

2024년 09월 24일 | 키움증권 리서치센터

중국주식 | 글로벌리서치팀

잠항

China Strategy **홍록기** hongluckiee@kiwoom.com

China Equity **박주영** jyp1ark@kiwoom.com

RA **정현준** gangaji@kiwoom.com



변함없는 구조적인 리스크, 더 나빠진 수요

- 부동산 과잉재고/공급/부채 리스크, 생산성 둔화 가능성 등 구조적 요인에 의한 리스크 요인 여전. 소비 여력 개선에 따른 소비 회복탄력, 부양책에 투자 성장세가 모두 약해지고 있다는 점이 우려됨. 그간 견조했던 수출 또한 대외 불확실성을 감안하면, 성장세가 둔화될 수 있음
- 소비 여력 둔화 조짐 포착. 고용불안 및 소득 성장세 둔화 가능성. 부동산 부진 장기화 또한 다양한 경로로 가계에 부정적 영향을 미치고 있음
- 투자를 이끌어낼 정책 여력이 약한 것으로 판단. 중앙 및 지방 정부의 재정수입 및 국채 발행이 예상보다 원활하지 않은 것으로 판단

중국증시, 이유 있는 저평가 국면

- 중국증시 투자심리는 극도로 위축. 그러나 정책 모멘텀이 약해진 가운데, 경기 모멘텀 추가 둔화 가능성을 고려하면, 현재 밸류에이션이 타당
- 미국 금리 인하에 따른 수혜 가능성 모색. 선후강통 제도 이후 첫 미국 금리 인하 국면 당시 항셍테크 및 CSI300 아웃퍼폼 확인. 현재 경기 모멘텀, 미국 금리 인하에 따른 중국 금리 및 환율 흐름, 수급(특히 외국인 자금) 감안, 역외증시의 상대적 매력 주목

제한적인 경기 회복 속에서는 성장 가시성 높은 기업 중심으로 선별적인 주목 필요

- 현재 중국 경기는 재차 악화되는 구간으로 돌입. 우호적인 환경(미국 금리 인하)과 정부의 높은 의지(GDP 5% 달성 강조)를 감안하면 우려 확대될수록 신규 정책 출시 가능성 증가. 특히 최근 부진한 증시를 감안하면 이는 높은 주가 탄력성을 이어질 가능성 존재
- 다만 중국정부의 구체적인 정책 발표 시점과 강도를 예상하기 어려우며, 미국 대선을 앞두고 심사숙고할 가능성도 배재할 수 없다는 판단. 경기 회복의 시그널이 확인되기 전까지는 상대적으로 높은 실적 성장 가시성을 갖고 있는 일부 기업 중심으로 주목 필요



부동산

- 구조적 문제: 과잉 공급 및 재고, 높은 레버리지 비율
- 디벨로퍼 규제 불가피, 유동성 환경은 더욱 경색
- 여전한 과잉 재고로 부동산발 불확실성은 장기간 이어질 전망

생산

- 생산활력 자체는 건조, 특히 첨단산업 제조업 산업생산 증가율이 두드러지고 있다는 점도 긍정적
- 단기 관점에서는 내수 부진, 하반기 수출 불확실성에 재고부담이 다시 높아질 가능성 염두
- 공급 측의 가장 큰 문제는 구조적 요인에 기인한 생산성 둔화. 제조업 현대화 정책을 통해 생산성 제고 노력

소비

- 소비 여력이 꾸준히 개선, 소비 회복 방향성은 긍정적으로 판단
- 그러나, 필수소비재 및 IT제품 제외, 회복 탄력 급격히 둔화
- 고용환경 재차 불안, 소비 여력 둔화 가능성. 부동산 및 증시 부진이 다양한 경로로 소비 심리 및 여력에 부정적 영향

투자

- 부동산 투자 부진은 예견된 바, 인프라 및 제조업 투자 기대보다 부진
- 중국당국 의지는 굳건, 그러나 정책 여력에 대해서는 당초부터 우려 요인으로 판단
- 실제 재정 여력이 당사 우려 대비 더욱 나쁜 것으로 파악됨

자료: 키움증권 리서치센터

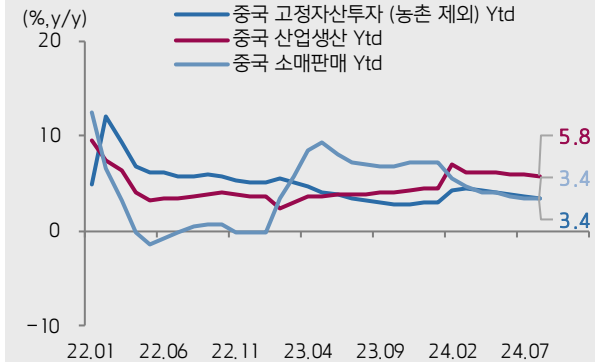
예상보다 다각도로 높아지고 있는 경기 둔화 압력



◆ 1분기 GDP 및 실물지표 서프라이즈 이후, 경기 회복에 대한 기대감이 높아졌으나, 투자 및 소비가 기대와 달리 빠르게 둔화됨

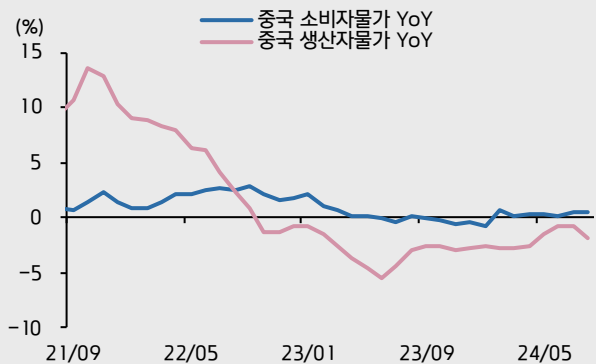
- 8월 누적 기준, 산업생산은 전년동기대비 5.8% 성장. 동기간 소매판매 및 고정자산투자는 전년동기대비 3.4% 성장
- 물가 하강 압력 또한 여전하여 디플레이션에 대한 우려는 현재진행형.
- 상반기 견조한 외수 덕분에 재고 부담은 제한적이었으나, 하반기 수출 불확실성을 고려하면, 재고 부담이 다시 높아질 수 있음. 생산 활력 둔화 가능성

중국 실물지표 추이



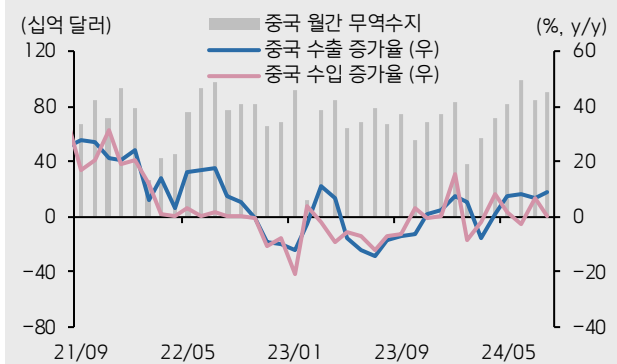
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 물가 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 수출입 증가율 추이



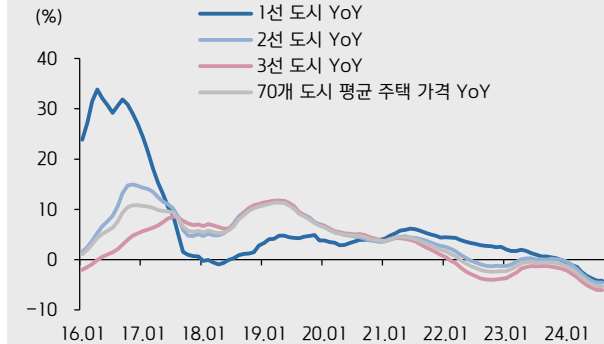
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 중국당국의 부동산 디벨로퍼 레버리지 비율 규제 이후, 유동성 환경 위축, 부동산 가격 및 투자 모두 급감

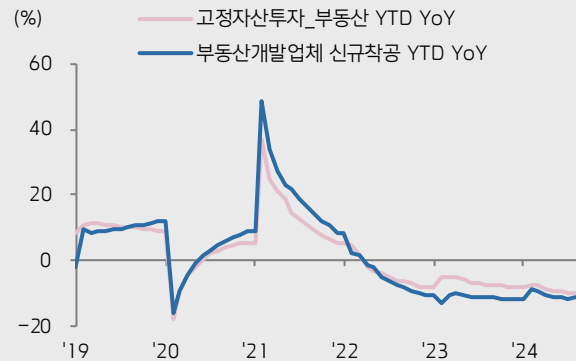
- 중국당국은 과잉 공급 및 재고가 심각한 부동산 시장 내 레버리지 비중이 과도하게 높다는 점을 지적, 이후 레버리지 포함, 전반적으로 모든 유동성 증가율이 마이너스(-) 영역으로 떨어짐
- 이후 부동산 경기가 둔화되면서, 주택 가격, 부동산 투자 등 모든 지표가 마이너스(-) 영역으로 떨어짐

중국 주요 도시 가격 증가율 추이



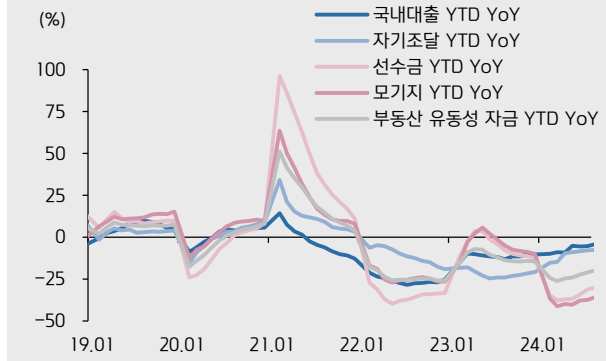
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 부동산 투자 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 부동산 유동성 증가율 추이



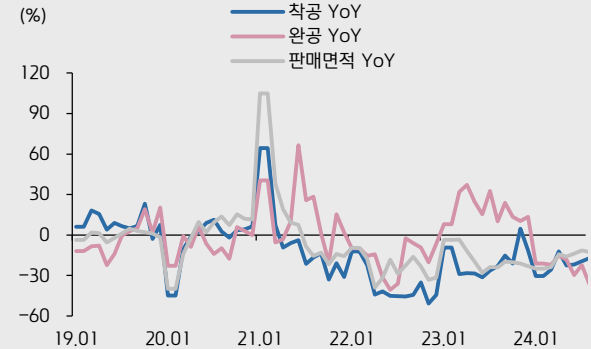
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 부동산 시장의 구조적 리스크 요인 과잉재고 및 공급을 해소하기 위해 불가피한 조치. 실수요를 더욱 늘리는 것이 핵심 과제

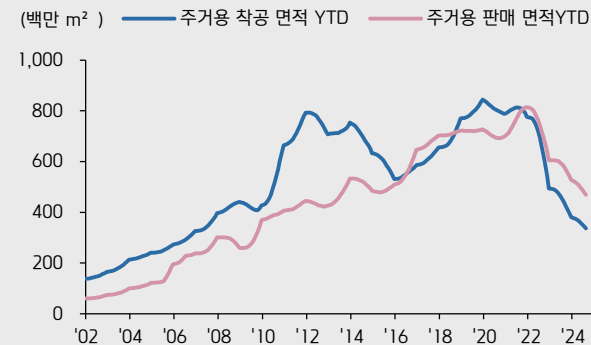
- 부동산 신규 공급이 급감하면서, 과잉공급 구조는 해소된 것으로 판단됨. 판매 면적이 착공 면적 상회
- 그러나 미분양면적을 살펴보면, 과잉재고는 여전히 심각
- 이를 해소하기 위해서는 부동산 수요 진작이 중요. 최근 정치국회의에서 발표한 실제 수요를 이끌어 낼수 있는 정책 효과 확인이 중요

중국 부동산 실물지표 추이



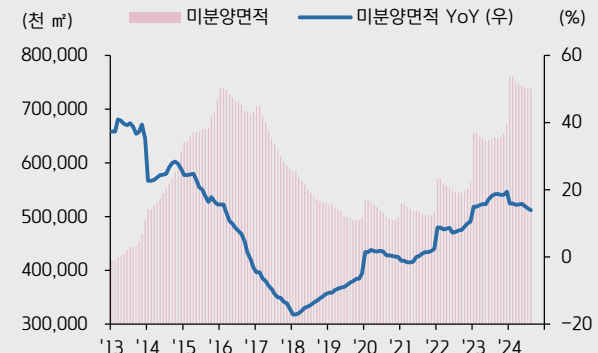
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 부동산 거래면적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 부동산 미분양면적 추이

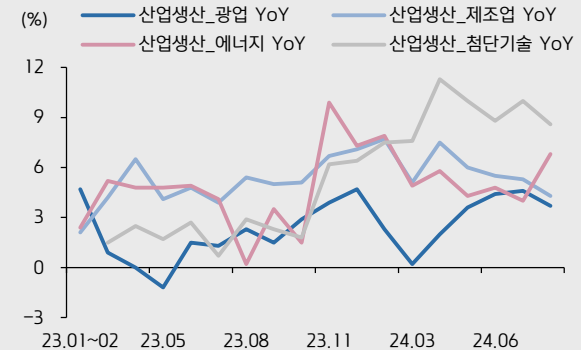


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



- ◆ 첨단 제조업 중심으로 생산 활력은 유지
- ◆ 중장기 관점에서 접근, 구조적 요인으로 생산성 둔화가 더욱 문제
 - 생산성 둔화는 2008년 금융위기, 이를 타개하기 위한 중국의 4조 위안 대규모 부양책 이후 조짐이 포착
 - 대규모 유동성 공급으로 경제 성장이 유지되고 있음에도 불구하고, 자본 증가율이 내려가고, 노동생산성은 하락 추세를 이어가고 있었음

중국 산업생산 증가율 추이



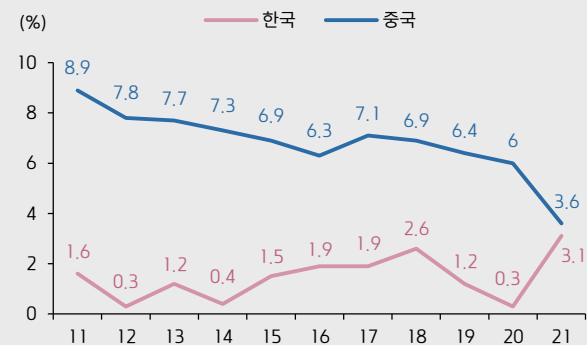
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 자본 생산성 추이



