

화장품 (비중확대/Initiate)

중국 화장품 소비, 양적 확대 국면으로 전환

윤정한

junghan_yoon@miraeasset.com



CONTENTS

Executive Summary	3
I. 국내 화장품 산업 성장의 Key, 중국 수요	4
중국인의 선택에 따라 변화한 국내 화장품 산업	4
2021년 중국 내수 소비 환경, 고속 성장하던 2017년의 사이클을 기대	13
중국 럭셔리 화장품 시장 성장을 이끈 밀레니얼, Z세대의 소비 원천	23
II. 소비 패턴의 변화 가능성	26
Post-코로나, 95후의 화장품 소비 습관 변화	26
트렌드 1: 기초 화장품은 가격대비 성능 추구, 로컬 코스메슈티컬	36
트렌드 2: 색조 화장품은 애국소비, 귀차오 글기	42
한국 화장품 OEM/ODM사, C-뷰티 성장에 편승	46
Company Analysis	
아모레퍼시픽 (090430)	49
LG생활건강 (051900)	55
코스맥스 (192820)	61

Executive Summary

매출액 중 중국 익스포저가 높은 화장품 기업에 대해 투자이견 비중확대로 분석을 개시한다. 2021년은 중국 내 전반적인 화장품 총 수요 회복이 기대된다. 2018~2020년 럭셔리 카테고리로 집중된 수요 환경에서 성장에 대한 불확실성이 컸던 한국 OEM/ODM사에 대한 투자 관심을 두는 것을 추천한다. **커버리지 기업 중 중국 화장품 OEM/ODM시장 점유율 4.9%로 1위인 코스맥스를 Top Pick으로 제시한다.**

2018년 이후 중국의 실물 경제 성장이 둔화되며 나타난 화장품 수요 양극화에 대해 한국 화장품 기업들은 효과적으로 대응하지 못했다. 한국 화장품 기업이 기존에 추구하던 가성비, 물량 중심의 전략이 문제였다. 럭셔리로 제한된 수요환경에서 브랜드의 ASP 상승을 통해 성장을 나타내던 중국 화장품 시장의 변화와 방향을 달리했다. 또한 성장 둔화로 인해 경쟁이 치열해진 매스티지 브랜드 시장에서는 젊은 소비자를 타겟으로 현지화 마케팅에 성공한 로컬 브랜드에 밀렸다.

이제 화장품의 가성비 카테고리에서는 중국 로컬 브랜드에 비해 한국 브랜드의 실질적인 경쟁력이 의심되는 상황이다. 더 이상 중국인은 제조국가를 보고 화장품 브랜드를 고르지 않는다. 제품에 대한 품질 신뢰성과 스토리가 더욱 중요하다. 따라서 시진핑 방한, 한한령 해제 등으로 기대되는 중국인 인바운드 회복은 한국 화장품 섹터의 펀더멘탈에 큰 영향을 미치지 않을 것으로 본다.

2021년 우리는 중국 실물경기 회복에 따른 중국 내 화장품의 양적 소비 증가에 집중해야 한다. 이미 코로나19 이후 중국의 산업생산 지표 및 제조업 경기는 빠르게 회복세에 있다. 소비의 회복은 다소 둔하지만 2020년 하반기부터 중국의 이전소득 제외 가처분 소득 증가는 글로벌 국가 중 가장 빠르게 상승하고 있다. 위안화에 유리한 금융환경 역시 질적 소비를 위한 중국 정부의 도시화 정책이 본격적으로 진행될 것을 기대하게 한다. 빠른 도시화를 증가와 소득 증가는 화장품의 양적 소비 확대에 우호적이다. 전반적인 화장품 소비 환경은 중국 내 화장품 소매판매가 빠르게 증가하던 2017년과 유사하다.

양적 소비환경으로의 변화는 수익성 보다 외형 성장이 기업가치의 카탈리스트 역할을 하던 밸류체인 하단 기업(OEM/ODM, 용기, 원료)에도 온기를 불어넣어 줄 수 있을 것이다. 그 중 한국 기업이 로컬사 대비 경쟁력을 가지고 있는 부분은 OEM/ODM이다. 시장규모 역시 중국의 화장품 OEM/OEM시장은 한국에 비해 1.5배 차이밖에 나지않는다. 소매시장규모가 5배차이라는 점을 감안하면 향후 높은 성장성을 기대하게 한다.

중국 내 젊은 소비자의 소비 패턴 변화 역시 OEM/ODM 사업 환경에 도움을 줄 것이다. 젊은 소비자들의 높은 소비성향에 영향을 주던 온라인 소액 플랫폼을 통한 할부 결제가 중국 정부 당국의 규제 영역에 들어섰다. 럭셔리에만 집중된 화장품 수요가 OEM/ODM의 제조를 바탕으로 한 가성비의 영역으로 확장될 것을 기대하게 한다. 실제 최근 트렌드가 가속화 되고 있는 코스메슈티컬(피부과 화장품), 귀차오 소비(애국 소비) 역시 가성비의 영역에 있는 트렌드이다.

물론 중국 소비자들의 눈높이가 점차 높아지며 장기적이고 구조적인 성장을 나타낼 카테고리는 럭셔리 화장품이다. 그러나 2018년 하반기 이후 벌어지던 글로벌 브랜드사와 중국 내 OEM/ODM사와의 밸류에이션 갭은 현재 12MF P/E기준 50% 이상 할인된 수준에서 거래되고 있다. **중국 내 실물경기가 회복되고 이미 생활용품 PPI가 반등을 나타내고 있는 상황에서 밸류에이션 갭이 과도하다는 판단이다.** 이에 2021년 트레이딩 관점에서 브랜드사 보다 OEM/ODM사의 업사이드를 높게 본다.

I. 국내 화장품 산업 성장의 Key, 중국 수요

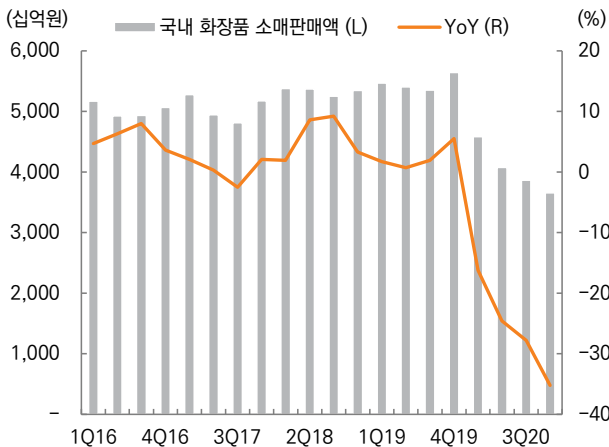
중국인의 선택에 따라 변화한 국내 화장품 산업

2016년까지 성장을 보여주던 국내 화장품 시장(면세 외국인 구매 제외)은 2017~2019년 평균 2.9% 성장했다. 물가상승률을 감안 시 실질적으로 국내 화장품 시장은 성장 하고 있지 않다. 한국의 경우 1인당 연간 화장품 구매액은 210달러 수준으로 선진국 수준까지 올라와 있다. 시장 자체가 성숙기에 접어든 것으로 보인다.

또한 2016년말 사드(고고도미사일)사태 이후 화장품 산업의 주요 고객이었던 중국 단체관광객의 입국이 줄어들며 발생한 국내 총 수요의 부진과 그 무렵 SNS 등을 통해 부각된 화장품 화학성분 경각심(케모포비아)우려도 복잡한 화장 단계를 줄여 수요를 감소시키는 영향이 있었다.

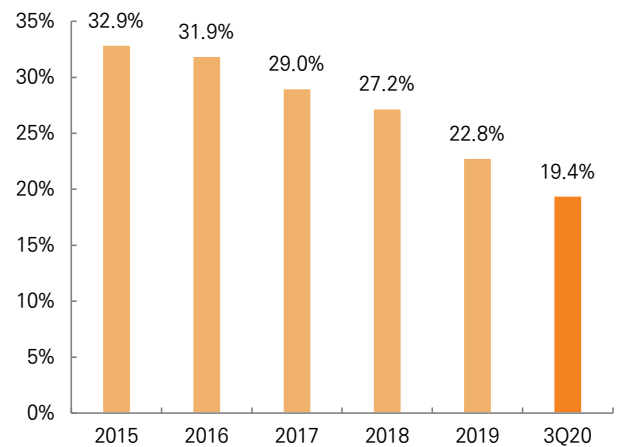
화장품 시장이 성숙기에 들어선 이후 국내 소비자들의 화장품 선호는 개성이 중요시 되면서 다양화 되었다. 또한 OEM/ODM을 통한 화장품 위탁생산 제조방식이 보편화 되어 신규 진입자의 진입장벽이 크게 낮아졌다. 국내 화장품 산업의 대표 기업인 아모레퍼시픽의 국내 시장 점유율은 시장이 성장하지 않는 가운데 2015년 32.9%에서 3Q20 19.4%까지 빠르게 감소했다.

그림 1. 국내 화장품 시장(면세 외국인 구매 제외) 규모 추정(분기별)



자료: 한국 면세점 협회, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 아모레퍼시픽 국내 화장품 시장 점유율 추이



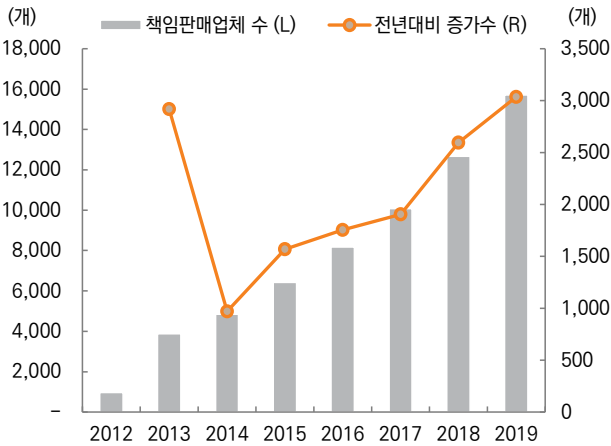
자료: 칸타월드패널, 미래에셋대우 리서치센터

반면 화장품 책임판매업자 등록자 수는 2019년 15,707개소로 전년대비 3,034개소가 증가하며 역대 가장 큰 증가세 나타냈다. 시장이 파편화되고 있다는 증거다. 소비자 선호의 다변화는 화장품 유통채널의 변화도 이끌어 냈다. 특정 브랜드만 접할 수 있던 원브랜드샵(로드샵), 방문판매 위주의 유통 채널은 다양한 제품과 카테고리를 경험할 수 있는 H&B스토어, 온라인 등으로 수요가 점차 이전되었다.

과거 시장 성장기에 국내 화장품 기업들은 미샤, 에뛰드하우스, 아리따움 등으로 대표되는 원브랜드샵을 통해 판매와 더불어 유통마진까지 가져오는 영업전략을 사용했다. 2003~2004년 브랜드 미샤로 대표되는 원브랜드샵 에이블씨앤씨의 영업이익률은 20% 수준이었다. 브랜드사 산하가 아닌 원브랜드샵 제품의 제조는 100% 위탁생산 방식이다. 일반적으로 원가가 판매가의 30%정도 수준임을 감안하면 높은 수준의 영업레버리지를 구가했다.

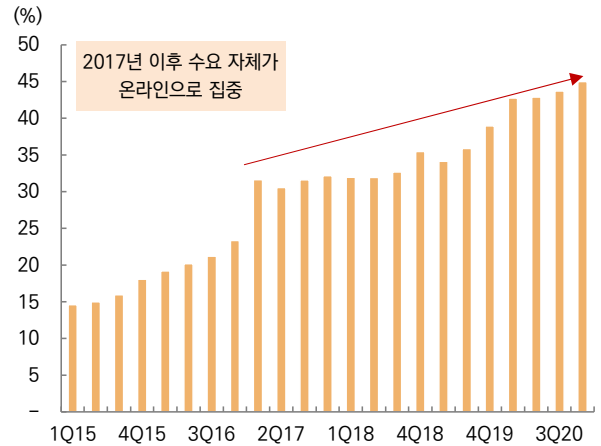
그러나 2016년 이후 원브랜드샵의 성장 동력이었던 중국인 인바운드가 크게 감소하자 채널 변화에 적응하지 못한 기업들은 사라졌다. 원브랜드샵 매장의 경우 국내 화장품 온라인 침투율이 급격하게 확대되던 2017년에도 매장 수가 크게 줄지 않았다. 2014년 이후 폭발적으로 증가한 중국인 인바운드 트래픽에 의존하면서 상대적으로 H&B채널과 온라인으로 이동하는 국내 수요 변화 대응에 늦은 것이다.

그림 3. 국내 화장품 판매업자 등록 수 및 증가폭



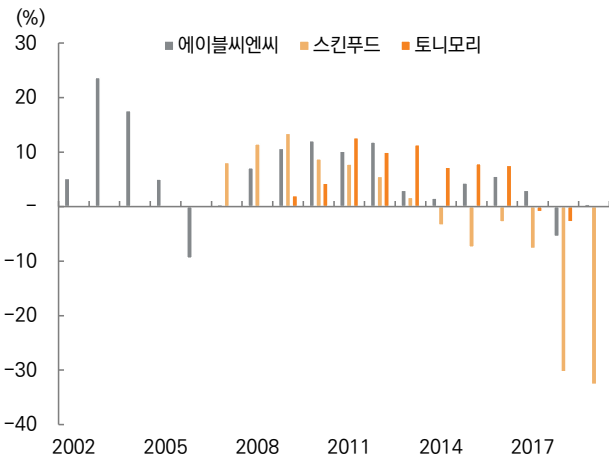
자료: 식품의약품안전처, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 분기별 화장품 온라인 침투율 추이



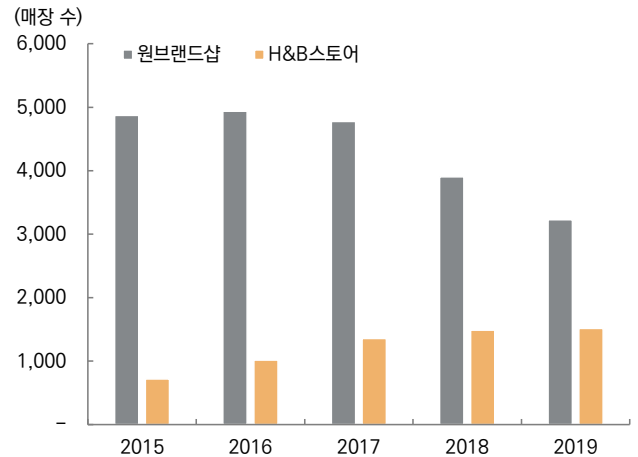
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 화장품 원브랜드샵 기업 영업이익률 추이



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 화장품 원브랜드샵과 H&B스토어 점포 수 추이

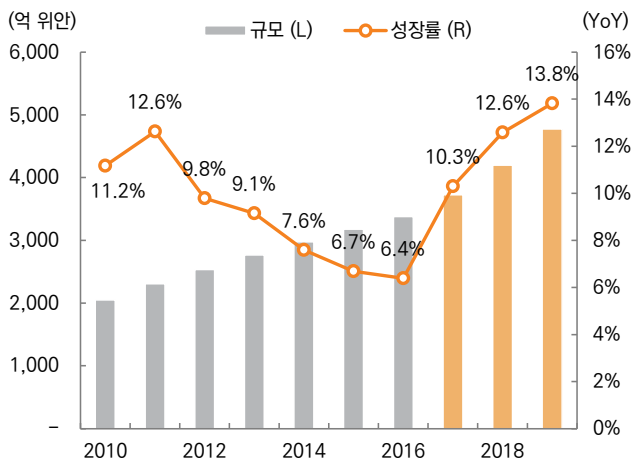


자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터
 주: 원브랜드샵(미샤, 더페이스샵, 네이처리퍼블릭, 이니스프리, 토니모리, 스킨푸드), H&B스토어(올리브영, 랄라블라, 룩스)

국내와 달리 중국의 화장품 시장은 지속적으로 고성장을 기록하고 있다. 유로모니터 기준 중국은 2014년 이후 연평균 화장품 시장 성장을 9.9%를 기록했다. 글로벌 화장품 시장에서 중국이 차지하는 비중은 2019년 기준 20%까지 올라왔다. 2009년 대비 8%p 증가한 수치다. 퍼스널 케어를 제외하면 현재 글로벌 최대 시장이다.

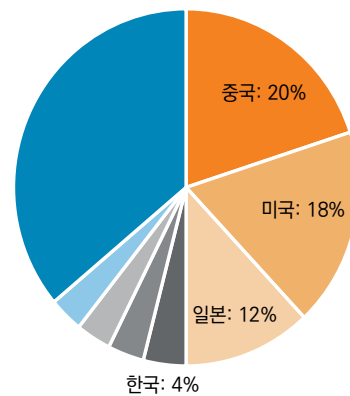
중국인의 1인당 화장품 연간 구매액은 아직 44달러에 불과하다. 미국, 유럽은 물론 같은 동아시아 국가인 일본이나 한국의 20% 수준이다. 중국은 아직 저선도시 등 화장품에 대해 미개척 시장이 많기 때문이다. 중국의 도시화율은 2019년 기준 60.3%로 한국의 81.4%대비 크게 낮다. 중국 화장품 시장의 성장 잠재력이 아직 풍부하다.

그림 7. 중국 화장품 시장 규모 및 성장률



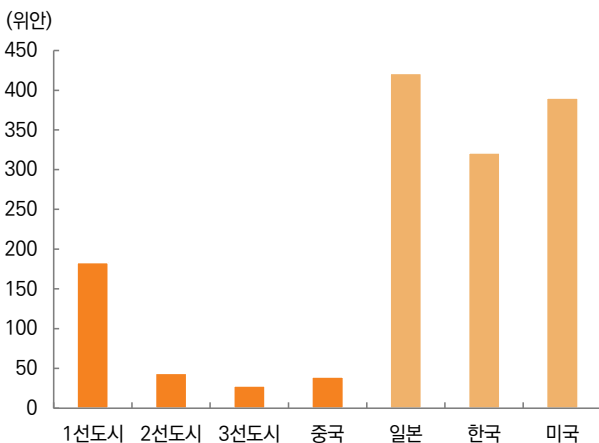
자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 글로벌 화장품 시장 비중(2019)



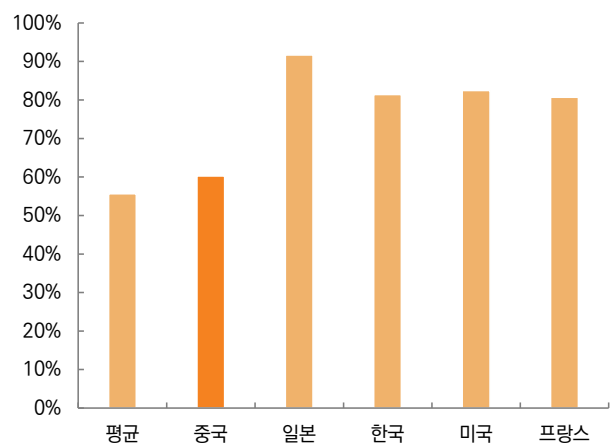
자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 중국 성급별 연간 1인당 색조 화장품 구매액(2019)



자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

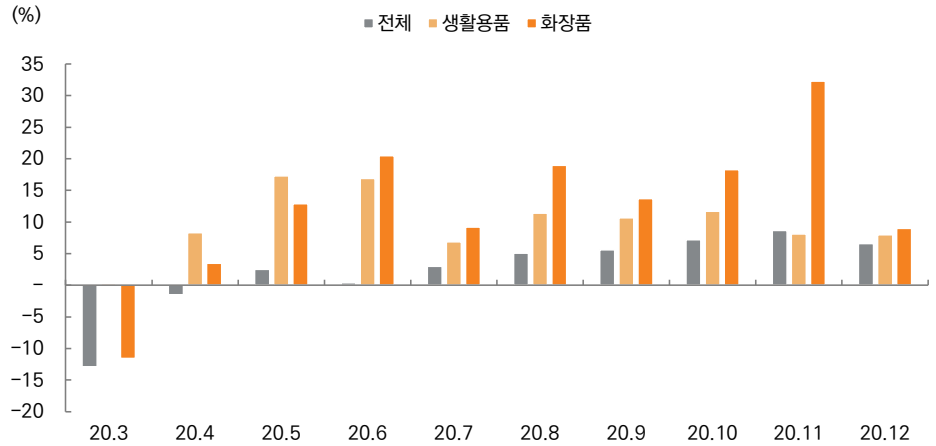
그림 10. 국가별 도시화율(2019)



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

실제 중국 화장품 시장의 추세적인 성장세는 지속되고 있다. 중국 화장품 시장은 2019년 기준 글로벌 화장품 시장 성장의 58%를 기여했다. 2020년 코로나19로 인해 글로벌 화장품 소비가 위축된 가운데에도 화장품 소매판매액은 2020년 4월부터 작년동월대비 성장으로 전환되기 시작했다. 2020년 12월까지 연간 누계로 보더라도 13.6% 이상 성장한 상황이다. 중국 내 다른 소비재와 비교해도 추세적인 반등 속도가 빠르다. 70% 이상이 뷰티 상품에서 매출이 일어나는 티몰 창스이 행사가 있던 2020년 11월에는 화장품소매판매액이 전년동월대비 32.3%의 고성장을 기록했다.

그림 11. 중국 월별 화장품 소매판매 증가율과 기타 카테고리 비교

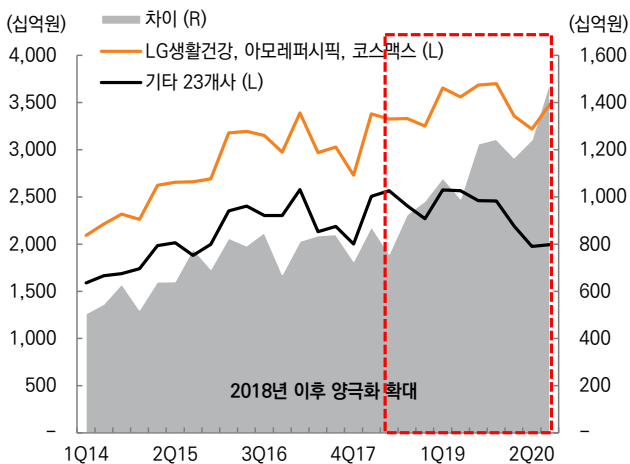


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

결과적으로 한국 화장품 시장은 정체되고 중국 시장은 빠르게 성장하고 있다. 국내 화장품 기업의 성과는 중국인의 선택을 받는 기업과 그렇지 않은 기업의 성장이 차이가 크게 벌어지고 있다. 특히 그 시기는 2017년 말부터 본격화 되었다.

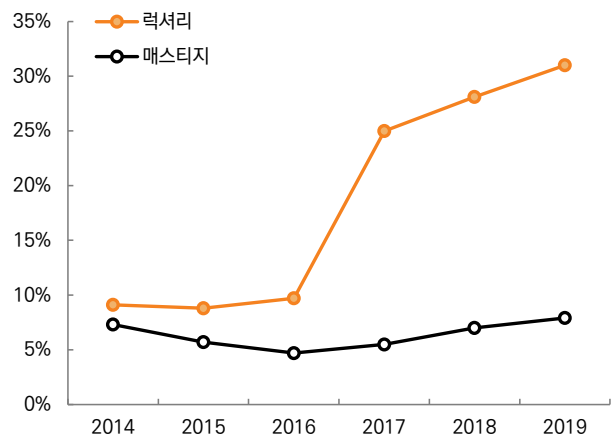
중국의 화장품 시장 변화의 특징은 2017년을 기점으로 빠르게 고급화 되었다는 점이다. 피부 건강에 영향을 줄 수 있는 기초 화장품은 럭셔리 카테고리로 개성을 나타낼 수 있고 품질 민감도가 높지 않은 색조 화장품은 로컬 브랜드로 화장품 소비 패턴이 변화하기 시작했다.

그림 12. 국내 화장품 기업, 중국향과 그렇지 않은 기업의 매출액 차이



자료: WISEFn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 중국 화장품 연간 카테고리별 시장 성장률

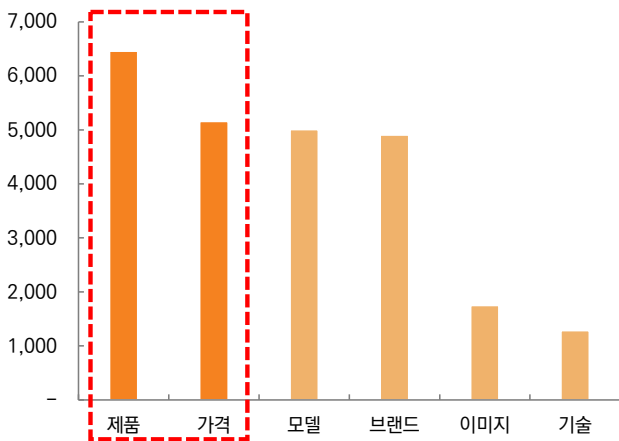


자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

2017년 이후 중국 화장품 소비가 빠르게 고급화 된 가운데 K-뷰티의 매력도는 점차 중국에서 하락했다. 흔히 K-뷰티의 강점은 드라마, 아이돌과 같은 한류와 결합하여 문화 콘텐츠적 마케팅이 가능하다는 점이 부각된다. 그러나 중장기적이고 본질적인 K-뷰티의 경쟁력은 ODM제조를 바탕으로 한 가성비와 빠른 회전력에 있다.

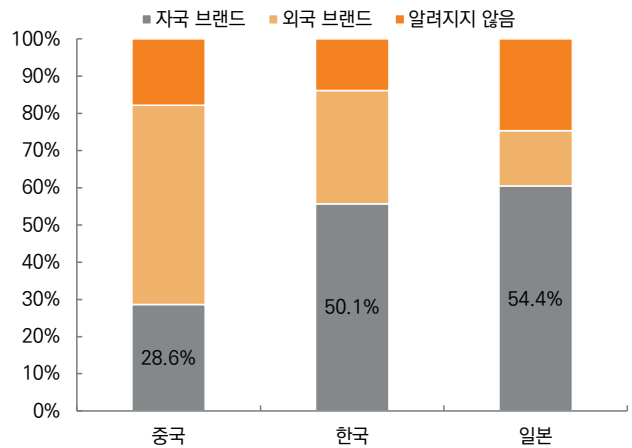
유럽을 제외한 글로벌 화장품 시장에서 자국 브랜드의 영향력이 큰 국가는 일본과 한국 두 국가가 유일하다. 자국 브랜드가 강세를 보이는 이유는 높은 기술력을 가진 OEM/ODM사를 기반으로 트렌드에 맞는 가성비 좋은 제품을 소비자에게 빠르게 제공할 수 있다는 점 때문이다.

그림 14. K-뷰티 인기요인(2015~2018, 트위터 및 뉴스 키워드 수)



자료: 다음소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 화장품 시장 내 자국 브랜드 비중



자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

당사는 2019년 기준 국내 화장품 생산 실적의 약 54.5%가 OEM/ODM을 통해 위탁생산된 제품으로 추정한다. 글로벌 평균 30%대비 크게 높은 수준이다. 위탁생산 방식이 일반화 되면서 한국의 경우 시장 규모 대비 판매업자의 수가 크게 많다. 국가별 화장품 판매가 가능한 사업체의 경우 18,618개소(책임판매업자+제조업자)인데 반해 중국은 5,398개소 미국의 경우 3,000여개소로 파악된다.

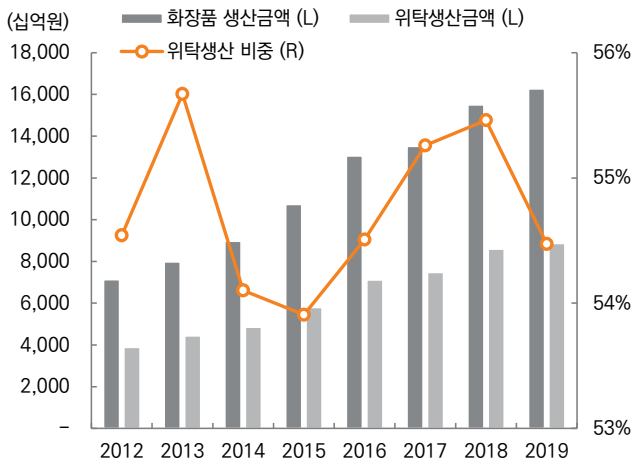
실제 사드보복조치 이전 한국에 방문한 방한 중국인을 확인해보면 평균 월 소득 8,000위안 미만의 쇼핑을 목적으로 한 여성이 가장 많았다. 바이두에서 한국 여행과 관련된 연관 검색어는 ‘저렴한 가격’과 ‘최고 가성비’였다.

당시 중국의 1인당 GNI가 8,000달러(한국의 1992년 수준), 그리고 중국 내 유통되는 화장품의 신뢰도 문제가 부각되었을 때 한국 화장품의 가성비의 매력이 중국 소비자들에게 크게 소구 된 것으로 파악된다. 한국의 중저가 화장품은 중국 현지에서 아직까지 대학생들이 많이 사용하는 제품이라는 인식이 있다.

그러나 과거 K-뷰티의 강점인 가성비 전략은 현재 중국 로컬 기업들이 선점하고 있다. 중국 현지 화장품 OEM/ODM사의 품질과 기술력이 빠르게 상승했다. 특히 색조 화장품에서 중국 로컬 브랜드의 시장점유율이 점진적으로 확대되고 있다.

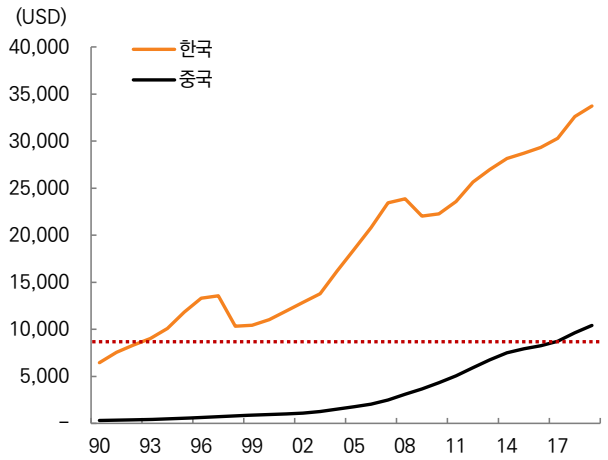
2019년 티몰에서 판매된 로컬 색조 브랜드의 GMV는 221.4억위안이다. 전체 색조 브랜드 판매량의 61%가 로컬 브랜드가 차지했다. 전년대비 거래액 성장률은 82%에 달한다. 또한 중국 로컬 브랜드 Top 20위권의 합산 시장점유율은 2012년 7.6%에서 2019년 15.8%까지 7년간 8.2%p 확대되었다.

그림 16. 국내 화장품 생산실적 중 위탁생산 비중 추정



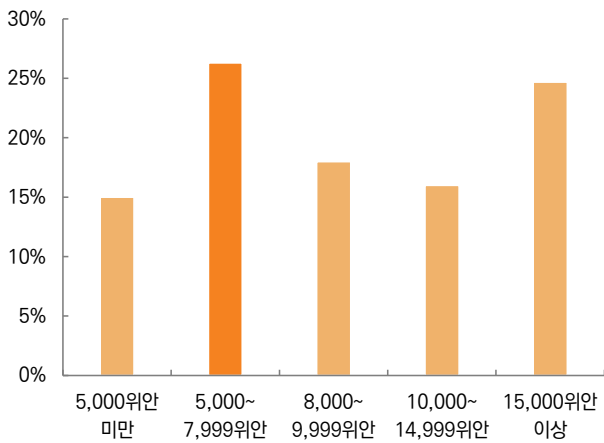
자료: 식품의약품안전처, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 2010년대 중반 중국 1인당 GNI, 한국의 90년대 초 수준



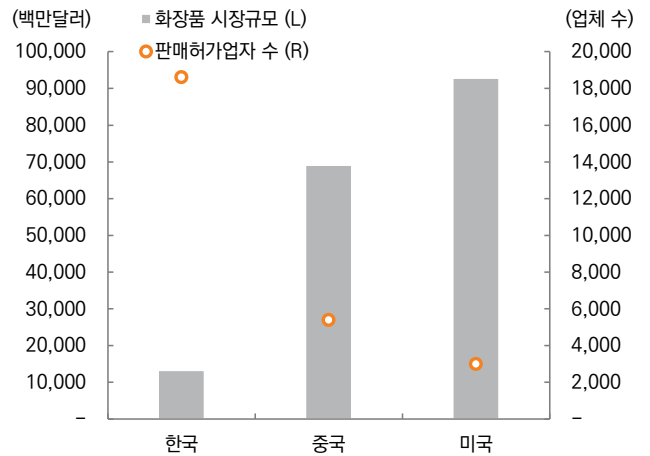
자료: MacroTrend, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 2015년 방한 중국인 월 소득 분포



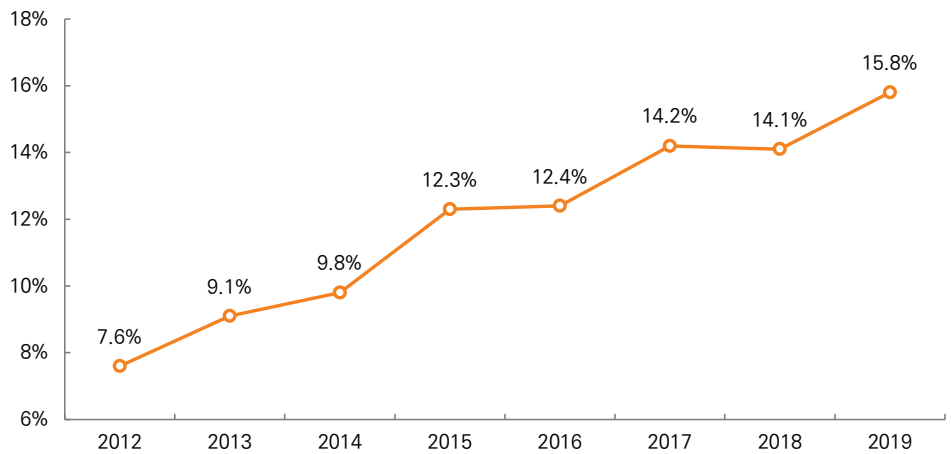
자료: LG경제연구원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 한, 중, 미 뷰티, 퍼스널케어 시장규모와 판매 등록자 수



자료: 통계청, 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 중국 로컬 Top 20 브랜드 합산 점유율 추이

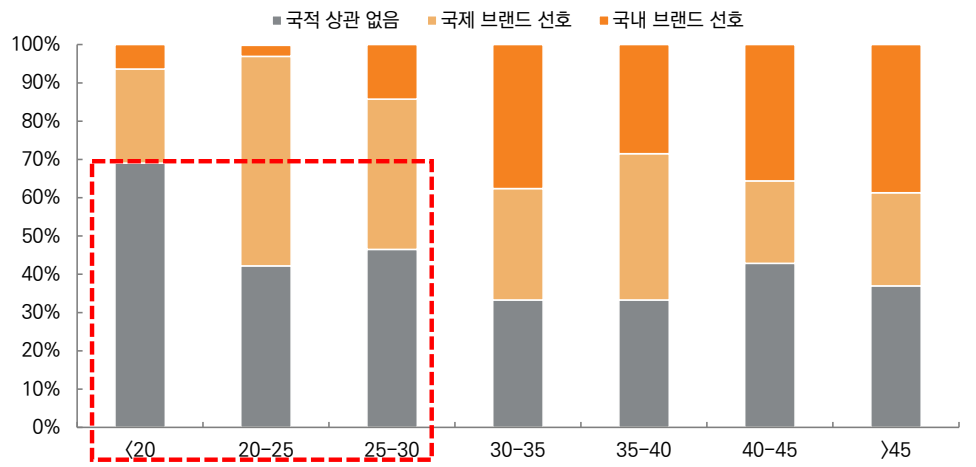


자료: QuestMobile New Media, 미래에셋대우 리서치센터

반면 중국 로컬 브랜드만 분류한 시장 내에서 살펴보면 Top5의 브랜드는 2010년 시장점유율이 22.1%에서 2019년 16.5%로 줄어들었고 규모 100위권 브랜드의 경우 시장점유율이 25%에서 33.4%까지 높아졌다. 중국 로컬 브랜드 전체의 시장점유율이 확대되는 가운데 중 소비자의 선택이 규모가 작은 브랜드까지 분산되고 있다. 로컬 화장품의 품질과 기술력이 소비자에게 신뢰를 얻고 있다는 반증이다.

