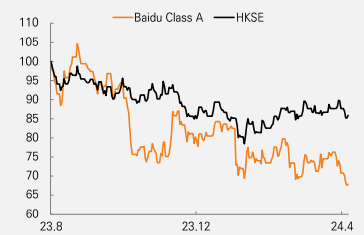


투자 의견(신규)	<b>Trading Buy</b>
목표주가(신규)	<b>HKD 108.3</b>
현재주가(24/04/18)	HKD 93.55
상승여력	15.7%

항생 종합(p)	16,184.02
EPS 성장률(24F, %)	2.0
P/E(24F, x)	11.7
배당수익률(%)	-

시가총액(십억HKD)	258.64
시가총액(조원)	45.72
상장주식수(백만주)	2,280.44
90일 평균 거래대금(백만HKD)	867.95
52주 최저가(HKD)	91.35
52주 최고가(HKD)	155.80

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.5	-17.7	-27.8
상대주가	-6.5	-11.0	-9.0



[EV/자동차글로벌 AI]

박연주  
yeonju.park@miraeasset.com

# 바이두

## 잠재력과 속제 사이

### 투자 의견 Trading Buy, 목표주가 108홍콩달러로 커버리지 개시

바이두에 대해 투자 의견 Trading Buy와 목표가 108홍콩달러로 커버리지를 개시한다. 생성 AI 도입으로 주력인 광고 및 클라우드 부문에서 매출 성장이 기대되고 중기적으로도 정부 지원과 방대한 사용자 기반을 바탕으로 중국 AI 산업 성장에 따른 수혜가 기대된다. 다만 궁극적으로 중국 AI 기술이 미국 대비 경쟁 우위를 확보할 수 있을 지는 불확실하다. 주가는 박스권 횡보할 가능성이 높아 보인다. 목표주가는 24년 예상 EPS에 과거 2년 평균 PER을 적용해 도출하였다.

### 중국 대표 AI 기업으로서의 잠재력: 광고 및 클라우드 부문 수익화 시작

바이두는 23년 3월 중국 최초로 파운데이션 모델인 '어니'를 상용화하였고 이를 기반으로 콘텐츠 생성부터 타겟팅 등 전 과정에서 AI 기술을 도입한 새로운 광고 플랫폼을 출시해 AI 기반 광고 매출이 창출되고 있다. 또한 다수의 기업이 '어니'를 사용하기 시작하면서 바이두의 클라우드 매출도 중국 시장 전체보다 빠르게 성장하고 있다. 결과적으로 23년 4분기 AI 관련 매출 비중은 전체의 2~3% 수준까지 확대되었으며 24년에는 높은 한 자릿수 수준까지 증가할 것으로 예상된다.

중기적으로 바이두의 기술력과 7억명에 달하는 검색 엔진 사용자들로부터 나오는 방대한 데이터, 중국 정부의 자국 모델 선호 정책 등을 감안할 때 '어니'가 중국 내 주요 모델 중 하나가 될 가능성이 높아보이는데 이 경우 API 매출도 기대할 수 있다.

### 글로벌 경쟁력 확보는 풀어야 할 숙제

AI 기술은 빠르게 발전하고 있고 이를 위해 고성능 연산 반도체가 필요하다. 그러나 미국이 중국에 대한 AI 반도체 수출을 제한하고 있어 중국 기술 발전에 걸림돌이 되고 있다. 더욱이 최근 중국 검색 엔진 시장에서 마이크로소프트의 점유율이 확대되고 있다. 과거 인터넷 산업처럼 정부가 해외 기업을 제재할 수도 있겠지만 시가 기업 경쟁력의 핵심인 상황에서 과거와 같은 일방적인 제재가 가능할지는 불확실하다.

24~26년 매출액은 연평균 9% 성장할 전망이다. AI 수요 증가로 클라우드 매출액이 연평균 21% 성장하면서 전체 성장을 견인할 전망이다. AI 투자 확대에 따른 비용 증가로 수익성 개선은 점진적일 것으로 전망된다.

계산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억CNY)	124.5	123.7	134.6	145.7	158.7
영업이익 (십억CNY)	10.5	15.9	21.9	23.6	26.2
영업이익률 (%)	8.4	12.9	16.2	16.2	16.5
순이익 (십억CNY)	7.6	7.5	21.5	22.0	24.4
EPS (CNY)	3.6	2.7	7.2	7.3	8.1
ROE (%)	3.6	3.4	8.8	8.3	8.5
P/E (배)	27.2	21.1	16.5	11.8	10.6
P/B (배)	1.6	1.2	1.2	0.9	0.9

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 바이두, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 투자 포인트: 잠재력과 숙제

## 1. 잠재력: 생성 AI 도입에 따른 광고 및 클라우드 부문 성장 전망

바이두는 생성 AI 도입으로 주력인 광고 및 클라우드 부문에서 수혜가 기대된다.

