

귀주모태주 (600519 CH)

‘공동부유’ 기조 속 백절불굴

매수
(유지)

목표가: CNY 2,300.00 ▲
상승여력: 22.8%

김지은 jinzhien@miraeeasset.com

3Q21 실적 리뷰

계열주 판매 호조, 직판 매출 비중 지속 확대

- 3Q21 매출 256억위안(+9.9%YoY), 지배주주순이익 126억위안(+12.4%YoY)
- 3Q21 마오타이 매출액 220억위안(+5.5%YoY), 계열주 35억위안(+48.1%YoY)
- 3Q21 계열주 매출 비중 13%(+3.1%pt YoY), 직판 비중 20.3%(+6.2%pt YoY)
- GP마진 90.9%(-0.3%pt YoY), NP마진 47.9%(+1.0%pt YoY)

1) 계열주 판매 호조 및 연초 출고가 인상에 따른 실적 견인 2) 21년 한정적인 마오타이 생산량으로 매출 성장폭 제한적, 직판 비중확대 및 연초 비표준주 가격 인상에 따른 성장세로 판단 3) 원가인상 및 계열주 판매 비중 확대에 따른 GP마진 소폭 하락

최근 이슈 및 투자 의견

귀주모태주 6년 만에 상한가 (21.09.27)

- 새로운 경영진을 향한 기대감 상승, 출고가 인상 가능성 등 반영
- 추가 상승 모멘텀: 향후 출고가 인상 발표 및 실행 시점 주목 필요
- 이르면 22년 상반기, 늦어도 23년 하반기 출고가 인상 예상, 인상을 약 20% 전망

백주 소비세 대상 확대 영향 주목 (21.10.18)

- 소비세 개혁 대상 확대 예정으로 영향이 우려되나, 유통채널의 복잡성 및 시급성으로 개혁 대상 우선순위에서 밀려남
- 월등한 브랜드 파워로 가격 결정권 보유, 럭셔리 브랜드와 유사한 성격의 소비재로서 가격 저항력 상대적 낮음, 소비자 및 도매상에게 가격 전가 가능성 높음
- 주류 기업별 차별화 확대 예상. 중소 주류기업은 낮은 마진율과 가격 협상력으로 큰 타격 예상. 반면 선두 백주기업의 집중도는 지속 상승할 전망
- 소비세 정책 실행으로 인한 주가 조정은 장기적인 매수 기회가 될 것

투자 의견 매수 유지, 목표주가 CNY 2,300 (P/E 45 적용)

- 21F/22F 매출액 12%/18% 성장, EPS 14%, 19% 증가 전망 (*21년 가이드스 10.5%)

Key data



현재주가 (21/10/25, CNY)	1,873.03	시가총액 (CNY)	2,352.9
거래소	Shanghai	시가총액 (조원)	430.73
EPS 성장률 (21F,%)	14.4	유통주식수 (백만주)	374.8
P/E (21F,x)	44.2	52주 최저가 (CNY)	1,525.50
MKT P/E (21F,x)	13.2	52주 최고가 (CNY)	2,627.88
배당수익률 (%)	1.0		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.6	-11.2	9.2
상대주가	10.7	-14.5	-0.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (백만CNY)	77,199	88,854	97,993	109,707	129,042	150,763
영업이익 (백만CNY)	51,339	59,063	66,395	74,841	88,848	104,187
영업이익률 (%)	66.5	66.5	67.8	68.2	68.9	69.1
순이익 (백만CNY)	35,204	41,206	46,697	53,292	63,594	74,696
EPS (CNY)	28.0	32.8	37.2	42.4	50.6	59.5
ROE (%)	33.0	31.8	30.2	29.3	30.0	30.1
P/E (배)	21.1	36.1	53.7	44.2	37.0	31.5
P/B (배)	6.3	10.5	15.0	12.0	10.3	8.8

표 1. 실적 전망 변경

(백만 CNY)

	Old			New			Change		
	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F
매출액	110,041	129,087	150,689	109,707	129,042	150,763	-0.3%	0.0%	0.0%
매출총이익	101,052	119,050	139,356	100,695	118,890	139,438	-0.4%	-0.1%	0.1%
EBIT	74,665	88,998	104,122	74,841	88,848	104,187	0.2%	-0.2%	0.1%
세전이익	74,385	88,723	103,971	74,561	88,574	104,036	0.2%	-0.2%	0.1%
지배주주순이익	53,407	63,348	74,649	53,292	63,594	74,696	-0.2%	0.4%	0.1%
EPS(위안)	42.5	50.4	59.4	42.4	50.6	59.5	-0.2%	0.4%	0.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 전망

