DS INVESTMENT & SECURITIES

Sector Comment

한일령이 바꿀 여행지도, 수혜주는 한국에 있다

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

조대형 미드스몰캡·비상장
02-709-2654
dh.cho@ds-sec.co.kr

김준영 경제
02-709-2652
elvis.kim@ds-sec.co.kr

우지연 미국전략
02-709-2668
gyeoni@ds-sec.co.kr

2025.11.21

비중확대 (유지)

Top Picks

롯데관광개발 032350	
투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	30,000원
상승여력	34.2%
글로벌텍스프리 204620	
투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	9,000원
상승여력	31.8%
CJ 001040	
투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	260,000원
상승여력	37.3%

내년 춘절까지 이어질 인바운드 수혜

중국의 일본에 대한 '한일령'은 1) 일본 방문 및 여행 자제 등 공식 조치, 2) 11월 24일 개최 예정이던 한중일 문화장관 회의 취소 등 실질적인 행동으로 이어지고 있어 장기화 될 가능성이 높다는 판단이다. 다카이치 총리의 대만 관련 강경 발언 이후 오히려 지지율이 상승한 점을 고려하면 일본도 강경한 태도를 이어갈 것으로 전망된다. 일본의 태도 변화는 단순한 정치적 발언을 넘어 자위대의 역할 확대와 재무장 흐름과도 연관되어 있을 가능성이 높아 단기간 내 해당 발언을 톤 다운할 가능성은 낮아 보인다. 사실 731부대 소재 영화의 중국 내 흥행과 APEC에서의 시 주석의 일본 식민지 비판 등 9월부터 조짐은 있었다. 한일령은 최소 내년 춘절까지 이어질 전망이며 중국 관광객의 한국행은 가속화될 전망이다. 이에 인바운드 관련 종목에 대한 관심 제고가 필요하다.

중국 경기 부진에도 일본의 중요도가 크지 않을 가능성

중국은 일본을 더 이상 전략적 자산이 아닌 '주변국'으로 인식하는 여론 속에서 여행 자제, 수산물 수입 중단 등 강경 조치를 정치적 부담 없이 이어갈 수 있는 환경이다. 경기 둔화의 원인이 부동산·부채·고용 등 국내 구조 문제에 있고, 중국 수출에서 일본 비중도 약 4% 수준으로 떨어져 갈등 완화의 경제적 유인이 크지 않다. 일본행 수요 축소에 따른 충격은 제한적이며 한국·홍콩·동남아로 대체 가능하다. 이에 따라 중·일 갈등이 장기화될수록 지리적 접근성과 비용 경쟁력을 갖춘 한국이 중국 인바운드 수요의 핵심 수혜국으로 부상할 가능성이 높다.

Top Picks: CJ, 롯데관광개발, 글로벌텍스프리

중국인 관광객의 코로나 이전 수준으로의 정상화는 이제 탄력을 받기 시작했다. 코로나 이전 수준까지로의 회복으로도 충분한 상승 여력에 한일령으로 인한 수혜가 더해져 사드 이전 수준으로의 회복도 기대할 수 있는 상황이다. 한일령이 장기화 될수록 중국발 일본 국제선 편수와 관광객은 한국으로 향할 가능성이 높다고 판단한다. 이 수요 대체 효과를 직접적인 수혜로 보여줄 기업은 롯데관광개발이라고 판단한다. 중국인 방문객의 변화한 소비 패턴에도 주목해야 하는데 사실상 필수 쇼핑 코스로 자리잡은 올리브영을 보유한 CJ에 주목한다. 나아가 피부미용 등으로의 소비 확대 효과를 가장 확실하게 받을 국내 텍스리펀드 시장 압도적 1위 사업자인 글로벌텍스프리까지 Top Picks로 제시한다. 관심 종목으로는 현대백화점, GS피앤엘, LG생활건강을 제시한다.

내년 춘절까지 이어질 인바운드 수혜

중국의 한일령 장기화 가능성에 대한 근거
1) 기시행된 공식 조치
2) 한중일 문화장관 회의 참석 취소

중국의 일본에 대한 일종의 한일령이 길어질 수 있다고 판단하는 근거는 다음과 같다. 일본 다카이치 총리의 대만 관련 발언 이후 1) 중국은 일본 여행에 대한 일종의 한일령 (일본 방문 자제, 여행 자제) 형태의 공식 조치를 취했고, 2) 11월 24일 열릴 예정이던 한중일 문화장관 회의 참석도 취소했다. 이러한 중국의 반응을 보면 단기간 내에 제재가 완화되기 어렵고, 오히려 추가 제재로 이어질 가능성이 높아 보인다.

일본의 강경한 태도 또한 단기간에 끝나지 않을 것으로 판단

일본의 중국에 대한 강경한 태도 역시 단기간에 끝나지 않을 가능성이 있다고 판단된다. 대만 관련 강경 발언 이후에 오히려 다카이치 총리의 일본 내 지지율이 역대 최고 수준 (교도통신 기준 69.9%, +5.5%p MoM)을 기록했다. 다시 말해 중국에 대한 강경 발언이 일본 내부에서 오히려 높은 지지를 받고 있다는 점을 주목할 필요가 있다. 두 번째는 일본의 태도 변화가 단순한 정치적 발언이 아닌 자위대 역할 확대와 재무장 흐름과 맞닿아 있을 수 있다는 점이다.

일본의 이번 발언의 취지를 고려하면 단기간 내 철회 혹은 톤다운 가능성은 낮음

이번 발언이 방위비 증액과 미·일 군사협력 강화와 관련이 높고 집권 초기 지지층을 결집하고 리더십을 강화하기 위한 강경 메시지일 수 있다. 따라서 일본도 해당 발언을 단기간 내에 철회하거나 톤다운할 가능성은 낮아 보인다.

APEC 이전부터 확인 가능했던 조짐

이러한 조짐은 이미 지난 9월부터 시작되었다. 9월 중국에서 개봉한 731부대를 다룬 영화가 역대급 흥행을 기록하며 일본을 자극한 바 있다. 또한 APEC 회담 전에는 중국 여론은 임진왜란 당시 한국과 중국이 같은 편이었다는 점을 강조한 바 있다. APEC에서 일본과의 정상회담 직후 시진핑 주석이 과거 일본의 식민지 정책에 대해 비판적 발언을 한 것 역시 일본의 감정을 건드린 것으로 볼 수 있다.

중국 관광객의 한국행 가속화 예상하며 CJ, 글로벌텍스프리, 롯데관광개발을 탑픽으로 제시

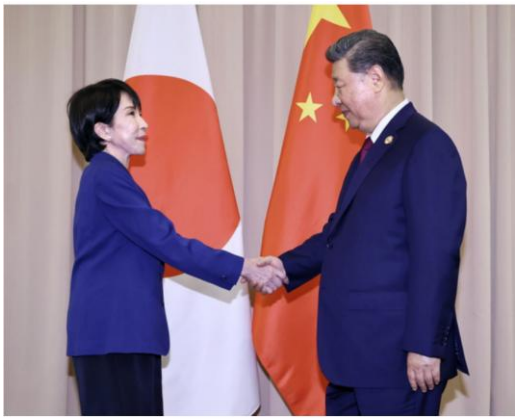
우리는 한일령의 역풍으로 중국 관광객의 한국행은 최소 내년 춘절까지 가속화될 것으로 예상한다.

지금부터라도 인바운드 관련 섹터에 대한 관심을 높일 필요가 있다. 당사 커버리지 탑픽은 CJ (올리브영), 글로벌텍스프리, 롯데관광개발을 제시한다. 관심 종목으로는 현대백화점, GS피앤엘, LG생활건강을 제시한다.