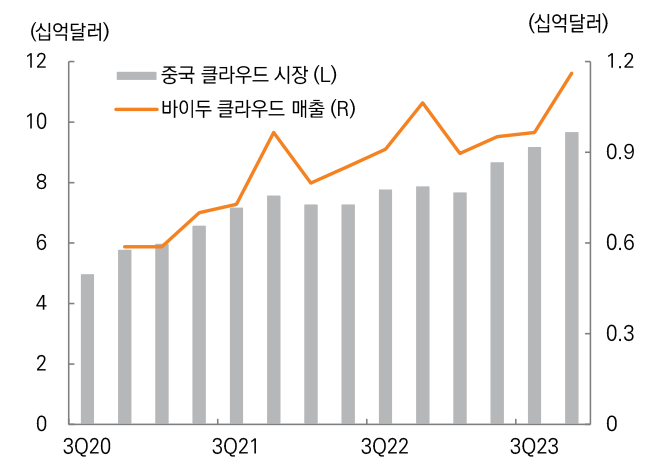
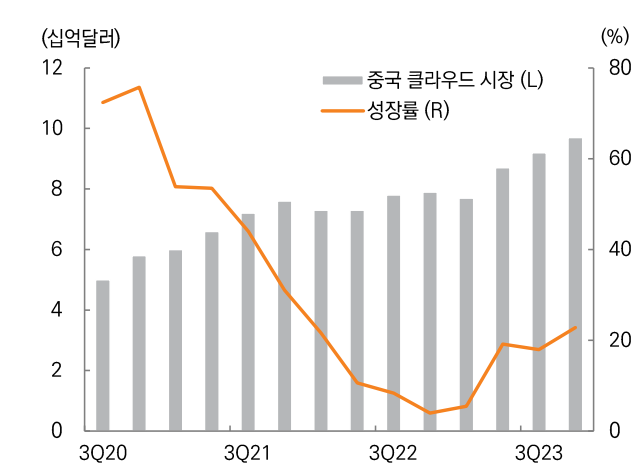
바이두는 23년 3월 중국 최초로 파운데이션 모델인 ‘어니’를 상용화하였고 이를 기반으로 광고 플랫폼을 업그레이드하였다. 새로운 광고 플랫폼은 콘텐츠 생성에서부터 타겟팅, 입찰 등 전 과정에서 걸쳐 AI를 도입함으로써 타겟팅 효과를 높이고 원가를 절감할 수 있다. 바이두는 23년 4분기 AI 기반 광고 플랫폼에서 수익위안 규모의 매출이 발생했다고 밝혔다. 중기적으로 검색 엔진에 파운데이션 모델이 도입되면 채팅형 검색과 멀티모달 검색이 가능해지면 검색 쿼리 수가 늘어나고 클릭률이 상승하면서 검색 엔진의 가치가 높아질 수 있다.

클라우드 부문의 성장도 가속화되고 있다. 바이두는 22년 중국 클라우드 시장 점유율 9%를 차지하는 주요 업체 중 하나로 파운데이션 모델부터 응용 프로그램까지 AI 훈련 및 추론에 필요한 서비스 전체를 고객에게 제공하고 있다. ‘어니’가 중국 최초로 출시되고 다수의 기업이 이를 사용하면서 바이두의 클라우드 매출은 시장보다 빠르게 성장하고 있다. 클라우드 매출에서 AI 비중은 23년 3분기 낮은 한 자릿수에서 4분기 5% 수준까지 확대되었다. 클라우드 부문의 성장은 24년 더 가속화될 전망이다. AI 기술이 중장기 기업 경쟁력 측면에서 핵심이고 정부 지원 정책도 기대되는 만큼 투자가 확대될 것으로 예상되기 때문이다.

결과적으로 23년 4분기 바이두의 AI 관련 매출 비중은 전체의 2~3% 수준까지 확대되었으며 24년에는 높은 한 자릿수 수준까지 증가할 것으로 예상된다.

그림 1. 중국 클라우드 시장 규모 및 성장률 추이

그림 2. 중국 클라우드 시장과 바이두 매출액 추이



자료: Canalis, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Canalis, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

중기적으로 바이두의 '어니'가 중국 내에서 주요 파운데이션 모델로 성장하면 관련 API 매출(Application Programming Interface, 파운데이션 모델 사용 수수료)도 발생할 수 있다. 파운데이션 모델간 경쟁이 치열하지만 바이두의 AI 기술력과 7억명에 달하는 기존 검색 엔진 사용자들로부터 나오는 방대한 데이터, 중국 정부의 자국 모델 선호 정책 등을 감안할 때 '어니'가 중국 내 주요 모델 중 하나가 될 가능성이 높아 보인다.

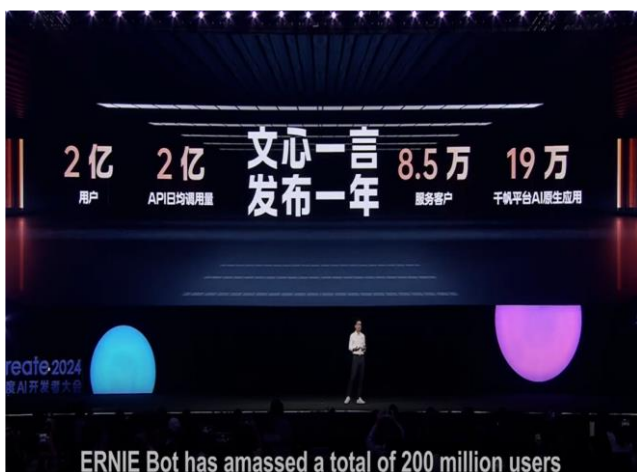
파운데이션 모델을 기반으로 응용 서비스가 만들어지면 입출력하는 토큰(데이터 단위) 당 API 매출이 발생한다. 24년 4월 바이두는 '어니' 사용자가 2억명에 도달했으며 어니 API가 매일 2억회 사용되고 있다고 밝혔다.

중국에는 200개가 넘는 대형언어모델이 출시되어 있지만 모델의 성능을 결정하는 핵심 중 하나는 데이터다. 바이두는 월간활성사용자 수가 7억명이 넘고 높은 검색 시장 점유율을 보유하고 있어 방대한 사용자 데이터를 활용할 수 있다.

향후 중국 정부의 AI 지원 정책이 더 강화되면서 생성 AI 시장 성장도 가속화될 것으로 예상된다. 중국은 미국 대비 중국 AI 기술이 뒤처진다는 인식 하에 24년 3월 전인대에서 중국은 'AI+'라는 개념을 내 놓았다. 이는 AI가 다른 산업의 발전을 돕는 보조 수단의 역할을 하는 '+AI'에서 경제의 전환과 고도화를 뒷받침하는 필수 인프라이자 핵심 역량의 역할을 하는 'AI+'로 전환할 것이라는 뜻으로 추정된다. 과거 중국은 15년 '인터넷+'라는 정책에서 인터넷을 전 산업 분야에 활용하겠다고 밝힌 이후 바이두 등 거대 플랫폼 기업을 성장시켰다. AI 산업에 대해 국가 차원에서 종합적으로 지원이 강화될 것으로 예상된다.

