

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	USD 175.0
현재주가(24/4/25)	USD 125.8
상승여력	39.1%

나스닥 종합(p)	15,611.76
EPS 성장률(24F, %)	37.1
P/E(24F, x)	14.3
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	173.07
시가총액(조원)	237.11
상장주식수(백만주)	1,375.9
60일 평균 거래대금(백만USD)	1,050.25
52주 최저가(USD)	60.02
52주 최고가(USD)	151.33

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.9	17.0	94.8
상대주가	10.1	-3.9	47.2



[중국 소비재]

김지은

jinzhien@miraeasset.com

핀뉘뉘

Trading down: Earning, Market Up

목표주가 175달러 및 매수 의견으로 커버리지 개시

핀뉘뉘에 대한 투자 의견으로 매수와 STOP 밸류에이션을 적용한 목표주가 USD 175를 제시한다. 주요 투자 포인트는 ① 23년 하반기부터 가속화되고 있는 글로벌 시장 확장으로 최소 24년 상반기까지 동사 실적 호조가 이어질 전망이다(Temu: 23년 5월 12개국 → 24년 3월 56개국), ② 바잉파워 강화에 따른 원가 절감분을 마케팅비로 활용해 24년에도 고성장 지속이 예상되며, ③ Temu에서 일정량의 트래픽 확보 이후 프로모션 할인 축소 및 오픈마켓 확장으로 이익 개선이 기대된다는 점이다.

24년 외형성장 지속(매출 +55%YoY)

불안한 대내외 환경으로 소비자들의 트레이딩 다운 소비는 지속될 것으로 예상된다. 핀뉘뉘의 매출은 압도적인 가격 경쟁력과 공격적인 마케팅을 기반으로 지난 2년간 연평균 62% 성장했으며, 24년에도 시장 기대치(53%)를 상회하는 성장 속도가 기대된다. 동사의 24년은 해외시장과 중국시장 '두 마리 토끼' 모두를 잡는 한 해로, 24년 Temu GMV는 23년 목표의 2배 수준인 300억 달러를 돌파할 것으로 전망된다.

정책 수혜 지속, 가격 경쟁력 확보, 이익 개선 기대

24년은 중국 내수경기 부진과 공급 과잉으로 수출의 중요성이 부각되는 시점이다. 해외 진출이란 흐름은 중국의 기업뿐 아니라 안정적인 경제 운영을 목표로 하는 중국 정부의 필수 과제다. 개별 기업을 넘어 국가가 주도하는 물류비용 절감 노력은 플랫폼 기업의 이익 개선 및 글로벌 경쟁우위를 확보하는데 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다(물류 및 보관 등 제반 비용은 전체 판매가 약 10~35% 차지).

Temu는 중국형 플랫폼 핀뉘뉘의 기존 공급망(공장형 판매자)을 활용할 수 있어 가격 경쟁력 확보에 매우 유리한 상황이다. 23년 수출 부진(-4.6%YoY)과 대내외 변동성 확대에 따른 공급자의 증가는 플랫폼 기업의 협상 능력을 향상시켰다. 동사는 '일괄위탁관리 모델' 및 '가격 경쟁입찰 체제'로 가성비 제품을 지속 확보하고, 소비자 유인 및 시장점유율 확대를 이뤄내 바잉파워가 더욱 강화될 것으로 예상된다.

27년까지 중국 이커머스 시장은 연평균 약 8% 성장률을 기록할 것으로 전망된다. Temu의 GMV 규모 성장 및 흑자전환 시점은 핀뉘뉘 실제 매출 및 이익 변화에 있어 중요하게 작용할 것이다. 23년 Temu의 GMV 대비 영업이익은 약 -22%를 기록할 것으로 추정되며, 27년에 흑자전환 될 것으로 전망된다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (억CNY)	939	1,306	2,476	3,832	4,722
영업이익 (억CNY)	69	304	587	862	1,157
영업이익률 (%)	7.3	23.3	23.7	22.5	24.5
순이익 (억CNY)	138	395	679	931	1,205
EPS (CNY)	9.68	27.45	46.55	63.82	82.31
ROE (%)	11.5	32.7	39.4	36.5	33.3
P/E (배)	38.9	20.5	22.3	14.3	11.1
P/B (배)	8.0	7.2	8.3	4.9	3.5

주: Non-GAAP기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 핀뉘뉘, 미래에셋증권 리서치센터

CONTENTS

I. 밸류에이션 및 실적 추정	3
목표주가 175달러 및 매수 의견으로 커버리지 개시	3
24년 외형성장 지속(매출 +55%YoY)	6
Temu, 24년 GMV 300억 달러 돌파	8
II. 기업 개요	9
연혁 및 지배구조	9
III. 해외 진출 이유	11
1. 中, 이커머스 시장의 성장 둔화	11
2. 정책적 수혜 지속, 수출 경쟁력 강화	13
IV. 가격 경쟁력 확보	15
新니즈 포착, 글로벌 기업으로 도약	15
V. 이익 개선 시나리오	17
Temu, 흑자전환 시나리오	17
VI. 주요 진출 시장 점검	19
해외 진출: 다변화 & 가속화	19
서유럽: 고령층, 여성 소비자에 높은 인기, 잠재적 지속력 시사	21
한국: Temu 26년 온라인 시장의 약 1~3% 차지 전망	23
동남아: 5강 구도 확고, 침투 공간 제한적	25
VII. 실적 리뷰	26
4Q23 리뷰: 높아진 눈높이에도 서프라이즈 기록	26
VIII. 리스크	28

I. 밸류에이션 및 실적 추정

목표주가 175달러 및 매수 의견으로 커버리지 개시

핀뒤뒤에 대한 투자이견으로는 ‘매수’와 STOP 밸류에이션을 적용한 목표주가 USD 175(상승 여력 39%)를 제시한다. 핀뒤뒤는 크게 중국 본토가 중심인 ‘코어 이커머스 플랫폼 (主站, core ecommerce platform)’, 커뮤니티 공동구매 ‘Duoduo Grocery(多多买菜, 이하 DDG)’ 및 해외 시장을 타겟으로하는 ‘Temu’ 3가지의 비즈니스로 구성되었다.

① **코어 이커머스 플랫폼**: 경쟁사보다 가격에서 우위를 보유한 핀뒤뒤는 중국 시장 평균을 상회하는 성장세로 점유율을 지속 확대해 나갈 것으로 전망된다(표4 참조). 경쟁업체 알리바바 24년 P/E 8.4배 대비 12%의 프리미엄을 적용했다(해외 진출 기간 평균 프리미엄율).

② **DDG**: 일부 기업의 퇴출과 함께 시장 집중도 향상되었으며, 올해도 견조한 성장을 기록할 것으로 예상된다. DDG는 커뮤니티 공동구매에서 시장 점유율 1위를 차지하며, 경쟁사인 메이탄의 24년 PSR 1.9배를 적용했다. 취급 상품군의 다양화로 소비자 구매액 상승 및 공동구매 브로커 커미션 비용률(경쟁 심회 시기 10% → 현재 3% 좌우) 하락으로 24년에는 흑자전환이 가능할 것으로 전망된다.

③ **Temu**: 24년에는 공격적인 마케팅에 힘입어 GMV 300억 달러를 돌파할 것으로 전망된다. 해외 진출에 성공한 SHEIN(쉬인)의 약 450억 달러 GMV 달성 시점인 23년 기업가치/GMV를 적용하였다(Temu 고성장 시기를 감안해 할인 없이 적용). Temu에서 흑자전환 혹은 실적 서프라이즈가 기록될 경우, 동사의 실적 및 기업가치에 긍정적 영향을 기여할 것으로 기대된다.

표 1. 핀뒤뒤 SOTP 밸류에이션

(억 위안)

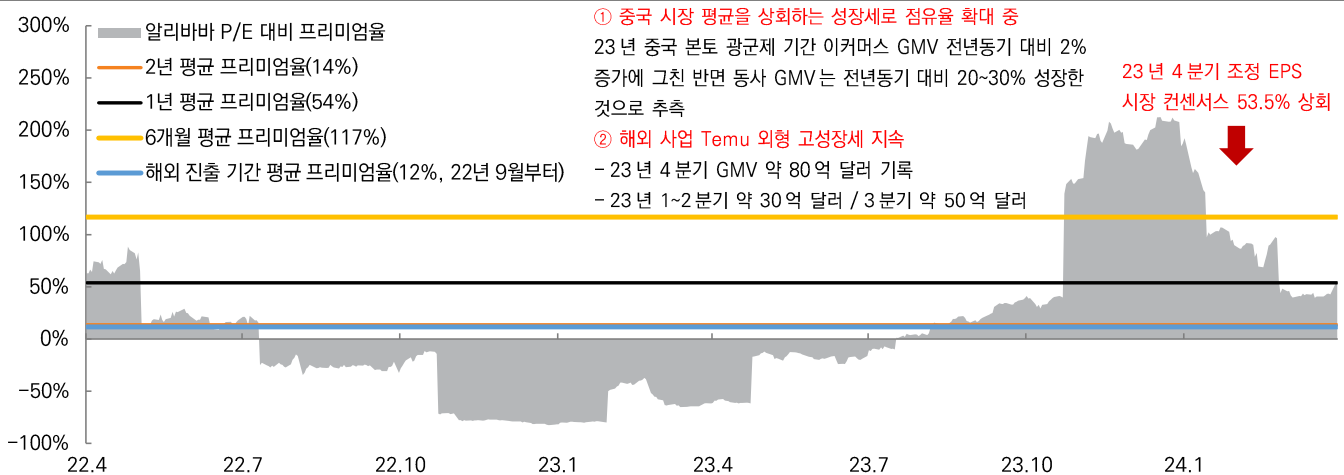
	금액	비고
① 24년 코어 이커머스 순이익	1,277	
목표 P/E(x)	9.4	경쟁업체 알리바바 24년 P/E 8.4배 대비 12%의 프리미엄을 적용(해외 진출 기간 평균 프리미엄율)
적정가치(a)	12,015	
② 24년 DDG 매출액	385	커뮤니티 공동구매, 22년 기준 M/S DDG 45%, 메이탄유취안(美团优选) 38%
목표 PSR(x)	1.9	경쟁사인 메이탄 24년 PSR 적용
적정가치(b)	732	
③ 24년 Temu GMV	2,534	해외 시장을 겨냥한 초저가 이커머스 플랫폼, 22년 9월에 런칭 / Temu 24년 350억 달러 기록 전망
목표 GMV 대비 기업가치(배)	1.5	SHEIN 23년 GMV 대비 기업가치 1.5배 적용(23년 GMV 약 450억 달러, 기업가치 약 660억 달러 / 23년 5월)
적정가치(c)	3,717	
순차입금(d)	-2,070	
적정 기업가치(a+b+c-d)	18,535	
적정 기업가치(USD)	2,557	1USD = 7.25CNY 적용
주식수 (ADR, 백만)	1,460	1ADR = 원주 4주
목표주가(USD)	175.0	
현재주가(USD)	125.8	
상승여력(%)	39%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

현재 핀뎬뎬의 주가는 24년 PER 15배로 중국 경쟁업체인 알리바바 및 징동의 24년 평균 PER 8.8배 대비 다소 높은 수준에서 거래 중이다. 단, 동사는 국내외 시장 점유율 확대에 따른 바이파워 증가, 압도적인 영업이익률 및 가파른 외형성장으로 인해 중국 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄은 지속될 것으로 전망된다. 또한, 과거 알리바바 고성장 시기 및 플랫폼 규제에 반영된 21년 평균 PER 25배 등을 감안하면 현재 동사의 밸류에이션은 부담스럽지 않은 수준으로 판단된다(핀뎬뎬 과거 2년 평균 P/E 19배, 과거 1년 평균 PE 17배).

핀뎬뎬 주가 상승 모멘텀은 ① 23년 하반기부터 가속화되고 있는 글로벌 시장 확장으로 최소 24년 상반기까지 동사 실적이 호조로 이어질 것으로 전망되며(Temu: 23년 5월 12개국 → 24년 3월 56개국), ② 바이파워 강화에 따른 원가 절감분을 마케팅비로 활용해 24년 고성장이 지속되며, ③ Temu 일정량의 트래픽 확보 이후 프로모션 할인 축소 및 오픈마켓 확장으로 이익 개선이 기대된다.

그림 1. 핀뎬뎬 P/E, 알리바바 P/E 대비 프리미엄율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 주요 글로벌 커머스 피어 밸류에이션

회사명	티커	시가총액 (\$bn)	매출액 성장률(%)		영업이익률(%)		ROE(%)		EV/EBITDA(x)		PER(x)		PBR(x)	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
핀뎬뎬	PDD US	169	53%	29%	24%	26%	36.6	33.2	10.6	6.4	15.0	11.4	5.8	4.1
글로벌 경쟁 업체														
아마존	AMZN US	1,863	12%	12%	9%	10%	18.0	18.8	15.3	12.8	35.6	29.0	6.9	5.3
알리바바	BABA US	185	8%	8%	14%	14%	10.5	11.0	6.6	6.2	8.4	8.4	1.3	1.3
징동	JD US	42	7%	6%	3%	3%	11.5	12.0	6.2	5.4	9.2	8.1	1.2	1.1
가중 평균							13.3	13.9	9.4	8.1	17.7	15.2	3.2	2.6

주: 2024년 4월 23일 기준 / 핀뎬뎬 Bloomberg 데이터 사용

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 주요 글로벌 커머스 피어 밸류에이션

PSR(x)			시가총액/GMV(x)		
회사명	24F	25F	회사명	시가총액(bn USD)	24년 GMV 추정치(bn USD)
메이완	1.9	1.7	아마존	1,863	865
알리바바	1.4	1.3	알리바바	185	1,093
징동	0.3	0.2	징동	42	541

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

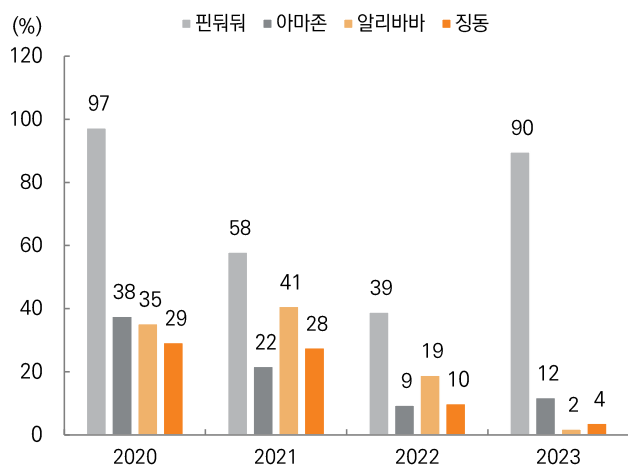
표 4. 중국 3대 이커머스 기업 분기별 매출 비교

(억 위안)

		2021				2022				2023			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	핀뒤뒤	222	230	215	272	238	314	355	398	376	523	688	889
	징둥	2,032	2,538	2,187	2,759	2,397	2,676	2,435	2,954	2,430	2,879	2,477	3,061
	알리바바	1,874	2,057	2,007	2,426	2,041	2,056	2,072	2,478	2,082	2,342	2,248	2,603
성장률	핀뒤뒤	239%	89%	51%	3%	7%	36%	65%	46%	58%	66%	94%	123%
	징둥	39%	26%	26%	23%	18%	5%	11%	7%	1%	8%	2%	4%
	알리바바	64%	34%	29%	10%	9%	0%	3%	2%	2%	14%	9%	5%

자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

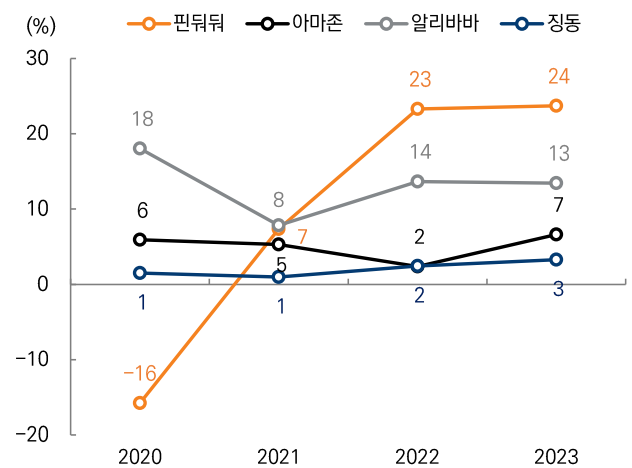
그림 2. 핀뒤뒤 및 글로벌 경쟁 업체 매출액 성장률 추이



주: 알리바바 회계연도 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

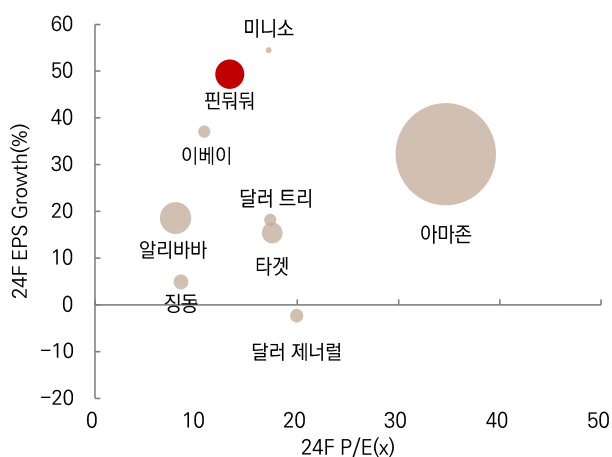
그림 3. 핀뒤뒤 및 글로벌 경쟁 업체 영업이익률 추이



주: 알리바바 회계연도 기준

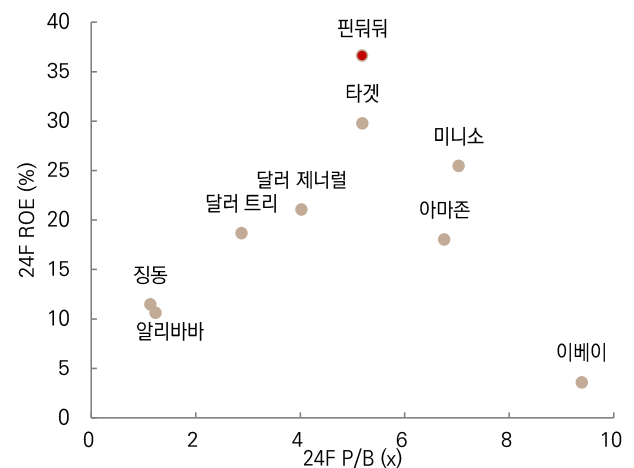
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 피어 '24F P/E-EPS 성장률



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 피어 '24F P/B-ROE 성장률



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

24년 외형성장 지속(매출 +55%YoY)

트레이딩 다운(Trading Down)
소비자들이 당장 필요하지 않거나
중요하게 여기지 않는 제품에 대해
보이는 저가 구매 성향

불안한 대내외 환경으로 소비자들의 트레이딩 다운 소비는 지속될 것으로 예상된다. 핀뒤뒤는 압도적인 가격 경쟁력과 공격적인 마케팅을 기반으로 매출은 지난 2년간 연평균 62% 성장했으며, 24년에도 시장 기대치(53%)를 상회하는 성장 속도가 기대된다.