그림1 9월부터 중국에서 731 영화 대흥행

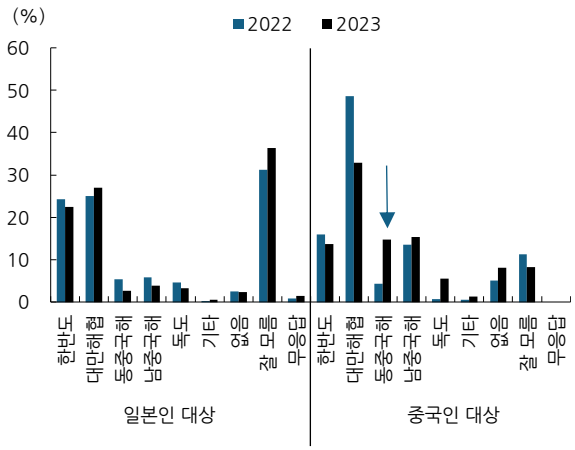
자료: 바이두, DS투자증권 리서치센터

그림2 APEC 정상회담에서도 양국 간 분위기는 심상치 않았음



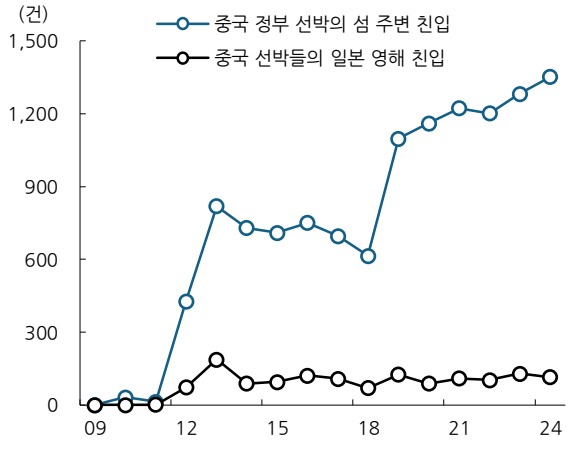
자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

그림3 동아시아에서 군사 분쟁 가능성 관련 설문조사



자료: 일본 겐론 NPO&중국 국제출판그룹 공동 조사, DS투자증권 리서치센터

그림4 최근 일본이 통제하는 해역 주변 중국 선박 수 크게 증가



자료: 일본 해안경비대, DS투자증권 리서치센터

표1 중일 갈등 관련 양국 고위 관료들의 발언

날짜	이름/기관	내용
11/01	시진핑 주석(中)	"양국 관계의 정치적 기반을 유지하며, 상호 이익 관계를 위해 일본과 협력할 의향이 있다"
		" 중일 관계의 기반이 되는 역사, 대만 등 주요 사안에 대해 명확한 조항을 준수해야 할 것"
	다카이치 사나에 총리(日)	"일본은 중국측과 이해를 증진하고, 건설적이고 안정적인 중증 관계를 구축할 준비가 되어 있다"
		"대만 문제에 대해 일본은 1972 년 중일 공동성명에서 밝힌 입장을 고수할 것"
11/07	다카이치 사나에 총리(日)	"전함이 동원되고 무력 사용이 있다면, 어떻게 생각하든 존립 위기 사태로 볼 수 있다"
11/09	쉐젠 주오사카 중국 총영사(中)	'대만 유사시가 일본의 유사 상황'이라는 것은 일부 머리 나쁜 정치꾼들이 선택하려는 죽음의 길"
		"그 더러운 목을 한순간 주저함도 없이 베어버릴 수밖에 없다"
11/10	기하라 미노루 관방장관(日)	"쉐 영사의 발언 의도는 '불분명'할 수 있으나, '매우 부적절'하다"
11/11	다카이치 사나에 총리(日)	"특정 경우에 대한 발언에는 신중하겠지만 정부의 종래 견해를 따른 것으로 발언을 철회하지 않겠다"
11/13	린 지안 중국 외교부 대변인(中)	"다카이치 발언은 중국 내정 간섭, 매우 악질적. 즉시 철회하라."
11/14	중국 정부(中)	일본 방문, 여행 자제 권고
11/16		센카쿠(댜오위다오) 해역에 해경선 파견 강화, 일본 유학 자제 권고
11/17	NHK(日)	"긴장 완화를 위해 외교관 카나이 마사아키(외무성 아시아국 국장)를 중국에 파견할 예정"
11/18~19	중국 정부(中)	일본 수입 영화 상영 잠정 중단(18일), 일본산 수산물 수입 재중지(19일)
11/20	관영 환구시보(中)	'일본이 잘못을 바로잡지 않으면 더 큰 대가를 치를 것이다'

자료: DS투자증권 리서치센터

중국의 일본에 대한 인식 악화

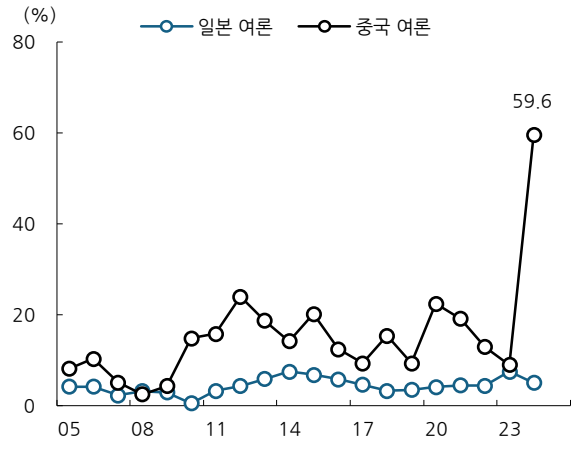
중·일 갈등은 단기간 내 봉합할 필요성이 적음

중국이 중·일 갈등을 단기간 내 봉합해야 할 필요성은 크지 않다. 최근 중국 내 여론의 흐름을 보면, 양국 관계를 규범적으로 관리해야 한다는 요구는 상당히 약화된 반면, 일본에 대한 경계감과 무관심이 동시에 확대되는 양상이 감지된다. 특히 올해 공개된 양국관계 관련 서베이 결과에서 중국 응답자의 과반 이상이 "중·일 관계는 더 이상 중요하지 않다"고 답한 점은 의미가 크다. 과거 양국 간 갈등이 고조되던 시기에도 '양국관계의 중요성'을 부정하는 응답 비중이 20%대에 머물렀던 것을 감안하면, 이는 중국 사회 정서가 구조적으로 변화하고 있음을 시사한다. 즉, 일본과의 관계를 전략적 자산으로 인식하던 기존 프레임이 약화되고, 중국 내에서는 일본을 정치적으로 활용 가능한 '상대적 주변국'으로 바라보는 시각이 확산되고 있는 것이다.

중국 민심도 일본에 대한 압박을 지지

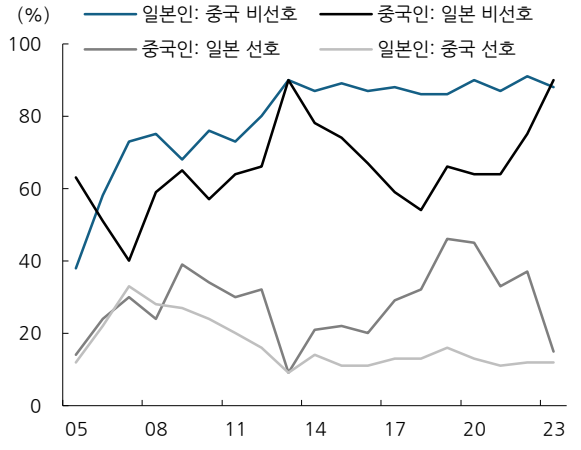
민심의 이러한 변화는 중국 정부가 일본을 대상으로 외교적/경제적 압박 조치를 취할 때 정치적 부담을 크게 줄여준다. 일본 여행 자제 권고, 일본 영화 상영 중단, 일본산 수산물 수입 재중지 등 일련의 대응은 모두 중국 내부에서 상당한 지지를 받는 방식으로 작동하고 있다. 여론이 정부의 강경 대응을 요구하는 방향으로 이동하면서, 지도부가 이를 거스르기보다 일정 수준 활용하려는 유인이 커졌다는 점도 주목할 필요가 있다. 중국 정부가 최근 강조하는 '사회 안정' 기조 및 내부 결속의 필요성을 고려하면, 일본과의 갈등이 단기적 정치적 비용을 초래하기보다는 오히려 민심을 결집시키는 효과를 가져올 가능성이 더 크다.