과거 인터넷 산업 부양 시기에도 구글과 같은 해외 업체를 배제하고 자국 업체를 지원했던 것처럼 AI 역시 현재 당국의 허가를 받은 모델만 사용할 수 있게 되어 있다. 이에 삼성 스마트폰과 애플 아이폰도 중국에서는 바이두 모델을 사용하기로 논의하고 있으며 향후 해외 기업의 중국 내수 기반 AI 서비스도 바이두와 같은 중국 기업과 협력할 가능성이 높다.

그림 3. 바이두 어니봇 사용 현황 (24년 4월)



자료: 바이두, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 삼성 바이두 AI 탑재 보도

### 삼성, 中 갤럭시24에 '바이두 생성 AI' 탑재

중국삼성-바이두 협력...삼성노트 등에 번역 및 요약 등 제공

홍모바일 | 일력: 2024/01/26 08:27 | 수정: 2024/01/26 08:28

유효정 중국전문기자 | 기자페이지구독 | 기자의 다른기사 보기

삼성전자가 중국 시장에서 내놓는 갤럭시S24에 바이두의 생성형 인공지능(AI) 기술을 탑재한다.

25일 중국 언론 수즈헨센에 따르면 갤럭시S24 시리즈 신제품 발표회에서 삼성전자가 중화권 사용자체험전략 최위안모 부총재와 바이두 천이판 부총재가 공동으로 "중국삼성과 바이두 스마트 클라우드가 정식으로 AI 생태계 전략 협력 파트너십을 결정한다"고 발표했다.

삼성전자가 새롭게 출시 한 '갤럭시 AI'를 바이두의 생성형 AI 어니봇에 통합하는 게 핵심이다. 이를 통해 스마트폰에서 통화, 번역 등 기능을 제공하고 사용자들에게 스마트 요약, 레이아웃 등 AI 기능을 사용할 수 있게 한다. 갤럭시S24 사용자들이 더 다양한 AI 앱을 사용할 수 있게 된다는 게 양사의 설명이다.

자료: ZD Net, 미래에셋증권 리서치센터

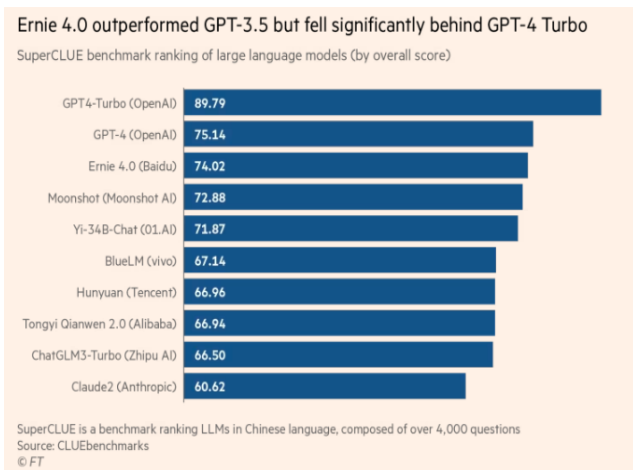
## 2. 속제: 글로벌 경쟁력을 확보할 수 있을까?

AI 기반 매출의 가시화, 중국 내수 시장의 잠재력에도 불구하고 여전히 풀어야 할 속제도 있다. 바이두의 AI 기술력이 글로벌 경쟁력을 확보할 수 있을지 여부이다.

파이낸셜 타임즈의 분석에 따르면 바이두의 ‘어니’의 전반적인 성능은 ‘GPT-4’에 근접한 수준이지만 ‘GPT-4 터보’ 보다는 열위에 있는 것으로 판단된다. 문제는 기술이 지금도 빠르게 발전하고 있고 이를 위해 최신 연산 반도체가 필요하다는 점이다. 그러나 미국이 중국에 대한 고성능 반도체 수출을 제한하고 있어 중국 업체들의 AI 기술 발전에 한계가 있을 수 있는 상황이다. 또한 AI를 학습시키는데는 다양한 데이터가 필수적인데 통제 사회인 중국의 특성상 데이터 활용도 제한적일 수 있다.

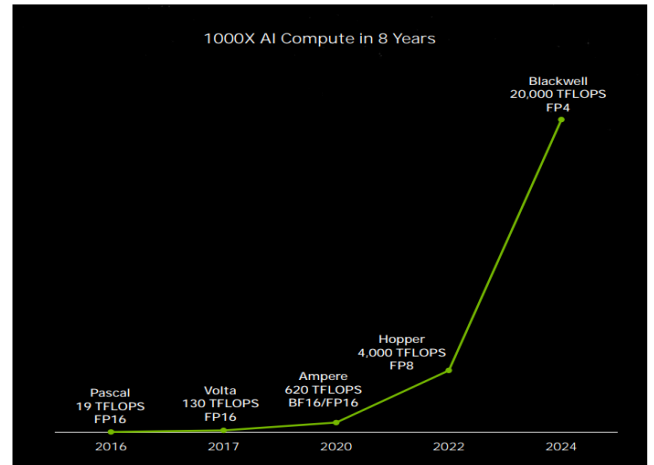
더욱이 24년 들어 중국 내수 검색 엔진 시장에서 마이크로소프트의 Bing 점유율이 확대되고 있다. ‘GPT-4’를 채용한 Bing의 검색 성능이 뛰어나기 때문으로 추정된다. 과거 인터넷 산업과 유사하게 정부가 해외 기업인 마이크로소프트를 제재할 수도 있겠지만 AI가 기업 경쟁력의 핵심이 되는 상황에서 과거와 같은 일방적인 제재가 가능할지는 불확실하다.

