

2025. 9. 16 (화)

최설희의 Real China



글로벌 투자전략-신흥국
Analyst 최설희
02. 6454-4883
xuehua.cui@meritz.co.kr

중국의 경제구조 전환(1): Bottom-up

- ✓ 중국 정부의 제조업 고도화 전략이 상장사의 이익 구조 전환으로 연결
- ✓ 특히 IT H/W와 통신장비·부품 업종의 선두기업 분기 순이익은 사상 최고치 기록
- ✓ 구조적 성장세인 테크(IT+통신)·헬스케어 투자전략 유지, 디플레에서 벗어난다면 내년 중국증시는 실적 장세에 기반한 추가 상승 기대 가능

전체 상장사 이익은 여전히 횡보 중

전체 상장사 이익은 여전히 횡보

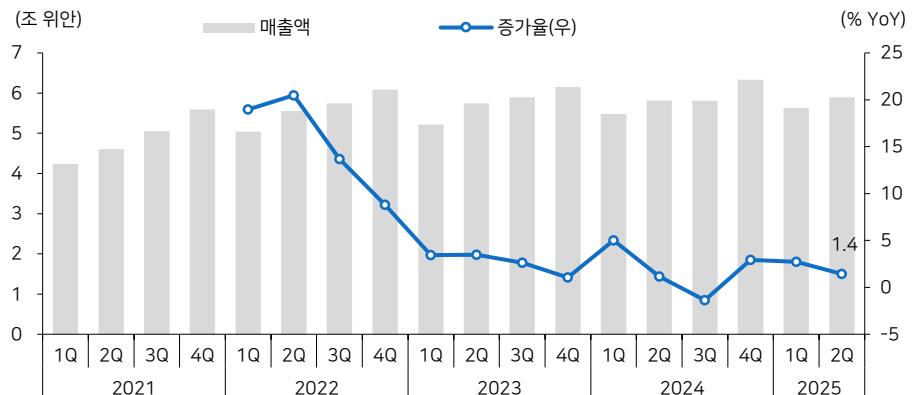
중국 본토와 홍콩증시에 상장한 기업 중 금융업을 제외한 기타 업종에서 시가총액 상위 10개 기업을 선별해 업종별 실적을 비교 분석했다. 업종별 선두 기업의 실적이 해당 산업의 변화를 보다 직관적으로 보여준다고 판단했기 때문이다.

올해 2분기 전체 매출과 순이익은 모두 전년동기대비 1.4%, 2.7% 증가에 그쳤다. 큰 흐름에서 여전히 횡보다. 다만 '23~'24년처럼 전년동기대비 더 나빠지지 않고 있는 것은 긍정적 신호이며 올해 중국증시 하방을 뒷받침하는 원인이다.

단 산업별 실적 차별화 양상

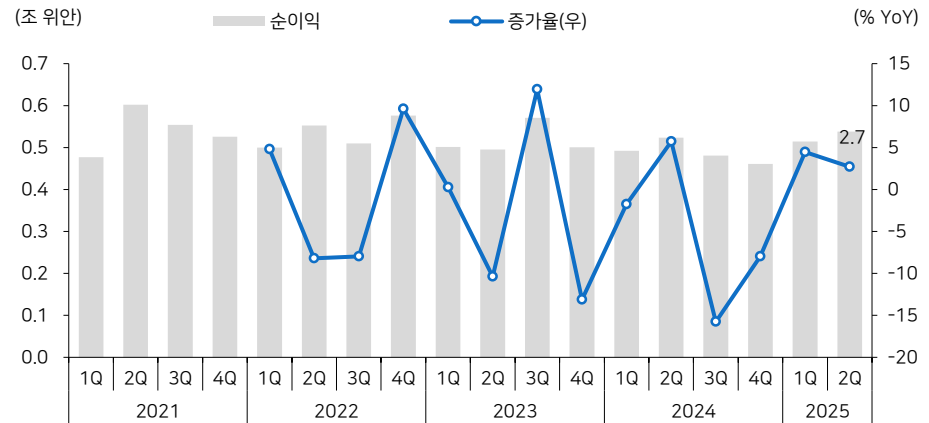
주목할 점은 세부 산업별 실적의 차별화 양상이다. <그림 3, 4>에서 보듯이 소재 산업은 매출과 순이익 모두 부진한 반면, 중간재 산업은 높은 성장을 기록했다. 한편 소비재 산업은 매출과 순이익에서 모두 완만한 회복세를 보이고 있다.