- ① 온라인 마케팅 서비스(중국 내수 중심): 중국 소비자들의 ‘가성비’ 소비 성향이 뚜렷해지며 핀뒤뒤가 공략 가능한 시장은 더욱 넓어졌다. 1선도시 및 중산층 소비자의 유입으로 구매 여력이 커지면서, GMV는 2년간 연평균 14% 성장할 것으로 기대된다. 단, 중국 이커머스 간 출혈경쟁으로 동사의 Take rate(수수료율)는 4.5~5% 사이를 유지할 것으로 예상된다.
- ② 거래 서비스(Temu 매출 포함): Temu의 고성장에 힘입어 22년 21%에 불과했던 거래 서비스 매출 비중은 25년 50%를 돌파할 것으로 전망된다. 거래 서비스 부문은 동사의 매출 성장을 이끄는 주요 사업으로 거듭날 것이다. 24년은 이익 개선보다 사용자 확보에 우선 순위를 둘 것으로 예상되며, 거래 서비스 매출은 2년간 연평균 65% 수준의 고성장이 지속 될 전망이다. 24년 Temu GMV는 23년 목표의 2배 수준인 300억 달러를 돌파할 것으로 전망된다(Temu 24년 GMV 350억 달러 가정시, 핀뒤뒤 매출 비중의 약 26% 차지 추정).

표 5. Temu: 글로벌 확장에 초점 (22년 9월~24년 1월)

시간	지역	주요 국가	누적 진출 국가 수
2022년 9월	북미	미국	1
2023년 2월	북미	캐나다	2
2023년 3월	오세아니아	오스트레일리아, 뉴질랜드	4
2023년 4월	유럽	영국, 독일, 네덜란드, 프랑스, 이탈리아, 스페인	10
2023년 5월	유럽, 북아메리카	오스트리아, 멕시코	12
2023년 7월	아시아	일본, 한국	27
2023년 8월	동남아시아, 중동	필리핀, 이스라엘	39
2023년 9월	중동	사우디	42
2024년 1월	아프리카	남아프리카 공화국	49

자료: LatePost, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. Key indicators

(백만 위안)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2년간 연평균 성장률
매출액	13,120	30,142	59,492	93,950	130,558	247,639	383,184	472,213	38%
YoY (%)	652%	130%	97%	58%	39%	90%	55%	23%	
온라인 마케팅 서비스	11,516	26,814	47,954	72,563	102,722	153,541	194,181	214,870	18%
YoY (%)	852%	133%	79%	51%	42%	49%	26%	11%	
비중(%)	88%	89%	81%	77%	79%	62%	51%	46%	
거래 서비스	1,604	3,328	5,787	14,140	27,626	94,099	189,003	257,344	65%
YoY (%)	202%	107%	74%	144%	95%	241%	101%	36%	
비중(%)	12%	11%	10%	15%	21%	38%	49%	54%	
순이익(Non-GAAP)	-3,456	-4,266	-2,965	13,830	39,530	67,899	93,071	120,528	33%
YoY (%)				흑전	186%	72%	37%	30%	
순이익률	-26%	-14%	-5%	15%	30%	27%	24%	26%	

자료: 핀뒤뒤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

중국 이커머스 시장의 성장세는 다소 둔화되었지만, 11년째 글로벌 1위 자리를 굳건히 지키고 있다. 24년 핀뎬뎬는 거대한 중국 시장을 베이스로, 잠재적으로 성장 여력이 충분한 해외시장까지 ‘두 마리 토끼’를 잡는 한 해가 될 것으로 전망된다.

중국: 3~4선 도시에서 + @ 시장까지 확장 기대

핀뎬뎬는 초저가 제품을 내세우며 중국 내 3~4선 도시 소비자들을 사로잡고, 이들의 구매력 확대에 힘입어 동반으로 성장했다. 그러나 ‘트레이딩 업’ 현상이 본격적으로 나타난 이후 핀뎬뎬는 ‘저가’ 이미지에 발목을 잡히고 있었다.

최근 리오프닝을 맞이한 중국은 미진한 수요 회복과 고용 부진으로 전반적인 소비심리가 위축되며 1선도시 및 중산층을 중심으로 ‘트레이딩 다운’ 현상이 나타나고 있다. 또한, 핀뎬뎬는 ‘브랜드’ 입주, 카테고리 확장을 통해 소비자의 구매 금액 (1선도시 및 중산층 소비자의 유입에 따라 구매 여력이 커짐) 및 구매 빈도의 증세가 기대된다. 이를 바탕으로 핀뎬뎬는 중국 시장 평균을 상회하는 성장세로 점유율을 지속 확대해 나갈 것으로 전망된다.

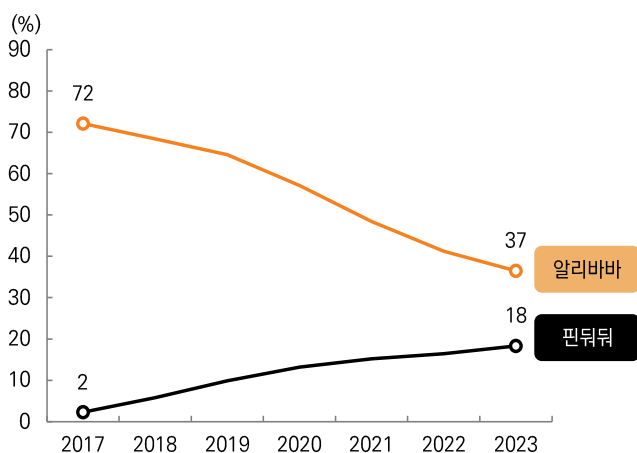
글로벌: 인플레이션과 맞물린 전략적 확장

이커머스 시장은 물류, 결제 및 인터넷 환경의 개선에 따라 소비자 편의성 향상을 중심으로, 온라인 쇼핑에 익숙한 소비자 및 공급자 증가로 꾸준한 성장세를 이어갈 것으로 전망된다. 또한, 소비자들은 장기간 고금리 고물가에 시달리며 가성비 수요가 높아진 상황이다.

미국 시장조사기관 eMarketer에 따르면, 2027년 글로벌 이커머스 시장의 규모는 2023년 대비 약 37% 증가한 7.96조 달러에 달할 것으로 전망했다(23~27년 CAGR 8% / 온라인 침투율: 23년 19.4% → 27년 22.6%).

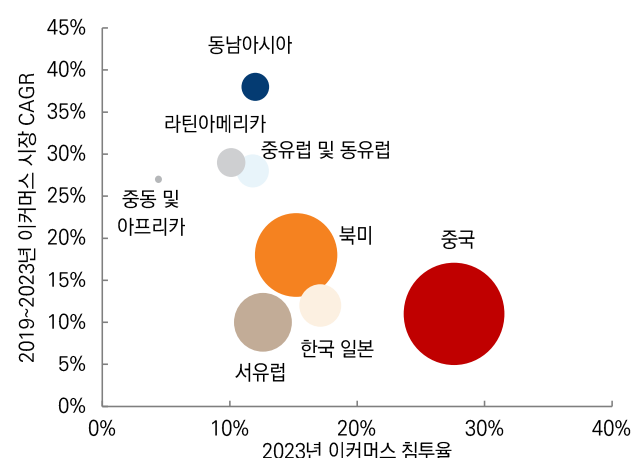
핀뎬뎬는 앞으로의 글로벌 중점 시장으로 ① 시장 규모 및 성장성, ② 인프라 수준, ③ 수요 공급간의 괴리, ④ 정책 및 규제 상황 등을 감안해, 북미·유럽 > 동아시아(일본/한국) > 중동 > 기타 시장순 고려할 것으로 예상된다.

그림 6. 핀뎬뎬 vs. 알리바바 시장점유율 추이 비교(GMV기준)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 국가 / 지역별 이커머스 시장 잠재력 분석



자료: eMarketer, 미래에셋증권 리서치센터

Temu, 24년 GMV 300억 달러 돌파

Temu의 2023년 GMV는 약 160억 달러 수준으로 추정된다. 2026년에는 약 600억 달러까지 성장할 전망이다. Temu는 마·중간 갈등 고조에 따른 대응방안으로, 미국 이외 시장으로의 확장 및 다변화를 통해 단일 국가에 대한 높은 의존도를 감소시키려 노력하고 있다. 따라서 미국 외 지역에서의 GMV 성장률은 미국 시장 대비 큰 폭의 아웃퍼폼을 기록할 전망이다(2026년까지 CAGR: 미국 32%, 미국 외 지역 82% 전망).

핀뒤뒤는 Temu 관련 데이터를 공시하지 않고 있다. 이에 Temu GMV 전망은 다음과 같은 요인들을 고려해 추정해 보았다. ① 미국의 IT 전문 매체 Wired에 따르면 미국 GMV 비중을 2025년까지 60%에서 30%로 낮춘 목표를 삼고 있다고 보도했다. 그러나 **각 국가의 구매 여력, 소비자의 소비습관, 시장 경쟁 상황, 정치적 이슈 및 규제 등 다양한 변수가 존재하기에** 본 자료에서는 타겟 시점을 2027년로 가정하였다. ② 2024년에는 마진 개선보다 외형 성장에 중점을 두어, 공격적인 마케팅 아래 고성장세 지속이 예상된다. ③ 중국 전자상거래 전문 매체인 Last Post에 따르면, Temu는 2024년 GMV 목표로 300억 달러를 설정했다(23년 GMV 목표 150억 달러). ④ 2025년부터 구매자 수 유입세가 둔화될 것으로 예상되며, 1회 평균 결제 금액 및 결제 횟수 상승에 따른 GMV 성장 견인이 전망된다.

표 7. Temu GMV 전망

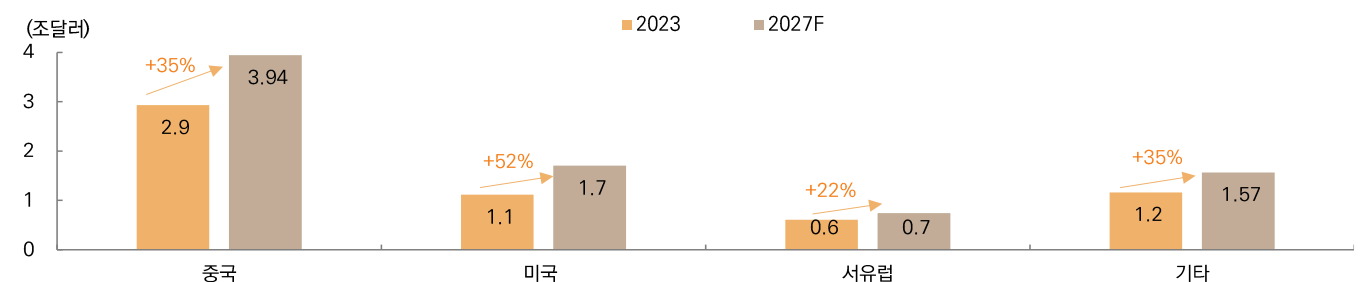
(억 달러)

	2024F	2025F	2026F	비고
Temu GMV	350	479	611	24~26년 CAGR 56% / 23년 GMV 약 160억 달러
yoy	118%	37%	28%	
미국 GMV	170	199	223	24~26년 CAGR 32% / 22년 9월 진출
yoy	77%	17%	12%	Temu는 미국 이커머스 시장 성장률(27년까지 CAGR 11%)을 상회하는 성장세 기록 예상
Temu GMV 차지 비중	48%	42%	36%	Temu, 25년 미국 GMV 비중 30% 목표 → <u>본 보고서는 타겟 시점으로 27년 달성을 가정</u>
미국 이커머스 시장 차지 비중	1.3%	1.4%	1.5%	<u>23년 미국 Temu GMV 96억 달러(비중 60% 차지 가정, 미국 이커머스 시장의 약 0.9% 차지)</u>
서유럽 GMV	89	113	133	24~26년 CAGR 47% / 23년 4월 진출
yoy	113%	27%	18%	
Temu GMV 차지 비중	25%	24%	22%	유럽은 북미에 이어 가장 많이 다운로드한 지역(23년 11월 누적 기준, 전체 다운로드 수의 29% 차지)
서유럽 이커머스 시장 차지 비중	1.4%	1.7%	1.9%	23년 9~11월 방문량: 영국 1,100만명 / 독일 1,500만명 / 이탈리아 1,160만명 / 스페인 390만명
기타 지역 GMV(미국 / 서유럽 제외)	91	167	255	24~26년 CAGR 125%
yoy	308%	83%	52%	
Temu GMV 차지 비중	26%	35%	42%	Temu: 23년 2월 부터 미국 외 지역 진출, 24년 3월말 기준 56개국 진출
기타 지역 이커머스 시장 차지 비중	0.7%	1.2%	1.7%	중국 이커머스 시장 제외

주: Temu 2023년 GMV 시장 전망치 140~180억 달러, 24년~26년 추정치임 / Temu GMV는 중국 제외 지역 기준

자료: Data.ai, 36Kr, Last Post, 아이지아이웍스(IGAWorks), Statista, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 중국과 미국 다음으로 큰 이커머스 시장 규모를 보유하고 있는 유럽



주: 23년 미국 이커머스 시장 점유율: 아마존 37.6%, Walmart 6.4%, Apple 3.6%, eBay 3%, Target 1.9%, The Home Depot 1.9%, Costco 1.5%(Statista)

자료: eMarketer, Statista, 미래에셋증권 리서치센터

II. 기업 개요

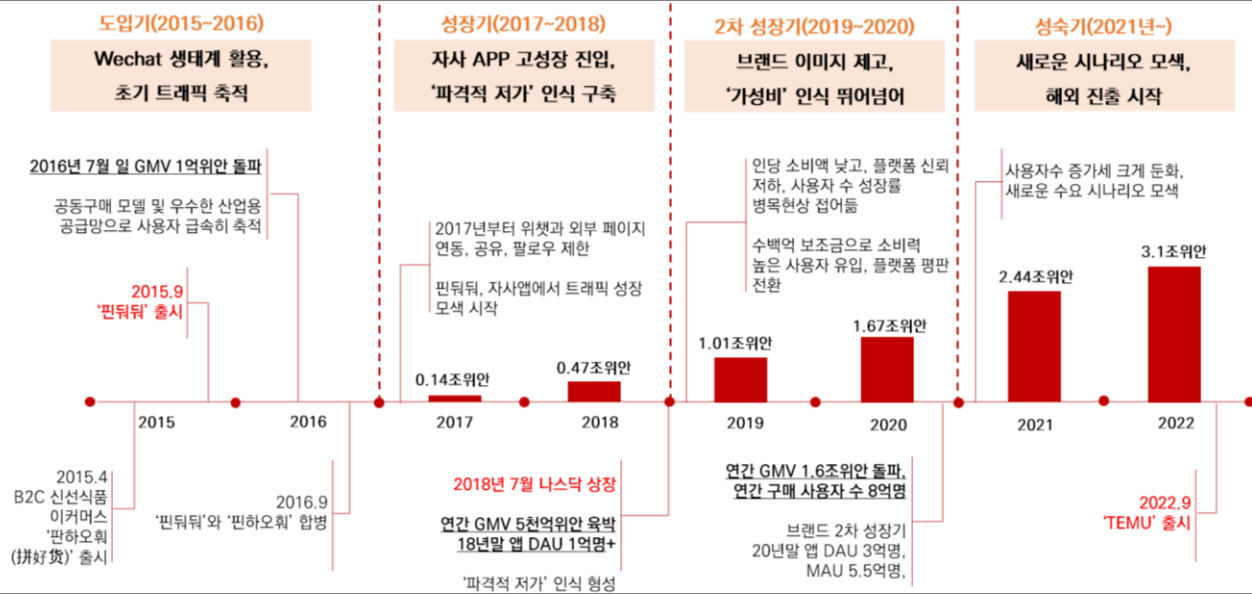
연혁 및 지배구조

Customer-to-Manufacturer
C2M이란 생산자가 만든 제품이
중간 유통망을 없애고, 바로
고객에게 전달되는 유통방식

핀뎬뎬은 2015년에 설립되었다. 주요 주주로 핀뎬뎬 창업자 Huang Zheng, 그리고 텐센트가 있다. 알리바바가 압도적인 우세를 보인 이커머스 시장에서 핀뎬뎬은 텐센트 플랫폼을 기반으로 고객을 확보하고 공동구매와 C2M 전략에 기반한 저가 시장을 공략했다. 이를 통해 설립 3년만에 가입자 수 기준 이커머스 업계 2위 기업으로 성장하며, 2018년 7월에 나스닥에도 상장했다.

