

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2020년 11월 19일 발간된
[2021년 전망 시리즈 16 - 화장품: 중국인을 잡아라] 임



▲ 화장품/섬유의복
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

2021년 전망 시리즈 16

화장품_중국인을 잡아라 (해설판)

- ✓ 2020년 코로나 영향 직격타, 전체 소매판매 침체 속 자유 소비재 부진 심화
- ✓ '승자독식', 어려운 상황에도 성장 실현한 업체 위주로 쏠림 현상
(브랜드 - LG생활건강, OEM - 코스맥스)
- ✓ 2021E 승자 독식 체계 유지 전망
(∵ 기저 효과*투자 요인, 컨센서스 하향 지속, Valuation 부담, 불확실성 여전)
- ✓ 승자 = 시장 성장 상회 = '중국인'이 가는 채널 및 사는 제품에 적중하는 업체
- ✓ 최선호주: LG생활건강 (Buy, 1,800,000원)

시나리오별 2021년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	1. 국내 면세	- 여객 - 객단가 - 객수 - 자가격리 지속 → 여객 감소 유지 - 객단가 +63.3% * 객수 -45.6% = 면세 매출 -11.2% YoY (객단가 = 2Q~3Q20 평균, 객수 = 2Q~3Q20 평균*4개 분기)	- 자가격리 부분 해제 → 여객 점진적 확대 - 객단가 -4.7% * 객수 +30.0% = 면세 매출 +23.9% YoY (객단가 = 1Q~2Q20 평균, 객수 = 2020E * 1.3)	- 자가격리 완전 해제 → 여객 급증 - 객단가 -54.4% * 객수 +239.8% = 면세 매출 +37.9% YoY (객단가 = 1Q20, 객수 = 1Q20 * 2개 분기 + 2019년 분기 평균 * 2개 분기)
	2. 중국 현지	- 정책 - 내수 진작 - 정책 - 면세 육성 - 중국 수입 화장품 부과세 인하 (관세 <5%, 소비세 <8%, 증치세 <13%) - 중국 면세 육성 정책 강화 (하이난 면세 구매 한도 및 면세 품목 확대)	- 중국 수입 화장품 부과세 현행 유지 (관세 5%, 소비세 8~15%, 증치세 13%) - 중국 면세 육성 정책 현행 유지 (하이난 면세 구매 한도 10만원, 면세 품목 45개)	- 중국 수입 화장품 부과세 인상 (관세 >5%, 소비세 >15%, 증치세 >13%) - 중국 면세 제한 정책 (하이난 면세 구매 한도 및 품목 축소)
	3. 경쟁 강도	- 서구권 록다운 - 북미 및 유럽 록다운 지속 → 글로벌 우수 브랜드 중국 사업 강화 → 경쟁 강도 심화	북미 영업 완전 재개, 유럽 부분적 영업 → 글로벌 우수 브랜드 중국 사업 유지 → 경쟁 강도 유지	북미 및 유럽 영업 완전 재개 → 글로벌 우수 브랜드 내수 판매 회복 → 경쟁 강도 완화
산업 투자 전략		비중 축소	비중 확대	비중 확대
		보수적 대응 권고: 판매 역신장 불가피 + 투자 모멘텀 약화	선별적 대응 권고: 주력 채널 내 시장 성장 상회 업체 선별 (면세 및 중국 현지 성과 모니터링 필요)	공격적 대응 권고: 판매 고성장 기대 + 투자 모멘텀 강화
Top-Picks		OEM > 브랜드 → 코스맥스, 한국콜마	LG생활건강	브랜드 > OEM → 아모레퍼시픽, 신세계인터내셔널

