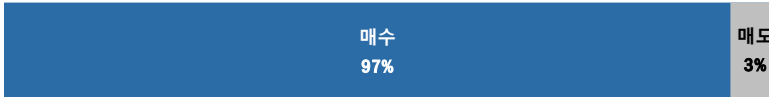


중국면세 (China Tourism Group Duty Free)

(601888.CH)

홍콩 IPO신청서로 보는 중국면세

블룸버그 투자의견 컨센서스



현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.06.29): CNY 301.75

블룸버그 목표주가: CNY 379.74

개요

- 중국면세, 홍콩 IPO 신청서 제출
- 2020 년 중국 면세점 시장점유율 92%. 화장품 매출비중 70%
- 압도적인 시장지배력에 기반한 중국면세의 구매력 향상 기대

투자 포인트

2020 년 중국 면세점 시장점유율 92%. 화장품 매출비중 70%

- 2020 년 중국면세의 중국 M/S 는 92%로 2 위(3%)와 압도적인 격차 보유
- 판매 채널별 매출비중: 공항면세점 37%, 해남도 면세점 57%
- 제품별 매출비중: 화장품 70%, 패션잡화 21%, 주류 5%

글로벌 향수/화장품 브랜드 직매입 상품 비중 증가

- 2018 년까지 글로벌 면세점 업체로부터 상품을 조달하던 중국면세는 최근 2 년간 글로벌 브랜드로부터 직접 구매 비중 증가
- 2020 년 중국면세 Top5 벤더업체 중 4 개가 글로벌 향수/화장품 브랜드
- 중국은 글로벌 최대 면세품 소비국가로서 주요 판매처로 부각
- 글로벌 명품 브랜드 입장에서는 압도적인 시장지배력을 보유한 중국면세와의 협업이 중국 시장 진입의 효율적인 선택
- 중국면세의 바이파워는 지속적으로 높아질 전망이며, 직매입 상품 비중 증가는 수익성 제고 및 추가적인 할인을 가능하게 할 것으로 기대

하반기 해남도 시장 성수기 진입, 중국면세 투자매력 유효

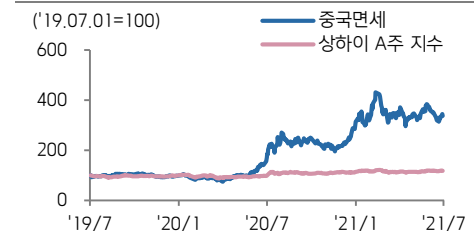
- 중국면세 주가는 코로나 19 확진자 수 증가에 따른 투자심리 부진으로 5 월 고점 대비 12% 조정. 현재 12M FWD PER 44 배에서 거래 중
- 하반기 해남도 시장 성수기 시즌 진입으로 면세품 소비 증가가 기대되는 만큼 중국면세 투자매력 높다는 판단

Stock Data

산업분류	소매 & 도매 - 자유
상하이 A 주 (06/29)	3,745.3
현재주가/목표주가	301.8 / 379.7
52주 최고/최저 (CNY)	403.8 / 125.2
시가총액 (백만 위안)	589,159.5
유통주식 수 (백만 위안)	1,952.5
일평균거래량 (3M)	11,556,130

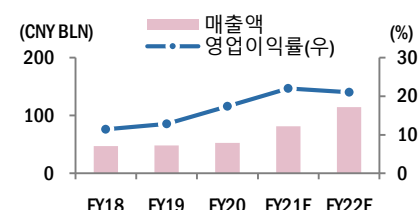
Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	7.2	-12.0	18.7	117.1
상하이 A 주	2.9	-0.8	5.7	20.7



Earnings & Valuation

(백만 위안)	FY19	FY20	FY21E	FY22E
매출액	47,966	52,597	81,220	114,493
영업이익	6,154	9,133	17,887	24,012
OPM(%)	12.8	17.4	22.0	21.0
순이익	4,629	6,140	11,492	15,650
EPS	2.4	3.1	5.8	7.9
증가율(%)	49.6	32.6	85.3	36.2
PER(배)	44.3	89.8	51.8	38.0
PBR(배)	8.6	24.7	18.3	13.3
ROE(%)	25.5	29.0	37.1	36.9
배당수익률(%)	0.6	0.3	n/a	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

중국면세, 2020년 중국 면세점 시장점유율 92%

글로벌 향수 및 화장품 브랜드와의 협력 강화 중

중국면세는 중국 본토에서 188개, 홍콩/마카오/캄보디아에서 6개 면세점 매장을 운영 중이다. 2020년 중국면세는 해남도 면세점 시장의 99.8%를 점유 중이며, 여객 수 기준 중국 Top10 공항 중 9개에 면세점을 보유하고 있다. 2021~2022년에는 해남도 면세점 1개, 공항면세점 3개, 시내면세점 1개를 추가로 오픈할 계획이다.