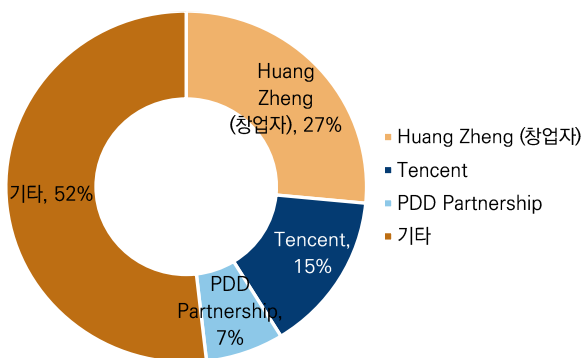
현재 핀뎬뎬의 매출은 주로 온라인 마케팅 서비스(Online marketing services) 및 거래 서비스(Transaction services)로 구성된다. 그 중 거래 서비스 매출의 비중은 22년 2분기 20%에서 23년 4분기 45%까지 늘었다. 이는 22년 9월 Temu 해외 진출과도 맞물린다.

그림 9. 핀뎬뎬 주요 연혁



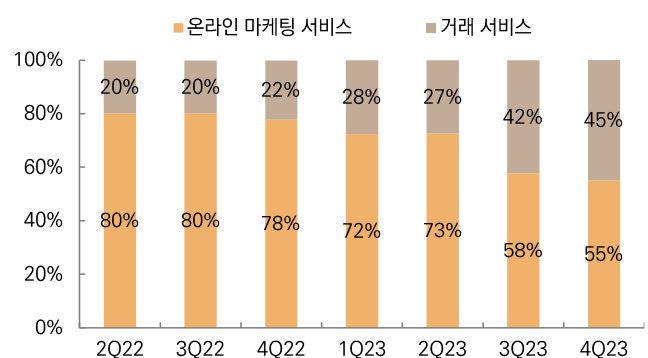
자료: 핀뎬뎬, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주요 주주 현황, 텐센트 2대 주주



자료: 핀뎬뎬, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 주요 사업별 매출 비중 추이



자료: 핀뎬뎬, 미래에셋증권 리서치센터

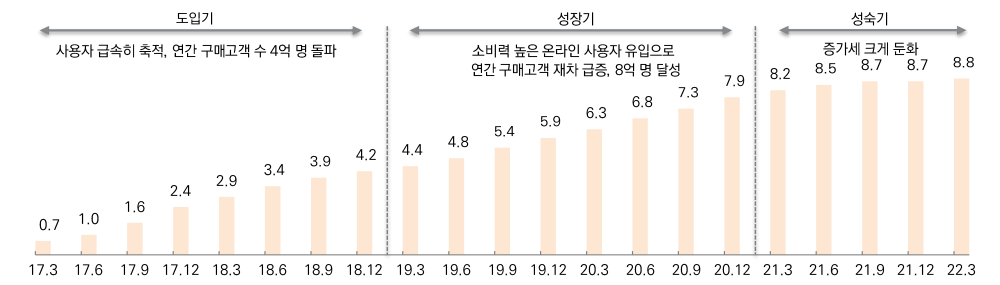
핀퐁퐁, 中 이커머스 플랫폼 GMV 2위

비즈니스 규모: 핀퐁퐁은 설립 5년도 되기 이전인 2019년에 GMV 1조 위안을 달성하며 알리바바와 징둥에 이어 중국에서 세 번째로 큰 이커머스 플랫폼으로 성장했다(알리바바 13년, 징둥 11년 각각 소요). 2023년에는 약 4조 위안의 GMV를 기록한 것으로 추정된다. 이로써 동사는 징둥을 추월해, 중국 이커머스 플랫폼 2위로 올라섰다.

사용자 규모: 핀퐁퐁은 2022년 1분기 구매고객 8.82억 명을 기록했다. 동사는 2022년 2분기부터 더 이상 데이터를 발표하지 않고 있다. 비슷한 시기, 주요 경쟁사인 알리바바와 징둥 또한 잇따라 관련 지표 발표를 중단했다. 이는 사용자 규모 성장세가 둔화되고 성숙기에 접어든 것으로 해석된다.

그림 12. 핀퐁퐁 구매고객 수 추이

(억 명)



주: 2022년 1분기 이후 관련 데이터 게시하지 않음

자료: 핀퐁퐁, 미래에셋증권 리서치센터

Temu, 해외판 핀퐁퐁

핀퐁퐁은 해외 시장을 겨냥한 초저가 이커머스 플랫폼 Temu(테무)를 2022년 9월에 런칭했다. Temu는 'Team Up, Price Down'의 줄인 말로, 사는 사람이 많을수록, 가격이 낮아진다는 의미를 내포하고 있다.

Temu는 글로벌 인플레이션 시기와 맞물려, 출시 단 1년 7개월만에 미국 단일 국가 출시에서 56개국으로 확대하며 전세계에서 가장 많이 다운로드한 쇼핑 앱으로 이름을 올렸다. 중국 본토의 전자상거래 시장이 성장 둔화세를 나타내는 가운데 핀퐁퐁의 국제화 추진은 동사의 새로운 성장동력으로 부상하고 있다.

표 8. Temu, 진출 국가 (가나다 순, 24년 3월말 기준)

No.	국가	No.	국가	No.	국가	No.	국가	No.	국가	No.	국가
1	그리스	11	리투아니아	21	사이프러스	31	영국	41	칠레	51	프랑스
2	남아프리카공화국	12	말레이시아	22	스웨덴	32	오만	42	카자흐스탄	52	핀란드
3	네덜란드	13	멕시코	23	스위스	33	오스트리아	43	카타르	53	필리핀
4	노르웨이	14	모리셔스	24	스페인	34	요르단	44	캐나다	54	한국
5	뉴질랜드	15	몰타	25	슬로바키아	35	우크라이나	45	콜롬비아	55	헝가리
6	덴마크	16	미국	26	슬로베니아	36	이스라엘	46	쿠웨이트	56	호주
7	독일	17	바레인	27	아랍에미리트	37	이탈리아	47	크로아티아		
8	라트비아	18	벨기에	28	아이슬란드	38	일본	48	페루		
9	루마니아	19	불가리아	29	아일랜드	39	조지아	49	포르투갈		
10	룩셈부르크	20	사우디아라비아	30	에스토니아	40	체코	50	폴란드		

자료: Temu.com, 미래에셋증권 리서치센터

III. 해외 진출 이유

1. 中, 이커머스 시장의 성장 둔화

중국 이커머스 시장의 PQ 성장률 둔화는 성장을 갈망하는 중국 이커머스 기업들로 하여금 침투 및 성장 여력이 여전히 높은 글로벌 시장으로 눈을 돌리게 됐다.

디지털 전환 가속화, Q 성장의 한계시점을 앞당김

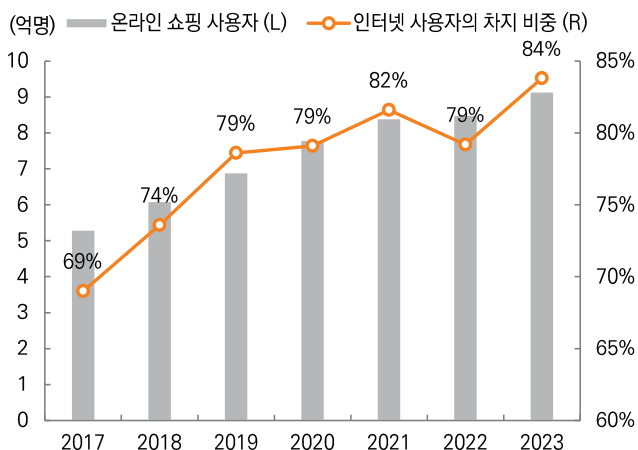
코로나19로 인해 비대면 온라인 수요가 급증하면서, 중국의 디지털 전환은 더욱 가속화되었다. 중국 온라인 쇼핑 사용자 수는 2017년 5.3억 명에서 2023년 9.1억 명으로 상승하였으며, 중국의 전체 인터넷 사용자에서 온라인 쇼핑이 차지하는 비중 또한 2017년 69%에서 2023년 84%까지 상승했다.

이러한 빠른 전환과 높은 침투율은 중국 이커머스 시장 Q 성장의 한계시점을 앞당겼다. 그 동안 꾸준히 두 자릿수 성장을 이어오던 실물 상품의 온라인 소매 판매액은 2년 연속 한 자릿수 성장을 기록 중이다.

퀘스트모바일(QuestMobile) 통계에 따르면, 2023년 12월 중국 3대 이커머스 기업들의 월간 활성 이용자수는 모두 한 자릿수 성장을 기록했다.

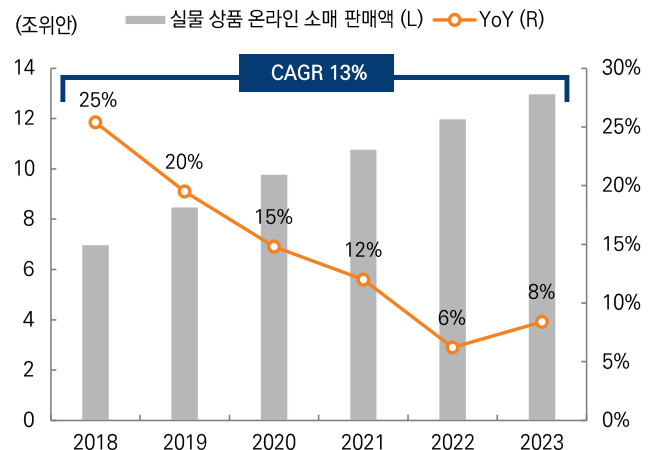
핀뒤뒤의 월간 활성 이용자수는 전년 동기 대비 2.6% 증가한 7.2억 명이며, 타오바오 9.3억 명 (+4.8%YoY)에 이어 2위를 차지했다(같은 기간 징둥 5.1억 명, +4.8%YoY).

그림 13. 중국 온라인 쇼핑 사용자, 인터넷 사용자 84% 차지



자료: CNNIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 실물 상품 온라인 소매 판매액, 한 자릿수 성장에 그쳐



자료: 중국국가통계국, 미래에셋증권 리서치센터

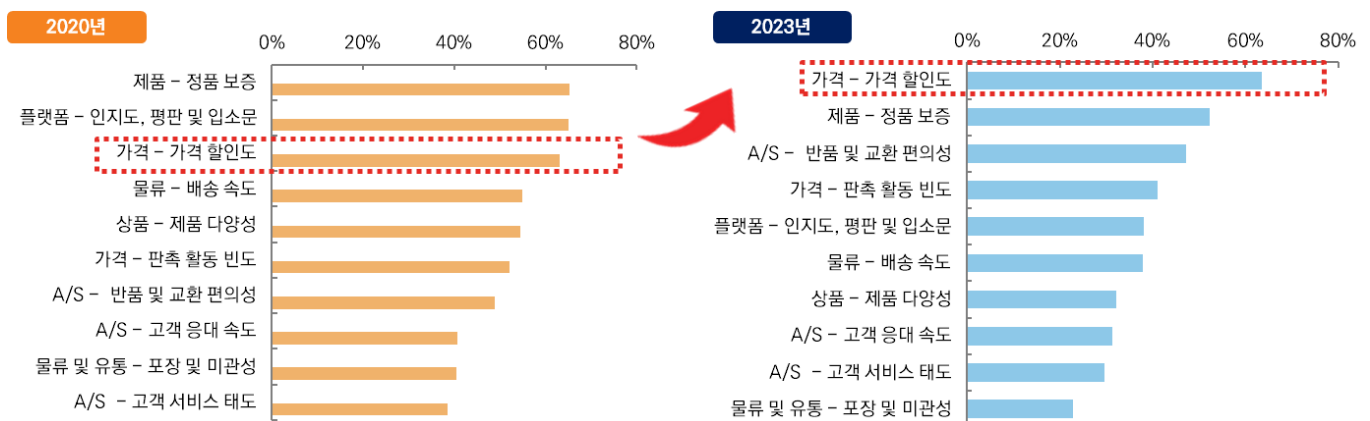
출혈경쟁 시대 진입, 단기적으로 P 상승은 제한적

중국 이커머스 시장의 중장기 성장여력은 충분하다. 중국의 경제 성장에 따른 소비력 상승 및 도시간 소득격차 축소 때문이다. 다만, 단기적으로 중국 매크로 경기 둔화와 이커머스 시장 경쟁 심화(라이브 커머스 부상)로 P(가격) 상승까지는 시간이 소요될 것으로 예상된다.

특히, 경제적 불확실성이 증가하며 중국 소비자들의 충동구매 및 맹목적 구매는 감소 중이다. 가격 비교, 할인 혜택 등 가성비 중심의 이성적이며 신중한 소비 성향을 나타내고 있다. 특히, 2023년 중국 온라인 쇼핑 사용자들은 웹사이트 또는 앱 선택 및 구매 시, 플랫폼이 제공하는 제품의 품질, 물류, 인지도가 아닌 **‘가격’이 가장 중요한 요소로 선정되었다.**

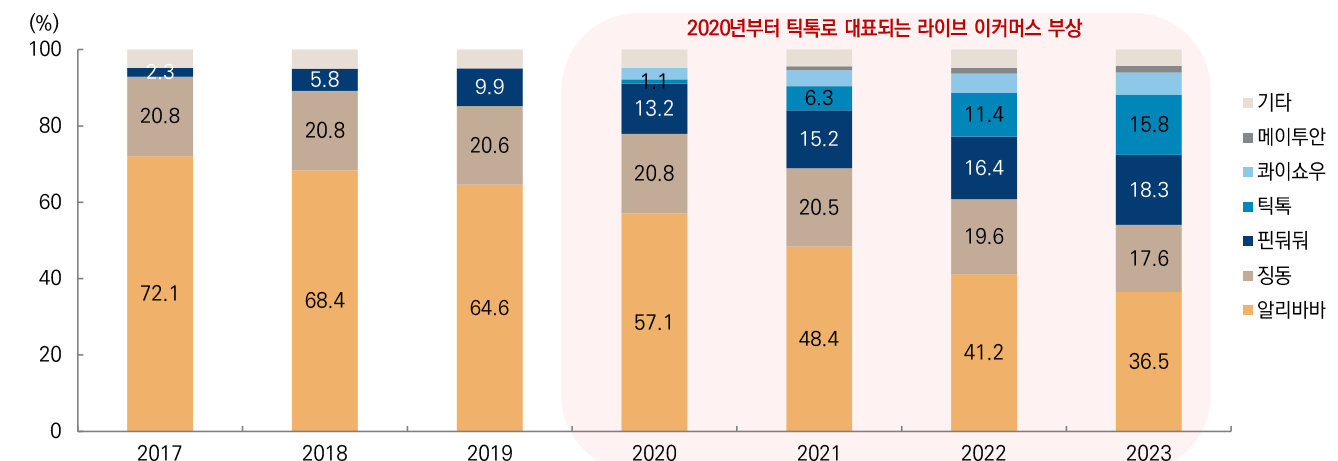
또한, 소비자들의 취향은 점차 다양해지고 접근 가능한 매체도 늘어나며 단일 플랫폼에 대한 의존도 또한 낮아지고 있다. 중국의 이커머스 기업들은 수요자(소비자) 및 공급자(판매자) 확보를 위한 출혈경쟁 단계에 진입하였으며, 이는 소비자의 인당 소비 금액 상승 및 광고 수수료 인상에 있어 상당한 제약 요인으로 작용할 것으로 전망된다.

그림 15. 중국 온라인 쇼핑 사용자, 웹사이트 또는 앱 선택 시 고려 요소(2020년 vs. 2023년)



자료: iResearch(艾瑞咨询), 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 중국 전자상거래 기업 시장 점유율 추이(GMV기준)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

2. 정책적 수혜 지속, 수출 경쟁력 강화

2024년은 중국 내수시장의 부진과 과잉 공급으로 수출의 중요성이 부각되는 시점이 되고 있다. 따라서 해외 진출 테마 및 관련 산업에 높은 관심과 수혜가 지속될 것으로 기대된다.

中, 24년 경제지표 전망에서 수출의 중요성 부각

중국의 2024년 연간 경제지표 전망치 (소비, 생산, 투자, 수출) 중에서 개선폭이 가장 높은 것은 수출 지표다. 중국은 '디플레이션' 및 '과잉 공급' 해결을 위해서라도 중국 내수 확대, 공급측 구조 개혁과 함께 수출에서 개선이 절실히 필요하다.

