진화하고 있음을 의미

에너지 저장 기간 변화 2023(좌) vs 2024(우)

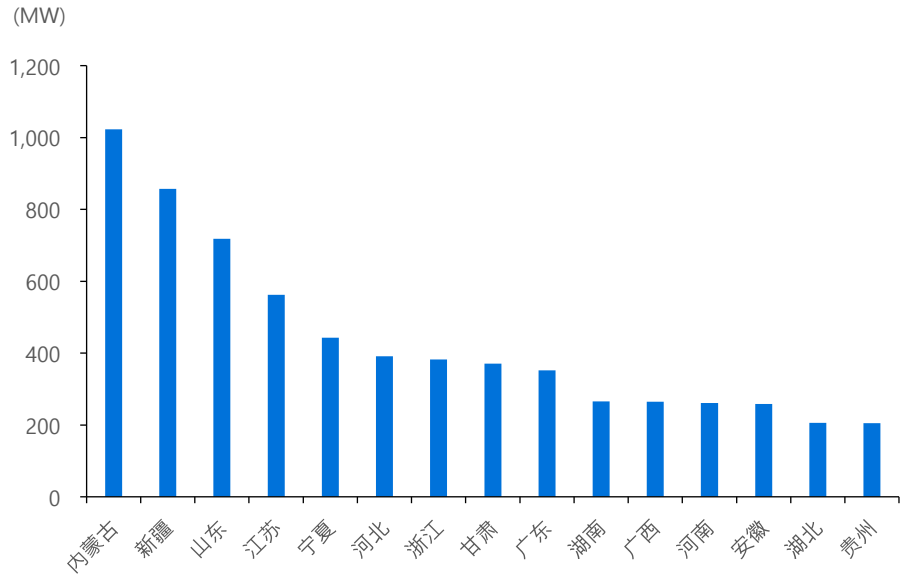


자료: NEA, 유안타증권 리서치센터

중국 ESS 지리적 분포: 배치의 중심지

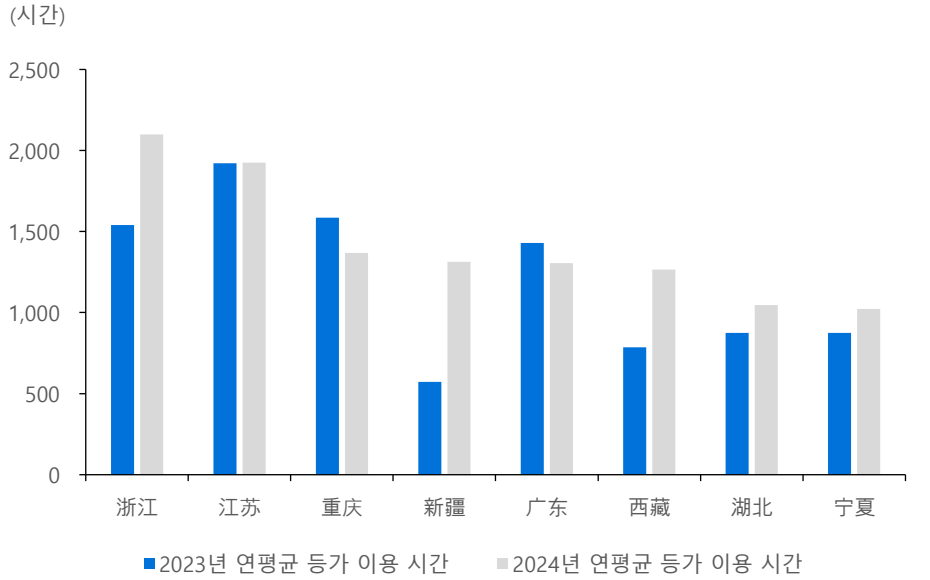
- ESS 배치는 방대한 재생에너지 자원과 상당한 그리드 수요를 가진 지역에 지리적으로 집중되어 있음. 누적 설치 용량 기준 상위 5개 성(省)급 지역은 네이멍구, 신장, 산둥, 장쑤, 닝샤
- 지역별로 살펴보면, 화북 지역이 전국 총량의 30.1%를 차지하며 선두를 달리고 있고, 서북 지역이 25.4%로 그 뒤를 잇고 있음.
- 2025년 상반기에는 화남 지역이 가장 빠른 성장세를 보였는데, 광시 및 윈난과 같은 성들의 수요 증가에 힘입어 점유율이 3%p 증가한 15.4%를 기록
- 2025년 7월 신규 프로젝트 등록 현황을 보면, 네이멍구(23.98 GW)와 광둥(6.35 GW)이 주도
- 네이멍구와 신장이 ESS 용량에서 선두를 달리는 것은 이 지역들이 국가 재생에너지 기지이기 때문. 이 지역들은 현지 수요를 훨씬 초과하는 막대한 양의 풍력 및 태양광 발전을 생산한다. 따라서 ESS는 선택이 아닌, 출력 제어를 관리하고 이 전력을 에너지 소비가 많은 산둥, 장쑤, 광둥과 같은 해안 지방으로 수출하기 위한 필수 요소

중국 ESS 누적 설치 용량 추이



자료: NEA, 유안타증권 리서치센터

지역별 연평균 등가 이용 시간 2023 vs 2024



자료: NEA, 유안타증권 리서치센터

2025년 중국 ESS 정책 대전환: 의무에서 시장으로

- 2025년 2월, 중국 정부는 재생에너지에 대한 ESS 연계 의무화를 종료하는 중대한 정책 개혁을 단행
- 2025년 2월에 발표된 신에너지 발전차액지원제도의 시장 기반 개혁 심화에 관한 통지(문서 136호)에 따르면 2025년 6월 1일부터 신규 재생에너지 프로젝트의 승인이나 계통 연계를 위한 전제 조건으로 ESS 설치를 더 이상 요구하지 않는다고 명시
- 즉, 2024년까지 ESS 설치를 이끌었던 핵심 동인을 해체한 것
- 이전까지 지방 정부들은 재생에너지 용량의 10~30%에 해당하는 ESS를 의무적으로 연계하도록 요구. 이러한 정책은 확실한 시장을 창출했지만, 연계된 ESS가 도매 또는 보조 서비스 시장에 참여할 수 없어 경제적으로 비효율적이고 활용도가 낮은 자산을 양산하는 결과를 낳음

신에너지 발전차액지원제도(문서 136호) 관련 내용

정책 분야	핵심 조항	주요 영향 대상
가격 결정 원칙	모든 신에너지(풍력, 태양광) 발전량은 원칙적으로 전력 시장에 참여하며, 시장 거래를 통해上网电价(계통연계가격)가 결정됨	신재생에너지 개발사, 투자자, 전력망 회사
프로젝트 분류	2025년 6월 1일을 기준으로, 이전에 가동을 시작한 프로젝트는 '기존 프로젝트(存量项目)', 이후에 가동되는 프로젝트는 '신규 프로젝트(增量项目)'로 분류하여 차등 정책을 적용함	신재생에너지 개발사, EPC 기업, 공급망
가격 안정화 메커니즘	지속가능발전 가격결제 메커니즘'을 도입함. 시장 평균 가격이 '메커니즘 가격(机制电价)'보다 낮으면 차액을 보전하고, 높으면 환수하는 '多退少补' 방식을 적용함	신재생에너지 개발사, 전력망 회사, 지방 정부, 최종 사용자
에너지 저장장치(ESS) 의무화	신규 신재생에너지 프로젝트의 허가, 계통연계 등의 전제 조건으로 ESS 설비 구축을 강제할 수 없다고 명시함	ESS 공급사, 독립형 ESS 개발사, 신재생에너지 개발사
시장 메커니즘	현물시장 가격 상하한선을 완화하고, 중장기 계약(특히 다년 계약) 체결을 장려하며, 녹색전력인증서(GEC) 거래를 활성화함	전력 거래 기관, 대규모 전력 사용자, 금융 기관
지방 정부 권한	각 지방 정부는 2025년 말까지 자체 실정에 맞는 구체적인 실행 방안을 수립하고 시행해야 함 신규 프로젝트의 메커니즘 가격과 적용 물량 결정에 핵심적인 역할을 수행함	지방 정부, 투자자

자료: NEA, 유안타증권 리서치센터

신에너지 저장 대규모 건설을 위한 특별 행동 계획 (2025-2027) 발표

- 연계 의무화 종료 정책 발표로 2025년 6월 1일 마감 시한 이전에 프로젝트를 상업 운전하려는 엄청난 설치 러시가 발생
- 개발자들은 기존 제도의 혜택, 즉 석탄화력발전 가격과 연동된 고정 발전 차액과 새로운 시장 기반 입찰 시스템의 가격 불확실성을 회피하기 위해 프로젝트 일정을 앞당김
- 이러한 급증세는 건설 기간이 짧은 태양광 부문에서 특히 두드러졌음. 2025년 상반기, 중국은 이러한 설치 러시의 결과로 212 GW의 태양광 용량을 추가
- 의무 연계 정책의 폐지는 일시적이지만 상당한 수요 감소를 초래할 것으로 시장에서는 예상했었음. 실제로 중국 에너지국에서는 중국 2025년 에너지 저장 설치 전망치를 127 GWh에서 115 GWh로 하향 조정하기도 했음
- 다만, 국가발전개혁위원회(NDRC), 국가에너지국(NEA)에서 '신에너지 저장 대규모 건설 특별 행동 방안(2025-2027년)'을 발표하면서 수요 감소에 대한 우려를 불식시킴. 이는 2027년까지 신형 에너지저장(ESS) 설비 규모를 1억 8,000만kW(180 GW) 이상으로 확대하고, 약 2,500억 위안의 직접 투자를 유도하는 것을 목표로 함

신에너지 저장 대규모 건설을 위한 특별 행동 계획 (2025-2027)

구분	주요 내용
정책 명칭	신에너지 저장 대규모 건설을 위한 특별 행동 계획 (2025-2027)
발표 기관	국가발전개혁위원회 (NDRC), 국가에너지국 (NEA)
추진 배경	• "이중 탄소(双碳)" 목표 하에 신에너지 발전이 가속화됨 • 전력 계통의 피크 조절 및 안정적 전력 공급에 대한 부담 증가 • 새로운 전력 시스템 구축을 위해 유연성 자원인 신에너지 저장 장치의 필요성 증대
핵심 목표 (2027년까지)	• 총 설비 용량: 1억 8,000만 kW (180 GW) 초과 달성 (2025-2027년, 3년간 1억 kW 이상 신규 증설 목표) • 직접 투자 유치: 약 2,500억 위안 (RMB) 유도
기대 효과	• 신에너지 저장 기술 경로 및 적용 시나리오 다각화 • 대표적인 시범 적용 프로젝트 육성 및 성공 사례 확립 • 중국의 녹색·저탄소 에너지 전환 및 고품질 경제사회 발전 지원

자료: NDRC, NEA, 유안타증권 리서치센터

15차 5개년 구조조정 이후 경쟁력 있는 기업 중심 생태계 재편

- 과거의 의무화 제도는 용량의 급속한 증설을 이끌었지만, 이들 자산 중 다수는 실행 가능한 수익 모델이 없어 활용률이 극도로 낮은 채 '건설 후 방치'되는 경우가 많았음. 이에 정부는 의무를 제거함으로써 시장이 스스로 교정하도록 유도
- 특히, 15차 5개년의 핵심인 신질 생산력은 ESS뿐 아니라 신재생, 전기차, 2차전지 등 14차 5개년의 장기 성장축이었던 산업의 모든 밸류체인에서 수익성 및 경쟁력 낮은 기업들을 구조조정. 결국 명확한 수익 모델로 경쟁력을 확보한 기업 중심으로 생태계가 재편되는 것
- 이에 ESS 밸류체인 별로 경쟁력 높은 기업들 중심, 점유율이 더욱 확대, 향후 증가하는 프로젝트 대부분을 가져가게 될 것
- ESS 배터리 셀 부문은 CATL(2025년 상반기 시장 점유율 43.05%)과 BYD(시장 점유율 23.55%)라는 두 거대 기업의 과점 체제가 특징이며, 이 두 회사가 내수 시장의 2/3를 장악. 기술적으로는 LFP가 2025년 상반기 전체 배터리 생산량의 82.2%를 차지
- 과점 체제가 견고하지만, 시장 다각화의 조짐도 나타나고 있음. 상위 10개 제조업체의 합산 시장 점유율은 2024년 대비 2.5%p 감소했으며, CALB, Gotion Tech, EVE Energy와 같은 후발 주자들이 점차 점유율을 높여나가고 있음

2024년 중국 BESS 시스템 통합(SI) 업체 순위

순위	기업명	주요 시장 및 강점
1 (글로벌)	Sungrow	글로벌 1위 (출하량 기준). PCS 분야에서도 글로벌 1위. 기존 태양광 인버터 사업을 통한 강력한 글로벌 네트워크 보유.
1 (중국 내수)	CRRC Zhuzhou Institute	중국 내수 1위 (출하량 및 설치 용량 기준). 국영 기업으로서 정부 주도 대형 프로젝트 수주에 강점.
Top 5	HyperStrong	중국 내수 및 글로벌 시장에서 상위권 유지. 시스템 통합 전문 역량 보유.
Top 5	Envision Energy	풍력 터빈 사업과의 시너지를 통해 BESS 시장에서도 강세. 내수 및 글로벌 시장 모두 상위권.

자료: 유안타증권 리서치센터

2024년 중국 BESS 전력 변환 시스템(PCS) 공급업체 순위

순위 (글로벌 출하량)	기업명
1	Sungrow
2	Kehua Tech
3	Sineng
순위 (중국 내수 출하량)	**기업명**
1	Kehua Tech
2	Sineng
5	Sungrow

자료: 유안타증권 리서치센터

15차 5개년 장기 성장축 AI → 데이터센터향 ESS가 성장 동력

- 미중 기술 경쟁 속에서 중국은 'AI 기술 자립(AI技术自立)'을 국가적 최우선 과제로 삼고 있음. 이는 대규모 언어 모델(LLM) 훈련을 위한 막대한 규모의 데이터센터 인프라 투자를 촉발하고 있기 때문
- AI 연산에 필요한 고성능 GPU는 엄청난 전력을 소비. BNEF 등 다수의 기관이 데이터센터와 AI로 인한 전력 수요 급증을 2026년 ESS 수요에 대한 주요 변수로 지목
- 중국은 이미 미국에 이어 세계 2위의 데이터센터 전력 소비국이며 , 전력 소비량은 2025년 약 200 TWh에서 2030년에는 최대 600 TWh까지 급증할 것으로 예측되고 있음
- 중국의 데이터센터 ESS 시장은 연평균 10.4%의 성장률을 기록할 것으로 예상되며, 이는 세계 평균 성장률을 크게 상회하는 수치

ESS 세그먼트 별 향후 적용 가능성 높은 배터리

세그먼트	세부	주요 용량 범위	핵심 배터리	필수 세부 스펙(범위)	설계 수명 사이클 (DoD 80%)	리퍼/모듈 교체 주기
가정용	단독주택 태양광	5–20 kWh	LFP, Na-ion	– 에너지 밀도 ≥ 110 Wh/kg, 라운드 트립 효율 ≥ 90 %, – C-rate 0.5C 충전/0.75C 방전, 소음 ≤ 35 dB, 원통/파우치 셀, IP54 이상	10–12 년, ≥ 4 000 cycles	10년 모듈 리퍼, BMS 팬 5년
	아파트/다세대	2–10 kWh	LFP	– 벽걸이형, 무게 ≤ 120 kg/모듈, 무연기·가스 (UL 9540A), −10 ~ +45 °C	10년, 3,500 cycles	셀 8–10년, BMS 5년
	커뮤니티형	20–200 kWh	LFP, VRFB	– 피크 전력 대응 1C 방전, CTP 소화 시스템 내장	15년, 6,000 cycles	12–15 년 (셀), PCS 7년
	캠핑/레저	1–5 kWh	Li-polymer, LFP	– 무게 ≤ 10 kg/kWh, −20 ~ +60 °C 작동	5–7년,1,500 cycles	5년 전체 교체
상업/산업 (C&I)	공장 피크 저감	100 kWh–2 MWh	LFP, Na-ion	– 라운드 트립 효율 ≥ 91 %, 1C/1C 연속 가능, 열 폭주 억제 분리대	12–15 년, ≥ 5,000 cycles	10년 셀 리퍼, 냉각기 7년
	대형 빌딩/쇼핑몰	50–500 kWh	LFP	– < 50 Wh/L 발열량 기준 충족, NFPA-855 실내 설치 등급	12 년, 4,000 cycles	모듈 10년
	데이터센터/IDC	100 kWh–1 MWh	LFP, NCM/NCA-HP	– 0.1 초 이내 전력 인계 (UPS), Peak Power ≥ 4C 10 s, 라운드 트립 효율 ≥ 93 %	10 년, 3,000 cycles (저DoD)	8–10년 모듈, 냉각팬 5년
	병원/연구소	10–100 kWh	LFP	– 99.999 % 가용성(BS EN 50549-1), 고화재 등급-A enclosure	15 년, 5,000 cycles	10년
	물류/냉동창고	50–200 kWh	LFP	– −25 °C 성능저하 ≤ 20 %, 0.3C 지속 충전, 1C 방전	10 년, 4,000 cycles	8년 셀·히터 교체
유틸리티 (Grid)	발전소 연계	20–400 MWh	LFP, Na-ion, VRFB	– 저장 시간 2–8 h(E/P≥2), 라운드 트립 효율≥ 88 %, 셀 셀프 소화 (NFPA 855 중점)	20 년, ≥ 7,000 cycles	15년 모듈, PCS·컨테이너 10년
	주파수 조정(FFR)	10–100 MWh	LFP, Li-Titanate	– 4C 이상 순간 방전, 10 min 지속, SOC 가변 영역 20–80 %	15년, ≥ 10,000 cycles (저DoD)	12년 셀 리퍼
	전력거래/Arb.	10–500 MWh	LFP, Na-ion	– 일 2–3회 싸이클(1C/1C), Levelised Cost < $80 /MWh-cycle	15 년, 6,000 cycles	10년
	오프그리드·도서	1–50 MWh	VRFB, LFP	– 45 °C 환경 성능저하 ≤ 10 %, 100 % DoD 운용	20 년,12,000 cycles	18–20년 (전해액 재활용)
통신/인프라	통신국사기지국	5–30 kWh	LFP, NCM/NCA	– −20 ~ +55 °C, 5C 15 s 파워, 납축 대비 40 % 무게 절감	10 년, 5,000 cycles	8년
	철도·지하철 UPS	10–100 kWh	LFP	– MIL-STD-810 충격·진동, 0.5C 충전, 3C 방전	15 년, 4,000 cycles	10년

자료: 유안타증권 리서치센터

15차 5개년 장기 성장축 AI → 데이터센터향 ESS → 수냉식 시스템

- AI 발전에 따른 데이터센터향 ESS 수요 증가와 함께 ESS 기술에 새로운 변화가 중국 내에서도 일고 있음. 이는 냉각 시스템의 변화임. 2025년부터 고밀도 데이터센터와 최신 BESS 모두 고효율 열관리를 위해 액체 냉각 시스템을 채택. 따라서 데이터센터 시장의 성장은 BESS용 액체 냉각 기술 및 부품 시장의 동반 성장을 견인할 것으로 기대
- **BESS 냉각시스템: 배터리 최적 컨디션 유지+ 경제성 극대화**
  배터리는 온도에 매우 민감한 화학 장치. 최적의 온도를 벗어나면 성능이 저하되고 수명이 급격히 단축되므로, 정밀한 온도 제어는 ESS의 장기적인 가치 결정. 특히 일정 기간 안에 에너지 효율이 급격하게 떨어지면 디밸로퍼들이 손실을 떠안게 됨. 비즈니스 측면에서도 중요한 역할
- **ESS 냉각 시스템의 종류– 공랭식 vs 수냉식:**
  ESS 냉각 방식은 열을 전달하는 매체에 따라 크게 공랭식과 수냉식으로 구분. 각각의 방식은 장단점이 뚜렷하여 시스템의 특성에 맞게 선택적으로 적용
- **BESS 냉각시스템, 수냉식 시스템의로의 교체가 이루어진 이유**
  1) 에너지 밀도 30% 향상: 부피가 큰 HVAC 장비가 불필요해 동일 공간에 더 많은 배터리를 설치할 수 있어 부지 비용이 절감
  2) 안전성 강화 및 금융 조달 용이: 열 폭주 위험을 획기적으로 낮춰 프로젝트의 안전성을 담보하고, 이는 프로젝트의 '금융 조달 가능성'을 높여 보험료 절감 등 경제적 이점
  3) 총소유비용(TCO) 절감: 초기 투자비는 높지만, 보조 전력 소모가 적고 배터리 수명이 연장되어 장기적인 총소유비용은 오히려 낮아짐

구분	공랭식 (Air Cooling)	수냉식 (Liquid Cooling)
원리	팬(Fan)을 이용, 공기로 열을 식힘	펌프를 이용, 냉각수(물, 글리콜 등)로 열을 식힘
냉각 효율	낮음	매우 높음
장점	– 저렴한 비용, 간단한 구조, 높은 안정성 (누수 위험 없음)	– 뛰어난 냉각 성능, 고밀도/대용량 시스템에 적합, 시스템 소형화 가능
단점	– 대규모 시스템 적용 어려움. 외부 환경(먼지, 습기)에 영향	– 높은 초기 투자 및 유지보수 비용, 구조의 복잡성, 누수 발생 위험 존재
주요 적용	소규모 ESS	중대규모 상업용, 전력망용 ESS (현재 표준)

차세대 기술	작동 원리 및 특징
직접 냉매 냉각	– 원리: 에어컨처럼 냉매의 기화열을 이용해 배터리를 직접 냉각 – 특징: 수랭식보다 한 단계 높은 냉각 성능을 제공
침지형 냉각	– 원리: 전기가 통하지 않는 특수 용액(유전체 액체)에 배터리를 직접 담가 냉각 – 특징: 가장 뛰어난 냉각 효율과 균일성을 보이며, 화재 발생 시 산소를 차단하여 확산을 막는 효과까지 기대

해외 기업분석

CATL (3750.HK)

CATL (3750.HK): 글로벌 2차전지 1위 기업의 위엄

이차전지/신에너지

이안나 2차전지/신에너지
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (M)
목표주가	- 달러 (M)
현재주가 (9/17)	502.50달러
상승여력	-

시가총액	1,890,337백만달러
총발행주식수	156백만주
90일 평균 거래대금	1,025백만달러
90일 평균 거래량	-주
52주 고	508.00달러
52주 저	291.00달러
주요주주	쿠웨이트국, SINOPEC HK 19.0%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	20.9	62.5	-

- **3Q25 실적 개선 기대:** 2025년 2분기 매출은 전년 동기 대비 8.3% 증가한 942억 위안을 기록하며 매출액 기준 컨센서스 약 1,030억 대비 하회. 이는 리튬 가격 하락에 따른 ASP 하락으로 인한 것. 다만, 원가 통제, 개선된 총이익률, 유로화 강세에 따른 23억 위안 규모의 일회성 외환 평가 이익으로 순이익은 전년 동기 대비 34% 급증한 165억 위안으로 사상 최대 분기 실적 달성. 3분기에는 2분기의 일회성 이익 요인이 사라지는 부담이 있지만, ESS 출하량 증가 및 원자재 가격 안정화로 매출은 약 1,181억 위안 수준으로 회복될 것으로 예상

- **2025년 하반기 실적 개선 폭 두드러질 것**: 하반기에는 여러 부문에서 실적 성장이 기대됨. EV 부문에서는 에너지 밀도를 15% 이상 높인 M3P 배터리 양산이 본격화되어 테슬라 모델 3/Y, 화웨이-체리 합작 모델 등에 탑재되면서 출하량과 수익성 개선을 이끌 전망. ESS 부문은 호주의 ACEnergy(3GWh), Quinbrook(24GWh) 등 대규모 장기 공급 계약을 기반으로 안정적인 성장이 예상됨. 또한, 2세대 나트륨 이온 배터리 'Naxtra'는 초저가 EV 및 ESS 시장을 공략할 핵심 기술로 연말 양산을 목표로 함

- **2026년 해외 생산 거점 본격 가동 + 리스크 점검:** 2026년에는 스텔란티스와의 스페인 합작 공장이 생산을 시작하는 등 해외 생산 거점이 본격적으로 가동되며 고수익성 해외 매출 비중이 크게 확대될 것으로 기대. 또한 2027년 소량 생산을 목표로 하는 전고체 배터리 개발도 꾸준히 진행될 예정. 다만, 대외적으로는 미국의 IRA 및 FEOC 규제가 가장 큰 리스크이며, 일부 글로벌 시장의 EV 수요 둔화 가능성도 잠재적 위험 요인. 중국 내에서는 BYD가 주도하는 가격 경쟁이 지속되면서 마진 압박이 계속될 것.

Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	7,300	20,212	48,864	56,616	50,282
매출액증가율	9.9	159.1	152.1	22.0	-9.7
영업이익	923	2,783	4,954	6,534	7,450
영업이익률	26.1	201.4	78.0	31.9	14.0
당기순이익	810	2,470	4,570	6,313	7,227
EPS	0.4	1.1	1.9	1.4	1.6
EPS증가율	19.1	175.7	88.0	41.9	16.5
PER	140.8	85.5	30.4	16.0	22.4
PBR	12.6	16.1	-	3.6	4.7
EV/EBITDA	71.6	58.5	-	8.8	13.2
ROA	4.3	6.9	6.8	6.8	6.9
ROE	10.9	21.4	24.7	24.7	23.4

자료: 유안타증권 리서치센터

CATL (3750.HK) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	7,300	20,212	48,864	56,616	50,282
매출액 증가율(%)	9.9	159.1	152.1	22.0	-9.7
매출원가	5,274	14,900	40,244	45,752	37,991
매출총이익	2,027	5,312	8,620	10,865	12,291
판관비	514	1,102	1,580	1,916	2,155
영업이익	923	2,783	4,954	6,534	7,450
영업이익 증가율(%)	26.1	201.4	78.0	31.9	14.0
EBITDA	1,607	3,728	6,879	9,693	10,849
영업외손익	-90	-300	-500	-1,162	-1,505
외환관련손익	17	65	173	60	-179
이자손익	-124	-180	-284	-692	-806
관계기업관련손익	1	-89	-389	-529	-520
기타	0	6	0	0	0
법인세비용차감전순손익	1,013	3,084	5,453	7,696	8,955
법인세비용	127	314	478	1,010	1,274
계속사업순손익	886	2,769	4,975	6,685	7,680
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	810	2,470	4,570	6,313	7,227
당기순이익 증가율(%)	22.7	205.0	85.0	38.1	14.5

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	17,292	27,963	56,206	63,339	69,889
현금및현금성자산	9,718	11,879	27,563	36,854	40,859
매출채권	3,256	4,988	8,914	9,262	8,804
재고자산	2,026	6,325	11,114	6,398	8,197
비유동자산	6,703	20,442	30,907	37,653	37,882
유형자산	4,240	12,144	19,604	21,702	21,501
관계기업등 지분관련자산	737	1,723	2,551	7,045	7,506
기타투자자산	56	1,159	1,339	1,394	1,238
자산총계	23,996	48,405	87,114	100,992	107,772
유동부채	8,423	23,496	42,874	40,415	43,453
매입채무 및 기타채무	3,797	9,846	16,454	20,987	23,439
단기차입금	3,366	11,096	21,419	14,022	15,033
유동성장기부채	199	523	-	-	-
비유동부채	4,971	10,337	18,595	29,612	26,856
장기차입금	3,133	5,974	11,499	11,095	12,961
부채총계	13,394	33,833	61,468	70,028	70,307
자본금	354	365	-	-	-
자본잉여금	6,278	6,503	-	-	-
이익잉여금	3,033	5,547	9,344	14,929	17,901
비지배지분	764	1,276	1,802	3,123	3,634
자본총계	10,601	14,572	25,644	30,964	37,463
순차입금	-3,509	5,583	2,419	-19,469	-22,009
총차입금	6,713	17,676	33,018	25,172	28,110

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	2,618	6,532	9,102	13,109	13,472
당기순이익	810	2,470	4,570	6,313	7,227
유무형자산상각비	684	945	1,925	3,159	3,399
기타비현금손익 조정	264	452	2,607	3,637	2,846
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	-348	-4,474	-	-	-
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-2,187	-8,374	-9,538	-4,122	-6,789
인수 및 사업	0	-37	-1,704	238	-2,831
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-257	-1,552	-664	387	363
재무활동 현금흐름	5,490	3,825	12,234	2,078	-2,017
차입금 증감	683	3,228	5,703	3,220	1,482
자본금 증감	2,845	117	0	0	0
현금배당	-70	-87	-237	-864	-3,073
기타현금흐름	2,031	566	6,767	-277	-426
현금의 증감	5,837	1,872	12,212	11,373	4,444
기초 현금	3,554	9,980	10,945	22,198	32,628
기말 현금	9,718	11,879	22,849	33,539	37,011
NOPLAT	857	2,502	4,519	5,676	6,390
FCF	688	-254	1,932	8,360	9,141

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	0.4	1.1	1.9	1.4	1.6
BPS	4.3	5.7	-	6.3	7.7
EBITDAPS	1.2	2.8	3.8	3.0	3.1
SPS	3.3	8.7	20.5	12.9	11.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	140.8	85.5	30.4	16.0	22.4
PBR	12.6	16.1	-	3.6	4.7
EV/EBITDA	71.6	58.5	-	8.8	13.2
PSR	15.6	10.5	2.8	1.8	3.2
ROE(%)	10.9	21.4	24.7	24.7	23.4
ROIC(%)	6.5	10.2	10.0	10.0	10.6
ROA(%)	4.3	6.9	6.8	6.8	6.9
부채비율 (%)	63.3	121.3	128.8	81.3	75.0
순차입금/자기자본 (%)	-33.1	38.3	9.4	-62.9	-58.7
매출총이익률 (%)	27.8	26.3	17.6	19.2	24.4
영업이익률 (%)	12.6	13.8	10.1	11.5	14.8
매출순이익률 (%)	11.1	12.2	9.4	11.1	14.4
EBITDA 마진 (%)	22.0	18.4	14.1	17.1	21.6

자료: Bloomberg, 유안타증권

해외 기업분석

Envicool Technology (002837.SZ)

Envicool Technology (002837.SZ): 진정한 AI데이터센터 냉각 시스템 수혜주

이차전지/신에너지

이안나 2차전지/신에너지
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (M)
목표주가	- 달러 (M)
현재주가 (9/17)	75.65달러
상승여력	-

시가총액	73,299백만달러
총발행주식수	969백만주
90일 평균 거래대금	3,647백만달러
90일 평균 거래량	55,295,880주
52주 고	85.00달러
52주 저	15.47달러
주요주주	SHENZHEN ENVICOOL IN 25.3%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	18.5	163.5	387.9

- **2분기에 이어 3분기에도 외형성장 폭 클 것:** 2025년 2분기 실적은 1분기에 집중적으로 출하된 주문들이 한꺼번에 매출로 인식되면서 큰 폭의 외형성장 기록. 2분기 매출은 16억 4,100만 위안으로 전분기 대비 75.88% 급증했으며, 순이익은 1억 6,800만 위안으로 전분기 대비 250% 증가. 3분기에도 이러한 성장세는 이어질 전망인데, 2분기 말 기준 고객에게 발송되었으나 아직 매출로 인식되지 않은 재고가 6억 8,100만 위안, 고객 선급금 성격의 계약 부채가 4억 4백만 위안에 달해 하반기 실적에 대한 가시성이 매우 높은 상황.