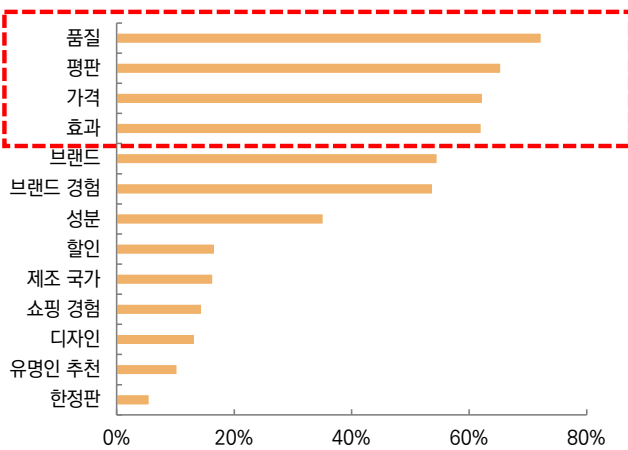
중국 소비자들에게 과거 로컬 브랜드에 대해 저렴하고 품질이 좋지 않다는 인식 역시 변화하고 있다. 최근 글로벌 화장품 브랜드를 구매한 소비자들을 대상으로 한 서베이에서 응답자의 46%가 동일한 구매 상황 로컬브랜드로 교체할 의사가 있다고 응답했고 화장품의 주요 소비자 그룹인 30세 미만 연령대에서는 브랜드 국적과 상관없이 브랜드를 선택하는 빈도가 높은 것으로 확인된다.

그림 21. 화장품 주요 소비자 그룹(30세 미만)은 브랜드 국적과 상관없이 제품 선택 빈도 높음



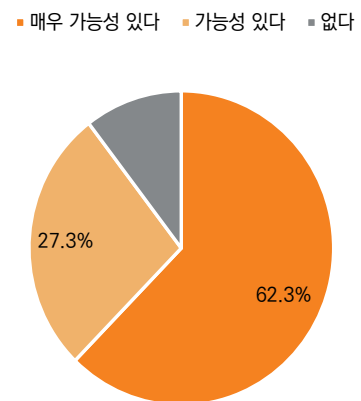
자료: Useit, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 중국 화장품 소비자 구매 선택 요인(브랜드보다 품질과 가격)



자료: 중국 인터넷 산업 정보망, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 중국 로컬 브랜드 구매자 대상 재구매 의사 서베이(2019)

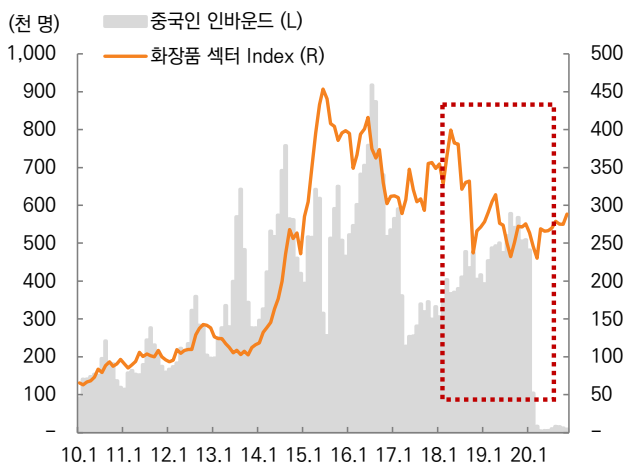


자료: 중국 인터넷 산업 정보망, 미래에셋대우 리서치센터

근래 시진핑 방한 이슈 등 한한령 해제 무드가 형성되면서 한국 화장품 섹터의 주가 변동성이 나타나고 있다. 그러나 K-뷰티의 경쟁력이 근본적으로 의심되는 상황이다. 단체 관광이 재개되어도 과거와 같이 중국인 관광객이 명동 등지에서 화장품을 대량 구매하는 모습을 보기는 쉽지 않을 것이다. 실제 중국인 인바운드와 화장품 섹터와의 상관관계도 2018년 이후 상당부분 희석되었다.

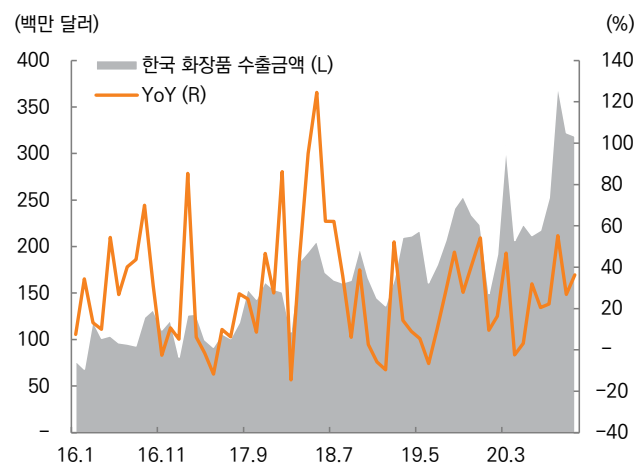
또한 국내 화장품 수출실적이 큰 폭으로 증가하면서 글로벌에서 K-뷰티 선호가 나타나고 있는게 아닌가 라는 시각도 있다. 2020년 11월 화장품 수출 실적은 전년동월대비 26.6% 증가하였고 YTD(~11월)로는 전년대비 14.8% 증가했다. 중국항만 보더라도 2020년 YTD(~11월) 25.3%가 증가했다. 화장품 수출의 50%가 중국향이고 수출실적의 75% 이상이 중소기업 제품으로 추정되는 만큼 섹터 전체의 성장 기대를 불러일으킬 수 있다.

그림 24. 중국인 인바운드와 화장품 섹터 Index 추이



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

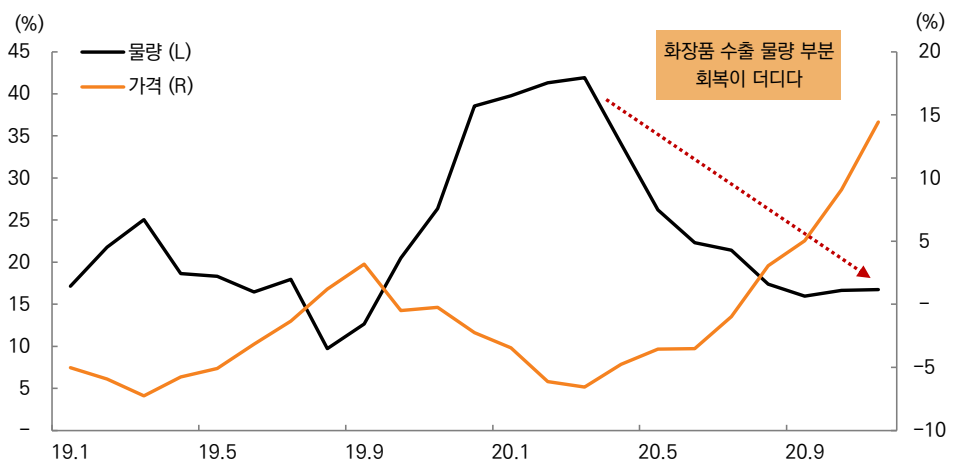
그림 25. 국내 화장품 중국향 수출 금액 추이(HS CODE: 3304)



자료: TRASS, 미래에셋대우 리서치센터

그러나, 수출 실적을 물량과 가격으로 나누어 보면 수출 실적의 개선은 온전히 가격상승에 의한 것이다. 물량 기준으로는 오히려 성장세가 둔화하고 있다. 화장품 수출의 수혜가 특정 프리미엄 화장품에 집중되어 있거나 코로나19로 발생한 홈케어 수요로 인해 증가한 이미용기기 수출이 화장품 수출 코드로 등록된 것으로 추정한다. 혹은 코로나19로 인해 타이고우의 물류 통관 방식이 핸드캐리(밀수)에서 EMS와 포워딩 등 정식통관으로 변화한 것 또한 이유일 수 있다.

그림 26. 국내 중국향 화장품 수출실적 가격, 물량 분해(증가율, 6개월 이동평균)



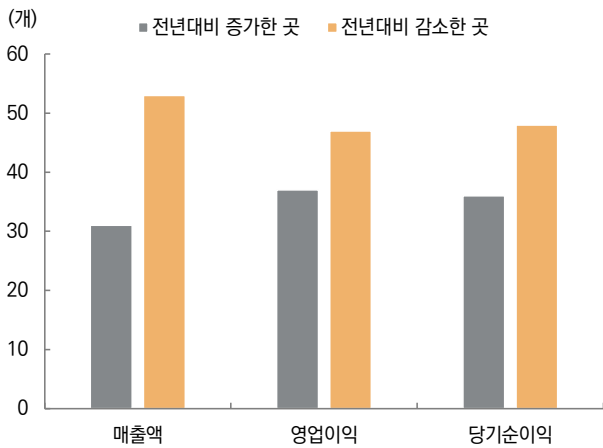
자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

수출실적에 따르면 한국 중저가 브랜드의 실적이 최소 3Q20에는 전분기 대비 개선되었어야 한다. 그러나 2020년 3분기 국내 화장품 상장기업 실적을 확인해보면 영업환경이 전년동기대비 악화된 기업이 84개 기업 중 47곳에 이른다. 2Q20보다 실적이 오히려 악화했다. 중국 해관총서 통계 또한 한국의 화장품 수입 점유율은 2016년 27%에서 2020년 7월 누적 점유율 19%로 2020년 들어 크게 낮아진 것 또한 확인할 수 있다. 중국에서 K-뷰티 선호가 다시 나타나고 있다고 기대하기에는 무리가 있다는 판단이다.

따라서 국내 화장품 섹터의 투자판단은 중국 현지 수요에 대응할 수 있는 경쟁력 있는 브랜드를 가지고 있는 기업과 중국 로컬 브랜드 성장의 과실을 함께 향유할 수 있는 기업으로 압축해야 한다.

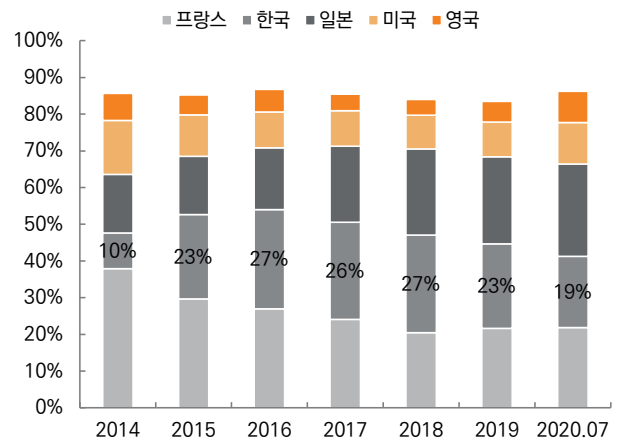
수출 실적과 중국인 인바운드와 같은 지표 탑라인 지표 보다 중국 내 브랜드력을 확인할 수 있는 국내 면세점 내 한국 화장품 브랜드의 점유율과 618, 상스이 등 중국 현지 온라인 행사 실적을 체크하는 것이 필요하다. 또한 성장의 피크아웃을 확인하기 위해 월간 발표되는 중국 화장품 소매판매액의 성장률이 전체 소매시장 성장을 하회하는지 확인해야 한다.

그림 27. 2020년 3Q20 화장품 섹터 전년대비 경영실적



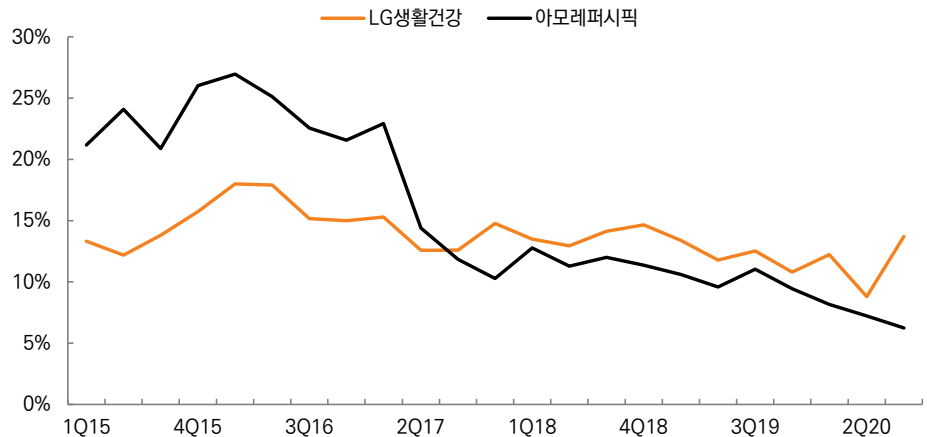
자료: 코스모닝, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 중국 화장품 수입액 국가별 점유율



자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. LG생활건강, 아모레퍼시픽 국내 면세 시장 내 점유율 추이 추정



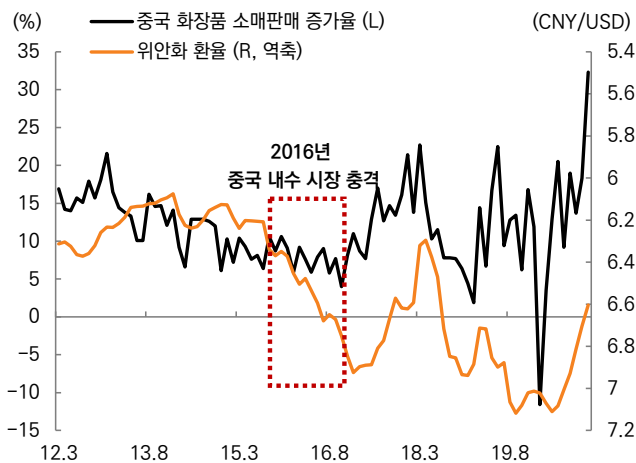
자료: 각 사, 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터

2021년 중국 내수 소비 환경, 고속 성장하던 2017년의 사이클을 기대

2020년 중국 경제공작회의(12.16~18) 쌍순환 경제 정책을 구체화 했다. 중국의 내수 중심 성장 정책은 전혀 새로운 것이 아니다. 엄밀히 따지면 대외경기변동에 따라 자본유출입이 크게 발생하는 중국과 한국과 같은 신흥국에게는 궁극적인 정책목표이다. 실제 중국은 2014년 ‘중국몽’ 정책을 통해 중산층 확대와 내수 부양 정책을 시도했다.

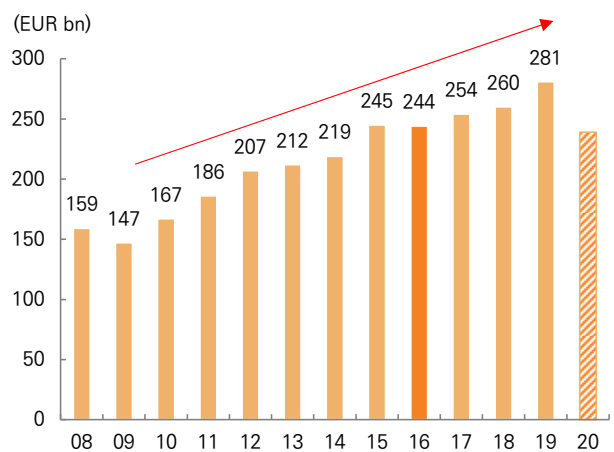
다만 당시에는 일본, 유럽 등 선진국의 자국통화 절하 유도과 미국의 양적완화 이후 테이퍼링과 본격적인 금리인상이 논의되던 시기였다. 이와 같은 대외변수들은 중국으로부터의 자본유출을 자극하였고 중국의 외환보유고 유지를 어렵게 만들었다. 결국 2015년 8월 단행한 위안화 절하 조치는 중국 자산시장의 충격과 더불어 내수 소비를 얼어붙게 만들었다. 당시 나타난 글로벌 럭셔리 시장의 역성장은 반부패정책과 맞물린 중국 소비시장 충격이 만들어낸 결과로 판단한다.

그림 30. 위안화 환율과 화장품 소매판매 증가율



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 글로벌 럭셔리 시장 규모



자료: 베인앤컴퍼니, 미래에셋대우 리서치센터

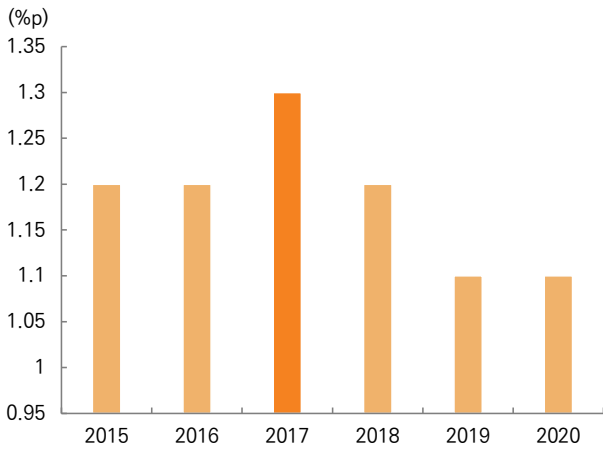
반면 2016년말 시작된 미국의 소비 회복과 연준의 온건한 금리정책은 글로벌 자본재 수주량과 교역량을 크게 증가시켰다. 그에 따라 중국은 수출 증가로 인해 무역수지가 회복되며 2017년 무렵부터 위안화 환율이 안정되기 시작했다.

더불어 경기하강을 막기위한 중국 정부의 재정지출(인프라 투자 등)은 선진 도시에 비해 상대적으로 소비 수준이 낙후되어 있는 중국 저선도시의 도시화율을 빠르게 끌어 올렸다. 당시 제조업 경기 회복과 저선도시의 도시화 증가는 2017년 중국의 도시와 농촌의 소득 격차를 빠르게 줄였다.

당시 중국 저선도시의 자산가격은 2016년 이미 낮은 기준율과 LPR 그리고 지방정부의 부동산 개발 붐으로 가격이 크게 상승해 있는 상황이었다. 가계 자산이 빠르게 늘어난 상황에서 중국의 실물(제조업) 경기 회복에 따른 임금상승, 실업률 하락 등으로 미래 소득 가시성이 높아지자 높은 소비 성향을 가진 저선도시 소비자의 지출이 빠르게 증가했다.

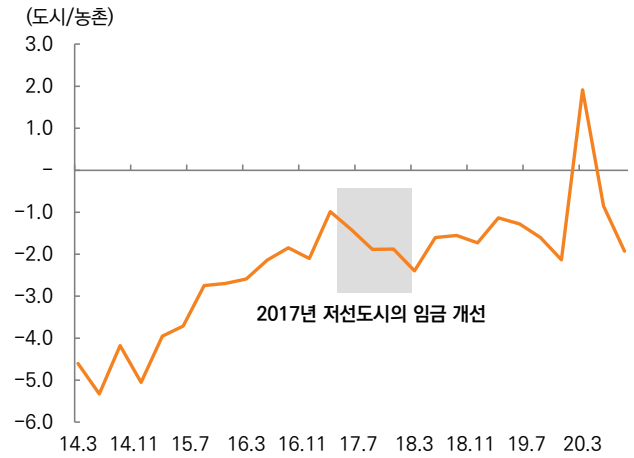
2017년 농촌 주민의 가처분 소득 증가율은 8.6%로 2012년 이후 줄어들던 성장세를 회복했다. 특히 가처분 소득 중 자산소득의 기여가 높았던 도시와 달리 농촌의 경우 임금과 자산소득이 동시에 증가하는 모습을 보여주었다.

그림 32. 중국 도시화를 전년대비 개선 추이(2017년 개선)



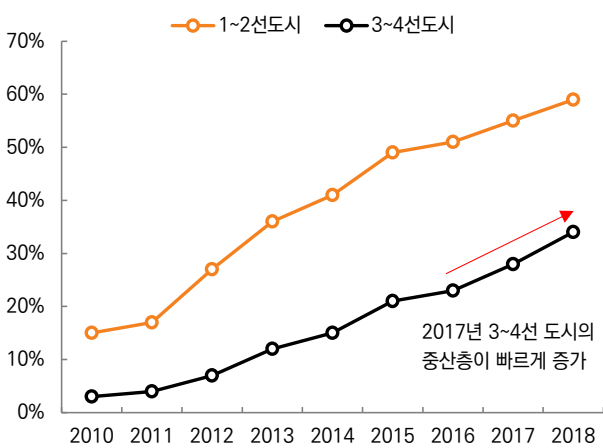
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 중국 도시 및 농촌의 임금 비율



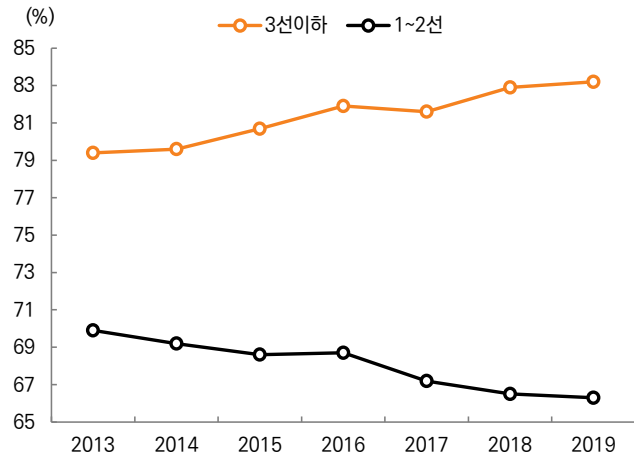
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 중국 성급별 중산층 비율 추이



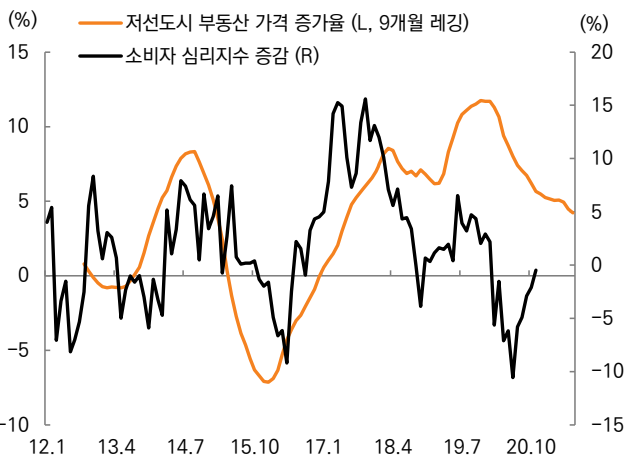
자료: 맥킨지글로벌, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 중국 도시와 농촌 가처분 소득 중 소비액 비중



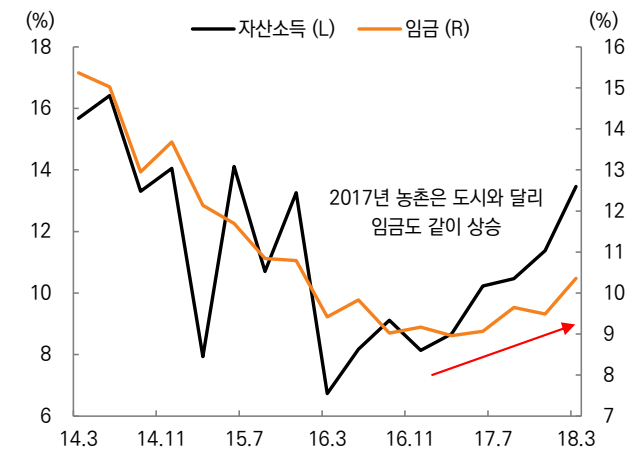
자료: KOTRA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 중국 저선도시 부동산 가격(9개월 레깅)과 중국 소비심리지수



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 중국 농촌의 2017년 가처분 소득 증가율 분해

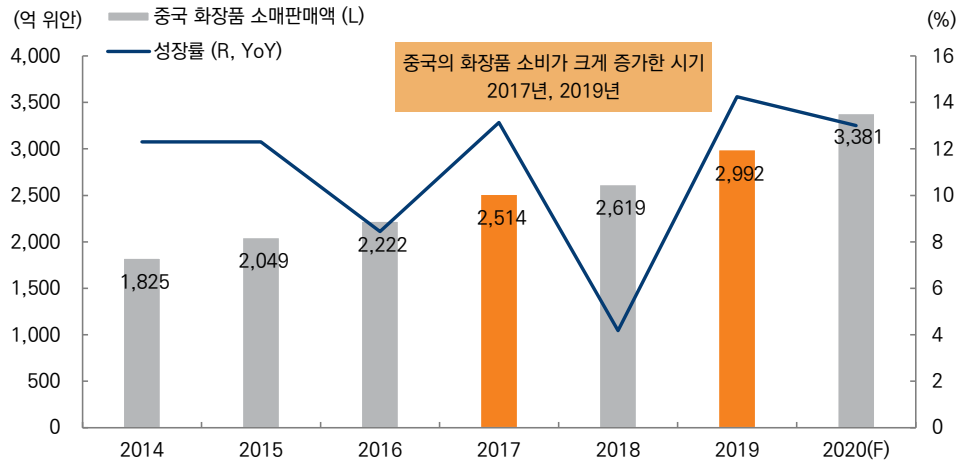


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

화장품 침투율이 낮은 저선도시의 도시화 그리고 소비자의 소득증가는 높은 소비성향과 맞물려 화장품의 총 수요(Q)를 증가시켰다. 2016년 중반까지 성장세가 줄어들던 중국의 화장품 소매판매액은 2017년 전년대비 13.1% 증가하며 빠르게 반등했다.

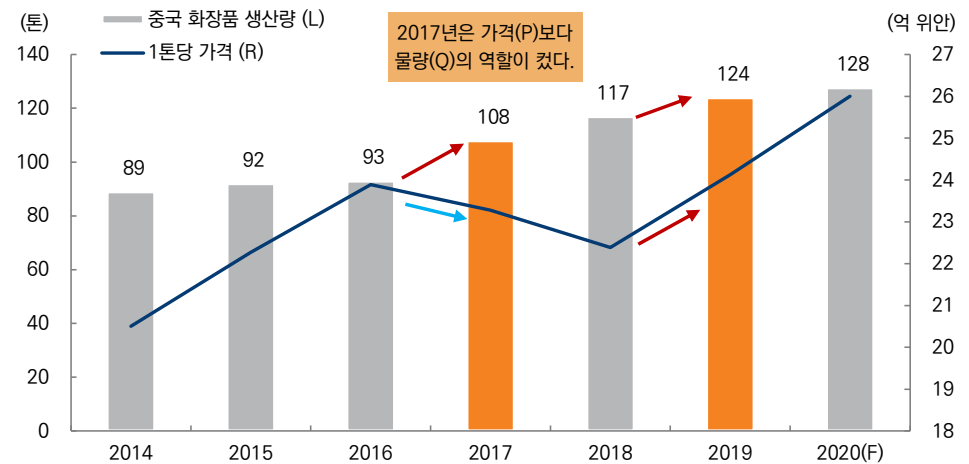
2017년 중국의 화장품 소매판매액에 화장품 생산량을 나누어 계산한 톤당 리테일 가격은 2017년 화장품 시장 규모가 빠르게 성장 했음에도 불구하고 판매가가 낮아졌다. 2017년 중국 화장품 시장의 가파른 성장은 가격보다 물량의 증가가 이끌었다고 볼 수 있다.

그림 38. 중국 화장품 소매판매 시장 규모 및 성장률(2017, 2019년 크게 성장했는데..)



자료: 중국 국가 통계국, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 중국 내 화장품 생산량 및 톤당 가격 추이(2017년은 P<Q, 2019년은 P>Q의 역할이 컸다)

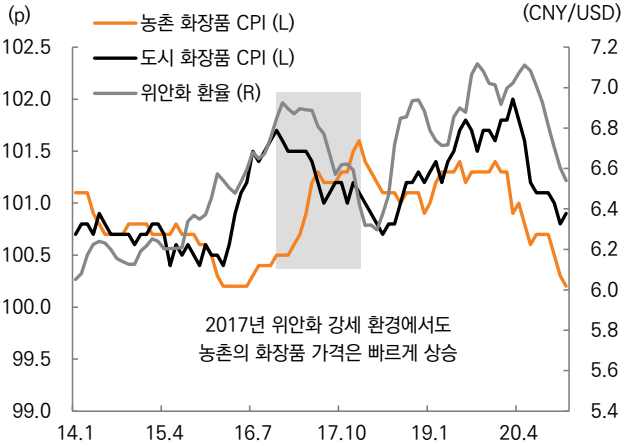


자료: 중국 국가 통계국, 미래에셋대우 리서치센터

실제 럭셔리 화장품으로 추정되는 중국향 유럽 화장품 수출액 역시 가격과 물량으로 나누어보면 2017년 수입 가격보다 물량부분에서 크게 증가한 것을 확인할 수 있다. 화장품 소비자 가격지수 역시 수입화장품의 물가를 낮추는 위안화 강세 환경에도 도시와는 달리 농촌의 화장품 CPI는 상승 폭이 빨랐다. 실물경제가 회복되고 소득이 증가하면서 상대적으로 소비성향이 높았던 지방의 화장품 총 수요가 빠르게 올라온 것으로 판단한다.

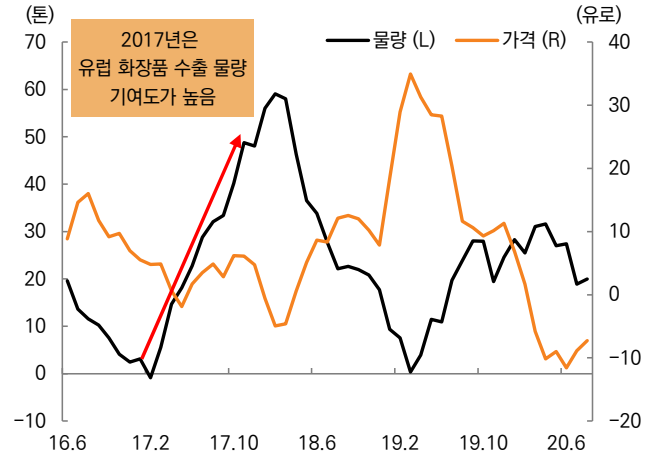
소비가 고급화 될 때 가장 접근하기 쉬운 카테고리는 비교적 가격이 저렴하고 품질에 대해 확실한 성능을 기대할 수 있는 스몰 럭셔리(신발, 화장품 등)이다. 2017년을 기점으로 시작된 중국 럭셔리 화장품 시장의 빠른 성장의 배경에는 1~2선 도시보다 저선도시 소비자의 빠른 트레이딩 업 (Trading Up) 화장품 소비가 바탕이 된 것으로 보인다.

그림 40. 위안화 강제 환율에도 2017년 중국 농촌의 화장품 CPI는 증가



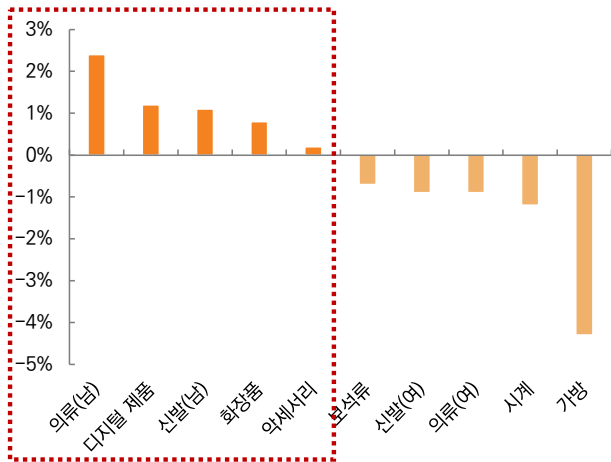
자료: 블룸버그, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 중국향 유럽 화장품 수출 금액과 물량(증가율, 6개월 이동평균)



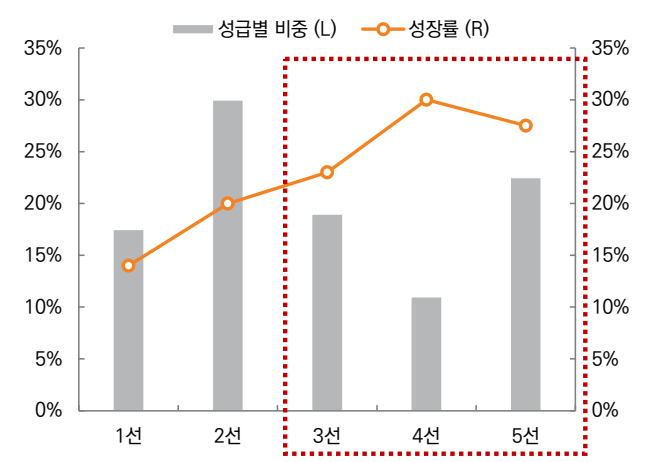
자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 저선도시 소비자가 선호하는 럭셔리 카테고리



자료: SECOO, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 2017~2018년 중국 온라인 럭셔리 시장 성장 기여도



자료: 딜로이트, 미래에셋대우 리서치센터

저선도시의 소비자들은 비교적 선진 도시의 소비자 보다 애국주의적이고 보수적인 성향이 강하다. 비슷한 품질의 상품이면 로컬 제품을 선택하는 성향이 짙다. 일반적으로 색조 화장품은 기초 화장품 보다 생산 기술적인 측면에서 진입장벽이 낮아 품질에 큰 차이가 나지 않는다. 글로벌 브랜드사가 대부분의 색조 카테고리를 다품종 소량생산에 강점이 있는 OEM/ODM사에 위탁생산을 맡기는 이유다.

2017년 무렵 중국 로컬 색조 브랜드가 OEM/ODM을 통한 생산을 통해 시장에 빠르게 침투하기 시작했다. 2020년 샹시이 행사의 메이크업 브랜드 GMV 1, 2위를 차지한 퍼펙트 다이어리와 화서자의 설립연도 역시 2017년이다. 저선도시 소비자들은 품질에 있어서 글로벌사와 차별성이 떨어지는 색조 카테고리는 로컬 브랜드를 구매하기 시작했다.

