

하나 글로벌 리서치

2020년 7월 30일 | 중국

마오타이(600519.CH)



2Q20 Re: 믿고 보는 마오타이

대리상 채널 부진했으나 직판 채널은 고성장

2분기 매출액은 203억위안(YoY +9%), 순이익은 95억위안(YoY +9%)으로 시장 컨센서스(매출 217억위안, 순이익 98억위안)를 각각 6%, 2% 하회했다. 2분기 실적이 시장 기대치 대비 부진했던 이유는 1)계열주 판매가 상반기 역성장했고, 2)직접판매 채널 비중을 빠르게 늘려가는 과정에서 대리상 채널로의 공급 물량이 충분치 못했기 때문이다. 상반기 기준 마오타이주의 매출(비중 86%)은 YoY 13%의 견조한 성장을 시현했고, 계열주 매출액(비중 10%)은 전년비 소폭 감소했다. 판매채널별로는 대리상 매출액(비중 88%)이 YoY +2%에 그친 반면, 직영점/온라인/대형마트로의 직접판매 매출액(비중 12%)은 YoY +222%의 고성장을 기록했다. 마진율이 91%에 달하는 마오타이주의 매출이 두자리대 성장을 이어감에 따라 2분기 영업이익률(66.5%)과 순이익률(46.8%)도 각각 YoY 0.2%p, 0.1%p 개선되었다.

하반기에도 직판 채널이 기대요인

지난 3월 1천위안 후반까지 하락했던 마오타이주 도매가격은 경제 활동 정상화, 마오타이주 투기 수요로 인해 7월 중순 2,540위안까지 상승했다. 최근 중국정부가 고급 백주 가격 급등세를 경계하고 있으나, 연말까지 가격 조정폭은 제한적일 전망이다. 마오타이주 공급 부족 상태와 고급 백주에 대한 높은 수요가 여전히 유효하기 때문이다. 하반기에도 직접판매 채널 고성장과 이에 따른 ASP/마진율 상승으로 양호한 실적이 기대된다. 3Q/4Q20 매출액은 YoY +16%/+21%, 순이익은 YoY +11%/+12%의 견조한 성장이 예상된다.

명품 소비주로서 여전히 높은 투자 매력 보유

시장 기대치보다 부진한 2분기 실적에도 불구하고 하반기 직판 매출 고성장에 기반한 실적 호조가 예상됨에 따라 마오타이의 목표주가가 2,100위안대 이상으로 큰 폭 상향되고 있다. 기주 증산으로 공급 부족 현상은 2021년부터 점진적 해소가 예상되며, 중장기 관점에서 명품 소비주인 마오타이의 기업가치는 꾸준히 향상될 것으로 기대된다.

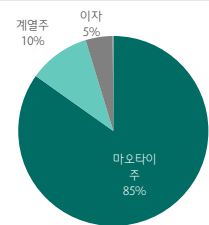
투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★☆☆

Key Data

국가	중국
상장거래소	상해거래소
산업 분류	필수소비재
주요 영업	백주
홈페이지	www.moutaichina.com
시가총액(십억 CNY)	2,100.4
시가총액(조원)	357.9
52주최고/최저(CNY)	1787/923.8
주요주주 지분율(%)	
중국귀주모태그룹	57.99
홍콩중앙결산유한공사	8.01
블룸버그 목표가(CNY)	1795.99
최근 증가(CNY)	1672.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.1 58.6 71.0
상대	5.1 50.1 61.2

매출구성



Stock Price



주: 1. 2020.7.29 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

Financial Data

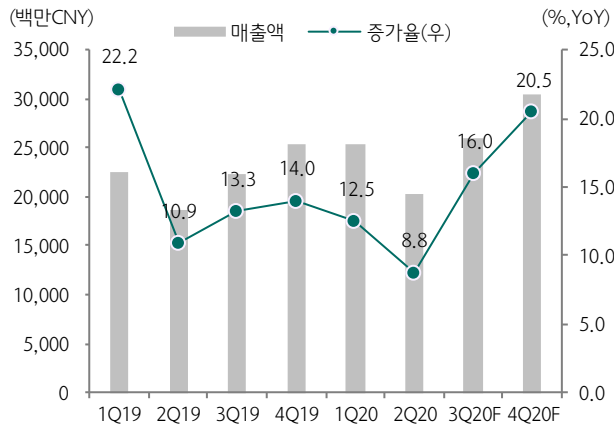
백만 CNY	2018	2019	2020F	2021F
매출액	77,199	88,854	98,494	116,604
영업이익	51,339	59,068	67,748	80,801
순이익	35,204	41,206	47,181	57,231
EPS(CNY)	28.0	32.8	37.6	45.6
EPS(YOY,%)	30.0	17.1	14.5	21.2
ROE(%)	34.5	33.1	30.5	30.9
PER(배)	21.1	36.1	44.5	36.7
PBR(배)	6.6	10.9	13.0	10.9
배당률(%)	2.5	-	1.1	1.4

