

청도맥주 (600600-CH)

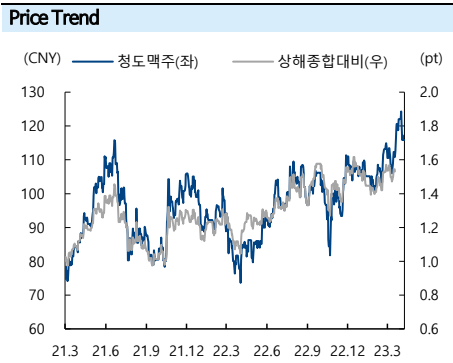
[Global Company Brief]

2023-04-18

블룸버그 최고 목표가	CNY 140.00
블룸버그 최저 목표가	CNY 70.00
증가(2023-04-17)	CNY 116.45

Stock Indicator	
거래소	Shanghai
발행주식수	709.2 백만주
시가총액	130.9 십억 CNY
결산월	12 월
52 주 최고가(CNY)	CNY 125.65
52 주 최저가(CNY)	CNY 76.60

증가수익률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.5	9.7	17.1	37.9
상대수익률	3.2	4.5	6.5	30.1



결산(12월)	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22
매출액(십억 CNY)	28.0	27.8	30.2	32.2
영업이익(십억 CNY)	2.2	2.8	4.0	4.4
순이익(십억 CNY)	1.9	2.2	3.2	3.7
EPS(CNY)	1.4	1.6	2.3	2.7
BPS(CNY)	14.2	15.3	17.0	18.8
PER(x)	37.2	61.0	42.5	39.3
PBR(x)	3.6	6.5	5.8	5.7
ROE(%)	10.0	11.1	14.4	15.3
배당수익률(%)	3.7	4.0	2.4	2.6
EV/EBITDA(x)	15.3	24.8	16.9	22.0

주: IFRS 기준

진짜 성수기가 온다

편안하게 맞이할 여름 성수기

청도맥주의 22년 매출액은 322 억위안 (+6.7% YoY), 순이익 37 억위안 (+17.6% YoY)으로, 코로나 19 확산에 따른 일부 지역 봉쇄 영향에도 불구하고 시장지배력 기반 온라인 채널 호조 속 견조한 판매량 증가세 (+2.8% YoY) 및 22년 6월 일부 제품 가격인상을 바탕으로 호실적을 시현했다.

23년 안정적인 물량 성장세가 이어질 것으로 예상된다. 전년동기 코로나 19 관련 낮은 베이스를 감안한다면 시장 총수요 및 점유율 유지를 가정시 청도맥주의 물량성장 기대가 어렵지 않다. 여기에 더해 리오프닝 이후 중국의 외식업 및 관광업 회복, 소비심리 흐름 아래 추가적인 외형성장 또한 가능하다. 춘절연휴 기간 중국의 외식 소비량은 전년동기대비 15% 증가했고, 23년 2월 주요 도시의 평균 레스토랑 매출액이 전년동기대비 24% 증가하는 등 오프라인 채널의 회복세가 이어지고 있다. 중국 정부가 23년을 소비 진작의 해로 설정해 정책적 지원에 나서는 상황 속 성수기 시즌이 맞물리며 물량성장 가속에 따라 레버리지 효과가 더해진 영업실적 개선세가 두드러질 전망이다.

중고가 제품 비중확대와 비용부담 완화로 이익 개선 지속

23년 중고가 제품 (6~10 위안) 중심의 성장 및 비용효율화 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 22년 중고가 맥주 판매량 증가 (+5.0% YoY)는 mixed ASP 증가 (+4.8% YoY) 및 전사 이익 개선세를 이끌었다. 대내환경악화에도 불구하고 중고가제품에 대한 강한 수요가 확인되었다는 점을 바탕으로 향후 호조세 지속에 대한 가정도 무리가 없다는 판단이다. 중국 프리미엄 맥주시장에서 국내업체로서 가장 높은 점유율을 지닌 청도맥주의 kL 당 가격이 아직 약 3,986 위안 수준이라는 점을 감안할 경우 AB 인베브 6,527 위안, 칼스버그 5,407 위안 대비 최소 35% 이상의 ASP 성장 여지가 있다는 점 또한 긍정적이다.