Part I: 승자 독식

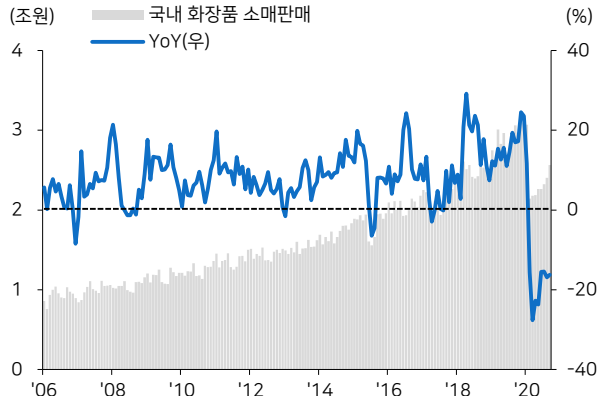
코로나 직격탄 → 판매 급감

2020 Review: 2020년 화장품 산업은 부진 그 자체였으나 업체별로 주가 차별화가 뚜렷한 한 해였다. 코로나 영향 직격탄을 받으면서, 전체 소매판매 침체 속 자유 소비재 부진이 심화됐다. 주력 채널 내 판매량이 감소하고 경쟁 또한 심해졌다. 국제 여객이 급감함에 따라 국내 면세점 매출은 월평균 매출액 1.28조원(-34.7% YoY)을 기록하며 3년 전 수준으로 회귀했다(2019년 1.95조원, 2018년 1.58조원, 2017년 1.17조원). 중국 시장 내 경쟁 또한 녹록하지 않았다. 글로벌 유수 브랜드들이 하이난 면세점 중심 중국 현지 사업을 강화하면서 ASP 인하가 불가피, 곧 경쟁 심화로 이어졌다.

쏟림 현상

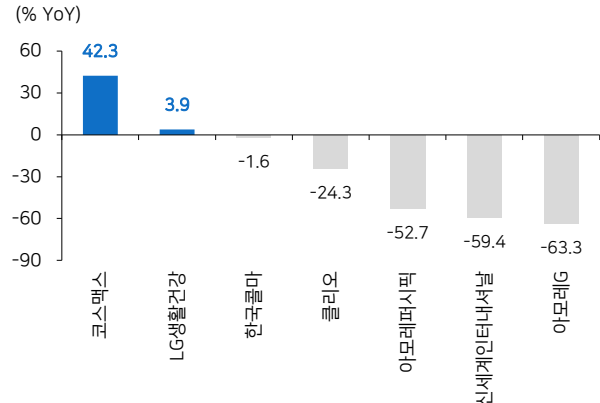
반면, 어려운 시장 환경에도 성장을 실현한 업체로의 쏠림 현상이 뚜렷했다. 브랜드 업체 중에서는 LG생활건강이 그 주역이었다. 화장품 주력 채널(면세/중국) 성과가 견조했고, 팬데믹 수혜를 입은 생활용품 및 음료 제품의 판매가 호조세를 띄며 채널 믹스가 개선되었다. 후방 업체 중에서는 코스맥스가 승자였다. 중국이 팬데믹을 딛고 소비가 되살아나며 상해 법인이 성장 전환했고, 팬데믹의 수혜였던 소독제 생산을 통한 물량 확대와 원가 절감으로 영업 레버리지 효과가 창출됐다.

그림1 국내 화장품 소매판매: 2020년 두 자릿수 역신장



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림2 화장품 업체별 영업이익 증감률 (2020E)