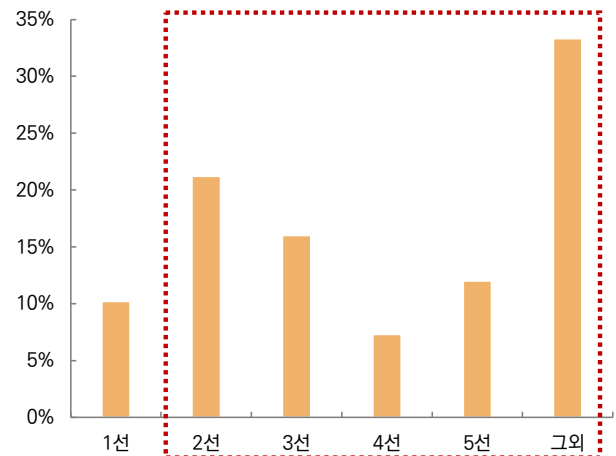
반면 효과, 효능 그리고 기능성이 중요시 되는 기초 화장품은 품질과 신뢰성이 보장된 글로벌 럭셔리 브랜드로 수요가 쏠렸다. 두 카테고리의 화장품 소비 트렌드가 2017년 이후 양극화된 이유다. 이는 기업단에서도 확인가능하다. 중국 로컬 화장품 및 생활용품 상장 기업의 분기별 매출액 합산 트렌드는 2017~2018년 가장 빠른 매출 성장을 기록했다. 중국 로컬 색조 화장품의 시장 점유율이 빠르게 확대되던 시기와 일치한다.

그림 44. 중국 주요 색조 로컬 브랜드 런칭 년도



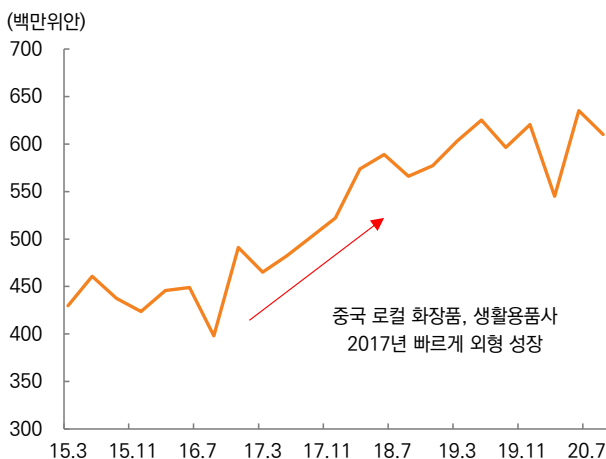
자료: EqualOcean Intelligence, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 중국 로컬 브랜드 소비자 성급별 구분



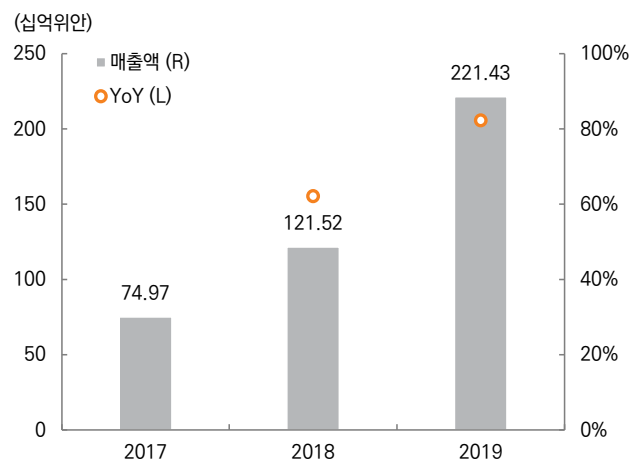
자료: CBNDdata, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 중국 로컬 생활용품 기업 분기별 매출액



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터
주: 2015년 이전 상장되어있던 중국 생활용품 상장사 합(상해화화, 리펑 등 6개사)

그림 47. 중국 로컬 색조 화장품 기업 티몰 내 GMV 합계

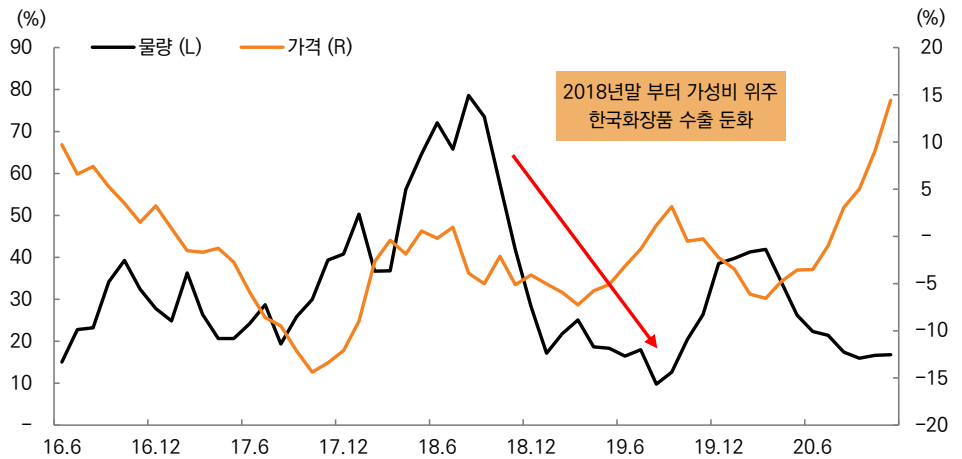


자료: EqualOcean Intelligence, 미래에셋대우 리서치센터

2018년 하반기부터는 미중간 무역분쟁이 격화되면서 중국의 실물 경기 침체가 시작되었다. 중국 내 화장품 수요 역시 둔화를 나타냈다. 특히 중소기업 화장품을 주로 수출하던 한국 화장품의 수출 물량 부분의 성장이 감소하기 시작했다.

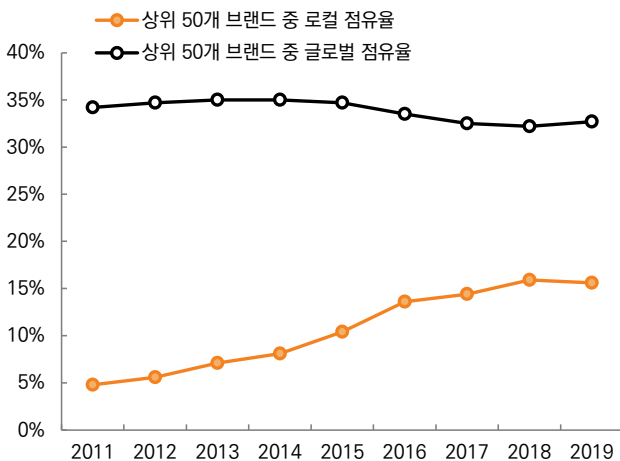
반면 실물 경기 침체로 인한 구조적인 디플레이션 환경에서 낮아진 금리는 자산 인플레이션을 발생시켰다. 실물경기와 자산가격의 양등으로 인한 부의 효과는 중국의 화장품 소비를 럭셔리로 집중시켰다. 유로모니터 기준 2019년 중국 내 매스티지 화장품 브랜드 매출액 합산액이 전년대비 1.1% 성장한 것에 비해 럭셔리 화장품 브랜드는 30.7% 성장하며 큰 차이를 나타냈다. 빠르게 침투하던 중국 로컬브랜드의 시장 점유율도 2019년 소폭 하락했다.

그림 48. 한국 화장품의 수출가격과 물량(증가율, 6개월 이동평균)



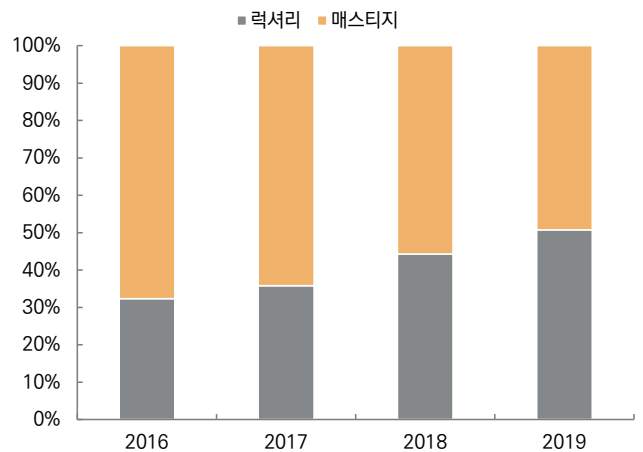
자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 2019년 소폭 하락한 중국 로컬 브랜드 점유율



자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 2018-2019, 럭셔리에 집중된 중국 화장품 시장



자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

경기 침체로 인해 수요 충격에 영향을 받던 중국 로컬 브랜드와 한국의 중저가 화장품과 달리 럭셔리 화장품 카테고리에서 글로벌 브랜드는 고가의 포지셔닝을 확실하게 구축했다. 실물경제가 둔화됨에도 제품 리뉴얼 등을 통해 꾸준히 ASP를 상승 시키면서 성장을 만들어 냈다. 2019년에도 에스티로더는 각 브랜드의 대표 에센스와 세럼을 리뉴얼하며 평균 ASP를 10% 가량 인상하였다.

국내 럭셔리 브랜드인 LG생활건강의 경우에도 중국 럭셔리 수요에 대응해 제품의 리테일 가격이 최소 80만원이 넘는 후 예현보 라인을 런칭했으며 아모레퍼시픽의 경우 최고가 라인인 설화수 진설 명작라인 런칭과 더불어 럭셔리 시장 침투를 위해 핵심 제품 라인업을 윤조에센스에서 ASP가 \$500이상 높은 자음생에센스로 업셀링 전략을 시도했다.

그림 51. 2018-2019년 글로벌 럭셔리 브랜드 제품 리뉴얼 및 가격 변화



자료: 롯데물, 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. 한국 럭셔리 브랜드 2019년 최고가 라인 런칭



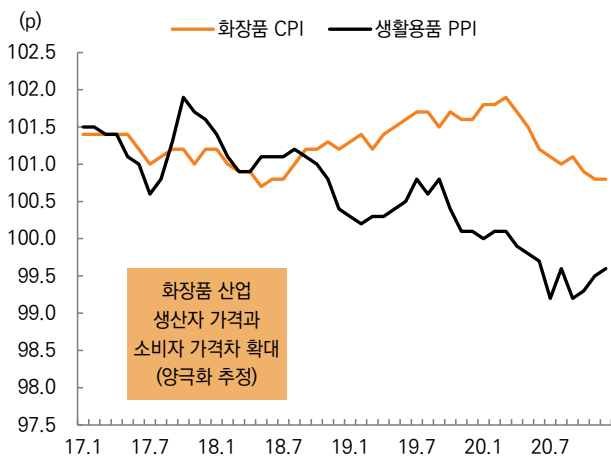
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

중국의 화장품 관련 물가지수 역시 2019년 이후 생산자 물가지수(PPI)와 소비자 물가지수(CPI)는 큰 괴리가 나타나기 시작했다. 총 수요는 둔화하는데 반해 특정 글로벌 수입 화장품으로 수요가 집중된 탓이다. 사실상 중국으로의 럭셔리 화장품 수출 채널인 한국의 면세 시장규모(화장품 매출 비중 2018년 이후 65% 이상) 역시 2018년 중국 화장품 소매판매액이 4.2% 성장하며 둔화하였음에도 40.8%의 고성장을 기록했다. 중국 화장품 시장은 2018년말 이후 Q(총 수요)보다 P(가격)의 성장이 시장을 이끈 것으로 짐작할 수 있다.

실제 중국 로컬 브랜드 중 중저가 기초 화장품 카테고리에서 연간 두 자리 수 성장을 하며 경쟁력을 보여주던 썬탕과 바이체링은 2019년 실적 부진을 이유로 매출을 공개하지 않았다. 주요 생산 파트너인 코스맥스 상해법인(당시 매출의 40%로 추정)의 매출이 2019년 전년대비 -9.5%의 매출 감소를 기록 한 것을 참고하면 바이체링과 썬탕은 2019년 10% 이상 전년대비 외형 감소 했을 것으로 추정한다.

밸류체인 관점에서도 시장의 성장 기대치가 달라지기 시작했다. 높은 브랜드력을 가지고 소비자에게 가격을 전가할 수 있는 글로벌 브랜드사와 매스티지 시장에서 고객확보를 통해 물량 위주의 성장 전략을 가지고 있던 OEM/ODM사의 멀티플 차이가 벌어지기 시작했다.

그림 53. 중국 생활용품 PPI와 화장품 CPI 괴리



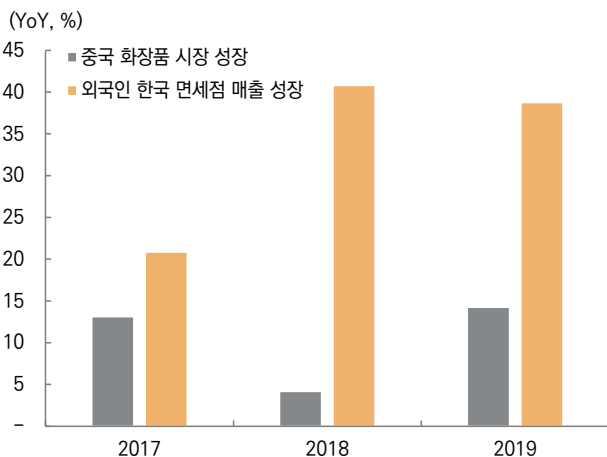
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 54. 화장품 브랜드사와 OEM/ODM사 멀티플 차이



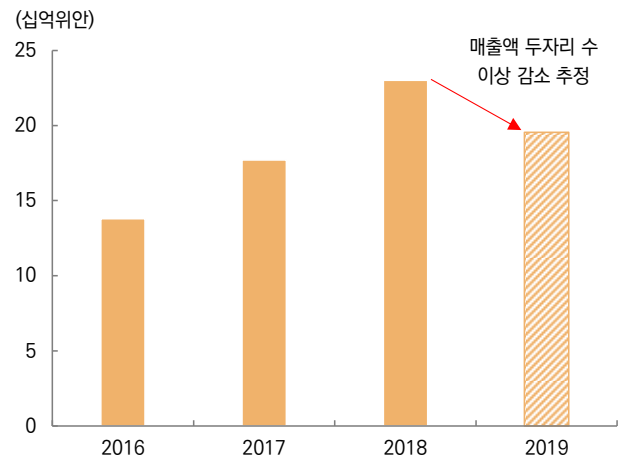
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터
 주: 청송고분(300132 SZ)는 2018년 10월 Nox Bellcow 지분 51% 인수

그림 55. 중국 화장품 시장 성장률과 한국 면세 시장 성장률



자료: 중국 국가 통계국, 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터

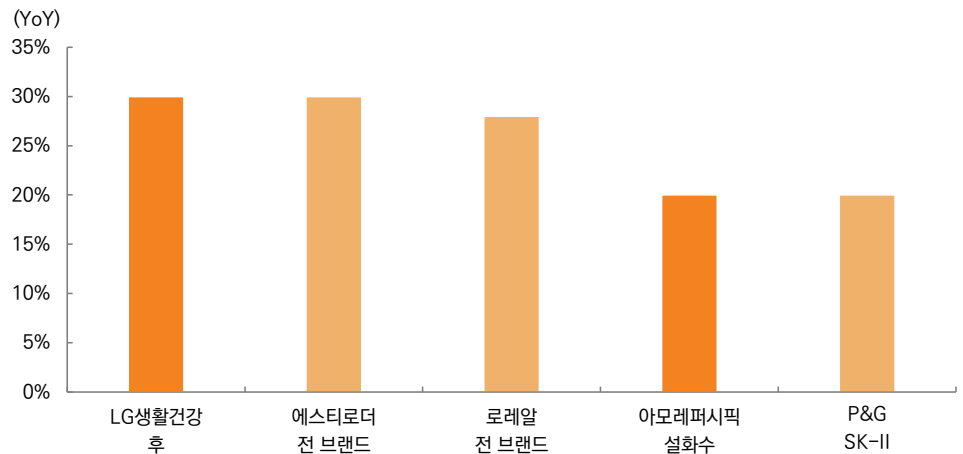
그림 56. 바이체링 매출액 추이(2019년 비공개)



자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

더욱이 2020년 코로나19 사태는 화장품 섹터 내에서 상대적으로 매스티지 시장의 충격을 더하며 소비 양극화를 가속화했다. 국가간 이동이 제한되면서 화장품 면세 수요의 리쇼어링까지 더해져 2020년 중국 온쇼어의 럭셔리 화장품 성장은 더 두드러져 보인다. 에스티로더, 로레알, LG생활건강, 아모레퍼시픽 등 대표 럭셔리 브랜드의 중국 온쇼어 성장률은 3Q20 기준으로 전년대비 20%를 상회했다. 3Q20 중국 화장품 시장성장률 18%를 상회하는 수준이다.

그림 57. 글로벌 럭셔리 브랜드 3Q20 중국 내 성장률(Onshore)



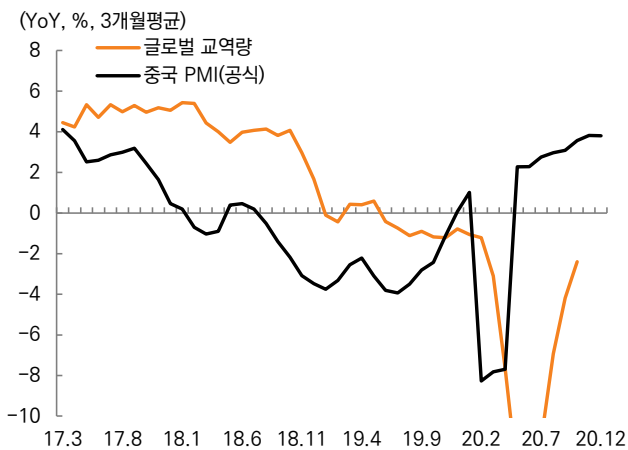
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그러나 2021년에는 럭셔리 뿐만이 아닌 중국 화장품 전체 수요 회복을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 2017년과 같은 실물 경기 회복이 기대되는 매크로 환경이 갖춰졌기 때문이다.

중국의 제조업 경기는 신흥국 내에서 코로나19 영향에서 가장 빨리 벗어나 빠른 반등을 보여주고 있다. 글로벌 수요 회복의 선행지표인 글로벌 교역량과 중국 수출실적 역시 개선세에 있다. 물론 점차 기타 신흥국들이 산업생산을 시작하면서 중국의 제조업 경기는 베이스 부담이 생길 것이다.

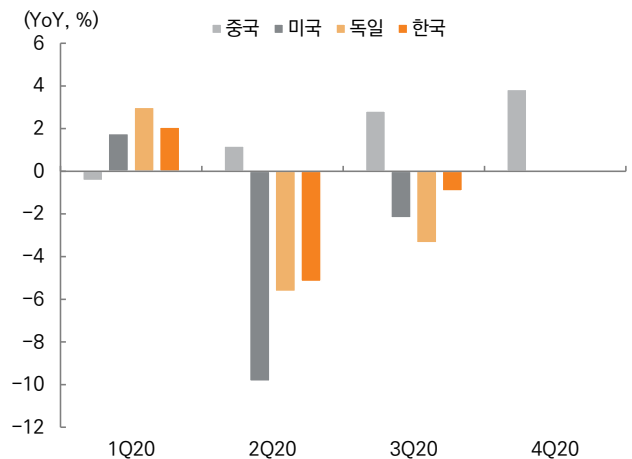
그러나 아직 13%에 달하는 미국 저축률(코로나19 이전 7%)을 고려하면 2021년 선진국의 소비 확대를 통한 중국의 지속적인 실물경기 회복을 기대할 수 있다. 실제 2020년 하반기부터 중국의 이전소득 제외 가처분 소득 증가율이 글로벌 국가 중 가장 빠르게 상승하고 있다.

그림 58. 중국 제조업 PMI, 글로벌 교역량



자료: 블룸버그, CPB, 미래에셋대우 리서치센터

그림 59. 국가별 2020년 가처분 소득 증가율(이전소득 제외)



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

무역수지가 개선되는 가운데 2.1%까지 벌어진 미중간의 장기 금리차도 자본계정에서의 위안화 유입을 기대할 수 있다. 연준의 통화정책 매커니즘이 평균물가목표제로 변화하면서 예상되는 장기간의 달러 저금리 상황 역시 중국 정책 당국의 유연한 재정운용을 기대하게 한다. 2021년 중국 정부의 GDP대비 재정적자를 목표는 3%이다. 인프라 투자 등 쌍순환 정책 목표를 위해 질적인 내수 소비 확대(농촌의 도시화)를 중심으로 재정이 지출될 것으로 기대된다. 도시화율 증가를 통한 3차 산업의 확대와 인구밀도 상승은 화장품 총 수요 증가와 밀접한 상관관계가 있다.

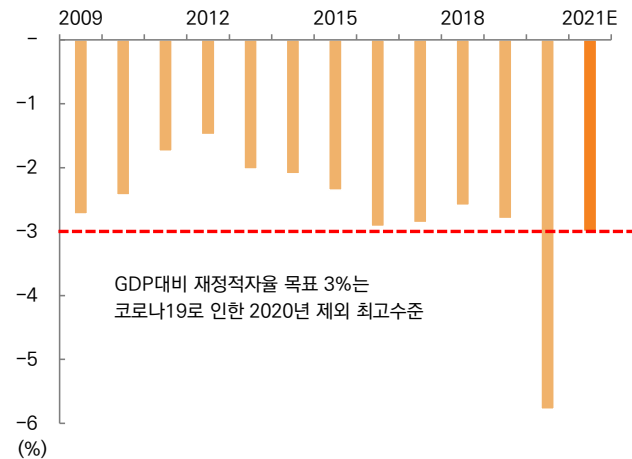
2021년은 2017년과 비슷한 환경이다. 농촌의 도시화와 실물경제 회복을 통한 가처분 소득이 증가할 것이다. 중국 내 화장품 총 수요(Q)의 증가를 기대할 수 있다. 2019~2020년과 같이 럭셔리 화장품만 집중적으로 성장하는 그림은 제한적일 것이다. 수요가 확대되면서 중국 내 화장품 산업 환경이 가격이 아닌 물량위주의 영업환경으로 변화할 것이다. 이어서 나타나는 물가지수(PPI)의 상승은 화장품 밸류체인 하단까지 온기를 전해줄 수 있을 전망이다. 실제 2020년 하반기부터 중국 로컬 ODM사의 가동률은 이미 한계수준으로 운영되고 있는 것으로 파악된다. 코스맥스 이스트의 경우 생산량 기준, 2020년 하반기부터 중국에서 두 자리 수 이상의 성장이 나타나고 있다.

그림 60. 미중간 금리차와 위안화 환율



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 61. 중국의 재정적자율 추이 및 2021년 목표



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 중국 14차 4개년 계획(201~2025) 정책에서 발표한 주요 도시화 정책

목표	과제	세부 사항
국토 개발	[기능형 도시화]	도시화 지역 · 농산물 생산 지역 · 환경보호 지역 등 기능에 따른 지역 개발 추진 도시화 지역에 경제 규모 조성 · 인구유입 · 녹지공간 마련, 농산물 생산지역에 농업 생산능력 향상지원 환경보호 지역에 환경 관련 제품 개발, 점진적인 인구 외부 이전
	[지역별 발전정책]	서부대개발 · 동북진흥정책 · 중부지역 굴기 · 동부연안 현대화 등 지역 발전전략 추진
지역균형 발전	[특화지구]	징진지 · 창창 경제벨트 · 웨이강아오다원취 · 장삼각지역 · 숭안신구 등 발전 추진
	[지역간 협력]	지역간 협력체계 개선을 통한 공동개발 촉진, 선진지역과 저개발 지역 협력 강화
	[도시계획 · 건설 · 관리 수준 제고]	도시 재생 프로젝트 추진, 도시 생태 복원, 도시 규모 및 인구밀도 조정, 대 · 중 · 소 도시의 공동개발 특화 도시 조성추진, 도시 상하수도 관리 개선, 도시 역사 · 문화 보존, 노후지역 환경개선,
사람 중심의 신형 도시화 추진	[부동산 시장 안정화]	토지분양 체계 개선, 택지 용지 확대방안 마련, 장기임대정책 보완, 보장성 임대주택 공급 확대
	[호구제도 개혁 심화]	재정이전지불제도 수립, 도시 신규 택지 규모와 도시이주 인구 정착 연계체계, 도시이주 인구의 도시민화 촉진
	[현대화 도시군 형성 추진]	중심도시와 위성도시의 연계를 위한 현급 도시의 역할 강화, 청위 경제권 건설
투자확대	[신형도시화 투자 확대]	신형 도시화 및 교통 · 수자원 관리 등 중대 공정 건설 추진, 도시 · 농촌 조화 발전에 유리한 중대항목 건설 추진
	[중점지역 투자확대]	쓰촨성-티벳 고속철도, 서부루이시신통로, 국가수자원관리망, 아루장부강 하류의 수력발전개발
농촌 개혁 심화	[균형 발전]	도시-농촌의 통합적 개발 매커니즘, 도시와 농촌 생산요소의 평등한 쌍방향 교류, 농업농촌 발전의 활력 부여
	[탈빈곤 지역 개발]	농촌 저소득층과 미개발 지역에 대한 지원 매커니즘을 구축, 재정투자의 전반적인 안정성을 유지, 탈빈곤지역을 지속적으로 개발
	[서부지역 활성화]	탈빈곤 서부지역의 농촌 활성화 지역을 집중 지원하고 탈빈곤 성과와 지역자체 발전 능력을 강화

자료: KIEP, 미래에셋대우 리서치센터

중국 럭셔리 화장품 시장 성장을 이끈 밀레니얼, Z세대의 소비 원천

2015년 이후 중국 럭셔리 시장은 연평균 25.1%의 성장세를 나타내고 있다. 성장의 주역은 밀레니얼, Z세대(95后)이다. 중국 럭셔리 시장에서 밀레니얼과 95后가 차지하는 비중은 전체의 80%를 차지한다. 글로벌 전체 럭셔리 시장에서 밀레니얼과 95后가 차지하는 비중은 2018년 기준 36% 수준이다. 글로벌 대비 중국 럭셔리 시장은 젊은 세대의 비중이 크게 높은 것을 알 수 있다.

특히 중국 럭셔리 시장에서 화장품/향수의 비중은 약 30%(글로벌 평균 5%)로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 품목별 성장률 역시 다른 카테고리보다 높은 수준을 기록하고 있다. 젊은 세대의 소비 비중이 높은 중국 럭셔리 시장에서 화장품은 상대적으로 가격이 저렴하면서 품질 민감도가 높은 카테고리이기 때문인 것으로 파악한다.

실제 개별 럭셔리 화장품 브랜드 수준에서도 중국내 소비자의 구매 연령을 파악해보면 젊은 세대의 구매 비중이 비교적 높다. 전반적으로 중국에서 럭셔리 카테고리에 포함되는 화장품 브랜드의 약 50%는 30세 미만의 소비자가 구매하고 있다.

그림 62. 중국 럭셔리 시장규모 및 성장률

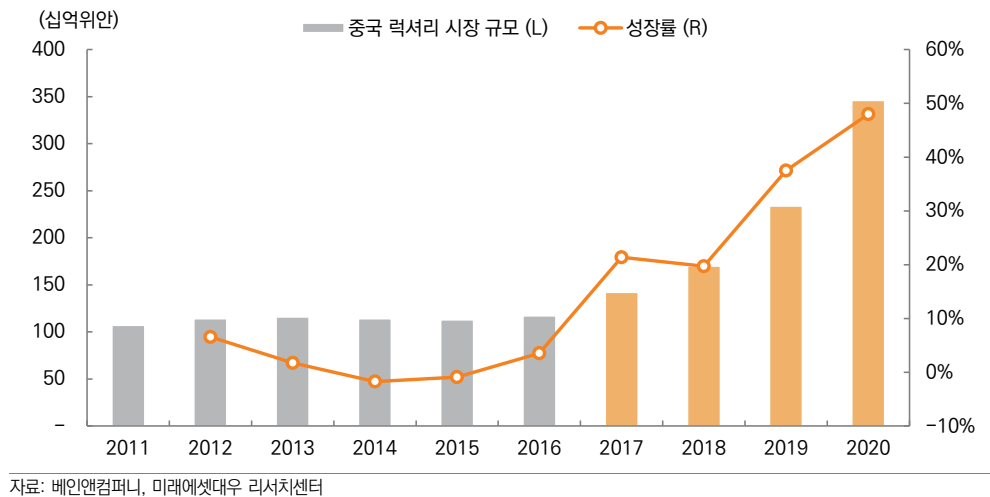


그림 63. 중국 사치품 소비자의 연령별 분포(젊은 세대가 많음)

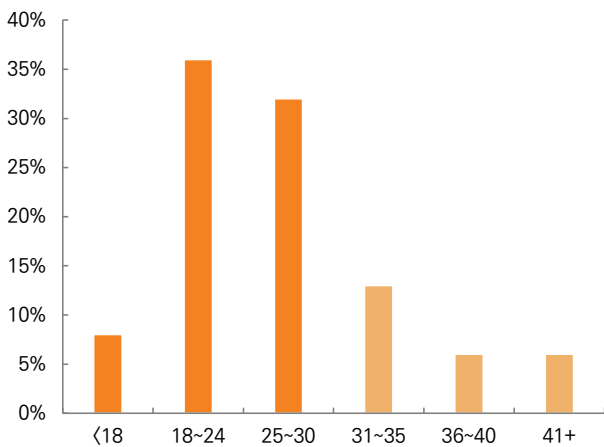


그림 64. 글로벌 사치품 소비자의 연령별 분포(젊은 세대가 적음)

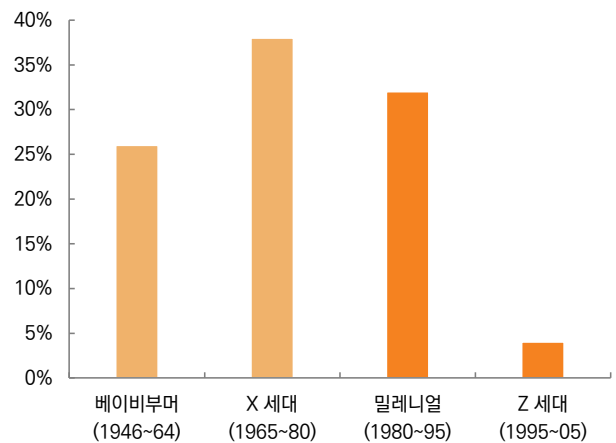
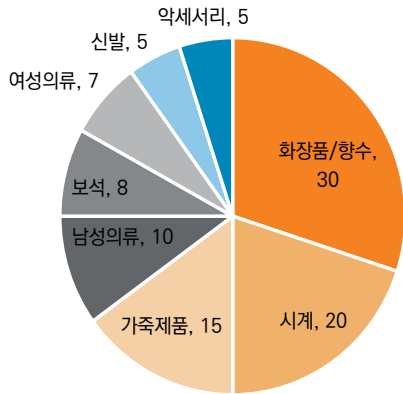
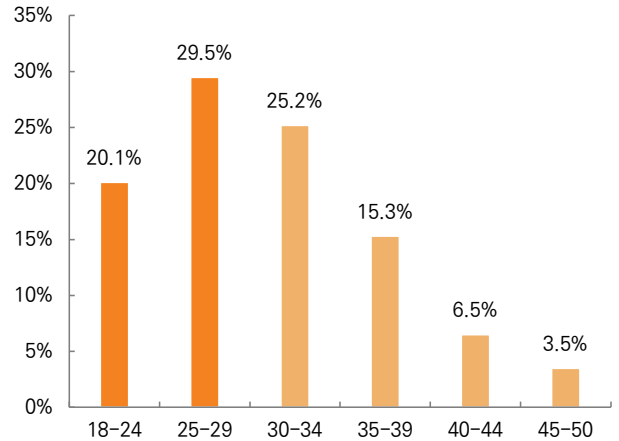


그림 65. 중국 럭셔리 시장 품목별 비중(2017)



자료: 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 66. 중국 여성 화장품 시장 구매 연령(2020년)



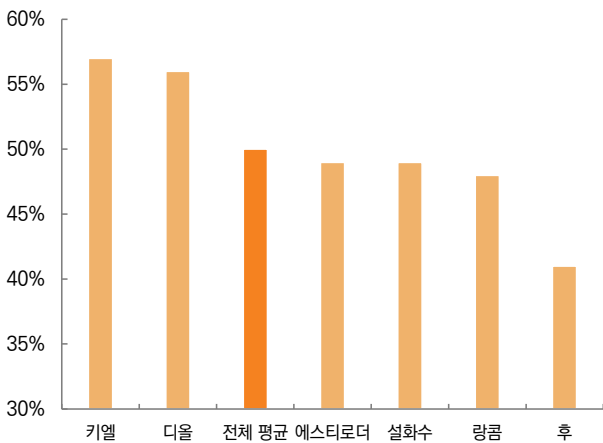
자료: 아이리서치, 미래에셋대우 리서치센터

특히 피부과 화장품에서 시작한 로레알 산하 브랜드인 키엘의 경우 중국 젊은 세대에겐 성분, 효능 그리고 화학적 안정성까지 부각되며 30세 미만 소비자 비중이 60%에 달한다. 젊은 세대가 선호하는 럭셔리 색조 브랜드인 Dior의 경우에도 젊은 세대 구매 비중이 50% 중반이다. 럭셔리 기초 화장품 브랜드 중에서는 글로벌 상위 브랜드인 에스티로더와 랑콤이 40% 후반의 비중을 차지하며 젊은 세대가 선호하는 화장품으로 인식되고 있다.

중국에서 럭셔리 카테고리 포지셔닝 되어있는 한국 화장품은 브랜드 후와 설화수이다. 경쟁 브랜드 대비 사용연령대가 높을 것이라는 오해와 달리 중국에서 30세 미만의 구매 비중이 40%를 넘는 것으로 조사된다. 다만 한국 럭셔리 화장품의 경우에는 온라인에서 판매되는 대부분의 상품이 브랜드 내의 특정 세트상품으로 집중되어 있다. 실사용과 더불어 선물 등의 복합수요가 높은 것으로 판단한다.

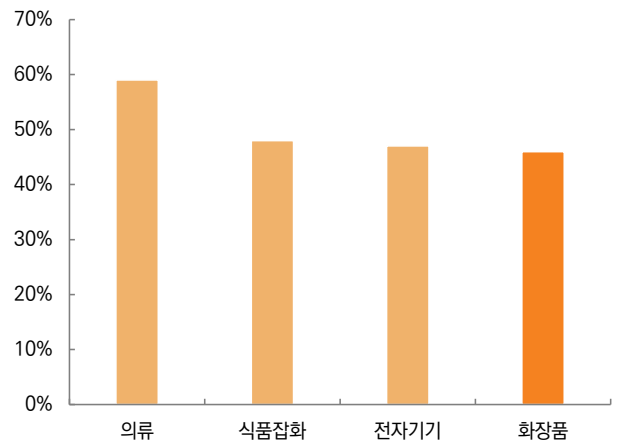
2020년 11월 샹스이 사전 판매 기간 동안 LG생활건강의 후(Whoo)의 천기단 세트는 브랜드 거래액의 95%, 설화수의 자음생 세트는 50%를 차지했다. 일반적으로 글로벌 경쟁사의 경우 사전판매기간 동안 인기 제품이 전체 브랜드의 10% 수준을 차지했다. 한국 화장품의 경우 세트상품이 매출의 주가 되고 있다. 실제 구매자와 사용자간의 차이가 있을 가능성이 있다.