원재료부담 하락 등 투입비용 축소에 따른 추가적인 이익 개선 가능성도 열어둔다. 제조원가의 57% 비중을 차지하는 포장재의 주요 구성요소인 유리 및 알루미늄 가격은 에너지가격 상승 영향을 받았던 1Q22 이후 꾸준히 하락해 1Q23 각각 -16% YoY, -20% YoY 수준 가격대에 이르렀으며, 투입시점 (약 2분기)을 고려시 영업마진 확대 가능성은 높다는 판단이다.

밸류에이션 프리미엄 상태 유지 전망

점진적인 대내환경 개선을 기반으로 23년 청도맥주는 P, Q 측면에서의 성장카드가 모두 유효한 상황이다. 동종업체대비 상위 수준의 밸류에이션 프리미엄의 기 형성에도 1) 중국 소비재 섹터 투자에 대한 관심이 높아진 상황에서 규모 있는 업체에 대한 선호가 용이하고, 2) 국내 동종업체대비 실적개선 가시성이 뚜렷하며, 3) 라오산구 프리미엄 맥주 양조장 증설 (24년말 완공, 연간 생산능력 100 만 kl 예정)이라는 중장기 성장동력을 감안시 현재의 프리미엄은 정당화할 수 있는 수준이며 매수전략은 여전히 유효하다는 판단이다.

[음식료/담배] 이경신
(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

청도맥주 개요

청도맥주는 맥주 제조 및 판매 사업을 영위하며 중국 맥주 시장 m/s 22.9%로 2 위를 차지하고 있는 세계에서 다섯 번째로 큰 맥주 기업이다. 중국 20 개 성, 자치시에 60 개의 양조장을 보유하고 있으며, 세계 100 여 개국에 중국에서 가장 많은 맥주를 수출하고 있다. 지역별로는 약 98%의 매출액이 중국 본토에서 발생하고 있으며, 산둥지역이 56%로 높은 비중을 차지하고 있다.

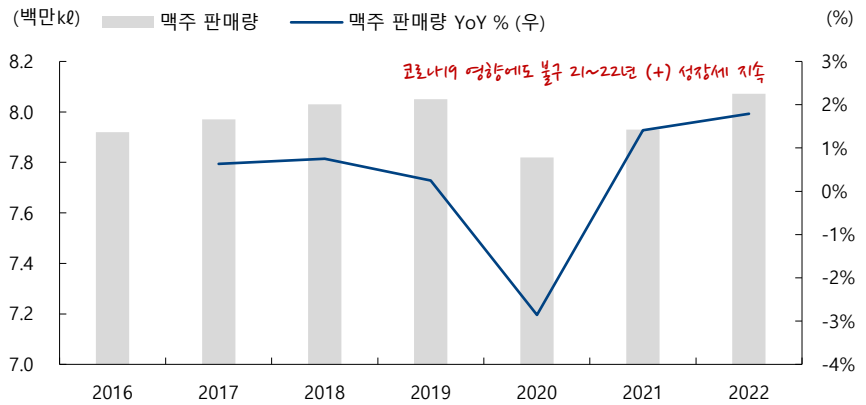
중국 맥주시장의 전반적인 성장 둔화, 소비량 감소세 속에서 프리미엄 제품의 비중 확대는 맥주기업의 수익성을 좌우하는 요인이자 성장 모멘텀의 일부가 되었다. 청도맥주는 '1+1' 브랜드 전략을 추진해 주요 브랜드 '칭다오 맥주'로 중·고가 시장에 포지셔닝, 서브 브랜드 '라오산 맥주'를 통해 대중시장에 포지셔닝한 상태에서 화이트맥주, IPA 등 신제품을 연속적으로 출시하며 중·고가 이상 제품 라인업 확장에 주력하고 있다. 이에 따라 중·고가 제품 판매량은 꾸준히 증가세를 보이고 있으며 전체 매출액에서 중·고가 제품이 차지하는 비중은 22 년 36%로 확대되었다. 중국 맥주 시장에서 프리미엄 맥주가 약 16% 수준의 비중을 차지하고 있다는 점을 고려할 때 여전히 여타국가대비 성장여력이 높다.