자료: FRED, 키움증권 리서치

중국 노동 생산성 추이



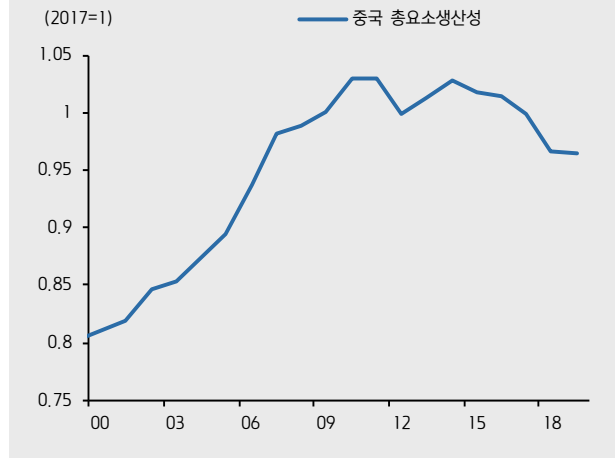
자료: Penn World Table, 키움증권 리서치



◆ 자본 및 노동 생산성 하락에 이어, 총요소생산까지 시진핑 주석 1기 지도부 기점으로 둔화되기 시작

- 소득 수준이 높아질 수록, 총요소생산성 증가율이 하락하는 경향. 그러나 중국 총요소생산성이 둔화되기 시작한 시진핑 1기 지도부 기준, 여타 국가들과 비교하면, 총요소생산성 증가율이 소득 수준이 높은 국가 뿐만 아니라, 소득 수준이 더 높은 국가들보다 낮은 상황
- Penn World Table 데이터 분석에 의하면, “총요소 생산성”과 “인당 소득” 관계 중국과 여타 주요국을 비교해보면, OECD 국가 평균보다 1.8%p 낮은 것으로 계산
- 중국 경제 효율성이 떨어진다는 것은 결국 장기 잠재 성장률 하락을 의미. 따라서 민간 심리가 위축되고, 이는 경기 회복 속도를 늦추는데 일조 했을 듯. 모두 중국 투자 매력을 약화시키는 요인

중국 총요소 생산성 추이



자료: FRED, 키움증권 리서치

중국 총요소 생산성 추이(GDP 공헌도)

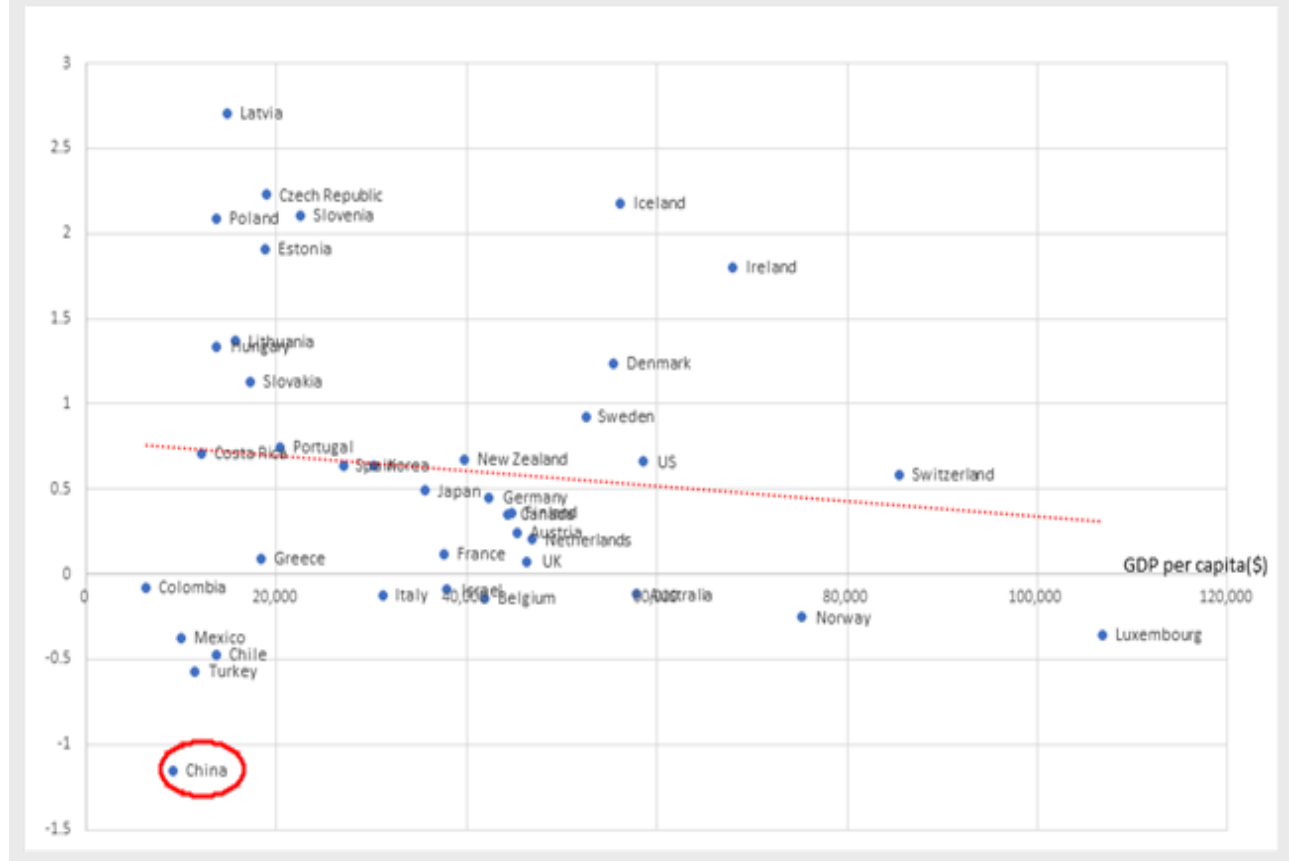


자료: FRED, 키움증권 리서치

중국경제 구조적 리스크 요인 : 2)견조한 생산활력 속 이면, 생산성 둔화 우려



OECD 국가 기준, 인당 소득과 총요소생산성 증가율 비교(2015년-19년 평균)



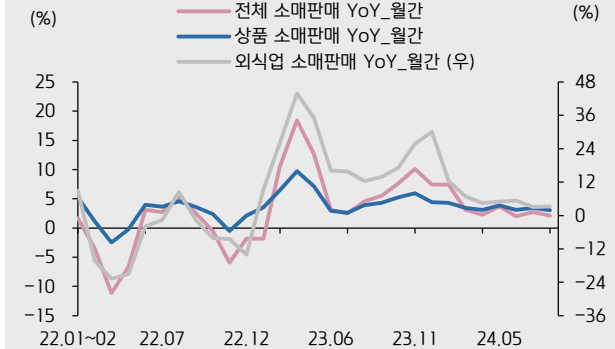
자료: 한국경제 연구원, 키움증권 리서치



◆ 최근 소매판매 증가율 하락세가 두드러짐

- 필수소비재는 견조한 가운데, 경기소비재 감소세가 두드러짐.
다만 IT(통신기기) 소비는 높은 증가율 유지
- 부동산 불확실성에도 소비 여력이 회복되면서, 견조한 모습을 보였던 가전 및 가구 등 부동산 관련 제품 수요가 다시 떨어지는 모습
- 상반기 소비 회복의 근거가 되어준 소비 여력이 다시 둔화되고 있는 것으로 판단됨(P.11, 12 참조)

중국 소매판매 추이



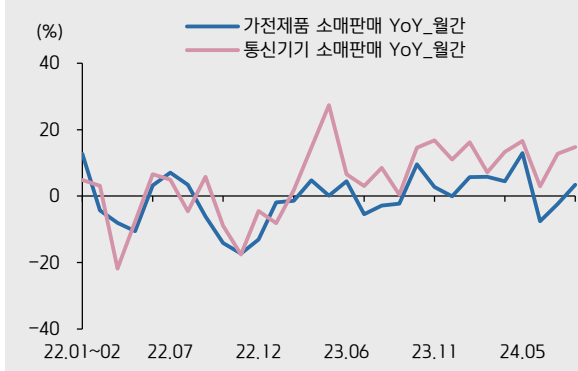
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 소매판매 세부항목 현황

분류	24년 8월 YoY 증가율(%)	24년 7월 YoY 증가율(%)	2024년 1~8월 총액(억원)	2024년 1~8월 YoY 증가율(%)
식용유/식품	10.1	9.9	13,693	9.7
음료	2.7	6.1	2,105	5.3
주류/담배	3.1	-0.1	3,919	8.0
인류	-1.6	-5.2	9,046	0.3
화장품	-6.1	-6.1	2,730	-0.5
귀금속	-12	-10.4	2,186	-2.5
일상용품	1.3	2.1	5,167	2.2
오락용품	3.2	10.7	878	10.1
가전제품	3.4	-2.4	5,940	2.5
의약품	4.3	5.8	4,637	4.6
문구/사무용품	-1.9	-2.4	2,515	-4.9
가구	-3.7	-1.1	979	-1.3
통신기자재	14.8	12.7	4,765	11.8
석유	-0.4	1.6	16,105	3.2
자동차	-7.3	-4.9	30,680	-2.4
건축/자재	-6.7	-2.1	1,040	-2.0

자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 가전 및 통신기기 소매판매

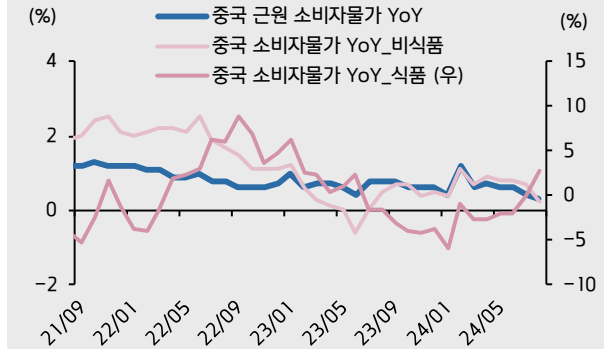


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



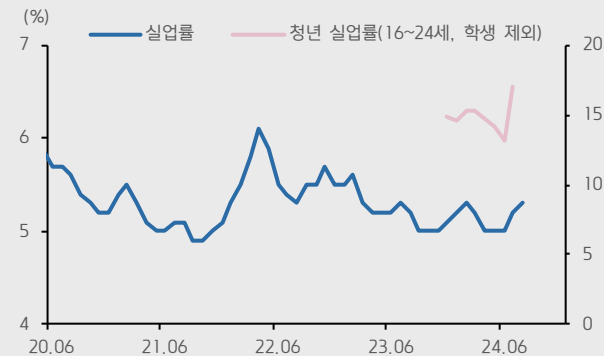
- ◆ 고용 및 소득 환경이 재차 불안
- ◆ 안정된 흐름을 보였던 실업률 재차 반등
 - 전체 실업률도 목표 실업률(5.5%) 수준까지 다시 반등
 - 청년층 실업률이 다시 급등. 대졸자 대거 발생으로 불가피한 흐름이지만, 1년 전 청년층 실업률이 역대 최고치를 갱신함에 따라, 재학생을 제외하고 청년 실업률을 다시 계산하겠다는 중단을 했던 과거 경험까지 종합적으로 판단하면, 최근 고용 환경은 불안하다 판단
- ◆ 가처분 소득 증가율 소폭 둔화

중국 소비자 물가 추이



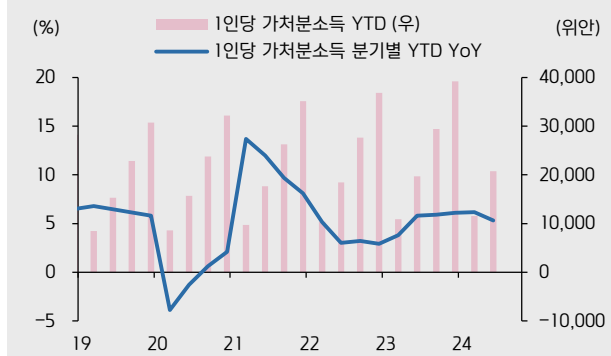
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 실업률 추이(청년층 실업률 포함)



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 가처분 소득 추이



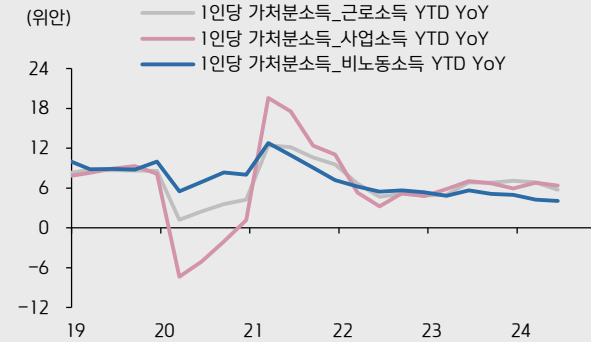
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 소비 여력 약화, 부동산 불안 장기화 두가지 요인이 복합적으로 소비 회복 탄력에 부정적인 영향

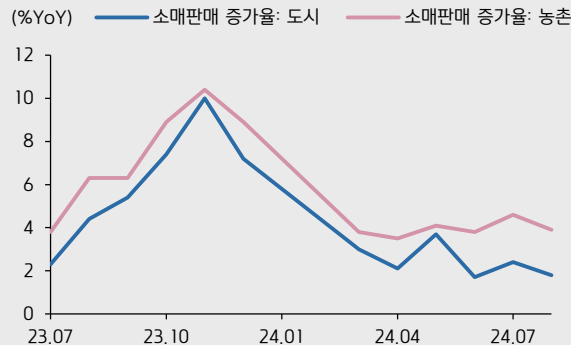
- 가처분 소득 세부항목 살펴보면, 노동 소득 증가율이 소폭 하락한 가운데, 투자 소득 하락세가 두드러지는 모습. 통화정책 완화에도 가계대출 조기 상환 비중은 극도로 높아지고 있음
- 도시 소매판매 증가율이 하락세가 두드러짐. 지역 기준, 동부가 가장 부진. Tier 기준, 1선 도시 감소세 기록. 부동산 노출도가 큰 지역의 부진이 두드러짐. 당초 예상과 달리, 부동산 및 증시 부진이 길고 심각하다고 판단됨. 부정적 심리와 낙관적이지 않은 투자소득 전망이 소비에 부정적 영향을 미치는 것으로 판단