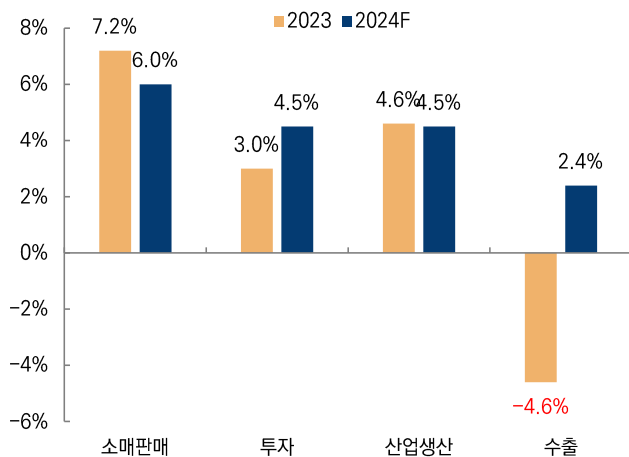
특히 2023년에 나타난 대외무역 수출 감소는 국내 제조업의 과잉생산 문제를 더욱 악화시켰다. 따라서 해외 진출은 중국의 기업뿐 아니라 안정적인 경제 운영을 목표로 하는 중국 정부의 필수 과제가 되었다.

그림 17. 中 부양 정책과 주식시장 주도주



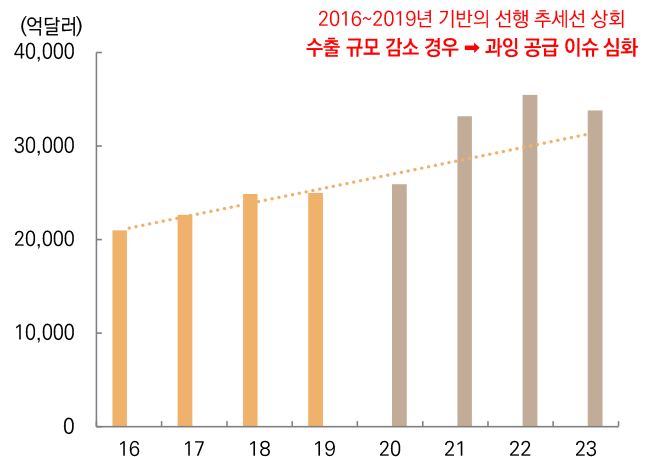
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 중국 경제지표 전망치



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 중국 수출 규모, 과거(16~19년) 선행 추세선 상회



자료: 중국국가통계청, 미래에셋증권 리서치센터

압도적 제조 경쟁력, 수출을 통한 과잉생산 해소

글로벌 공급망은 '탈중국화' 기조에도 불구하고, 전세계 상품 수출에서 중국이 14%의 높은 비중을 차지하고 있다. 현재 중국이 갖춘 제조업 인프라 및 디지털 기술과 융합한 공급망은 경쟁국가인 동남아, 멕시코, 인도에서 곧바로 대체하기 힘든 상황으로 판단된다.

'제조 + 공급망 + 디지털'

중국의 패스트 패션 업체 SHEIN은 최소주문수량 100개, 디자인부터 제작까지 약 7~15일, 경쟁사(ZARA: 최소주문수량 500개, 소요 시간 14~60일) 대비 뛰어난 경쟁력을 확보

22년을 기준으로 중국의 인구는 전세계의 약 18% 차지하였으나, 전세계 제조업 생산량 비중은 약 31%를 기록했다. 이런 지표와 상기 요인들을 비추어 볼 때, 중국 정부는 공급과잉 산업 구조조정과 함께 수출 확대정책을 꾸준히 추진할 것으로 전망된다.

中, 국가 주도의 물류비용 절감 추진

이머커스 플랫폼들이 가격 경쟁력을 확보하는 핵심 조건으로는 물류 비용 절감, 최적화, 효율화가 중요하다. 지난 2월 23일, 중국 국가주석 시진핑은 중앙재경위원회 제4차 회의를 주재하며 "물류는 실물경제의 '혈관'으로 생산과 소비, 내수와 무역을 연결한다"며, "사회적 물류비용을 반드시 효과적으로 낮춰, 산업 핵심 경쟁력을 증강하고, 경제 운영의 효율을 높여야 한다"고 언급해 중요성을 직접 강조하기도 했다.

이처럼 개별 기업을 넘어, 국가가 주도하는 물류비용 절감 노력은 플랫폼 기업의 이익 개선 및 글로벌 경쟁우위를 확보하는데 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다. 중국 정부의 적극적인 산업 디지털화 추진, 전국 단위의 효율적인 물류 네트워크 및 해외 물류창고 구축에 힘입어 중국 이커머스 기업들의 수출 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 전망된다.

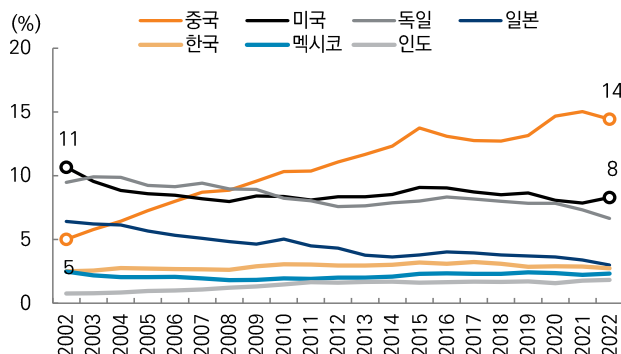
표 9. 중국 이커머스 업체, 해외 물류창고 수 빠르게 증가

(개)

	2019	2020	2021	2022	3년간 CAGR
미국	432	639	925	1,178	40%
독일	112	145	203	293	38%
영국	118	178	224	271	32%
일본	54	87	104	122	31%

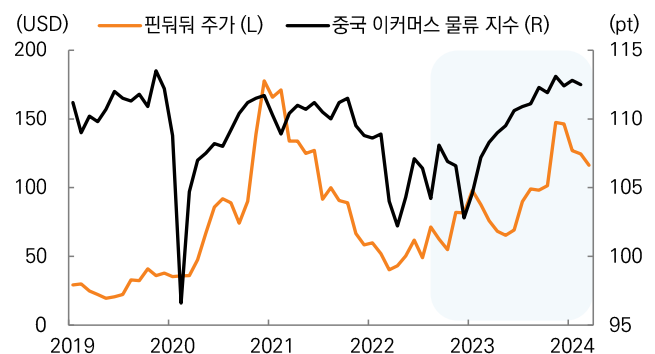
자료: Eccang(跨境眼), 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 中, 글로벌 상품 수출 시장에서 높은 비중 차지



자료: UN통계위원회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 중국 이커머스 물류 지수 대비 핀뒤뒤 주가 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 가격 경쟁력 확보

新니즈 포착, 글로벌 기업으로 도약

핀뒤뒤는 중국 국내 공급 과잉과 글로벌 시장의 가성비 수요 증가간 괴리를 착안해 '일괄위탁관리'이란 새로운 비즈니스 모델을 글로벌 시장에 선보였다.

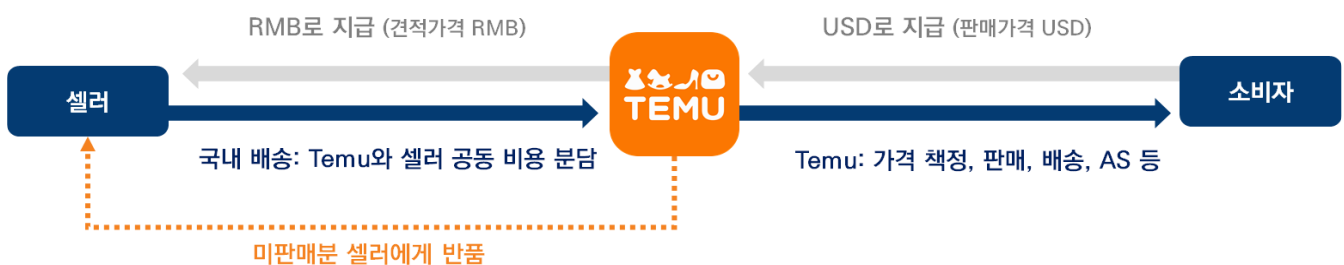
공급 지속 증가, 플랫폼의 바이파워 강화

2021년 아마존이 중국 셀러들을 집중 대상으로 실시한 '계정 정지 사건'이 핀뒤뒤 성장의 도화선이 되었다. 해당 사건 이후 중국의 셀러들은 점차 이베이, 타겟 등 아마존 외 플랫폼으로 전환하기 시작했으며, 단일 플랫폼에 대한 의존도를 낮추고 채널 다변화 촉진 계기를 맞이하게 되었다. 여기에 2023년 나타난 해외 수출 부진과 대내외 변동성 확대로 인해 Temu가 제시한 '일괄위탁관리(全托管)'를 향한 중국 셀러들의 관심이 쏠리기 시작했다. 일괄위탁관리는 셀러 입장에서 다음과 같은 장점을 지닌다.

- ① **해외 배송 / 보관 문제 해결:** 셀러는 상품 공급과 본토 물류만 담당하며 그 이후 모든 과정(창고 보관, 판매, 주문 처리, 배송, 사후관리)은 플랫폼에서 진행하게 된다.
- ② **환리스크 해소:** 셀러와 플랫폼간 결제는 위안화로 진행하기 때문에, 해외 진출 과정에서 발생한 환율 변동의 위험을 감수할 필요가 없어진다.
- ③ **낮은 진입 장벽:** 셀러들은 플랫폼의 운영 방식, 수출국의 언어 / 문화 / 소비 성향에 대한 높은 이해도 없이 플랫폼에 상품만 공급하면 되므로 국제 전자상거래에 참여하는 문턱이 크게 낮아졌다. 물론, Temu의 모델은 셀러 입장에서 단점도 존재한다. 셀러는 Temu가 리스크 및 부담을 해소해주는 만큼 과거처럼 높은 유통 마진을 확보하기 어렵다.

현재 불안한 대내외 환경 속에서 '박리다매'를 취하는 셀러들이 점차 많아지고 있으며, **공급의 증가는 플랫폼 기업으로 하여금 협상에서 능력을 올려주고 있다.** 따라서 동사는 가성비 제품 확보 및 공급을 통해 소비자를 유인함으로써 시장점유율 확대와 이로 인한 바이파워는 더욱 강화될 것으로 기대된다.

그림 22. Temu, 일괄위탁관리 모델



자료: 핀뒤뒤, 미래에셋증권 리서치센터

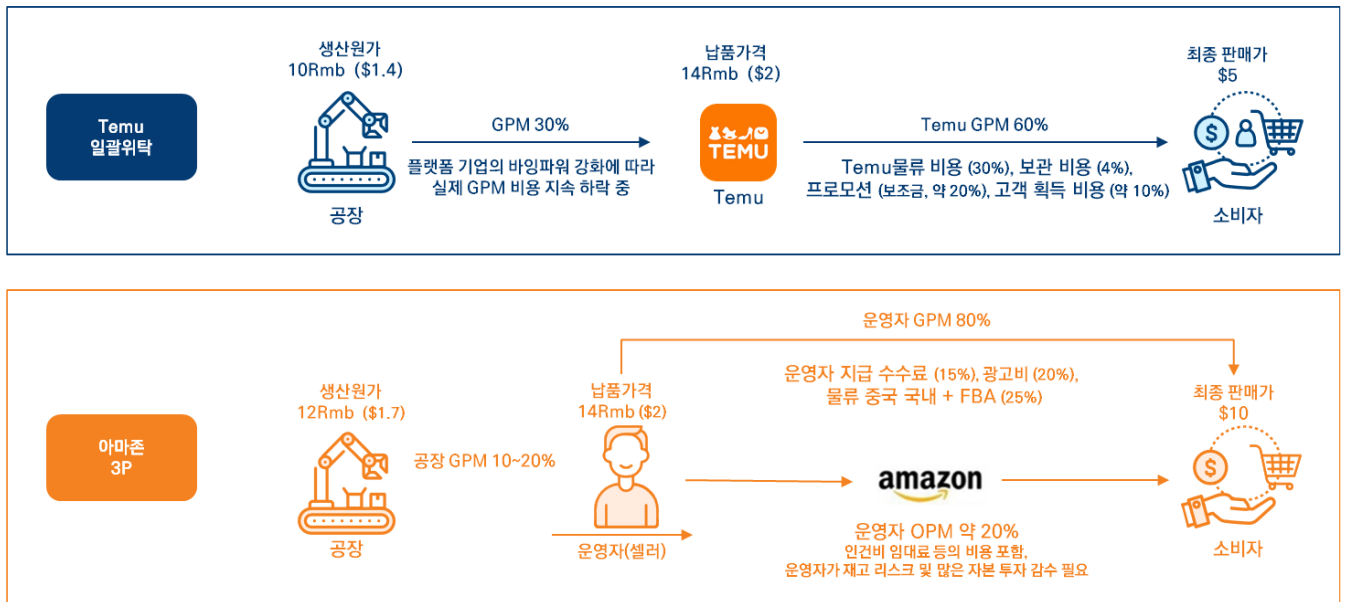
지속 가능한 초저가 비즈니스 모델 구축

Temu는 중국 본토 플랫폼인 핀뒤뒤에서 구축한 공급망(제조업체 + 도매상)을 적극 활용할 수 있어, 가격 경쟁력 확보 및 공급자 모집 측면에서 매우 유리하다.

가장 중요한 낙찰 조건은 ‘가격’: 중국 전자상거래 전문 매체인 ‘전상보(电商报)’ 기사에 따르면 ① Temu는 공급자에게 1688(경쟁사 알리바바의 B2B 쇼핑 플랫폼)에서 취급하는 동일 제품의 가격보다 더 낮은 가격으로 공급토록 요구한다. 또한, ② ‘가격 경쟁입찰 체제’를 도입하여 동일한 품목에 대해 2명 이상의 공급자가 견적을 내면 가장 낮은 가격을 제시한 공급자만 낙찰된다.

낙찰 이후 실시간 가격 모니터링을 실시해 가격이 더 낮은 제품 혹은 공급자가 나타날 경우, 플랫폼 측에서 가격 인하 요구를 하며, 공급자가 조치를 취하지 아니한 경우 플랫폼에서 퇴출 당한다. 따라서 Temu는 지속 가능한 가격의 경쟁력을 확보하는 셈이다. Temu는 직접 공급자로부터 낮은 가격을 이끌어내고, 중간 유통과정을 생략하기 때문에 동일한 제품의 경우 Temu의 가격은 통상적으로 아마존의 제품보다 약 30~80% 저렴하다.

그림 23. Temu 상품, 품질은 아마존 3p 보다 약간 떨어지나 최종 판매가는 아마존 약 50% 수준에 불과 (예시: 모 가정용품 기준)



자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. Temu 및 아마존 상품 가격 비교

(USD)

상품	Temu	아마존	상품	Temu	아마존	상품	Temu	아마존
오일 스프레이	2.97	12.99	LED등	3.28	23.99	무선 오디오	10.48	15.99
포커(골드)	3.61	9.99	마우스	25.98	29.39	무선 충전	13.31	29.99

자료: Temu, 아마존, 미래에셋증권 리서치센터

V. 이익 개선 시나리오

2027년까지 중국 이커머스 시장은 연평균 약 8% 성장률을 기록할 것으로 전망된다. Temu의 GMV 규모 성장 및 흑자전환 시점은 핀뒤뒤 실제 매출 및 이익 변화에 있어 중요하게 작용할 것이다.

Temu, 흑자전환 시나리오

2023년 Temu의 GMV 대비 영업이익은 약 -22%를 기록할 것으로 추정되며, 2027년에 흑자전환 될 것으로 전망된다. 단, ① 마케팅 변화(오픈마켓 확장), ② 물류 및 구매원가, ③ 객단가 등 변동폭에 따라 흑자전환 시점은 지연 혹은 앞당겨질 수 있다.

표 11. Temu, 항목별 GMV 대비 비중 추정

구분	23년	27년	변동폭	비고
구매원가	33%	32%	-1%	
플랫폼 보조금(할인쿠폰)	24%	14%	-10%	일정 트래픽 확보 후 프로모션 비용 축소
반품 및 교환 등 기타	6%	10%	4%	오픈마켓 확장에 따른 비용 증가
물류비용	36%	26%	-10%	국제 운송 방식 변화에 따른 비용 절감
- 중국 국내 물류	2%	2%	0%	
- 국제 운송	23%	15%	-8%	항공운송 → 해상운송(선박)
- 라스트 마일	11%	9%	-2%	가격 경쟁입찰 진행
지불 및 기타 제반비용	5%	5%	0%	
인건비	1%	1%	0%	본사 핀뒤뒤 인력 활용
마케팅비(보조금 제외)	17%	10%	-7%	규모의 경제 효과에 따른 GMV 대비 비율 하락
영업이익(GMV 대비)	-22%	2%	24%	미국 할인점 Dollar Tree 포함 영업이익률 5%~7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

쿠팡, 징동은 물론, 당사의 중국향 플랫폼 핀뒤뒤의 연간 흑자전환까지의 소요시간(약 13년 / 13년 / 6년)을 고려하면, Temu의 연간 흑자전환 소요시간은 다소 이르다고 여겨질 수 있다. 단, Temu는 쿠팡 및 징동과 비교할 때 중요한 차이점들이 존재한다.

- ① **자산 경량화 전략:** 물류업체와 협력하는 방식을 택하여 물류에 대한 대규모 투자 계획은 제한적이다. 특히 제품의 소유권은 셀러에게 있어, 미판매품에 대한 재고 부담도 없다.
- ② **가격 경쟁력:** 제품의 가격 결정권을 보유한다. 특히, 중간 도매상 과정을 최소화하기에 유통 마진만큼 할인된 가격부터 시작되어 동일 상품일 경우 판매가는 경쟁사보다 낮다.
- ③ **공급사 / 셀러 모집:** 중국향 플랫폼을 위해 이미 구축된 공급망을 활용할 수 있어, 공급사(공장형 판매자) 모집 및 가격 모니터링(책정) 과정이 용이하다.
- ④ **고객 확보:** 코로나19에 따른 소비자의 소비습관 변화(트레이딩 다운, 디지털 가속화) 및 결제 / 물류 / 인터넷 환경 개선에 힘입어 가파른 성장세를 기록 중이다.