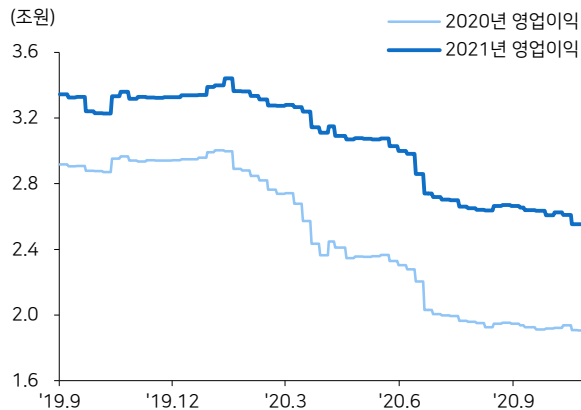


자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

성장성 충분 vs. 투자성 고민

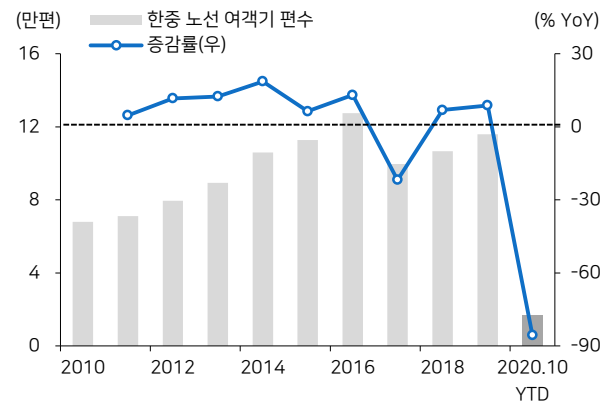
2021 Preview: 2021년 당사 커버리지 화장품 업체들은 기저 영향 감안, 전 업체 '+' 성장 실현이 예상된다(커버리지 7개사 평균 2021E 매출액 +9.9%, 영업이익 +49.1%). 단, 투자성에 대한 고민은 필요하다: ① 기저 효과: 대부분 산업 기저 낮은 상황으로 화장품에의 특수 투자 요인으로 작용 불가 판단, ② 컨센서스: 기대치 부담 여전하여 추가 하향 조정 가능성 또한 농후, ③ 밸류에이션: Peer 평균 값과 유사 거래 증으로 추가 확장 및 프리미엄 부여 요인 부재, ④ 모멘텀: 백신/치료제 유통 따른 모멘텀 개선 가능하나, 국제 운항 재개 시점 예측 불가하므로 불확실성 여전.

그림3 화장품 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한-중 노선 여객기 편수 추이

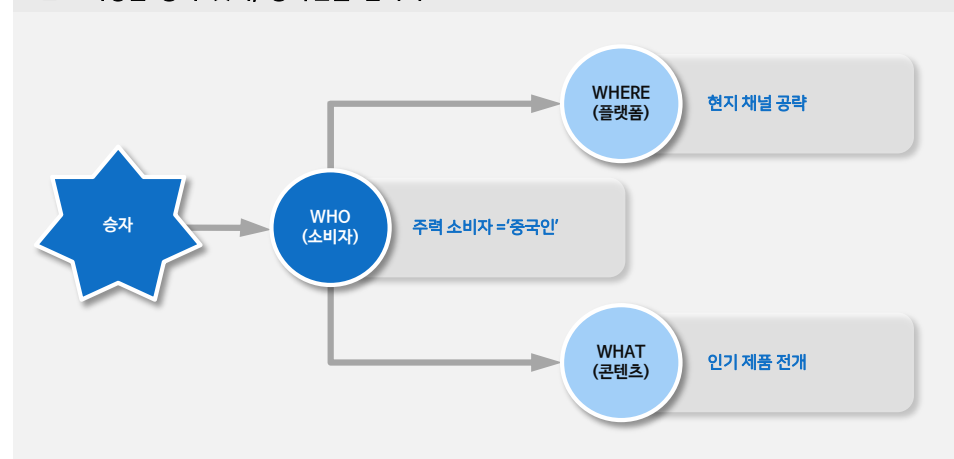


자료: 한국공항공사, 인천공항공사, 메리츠증권 리서치센터

승자 = 시장 상회 = 중국 확보

2021년은 중국인 고객을 확보하고 시장 성장을 상회하는 업체가 결국 승자가 될 것이다. 팬데믹 영향의 회복 정도와 시점이 불확실한 만큼 업체간 경쟁 더욱 심화되고 승자독식 체제 또한 유지될 것으로 전망된다. 여기서 '승자'라 함은 시장 대비 더 많이 팔리는 브랜드 전개사 및 제조사를 말한다. 결국 기·승·전·'중국', 중국인이 가는 채널 및 사는 제품에 적중하는 업체만이 시장 성장을 상회할 것으로 판단된다.

