



## 화장품

비중확대 (유지)

중국을 보는 2가지 관점

 **신한투자증권**  
기업분석부

박현진 연구위원  
☎ 02-3772-1563  
✉ [hpark@shinhan.com](mailto:hpark@shinhan.com)

주지은 연구원  
☎ 02-3772-1575  
✉ [jjeun.ju@shinhan.com](mailto:jjeun.ju@shinhan.com)



신한 리서치  
투자정보

## 국내 면세의 큰 반등 vs. 중국 로컬 소비 침체

### 1) 중국 단체 관광 유입 → 면세 등 국내 실적 회복 가능

중국 단체 관광 재개,  
다만 하반기 중국 경기 부진  
가능성 높아

지난 8/10 중국 외교부를 통해 중국인들의 한국 단체 관광이 재개된다는 호재가 알려졌다. 이후 화장품사 주가는 이를 만에 10~30% 급등하면서 면세 실적 회복 기대감을 키웠다. 하지만 8/15 중국국가통계국이 발표한 7월 소매판매(전체 +2.5% YoY, 화장품 -4.1% YoY)가 예상치를 하회하면서 하반기 중국 경기 부진 가능성이 불거졌고, 화장품사들의 주가는 급등 직전 수준으로 되돌아갔다. 중국 소비 경기가 부진하면 해외여행 수요에도 부정적 영향이 예상되기 때문이다.

중국인들의 단거리 해외여행  
수요 회복으로 국내 면세,  
내수 유통 채널 수혜 전망

하지만 2016년 사드 배치 이후로 불거진 한한령과 팬데믹 기간을 포함해 대략 6년 이상 중국인들의 한국 단체여행 수요는 멈춰있었다. 중국 개별관광객들이 꾸준히 늘어나는 추세였고, 현 시점 기준 한국~중국 간 항공 노선도 55~60% 가량 정상화된 것으로 파악된다. 억눌려 있던 단거리 해외여행 수요가 개선될 것으로 보이며, 국내 면세를 비롯해 내수 유통 채널들이 긍정적 수혜가 예상된다. 지난주 언론을 통해 중국 단체 관광 입국에 대한 긍정적 사실들을 확인하고 있어 사실상 회복은 시간 문제라 판단한다.

### 2) 중국 소비 침체 → 非중국 매출 증가로 리스크 상쇄

중국 소비 불안 있으나  
화장품 브랜드사  
매출 다변화로 리스크 상쇄

사실 중국 로컬 소비는 불안 요소가 있다. 하지만 화장품 브랜드사들의 중국 매출 비중은 5년 전 대비 상당히 줄었다. 주요 화장품 브랜드사들의 2022~2023년 해외 매출 비중은 평균 50%를 상회하지만, 중국 매출 비중은 25% 이하로 감소했다. 해외 매출의 절반 혹은 절반 이상이 중국 외 국가에서 발생하고 있는 셈이다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 중국 로컬 매출 비중이 20%대로 타사 대비 큰 편이지만, 이들 대형사들의 투자 포인트는 중국 시장 회복에 기대기보다 구조 조정, 브랜드 리뉴얼 성과였다. 또한 중소형사들의 실적 강세는 대부분 국내와 일본, 북미에서 나오는 성과들이다.

### 결론: 화장품 업종 업사이클 초기, 회복 강도의 문제

면세 회복과 비중국 매출  
비중 증가로 업종 회복 전망

결론적으로 면세는 회복이 예상되고, 비중국에서의 매출 비중이 증가하면서 화장품사들의 실적은 호재를 반영해 나갈 것으로 예상된다. 회복 강도가 더딜 순 있어도 회복으로의 방향성은 잡아가고 있다. 아모레퍼시픽, 아모레G를 비롯해 중소 브랜드사에 대해 긍정적 매수 관점에서의 접근이 선호된다.