(백만 CNY)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	77,199	88,854	97,993	109,707	129,042	150,763
(% YoY)	26.4%	15.1%	10.3%	12.0%	17.6%	16.8%
주류	73,565	85,345	94,822	106,416	125,816	147,747
(% YoY)	26.5%	16.0%	11.1%	12.2%	18.2%	17.4%
마오타이	65,487	75,802	84,831	93,912	111,470	129,261
(% YoY)	25.0%	15.8%	11.9%	10.7%	18.7%	16.0%
계열주	8,077	9,542	9,991	12,504	14,346	18,487
(% YoY)	39.9%	18.1%	4.7%	25.2%	14.7%	28.9%
기타	3,635	3,510	3,171	3,291	3,226	3,015
(% YoY)	25.6%	-3.4%	-9.6%	3.8%	-2.0%	-6.5%
매출원가	6,659	7,576	8,265	9,012	10,152	11,324
(% YoY)	9.6%	13.8%	9.1%	9.0%	12.7%	11.5%
매출총이익	70,540	81,278	89,728	100,695	118,890	139,438
(% YoY)	28.3%	15.2%	10.4%	12.2%	18.1%	17.3%
(% of 매출액)	91.4%	91.5%	91.6%	91.8%	92.1%	92.5%
영업비용	19,210	22,234	23,346	25,872	30,062	35,275
(% YoY)	19.3%	15.7%	5.0%	10.8%	16.2%	17.3%
(% of 매출액)	24.9%	25.0%	23.8%	23.6%	23.3%	23.4%
EBIT	51,339	59,063	66,395	74,841	88,848	104,187
(% YoY)	32.0%	15.0%	12.4%	12.7%	18.7%	17.3%
(% of 매출액)	66.5%	66.5%	67.8%	68.2%	68.9%	69.1%
EBITDA	52,505	60,296	67,702	76,131	90,479	105,972
세전이익(GAAP)	50,828	58,783	66,197	74,561	88,574	104,036
(% YoY)	31.2%	15.7%	12.6%	12.6%	18.8%	17.5%
(% of 매출액)	65.8%	66.2%	67.6%	68.0%	68.6%	69.0%
법인세비용	12,998	14,813	16,674	18,640	22,143	26,009
당기순이익	37,830	43,970	49,523	55,921	66,430	78,027
비지배주주순이익	2,626	2,764	2,826	2,629	2,836	3,331
지배주주순이익	35,204	41,206	46,697	53,292	63,594	74,696
(% YoY)	30.0%	17.1%	13.3%	14.1%	19.3%	17.5%
(% of 매출액)	45.6%	46.4%	47.7%	48.6%	49.3%	49.5%

자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 귀주모태주 - P/E valuation table

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
지배주주순이익 (CNYmn)	35,204	41,206	46,697	53,292	63,594	74,696
YoY growth	30.0%	17.1%	13.3%	14.1%	19.3%	17.5%
EPS (CNY)	28.0	32.8	37.2	42.4	50.6	59.5
YoY growth	30.0%	17.1%	13.3%	14.1%	19.3%	17.5%
P/E (x)	21.1	36.1	53.7	44.2	37.0	31.5

2022F EPS (CNY)	50.6
목표배수 (x)	45
적정주가 (CNY)	2,278
목표주가 (CNY)	2,300
현재주가 (CNY)	1,873
상승여력	22.8%

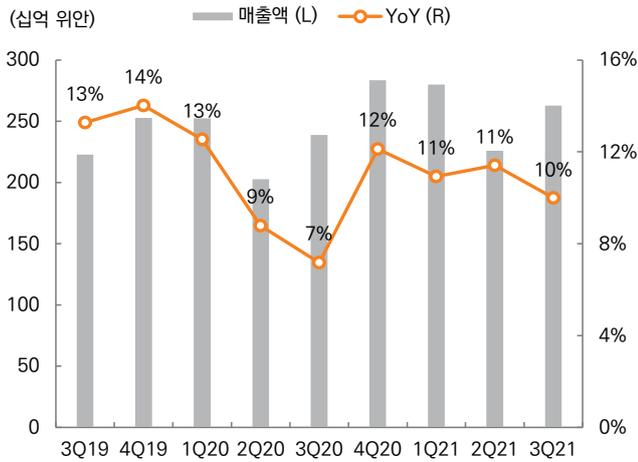
주: 목표배수= 22년/23년 주요 프리미엄 백주경쟁사 평균 P/E * 프리미엄 50% 적용
 자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Peer valuation