마케팅: 先 고객 확보, 後 비용 효율화

Temu는 핀뒤뒤가 중국 내수시장에서 나타난 성장세와 유사한 궤도를 밟을 것으로 예상된다. 2024년에도 여전히 공격적인 마케팅을 진행할 것으로 예상된다(올해 광고비 23년 2배 수준인 40~60억 달러 지출 전망). 향후 일정량의 트래픽이 확보된 이후부터 프로모션 할인은 점차 감소될 것으로 전망된다.

트래픽 축적을 위한 공격적 마케팅(Q↑) → '파격적 저가' 인식 형성 → 일정 트래픽 확보, 프로모션 할인 축소(C↓) → '브랜드' 입점(보조금 지원, 혜택 제공) → 소비력 높은 사용자 유입(P↑Q↑)

물류 및 구매원가 하락

Temu는 일부 물품의 국제운송 방식을 '항공운송' → '해상운송(선박)'으로 전환할 전망이다. 이에 따라 물류 비용 절감 및 이익개선이 기대된다. 또한, Temu는 '가격 경쟁입찰 체제' 및 바잉파워 강화에 따라 구매 원가를 낮출 것으로 전망된다(현재 구매 원가는 전체 판매가 약 20~40%, 물류 및 보관 등 제반 비용은 전체 판매가 약 10~35% 차지 예상). 단, 물류비 및 구매원가 절감분은 당분간 마케팅비로 활용할 가능성이 높으며, 올해는 여전히 시장점유율 확대에 중점을 둘 것으로 전망된다.

표 12. Temu 물류 주요 과정 (예: 중국 광저우 → 미국, 물류비 약 14달러)

단계	구분	비중(물류비)	체크 내용
1단계	중국 국내 물류	7% (약 1달러)	Temu의 주문량 증가에 따른 협상 주도권 확보로 물류업체의 마진이 이미 많이 축소된 상황이다. 따라서 비용 인하의 여지는 제한적 이라고 판단된다.
2단계	국제 운송	64~69% (약 9~10달러)	일부 물품은 '항공운송' → '해상운송(선박)'로 전환 가능하며, '국제 운송'의 비용 인하 여력은 충분 히 남아있다고 판단된다.
3단계	라스트 마일	24~29% (약 3~4달러)	현지 물류사와 협력 중이며, 처리량 증가 및 경쟁 입찰을 통한 비용을 낮출 수 있지만 인하폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

주: 물품의 중량, 부피 및 배송 지역에 따라 가격 상이

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

객단가 상승 기대

Global Wireless Solutions에 따르면 미국 소비자들은 아마존에 비해 Temu에서 하루 평균 약 2배의 시간을 보내고 있는 것으로 나타났다(2024년 2월 Temu 23분 / 아마존 11분). 소비자 데이터가 점차 누적됨에 따라 고객의 니즈 파악, 수요 예측, 상품 선정 및 판매, 배송 등 판매율 향상 및 소비자 경험 개선에 긍정적일 것으로 예상된다.

또한, Temu는 2024년 3월 중순부터 미국 내 semi-management model(半托管), 일명 반위탁관리 모델을 출시했으며, 순차적으로 글로벌까지 확장할 계획을 발표했다. 반위탁관리 모델을 통해 물류비용 절감, 운송시간과 리드타임 단축, 품목 확장 등에 따른 객단가 상승이 기대된다. 다만, '최종 판매가격 결정권'은 여전히 플랫폼에게 있어, 관련 전략이 매출에 미칠 영향은 향후 시장의 반응을 더 지켜봐야하는 상황이다.

Semi-management model(半托管)

해외에 자체 재고 및 배송 능력을 보유한 중국 셀러들을 유치하기 위해 도입(23년 아마존 중국기반 셀러 GMV 약 2,380억 달러)

단, 아마존 보다 더 낮은 가격에 판매 위해 판매가격 결정 권한은 여전히 Temu에게 있음

향후 시장 상황에 따라 운영 모델 조정 가능성 존재

VI. 주요 진출 시장 점검

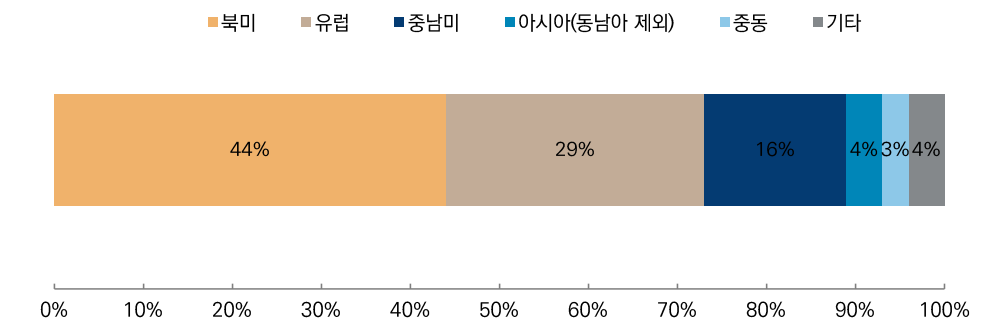
앞에서 중국 이커머스 기업들이 해외 시장으로 진출하는 이유와 경쟁력 및 Temu라는 글로벌 플랫폼의 이익 개선 시나리오에 대해 알아보았다. 본 파트에서는 Temu의 주요 진출 시장을 점검하고, 향후 미·중관계가 악화될 경우 추가 성장 잠재력에 대해 살펴보고자 한다.

해외 진출: 다변화 & 가속화

Temu는 저렴한 가격과 공격적인 마케팅을 펼치면서 무서운 속도로 해외시장을 확장해 가고 있다. 글로벌 시장조사기관 Statista에 따르면 2023년 Temu 다운로드 수는 3억 3772만 건으로 전세계 가장 많이 다운로드한 쇼핑앱 1위 자리에 올랐다. Temu의 다운로드 수는 3위인 아마존 다운로드 수(1억 8812만 건)의 1.8배, 경쟁사인 AliExpress 다운로드 수(1억 108만 건)의 3.3배 수준이다.

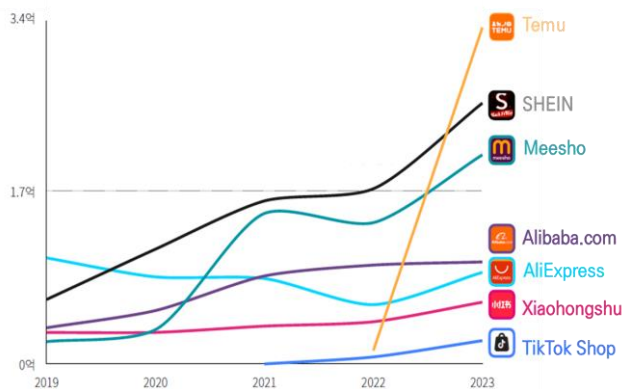
글로벌 모바일 시장 데이터 분석 기업 Sensor Tower에 따르면 2023년 1~11월 누적 기준, 북미(44%)에 이어 가장 많이 다운로드한 지역으로 유럽(29%)이 차지했다. **유럽은 북미에 이어 Temu의 가장 중요한 시장으로 확인된다.** 서유럽에서 Temu의 2026년 GMV는 전체의 19~25% 차지하고, 한국의 Temu GMV는 약 4~8% 차지할 것으로 전망된다.

그림 24. Temu, 지역별 다운로드 비중(23년 1~11월 누적 기준)



자료: Sensor Tower, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. Temu, 2023년 다운로드 수 3.4억 건 육박

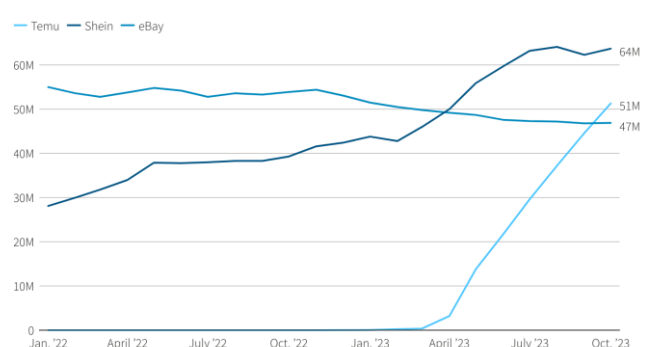


주: 2023년 11월까지 집계된 데이터, 2023년 12월 다운로드 수는 추정치
자료: 센서타워 스토어 인텔리전스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 유럽: Temu MAU 5,100만 명 달성(23년 10월)

Temu app has overtaken eBay in Europe

Monthly active users of Temu, Shein, and eBay apps in Europe across Android and Apple devices



자료: Data.ai, 미래에셋증권 리서치센터

Temu 공격적 마케팅

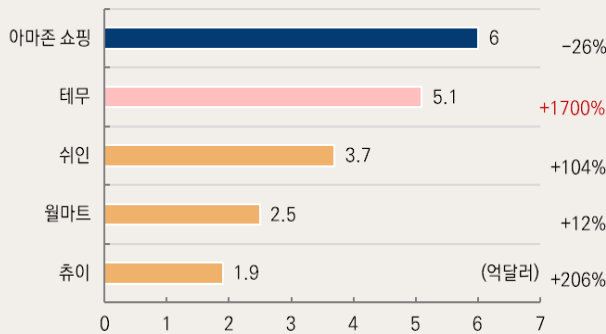
Temu, 대대적인 홍보에 나서

Temu는 시장 선점과 파급효과 극대화를 위해 각종 소셜 미디어 매체와 앱스토어 광고를 보내며, 공격적인 마케팅을 진행 중이다.

미국 모바일 시장 조사업체 Sensor Tower에 따르면, Temu는 미국에서 아마존에 이어 두 번째로 높은 이커머스 리테일 광고비를 집행했다.

Temu의 전체 광고 지출 규모는 아마존 쇼핑 대비 적으나 증가율은 1700% 수준으로 광고 지출이 전년동기 대비 26% 감소한 아마존 쇼핑과 크게 대조되는 모습이다(23년 11월 누적 기준).

〈2023년 미국 이커머스 리테일 광고 지출 순위 Top 5〉



주: 23년 1~11월 누적 기준

자료: Sensor Tower, 미래에셋증권 리서치센터

미국: 24년 슈퍼볼 1초당 약 3억 원

Temu는 미국 시장 진출 불과 1년 4개월 만에 두 번째 '슈퍼볼 광고'를 진행했다.

블룸버그통신에 따르면 Temu는 올해 슈퍼볼에서 총 5건(중간 광고 3건, 경기 종료 후 2건)의 광고를 진행하고 1,500만 달러(약 207억 원) 규모의 쿠폰과 경품 등을 제공했다고 보도했다.

CNN에 따르면 올해 슈퍼볼 광고비는 30초당 650만~700만 달러(약 90억 원~97억 원)로, 1초당 비용이 약 3억 원 수준이다. 따라서 Temu가 올해 슈퍼볼 광고가 지난해 1,400만 달러(약 194억 원) 보다 높은 2,100만 달러(약 290억 원)에 달했을 것으로 추정된다.

한국: Temu, 쇼핑앱 신규 설치 건수 1위

Temu는 2023년 7월 한국에 상륙한 후 초저가 돌풍을 불러일으키며 시장을 빠르게 확장해 나갔다.

모바일 빅데이터 기업인 아이지이에이웍스(igaworks)에 따르면, Temu는 2023년 9월부터 쇼핑 앱종 내 신규 설치 순위에서 쿠팡, 당근 및 AliExpress를 제치고 부동의 1위를 계속 유지하고 있다.

2024년 3월말 기준 신규 설치 건 수가 293만 건으로 2023년 9월부터 꾸준히 100만 건 이상의 신규 설치 건수를 기록 중이다(2위 AliExpress 116만 건, 3위 당근 60만 건, 쿠팡 52만 건).

〈전 세계 주요 시장에서 다운로드 수가 크게 성장한 Temu, SHEIN, AliExpress〉



주: 2023년 1월부터 11월까지 전 세계 주요 시장의 이커머스 앱 다운로드 성장 순위 Top5

자료: 센서타워 스토어 인텔리전스, 미래에셋증권 리서치센터

서유럽: 고령층, 여성 소비자에 높은 인기, 잠재적 지속력 시사

Temu는 2023년 4월 영국, 프랑스, 독일, 스페인, 이탈리아 및 네덜란드에 진출했다. 유럽 시장은 인당 소비력, 인프라 시설, 수요와 공급간의 괴리, 시장 경쟁상황 등 요소 감안 시 미국 시장에 이어 두 번째로 큰 마켓으로, Temu는 2026년까지 서유럽 이커머스 시장의 약 2~3% 비중을 차지할 것으로 전망된다.

유럽은 기타 권역 대비 디지털 수용 속도가 비교적 느려, 오프라인 쇼핑을 선호하는 문화를 이루고 있다(22년 이커머스 침투율 12.7%, eMarketer). 이에 많은 해외 이커머스 기업들은 유럽 진출에 난항을 겪었다.

단 Temu의 초저가 전략은 최근 2년간 높은 인플레이션에 시달린 유럽 소비자들의 큰 호응을 얻어냈다. 영국 패션 비즈니스 전문지 The Business of Fashion에 따르면 Temu가 EU 권역에서 올해 3월 31일까지 6개월 동안 기록한 MAU는 약 7,500만 명에 달했다(미국 24년 2월 MAU 5,864만 명, Data.ai). 특히 가격에 민감한 고령층 및 여성 소비자들이 Temu의 소비 주력군이 되었다. 즉 **젊은 세대 사이에 그치는 유행이 아니라 잠재적인 지속력을 지닐 수 있다는 점을 시사한다.**

영국: Temu 소비 주력군 - 고령층 & 여성 소비자

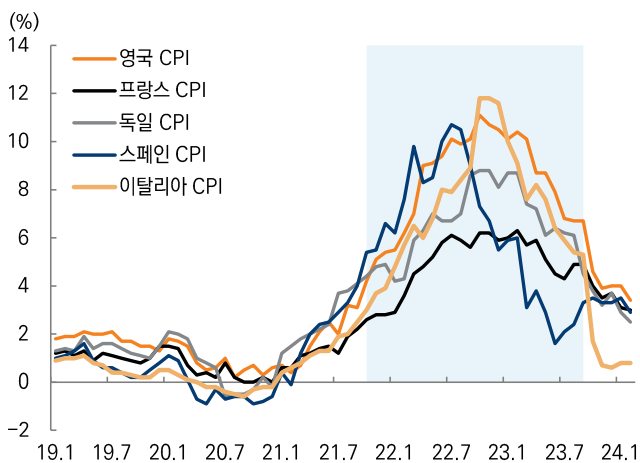
유럽에서 고령층 및 여성 소비자들 사이에서 Temu의 지속적인 매력을 시사하고 있다. 예컨대 영국의 18~24세 사용자는 2023년 5월에 240만 명으로 정점을 찍은 후 2024년 150만 명으로 줄었지만, 55세 이상 사용자는 2024년 1월에 480만 명으로 최고치를 갱신했다. 또한 여성 소비자 비중이 약 62%로 남성 소비자 비중보다 현저히 높은 것을 확인할 수 있다(출처: gwsolutions.com).

ラスト 마일: 현지 택배사 협력

Temu는 한국과 동일하게, 현지 택배사와 협력을 통해 라스트 마일 문제를 해결하고 있다.

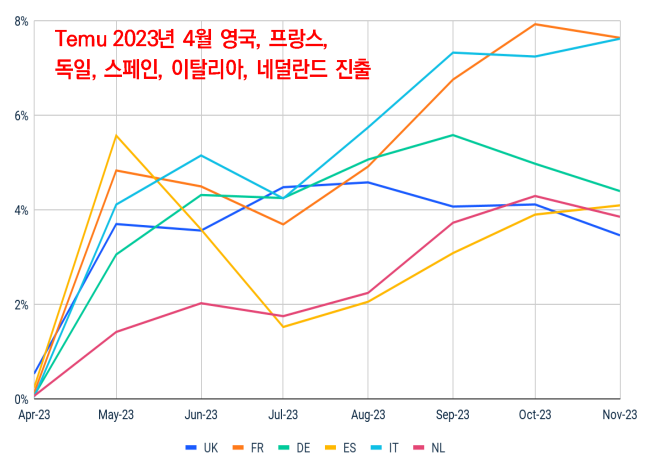
예: 이탈리아의 경우 Poste Italiane / 포르투갈과 스페인에서는 현지 대형 택배업체인 CTT / 독일에서는 Mail Alliance과 협력하고 있다.