그림5 중일 관계 중요성에 대한 인식: 중요하지 않다



자료: 일본 겐론 NPO&중국 국제출판그룹 공동 조사, DS투자증권 리서치센터

그림6 중일 간 인식 관련 설문조사



자료: 일본 겐론 NPO&중국 국제출판그룹 공동 조사, DS투자증권 리서치센터

중국 경기 부진에도 일본의 중요도가 크지 않을 가능성

경제협력 차원에서도 일본의 중요도는 작음

일본과의 경제협력 회복은 중국 성장률을 단기간 끌어올릴 만한 정책적 지렛대가 되기 어렵다. 중국 정부 입장에서 대일 경제의존도를 서둘러 정상화해야 할 유인은 크지 않다. 관광객 유입이나 교역 확대, 투자 협력 복원은 가능하지만 중국 경기 둔화의 핵심 원인은 내수 침체와 부채 구조에 있으므로 일본과의 갈등을 우선적으로 해소할 필요성은 낮다.

중국 경제의 둔화는 대외 환경보다 국내 구조적 문제에서 비롯된다. 부동산 경기 조정이 장기화되고 지방정부 부채가 누적되며 청년층 고용이 불안정한 상황이다. 생산성 정체와 민간부문의 신뢰 약화도 이어지고 있다. 이러한 요인들은 일본과의 외교관계와 직접 연결되지 않는다. 설령 양국 관계를 즉시 정상화하더라도 소비 회복이나 내수 진작, 금융안정 같은 핵심 과제는 개선되지 않는다.

중국 정부는 이미 재정과 통화정책, 산업정책, 국유기업 개혁 등을 통해 경기 대응에 나서고 있다. 이 때문에 외교 관계 복원이 경기 반등을 이끌 주요 변수로 작용할 가능성도 낮다. 이러한 정책 환경은 중국이 일본과의 갈등을 경제적 이유로 서둘러 처리해야 할 필요가 크지 않다는 점을 더욱 분명히 보여준다.

중국의 일본향 수출 비중도 크지 않음

또한 2020년대 들어 중국 수출의 지역 구성이 크게 바뀌었다. 일본은 과거 상위 3위권 수출시장에 속했지만 최근에는 비중이 감소해 4~5위에 머무르고 있다. 전체 수출에서 일본이 차지하는 비중도 약 4% 수준으로 축소되었다. 그만큼 일본이 중국 수출 경기 변동에 미치는 영향은 과거보다 작다.

중국의 주요 수출 산업 역시 전기차, 배터리, 태양광, 가전 중심으로 재편되면서 일본 외 지역이 주요 수요처로 떠올랐다. 동남아와 중동을 비롯해 남미, 러시아 등 다양한 지역으로 해외 수요가 확산되고 있다. 이로 인해 특정 국가의 조치가 중국 수출에 직접 충격을 주는 구조는 점차 약해졌다. 따라서 일본과의 관계 회복이 중국 수출에 가져올 긍정 효과는 제한적이고 갈등 지속이 수출에 미칠 피로도도 크지 않은 상태다.

소비 측면에서도 중요도 미미

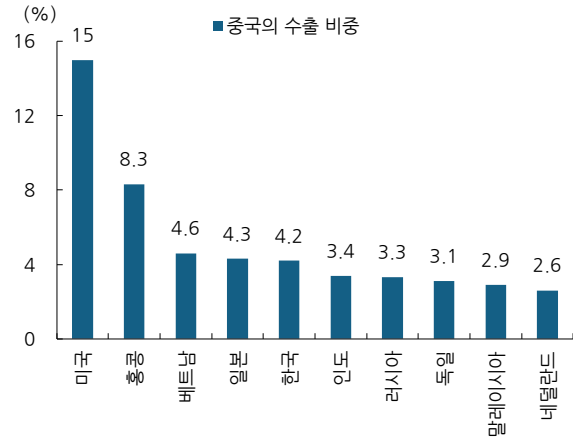
소비 측면에서도 일본과의 협력 복원이 시급한 상황은 아니다. 중국 소비는 가계 신뢰 약화와 높은 저축 성향, 부동산 불확실성 영향으로 위축된 상태다. 해외여행 수요도 완전히 되살아나지 않았다. 위안화 약세와 소득 불안 역시 소비자의 해외지출을 억제하고 있다. 이런 환경에서는 일본 여행 제한 조치가 중국 경제에 주는 타격이 크지 않다. 여행 수요가 발생해도 한국과 홍콩, 동남아 등으로 쉽게 대체할 수 있다.

관광이나 문화 교류가 일부 중단되더라도 중국 소비 총량은 크게 흔들리지 않는다. 서비스수지에도 결정적인 변화가 나타나기 어렵고 오히려 일본 영화 상영 중단이나 여행 제한은 내홍을 억누르고 내부 결집을 이끌어내는 데 활용될 수 있다. 경제적 손실보다 정치적 효과가 더 큰 조치인 셈이다.

중일 갈등 장기화 가능성

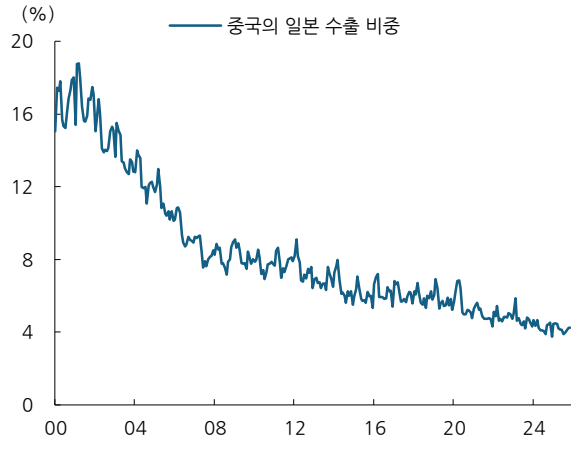
결국 중국 내부의 경제·정치 환경은 일본과의 갈등을 신속히 종료해야 할 필요성을 약하게 만든다. 국내 경제의 핵심 문제는 대일 관계와 무관하고 양국 관계 회복이 경기 개선으로 이어지지도 않는다. 이러한 조건을 감안하면 중국이 일본과 일정 수준의 갈등을 유지하는 방향이 오히려 사회적 통합과 정치적 안정에 유리할 수 있다. 따라서 중·일 관계는 단기간에 정상화로 전환되기 어렵고 갈등 구도가 상당 기간 이어질 가능성이 높다.

그림7 중국의 수출 비중 상위 10개국



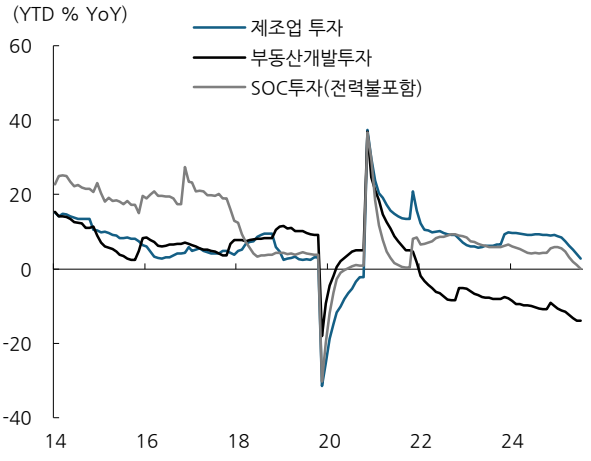
자료: 중국 해관총서, DS투자증권 리서치센터

그림8 중국의 일본향 수출 비중



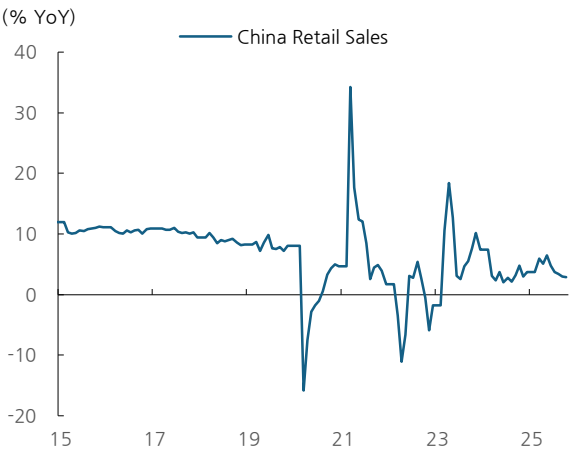
자료: 중국 해관총서, DS투자증권 리서치센터

그림9 중국 고정자산 투자 급감



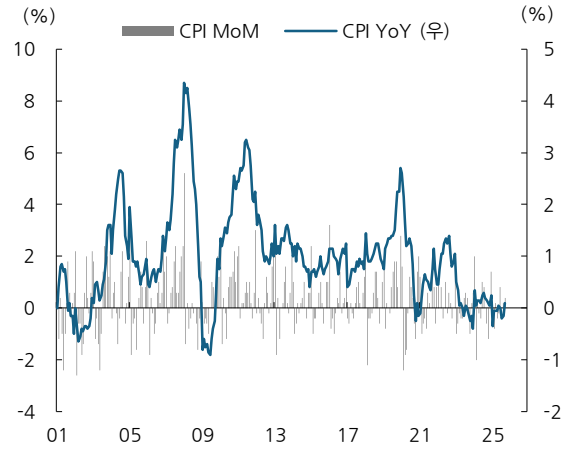
자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림10 중국 소매판매 둔화 추이