**중국인 해외여행객 회복률**

(%)	23.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
중국 국제선 항공 탑승객 회복률 <sup>1)</sup>	7.3	11.8	18.1	26.7	32.8	41.6	50.9
중국인 해외여행의 행선지별 회복률 평균 <sup>1)</sup>	8.6	12.6	22.6	29.3	33.7	39.6	-
한국 <sup>2)</sup>	6.4	10.1	15.1	21.5	25.6	35.4	46.2
일본	4.1	5	11	14.9	17.8	23.7	29.8
태국	8.6	14.6	27.4	36.5	35.9	37.3	-
싱가포르	8.8	10.4	20.3	30	33.7	42.6	59.4
인도네시아	15.2	17.2	32.5	32.4	38.8	37.1	-
베트남	4.2	10.7	17.7	26.2	34.3	45.5	44.3

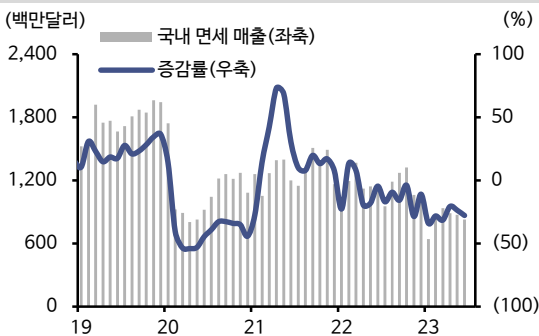
자료: Civil Aviation Administration of China, 한국관광공사, 문화체육관광부, 각국 통계청, 신한투자증권  
 주: 1) 2019년 동월 = 100, 2) 7월의 경우 문화체육관광부 발표 잠정치(24만명 입국)를 이용하여 추산

**화장품 브랜드사 면세 및 해외, 중국 vs. 중국 외 지역 매출 비중 비교(2022~2023년 실적 기준)**

(%)	면세 매출 비중	해외 매출 비중	중국 매출 비중	非중국 매출 비중
아모레퍼시픽	12	56	20~25 추정	20~30 추정
LG생활건강	21	30	20 이상	10 내외
클리오	12	49	10 내외	40
아이패밀리에스씨	5	69	10 이하	60
브이티	2	90	7	83
마녀공장	5 이하	55	5	50