자료: Bloomberg, 하나금융투자



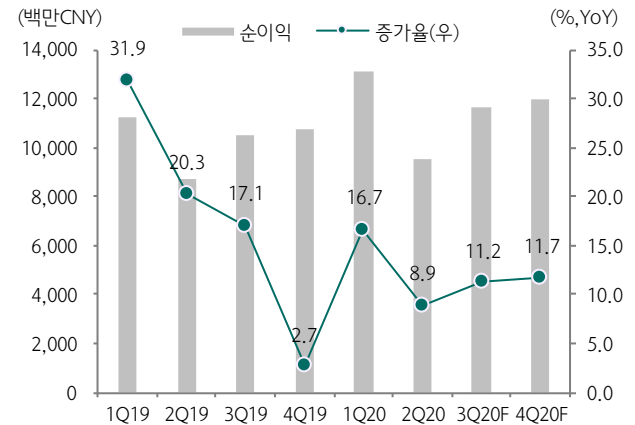
중국/신중국 기업분석 백승혜
02-3771-7521
sh_baek@hanafn.com

그림 1. 마오타이 분기별 매출액 추이 및 전망



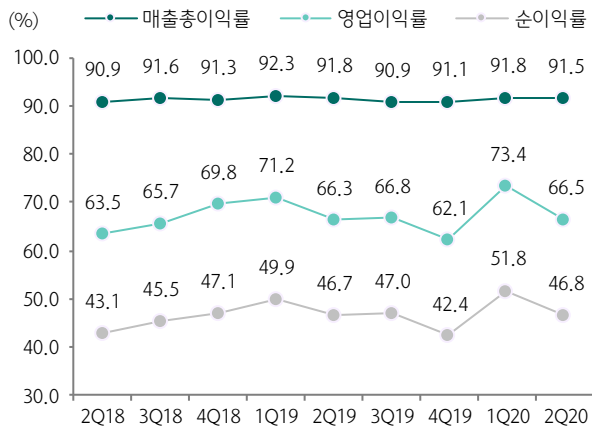
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 마오타이 분기별 순이익 추이 및 전망



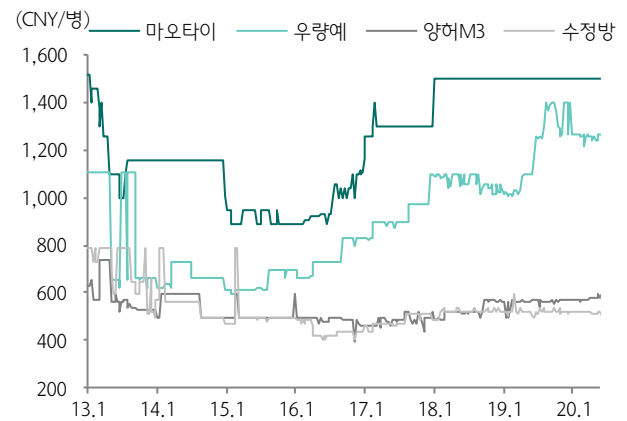
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 마오타이 분기별 이익률 추이



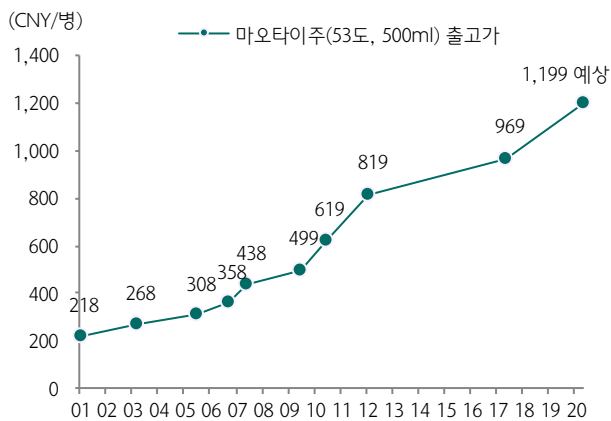
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 고급백주 수요 증가로 백주 가격 양극화 현상 지속