그림 67. 럭셔리 화장품 브랜드, 30세 미만 구매자 비중



자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 68. 95후의 소비 비중이 높은 카테고리 TOP 4

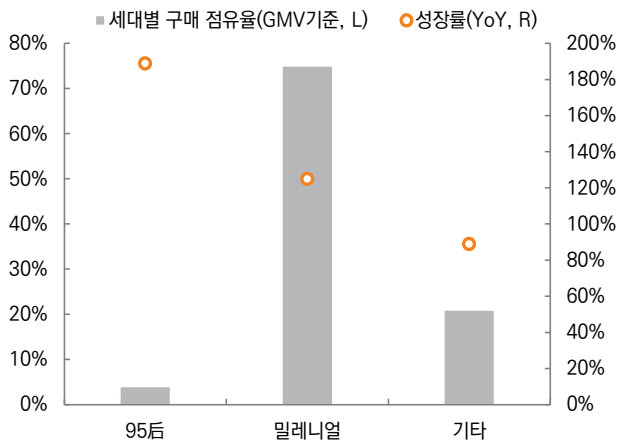


자료: Accenture, 미래에셋대우 리서치센터

코로나19 충격에도 중국 젊은 세대의 고급 소비 확대 트렌드는 지속되고 있다. 특히 95후의 소비 확대가 빠르다. 2020년 중국 95후의 매달 소비재 지출액 중 럭셔리 제품이 차지하는 비중은 35% 수준이다. 그 외 세대의 럭셔리 지출 비중인 20% 중반에 비해 상대적으로 높다.

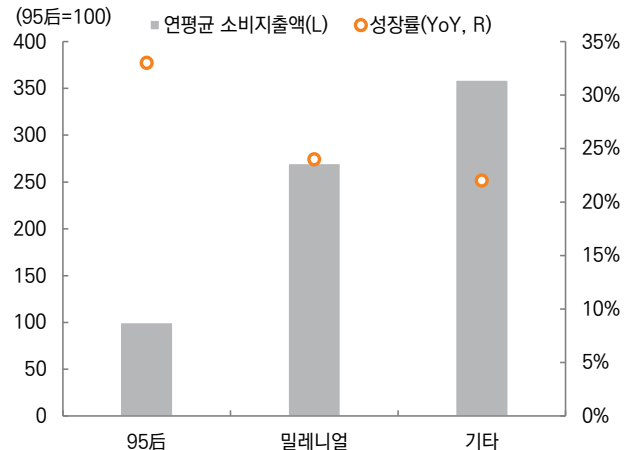
또한 Tmall 2020년 1~10월 명품 카테고리 GMV(총 거래액) 중 30세 미만이 차지하는 비중이 79%에 달한다. 95후의 경우 전체의 4%에 그쳤지만 전년대비 성장률은 189%를 기록했다. 다른 세대에 비해 성장세가 가파르다. 연평균 명품 소비 지출액 역시 밀레니얼 세대에 비해 40% 수준이지만 전년대비 33% 증가를 기록했다. 기타 세대 중 가장 빠르게 명품 지출액이 증가하고 있다.

그림 69. 2020년 1~10월 세대별 명품 카테고리 Tmall GMV



자료: Tmall, 베인앤컴퍼니, 미래에셋대우 리서치센터

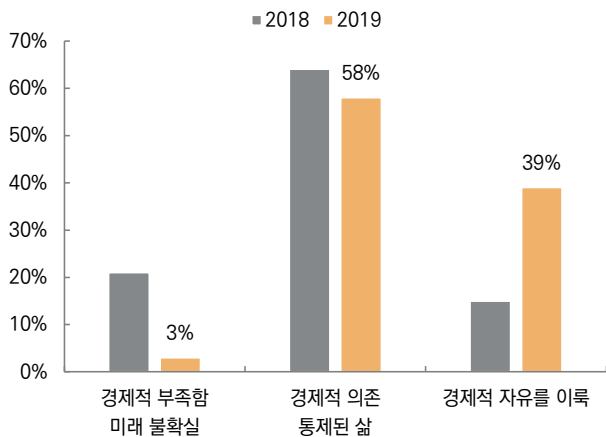
그림 70. 2020년 1~10월 세대별 명품 카테고리 Tmall 소비지출액



자료: Tmall, 베인앤컴퍼니, 미래에셋대우 리서치센터

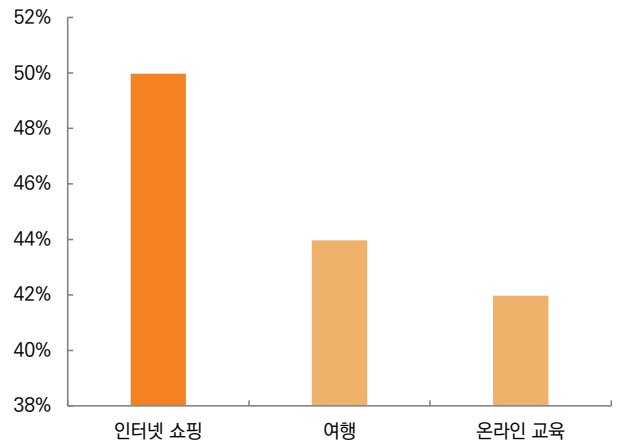
95후의 소비가 빠르게 늘어나는 배경에는 경제적 풍족함의 이유가 크다. 최근 설문조사에 따르면 95후 1,050명 중 39%가 경제적 자유를 실현하고 풍족한 생활을 유지하고 있다고 응답했다. 아직 경제활동을 시작하지 않은 10대 후반에서 20대 초반 소비자를 대상으로 한 설문인 것을 감안하면 미래에 대한 자신감이 상당히 높다. 2018년 같은 설문을 실시했을 때의 경제적 만족도를 조사한 결과 경제적 자유를 실현했다고 응답한 비율은 15%에 불과했다. 단기간에 중국 95후 세대의 경제적 능력이 빠르게 높아지고 있는 것으로 판단한다.

그림 71. 중국 95후의 경제 사정에 대한 조사(2018년, 2019년)



자료: 아이리서치, 미래에셋대우 리서치센터

그림 72. 중국 95후의 전년대비 가장 빠르게 지출 증가한 카테고리(2019)



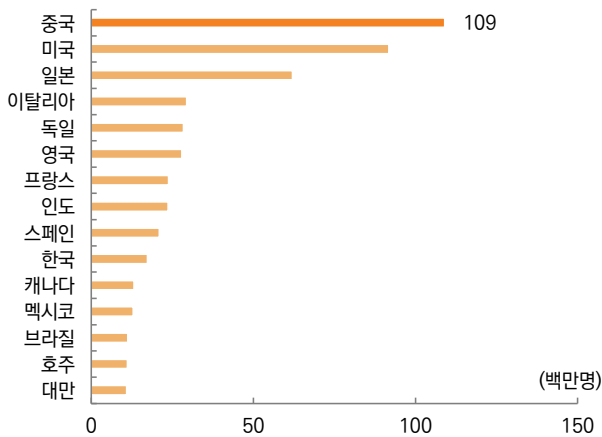
자료: 아이리서치, 미래에셋대우 리서치센터

II. 소비 패턴의 변화 가능성

Post-코로나, 95后의 화장품 소비 습관 변화

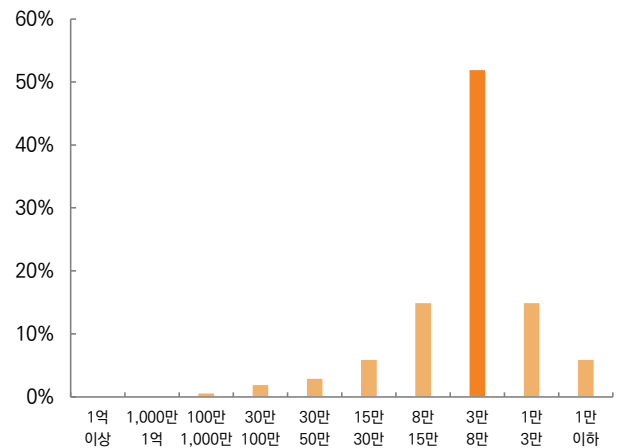
중국의 중산층 비율이 글로벌 국가 평균 대비 빠르게 높아지고 있다. 그러나 중국 국가 통계국의 중산층의 정의는 대도시에 부동산을 보유한 연 소득 3만위안에서 45만위안의 개인이다. 맥킨지에 서도 중국의 중산층을 연간 가계 총 소득 8만위안에서 30만 위안으로 분류한다. 중산층의 분류를 가처분 소득이나 구매력 기준이 아닌 재산을 기준으로 하고 있다. 소득을 기준으로 하면 중국 도시 민의 경우에도 1인당 연간 가처분 소득은 43,834위안(746만원)으로 한국 대비 23%에 불과하다. 구매력 기준의 중산층 비중은 선진국 대비 크게 낮을 것으로 예상된다.

그림 73. 자산기준 글로벌 중산층 인구(2015)



자료: 크레딧 스위스, 미래에셋대우 리서치센터
 주: 자산기준 5만 ~ 50만 달러

그림 74. 중국 1인당 소득별 분포(연수입)

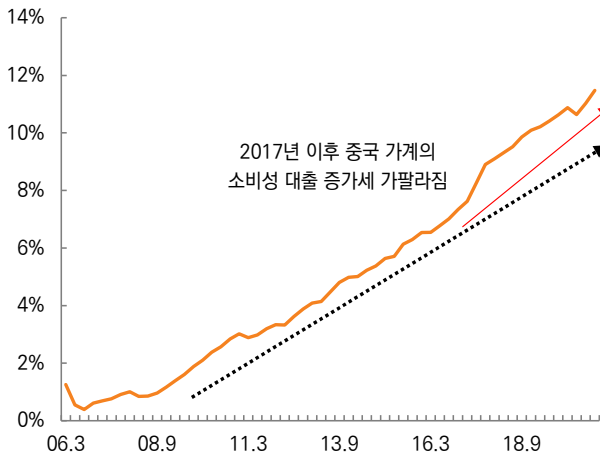


자료: 중국 국가통계국, 미래에셋대우 리서치센터

소비의 원천은 기본적으로 소득과 레버리지이다. 중국은 미국과 달리 자산가격이 상승해도 모기지 리파이낸싱을 통한 현금 조달이 금융 시스템상 제한적이다. 따라서 자산 대비 부족한 구매력을 보완하기 위해 가계 신용을 주로 사용한 것으로 보인다. 중국에서 경기 회복이 시작된 2017년 이후 신용카드를 통한 소비와 모바일 페이먼트를 통한 온라인 소액 할부 거래가 크게 증가했다.

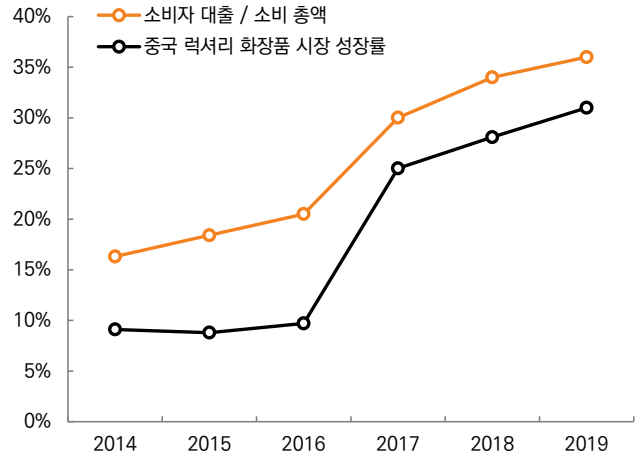
중국의 신용카드 부채는 3Q20 기준 7.76조 위안이다. 2014년 이후 연 평균 27%씩 빠르게 증가하고 있다. 중국 총 소비 지출에서 소비자 신용이 차지하는 비중 또한 2016년 20.5%에서 2017년 30%로 크게 증가한 이후로 꾸준히 침투율이 높아지고 있다. 중국 내 럭셔리 화장품 시장이 고 성장을 시작한 시기와 일치한다.

그림 75. 중국 GDP대비 모기지 제외 가계 신용 비율



자료: 블룸버그, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 76. 중국 럭셔리 화장품 성장과 소비자 대출 침투율



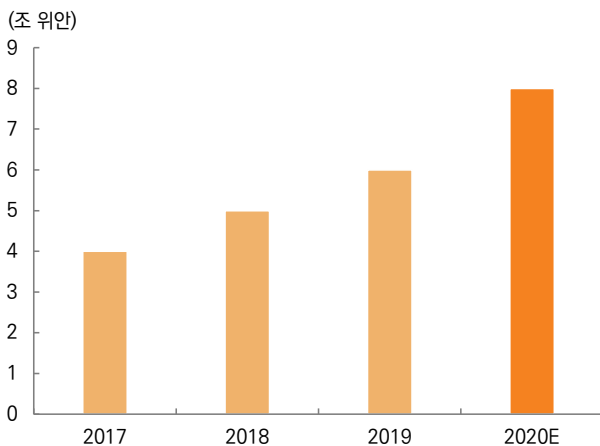
자료: 유로모니터, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

특히 럭셔리 화장품 주요 소비자인 밀레니얼, Z세대는 신용기록이 없고 모바일에 익숙하다. 신용카드 보다 모바일 플랫폼을 통한 할부 서비스를 주로 이용하는 것으로 파악된다. 과거 신용기록이 없어도 초기 신용 할부액을 기간내(일반적으로 40일) 상환하면 점차 한도가 늘어나는 편리함 때문이다. 닐슨 보고서에 따르면 중국의 30세 미만 세대의 모바일 신용 상품 보급률은 2019년 기준 86.6%에 달한다.

화장품 구매에서도 신용 할부는 자주 사용되고 있다. 중국의 난도금융연구소가 발표한 2020년 징둥 618행사 보고서에서는 행사에서 발생한 매출의 60%가 할부를 통해 지불된 것으로 조사된다. 2020년 샹스이에서도 50% 이상이 특정 할부 거래 플랫폼을 통해 결제된 것으로 나타난다. 대부분이 모바일 제품과 뷰티 제품 구매에 집중된 것으로 보인다.

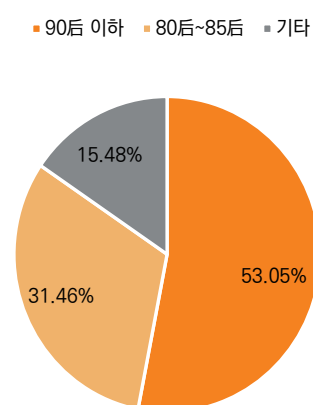
중국의 럭셔리 제품 소비자의 연령대는 기타 국가의 소비자보다 구매 연령대가 다소 어리다. 또한 가방과 같은 고가의 럭셔리 제품보다 신발, 화장품 등 스몰 럭셔리를 선호한다. 젊은 세대를 중심으로 나타나고 있는 소액 할부를 통한 지불 습관이 글로벌 대비 독특한 중국 소비자의 명품 소비 특성에 영향을 주고 있을 수 있다.

그림 77. 중국 소액 대출 신용 시장 규모



자료: Oliver Wyman analysis, 미래에셋대우 리서치센터

그림 78. 온라인 소액 대출 서비스 이용자 세대별 비중

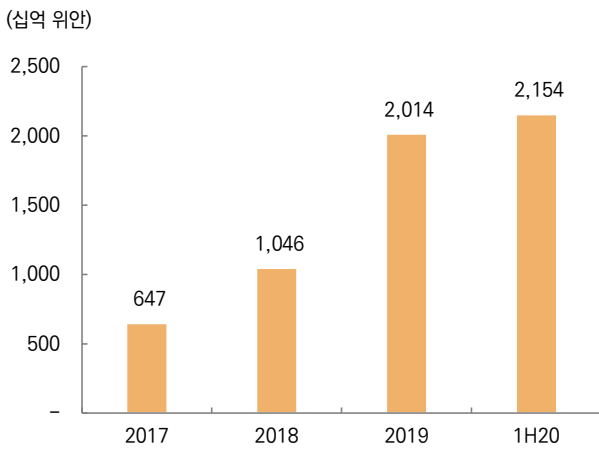


자료: 룽360, 미래에셋대우 리서치센터

중국의 젊은 세대는 주로 Ant Financial에서 제공하는 소액 대출 서비스인 화베이(Huabei, 중국어로 “그냥 써라”라는 의미)를 주로 이용 하는 것으로 나타난다. 화베이 서비스는 전체 온라인 소액 할부 플랫폼 시장내 점유율 30% 수준인 것으로 추정된다. Ant Financial의 IPO 보고서를 참고하면 개인 소비자 대출 총 잔액은 1조 7,320억 위안이다. Ant Financial의 매출에서 약 75%가 개인, 소기업 대출로 인한 이자수입에서 발생하고 있다.

그 중에서도 30세 미만 사용자의 비중이 72%가 넘는다. 화베이의 총 이용자는 총 5억명으로 추산된다. 젊은 세대의 사용자가 72%인 3.6억명이라고 가정하면 1인당 4,811위안(한화 81만원)의 할부 서비스를 받고 있는 상황이다. 전체 소액 대출 시장을 가정하게 아닌 앤트파이낸셜의 화베이만 따진 수치임에도 95后的 월 평균 소득액 2,210위안을 초과한다. 또한 화베이 이용자의 지역별 비중은 절반이 넘는 사용자가 소득이 낮은 저선도시에 거주하고 있다. 실제 젊은 세대의 부채 부담은 더 높을 것으로 예상된다.

그림 79. Ant Financial 온라인 대출 잔액(소비자+소기업)



자료: Ant Financial, 미래에셋대우 리서치센터

그림 80. 티몰에서 제품 구매시 선택 가능한 화베이 할부 거래

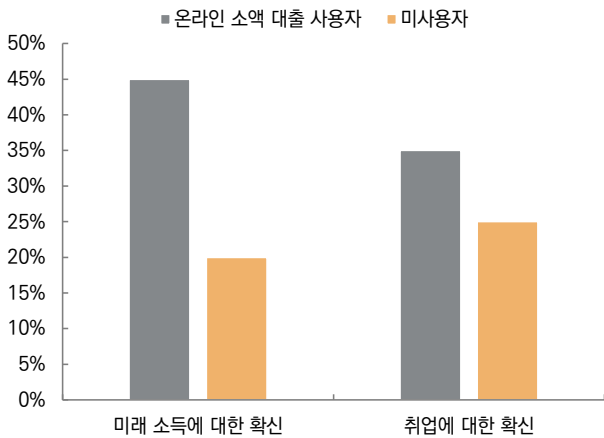


자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

중국의 젊은 세대의 소비자 신용이 빠르게 늘어나는 이유는 부모가 대신 갚아줄 것이라는 믿음과 미래 소득에 대한 자신감이 포함된다. 중국의 젊은 세대 특히 95后的 경우 가난한 중국을 경험한 적이 없다. 취업 후 벌어들인 소득으로 상환하면 된다는 생각이다.

그러나 코로나19 충격 이후 중국 젊은 세대 인식이 변화하고 있다. 경제 충격으로 인해 보험, 저축 등 경제 불확실성에 대응하는 니즈가 빠르게 증가하고 있다. 2020년 들어 개인 신용카드 사용 잔액 증가율 또한 크게 줄어들고 있다. 2020년말 조사된 설문에서도 ‘향후 럭셔리 화장품 소비를 지속할 것인가’ 라는 질문에 대해서도 과거에 비해 응답률이 떨어졌다.

그림 81. 중국 95后의 미래에 대한 자신감(2019년 조사)



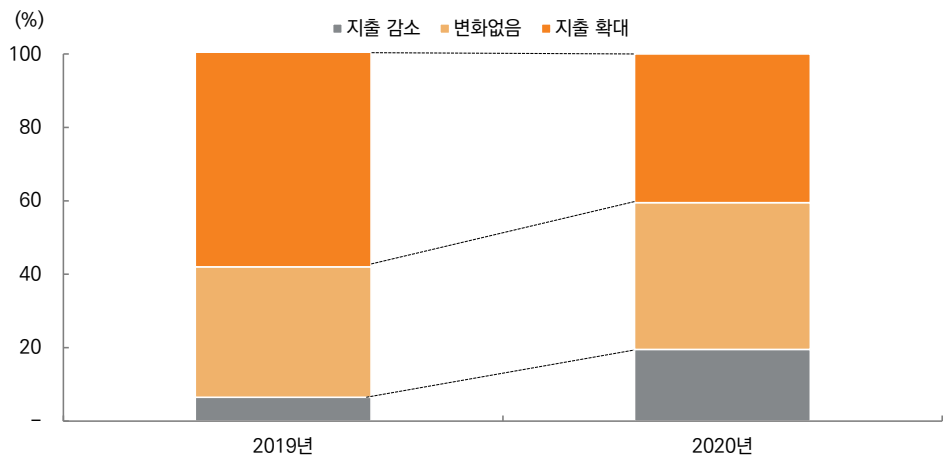
자료: Danke, 미래에셋대우 리서치센터

그림 82. 중국 도시민 더 저축 선호 서베이 응답률



자료: CEIC, 중국 국가통계국, 미래에셋대우 리서치센터

그림 83. 향후 확장품 관련 지출을 늘릴 것인가? (2020년말 서베이)



자료: 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

소득 대비 높아진 부채 부담 역시 문제다. 중국의 가계부채 비율은 3Q20기준 GDP대비 61.7%를 기록했다. 코로나19 영향으로 1년사이에 6.5%p 수준으로 빠르게 증가했다. 가계 부채의 대부분은 담보가 있는 모기지 대출이다. 그러나 부채의 성장 속도는 소비자 신용의 증가속도가 모기지 부채의 증가보다 빠르다.

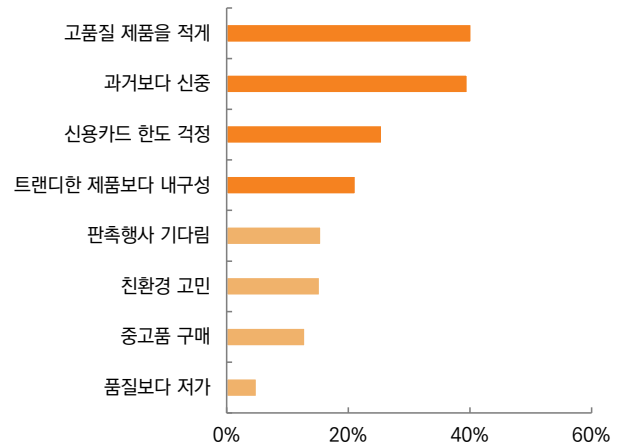
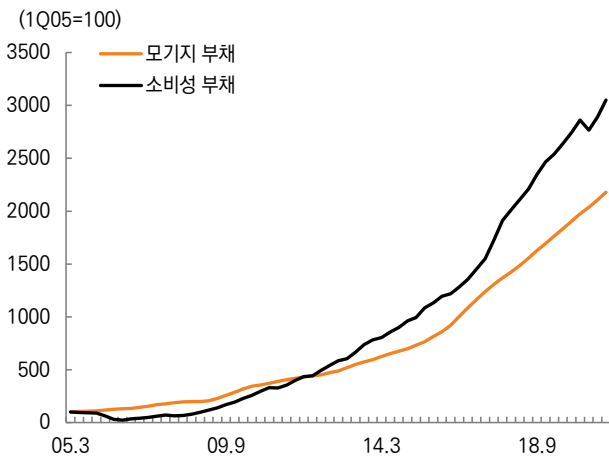
2018년말 중국의 실물경기 둔화 이후 상승하고 있는 소비자 신용의 부실(NPL) 비율도 문제다. 중국의 신용카드 ABS의 연체율 역시 2018년말 이후 꾸준히 올라가고 있다. 코로나19 충격이 있던 1Q20 중국 평안은행의 실적에서는 전 분기 대비 신용 카드 관련 부실률이 40% 증가했다. 중국의 가계 신용이 경기 변동에 비해 민감도가 큰 모습이다. 중국 가계의 펀더멘탈이 우려되는 상황이다.

2020년 상반기 1인당 소비성 지출 감소분 역시 소득 감소보다 가파르게 나타났다. 소비에 있어서 소득보다 과도한 레버리지를 활용한 탓이다. 특히 통계에 잡히지 않는 젊은 세대의 부채 부담이 한 계 수준인 것으로 보인다. 국가 차원에 정확한 통계는 부족하지만 HSBC에서 2018년 발표한 자료에 따르면 90后的 1인당 부채는 12만 위안으로 소득 대비 부채비율이 1,850%에 달한다.

바탕업으로 확인해도 중국 젊은 세대를 대상으로 온라인 소액 대출 사업을 하는 Qudian의 30일 이상 연체율은 코로나19사태 이전부터 지속적으로 증가하여 현재 20%에 육박한다. 나스닥에 상장되어 있는 핀테크 업체들의 온라인 소액 대출에 대한 총당금 비율 역시 2018년말 이후 꾸준히 상승하고 있는 상황이다.

그림 84. 중국 가계부채 증가속도(모기지, 가계신용)

그림 85. 코로나19 이후 중국 젊은 세대의 소비행태 변화

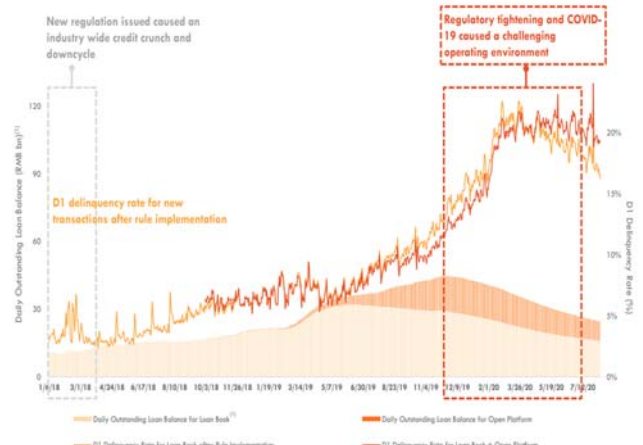
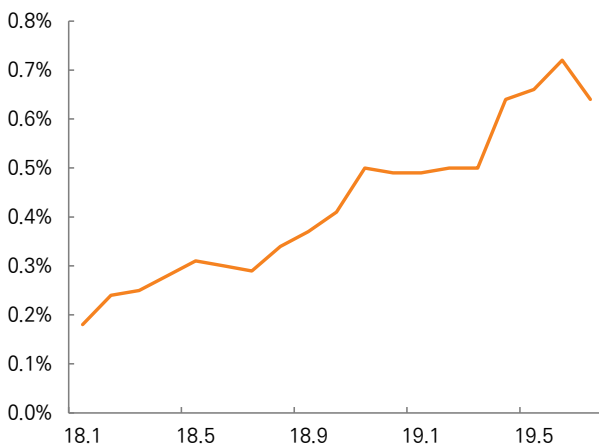


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

자료: CCTV, 미래에셋대우 리서치센터

그림 86. 중국 신용 카드 ABS 연체율(30~60일)

그림 87. 젊은 세대 고객 중심의 핀테크 업체 Qudian 연체율



자료: Fitch, 미래에셋대우 리서치센터

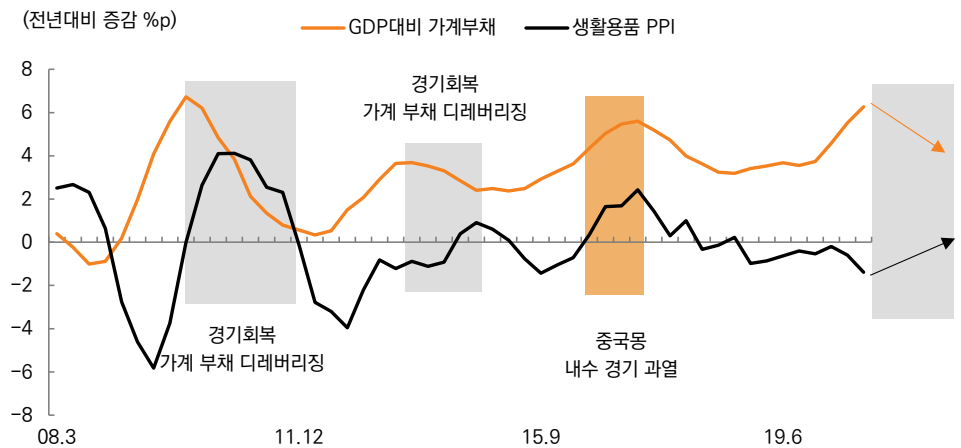
자료: Qudian, 미래에셋대우 리서치센터

가계 신용에 문제가 발생함에 따라 점차 온라인 소액 신용 플랫폼에 대한 중국 정부 당국의 규제가 강화되고 있다. 과거 경기회복, 위안화 강세 국면에서 중국정부는 부채의 디레버리징을 시도했다. 위안화 강세가 불러일으키는 인플레이션은 부채에 분명한 리스크다. 2017년 경기 회복 당시 주요 디레버리징 대상은 중국의 과도한 기업부채였다.

당시 문제가 되었던 기업 부채의 증가는 통제되었다. 대신 소비자 신용을 포함한 가계 부채가 큰 폭으로 증가하기 시작했다. 일반적으로 가계부채의 유량효과(부채 증가를 통한 소비 증가)보다 저량효과(원리금 상환으로 인한 소비 둔화)가 나타나는 시점이 GDP대비 가계부채 60% 수준이다. 그 수준 이상에서는 가계부채 증가가 소비에 미치는 영향이 현저히 줄어든다.

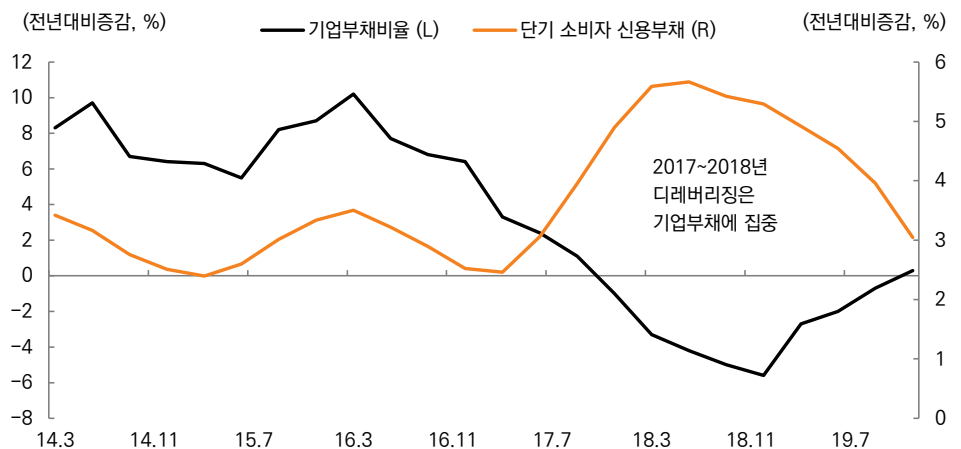
중국의 현재 GDP대비 가계부채 비율은 61.7%, 총액은 55.3조위안이다. 가계 부채의 이자율이 1% 변동 시 중국 농촌 1인당 가처분 소득은 2.5% 감소한다. 중국 정책 당국의 2021년 디레버리징 대상은 가계도 포함 될 것이다. 특히 최근 강화되고 있는 온라인 소액 핀테크 플랫폼에 대한 규제는 젊은 세대의 할부 소비에 영향을 끼칠 수 있다.

그림 88. 경기회복, 가계부채 성장 둔화 전망



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 89. GDP대비 중국 기업부채, 단기소비자금융부채 전년대비 증감 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

2020년 하반기부터 중국에서 부동산과 관련된 모기지 대출 규제와 함께 소비자 신용 대출에 대한 규제가 구체화되고 있다. 20년 8월 정부의 규제로 인해 비은행 소비자 대출의 법정 최고 이율이 24%에서 LPR의 4배인 15.4% 수준으로 낮아졌다. 대출 사업자 입장에서 신용이 낮은 소비자에게 진입장벽을 높이고 대출 총량을 줄이는 효과가 있을 것이다.

3개월 뒤인 20년 11월에는 온라인 소액 대출 규제법안 초안이 발표되었다. 마윈의 Ant Financial 이 주요 타겟이다. 온라인 소액 대출 서비스 사업자가 제공할 수 있는 총 대출액을 순자산대비 4배로 제한하는 등의 기업차원의 규제가 핵심이다. 그러나 사용자 측면에서도 개인 용자 총액 한도가 30만위안 혹은 차용인의 3년간 연평균 소득의 1/3 중 낮은 금액으로 대출 한도를 규정하면서 젊은 세대의 과도한 레버리지를 경계하고 있다.

그에 따라 개인 파산법도 제정될 움직임이 있다. 중국의 1994년 개정된 파산법에는 개인에 대한 파산제도를 규정하지 않고 있다. 실제로 중국은 개인이 대출에 대해 무한 책임을 져야하는 제도를 가지고 있다. 그러나 20년 4월 중국 광둥성 선전시에서 ‘선전 경제 특구 개인 파산 규정’이 처음으로 개인 파산과 관련된 법안이 인민 대표 상임위원회에 제출되었다. 코로나19로 인해 발생한 실업률 증가가 소비자 대출 건전성에 크게 영향을 미친 것으로 보인다.

표 2. 중국 온라인 소액 대출 사업 규제 초안(2020.11)

법안명	주요 내용
온라인 소액 대출 사업 운영을 위한 법률 초안(2020.11)	온라인 소액 대출 회사는 사업을 하기전 60일 전에 국무원 금융 감독 기관에 신고해야함 재정상태가 양호하고 지난 2년동안 수익을 꾸준히 올려야함 국가에 지불된 세금이 1,200만 위안 이상이어야함 회사에 대한 출자액이 직전 회계연도 순자산의 35%를 넘지 않아야함 5년 이내에 회사의 지분을 양도하지 않겠다는 약속이 정관에 명시 등록 자본 10억 위안 이상 / 지방 행정 구역에서 사업시 등록자본 50억 위안 이상 온라인 소액 대출 회사는 자산 유동화 규모(ABS)는 순자산의 4배를 넘을 수 없음 자연인에게 대출시 30만위안 혹은 3년 연평균 소득의 1/3 중 낮은 금액이 총 한도로 규정 법인 또는 기타 조직에 관해서는 100만위안 이상 대출 금지 공동 출자법인의 경우 온라인 소액 대출 회사의 출자액은 공동 법인의 30% 이상 규정

자료: 국무원, 미래에셋대우 리서치센터

젊은 세대가 느끼고 있는 부채 부담과 정부의 온라인 대출 규제는 그 동안 중국인의 소득대비 빠르게 성장하던 럭셔리 화장품 소비에 영향을 미칠 수 있다. 레버리지를 이용한 소비는 경험적으로 비내구재 보다 고가의 내구재 소비를 불러 일으키기 때문이다. 실제로 2018년초 중국의 개인 P2P 대출규제가 시행되었을 때 가장 큰 타격을 받은 소비 세대는 30세 미만 세대였고 지출이 가장 줄어든 항목 역시 고가의 자동차였다.

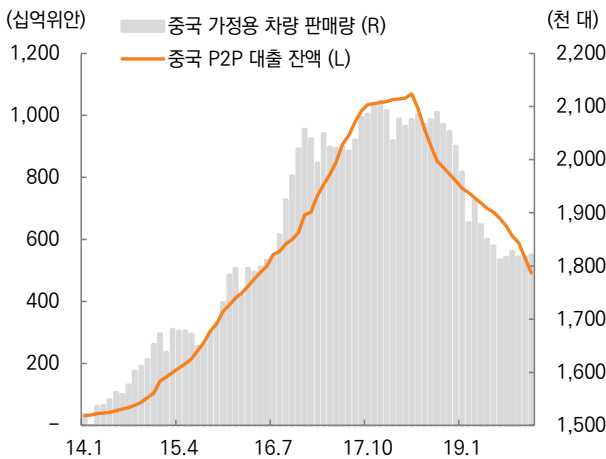
그러나 상기 언급한대로 2021년에는 저선도시를 중심으로 1인당 가처분 소득이 증가할 것으로 예상된다. 젊은 세대의 소비패턴 변화에 있어 자산에 의한 소비가 아닌 소득 혹은 향후 소득 가시성을 통한 합리적인 소비로의 패턴 변화를 기대할 수 있다.