- **AI 데이터센터와 ESS가 이끄는 하반기 실적**: 하반기에는 AI 데이터센터와 ESS가 실적을 견인할 것. AI 데이터센터 부문에서는 'Coolinside'라는 이름의 '전 과정(full-chain)' 액체 냉각 솔루션이 핵심 경쟁력으로 작용하고 있음. 특히 중국 주요 통신사들이 2025년까지 액체 냉각 도입 비중을 50% 이상으로 확대할 계획이어서, 핵심 공급업체인 인빅의 대규모 수주가 기대되는 상황. ESS 열 관리 부문에서는 'BattCool' 솔루션을 통해 약 30%의 글로벌 시장 점유율을 유지하며 선두 자리를 지키고 있으며, 최근 소항신에너지(Souhang New Energy)와의 글로벌 전략적 파트너십 체결로 해외 시장 확장에 대한 기대감을 높이고 있음.

- **2026년에도 큰 폭의 외형성장은 이어진다:** 2026년에도 AI 컴퓨팅 및 글로벌 에너지 전환이라는 거대한 흐름 속에서 지속적인 고성장 기대. 2026년 순이익은 2025년 대비 67% 이상 성장한 10억 1,200만 위안에 달할 것으로 예측되고 있음. 다만 대외적으로는 액체 냉각 시스템의 주요 원재료인 구리 가격 변동성과 버티브(Vertiv)와 같은 글로벌 기업과의 경쟁 심화가 주요 리스크임. 중국 내에서는 중커슈광(Sugon), 션링환경(Shenling Environment) 등 현지 경쟁사들과의 가격 경쟁이 지속되면서 수익성에 부담으로 작용할 수 있음.

Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	247	345	435	498	637
매출액증가율	27.3	30.8	31.2	20.7	30.0
영업이익	30	38	47	56	70
영업이익률	19.4	25.0	24.3	19.9	23.5
당기순이익	26	32	42	49	63
EPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
EPS증가율	12.5	10.5	32.1	24.1	29.8
PER	30.7	64.9	52.0	45.0	66.2
PBR	4.0	7.4	6.8	6.3	10.3
EV/EBITDA	25.7	46.6	38.9	33.8	52.5
ROA	7.0	6.5	7.5	7.5	8.2
ROE	13.7	12.6	14.1	14.9	16.8

자료: 유안타증권 리서치센터

Envicool Technology (002837.SZ) (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	247	345	435	498	637
매출액 증가율(%)	27.3	30.8	31.2	20.7	30.0
매출원가	167	244	305	350	454
매출총이익	80	101	130	148	183
판관비	33	38	46	43	52
영업이익	30	38	47	56	70
영업이익 증가율(%)	19.4	25.0	24.3	19.9	23.5
EBITDA	34	46	56	67	81
영업외손익	1	4	0	0	-1
외환관련손익	0	1	-2	-1	-2
이자손익	0	3	3	2	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	-1	-1
법인세비용차감전순손익	29	34	48	57	71
법인세비용	3	3	6	7	8
계속사업순손익	26	31	41	49	63
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	32	42	49	63
당기순이익 증가율(%)	13.7	20.6	31.1	16.6	29.4

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	338	427	476	596	658
현금및현금성자산	57	73	82	115	76
매출채권	141	206	254	326	387
재고자산	72	63	64	95	121
비유동자산	95	117	110	121	166
유형자산	41	66	64	86	131
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	4	3	2	2	3
자산총계	432	544	586	717	824
유동부채	204	238	260	338	371
매입채무 및 기타채무	94	86	117	159	212
단기차입금	100	126	115	125	109
유동성장기부채	0	0	0	14	1
비유동부채	13	15	21	29	54
장기차입금	7	0	7	14	40
부채총계	217	253	281	367	425
자본금	49	53	63	80	102
자본잉여금	68	116	92	81	67
이익잉여금	97	123	145	178	219
비지배지분	0	-1	-1	-1	0
자본총계	215	291	306	350	399
순차입금	49	27	29	42	76
총차입금	107	137	134	163	157

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-1	24	27	62	25
당기순이익	26	32	42	49	63
유무형자산상각비	3	8	9	10	11
기타비현금손익 조정	3	4	13	23	18
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	-23	11	-6	-33	-30
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-11	-49	3	-14	-46
인수 및 사업	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	1	-35	12	15	3
재무활동 현금흐름	7	39	-17	-14	-16
차입금 증감	21	8	-4	3	4
자본금 증감	0	47	0	5	6
현금배당	-7	-9	-9	-12	-16
기타현금흐름	-7	-7	-4	-11	-11
현금의 증감	-5	14	15	36	-36
기초 현금	63	59	67	79	112
기말 현금	57	73	82	115	76
NOPLAT	28	39	46	51	69
FCF	-13	10	18	33	-24

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
BPS	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
EBITDAPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
SPS	0.3	0.4	0.5	0.5	0.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	30.7	64.9	52.0	45.0	66.2
PBR	4.0	7.4	6.8	6.3	10.3
EV/EBITDA	25.7	46.6	38.9	33.8	52.5
PSR	3.3	6.0	5.0	4.4	6.5
ROE(%)	13.7	12.6	14.1	14.9	16.8
ROIC(%)	9.9	10.1	10.4	10.5	12.4
ROA(%)	7.0	6.5	7.5	7.5	8.2
부채비율 (%)	49.9	47.0	43.8	46.7	39.2
순차입금/자기자본 (%)	22.6	9.1	9.6	11.9	19.1
매출총이익률 (%)	32.4	29.4	29.8	29.8	28.7
영업이익률 (%)	12.3	11.0	10.8	11.3	10.9
매출순이익률 (%)	10.7	9.2	9.6	9.7	9.9
EBITDA 마진 (%)	13.6	13.3	12.9	13.4	12.7

자료: Bloomberg, 유안타증권

해외 기업분석

Eve Energy (300014.SZ)

Eve Energy (300014.SZ): 앞 선 기술력으로 해외 시장 본격 확대

이차전지/신에너지

이안나 2차전지/신에너지
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (M)
목표주가	- 달러 (M)
현재주가 (9/17)	73.58달러
상승여력	-

시가총액	150,524백만달러
총발행주식수	2,046백만주
90일 평균 거래대금	2,904백만달러
90일 평균 거래량	42,694,610주
52주 고	81.00달러
52주 저	30.73달러
주요주주	HUIZHOU YIWEI INDUS 32.0%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	57.9	74.2	124.3

- **3분기 실적 개선 기대:** 2025년 2분기 실적은 주식 보상 비용 등 일회성 비용이 반영되어 순이익은 5억 1천만 위안으로 전년 동기 대비 감소했으나, 이를 제외한 조정 순이익은 오히려 3.78% 증가. 3분기에는 일회성 비용 요인이 사라지고 신규 라인 가동률이 상승하면서 매출은 약 210억 위안, 순이익은 18억 위안 수준으로 회복하며 본격적인 실적 개선이 예상됨.

- **2H25 차세대 배터리 공급 시작**: 하반기에는 BMW의 차세대 플랫폼 '노이에 클라세'에 공급될 46 시리즈 대형 원통형 배터리 생산이 본격화되며 프리미엄 EV 시장 공략이 가속화될 전망. 특히 이 배터리는 이미 향후 5년간 약 486GWh에 달하는 수주를 확보한 상태. ESS 부문에서는 시스템 통합업체 하이퍼스트롱(HyperStrong)과의 3년간 50GWh 규모 공급 계약과 더불어, 2026년부터 말레이시아 신규 공장에서 미국 테슬라로 ESS 셀을 공급하는 계약을 체결하여 지정학적 리스크를 회피하며 북미 시장을 공략하는 핵심 동력이 될 것.

- **2026년 해외 매출 비중 확대 + 리스크 점검:** 2026년에는 헝가리(28GWh) 및 말레이시아 공장이 본격 가동을 시작하며 BMW와 테슬라 등 핵심 고객사에 대한 공급을 통해 해외 매출 비중이 크게 확대될 것으로 기대. 또한, 2026년 말 완공을 목표로 하는 전고체 배터리 파일럿 라인 구축도 차세대 기술 경쟁력을 확보하는 중요한 부분이 될 것. 다만, 대외적으로는 미국의 IRA 및 FEOC 규제 강화가 가장 큰 리스크. 말레이시아 공장을 통한 우회 수출과 미국 합작법인 지분율을 10%로 제한하는 'CLS 모델'로 대응하고 있음. 중국 내에서는 EV 시장의 가격 경쟁 심화가 지속적인 마진 압박 요인으로 작용할 수 있음.

Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	1,184	2,620	5,399	6,889	6,752
매출액증가율	27.3	107.1	114.8	34.4	-0.3
영업이익	167	227	359	626	628
영업이익률	29.8	36.1	58.2	74.3	0.2
당기순이익	240	451	522	572	566
EPS	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
EPS증가율	3.2	73.0	19.5	7.6	0.5
PER	91.6	76.7	47.8	21.3	23.5
PBR	10.7	12.5	5.9	2.5	2.5
EV/EBITDA	93.6	103.3	58.4	17.6	16.1
ROA	7.9	8.3	5.5	4.6	4.2
ROE	15.1	18.0	14.5	12.4	11.3

자료: 유안타증권 리서치센터

Eve Energy (300014.SZ) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	1,184	2,620	5,399	6,889	6,752
매출액 증가율(%)	27.3	107.1	114.8	34.4	-0.3
매출원가	841	2,055	4,512	5,742	5,577
매출총이익	344	565	887	1,147	1,176
판관비	67	140	282	273	240
영업이익	167	227	359	626	628
영업이익 증가율(%)	29.8	36.1	58.2	74.3	0.2
EBITDA	243	353	514	833	988
영업외손익	-111	-244	-161	-55	-17
외환관련손익	1	7	-29	-13	-8
이자손익	7	12	47	39	66
관계기업관련손익	-116	-260	-205	-94	-71
기타	3	9	5	4	10
법인세비용차감전순손익	278	472	520	682	644
법인세비용	34	-17	-26	44	58
계속사업순손익	244	488	546	638	586
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	240	451	522	572	566
당기순이익 증가율(%)	8.8	88.0	15.8	9.6	-1.0

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,738	2,867	5,343	5,180	5,204
현금및현금성자산	525	960	1,045	1,395	1,166
매출채권	610	981	1,734	2,135	2,347
재고자산	263	584	1,245	889	719
비유동자산	2,200	4,140	6,781	8,107	8,618
유형자산	1,223	1,955	3,675	5,279	5,669
관계기업등 지분관련자산	737	1,281	1,668	2,029	2,037
기타투자자산	26	89	79	69	47
자산총계	3,938	7,007	12,124	13,287	13,822
유동부채	1,097	2,345	4,665	5,336	5,458
매입채무 및 기타채무	594	1,241	2,309	3,581	3,664
단기차입금	404	931	1,745	1,031	636
유동성장기부채	15	67	305	490	795
비유동부채	286	1,454	2,652	2,599	2,747
장기차입금	169	1,208	2,355	2,318	2,475
부채총계	1,383	3,799	7,317	7,935	8,205
자본금	289	299	296	288	280
자본잉여금	736	677	1,907	1,926	1,874
이익잉여금	719	1,199	1,576	2,058	2,421
비지배지분	352	386	398	461	468
자본총계	2,554	3,208	4,807	5,352	5,617
순차입금	63	1,255	2,884	2,015	2,087
총차입금	588	2,215	4,416	3,852	3,921

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	222	397	426	1,167	558
당기순이익	240	451	522	572	566
유무형자산상각비	76	125	155	207	360
기타비현금손익 조정	-69	-49	-16	115	25
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	-81	-316	-740	276	171
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-332	-1,265	-3,030	-884	-1,059
인수 및 사업	0	0	0	0	-24
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-38	-48	-973	-178	-265
재무활동 현금흐름	340	1,286	2,762	110	296
차입금 증감	65	1,204	1,483	205	523
자본금 증감	359	44	1,335	42	4
현금배당	-24	-7	-45	-46	-142
기타현금흐름	-61	45	-10	-92	-89
현금의 증감	220	415	165	380	-193
기초 현금	293	539	885	1,015	1,357
기말 현금	525	960	1,045	1,395	1,166
NOPLAT	158	309	439	612	609
FCF	-73	-575	-1,631	461	-212

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
BPS	1.2	1.5	2.2	2.4	2.5
EBITDAPS	0.1	0.2	0.2	0.6	0.3
SPS	0.6	1.4	2.8	3.4	3.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
PER	91.6	76.7	47.8	21.3	23.5
PBR	10.7	12.5	5.9	2.5	2.5
EV/EBITDA	93.6	103.3	58.4	17.6	16.1
PSR	18.5	13.2	4.6	1.8	2.0
ROE(%)	15.1	18.0	14.5	12.4	11.3
ROIC(%)	6.9	7.1	6.0	6.7	6.4
ROA(%)	7.9	8.3	5.5	4.6	4.2
부채비율 (%)	23.0	69.1	91.9	72.0	69.8
순차입금/자기자본 (%)	2.5	39.1	60.0	37.7	37.2
매출총이익률 (%)	29.0	21.6	16.4	16.6	17.4
영업이익률 (%)	14.1	8.7	6.7	9.1	9.3
매출순이익률 (%)	20.2	17.2	9.7	8.3	8.4
EBITDA 마진 (%)	20.5	13.5	9.5	12.1	14.6

자료: Bloomberg, 유안타증권

하현수

제약/바이오

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

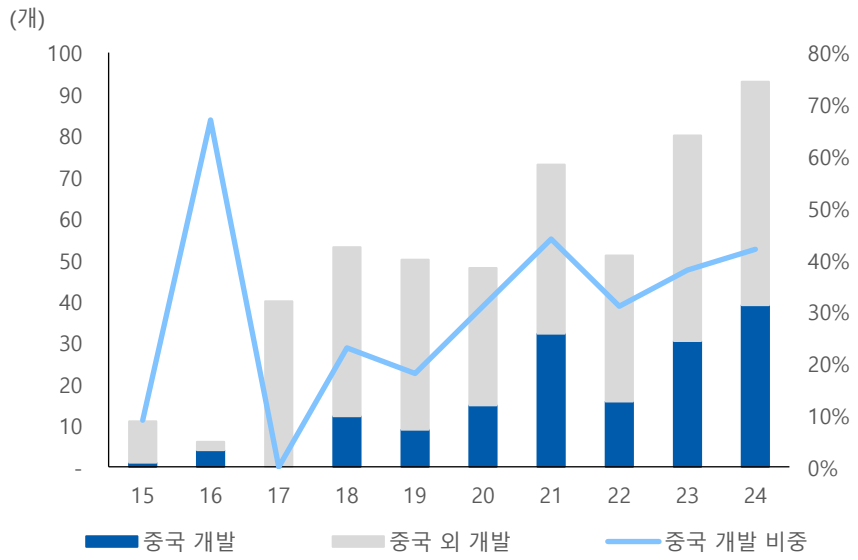
제약/바이오

혁신 의약품 중심으로 변화

가시적인 성과로 이어져

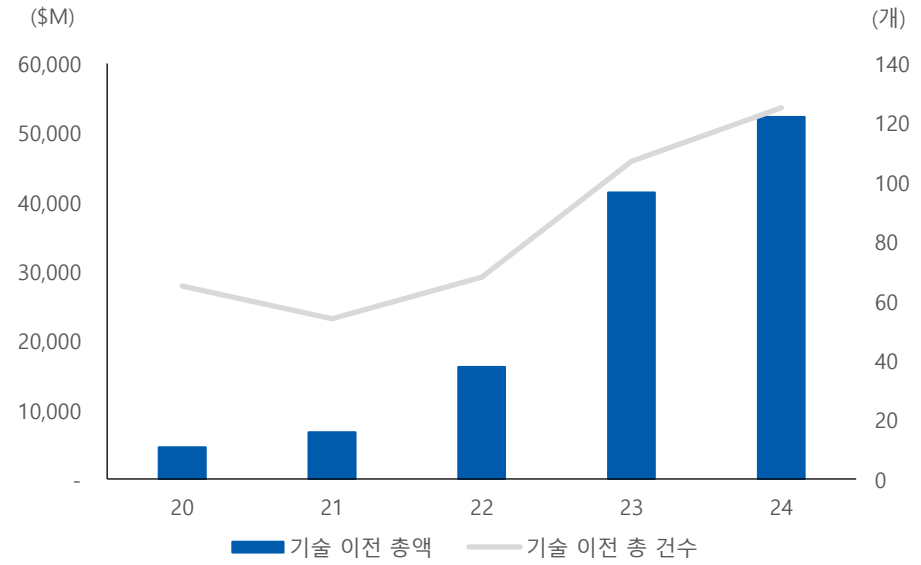
- 제14차 5개년 계획(2021~2025) 기간 동안 혁신 의약품 204개, 혁신 의료기기 265개가 승인되면서 가시적인 성과로 이어지는 중.
- 글로벌 혁신 신약 파이프라인 중 약 30%를 중국 개발 파이프라인이 차지하고 있으며, 중국에서 허가 받는 신약에서도 자국 개발 의약품이 차지하는 비중은 24년 42%로 15년 9% 대비 크게 증가.
- 중국 혁신 신약은 중국 내 신약 허가 뿐만 아니라 글로벌 라이선스 아웃으로 이어지고 있는 추세. 특히 라이선스 아웃 건수 증가보다 규모가 빠르게 증가하며 중국 바이오 기술에 대한 가치 평가도 상승.
- 제15차 계획에서도 과학 기술 산업 육성에 초점을 맞출 것으로 보이며, 국가 R&D 투자 등을 확대할 것으로 전망.

중국 신약 허가 승인 현황(15~24)



자료: Nature, 유안타증권 리서치센터

중국 기술 이전 건수 및 규모 추이

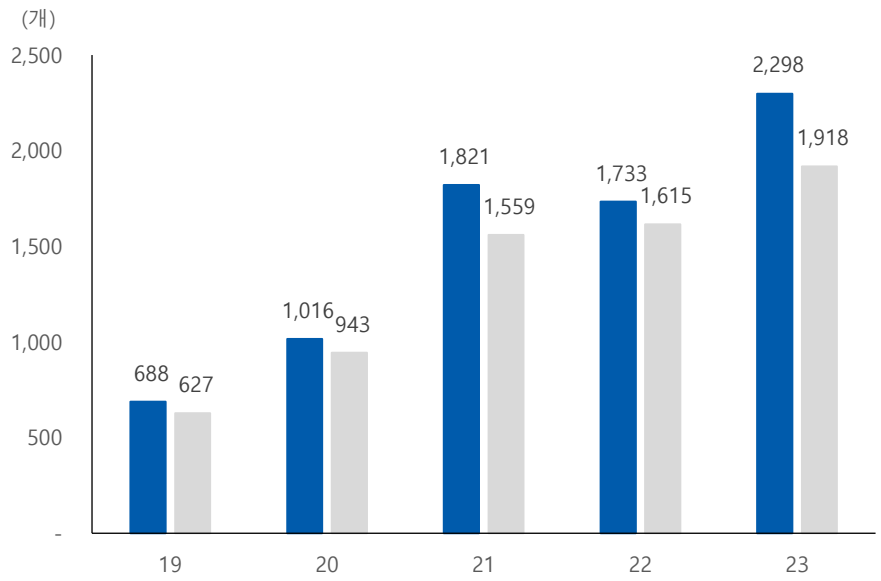


자료: c&en, 유안타증권 리서치센터

혁신 신약 개발 촉진하는 중국 정부

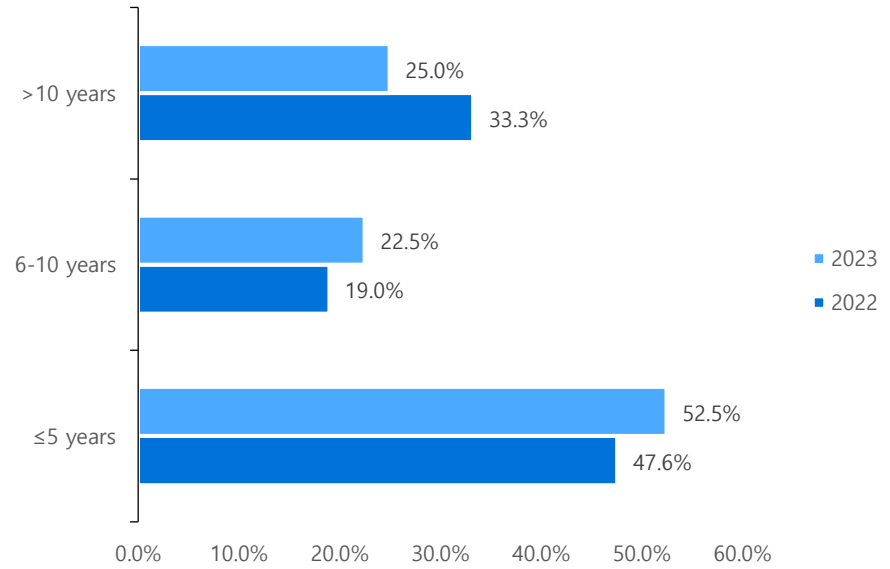
- 중국 정부는 10대 핵심 산업 중 하나로 바이오 의약 분야를 선정하며 연구 등에 대해 정부 자금을 지원. 또한 제14차 계획에서 7대 중점 육성 과학 기술 중 3개(뇌과학, 유전자 및 바이오기술, 임상의학 및 헬스케어)가 생명 과학 분야로 선정.
- 24년 7월 중국 국무원은 혁신 신약 개발 전주기 지원 실시 계획을 검토 및 승인하며 자금 지원, 데이터 공유, 승인 프로세스 구축 등이 포함. 올해 7월에는 혁신 신약 개발을 위한 의료보험 데이터 제공 등의 조치를 발표.
- 투자 외에도 중국 정부는 18년부터 중앙 집중식 의약품 공공 조달제도를 통해 사용량이 많은 의약품들을 저렴하게 구매하기 시작하면서 중국 제약 산업은 제네릭 의약품 위주에서 혁신 의약품 개발 중심으로 변화. 제도 시행 이후 6년간 중국 제약 산업의 R&D 투자는 연간 23%씩 증가.
- 고가의 혁신 신약의 상업화를 위해 국가급여 의약품 목록(National Reimbursement Drug List, NRDL)에 카테고리 C를 새롭게 신설. 기존 카테고리 A(전액 보장)와 카테고리 B(일부 보장) 외에도 카테고리 C를 통해 ADC, CAR-T 등 고가의 혁신적인 치료제들이 민간 보험 적용을 통해 상업화가 가능하도록 설계.

혁신 신약(Innovative Drug) IND 추이



자료: Signal Transduction and Targeted Therapy, 유안타증권 리서치센터

혁신 신약 시장 진입 기간(23년)

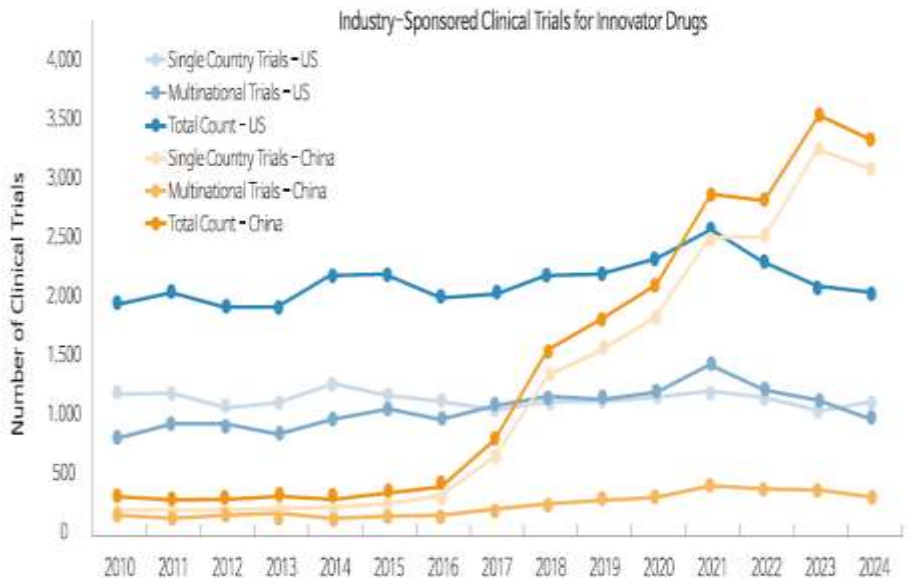


자료: Signal Transduction and Targeted Therapy, 유안타증권 리서치센터

중국 바이오 성장 중심에 있는 임상 시험

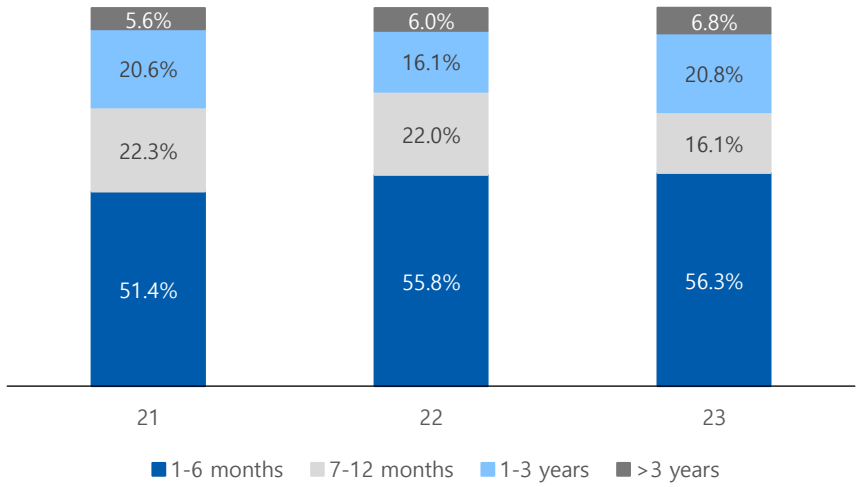
- 중국 정부는 17년 국제의약품규제조화 위원회(ICH)에 가입한 이후 의약품 임상 개발 규제를 선진국 기준에 맞추는데 주력하고 있으며 중국 내 규제 검토 및 승인 시스템을 개혁하는 등 우호적 정책 추진 중. 올해 6월 NMPA는 신약의 임상 검토 대기 기간을 현행 60일에서 30일로 단축하는 공고안을 게시.
- 또한 임상 시험 승인도 FDA와 마찬가지로 규제 기관으로부터 검토 대기 기간 중 이의 제기가 없을 경우 자동 승인 되어 임상 개시가 가능해지도록 바뀔 예정,
- 임상 시험 승인까지 기간이 단축됨에 따라 중국 제약/바이오 기업의 R&D 비용 및 시간 단축 뿐만 아니라 글로벌 빅파마들의 중국 내 임상 시험도 증가할 것으로 전망.
- 중국 제약/바이오 기업들의 해외 기술 이전 시에도 중국인 한정이기는 하나 임상 데이터를 확보할 수 있다는 점에서 긍정적인 효과로 이어질 것으로 판단.

혁신 의약품 임상 시험 추이



자료: KHIDI, 유안타증권 리서치센터

피험자 모집 개시까지 기간 변화

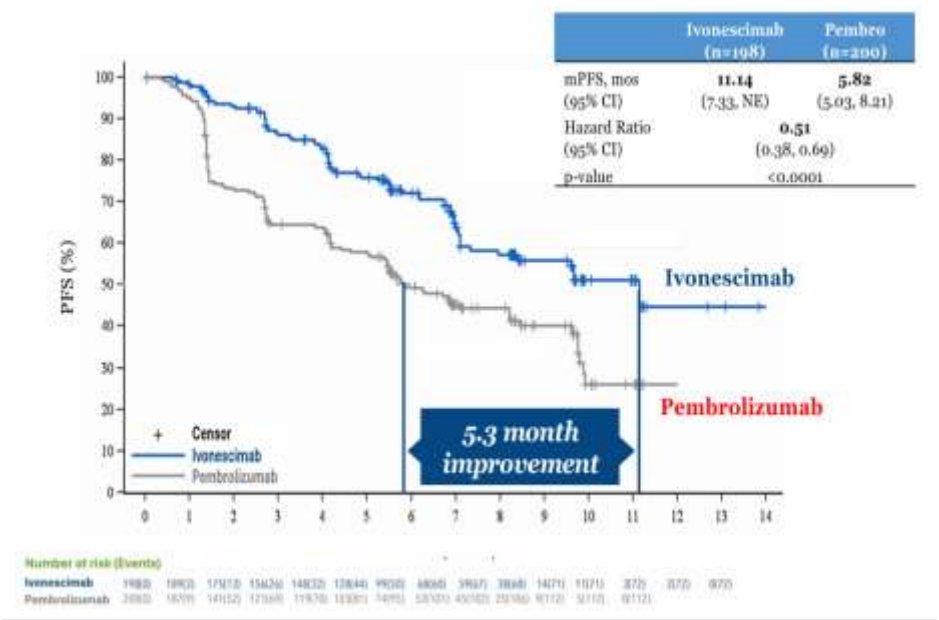


자료: Signal Transduction and Targeted Therapy, 유안타증권 리서치센터

이제는 글로벌 트렌드 주도

- WCLC2024에서 공개된 Ivonescimab(PD-1xVEGF)은 HARMONi-2 임상(중국)에서 Pmebrolizumab(PD-1, Keytruda) 대비 암 진행 및 사망 위험을 49% 낮췄으며 mPFS는 11.14개월(vs 5.8개월)를 기록하며 차세대 면역 항암제로 주목. 다만, 최근 공개된 HARMONi 임상(글로벌) 결과는 유사한 중국 임상인 HARMONi-A 결과 대비 위험도 감소에서 차이를 보이며 중국 임상 결과와 중국 이외 지역에서의 임상 결과 사이에서 차이를 확인
- Ivonescimab은 중국 Akeso Biotech가 Summit Therapeutics에 기술 이전한 물질이며, BioNTech가 개발 중인 BNT-327(PD-L1xVEGF)의 원개발사인 Biotheus도 중국 기업. BioNTech는 BNT-327의 임상 결과 확인 이후 Biotheus를 인수했으며 BMS와 BNT-327에 대한 공동 개발 계약도 체결(최대 110억 달러 규모).
- Ivonescimab의 임상 결과 공개 이후인 지난해 11월 MSD는 Lanova Medicine으로부터 LM-299(PD-1xVEGF)를 라이선스 인했으며, 올해 5월 Pfizer도 3S Bio로부터 동일한 타겟의 SSGJ-707을 도입하는 계약을 체결. Lanova Medicine과 3S Bio 모두 중국 기업으로 현재 주요 PD-(L)1xVEGF 면역 항암제는 모두 중국에서 개발된 물질.