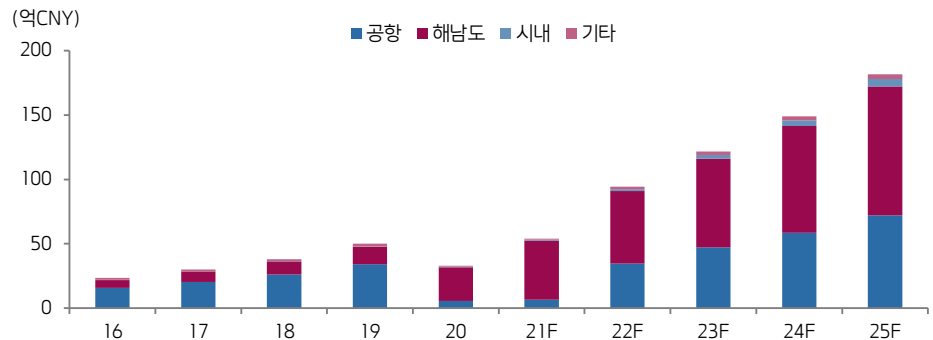
중국면세, 중국 면세점 시장점유율 92% 차지

중국은 글로벌 최대 면세품 소비국가로서 핵심 판매처로 부각되고 있으며, 글로벌 명품 브랜드의 중국시장 유입이 지속되고 있다. 글로벌 명품브랜드 입장에서는 중국시장 진출을 위해서는 압도적인 시장지배력을 보유한 중국면세와의 협업이 가장 효율적이라는 판단이다. 중국면세의 중국 시장점유율은 92%로 2위 주하이면세점(3%)과 압도적인 차이를 보이고 있기 때문이다.

글로벌 향수 및 화장품 브랜드 직매입 비중 증가 중

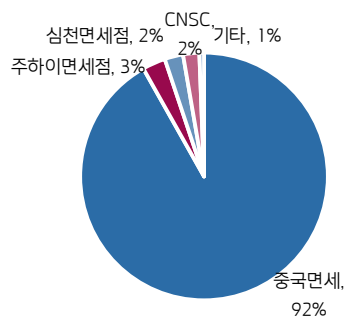
2018년까지 주로 글로벌 면세점업체로부터 상품을 조달하던 중국면세는 최근 2년간 글로벌 브랜드로부터 직접적으로 상품을 매입하고 있다. 중국면세의 5대 벤더 리스트를 보면 2018년 1위가 글로벌 면세점 기업, 2~5위가 공항이었으나, 2020년에는 Top5 중 4개가 글로벌 향수 및 화장품 브랜드이다. 또한 중국면세 내 해외브랜드 판매 비중은 동기간 89%에서 94%까지 증가했다. 중국 면세점 시장의 성장과 함께 중국면세의 바잉파워는 지속적으로 높아질 전망이다. 또한 직접 매입상품 비중 증가는 수익성 제고 및 추가적인 할인을 통한 매출 증대에 기여할 것으로 기대한다.

중국 면세점 시장 규모 추이 및 전망



주: 공항 시장규모에는 일부 항구, 기차역 등 출입국 지역 매장을 포함
자료: Frost & Sullivan, 키움증권

2020년 중국 면세점 시장점유율



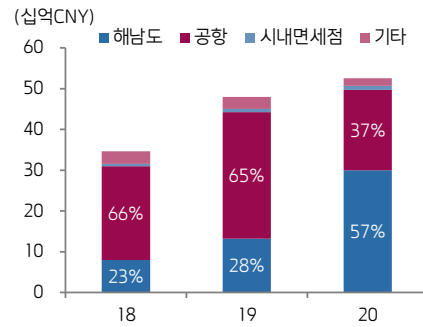
자료: Frost & Sullivan, 키움증권

2021~2022년 중국면세 면세점 오픈 계획

지역	면세점	판매면적 (m²)	예상 오픈 연도
하이커우	해남도	150,000	2022년
닝보	공항	252	2021년
이우	공항	150	2021년
지난	공항	300	2021년
자싱	항구	-	2021년
마카오	시내	8,000	2021년