그림5 화장품 승자 찾기, 중국인을 잡아라



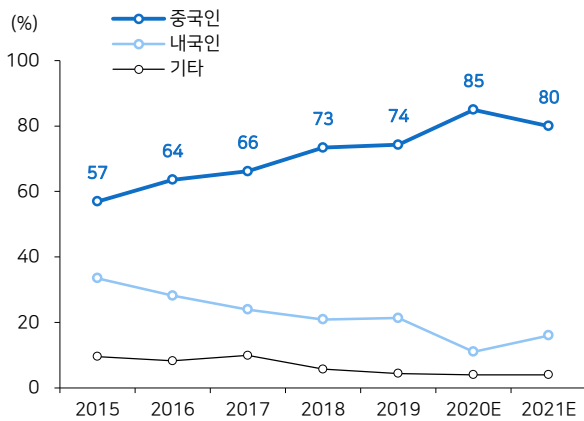
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part II: 중국인을 잡아라

주력 소비자,
'중국인' 확보가 핵심

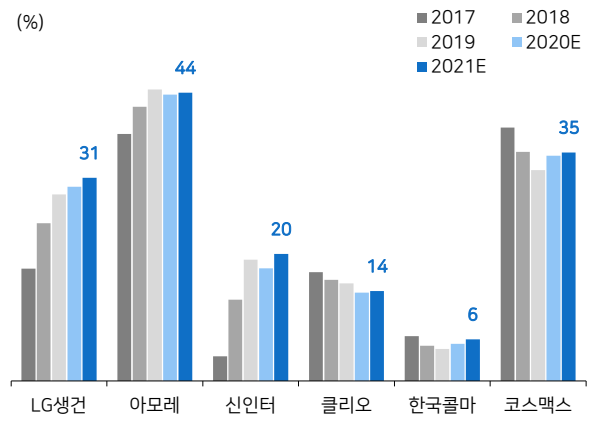
국내 화장품 업체가 지속 가능 성장 도모를 위한 필수 조건은 중국인 고객 확보 정도이다. 중국인은 국내 화장품사에 가장 주요한 소비자이기 때문이다(2021E 면세점 내 화장품 판매 비중 80%, 중국인 국내 면세 매출 기여도 80% 추정). 2021E 커버리지 평균 중국향 매출 비중은 25%로 추정된다(아모레퍼시픽 44% > 코스맥스 35% > LG생활건강 31% > 신세계인터내셔널 20% > 클리오 14% > 한국콜마 6%).

그림6 국적별 국내 면세점 매출 비중: 중국인 기여↑



주: 2020E~2021E은 당사 예상치 기준
자료: 관세청, KITA, Wind, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림7 업체별 중국 매출 비중 (연결 매출 대비)



주: 1) 면세점 매출액 * 중국인 비중 + 2) 중국 현지 매출액
자료: 메리츠증권 리서치센터

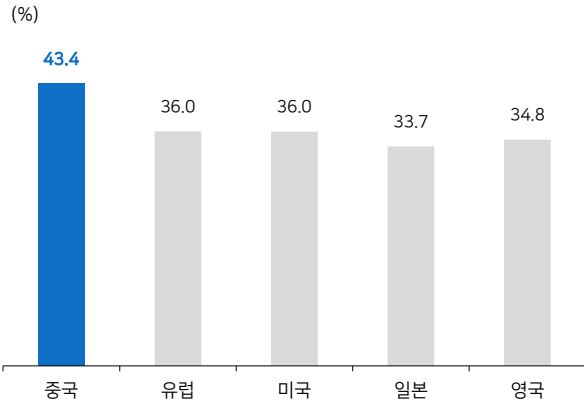
MZ↑ + 수요↑ = 구매량↑

소비 여력 확대 ① Q↑: 중국은 전세계 주요 국가 중 MZ 인구 비중이 가장 높다. 경제의 주축인 MZ 세대 비중은 중국 전체 인구의 43.4%(Millennial + Z = 1980년 이후년생)에 달한다. 화장품에의 소비 또한 확대 중이다. 1인당 화장품 소비지출액은 꾸준히 우상향 중이다(2014~2019년 CAGR +8.7%). 최근 팬데믹 영향에도 화장품 판매액은 전체 소매 시장 성장을 지속 상회 중이다(2020년 10월 누적 화장품 +13.0% vs. 소매 전체 -3.3%). 이는 곧 화장품 구매량 증가(Q↑)로 이어진다.