그림1 중국 내 금융업을 제외한 주요 산업의 시총 Top10 상장사 매출액: +1.4% YoY



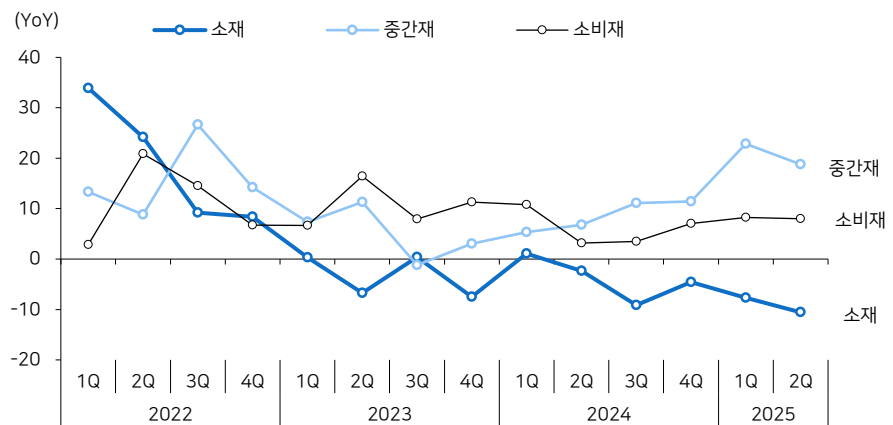
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 내 금융업을 제외한 주요 산업의 시총 Top10 상장사 순이익: +2.7% YoY



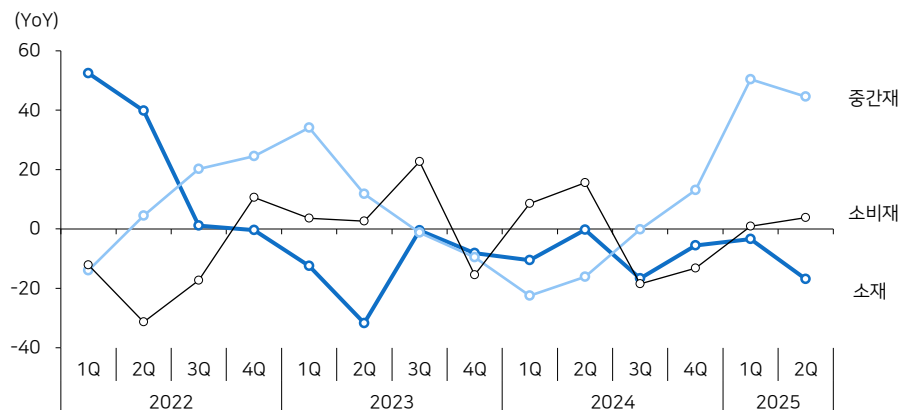
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 내 금융업을 제외한 산업별 분기 매출액 증가율 추이: 중간재 > 소비재 > 소재



주: 소재는 철강, 정유화학, 비철금속, 석탄, 건자재. 중간재는 통신, 전자부품(H/W), S/W, 기계, 반도체, 방산, 2차전지. 소비재는 자동차, 음식료, 화장품, 가전, 제약바이오, 플랫폼, 호텔레저, 부동산 포함. 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 내 금융업을 제외한 산업별 분기 순이익 증가율 추이: 중간재 > 소비재 > 소재



주: 소재는 철강, 정유화학, 비철금속, 석탄, 건자재. 중간재는 통신, 전자부품(H/W), S/W, 기계, 반도체, 방산, 2차전지. 소비재는 자동차, 음식료, 화장품, 가전, 제약바이오, 플랫폼, 호텔레저, 부동산 포함. 자료: 메리츠증권 리서치센터