표1. 청도맥주 영업실적 추이

(mnCNY)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021	2022	2023C
매출액	8,928	9,363	8,480	3,395	9,208	10,065	9,837	3,062	30,167	32,172	34,694
YoY %	-6.4%	-3.6%	21.9%	2.6%	3.1%	7.5%	16.0%	-9.8%	8.7%	6.6%	7.8%
영업이익	1,302	1,784	1,503	-563	1,402	2,146	1,720	-858	4,026	4,410	5,657
YoY %	-2.0%	16.6%	193.1%	2.6%	7.7%	20.3%	14.5%	적지	46.2%	9.6%	32.1%
OPM %	31.1%	37.1%	32.1%	28.6%	15.2%	21.3%	17.5%	-28.0%	13.3%	13.7%	16.3%
순이익	1,022	1,394	1,195	-455	1,126	1,726	1,415	-556	3,155	3,711	4,249
YoY %	적지	흑전	255.4%	-3.9%	10.2%	23.9%	18.4%	적지	43.3%	17.6%	14.5%
NPM %	-9.1%	22.7%	52.5%	19.6%	12.2%	17.1%	14.4%	-18.2%	10.5%	11.5%	12.2%

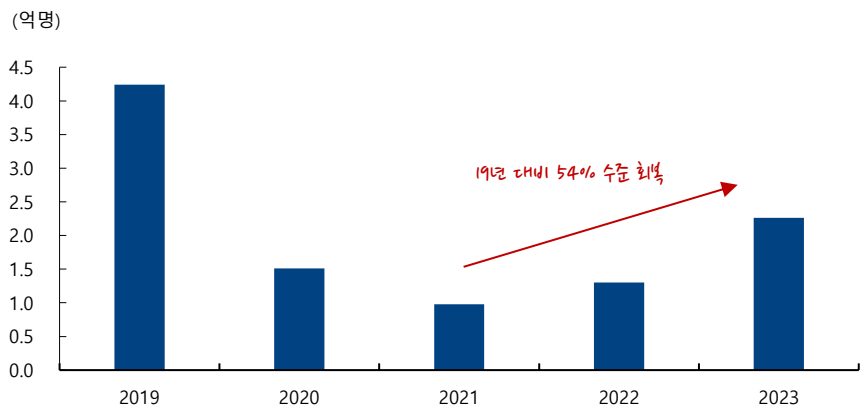
자료: 청도맥주, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 청도맥주 연간 판매량 추이



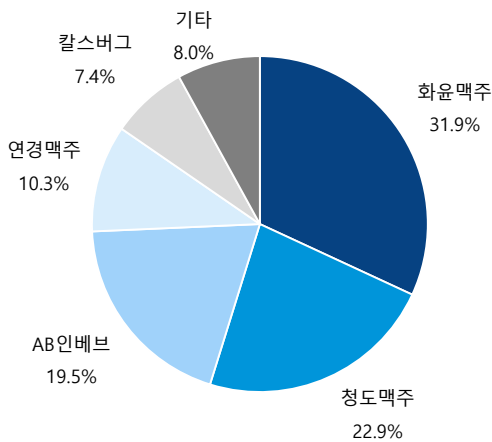
자료: 청도맥주, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 춘절 연휴기간 인구 이동량



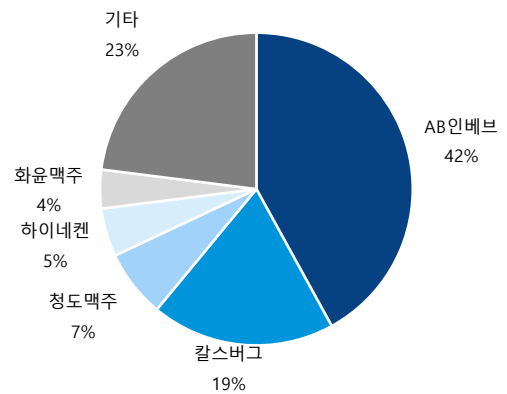
자료: 중국 국무원, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 중국 맥주시장 M/S (20년 기준)