기업명	종목코드	주가 (현지통화)	시가총액 (US\$m)	P/E (x)			ROE (%)			EPS Growth			Dividend yield		
				21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F
귀주모태주	600519 CH	1,873.0	368,758	44.5	38.1	32.9	28.6	27.5	27.7	13.3	16.9	15.7	1.2	1.4	1.6
주요 프리미엄 백주 기업															
오랑액	000858 CH	220.4	134,055	35.1	29.3	24.9	24.9	25.2	25.2	22.3	19.6	17.8	1.4	1.7	2.0
노주노교	000568 CH	230.6	52,937	44.8	36.3	30.0	27.8	28.5	28.3	25.4	23.5	21.1	1.1	1.3	1.6
Average				39.9	32.8	27.4	26.4	26.9	26.8	23.8	21.5	19.4	1.3	1.5	1.8
주요 백주 기업															
안호이저-부시	ABI BB	48.2	115,660	19.7	16.9	14.8	8.0	8.9	9.4	307.0	16.6	14.3	1.5	1.9	2.4
디아지오	DGE LN	3,649.5	117,256	27.3	24.8	22.7	43.0	45.1	48.5	17.3	10.0	9.5	2.1	2.2	2.4
페르노 리카	RI FP	200.1	61,074	27.9	24.9	23.0	11.9	12.7	13.2	43.3	12.1	8.5	1.8	2.1	2.1
암베브	ABEV US	2.6	41,243	20.6	19.2	16.5	14.5	15.6	17.6	-	7.5	15.9	3.3	4.2	4.8
브라운-포맨	BF/B US	69.5	32,589	40.8	36.3	32.4	29.3	30.2	30.2	(9.9)	12.4	12.0	1.1	1.1	1.2
화룬맥주	291 HK	59.1	24,665	36.3	33.3	27.2	18.9	17.2	18.7	105.4	9.1	22.5	1.2	1.3	1.5
아사히 그룹 홀딩스	2502 JP	4,933.0	22,005	15.7	14.3	13.0	10.1	10.2	10.3	60.2	9.7	10.0	2.2	2.4	2.7
기린 홀딩스	2503 JP	1,971.5	15,854	18.0	13.8	12.4	11.3	12.6	13.6	28.3	30.5	11.2	3.3	3.5	3.6
청도맥주	600600 CH	83.5	14,400	40.6	34.0	28.8	12.6	13.7	14.6	26.2	19.3	18.1	1.0	1.2	1.4
중경맥주	600132 CH	135.9	10,306	59.8	47.0	38.8	102.8	95.1	84.3	1.9	27.2	21.1	1.0	1.5	1.8
연경맥주	000729 CH	6.4	2,809	63.6	50.9	43.9	1.9	2.4	2.8	42.9	25.0	16.0	0.4	0.5	0.6
하이트진로	000080 KS	37,200.0	2,233	27.2	22.7	19.7	8.8	10.1	10.9	9.6	20.2	14.8	2.0	2.1	2.2
Average				33.1	28.2	24.4	22.8	22.8	22.8	57.5	16.7	14.5	1.7	2.0	2.2
주요 글로벌 명품 기업															
모엣 헤네시 루이비통	MC FP	663.3	390,216	31.8	28.5	25.7	25.1	24.3	22.8	123.5	11.4	11.1	1.2	1.4	1.6
에르메스	RMS FP	1,355.5	166,782	61.7	56.3	50.6	27.3	24.9	23.1	65.4	9.6	11.3	0.5	0.6	0.6
프라다	1913 HK	48.4	15,932	59.4	39.9	33.0	7.7	10.8	13.3	(528.6)	48.9	20.9	1.0	1.6	1.7
Average				51.0	41.6	36.4	20.0	20.0	19.8	-113.2	23.3	14.4	0.9	1.2	1.3