그림 5. 어니 4.0과 주요 모델 성능 비교



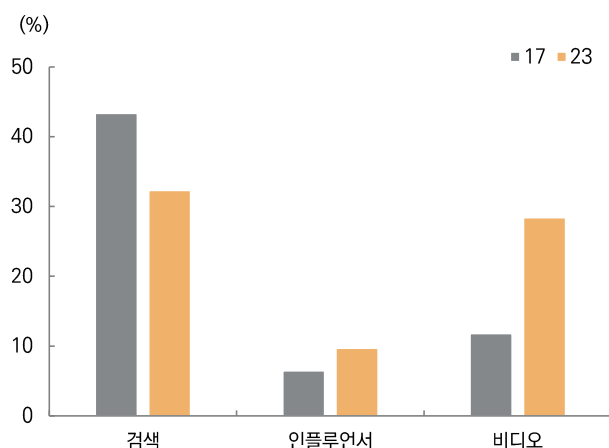
자료: 파이낸셜 타임즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 엔비디아 AI 연산 반도체 성능 추이



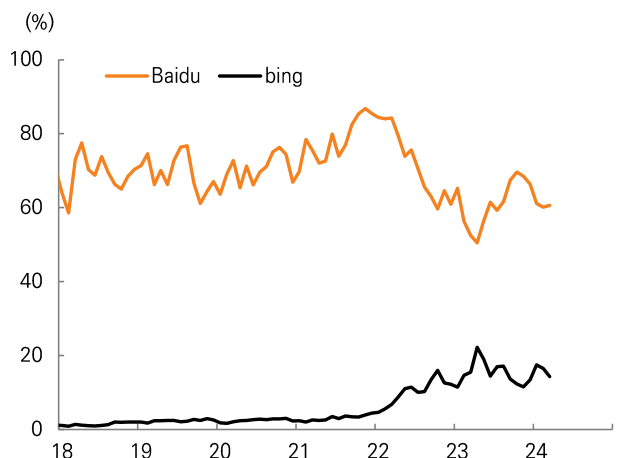
자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 중국 온라인 광고 시장 내 점유율 추이



자료: 스탯티스타, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 중국 검색 엔진 점유율 추이



자료: 스탯카운터, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 실적 전망 및 밸류에이션

### 1. 클라우드 중심으로 24~26년 매출 연평균 9% 성장 전망

바이두는 22년 중국 경기 둔화에 따른 온라인 광고 매출 둔화로 매출액이 0.7% 역성장했으나 23년 온라인 광고 시장이 점진적으로 회복되는 가운데 클라우드 매출이 꾸준히 성장하면서 매출 성장률이 전년대비 8.8%로 회복되었다. 매출 회복에 따라 수익성도 개선되어 영업이익률은 전년대비 3.4%p 개선되었다.

24~26년 매출액은 연평균 9% 성장할 전망이다. AI 수요 증가로 클라우드 매출액이 연평균 21% 성장하면서 전체 성장을 견인할 전망이다. 26년 기준 클라우드 매출 비중은 전체의 27.5% 수준까지 확대될 것으로 예상된다. 온라인 마케팅(광고) 부문은 생성 AI 기반 광고 플랫폼 적용 확대 및 대형언어모델 도입에 따른 검색 쿼리 수 증가, 클릭률 상승으로 연평균 6%의 성장이 기대된다. 영업이익률은 24년 16.2%에서 26년 16.8%로 소폭 개선이 예상된다. AI 투자 확대에 따른 비용 증가로 수익성 개선은 점진적일 것으로 전망된다.

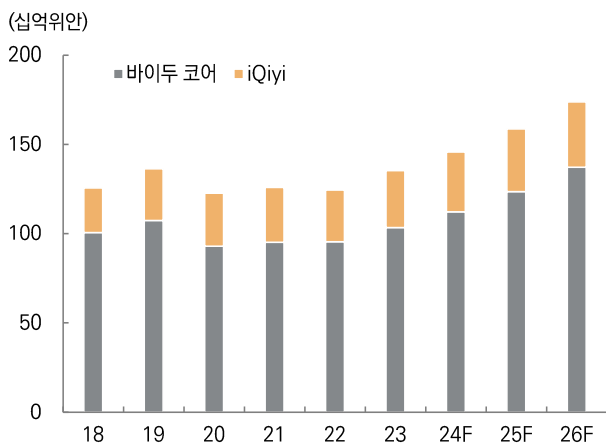
표 1. 바이두 부문별 실적 추정

(백만원, %)

		17	18	19	20	21	22	23	24F	25F	26F
매출액	계	84,810	102,277	107,413	107,074	124,493	123,675	134,598	145,733	158,714	173,805
	바이두 코어	67,680	100,600	107,400	92,990	95,185	95,431	103,465	112,266	123,574	137,260
	온라인 마케팅	73,121	82,000	78,100	69,200	73,900	69,600	75,100	79,606	84,382	89,445
	클라우드 서비스				4,200	21,300	25,900	28,400	32,660	39,192	47,814
	iQiyi	17,378	24,989	28,994	29,708	30,754	28,998	31,873	33,467	35,140	36,546
영업이익	Total	15,690	15,530	6,307	14,340	10,518	15,911	21,856	23,629	26,172	29,135
	Baidu Core		46,137	42,950	34,844	15,164	14,534	18,825	19,948	21,955	24,384
	iQiyi		-8,306	-9,258	-6,041	-4,279	1,312	2,989	3,681	4,217	4,751
영업이익률	Total	18.5	15.2	5.9	13.4	8.4	12.9	16.2	16.2	16.5	16.8
	Baidu Core		45.9	40.0	37.5	15.9	15.2	18.2	17.8	17.8	17.8
	iQiyi		-33.2	-31.9	-20.3	-13.9	4.5	9.4	11.0	12.0	13.0

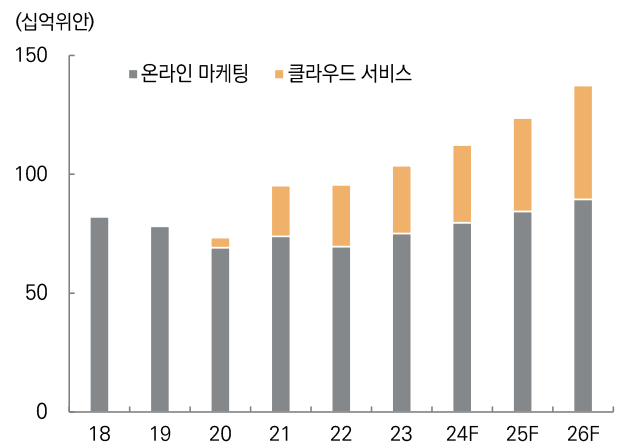
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 부문별 매출 전망