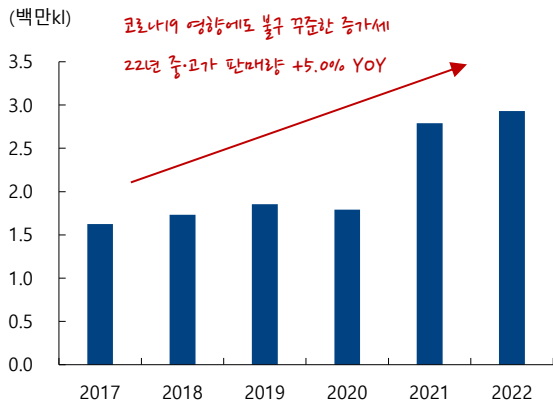
자료: 청도맥주, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 중국 프리미엄 맥주시장 M/S (20년 기준)



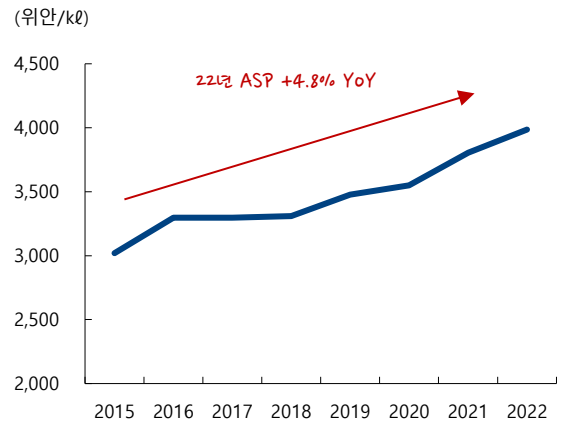
자료: 欧春数据, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 청도맥주 중·고가 제품 연간 판매량 추이



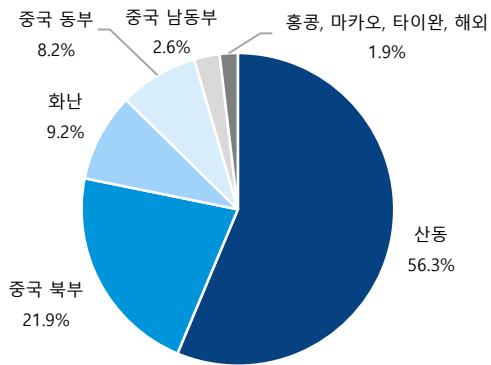
자료: 청도맥주, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 청도맥주 mixed ASP 추이



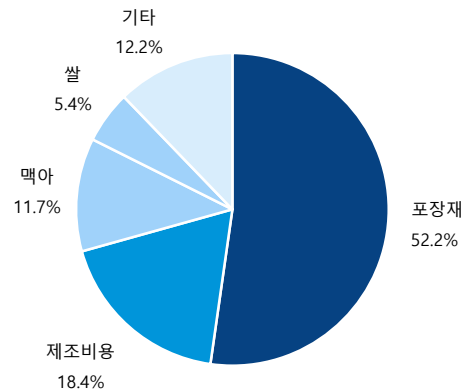
자료: 청도맥주, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 지역별 매출액 비중 (22년 기준)



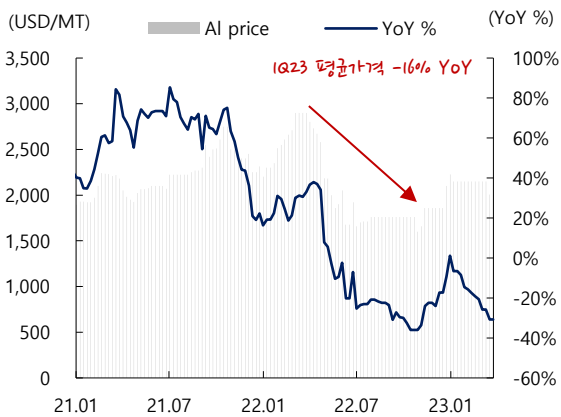
자료: 청도맥주, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 청도맥주 제조원가 구성 (21년 기준)