중국 가처분 소득 세부항목 증가율 추이



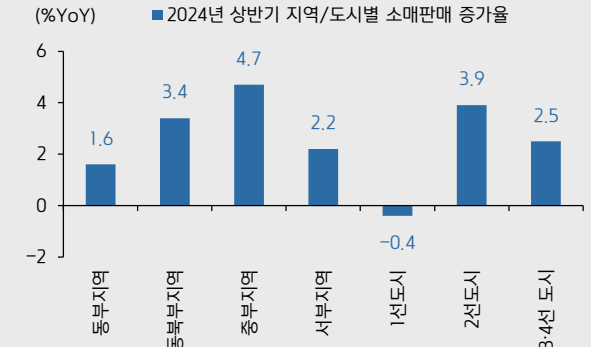
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 도시 및 농촌 소매판매 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2024년 상반기 도시/지역 소매판매 증가율 비교



자료: Wind, CEIC, 키움증권 리서치



◆ 설비 투자, 증축 관련 투자 제외 모든 투자 증가율이 예상보다 부진한 모습

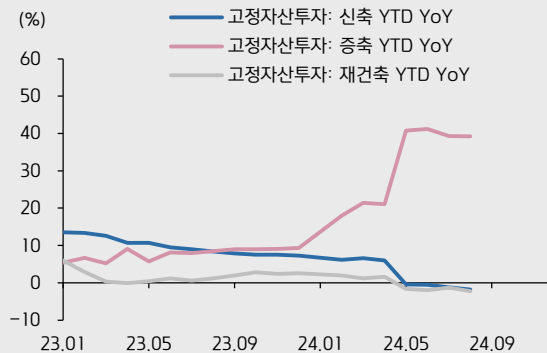
- 부동산 투자 부진은 예견된 바, 반면 인프라 및 제조업 투자는 정책 의지를 감안하면 높은 성장세를 유지할 것으로 기대
- 예상과 달리 인프라 및 제조업 투자 증가율 점진적으로 하락
- 기존 부동산 프로젝트에 우호적인 스탠스, 설비 구매 촉진(이구환신) 등 정책과 관련된 투자만 상대적으로 견조한 모습

중국 제조업 및 전체 고정자산투자 추이



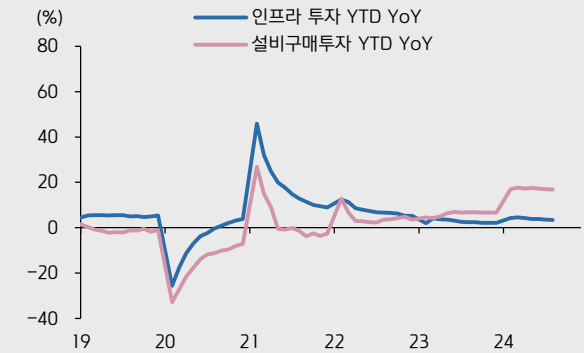
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 신축 및 재건축 고정자산투자 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 인프라 및 설비구매 투자 추이



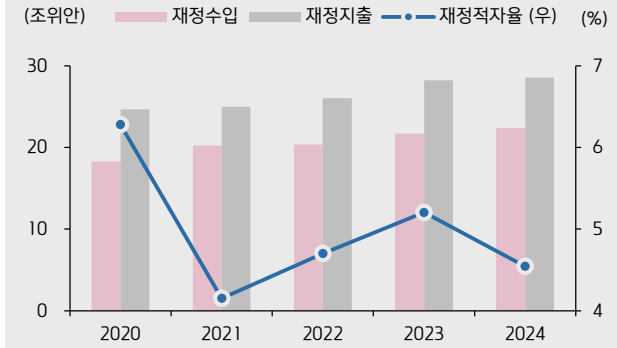
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 2024년, 유의미한 경기 부양을 위해 재정정책 중
요성 부각. 중국당국 또한 강한 의지를 드러냄

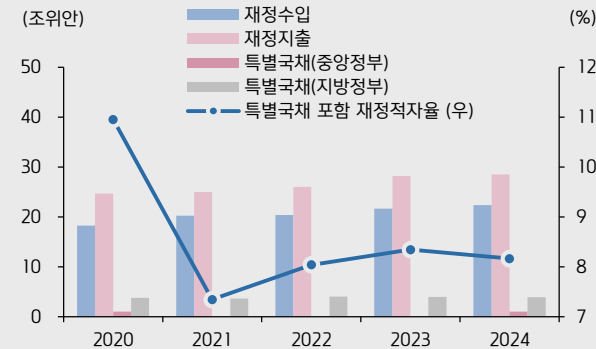
- 기본 재정정책 목표치는 기대에는 다소 못 미치는 결과였지만, 국채, 기금 및 국유재산 수입 모두 포함한 광의의 재정정책 기준, 목표 재정적자율이 크게 증가될 것으로 예상되었음
- 그러나 부동산 부진 장기화가 불가피한 가운데, 지방정부 재정 건전성을 고려하면 목표를 달성하기 어려울 수 있다고 언급한 바 있음

중국 기본 재정정책 규모 및 전망



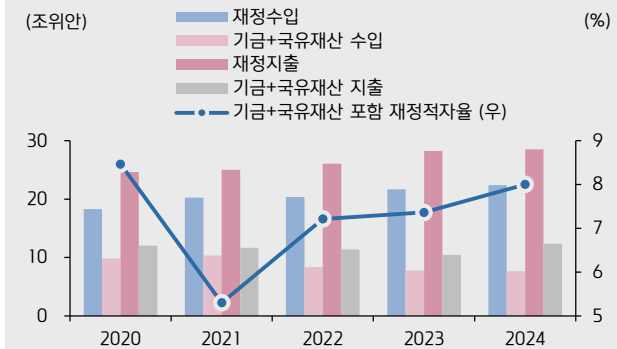
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

특별국채 포함 재정정책 규모 및 전망



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

광의 재정정책 규모 추이 및 전망

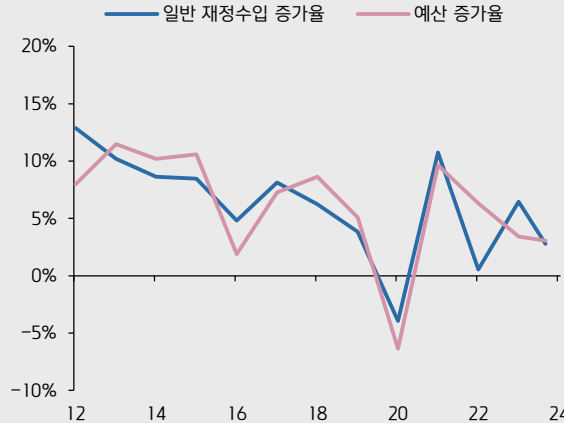


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



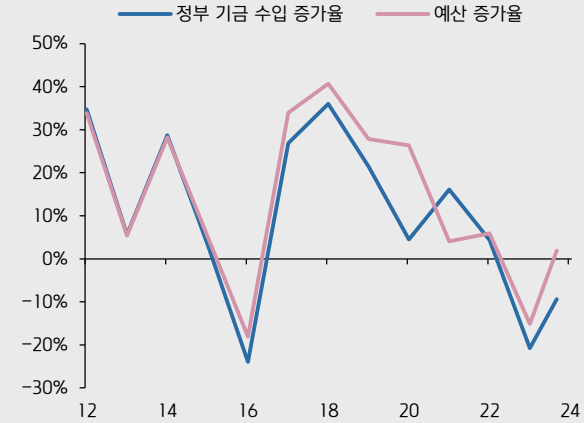
- ◆ 전인대 직후, 당사가 우려했던대로 재정 수입이 원활하게 이뤄지지 않는 모습
 - 일반 재정수입이 감소하면서, 일반 재정수입 예산 증가율 하회. 정부 기금 수입은 더욱 심각한 상황
 - 정부 기금 수입은 감소폭이 더욱 확대되면서, 예산 증가율을 크게 하회하는 모습

일반 재정 수입 증가율이 크게 떨어지고 있음



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2024.08.30 기준

그 외 기금수입 또한 증가율은 다시 떨어지고 있음



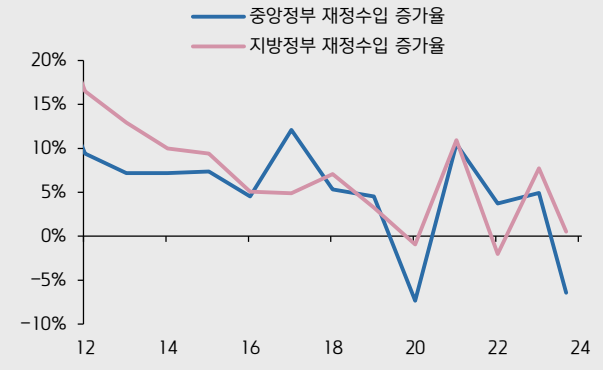
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2024.08.30 기준



◆ 중앙정부, 지방정부 모두 심각한 상황

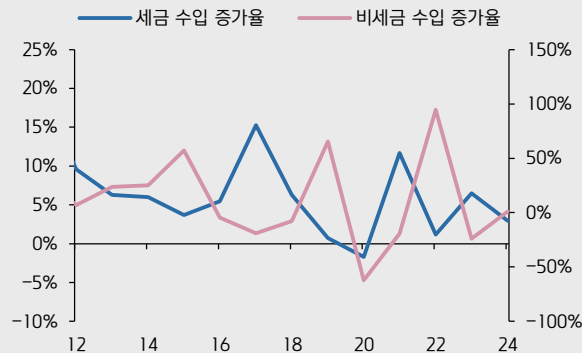
- 경기부진에 세수 감소, 부동산 부진에 토지양도금 감소. 비세금수입은 증가, 그러나 90%는 지방정부 귀속. 따라서 중앙정부의 재정수입 증가율이 지방정부 재정수입 증가율을 크게 하회
- 기대를 모았던 지방정부 특수채 발행은 예상보다 저조. 디레버리징, 비효율적 투자 축소 등 정책에 영향을 받은 것으로 판단

중앙 및 지방정부 재정수입 증가율



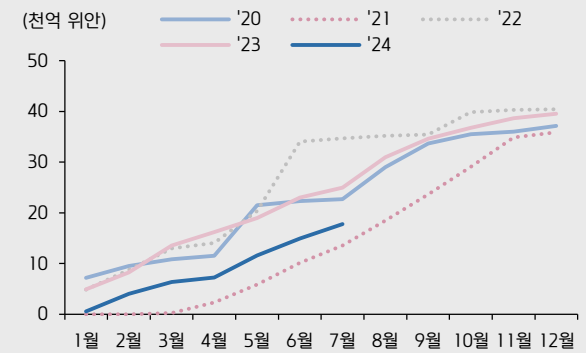
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

전반적으로 세수 감소, 비세금 수입 홀로 증가



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

지방정부 특수채권 발행 속도가 예상보다 매우 더딤



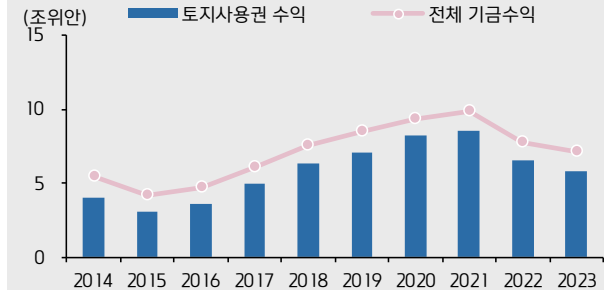
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 무리한 재정적자 편성에 대한 기대감도 제한적

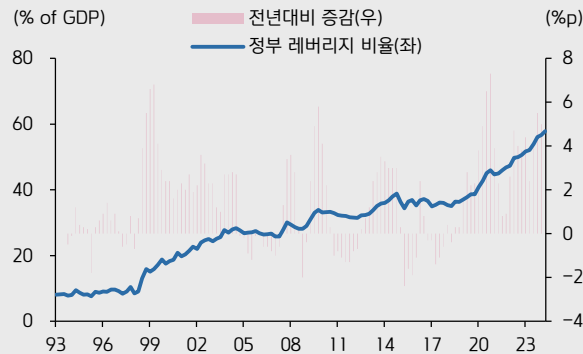
- 부동산 부진 장기화 속, 토지사용권 수익 감소, 이에 전체기금수익이 감소한 가운데, 추가 확장에 대한 부담감 존재
- Covid19 팬데믹 국면, 정부 레버리지 비중이 가파르게 높아짐. 그 속도는 1997년 아시아 금융위기 당시 수준
- IMF에 의하면 특수채 포함 등 각종 채권을 종합적으로 계산해보면, GDP 대비 정부부채 비중은 120% 달할 것으로 추정

중국 제조업 및 전체 고정자산투자 추이



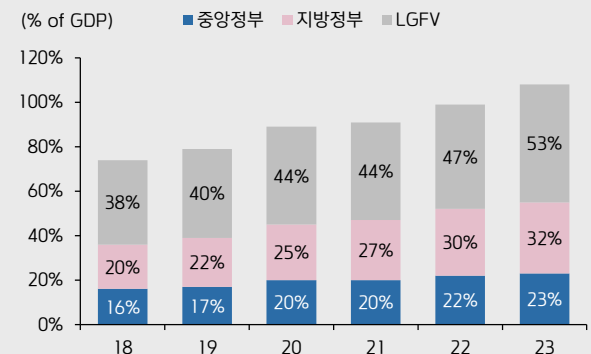
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국정부 레버리지 비중 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

부외부채 포함, 정부 레버리지 추이



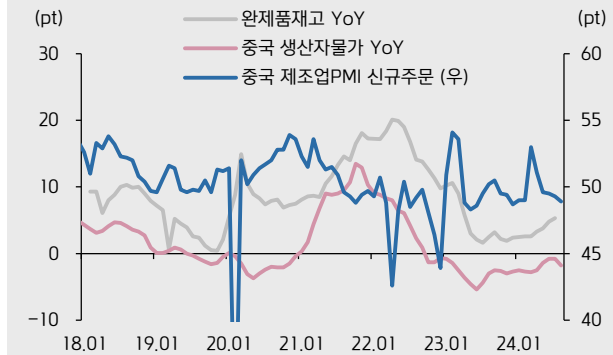
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 견조한 수출 증가세는 재고부담 완화 및 생산 활력 유지에 도움. 그러나 대외 불확실성 감안, 둔화 가능성 염두