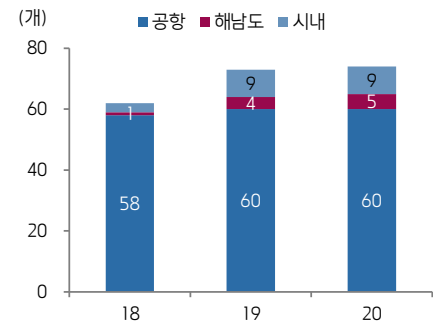
자료: 중국면세, 키움증권

중국면세 채널별 매출 비중



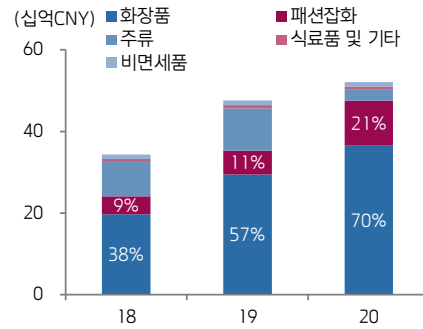
자료: 중국면세, 키움증권

중국면세 주요 면세점 매장 수



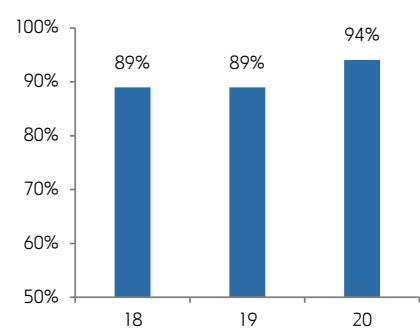
자료: 중국면세, 키움증권

중국면세 상품 카테고리별 매출 비중



주: 면세 및 비면세품 합산 기준
자료: 중국면세, 키움증권

중국면세 해외 브랜드 매출 비중



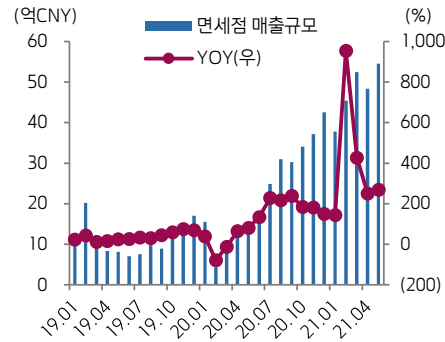
자료: 중국면세, 키움증권

중국면세 연도별 Top5 벤더 리스트

2018년				2019년				2020년			
공급 업체	제공 서비스 및 상품	구입비용 (십억CNY)	비중	공급 업체	제공 서비스 및 상품	구입비용 (십억CNY)	비중	공급 업체	제공 서비스 및 상품	구입비용 (십억CNY)	비중
벤더A	면세품 도매	9.2	31%	벤더B	공항 부지 임대 서비스	5.6	14%	벤더E	향수/화장품	13.3	27%
벤더B	공항 부지 임대 서비스	3.3	11%	벤더E	향수/화장품	4.7	12%	벤더F	향수/화장품	6.0	12%
벤더C	공항 부지 임대 서비스	2.7	9%	벤더A	면세품 도매	4.5	11%	벤더G	향수/화장품/패션잡화	3.6	7%
벤더D	공항 부지 임대 서비스	1.3	4%	벤더C	공항 부지 임대 서비스	3.9	10%	벤더C	공항 부지 임대 서비스	3.2	7%
벤더E	향수/화장품	1.3	3%	벤더F	향수/화장품	2.9	7%	벤더H	향수/화장품	2.6	5%