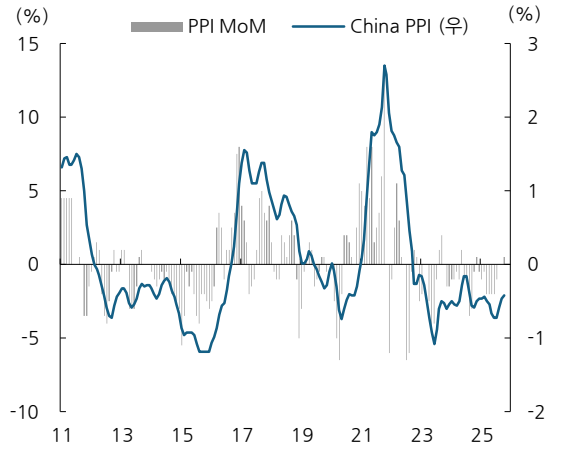
자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림11 중국 디플레 지속



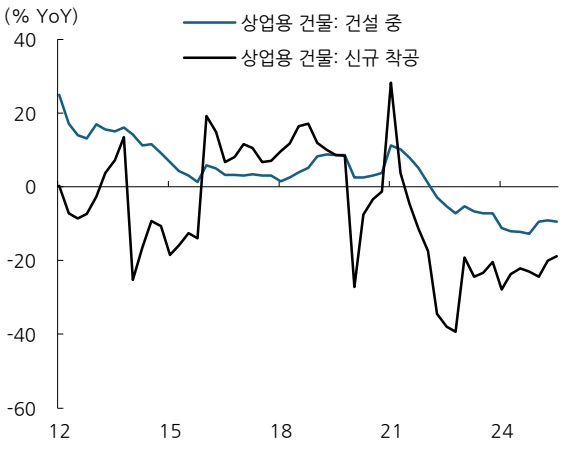
자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림12 공급 과잉 해소 단기에 힘들 것



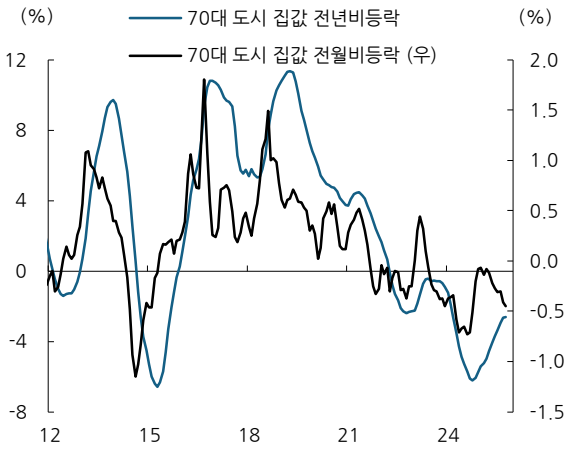
자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림13 상업용 건설 부진 지속



자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림14 주택 경기 둔화 지속



자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

한국의 반사 수혜

한국은 인바운드 시장에서 뚜렷한 수혜국

중국과 일본의 갈등이 장기화될 경우 한국은 동아시아 인바운드 시장에서 가장 뚜렷한 수혜국으로 부상할 가능성이 높다. 일본과의 경제협력 정상화가 중국의 성장률 개선에 미치는 영향은 제한적이지만, 한국은 관광을 중심으로 반사 수요를 즉각적으로 흡수할 수 있는 구조를 갖추고 있기 때문이다. 특히 중국인 관광 수요의 대체 흐름, 항공 접근성, 환율 환경, 해외여행 패턴 등 여러 요인이 동시에 작용하면서 한국이 얻을 수 있는 수혜 강도는 더욱 확대될 것으로 예상된다.

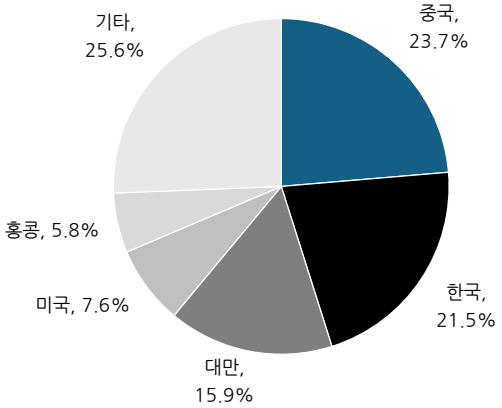
코로나 이전 기준 중국인의 해외여행 목적지 비중을 보면 일본이 32.7%로 가장 높고 한국이 21.5%로 뒤를 잇는다. 이는 한국이 단순한 일본의 대체지가 아니라 중국 해외여행 시장에서 일본과 함께 가장 중요한 핵심 목적지임을 보여준다. 일본행 수요가 정치적·심리적 요인으로 제약을 받을 경우 해당 수요는 지리적 접근성과 비용 효율성을 갖춘 한국으로 빠르게 이동할 가능성이 크다.

한국의 원화 약세도 우호적인 환경

최근 환율 환경도 한국에 유리하게 작용하고 있다. 위안화는 2024년 하반기 이후 강세 흐름을 보이며 원/위안 환율이 안정되는 모습을 보이고 있다. 이는 중국 소비자 입장에서 한국 여행의 상대 가격이 낮아지는 효과를 가져와, 비용 측면에서 한국을 선택하기 좋은 환경을 조성한다. 일본 역시 엔화 약세로 가격 경쟁력을 갖추고 있으나, 정치적 갈등과 정부의 여행 자제 기조가 겹치면서 실제 여행 선택으로 이어지기 어려운 구조가 형성되고 있다.

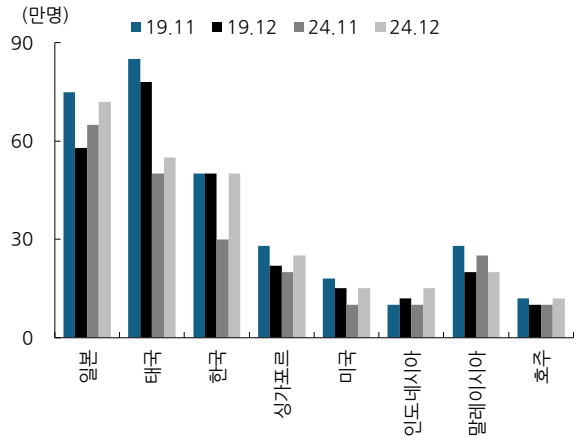
이러한 요인을 종합하면 한국은 중-일 갈등의 직접적인 파생효과를 가장 빠르고 크게 흡수할 수 있는 위치에 있다. 중국인의 기본적인 해외여행 수요가 재개되는 구간에서 한국이 차지하는 비중은 더욱 확대될 가능성이 높다.