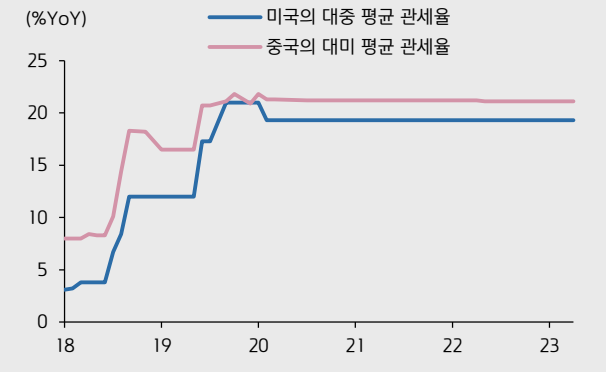
- 글로벌 제조업 PMI 둔화 가능성
- 미국 대선을 앞두고 불확실성이 높아질 가능성 염두. 최근 중국 수출 주력 품목에 대한 규제가 강화될 수 있음

글로벌 신규주문 추이 및 중국 PPI/재고 사이클



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 및 중국 관세율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트럼프 신규 대중국 무역 규제 정책

정책	내용
'미국 일자리 해외 유출 방지' 트럼프 '호혜무역 법안' 추진	- 만약 타 국가가 미국산 상품에 부과한 관세가 미국의 관세보다 높을 시, 미국 대통령은 해당 상품에 호혜세를 부과할 권한 있음
'대중국 수입 필수재 점진적 축소' 4개년 액션플랜 추진	- 전자제품·철강·약품 등 모든 필수재 포함 - 중국이 보유한 미국의 각종 자산에 대해 엄격히 제한
'중국의 최혜국 대우 철회' (통칭 '항구적 정상무역관계 (PNTR)')	- 중국산 상품에 60% 혹은 더 높은 관세율 부과 - 중국의 우회 수출 또한 막을 것

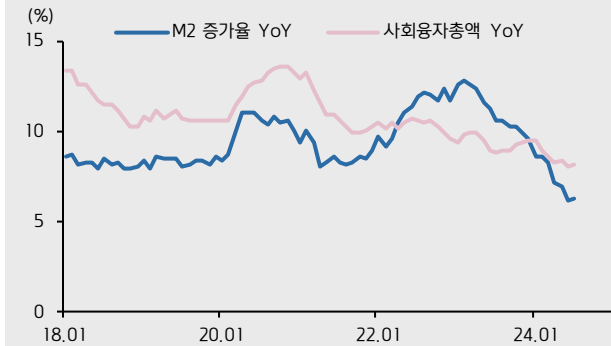
자료: 키움증권 리서치



◆ 중국 통화정책 완화 여력은 더욱 커짐

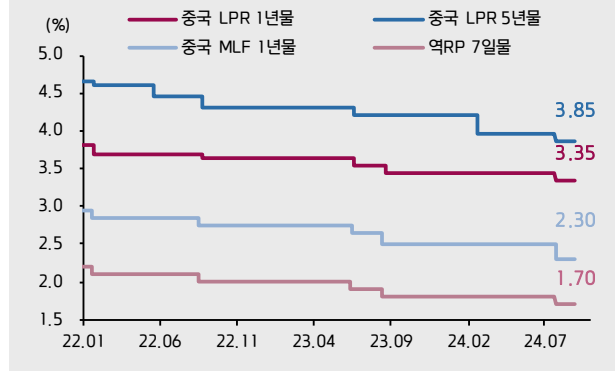
- 최근 미국 금리 인상 국면에서, 대외 금리차 부담이 가중되었던 여타 신흥국과 달리, 중국은 너무 낮은 물가 덕분에 금리차 부담이 상대적으로 제한적인 모습. 실질금리 기준 스프레드 견조(p.23 참조)
- 정책 금리 추가 완화 여력이 남아있던 상황에서 미국 금리 인하로 통화정책 여력은 더욱 커질 것으로 판단
- 다만, 경기 불확실성에 통화정책 효과가 계속 반감되는 모습을 보였는데, 더욱 강한 신용 수요를 이끌어내기 위한 정책이 동반되어야 할 것으로 판단

통화정책 여력 점검



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 신용자극지수 추이

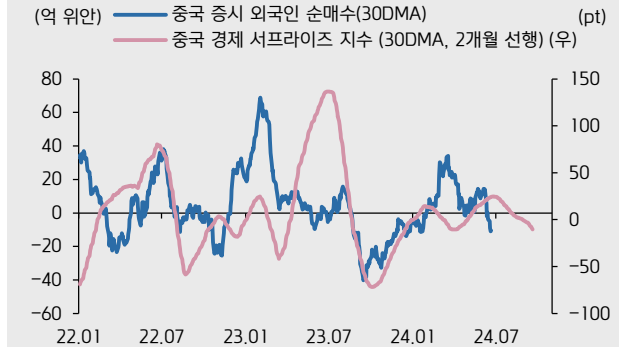


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2024.08.30 기준



- ◆ 중국증시는 재차 저평가 국면으로 진입
- ◆ 구조적 리스크가 여전한 가운데, 소비 및 투자를 늘릴 수 있는 여력이 오히려 감소하면서, 경기 회복 탄력이 더욱 약해질 것으로 전망
- ◆ 따라서, 증시 반등 여력이 크지 않을 것으로 전망
 - 다만, 최근 중국증시에 대한 회피 심리가 극도로 높아진 만큼, 중국증시는 작은 호재에도 크게 반응할 수 있음.

중국 제조업 및 전체 고정자산투자 추이



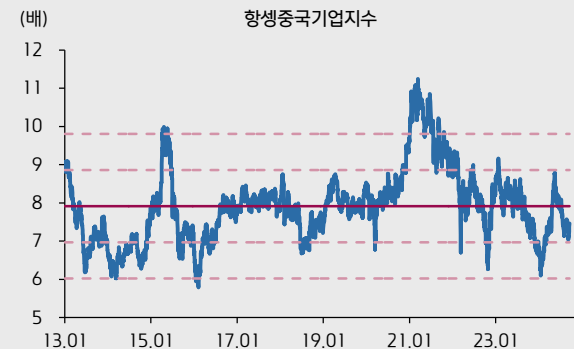
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

밸류에이션



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

밸류에이션



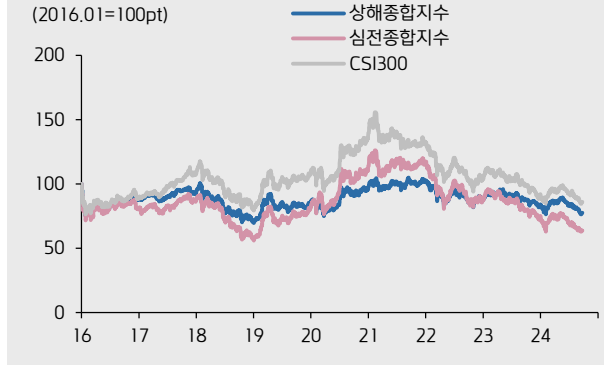
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 내부적으로 중국 증시 반등 트리거가 부재한 가운데, 미국 금리 인하는 (단기 관점에서) 중국증시에 유일한 희망

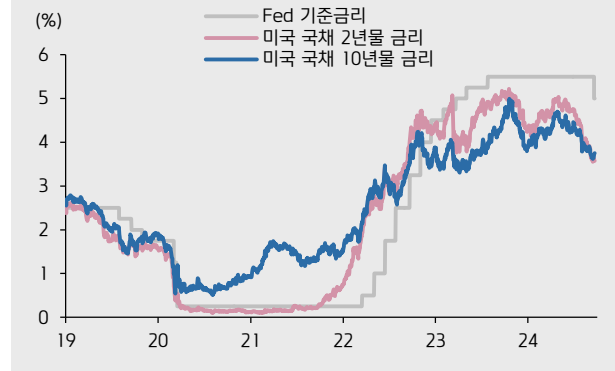
- 선후강통 제도 이후 있었던 유일한 미국 금리인하 국면 분석
- 2019년 하반기, 2020년 까지, 글로벌 유동성 장세가 펼쳐지면서, 중국증시는 항셱테크, CSI300 중심으로 가파른 상승세를 보인 바 있음
- 다만 현재 본토증시 내 대형 소비주 및 씨클릭업종에 대해서는 보수적인 접근 권고. 오히려 규제 리스크 해소, 실적 기대감, 외국인 자금 유입 기대 가능성이 등 복합적인 요인에 의해 항셱테크 반등 가능성 염두

중국 본토증시 추이



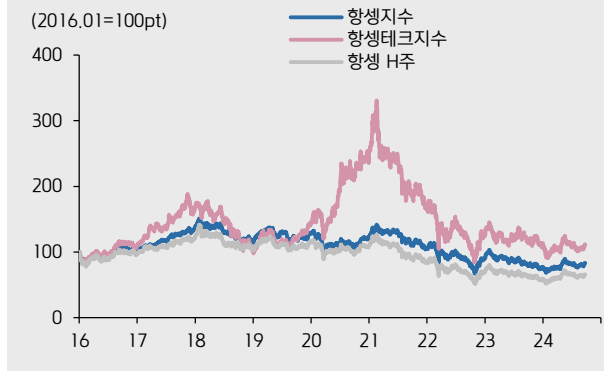
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 기준금리 및 국채 금리 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 역외증시 추이

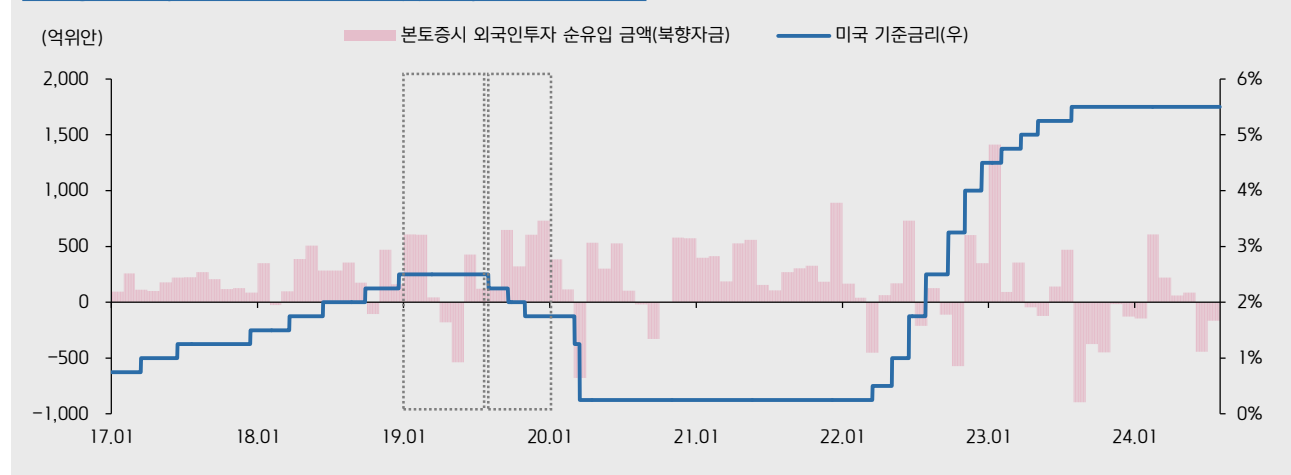


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



- ◆ 미국 금리인하로 본토/홍콩 증시에 외국인 자본 유입 기대감이 높아지면서, 투자심리에 도움이 될 전망
 - 2019년 8월~10월 외국자본의 본토증시 유입 규모는 월평균 366억위안 기록. 이는 인하 직전인 2019년 1~7월 월평균 155억위안 대비 크게 증가
 - 다만 금번 금리인하도 외국자본의 유의미한 유입을 기대할 수 있는지는 의문점이 있다는 판단. 과거와 달리 현재 전세계적으로 '탈중국' 추세가 진행 중이며, 중국의 잠재 성장에 대한 의구심도 커졌기 때문

본토증시 외국인 자본 월간 순유입 및 미국 기준 금리 추이



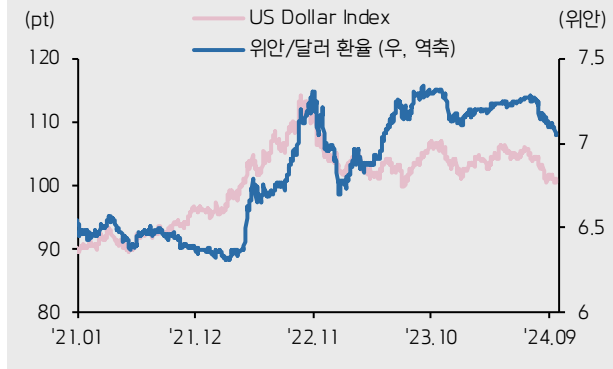
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 미국 금리 인하로 대외금리차 부담 완화, 위안화 안정에 도움이 될 것으로 기대

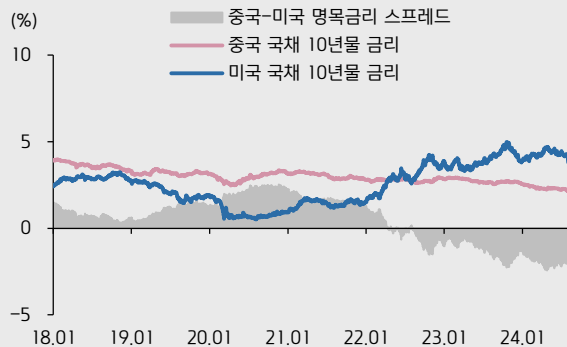
- 중국은 상대적으로 낮은 물가 덕분에, 미국 금리 인상 국면에서도 여타 신흥국대비 영향력이 제한된 모습을 보였음
- 다만, 최근 실질금리 기준으로 대외금리 스프레드가 불안한 모습을 보였던 만큼, 미국 금리 인하는 대외금리차 부담을 완화하는데 도움이 될 전망
- 금리, 달러 약세 가능성 등을 고려하면, 위안화 점진적인 강세 가능성도 있다고 판단. 이 또한 중화권증시, 특히 역외증시에 도움이 될 것으로 기대

중국 위안화 환율



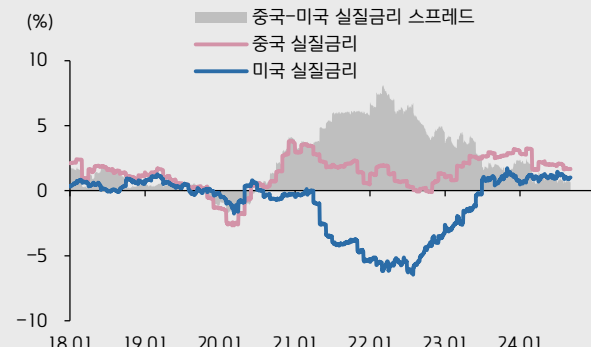
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국-미국 명목금리 및 스프레드 추이(10년물)



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국-미국 실질금리 및 스프레드 추이(10년물-CPI)