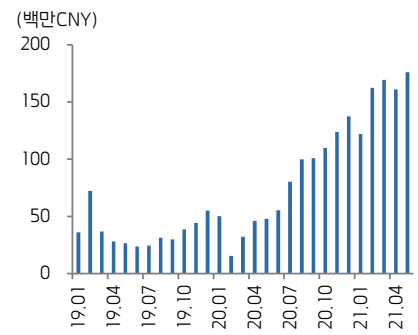
자료: 중국면세, 키움증권

해남도 면세점 시장규모



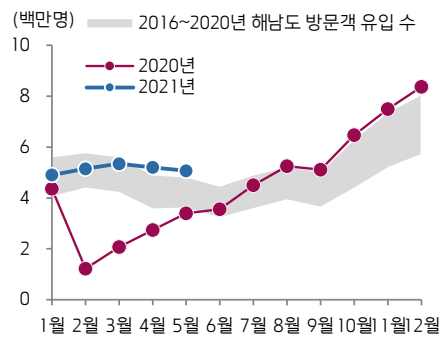
주: 2021년 4~5월은 추정치
자료: 상무부, 키움증권

해남도 면세점 일평균 매출



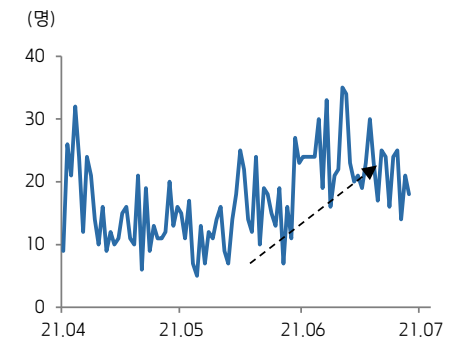
주: 2021년 4~5월은 추정치
자료: 상무부, 키움증권

해남도 월별 방문객 수



자료: Wind, 키움증권

중국 코로나19 일별 확진자 수



자료: Wind, 키움증권

중국면세 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

손익계산서

(CNY mln)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
매출액	22,390	28,282	47,007	47,966	52,597
매출원가	16,776	19,848	27,518	24,273	31,221
매출총이익, GAAP	5,614	8,434	19,489	23,694	21,376
판매비	2,657	4,394	12,933	16,076	10,009
연구개발비	0	0	0	0	0
영업이익, GAAP	2,408	3,509	5,369	6,154	9,133
영업외 (이익)손실	-264	-325	33	-298	-539
세전이익, GAAP	2,671	3,834	5,336	6,452	9,672
법인세비용	636	900	1,401	1,746	2,335
당기순이익, GAAP	1,808	2,477	3,178	3,295	6,141
EPS, GAAP	0.93	1.30	1.59	2.37	3.14
희석 EPS, GAAP	0.93	1.30	1.59	2.37	3.14
영업이익, 조정	2,408	3,509	5,369	6,321	9,133
당기순이익, 조정	1,802	2,477	3,178	3,295	6,141
EBITDA	2,565	3,665	5,621	6,445	9,447

재무상태표

(CNY mln)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
자산총계	17,288	20,932	26,847	31,824	41,919
유동자산	13,490	17,092	19,578	23,115	30,971
현금 및 현금성자산	9,359	11,383	11,135	12,486	14,656
매출채권	913	949	979	151	129
재고자산	2,175	3,218	5,943	8,965	14,733
비유동자산	3,798	3,840	7,269	8,709	10,948
유형자산	2,712	2,782	3,772	4,443	5,155
무형자산	53	51	1,018	974	940
부채총계	3,927	5,921	8,263	8,870	15,741
유동부채	3,860	5,754	7,766	8,403	15,661
매입채무	2,954	4,850	6,789	8,043	14,332
단기성부채	134	102	289	224	417
비유동부채	67	167	497	467	79
장기성부채	0	0	1	0	0
자본총계	13,360	15,011	18,584	22,954	26,179