그림15 일본향 관광객의 1/4은 중국인으로 구성



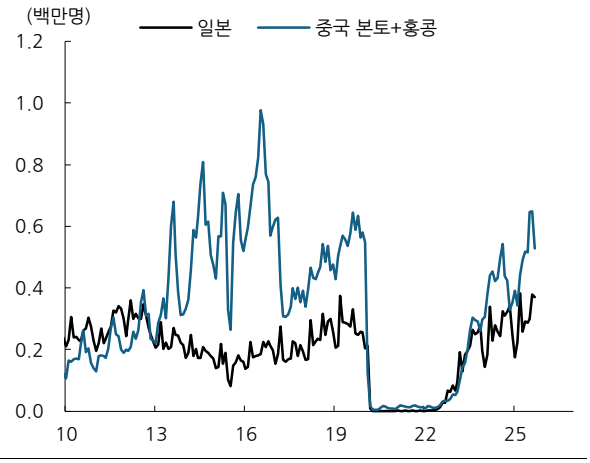
자료: 일본정부관광국, DS투자증권 리서치센터
주: 2025.01~09 기준

그림16 코로나 전후 11~12월 중국인 관광객 해외 여행 선호도



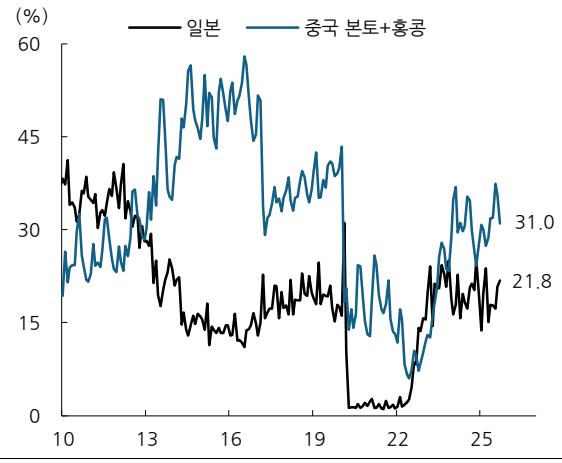
자료: Macrobond, DS투자증권 리서치센터

그림17 방한 외국인 수 국가별 추이



자료: 한국관광공사, DS투자증권 리서치센터

그림18 방한 외국인 비중 국가별 추이

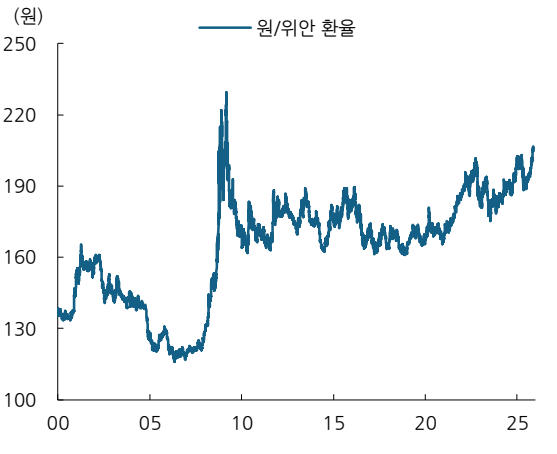


자료: 한국관광공사, DS투자증권 리서치센터

그림19 엔-원 환율 추이

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림20 위안-원 환율 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

일본의 직접적인 대안 '한국'

'K' 콘텐츠에 힘입어 빠르게 정상화되고 있는 전체 외국인 관광객 수

각종 'K' 콘텐츠의 확산이 외국인 관광객을 한국으로 불러들이고 있다. 9월까지의 누적 외국인 관광객은 1,165만명으로 같은 기간 991만명을 기록한 24년 대비 가파른 성장세를 이어가고 있다. 'K' 콘텐츠에 힘입어 전체 외국인 관광객은 코로나 이전의 90% 수준까지 회복하며 빠르게 정상화된 모습이다.

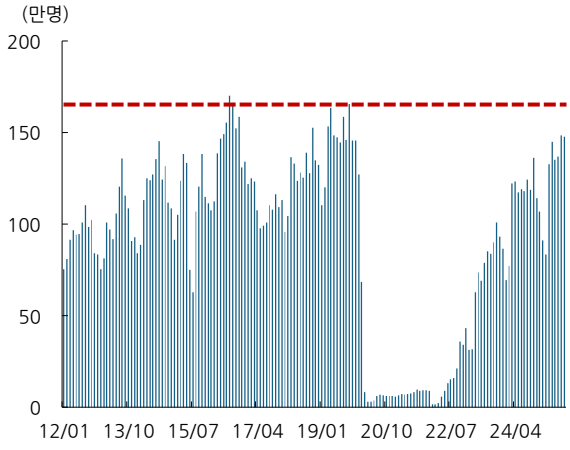
중국인 관광객으로 한정 시 관광객 수 성장 여력은 여전히 충분한 상황

이에 올해 한국을 찾는 외국인 관광객이 처음으로 2천만명을 돌파할 가능성이 높다는 전망도 제시되고 있다. 낙관적인 전망들 속에서 단순하게 코로나 이전 수준을 상한선으로 본다면 추가 성장 여력이 높지 않을 수 있다는 의견도 존재한다. 그러나 대상을 중국인 관광객으로 한정하면 여전히 성장 여력은 충분하다는 판단이다. 9월까지의 누적 방한 중국인 관광객은 351만명으로 여전히 코로나 이전의 79% 수준에 그치고 있다. **단순 코로나 이전 수준까지로의 회복으로도 상승 여력이 충분한데 중국과 일본의 갈등으로 인한 수혜가 더해지는 상황이다.**

눈높이를 사드 이전으로 둔다면 성장 여력은 더욱 확대

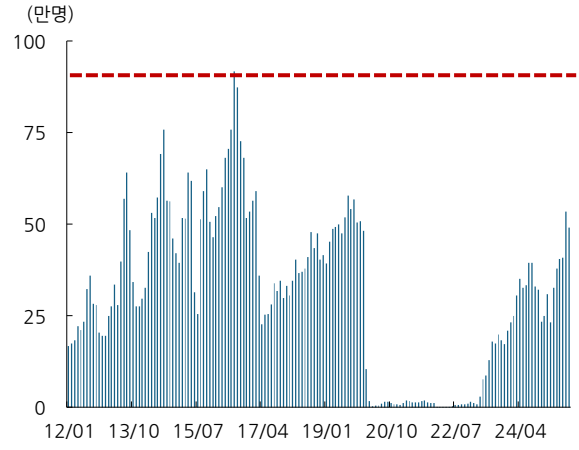
방한 중국인의 추가 성장 여력은 사드로 인한 한한령 이전으로 시계열을 확장하면 더욱 커진다. 사드 보복 이전인 16년 대비로는 여전히 55% 수준에 그치고 있기 때문이다. 한중 관계의 본격적인 개선 움직임이 보이기 시작했던 5월부터 중국인 관광객의 전년 대비 증가 속도가 전체 관광객의 증가속도를 추월했음을 감안하면 방한 중국인 관광객의 사드 보복 이전 수준까지의 회복이 허황된 기대는 아니다. 오히려 중국의 '한일령'을 기점으로 방한 중국인 관광객이 더욱 탄력적으로 증가할 가능성도 높다.