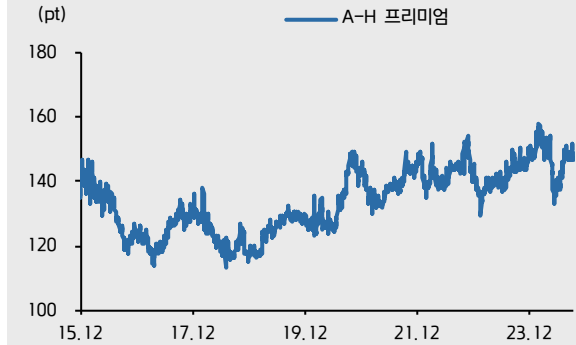
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ A-H 프리미엄 기준, 홍콩증시에 대한 디스카운트는 과도한 국면 판단

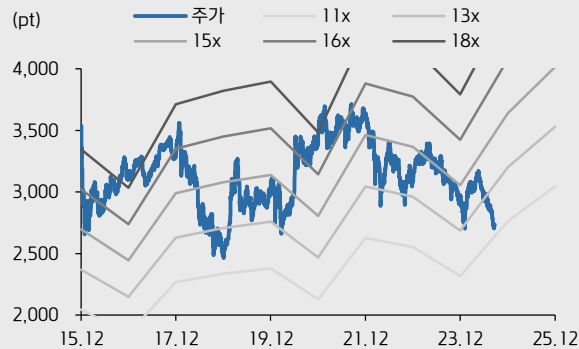
- 경기 모멘텀 추가 둔화 가능성, 미국 금리 인하 이후 금리 및 환율 흐름, 수급 등 종합적으로 고려하면 역외증시 매력도가 더욱 높다고 판단. 본토증시는 실적 개선이 기대되는 일부 소비재 기업에 선별적 접근이 합리적이라 판단
- 상해종합 4분기 예상 밴드 2,625~3,000pt 전망
- 항셍중국기업 4분기 예상밴드는 5,990~7,330pt 전망

A-H 프리미엄



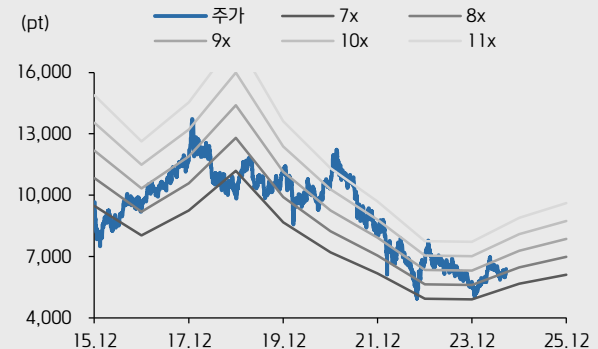
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 상해종합



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 CSI300



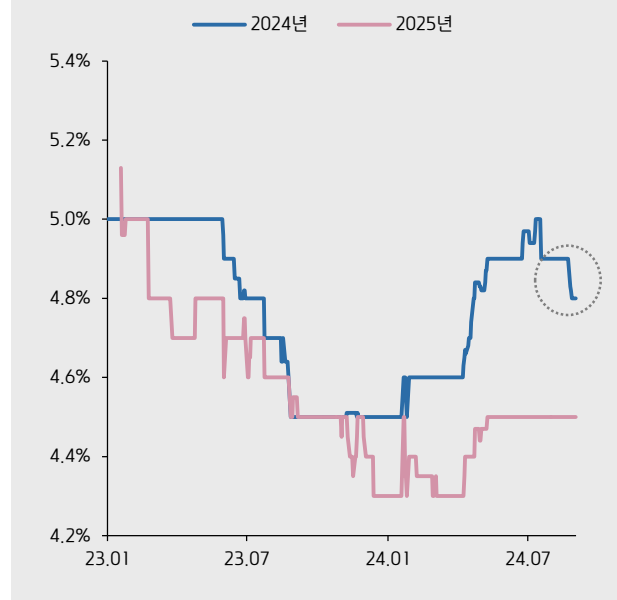
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 중국 경기 모멘텀 악화되며 신규 정책 출시 가능성은 증가

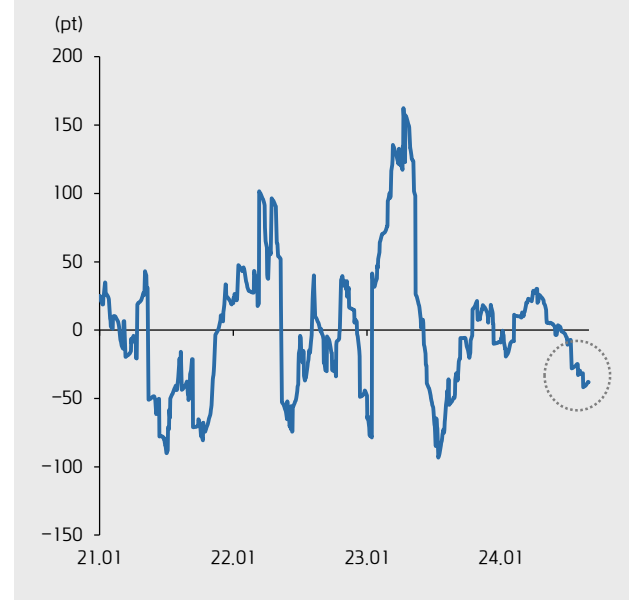
- 현재 중국 경기는 재차 악화되는 구간으로 돌입
- 우호적인 환경(미국 금리 인하)과 정부의 높은 의지(GDP 5% 달성 강조)를 감안하면 우려 확대될수록 신규 정책 출시 가능성 증가

중국 GDP 성장률 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 경제 서프라이즈 지수

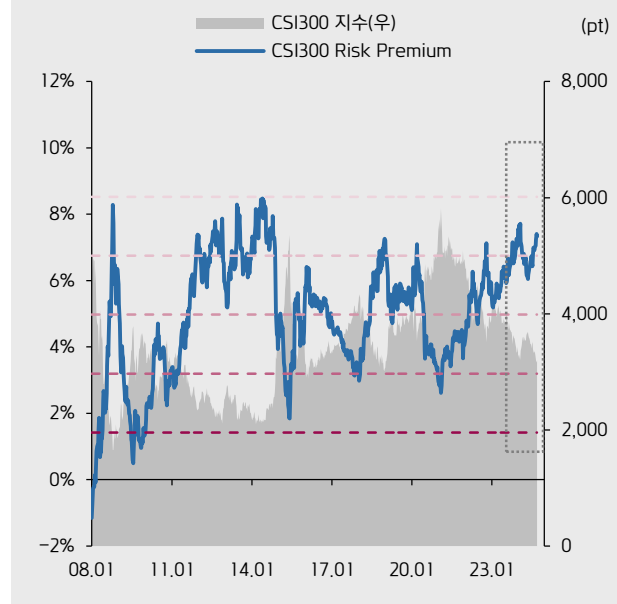


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



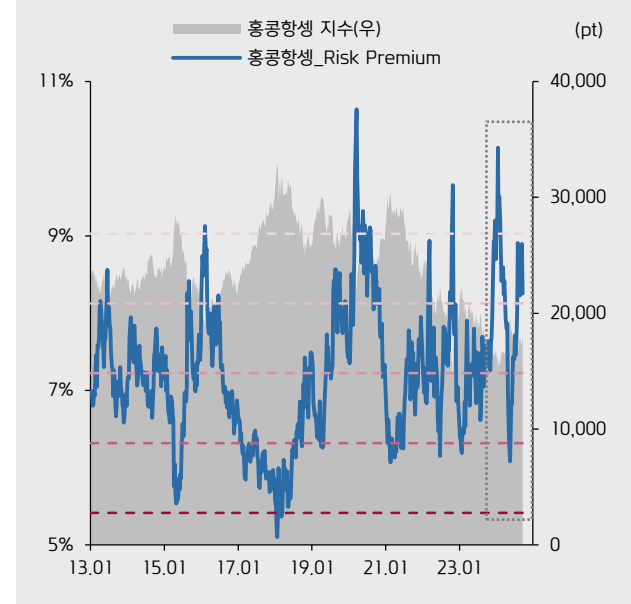
- ◆ 투자심리 악화로 인해 신규 정책 출시 시 높은 주가 탄력성 기대, 단 구체적인 시점/강도 알 수 없는 상황
 - 특히 최근 부진한 증시를 감안하면 이는 높은 주가 탄력성을 이어질 가능성 존재
 - 다만 구체적인 정책 발표 시점과 강도를 예상하기 어려우며, 미국 대선을 앞두고 심사숙고할 가능성도 배제할 수 없다는 판단
 - 경기 회복의 시그널이 확인되기 전까지는 상대적으로 높은 실적 성장 가시성을 갖고 있는 일부 기업 중심으로 주목 필요

CSI300 지수 및 리스크프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩항셍 지수 및 리스크프리미엄



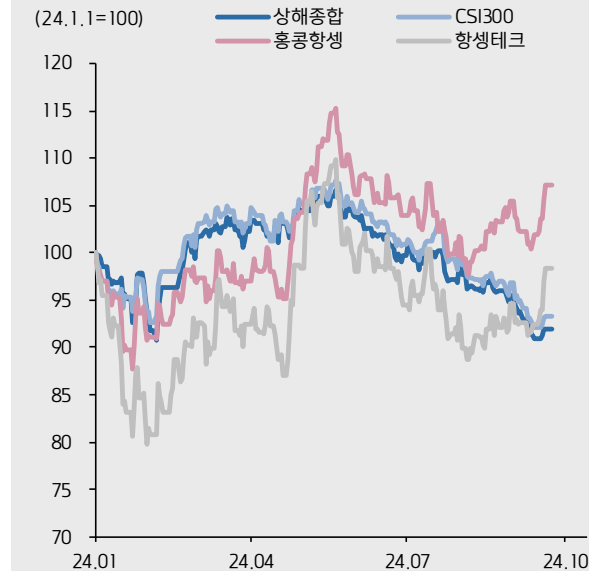
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 성장 가시성 높은 기업 중심의 주목 필요

- 홍콩항셱/항셱테크 YTD 주가수익률은 각각 7%/-2% 기록. 동기간 텐센트, 메이투안, 트립닷컴 등은 34%/66%/37% 상승하며 높은 주가 수익률을 기록. 반면, 넷이즈/바이두/콰이셔우 등은 10%/26%/22% 조정 받으며 주가 부진이 지속되고 있는 상황

본토 및 홍콩 증시 주요 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

항셱테크 및 중국 주요 플랫폼 기업 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



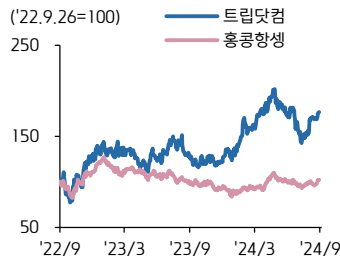
현재주가 (09/23) HKD 384.40

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	OTA
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	18,247.1
시가총액(mln)	225,173.5
유통주식수(mln)	646.1
52주 최고	452.20
52주 최저	251.40
일평균거래량	1,690,267

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	38.5	16.1	8.6	37.5
홍콩항생	7.0	3.6	8.2	2.0



◆ 투자포인트 1. 아웃바운드 중심 여행수요 견조

- 국가이민관리국 기준, '24년 추석 연휴기간(9/15~17) 출입국자 수는 526만명(YoY +19%) 기록, '19년 대비 회복률은 99%로 '24년 신정 연휴 이후 가장 높은 수준으로 견조한 해외 여행 수요 지속. 한편 동기간 중국 국내 여행객수는 1.1억명, 여행매출은 510억위안으로 '19년 대비 106%, 108% 기록. 1인당 소비금액은 477위안으로 '19년 수준을 소폭(2%) 상회

◆ 투자포인트 2. 내수부진에도 불구하고 여행수요 견조, 하반기 실적 성장 지속 기대

- 3분기 QTD 기준 사업부문별로 1)중국 국내여행 호텔 예약은 전년 대비 두자릿수 증가, 2)아웃바운드 호텔/비행기 예약은 '19년의 110~120% 기록하며 시장 평균(90~100%) 상회 지속, 3)Trip.com(해외사업) 매출도 50% 이상 성장. 하반기에도 견조한 실적 기대

◆ 투자포인트 3. 연휴 모멘텀 앞두고 점진적으로 관심 늘릴 시점

- 금번 트립닷컴의 양호한 2Q24 및 여름 성수기 시즌 실적 성장은 견조한 여행 수요를 방증하며 투자심리에 긍정적으로 작용할 것으로 기대. 10월 연휴 모멘텀을 앞두고 점진적으로 관심을 늘릴 시점으로 판단

Company Earnings & Valuation

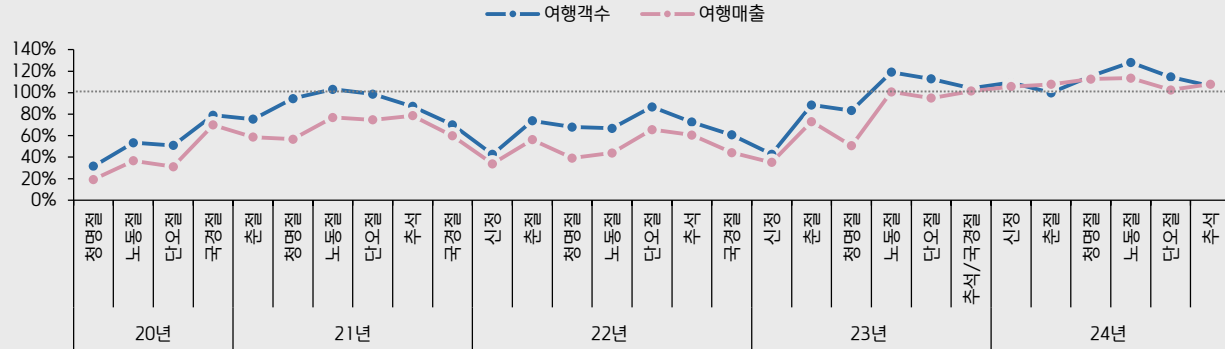
(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	20,023	20,039	44,510	52,346	60,242
영업이익	270	1,276	13,158	16,207	18,910
OPM(%)	1	6	30	31	31
순이익	1,356	1,294	13,071	16,700	18,116
PER(배)	N/A	1,441.4	15.3	14.2	13.2
PBR(배)	0.9	1.4	1.3	1.7	1.5
ROE(%)	-0.5	1.3	8.5	11.6	11.3
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A		