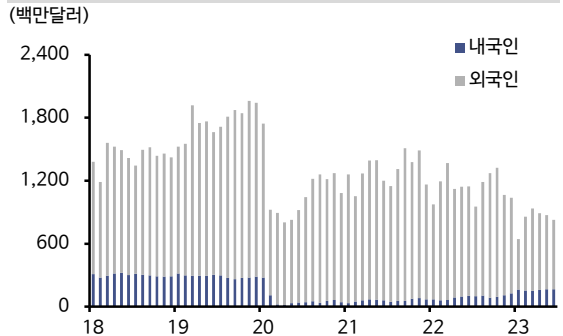
자료: 신한투자증권

**면세 매출과 증감률 추이**



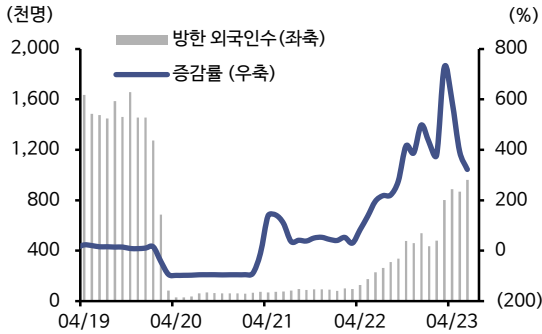
자료: 한국면세점협회, 신한투자증권

**면세 채널 내 내/외국인 매출 비중**



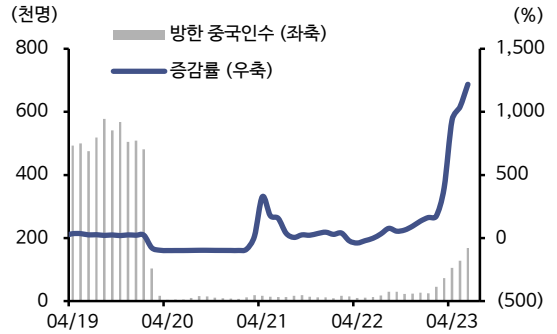
자료: 한국면세점협회, 신한투자증권

### 방한 외국인수와 증감률 추이



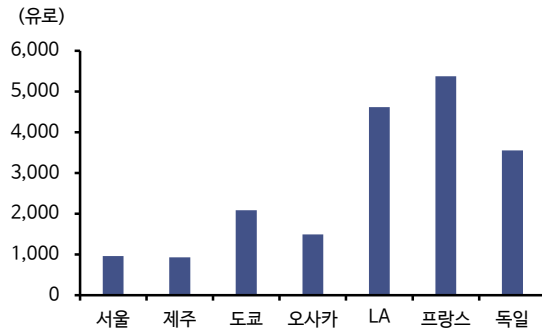
자료: 한국관광공사, 신한투자증권

### 방한 중국인수와 증감률 추이



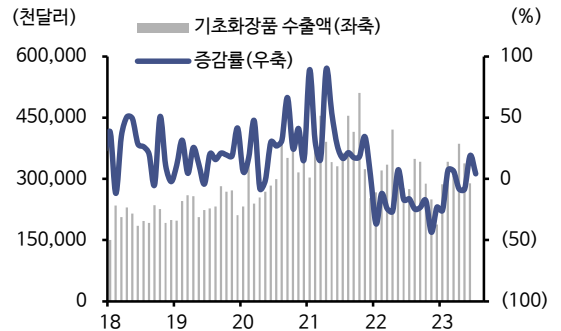
자료: 한국관광공사, 신한투자증권

### Ctrip (항공권+호텔, 베이징 출발) 여행상품 가격 비교



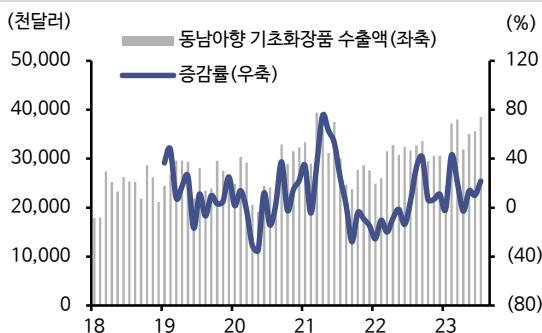
자료: Ctrip, 신한투자증권

### 한국 기초화장품 수출액과 증감률 추이



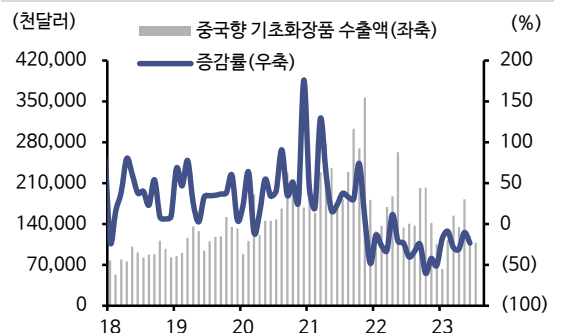
자료: TRASS, 신한투자증권

### 동남아향 기초화장품 수출액과 증감률 추이



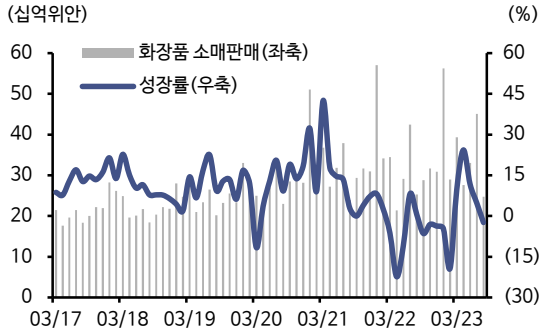
자료: TRASS, 신한투자증권

### 중국향 기초화장품 수출액과 증감률 추이



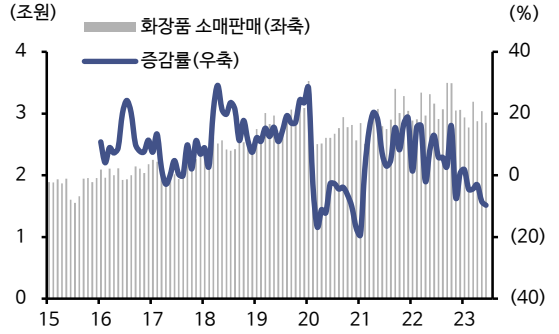
자료: TRASS, 신한투자증권

### 중국 화장품 소매판매 추이



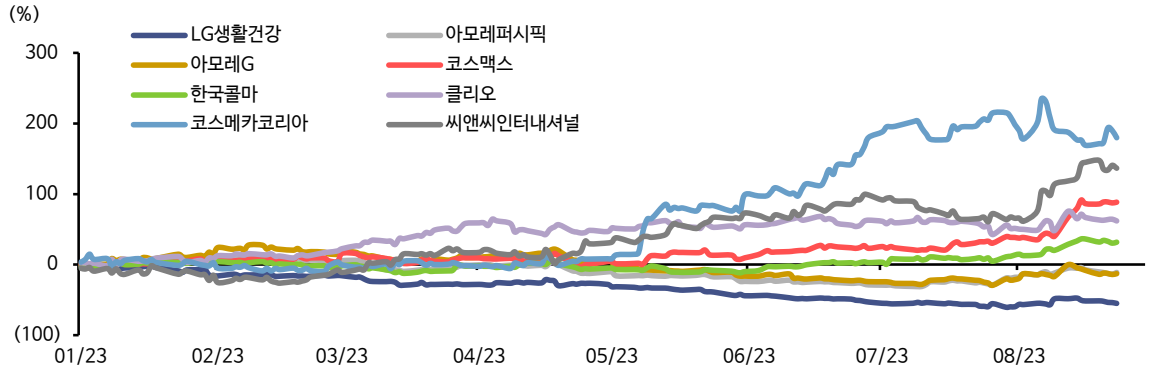
자료: TRASS, 신한투자증권

### 한국 화장품 소매판매 추이



자료: TRASS, 신한투자증권

### 화장품 기업들의 코스피 지수 대비 주가 상대수익률 비교



자료: QuantiWise, 신한투자증권

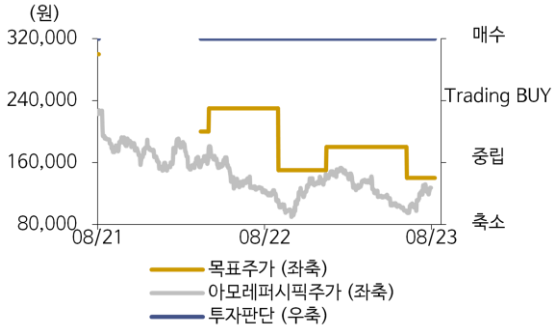
글로벌 화장품/퍼스널케어 기업 컨센서스 및 밸류에이션										
(백만달러,배, %)	P&G	LOREAL	UNILEVER	ESTEE LAUDER	KAO	SHISEIDO	LG생활건강	아모레퍼시픽	아모레G	
시가총액	361,877	232,302	127,770	54,798	17,565	16,296	5,293	5,621	2,007	
22	80,187	40,299	63,274	17,737	11,870	8,169	5,578	3,210	3,489	