그림21 과거 정점 수준으로 회복한 전체 방한 외국인 관광객



자료: 한국관광공사, DS투자증권 리서치센터

그림22 과거 정점 대비 여전히 낮은 수준의 방한 중국인 관광객

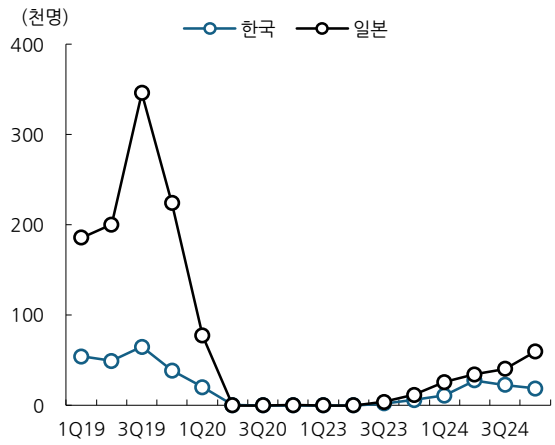


자료: 한국관광공사, DS투자증권 리서치센터

중국의 한일령 장기화는 플러스 알파가 되어줄 전망 관련 최호선주는 롯데관광개발

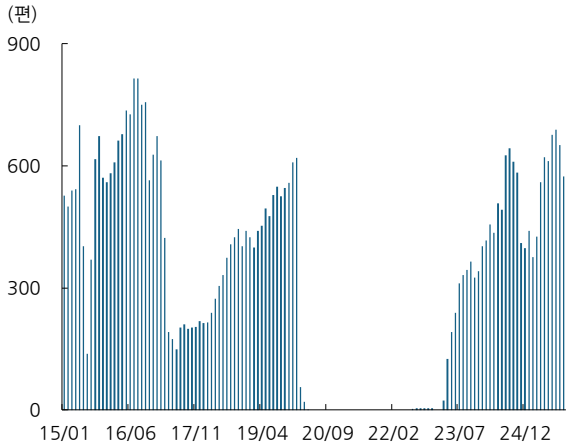
한중 관계의 개선으로도 업사이드는 충분한데 중국의 한일령 장기화는 플러스 알파가 되어줄 전망이다. **한일령이 장기화 될수록 중국발 일본 국제선 편수와 관광객은 한국으로 향할 가능성이 높다고 판단된다.** 코로나 이후 방일 중국인 관광객이 방한 중국인 관광객 대비 빠르게 회복하고 있는 상황에서 원화 약세와 한일령이 맞물리며 한국이 중국 관광객의 매력적인 대안으로 떠오를 전망이다. 중국인 관광객의 일본 관광 수요 대체의 측면에서는 1) 중국발 항공 편수의 가장 큰 수혜가 예상되는 제주도에 위치해있고, 2) 국내 카지노 중 중국계 고객의 비중이 가장 높은 것으로 추정되는 롯데관광개발을 최선호주로 추천한다. 항공 편수가 늘어나면서 입도객과 방문자 수의 동시 성장이 기대된다. 그리고 롯데관광개발은 이를 수용할만한 충분한 객실(1,600실)을 보유하고 있다.

그림23 베이징발 국가별 중국인 출국자 수 추이



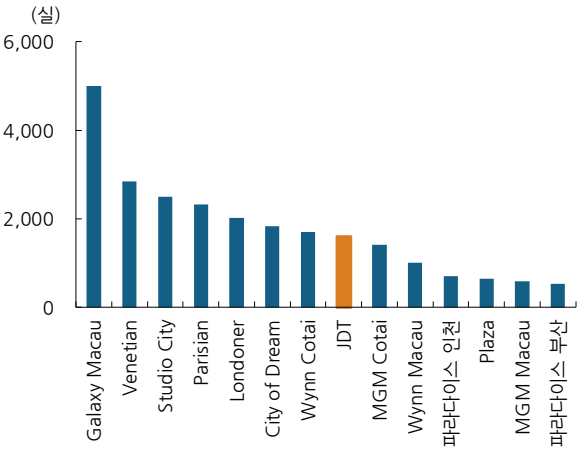
자료: 베이징시 문화관광국, DS투자증권 리서치센터

그림24 중국 ↔ 제주간 국제선 운항편수 추이



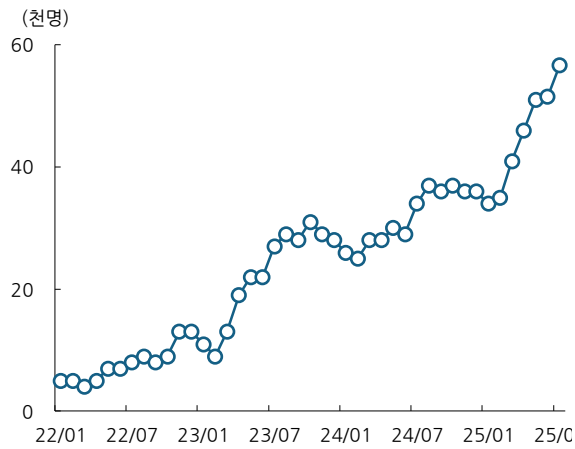
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림25 국내 최대 객실을 보유한 제주드림타워 카지노



자료: 롯데관광개발, 파라다이스, DS투자증권 리서치센터

그림26 제주드림타워 카지노 방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, DS투자증권 리서치센터

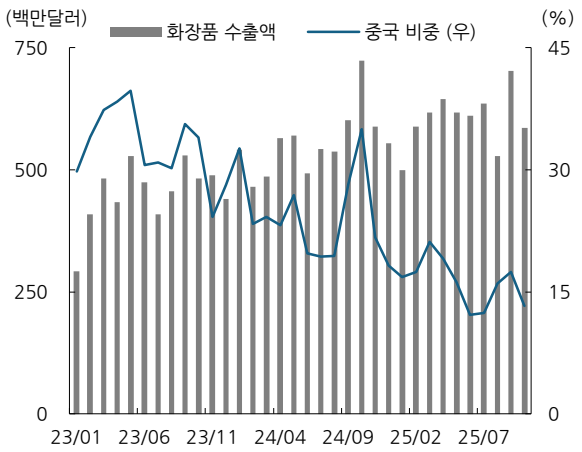
성장세인 전체 화장품 수출액과 달리 대중국 수출액은 감소 추세

전체 화장품 수출액은 24년 102억 달러를 기록하며 사상 최대 실적을 기록했다. 이는 전년 대비 20.6% 증가한 수치이며 25년에도 고성장세는 지속되고 있다. 3Q25까지의 누적 화장품 수출액은 전년비 15.4% 증가한 85억 달러를 기록했으며 9개 분기 연속 성장세를 이어가고 있다. 반면 같은 기간 대중국 화장품 수출액은 꾸준히 감소하는 모습이다. 23년까지만 하더라도 40%에 육박하던 화장품 수출액 내 중국의 비중은 25년 10월 13.3% 수준까지 하락했다. 최근 북미 중심으로 높은 성장세를 보인 탓도 있지만 전체 수출액도 꾸준하게 감소했다. 중국 시장이 글로벌 프레스티지 브랜드와 중국 내수 인디브랜드가 양분하는 시장으로 재편된 영향으로 풀이된다.

프리미엄 제품 중심의 중국 진출 화장품 기업들의 반사 수혜 기대 가능

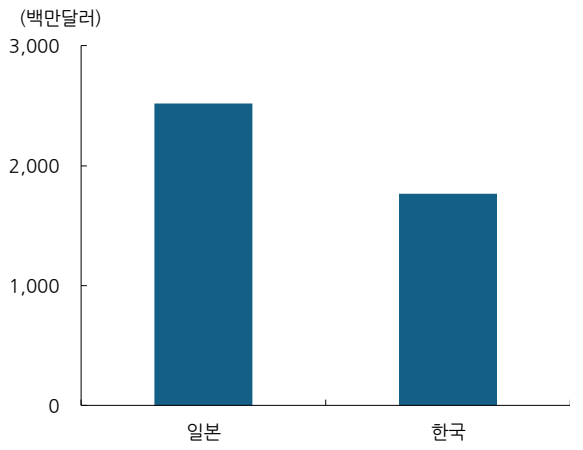
중국의 일본 화장품 수입액 역시 21년 정점을 기록한 이후 낮아지는 모습이다. **다만 일본 프레스티지 브랜드에 대한 수요는 상대적으로 견조해 한국산 화장품 대비 높은 수준을 유지하고 있다. 이에 중국의 '한일령'이 장기화될 시 아모레퍼시픽 및 LG생활건강과 같은 프리미엄 제품 중심으로 중국에서 사업을 전개하던 기업들의 반사 수혜를 기대해 볼 수 있다는 판단이다.** 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 중국 비중은 과거 50%를 상회했으나 꾸준히 낮아져 3Q25 누적 기준 각각 12%와 20% 수준까지 낮아졌다. 중국의 일본산 수입 금지 대상 품목이 화장품까지 확대되는 움직임도 감지되고 있다. **국내 화장품 기업들의 북미 중심의 수출 성장세는 견조한 가운데 중국이라는 알파가 추가될 가능성은 두 국가의 갈등이 장기화될수록 높아질 전망이다.**

그림27 전체 화장품 수출액 및 수출액 내 중국 비중 추이



자료: TRASS, DS투자증권 리서치센터

그림28 중국의 국가별 화장품 수입액



자료: 해관총서, DS투자증권 리서치센터
주: H2 기준이며 25년 10월 누적 수입액 기준

최소 내년 춘절까지 '올리브영' 폭발적 성장 기대

올리브영은 중국인 관광객에게 필수 방문 코스

중국인 관광객에게 사실상 '필수 방문 코스'로 자리 잡은 만큼 올리브영에서의 쇼핑은 한국 방문 자체를 상징하는 리추얼로 기능하고 있다.