그림 27. 높은 인플레이션 시달린 유럽 소비자



자료: 각국 통계청, European Commission, 미래에셋증권 리서치센터

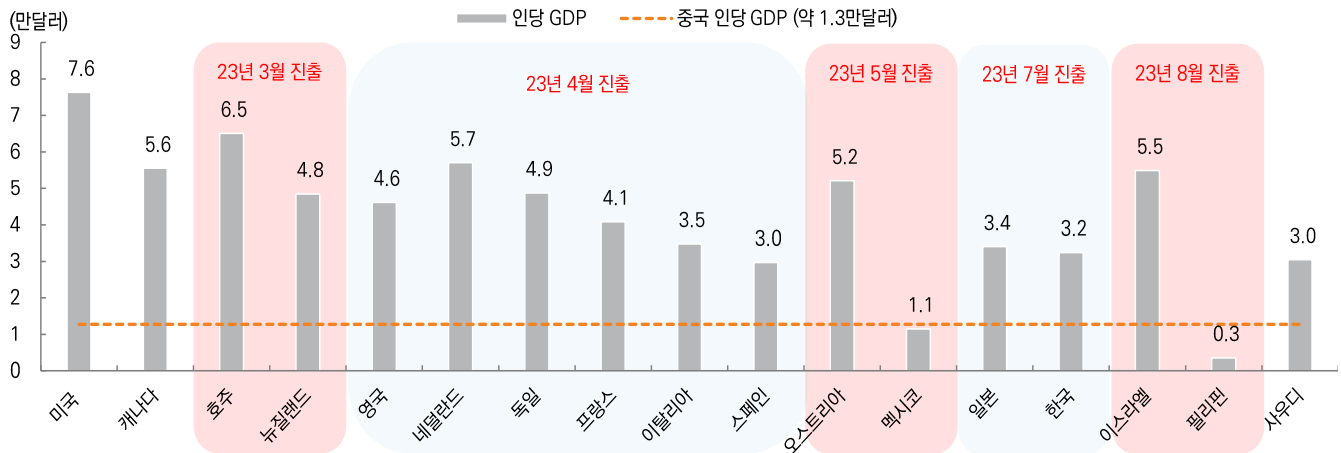
그림 28. 유럽 리테일 커머스 트래픽 중 Temu 점유율 3~8% 차지



주: 데스크톱 및 모바일 웹, 23년 4월 23일~23년 11월 23일

자료: Similarweb, 미래에셋증권 리서치센터

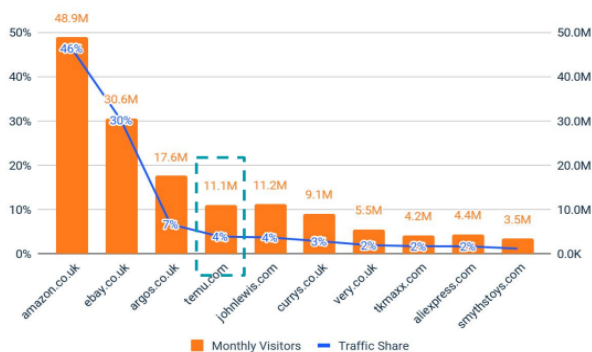
그림 29. Temu: 소득 수준이 높은 나라에 우선적으로 진출



주: 미국 2022년 9월 진출 / 캐나다 2023년 2월 진출 / 사우디 2023년 9월 진출
 자료: Worldbank, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 영국: Top10 리테일 커머스 트래픽 Temu 4% 차지

Top 10 Multi-Category Retailers - Unique Visitors & Traffic Share - UK
 Desktop & Mobile Web, Sep 23 - Nov 23



주: 데스크톱 및 모바일 웹, 23년 9월 23일~23년 11월 23일
 자료: Similarweb, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 이탈리아: Top10 리테일 커머스 트래픽 Temu 7% 차지

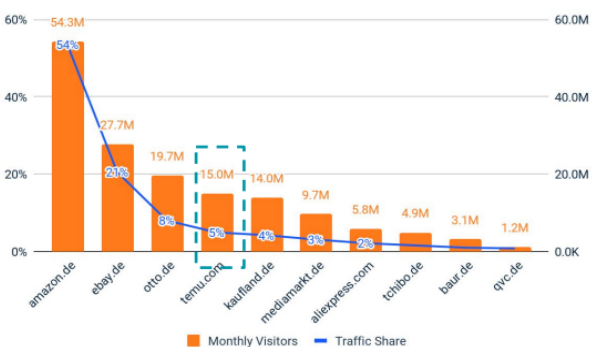
Top 10 Multi-Category Retailers - Unique Visitors & Traffic Share - It
 Desktop & Mobile Web, Sep 23 - Nov 23



주: 데스크톱 및 모바일 웹, 23년 9월 23일~23년 11월 23일
 자료: Similarweb, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 독일: Top10 리테일 커머스 트래픽 Temu 5% 차지

Top 10 Multi-Category Retailers - Unique Visitors & Traffic Share - De
 Desktop & Mobile Web, Sep 23 - Nov 23



주: 데스크톱 및 모바일 웹, 23년 9월 23일~23년 11월 23일
 자료: Similarweb, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 프랑스: Top10 리테일 커머스 트래픽 Temu 7% 차지

Top 10 Multi-Category Retailers - Unique Visitors & Traffic Share - FR
 Desktop & Mobile Web, Sep 23 - Nov 23



주: 데스크톱 및 모바일 웹, 23년 9월 23일~23년 11월 23일
 자료: Similarweb, 미래에셋증권 리서치센터

한국: Temu 26년 온라인 시장의 약 1~3% 차지 전망

Temu는 2023년 7월 한국 진출을 공식화했다. 앱/리테일 분석서비스 와이즈앱·리테일·굿즈(이하 와이즈앱)에 따르면 Temu의 2024년 3월 사용자 수는 전월 대비 42.8% 증가한 829.6만 명으로 공식 출시 8개월 만에 국내 이커머스 3위에 올라섰다. 이는 1위인 쿠팡 사용자의 27% 수준이며, 2위인 AliExpress(3월 사용자 887만 명, 2018년 11월 한국 진출) 보다 사용자 증가 속도가 빠른 추세이다.

그러나, 가파르게 증가한 사용자 수 대비 Temu의 GMV가 온라인쇼핑 거래액에서 차지 하는 비중은 미미하다. 와이즈앱에 따르면 2023년 Temu의 GMV는 약 311억 원으로 추정 된다. 이는 전체 온라인 시장의 0.014%, 해외 직구 거래액의 0.5%, 중국 직구 거래액의 0.9%에 불과하다(Temu GMV 24년 1월 약 197억 원 / 2월 약 253억 원).

단, Temu는 '절약형 / 가성비' 수요 증가 수혜, 카테고리 확장에 따른 PQ 상승으로 2026년까지 높은 성장세는 유지할 것으로 판단된다. 1회 평균 결제 금액 / 결제 횟수 / 구매자 수의 변화 및 카테고리 확장 속도에 따라 높은 변동성이 존재할 수 있다. 이에 Temu의 2026년 한국 GMV는 다음과 같이 다양한 시나리오와 가정을 통해 추정해 보았다.

표 13. Temu: 2026년 시나리오별 한국 GMV 추정

	Base	Bull	Bear	비고
유저당 평균 매출(ARPU, 만 원)	120	180	36	- ARPU(average revenue per paying user) = 1회 평균 결제 금액 * 결제 횟수
- 1회 평균 결제 금액(만 원)	4	5	3	- Temu 1회 평균 결제 금액 2.0~4.8만원(24년 2월 기준, 와이즈앱)
- 결제 횟수(회)	30	36	12	- 월평균 결제 횟수: 쿠팡 3.9회 / 네이버 2.8회 / AliExpress 3.2회(23년 1월~6월 기준, 와이즈앱)
구매자 수(AAC, 만 명)	400	500	300	- 23년 쿠팡 월평균 사용자 수 2,908만 명 / 23년 AliExpress 월평균 사용자 수 486만 명
Temu GMV(ARPU*AAC, 억 원)	48,000	90,000	10,800	- AliExpress 결제추정금액 약 2.29조 원(온라인 1% / 직구 34% / 중국 직구 70%, 와이즈앱)
한국 온라인 시장 차지 비중(%)	1.7%	3.1%	0.4%	- 23년 한국 온라인 시장 규모 229조 원(+8%YoY) / 26년까지 CAGR 8% 가정

자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 14. Temu: 시나리오별 한국 온라인 시장 차지 비중

ARPU(원)	36만	64만	92만	120만	140만	160만	180만
구매자 수(명)							
300만	0.4%	0.7%	1.0%	1.2%	1.5%	1.7%	1.9%
350만	0.4%	0.8%	1.1%	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%
400만	0.5%	0.9%	1.3%	1.7%	1.9%	2.2%	2.5%
450만	0.6%	1.0%	1.4%	1.9%	2.2%	2.5%	2.8%
500만	0.6%	1.1%	1.6%	2.1%	2.4%	2.8%	3.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

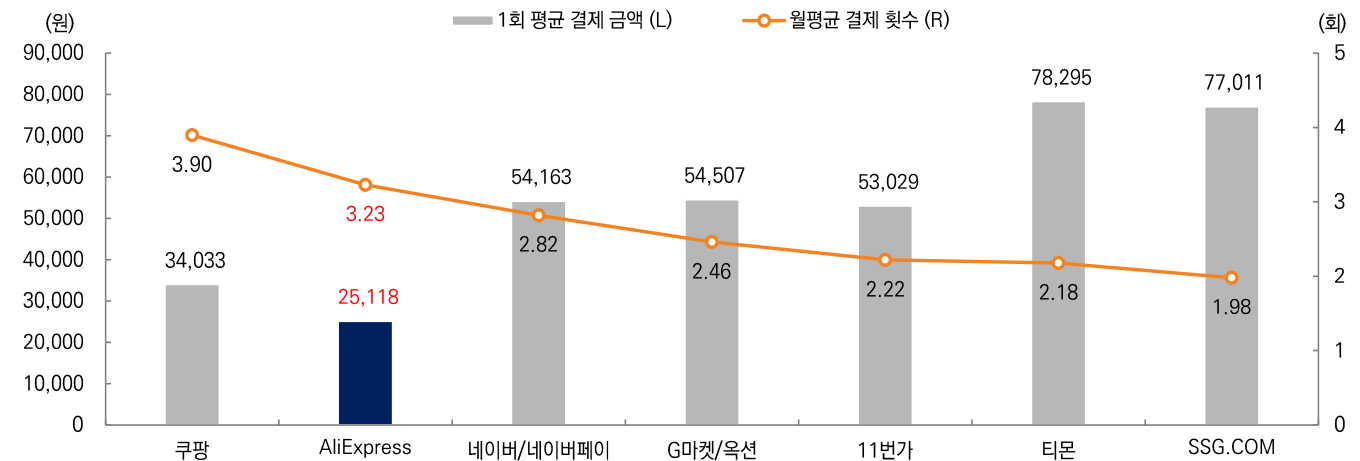
표 15. 한국 종합 쇼핑몰 어플 순위 변화

(만 명)

순위	2019년(월평균)		2021년(월평균)		2022년(월평균)		2023년(월평균)		2024년 3월	
	어플	사용자	어플	사용자	어플	사용자	어플	사용자	어플	사용자
1	쿠팡	1,390	쿠팡	2,367	쿠팡	2,803	쿠팡	2,908	쿠팡	3,087
2	11번가	779	11번가	827	11번가	926	11번가	892	AliExpress	887
3	위메프	669	G마켓	658	G마켓	669	G마켓	634	Temu	830
4	G마켓	546	오늘의집	482	에이블리	645	AliExpress	486	11번가	740

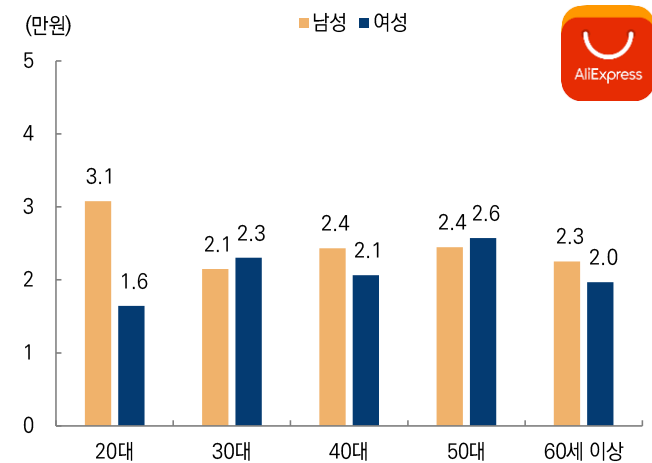
자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 한국: 이커머스 종합몰 1회 평균 결제 금액 및 월평균 결제 횟수(23년 1월~6월)



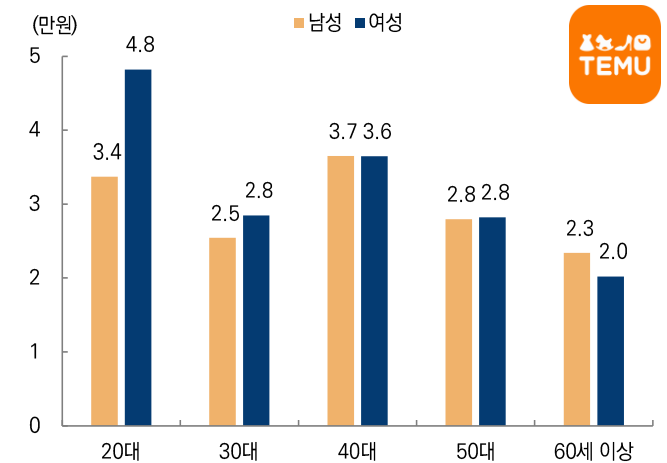
자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. AliExpress: 1회 평균 결제 금액 1.6~3.1만 원



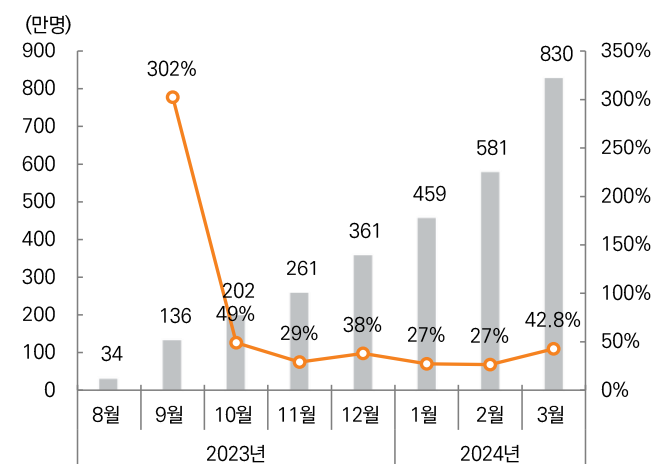
주: 2024년 2월 기준
자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. Temu: 1회 평균 결제 금액 2.0~4.8만 원



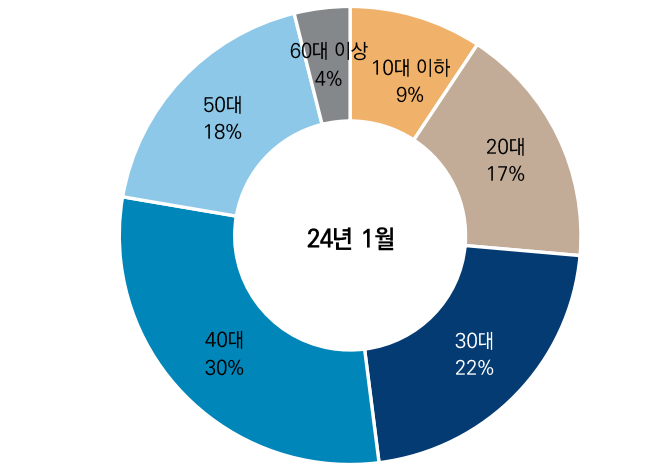
주: 2024년 2월 기준
자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 한국: Temu 앱 월간 사용자 수 추이



자료: 아이지이에이웍스(IGAWorks), 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 한국: Temu 사용자 40대 이상 비중 50% 상회



자료: 아이지이에이웍스(IGAWorks), 미래에셋증권 리서치센터

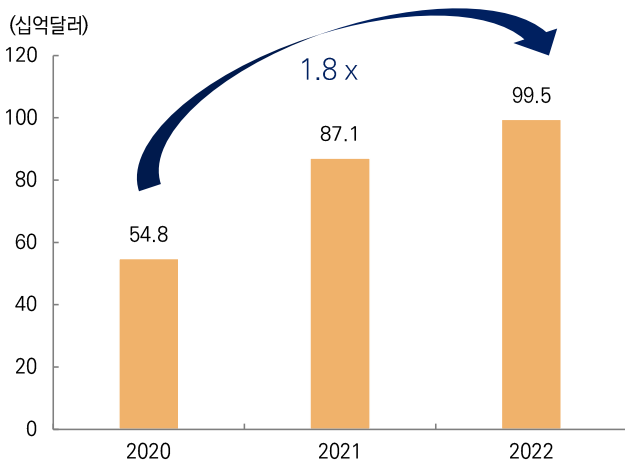
동남아: 5강 구도 확고, 침투 공간 제한적

동남아 시장은 글로벌 이커머스 시장 중 가장 높은 성장세를 기록하고 있다. 그러나 향후 Temu가 동남아 시장에서 시장 우위를 차지하기 힘들 것으로 판단된다. 동남아 이커머스 시장은 중국의 대표적인 이커머스 기업들이 이미 진입한 상황으로, M&A 혹은 자본투자를 통해 '5강' 구도가 형성되어 있다.

2022년 기준 동남아 전체 이커머스 시장의 상위 5개 업체는 Shopee(텐센트 최대 주주), Lazada(알리바바 최대 주주), Tokopedia(틱톡 지분 75% 인수), Bukalapak(인도네시아 전자상거래 플랫폼), TikTok Shop으로 전체의 96.1%를 차지하고 있다.