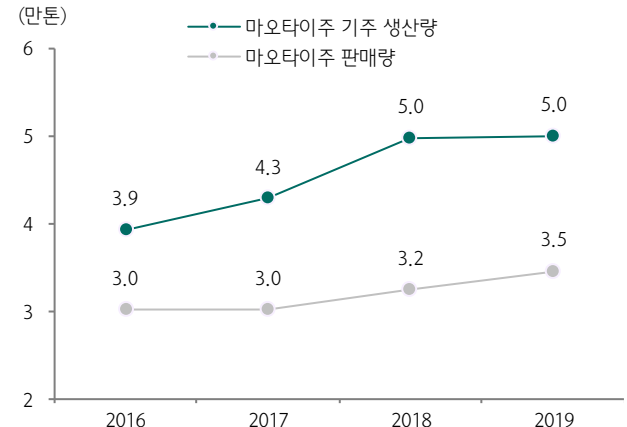
자료: Wind, 하나금융투자

그림 5. 2020년 마오타이주 출고가 인상 기대감 유효



자료: Wind, 하나금융투자

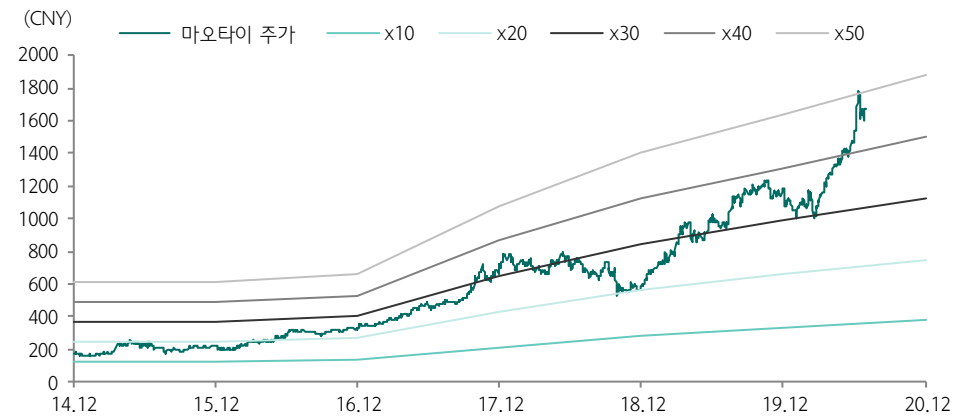
그림 6. 마오타이주 기주 생산량 및 판매량



주: 마오타이주는 4~5년간의 기주 숙성 과정을 통해 생산

자료: 마오타이, 하나금융투자

그림 7. 마오타이 역사적 PER 밴드



주: 12M Fwd 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 1. 글로벌 Peer 밸류에이션 비교

기업명	티커	시총 (백만USD)	EPS growth(%)		P/E(배)		P/B(배)		ROE(%)	
			20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
평균			3.0	25.1	36.5	29.0	6.4	5.5	17.6	18.8
마오타이	600519 CH	299,659	14.5	21.5	44.4	36.6	13.0	10.8	30.6	31.2
우량예	000858 CH	118,649	17.1	20.9	40.8	33.7	9.4	8.0	24.0	24.6
안호이저-부시 인베브	ABIB BB	112,293	(60.9)	67.4	30.8	18.4	1.4	1.4	4.0	7.4
디아지오	DGE LN	85,811	(16.5)	8.7	26.0	24.0	8.3	7.3	32.3	32.9
암베브	ABEV3 BZ	46,074	(27.0)	27.6	27.6	21.6	3.4	3.3	13.4	16.1
페르노 리카	RI FP	45,094	(5.6)	11.8	27.9	24.9	2.4	2.3	8.3	9.1
브라운-포맨	BF/B US	31,682	(5.3)	11.0	41.7	37.6	14.0	12.0	37.1	35.5
장쑤 양허맥주	002304 CH	29,176	3.2	14.1	26.8	23.5	4.9	4.5	18.6	19.4
루저우 라오자오	000568 CH	24,458	13.0	22.4	32.6	26.6	7.5	6.4	23.7	24.9
산서 상화천 편주양조	600809 CH	21,660	25.7	23.7	61.9	50.1	16.3	12.4	27.3	26.5
기린 홀딩스	2503 JP	18,166	72.5	25.9	17.8	14.2	2.0	1.9	11.8	13.9
아사히 그룹 홀딩스	2502 JP	16,395	(21.5)	31.2	14.6	11.2	1.2	1.1	8.6	10.6
안후이구징주류	000596 CH	11,678	10.2	25.8	41.4	32.9	8.9	7.4	22.9	23.1
타이 베버리지	THBEV SP	11,564	(4.3)	12.6	16.3	14.5	2.9	2.6	18.8	19.2
레미 코엡트로	RCO FP	7,830	(0.8)	35.2	58.9	43.6	4.5	4.3	7.8	10.2
장쑤 진스위안 주업	603369 CH	7,759	13.5	23.4	32.8	26.6	6.3	5.3	19.2	19.9
베클	CUERVO MM	7,647	19.4	4.9	37.2	35.5	3.0	2.8	8.3	8.3
베이징 순신 농업	000860 CH	6,640	20.3	30.9	47.8	36.5	5.5	4.9	11.5	13.4
유나이티드 스프리츠	UNSP IN	5,679	(9.8)	68.0	71.5	42.6	9.7	8.0	14.3	20.3
하이트진로	000080 KS	2,469	흑전	14.8	30.0	26.2	2.7	2.6	9.4	10.2