HARMONi-2 임상 결과



자료: Summit Therapeutics, 유안타증권 리서치센터

PD-(L)1xVEGF 이중 항체 주요 기술 이전 현황

파이프라인	타겟	인수자	권리자	계약 총액(계약금, $M)
Ivonescimab	PD-1xVEGF	Summit Therapeutics	Akeso Bio	5,000(500)
BNT327	PD-L1xVEGF	BioNTech	Biotheus	1,000(55)
LM-299	PD-1xVEGF	MSD	Lanova Medicine	2,700(588)
SSGJ-707	PD-1xVEGF	Pfizer	3S Bio	6,000(1,250)

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

해외 기업분석

BeOne Medicines (6160.HK)

BeOne Medicines (6160.HK): 글로벌 종양학 리더

제약/바이오

하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- 달러 (I)
현재주가 (9/17)	198.60달러
상승여력	-

시가총액	322,583백만달러
총발행주식수	1,426백만주
90일 평균 거래대금	1,166백만달러
90일 평균 거래량	6,638,986주
52주 고	213.00달러
52주 저	103.10달러
주요주주	제이피모간체이스 8.6%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.7	27.5	66.1

- **강력한 CLL 프랜차이즈:** Zanubrutinib(BTKi, Brukinsa)는 CLL, MCL, FL 등 혈액암을 적응증로 하고 있으며 BTKi 중 가장 넓은 적응증 보유. 2Q25 Zanubrutinib 매출액은 9.5억 달러(+49%)를 기록했으며, 미국 내 매출액으로도 6.84억 달러(+43%)로 1세대 BTKi 약물인 Ibrutinib(Imbruvica), Acalabrutinib(Calquence)를 제치고 선두를 유지. Zanubrutinib은 2세대 BTKi로 1세대 약물 대비 안정적인 혈중 약물 농도 및 유효성을 보이고 있으며, 특히 고위험 환자군에서 임상적 이점은 더욱 커 매출 증가 추세는 이어질 전망. Sonrotoclax(BCL-2i)와 BGB-16673(BTK CDAC)의 후기 임상을 진행 중으로 각각 26년, 27년 허가를 목표. Zanubrutinib과 마찬가지로 Sonrotoclax는 동일 기전 약물은 Venetoclax 대비 효력, 선택성 등이 높으면서 반감기는 짧아 TLS(종양 용해 증후군) 관리가 용이. Sonrotoclax는 naïve 환자 대상 Zanuburitnib 병용 요법 임상(CELESTIAL-TNCLL) 외에도 다수 후기 임상을 진행. CELESTIAL-RRCLL은 Sonrotocalx와 Venetoclax 직접 비교 임상으로 약물 우위를 확인할 수 있을 것으로 기대. BTK CDAC는 BTKi 내성 환자 시장을 타겟으로 개발 중으로 BTK 단백질을 분해함으로써 내성 환자에서 효과. CLL 재발 및 불응 환자 대상으로 여러 임상을 진행 중이며 CaDAnCe 304는 Pirtobrutinib(Jaypirca)와 직접 비교하는 임상. Pirtobrutinib은 BTKi 중 유일한 비공유 결합 약물로 다른 BTKi 내성 환자들에서도 사용 가능하며, BTK-CDAC의 주요 경쟁 약물. Zanubrutinib, Sonrotoclax와 BTK-CDAC의 병용 요법 등으로 확장하며 CLL 전주기 투약 목표.

- **고형암으로 영역 확대 중**: 고형암에서도 다수 파이프라인을 개발 중으로 저분자 화합물, ADC, 다중 항체 등 다양한 모달리티를 보유. 주요 개발 고형암으로는 여성암, 폐암, 소화기계 암종으로 First in class 뿐만 아니라 Zanubrutinib과 마찬가지로 Best in Class로도 개발 중.

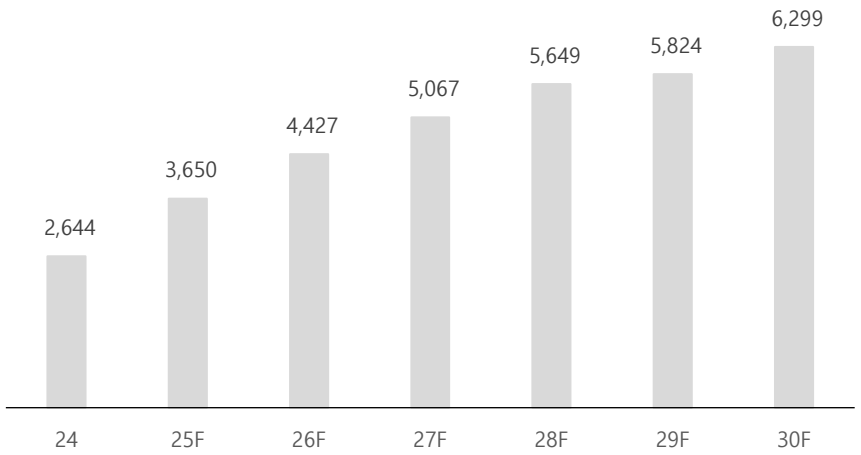
Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	309	1,176	1,416	2,459	3,780
매출액증가율	-27.9	280.8	20.4	73.7	56.2
영업이익	-1,658	-1,439	-1,790	-1,208	-599
영업이익률	72.7	-13.2	24.4	-32.5	-50.4
당기순이익	-1,597	-1,413	-2,004	-882	-691
EPS	-1.5	-1.2	-1.5	-0.7	-0.5
EPS증가율	-20.5	20.4	-27.4	56.4	21.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	6.2	4.4	5.3	5.4	5.9
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
ROA	-44.3	-19.8	-26.7	-14.5	-11.8
ROE	-66.1	-28.0	-37.7	-22.3	-20.2

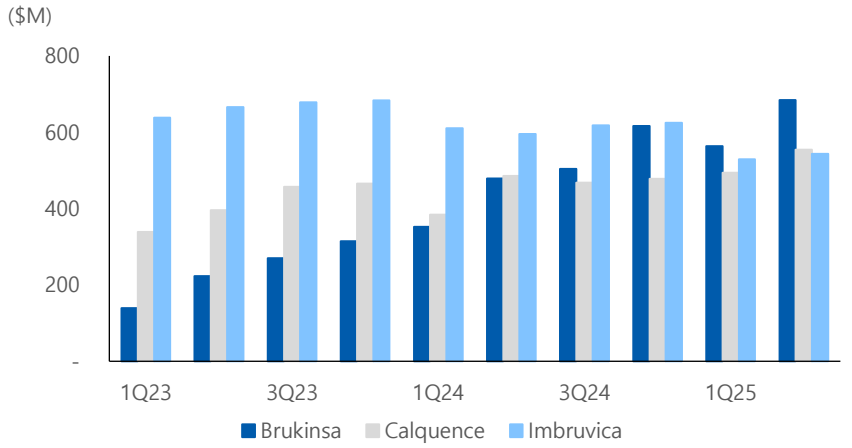
자료: 유안타증권 리서치센터

Brukinsa(Zanubrutinib) 매출 전망



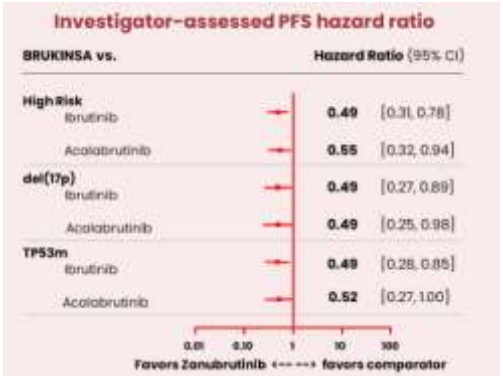
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

BTK 억제제 분기별 매출 추이(US)



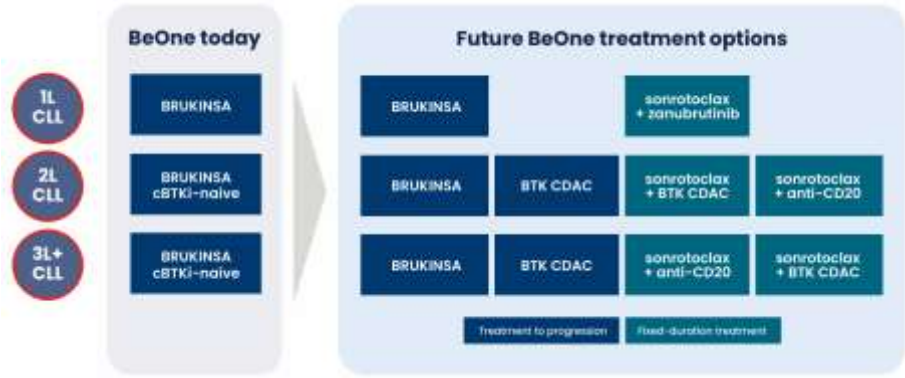
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

고위험군 CLL에서 Brukinsa 우위



자료: BeOne Medicines, 유안타증권 리서치센터

CLL 치료 요법 개발 전략



자료: BeOne Medicines, 유안타증권 리서치센터

BeOne Medicines (6160.HK) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	309	1,176	1,416	2,459	3,780
매출액 증가율(%)	-27.9	280.8	20.4	73.7	56.2
매출원가	71	165	286	380	588
매출총이익	238	1,011	1,129	2,079	3,192
판관비	600	990	1,278	1,505	1,824
영업이익	-1,658	-1,439	-1,790	-1,208	-599
영업이익 증가율(%)	72.7	-13.2	24.4	-32.5	-50.4
EBITDA	-1,626	-1,392	-1,723	-1,120	-417
영업외손익	-39	0	171	-382	-21
외환관련손익	0	0	0	0	16
이자손익	-2	16	-52	-74	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	10
기타	-37	-16	224	-308	3
법인세비용차감전순손익	-1,618	-1,439	-1,961	-826	-578
법인세비용	-18	-25	43	56	113
계속사업순손익	-1,601	-1,413	-2,004	-882	-691
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,597	-1,413	-2,004	-882	-691
당기순이익 증가율(%)	68.3	-11.5	41.8	-56.0	-21.6

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	4,961	7,614	5,207	4,203	3,960
현금및현금성자산	1,382	4,376	3,870	3,172	1,671
매출채권	67	488	176	360	669
재고자산	89	243	282	416	491
비유동자산	640	1,032	1,172	1,602	1,908
유형자산	448	705	956	1,419	1,644
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	-	33
기타투자자산	63	114	104	101	30
자산총계	5,601	8,646	6,379	5,805	5,868
유동부채	1,075	1,600	1,469	1,810	2,192
매입채무 및 기타채무	598	842	787	1,032	1,224
단기차입금	335	428	329	688	807
유동성장기부채	0	0	0	-	35
비유동부채	656	803	527	458	364
장기차입금	184	202	209	198	167
부채총계	1,732	2,403	1,996	2,268	2,556
자본금	0	0	0	0	190
자본잉여금	7,415	11,191	11,541	11,599	9,255
이익잉여금	-3,553	-4,966	-7,080	-7,962	-8,585
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,869	6,243	4,383	3,537	3,312
순차입금	-4,089	-5,923	-3,938	-2,244	-1,540
총차입금	562	695	597	930	1,070

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-1,283	-1,299	-1,497	-1,157	-184
당기순이익	-1,597	-1,413	-2,004	-882	-691
유무형자산상각비	32	46	66	88	182
기타비현금손익 조정	131	187	309	7	521
매출채권증감	10	-423	304	-188	-
재고자산증감	-59	-153	-57	-141	-91
매입채무증감	96	20	-4	21	-
투자활동 현금흐름	-3,168	641	1,077	60	-376
인수 및 사업	-2	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-118	-263	-325	-562	-
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-3,049	991	1,418	656	99
재무활동 현금흐름	5,203	3,637	-19	416	168
차입금 증감	290	3,494	-66	361	144
자본금 증감	4,325	143	47	56	47
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	588	0	0	0	-23
현금의 증감	769	2,993	-508	-689	-395
기초 현금	621	1,390	4,383	3,875	2,060
기말 현금	1,390	4,383	3,875	3,186	1,671
NOPLAT	-1,632	-1,413	-1,868	-1,183	-708
FCF	-1,401	-1,562	-1,822	-1,719	-658

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-1.5	-1.2	-1.5	-0.7	-0.5
BPS	3.2	4.7	3.2	2.6	2.4
EBITDAPS	-1.2	-1.1	-1.1	-0.9	-0.1
SPS	0.3	1.0	1.1	1.8	2.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	6.2	4.4	5.3	5.4	5.9
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	71.1	21.2	16.3	7.8	5.2
ROE(%)	-66.1	-28.0	-37.7	-22.3	-20.2
ROIC(%)	-57.6	-24.8	-31.1	-24.6	-15.7
ROA(%)	-44.3	-19.8	-26.7	-14.5	-11.8
부채비율 (%)	14.5	11.1	13.6	26.3	32.3
순차입금/자기자본 (%)	-105.7	-94.9	-89.8	-63.4	-46.5
매출총이익률 (%)	77.1	86.0	79.8	84.5	84.4
영업이익률 (%)	-536.7	-122.3	-126.4	-49.1	-15.9
매출순이익률 (%)	-517.0	-120.2	-141.5	-35.9	-18.3
EBITDA 마진 (%)	-526.4	-118.4	-121.7	-45.6	-11.0

자료: Bloomberg, 유안타증권

해외 기업분석

Innovent Biologics (1801.HK)

Innovent Biologics (1801.HK): IBI363, IL-2 사이토카인 잔혹사 끝낼까?

제약/바이오

하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- 달러 (I)
현재주가 (9/17)	96.50달러
상승여력	-

시가총액	165,280백만달러
총발행주식수	1,713백만주
90일 평균 거래대금	2,011백만달러
90일 평균 거래량	23,350,340주
52주 고	109.10달러
52주 저	28.65달러
주요주주	테마섹 홀딩스 7.6%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	-1.0	25.2	120.3

- **IBI363, 차세대 IO로 가능성 확인:** IBI363(PD-1xIL-2α)는 PD-1 항체와 IL-2α 편향 사이토카인이 결합된 약물. 지난해 PD-(L)1xVEGF 항체인 Ivonescimab, BNT327 등이 고무적인 임상 결과를 도출하면서 PD-(L)1과 다른 타겟을 결합하는 약물들이 주목 받고 있으며 IBI363은 IL-2α 사이토카인을 추가. IL-2는 T 세포의 증식, 활성화 등에 관여하는 사이토카인으로 면역항암제(IO)에 불응하는 Cold tumor를 Hot tumor로 바꿔줄 수 있을 것으로 기대를 받아왔으나 낮은 치료 지수, Treg 활성화 등으로 어려운 개발 타겟으로 여겨져 왔음. IBI363은 기존 많은 IL-2 작용제 파이프라인이 Treg 활성을 피하기 위해 IL-2Rα 에 대한 결합력을 줄이거나 없앤 것과 달리 IL-2Rα에 편향적으로 개발되었으며 Effector T cell 작용을 낮춰 염증 및 말초 독성을 낮추는 효과. IBI363은 ASCO에서 공개된 초기 임상 결과에서 IO 내성 NSCLC, Melanoma, CRC에서 Docetaxel 대비 유의미한 효과를 확인. IBI363은 점막 흑색종에서 Keytruda와 직접 비교 임상 2상을 진행 중에 있으며 IO 내성 sqNSCLC, MSS CRC(3L+) 적응증에서 임상 3상을 개시할 계획.

- **상업화 품목 확대** : 1H26 기준 16개 제품의 상업화에 성공했으며 바이오시밀러 3개를 제외한 13개 제품이 자체 개발 또는 도입 신약으로 구성. 종양학 부문에서 Tyvyt(Sintiliimab, PD-1)가 적응증 확대를 이어가고 있으며 Jaypirca(Prtobrutinib, BTKi), Dovbleron(taletrectinib, ROS1i) 등 신규 항암제를 출시하며 항암제 포트폴리오 확대. Mazdutide(GLP-1/GCG agonist)는 비만 적응증으로 6월 허가를 받았으며 하반기 2형 당뇨 허가가 예상. IL-23 항체인 Picankibart도 연말 허가가 예상되며 중국 내에서 아직 Skyrizi(Risankizumab)이 PsO 허가를 받지 못하고 있다는 점에서 유일한 12주 투약 주기를 가진 건선 치료제로 경쟁력이 높을 것으로 전망.

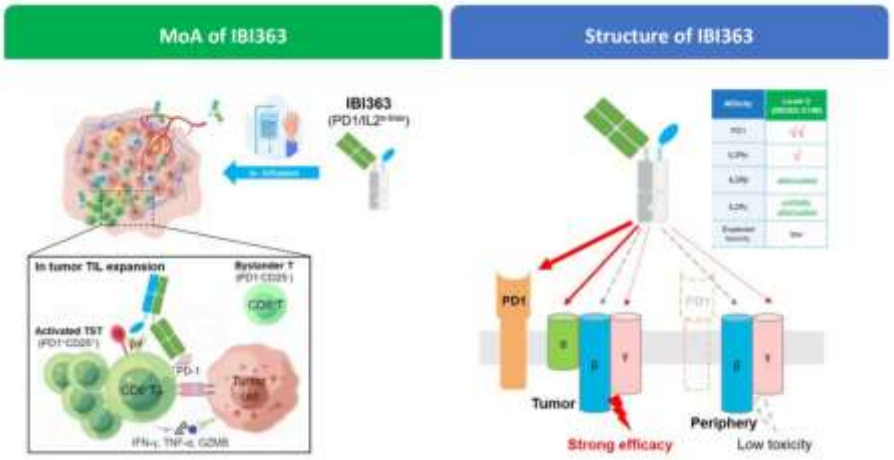
Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	558	662	678	876	1,309
매출액증가율	266.9	11.1	6.7	36.2	51.8
영업이익	-58	-393	-448	-220	-73
영업이익률	-77.6	582.2	14.0	-50.8	-67.0
당기순이익	-145	-423	-324	-145	-13
EPS	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
EPS증가율	49.3	-154.1	22.3	54.8	90.9
PER	-	-	-	-	-
PBR	11.0	5.6	4.2	5.0	4.3
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
ROA	-10.5	-19.4	-12.9	-5.4	-0.4
ROE	-14.8	-28.6	-20.7	-8.8	-0.7

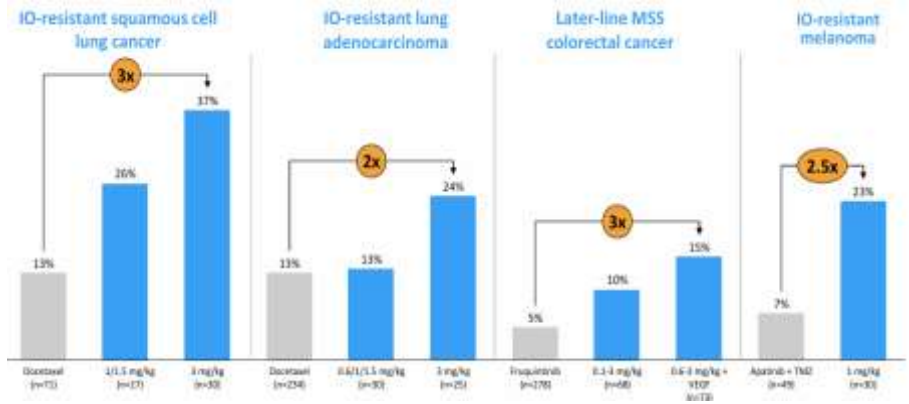
자료: 유안타증권 리서치센터

IBI363 작용 기전 및 구조



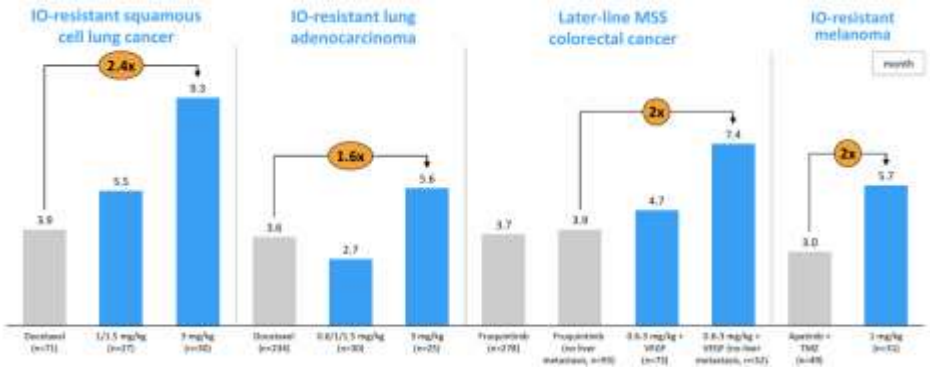
자료: Innovent Biologics, 유안타증권 리서치센터

IBI363 초기 임상 결과(ORR)



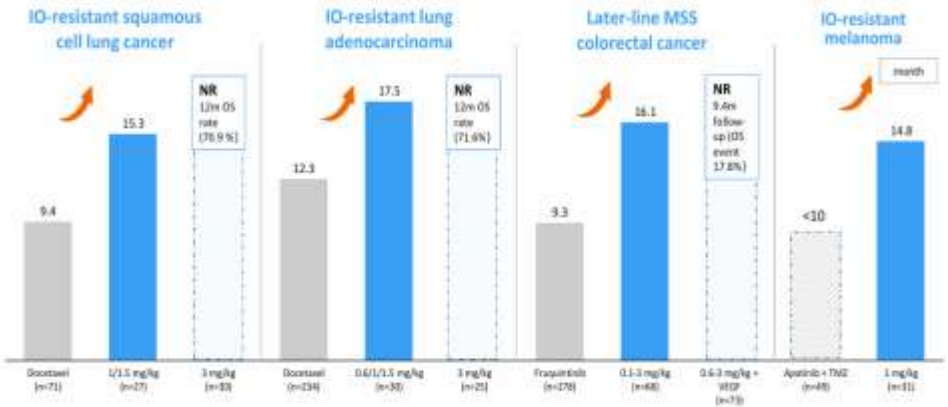
자료: Innovent Biologics, 유안타증권 리서치센터

IBI363 초기 임상 결과(PFS)



자료: Innovent Biologics, 유안타증권 리서치센터

IBI363 초기 임상 결과(OS)



자료: Innovent Biologics, 유안타증권 리서치센터

Innovent Biologics (1801.HK) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	558	662	678	876	1,309
매출액 증가율(%)	266.9	11.1	6.7	36.2	51.8
매출원가	56	78	138	160	210
매출총이익	501	584	539	716	1,099
판관비	258	531	510	544	706
영업이익	-58	-393	-448	-220	-73
영업이익 증가율(%)	-77.6	582.2	14.0	-50.8	-67.0
EBITDA	-45	-361	-400	-166	-14
영업외손익	67	17	-125	-59	-62
외환관련손익	74	31	-112	-9	-18
이자손익	-7	-14	-13	-50	-49
관계기업관련손익	0	0	0	0	6
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-125	-410	-323	-162	-11
법인세비용	20	13	1	-16	2
계속사업순손익	-145	-423	-324	-145	-13
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-145	-423	-324	-145	-13
당기순이익 증가율(%)	-41.8	192.1	-23.4	-55.2	-90.9

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,450	1,817	1,668	1,891	1,407
현금및현금성자산	166	124	101	190	267
매출채권	73	152	83	142	162
재고자산	108	212	207	136	113
비유동자산	363	738	882	1,014	1,552
유형자산	293	486	555	656	774
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	118
기타투자자산	63	97	91	98	106
자산총계	1,813	2,556	2,550	2,905	2,960
유동부채	228	480	507	630	599
매입채무 및 기타채무	168	363	312	400	507
단기차입금	39	57	129	168	55
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	240	450	487	510	564
장기차입금	142	318	321	328	330
부채총계	468	930	994	1,141	1,162
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	2,841	3,539	3,581	3,848	3,798
이익잉여금	-1,529	-2,064	-2,137	-2,220	-2,179
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,345	1,625	1,555	1,764	1,797
순차입금	-35	168	367	191	69
총차입금	185	393	468	510	388

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-34	-303	-285	46	253
당기순이익	-145	-423	-324	-145	-13
유무형자산상각비	12	32	48	54	58
기타비현금손익 조정	147	103	-54	80	152
매출채권증감	-	-76	58	-61	-25
재고자산증감	-45	-100	-16	51	25
매입채무증감	5	12	19	7	-2
투자활동 현금흐름	-770	-442	-229	-184	-254
인수 및 사업	0	0	0	0	-125
유형자산 증가 (CAPEX)	-71	-165	-133	-158	-134
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-694	-155	-26	11	99
재무활동 현금흐름	719	788	446	383	-67
차입금 증감	49	184	102	55	-101
자본금 증감	670	604	317	316	12
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	27	13	22
현금의 증감	-167	13	-51	244	-66
기초 현금	372	201	197	143	376
기말 현금	196	214	147	387	311
NOPLAT	-95	-410	-418	-189	-60
FCF	-105	-468	-418	-112	119

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
BPS	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1
EBITDAPS	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.2
SPS	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	11.0	5.6	4.2	5.0	4.3
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	24.4	13.4	9.7	9.8	5.9
ROE(%)	-14.8	-28.6	-20.7	-8.8	-0.7
ROIC(%)	-8.4	-23.1	-20.9	-8.8	-2.6
ROA(%)	-10.5	-19.4	-12.9	-5.4	-0.4
부채비율 (%)	13.7	24.2	30.1	28.9	21.6
순차입금/자기자본 (%)	-2.6	10.3	23.6	10.8	3.9
매출총이익률 (%)	89.9	88.2	79.6	81.7	84.0
영업이익률 (%)	-10.3	-59.3	-66.1	-25.1	-5.6
매출순이익률 (%)	-26.0	-63.9	-47.8	-16.6	-1.0
EBITDA 마진 (%)	-8.1	-54.5	-59.1	-18.9	-1.1

자료: Bloomberg, 유안타증권

손현정

음식료/전력기기

02 3770 5595

hyunjeong.son@yuantakorea.com

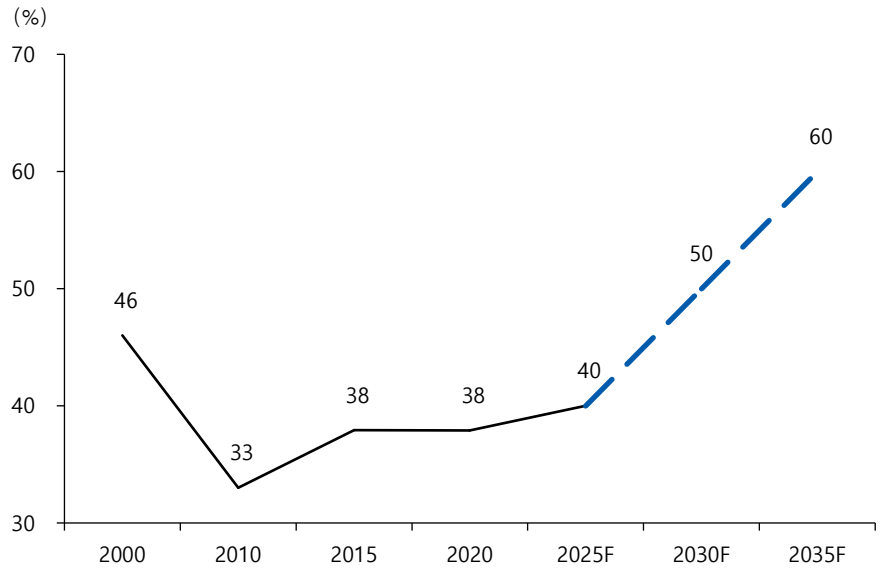
음식료

내수 확대 국면에서 기회를 찾다

1. 소비 중심 성장 구조 전환

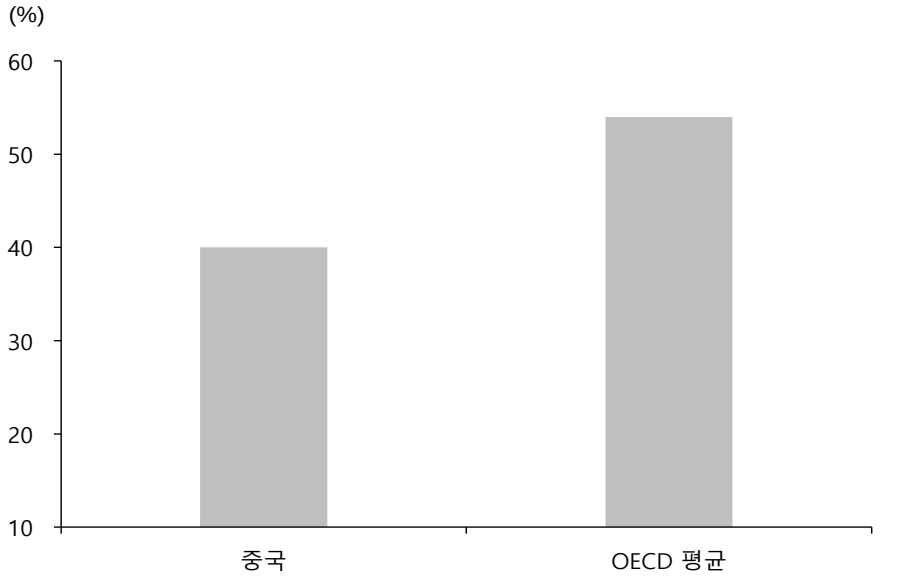
- 중국의 가계소비 비중은 지난 15년간 GDP 대비 약 40% 수준에서 정체, OECD 평균(54%) 대비 현저히 낮음
- 현재 미·중 갈등 심화로 수출 주도 성장에 한계가 부각되면서, 중국 정부는 내수 확대를 핵심 성장축으로 전환 중
- 15차 5개년 계획에서 향후 2개의 5년 주기에 걸쳐 가계소비 비중을 OECD 평균 수준까지 끌어올리겠다는 정량적 목표를 제시할 전망
- 이는 소비 확대가 단순한 방향성을 넘어 실행 가능한 정책으로 전환되었음을 의미
- 음식료 업종은 내수 소비 확대의 최전선에 위치, 정책 수혜가 본격화될 핵심 영역으로 판단

중국 GDP 대비 가계 소비 비중 추이 및 전망



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

중국 vs OECD 평균 GDP 대비 가계소비 비중



자료: World Bank, 유안타증권 리서치센터

중국 14차 vs. 15차 5개년 계획 비교 (음식료 산업)

구분	14차 5개년 계획 (2021–2025)	15차 5개년 계획 (2026–2030, 예상·초안)
소비 기조	내수 기반 확대, 소비 회복 강조	**가계소득 증대·소비의 성장 기여도 확대** (GDP 대비 소비 비중 상향 목표)
식품·영양 정책	**Healthy China 2030 연계**, 나트륨·당 축소, 영양 균형 추진	**프리미엄·서비스 소비 확대,** 고급 식품·음료·건강 제품 수요 강화
유통·물류	콜드체인 물류 인프라 확충 (농산물·냉동식품 중심)	**농촌 전자상거래 고도화**, 현(縣) 단위 물류센터, 서비스·배송 체계 강화
규제	반(反)식품낭비법 제정 → 외식업·유통 채널 제약·포션 혁신 촉진	식품 낭비 규제 유지, 친환경·지속가능 패키징 강화 가능성
소비 구조 변화	“기초소비 안정화” 기조, 농촌 소비 확대 중심	**소득구조 개선 → 중고급/프리미엄 소비 확대**
서비스·레저 소비	제한적 언급	중고급 의료·레저·관광 서비스 진입 완화, 외식·관광·레저 채널과 음식료 소비 연결 강화

자료: 14차 5개년 계획 본문(국무원, 2021, 2025.2), NDRC(2025.3)