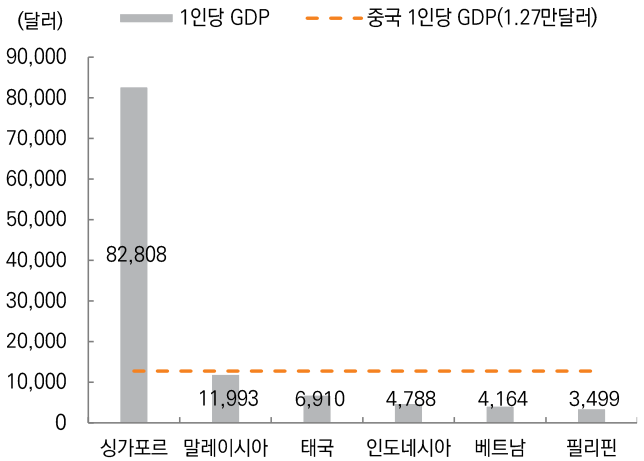
낮은 인당 가처분소득도 동남아 이커머스의 단가 상승 여력을 제한하고 있다. 특히 플랫폼간 가격 스프레드가 작으며, 경쟁은 치열한 상황이다. 동남아 이커머스 시장의 경쟁 환경을 감안할 경우, 이익 개선 가능성은 불명확한 상황이다.

그림 39. 동남아: 이커머스 시장 가장 빠른 성장세 기록



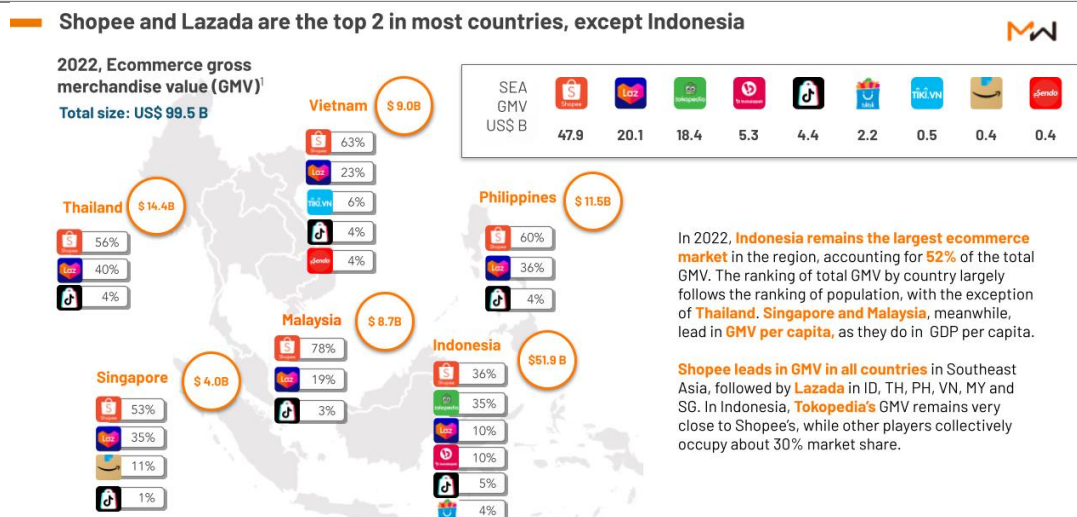
자료: Momentum Works, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 동남아: 국가별 1인당 GDP vs. 중국 1인당 GDP(22년)



자료: Worldbank, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 동남아: 상위 5개 이커머스 기업 M/S 96% 차지(22년)



자료: Momentum Works, 미래에셋증권 리서치센터

VII. 실적 리뷰

4Q23 리뷰: 높아진 눈높이에도 서프라이즈 기록

4Q23 핀뒤뒤의 매출액은 전년 동기 대비 123% 증가한 889억 위안(+29%QoQ), Non-GAAP 순이익 255억 위안(+110%YoY, +50%QoQ)을 기록했다. 매출액과 Non-GAAP 순이익은 컨센서스를 각각 11%, 52% 상회했다. 주된 이유는 ① 수수료율 상향(보조금 채널), ② 해외 사업 Temu의 급속 성장, ③ 규모의 경제 효과에 따른 매출액 대비 비용을 대폭 하락 등에 기인한다.

4Q23 온라인 마케팅 서비스 및 거래 서비스 매출 각각 컨센서스 6% / 17% 상회했다. 동사는 중국 내 커머스간 출혈경쟁에도 불구하고, 주력 사업인 온라인 마케팅 서비스의 4분기 매출은 전년 동기 대비 57% 증가했다. 타 경쟁사 대비 동사는 여전히 높은 가격 경쟁력을 지니고 있다는 것을 확인 할 수 있다. 또한 해외에서 빠른 성장을 보이고 있는 Temu로 인해 동사의 거래 서비스 매출은 3분기(+315%YoY)에 이어 4분기에도 고성장(+357%YoY, +38%QoQ)을 기록했다. 거래 서비스 매출 비중은 Temu 출시 기점인 3Q22 20%에서 4Q23 45%까지 상승해, Temu는 향후 핀뒤뒤의 매출 성장을 이끄는 주요 사업으로 거듭날 것으로 전망된다.

4Q23 판매비 / 관리비 / R&D 비용은 각각 266억 위안 / 19억 위안 / 29억 위안으로, 매출액 대비 비율은 각각 30.0% / 2.1% / 3.2%를 기록했다. 전년 동기 대비 -14.6%p / -2.0%p / -2.8%p로 모두 감소했다. Temu의 공격적인 확장에 따른 매출원가율은 전년 동기 대비 17%p 상승에도 불구하고, 동사의 높은 매출 성장과 비용 구조 효율화와 함께 순이익은 시장 기대치를 크게 상회했다.

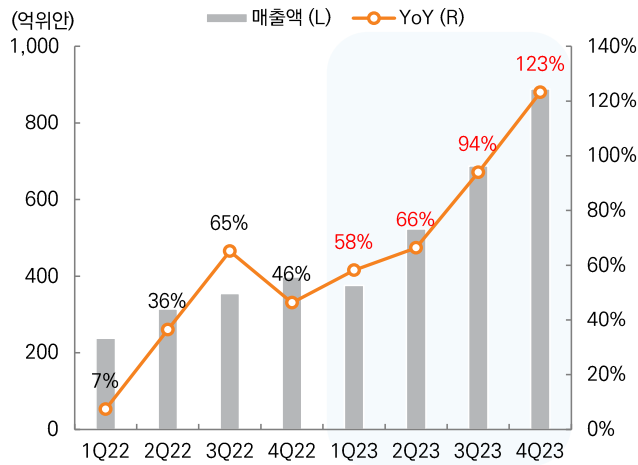
표 16. 핀뒤뒤: 4Q23 실적

(억 위안)

	4Q22	3Q23	4Q23			컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	398	688	889	123%	29%	799	11%
영업이익	91	167	224	146%	34%	167	34%
순이익(Non-GAAP)	121	170	255	110%	50%	168	52%
매출총이익(%)	78%	61%	61%				
영업이익률 (%)	23%	24%	25%				
순이익률 (%)	30%	25%	29%				
사업부문별 매출액							
온라인 마케팅 서비스	310	397	487	57%	23%	460	6%
거래 서비스	88	292	402	357%	38%	342	17%

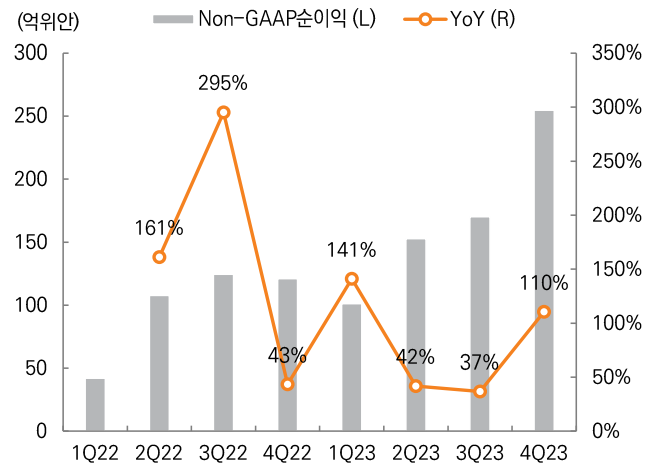
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 23년 분기별 매출 상승 가속화



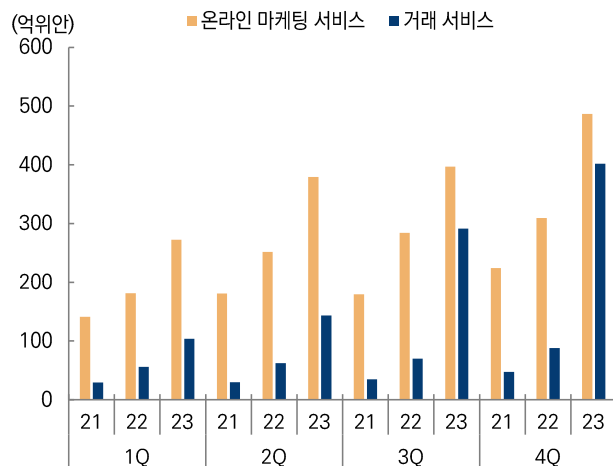
자료: 핀뒤뒤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 분기별 순이익 및 성장률 추이



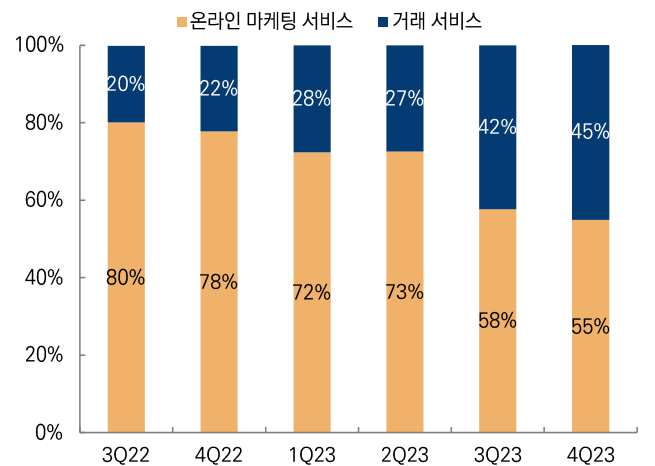
자료: 핀뒤뒤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 분기별 주요 사업별 매출 추이



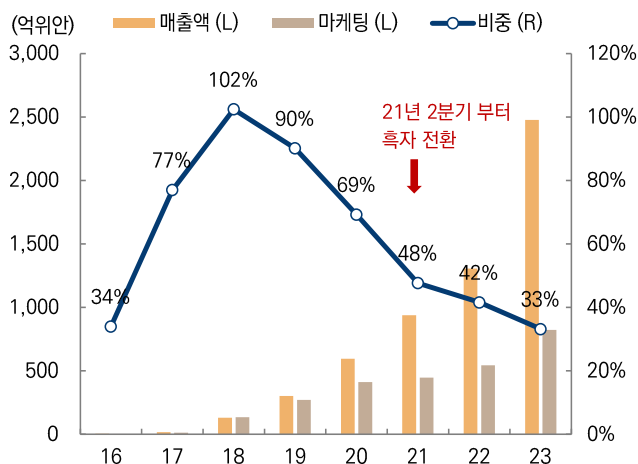
자료: 핀뒤뒤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 거래 서비스 매출 비중 약 45% 차지(4Q23)



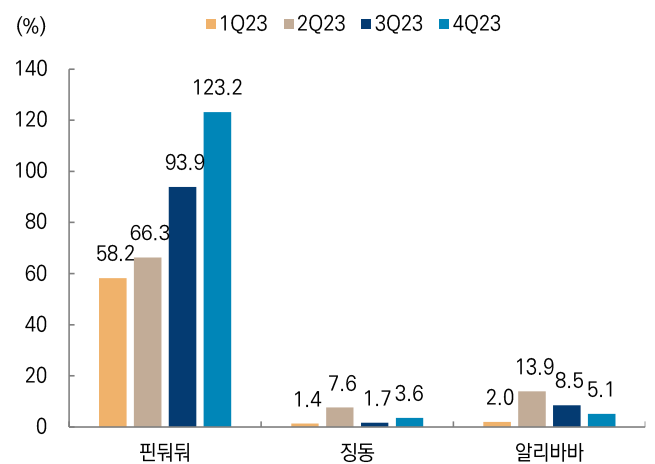
자료: 핀뒤뒤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 매출액 대비 마케팅비 점차 축소 중



자료: 핀뒤뒤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 중국 3대 이커머스 기업 분기별 매출 증가율 비교(23년)



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

VIII. 리스크

핀뒤뒤를 포함한 중국의 이커머스 플랫폼 기업들은 제품의 품질(안정성), 지적재산권 침해, 플랫폼간 경쟁 심화로 인한 마케팅 비용 지출 확대, 항로 차질에 따른 물류비 급등, 데이터 안보와 같은 정책적 이슈 등 다양한 리스크가 존재한다.

우선 빅테크를 향한 중국 정부의 강한 규제는 현재 일단락되었다. 그러나, 미·중 패권경쟁에 따른 높은 불확실성은 여전히 수반될 것으로 예상된다.

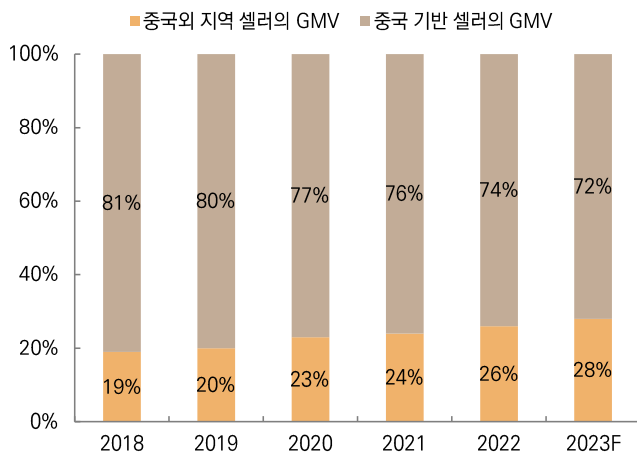
다각적 확장을 통한 리스크 분산

최근 Temu의 가파른 확장세에 미국은 ① 800달러 소액 소포 면세 혜택을 200달러로 축소 혹은 폐지하거나, ② 중국산 수입품에 대한 고관세 부과 가능성을 논의 중이다.

① **세금 부과 기준이 200달러로 낮아지거나 폐지될 경우:** 기준이 낮아지더라도 여전히 Temu의 구매단가 보다 높은 수준이다. 만약 관세 혜택 자체가 폐지될 경우, 미국 관세청의 업무량 부담 과다 및 통관 처리에 시간 / 비용 증가로 효율성은 하락할 것으로 예상된다. 따라서 중국 이커머스 기업뿐만 아니라 미국 전반 전자상거래 성장 둔화를 초래할 것이다.

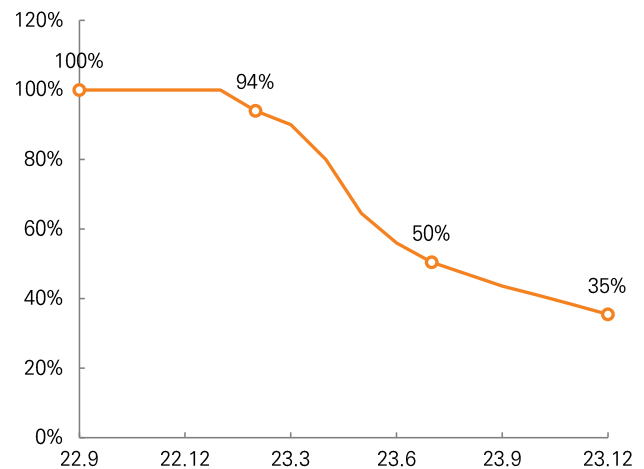
② **중국산 수입품에 대한 고관세 부과 경우:** 고관세 부과는 Temu, SHEIN, 알리바바 등 중국 플랫폼뿐만 아니라 아마존에게도 타격이 클 것으로 예상된다. 아마존 또한 중국 상품에 대한 의존도가 높기 때문이다(아마존 셀러 중 중국 셀러가 약 28% 차지). 관세 부과에 따른 인상분은 상품 가격에 전가되면서 미국 물가 상승 압력으로 작용할 가능성이 있다. 또한, 일부 물량은 멕시코 및 기타 국가를 통해 미국으로 우회 수출될 것으로 전망된다. 동사는 현재 해외 진출 국가 다변화를 통해 단일 시장 의존도를 낮추며 리스크를 분산 중이다.