한일령의 반대급부로 중국 여행사들은 한국 패키지 판매를 확대할 수밖에 없으며 이에 따라 단체 관광객 증가폭은 더욱 커질 전망이다.

인바운드 수요는 최소 내년 춘절까지 이어질 것

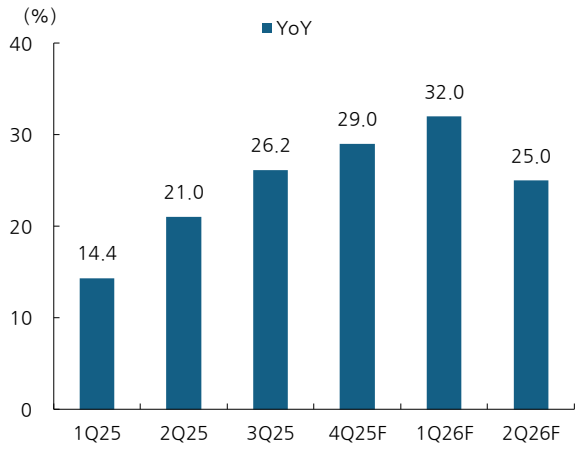
10월 국경절 이후 다소 둔화된 흐름이 있었던 것으로 보이나, 이번 조치로 기존 약 20% 수준의 YoY 성장이 최대 30% 이상까지 확대될 가능성이 있다. 우리는 이러한 인바운드 수요가 최소 내년 춘절까지 이어질 것으로 판단한다.

표2 올리브영 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	**1,234**	**1,462**	**1,557**	**1,636**	**1,629**	**1,827**	**1,915**	**2,013**
YoY	*14.4*	*21.0*	*26.2*	*29.0*	*32.0*	*25.0*	*23.0*	*23.0*
QoQ	*-2.7*	*18.4*	*6.5*	*5.1*	*-0.4*	*12.2*	*4.8*	*5.1*
순이익	**126**	**144**	**152**	**164**	**179**	**198**	**205**	**231**
YoY	*19.3*	*15.3*	*31.8*	*23.0*	*41.9*	*37.5*	*35.3*	*41.5*
QoQ	*-5.1*	*14.0*	*5.3*	*7.9*	*9.5*	*10.5*	*3.6*	*12.9*
NPM	***10.2***	***9.9***	***9.7***	***10.0***	***11.0***	***10.8***	***10.7***	***11.5***

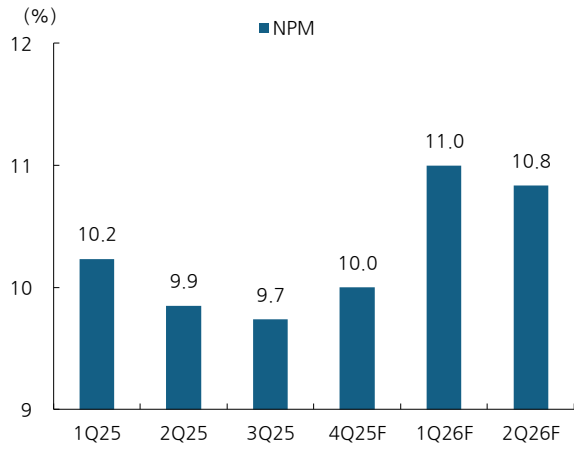
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림29 올리브영 매출액 YoY 성장률 추이



자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림30 올리브영 NPM 추이



자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

인바운드 대장이 될 '글로벌 텍스프리'

국내 텍스리펀드 시장 내 압도적 1위 사업자

국내 텍스리펀드 시장 압도적 1위 사업자이며 매출 기준 65~70%의 시장점유율을 확보 중이다. 최근 실적 성장의 핵심인 피부미용 영역에서도 절대적 경쟁우위를 구축하고 있다.

뚜렷한 증가세의 중국인 관광객 1인당 소비액

중국인 관광객의 1인당 소비액은 뚜렷한 증가세를 보여왔고 특히 단체 관광객 재개 이후 소비 확대가 더욱 두드러진다. 동사는 올리브영을 중심으로 피부미용 부가세 환급 증가의 대표적 수혜 기업이자 관련 분야의 유일한 상장사다.

인바운드 수혜의 대장주 부각 가능성 매우 높게 판단

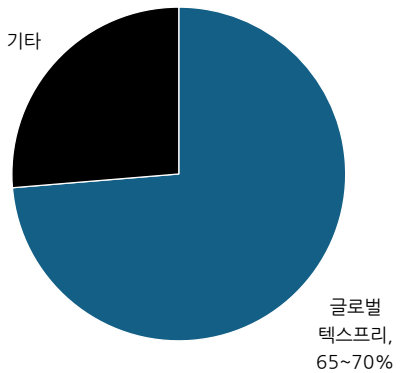
주가 리스크였던 '미용성형 외국인 환자 부가가치세 환급제' 일몰 우려는 최근 연장 주장 제기와 대통령 및 보건복지부의 적극적 검토로 연장 가능성이 상당히 높아졌다. 이에 따라 동사는 인바운드 수혜의 대장주로 부각될 가능성이 매우 높다고 판단된다.

표3 글로벌텍스프리 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
연결실적							
매출액	**10.2**	**38.1**	**49.4**	**81.6**	**129.7**	**163.0**	**199.2**
YoY	*-83.0*	*274.6*	*29.4*	*89.2*	*33.6*	*30.7*	*22.2*
영업이익	**-11.4**	**-13.8**	**-2.7**	**9.8**	**21.8**	**30.3**	**42.0**
OPM	*-112.2*	*-36.1*	*-5.5*	*15.8*	*17.5*	*18.6*	*21.1*
당기순이익	**-5.5**	**-25.2**	**-14.3**	**-8.0**	**6.3**	**16.5**	**27.9**
NPM	*-53.7*	*-66.1*	*-28.9*	*-8.6*	*5.0*	*10.1*	*14.0*
글로벌 텍스리펀드 사업부							
영업수익	10.2	7.7	19.0	59.4	108.5	141.6	177.6
영업이익	(11.4)	(12.9)	(3.5)	10.6	23.0	32.6	44.4
당기순이익	(5.5)	(27.4)	(9.8)	(8.6)	9.5	17.0	28.4