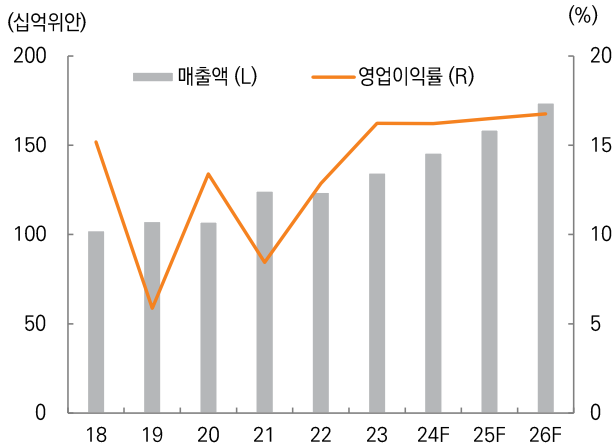
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 바이두 코어 부문별 매출 전망



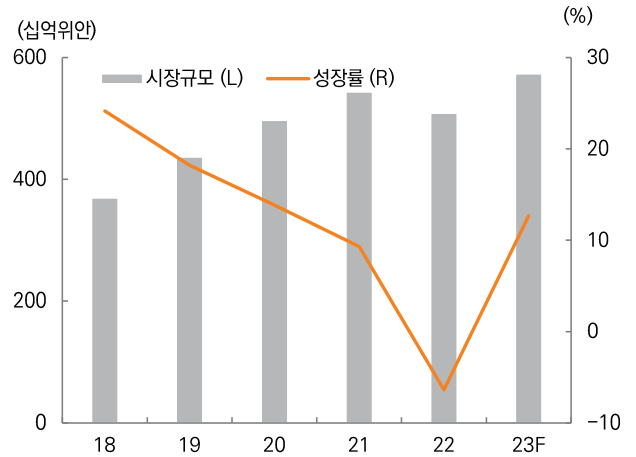
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 바이두 매출액과 영업이익률 추정



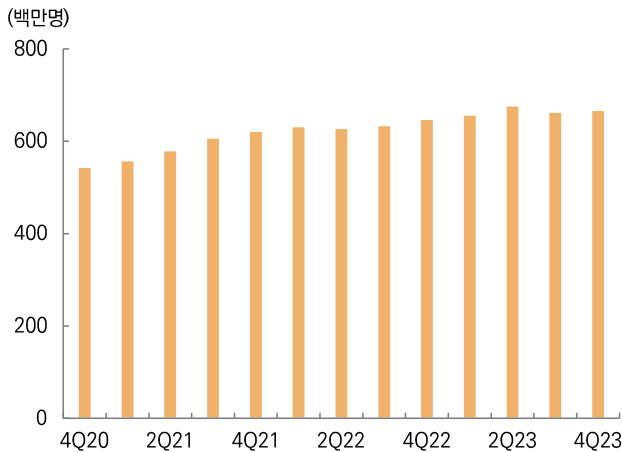
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 중국 온라인 광고 시장 규모 추이



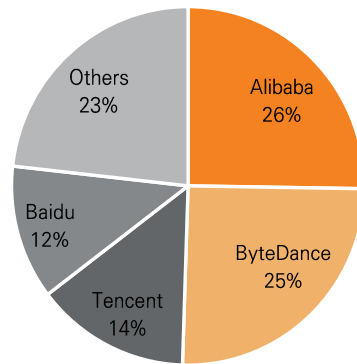
자료: 인터랙티브 마케팅랩, 오토비전 어워드에서 재인용, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 바이두 월간 활성 사용자 수 추이



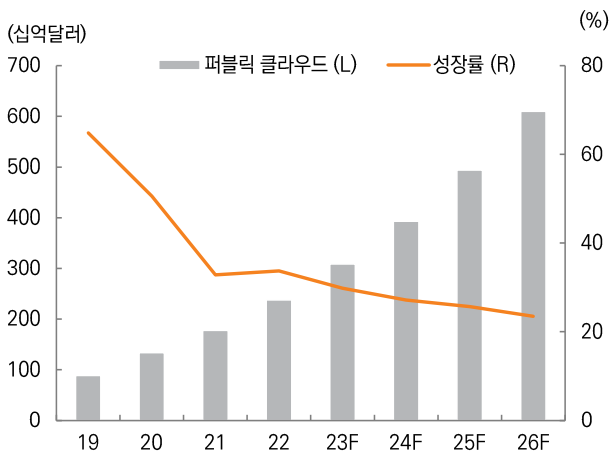
자료: 바이두, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 중국 온라인 광고 시장 점유율 현황(2023)



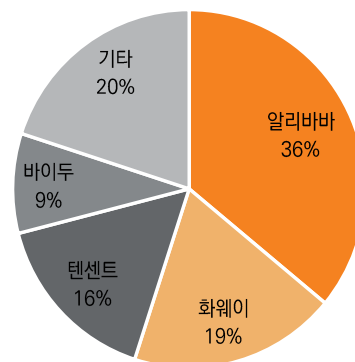
자료: imz lab, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 중국 퍼블릭 클라우드 시장 규모 추이와 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 중국 클라우드 시장 점유율 현황 (2022)



자료: Canalsy, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 투자 의견 Trading Buy, 목표가 108홍콩달러로 커버리지 개시

바이두에 대해 투자 의견 Trading Buy와 목표가 108홍콩달러로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 24년 예상 EPS에 과거 2년 평균 PER 14배를 적용해 도출하였다. 바이두는 21년 이후 중국 경제 성장률이 구조적으로 낮아졌고 이에 따라 홍콩 시장 밸류에이션도 낮아진 점을 감안해 최근 2년을 기준으로 목표 멀티플을 산정하였다.

바이두의 주가는 23년 3월 중국 최초로 파운데이션 모델 ‘어니’를 출시하면서 상승했으나 이후 ‘어니’의 성능이 기대만큼 좋지 못하다는 평가와 함께 지속적인 중국 경기 둔화, 미국의 중국향 AI 반도체 수출 제재 등으로 하락해 왔다.