자료: 청도맥주, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 알루미늄 가격 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

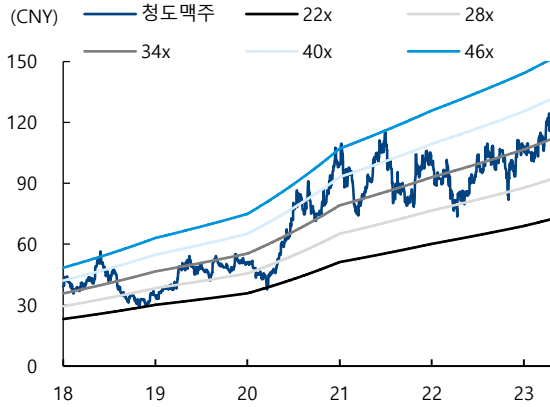
그림10. 유리 가격 추이



자료: Wind, 하이투자증권 리서치본부

주요 투자 지표

그림11. 청도맥주 PER 밴드



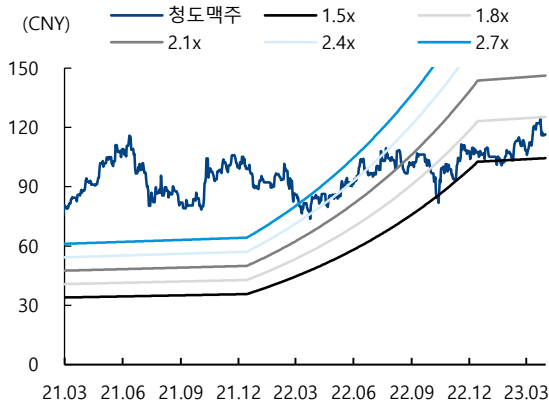
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 청도맥주 PBR 밴드



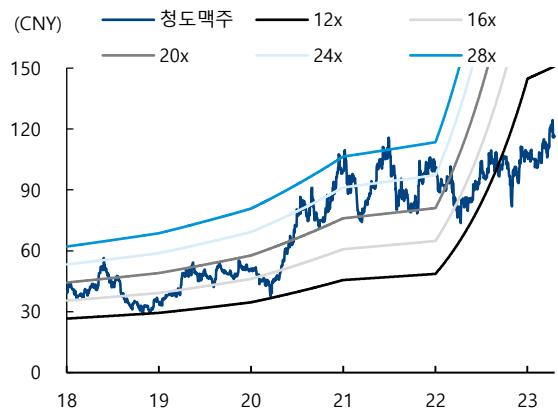
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림13. 청도맥주 PSR 밴드



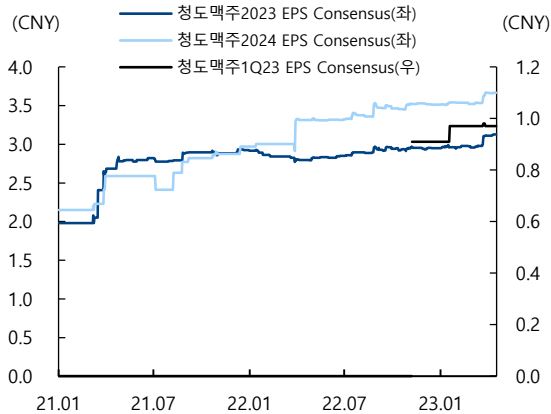
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림14. 청도맥주 EV/EBITDA 밴드



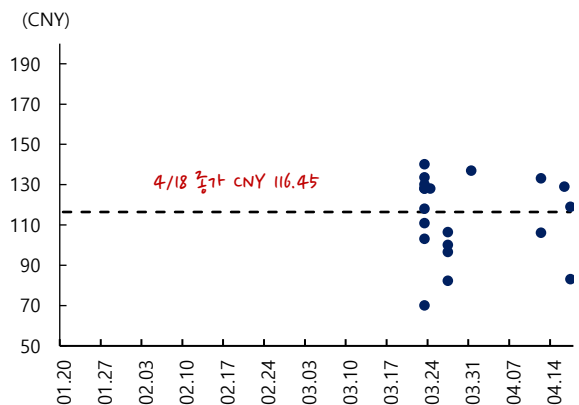
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림15. 청도맥주 영업이익 컨센서스 및 ER 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림16. 청도맥주 최근 목표주가 분포