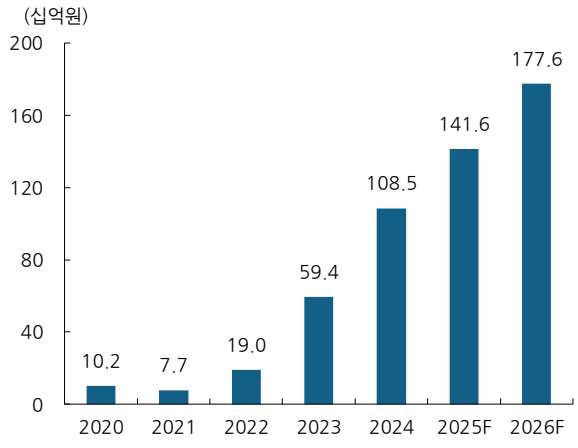
자료: 글로벌텍스프리, DS투자증권 리서치센터 추정

그림31 글로벌텍스프리 텍스리펀드 시장 점유율



자료: 글로벌텍스프리, DS투자증권 리서치센터

그림32 글로벌 텍스리펀드 사업부 영업수익 추이 및 전망



자료: 글로벌텍스프리, DS투자증권 리서치센터

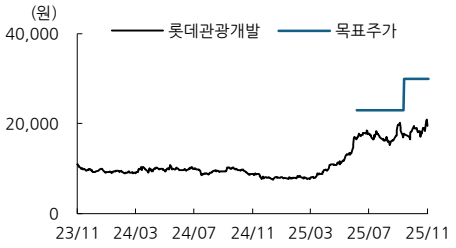
표4 한일령 관련 수혜 종목 정리

기업명	코드	관련 내용	테마	시가총액 (십억원)
CJ	A001040	최근 둔화되던 중국인 인바운드 관광객 폭발적 반등 전망 단체 관광객 증가에 따른 구매력 증가 기대	화장품	5,100
롯데관광개발	A032350	일한령에 따른 항공편수 증대 수혜가 가장 크게 기대되는 제주도에 위치해 중국인 관광객 증가 직수혜 전망 입도객 증가에 대응 가능한 국내 최대 1,600 실 보유 카지노로 한일령 장기화 시 레버리지 효과 극대화 기대	여행·레저	1,546
글로벌텍스프리	A204620	외국인 관광객 대상 부가세 환급 전문 회사로 백화점·면세점·가맹점에서 환급 서비스를 제공 중국인 관광객 증가에 따른 올리브영 및 미용성형 고객사 증가에 따른 수혜 기대	여행·레저	418
LG 생활건강	A051900	더후·숨·오휘 등 프리미엄 라인이 SKⅡ 등 일본 프레스티지 브랜드의 직접적인 대체로 부각 전망 화장품으로 일본산 수입 금지 품목 확대 시 중국 매출 성장에 따른 실적 성장 기대	화장품	4,377
현대백화점	A069960	더 현대'는 중국인 관광객 방문 필수 코스 → 특히 중국인의 1 인당 구매액 높아 이번 일한령 수혜 전망 중국인 관광객 증가 수혜로 면세와 백화점 동시 매출 증가 전망	유통	2,093
GS 피앤엘	A499790	그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스와 웨스틴 서울 파르나스, 나인트리 호텔 체인 및 제주 리조트를 보유 시내 주요 호텔이 사실상 만실인 상황에서 중국인 관광객 수요까지 더해지며 P 상승 효과도 기대 가능	여행·레저	942
에이유브랜즈	A481070	락피쉬웨더웨어 브랜드로 25 년 7 월 중국 항저우에 합작법인 설립하며 중국 시장 진출 한일령 장기화에 따라 한국과 중국의 관계 개선이 상대적으로 빠르게 진행되며 중국 진출 가속화 기대	의류	197
모나용평	A070960	강원 평창 용평리조트와 충남 대천 모나파크를 운영하는 종합 리조트사 일본 삿포로를 중심으로한 중국인의 스키장 이용 수요의 대안으로 모나용평이 부각될 전망	여행·레저	157
아모레퍼시픽	A090430	SKⅡ 등 일본 프레스티지 브랜드의 직접적인 대체 제품으로 포지셔닝 중인 프리미엄 브랜드 설화수 보유 화장품으로 일본산 수입 금지 품목 확대 시 중국 매출 성장에 따른 실적 성장 기대	화장품	7,470
파마리서치	A214450	해외 관광객들의 필수 시술 목록인 스킨부스터 '리쥬란'의 잠재적 사용자 모수 확대 가능 중국인 관광객 증가 시 국내 미용·성형외과 방문의 동반 증가 기대되어 직수혜 예상	미용·의료	4,644
호텔신라	A008770	인천공항·서울 시내 면세점과 온라인몰에서 화장품·명품 매출 회복 기대 중국인의 매출액 비중이 높아 중국인 관광객 증가를 빠르게 실적으로 반영할 것으로 기대	여행·레저	1,841
파라다이스	A034230	국내 요지에 호텔과 외국인 전용 카지노를 보유하고 있어 인바운드 수혜 지속 전망 일본·중국 VIP 고객의 드롭액 비중이 높아 중국인 고액 베팅 수요 회복 시 실적 레버리지 극대화 기대	여행·레저	1,496
GKL	A114090	서울 주요 호텔 내 입점한 카지노를 보유하고 있어 중국인 관광객 증가가 방문객 상승으로 이어질 전망 일본·중국 VIP 및 매스 고객으로 구성돼 있어 중국 입국자 수 및 중국인 단체·개별 관광객 회복 수혜 예상	여행·레저	878
하나투어	A039130	여행상품을 협력여행사, 온라인포털, 쇼핑몰 등 다양한 유통채널에 판매 종속회사 ㈜에스엠면세점은 인천공항, 시내면세점 등에서 면세사업 영위	여행·레저	738
서부 T&D	A006730	용산 호텔 클러스터를 통해 중국 단체·개별 관광객 유입의 수혜 기대 시내 주요 호텔이 사실상 만실인 상황에서 중국인 관광객 수요까지 더해지며 P 상승 효과도 기대 가능	여행·레저	734
아스테라시스	A450950	HIFU·고주파 기반 피부미용 의료기기 Liftera·Futera 시리즈를 생산하는 에너지기반 미용의료기기 기업 중국인 관광객의 국내 미용·성형외과 방문 증가 직수혜 예상	미용·의료	516
감성코퍼레이션	A036620	25 년 9 월 중국 골프웨어 시장 1 위 기업 '비인러핀'과 전략적 파트너십 체결하며 중국 진출 본격화 한일령 장기화에 따라 한국과 중국의 관계 개선이 상대적으로 빠르게 진행되며 중국 진출 가속화 기대	의류	507
콜마비앤에이치	A200130	건강기능식품·화장품을 ODM/OEM 방식으로 국내외에 공급 한국과 중국 관계 개선이 상대적으로 빠르게 진행되며 중국 법인 턴어라운드도 속도가 빨라질 전망	건기식	380
제이에스코퍼레이션	A194370	종속사를 통해 그랜드하얏트서울을 운영 시내 주요 호텔이 사실상 만실인 상황에서 중국인 관광객 수요까지 더해지며 P 상승 효과도 기대 가능	여행·레저	308
모두투어	A080160	해외·국내 여행 알선, 항공권 판매, 인바운드 여행, 호텔 운영 등 다양한 관광 서비스를 제공 중국발 일본 항공편의 대안으로 중국과 한국을 잇는 항공편이 증가하며 여행 패키지 상품 동반 증가 수혜 전망	여행·레저	200

자료: 각 사 종합, DS투자증권 리서치센터

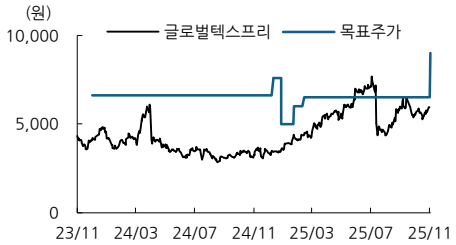
롯데관광개발 (032350) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-06-25	담당자변경			
2025-06-25	매수	23,000	-24.7	-12.2
2025-08-06	매수	23,000	-25.3	-12.2
2025-10-02	매수	30,000	-38.3	-30.2
2025-11-21	매수	30,000		



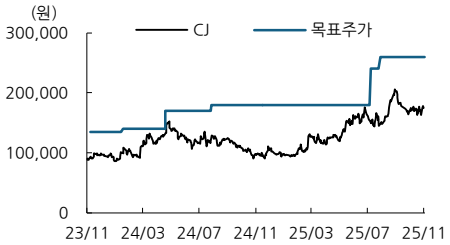
글로벌텍스프리 (204620) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-12-21	매수	7,600	-43.5	-8.0
2024-01-03	매수	7,600	-43.6	-8.0
2024-03-11	매수	7,600	-45.1	-8.0
2024-03-26	매수	7,600	-45.5	-8.0
2024-04-03	매수	7,600	-46.1	-8.0
2025-01-16	매수	5,000	-23.6	-13.8
2025-02-11	매수	6,000	-29.8	-26.7
2025-03-04	매수	6,500	-13.3	18.0
2025-03-25	매수	6,500	-11.6	18.0
2025-05-16	매수	6,500	-9.7	18.0
2025-11-21	매수	9,000		



CJ (001040) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-27	매수	135,000	-30.2	-25.3
2024-02-05	매수	140,000	-20.3	-5.6
2024-02-27	매수	140,000	-18.2	-5.6
2024-03-15	매수	140,000	-13.3	-5.6
2024-05-08	매수	170,000	-25.6	-10.2
2024-05-23	매수	170,000	-27.1	-17.1
2024-08-07	매수	170,000	-30.4	-28.8
2024-08-16	매수	180,000	-34.2	-2.3
2024-12-18	매수	180,000	-31.1	-2.3
2025-01-16	매수	180,000	-29.2	-2.3
2025-03-17	매수	180,000	-23.2	-2.3
2025-05-29	매수	180,000	-13.1	-2.3
2025-07-28	매수	240,000	-36.3	-30.9
2025-08-18	매수	260,000	-33.3	-21.0
2025-11-04	매수	260,000	-34.3	-31.5
2025-11-21	매수	260,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.