그 예는 한국의 2002년~2003년 소비자 신용 디레버리징 사태(카드대란)를 참고할 수 있다. 당시 문제의 원인은 지금의 중국의 상황과 마찬가지로 소득이 없는 대학생에게 발행된 과도한 신용카드에 있었다. 2003년말 한국의 신용카드 연체율은 15%에 달했고 카드 잔액 규모는 GDP의 7%를 차지했다. 이후 2003년말 신용 카드 규제 이후 신용카드 미결제 잔액은 고점 대비 40%가까이 하락하면서 소비의 위축을 나타냈다.

화장품의 경우 당시 규제로 인해 할부 거래가 제한되면서 고가의 화장품을 판매하던 채널인 전문점과 여러장의 신용카드 발급을 통해 물량 위주의 네트워크 마케팅 전략을 사용하던 직판(다단계) 채널이 타격을 받았다. 럭셔리 화장품 유통 채널이 망가지고 소비가 위축되면서 국내 화장품 시장에서 트레이딩 다운 소비가 나타났다.

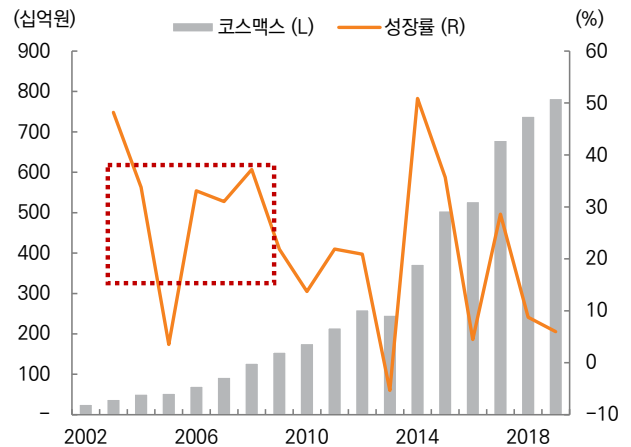
이후 유통마진을 최소화한 가성비 위주의 제품을 판매하는 원브랜드샵 채널이 크게 성장했다. 원브랜드샵의 제품은 90%이상이 위탁제조생산(OEM/ODM) 제품이다. 밸류체인 관점에서도 브랜드와 생산이 분리되기 시작했다. 다품종 소량 생산에 강점이 있는 국내 OEM/ODM산업이 2003년 이후 글로벌 탑 수준으로 발전하게 되는 계기가 되었다.

그림 90. P2P 대출 잔액과 중국 가정용 차량(PC) 판매량



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 91. 2000년대 초반 코스맥스 국내 법인 매출 성장률



자료: WISEFn, 미래에셋대우 리서치센터

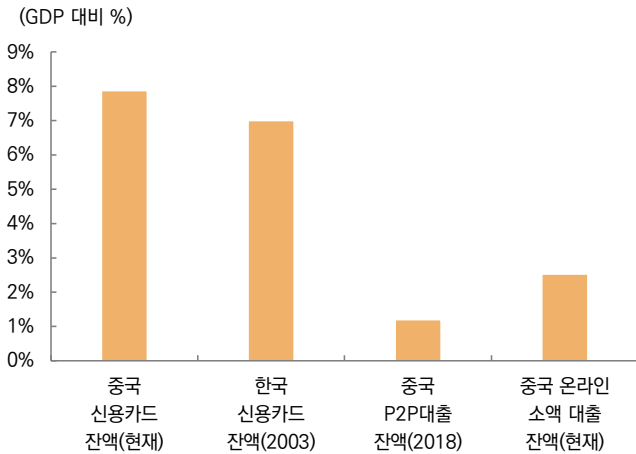
물론 중국의 경우 한국과 상황이 조금 다르다. 당시 한국의 신용 대출의 카드 잔액 규모가 GDP의 7%를 초과했던 것에 반해 중국 온라인 소액 대출 시장 규모는 현재 중국 GDP에 2.5%에 불과하다. 가계 디레버리징이 과도하게 발생한다고 가정해도 한국과 같이 화장품의 급격한 트레이딩 다운 소비가 나타나진 않을 것으로 판단한다.

중국의 2017년말 P2P 규제 당시 대출 총액은 1.2조위안으로 당시 중국 GDP대비 약 1.2% 수준이었다. 규제 당시 럭셔리 화장품 소비에는 큰 영향을 끼치지 못했다. 화베이 지역의 연체율 역시 코로나19사태 이후 레벨이 높아진 수준이지만 3% 내외 수준으로 안정적으로 유지되고 있다. 한국의 경우 2003년말 신용카드 연체율은 13%로 과도했다. 중국의 경우 규제가 온건하게 진행될 것을 예상할 수 있다.

또한 한국의 경우 럭셔리 화장품 유통 채널에서 문제가 발생해 원인이 복합적이었던 것과 달리 중국의 젊은 세대의 화장품 소비 채널은 이미 온라인 채널로 집중되어 있다. 한국과 달리 채널 자체가 변하기 쉽지 않다.

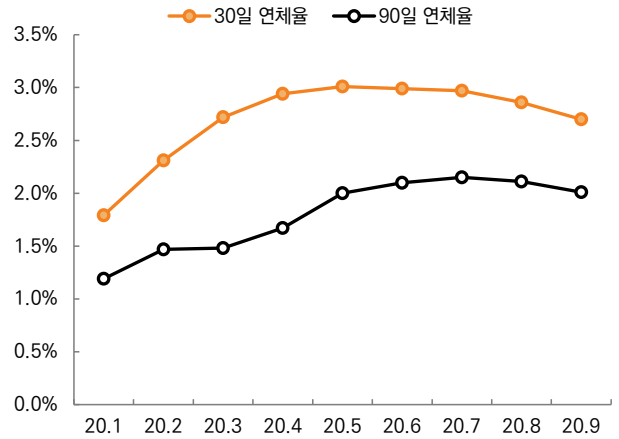
온라인 채널로 집중된 수요, 그리고 해당 플랫폼에서 실시하는 618, 샵스이 등의 대규모 할인 행사는 고가의 럭셔리 화장품이라고 하더라도 중국 현지 소비자가 느끼는 가격 민감도를 낮추는 효과가 있다. 기본적으로 피부에 직접 바르는 기초 화장품의 경우 가격보다 품질에 더욱 민감하고 이미 자신의 피부에 잘 맞는 제품을 바꾸려는 니즈가 적다. 2020년 하반기 실시한 서베이 등을 확인하면 경제 불확실성에도 불구하고 럭셔리 화장품 가격이 합리적이라고 느끼는 중국 소비자가 많은 것으로 조사된다.

그림 92. 한국카드사태, P2P규제, 온라인 대출규제 당시 GDP차지 비중



자료: CEIC, Caixin, 미래에셋대우 리서치센터

그림 93. 2020년 Ant Financial의 화베이 연체율 추이



자료: Ant Financial, 미래에셋대우 리서치센터

결론적으로 중국의 구조적으로 프리미엄화 되고 있는 화장품 소비 트렌드는 변하기 쉽지 않다. 품질에 대한 소비자의 요구 수준도 높다. 2021년 온라인 소액 대출 규제에도 불구하고 실물 경기 회복에 따른 중국의 럭셔리 화장품 시장은 높은 성장을 지속할 것이다.

그러나 중국 내 럭셔리 화장품 브랜드 기업들은 이미 그 성장에 대한 기대를 충분히 받고 있다. 에스티로더와 로레알은 각각 선행 12개월 P/E 37x, 42x 수준에서 거래되고 있다. 코로나19 이전 멀티플 상단을 20% 상회하는 수준이다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강과 같은 국내 화장품 브랜드 기업 역시 역사상 최고 수준의 멀티플에서 거래되고 있다.

성장에 대한 기대가 큰데 반해 중국 럭셔리 시장에서 온라인 마케팅 강도는 점차 심해지고 있다. 이미 LG생활건강과 아모레퍼시픽은 중국 온라인 시장의 M/S를 높이기 위해 전체 마케팅 비용의 절반 이상을 사용하고 있다. 중국 젊은 세대의 화장품 소비 채널이 라이브커머스로 집중되면서 기업들의 왕홍 섭외비도 점차 높아지고 있는 것으로 파악된다.

라이브커머스의 경우 고비용 고효율의 마케팅 채널로 알려져 있다. 2020년 샹스이에서 글로벌 럭셔리 브랜드들은 중국 내 탑 왕홍 섭외에 리소스를 집중했다. 2021년에도 중국 내 수요가 온라인에 집중될 것으로 예상하는만큼 마케팅 강도는 더욱 강해질 것이다. 이미 글로벌 브랜드사들은 2021년 618, 샹스이 행사 기획에 들어간 상황이다. 향후 치열한 경쟁을 예상하게 한다. 로레알 역시 1H20에 매출액 대비 마케팅 비용을 30.5%를 사용했다. 전년동기대비 30bps 증가한 수준이다. 샹스이 행사가 있었던 4Q20에는 더욱 지출이 컸을 것으로 판단한다.

표 3. 샹스이 기간 리자치와 합작한 방송 횟수 및 거래금액

(만 건, 만 위안)

브랜드	방송횟수	판매건수	거래금액
로레알	17	240.7	92,500
에스티로더	13	71.2	49,155
SK-II	11	14.6	32,405
설화수	8	45.5	41,197
랑콤	6	356.1	47,226
후	3	43.5	68,300

자료: 타오바오, 미래에셋대우 리서치센터

투자의 관점에서 2021년은 중국 내 화장품 총 수요 회복이 기대되는 국면이다. 우리는 가성비 트렌드와 양적 소비증가에 대한 관심을 늘릴 필요가 있다. 섹터 내 밸류체인 관점에서 상대적으로 밸류에이션 부담이 높고 경쟁에 있어 비용 부담이 우려되는 럭셔리 브랜드사 보다 소비가 다양화 될 수록 구조적 수혜를 받을 수 있는 OEM/ODM사에 대한 투자를 선호한다.

중국에서 경쟁력을 보여주고 있는 코스맥스는 공격적인 영업으로 중국에서 연간 두 자리 수 이상의 외형 성장을 기록하고 있다. 우려를 낳았던 로컬 고객사 역시 성장이 나오고 있는 온라인사로 재편이 완료된 상황이다. 2021년은 신규고객사의 리오더 물량이 증가하면서 제조손실이 줄어들고 수익성 개선이 나타날 것으로 예상된다.

또한 최근 중국 젊은 세대로부터 나타나고 있는 국조(귀차오) 굴기, 코스메슈티컬 소비 트렌드로 대두되는 화장품의 과거와 다른 새로운 가성비에 대한 니즈가 발생하고 있다. 해당 트렌드 역시 OEM/ODM사의 고객 확대에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다.

그림 94. 화장품 피어 마케팅 비용율 전망

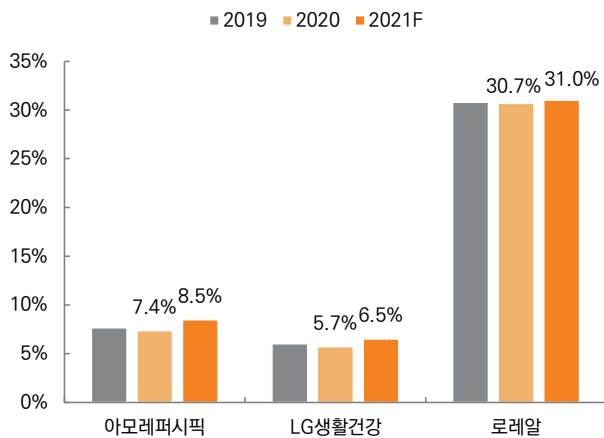
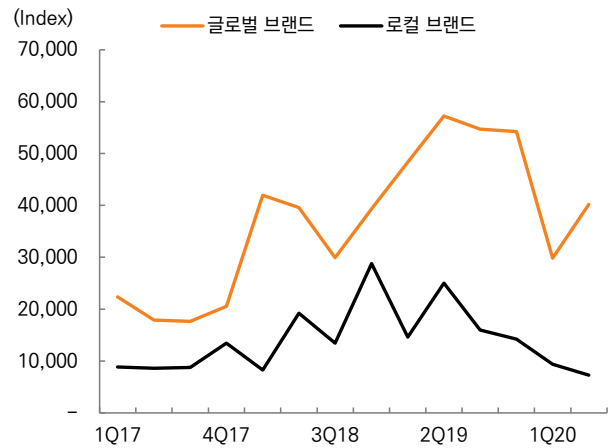


그림 95. 중국 내 화장품 기업 온라인 광고 투입 지수



자료: EIKON, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터
 주: 아모레퍼시픽은 별도기준 산정

자료: 아이리서치, AdTracker, 미래에셋대우 리서치센터

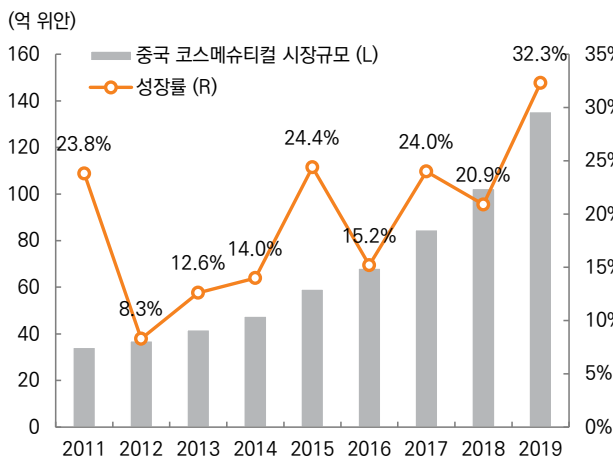
트렌드 1: 기초 화장품은 가격대비 성능 추구, 로컬 코스메슈티컬

최근 중국 화장품 시장에서 두드러진 특징은 효능, 효과에 집중하는 젊은 소비자 층이 크게 증가했다는 점이다. 2019년 이후 중국 화장품 시장이 글로벌 브랜드 중심으로 고급화되는 트렌드에 있었음에도 불구하고 유로모니터 기준으로 중국 내 코스메슈티컬 코스메틱(피부과 화장품) 시장 규모는 2018년 대비 32.3% 증가하며 역사상 가장 빠르게 증가했다. 2014년 이후 연평균 성장 속도 역시 23.2%를 기록하면서 중국 화장품 시장의 연평균 성장률인 9.9%를 크게 상회하고 있다.

향후 성장 여력도 높다. 유로모니터 기준 2019년 중국의 코스메슈티컬 시장 규모는 135.5억 위안으로 추정된다. 중국 화장품 시장에서 침투율은 5.5%에 불과하다. 선진 시장인 미국, 유럽의 침투율인 23%, 14.7%에 비해 크게 낮은 수준이고 글로벌 평균인 10.3% 보다 낮다. 1인당 코스메슈티컬 화장품 소비액 또한 9.7위안으로 선진국 평균 수준인 50위안에 비해 크게 낮다.

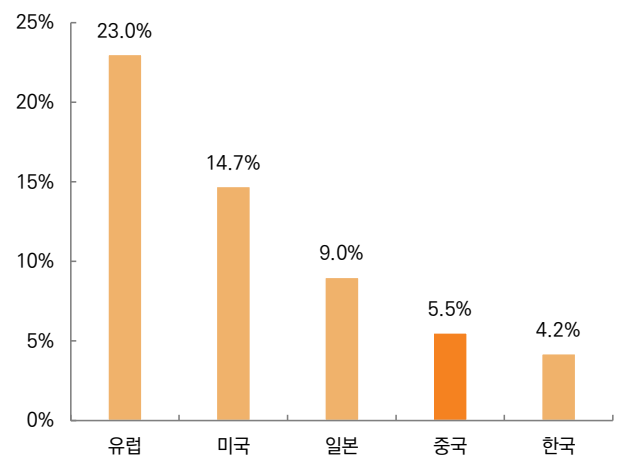
최근 중국 코스메슈티컬 시장 내에서 소비자들은 로컬 브랜드를 선택 하고 있다. 2016년 이전에는 로레알의 La Roche-Posay, 피에르파브르의 Avene 등 외산 브랜드가 중국 시장의 Top3를 차지했다. 그러나 최근 베테니의 WINONA, 상해가화의 Dr. Yu 등 중국 로컬 브랜드의 약진이 인상적이다.

그림 96. 중국 코스메슈티컬 시장 규모 및 성장률



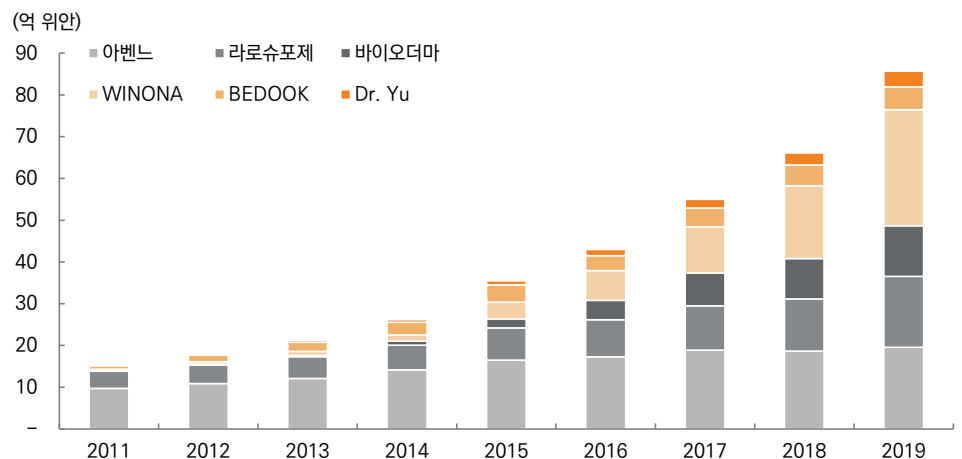
자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

그림 97. 2019년 중국 코스메슈티컬 화장품 시장 침투율



자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

그림 98. 중국 코스메슈티컬 브랜드 글로벌 Top 3, 로컬 Top 3 매출액 합산 비교

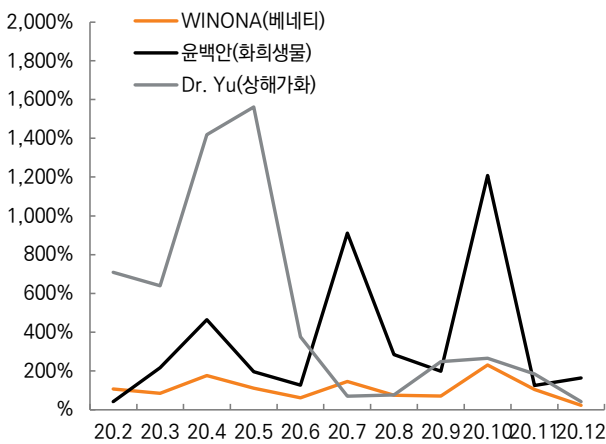


자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

2020년에도 코로나19로 인해 마스크 사용이 일상화 되면서 피부 진정, 여드름 등에 관심이 증가한 부분도 코스메슈티컬 시장 성장을 가속화 하고 있다. Tmall의 월별 GMV 데이터를 참고하면 중국 로컬 코스메슈티컬 브랜드의 전월대비 성장률이 코로나19 이후 크게 늘어났다. 상해가화의 Dr. Yu의 경우 가장 크게 성장한 달에는 전년대비 15배가 넘는 거래액을 기록하기도 했다.

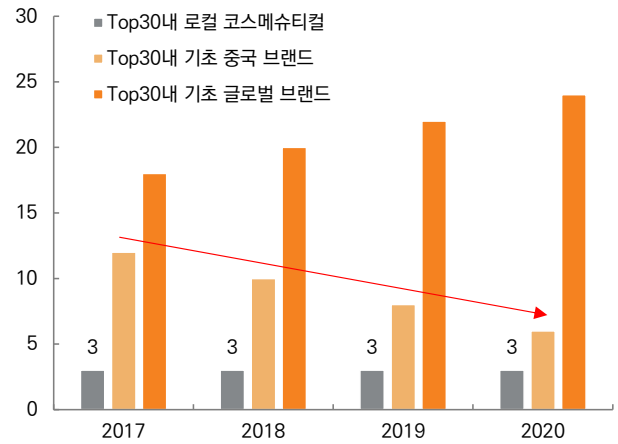
2020년 11월 티몰 샵스이 행사의 스킨케어 부문 판매액 순위를 보더라도 Top10 브랜드 중 로컬 브랜드로는 WINONA가 유일하게 9위에 랭크 되었다. WINONA는 2019년 중국 코스메슈티컬 시장 내에서 점유율 20.5%로 1위를 차지했다. 추이를 보더라도 2017년 이후 샵스이 스킨케어 부문 랭크에서 중국 기초 로컬 브랜드의 수는 점차 줄어드는 반면 로컬 코스메슈티컬 브랜드 (WINONA, HomeFacialPro는 지속 랭크)는 꾸준히 30위권 순위 내에 랭크되고 있다.

그림 99. 중국 코스메슈티컬 브랜드 Tmall GMV 성장률



자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

그림 100. 중국 연도별 샵스이 스킨케어 부문 Top30



자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 중국 주요 코스메슈티컬 브랜드 2020 샵스이 성과

기업명	브랜드	GMV	2019 행사 대비 성장률
화희생물	윤백안	>2억 위안	티몰 100% / 징둥 218%
	과디	>1.6억 위안	티몰 8,800%
상해가화	Dr. Yu	비공개	전체 131%
베테니	WINONA	>7억 위안	티몰 105%

자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

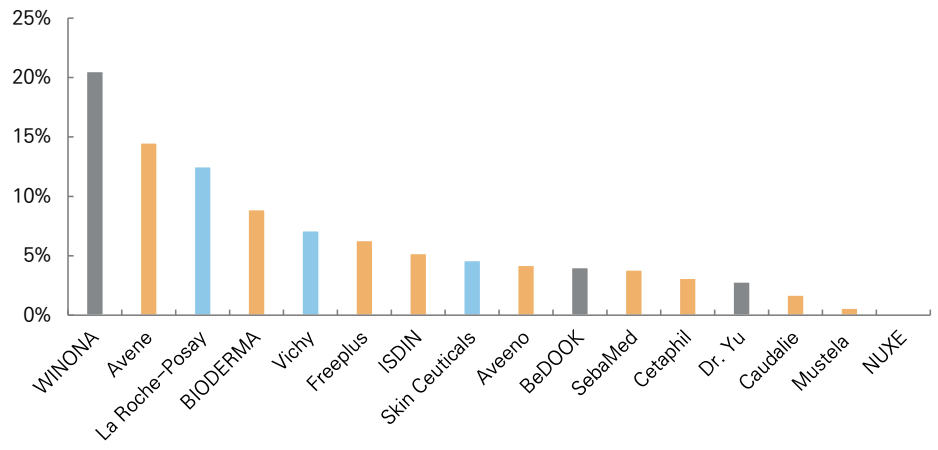
글로벌 브랜드를 대상으로 살펴봐도 중국에서 코스메슈티컬 카테고리의 성장이 빠르다. 로레알의 경우 중국 코스메슈티컬 시장에서 높은 브랜드력을 보유한 La Roche-Posay와 Vichy를 보유하고 있다. 2019년 기준 각각 중국 내 시장점유율 12.5%, 7.1%를 차지하고 있다. 로레알의 Active Cosmetics 카테고리 안에 있는 총 6개의 브랜드 중 4개가 중국 시장에 진출해 있는 상황이다.

로레알의 전체 매출액은 코로나19 충격이 가장 컸던 2Q20에 -18.8%(LFL) 하락했다. 반면 Active Cosmetic의 성장률은 4%(LFL)로 견조하게 유지했다. 중국의 화장품 시장 회복이 가시화된 3Q20에는 Active Cosmetic의 성장률은 29.9%(LFL)로 크게 가속화되고 있는 모습을 보여주고 있다.

2020년 3분기 로레알의 컨퍼런스콜에서 Active Cosmetic 카테고리의 성장은 중국에서의 Skin Ceuticals, La Roche-Posay의 성장 기여도가 높았다고 발표했다. 매스티지 브랜드인 Loreal Paris가 신규 런칭한 기능성 컨셉의 히알루론산 제품 라인도 중국에서 높은 수요를 확인했다.

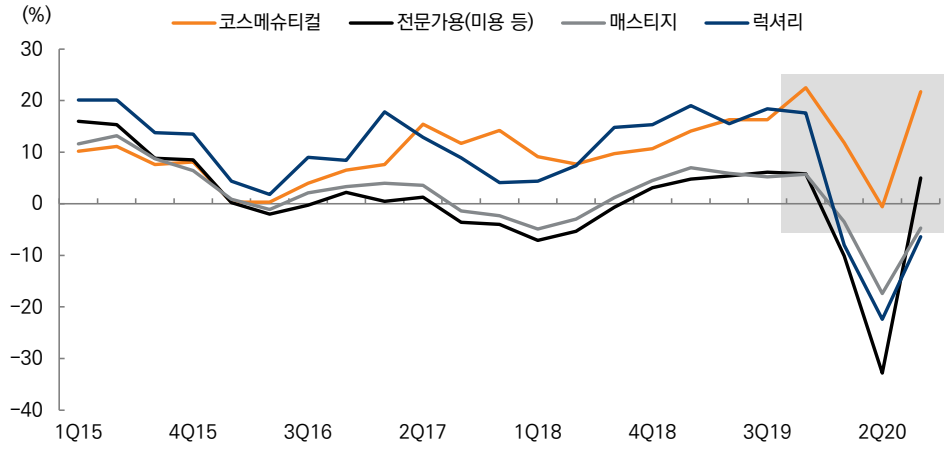
특히 2017년에 인수하여 2019년 중국시장에 정식 런칭한 코스메슈티컬 브랜드 CeraVe의 경우 성장세가 주목할만 하다. 3Q20 기준 로레알의 코스메슈티컬 브랜드 성장률은 CeraVe가 82%, Skin Ceuticals가 36%, La Roche-Posay가 11%의 전년동기대비 성장을 기록했다. 로레알 럭셔리 카테고리의 3Q20 성장률이 -6.2%인 점을 감안하면 주목할만한 성과다.

그림 101. 중국 내 코스메슈티컬 브랜드 점유율



자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터, 주: 회색: 중국 로컬 브랜드, 파랑: 로레알 산하 브랜드

그림 102. 로레알 Active Cosmetics Division 성장률



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

중국 로컬 코스메슈티컬 브랜드 제품의 가격은 평균 150~250위안에서 판매가가 형성되어 있다. 평균 제품당 판매가격이 200위안(한화 3만 5천원)이다. 로컬 코스메슈티컬 브랜드 중 가장 고가에 포지셔닝 되어 있는 WINONA의 경우에도 300위안을 넘지 않는다. 중국 로컬 코스메슈티컬은 소비자에게 비교적 접근이 쉬운 가격대이다. 가성비 전략으로 접근 가능하다. 또한 대부분의 제품이 미스트, 토너, 크림류이며 아직까지 스팟(여드름 치료 등) 제품은 눈에 띄지 않고 있다. 향후 카테고리 확장의 가능성 또한 높다.

표 5. 중국 로컬 코스메슈티컬 브랜드 Tmall 판매가(21.01.12 기준) (위안)

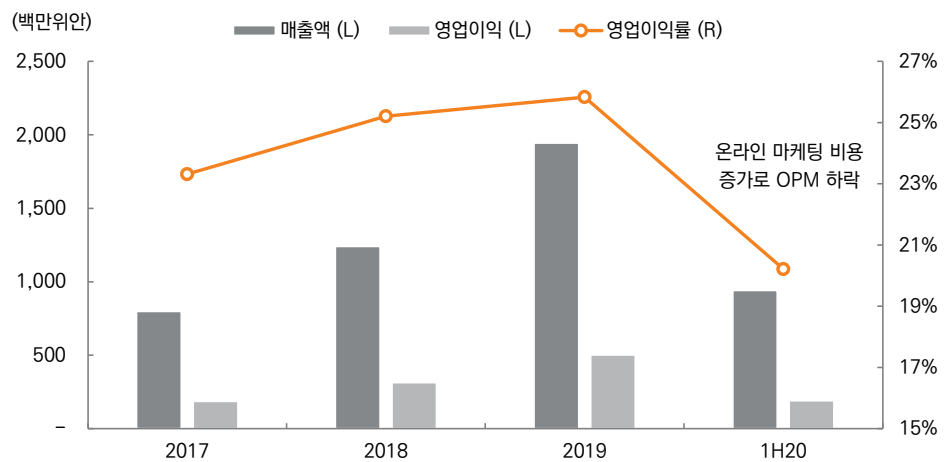
브랜드	제품명	용량	가격	g/ml당 가격
WINONA	진정 보습 크림	50g	268	0.19
	진정 보습 로션	120ml	188	0.64
	진정 보습 리페어 에센스	30ml	298	0.10
	보습 토너	120ml	178	0.67
Dr. Yu	베리어 리페어링 보습 로션	280ml	336	0.83
	베리어 리페어링 보습 크림	50g	198	0.25
	베리어 리페어 세라마이드 로션	50ml	180	0.28
윤백안	보습 히알루론산 스프레이	150ml	168	0.89
	보습 히알루론산 토너	120ml	265	0.45

자료: Tmall, 미래에셋대우 리서치센터

코스메슈티컬 브랜드는 의료기관의 승인을 필수로 하기 때문에 성분에 대한 진입장벽이 높다. 소수 업체들끼리 경쟁하고 신뢰도가 한번 형성되면 목적성 구매와 재구매 비율이 높아 마케팅 비용을 낮게 유지할 수 있다는 장점이 있다. 2019년 위노나 공식 플래그십 스토어에서 발표한 소비자 재구매율은 30%에 달한다. 구조적으로 영업레버리지 효과가 크게 기대되는 카테고리이다.

WINONA 브랜드를 보유하고 있는 베테니의 경우 매출의 99%가 WINONA에서 발생한다. 2020년 상반기 베테니의 영업이익률은 20%이다. 국내 럭셔리 코스메틱 기업의 일반적인 화장품 영업이익률 15%~20% 수준을 상회한다. 영업이익이 기업가치의 카탈리스트로 작용하는 화장품 시장에서 글로벌 브랜드들이 코스메슈티컬 시장을 새로운 성장 동력으로 주목하는 이유다.

그림 103. 베테니 연도별 실적과 수익성



자료: CFI.CN, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 브랜드들은 중국 코스메슈티컬 시장 침투를 위해 중국에서 인지도 있는 코스메슈티컬 브랜드를 M&A하거나 기존 브랜드를 온라인 유통 채널로 확장하는 전략을 세우고 있다. 유니레버는 2019년 3월 저자극 클렌징과 필링 제품으로 유명한 프랑스 브랜드인 가란시아를 인수했고 2019년 11월 에스티로더는 중국에서 인지도 있는 한국 더마 브랜드인 닥터자르트를 인수했다. 기존 코스메슈티컬 시장에서 강력한 입지를 가지고 있던 로레알의 경우 2020년 8월 Vichy 브랜드를 시노팜이 운영하는 소매 체인점 GuoDa Drugstore과 제휴를 통해 중국 O2O 시장 진출을 가속화 하고 있다.

표 6. 최근 글로벌 브랜드의 코스메슈티컬 M&A 현황

공시일	인수기업	국가	피인수기업	국가	금액(백만 달러)
2017.01	L'Oreal	프랑스	Valeant Pharmaceuticals(CeraVe, AcneFree and Ambi)	캐나다	1,300
2019.11	Estee Lauder	미국	Have & Be(닥터자르트)	한국	1,100
2020.02	LG생활건강	한국	GlaxoSmithKline(피지오겔 북미, 아시아 사업권)	미국	161
2019.03	Unilever	영국	Laboratoire Garancia	프랑스	-
2018.05	Topix Pharmaceuticals	미국	Derma E	미국	-

자료: 삼성KPMG 경제연구원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 104. GuoDa Drugstore내 Vichy 브랜드 매대



자료: 바이두, 미래에셋대우 리서치센터

국내 브랜드 역시 중국에서 코스메슈티컬 브랜드 확장에 나서고 있다. LG생활건강이 2014년 인수한 코스메슈티컬 브랜드 차앤박(CNP)의 경우 2020년 618 행사에서 전년대비 509% 매출 증가를 기록했으며 샹스이 행사에서는 156%의 매출 증가세를 보여주었다. 2020년 5월 북미, 아시아 사업권을 인수한 피지오겔 브랜드의 경우 아직 중국으로 정식 진출하지 않았다. 그러나 최근 Avon 채널을 통해 피지오겔 북미 영업을 개시하는 등 해외 시장에 적극적으로 대응하고 있다. 2021년 내 중국 시장 진출이 가시화 될 것으로 전망한다. 세컨 브랜드로 육성 중인 오희 더 퍼스트 라인 역시 고기능성 제품으로 포지셔닝 되어 있다. 중국 내 빠른 수요 증가를 전망한다.

아모레퍼시픽은 에스트라(AEUSTRA) 브랜드를 통해 중국 코스메슈티컬 시장을 공략할 것이다. 이미 2017년 중국에 진출하여 100개 이상의 병의원에 납품한 레퍼런스를 보유하고 있다. 현재 매출 규모는 작지만 에스트라 365라인은 역직구 채널에서 월평균 100% 이상 성장하고 있다. 2021년 중국 온라인 채널로 에스트라 브랜드가 진출할 것으로 전망한다. 이니스프리 브랜드에서 출시하는 제품 라인 역시 고기능성으로 출시되고 있다. 중국에서 고효능 자연주의 수요가 증가하면서 나 이아신아마이드, 아테노신 등의 항노화 성분을 포함하고 있는 이니스프리 블랙티 라인을 런칭하여 대응하고 있다.

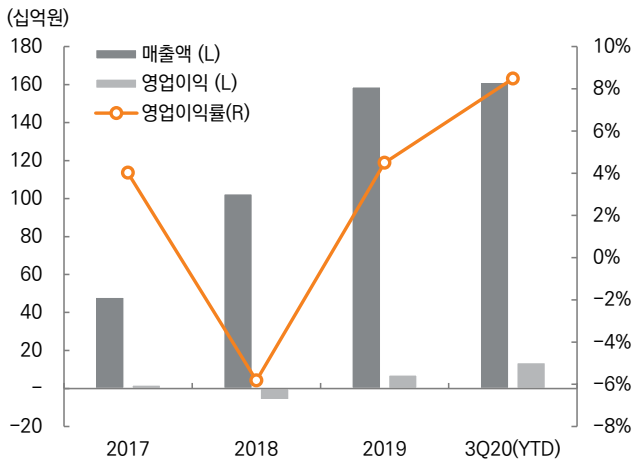
과거 국내 제약기업은 이종산업으로 코스메슈티컬에 진출한 사례가 많았다. OEM/ODM산업이 발달해 있어 제조에 대한 진입장벽이 낮은 환경에서 성분 및 효능에 대한 레시피 개발에 자신이 있었기 때문이다. 그러나 실질적으로 성공한 사례는 극히 드물다. 제약과 화장품 산업간에는 영업 방식에서 차이가 크다. 제약회사는 소비자를 상대로 마케팅을 해본 경험이 없고 그 동안 원브랜드샵, 방문판매와 같은 화장품 전문 유통채널이 부재하여 소비자 접점을 찾기 어려웠다.