그림 48. 아마존 셀러 중 중국 기반 비율 점차 확대



자료: ECDB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. Temu: 미국 MAU는 전체의 35% 차지(23년 12월)



자료: Data.ai, 미래에셋증권 리서치센터

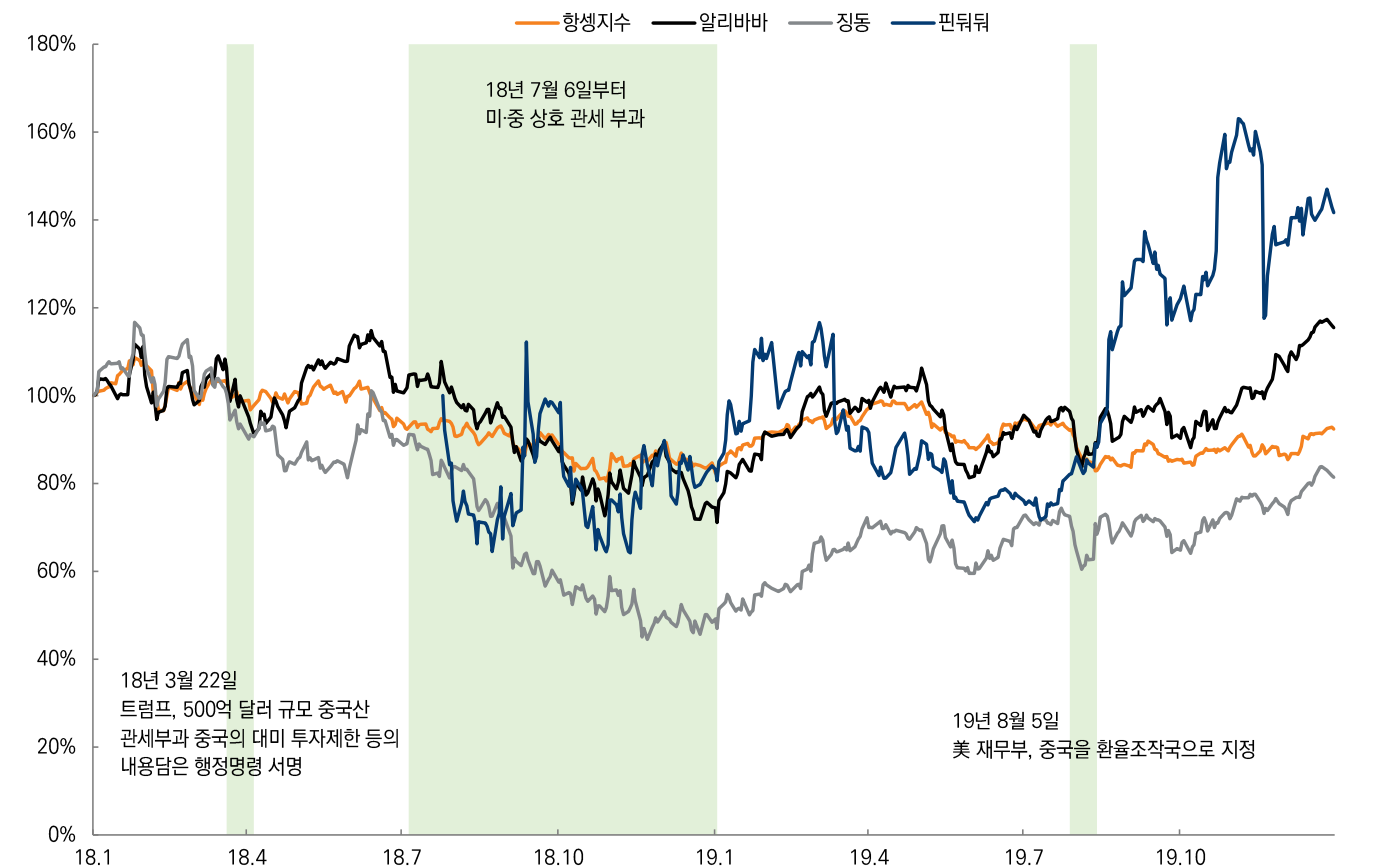
과거 미·중 무역전쟁이 주가에 미칠 영향

11월 앞둔 미국 대통령 선거로 인한 미·중간 갈등 심화 가능성도 큰 변수로 작용할 것이다. 이러한 변수가 **중국 주식시장 및 중국 수출 기업에게 미칠 부정적 영향은 필연적이다**. 중국 기업의 실적 및 기업가치(밸류에이션)에도 타격을 줄 것이다.

과거 미·중 무역마찰 기간 미국 증시에 상장된 중국기업들 주가 흐름을 비추어 볼 때, 미·중관계 악화 및 중국의 경기 부진이 이어질 경우 최소 16일에서 최대 180일 걸쳐 약세장이 지속되어, 주가는 약 4%에서 44%까지 조정될 가능성이 존재한다.

더 나아가, 과거와 달라진 양상도 존재한다. 기존에는 미·중 무역전쟁은 관세분야에 치중되었으나, 이제는 데이터 안보에 대한 경각심도 커진 상황이다. 이커머스 기업은 대량의 데이터를 다루게 되므로 데이터 보안과 개인정보 보호에 대한 리스크가 증가된 상황이다. 데이터 안보 이슈 부각에 따른 이커머스 기업들의 글로벌 진출 속도가 주춤될 가능성이 존재하며, 개인정보 강화 기조에 따라 데이터 확보를 위한 비용 증가 가능성 또한 존재한다.

그림 50. 미·중 무역마찰 기간 중국 3대 이커머스 기업 및 항생지수 퍼포먼스



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

Temu의 대응방안: 엄격한 관리 정책 시행으로 고객 경험 개선 노력

Temu는 제품의 품질, 배송 지연, 상품의 다양성 제약으로 경쟁사 대비 높은 이탈율을 보이고 있다. 상황 개선을 위해 Temu는 기술과 데이터 기반 초개인화 전략 수립과 공급업체에 대한 엄격한 관리 정책 시행을 통해 긍정적인 고객 경험을 제공하기 위해 노력 중이다.

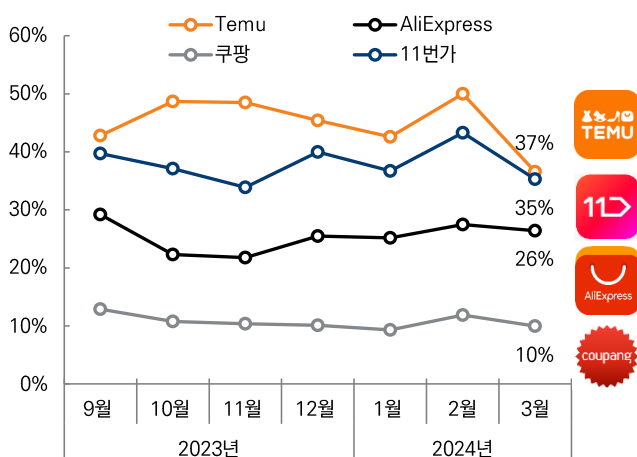
제품 품질: Temu의 주력 모델은 전통적인 마켓플레이스 모델이 아닌 일괄위탁 모델이다. 플랫폼이 직접 제품을 관리함으로써 품질에 대한 통제 및 감시가 가능하다. 일정 기간이 지난 상품들을 중심으로 컴플레인 및 판매 실적 데이터를 분석한 다음 판매가 저조한 제품을 교체 / 퇴출을 효율적으로 유도할 수 있다. Temu는 품질 향상을 위해 지속적인 모니터링을 진행하고 있으며, 품질 문제 발생 시 셀러에게 강도 높은 벌금을 부과하고 있다(제품 상태에 따라 공급가의 최대 5배까지 벌금 차등 부과).

배송 문제: Temu 설립 초기에는 중국에서 미국까지 상품을 배송하는데 2~3주 소요되었다. 서비스 개시 1년 이후 배송 시간은 약 1~2주로 단축되었다. 배송 시간이 단축된 요인으로는 셀러 발송 지연 문제 감소와 라스트 마일 문제 해소에 있다. Temu는 제품 발송이 지연되거나 제품 재고 부족으로 인해 주문이 이행되지 않을 경우 셀러에게 강도 높은 벌금을 부과한다. 또한, 원활한 배송을 위해 현지 로컬 물류사와 제휴를 진행 중이다. 더 나아가, 해외 창고 이용 및 semi-management model 적용 시 배송 시간 단축은 물론 소비자 경험 또한 개선될 것으로 예상된다.

반품 정책: Temu는 경쟁사 보다 길거나 동일한 90일 반품 기간을 제공한다(아마존 30일 / AliExpress 90일).

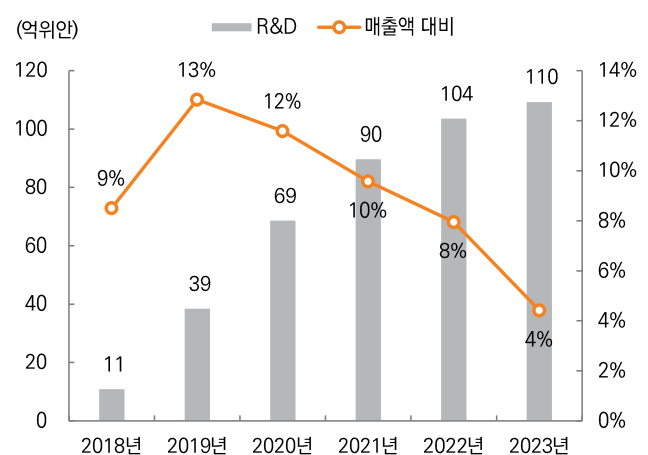
쇼핑 장벽 해소: AI 를 활용해 문화적 언어적 장벽 해소를 위해 언어 번역, 지역적 선호도 분석, 현지 문화를 반영한 마케팅 전략 수립 등 제품 콘텐츠의 현지화에 도울 수 있다. 핀뒤뒤의 R&D 투자는 지속적으로 늘어나고 있으며, 23년 연구개발에 110억 위안(약 2조 원) 투자했다. 특히 23년에는 4분기에만 29억 위안을 투자하며 지난해보다 투자비를 19% 늘렸다. 동사는 상품 구매 전환율, 앱 체류 시간, 고객 확보에 더욱 효율적이기 위해 R&D 투자를 지속적으로 확대할 것이며, 매출 전환 촉진에 기여할 것으로 기대된다.

그림 51. Temu, 경쟁사 대비 높은 이탈율



자료: IGAWorks, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 핀뒤뒤, 연구개발비 지속 확대



자료: 핀뒤뒤, 미래에셋증권 리서치센터

주요 시사점

현재 한국 온라인 쇼핑에서 중국의 이커머스 플랫폼들을 해외 직구(23년 온라인쇼핑 거래액 대비 해외 직구 비중 3%)로 국한해 살펴보기 보단, 온라인 쇼핑물 전체 취급 상품군 중에 어떤 상품군이 침투 불가능한지에 대한 논의가 필요한 시점으로 판단된다.

더 나아가 중국의 이커머스 플랫폼들이 진출한 해외 시장의 로컬 브랜드 유치를 통해 역 수출 시장 또한 활성화될 것으로 판단된다. 다시 말해, 중국 이커머스 플랫폼들은 중국 제조 상품 뿐만 아니라 한국 브랜드 및 OEM(주문자 상표부착 생산)/ODM(주문자 개발 생산) 제조된 상품의 글로벌 시장(중국 포함) 진출에 있어 주요 채널로 활용될 것으로 예상된다.

종합하자면, 중국의 이커머스 플랫폼들은 한국 시장을 비롯해 해외 진출을 가속화 함으로써 광고 수수료 및 거래 수수료가 증가해 흑자전환 속도가 앞당겨질 가능성도 존재한다. 향후에는 중국에서 제조한 '가성비 제품' 뿐만 아니라 다양한 국가의 브랜드 상품 제공을 통해 지속적인 유저 유입 및 글로벌 영향력을 보다 향상시킬 것으로 전망된다.

표 17. 한국: 소매 판매액 / 온라인 판매액 / 직구액 추이

(억 원)

구분		2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
판매액	소매	5,479,265	5,923,782	6,255,518	6,397,192	1,553,057	1,600,698	1,588,107	1,655,330
	소매(승용차 제외)	4,895,033	5,331,037	5,638,393	5,735,811	1,397,821	1,422,187	1,433,465	1,482,338
	온라인쇼핑 거래액	1,582,840	1,902,231	2,111,236	2,288,607	539,233	559,051	573,187	617,136
	온라인쇼핑 상품 거래액*	1,261,993	1,454,955	1,517,639	1,627,028	388,618	397,583	398,518	442,308
	해외 직구*	40,677	51,152	53,240	67,567	15,279	16,350	16,300	19,639
	중국 직구*	8,182	13,362	14,858	32,873	6,246	7,778	8,193	10,656
비중	소매판매액 대비 온라인쇼핑 상품	23.0%	24.6%	24.3%	25.4%	25.0%	24.8%	25.1%	26.7%
	소매판매액(승용차 제외) 대비 온라인쇼핑 상품	25.8%	27.3%	26.9%	28.4%	27.8%	28.0%	27.8%	29.8%
	소매판매액 대비 해외 직구액	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%
	소매판매액 대비 중국 직구액	0.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
	온라인쇼핑 거래액 대비 해외 직구액	2.6%	2.7%	2.5%	3.0%	2.8%	2.9%	2.8%	3.2%
	온라인쇼핑 거래액 대비 중국 직구액	0.5%	0.7%	0.7%	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.7%
	해외 직구 중 중국 비중	20.1%	26.1%	27.9%	48.7%	40.9%	47.6%	50.3%	54.3%
성장률	소매		8%	6%	2%	5%	2%	0%	2%
	소매(승용차 제외)		9%	6%	2%	4%	1%	0%	3%
	온라인쇼핑 거래액		20%	11%	8%	7%	8%	8%	11%
	온라인쇼핑 상품 거래액		15%	4%	7%	2%	4%	4%	8%
	해외 직구		26%	4%	27%	11%	26%	25%	46%
	중국 직구		63%	11%	121%	90%	121%	106%	161%

주: 온라인쇼핑 상품 거래액은 '여행 및 교통서비스, 문화 및 레저서비스, 이쿠폰서비스, 음식서비스, 기타서비스 거래액' 제외/ 2023년 및 2023년 4분기 직구액은 잠정치

자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 한국: 온라인 쇼핑물 취급 상품별 거래액 비중(23년)

음식 료품	음식 서비스	여행 및 교통서비스	의복	가전·전자 통신기기	생활 용품	화장품	농축 수산물	이쿠폰 서비스	컴퓨터 및 주변기기	스포츠 레저 용품	가구	아동 유아용품	자동차 및 자동차용품	신발	패션용품 및 액세서리	문화 및 레저서비스	가방	기타 서비스	애완 용품	서적	사무 문구
13%	12%	11%	9%	9%	8%	5%	5%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

핀뒤뒤 (PDD US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만 위안)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	130,558	247,639	383,184	472,213
매출원가	31,462	91,724	149,442	188,885
매출총이익	99,095	155,916	233,742	283,328
영업비용	68,683	97,217	147,526	167,636
기타영업수익	0	0	0	0
EBIT	30,413	58,699	86,216	115,692
EBITDA	33,194	62,909	90,684	120,373
세전이익(GAAP)	36,419	71,876	99,394	128,870
법인세비용	4,881	11,850	15,903	20,619
당기순이익	31,538	60,027	83,491	108,251
비배주주순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	31,538	60,027	83,491	108,251
지배주주순이익(Non-GAAP)	39,530	67,899	93,071	120,528

Growth & margins

Revenue growth	39.0%	89.7%	54.7%	23.2%
Gross profit growth	59.2%	57.3%	49.9%	21.2%
EBIT growth	341.0%	93.0%	46.9%	34.2%
Net profit growth(Non-GAAP)	306.0%	90.3%	39.1%	29.7%
EPS growth	183.5%	69.6%	37.1%	29.0%
Gross margin	75.9%	63.0%	61.0%	60.0%
EBIT margin	23.3%	23.7%	22.5%	24.5%
Net profit margin(Non-GAAP)	30.3%	27.4%	24.3%	25.5%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만 위안)	2022	2023	2024F	2025F
지배주주순이익	31,538	60,027	83,491	108,251
감가상각비&무형자산상각비	2,224	4,210	5,940	7,802
비현금항목	5,194	9,906	10,346	11,805
운전자본변동	9,552	20,021	26,757	22,336
영업활동으로 인한 현금흐름	48,508	94,163	126,534	150,193
Capex	-11,013	-12,382	-22,991	-33,055
기타	-11,348	-43,049	-54,398	-61,697
투자활동으로 인한 현금흐름	-22,362	-55,431	-77,389	-94,752
배당금	0	0	0	0
차입금 증가(감소)	4,174	-6,768	-2,044	-542
자본금 증가(감소)	0	0	0	0
기타재무활동	-4,164	-2,483	-2,483	-4,164
재무활동으로 인한 현금흐름	10	-9,252	-4,527	-4,706
현금의 증감	26,256	29,479	44,618	50,735
기초현금	6,427	34,326	59,794	104,412
기말현금	34,326	59,794	104,412	155,148

자료: 핀뒤뒤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만 위안)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	216,618	294,750	412,659	523,101
현금 및 현금성자산	34,326	59,794	104,412	155,148
재고자산	0	0	0	0
기타	182,292	234,956	308,246	367,953
비유동자산	20,502	53,328	74,660	94,642
유형자산	2,461	5,084	8,735	13,003
기타	18,041	48,243	65,925	81,639
자산총계	237,120	348,078	487,319	617,743
유동부채	116,889	152,901	199,259	222,046
매입채무	84,277	130,349	157,105	179,441
단기금융부채	14,488	2,290	2,599	2,274
기타유동부채	18,124	20,262	39,555	40,331
비유동부채	2,460	7,936	17,327	16,713
장기금융부채	2,447	7,876	17,022	11,718
기타비유동부채	13	60	305	4,996
부채총계	119,349	160,837	216,586	238,760
지배주주지분	117,771	187,242	270,733	378,983
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	117,771	187,242	270,733	378,983
부채 및 자본총계	237,120	348,078	487,319	617,743

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E(x)	20.5	22.3	14.3	11.1
P/B(x)	7.2	8.3	4.9	3.5
EV/EBITDA(x)	21.8	21.2	12.3	8.8
EPS(CNY)	27.4	46.5	63.8	82.3
BVPS (CNY)	81.8	128.4	185.6	258.8
DPS(CNY)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	13.3	17.2	20.0	19.6
ROE(%)	32.7	39.4	36.5	33.3
순차입금/자기자본(%)	-14.8	-26.5	-35.6	-38.9
순차입금/EBITDA(x)	-0.5	-0.8	-1.0	-1.2

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.