소득↑ + 중산층↑ = 구매가↑

소비 여력 확대 ② P↑: 중국은 1인당 가처분소득 성장이 주요 국가 중 최고다. 중산층 비중 또한 확대 중인데, 이는 구매가 상승(P↑)으로 연결된다. 1인당 가처분소득 증가세는 2014~2019년 CAGR 기준, 중국 +6.3%, 한국 +3.5%, 미국 +2.9% 순이다. 중산층 또한 급증 중인데, 중산층 이상 인구 비중이 2010년 7.9%에서 2018년 48.9%로 급성장했다. 글로벌 럭셔리 시장 성장을 중국이 견인 중인 이유이기도 하다(중국 기여도: 2018년 33% → 2025E 48%).

그림8 2020E 주요국별 MZ 세대 비중: 중국 최대



자료: UN, OECD, World Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 인당 화장품 소비지출액

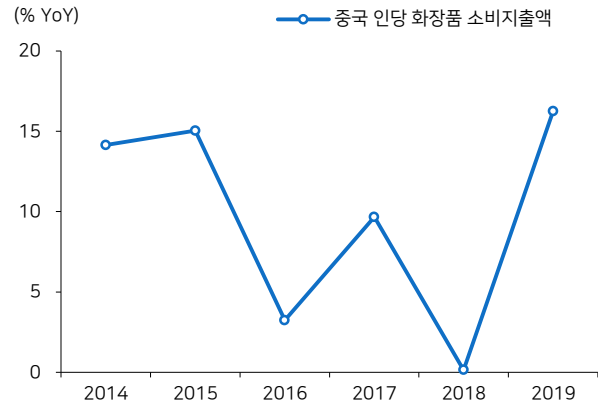
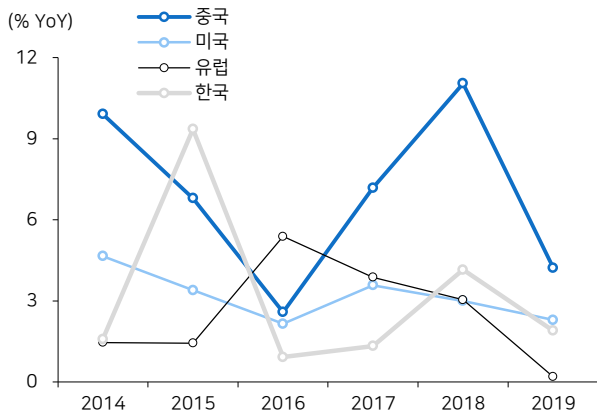
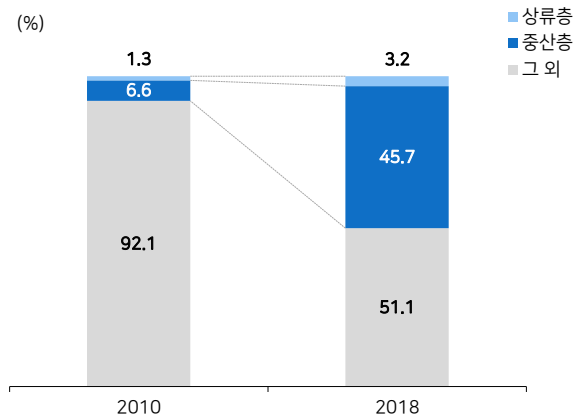
주: 중국 전체 화장품 소비지출액을 인구 수로 나누어 산출
자료: UN, OECD, World Bank, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림10 주요국 인당 가처분소득 증감: 중국 성장 최고



자료: UN, OECD, World Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국 소득 분위 변화: 중산층 이상 인구 급증

주: 가구당 연간 가처분소득 기준, 중산층 13.8~29.7만위안, 상류층은 그 이상
자료: McKinsey Global Institute, 메리츠증권 리서치센터

위안↑ + 세금↓ = 구매력↑

소비 여력 확대 ③ C↓: 중국은 위안화 가치 절상 및 절세 정책을 적극 전개 중이다. 이는 곧 구매력 증대(C↓)에 기여한다. 우리는 2021E 위안/달러가 6.55위안 수준(-5.3% YoY)을 보일 것으로 전망, 중국인의 수입품 구매 시 부담이 완화될 것으로 예상된다. 소비 품목에 대한 세금 정책 완화로 인해 판매가 인하(P↓) 및 구매가 절감(C↓) 또한 이에 가세한다.