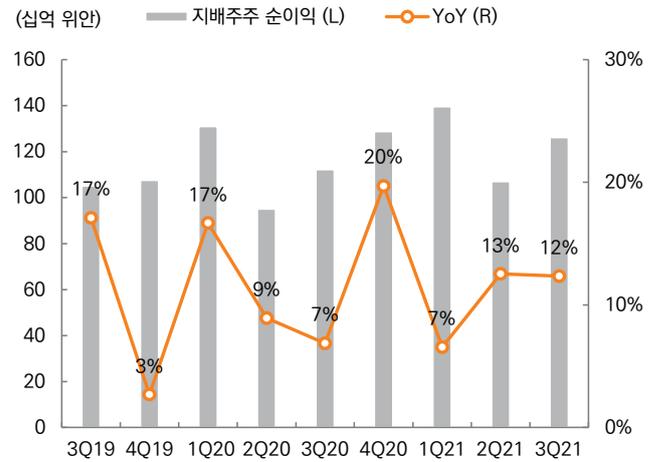
주: 2021.10.25기준
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 귀주모태주 분기별 매출액 추이



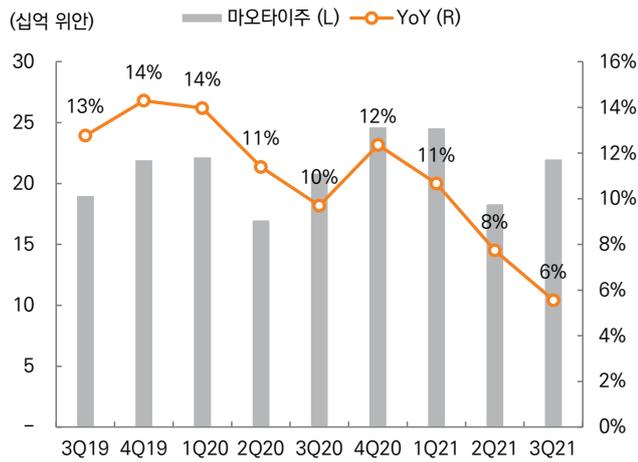
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 귀주모태주 분기별 지배주주 순이익 추이



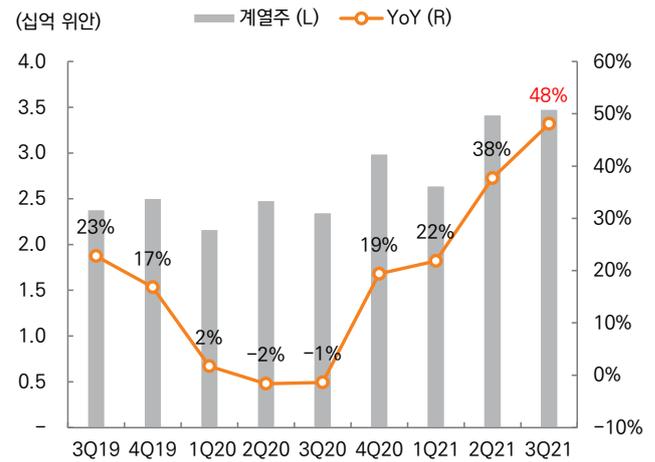
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 마오타이주 분기별 매출액 추이



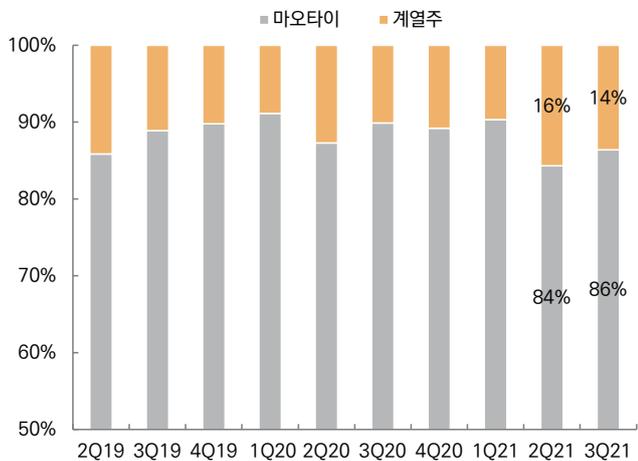
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 계열주 분기별 매출액 추이



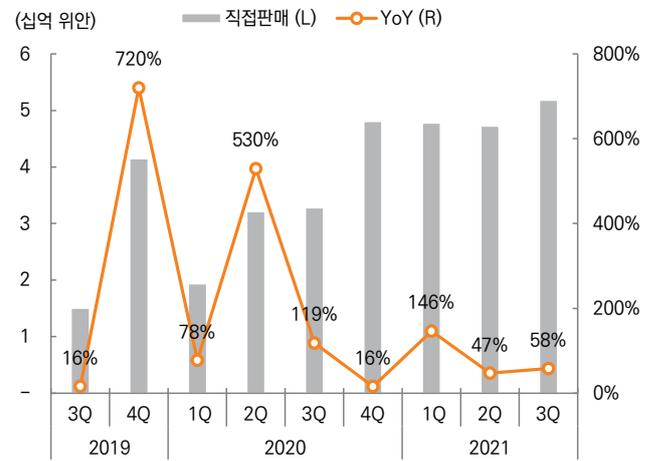
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 마오타이주, 계열주 분기별 매출 비중 추이