2. 음식료 수요 확대의 근거

- **1) 단기 회복 모멘텀**

최근 경기 둔화로 소매판매 성장률은 둔화되었으나, 음식료·음료 소비는 내수 부양책 시행 시 가장 빠른 반등을 보여온 카테고리

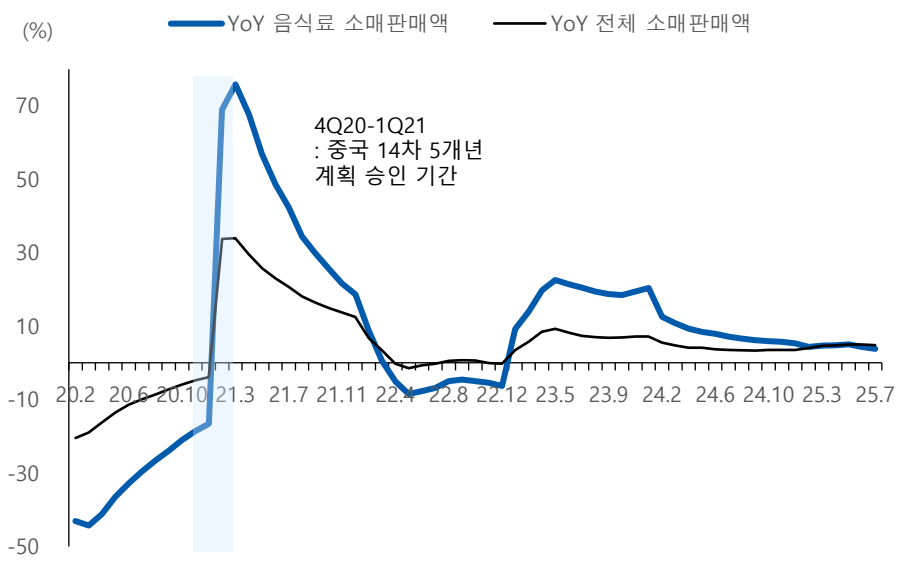
- **2) 농촌 소비 성장**

소득 재분배·사회보장 강화 정책과 맞물려 저소득층에서 저가·대중 브랜드 수혜 가능성 확대

- **3) 소득 구조 개선 효과**

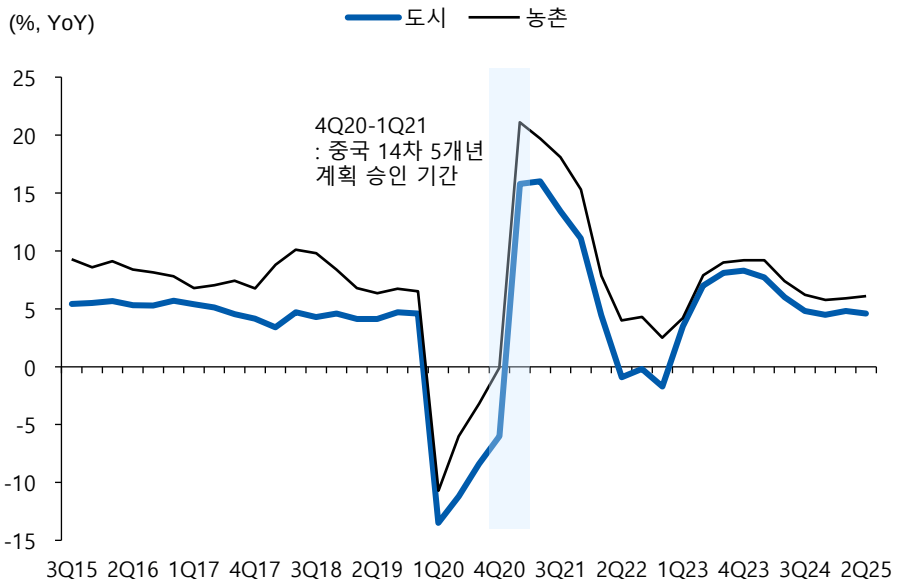
가처분소득 증가 및 소비 여력 확대로 중산층에서는 프리미엄 소비, 웰빙·건강 소비 확대 전망

중국 전체 vs 음식료 소매 판매액 YoY 증감률



자료: NBS, 유안타증권 리서치센터

농촌 vs 도시 소비지출 증가율 추이

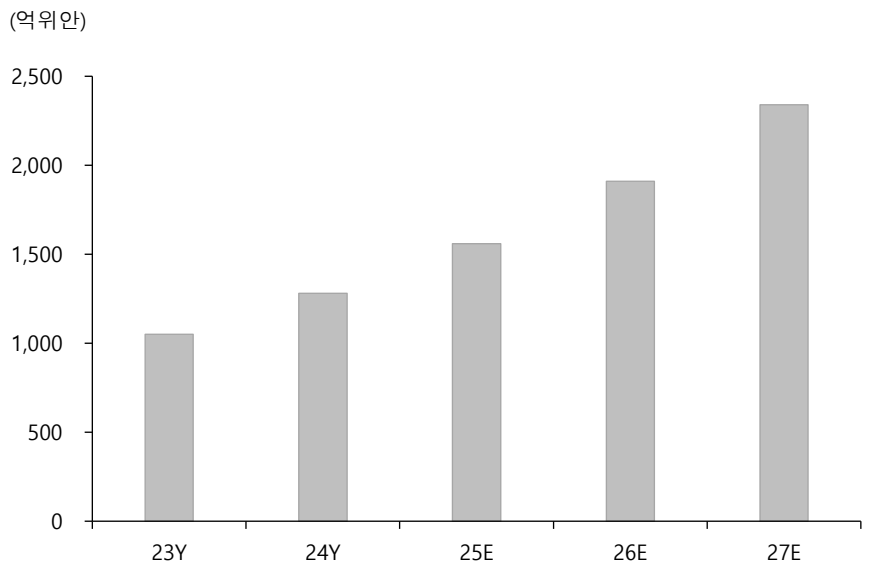


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 중국의 소비 트렌드 ① 저당·웰빙 음료

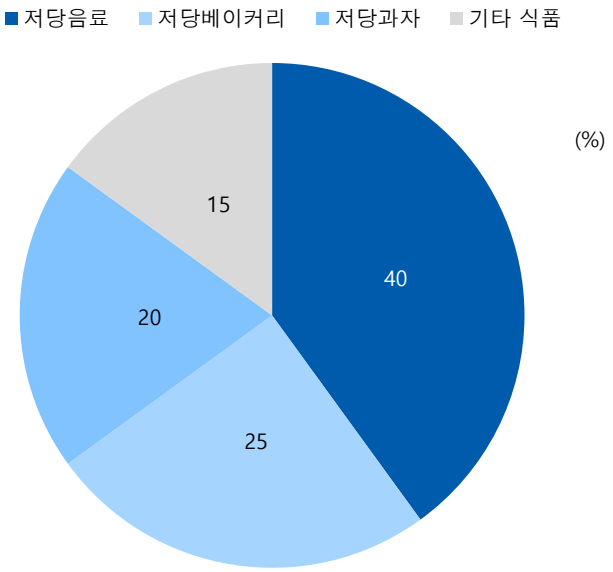
- 중국 Healthy China 2030에 따라 당류 섭취 억제·표기 강화 및 SSB(가당음료) 규제 논의 본격화
- 중국 저당 식품 시장 연평균 22% 성장세, 저당 식품 내 음료가 40% 차지
- 2024년 중국 저당 RTD(Ready to Drink) 차 판매 YoY +41% 증가, RTD 1위 기업은 '농부산천(Nongfu spring')으로 M/S 70%
- 농부산천은 무가당 차(Oriental Leaf), 제로슈거 탄산수(Soda Bubble) 등을 통해 웰빙 소비 트렌드를 선도

중국 저당 식품 시장 규모 추이 (CAGR 22%)



자료: 중옌망, 유안타증권 리서치센터

중국 저당 식품 카테고리별 M/S(%)

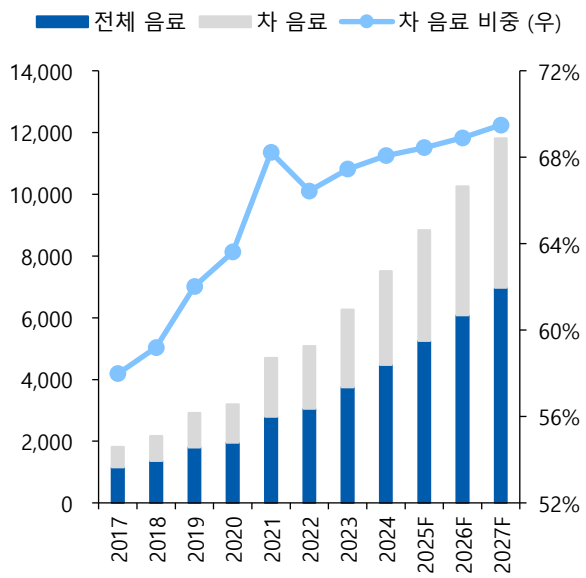


자료: 중옌망, 유안타증권 리서치센터, 주) 2025년 05월 기준 수치

4. 중국의 소비 트렌드 ② 밀크티 & 말차

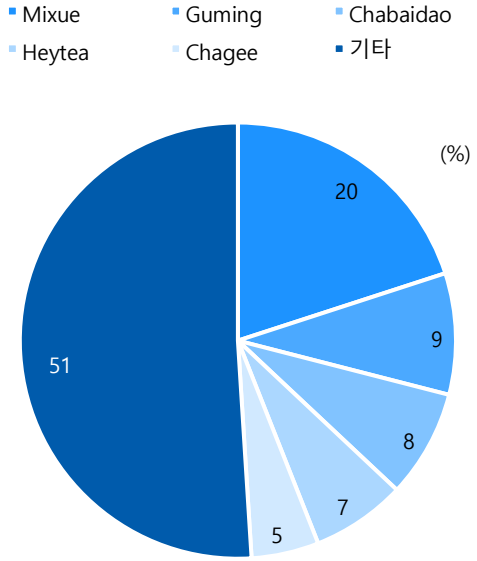
- 중국 차 음료 시장 비중은 2017년 58% → 2022년 66.4% → 2027년 70% 전망
- 밀크티는 전 연령층 소비 음료, 향후 5년간 CAGR은 중저가 브랜드가 16%로 프리미엄(7%) 대비 두 배 이상 성장
- 중국 내 M/S Mixue 20%, Guming 9%, Chabaidao 8% 등, 대중 브랜드가 주도
- 말차 시장은 2024년 2.1억 달러 → 2030년 3.3억 달러 (CAGR 7.6%), 항산화·저당 이미지로 프리미엄 카테고리 부상
- Heytea·Chagee 등 프리미엄 브랜드가 말차 라인업 강화, SNS·브랜딩 기반 문화 소비재로 확산

중국 음료 시장 내 차 음료 비중 추이



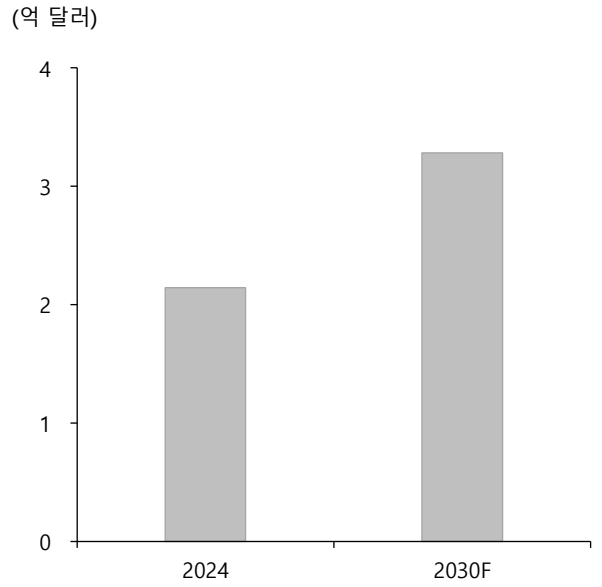
자료: Frost & Sullivan, 유안타증권 리서치센터

밀크티 브랜드 점유율 (2024)



자료: MIXUE, 유안타증권 리서치센터

중국 말차 시장 규모 전망



자료: Grand View, 유안타증권 리서치센터

해외 기업분석

농부산천 (9633.HK)

농부산천 (9633.HK): 중국 MZ가 선택한 저당 음료의 선도주자

음식료/전력기기

손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- 달러 (I)
현재주가 (9/17)	54.60달러
상승여력	-

시가총액	614,057백만달러
총발행주식수	5,035백만주
90일 평균 거래대금	440백만달러
90일 평균 거래량	7,159,444주
52주 고	54.65달러
52주 저	24.15달러
주요주주	Zhong Shanshan 38.0%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.0	39.1	124.2

- **중국 최대 음료 제조업체**

  주요 제품은 생수, RTD 차(Oriental Leaf), 제로슈거 탄산수(Soda Bubble)

  매출 비중은 생수 38%, RTD 39%, 기능성 음료 12%, 주스 10%

  중국 생수 점유율 26%로 안정적인 캐시카우 사업을 영위하며, 2024년부터 RTD 저당 음료의 매출 비중 확대가 두드러지게 나타남

- **1) 저당·웰빙 소비 트렌드 선도**

  지난해 중국 무가당 RTD 차 판매 YoY +41%, 동사는 M/S 70%로 압도적 1위

  Healthy China 2030 정책 수혜: 당류 규제 강화 → 판가 전가력 확대

  2) 제품 포트폴리오 확장

  Oriental Leaf(무가당 차), Soda Bubble(제로슈거 탄산수), 스포츠음료 등 카테고리 다각화

  고성장 카테고리 중심 매출 구조 전환 가속

  3) 정책·소비 모멘텀 결합

  15차 5개년 계획: 소비비중 확대 목표 → 내수 최전선에 위치

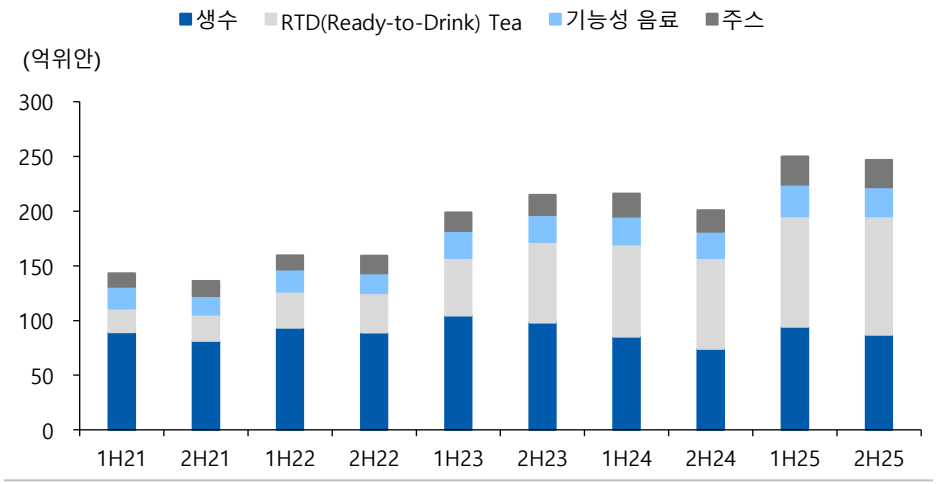
  농촌·중저가 브랜드 수요와 프리미엄 웰빙 수요 모두 흡수 가능한 제품 라인업

Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	3,319	4,605	4,943	6,025	5,958
매출액증가율	-4.8	29.8	11.9	28.4	0.5
영업이익	1,038	1,425	1,507	2,083	2,064
영업이익률	31.3	31.0	30.5	34.6	34.6
당기순이익	766	1,110	1,263	1,706	1,684
EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
EPS증가율	4.3	33.3	18.8	41.3	0.4
PER	96.3	65.5	51.3	38.2	29.6
PBR	32.6	22.7	18.2	16.2	11.1
EV/EBITDA	54.9	39.7	33.7	25.4	19.7
ROA	24.2	24.4	23.5	27.3	23.7
ROE	41.6	39.5	37.9	45.9	39.8

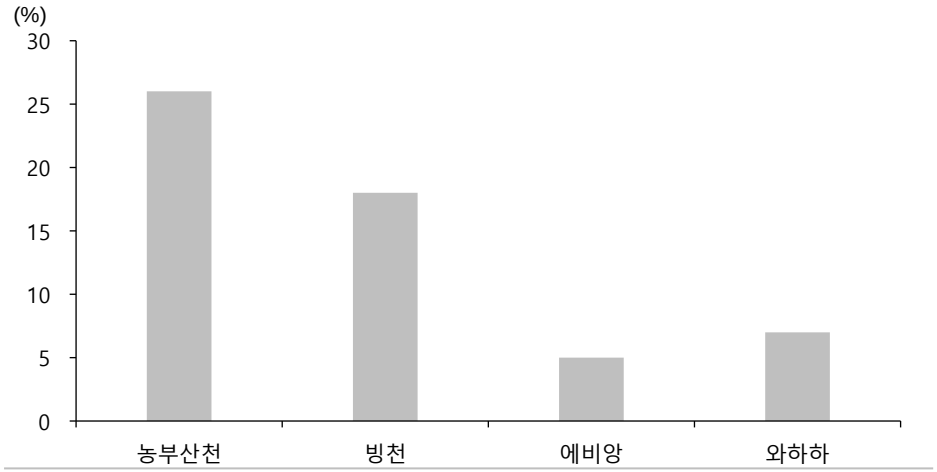
자료: 유안타증권 리서치센터

사업부별 매출액 추이



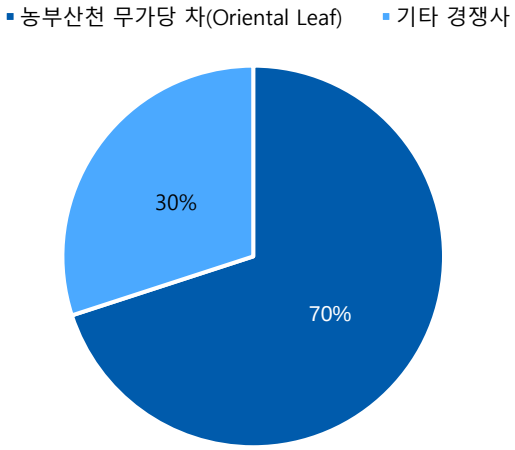
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 생수 시장 점유율 (%)



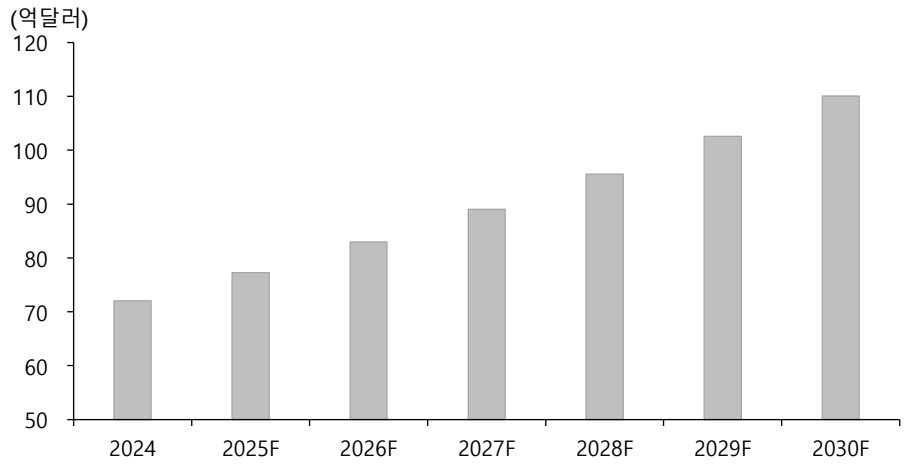
자료: 농부산천, 유안타증권 리서치센터

중국 저당 RTD 차 M/S



자료: 농부산천, 유안타증권 리서치센터

중국 RTD 차 시장 규모 추이 (CAGR 7.3%)



자료: Statista, 유안타증권 리서치센터

농부산천 실적 추이

농부산천 실적 추이

(억위안, %)	21Y	22Y	23Y	24Y	25E	26E
매출액	297	332	427	429	499	566
생수	171	183	203	160	179	195
RTD	46	69	127	167	203	240
기능성음료	37	38	49	49	55	60
주스	26	29	35	41	49	57
기타	18	14	13	12	13	14
% YoY	**29.8%**	**11.9%**	**28.4%**	**0.5%**	**16.3%**	**13.5%**
생수	22.1%	7.1%	10.9%	-21.3%	12.2%	8.9%
RTD	48.3%	50.8%	83.3%	32.3%	21.4%	18.2%
기능성음료	32.4%	3.9%	27.7%	0.6%	11.8%	9.4%
주스	32.2%	10.1%	22.7%	15.6%	19.2%	16.2%
기타	66.0%	-22.6%	-3.2%	-9.8%	8.8%	9.0%
매출비중						
생수	57.4%	55.0%	47.5%	37.3%	35.9%	34.5%
RTD	15.4%	20.7%	29.7%	38.9%	40.7%	42.4%
기능성음료	12.4%	11.4%	11.5%	11.4%	11.0%	10.6%
주스	8.7%	8.7%	8.2%	9.6%	9.8%	10.1%
기타	6.0%	4.2%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%
영업이익	**92**	**101**	**148**	**148**	**183**	**210**
% YoY	37.9%	10.3%	45.4%	0.4%	23.4%	14.8%
영업이익률	31.0%	30.5%	34.6%	34.5%	36.6%	37.1%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation: 농부산천

밸류에이션 테이블

(억위안, 배)		농부산천	이리실업	광명유업
시가총액		6,141	1,776	601
매출액	2024	429	1,158	887
	2025F	499	1,197	845
	2026F	566	1,247	873
영업이익	2024	148	107	20
	2025F	183	132	68
	2026F	210	145	73
영업이익률	2024	34.5%	9.2%	2.3%
	2025F	36.7%	11.1%	8.0%
	2026F	37.1%	11.6%	8.4%
당기순이익(지배)	2024	121	85	1
	2025F	149	113	44
	2026F	169	125	54
PER	2024	29.0	16.2	12.3
	2025F	41.2	15.7	13.6
	2026F	36.4	14.2	11.1

자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.09.17 기준

농부산천 (9633.HK) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	3,319	4,605	4,943	6,025	5,958
매출액 증가율(%)	-4.8	29.8	11.9	28.4	0.5
매출원가	1,359	1,867	2,103	2,437	2,497
매출총이익	1,960	2,738	2,840	3,588	3,461
판관비	992	1,393	1,436	1,616	1,547
영업이익	1,038	1,425	1,507	2,083	2,064
영업이익 증가율(%)	14.1	37.3	5.7	38.2	-0.9
EBITDA	1,318	1,794	1,877	2,455	2,464
영업외손익	25	-25	-136	-132	-128
외환관련손익	35	18	-55	-6	-21
이자손익	-10	-43	-81	-126	-108
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	1,014	1,450	1,643	2,215	2,193
법인세비용	248	340	380	510	509
계속사업순손익	766	1,110	1,263	1,706	1,684
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	766	1,110	1,263	1,706	1,684
당기순이익 증가율(%)	6.9	45.0	13.8	35.0	-1.3

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,868	2,806	2,662	4,008	2,613
현금및현금성자산	928	2,326	2,205	3,397	1,469
매출채권	55	75	69	77	80
재고자산	277	285	306	435	687
비유동자산	2,094	2,369	3,029	2,912	4,670
유형자산	2,036	2,128	2,356	2,553	3,029
관계기업등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	0	176	595	213	1,456
자산총계	3,962	5,176	5,690	6,919	7,283
유동부채	1,505	1,823	2,117	2,799	2,738
매입채무 및 기타채무	788	1,053	1,367	1,847	1,745
단기차입금	370	393	352	439	497
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	83	89	83	97	122
장기차입금	0	0	-	-	0
부채총계	1,588	1,912	2,199	2,896	2,860
자본금	-	-	-	158	154
자본잉여금	-	-	-	-	-
이익잉여금	909	1,759	2,119	2,682	3,115
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,373	3,263	3,491	4,023	4,423
순차입금	-1,019	-1,951	-1,839	-2,945	-1,165
총차입금	378	408	366	452	513

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	1,223	1,768	1,791	2,444	1,531
당기순이익	766	1,110	1,263	1,706	1,684
유무형자산상각비	279	369	370	372	399
기타비현금손익 조정	75	28	-52	-85	-145
매출채권증감	-17	-20	0	-10	-5
재고자산증감	-11	-1	-47	-139	-267
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-676	-824	-1,402	-2,017	-625
인수 및 사업	11	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-329	-383	-647	-683	-896
유형자산 감소	11	2	12	4	6
기타현금흐름	-366	-440	-766	-1,334	267
재무활동 현금흐름	249	-294	-799	-992	-1,120
차입금 증감	200	3	-23	87	51
자본금 증감	1,239	0	-34	0	0
현금배당	-1,158	-296	-752	-1,080	-1,172
기타현금흐름	-33	0	11	1	0
현금의 증감	765	641	-352	-557	-203
기초 현금	120	953	1,477	1,101	531
기말 현금	928	1,603	1,134	546	331
NOPLAT	784	1,091	1,158	1,604	1,585
FCF	894	1,384	1,144	1,761	635

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
BPS	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
EBITDAPS	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
SPS	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
PER	96.3	65.5	51.3	38.2	29.6
PBR	32.6	22.7	18.2	16.2	11.1
EV/EBITDA	54.9	39.7	33.7	25.4	19.7
PSR	22.1	15.9	13.2	10.8	8.4
ROE(%)	41.6	39.5	37.9	45.9	39.8
ROIC(%)	35.7	32.6	29.8	37.1	32.4
ROA(%)	24.2	24.4	23.5	27.3	23.7
부채비율 (%)	15.9	12.5	10.5	11.2	11.6
순차입금/자기자본 (%)	-42.9	-59.8	-52.7	-73.2	-26.3
매출총이익률 (%)	59.0	59.5	57.4	59.5	58.1
영업이익률 (%)	31.3	31.0	30.5	34.6	34.6
매출순이익률 (%)	23.1	24.1	25.6	28.3	28.3
EBITDA 마진 (%)	39.7	39.0	38.0	40.7	41.4

자료: Bloomberg, 유안타증권

해외 기업분석

미쉐 (02097.HK)

미쉐 (02097.HK): 중국 밀크티 국민 브랜드

음식료/전력기기

손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- 달러 (I)
현재주가 (9/17)	399.2 달러
상승여력	-

시가총액	151,544백만달러
총발행주식수	151백만주
90일 평균 거래대금	237백만달러
90일 평균 거래량	531,114주
52주 고	618.50달러
52주 저	256.00달러
주요주주	Wu Pinfang 외 2인 30.5%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	-10.7	-23.7	-

- **중국 밀크티 시장 점유율 1위 기업**

  2025년 3월 홍콩 증권거래소 상장

  밀크티 브랜드(MIXUE)와 커피 브랜드(LUCKY COFFEE) 보유, 중국 밀크티 브랜드 점유율 20%

  2024년 기준 중국 매장 수 46,479개 (2선 이하 도시 중심) + 해외 11개국 진출 (매장 4,895개)

  2024년 GMV 약 583억 위안, 판매량 90억 잔

1) 저가 전략 + 공급망 통제력

ASP 약 7.3위안(한화 1,400원)으로 업계 최저 수준이나, 높은 마진 구조 유지

원재료 조달 → 자체 가공 → 물류센터(27개) → 가맹점 배송, 수직계열화로 업계 대비 원가 10~20% 절감

2) 해외 시장 확장

현재 해외 매장 4,895개, 주로 동남아 (인도네시아 2,667개 / 베트남 1,304개 / 말레이시아 337개)

동남아 음료 시장 판매량 1위 확보

IPO 자금의 12%를 해외 공급망 구축에 투자, 향후 해외 마진율 추가 개선 예상

Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (백만달러, 달러, %, 배)

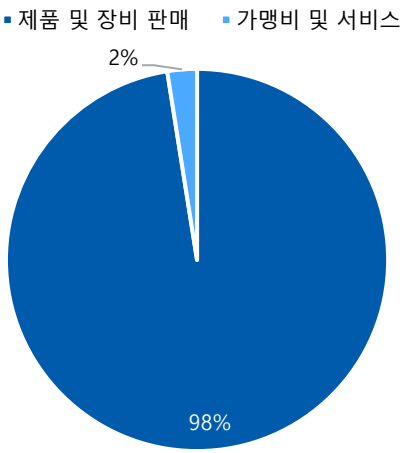
결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	-	1,605	2,019	2,867	3,449
매출액증가율	-	-	31.2	49.6	22.3
영업이익	-	390	387	578	786
영업이익률	-	24.3	19.2	20.2	22.8
당기순이익	-	296	297	443	616
EPS	-	0.8	0.8	1.2	1.7
EPS증가율	-	-	4.3	56.9	41.4
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
ROA	-	-	23.1	25.6	25.8
ROE	-	-	30.7	34.9	34.8

자료: 유안타증권 리서치센터

미쉐 주요 제품 라인업

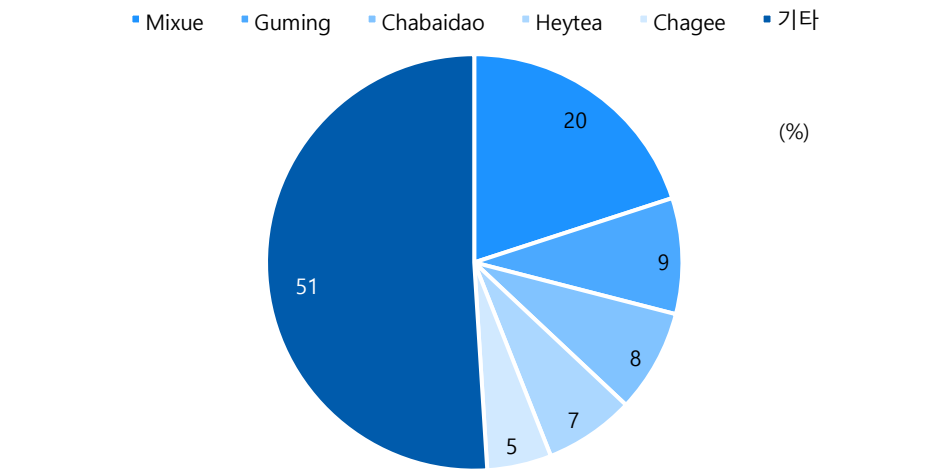
자료: MIXUE, 유안타증권 리서치센터

사업부별 매출 비중



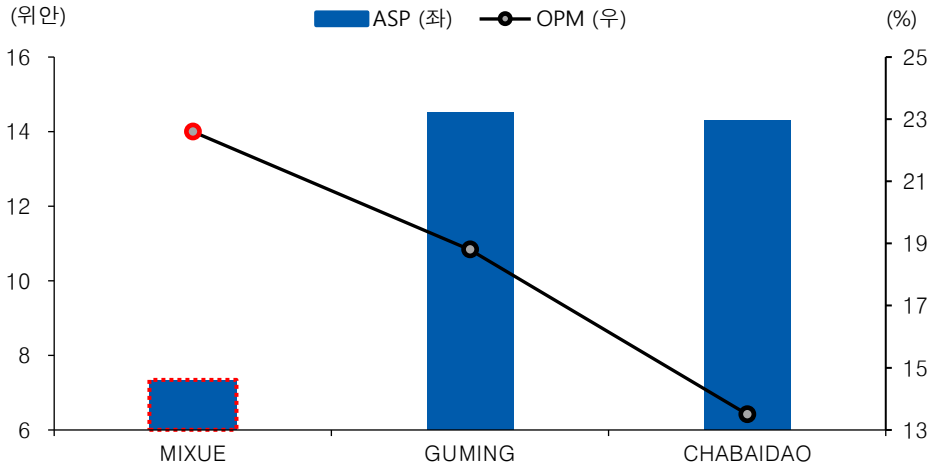
자료: MIXUE, 유안타증권 리서치센터

중국 밀크티 브랜드 점유율



자료: MIXUE, 유안타증권 리서치센터

중국 밀크티 기업 마진율 비교



자료: 각 업체, 유안타증권 리서치센터

미쉐 실적 추이

미쉐 실적 추이

(십억위안, %)	21Y	22Y	23Y	24Y
매출액	**10.4**	**13.6**	**20.3**	**24.8**
Freshly-made Drinks	11.4	14.6	21.2	25.4
Equipment	0.8	0.9	0.8	0.8
Franchise and Related Services	0.2	0.3	0.4	0.7
연결조정	-2.1	-2.2	-2.2	-2.1
YoY		**31%**	**49%**	**22%**
Freshly-made Drinks		28.1%	45.2%	19.8%
Equipment		3.6%	-6.5%	0.8%
Franchise and Related Services		35.7%	39.6%	50.0%
연결조정		4.0%	-2.2%	-4.6%
매출비중				
Freshly-made Drinks				
Equipment	8.1%	6.4%	4.0%	3.3%
Franchise and Related Services	2.3%	2.4%	2.2%	2.7%
연결조정	-20.5%	-16.3%	-10.7%	-8.3%
영업이익	**2.4**	**2.5**	**4.0**	**5.6**
% YoY		*4.1%*	*56.7%*	*40.7%*
% 영업이익률	*23.6%*	*18.7%*	*19.6%*	*22.6%*