주: Non-GAAP 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



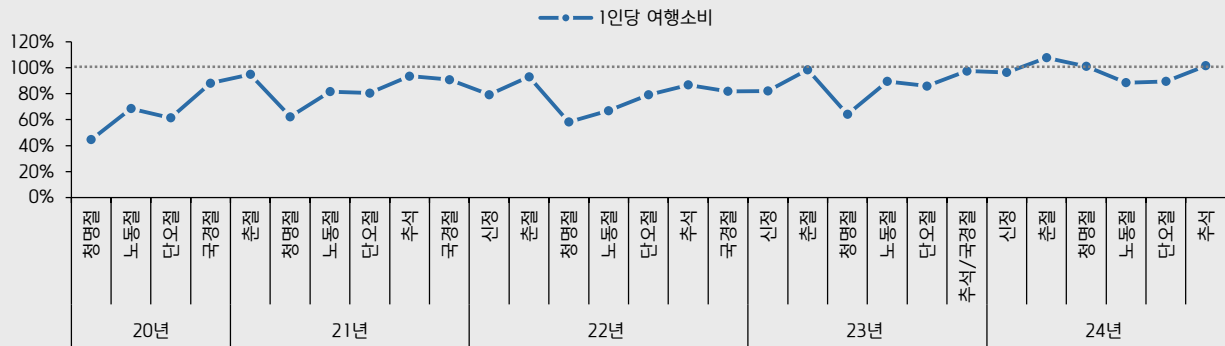
◆ 중국 국내 여행 '19년 수준 유지

중국 주요 연휴 여행객 수 및 여행매출 회복률('19년 대비)



주: '24년 춘절은 일평균 회복률 기준
자료: 문화여행국, 키움증권 리서치

중국 주요 연휴 1인당 여행 소비금액 회복률('19년 대비)

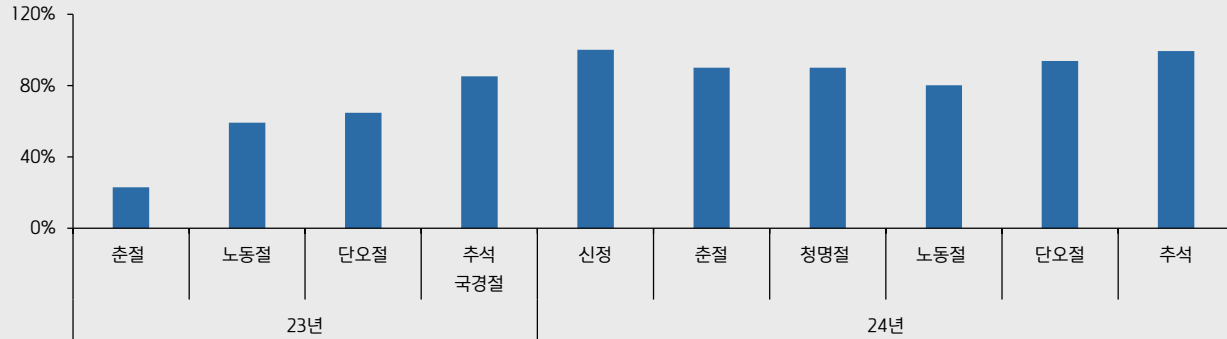


자료: 문화여행국, 키움증권 리서치



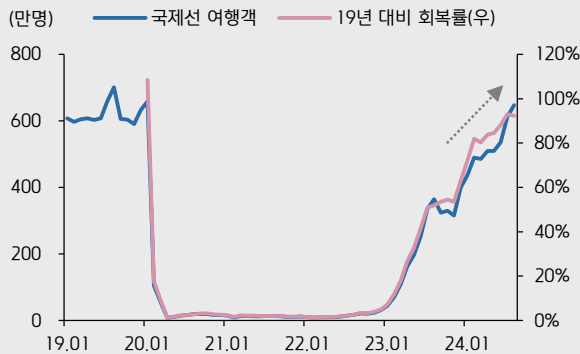
◆ 아웃바운드 중심 여행수요 견조, 추석 연휴 '19년 수준까지 회복

중국 주요 연휴 해외여행 회복률('19년 대비)



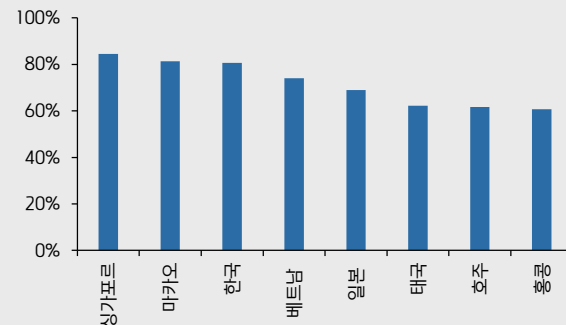
주: 연휴기간 일평균 출입국 검사 인원 기준
자료: 국가이민관리국, 키움증권 리서치

중국 국제선 여행객 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

'19년 대비 중국인 여행객 회복률



주: 7월 누적 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 2Q24 실적 예상치 대비 매출 부합, 이익 상회. 내수부진에도 불구하고 여행수요 견조

- 2Q24 매출 128억위안(YoY +13%), Non-GAAP 영업이익 42억위안(YoY +22%)으로 예상치 대비 매출 부합, 이익 상회
- 사업부문별로 1)중국 국내여행은 견조한 수요(Q) 지속됐으나, 공급증가 및 일부 해외여행 수요에 따른 호텔/티켓 가격(P) 하락에 일부 상쇄, 2)중국 아웃바운드는 호텔/비행기 예약이 '19년 수준 기록하며 시장 평균(70~80%) 상회 지속, 3)해외 사업 매출은 YoY 70% 증가
- 수익성은 마케팅 투자 확대(YoY +1%p, QoQ +3%p)에도 불구하고 상품개발 비용 최적화를 통해 개선(OPM YoY +2%p, QoQ 1%p)

트립닷컴, 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
매출	11,262	13,751	10,325	11,905	12,772
YOY	181%	100%	105%	29%	13%
매출총이익	9,240	11,273	8,315	9,667	10,460
YOY	204%	101%	117%	28%	13%
GPM	82%	82%	81%	81%	82%
제품 개발	2,719	3,335	2,701	2,895	2,671
YOY	67%	44%	38%	16%	-2%
% of sales	24%	24%	26%	24%	21%
판매 및 마케팅	2,311	2,715	2,294	2,274	2,780
YOY	190%	94%	106%	32%	20%
% of sales	21%	20%	22%	19%	22%
일반관리비	736	805	673	733	780
YOY	55%	16%	-2%	1%	6%
% of sales	7%	6%	7%	6%	6%
영업이익	3,474	4,418	2,647	3,765	4,229
YOY	2436%	267%	3681%	44%	22%
OPM	31%	32%	26%	32%	33%
순이익	3,434	4,897	2,675	4,055	4,985
YOY	흑전	373%	437%	96%	45%
NPM	30%	36%	26%	34%	39%

주: Non-GAAP 기준

자료: 트립닷컴, 키움증권 리서치



◆ 연휴 모멘텀 앞두고 점진적으로 관심 늘릴 시점

'23년 이후 주요 연휴 전후 트립닷컴 주가 수익률



	연휴	연휴 전 30일	연휴 후 30일
23년	춘절	9%	-11%
	청명절	-5%	-11%
	노동절	-3%	-4%
	단오절	5%	3%
	추석/국경절	-9%	0%
24년	신정	1%	1%
	춘절	3%	6%
	청명절	14%	12%
	노동절	12%	1%
	단오절	-3%	-2%
	추석	11%	N/A

주: 홍콩상장 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트립닷컴 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	35,666	18,316	20,023	20,039	44,510
매출&서비스 매출	7,372	4,031	4,598	4,513	8,121
매출총이익, GAAP	28,294	14,285	15,425	15,526	36,389
판매비	12,584	8,041	7,844	7,097	12,945
연구개발비	10,670	7,667	8,992	8,341	12,120
영업이익, GAAP	5,040	-1,423	-1,411	88	11,324
영업외 (이익)손실	-4,047	-198	-940	-2,547	644
세전이익, GAAP	9,087	-1,225	-471	2,635	10,680
법인세비용	1,742	355	270	682	1,750
당기순이익, GAAP	7,011	-3,247	-550	1,403	9,918
EPS, GAAP	1.54	-0.68	-0.87	2.17	15.19
회석 EPS, GAAP	1.44	-0.68	-0.87	2.14	14.78
영업이익, 조정	5,040	-1,423	-1,411	88	11,324
당기순이익, 조정	7,011	-3,247	-550	1,403	9,918
EBITDA	6,541	210	49	1,379	12,580

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	7,333	-3,823	2,475	2,641	22,004
감가상각비, 무형자산상각비	1,096	1,217	1,021	875	817
운전자본 변동	282	-6934	177	-807	9,340
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,413	-3,821	-4,148	1,136	5,919
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-834	-532	-571	-498	-606
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9,256	6,025	3,919	-6,717	-2,547
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-10,662	7,803	3181	-6,780	-1,065
자사주매입	467	159	307	179	-1218
현금증가	-4,027	-2,332	1781	-2,709	25,496
기초현금	25,774	21,747	19,415	21,196	18,487
기말현금	21,747	19,415	21,196	18,487	43,983
FCF	6,510	-4,355	1,905	2,144	21,398
FCFF	7,866	-	-	3266	23,126

재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	200,169	187,249	191,859	191,691	219,137
유동자산	67,955	58,011	66,108	61,435	88,732
현금 및 현금성자산	42,981	42,916	49,384	42,545	59,340
매출채권	10,638	7,097	8,949	8,889	15,603
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	132,214	129,238	125,751	130,256	130,405
유형자산	7,342	6,767	6,311	6,023	5,783
무형자산	71,572	72,697	72,399	72,079	71,936
부채총계	93,324	85,682	81,403	78,672	96,131
유동부채	69,182	58,369	66,218	61,239	72,411
매입채무	19,050	9,735	11,378	12,718	24,889
단기성부채	30,954	34,074	40,229	32,948	25,997
비유동부채	24,142	27,313	15,185	17,433	23,720
장기성부채	20,286	23,336	11,493	13,711	19,576
자본총계	106,845	101,567	110,456	113,019	123,006

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	19.66	-17.73	-2.75	7.00	22.28
영업이익률	14.13	-7.77	-7.05	0.44	25.44
EBITDA 마진	18.34	1.15	0.24	6.88	28.26
ROE	7.37	-3.19	-0.52	1.26	8.46
ROA	3.63	-1.68	-0.29	0.73	4.83
ROIC	2.36	-2.10	-0.82	-0.32	6.27
부채비율	49.54	57.21	47.16	41.55	37.30
순차입금비율	7.73	14.27	2.12	3.64	-11.19
EBITDA/현금지급이자	4.00	0.13	0.03	0.96	6.66
현금비율	0.62	0.74	0.75	0.69	0.82
유동비율	0.98	0.99	1.00	1.00	1.23
PER	28.91	-	-	1441.39	15.26
PBR	1.34	1.32	0.92	1.37	1.35
EV/EBIT	29.48	-	-	1797.38	13.16
EV/EBITDA	22.95	703.44	2111.77	114.70	12.06

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (09/23) HKD 20.55

Stock Data

산업분류	통신장비
세부업종	기술 하드웨어
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	18,247.1
시가총액(mln)	464,912.6
유통주식수(mln)	20,432.7
52주 최고	20.80
52주 최저	11.56
일평균거래량	96,699,100

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	31.7	9.2	39.2	74.2
홍콩항생	7.0	3.6	8.2	2.0



◆ 투자포인트 1. 스마트폰 및 IoT/전자기기 사업 성장 지속 전망

- 스마트폰 사업은 신흥국 중심으로 출하량 증가하며 높은 외형성장 기록. 2Q24 동남아/인도/아프리카 시장 모두 점유율 YoY 3~4%p 상승. 그 외 중국 가전 및 해외 태블릿/웨어러블 판매량 증가가 탑라인 성장 기여
- 다만 중국 내 경쟁 심화에 따른 프로모션 강화 및 일부 핵심 부품 가격 상승으로 인해 스마트폰 사업 수익성은 2Q24 부진. 하반기에도 마진 압박 존재하나 IoT/전자기기 및 온라인서비스 사업이 일부 상쇄할 것으로 예상

◆ 투자포인트 2. 전기차 사업 수익성 예상치 상회, 하반기 개선세 지속 기대

- 2Q24 전기차 사업 GPM은 15%로 예상치(GPM 하이싱글)를 크게 상회. 1)브랜드 가치에 기반한 높은 가격 협상력, 2)단일 모델 집중, 3)스마트폰/전자기기 사업과의 시너지 효과로 판단. 하반기에도 생산라인 램프업 및 부품조달 비용 감소 등을 통해 수익성 개선 전망

◆ 투자포인트 3. 연말까지 스마트폰 및 전기차 모멘텀 기대

- 4분기 새로운 스마트폰 출시를 계획하고 있는 만큼 신제품 모멘텀 기대되며, 최근 메모리 가격 하락은 스마트폰 사업 수익성 개선에도 긍정적인 것으로 전망. 그 외 전기차 판매량은 11월까지 기존 목표치인 10만대 조기 달성을 계획 중인 만큼 전기차 모멘텀도 지속 기대

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	328,309	280,044	270,970	343,121	396,125
영업이익	26,029	2,816	20,009	18,859	24,437
OPM(%)	8	1	7	5	6
순이익	19,339	2,474	17,474	18,138	22,421
PER(배)	19.8	96.7	20.3	21.5	19.0
PBR(배)	2.8	1.7	2.2	2.5	2.3
ROE(%)	14.8	1.8	11.4	11.6	12.1
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 스마트폰 및 IoT/전자기기 사업 성장 지속 기대

2Q24 업체별 글로벌 스마트폰 출하량

	2Q24 출하량 (백만대)	YoY	2Q24 시장점유율
Samsung	53.5	1%	19%
Apple	45.6	6%	16%
Xiaomi	42.3	27%	15%
Vivo	25.9	19%	9%
Transsion	25.5	12%	9%
Others	96.2	14%	33%
Total	288.9	12%	100%