매출	23F	82,006	44,985	65,276	15,910	10,886	7,157	5,486	2,999	3,361
24F	85,514	47,969	67,516	17,006	11,139	7,672	5,855	3,400	3,756	
22	17,981	8,264	10,103	3,170	870	363	552	166	210	
영업이익	23F	18,423	8,842	10,761	1,823	649	474	154	209	
24F	19,801	9,572	11,526	2,174	938	698	573	250	308	
22	14,742	6,011	8,049	2,390	658	262	184	104	48	
순이익	23F	14,653	6,895	7,091	1,006	393	280	149	91	
24F	15,726	7,551	7,532	1,498	686	489	359	208	111	
22	21,008	9,817	12,153	4,692	1,557	943	775	382	456	
EBITDA	23F	21,366	10,652	12,744	3,011	1,190	671	352	429	
24F	22,768	11,492	13,550	2,984	1,485	1,139	764	435	505	
22	5.4	29.2	28.8	(16.1)	(20.5)	(27.1)	(72.0)	(30.9)	(67.0)	
EPS 성장률	23F	1.2	14.9	(12.5)	(57.7)	(40.0)	56.8	54.5	100.0	
24F	5.1	9.4	5.4	52.7	74.9	87.0	29.3	39.5	21.0	
22	24.5	31.3	15.7	35.2	28.7	75.6	51.2	70.5	53.1	
PER	23F	25.3	33.1	17.9	56.8	45.4	63.2	19.7	41.2	24.9
24F	24.0	30.5	16.7	38.4	25.9	33.7	15.3	29.3	20.3	
22	7.6	6.6	6.3	16.3	2.5	4.3	2.0	1.7	0.8	
PBR	23F	7.8	7.4	6.0	12.6	2.7	3.9	1.3	1.7	0.9
24F	7.7	6.6	5.7	9.1	2.7	3.6	1.3	1.6	0.9	
22	32.4	22.5	42.3	41.0	8.9	6.0	3.9	2.4	1.5	
ROE	23F	32.1	22.8	33.9	20.9	9.5	6.6	7.6	4.1	3.6
24F	34.1	22.5	34.3	31.0	10.6	11.5	8.7	5.3	4.3	