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation: 미쉐

밸류에이션 테이블

(백만위안, 십억달러, 배)		MIXUE (HK: 02097)	GUMING (HK: 01364)	Chagee (NASDAQ: CHA)	Chabaidao (HK:2555)	Nayuki Holdings Ltd (HK:2150)
시가총액		151,544	52,701	21,758	13,047	2,165
매출액	2024	24,829	8,791	1,723	4,918	4,921
	2025F	32,335	12,045	2,001	5,592	4,834
	2026F	36,686	14,120	2,426	6,000	5,084
영업이익	2024	5,668	1,787	401	552	-809
	2025F	7,324	2,631	361	1,057	-102
	2026F	8,401	3,098	454	1,198	79
영업이익률	2024	22.8%	20.3%	23.3%	11.2%	-16.4%
	2025F	22.7%	21.8%	18.1%	18.9%	-2.1%
	2026F	22.9%	21.9%	18.7%	20.0%	1.5%
당기순이익(지배)	2024	4,437	1,479	331	472	-917
	2025F	5,446	2,410	328	797	-201
	2026F	6,326	2,549	391	918	-75
PER	2024	-	-	-	29.8	128.8
	2025F	27.8	9.0	39.8	16.4	-10.8
	2026F	24.0	8.5	33.4	14.2	-28.7

자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.09.17 기준

미쉐 (02097.HK) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	-	1,605	2,019	2,867	3,449
매출액 증가율(%)	-	-	31.2	49.6	22.3
매출원가	-	1,102	1,447	2,020	2,329
매출총이익	-	503	572	847	1,120
판관비	-	121	189	272	327
영업이익	-	390	387	578	786
영업이익 증가율(%)	-	-	-0.9	49.4	36.1
EBITDA	-	406	414	616	845
영업외손익	-	-6	-8	-9	-21
외환관련손익	-	0	0	-5	-1
이자손익	-	-5	-5	-6	-14
관계기업관련손익	-	0	0	0	0
기타	-	3	1	9	0
법인세비용차감전순손익	-	397	395	587	807
법인세비용	-	100	96	137	188
계속사업순손익	-	296	299	450	619
중단사업순손익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	296	297	443	616
당기순이익 증가율(%)	-	-	0.2	49.2	39.1

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	-	798	950	1,288	1,630
현금및현금성자산	-	421	401	792	594
매출채권	-	0	2	4	4
재고자산	-	197	223	314	304
비유동자산	-	353	491	767	1,081
유형자산	-	189	311	538	781
관계기업등 지분관련자산	-	0	0	0	0
기타투자자산	-	157	169	208	283
자산총계	-	1,151	1,442	2,055	2,710
유동부채	-	268	339	526	619
매입채무 및 기타채무	-	208	279	443	562
단기차입금	-	5	20	37	0
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	-	11	18	37	28
장기차입금	-	-	-	-	-
부채총계	-	279	357	563	647
자본금	-	57	52	51	49
자본잉여금	-	-	-	-	-
이익잉여금	-	410	652	1,061	1,640
비지배지분	-	1	4	12	14
자본총계	-	872	1,084	1,492	2,063
순차입금	-	-530	-621	-827	-1,058
총차입금	-	22	41	54	13

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-	262	361	536	835
당기순이익	-	296	297	443	616
유무형자산상각비	-	16	27	38	58
기타비현금손익 조정	-	13	3	21	11
매출채권증감	-	0	-2	-1	1
재고자산증감	-	-131	-43	-102	-3
매입채무증감	-	41	43	66	63
투자활동 현금흐름	-	-284	-327	-117	-975
인수 및 사업	-	-	-	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-147	-186	-238	-200
유형자산 감소	-	1	0	1	8
기타현금흐름	-	-137	-140	122	-782
재무활동 현금흐름	-	113	-21	-16	-39
차입금 증감	-	-2	5	3	-48
자본금 증감	-	174	0	0	0
현금배당	-	-63	-16	-14	0
기타현금흐름	-	4	-10	-4	9
현금의 증감	-	91	13	404	-179
기초 현금	-	329	388	389	770
기말 현금	-	421	401	792	594
NOPLAT	-	292	293	443	603
FCF	-	116	175	298	635

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-	0.8	0.8	1.2	1.7
BPS	-	2.4	3.0	4.1	5.7
EBITDAPS	-	0.7	1.0	1.5	2.3
SPS	-	4.5	5.6	8.0	9.6
DPS	-	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	30.7	34.9	34.8
ROIC(%)	-	-	28.9	33.1	32.8
ROA(%)	-	-	23.1	25.6	25.8
부채비율 (%)	-	2.6	3.8	3.6	0.6
순차입금/자기자본 (%)	-	-60.8	-57.3	-55.5	-51.3
매출총이익률 (%)	-	31.3	28.3	29.5	32.5
영업이익률 (%)	-	24.3	19.2	20.2	22.8
매출순이익률 (%)	-	18.5	14.7	15.5	17.9
EBITDA 마진 (%)	-	25.3	20.5	21.5	24.5

자료: Bloomberg, 유안타증권

해외 기업분석

귀주모태 (SHA:600519)

귀주모태 (SHA:600519): 중국 프리미엄 소비의 상징

음식료/전력기기

손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- 달러 (I)
현재주가 (9/17)	1,493.0달러
상승여력	-

시가총액	1,869,639백만달러
총발행주식수	1,252백만주
90일 평균 거래대금	5,399백만달러
90일 평균 거래량	3,497,999주
52주 고	1,910.00달러
52주 저	1,245.83달러
주요주주	KWEICHOW MOUTAI DIST 54.2%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.0	6.7	14.5

- **세계 최대 증류주 기업, 중국 백주(白酒) 산업의 절대 강자**
  주력 제품: Moutai Feitian (飞天茅台) – 고급 선물·접대용 수요에 기반
  브랜드 파워 + 희소성 기반 가격결정력 → 안정적 현금흐름 창출

- **1) 소비 고급화 수혜주**
  15차 5개년 계획의 '소득구조 개선 → 프리미엄 소비 확대' 정책과 직결
  백주는 소득 증가 = 프리미엄 술 소비 확대 공식이 가장 확실히 적용되는 영역

2) 압도적 점유율 + 희소성 자산
고급 백주 시장 점유율 28%로 1위 (Wuliangye 12%, Yanghe 4% 등)
생산 CAPA 제한 정책으로 구조적 고마진 구조 지속

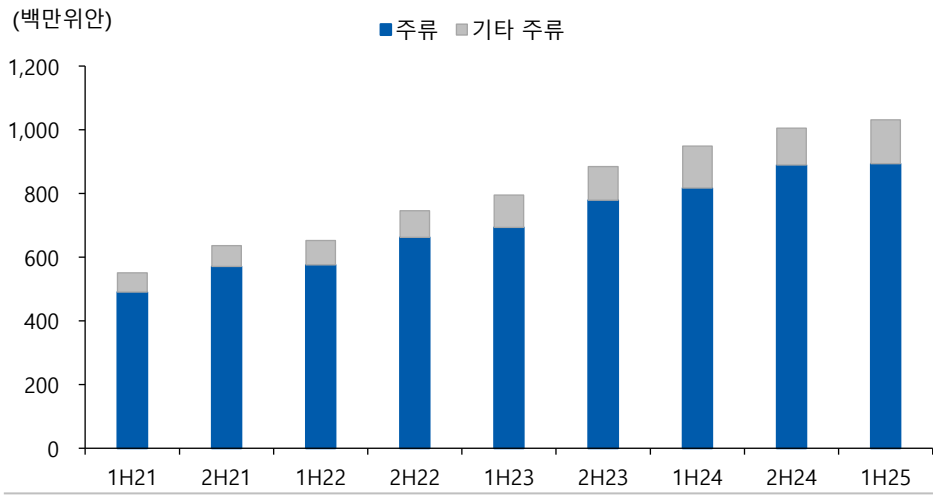
3) 중장기 성장 모멘텀
중산층 확대, 글로벌 판매 채널 확대 (Duty Free, 온라인 채널 등)

Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	14,217	16,973	18,968	21,262	24,188
매출액증가율	10.3	11.7	16.5	18.0	15.7
영업이익	9,633	11,436	12,852	14,388	16,419
영업이익률	67.8	67.4	67.8	67.7	67.9
당기순이익	6,775	8,134	9,327	10,554	11,977
EPS	5.4	6.5	7.4	8.4	9.5
EPS증가율	13.3	12.3	19.6	19.1	15.4
PER	53.8	49.1	34.6	29.0	22.2
PBR	15.6	13.6	11.0	10.1	8.2
EV/EBITDA	36.9	34.0	24.3	20.4	15.7
ROA	23.6	22.4	24.6	28.4	30.2
ROE	31.4	29.9	32.4	36.2	38.4

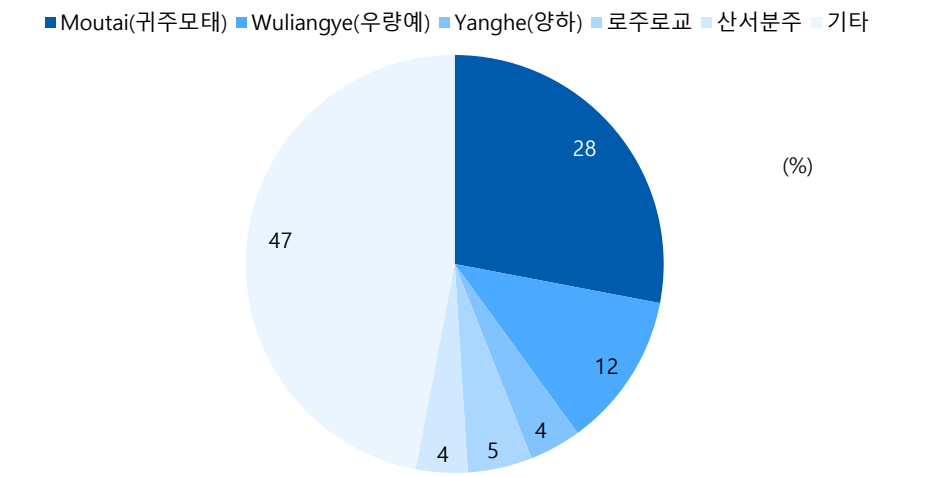
자료: 유안타증권 리서치센터

사업부별 매출액 추이



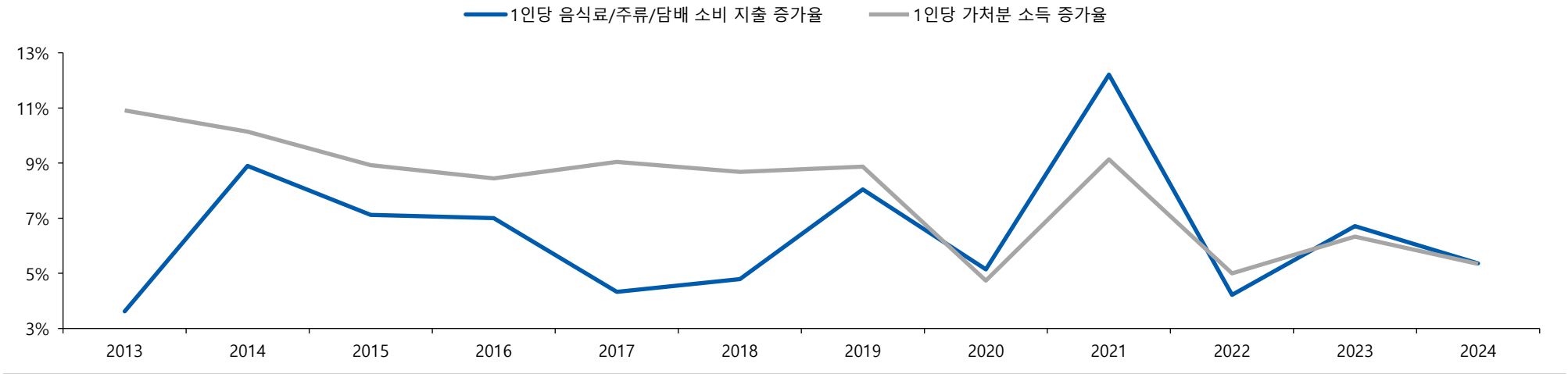
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 백주 시장 점유율 (순이익 기준)



자료: WIND, 유안타증권 리서치센터

중국 가처분소득 증가율 vs 고급 주류 소비 증가율 비교



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

귀주모태 실적 추이

귀주모태 실적 추이

(억위안, %)	21Y	22Y	23Y	24Y	25E	26E
매출액	**1,095**	**1,276**	**1,506**	**1,741**	**1,893**	**2,039**
Liquor	1,061	1,238	1,472	1,706	-	-
Other Business	1	3	5	3	3	3
Adjustments	33	35	29	32	-	-
%YoY		**16.5%**	**18.0%**	**15.7%**	**8.7%**	**7.7%**
Liquor		16.7%	18.9%	15.9%	-	-
Other Business		150.3%	44.9%	-39.5%	-7.3%	12.6%
Adjustments		5.5%	-17.0%	13.2%	-	-
매출비중						
Liquor		97.0%	97.8%	98.0%	-	-
Other Business		0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
Adjustments		2.7%	1.9%	1.9%	-	-
영업이익	**738**	**864**	**1,019**	**1,182**	**1,296**	**1,396**
% YoY		*17.2%*	*17.9%*	*16.0%*	*9.6%*	*7.7%*
영업이익률	*67.4%*	*67.8%*	*67.7%*	*67.9%*	*68.4%*	*68.5%*

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation: 귀주모태

밸류에이션 테이블

(억위안, 배)		귀주모태	오량액	양하이구펀	루저우라오자오	구징공주	산시펀주
시가총액		18,696	4,910	1,078	2,017	787	2,494
매출액	2024	1,741	892	289	312	236	360
	2025F	1,892	911	216	298	235	372
	2026F	2,036	954	227	313	249	398
영업이익	2024	1,182	413	88	177	61	162
	2025F	1,294	436	61	169	76	165
	2026F	1,393	457	67	178	82	178
영업이익률	2024	67.9%	46.3%	30.5%	56.7%	25.9%	45.0%
	2025F	68.4%	47.8%	28.4%	56.6%	32.2%	44.5%
	2026F	68.4%	47.9%	29.6%	56.7%	32.9%	44.7%
당기순이익(지배)	2024	862	319	67	135	55	122
	2025F	935	324	48	127	55	126
	2026F	1,008	339	54	134	59	136
PER	2024	22.1	15.4	16.3	15.2	16.1	20.7
	2025F	20.0	15.2	22.5	15.8	14.2	19.8
	2026F	18.6	14.5	20.1	15.1	13.4	18.3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.09.17 기준

귀주모태 (SHA:600519) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	14,217	16,973	18,968	21,262	24,188
매출액 증가율(%)	10.3	11.7	16.5	18.0	15.7
매출원가	1,199	1,420	1,517	1,692	1,930
매출총이익	13,018	15,553	17,451	19,570	22,258
판관비	1,285	1,654	1,734	1,916	1,954
영업이익	9,633	11,436	12,852	14,388	16,419
영업이익 증가율(%)	12.7	18.7	12.4	12.0	14.1
EBITDA	9,823	11,680	13,101	14,659	16,705
영업외손익	29	-119	-190	-251	-199
외환관련손익	-	-	-	-	-
이자손익	-	-144	-227	-273	-203
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	70	34	37	26	6
법인세비용차감전순손익	9,604	11,556	13,042	14,639	16,617
법인세비용	2,419	2,916	3,320	3,692	4,209
계속사업순손익	7,185	8,640	9,722	10,947	12,408
중단사업순손익	-	-	-	-	-
당기순이익	6,775	8,134	9,327	10,554	11,977
당기순이익 증가율(%)	13.6	20.1	14.7	13.2	13.5

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	7,561	9,928	5,458	9,424	12,856
당기순이익	6,775	8,134	9,327	10,554	11,977
유무형자산상각비	190	244	249	271	287
기타비현금손익 조정	472	332	214	247	326
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	-520	-702	-807	-1,075	-1,098
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-262	-863	-824	-1,393	-261
인수 및 사업	-	-	-	-	-
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-2	-2	-4	-1,027	389
재무활동 현금흐름	-3,565	-4,119	-8,539	-8,316	-9,871
차입금 증감	-	-	-	-	-
자본금 증감	-	-	-	-	-
현금배당	-3,168	-3,758	-8,142	-7,986	-9,554
기타현금흐름	-398	-361	-398	-330	-317
현금의 증감	3,734	4,946	-3,905	-285	2,724
기초 현금	18,538	23,087	25,895	21,458	20,599
기말 현금	22,481	28,105	22,088	21,174	23,285
NOPLAT	7,206	8,550	9,580	10,760	12,260
FCF	7,258	9,399	4,669	9,054	12,206

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	28,444	34,733	31,400	31,709	34,487
현금및현금성자산	4,484	7,147	7,517	8,883	7,109
매출채권	235	0	18	10	274
재고자산	4,423	5,254	5,628	6,539	7,445
비유동자산	4,250	5,413	5,492	6,693	6,469
유형자산	3,597	4,146	4,265	4,334	4,514
관계기업등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	23	346	21	38	37
자산총계	32,694	40,146	36,892	38,402	40,955
유동부채	6,998	9,112	7,113	6,858	7,743
매입채무 및 기타채무	2,528	3,428	2,701	2,909	3,081
단기차입금	2,182	3,424	1,866	1,695	3,165
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	-	47	72	49	57
장기차입금	-	-	-	-	-
부채총계	6,998	9,158	7,184	6,906	7,800
자본금	192	198	182	177	172
자본잉여금	211	216	199	193	188
이익잉여금	24,172	29,241	28,093	29,851	31,431
비지배지분	980	1,167	1,081	1,125	1,220
자본총계	25,696	30,987	29,707	31,496	33,155
순차입금	-2,302	-3,660	-5,586	-7,692	-5,075
총차입금	2,182	3,487	1,931	1,740	3,223

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	5.4	6.5	7.4	8.4	9.5
BPS	19.7	23.7	22.8	24.2	25.4
EBITDAPS	6.0	7.9	4.3	7.5	10.2
SPS	11.3	13.5	15.1	16.9	19.3
DPS	2.8	3.4	3.9	4.4	7.2
PER	53.8	49.1	34.6	29.0	22.2
PBR	15.6	13.6	11.0	10.1	8.2
EV/EBITDA	36.9	34.0	24.3	20.4	15.7
PSR	25.6	23.5	17.0	14.4	11.0
ROE(%)	31.4	29.9	32.4	36.2	38.4
ROIC(%)	28.4	26.3	28.6	33.1	34.9
ROA(%)	23.6	22.4	24.6	28.4	30.2
부채비율 (%)	8.5	11.3	6.5	5.5	9.7
순차입금/자기자본 (%)	-9.0	-11.8	-18.8	-24.4	-15.3
매출총이익률 (%)	91.6	91.6	92.0	92.0	92.0
영업이익률 (%)	67.8	67.4	67.8	67.7	67.9
매출순이익률 (%)	47.7	47.9	49.2	49.6	49.5
EBITDA 마진 (%)	69.1	68.8	69.1	68.9	69.1

자료: Bloomberg, 유안타증권

국내 기업분석

오리온 (271560)

오리온 (271560): 중국 회복세와 정책 모멘텀 기대

음식료/전력기기

손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	149,000 원 (M)
현재주가 (9/17)	108,800원
상승여력	36.9%

시가총액	42,699억원
총발행주식수	39,536,132주
60일 평균 거래대금	135억원
60일 평균 거래량	122,331주
52주 고	126,900원 / 89,000원
52주 저	32.27%
외인지분율	2.44%
주요주주	오리온홀딩스 외 8 인 43.80%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.4)	(2.0)	21.3
상대	(6.8)	(15.3)	(8.4)
절대(달러환산)	(1.2)	(3.2)	16.9

- **중국법인 매출 비중 40%로, 중국 소비 확대 정책에 수혜 전망**
  15차 5개년 계획의 농촌 전자상거래 고도화와 내수 확대 정책은 동사의 중국 간식점·이커머스 성장세와 맞물리는 구조적 모멘텀
  동사는 중국 파이 시장 점유율 60% 이상을 차지, 농촌·중소도시 소비 확산 국면에서 직접적인 수혜 기대

- **오리온 중국 매출: '24 1.27조 → '25F 1.33조 → '26F 1.40조원**
  2025F 중국법인 OPM 19% 전망, 하반기 비용 개선 및 국경절 특수 기대
  Healthy China 2030 → 저당·구미·프로틴형 신제품 기회

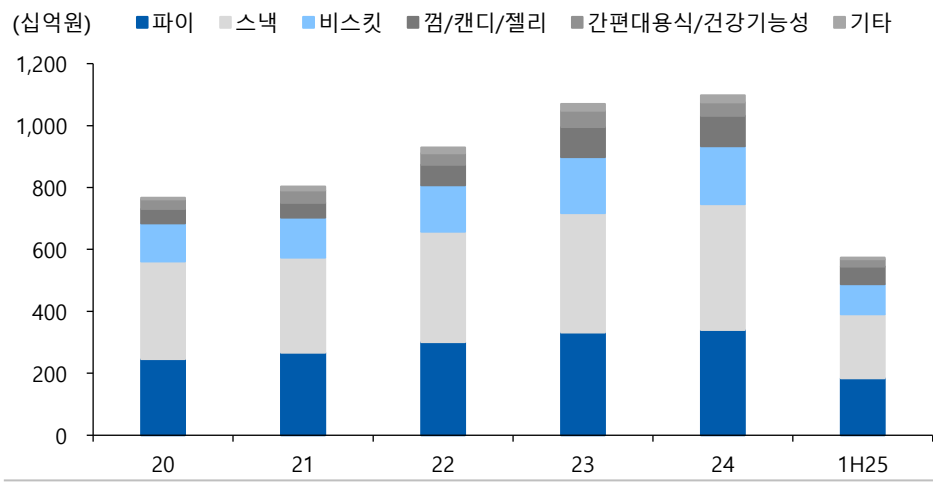
- **오리온 8월 실적**
  법인별 합산 매출액 2,768억원(YoY +4.4%), 영업이익 480억원(YoY -2.2%, OPM 17.3%)
  중국 법인 매출액 1,142억원 (YoY +4.1%, 현지화폐 YoY +1.7%), 영업이익 245억원 (YoY +12.9%, OPM 21.5%)
  - 중국: 간식점·이커머스 고성장으로 이익률 개선
  - 간식점 매출 +47%(매출 비중은 26%), 이커머스 +7% 성장으로 내수 성장을 견인
  - 1·2급 도시 중심 특수 채널 입점 확대 및 신규 거래처 확장 추진

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,912	3,104	3,287	3,502	3,697
매출액증가율	1.4	6.6	5.9	6.5	5.6
영업이익	492	544	556	644	693
영업이익률	16.9	17.5	16.9	18.4	18.7
당기순이익	385	533	466	538	595
EPS	9,527	13,269	11,591	13,387	14,818
EPS증가율	-4.0	39.3	-12.6	15.5	10.7
PER	13.1	7.2	9.3	8.1	7.3
PBR	1.7	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	4.0	3.8	2.6	1.6
ROA	10.9	13.4	10.0	10.2	10.0
ROE	13.9	16.6	12.3	12.4	12.1

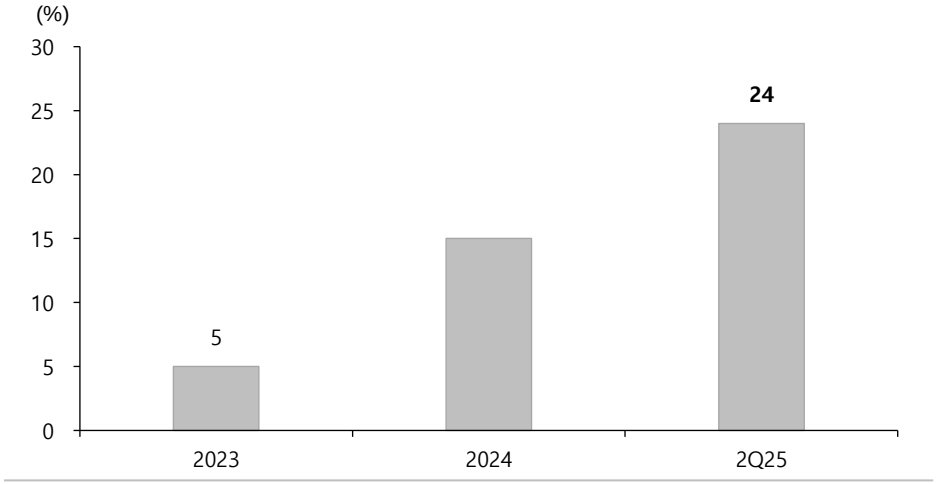
자료: 유안타증권 리서치센터

사업부별 매출액 추이



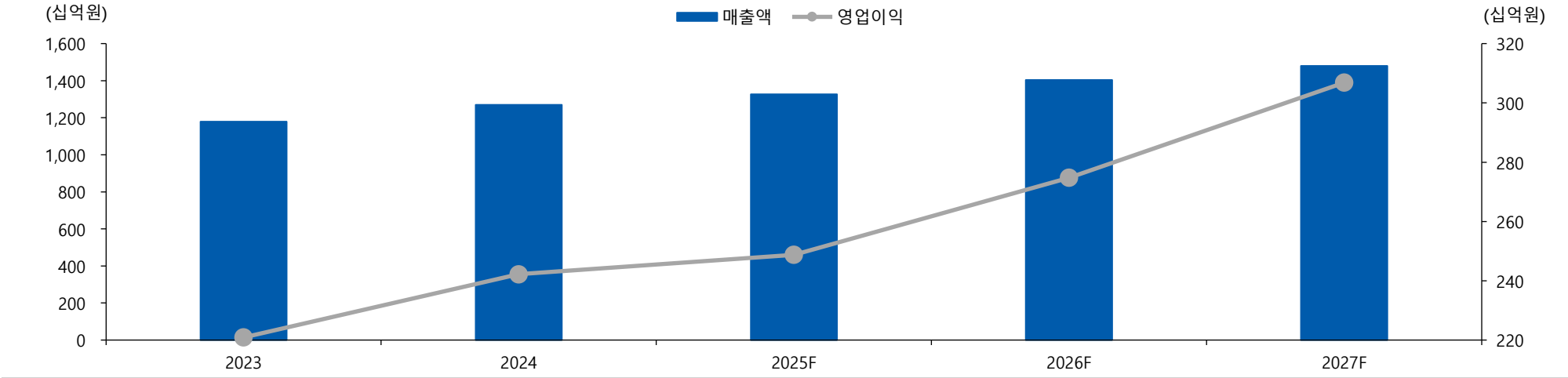
자료: 오리온, 유안타증권 리서치센터, 주) 별도 매출액 기준

오리온 중국 채널 믹스 변화 (간식점 비중, 2023~2025)



자료: 오리온, 유안타증권 리서치센터

오리온 중국 매출 & 영업이익 추이 (2023~2026F)



자료: 유안타증권 리서치센터

오리온 실적 추이 및 전망

오리온 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**748**	**719**	**775**	**862**	**802**	**777**	**810**	**879**	**2,912**	**3,104**	**3,268**
한국	272	278	271	277	282	291	290	285	1,070	1,098	1,149
중국	**306**	**296**	**322**	**346**	**328**	**305**	**346**	**349**	**1,179**	**1,270**	**1,328**
베트남	118	98	122	176	128	103	129	186	476	515	546
러시아	51	49	62	69	67	81	65	83	200	231	296
기타 및 연결조정	2	- 2	- 2	-17	-	-	-20	-24	-12	-20	-44
% YoY	**12.7%**	**0.8%**	**1.1%**	**12.2%**	**7.1%**	**8.1%**	**4.6%**	**2.0%**	**1.4%**	**6.6%**	**5.3%**
한국	9.5%	1.6%	-0.3%	0.2%	4.0%	4.9%	7.0%	2.9%	13.9%	2.6%	4.7%
중국	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	7.1%	3.0%	7.2%	1.0%	-7.5%	7.7%	4.5%
베트남	12.3%	2.8%	3.5%	12.4%	8.5%	4.3%	6.4%	5.3%	0.5%	8.2%	6.1%
러시아	4.8%	-4.8%	27.6%	32.7%	33.1%	64.6%	5.0%	20.0%	-4.6%	15.1%	28.3%
% 매출비중											
한국	36.3%	38.6%	35.0%	32.2%	35.2%	37.5%	35.8%	32.5%	36.7%	35.4%	35.2%
중국	40.9%	41.1%	41.6%	40.1%	40.9%	39.2%	42.7%	39.7%	40.5%	40.9%	40.6%
베트남	15.8%	13.7%	15.7%	20.5%	16.0%	13.2%	16.0%	21.1%	16.3%	16.6%	16.7%
러시아	6.7%	6.8%	8.0%	8.0%	8.4%	10.4%	8.0%	9.4%	6.9%	7.4%	9.1%
영업이익	**125**	**122**	**137**	**160**	**131**	**121**	**157**	**167**	**492**	**544**	**577**
% YoY	26.2%	8.4%	-2.5%	13.8%	5.0%	-0.2%	14.6%	4.4%	5.5%	10.4%	6.1%
% 영업이익률	*16.7%*	*16.9%*	*17.7%*	*18.5%*	*16.4%*	*15.6%*	*19.4%*	*19.0%*	*16.9%*	*17.5%*	*17.6%*

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation: 오리온

밸류에이션 테이블

(십억원, 십억달러, 배)		오리온	롯데웰푸드	몬델리즈(MDLZ)	펩시코(PEP)
시가총액		4,270	1,067	81	192
매출액	2024	3,104	4,044	37	94
	2025F	3,268	4,174	3,628	760
	2026F	3,617	4,331	3,725	780
영업이익	2024	544	157	7	12
	2025F	577	144	241	63
	2026F	604	203	248	66
영업이익률	2024	17.5%	3.9%	17.6%	12.2%
	2025F	17.6%	3.4%	6.6%	8.3%
	2026F	16.7%	4.7%	6.7%	8.5%
당기순이익(지배)	2024	525	82	5	8
	2025F	458	69	5	8
	2026F	529	96	5	9
PER	2024	7.2	15.4	20.3	24.8
	2025F	9.3	15.5	16.9	23.1
	2026F	8.1	11.1	16.2	22.3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.09.17 기준

오리온(271560) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,912	3,104	3,287	3,502	3,697
매출원가	1,785	1,908	2,067	2,149	2,259
매출총이익	1,127	1,196	1,220	1,353	1,438
판관비	635	653	664	709	745
영업이익	492	544	556	644	693
EBITDA	650	704	701	775	811
영업외손익	28	149	44	61	81
외환관련손익	2	3	0	0	0
이자손익	34	30	38	56	75
관계기업관련손익	1	-5	1	1	1
기타	-9	121	5	5	5
법인세비용차감전순손익	520	692	600	706	774
법인세비용	135	159	134	168	178
계속사업순손익	385	533	466	538	595
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	385	533	466	538	595
지배지분순이익	377	525	458	529	586
포괄순이익	354	675	607	680	737
지배지분포괄이익	346	658	592	663	719

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과동일. 즉, 매출액에서매출원가와판관비만 차감

현금흐름표

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	437	652	529	583	630
당기순이익	385	533	466	538	595
감가상각비	154	157	142	128	115
외환손익	-1	-3	0	0	0
종속,관계기업관련손익	-1	5	-1	-1	-1
자산부채의 증감	-108	69	45	41	44
기타현금흐름	7	-109	-123	-123	-123
투자활동 현금흐름	-541	-505	-80	-95	-86
투자자산	10	-552	-43	-51	-46
유형자산 증가 (CAPEX)	-166	-107	0	0	0
유형자산 감소	1	2	0	0	0
기타현금흐름	-385	152	-37	-44	-40
재무활동 현금흐름	-138	-70	-123	-123	-123
단기차입금	-20	0	1	1	1
사채 및 장기차입금	-69	11	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-38	-56	-99	-99	-99
기타현금흐름	-11	-25	-25	-25	-25
연결범위변동 등 기타	-2	9	252	261	258
현금의 증감	-244	85	577	627	679
기초 현금	610	366	451	1,028	1,655
기말 현금	366	451	1,028	1,655	2,334
NOPLAT	365	419	442	503	544
FCF	270	545	529	583	630