그러나 유통 환경이 변화하고 있다. 한국과 중국의 화장품 유통 채널은 온라인으로 집중되고 있다. 2020년말 한국의 경우 화장품 온라인 침투율은 45%이며 중국은 50% 수준이다. 마케팅에 대한 고민 역시 인플루언서 플랫폼 등 마케팅 대행사들이 생겨나면서 비용대비 효율이 좋은 SNS, 라이브커머스를 이용하기 쉬워졌다.

2020년 3분기 누계 실적으로 국내 화장품 브랜드사 중 가장 인상적인 실적을 기록한 기업은 에이피알(비상장)이다. 성장에 주로 기여한 브랜드는 코스메슈티컬 브랜드인 메디큐브이다. 3Q20 누계 매출액에서 브랜드 메디큐브는 약 41%를 차지하고 있다. 코로나19 충격에도 국내와 해외 모두 외형성장 및 수익성 개선에 성공했다. 매출액은 전년대비 39.2% 증가한 1,612억, 영업이익은 52.9%가 증가한 137억원을 기록했다.

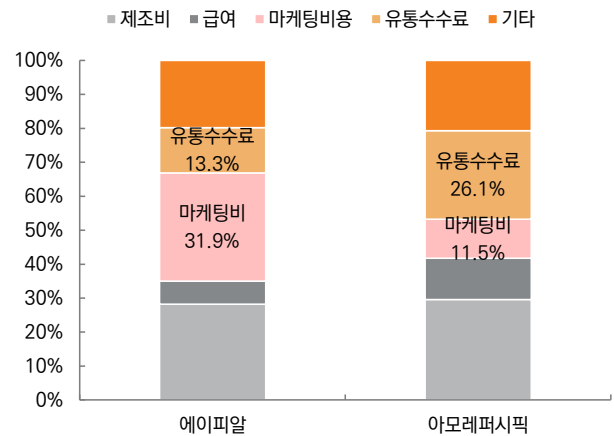
에이피알의 브랜드 판매전략은 젊은 세대의 수요가 집중되고 있는 인스타그램, 유튜브를 통한 D2C채널을 이용하는 것이다. 유통 과정을 최소화하여 유통수수료를 최소화할 수 있다. 대신 마케팅비용 지출이 상대적으로 크다. 3Q20 누계 마케팅 비용은 매출액 대비 30%에 달하고 판관비의 약 50%를 차지하고 있다. 전사의 리소스를 마케팅에 집중하고 있다. 제조에 관해선 코스맥스, 코스메카코리아 등 ODM사에 전량 위탁생산하고 있다. 향후 코스메슈티컬 시장이 개화하면서 나타나는 신생기업 및 제약회사의 코스메슈티컬 진출은 OEM/ODM사의 대상 고객이 확대되는 효과가 나타날 것이다.

그림 105. 에이피알 연도별 실적



자료: 닥트 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터
 주: 2018년부터 연결기준 적용

그림 106. 3Q20(YTD) 에이피알 비용 구조



자료: 닥트 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터

트렌드 2: 색조 화장품은 애국소비, 귀차오 굴기

최근 중국의 중국 로컬 브랜드 선호 현상이 뚜렷하다. 특히 세대가 내려갈수록 그 경향성은 심화되고 있다. 중국의 마지막 ‘소황제’ 세대라 불리는 링링허우(零零后)는 2000년 이후 출생된 중국 10대 소비자들을 말한다. 1970년대 후반 중국에서 시행된 1가구 1자녀 정책의 마지막 세대이다.

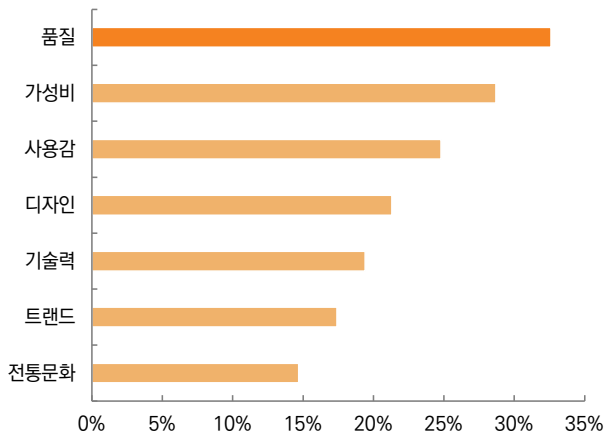
링링허우의 소비는 상기 언급한 95후세대의 경제적 자신감, 높은 소비성향, 부모의 지원에 의존, 나를 위한 소비 등 그 이전 세대와 비슷한 소비패턴을 가지고 있다. 그러나 화장품 소비에 있어 가장 두드러진 차이점은 글로벌, 로컬 브랜드를 복합적으로 선호하는 95후와 달리 링링허우는 로컬 제품을 선호하는 비중이 크게 높다는 것이다.

링링허우에게 있어 중국 로컬 브랜드의 이미지는 기성세대가 느끼는 저품질 저가격의 이미지가 아니다. 가성비가 뛰어나고 심지어 품질도 글로벌사와 비교하여 우수하다는 평가를 하고 있다. 실제 최근 여러 소비자 카테고리에서 중국 제조 제품의 점유율이 빠르게 올라오고 있다. 2020년 618행사에서도 중국 브랜드 제품의 판매 비중이 79%에 달했다.

링링허우는 2013년 시진핑 집권 이후 강화된 애국주의 교육을 온전히 받은 첫 세대이다. 2000년 이후 중국이 연평균 12.3% 고성장하는 풍족한 시기에 유년시절을 보냈다. 미국과 패권 전쟁을 시도하는 등 강대국으로 올라선 중국에 대한 자부심과 체제에 대한 충성심이 크다.

링링허우의 과도한 애국심으로 최근 논란이 되는 사례가 온라인상에서 자주 나타나고 있다. 마윈에 대한 비판의식과 홍콩 지지를 표현한 NBA에 대해 단체적으로 보이콧을 선언한 경우가 대표적이다. 한국과의 갈등도 야기하고 있다. BTS의 한국전쟁 관련 발언, 이효리의 마오 논란과 한푸(hanfu), 김치 등 문화 관련 문제 역시 온라인 내의 링링허우가 주도하고 있다.

그림 107. 중국 젊은 세대 로컬 브랜드 구매 이유



자료: iiMedia, 미래에셋대우 리서치센터

그림 108. 마윈 발언에 대한 10대 청소년 댓글 반응



자료: 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 브랜드에 대항하여 중국 화장품 로컬 브랜드는 國貨正當潮(국산이 바로 트렌드이다)라는 국조(귀차오) 마케팅을 주요 전략으로 소비자들에게 접근하고 있다. 과거에는 저품질의 상징과도 같았던 ‘Made In China’라는 문구도 지금은 광고 전면에 내세우고 있다.

특히 2017년 런칭된 중국 내 로컬 색조브랜드인 화서자(花西子)가 중국풍 브랜딩을 잘 활용하고 있다. 화서자의 브랜드 이념은 설립부터 ‘동양의 메이크업, 꽃으로 화장하다’라는 의미로 출시했다. 또한 본사가 위치한 항저우의 주요 명소인 ‘서호’, 항저우의 역사적 인물인 ‘서시’와 ‘소동파’를 엮어 중국의 브랜드라는 점을 소비자들에게 소구하고 있다.

실제 제품의 디자인도 중국 전통에서 영감을 얻어 제작한다. 립스틱에 3차원으로 각인되는 봉황, 꽃, 병풍 등은 중국의 이미지를 잘 살리고 있고 제품명이나 제품 포장에서도 과거 중국의 영광이었던 실크로드를 차용하는 등 중국의 고풍을 표현하고 있다. 화서자는 중국 로컬 색조 화장품 중에서 비교적 높은 가격대로 포지셔닝 되어있다. 높은 가격에도 불구하고 소비자의 선호는 지속되고 있다.

그림 109. WINONA의 ‘Made In China’(중국제조) 디자인



자료: 바이두, 미래에셋대우 리서치센터

그림 110. 화서자의 실크로드 허니파우더

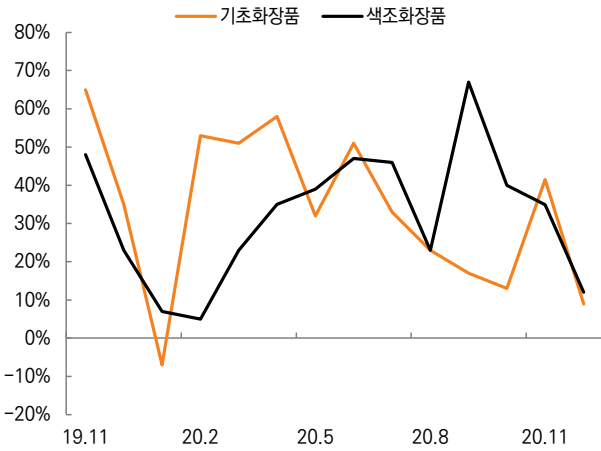


자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

화서자의 2020년 티몰 GMV 증가율은 전년대비 약 100%이상 증가하고 있다. 코로나19 영향으로 인해 색조 수요가 위축되었던 2020년 상반기에도 꾸준히 성장했다. 2018년 매출액 4,319억 위안이었던 화서자는 다음해인 2019년 매출액 11억 위안으로 25배가 넘는 매출 성장률을 보여 주었다. 2020년 샹하이 행사에서는 색조 화장품 부문에서 2위를 차지하여 전년보다 2계단 높은 순위에 랭크 되었다. 중국 소비자들이 화서자 리뷰에 가장 많이 차용하는 구절은 ‘국산품의 빛’이라는 구절이다. 중국 소비자들은 화서자를 국산 브랜드의 자존심으로 생각하고 있다.

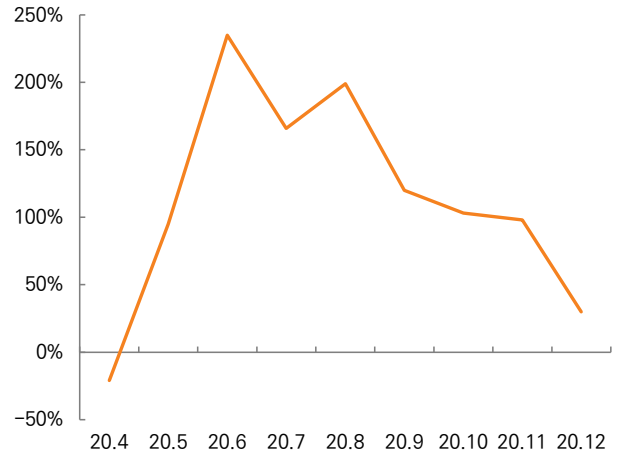
기존 중국 로컬 색조화장품 시장에서 경쟁력을 보여주고 있던 퍼펙트 다이어리 역시 중국의 애국심을 자극하는 마케팅을 시도하고 있다. 화서자가 중국풍의 디자인으로 애국심을 자극한 반면 퍼펙트 다이어리의 경우 글로벌 주요 박물관이나 방송사와 IP(지적재산권) 콜라보레이션 상품을 기획하면서 중국의 것이 세계의 것이라는 이미지를 내세우고 있다.

그림 111. 티몰 화장품 카테고리별 GMV 성장률(전년동월대비)



자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

그림 112. 화서자의 티몰 GMV 성장률 추이



자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

퍼펙트 다이어리는 2018년 대영 박물관과 2019년 뉴욕 메트로 폴리탄 박물관과 콜라보레이션을 진행하면서 르네상스 시대, 나폴레옹 1세 초상화 등이 디자인된 립스틱과 팔레트를 출시했다. 최근에는 디스커버리, 내셔널지오그래픽과 콜라보레이션을 통해 중국의 자연경관을 디자인한 제품으로 젊은 세대의 애국심을 자극하고 있다.

또한 퍼펙트 다이어리는 2020년 상하이에서 중국의 첫 행성 탐사를 기념하고자 옥토끼판 아이쉐도우 팔레트를 주력상품으로 출시했다. 브랜드 스토리를 국가 행사와 접목하는 시도까지 나타나고 있다. 중국 로컬 브랜드의 애국 마케팅은 점차 강화될 것이다.

그림 113. 퍼펙트 다이어리 차이나 내셔널 지오그래픽 팔레트



자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

그림 114. 2020년 상하이에 출시한 옥토끼판 아이쉐도우 팔레트



자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

현재 온라인 브랜드로 시작한 퍼펙트 다이어리와 화서자 모두 최근 체험형 매장과 브랜드의 지속성을 확보하기 위해 O2O매장을 확대하면서 체험형 콘텐츠를 확보 중이다. 화서자는 현재 오프라인 신규 매장 오픈을 계획 중이고 퍼펙트 다이어리 역시 현재 200여개에서 2022년 600개까지 매장 확대 계획에 있다.

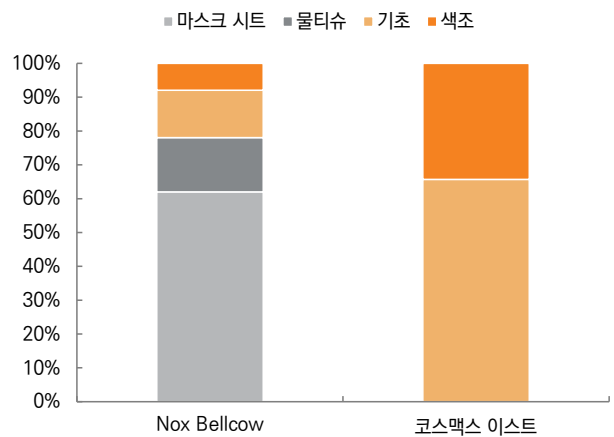
오프라인 체험형 매장의 확대는 제품의 구색을 더욱 다양화 시킬 것이다. 두 회사는 제조에 관해 100% ODM사에 위탁생산하는 모델을 가지고 있다. 품질 수준이 높고 2,000개가 넘는 카테고리 제조 레시피를 보유하고 있는 한국의 OEM/ODM이 수혜를 받을 수 있다. 이미 퍼펙트 다이어리 제품의 40%가 코스맥스에서 제조하고 있다. 실제 코스맥스 광저우 법인 매출의 40%는 퍼펙트 다이어리향으로 추정된다. 2020년 하반기부터는 코스맥스 광저우 법인에서 화서자의 주도 확보된 것으로 확인된다.

그림 115. 2019년 10월 퍼펙트 다이어리 상해 1호점 오픈



자료: 바이두, 미래에셋대우 리서치센터

그림 116. 중국 내 상위 OEM/ODM사 생산능력 추정(2019)



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터, 주: Nox Bellcow는 매출액 기준, 코스맥스는 SKU기준

표 7. 중국 온라인 전문 브랜드 화장품 제조사 내역

브랜드	제품명	제조사
퍼펙트 다이어리	라이트 퓨처 다이아몬드 하이라이터	코스맥스
	세라마이드 컨디셔너	인터코스
	진생 진색 골드 립밤	Nox Bellcow
	아이샤도우 팔레트	상해전천
CHIOTURE	벨벳 무광 틴트	코스맥스
	워터 클리어 클렌징 티슈	상해전천
	워터프루프 아이브로 마스크라	코스맥스
	오렌지 블로섬 미러 립글로스	코스맥스
HFP	오렌지 블로섬 브라이트닝 리퀴드 아이샤도우	상해전천
	펩타이드 원액	천원
MEIKANG	오리엔탈 립스틱	상해전천
화서자	리퀴드 파운데이션	코스온
	진생 마스크	Nox Bellcow

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

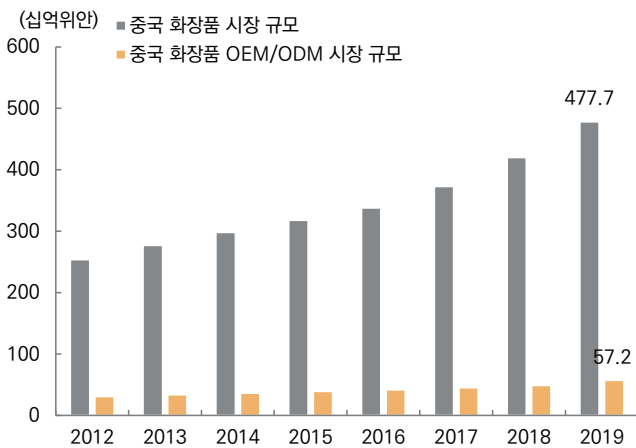
한국 화장품 OEM/ODM사, C-뷰티 성장에 편승

2019년 유로모니터에 따르면 중국 화장품 시장 규모는 4,777억 위안이다. 그 중 약 70%가 글로벌 브랜드 화장품이다. 글로벌 브랜드 화장품 중 약 30%가 위탁생산제품, 중국 로컬 화장품 중 약 50%가 위탁생산으로 알려져 있다. 원가율 30%를 감안하면 중국 내수판매 화장품 제품 중 위탁생산제품의 규모는 약 500억위안에 달하는 것으로 계산된다. 부자재 비용을 매출로 계상하는 턴키 수주의 비중(약 60%)과 해외 수출비중(약 30%)를 고려하면 2019년 중국의 화장품 OEM/ODM 시장 규모는 572억 위안(9.7조원) 수준으로 예상된다.

2019년 기준 중국 내에서 연간 20억 위안 이상의 매출을 올리고 있는 화장품 OEM/ODM사는 코스맥스 이스트와 Nox Bellcow 두 회사뿐이다. 2019년 코스맥스 이스트의 매출액은 28억 위안으로 시장점유율 약 5%로 1위를 차지하고 있다. 중국 화장품 OEM/ODM 시장은 두 회사를 제외하고 기타 중소기업이 시장의 90%를 차지하는 파편화된 시장으로 보인다.

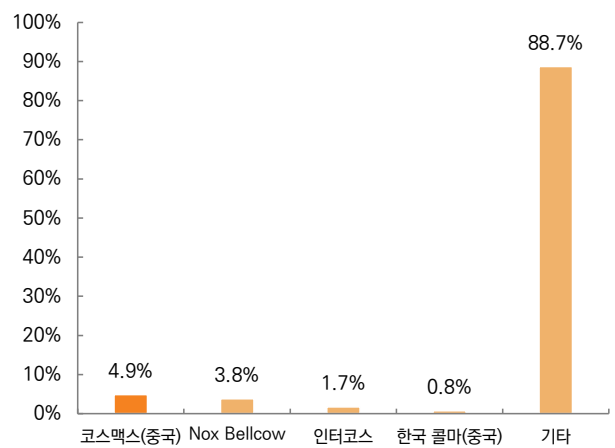
당사 추정 한국 화장품 OEM/ODM시장 규모는 6.3조원 수준이다. 중국과 한국의 2019년 화장품 소매시장규모는 유로모니터 기준 5.2배 차이가 난다. 그러나 화장품 OEM/ODM 시장규모는 1.5배 차이에 불과하다. 일반적으로 위탁생산 비중이 높은 로컬 브랜드 침투율이 중국에서 30% 수준으로 낮기 때문이다. 그러나 최근 로컬 코스메슈티컬, 색조 화장품의 수요 증가가 가속화되는 트렌드가 나타나고 있다. 중국 화장품 OEM/ODM산업 성장은 로컬 브랜드와 함께할 것이다. 전체 시장대비 높은 성장률이 기대된다.

그림 117. 중국 화장품 시장 규모 및 OEM/ODM 규모 추정



자료: 유로모니터, 미래에셋대우 리서치센터

그림 118. 중국 OEM/ODM 시장 내 점유율 추정(2019)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

중국에서 최근 자국 화장품 산업 보호를 위해 강화되고 있는 규제 또한 중국 현지에 진출해 있는 국내 OEM/ODM사에게 유리하게 작용될 것이다. 중국 국가약품감독관리국은 2021년 1월 1일부터 기존보다 2배 이상 많은 80개 조항으로 구성된 <화장품감독관리조례>를 시행했다. 주요 개정 내용은 생산 품질에 대한 안정성 요건과 책임자 처벌 조항 강화 등이다. 효능 효과 홍보에 대해서도 충분한 과학적 근거와 문헌자료, 연구데이터를 웹사이트에 의무적으로 게시하는 규정이 신설되었다. 최근 성장하고 있는 중국 코스메슈티컬 시장에 대한 양성화 시도인 것으로 보인다.

중국 내 생산제품보다 해외 수입 화장품에 대해서는 더욱 강화된 규정이 적용된다. 해외에서 수입되는 화장품을 등록하거나 신고할 경우 해외 생산기업의 품질 관리 서류(ISO, CGMP 등) 혹은 중국 소비자를 대상으로 진행한 연구실험자료 제출 의무가 생겼다. 또한 코스메슈티컬과 같은 특수 화장품은 중국 의약품감독관리부서의 등록 후 수입이 가능하도록 조치했다.

화장품에 대한 새로운 관리조례는 2016~2017년 중국의 기능성 화장품 시장이 개화할 때 국내 화장품 수출에 비관세 장벽이었던 CFDA 위생허가와 같은 역할을 할 우려가 있다. 장기적으로 봤을 때 특수 화장품에 한해서 품질 수준이 열악한 제품이 시장에서 퇴출될 것이다. 중국에서 기술력을 보유한 ODM사의 집중도가 높아질 것으로 판단한다.

코스맥스의 경우 경쟁사 대비 상대적으로 높은 R&D 비용을 지출하여 QC에 투자 하고 있는 상황이다. 또한 중국에서 로레알과 J&J등 글로벌사의 제품을 생산 중이다. 규제 이전부터 글로벌사로부터 상당히 강화된 Audit을 받았다. 실제 강화된 규정에도 제조 시스템 자체를 변경할 사항은 아닌 것으로 확인된다. 규제 이후 경쟁사 대비 자유로운 영업활동이 예상된다.

표 8. 2020.01.01부 시행 중인 중국 화장품감독관리조례

주제	세부 내용
적용 범위	피부, 모발, 손톱, 입술 등 인체표면에 바르거나 뿌리는 등 청결, 보호, 미화, 단장을 목적으로 하는 일용 화학공업제품 특수화장품 용도가 있는 비누(예: 미백비누 등)는 화장품에 포함되므로 조례를 적용
분류	특수(特殊)화장품과 일반(普通)화장품으로 분류 파마, 기미제거, 자외선차단, 탈모방지 및 기타 신기능화장품으로 홍보하는 화장품 등 5가지 제품을 특수화장품으로 분류
원료	방부, 자외선차단, 착색, 염색, 기미제거·미백 관련 신 원료와 기타 고위험성 신 원료는 NMPA에 등록(備案·신고처리)하고 허가 필수 신규 등록 및 허가받은 원료에 대해 3년의 관찰기간
안전생산 및 품질관리	특히 제품안전평가를 진행하는 전문인원을 배치해야 하며, 담당자는 전문 지식을 습득하고 5년 이상 관련 전문 경력보유 화장품 생산기업은 원료 관리, 생산 및 품질 관리, 설비 관리, 제품 검사 및 샘플 관리, 불합격 제품 리콜 등 관리시스템을 구축
라벨 및 광고	최종 판매되는 개별 제품에도 라벨이 부착되어야 하며, 라벨에 화장품 전체 성분 표기 의무화 금지 내용: 의학적 효능을 명시·암시하는 내용, 오해 소지가 있거나 거짓 내용, 공공질서와 미풍양속에 위배되는 내용, 기타 법률 금지 내용 등
수입 화장품	수입 화장품은 국가상품점검부처의 심사를 받아야 하며 심사에서 합격 판정을 받은 제품만 수입을 허가 특수화장품은 중앙부처인 NMPA의 인증
판매 관리	화장품 전자상거래 플랫폼이 제품 품질에 대해 일정한 책임을 지도록 규정 전자상거래 플랫폼은 화장품 입점자에 대해 실명등록을 해야 하며 불법행위 발견 즉시 약품감독관리부처에 보고하고 판매행위를 중단
처벌	무허가 생산, 화장품 금지·미인증 신원료 사용, 상품 합격증 미취득 제품 판매, '화장품 위생기준' 미달 생산 등 불법행위에 대해 소득의 3~5배 벌금 부과

자료: KOTRA, 미래에셋대우 리서치센터

중국 정부의 자국 브랜드 육성 정책도 지속되고 있다. 2017년 중국 정부는 매년 5월 10일을 '중국 브랜드의 날'로 지정했다. 2020년 5월 10일 행사에서는 국영 방송사인 CCTV를 통해 왕홍을 섭외하여 로컬 브랜드를 홍보했다. 당시 방송에서 누적 시청자는 1억 2천명, 로컬 브랜드 판매고는 총 4,014만 위안을 기록했다.

알리바바의 티몰도 로컬 브랜드 육성에 투자하고 있다. 2019년 5월 8일 연매출 10억위안 이상 로컬브랜드 200개의 성장을 지원하는 '신국산품양성계획'을 발표했다. 화장품의 경우 2019년 기준 타오바오, 티몰 등에서 판매된 카테고리 중 로컬 브랜드 비중이 60%이하로 기타 카테고리에 비해 낮다.

따라서 알리바바의 로컬 브랜드 육성 정책은 로컬 비중이 낮고 비교적 제조 진입장벽이 낮은 화장품으로 접근하고 있다. 티몰은 2020년 7월 16일 항저우에 중국 로컬 화장품 브랜드기업 프로야와 함께 신규 브랜드 인큐베이팅 기지를 첫번째로 설립했다. 해당 기지에서 향후 2~3년간 50개 이상의 신규 화장품 브랜드를 육성한다는 목표이다. 국내 기업인 아모레퍼시픽 역시 알리바바와 제품 협력을 위해 항저우에 오피스를 설립해 대응하고 있는 상황이다.

한국 OEM/ODM사의 경쟁력은 로컬 대비 뛰어나다. 2019년 기준 코스맥스의 R&D 지출은 매출액 대비 4.4%로 322억원이다. 중국 로컬사의 경우 3% 내외인 100억원에 그치고 있다. 글로벌 1위 로레알의 공급사라는 점도 품질 수준을 중요하게 생각하는 중국 소비자에게 무시할 수 없는 레퍼런스이다. 코스맥스는 빠르게 성장하는 중국 화장품 위탁생산 시장에서 지속적인 수주확보가 가능할 것으로 전망한다.

표 9. 중국 자국 브랜드 육성 정책

연도	발표기관	정책명	주요 내용
2014		시진핑 주석 '3대 전환' 요구	중국 제조를 중국 창조로 전환 중국 속도를 중국 품질로 전환 중국 제품을 중국 브랜드로 전환
2016	국무원	브랜드 선도 역할을 활용해 공급과 수요 구조 업그레이드	브랜드 발전을 제약하는 문제 집중 해결 공급 및 수요 구조 업그레이드"
	검역총국	민족 브랜드 부흥 관련 건의	민족 브랜드의 발전 장려 민족 브랜드에 대한 홍보 강화 민족 브랜드에 대한 세수 및 금융지원 강화"
2017	국무원	정부사업보고서	중국 장인들을 더 많이 육성 세계적인 중국 브랜드를 더 많이 개발"
	국무원	중국 브랜드의 날 제정에 대한 승인	5월 10일을 중국 브랜드의 날로 제정
	상무부	중국 전통 브랜드 개혁 혁신 발전 지도의견	전통 브랜드를 보호하고 성장 환경을 개선 전통 브랜드를 본으로 삼아 장인정신 홍보 전통 브랜드의 경제 및 문화 가치를 향상"

자료: 칭화대 문화창의발전 연구원(2019.11), 미래에셋대우 리서치센터

표 10. 알리바바 플랫폼 16대 품목 중국 브랜드 시장점유율 분포(2019)

품목	중국 브랜드 시장점유율	중국 브랜드 비중
가구	80% 이상	높음
대형 가전(에어컨/세탁기/냉장고/TV 등)		
건축 및 인테리어 자재		
가구/일용품	60% 이상	중간
식품		
소형 가전(밥솥/전자레인지/청소기 등)		
의류		
문화, 엔터테인먼트		
영유아용품		
의약/보건품		
자동차 용품		
가방		
휴대폰		
디지털기기(컴퓨터/게임기/셋톱박스/오디오 등)	60% 미만	낮음
스포츠, 야외용품(운동장비/텐트 등)		
화장품		

자료: AliResearch, 미래에셋대우 리서치센터

턴어라운드 반영 완료

중립
(하향)

목표가: 230,000원
상승여력: -6.5%

윤정환 junghan_yoon@miraeasset.com

4Q20 Preview

해외 주주의 회복세, 희망퇴직으로 인한 일회성 비용으로 영업손실 전망

- 매출액 1조 1,273억(-15.5% YoY, 이하 YoY), 영업손실 121억(적자전환) 예상
- 국내 사업 영업손실 466억(적자전환) 전망
 - 면세 채널(-31.6%) 기업형 다이오우 신규 계약으로 인해 시장 보다 소폭 상회 전망
 - 4Q20 코로나19 재확산으로 오프라인 회복 지연(-40.4%), 온라인 지속 성장(34.9%)
- 해외 사업 영업이익 338억 전망
 - 중국 법인 성장률 3% 기록 2020년 YoY 역성장 마무리할 것
 - 샹스이 호조 중국 내 설화수 27% 성장, 매장 수 감소로 이니스프리 -15.4% 역성장

고정비 감소 효과 시작

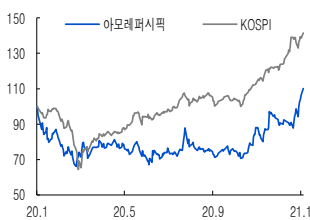
국내외 고정비 감소 효과 시작될 것

- 일회성 비용 600억 추정, 21년 국내 별도 500억 이상의 고정비 감소 효과 있을 것
- 해외사업 3Q20에 이어 해외 오프라인 매장 철수 중, 고정비 부담 축소로 수익성 개선
- 폐점 위약금 등 영업외손실 300억 이상 나올 것으로 예상

목표주가 및 투자의견

목표주가 230,000원 유지, 단기 밸류에이션 부담으로 투자의견 중립으로 하향

- 21F P/E 42.4x에서 거래 중, 글로벌 피어(로레알, 에스티로더)대비 10% 프리미엄 상황
- 2020년 샹스이 설화수 성과는 인상적이나 12월 티몰 스킨케어 Top20 거래액 순위에서 브랜드 설화수 제외, 행사 기간 이외 꾸준한 수요를 보여줄 필요성
- 2021년 고정비 감소 영향 등으로 영업레버리지 효과 클 것 그러나 중국에서 피어 대비 낮은 프리미엄 비중과 점포 지속 감소로 중국 사업 성장률은 경쟁사 대비 낮을 것
- 피어 대비 프리미엄을 받기에는 부족하다는 판단, 투자의견 중립으로 하향



현재주가(21/1/25, 원)	246,000	시가총액(십억원)	14,381
영업이익(20F, 십억원)	140	발행주식수(백만주)	69
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	153	유동주식비율(%)	49.8
EPS 성장률(20F, %)	-71.1	외국인 보유비중(%)	32.8
P/E(20F, x)	205.7	베타(12M) 일간수익률	0.58
MKT P/E(20F, x)	21.7	52주 최저가(원)	147,500
KOSPI	3,208.99	52주 최고가(원)	246,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.5	50.5	15.8
상대주가	6.3	3.2	-19.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	5,124	5,278	5,580	4,403	4,936	6,294
영업이익 (십억원)	596	482	428	140	466	631
영업이익률 (%)	11.6	9.1	7.7	3.2	9.4	10.0
순이익 (십억원)	394	332	239	69	334	430
EPS (원)	5,709	4,813	3,460	1,001	4,835	6,235
ROE (%)	9.8	7.7	5.3	1.5	7.2	8.7
P/E (배)	53.3	43.5	57.8	205.7	50.9	39.5
P/B (배)	5.1	3.3	3.1	3.2	3.6	3.3
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.5	0.1	0.5	0.7

표 11. 아모레퍼시픽 4분기 실적 추정

(십억원, %)

	4Q19	3Q20	4Q20F			성장률
			미래에셋대우	컨센서스	차이	YoY
매출액	13,337	10,886	11,273	11,532	-2.3	-15.5
영업이익	459	560	-121	55	-	적전
영업이익률 (%)	3.4	5.1	-1.1	0.5	-1.6	적전
세전이익	-338	193	-440	-91	-	적지
지배 순이익	-494	96	-232	-237	-	적지

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 12. 아모레퍼시픽 실적 추정

(십억원, %)

	19/1Q	19/2Q	19/3Q	19/4Q	20/1Q	20/2Q	20/3Q	20/4QF	2019	2020F	2021F
매출액	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,333.7	1,130.9	1,055.8	1,088.6	1,127.3	5,580.1	4,402.6	4,935.8
국내	940.7	891.9	930.6	754.8	760.8	656.7	672.7	609.3	3,518.0	2,699.5	3,114.5
화장품	789.4	771.7	779.9	656.2	618.6	531.4	534.3	504.4	2,997.2	2,188.7	2,602.2
전통채널	327.0	308.8	230.4	159.3	187.9	159.3	155.1	95.0	1,025.4	597.3	521.7
면세점	366.9	356.8	437.4	392.5	258.7	197.0	222.2	268.6	1,553.5	946.5	1,209.7
디지털(역직구 포함)	95.6	106.1	112.1	104.4	172.0	175.1	157.0	140.8	418.3	644.9	870.9
생활용품	151.5	120.4	150.8	98.5	142.1	125.3	138.6	104.9	521.1	510.9	512.3
해외	521.8	512.0	486.6	557.9	374.0	405.4	423.2	528.6	2,078.3	1,731.2	1,858.5
아시아	497.8	485.5	452.1	528.1	345.6	388.5	394.3	501.8	1,963.5	1,630.2	1,757.4
유럽	5.8	4.8	5.9	5.3	5.4	3.0	5.0	4.8	21.8	18.2	18.0
북미	18.2	21.7	28.6	24.5	23.0	13.9	23.9	22.1	93.0	82.9	83.1
매출액 YoY	1.4	3.7	9.7	8.9	-22.1	-24.2	-22.4	-15.5	5.7	-21.1	12.1
국내	-0.0	1.6	10.8	9.6	-19.1	-26.4	-27.7	-19.3	5.1	-23.3	15.4
화장품	1.1	1.4	11.9	10.1	-21.6	-31.1	-31.5	-23.1	5.7	-27.0	18.9
전통채널	-9.2	-13.2	-19.1	-23.4	-42.5	-48.4	-32.7	-40.4	-15.1	-41.7	-12.7
면세점	14.6	17.0	31.7	25.2	-29.5	-44.8	-49.2	-31.6	22.3	-39.1	27.8
디지털(역직구 포함)	-5.0	6.0	39.3	40.0	80.0	65.0	40.0	34.9	17.6	54.2	35.0
생활용품	-5.9	3.1	6.2	5.1	-6.2	4.1	-8.1	6.5	1.5	-2.0	0.3
해외	4.2	7.4	8.8	2.3	-28.3	-20.8	-13.0	-5.3	5.5	-16.7	7.4
아시아	4.1	6.4	7.1	2.1	-30.6	-20.0	-12.8	-5.0	4.8	-17.0	7.8
유럽	-23.7	-23.8	-7.8	-39.1	-6.9	-37.5	-15.3	-10.0	-24.8	-16.7	-1.1
북미	19.0	52.8	53.8	25.6	26.4	-35.9	-16.4	-10.0	37.6	-10.9	0.3
영업이익	186.6	87.8	107.5	45.9	60.9	35.2	56.0	-12.1	427.8	140.1	466.1
영업이익 YoY	-20.9	-39.8	40.6	93.1	-67.3	-59.9	-47.9	적전	-11.2	-67.3	232.7
영업이익률(%)	12.9	6.3	7.7	3.4	5.4	3.3	5.1	-1.1	7.7	3.2	9.4

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

표 13. 아모레퍼시픽 목표주가 산정

(원, x)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
EPS	10,044	11,117	6,852	5,777	4,153	1,149	5,804
BPS	48,475	56,202	60,185	64,073	65,050	64,668	69,231
최고 시가총액	26,014	25,780	21,104	20,548	13,767	13,825	
EPS	5,804	회복을 가정한 21F EPS					
Target PER	39.5	글로벌 코스메틱 기업 2사 평균(로레알, 에스티로더)					
Target Price	230,000						
현재주가	246,000						
상승여력	-6.5%						

자료: 미래에셋대우 리서치센터

주: EPS는 자사주 제외 보통주 기준

아모레퍼시픽의 2020년 중국향 익스포저는 52.6%로 추정한다. 글로벌 브랜드사 중 중국시장에 대한 익스포저가 가장 높다. 브랜드 설화수의 중국 성장률도 3Q20 20%, 4Q20F 27%로 럭셔리 경쟁사 브랜드 수준으로 복귀했다. 성장하는 시장, 성장하는 카테고리에 집중하는 전략은 21F P/E 42.4x에 달하는 아모레퍼시픽의 높은 멀티플을 지지해주는 요인이다.