23년 하반기부터 주력인 광고와 클라우드 부문에서 AI 관련 매출이 발생하기 시작했고 24년 관련 매출이 더 확대될 것으로 기대되며 중국 정부의 적극적인 지원과 방대한 사용자 기반으로 중국 내 주요 AI 업체로 성장할 것으로 기대되는 점은 긍정적이다. 다만 중국 AI 기술이 미국과 비교해 궁극적으로 경쟁력을 확보할 수 있을지가 불확실하고 검색 엔진 부문에서 마이크로소프트에 점유율을 뺏기고 있는 점은 풀어야 할 숙제로 판단된다.

결론적으로 바이두의 AI 기술이 분명한 경쟁 우위를 확보하거나 중국 정부의 강한 자국 업체 선호 정책이 나올 때까지 주가는 박스권 횡보할 가능성이 높아 보인다. 리스크 요인은 미국 금리 상승에 따른 이머징 국가 투지 심리 악화, 미중 갈등 심화, 중국의 추가적인 경기 둔화 등이다.

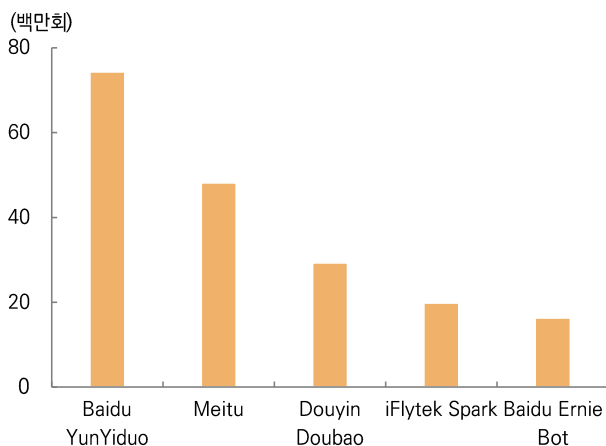
표 2. 중국 빅테크 밸류에이션 비교

(%, 배)

종목명	매출성장률			영업이익성장률			PER				PBR				PSR			
	23	24F	25F	23F	24F	25F	22	23F	24F	25F	22	23F	24F	25F	22	23F	24F	25F
사오미	-6.9	20.4	12.8	369.5	-22.3	13.3	98.0	30.8	24.5	22.3	2.6	2.3	2.1	1.9	1.3	1.4	1.2	1.1
바이두	4.7	11.5	6.9	32.1	30.0	10.1	18.3	13.3	9.6	8.4	1.1	1.0	0.9	0.9	1.9	1.8	1.7	1.6
알리바바	8.9	7.8	7.7	27.7	11.1	9.4	12.2	7.9	7.9	7.0	1.3	1.2	1.2	1.0	1.5	1.3	1.3	1.2
텐센트	5.6	14.1	10.0	39.6	27.3	14.3	48.3	22.3	14.8	13.3	3.8	3.3	2.8	2.4	4.8	4.4	4.0	3.7
비야디	36.6	29.8	18.6	62.5	31.0	25.7	32.1	18.3	15.6	12.6	5.0	4.0	3.2	2.6	1.4	1.0	0.8	0.7

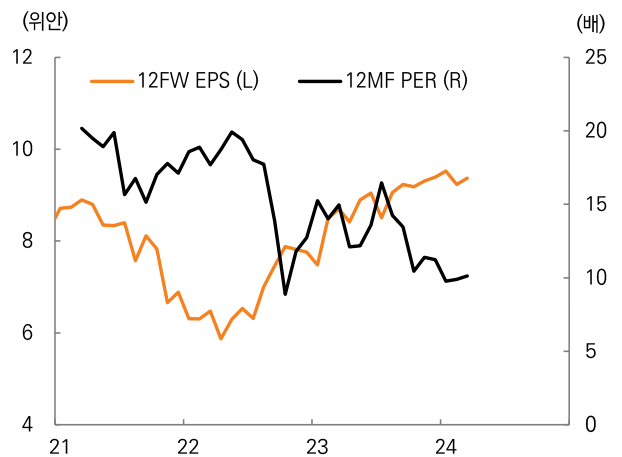
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 중국 AI 앱 다운로드 순위 (24년 3월)



자료: Aicpb, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 바이두 12개월 선행 EPS와 PER 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

## Appendix. 기업 개요

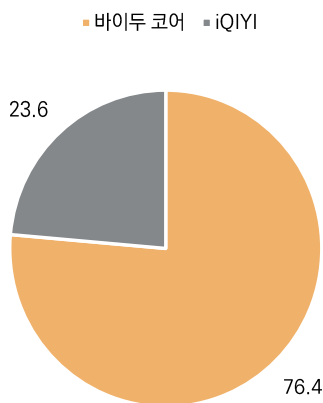
### 1. 중국 대표 검색 엔진

바이두는 2000년에 설립된 검색엔진 플랫폼 기업으로 BAT(Baidu, Alibaba, Tencent)라고 불리는 중국의 3대 IT 기업 중에 하나이다. 이후 2005년 미국 나스닥에 처음 상장한 뒤로 2021년 홍콩증권거래소에서 2차 상장을 하였다. 검색 플랫폼 외에도 2010년 이후부터 인공지능 부문에 꾸준히 투자를 하며 클라우드 서비스, 시칩 개발 및 자율주행 등으로 사업 분야를 확장하고 있다.

바이두의 매출은 바이두 코어와 iQIYI로 구분된다. 바이두 코어 매출은 모바일 앱 생태계, AI 클라우드, 자율주행 등 AI를 기반으로 한 온라인 마케팅(광고)과 클라우드로 구성된다. iQIYI는 중국의 구독형 OTT 스트리밍 서비스로 2018년 나스닥에 상장했다.