이익 레벨업 업종: IT H/W, 통신장비·부품, 기계 및 반도체

IT H/W와 통신장비·부품의
선두기업 이익은 사상 최고치 기록

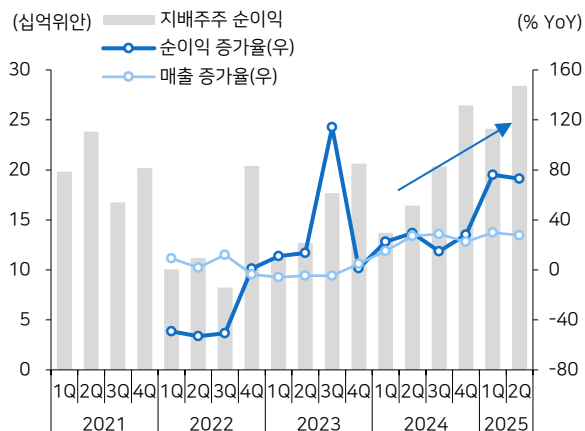
작년 대비 지배주주 순이익이 크게 개선된 업종은 IT H/W, 통신장비 및 부품, 기계, 반도체이다. 이 중 분기별 순이익이 과거 수준을 넘어 사상 최고치를 기록한 업종은 IT H/W와 통신장비·부품이다. 이는 국내외 AI 및 데이터센터 건설 확대로 서버·PCB·광모듈 등 부품 수요가 급증한 데 주로 기인한다. 더불어 중국 기업들의 산업 내 경쟁력이 강화된 점도 긍정적으로 작용했다.

기계와 반도체 업종도 업황 회복

한편 기계와 반도체 업종의 순이익은 '23년을 저점으로 반등세에 있다. 기계 업종은 전기차, 제조업 자동화 관련 수요 증가가 실적 개선을 견인했고, 반도체 업종은 업황 회복과 함께 캄브리콘·하이콘 등 국산 팹리스 기업들의 국산 대체 흐름에서 실적이 50% 이상 증가했다(그림 7, 8).

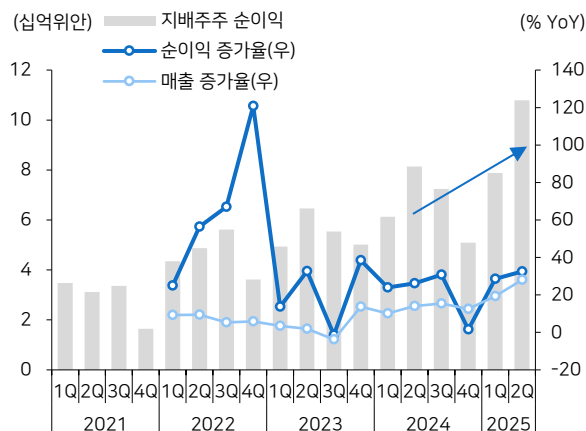
공통된 특징은 중국의 '제조업 고도화' 전략 성과가 가시화되고 있다는 점이다.

그림5 IT H/W 선두기업 지배주주 순이익: +74% YoY



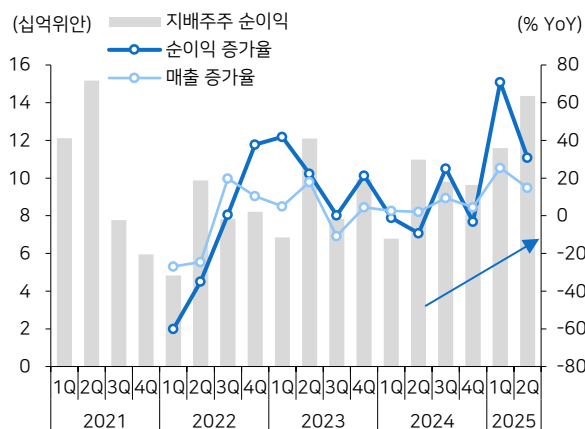
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림6 통신장비·부품 선두기업 지배주주 순이익: +31% YoY