과거와 달리 시장에 대한 적극적인 대응도 기대를 불러일으키는 요소이다. 2020년 상반기에서 아모레퍼시픽은 라이브커머스를 통한 마케팅에 집중했다. 중국 내 탑 왕홍인 리자치와의 합작 방송횟수는 8회로 경쟁사에 밀리지 않는 온라인 마케팅 활동을 실시했다.

아모레퍼시픽의 중국 온라인 매출 비중 역시 2020년말 기준 50%에 달한다. 프로야와 같은 로컬사를 제외하면 최고 수준이다. 2021년 이니스프리 점포 잔여 목표를 300개(현재 470여개)로 계획하고 있는 만큼 2021년 아모레퍼시픽의 중국 내 온라인 매출 비중은 더 높아질 것이다.

국내에 있어서는 면세 채널에 대한 대응이 적극적으로 변화했다. 2020년 10월부터 기업형 다이오우에 대한 매출이 발생하고 있다. 아모레퍼시픽의 면세 채널 성장률은 4Q20에 시장을 상회하는 -32%(vs 면세 시장 -35%) 수준일 것이다. 국내 온라인 채널에 대해서도 자사몰 위주에서 플랫폼과의 협업을 통한 라이브커머스와 쿠팡에 전용제품 출시 등 채널 위주의 전략으로 변화했다. 온라인 채널의 주요 제품 라인 역시 젊은 세대가 선호하는 설린 라인 위주로 판매하면서 기타 오프라인 채널과의 잠식을 최대한 피하고 있다.

2021년은 빠른 실적개선과 함께 희망퇴직, 직영점 축소 등으로 인한 고정비 부담이 줄어들어 영업 레버리지가 높아질 것이다. 희망퇴직 규모가 확인되어야 하지만 조건이 우수한 만큼 전년대비 별도 기준 고정비 감소 폭은 550억원 이상일 것으로 예상된다. 따라서 2020년 3%에 불과했던 영업이익률은 2021년 9.4%로 큰 폭의 개선을 보일 것이다. 영업이익이 주가의 카탈리스트로 작용하는 화장품 기업에 있어서 우호적이다.

아모레퍼시픽은 시장에서 회복 기대를 충분히 받고 있다. 아모레퍼시픽의 21F P/E는 42.4x배로 에스티로더, 로레알의 각각 42x, 37x 수준을 넘어서었다. 시가총액 대비 영업이익(21F) 역시 30.9x이다. 최근 주가가 조정 받은 글로벌사의 멀티플과 비슷한 수준(29.7x)으로 거래되고 있다.

2020년 하반기부터 나타나고 있는 브랜드 설화수의 중국 내 선전이 인상적이다. 그러나 12월 티몰 스킨케어 부문 TOP20 GMV에서는 제외되었다. 마케팅 행사를 제외하고 중국에서의 지속적인 수요를 확인할 필요가 있다. 주가 역시 당사의 직전 목표치 230,000원에 다가섰다. 업사이드가 크지 않다는 판단이다. **목표주가 230,000원 유지, 투자 의견을 Trading Buy에서 HOLD로 하향한다.**

그림 119. 중국 내 경쟁기업 온라인 판매 비중

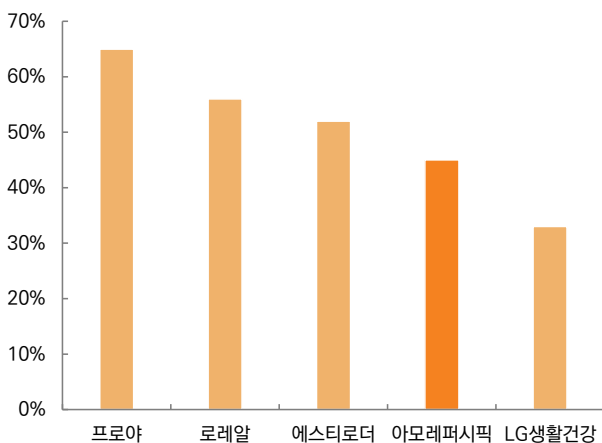
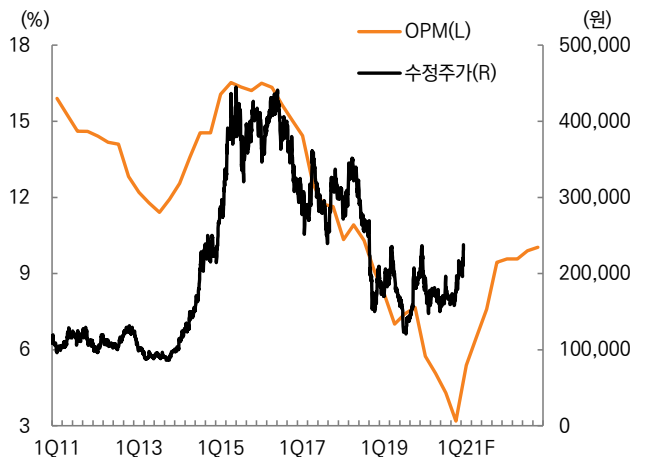


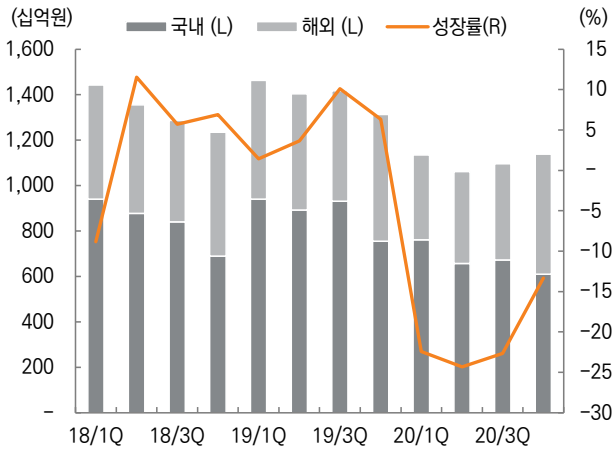
그림 120. 아모레퍼시픽 OPM과 수정주가 추이



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

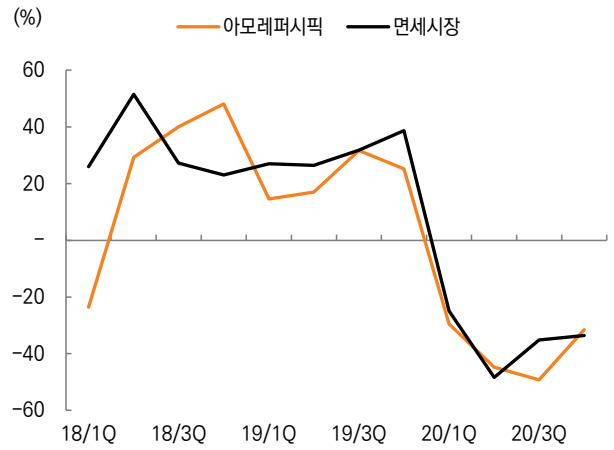
자료: WISEFn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 121. 아모레퍼시픽 국내외 매출액 추이



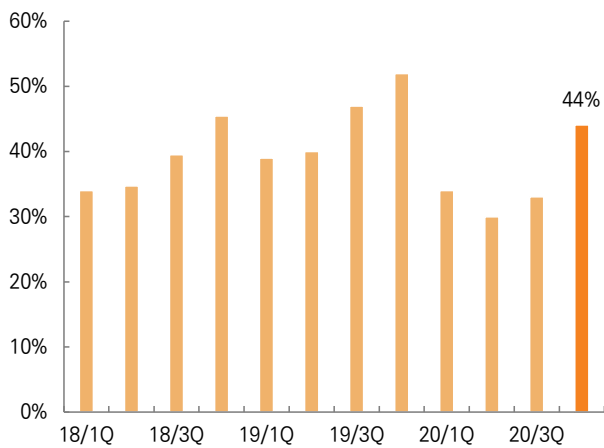
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 122. 아모레퍼시픽 면세채널 성장률(YoY)



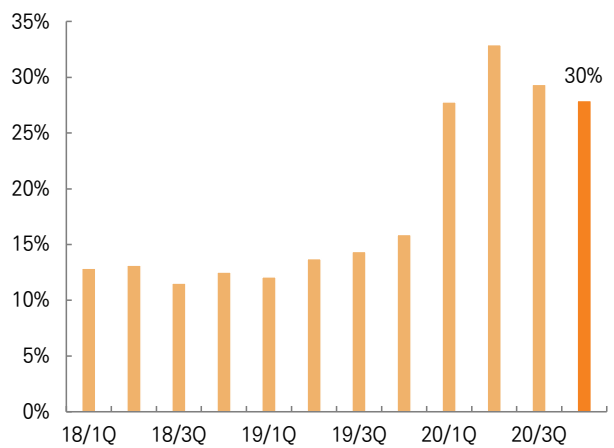
자료: 아모레퍼시픽, 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 123. 국내 화장품 매출 중 면세 채널 의존도



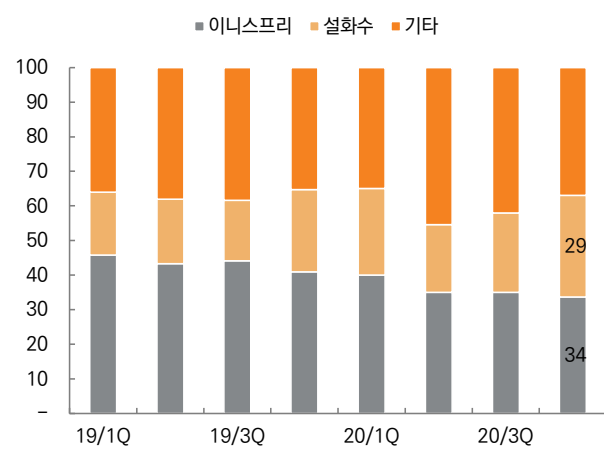
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 124. 국내 화장품 매출 중 이커머스 비중



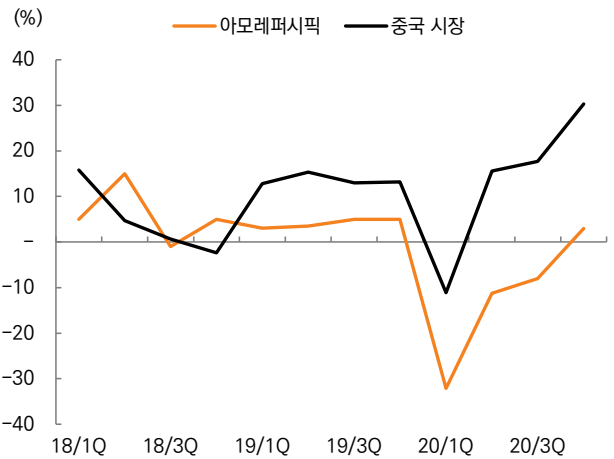
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 125. 아모레퍼시픽 중국법인 브랜드 매출 비중(4Q20F)



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 126. 아모레퍼시픽 중국 성장률 및 시장 성장률



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

표 14. 글로벌 화장품 기업 Peer Table

(지역통화)

		L'Oreal(OR FP)	Estee Lauder(EL US)	Shiseido(4911 JP)	Kose(4922 JP)
		EUR	USD	JPY	JPY
매출액	2018	26,937	13,691	1,094.8	303.4
	2019	29,874	14,866	1,131.5	333.0
	2020(F)	27,919	14,294	918.4	327.7
	2021(F)	30,345	15,411	1,033.1	279.7
영업이익	2018	4,912	2,269	108.4	48.4
	2019	5,738	2,607	113.8	52.4
	2020(F)	4,933	2,313	-4.0	40.2
	2021(F)	5,666	2,670	56.2	16.1
순이익	2018	3,957	1,695	65	30.8
	2019	4,047	1,977	74	36.3
	2020(F)	4,009	2,323	-24	27.1
	2021(F)	4,484	1,937	37	11.3
영업이익률 (%)	2018	18.2	16.6	9.9	16.0
	2019	19.2	17.5	10.1	15.7
	2020(F)	17.7	16.2	-0.4	12.3
	2021(F)	18.7	17.3	5.4	5.8
순이익률 (%)	2018	14.7	12.4	5.9	10.1
	2019	13.5	13.3	6.6	10.9
	2020(F)	14.4	16.2	-2.6	8.3
	2021(F)	14.8	12.6	3.5	4.0
ROE (%)	2018	15.3	37.4	14.9	17.7
	2019	14.4	43.6	15.7	18.5
	2020(F)	13.0	55.8	-4.0	12.5
	2021(F)	13.9	43.2	8.3	5.5
ROA (%)	2018	10.7	14.0	6.6	11.9
	2019	9.8	15.4	6.7	12.7
	2020(F)	9.1	15.0	-1.7	8.9
	2021(F)	10.4	10.8	3.5	4.6
배당수익률 (%)	2018	1.3	0.6	0.6	0.8
	2019	1.4	0.8	0.9	0.7
	2020(F)	1.4	0.6	0.6	1.1
	2021(F)	1.5	0.8	0.7	0.7
EPS (지역 통화)	2018	7.07	4.61	162.68	539.73
	2019	7.19	5.44	186.52	636.88
	2020(F)	7.16	6.44	-61.94	474.66
	2021(F)	8.02	5.25	87.13	197.28
EPS 성장률 (%)	2018	8.1	22.6	0.0	41.9
	2019	1.7	18.1	14.7	18.0
	2020(F)	-0.4	18.4	-133.2	-25.5
	2021(F)	11.9	-18.5	-240.7	-58.4
EV/EBITDA (x)	2018	18.2	19.0	18.2	21.3
	2019	18.8	21.0	19.3	17.7
	2020(F)	25.1	20.2	48.8	13.7
	2021(F)	21.9	27.0	23.6	32.9
P/E (x)	2018	28.9	31.6	44.8	41.5
	2019	39.6	34.3	42.3	31.3
	2020(F)	41.4	29.8	-	28.5
	2021(F)	37.0	47.6	78.8	84.2

자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,580	4,403	4,936	6,294
매출원가	5,580	1,260	1,373	1,719
매출총이익	0	3,143	3,563	4,575
판매비와관리비	3,652	3,002	3,097	3,943
조정영업이익	428	140	466	631
영업이익	428	140	466	631
비영업손익	-57	-80	-21	-33
금융손익	-7	5	6	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	371	60	445	598
계속사업법인세비용	147	15	118	162
계속사업이익	224	44	327	437
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	224	44	327	437
지배주주	239	69	334	430
비지배주주	-15	-25	-7	7
총포괄이익	224	44	327	437
지배주주	239	69	334	430
비지배주주	-15	-25	-7	7
EBITDA	913	626	906	1,037
FCF	472	172	425	517
EBITDA 마진율 (%)	16.4	14.2	18.4	16.5
영업이익률 (%)	7.7	3.2	9.4	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.3	1.6	6.8	6.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,803	1,673	1,752	2,129
현금 및 현금성자산	882	716	757	890
매출채권 및 기타채권	387	416	423	537
재고자산	453	427	450	560
기타유동자산	81	114	122	142
비유동자산	4,186	4,060	4,275	4,674
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	2,662	2,426	2,286	2,180
무형자산	227	227	377	627
자산총계	5,989	5,733	6,027	6,804
유동부채	1,067	903	852	1,046
매입채무 및 기타채무	173	268	203	196
단기금융부채	298	122	103	154
기타유동부채	596	513	546	696
비유동부채	424	356	386	615
장기금융부채	0	0	0	150
기타비유동부채	424	356	386	465
부채총계	1,490	1,259	1,239	1,661
지배주주지분	4,490	4,465	4,778	5,132
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	724	724	724	724
이익잉여금	3,874	3,849	4,163	4,518
비지배주주지분	9	9	10	11
자본총계	4,499	4,474	4,788	5,143

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	718	422	725	817
당기순이익	224	44	327	437
비현금수익비용가감	796	504	562	572
유형자산감가상각비	485	486	440	405
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	311	18	122	167
영업활동으로인한자산및부채의변동	-154	-109	-43	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-83	-22	15	-89
재고자산 감소(증가)	-94	26	-23	-110
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	62	96	-66	-7
법인세납부	-147	-15	-118	-162
투자활동으로 인한 현금흐름	-200	-341	-651	-801
유형자산처분(취득)	-247	-250	-300	-300
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	47	-91	-351	-501
재무활동으로 인한 현금흐름	-387	-246	-33	118
장단기금융부채의 증가(감소)	-21	-177	-20	200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-81	-69	-13	-82
기타재무활동	-285	0	0	0
현금의 증가	131	-165	40	133
기초현금	751	882	716	757
기말현금	882	716	757	890

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	57.8	205.7	50.9	39.5
P/CF (x)	13.5	25.9	19.1	16.8
P/B (x)	3.1	3.2	3.6	3.3
EV/EBITDA (x)	13.2	20.4	17.1	14.9
EPS (원)	3,460	1,001	4,835	6,235
CFPS (원)	14,778	7,948	12,885	14,616
BPS (원)	65,050	64,696	69,231	74,363
DPS (원)	1,000	198	1,201	1,604
배당성향 (%)	30.6	30.6	25.0	25.0
배당수익률 (%)	0.5	0.1	0.5	0.7
매출액증가율 (%)	5.7	-21.1	12.1	27.5
EBITDA증가율 (%)	22.1	-31.4	44.7	14.5
조정영업이익증가율 (%)	-11.2	-67.3	232.9	35.4
EPS증가율 (%)	-28.1	-71.1	383.0	29.0
매출채권 회전을 (회)	17.1	11.7	12.9	15.1
재고자산 회전을 (회)	13.0	10.0	11.3	12.5
매입채무 회전을 (회)	39.3	5.7	5.8	8.6
ROA (%)	3.9	0.8	5.6	6.8
ROE (%)	5.3	1.5	7.2	8.7
ROIC (%)	6.8	2.0	8.2	10.5
부채비율 (%)	33.1	28.1	25.9	32.3
유동비율 (%)	169.1	185.2	205.6	203.5
순차입금/자기자본 (%)	-13.0	2.0	1.6	1.1
조정영업이익/금융비용 (x)	21.4	33.6	423.7	263.1

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

저평가 우량주

매수
(유지)

목표가: 2,000,000원 ▲
상승여력: 19.3%

윤정한 junghan_yoon@miraeasset.com

4Q20 Preview

매출액과 영업이익 모두 성장 가능할 것

- 매출액 2조 1,102억(4.4% YoY, 이하 YoY), 영업이익 2,561억원(6.3%) 전망
- 사업부별 OP, 화장품 2,112억(-1%), 생활용품 210억(127.4%), 음료 234억(32.2%)

화장품 사업부

브랜드 후의 중국 내 수요 인상적, 국내 수요 부진은 여전

- 면세 매출은 3Q20에 이어 기업형 다이아우 수요 지속, 전년동기대비 2% 성장 전망
- 4Q20 국내 화장품 시장 여전히 부진, 매스티지 부문 수익성 악화 역시 지속
- 샹스이 효과로 브랜드 후의 Onshore 수요 11월로 집중, 12월 티몰 브랜드 후 GMV - 56% 기록, 4Q20 중국 성장률 38% 전망
- 화장품 부문 온라인 마케팅 비용 지출 확대, 화장품 부문 수익성은 전분기 대비 1.1%p 낮아진 16.2% 전망

생활용품 및 음료 사업부

위생용품 매출 줄어든 것, 그러나 체질 변화로 고수익성 유지 전망

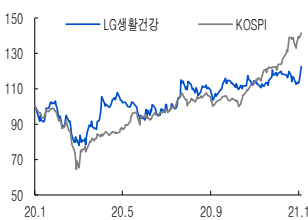
- 고마진 위생용품의 매출 기여는 200억 미만으로 줄어든 것, 그러나 프리미엄 제품 비중 40% 이상 확대 영향으로 수익성 담보될 것
- 뉴에이본의 디지털화로 가이던스 보다 빠른 흑자전환 전망, 고수익성 피지오겔 기여
- 음료부문 4Q20에도 온라인 배달 시장 확대 추세, 고마진의 탄산 비중 높을 것

투자 의견 및 목표주가

글로벌 피어와 21F P/E 할인율 40%에서 거래 중, 과도하다는 판단

- 21F P/E 26.1x 수준에서 거래 중, 글로벌 피어 대비 34%할인 거래 중
- 코로나19 사태 이전 평균 할인율은 20% 수준, 현재 수준 과도한 저평가 판단
- 21F EPS 64,100원에 Target P/E 31.5x 적용, 목표주가 2,000,000원으로 상향

Key data



현재주가(21/1/25, 원)	1,676,000	시가총액(십억원)	26,176
영업이익(20F, 십억원)	1,221	발행주식수(백만주)	18
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	1,225	유동주식비율(%)	59.8
EPS 성장률(20F, %)	4.6	외국인 보유비중(%)	45.6
P/E(20F, x)	35.3	베타(12M) 일간수익률	0.50
MKT P/E(20F, x)	21.7	52주 최저가(원)	1,066,000
KOSPI	3,208.99	52주 최고가(원)	1,676,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	26.7	24.2
상대주가	-9.8	-13.1	-13.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	6,105	6,748	7,685	7,852	8,687	9,610
영업이익 (십억원)	930	1,039	1,176	1,221	1,400	1,603
영업이익률 (%)	15.2	15.4	15.3	15.6	16.1	16.7
순이익 (십억원)	606	683	778	814	940	1,081
EPS (원)	34,226	38,534	43,916	45,954	53,036	61,012
ROE (%)	21.9	20.5	19.9	17.9	17.9	17.9
P/E (배)	34.7	28.6	28.7	35.3	31.6	27.5
P/B (배)	6.9	5.6	5.4	6.0	5.4	4.7
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9	1.2

표 15. LG생활건강 4분기 실적 추정

(십억원, %)

	4Q19	3Q20	4Q20F			성장률
			미래에셋대우	컨센서스	차이	YoY
매출액	20,133	20,706	21,017	20,927	0.4	4.4
영업이익	2,410	3,276	2,561	2,618	-2.2	6.3
영업이익률 (%)	12.0	15.8	12.2	12.5	-0.3	1.8
세전이익	1,944	3,183	2,239	2,284	-2.0	15.2
지배 순이익	1,331	2,272	1,545	1,621	-5.0	16.0

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 16. LG생활건강 실적 추정

(십억원)

	19/1Q	19/2Q	19/3Q	19/4Q	20/1Q	20/2Q	20/3Q	20/4QF	2019	2020F	2021F
매출액	1,874.8	1,832.5	1,964.9	2,013.3	1,896.4	1,783.2	2,070.6	2,101.7	7,685.4	7,851.8	8,687.4
YoY	13.0%	10.9%	13.1%	18.5%	1.2%	-2.7%	5.4%	4.4%	13.9%	2.2%	10.6%
화장품	1,139.6	1,108.9	1,160.8	1,336.5	1,066.5	923.3	1,143.8	1,310.0	4,745.8	4,443.6	5,275.9
YoY	20.3%	16.3%	21.7%	27.3%	-6.4%	-16.7%	-1.5%	-2.0%	21.5%	-6.4%	18.7%
생활용품	401.4	343.4	401.1	342.2	479.3	462.2	508.8	447.1	1,488.1	1,897.4	1,871.8
YoY	1.7%	1.8%	3.0%	0.7%	19.4%	34.6%	26.9%	30.7%	1.8%	27.5%	-1.3%
음료	333.7	380.3	402.9	334.6	350.5	397.7	418.0	344.6	1,451.5	1,510.8	1,539.7
YoY	5.3%	5.1%	2.4%	8.4%	5.0%	4.6%	3.7%	3.0%	5.1%	4.1%	1.9%
영업이익	322.1	301.5	311.9	241.0	333.7	303.3	327.6	256.1	1,176.4	1,220.7	1,399.9
YoY	13.5%	12.8%	12.4%	14.3%	3.6%	0.6%	5.1%	6.3%	13.2%	3.8%	14.7%
화장품	246.2	226.2	212.4	213.8	221.8	178.2	197.9	211.6	898.6	809.6	998.0
YoY	16.1%	16.3%	15.3%	11.3%	-9.9%	-21.2%	-6.8%	-1.0%	14.8%	-9.9%	23.3%
생활용품	43.4	28.2	45.3	9.2	65.2	63.3	66.7	21.0	126.1	216.2	216.1
YoY	3.6%	3.1%	5.8%	8.8%	50.4%	124.9%	47.1%	127.4%	4.6%	71.5%	0.0%
음료	32.4	47.5	54.8	17.7	47.0	62.0	63.1	23.4	152.4	195.6	185.8
YoY	8.7%	4.2%	7.9%	79.6%	45.1%	30.5%	15.2%	32.2%	12.1%	28.3%	-5.0%
영업이익률	17.2%	16.5%	15.9%	12.0%	17.6%	17.0%	15.8%	12.2%	15.3%	15.5%	16.1%
YoY(%p)	0.1%	0.3%	-0.1%	-0.4%	0.4%	0.6%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.6%
화장품	21.6%	20.4%	18.3%	16.0%	20.8%	19.3%	17.3%	16.2%	18.9%	18.2%	18.9%
YoY(%p)	-0.8%	0.0%	-1.0%	-2.3%	-0.8%	-1.1%	-1.0%	0.2%	-1.1%	-0.7%	0.7%
생활용품	10.8%	8.2%	11.3%	2.7%	13.6%	13.7%	13.1%	4.7%	8.5%	11.4%	11.5%
YoY(%p)	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	2.8%	5.5%	1.8%	2.0%	0.2%	2.9%	0.2%
음료	9.7%	12.5%	13.6%	5.3%	13.4%	15.6%	15.1%	6.8%	10.5%	12.9%	12.1%
YoY(%p)	0.3%	-0.1%	0.7%	2.1%	3.7%	3.1%	1.5%	1.5%	0.7%	2.4%	-0.9%

자료: LG생활건강, 미래에셋대우 리서치센터

표 17. LG생활건강 목표주가 산정

(원, x, 십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
EPS	31,402	38,760	41,366	46,572	53,077	55,539	64,100
BPS	114,985	142,927	169,108	198,222	234,042	269,411	311,326
최고 시가총액	16,508	18,445	19,523	23,115	22,693	25,754	
EPS	64,100	21F EPS					
Target PER	31.5	글로벌 피어(로레알, 에스티로더)에 코로나19 이전 평균 할인율 20% 적용					
Target Price	2,000,000						
현재주가	1,676,000						
상승여력	19.3%						

자료: 미래에셋대우 리서치센터, 주: EPS는 자사주 제외 보통주 기준

LG생활건강의 브랜드 후는 2020년 샹스이 행사에서 매출 15.5억 위안을 기록했다. 티몰 전체 스킨케어 부문에서 4위를 차지했다. 브랜드 후의 전년행사대비 성장률은 181%에 달한다. 국내 면세 매출과 중국 법인 매출액 합산의 경우 3Q20, 6,927억원으로 코로나19 영향에도 전년동기대비 4.2% 성장을 기록했다. 4Q20에는 중국향 매출 성장률(면세+온쇼어) 17.6%을 기록할 것이다. 브랜드 후의 중국 내 수요는 견조하다는 판단이다.

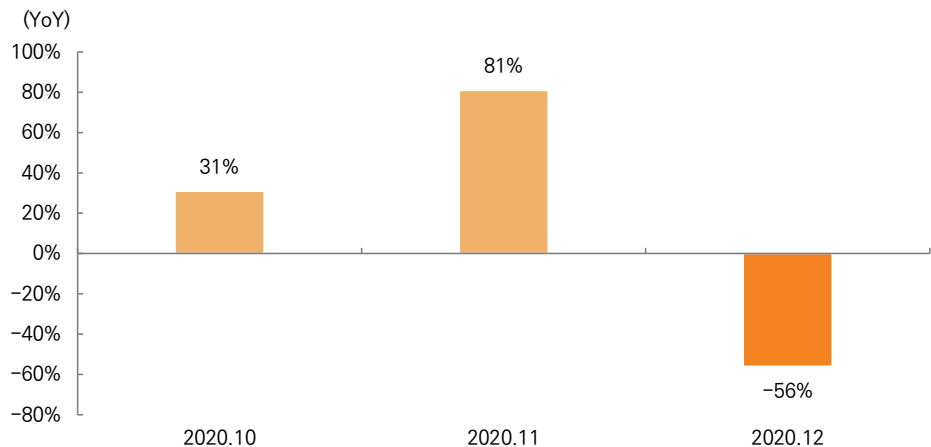
세컨 브랜드로 육성 중인 슝, 오후의 경우 중국에서의 매출 규모는 상대적으로 작지만 꾸준히 성장하고 있다. 오프라인 채널이 재개되면서 2021년 브랜드 슝의 주요 판매 라인을 로시크숨마로 전환하는 업셀링 전략을 강화할 것이다. 또한 최근 고가 기능성 라인인 오후 더 퍼스트가 더마 컨셉 브랜드와 맞아 국내외 소비자 선호를 이끌어내고 있는 것으로 보인다.

그러나, 2020년 샹스이의 경우 10월말부터 사전판매가 시작되어 전년보다 행사 기간이 길었다. 브랜드 후의 수요가 샹스이에 집중된 것으로 보인다. 2020년 12월 브랜드 후의 티몰 GMV는 전년동월대비 56% 감소했다. 3Q20실적에서 화장품 부문의 수익성에 악영향을 주었던 국내 오프라인 점포의 트래픽 감소와 면세점 내 제품믹스 악화도 4Q20에 들어서도 환경에 큰 변화가 없다. 따라서 샹스이, 면세 채널 반등의 영향으로 럭셔리 비중이 확대됨에도 불구하고 화장품 부문의 수익성 개선은 그에 미치지 못할 것이다. LG생활건강의 화장품 부문 4Q20 매출액은 1조 3,100억원(YoY, -2%) 영업이익 2,116억원(YoY, -1%), 영업이익률은 16.2%를 전망한다.

생활용품 부문도 성장이 나타나고 있다. 20년 상반기 생활용품 부문에서 높은 수익성을 기록하던 하이진 카테고리의 매출액은 3Q20부터 줄어들고 있는 모습이다. 그러나 2019년말 제품SKU 조정을 통해 고마진 제품으로 믹스가 변화했고(비중 약 40%) 유통채널 역시 수익성이 좋은 온라인으로 전환되고 있다. 또한 온라인화로 인한 뉴에이본의 빠른 수익성 개선과 럭셔리 화장품 수준의 수익성을 기록하는 피지오겔 매출 역시 4Q20 생활용품 부문 실적에 온기를 더할 것이다. 4Q20 매출액 4,471억원(YoY, 30.7%), 영업이익 210억원(YoY, 127.4%)를 전망한다.