중국 내수↑ + 국외 여행↓
= 현지 채널 중요도↑

플랫폼: '현지' 중국인을 잡아라: 중국 정부의 경기부양 의지가 강하다. 내수 진작 정책과 국외 여행 제한이 더해져 하이난 면세점과 같은 중국 현지 채널의 중요성 증대됐다. 실제로 올해 상반기, 중국 내 면세업 관련 신규 기업 등록 수는 3,871건으로 급증했다(vs. 1H19 262건). 지난 7월, 하이난 면세 규제가 완화되며 면세매출액이 고성장 중인 이유이기도 하다(3Q20 86억위안 vs. 1Q20 30억위안). 규제 완화의 주 내용은 하이난 면세 구매 한도 인당 연간 3만위안 → 10만위안으로 상

향, 면세 품목 38개 → 45개 완화 등이 꼽힌다. 신정책 도입 후 하이난 면세 점당 매출액은 국내 수준을 대폭 상회하기 시작했다(3Q20 하이난 810억원 vs. 한국 230억원).

중국 현지 플랫폼 강화

1) 면세

현지 면세시장의 급성장으로 중국인이 한국에 올 필요 없는 상황이 연출되고 있다. 중국 면세점 협상력이 증대하고 가격 경쟁력이 강화 중이기 때문이다. 브랜드 MD 또한 뒤처지지 않는 상황이다. 중국면세품그룹(CDFG)는 중국 면세 시장 85% 점유하고 있는데, 온라인몰 내 3,000여개 이상 브랜드가 입점 중이다(CDFG 광저우 181개, 하이난 썬야 369개 vs. 신라 503개, 신세계 480개). 중국 면세점 내 주요 화장품 브랜드 대부분이 입점되어있다(CDFG 광저우 31개, 하이난 썬야 50개).

표1 주요 제품 면세 가격 비교: 중국 vs. 한국

브랜드명	제품명		CDFG 광저우	하이난 썬야	롯데	신라	신세계
SK-II	스킨파워 크림 80g		940위안 (132달러)	912위안 (128달러)	143달러	143달러	143달러
Lamer	크렘 드 라 메르 100g		2,830위안 (396달러)	3,257위안 (456달러)	475달러	475달러	475달러
Estee Lauder	6세대 갈색병 100ml 듀오		1,670위안 (234달러)	1,790위안 (251달러)	322달러	324달러	304달러
Lancome	토닉 폼포르 400ml		275위안 (39달러)	310위안 (43달러)	55달러	55달러	55달러
Shiseido	파워 인퓨징 에센스 100ml		1,035위안 (145달러)	1,070위안 (150달러)	174달러	174달러	174달러
Jo Malone	와일드 블루벨 코롱 30ml		475위안 (67달러)	475위안 (67달러)	68달러	68달러	68달러

주: 온라인몰 판매 가격 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

중국 현지 플랫폼 강화

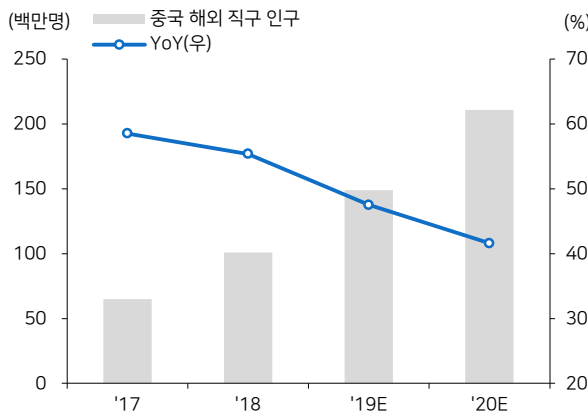
2) 역직구

유통 패러다임 변화 및 온라인 채널 강세로 중국향 역직구가 증가 중이다. 중국 구매력(= Trading-up 소비, 외제품 선호)과 하이타오(= 직구 인구)가 동반 확대의 결과인 것이다(2021E 글로벌 해외 직구 시장의 33% 기여 전망). 화장품은 중국 해외 직구 대표 품목으로 시장 성장 따른 낙수효과 기대가 가능하다. 국내 역직구 시장 또한 폭발적 성장세(2014~2019년 CAGR: 역직구 +54.4% vs. 직구 +17.2%)를 띄고 있는데, 최대 판매 품목은 단연코 화장품이다. 3Q20 누적 화장품 역직구액 3.8조원으로 전체의 87%(+3.6%p YoY)를 차지한다. 또한 이에 최다 기여 국가는 중국이다. 3Q20 누적 화장품 역직구의 중국인 구매 비중은 96%(+3.4%p YoY) 달한다.