주: 12M Fwd 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만CNY)				
	2017	2018	2019	2020(E)	2021(E)
매출	61,063	77,199	88,854	98,494	116,604
매출총이익	54,987	70,540	81,278	90,508	108,092
판매비	16,103	19,210	22,229		
영업이익	38,884	51,339	59,068	67,748	80,801
이자 비용	1	-	-		
기타영업손익	143	512	286		
세전이익	38,740	50,828	58,783		
법인세	9,734	12,998	14,813		
소수주주이익	1,927	2,626	2,764		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	27,079	35,204	41,206	47,181	57,231
성장률(YoY)					
매출	52.1	26.4	15.1	10.8	18.4
영업이익	60.5	32.0	15.1	14.7	19.3
순이익	62.0	30.0	17.1	14.5	21.3
수익성(%)					
매출총이익률	90.1	91.4	91.5	91.9	92.7
영업이익률	63.7	66.5	66.5	68.8	69.3
순이익률	44.3	45.6	46.4	47.9	49.1

자료: Bloomberg, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만CNY)				
	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	65,005	90,181	112,249	137,862	159,024
현금성자산	34,780	62,795	74,928	98,243	3,923
매출채권	8,579	818	1,222	564	1,463
비유동자산	21,297	22,754	22,361	21,985	24,018
투자자산	49	90	62	65	369
유형자산	19,885	20,724	20,717	20,699	22,380
자산총계	86,301	112,935	134,610	159,847	183,042
유동부채	20,052	37,020	38,575	41,093	41,093
비유동부채	16	16	16	0	73
부채총계	20,067	37,036	38,590	42,438	41,166
자본금	2,630	2,630	2,630	2,630	2,630
이익잉여금	61,296	70,264	88,821	110,208	133,380
자본총계	66,234	75,899	96,020	117,408	141,876

투자지표	2017	2018	2019	2020(E)	2021(E)
주당지표(CNY)					
조정 EPS	21.6	28.0	32.8	37.6	45.6
BPS	72.8	89.8	108.3	128.4	153.6
SPS	48.6	61.5	70.7	61.5	48.6
DPS	11.0	14.5	16.7	19.2	23.6
주가지표(배)					
PER	32.4	21.1	36.1	44.5	36.7
PBR	9.6	6.6	10.9	13.0	10.9
EV/EBITDA	20.4	26.7	24.9	30.7	25.0
PSR	14.3	9.6	16.7	21.3	18.0
배당수익률(%)	1.6	2.5	-	1.1	1.4
배당성장률(%)	51.0	51.9	-	51.0	51.0
재무비율(%)					
ROE	33.0	34.5	33.1	30.5	30.9
ROA	21.9	23.9	24.0	23.5	24.5
ROIC	38.5	40.8	-	-	-
부채비율	10.9	9.8	-	-	-
유동비율	2.9	3.2	3.9	-	-
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 백만CNY)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	17,394	37,385	22,153	41,385	44,764
감가/무형상각비	841	923	1,116	1,165	1,233
비현금자본증감	471	19,162	(8,318)	2,025	32
투자활동	9	0	0	0	0
유형자산처분	9	0	0	0	0
유형자산취득	(2,061)	(1,019)	(1,125)	(1,607)	(3,149)
투자자산증감	35	0	0	0	0
재무활동	(5,558)	(8,268)	(8,899)	(16,441)	(18,837)
배당금	(4,995)	(7,752)	(8,526)	(13,817)	(17,817)
단기부채증감	(56)	0	0	0	0
장기부채증감	0	0	0	0	0
자본금증감	0	0	0	0	0
잉여현금흐름	15,333	36,366	21,028	39,778	41,615

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 7월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 2020년 7월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.