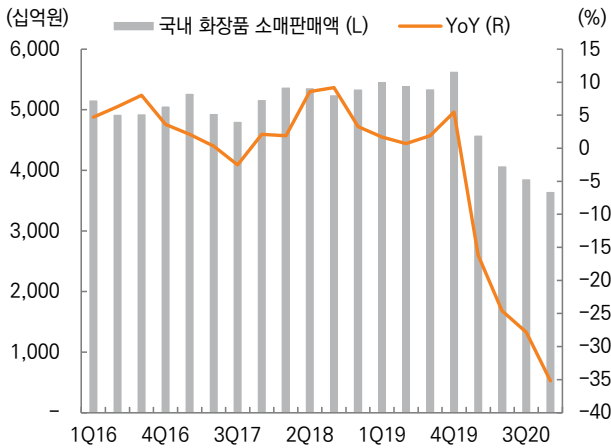
LG생활건강의 21F P/E는 26.1x로 피어 기업인 로레알, 에스티로더에 비해 34% 할인 거래되고 있다. 화장품 부문의 성장이 단일 브랜드 수요에 집중되어 있다는 점과 브랜드 인지도가 피어 대비 상대적으로 낮은 점이 리스크 요인이다. 화장품에서 면세가 차지하는 비중이 높고 중국 내 온라인 매출 비중이 36%로 경쟁사 대비 낮은 점도 향후 마케팅 비용이 높아질 것이 예상된다. 그러나 코로나19 이전, 같은 리스크 요인에도 불구하고 글로벌 피어 대비 LG생활건강은 평균 20% 할인되어 거래되었다. 현재의 할인폭은 과도하다는 판단이다. 21F EPS 64,100원에 타겟 멀티플 31.5배(이전 할인율 20%)를 적용하여 목표주가 2,000,000원으로 상향, 투자요건 매수를 유지한다

그림 127. 2020년 10~12월 브랜드 후의 전년대비 GMV 성장률(티몰)



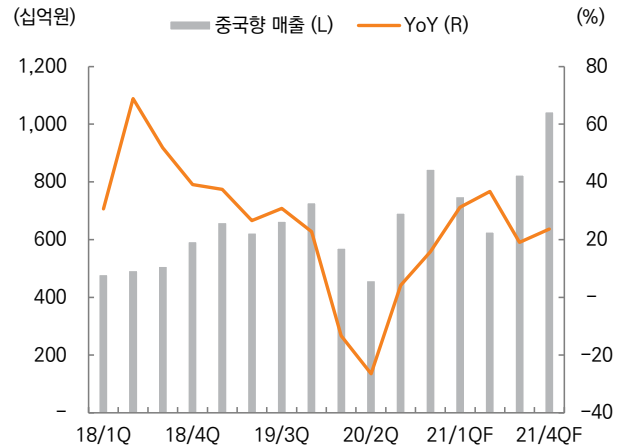
자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

그림 128. 외국인 면세 제외 국내 화장품 소매판매액



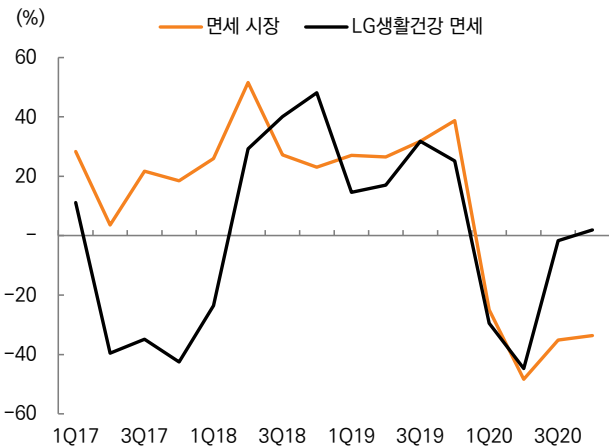
자료: 통계청, 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 129. LG생활건강 중국향 매출 전망



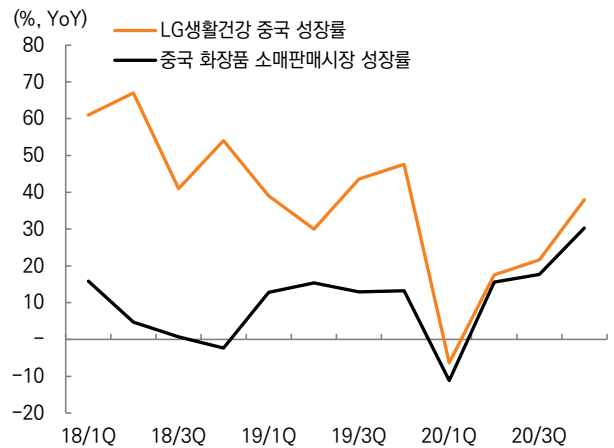
자료: LG생활건강, 미래에셋대우 리서치센터

그림 130. LG생활건강 면세 채널 매출과 시장 성장률 비교



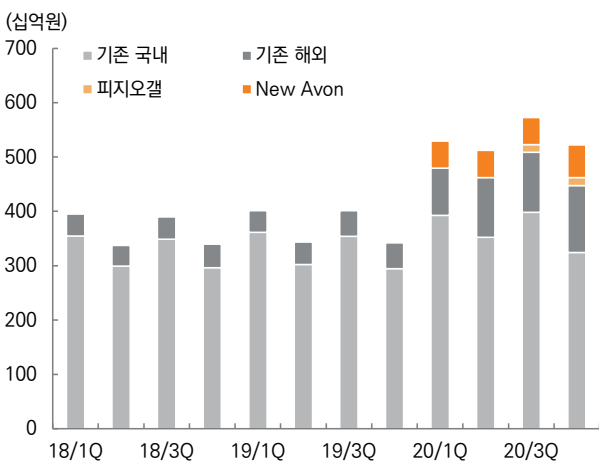
자료: 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 131. 중국 화장품 시장 성장과 LG생활건강 중국 성장



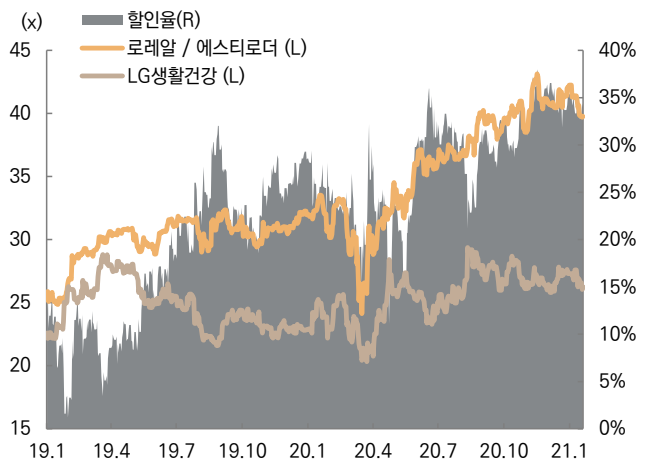
자료: LG생활건강, 미래에셋대우 리서치센터

그림 132. 생활용품 부문 매출액 기여



자료: LG생활건강, 미래에셋대우 리서치센터

그림 133. 글로벌 피어 대비 PER(12MF) 할인율 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

표 18. 글로벌 화장품 기업 Peer Table

(지역통화)

		L'Oreal(OR FP)	Estee Lauder(EL US)	Shiseido(4911 JP)	Kose(4922 JP)
		EUR	USD	JPY	JPY
매출액	2018	26,937	13,691	1,094.8	303.4
	2019	29,874	14,866	1,131.5	333.0
	2020(F)	27,919	14,294	918.4	327.7
	2021(F)	30,345	15,411	1,033.1	279.7
영업이익	2018	4,912	2,269	108.4	48.4
	2019	5,738	2,607	113.8	52.4
	2020(F)	4,933	2,313	-4.0	40.2
	2021(F)	5,666	2,670	56.2	16.1
순이익	2018	3,957	1,695	65	30.8
	2019	4,047	1,977	74	36.3
	2020(F)	4,009	2,323	-24	27.1
	2021(F)	4,484	1,937	37	11.3
영업이익률 (%)	2018	18.2	16.6	9.9	16.0
	2019	19.2	17.5	10.1	15.7
	2020(F)	17.7	16.2	-0.4	12.3
	2021(F)	18.7	17.3	5.4	5.8
순이익률 (%)	2018	14.7	12.4	5.9	10.1
	2019	13.5	13.3	6.6	10.9
	2020(F)	14.4	16.2	-2.6	8.3
	2021(F)	14.8	12.6	3.5	4.0
ROE (%)	2018	15.3	37.4	14.9	17.7
	2019	14.4	43.6	15.7	18.5
	2020(F)	13.0	55.8	-4.0	12.5
	2021(F)	13.9	43.2	8.3	5.5
ROA (%)	2018	10.7	14.0	6.6	11.9
	2019	9.8	15.4	6.7	12.7
	2020(F)	9.1	15.0	-1.7	8.9
	2021(F)	10.4	10.8	3.5	4.6
배당수익률 (%)	2018	1.3	0.6	0.6	0.8
	2019	1.4	0.8	0.9	0.7
	2020(F)	1.4	0.6	0.6	1.1
	2021(F)	1.5	0.8	0.7	0.7
EPS (지역 통화)	2018	7.07	4.61	162.68	539.73
	2019	7.19	5.44	186.52	636.88
	2020(F)	7.16	6.44	-61.94	474.66
	2021(F)	8.02	5.25	87.13	197.28
EPS 성장률 (%)	2018	8.1	22.6	0.0	41.9
	2019	1.7	18.1	14.7	18.0
	2020(F)	-0.4	18.4	-133.2	-25.5
	2021(F)	11.9	-18.5	-240.7	-58.4
EV/EBITDA (x)	2018	18.2	19.0	18.2	21.3
	2019	18.8	21.0	19.3	17.7
	2020(F)	25.1	20.2	48.8	13.7
	2021(F)	21.9	27.0	23.6	32.9
P/E (x)	2018	28.9	31.6	44.8	41.5
	2019	39.6	34.3	42.3	31.3
	2020(F)	41.4	29.8	-	28.5
	2021(F)	37.0	47.6	78.8	84.2

자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

LG생활건강 (051900)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	7,685	7,852	8,687	9,610
매출원가	7,685	2,984	3,302	3,612
매출총이익	0	4,868	5,385	5,998
판매비와관리비	3,592	3,647	3,986	4,395
조정영업이익	1,176	1,221	1,400	1,603
영업이익	1,176	1,221	1,400	1,603
비영업손익	-84	-82	-85	-91
금융손익	-5	-1	0	0
관계기업등 투자손익	7	7	7	7
세전계속사업손익	1,092	1,139	1,315	1,512
계속사업법인세비용	304	314	363	417
계속사업이익	788	825	952	1,095
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	788	825	952	1,095
지배주주	778	814	940	1,081
비지배주주	10	11	12	14
총포괄이익	788	825	952	1,095
지배주주	778	814	940	1,081
비지배주주	10	11	12	14
EBITDA	1,427	1,527	1,744	1,973
FCF	814	560	791	1,023
EBITDA 마진율 (%)	18.6	19.4	20.1	20.5
영업이익률 (%)	15.3	15.6	16.1	16.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.1	10.4	10.8	11.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,140	1,110	1,291	1,473
당기순이익	788	825	952	1,095
비현금수익비용가감	653	616	703	785
유형자산감가상각비	224	268	299	318
무형자산상각비	27	38	45	52
기타	402	310	359	415
영업활동으로인한자산및부채의변동	3	-14	1	15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-23	-14	-67	-74
재고자산 감소(증가)	-31	-16	-81	-90
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	6	32	35
법인세납부	-304	-314	-363	-417
투자활동으로 인한 현금흐름	-404	-770	-1,070	-1,070
유형자산처분(취득)	-326	-550	-500	-450
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-78	-220	-570	-620
재무활동으로 인한 현금흐름	-429	-306	-93	-247
장단기금융부채의 증가(감소)	0	-121	100	20
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-184	-193	-267
기타재무활동	-429	-1	0	0
현금의 증가	306	35	128	157
기초현금	414	719	754	882
기말현금	719	754	882	1,039

자료: LG생활건강, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,163	2,249	2,544	2,874
현금 및 현금성자산	719	754	882	1,039
매출채권 및 기타채권	641	654	724	801
재고자산	746	762	844	933
기타유동자산	57	79	94	101
비유동자산	4,331	4,801	5,554	6,281
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	2,036	2,318	2,519	2,651
무형자산	1,787	1,949	2,304	2,702
자산총계	6,494	7,050	8,098	9,155
유동부채	1,771	1,660	1,910	2,126
매입채무 및 기타채무	640	654	723	800
단기금융부채	392	252	353	404
기타유동부채	739	754	834	922
비유동부채	485	513	552	565
장기금융부채	34	54	54	24
기타비유동부채	451	459	498	541
부채총계	2,257	2,173	2,462	2,690
지배주주지분	4,147	4,773	5,516	6,327
자본금	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97
이익잉여금	4,175	4,815	5,574	6,402
비지배주주지분	90	104	120	138
자본총계	4,237	4,877	5,636	6,465

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	28.7	35.3	31.6	27.5
P/CF (x)	15.5	19.9	17.9	15.8
P/B (x)	5.4	6.0	5.4	4.7
EV/EBITDA (x)	14.8	18.0	16.3	14.4
EPS (원)	43,916	45,954	53,036	61,012
CFPS (원)	81,335	81,327	93,428	106,109
BPS (원)	234,042	269,411	311,326	357,086
DPS (원)	11,000	11,514	15,902	19,600
배당성향 (%)	23.4	23.4	28.0	30.0
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.9	1.2
매출액증가율 (%)	13.9	2.2	10.6	10.6
EBITDA증가율 (%)	19.2	7.0	14.2	13.1
조정영업이익증가율 (%)	13.2	3.8	14.7	14.5
EPS증가율 (%)	14.0	4.6	15.4	15.0
매출채권 회전을 (회)	13.2	12.7	13.2	13.2
재고자산 회전을 (회)	11.3	10.4	10.8	10.8
매입채무 회전을 (회)	30.4	10.2	10.6	10.4
ROA (%)	13.4	12.2	12.6	12.7
ROE (%)	19.9	17.9	17.9	17.9
ROIC (%)	21.0	19.5	19.3	19.5
부채비율 (%)	53.3	44.6	43.7	41.6
유동비율 (%)	122.1	135.5	133.2	135.2
순차입금/자기자본 (%)	-6.9	11.2	9.7	8.5
조정영업이익/금융비용 (x)	84.8	167.6	264.0	228.0

보이는게 전부가 아니다.

매수
(유지)

목표가: 145,000원
상승여력: 29.5%

윤정한 junghan_yoon@miraeeasset.com

4Q20 Preview

국내 화장품 시장대비 선방하는 모습, 광저우 법인은 다시 성장세 보여줄 것

- 연결 기준 매출액 3,684억원(4.3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 185억원(-12.5%) 전망
- 국내 별도 법인 매출액 1,851억원(0.2%), 영업이익 126억원(-4.8%), OPM 6.8%
 - 코로나19 재확산으로 인한 한국 화장품 시장 부진에도 온라인 고객사 비중 확대(약 30%)로 매출액 감소 방어할 것
 - 가동률 역시 75% 수준으로 유지 중, 고마진의 손소독제 매출 감소(4Q20 약 20억원)에도 높은 영업이익률 유지할 것
- 코스맥스 이스트 매출액 1,491억원(-1.4%, 비조정), OPM 9.4% 전망
 - 상해 법인 최대 고객사 B사의 논턴키 계약 변경으로 매출액 YoY 감소(-5.4%)
 - 광저우 법인 색조 화장품 수요 증가 및 주요 고객사 수주 확대로 13% 성장 전망

해결가능한 RISK들

우려를 낳았던 요인은 점진적 해소 중

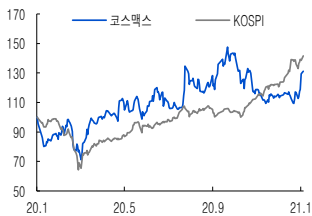
- 중국의 성장 둔화는 계약 구조 변경 및 제품믹스 영향, 생산량 기준 YoY 15% 증가 중
- 전분기 수익성에 악영향을 주었던 동남아는 2Q21부터 글로벌사向 위생용품 매출 인식
- 상해 법인 온라인 고객사 매출 비중 50%, 광저우 법인 75% 수준으로 파악

목표주가 및 투자 의견

섹터내 Top Pick, 목표주가 145,000원, 투자 의견 매수 유지

- 21F EPS기준 P/E 16.7x에서 거래 중, 역사상 최저 수준
- 국내 법인 고 수익성의 손소독제 매출 감소로 1H20 영업이익 역기저 부담 존재
- 본업의 성장성에 주목해야할 때, 1H20 이후 미국 법인 글로벌사向 장기 수주 예정
- 21년 하반기 이후 적자 사업 지역의 빠른 턴어라운드 기대

Key data



현재주가(21/1/25, 원)	112,000	시가총액(십억원)	1,126
영업이익(20F, 십억원)	75	발행주식수(백만주)	10
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	75	유동주식비율(%)	71.3
EPS 성장률(20F, %)	30.7	외국인 보유비중(%)	24.9
P/E(20F, x)	24.0	베타(12M) 일간수익률	0.56
MKT P/E(20F, x)	21.7	52주 최저가(원)	60,700
KOSPI	3,208.99	52주 최고가(원)	126,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.6	23.8	36.9
상대주가	0.3	-15.1	-4.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	884	1,260	1,331	1,397	1,553	1,689
영업이익 (십억원)	35	52	54	75	104	129
영업이익률 (%)	4.0	4.1	4.1	5.4	6.7	7.6
순이익 (십억원)	19	33	32	42	67	75
EPS (원)	1,876	3,246	3,166	4,139	6,713	7,454
ROE (%)	8.8	13.5	11.4	12.9	18.9	18.0
P/E (배)	62.4	40.0	25.2	24.0	16.7	15.0
P/B (배)	5.4	4.9	2.3	2.8	2.7	2.3
배당수익률 (%)	0.3	0.5	1.1	0.6	0.8	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

표 19. 코스맥스 4분기 실적 추정

(십억원, %)

	4Q19	3Q20	4Q20F			성장률
			미래에셋대우	컨센서스	차이	YoY
매출액	3,531	3,207	3,684	3,847	-4.4	4.3
영업이익	169	139	185	184	0.8	9.8
영업이익률 (%)	4.8	4.3	5.0	4.8	0.2	5.2
세전이익	66	47	93	111	-19.1	42.1
지배 순이익	97	58	106	112	-5.8	9.0

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 20. 코스맥스 실적 추정

(십억원)

	18/1Q	18/2Q	18/3Q	18/4Q	19/1Q	19/2Q	19/3Q	19/4Q	20/1Q	20/2Q	20/3Q	20/4QF	2019	2020F	2021F
매출액	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	332.3	317.5	353.1	328.5	379.2	320.7	368.4	1,330.6	1,396.8	1,553.1
국내 별도	152.4	190.2	167.3	169.5	190.2	192.9	171.4	184.6	202.0	209.0	172.1	185.1	739.0	768.1	813.4
이스트	99.1	121.6	120.2	136.7	103.7	118.1	108.8	151.2	88.4	129.4	107.0	149.1	481.8	473.9	565.2
웨스트	42.8	38.7	46.2	37.7	43.0	37.5	46.3	32.4	37.7	40.5	49.4	46.3	159.3	173.9	206.7
인도네시아	1.7	2.4	2.5	4.0	8.0	8.3	11.5	11.5	10.2	10.9	5.6	5.8	39.4	32.4	39.7
태국	0.7	0.7	4.9	4.8	4.1	3.7	4.6	5.6	5.3	4.6	4.2	5.1	17.9	19.2	20.0
자회사	2.6	2.9	3.6	4.1	5.3	4.4	18.3	20.9	20.8	20.5	15.4	18.0	48.9	74.7	80.6
매출액 YoY(%)	24.3	57.1	40.5	13.9	0.1	5.6	-3.5	7.7	-1.1	19.5	-9.2	12.1	5.6	5.0	11.2
국내 별도	7.1	38.2	40.3	31.4	24.8	1.4	2.5	8.9	6.2	8.4	0.4	0.2	8.8	3.9	5.9
이스트	28.7	15.2	36.7	35.7	4.6	-2.8	-9.5	10.6	-14.8	9.5	-1.6	-1.4	0.9	-1.6	19.3
웨스트	493.2	509.9	286.7	199.8	0.4	-3.0	0.3	-14.0	-12.3	7.9	6.7	42.8	-3.7	9.2	18.9
인도네시아	-40.0	31.4	7.9	104.8	364.5	239.2	362.4	189.7	26.2	31.8	-51.6	-50.0	270.1	-17.7	22.6
태국	-	-	-	-	455.1	407.7	-7.7	15.0	31.3	23.8	-8.9	-8.0	59.2	7.3	4.3
자회사	122.6	125.5	62.0	75.3	99.3	50.8	409.9	408.9	296.6	364.5	-16.1	-13.9	268.6	52.8	8.0
영업이익	10.4	18.6	13.3	10.1	13.6	13.2	10.4	16.9	16.0	26.2	13.9	18.5	54.0	74.7	103.7
국내 별도	5.0	7.7	4.0	5.4	7.7	10.6	8.6	13.2	16.4	20.8	11.4	12.6	40.2	61.1	58.1
기타+연결조정	5.4	10.9	9.3	4.7	5.8	2.5	1.8	3.7	-0.3	5.5	2.5	6.0	13.8	13.5	45.6
영업이익 YoY(%)	10.6	29.7	163.9	58.5	30.2	-29.2	-21.5	67.2	18.4	99.2	33.6	9.7	-54.2	-2.0	236.4
영업이익률(%)	3.6	5.7	4.2	3.1	4.1	4.0	3.3	4.8	4.9	6.9	4.3	5.0	4.1	5.3	6.7
지배 순이익	9.3	11.9	5.3	6.2	9.0	9.3	3.8	9.7	4.8	20.3	5.8	13.5	31.8	44.4	69.6
지배 순이익 YoY(%)	276.4	47.8	247.1	-3.7	7.9	-76.8	-80.3	-22.0	-105.8	116.9	35.9	62.0	-2.4	39.6	56.6

자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

표 21. 코스맥스 목표주가 산출

(십억원, 배, 주)

법인	21F 지배 순이익	Target P/E	기업가치	비고
코스맥스 한국 및 자회사	42.4	12.0	508.8	국내 ODM사 평균 21F P/E(17.2x)에 재무리스크 고려 30% 할인
코스맥스 이스트	40.8	24.0	979.2	중국내 Nox Bellcow 평가 21F P/E 30x에 낮은 수익성과 ROE 고려 20% 할인
주식 수			10,045,662	
목표주가			145,000	반내림
현재주가			112,000	
상승여력(%)			29.5%	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

코스맥스는 당사 추정치 기준 국내와 중국에서의 시장점유율은 2019년 기준 각각 12%, 4.9%이다. 중국과 한국에서 시장점유율 1위를 기록하고 있다. 코로나19 영향으로 2Q20 이후 한국 화장품 소매시장은 전년동기대비 20%이상 역성장(면세 제외)하고 있는 상황이다. 그럼에도 코스맥스는 3Q20에 국내 법인 성장률 0.4%를 기록했다.

시장 대비 양호한 성과를 기록하고 있다. 2018년부터 선제적으로 온라인 채널 변화에 적극 대응한 결과다. 현재 2020년말 기준 국내 별도 법인의 매출액 중 30%는 온라인 고객사向인 것으로 확인된다. 4Q20에는 국내 별도 법인에서 매출액 1,851억원(YoY, 0.2%)를 기록할 것이다.

국내 별도 법인의 영업이익률 역시 전사적으로 자동화 설비 적용, 수주 계약 변경 등을 통해 7% 이상의 영업이익률을 4Q19 이후 기록하고 있다. ODM사가 만들어 낼 수 있는 최고의 수익성 수준이다. 4Q20에도 시장 환경과 상관없이 국내 법인은 높은 가동률을 유지하고 있는 것으로 확인된다. 4Q20의 국내 법인의 영업이익은 126억원(YoY, -4.8%), 영업이익률 6.8%를 전망한다.

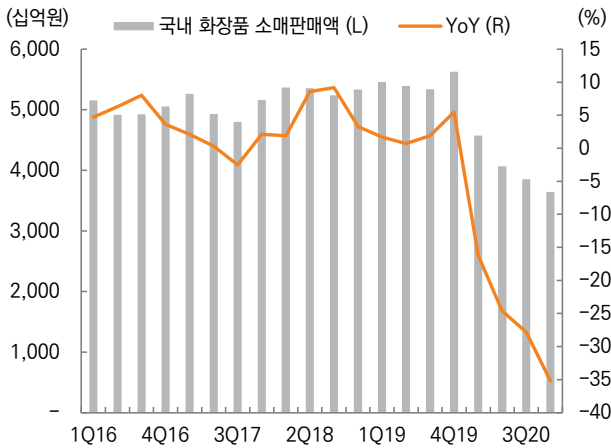
3Q20 실적발표 이후 시장에 우려를 자아낸 사항 중 하나는 중국 법인의 성장 속도 둔화이다. 특히 고성장이 기대되던 광저우 법인의 성장률이 전년동기대비 9%를 기록하며 시장 성장을 하회했다. 중국 내 경쟁 심화가 우려되는 상황이다. 그러나 광저우 법인의 주요 고객의 수주가 1~2개월 지연된 영향과 낮은 단가의 립 제품으로 제품믹스 변화가 나타난 일시적인 부분으로 판단한다.

실제 중국 내 로컬 경쟁 ODM기업의 3Q20 성장률 역시 하이 싱글 수준인 것으로 확인된다. 또한 광저우 법인의 주요 고객사인 퍼펙트 다이어리의 티몰 GMV는 4Q20에 전년동월대비 성장세로 복귀했다. 전반적인 중국 내 색조 수요도 코로나19 상황이 크게 개선되면서 4Q20에 빠른 회복을 보여주었다. 코스맥스 광저우는 색조를 중심으로 생산하는 법인이다. 4Q20에는 전년동기대비 13% 성장을 기록하면서 성장 둔화 우려를 벗어날 것이다. 코스맥스 이스트(상해, 광저우)의 생산량 역시 2020년 하반기에 전년동기대비 15% 이상 높은 수준을 기록하고 있는 것으로 확인된다.

현재 자본잠식 상태에 있는 코스맥스 웨스트의 경우 코로나19로 인한 손소독제 생산이 기회가 될 것이다. 4Q20 누월드와 오하이오 법인을 합쳐 손소독제 매출 150억 이상을 기록할 것이다. 4Q20 매출액 463억원(YoY, 42.8%)를 전망한다. 생산 비용 측면에서도 손소독제 생산에 강점이 있는 오하이오 공장이 3Q20말부터 생산을 시작했다. 점진적 개선이 기대된다.

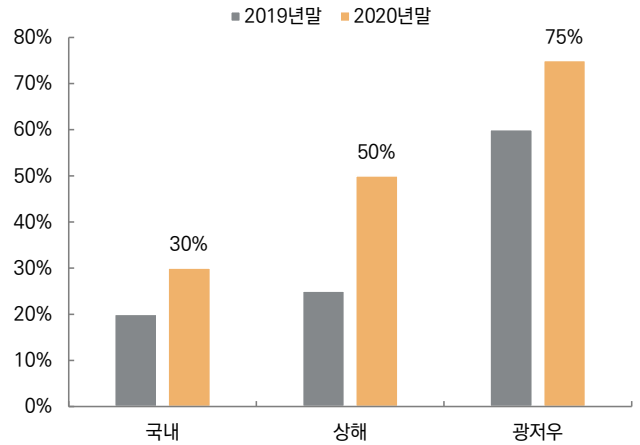
누월드 공장은 자동화 설비 영향이 반영 중이다. 또한 생산 노하우가 쌓이면서 로스가 줄어들고 있는 것으로 확인된다. 글로벌사의 2~3년의 장기 수주 계약 역시 2021년 하반기로 현재 예정되어 있는 것으로 확인된다. 분기별 50억 이상의 영업손실을 기록하던 코스맥스 웨스트가 개선되면서 2021년 하반기 전사의 영업이익이 빠르게 개선될 것으로 기대한다. 코스맥스의 중국에서의 성장 스토리는 유효하고 미국법인에서 우려되는 리스크는 점진적으로 해결될 것이다. 현재 21F P/E 16.7x는 과도한 저평가라는 판단이다. 투자 의견 매수, 목표주가 145,000원을 유지한다.

그림 134. 외국인 면세매출 제외 국내 화장품 소매판매시장



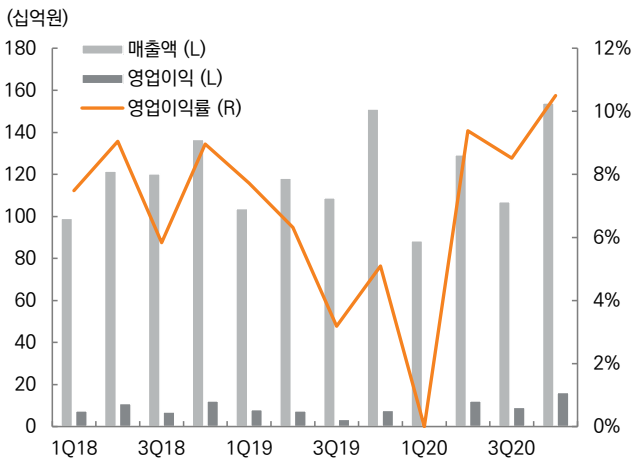
자료: 통계청, 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 135. 법인별 온라인사 고객 비중



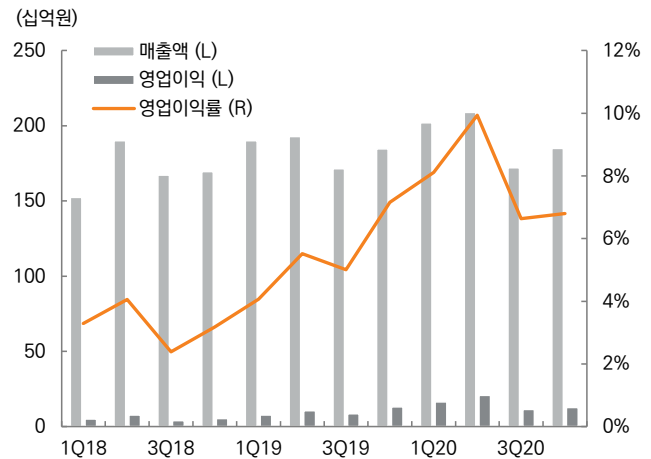
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 136. 코스맥스 이스트(중국) 매출액 및 영업이익



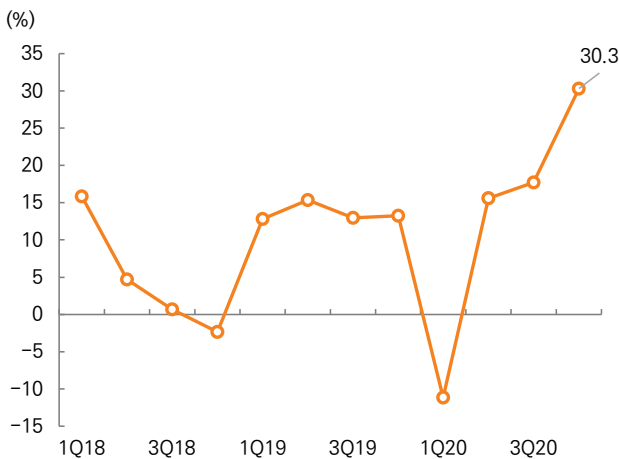
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 137. 코스맥스 별도 법인(한국) 매출액 및 영업이익



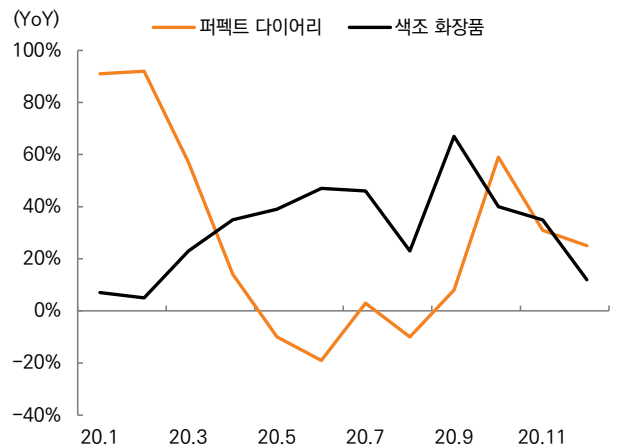
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 138. 중국 분기별 화장품 소매판매 증감률



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 139. 중국 내 색조 화장품 및 퍼펙트 다이어리 티몰 GMV 성장률



자료: 티몰, 미래에셋대우 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,331	1,397	1,553	1,689
매출원가	1,147	1,184	1,308	1,415
매출총이익	184	213	245	274
판매비와관리비	129	138	141	146
조정영업이익	54	75	104	129
영업이익	54	75	104	129
비영업손익	-18	-25	-22	-24
금융손익	-22	-21	-19	-20
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	36	50	82	105
계속사업법인세비용	18	28	22	31
계속사업이익	18	22	59	74
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	22	59	74
지배주주	32	42	67	75
비지배주주	-13	-19	-8	-1
총포괄이익	18	22	59	74
지배주주	32	42	67	75
비지배주주	-13	-19	-8	-1
EBITDA	92	120	150	177
FCF	13	17	19	58
EBITDA 마진율 (%)	6.9	8.6	9.7	10.5
영업이익률 (%)	4.1	5.4	6.7	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.4	3.0	4.3	4.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	618	617	700	753
현금 및 현금성자산	77	68	88	106
매출채권 및 기타채권	318	334	371	383
재고자산	209	199	224	245
기타유동자산	14	16	17	19
비유동자산	586	616	654	721
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	432	448	468	487
무형자산	103	111	119	137
자산총계	1,204	1,233	1,354	1,474
유동부채	716	710	763	809
매입채무 및 기타채무	225	236	262	285
단기금융부채	403	382	399	414
기타유동부채	88	92	102	110
비유동부채	171	193	208	217
장기금융부채	132	152	162	167
기타비유동부채	39	41	46	50
부채총계	888	903	971	1,026
지배주주지분	343	358	416	486
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	182	182	182	182
이익잉여금	162	175	228	293
비지배주주지분	-27	-28	-33	-38
자본총계	316	330	383	448

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	75	77	84	123
당기순이익	18	22	59	74
비현금수익비용가감	104	76	72	84
유형자산감가상각비	36	44	45	46
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	66	30	25	36
영업활동으로인한자산및부채의변동	-29	10	-22	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	-15	-35	-11
재고자산 감소(증가)	6	10	-25	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	9	21	18
법인세납부	-18	-28	-22	-31
투자활동으로 인한 현금흐름	-106	-75	-85	-115
유형자산처분(취득)	-61	-60	-65	-65
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-45	-15	-20	-50
재무활동으로 인한 현금흐름	63	-11	20	10
장단기금융부채의 증가(감소)	0	-2	26	19
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-9	-6	-9
기타재무활동	63	0	0	0
현금의 증가	32	-9	19	18
기초현금	46	77	68	88
기말현금	77	68	88	106

예상 주당가치 및 valuation (요약)

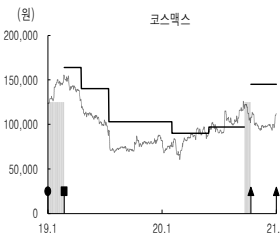
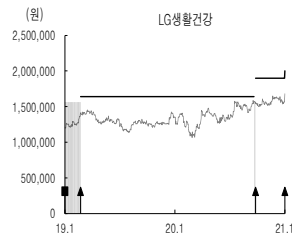
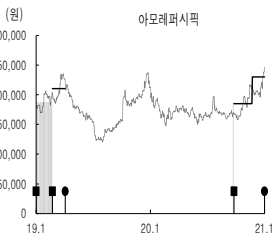
	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	25.2	24.0	16.7	15.0
P/CF (x)	6.5	10.2	8.6	7.2
P/B (x)	2.3	2.8	2.7	2.3
EV/EBITDA (x)	13.4	13.2	11.3	9.6
EPS (원)	3,166	4,139	6,713	7,454
CFPS (원)	12,203	9,734	13,088	15,638
BPS (원)	34,178	35,595	41,394	48,386
DPS (원)	900	551	884	1,099
배당성향 (%)	49.3	25.0	15.0	15.0
배당수익률 (%)	1.1	0.6	0.8	1.0
매출액증가율 (%)	5.6	5.0	11.2	8.8
EBITDA증가율 (%)	17.9	30.4	25.0	18.0
조정영업이익증가율 (%)	3.8	38.9	38.7	24.0
EPS증가율 (%)	-2.5	30.7	62.2	11.0
매출채권 회전을 (회)	4.4	4.5	4.7	4.8
재고자산 회전을 (회)	6.4	6.8	7.3	7.2
매입채무 회전을 (회)	6.4	6.4	6.6	6.5
ROA (%)	1.6	1.8	4.6	5.2
ROE (%)	11.4	12.9	18.9	18.0
ROIC (%)	3.7	4.2	9.0	10.1
부채비율 (%)	280.6	274.1	253.3	229.0
유동비율 (%)	86.3	87.0	91.8	93.1
순차입금/자기자본 (%)	144.8	185.4	159.6	136.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	3.5	5.4	6.5

자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	평균주가대비
아모레퍼시픽 (090430)					코스맥스 (192820)				
2021.01.25	중립	230,000	-	-	2020.03.19	1년 경과 이후	1,640,000	-15.88	-3.35
2020.12.17	Trading Buy	230,000	-8.88	3.48	2019.03.19	매수	1,640,000	-21.32	-11.40
2020.10.20	Trading Buy	185,000	-1.28	17.30	2018.08.07	분석 대상 제외	-	-	-
2020.10.16	분석 대상 제외	-	-	-	코스맥스 (192820)				
2020.04.29	1년 경과 이후	-	-	-	2020.11.05	매수	145,000	-	-
2019.04.29	중립	-	-	-	2020.10.16	분석 대상 제외	-	-	-
2019.03.19	Trading Buy	210,000	-0.59	12.14	2020.06.24	Trading Buy	97,000	4.91	29.90
2018.08.07	분석 대상 제외	-	-	-	2020.02.27	Trading Buy	90,000	-6.89	8.22
LG생활건강 (051900)					2019.08.09	Trading Buy	103,000	-26.06	-14.56
2021.01.25	매수	2,000,000	-	-	2019.05.13	Trading Buy	140,000	-23.92	-13.93
2020.10.20	매수	1,900,000	-17.69	-13.21	2019.03.19	Trading Buy	164,000	-13.02	-5.79
2020.10.16	분석 대상 제외	-	-	-	2018.08.07	분석 대상 제외	-	-	-

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자이건 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과이익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과이익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자이건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 LG생활건강, 아모레퍼시픽(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.