중국 현지 플랫폼 강화 3) 온라인

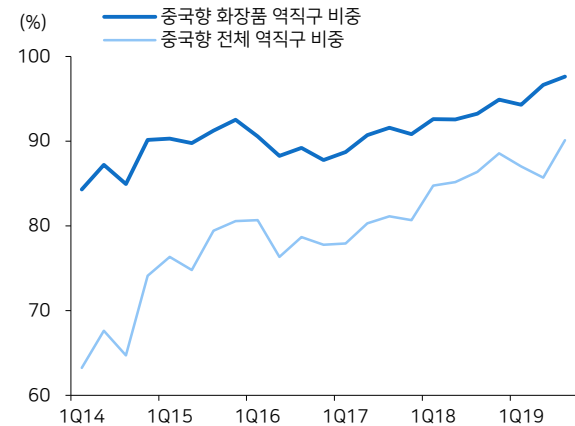
중국 전자 상거래 시장은 전세계 1위 규모이다(2020E 시장 규모 2.1조원 예상, 글로벌 전체 시장의 54% 기여 전망). 1H20 기준, 온라인 쇼핑 인구는 7.5억명(+17.3% YoY)에 육박했고 2021년 온라인 쇼핑 보급률은 68%(+4.0%p YoY)로 증가세가 지속될 것으로 예상된다. 중국 내 화장품 사업 영위 업체는 왕홍을 통한 마케팅 전개 및 브랜드 노출이 필수다. 2021E 소셜 미디어의 소비 연계성이 43%로 추산되고 전체 전자상거래 시장 내 라이브커머스 매출 비중은 2020E 10.2% 수준에서 2021E 15.2%까지 확대될 전망이다. 또한, 상위 3개 플랫폼 시장 점유율은 89%로 압도적이기 때문에 주요 온라인 플랫폼 입점은 필수다(Tmall 50% > JD 26% > Pinduoduo 13%). 쇼핑 행사 (6.18 페스티벌, 11.11 광군제 등) 특수 또한 향유가 가능하다. 2020년 알리바바 광군제 총거래액은 84조원을 기록했다. 이는 국내 화장품 전체 소매판매액의 288% 수준이다.

그림12 중국 해외 직구 인구: 증가세 지속



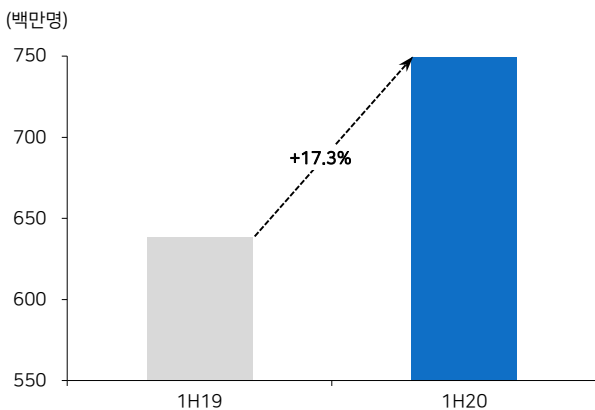
주: 2020E은 당사 예상치 기준
자료: iimedia Research, 메리츠증권 리서치센터

그림13 국내 역직구의 중국인 기여도



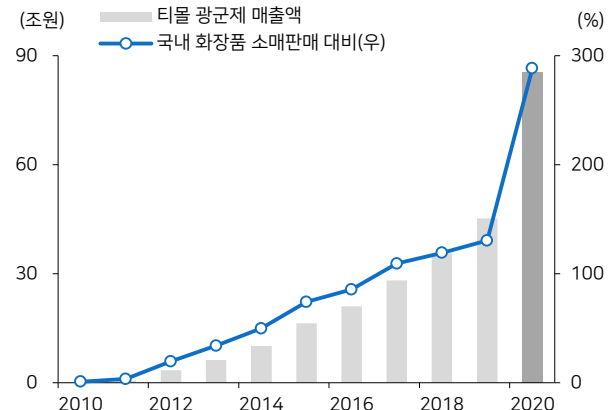
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 온라인 쇼핑 인구: 1H19 vs. 1H20