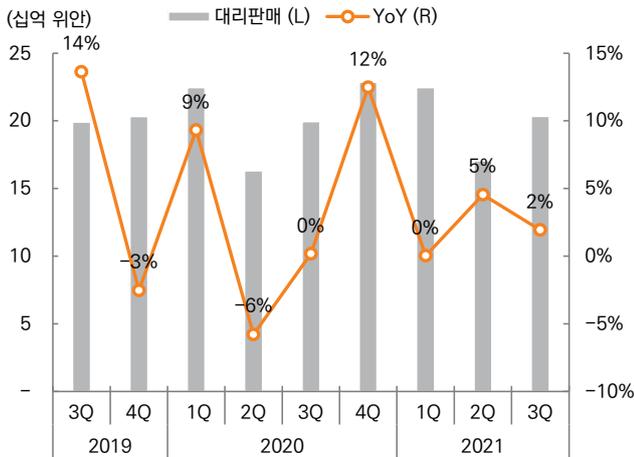
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 직접채널 분기별 매출액 추이



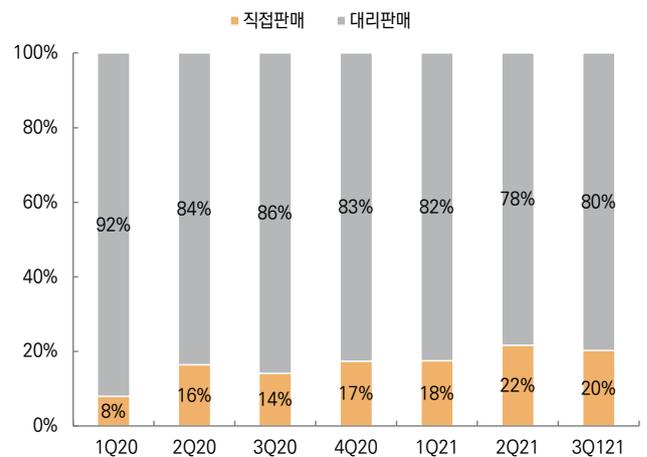
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 대리판매채널 분기별 매출액 추이



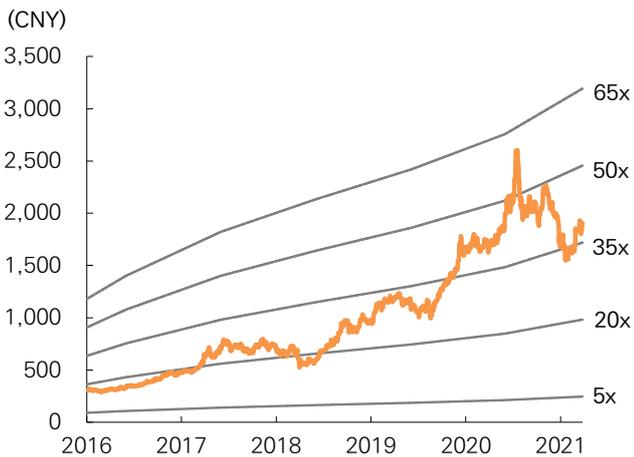
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 직판채널, 대리판매채널 분기별 매출 비중 추이