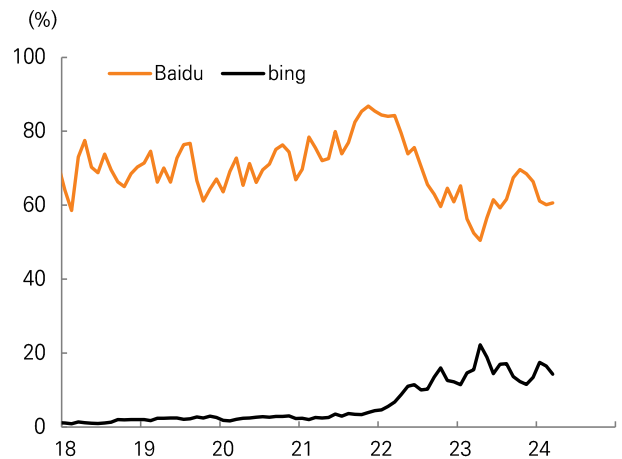
바이두 코어는 2023년 기준 전체 매출에서 76.4%의 비중을 차지하는 주요 사업 부문이다. 바이두 코어 내 세부 비중은 온라인 마케팅이 72.6%, 클라우드 서비스가 18.1%, 기타 매출이 9.3%를 차지하고 있다. 바이두는 글로벌 5위의 높은 점유율을 보이는 검색 엔진과 AI 기술을 통해 검색 광고, 디스플레이 광고 등의 서비스를 제공한다. 바이두 검색 엔진은 중국 내에서 약 60%의 점유율을 차지하고 있기 때문에 중국인을 대상으로 광고를 집행하기 용이하다. 클라우드 매출은 클라우드 서비스 및 솔루션 제품을 통해 이뤄진다. 바이두는 알리바바, 화웨이, 텐센트와 함께 중국 내 클라우드 시장을 과점하고 있다. 그 외에도 자율주행 프로젝트 아폴로, AI 챗봇 어니봇 등의 부문에서 AI와 관련된 매출이 발생하고 있다.

그림 19. 23년 기준 매출 비중



자료: 바이두, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 인터넷 점유율 추이



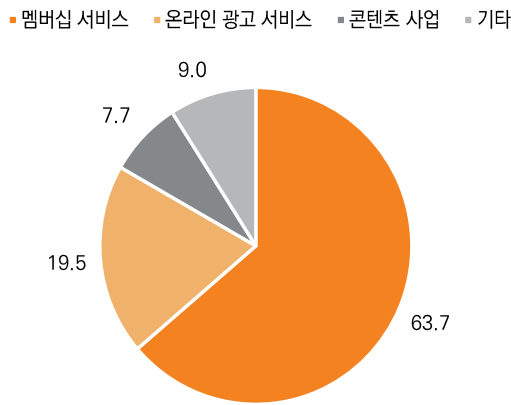
자료: Statcounter, 미래에셋증권 리서치센터



iQIYI 매출은 2023년 기준 전체 매출에서 약 23.6%의 비중을 차지하고 있다. 멤버십 서비스, 온라인 광고 서비스, 콘텐츠 사업 등으로 매출이 발생하며, 멤버십 서비스가 iQIYI 내에서 63.7%로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. iQIYI는 중국 내에서 가장 인기있는 OTT 플랫폼으로 1억명 이상의 멤버십 구독자를 보유하고 있다.

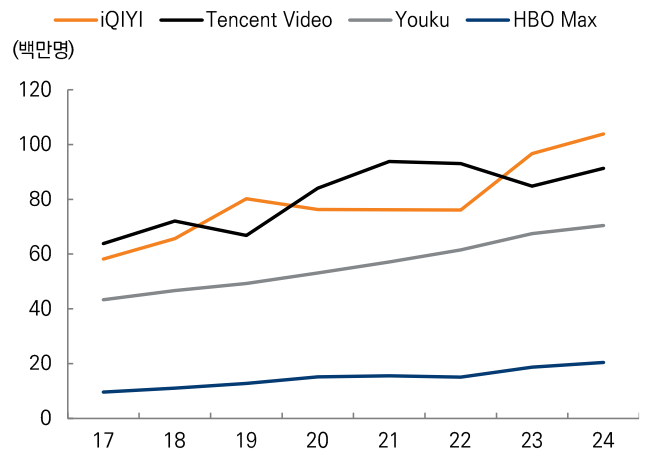
바이두는 미국 나스닥 홍콩증권거래소에 동시 상장되어 있으며 나스닥에는 1주당 원주 8주에 해당하는 ADR(미국예탁증서) 형식으로 거래되고 있다. 또한 동사는 차등의결권 제도를 도입해 Class A와 Class B 주식의 구조를 가지고 있다. Class A 주식은 시장에서 거래 가능하며 1주당 1개의 의결권을 가지는 반면, Class B 주식은 시장에서 거래되지 않으며 1주당 10개의 의결권을 가진다. 바이두의 공동창립자이자 CEO인 리옌훙은 Class A 주식의 2.9%와 Class B 주식의 83.7%를 보유하고 있다. 따라서 전체 지분 기준 약 18.2%와 의결권 기준으로는 59.3%를 보유하고 있다.

그림 21. iQIYI 부문 내 매출 비중



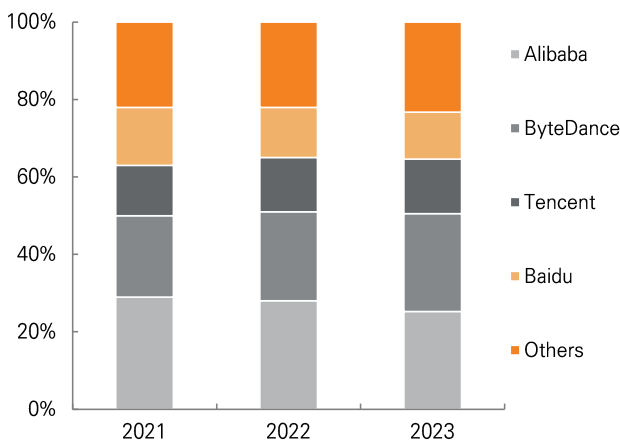
자료: 바이두, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 중국 OTT 서비스 구독자 추이