자료: eMarketer, 메리츠증권 리서치센터

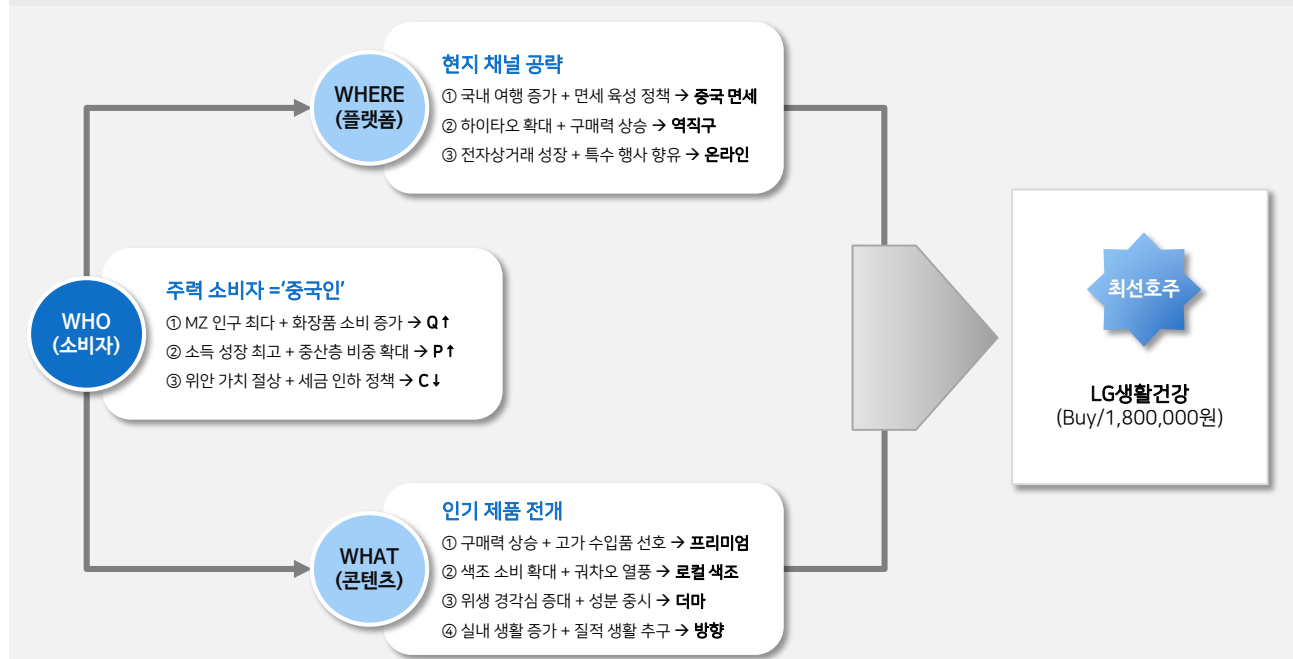
그림15 중국 광군제 매출액 추이



자료: Alibaba, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

Part III: 투자 전략

그림16 2021E 화장품 Positive!



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 화장품 커버리지 투자 포인트

회사명	투자의견	적정주가 (원)	플랫폼			콘텐츠			
			면세	역직구	온라인	프리미엄	색조	더마	방향
LG생활건강	Buy	1,800,000	● 하이난	● 티몰	● 티몰, 샤오홍슈	● 후, 슴		● CNP, 피지오겔	
아모레퍼시픽	Buy	200,000	● 하이난	● 티몰	● 티몰, 샤오홍슈	● 설화수			
신세계인터내셔널	Buy	210,000		● 티몰	● 티몰, 샤오홍슈		● 아워글래스		● 딥티크, 바이레도
코스맥스	Buy	150,000					● 퍼펙트 다이어리	● 세정/소독제	
한국콜마	Buy	60,000						● 애틀미	
클리오	Buy	23,000		● 티몰	● 티몰				

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.