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,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,628	1,647	2,299	3,009	3,763
현금및현금성자산	366	451	1,028	1,655	2,334
매출채권 및 기타채권	212	190	206	219	232
재고자산	260	317	335	357	377
비유동자산	1,893	2,661	2,560	2,480	2,408
유형자산	1,658	1,702	1,560	1,432	1,317
관계기업등 지분관련자산	33	728	771	822	867
기타투자자산	5	9	9	10	10
자산총계	3,521	4,308	4,859	5,488	6,171
유동부채	399	538	569	606	640
매입채무 및 기타채무	304	383	406	433	457
단기차입금	4	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	167	197	207	219	229
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	566	734	776	825	870
지배지분	2,862	3,471	3,972	4,544	5,173
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	1,560	2,033	2,392	2,823	3,310
비지배지분	93	103	110	119	129
자본총계	2,955	3,574	4,083	4,663	5,302
순차입금	-1,104	-1,074	-1,689	-2,360	-3,080
총차입금	29	40	41	42	42

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS	9,527	13,269	11,591	13,387	14,818
BPS	72,413	87,815	100,490	114,961	130,863
EBITDAPS	16,430	17,807	17,731	19,595	20,505
SPS	73,663	78,519	83,141	88,580	93,517
DPS	1,250	2,500	2,500	2,500	2,500
PER	13.1	7.2	9.3	8.1	7.3
PBR	1.7	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	4.0	3.8	2.6	1.6
PSR	1.7	1.2	1.3	1.2	1.2

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	1.4	6.6	5.9	6.5	5.6
영업이익 증가율 (%)	5.5	10.4	2.4	15.8	7.6
지배순이익 증가율 (%)	-4.0	39.3	-12.6	15.5	10.7
매출총이익률 (%)	38.7	38.5	37.1	38.6	38.9
영업이익률 (%)	16.9	17.5	16.9	18.4	18.7
지배순이익률 (%)	12.9	16.9	13.9	15.1	15.8
EBITDA 마진 (%)	22.3	22.7	21.3	22.1	21.9
ROIC	20.4	23.2	25.8	31.9	37.4
ROA	10.9	13.4	10.0	10.2	10.0
ROE	13.9	16.6	12.3	12.4	12.1
부채비율 (%)	19.1	20.5	19.0	17.7	16.4
순차입금/자기자본 (%)	-37.4	-30.1	-41.4	-50.6	-58.1
영업이익/금융비용 (배)	136.8	536.2	466.8	529.8	558.3

백길현, USCPA

반도체

02 3770 5635

gilhyun.baik@yuantakorea.com

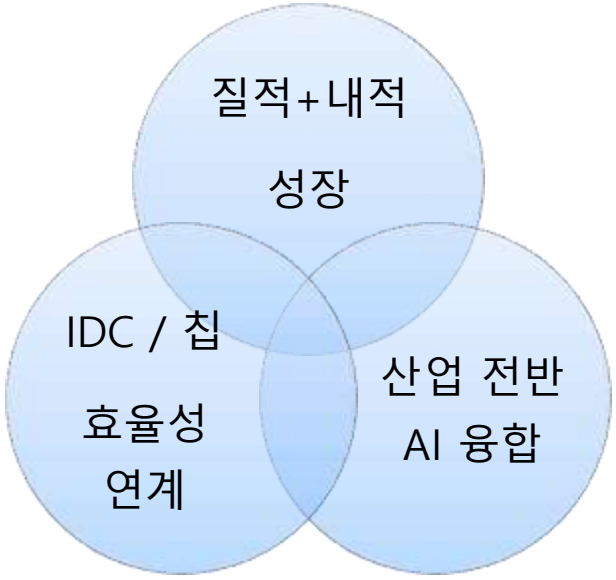
반도체

신질적 생산력(新质生产力)

15차로의 전환 배경과 핵심 키워드

- 과거 중국의 14차 5개년 계획(2021–2025)은 '쌍순환(內需+外需)'과 '디지털 경제'를 핵심 기조로 삼아, AI·반도체 등 전략 산업의 자립 기반을 넓히는 데 집중했다. 이를 통해 디지털경제 비중 확대, 국산 반도체 일부 성과, 대규모 컴퓨팅센터 구축 등 일정한 성과를 거두었으나, 내수 부진·탄소 감축 지연·첨단 반도체 격차라는 구조적 한계도 여실히 드러났다.
- 이러한 상황 속에서 15차 5개년 계획(2026–2030)의 정책 기조는 '신질적 생산력(新质生产力)'이라는 새로운 개념으로 요약된다. 단순한 양적 확장이 아니라, 혁신·기술·인재를 기반으로 한 질적 성장을 통해 실제 시장에 적용 가능한 성과를 만들어 내겠다는 것이다. 특히 2025년 국무원이 발표한 'AI+ 행동 지침'은 AI와 산업·소비·거버넌스·민생 전 영역의 심층 융합을 제도화하며, 반도체와 컴퓨팅 인프라에 대한 국산화·표준화·안전성 검증 요구를 더욱 강화하고 있다.
- 15차 계획의 Tech 정책을 이해하는 핵심 키워드는 1)질적 내적 성장, 2)산업 전반 AI 융합 로드맵, 3)양산 적용 가능 기술 위주 지원, 그리고, 4)IDC·칩 효율성 연계로 압축된다. 이는 곧, 정책 자원과 보조금이 단순한 '국산화'보다 실제 시장·산업 적용성을 갖춘 반도체와 AI 기술로 집중될 것으로 전망한다.

중국 15차 5개년 계획의 Tech 정책 핵심 키워드



자료: 유안타증권 리서치센터

AI+ 행동 지침 주요 내용

목표 연도	주요 내용
2027	- 6대 중점 분야에서 AI의 광범위한 융합을 우선적으로 실현 - 차세대 지능형 단말기와 같은 응용의 보급률은 70%를 넘어야 하며, 지능경제 핵심 산업의 규모는 높은 성장률을 기록해야 함
2030	- AI가 중국의 고품질 발전을 전면적으로 뒷받침하는 기반이 마련돼야 함 - 차세대 스마트 단말기, 스마트 바디 등 응용의 침투율은 90%를 넘어서야 함 - 지능경제는 중국 경제 발전의 중요한 성장 동력이 되어 기술 접근성과 혜택 공유를 촉진해야 함
2035	- 중국이 스마트 경제와 스마트 사회 발전의 새로운 단계에 전면 진입함으로써 AI가 사회주의 현대화의 기본적 실현을 강력히 뒷받침하게 될 것

자료: 중국 국무원, 유안타증권 리서치센터

제15차 5개년 계획의 Tech 정책 프레임 – AI+ 지침의 구조

- 15차 5개년 계획을 뒷받침하는 핵심 정책 중 하나가 국무원의 ‘AI+ 행동 지침’이다. 해당 지침은 인공지능을 단순한 신기술이 아니라, 경제·산업·사회 전반의 구조 변화를 촉진하는 범용 플랫폼 기술로 규정하며, 향후 2035년까지의 발전 로드맵을 제시하고 있다. AI+ 지침은 크게 두 축으로 구성된다.
- 하나는 6대 중점 분야이고, 다른 하나는 이를 뒷받침하는 8대 기초 지원 역량이다. 6대 중점 분야에는 과학기술, 산업, 소비, 민생, 거버넌스, 글로벌 협력이 포함된다. AI를 연구개발에서부터 산업 생산·소비·사회·국제 협력까지 전 주기적으로 내재화가 목표인 것으로 추정한다. 동시에 8대 기반 역량은 모델, 데이터, 컴퓨팅 파워, 응용 환경, 오픈소스, 인재, 정책·법규, 안전 체계 등으로, AI 생태계의 토대를 체계적으로 강화하는 방향을 담고 있다.
- 또한 2027년·2030년·2035년의 3단계 목표를 제시한다. 2027년까지는 차세대 디바이스와 AI Agent의 응용 침투율을 70% 이상으로 끌어올리고, 2030년에는 90% 이상 보급해 지능경제를 중국의 핵심 성장 엔진으로 만들겠다는 것이다. 최종적으로 2035년에는 지능경제·지능사회로의 전환을 마무리해 사회주의 현대화를 실현하겠다는 장기 청사진을 담고 있다.

AI+ 6대 적용 분야

분야	주요방향	세부조치
과학기술	과학 연구에 AI 활용, R&D 효율 제고, 연구방법 혁신	과학연구용 AI 모델 구축, 고품질 데이터셋 구축, 바이오 제조, 양자기술 등 분야 R&D에 AI활용: 인간-기계 협력 모델 구축 등
산업발전	AI 기반 기업 육성, 산업 스마트화, 농업 분야 디지털 전환, 서비스업 혁신	AI 기발 기업 육성, 새로운 비즈모델 발굴: 생산 전주기에 AI 적용, 스마트 제조장비 보급. 농업 AI 활용, 무인서비스 확대, 스마트 디바이스 및 에이전트 활용 등
소비	서비스 소비 적용 확대, 제품 소비 신업태 육성	AI 기반 서비스 어플리케이션 육성, 생활서비스 품질 개선, 사물인터넷 생태계 구축, 차세대 스마트 디바이스 육성 등
민생복지	일하는 방식, 학습 방식 혁신, 삶의 질 개선	일자리 창출, 인간과의 공존 구조 모색, 에이전트 활용: 교육 전 과정에 AI 활용: 의료 진단, 건강관리, 공공서비스에 AI 활용 등
거버넌스 역량	도시, 농촌, 공공서비스, 안전, 생태 환경	스마트 시티 건설, 행정서비스 지능화, 생산 안전, 재난 등 공공 안전 분야 AI 적용 확대, 자연환경 및 탄소시장 등 모니터링 등
글로벌 협력	보편성 확대, 글로벌 거버넌스 참여	개방형 생태계 조성, 글로벌 사우스 지원: UN 중심의 글로벌 AI 거버넌스 참여, AI 안정성 제고 등

자료: : 中国政府网. 2025.8.26. KIEP, 유안타증권 리서치센터

AI+ 8대 기초역량 강화안

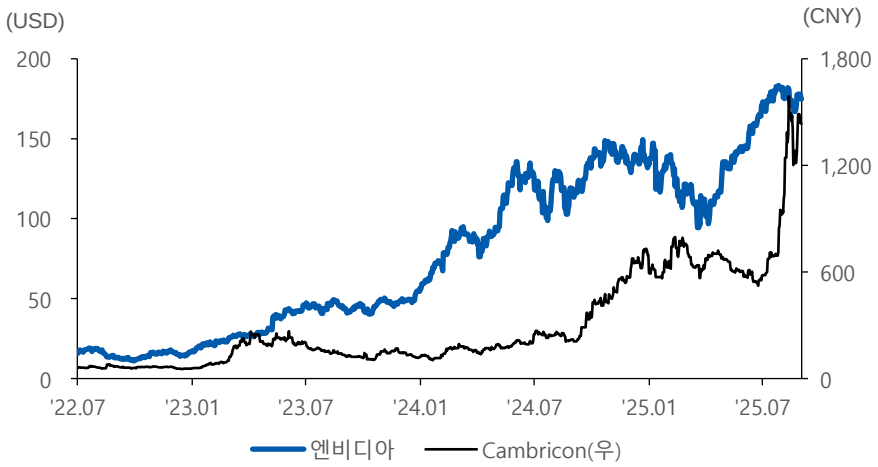
분야	주요내용
모델 기초역량 강화	AI 기초이론 연구 강화, 모델 아키텍처 혁신 지원, 고효율 학습·추론 연구 등
데이터 공급혁신 강화	고품질 데이터셋 구축, 데이터 재산권·저작권 제도 개선, 공공데이터 개방 등
지능형 컴퓨팅 파워 통합	AI 칩 혁신 및 소프트웨어 생태계 육성, 초대형 AI 컴퓨팅 클러스터 구축 등
응용발전 환경 최적화	국가 AI 응용 시범기지 구축, 산업별 응용 공통 플랫폼 조성 등
오픈소스 생태계 활성화	AI 오픈소스 커뮤니티 구축, 글로벌 개방형 오픈소스 커뮤니티 생태계 조성 등
인재 양성 강화	전체 교육과정에서 AI 활용, 학과·전공 체계 개선, 고급 인재 양성 강화 등
정책·법규 보장 강화	국유자본의 AI 투자 평가·리스크 규제 제도 강화, 금융·재정 지원 확대 등
AI 안전역량 제고	모델·데이터·인프라·응용 시스템 보안 강화, 알고리즘 차별 등 리스크 방지 등

자료: 关于深入实施, KIEP, 유안타증권 리서치센터

AI 인프라와 데이터 자원 관리 체계의 정교화

- 15차 5개년 계획에서 가장 두드러진 변화 중 하나는 AI 인프라와 데이터 자원 관리 체계의 정교화다. 단순한 국산화 지원을 넘어, 실제 조달·운영·거버넌스까지 포함하는 전주기(全周期) 관리 구조로 진화하고 있는 것으로 파악된다.
- 첫째, 국산칩 채택과 조달 가이드라인이 제도화되고 있다. AI 훈련·추론용 서버에서 엔비디아 GPU에 의존했던 14차 시기와 달리, 15차에서는 Huawei(비상장), Cambricon(688256 SH), Biren(비상장) 등을 통해 국산 가속기의 채택을 정부·공공 IDC 발주에 연계하는 움직임이 강화되고 있다. 이는 단순한 보조금 지원이 아니라, 향후 공공 조달과 국책 데이터센터 배치 과정에 국산칩을 일정 비중 이상 포함시키는 방식으로 구체화될 가능성을 배제할 수 없다는 판단이다.
- 둘째, 국가 차원의 컴퓨팅 자원 전략이 본격화된다. 중국은 ' 동수서산(东数西算)' 프로젝트를 통해 데이터 처리와 전력 소비를 최적화하는 분산형 인프라를 구축 중인 가운데, 15차에서는 이를 확대해 초대형 AI 컴퓨팅 클러스터를 전국적으로 균형 있게 배치할 계획이다. 이는 단순히 데이터센터 신축을 넘어, 데이터·전력·네트워크 자원의 통합 운영을 강조하는 방향으로 발전할 것이다. 따라서 AI 가속기·고대역 메모리·저전력 패키징의 수요가 정책적으로 뒷받침될 전망이다.
- 셋째, 데이터 권리·보상 제도와 공개 데이터셋 활용이 제도화된다. 정부는 공공 데이터와 연구용 데이터셋을 더 광범위하게 개방하는 동시에, 데이터 기여자에 대한 보상 및 수익 공유 제도를 도입하려 하고 있다. 단순히 데이터량을 늘리는 차원이 아니라, 데이터 공급자–기업 간 인센티브 체계를 확립해 AI 모델 학습을 안정적으로 뒷받침하기 위한 조치다. 이 과정에서 데이터 저작권·IP 체계가 재정비되며, 합법적·합리적 데이터 활용이 모델 상용화의 필수조건으로 자리 잡을 가능성이 높다.

미국 엔비디아와 중국 Cambricon 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

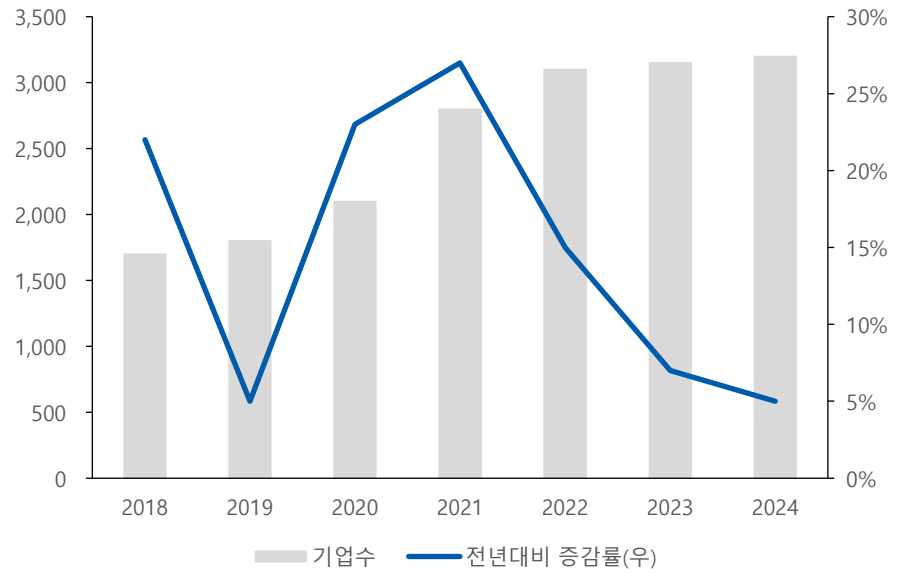
동수서산 8대 데이터 거점 및 10대 산업 클러스터

자료: 중국 국가발전개발위원회, KOTRA, 유안타증권 리서치센터

중국 반도체 산업 영향 점검 - 1

- **Fabless**: 15차 계획에서 가장 강조되는 분야 중 하나는 국산 AI 가속기 생태계다. 앞서 언급한 화웨이의 Ascend 시리즈와 Cambricon, Biren 등 주요 기업들은 이미 AI 서버·데이터센터용 GPU 대체 제품을 내놓고 있으며, 정부는 IDC 조달 가이드라인을 통해 일정 비중 이상 국산칩을 채택하도록 유도하고 있다. 동시에 소프트웨어 생태계 측면에서 오픈소스 프레임워크·툴체인 지원이 병행되며, 엔비디아 CUDA에 대응할 수 있는 자체 소프트웨어 인프라가 정책적으로 육성될 것으로 예상한다.
- **Foundry**: 중국은 28nm·40nm 중심의 성숙공정 안정화를 적극적으로 확대하고, 특히 차량용 MCU, 전력반도체, IoT/산업용 칩 등 상업화 수요가 명확한 제품군이 위주의 투자가 이어질 것으로 예상한다. 다만 15차 계획은 무분별한 증설을 억제하려는 기조를 병행하고 있다. 지방정부의 보조금과 신규 CapEx 승인 절차가 강화될 가능성을 배제할 수 없다는 판단이다. 한편 첨단 공정(7nm 이하)에서는 여전히 기술 제약이 크지만, SMIC 중심의 선단 공정 투자는 연말 지나면서 재차 확대될 것이다.
- **OSAT**: AI 수요 확대로 고대역·저전력 패키징의 중요성이 커지고 있다. 현재는 TSMC CoWoS와 유사한 기술을 직접 확보하기 어렵기 때문에, 2.5D, Fab-out, RDL 기반 대체 기술을 중점적으로 육성하고 있는 것으로 파악된다. 15차 계획은 패키징을 소재·장비 국산화와 연계된 클러스터형 지원 분야로 규정할 가능성이 높다. 이는 OSAT, 기판, 장비 업체들이 동반 성장할 수 있는 환경을 마련하는 동시에, 중복 투자를 억제하는 관리 조치 역시 포함될 것으로 보인다.

중국의 팹리스 기업수 및 증감률



자료: 옴디아, 유안타증권 리서치센터

주요 파운드리 로드맵

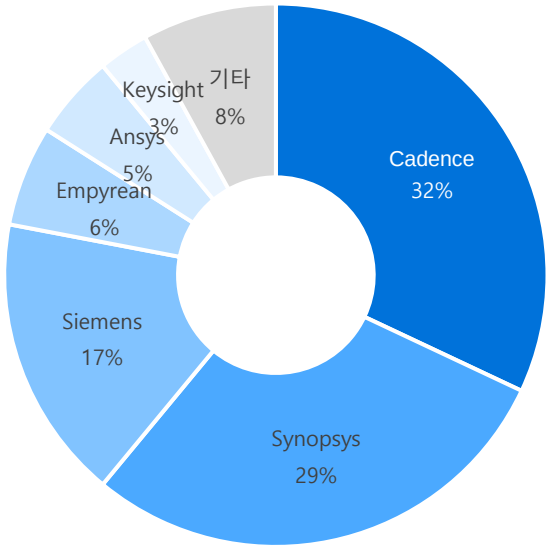
(나노)	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29
TSMC		10	7	7+	5	4	3			2			1.4	
삼성전자		10	8	7	5	4	3			2				1.4
인텍					10	7	4	3		1.8		1.4		
SMIC	28			14		N+1	N+2							
Huahong			28											
Rapidus												2		

자료: 트렌드포스, 삼성전자, 유안타증권 리서치센터

중국 반도체 산업 영향 점검 - 2

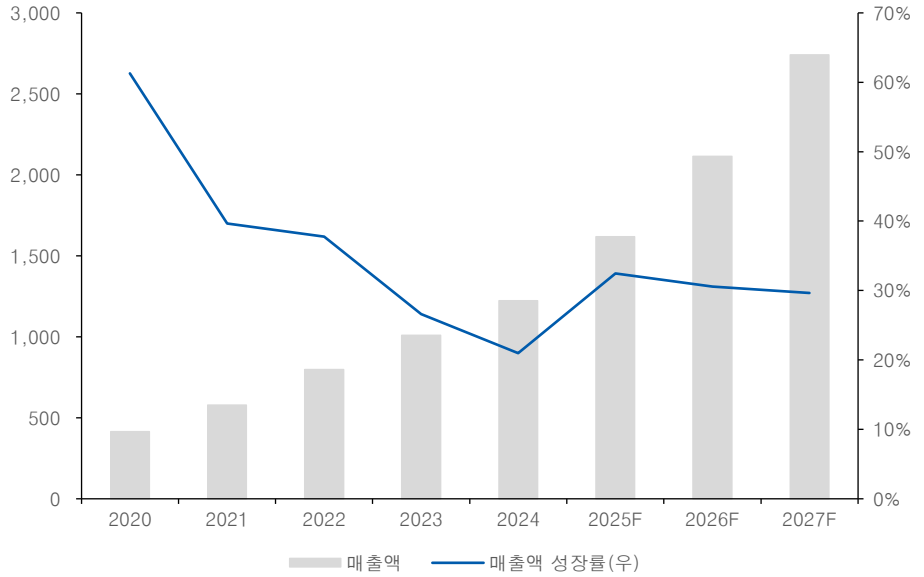
- **EDA**: EDA는 글로벌 3강 과점 구조로 인해 중국의 완전 대체가 어렵지만, 15차 계획은 이 시장을 부분 국산화와 보안·IP 보호 중심의 성장 국면으로 이끌고 있다. 성숙공정용 툴과 특정 메모리·아날로그 설계 툴부터 국산화를 빠르게 시도하기 때문이다. 국산 EDA는 단기적으로 글로벌 툴을 보완하는 역할에 머물겠지만, 장기적으로는 보안·IP 보호가 강화된 국산 생태계를 형성하며 틈새시장을 확보할 가능성이 크다. 특히 중국은 반도체를 포함한 산업 전반에서 정부 주도의 통합 응용과 수직적 공급망 연계가 강하게 작동하는 구조를 갖고 있다. Empyrean Technology(301269 SZ) 등 국산 EDA가 단일 기업의 도입을 넘어, 국가 차원의 일괄적 채택과 응용 확산을 통해 예상보다 빠른 시장 확대 가능성을 배제할 수 없을 것이다.
- **Materials**: 15차 계획은 소재를 단순 대체 생산이 아니라 산업 신뢰성을 좌우하는 전략적 축으로 규정한다. 국산 소재가 채택되려면 양산 능력보다 장기적 품질 검증과 표준화 데이터 확보가 요구되며, 이로 인해 초기 진입은 제한적이지만 국가 인증을 획득한 기업들은 안정적으로 공급망에 안착할 수 있다.특히 정책은 HBM 패키징 기판·인터포저, CMP 슬러리·포토레지스트·에칭가스, Low-K 절연체·고내열 폴리머 등 AI·고성능 반도체 핵심 소재에 집중될 가능성이 높다. 한편 환경 목표까지 결합되면서, 불소계 가스 감축·폐액 처리 등 친환경 요건을 충족한 소재가 채택 기준으로 강화될 전망이다.

중국 EDA 시장점유율 (2024년 기준)



자료: Omdia, 유안타증권 리서치센터

Empyrean Technology 매출 및 성장률 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만위안

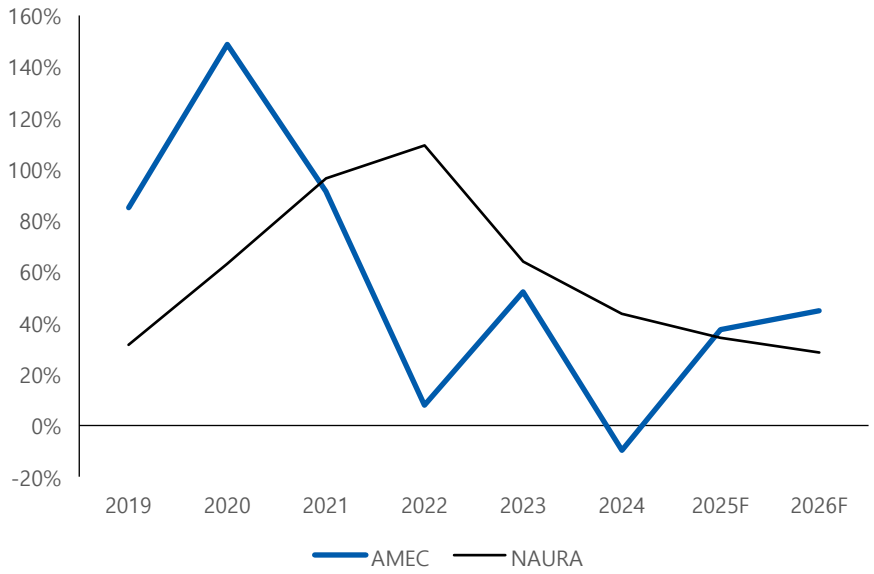
중국 반도체 산업 영향 점검 - 3

- **Equipment**: 15차 계획은 중국 반도체 장비 산업을 단순 '국산화'에서 '선단공정 대응 역량 확보'로 방향 전환을 적극적으로 요구한다. 과거 14차가 성숙공정 중심의 공급 안정화에 초점을 맞췄다면, 15차에서는 EUV/ArF 노광, 고성능 에칭·증착 장비, 첨단 패키징 장비 등 글로벌 미세공정 경쟁에 직접 연계되는 분야를 전략적으로 육성하는 것이 핵심이다.

- 선단공정에 대응 가능한 장비 기업만이 핵심 자원 배분과 국가 인증을 통해 안정적 시장 형성을 주도해 나갈 것이라는 점을 주목한다. 또한 신뢰성 검증·표준화 체계는 여전히 강화되는 가운데, 5nm 이하 미세공정 대응능력·AI/HPC 패키징 대응능력으로 경쟁력을 지속 강화할 수 있는 기술 경쟁력을 확보한 중국의 AMEC(Advanced Micro-Fabrication Eqp, 688012 SH), Naura Technology(002371 SH)의 EPS 성장률은 시장을 Outperform하고 재차 부각될 전망이다.

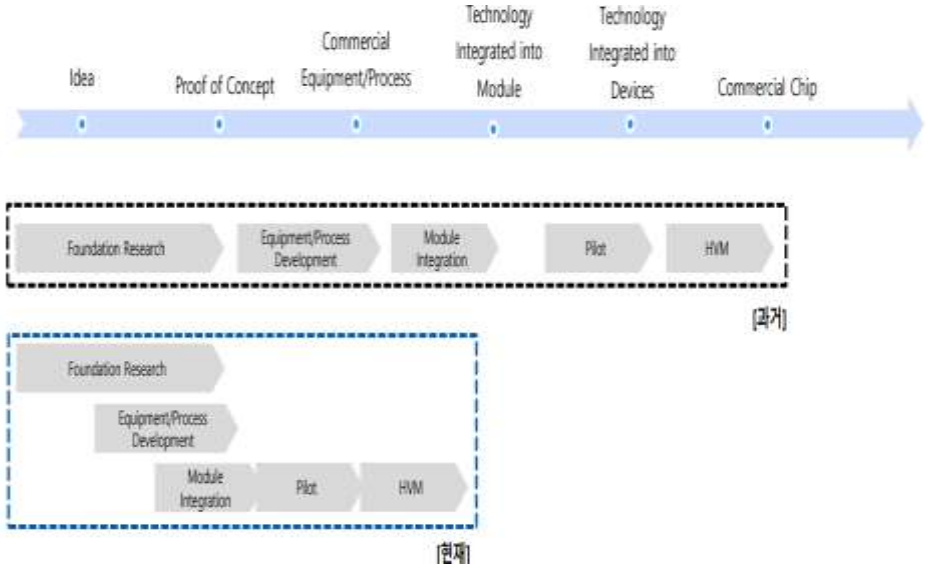
- 특히 주목할 점은 AI 기반 개발 툴 활용이다. 글로벌 장비사들이 시뮬레이션·AI 모델을 통한 장비 설계·테스트 기간 단축을 이미 실무에서 활용하는 만큼, 중국 역시 15차 계획에서 AI R&D와 장비 개발을 접목해 개발 사이클 단축·기술 격차 추격을 시도할 가능성이 높기 때문이다. 이는 장비사의 단독 역량이 아니라, 'AI Tool + 파운드리 협업'을 통한 '통합 개발' 구조에서 기인할 것으로 예상한다.

AMEC과 Naura Technology EPS 성장률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI 플랫폼 EPIC을 활용한 Applied Materials의 장비 개발 기간 단축 사례



자료: 유안타증권 리서치센터

해외 기업분석

Advanced Micro-Fabrication Equipment (SHA: 688012)

Advanced Micro-Fabrication Equipment (688012 SH)

Semiconductor / Equipment

백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- 달러 (I)
현재주가 (9/17)	227.20달러
상승여력	-

시가총액	142,260백만달러
총발행주식수	626백만주
90일 평균 거래대금	2,016백만달러
90일 평균 거래량	8,706,582주
52주 고	256.99달러
52주 저	115.50달러
주요주주	SHANGHAI STVC GROUP 14.9%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.0	33.1	88.1

· 중국 장비 기술 선두 기업, AMEC

AMEC은 2004년 5월 Gerald Yin(尹志尧)이 Applied Materials 및 Lam Research 등 글로벌 반도체 장비기업 출신 엔지니어들과 함께 설립한 회사이다. 미국에서의 장비 기술 경험을 바탕으로, 초기 몇 명의 직원과 함께 Etching 기술 개발에 착수했으며, 고순도 에칭·플라즈마 식각(Plasma Etch) 장비 부문에서 빠르게 기술력을 확보한 중국 내수 장비 선두 기업이다. 블룸버그 컨센서스 기준 2025년 연간 매출액과 영업이익은 각각 1,712억달러(YoY +36%), 313억달러(OPM 18%, YoY +64%)로, 전년대비 중국 반도체 Capex 감소에 따라 외형 성장률은 소폭 둔화가 불가피할 것으로 전망한다.

· 2026~2027년 사상 최대 실적을 기록할 전망

15차 5개년 계획은 단순 국산화보다 선단공정 대응 역량 확보를 핵심 과제로 제시하고 있으며, 이는 AMEC과 같은 중국 내수 반도체 장비 선두 기업에 정책적·산업적 수혜가 집중되는 구조를 의미한다. 특히 '신질적 생산력'을 강조하는 정부의 Capex 지원과 Chipmaker와의 공동 R&D 강화는 AMEC의 플라즈마 장비 경쟁력과 직결되며, 중장기적으로 ICP(Inductively Coupled Plasma) 방식의 Etching 장비 기술 경쟁력 강화 기반으로 5nm 이하 첨단 공정 투자 확대에서 최대 수혜 기업으로 부각될 전망이다. 2026~2027년까지 높은 성장세가 이어지면서 단기 Valuation 부담이 지속 완화될 것으로 예상하며, 특히 연말 지나면서 중국 선단공정 Capex 모멘텀이 부각되고 주가 Re-rating 기회가 열릴 가능성을 배제할 수 없다는 판단이다.

Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	330	482	705	885	1,259
매출액증가율	16.8	36.7	52.5	32.1	44.7
영업이익	70	143	154	156	212
영업이익률	146.7	104.5	8.2	1.3	35.9
당기순이익	71	157	174	252	224
EPS	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4
EPS증가율	148.6	91.3	8.0	52.1	-9.7
PER	171.3	71.9	51.6	53.1	72.5
PBR	19.3	5.6	3.9	5.3	5.9
EV/EBITDA	146.3	65.5	43.5	67.7	61.3
ROA	9.3	9.0	6.4	8.6	6.8
ROE	12.1	11.0	8.0	10.7	8.6

자료: 유안타증권 리서치센터

Advanced Micro-Fabrication Equipment (688012 SH) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	330	482	705	885	1,259
매출액 증가율(%)	16.8	36.7	52.5	32.1	44.7
매출원가	206	273	382	497	742
매출총이익	124	209	322	388	517
판관비	56	75	94	98	129
영업이익	70	143	154	156	212
영업이익 증가율(%)	146.7	104.5	8.2	1.3	35.9
EBITDA	81	158	174	181	248
영업외손익	-5	-33	-33	-128	-25
외환관련손익	0	0	-2	2	0
이자손익	-1	-12	-	-15	-13
관계기업관련손익	3	4	-2	0	-3
기타	1	0	2	-4	0
법인세비용차감전순손익	74	176	187	284	237
법인세비용	3	19	13	32	13
계속사업순손익	71	157	174	252	224
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	71	157	174	252	224
당기순이익 증가율(%)	161.5	119.6	10.9	45.0	-11.0

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	643	2,160	2,124	2,125	2,452
현금및현금성자산	171	1,357	1,042	991	1,057
매출채권	59	95	103	171	198
재고자산	163	277	493	600	964
비유동자산	246	472	780	907	1,139
유형자산	31	131	224	429	488
관계기업등 지분관련자산	65	87	142	144	119
기타투자자산	5	4	3	4	2
자산총계	889	2,633	2,904	3,031	3,592
유동부채	189	405	568	510	772
매입채무 및 기타채무	89	178	241	318	392
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	-	0	0	70	4
비유동부채	30	35	92	11	116
장기차입금	0	0	72	0	99
부채총계	219	439	660	521	888
자본금	82	97	89	87	85
자본잉여금	564	1,884	1,736	1,772	1,796
이익잉여금	6	165	322	546	728
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	669	2,193	2,244	2,510	2,704
순차입금	-401	-1,749	-1,393	-1,180	-1,066
총차입금	0	3	76	74	105

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	129	185	112	-18	221
당기순이익	71	157	174	252	224
유무형자산상각비	11	16	19	25	36
기타비현금손익 조정	4	-12	8	70	78
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	3	-109	-247	-123	-402
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-84	-994	-450	137	69
인수 및 사업	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	0	-	-	-	-
기타현금흐름	-48	-917	-226	259	193
재무활동 현금흐름	0	1,285	72	33	2
차입금 증감	0	0	74	0	35
자본금 증감	0	1,287	0	53	36
현금배당	0	0	0	-17	-26
기타현금흐름	0	-2	-2	-2	-43
현금의 증감	41	474	-256	153	294
기초 현금	127	175	605	345	485
기말 현금	171	656	356	498	775
NOPLAT	67	127	144	140	204
FCF	93	108	-112	-141	97

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4
BPS	1.3	3.6	3.6	4.1	4.4
EBITDAPS	0.2	0.3	0.2	0.0	0.4
SPS	0.6	0.8	1.1	1.4	2.0
DPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
PER	171.3	71.9	51.6	53.1	72.5
PBR	19.3	5.6	3.9	5.3	5.9
EV/EBITDA	146.3	65.5	43.5	67.7	61.3
PSR	37.1	23.4	12.7	15.2	12.9
ROE(%)	12.1	11.0	8.0	10.7	8.6
ROIC(%)	11.2	8.8	6.4	5.7	7.5
ROA(%)	9.3	9.0	6.4	8.6	6.8
부채비율 (%)	0.0	0.1	3.4	3.0	3.9
순차입금/자기자본 (%)	-59.9	-79.8	-62.1	-47.0	-39.4
매출총이익률 (%)	37.7	43.4	45.7	43.8	41.1
영업이익률 (%)	21.1	29.6	21.9	17.7	16.9
매출순이익률 (%)	21.7	32.5	24.7	28.5	17.8
EBITDA 마진 (%)	24.6	32.9	24.6	20.4	19.7

자료: Bloomberg, 유안타증권

운송

항공 여객 정상화, 정책 수혜 본격화

최지운

운송

02 3770 3640

jiyun.choi@yuantakorea.com

14차 5개년: 팬데믹 충격 극복, 목표 달성 가시권

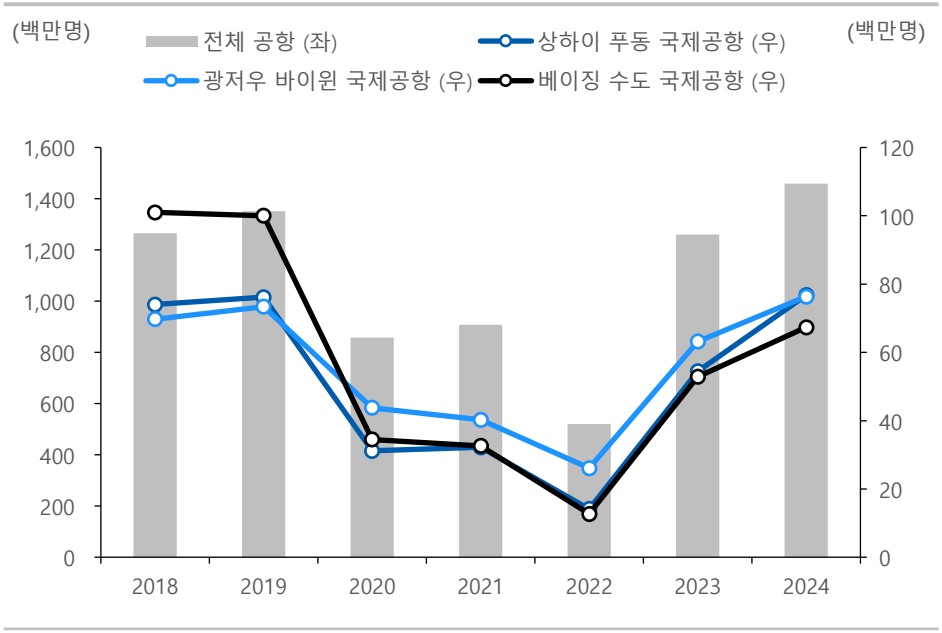
- 중국민용항공국(Civil Aviation Administration of China)은 14차 5개년(2021~2025) 계획 기간에 팬데믹 충격을 극복하고, 2025년까지 수송 규모와 항공기 운용 효율성(일평균 운용시간)을 동반 성장시키는 목표를 제시.
- 2024년 기준 수송 규모, 운용 효율성 측면 모두 정상화 수준에 도달. 2024년 여객 수송량은 7.3억 명, 화물 및 우편물 수송량은 898만 톤, 항공기 일평균 운용시간은 9.0시간으로, 각각 2025년 목표 대비 달성률은 78%, 95%. 96%를 기록.
- 주요 허브 공항(상하이 푸동, 광저우 바이윈 국제공항 등)의 여객 처리량은 팬데믹 이전 2019년 수준을 상회.
- 15차 5개년 계획(2026~2030)에서는 양적 성장에서 질적 성장으로 전환될 전망. 단순 수송량, 인프라 확대보다는 서비스 품질 향상, 네트워크 최적화를 중심으로 항공 산업 전략이 제시될 것으로 판단.

13차 5개년(2015~2020) 및 14차 5개년(2021~2025) 기간 내 항공 산업 주요 지표 달성 현황

카테고리		2015년	2019년	2020년	2024년	2025년 목표
수송 규모	여객 수송량	4.4억 명	6.6억 명	4.2억 명	7.3억 명	9.3억 명
	화물 및 우편물 수송량	629만 톤	753만 톤	677만 톤	898만 톤	950만 톤
항공기 일평균 운용시간		9.4시간	9.2시간	6.5시간	9.0시간	9.4시간
공항 숫자		207개	237개	241개	263개	270개

자료: Civil Aviation Administration of China, 중국정부망, 유안타증권 리서치센터

중국 전체 공항 및 주요 허브 공항 여객 처리량 추이

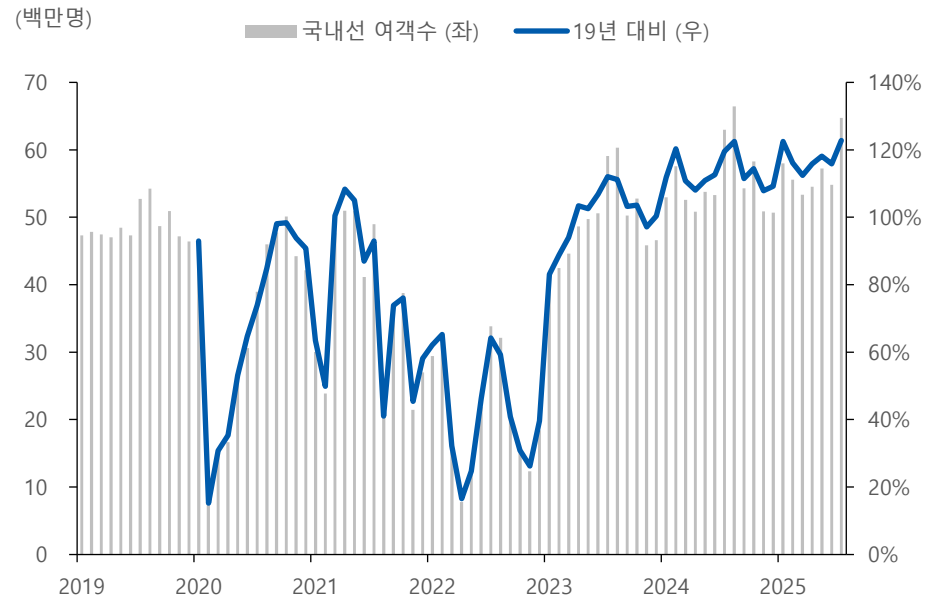


자료: Civil Aviation Administration of China, 유안타증권 리서치센터

중국 항공여객 수요는 2025년 완전 정상화 국면에 진입

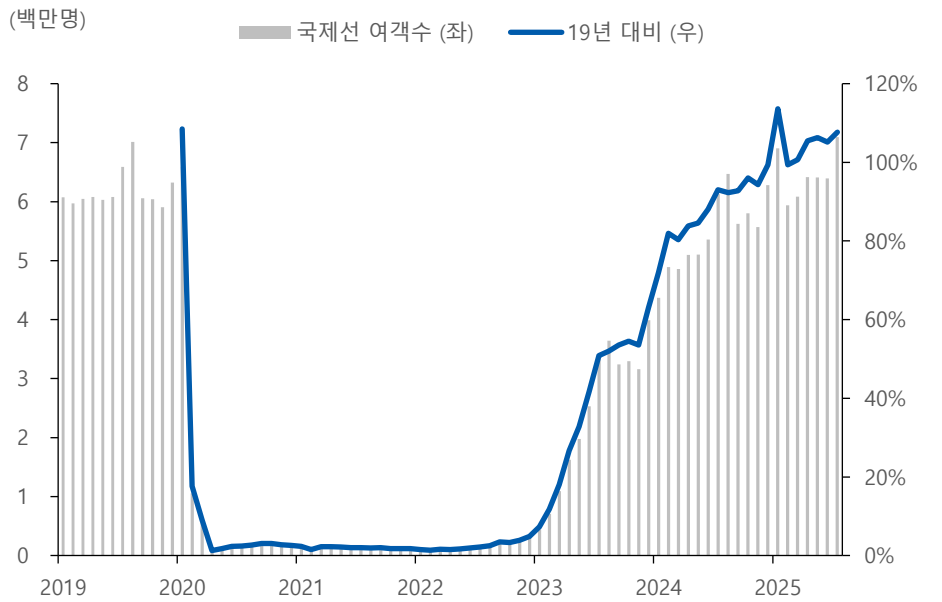
- 국내선 여객은 2023년을 기점으로 팬데믹 이전 수준을 상회. 2025년 1~7월 누적 국내선 여객수는 4.0억명으로 전년 동기 대비 +4% 증가.
- 국제선 여객은 코로나 방역 통제, 국경 개방 지연 등으로 회복이 늦었으나, 2024년에 2019년 대비 88% 회복률 달성 후, 2025년 들어 100%를 돌파. 2025년 1~7월 누적 국제선 여객수는 4,523만명으로 전년 동기 대비 +26% 증가.
- 무비자 입국 대상 국가 확대, 여행 소비심리 개선 등이 맞물리며 외국인의 중국 여행 수요 급증.
- 중국인 아웃바운드 여행 역시 일본, 한국, 동남아 등 주요 여행지 중심으로 국경 개방 이후 빠르게 회복하며 팬데믹 이전 수준으로 완전 정상화.

중국 국내선 여객 수송량 및 2019년 동월 대비 회복률 추이



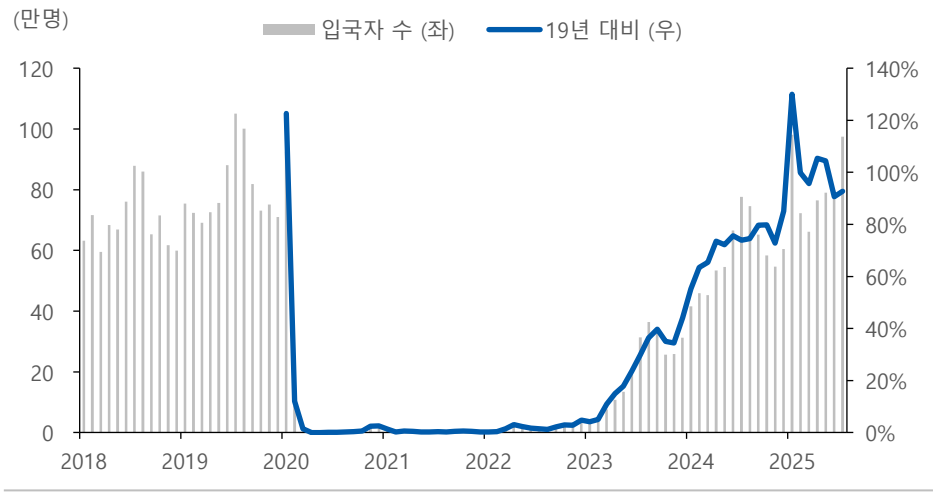
자료: Civil Aviation Administration of China, 유안타증권 리서치센터

중국 국제선 여객 수송량 및 2019년 동월 대비 회복률 추이



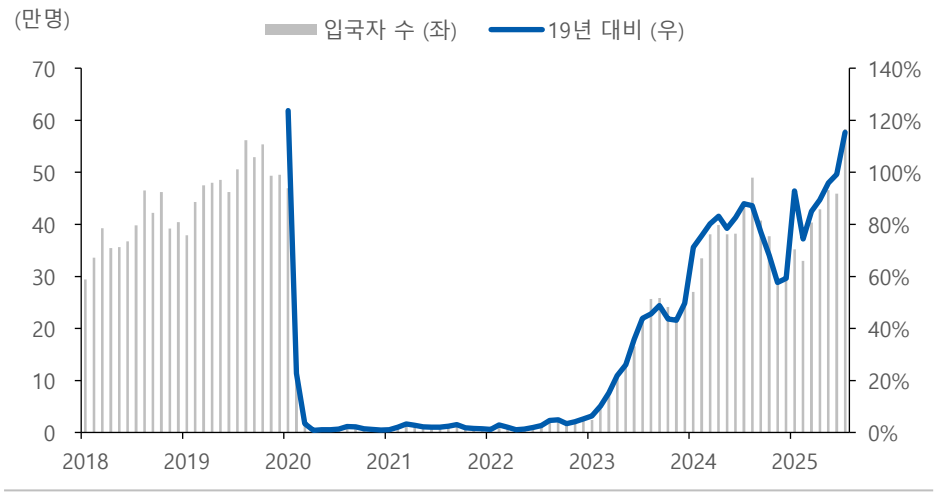
자료: Civil Aviation Administration of China, 유안타증권 리서치센터

일본 월별 중국인 여행객 입국자 수 및 2019년 동월 대비 회복률 추이



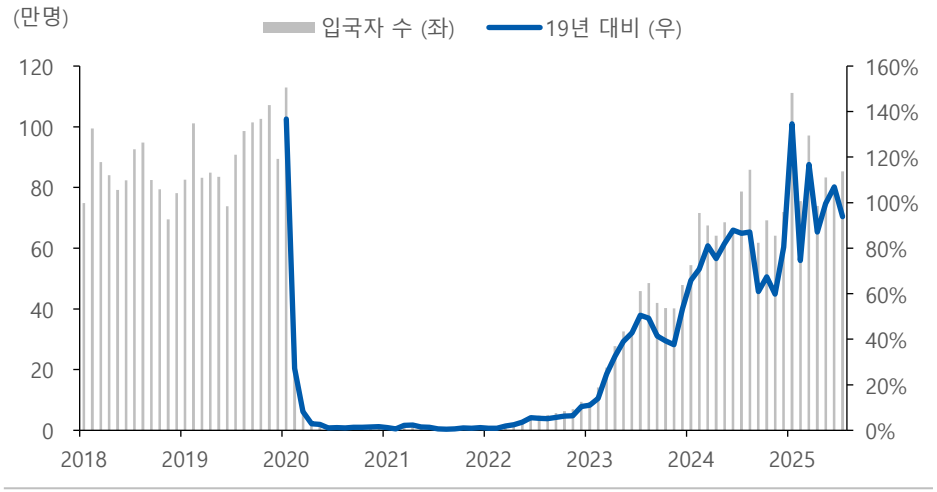
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

한국 월별 중국인 여행객 입국자 수 및 2019년 동월 대비 회복률 추이



자료: 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

동남아 주요 국가 월별 중국인 여행객 입국자 수 및 2019년 동월 대비 회복률 추이



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터, 주: 베트남, 인도네시아, 말레이시아 합산

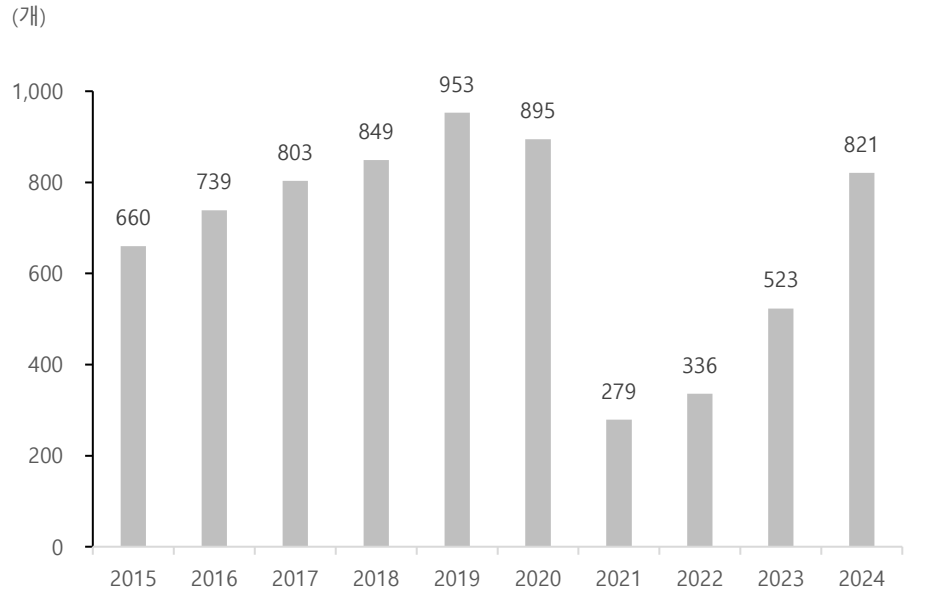
싱가포르 월별 중국인 여행객 입국자 수 및 2019년 동월 대비 회복률 추이

자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

국제선 인바운드, 아웃바운드 모두 업사이드 보유

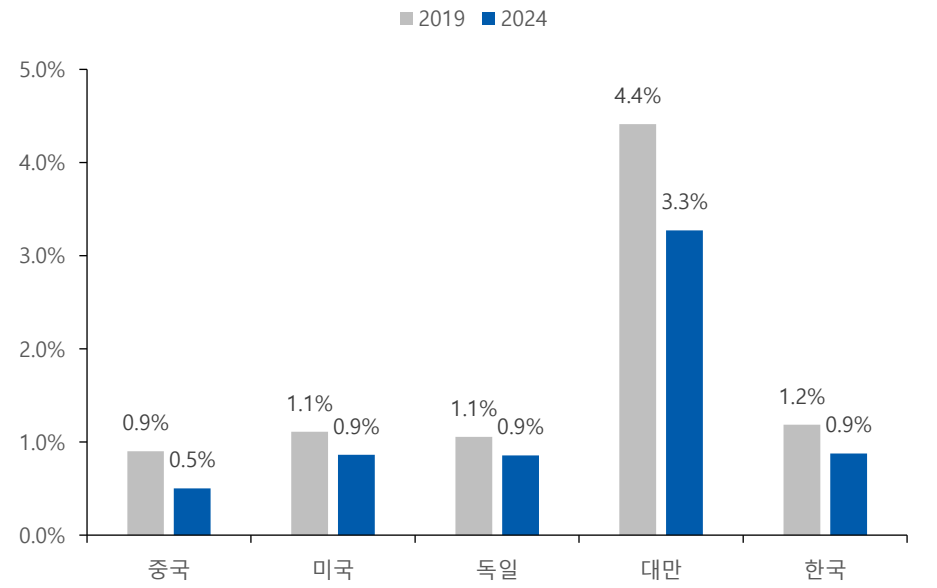
- 중국의 국제선 노선은 팬데믹으로 2021년 279개까지 급감했으나, 14차 5개년 계획에 맞춰 빠른 속도로 회복, 2024년 기준 821개로 2019년 대비 회복률은 86%.
- 비자 면제를 통해 외국인의 중국 여행을 촉진하겠다는 중국 정부의 기조에 따라 국제선 노선의 추가 확장 예상. 올해는 2019년의 95%까지 국제선 노선 네트워크 회복이 가능할 것으로 전망. 노선 확장은 인바운드와 아웃바운드 모두를 자극, 여행 수요의 추가 업사이드 기대.
- 2024년 중국의 GDP 대비 인바운드 여행 소비의 비중은 약 0.5%로, 선진국(0.9%) 및 아시아 주요국(한국 0.9%, 대만 3.3%) 대비 낮고, 2019년 수준(0.9%)에도 못 미쳐 인바운드 여행 수요의 추가 성장 여력이 충분하다는 판단.

중국 국제선 노선수 추이



자료: Civil Aviation Administration of China, 유안타증권 리서치센터

국가별 GDP 대비 인바운드 여행 소비 비중 (2019년 vs 2024년)



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

소비 진작·무비자 정책이 중국의 여행 수요를 자극

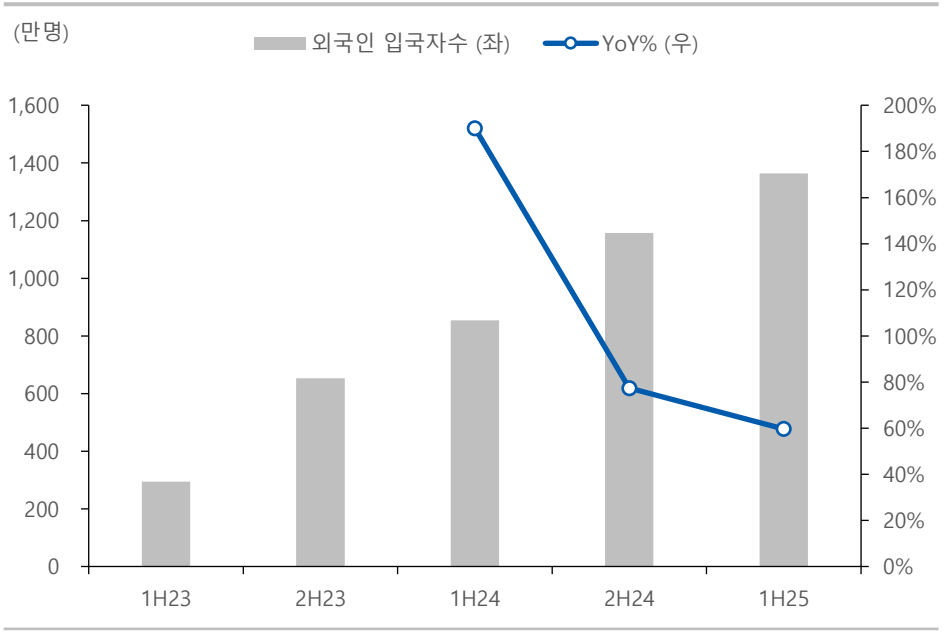
- 리오프닝 이후 본격화된 중국 정부의 소비 진작·무비자 정책이 인바운드, 아웃바운드 여행 수요를 모두 자극할 것으로 전망.
- 국무원은 2025년 문화·관광 소비 활성화, 소비 진작 특별 행동방안 등을 제시하며 관광 소비를 촉진하겠다고 발표. 이어서 여름철 소비쿠폰 발행 등 세부 조치가 이어지는 중.
- 중국의 국경 개방이 가속화 되면서 인바운드 수요도 폭발적으로 증가하는 추세. 현재 무비자 입국 허용 국가는 47개로 확대된 것으로 파악. 2025년 상반기 무비자 입국 외국인 수는 1,364만명으로 전년 동기 대비 +54% 증가.
- 정책 효과는 이미 기업 실적에 반영되고 있음. 중국 최대 OTA 플랫폼인 트립닷컴에 따르면, 2Q25 중국 인바운드 여행 예약은 전년 동기 대비 100% 증가. 2Q25 아웃바운드 여행 측면에서도 항공권/호텔 예약이 전분기에 이어 2019년의 120% 수준을 기록.

중국 정부의 여행 수요 촉진 방안

	조치	시행 시기	주요 내용
국무원	문화·관광 소비 활성화 및 신성장 조치	2025.01	- 인바운드 관광을 확대하기 위한 무비자 입국 국가 범위 확대 및 무비자 입국 기간 확대 - 춘절 기간 문화, 관광 소비 촉진을 위한 쿠폰 발급, 할인 행사 추진 - 연령별 맞춤 관광 상품 확대
국무원	소비 진작 특별 행동방안	2025.03	- 인바운드 소비를 촉진 시키기 위한 무비자 입국 국가 범위 확대 및 면세 서비스 확대 - 소비 진작을 위한 30개의 '특별 행동방안' 제시
상무부	출국 면세 환급 제도 최적화	2025.04	- 면세 환급점 확대 추진 - 면세 환급 물품 공급 확대, 환급 서비스 개선
문화관광부	전국 '여름철' 문화·관광 소비 시즌	2025.07	- 중국민항국 여름철 항공 여객 운송 서비스 혜택 지원 - 중국 각 금융기관 문화관광 소비자 금융 우대 조치 시행 - 5억 7천만 위안 이상의 소비 보조금 지급

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

중국 무비자 입국 외국인 수 추이

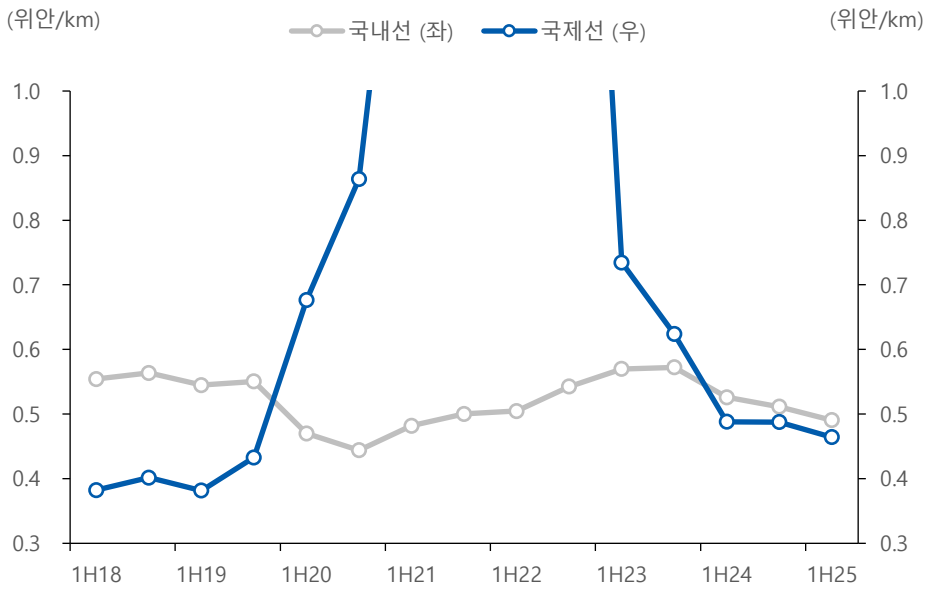


자료: National Immigration Administration, 유안타증권 리서치센터

항공사 과당경쟁 억제

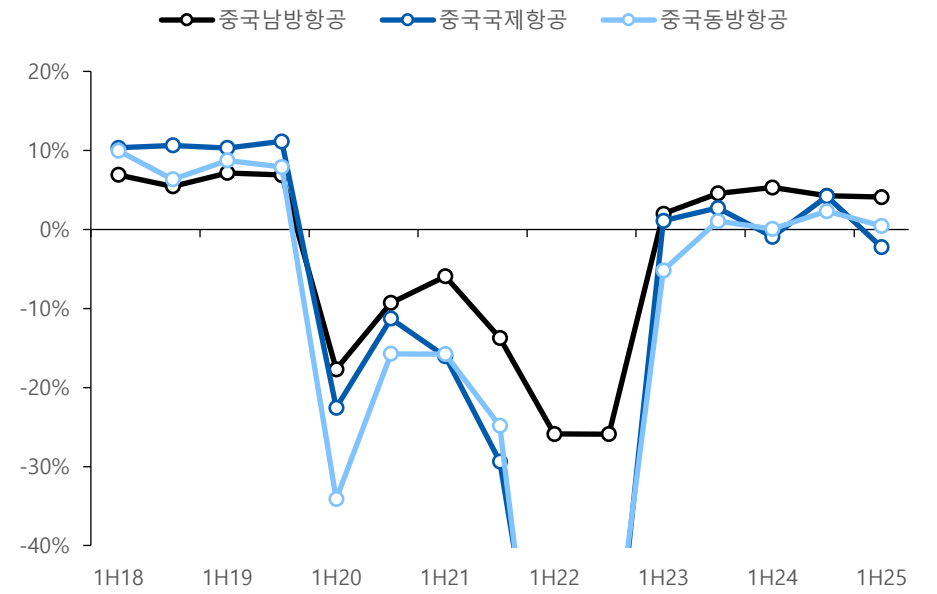
- 중국 항공업은 공급 과잉으로 인한 출혈 경쟁으로 장기간 마진 압박을 받아왔음. 2025년 상반기 기준 중국 3대 항공사(중국국제항공, 중국남방항공, 중국동방항공)의 국내선/국제선 평균 운임은 전년 동기 대비 각각 -7%/-5% 하락, 이는 수익성 회복을 제약.
- 이에 따라 중국항공운송협회(CATA)는 2025년 8월, 정부의 "과당경쟁 억제(반내권)" 기조에 부응해 "항공여객 자율공약"을 발표. 항공사들의 과도한 가격 경쟁 방지, 서비스 품질 유지 등을 강조. 자율공약의 강제성은 낮지만, 항공 업계 전반에 걸쳐 공급 조절과 운임 정상화에 대한 의지를 확인.
- 항공기 인도가 지연되면서 공급 증가율이 둔화되는 가운데, 중국 국내외 여행 수요 확대와 정부의 과당경쟁 억제 정책이 동시에 작용할 경우, 항공사들의 운임 정상화와 이익 개선이 가능할 것으로 전망.