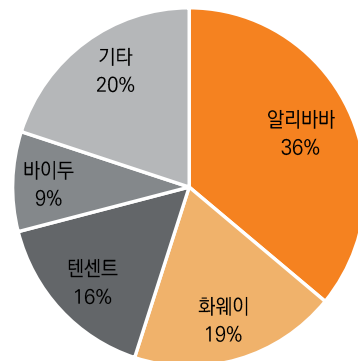
자료: 스탯티스타, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 중국 온라인 광고 시장 점유율 추이



자료: Imz lab, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 중국 클라우드 시장 점유율 (2022)



자료: Canalis, 미래에셋증권 리서치센터

바이두 (9888 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만CNY)	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>123,675</b>	<b>134,598</b>	<b>145,733</b>	<b>158,714</b>
매출원가	63,935	65,031	70,717	76,577
<b>매출총이익</b>	<b>59,740</b>	<b>69,567</b>	<b>75,015</b>	<b>82,137</b>
영업비용	43,829	47,711	51,386	55,965
<b>영업이익</b>	<b>15,911</b>	<b>21,856</b>	<b>23,629</b>	<b>26,172</b>
비영업손익	-5,799	3,342	2,053	2,322
<b>세전사업손익</b>	<b>10,112</b>	<b>25,198</b>	<b>25,682</b>	<b>28,494</b>
법인세비용	2,578	3,649	3,719	4,126
당기순이익	7,534	21,549	21,963	24,367
비배주주순이익	-25	1,234	1,258	1,395
<b>지배주주순이익</b>	<b>7,559</b>	<b>20,315</b>	<b>20,705</b>	<b>22,972</b>

Growth(YoY)	2022	2023	2024F	2025F
매출액증가율	-0.7%	8.8%	8.3%	8.9%
매출총이익증가율	-0.7%	16.4%	7.8%	9.5%
영업이익증가율	51.3%	37.4%	8.1%	10.8%
지배주주순이익증가율	-26.1%	168.8%	1.9%	10.9%

Margin(%)	2022	2023	2024F	2025F
매출총이익률	48.3%	51.7%	51.5%	51.8%
영업이익률	12.9%	16.2%	16.2%	16.5%
지배주주순이익률	6.1%	15.1%	14.2%	14.5%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만CNY)	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>26,170</b>	<b>36,615</b>	<b>41,296</b>	<b>43,735</b>
당기순이익(지배주주지분)	7,534	21,549	21,963	24,367
비현금수익비용가감(감가상각비)	6,944	7,820	7,814	9,516
운전자본변동	-4,188	933	-181	228
기타영업활동	15,855	7,547	11,701	9,624
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3,944</b>	<b>-50,397</b>	<b>-22,748</b>	<b>-33,568</b>
자본적지출	-8,393	-11,295	-10,000	-10,000
장기금융자산의 증가(감소)	-177,562	-200,145	-180,907	-186,205
기타투자활동	182,011	161,043	168,158	162,636
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-6,390</b>	<b>-14,162</b>	<b>-8,705</b>	<b>-3,065</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-6,813	-13,093	-7,670	-1,916
자본의 증가(감소)	-498	-1,200	-1,035	-1,149
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	921	131	0	0
FX rate effect	1,729	282	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>17,565</b>	<b>-27,662</b>	<b>9,843</b>	<b>7,102</b>
기초현금	180,093	173,995	193,901	203,744
기말현금	173,995	193,901	203,744	210,847

자료: 바이두, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만CNY)	2022	2023	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>212,850</b>	<b>230,255</b>	<b>243,106</b>	<b>252,451</b>
현금 및 현금성 자산	173,995	193,901	203,744	210,847
매출채권 및 기타채권	11,733	10,848	11,745	12,792
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	27,122	25,506	27,616	28,812
<b>비유동자산</b>	<b>178,123</b>	<b>176,504</b>	<b>189,547</b>	<b>211,608</b>
유형자산	34,398	38,811	40,997	41,481
장기투자자산	78,926	72,623	77,352	87,306
기타비유동자산	64,799	65,070	71,198	82,821
<b>자산총계</b>	<b>390,973</b>	<b>406,759</b>	<b>432,652</b>	<b>464,059</b>
<b>유동부채</b>	<b>79,630</b>	<b>76,451</b>	<b>83,526</b>	<b>88,998</b>
매입채무 및 기타채무	38,014	37,717	41,015	44,414
단기금융부채	23,361	22,198	24,529	25,112
기타유동부채	18,255	16,536	17,982	19,472
<b>비유동부채</b>	<b>73,538</b>	<b>67,700</b>	<b>67,700</b>	<b>70,200</b>
장기금융부채	67,993	62,397	62,397	64,897
기타비유동부채	5,545	5,303	5,303	5,303
<b>부채총계</b>	<b>153,168</b>	<b>144,151</b>	<b>151,226</b>	<b>159,198</b>
자본금	0.00	0.00	0.00	0.00
자본잉여금	79,855	87,099	87,099	87,099
이익잉여금	148,341	161,240	180,910	202,733
기타포괄손익누계액	546	-895	-895	-895
비지배주주지분	14,327	18,982	17,916	19,311
<b>자본총계</b>	<b>237,805</b>	<b>262,608</b>	<b>281,427</b>	<b>304,861</b>
<b>부채 및 자본총계</b>	<b>390,973</b>	<b>406,759</b>	<b>432,652</b>	<b>464,059</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (배)	21.1	16.5	11.8	10.6
P/B (배)	1.2	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	8.9	6.9	4.6	4.0
EPS (CNY)	2.7	7.2	7.3	8.1
BPS (CNY)	79.6	85.9	93.0	100.9
매출채권회전율 (회)	10.5	12.4	12.4	12.4
재고자산회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무회전율 (회)	3.3	3.6	3.6	3.6
ROA (%)	1.9	5.3	5.1	5.3
ROE (%)	3.4	8.8	8.3	8.5
ROIC (%)	7.1	9.7	10.1	10.9
부채비율 (%)	64.4	54.9	53.7	52.2
유동비율 (%)	267.3	301.2	291.1	283.7
순부채비율 (%)	-34.8	-41.6	-41.5	-39.6

**Compliance Notice**

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

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