자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 귀주모태주 5 year P/E차트



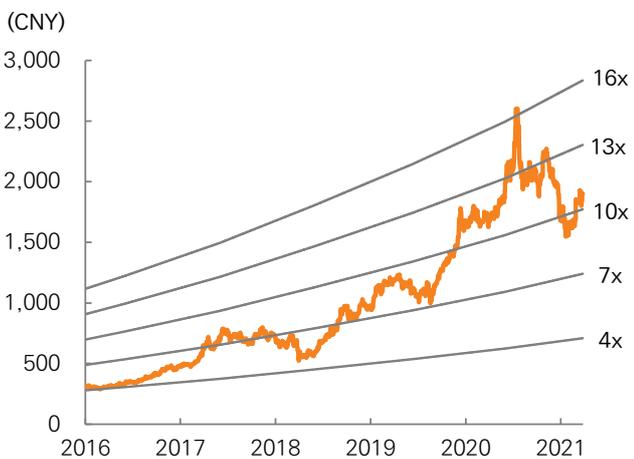
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 귀주모태주 5 year P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 귀주모태주 5 year P/B차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 귀주모태주 5 year P/B 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 (600519 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만 위안)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	97,993	109,707	129,042	150,763
매출원가	8,265	9,012	10,152	11,324
매출총이익	89,728	100,695	118,890	139,438
영업비용	23,346	25,872	30,062	35,275
기타영업수익	13	17	20	24
EBIT	66,395	74,841	88,848	104,187
EBITDA	67,702	76,131	90,479	105,972
비영업손익	-209	-280	-275	-151
세전이익(Adjusted)	66,186	74,561	88,574	104,036
세전이익(GAAP)	66,197	74,561	88,574	104,036
법인세비용	16,674	18,640	22,143	26,009
비지배주주손이익	2,826	2,629	2,836	3,331
지배주주손이익	46,697	53,292	63,594	74,696

Growth & margins

	2020	2021F	2022F	2023F
Revenue growth	10.3%	12.0%	17.6%	16.8%
Gross profit growth	10.4%	12.2%	18.1%	17.3%
EBIT growth	12.4%	12.7%	18.7%	17.3%
Net profit growth	13.3%	14.1%	19.3%	17.5%
EPS growth	13.3%	14.1%	19.3%	17.5%
Gross margin	91.6%	91.8%	92.1%	92.5%
EBIT margin	67.8%	68.2%	68.9%	69.1%
Net profit margin	47.7%	48.6%	49.3%	49.5%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만 위안)	2020	2021F	2022F	2023F
지배주주손이익	46,697	53,292	63,594	74,696
감가상각비&무형자산상각비	1,306	1,290	1,631	1,784
비현금항목	3,255	2,194	1,290	1,508
운전자본변동	857	-1,503	-3,714	-6,051
영업활동으로 인한 현금흐름	52,116	55,273	62,802	71,937
Capex	-2,090	-2,194	-6,452	-4,523
기타	285	-17	-17	-83
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,805	-2,211	-6,469	-4,606
배당금	-21,834	-27,712	-33,705	-39,589
차입금 증가(감소)	3,193	1,433	-4,242	-749
자본금 증가(감소)	0	0	0	0
기타재무활동	-5,934	-2,599	-3,300	-7,683
재무활동으로 인한 현금흐름	-24,574	-28,878	-41,246	-48,021
현금의 증감	25,737	24,183	15,086	19,309
기초현금	3,532	29,269	53,453	68,539
기말현금	29,269	53,453	68,539	87,848

자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만 위안)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	185,652	214,775	248,659	288,137
현금 및 현금성자산	29,269	53,453	68,539	87,848
매출채권 및 기타채권	1,533	1,755	2,065	1,980
재고자산	28,869	32,315	39,293	52,767
기타유동자산	125,981	127,253	138,763	145,541
비유동자산	27,744	32,096	37,159	43,059
유형자산	23,476	24,307	29,127	31,863
장기투자 및 채권	2,983	2,194	1,290	4,589
기타	1,285	5,594	6,742	6,606
자산총계	213,396	246,871	285,819	331,195
유동부채	45,674	50,940	57,162	64,100
매입채권	18,110	20,275	23,848	31,187
단기금융부채	14,242	15,674	11,433	10,684
기타유동부채	13,322	14,991	21,881	22,230
비유동부채	1	2	2	2
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	2	2	2
부채총계	45,675	50,942	57,164	64,102
지배주주지분	161,323	186,903	216,792	251,899
비지배주주지분	6,398	9,027	11,863	15,194
자본총계	167,721	195,930	228,655	267,093

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E(x)	53.7	44.2	37.0	31.5
P/B(x)	15.0	12.0	10.3	8.8
EV/EBITDA(x)	37.0	30.5	25.5	21.6
EPS(CNY)	37.2	42.4	50.6	59.5
BVPS (CNY)	133.5	156.0	182.0	212.6
DPS(CNY)	19.3	22.1	26.8	31.5
배당성향(%)	51.9	52.0	53.0	53.0
배당수익률(%)	1.0	1.2	1.4	1.7
ROA(%)	23.6	23.2	23.9	24.2
ROE(%)	30.2	29.3	30.0	30.1
유동비율(x)	4.1	4.2	4.4	4.5
당좌비율(x)	3.4	3.6	3.7	3.7
순차입금/자기자본(%)	-9.0	-19.3	-25.0	-28.9
순차입금/EBITDA(x)	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.