자료: Canalys, 키움증권 리서치

2Q24 샤오미 지역별 스마트폰 시장점유율



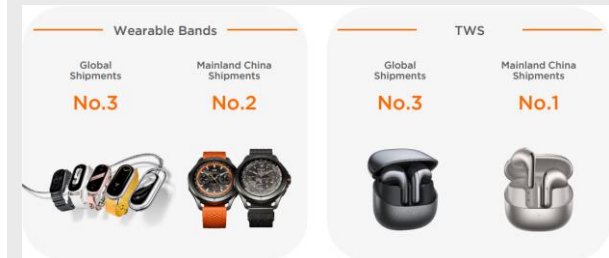
자료: Canalys, 샤오미, 키움증권 리서치

2Q24 업체별 글로벌 태블릿 출하량

	2Q24 출하량 (백만대)	YoY	2Q24 시장점유율
Apple	13.9	19%	39%
Samsung	6.8	13%	19%
Huawei	2.5	51%	7%
Lenovo	2.5	16%	7%
Xiaomi	2.1	106%	6%
Others	8.1	4%	23%
Total	35.9	18%	100%

자료: Canalys, 키움증권 리서치

2Q24 샤오미 제품별 시장점유율 순위

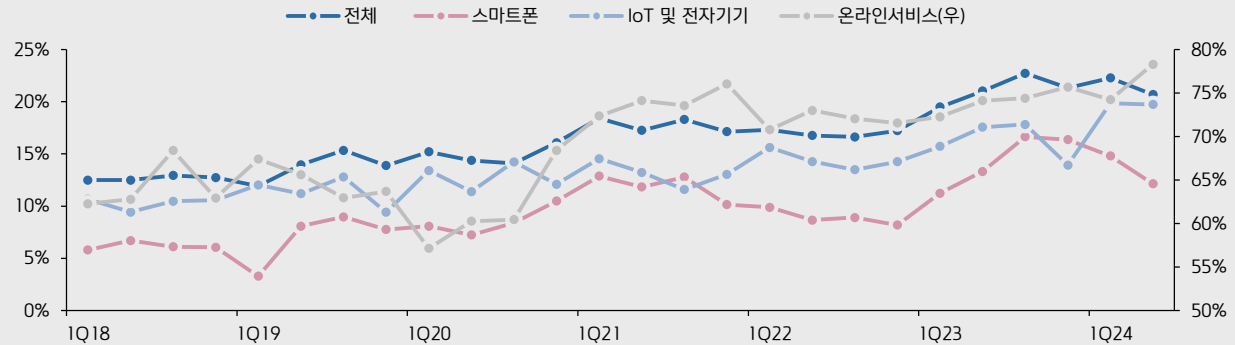


자료: Canalys, 샤오미, 키움증권 리서치



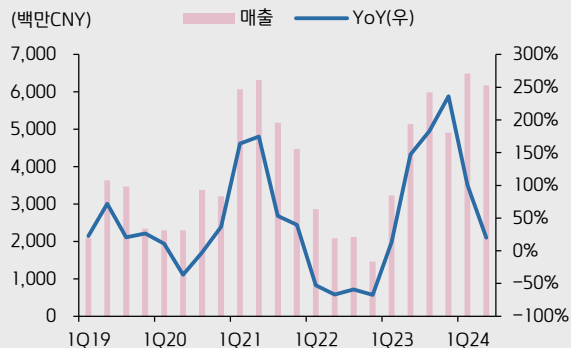
◆ IoT/전자기기 및 온라인서비스가 스마트폰 사업 수익성 부진을 일부 상쇄할 것으로 예상

샤오미 사업부문별 GPM 추이



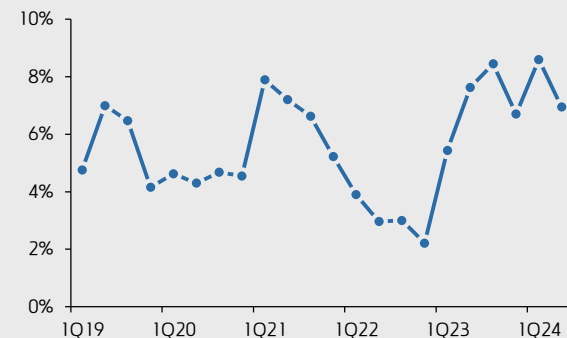
자료: 샤오미, 키움증권 리서치

샤오미 분기별 Non-IFRS 순이익 및 증가율



자료: 샤오미, 키움증권 리서치

샤오미 분기별 Non-IFRS 순이익률



자료: 샤오미, 키움증권 리서치



◆ 전기차 판매량 11월까지 기존 목표치인 10만대 조기 달성 계획, 하반기 수익성 개선 지속 기대

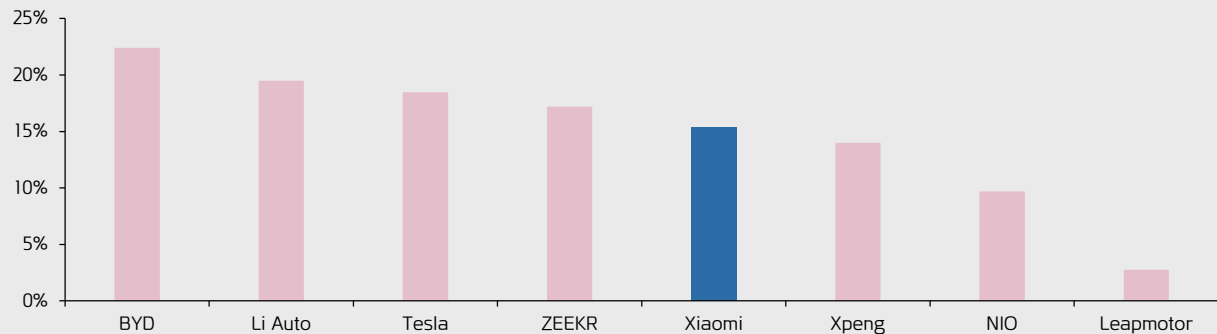
샤오미 2Q24 전기차 인도량 및 목표

- 27,307 Xiaomi SU7 Delivered in Q2
- Expected to Deliver 100,000 Vehicles by November 2024
- Target to Deliver 120,000 Vehicles in 2024



자료: 샤오미, 키움증권 리서치

2Q24 주요 기업 전기차 사업 GPM 비교



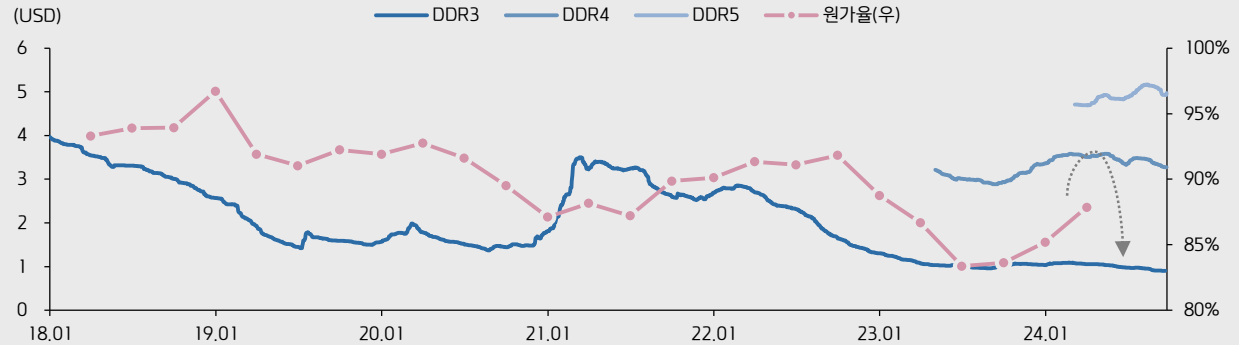
주: BYD는 추정치

자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치



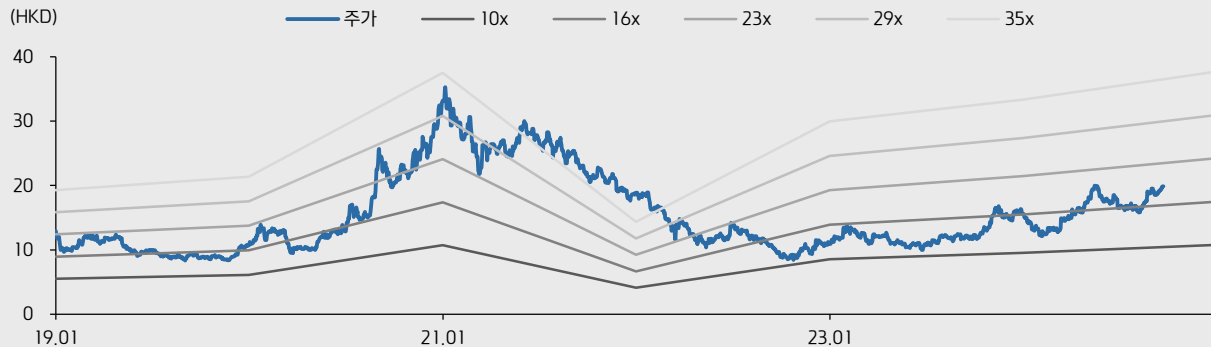
◆ 메모리 가격 하락은 스마트폰 사업 수익성에 긍정적으로 작용 기대

DRAM 현물 가격 및 샤오미 스마트폰 사업 원가율 추이



주: DDR5는 16Gb(2Gx8) 4800/5600Mbps, DDR4는 16Gb(2Gx8) 3200Mbps, DDR3는 4Gb(512Mx8) 1600MHz 기준
자료: DRAMexchange, 키움증권 리서치

샤오미 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	205,839	245,866	328,309	280,044	270,970
매출&서비스 매출	177,285	209,114	270,048	232,467	213,494
매출총이익, GAAP	28,554	36,752	58,261	47,577	57,476
판매비	13,482	18,286	25,720	26,437	24,353
연구개발비	7,493	9,256	13,167	16,028	19,098
영업이익, GAAP	11,664	23,266	26,067	4,090	19,681
영업외 (이익)손실	-499	1,632	1,650	156	-2,330
세전이익, GAAP	12,163	21,633	24,417	3,934	22,011
법인세비용	2,060	1,321	5,134	1,431	4,537
당기순이익, GAAP	10,044	20,356	19,339	2,474	17,475
EPS, GAAP	0.42	0.85	0.78	0.10	0.70
희석 EPS, GAAP	0.41	0.83	0.76	0.10	0.69
영업이익, 조정	11,664	23,266	26,067	4,090	19,681
당기순이익, 조정	10,044	20,356	19,339	2,474	17,475
EBITDA	13,045	24,974	29,129	7,797	24,517

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	25,189	23,189	11,271	-3,481	44,271
감가상각비, 무형자산상각비	1,381	1,708	3,062	3,707	4,836
운전자본 변동	9,553	4320	-15725	-21255	17,319
투자활동으로 인한 현금흐름	-33,168	-19,489	-47,154	13,620	-38,897
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-3,405	-3,026	-7,169	-5,800	-6,269
유, 무형자산 처분	68	63,088	35	17	73
재무활동으로 인한 현금흐름	3,340	26,715	5,159	-6,835	253
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	6,041	-2,498	8111	-4,073	3,646
차사주매입	-2,745	25508,562	-6924	-2302	-1287
현금증가	-4,310	28,833	-31241	4,096	6,024
기초현금	30,230	25,920	54,752	23,512	27,607
기말현금	25,920	54,752	23,512	27,607	33,631
FCF	21,784	20,163	4,102	-9,280	38,002
FCFF	22,223	23,323	6,346	-8933	39,237

재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	183,629	253,680	292,892	273,507	324,247
유동자산	137,539	176,283	185,851	160,415	199,053
현금 및 현금성자산	63,906	95,725	86,173	67,777	107,708
매출채권	6,949	10,161	18,000	11,835	12,277
재고자산	32,585	41,671	52,398	50,438	44,423
비유동자산	46,090	77,397	107,040	113,092	125,195
유형자산	10,825	11,671	16,256	19,503	23,700
무형자산	1,672	4,266	5,579	4,630	8,629
부채총계	101,972	129,666	155,459	129,584	159,986
유동부채	92,181	107,927	115,727	89,628	115,588
매입채무	68,709	86,129	95,670	71,971	88,839
단기성부채	13,236	7,325	7,060	3,098	6,895
비유동부채	9,791	21,739	39,732	39,957	44,398
장기성부채	5,348	11,151	22,468	22,958	22,930
자본총계	81,658	124,014	137,432	143,923	164,262

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	4.88	8.28	5.89	0.88	6.45
영업이익률	5.67	9.46	7.94	1.46	7.26
EBITDA 마진	6.34	10.16	8.87	2.78	9.05
ROE	13.16	19.86	14.82	1.76	11.36
ROA	6.11	9.31	7.08	0.87	5.85
ROIC	10.57	17.98	13.19	1.53	8.48
부채비율	22.85	14.94	21.52	18.14	18.19
순차입금비율	-55.50	-62.29	-41.22	-28.99	-47.41
EBITDA/현금지급이자	59.57	49.98	44.14	7.64	32.34
현금비율	0.69	0.89	0.74	0.76	0.93
유동비율	1.49	1.63	1.61	1.79	1.72
PER	22.78	32.92	19.75	96.74	20.26
PBR	2.84	5.69	2.80	1.68	2.17
EV/EBIT	15.95	26.95	12.59	48.83	14.10
EV/EBITDA	14.26	25.10	11.27	25.61	11.32

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



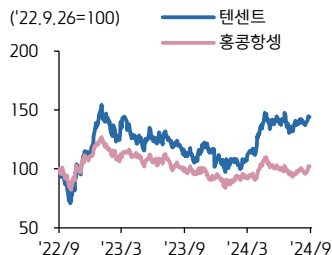
현재주가 (09/23) HKD 387.60

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	SNS
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	18,247.1
시가총액(mln)	3,282,954.3
유통주식수(mln)	9,342.5
52주 최고	401.00
52주 최저	260.20
일평균거래량	18,447,200

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	32.0	3.2	33.1	25.4
홍콩항생	7.0	3.6	8.2	2.0



◆ 투자포인트 1. 상대적으로 높은 실적 성장 가시성

- 텐센트는 중국 게임 매출 Top10 중 5~6개를 안정적으로 유지. 전체 매출의 30%를 차지하는 게임 사업은 2H24 중국 매크로 부진으로 인한 광고 및 핀테크 성장 둔화를 상쇄할 것으로 예상
- 특히 상대적으로 수익성이 높은 Video Accounts/미니게임 관련 사업 성장으로 인해 견조한 이익 성장이 지속됨. 2Q24 GPM은 53%로 YoY +6%p, QoQ 1%p 상승하며 2017년 이래 최고치 기록 중

◆ 투자포인트 2. 주주환원 정책이 주가 하방을 지지할 것

- 2024년 상반기 기준 자사주 매입 규모는 523억HKD. 상반기 기준 792억HKD 규모의 순현금 자산 및 높은 현금 창출능력은 '24년 1,000억HKD 자사주 매입 계획을 가능하게 할 전망이다, 이는 주가 하방을 지지할 것