중국 3대 항공사 국내선 및 국제선 평균 운임 추이



자료: 중국국제항공, 중국남방항공, 중국동방항공, 유안타증권 리서치센터

중국 3대 항공사 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

해외 기업분석

Trip.com Group (9961.HK)

Trip.com Group (9961.HK): 중국 국내외 여행 수요 확대의 수혜주

운송

최지운 운송
jiyun.choi@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- 달러 (I)
현재주가 (9/17)	606.00달러
상승여력	-

시가총액	396,084백만달러
총발행주식수	654백만주
90일 평균 거래대금	1,163백만달러
90일 평균 거래량	2,419,169주
52주 고	608.50달러
52주 저	360.80달러
주요주주	BAIDU HOLDINGS LTD 9.4%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	24.2	26.6	65.1

- **중국 최대 OTA 플랫폼:** Trip.com Group은 숙박 예약, 항공권, 패키지 투어, 기업 출장 등 종합 예약 서비스를 제공하는 중국 최대 OTA 업체. “Ctrip”과 “취날” 플랫폼을 통해 중국 내 OTA 시장 점유율 1위 확보. “Trip.com”, “Skyscanner” 글로벌 플랫폼을 통해 해외 시장까지 적극적으로 확장 중. 2024년 기준 매출의 80% 숙박 예약과 교통편 티켓팅 부문에서 발생.

- **2Q25 리뷰**: 2Q25 매출은 148억 위안(YoY +16%), 영업이익은 47억 위안(YoY +10%) 기록, 영업이익 기준 컨센서스 상회. 호텔·항공 예약 모두 견조한 성장세를 보였으며, 특히 중국 인바운드 여행 예약은 전년 대비 +100% 이상 증가, 아웃바운드 호텔 및 항공 예약은 2019년 대비 120% 수준을 기록. 판매비와 마케팅 비용의 효율적 통제가 수익성 방어에 기여.

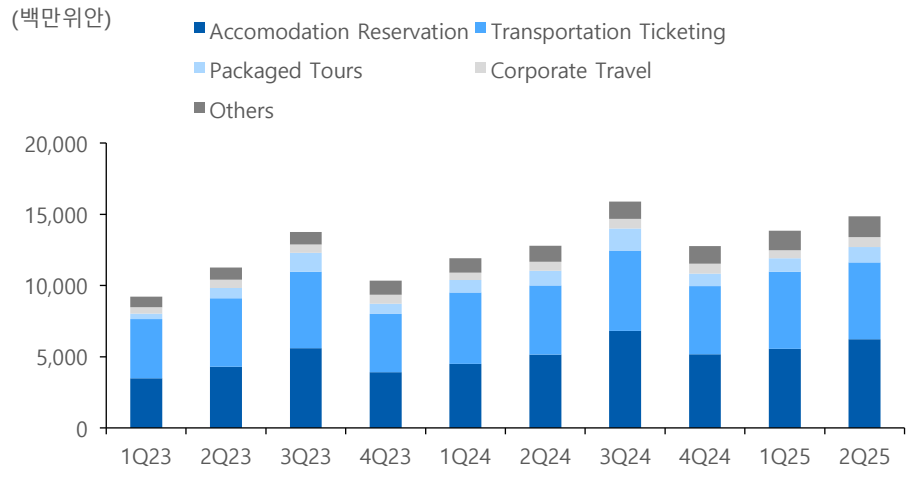
- **중국 인바운드/아웃바운드 여행 수요 확대에 따른 수혜** : 중국 정부가 추진 중인 무비자 정책은 중국 여행 수요를 촉진할 것으로 기대. 2025년 상반기 기준 외국인 무비자 입국자수는 전년 동기 대비 +54% 증가. 동사 경영진은 실적발표 컨퍼런스콜에서 중국 인바운드 소비가 GDP 대비 0.5% 수준으로, 선진국 평균(1~3%) 대비 낮은 수준임을 언급. 인바운드 여행 수요의 추가 성장 여력이 큰 상황. 동사는 중국 OTA 업계 1위로서 이러한 정책 효과를 가장 먼저 흡수할 수 있을 것으로 판단. 한편, 아웃바운드는 국제선 노선 확장, 중국 내 소비심리 개선과 관광 소비 추진 정책 등이 맞물려 여행 수요가 확대되어 해외 OTA 매출 성장에 기여할 것으로 판단. 단기적으로 항공 운임 하락, 경쟁 플랫폼(징동 등)의 시장 진입에 대한 우려가 있으나, 동사가 보유한 방대한 사용자 풀과 높은 점유율은 진입장벽으로 작용할 것으로 판단. 결과적으로 동사는 중국 인바운드/아웃바운드 여행 수요 확대로 중장기적으로 안정적인 실적 성장을 예상.

Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	2,657	3,105	2,980	6,286	7,402
매출액증가율	-48.6	9.3	0.1	122.1	19.7
영업이익	-206	-219	13	1,599	1,969
영업이익률	-128.3	6.0	-106.0	12,120.0	23.1
당기순이익	-471	-85	209	1,401	2,371
EPS	-0.1	-0.1	0.3	2.1	3.6
EPS증가율	-	83.9	-	600.0	71.8
PER	-	-	1,441.4	15.3	21.6
PBR	1.3	0.9	1.4	1.3	2.3
EV/EBITDA	703.4	2,111.8	114.7	12.1	18.9
ROA	-1.7	-0.3	0.7	4.8	7.4
ROE	-3.2	-0.5	1.3	8.5	12.9

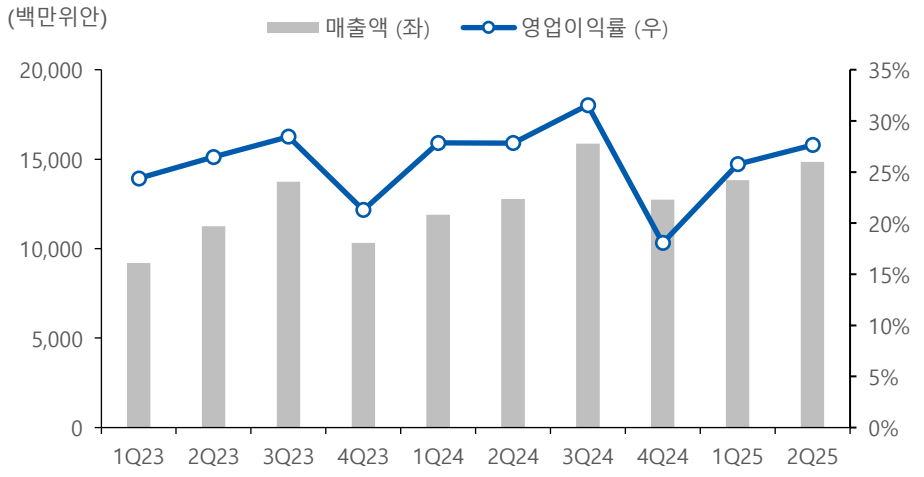
자료: 유안타증권 리서치센터

Trip.com 사업부별 매출액 추이



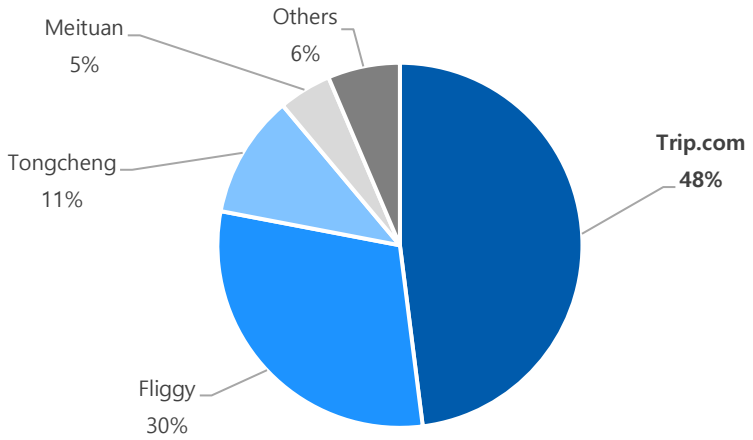
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Trip.com 매출액 및 영업이익률 추이



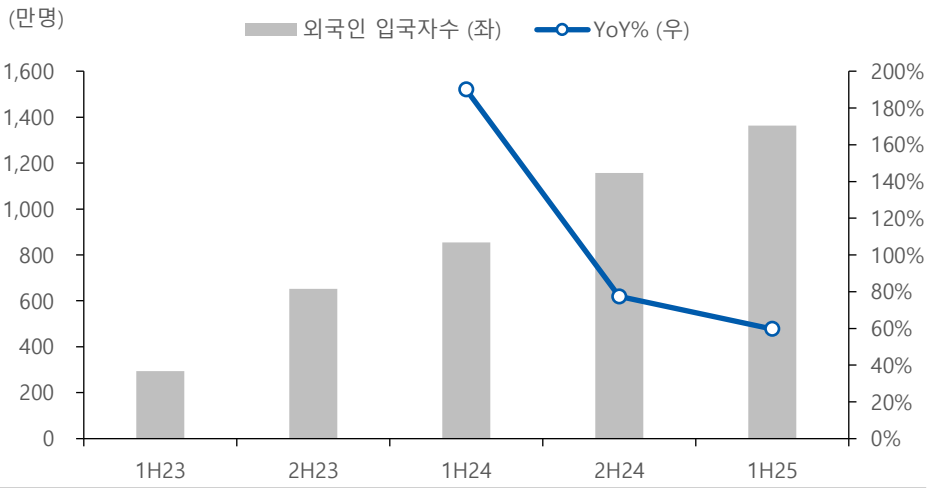
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 아웃바운드 여행 시장 점유율



자료: Fastdata, 유안타증권 리서치센터

중국 무비자 입국 외국인 수 추이



자료: National Immigration Administration, 유안타증권 리서치센터

Trip.com Group 실적 추이 및 전망

Trip.com Group 실적 추이 및 전망

단위: 백만 위안, %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	9,198	11,247	13,740	10,325	11,905	12,772	18,192	14,612	44,510	61,432	69,907
YoY	29.4%	13.6%	15.5%	23.4%	29.4%	13.6%	32.4%	41.5%	19.7%	38.0%	13.8%
Accommodation Reservation	4,496	5,136	6,802	5,178	5,541	6,225	7,960	6,067	21,612	25,782	29,653
Transportation Ticketing	5,000	4,871	5,650	4,780	5,418	5,397	6,195	5,301	20,301	22,323	24,827
Packaged Tours	883	1,025	1,558	870	947	1,079	1,715	973	4,336	4,759	5,479
Corporate Travel	511	633	656	702	573	692	717	760	2,502	2,743	3,060
Others	1,031	1,123	1,234	1,238	1,371	1,471	1,607	1,558	4,626	5,985	7,178
영업이익	2,241	2,977	3,909	2,197	3,315	3,555	5,345	2,763	11,324	15,772	19,064
YoY	47.9%	19.4%	28.1%	4.7%	47.9%	19.4%	36.7%	25.8%	25.2%	39.3%	20.9%
영업이익률	24.4%	26.5%	28.4%	21.3%	27.8%	27.8%	29.4%	18.9%	25.4%	25.7%	27.3%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Trip.com Group (9961.HK) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	2,657	3,105	2,980	6,286	7,402
매출액 증가율(%)	-48.6	9.3	0.1	122.1	19.7
매출원가	585	713	671	1,147	1,388
매출총이익	2,072	2,392	2,309	5,139	6,015
판관비	1,167	1,216	1,055	1,828	2,221
영업이익	-206	-219	13	1,599	1,969
영업이익 증가율(%)	-128.3	6.0	-106.0	12,120.0	23.1
EBITDA	30	8	205	1,777	2,145
영업외손익	-29	-146	-379	91	-393
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-68	-88	-79	-3	-84
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	40	-58	-300	94	-308
법인세비용차감전순손익	-178	-73	392	1,508	2,362
법인세비용	52	42	101	247	362
계속사업순손익	-474	-100	203	1,412	2,393
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-471	-85	209	1,401	2,371
당기순이익 증가율(%)	-146.4	-81.9	-344.6	571.3	69.3

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	8,888	10,401	8,906	12,495	15,360
현금및현금성자산	2,772	3,118	2,464	5,857	6,636
매출채권	1,087	1,408	1,289	2,197	2,483
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	19,801	19,784	18,882	18,364	17,873
유형자산	1,037	993	873	814	796
관계기업등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	67	62	95	108	73
자산총계	28,688	30,185	27,788	30,859	33,234
유동부채	8,943	10,418	8,877	10,197	10,139
매입채무 및 기타채무	1,491	1,790	1,844	3,505	3,629
단기차입금	4,970	6,198	0	0	0
유동성장기부채	188	74	4,736	3,641	2,662
비유동부채	4,184	2,389	2,527	3,340	3,437
장기차입금	3,481	1,745	1,910	2,690	2,758
부채총계	13,127	12,807	11,404	13,537	13,576
자본금	1	0	0	0	0
자본잉여금	12,864	14,762	13,800	13,720	13,863
이익잉여금	2,983	2,961	2,919	4,056	6,199
비지배지분	186	123	107	116	128
자본총계	15,561	17,378	16,383	17,322	19,657
순차입금	2,221	368	596	-1,939	-5,013
총차입금	8,796	8,137	6,764	6,418	5,524

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-555	384	393	3,107	2,726
당기순이익	-471	-85	209	1,401	2,371
유무형자산상각비	177	158	130	115	118
기타비현금손익 조정	746	283	174	272	-198
매출채권증감	463	-73	-104	-851	-159
재고자산증감	-	-	-	-	-
매입채무증감	-1,126	235	195	1,268	-28
투자활동 현금흐름	-554	-643	169	836	-841
인수 및 사업	-185	-7	-1	0	169
유형자산 증가 (CAPEX)	-77	-88	-74	-86	-82
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1,125	509	2,067	2,214	14
재무활동 현금흐름	874	608	-999	-360	-932
차입금 증감	1,132	493	-1,008	-150	-2,334
자본금 증감	23	48	27	-172	1,429
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-281	67	-17	-37	-28
현금의 증감	-338	276	-403	3,600	988
기초 현금	3,332	3,055	3,073	2,603	6,026
기말 현금	2,974	3,335	2,680	6,194	7,000
NOPLAT	-496	-209	-77	1,488	2,060
FCF	-632	295	319	3,022	2,644

재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-0.1	-0.1	0.3	2.1	3.6
BPS	3.2	26.9	25.2	26.7	29.9
EBITDAPS	-0.1	0.6	0.6	4.8	4.2
SPS	4.4	4.9	4.6	9.6	11.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	1,441.4	15.3	21.6
PBR	1.3	0.9	1.4	1.3	2.3
EV/EBITDA	703.4	2,111.8	114.7	12.1	18.9
PSR	7.2	5.0	7.7	3.8	6.2
ROE(%)	-3.2	-0.5	1.3	8.5	12.9
ROIC(%)	-2.1	-0.8	-0.3	6.3	8.2
ROA(%)	-1.7	-0.3	0.7	4.8	7.4
부채비율 (%)	56.5	46.8	41.3	37.0	28.1
순차입금/자기자본 (%)	14.3	2.1	3.6	-11.2	-25.5
매출총이익률 (%)	78.0	77.0	77.5	81.8	81.3
영업이익률 (%)	-7.8	-7.0	0.4	25.4	26.6
매출순이익률 (%)	-17.7	-2.7	7.0	22.3	32.0
EBITDA 마진 (%)	1.1	0.2	6.9	28.3	29.0

자료: Bloomberg, 유안타증권

해외 기업분석

중국남방항공 (1055.HK)

중국남방항공 (1055.HK): 국제선 수요 확대와 운임 회복 기대

운송

최지운 운송
jiyun.choi@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- 달러 (I)
현재주가 (9/17)	4.16달러
상승여력	-

시가총액	111,201백만달러
총발행주식수	4,644백만주
90일 평균 거래대금	59백만달러
90일 평균 거래량	15,464,370주
52주 고	4.42달러
52주 저	2.36달러
주요주주	NAN LUNG HOLDING LTD 57.0%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.0	8.1	69.8

- **중국 여객 수송량 1위 항공사:** 중국남방항공은 수송량 기준 중국 점유율 1위인 중국 FSC 항공사로. 광저우·선전·베이징 등을 허브로 활용, 중국 내 최다 노선 네트워크를 보유. 2024년 기준 매출 비중은 국내선 여객 65%, 국제선 여객 19%, 항공화물 11% 등. 3대 항공사 중 국제선 여객 수송량이 가장 많아, 인바운드/아웃바운드 수요 확대에 따른 수혜를 기대함.

- **1H25 리뷰**: 2025년 상반기 매출은 863억 위안(YoY +2%), 영업이익은 32억 위안(YoY -23%, OPM 4%) 기록. 1) 국제선 여객 매출은 176억 위안(YoY +16%)을 기록. 이는 국제선 여객 운임이 전년 동기 대비 -6% 감소했음에도 불구하고, 리오프닝 이후 국제선 여객 수요 확대에 따라 수송량(RPK)이 전년 동기 대비 +22% 증가한 것에 기인. 2) 국내선 여객 매출은 547억원(YoY -2%)을 기록. RPK는 전년 동기 대비 Flat 했으나, 항공권 가격 경쟁 심화로 부진한 실적을 기록한 것으로 판단. 이러한 가운데, 신규 항공기 도입 등 비용 증가로 수익성 악화.

- **중국 국제선 여객 수요 확대 기대:** 중국 정부가 추진 중인 무비자 정책은 인바운드 여행 수요 확대를 견인할 것으로 예상. 2025년 상반기 기준 외국인 무비자 입국자수는 전년 동기 대비 +54% 증가. 2024년 중국 GDP 대비 인바운드 여행 소비의 비중은 약 0.5%로, 선진국 및 아시아 주요국 대비 낮아 성장 잠재력 충분. 아웃바운드 역시 국제선 노선 확장, 중국 내 소비심리 개선과 관광 소비 추진 정책 등에 따라 여행 수요가 추가로 확대될 것. 과거 중국 항공업계는 공급 과잉으로 인한 출혈 경쟁으로 국내선/국제선 평균 운임 모두 하락하면서 마진 압박을 받아왔으나, 동사는 타 FSC 대비 높은 이익 방어력을 보여왔다는 점이 긍정적. 향후 항공기 인도 지연으로 공급 증가율이 둔화되고, 중국 항공당국의 자율공약(과당경쟁 억제)이 병행되면 여객 운임이 회복되고 동사 수익성이 개선될 것으로 기대.

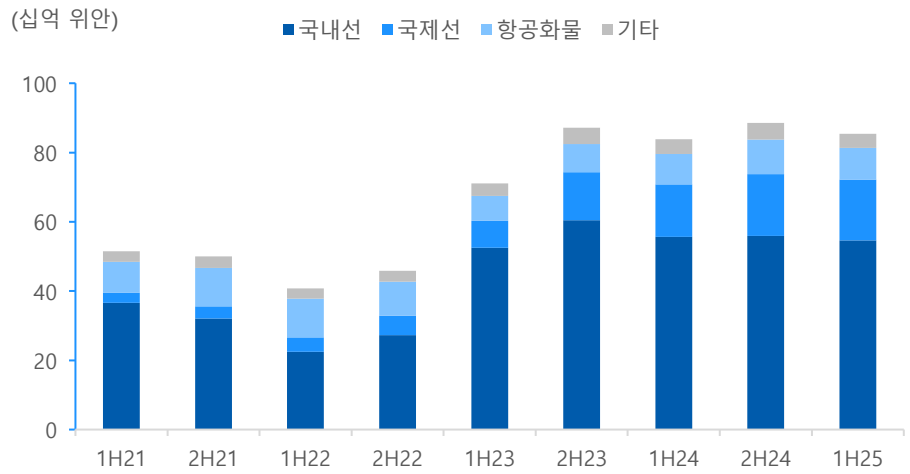
Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(백만달러, 달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	13,429	15,760	12,946	22,585	24,199
매출액증가율	-40.0	9.8	-14.3	83.7	8.9
영업이익	-1,721	-1,540	-3,352	839	1,157
영업이익률	-209.7	-10.6	117.7	-125.0	37.9
당기순이익	-1,574	-1,877	-4,863	-594	-246
EPS	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.0
EPS증가율	-	2.6	-153.3	87.9	56.5
PER	-	-	-	-	-
PBR	0.9	1.0	2.0	1.5	2.0
EV/EBITDA	21.3	20.7	192.2	8.9	8.1
ROA	-3.4	-3.7	-10.3	-1.4	-0.6
ROE	-16.2	-17.6	-59.9	-10.8	-4.9

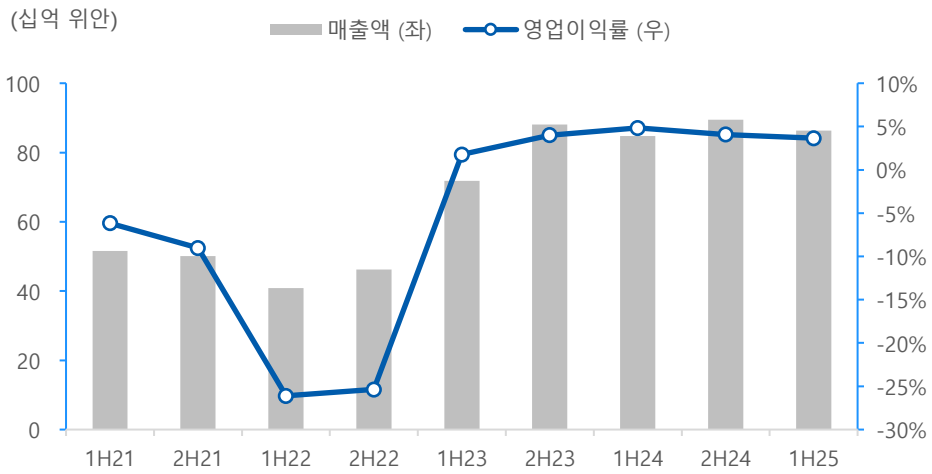
자료: 유안타증권 리서치센터

중국남방항공 사업부별 매출액 추이



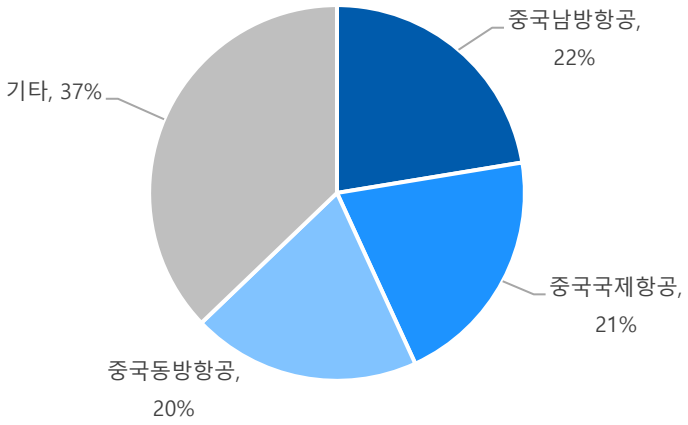
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국남방항공 매출액 및 영업이익률 추이



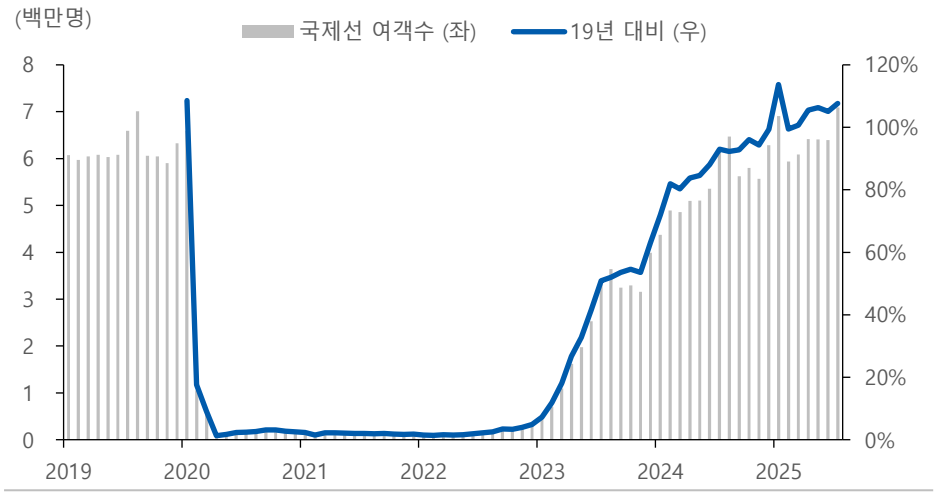
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

여객 수송량 기준 중국 항공사 점유율 (1H25 기준)



자료: Civil Aviation Administration of China, 유안타증권 리서치센터

중국 국제선 여객 수송량 및 2019년 동월 대비 회복률 추이



자료: Civil Aviation Administration of China, 유안타증권 리서치센터

중국남방항공 실적 추이 및 전망

중국남방항공 실적 추이 및 전망

단위: 백만 위안, %	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25F	2024	2025F	2026F
매출액	71,830	88,099	84,790	89,434	86,291	89,945	174,224	176,405	185,940
YoY	76.0%	90.5%	18.0%	5.5%	-3.5%	4.2%	8.9%	1.3%	5.4%
국내선	52,523	60,423	55,662	55,939	54,667	56,708	111,601	109,956	114,755
국제선	7,729	13,887	15,164	17,830	17,551	18,302	32,994	35,695	36,708
항공화물	7,180	8,095	8,730	9,965	9,080	9,845	18,695	18,566	19,312
기타	3,692	4,792	4,296	4,783	4,139	4,999	9,079	9,220	9,117
영업이익	1,433	4,019	4,507	3,820	3,539	1,310	8,327	4,611	10,020
YoY	-113.6%	-133.6%	12.1%	-15.2%	-7.4%	-63.0%	40.2%	-44.6%	117.3%
영업이익률	2.0%	4.6%	5.3%	4.3%	4.1%	1.5%	4.8%	2.6%	5.4%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

CHINA SOUTHERN AIRLINES (1055.HK) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	13,429	15,760	12,946	22,585	24,199
매출액 증가율(%)	-40.0	9.8	-14.3	83.7	8.9
매출원가	-	-	-	20,841	-
매출총이익	-	-	-	1,744	-
판관비	1,320	1,297	1,170	1,408	1,565
영업이익	-1,721	-1,540	-3,352	839	1,157
영업이익 증가율(%)	-209.7	-10.6	117.7	-125.0	37.9
EBITDA	1,846	2,219	256	4,650	5,093
영업외손익	483	617	1,340	1,071	955
외환관련손익	-506	-244	538	97	127
이자손익	928	857	825	786	770
관계기업관련손익	68	-43	-43	240	86
기타	-7	48	19	-51	-27
법인세비용차감전순손익	-2,205	-2,157	-4,692	-232	202
법인세비용	-489	-449	322	203	198
계속사업순손익	-1,716	-1,708	-5,014	-435	3
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,574	-1,877	-4,863	-594	-246
당기순이익 증가율(%)	-511.7	19.3	159.0	-87.8	-58.7

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	5,973	5,957	4,849	3,906	5,174
현금및현금성자산	3,894	3,376	2,883	1,378	1,779
매출채권	387	450	380	468	453
재고자산	270	260	201	220	274
비유동자산	44,031	44,893	40,413	39,639	40,033
유형자산	41,352	41,173	37,077	35,899	36,257
관계기업등 지분관련자산	869	941	900	946	982
기타투자자산	360	413	433	127	523
자산총계	50,005	50,851	45,263	43,545	45,207
유동부채	14,659	17,462	20,506	19,001	18,961
매입채무 및 기타채무	3,982	4,058	4,021	4,853	4,674
단기차입금	6,143	9,111	12,370	7,266	10,132
유동성장기부채	-	-	-	2,017	-
비유동부채	22,302	20,093	16,732	17,222	19,007
장기차입금	5,842	6,034	4,993	6,340	7,791
부채총계	36,961	37,555	37,238	36,223	37,968
자본금	2,349	2,666	2,627	2,552	2,483
자본잉여금	5,905	7,454	7,574	7,397	7,158
이익잉여금	1,852	-3	-4,749	-4,831	-5,298
비지배지분	2,382	2,621	2,042	2,142	2,451
자본총계	13,042	13,296	8,025	7,322	7,238
순차입금	26,539	27,847	28,121	26,303	28,761
총차입금	30,556	31,311	31,099	28,125	30,599

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	443	1,234	-344	4,797	3,642
당기순이익	-1,574	-1,877	-4,863	-594	-246
유무형자산상각비	3,568	3,759	3,609	3,811	3,936
기타비현금손익 조정	-628	-444	306	829	373
매출채권증감	204	-247	203	-	-516
재고자산증감	19	17	28	-26	-61
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,220	-2,495	-891	-2,516	-2,387
인수 및 사업	0	0	114	0	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	413	154	714	-	350
기타현금흐름	-28	9	21	-1,156	-481
재무활동 현금흐름	4,199	649	990	-3,747	-776
차입금 증감	1,366	575	210	-3,761	-846
자본금 증감	2,314	0	899	0	0
현금배당	-	0	0	-1	0
기타현금흐름	519	74	-119	14	69
현금의 증감	3,420	-614	-233	-1,463	480
기초 현금	283	3,999	3,110	2,801	1,306
기말 현금	3,894	3,376	2,883	1,342	1,779
NOPLAT	-1,348	-1,245	-4,000	381	20
FCF	-1,162	-1,423	-2,083	3,192	1,392

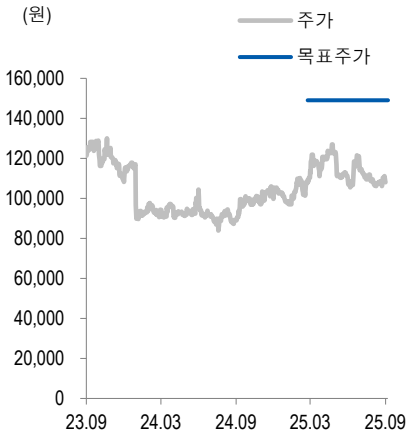
재무비율 및 Valuation 지표

(단위: 달러, 배, %)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.0
BPS	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	0.0	0.1	0.0	0.3	0.2
SPS	1.0	1.0	0.8	1.2	1.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	0.9	1.0	2.0	1.5	2.0
EV/EBITDA	21.3	20.7	192.2	8.9	8.1
PSR	0.6	0.6	0.9	0.3	0.4
ROE(%)	-16.2	-17.6	-59.9	-10.8	-4.9
ROIC(%)	-3.5	-2.9	-10.2	1.1	0.1
ROA(%)	-3.4	-3.7	-10.3	-1.4	-0.6
부채비율 (%)	234.3	235.5	387.5	384.1	422.7
순차입금/자기자본 (%)	203.5	209.4	350.4	359.2	397.3
매출총이익률 (%)	-	-	-	7.7	-
영업이익률 (%)	-12.8	-9.8	-25.9	3.7	4.8
매출순이익률 (%)	-11.7	-11.9	-37.6	-2.6	-1.0
EBITDA 마진 (%)	13.7	14.1	2.0	20.6	21.0

자료: Bloomberg, 유안타증권

오리온 (271560) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-18	BUY	149,000	1년		
담당자변경					
2022-09-21	BUY	150,000	1년	-29.87	-27.33

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이안나, 하현수, 손현정, 백길현, 최지운)
- 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 6~12개월, 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 6~12개월, 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.

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

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

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

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지윤	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com

중국의 미래를 여는 기업들:
15차 5개년 계획 수혜주 완벽 분석

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)