현금흐름표

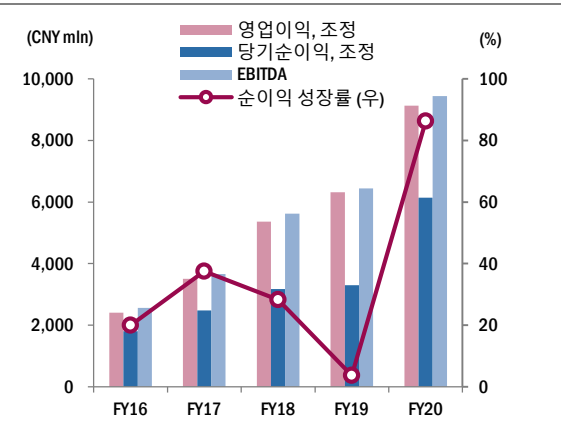
(CNY mln)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
영업활동으로 인한 현금흐름	2,125	2,755	3,193	2,890	8,254
감가상각비, 무형자산상각비	157	157	252	291	314
운전자본 변동	-213	177	-1,775	-2,150	200
투자활동으로 인한 현금흐름	4,437	1,263	-1,967	-1,130	-3,840
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-167	-294	-1,582	-1,498	-1,234
유, 무형자산 처분	1	1	3	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-641	-1,443	-1,558	-1,578	-1,408
지급배당금	-485	-528	-1,430	-1,021	-1,439
차입금의 증가(감소)	22	-30	179	3	255
자사주매입	0	25	0	0	0
현금증가	5,998	2,523	-247	267	2,675
기초현금	2,861	8,859	11,382	11,135	11,982
기말현금	8,859	11,382	11,135	11,402	14,656
FCF	1,958	2,461	1,611	1,392	7,020
FCFF	1,962	2,465	1,616	1,401	7,033

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

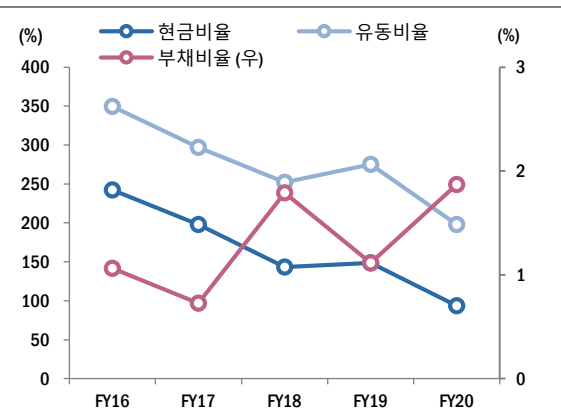
(%, 배)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
매출이익률	8.08	8.95	6.58	9.65	11.67
영업이익률	10.75	12.41	11.42	12.83	17.36
EBITDA 마진	11.46	12.96	11.96	13.44	17.96
ROE	15.21	19.01	20.45	25.49	28.97
ROA	10.95	13.24	12.95	15.78	16.65
ROIC	14.23	18.44	22.92	20.32	25.94
부채비율	1.06	0.73	1.79	1.11	1.87
순차입금비율	-69.05	-75.15	-58.35	-53.42	-54.39
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	2.42	1.98	1.43	1.49	0.94
유동비율	3.49	2.97	2.52	2.75	1.98
PER	23.43	33.47	37.98	44.30	89.82
PBR	3.36	6.04	7.24	8.65	24.72
EV/EBIT	14.08	21.21	20.31	26.69	59.25
EV/EBITDA	13.22	20.30	19.40	25.49	57.28

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

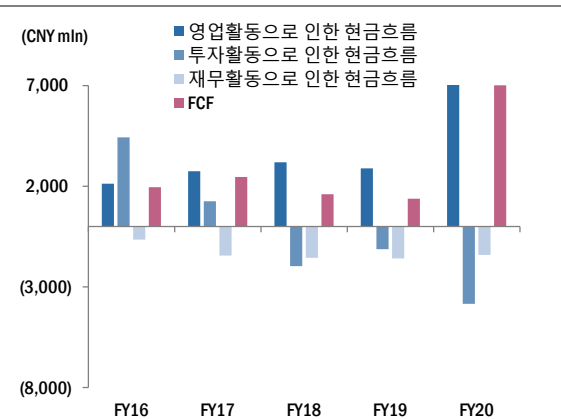
이익 추이



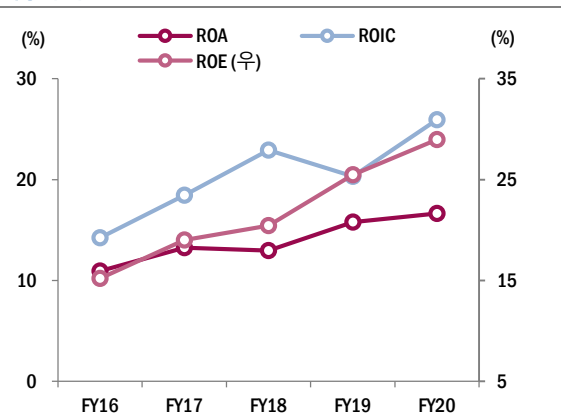
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



중국기업분석

Compliance notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전사, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.