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	560,118	554,552	609,015	660,582	721,082
영업이익	159,539	143,203	191,886	210,558	240,903
OPM(%)	28	26	32	32	33
순이익	123,788	115,649	157,688	214,478	236,828
PER(배)	15.8	14.9	21.9	15.8	14.3
PBR(배)	4.4	3.9	3.1	3.4	2.9
ROE(%)	29.8	24.6	15.1	19.9	18.8
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.8		

주: Non-IFRS 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 하반기 게임사업 반등이 외형성장 견인할 것

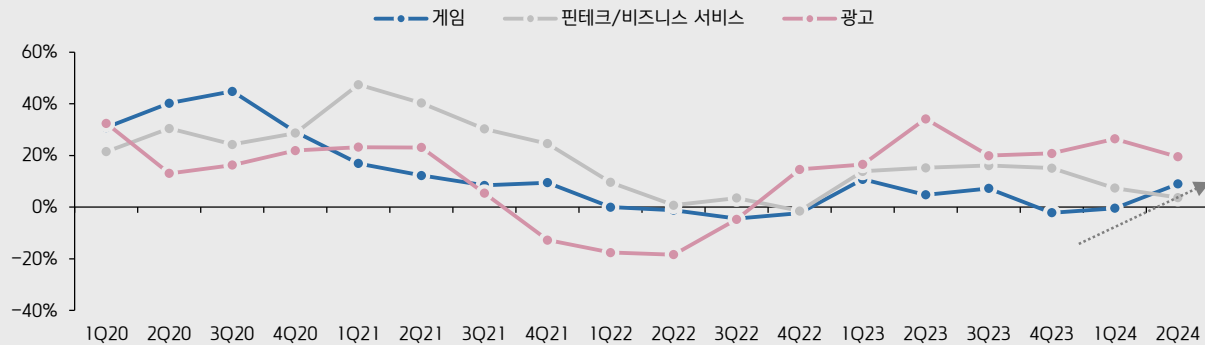
2024년 8월 중국 스마트폰 게임 매출 순위

Current Period Rank	Change	Unified App	Game Title
1	▲ 1		Honor of Kings
2	▼ 1		Dungeon & Fighter Mobile
3	=		Game For Peace
4	▲ 7		Teamfight Tactics
5	▲ 3		三国：谋定天下
6	▲ 1		League of Legends: Wild Rift
7	▲ 5		永劫无间
8	NEW		AFK Journey
9	=		Whiteout Survival
10	▲ 5		CrossFire

주: 빨간색 표시는 텐센트 게임

자료: Sensor Tower, 키움증권 리서치

텐센트 주요 사업부문별 매출 증가율

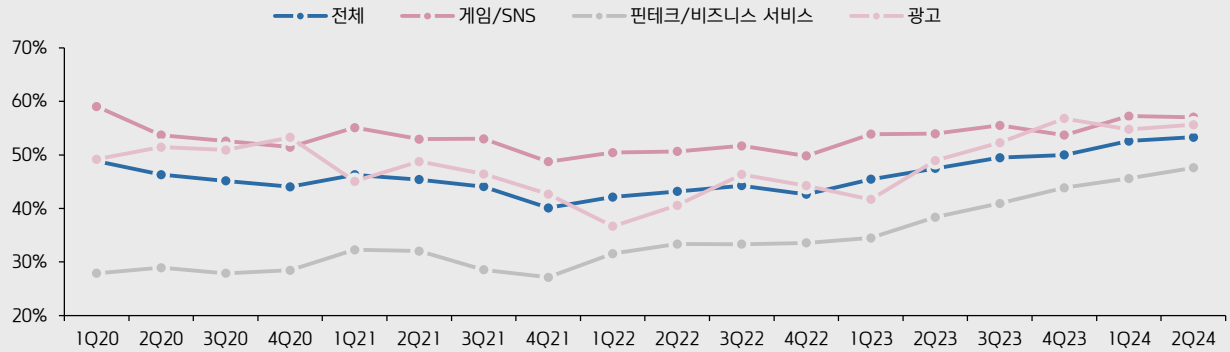


자료: 텐센트, 키움증권 리서치



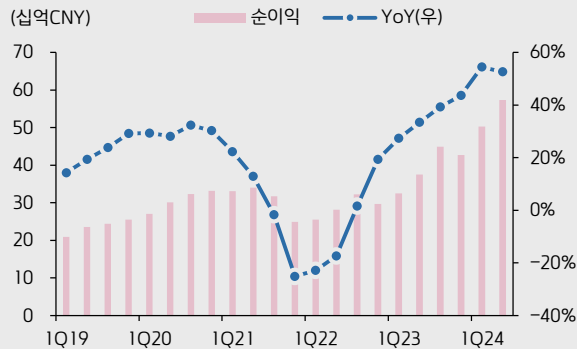
◆ 사업 전반에 걸친 수익성 개선이 견조한 이익 성장에 기여

텐센트 전체 및 사업부문별 GPM 추이



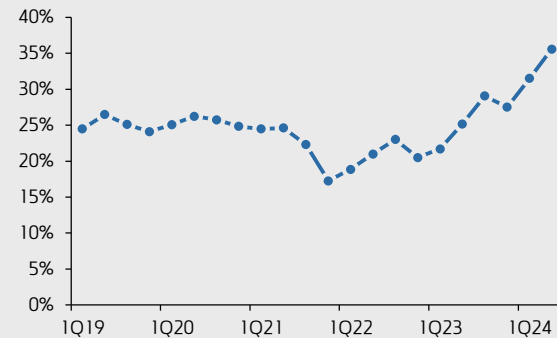
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 분기별 Non-IFRS 순이익 및 증가율



자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 분기별 Non-IFRS 순이익률



자료: 텐센트, 키움증권 리서치



- ◆ 2Q24 예상치 대비 매출은 부합, 이익은 상회. 매크로 불확실성에도 불구하고 게임 사업 성장 지속 기대
 - 2Q24 매출 1,611억위안(YoY +8%), Non-IFRS 영업이익 584억위안(YoY +27%)으로 예상치 대비 매출 부합, 이익 상회. 부진한 중국 경기 영향에도 불구하고 게임사업의 성공적인 반등이 외형성장을 견인했으며, Video Accounts/Mini Programs이 수익성 개선에 기여
 - 향후 추가 신작의 흥행 여부에 대한 불확실성은 불가피하나, DnF Mobile의 본격적인 실적 기여(5월말 출시) 및 기존 인기 게임의 회복세를 통해 하반기 게임 매출 반등 지속 기대. 이는 광고/핀테크 사업의 성장 둔화를 상쇄할 것으로 예상

텐센트, 사업부문별 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
매출	149,208	154,625	155,196	159,501	161,117
VAS	74,211	75,748	69,079	78,629	78,822
Games	44,500	46,000	40,900	48,100	48,500
Social Networks	29,700	29,700	28,200	30,500	30,300
FinTech & Business Services	48,635	52,048	54,379	52,302	50,440
Online Advertising	25,003	25,721	29,794	26,506	29,871
Others	1,359	1,108	1,944	2,064	1,984
YOY					
매출	11%	10%	7%	6%	8%
VAS	4%	4%	-2%	-1%	6%
Games	5%	7%	-2%	0%	9%
Social Networks	2%	0%	-1%	-2%	2%
FinTech & Business Services	15%	16%	15%	7%	4%
Online Advertising	34%	20%	21%	26%	19%
Others	-10%	3%	-26%	110%	46%
수익성					
GPM	47%	49%	50%	53%	53%
VAS	54%	56%	54%	57%	57%
FinTech & Business Services	38%	41%	44%	46%	48%
Online Advertising	49%	52%	57%	55%	56%
Others	-8%	-25%	-16%	23%	15%

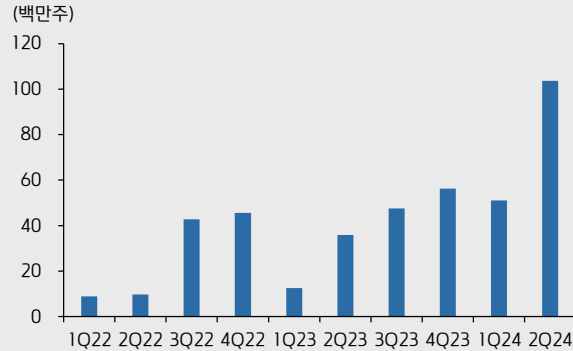
주: Non-IFRS 기준

자료: 텐센트, 키움증권 리서치



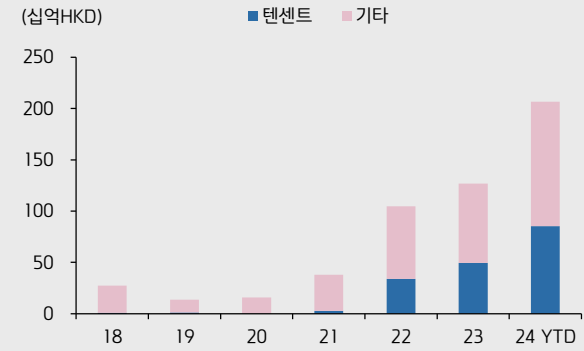
◆ 주주환원 정책이 주가 하방을 지지할 것

텐센트 자사주 매입 규모



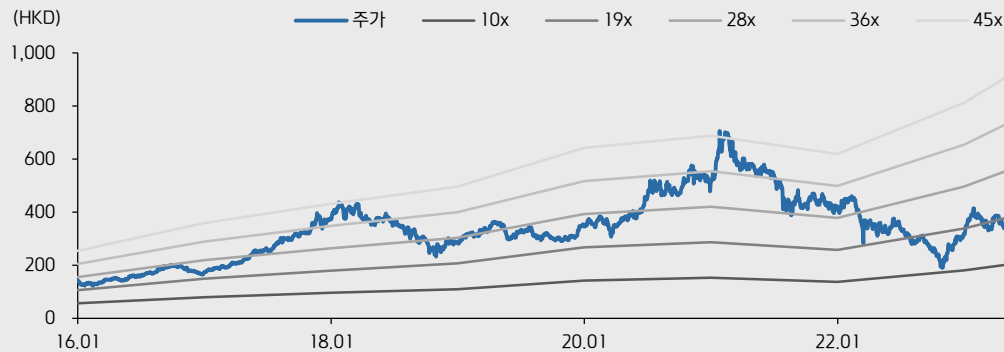
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

홍콩 상장기업 자사주 매입 추이



주: 9월 20일 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	377,289	482,064	560,118	554,552	609,015
매출&서비스 매출	209,756	260,532	314,174	315,806	315,906
매출총이익, GAAP	167,533	221,532	245,944	238,746	293,109
판매비	74,842	99,379	128,042	133,068	134,471
연구개발비	—	—	51,880	61,401	64,078
영업이익, GAAP	111,366	175,515	264,310	109,879	159,528
영업외 (이익)손실	1,966	-4,507	16,248	-100,346	-1,796
세전이익, GAAP	109,400	180,022	248,062	210,225	161,324
법인세비용	13,512	19,897	20,252	21,516	43,276
당기순이익, GAAP	93,310	159,847	224,822	188,243	115,216
EPS, GAAP	9.86	16.84	23.60	19.76	12.19
희석 EPS, GAAP	9.64	16.52	23.16	19.34	11.89
영업이익, 조정	111,366	175,515	264,310	109,879	159,528
당기순이익, 조정	93,310	159,847	224,822	188,243	115,216
EBITDA	156,039	226,289	321,980	171,095	218,536

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	149,443	194,806	175,908	147,447	222,844
감가상각비, 무형자산상각비	44,673	50,774	57,670	61,216	59,008
운전자본 변동	15,330	27,423	891	-18,472	19,233
투자활동으로 인한 현금흐름	-124,070	-189,718	-186,796	-115,569	-137,521
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-56,988	-66,599	-62,165	-50,850	-47,407
유, 무형자산 처분	4	0	191	376	257
재무활동으로 인한 현금흐름	8,719	20,723	29,145	-50,611	-71,095
지급배당금	-8,315	-10,339	-12,503	-12,952	-20,983
차입금의 증가(감소)	20,561	40,953	55,367	438	2,652
차사주매입	-2,180	-149	-3954	-31,194	-47,075
현금증가	35,177	19,807	15,168	-11,227	15,581
기초현금	97,814	132,991	152,798	167,966	156,739
기말현금	132,991	152,798	167,966	156,739	172,320
FCF	122,321	155,389	144,902	124,242	201,479
FCFF	128,994	162,404	151,435	132,637	210,456

재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	953,986	1,333,400	1,612,400	1,578,100	1,577,200
유동자산	253,968	317,647	484,812	565,989	518,446
현금 및 현금성자산	187,391	229,011	264,101	290,756	379,155
매출채권	35,839	44,981	49,331	45,467	46,606
재고자산	718	814	1,063	2,333	456
비유동자산	700,018	1,015,753	1,127,588	1,012,111	1,058,754
유형자산	77,215	93,802	106,033	103,777	104,458
무형자산	128,860	159,437	171,376	161,802	177,727
부채총계	465,162	555,382	735,671	795,271	703,565
유동부채	240,156	269,079	403,098	434,204	352,157
매입채무	136,813	162,590	287,140	319,662	199,571
단기성부채	36,508	18,064	24,449	28,380	61,852
비유동부채	225,006	286,303	332,573	361,067	351,408
장기성부채	196,012	244,400	299,027	330,761	309,388
자본총계	488,824	778,043	876,693	782,860	873,681

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	24.73	33.16	40.14	33.95	18.92
영업이익률	29.52	36.41	47.19	19.81	26.19
EBITDA 마진	41.36	46.94	57.48	30.85	35.88
ROE	24.68	28.13	29.77	24.64	15.06
ROA	11.12	13.98	15.26	11.80	7.30
ROIC	15.38	17.54	21.49	8.38	9.68
부채비율	53.74	37.28	40.12	49.78	45.91
순차입금비용	9.23	4.30	6.77	8.74	-0.91
EBITDA/현금지급이자	22.14	31.98	42.79	18.31	19.04
현금비용	0.78	0.85	0.66	0.67	1.08
유동비율	1.06	1.18	1.20	1.30	1.47
PER	34.07	28.19	15.78	14.95	21.90
PBR	7.39	6.45	4.43	3.90	3.12
EV/EBIT	29.61	26.49	14.01	26.76	16.15
EV/EBITDA	21.13	20.55	11.50	17.18	11.79

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



Compliance Notice

- 당사는 09월 24일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

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, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.