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 2023년 8월 25일 기준

## 투자 의견 및 목표주가 추이

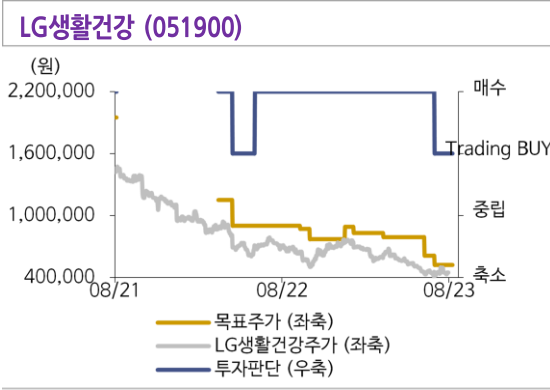
### 아모레퍼시픽 (090430)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 07월 29일	매수	300,000	(25.7)	(22.7)
2021년 09월 01일	커버리지제외		-	-
2022년 04월 11일	매수	200,000	(17.7)	(11.0)
2022년 04월 29일	매수	230,000	(40.4)	(22.2)
2022년 09월 28일	매수	150,000	(21.0)	(3.3)
2023년 01월 11일	매수	180,000	(29.3)	(15.0)
2023년 07월 06일	매수	140,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

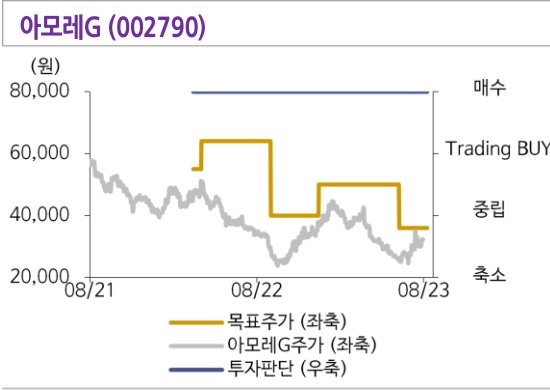
## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 06월 17일	매수	1,950,000	(18.8)	(9.2)
2021년 09월 01일	커버리지제외		-	-
2022년 04월 11일	매수	1,150,000	(23.4)	(18.1)
2022년 05월 12일	Trading BUY	900,000	(24.9)	(18.4)
2022년 06월 30일	매수	900,000	(21.9)	(12.4)
2022년 10월 07일	매수	870,000	(35.1)	(29.5)
2022년 10월 28일	매수	770,000	(13.8)	(0.3)
2023년 01월 13일	매수	890,000	(15.8)	(13.9)
2023년 02월 01일	매수	830,000	(23.0)	(15.4)
2023년 04월 07일	매수	790,000	(29.2)	(13.9)
2023년 07월 06일	매수	610,000	(26.7)	(23.1)
2023년 07월 28일	Trading BUY	520,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

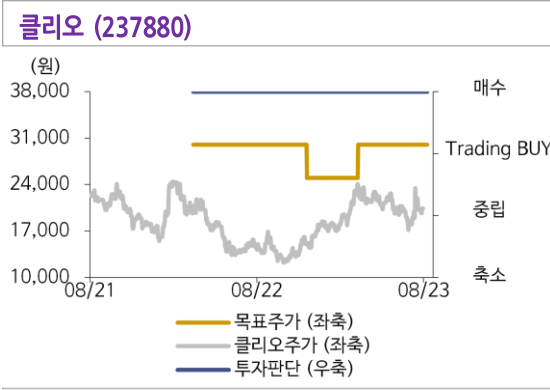
## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 11일	매수	55,000	(13.6)	(7.1)
2022년 04월 29일	매수	64,000	(39.9)	(20.6)
2022년 09월 28일	매수	40,000	(24.8)	(5.4)
2023년 01월 11일	매수	50,000	(28.3)	(10.8)
2023년 07월 06일	매수	36,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 11일	매수	30,000	(46.1)	(27.3)
2022년 10월 12일		6개월경과	(54.4)	(46.3)
2022년 12월 16일	매수	25,000	(26.6)	(3.6)
2023년 04월 07일	매수	30,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 아모레퍼시픽을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높은 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 8월 25일 기준)

매수 (매수)	93.50%	Trading BUY (중립)	4.07%	중립 (중립)	2.44%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------