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

재무상태표

(단위:백만 CNY)	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22
유동자산	21,002	24,628	28,959	32,002
현금 및 현금성자산	15,263	18,431	14,564	17,822
매출채권	226	125	125	124
비유동자산	16,311	16,886	17,604	18,309
유형자산	12,551	12,934	13,178	13,800
무형자산	1,782	1,688	1,689	1,685
자산총계	37,312	41,514	46,563	50,312
유동부채	13,354	15,510	18,259	19,672
비유동부채	4,045	4,636	4,511	4,368
부채총계	17,399	20,146	22,769	24,039
지배주주지분	19,172	20,622	23,002	25,495
자본금	4,708	4,809	4,813	5,058
이익잉여금	14,189	15,622	17,719	19,929
자본총계	19,913	21,368	23,794	26,272

포괄손익계산서

(단위:백만 CNY,%)	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22
매출액	27,984	27,760	30,167	32,172
매출원가	17,080	17,952	19,091	20,318
매출총이익	10,903	9,808	11,076	11,854
판매비와 관리비	6,676	4,923	5,488	5,373
EBITDA	3,312	3,897	5,134	5,492
영업이익	2,189	2,754	4,026	4,410
영업이익률(%)	7.8	9.9	13.3	13.7
세전계속사업이익	2,727	3,240	4,479	5,006
법인세비용	798	913	1,223	1,201
당기순이익	1,852	2,201	3,155	3,711
성장률(YoY)				
매출액	5.3	-0.8	8.7	6.6
영업이익	17.7	25.8	46.2	9.6
순이익	30.2	18.9	43.3	17.6

현금흐름표

(단위:백만 CNY)	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22
영업활동현금흐름	4,086	5,028	6,319	5,309
당기순이익	1,852	2,201	3,155	3,711
유무형자산감가상각비	1,123	1,143	1,108	1,082
비현금항목	-843	-568	-1,126	-406
투자활동현금흐름	-425	-1,575	-10,546	-2,640
유무형자산의 처분	248	20	33	42
유무형자산의 취득	-1,155	-1,295	-1,635	-1,780
기타투자활동	483	-301	-8,944	-902
재무활동현금흐름	-761	-343	-1,594	-1,664
부채의 증감	-33	450	-450	-42
자본의 증감	0	282	6	0
배당금지급	-648	-731	-1,023	-1,500
기타재무활동	-80	-343	-126	-122
현금및현금성자산의 증감	2,776	3,168	-3,866	3,257
기초현금및현금성자산	12,487	15,263	18,431	14,564
기말현금및현금성자산	15,263	18,431	14,564	17,822
잉여현금흐름	2,930	3,732	4,684	3,528

주요투자지표

	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20
주당지표(CNY)				
EPS	1.4	1.6	2.3	2.7
BPS	14.2	15.3	17.0	18.8
CFPS	3.0	3.7	4.7	3.9
DPS	0.6	0.8	1.1	1.8
Valuation(배)				
PER	37.2	61.0	42.5	39.3
PBR	3.6	6.5	5.8	5.7
PCR	16.9	26.7	21.2	27.4
EV/EBITDA	15.3	24.8	16.9	22.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.0	11.1	14.4	15.3
EBITDA 이익률	11.8	14.0	17.0	17.1
부채비율	87.4	94.3	95.7	91.5
순부채비율	-81.5	-90.9	-98.4	-97.7
매입채무회전율(x)	8.0	8.2	7.2	6.4
재고자산회전율(x)	5.9	5.6	5.6	5.3

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주: IFRS 기준

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 리서치본부 투자비율 등급 공시 2023-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.3%	2.7%	-