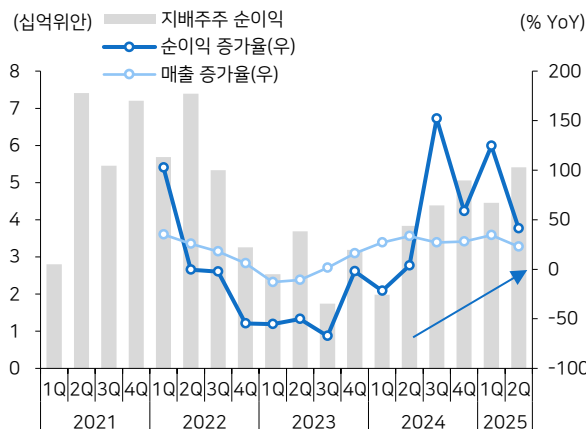
주: 3대 통신사 제외, 자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림7 기계 산업 선두기업 지배주주 순이익: +46% YoY



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림8 반도체 산업의 선두기업 지배주주 순이익:



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

소비재에는 제약·바이오의 실적 개선세 뚜렷

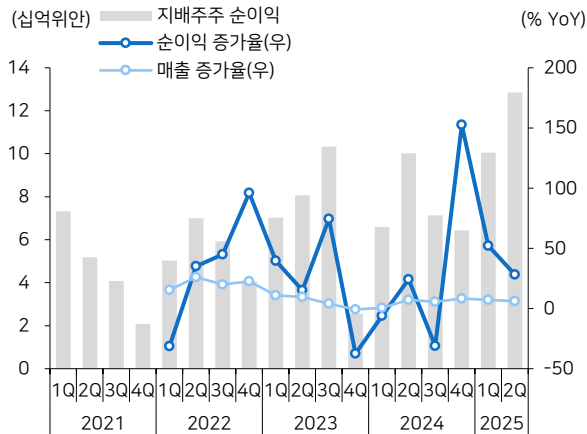
제약바이오 업종의 이익 개선이 가장 뚜렷

소비재 업종 가운데 이익 개선이 두드러진 분야는 제약·바이오다. 올해 상반기 선두 기업들의 순이익은 전년동기대비 37% 증가했으며, 절대 이익 규모 역시 최근 4년 수준을 상회했다. 이는 우시애타, BeOne 등 CRO 및 바이오 기업들이 자체 개발한 신약이 해외시장에서 매출 성과를 거둔 덕분이다. 가전 업종 또한 이구 환신 정책과 해외 매출 확대에 힘입어 이익이 증가했다.

플랫폼은 기업별 차별화, 음식료, 화장품은 저점에서 회복

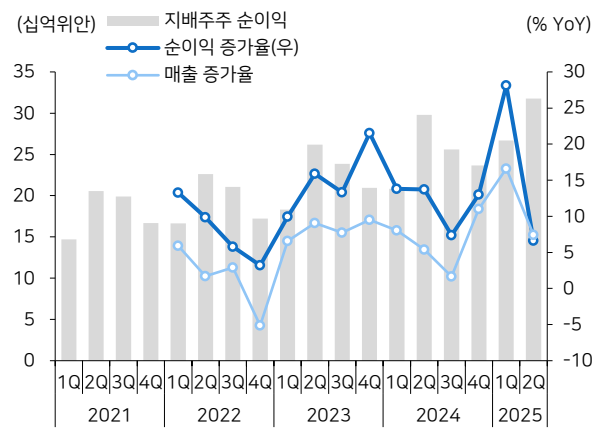
반면 플랫폼 업종은 상반기 선두 기업들의 전체 순이익이 전년동기대비 9% 증가했으나 기업별 차별화가 뚜렷하다. 텐센트와 알리바바는 AI를 활용한 광고 매출과 클라우드 매출에 힘입어 견조한 실적을 보였지만, 메이투와 징동의 순이익은 전년 대비 각각 -38%, -14% 감소했다. 전체 업종 흐름보다 기업별 성과가 더욱 중요해졌다. 한편 음식료, 화장품 등 업종은 매출과 순이익이 작년 4분기를 저점으로 반등했지만 여전히 저점 부근에서 횡보하고 있다.

그림9 제약바이오 선두기업의 지배주주 순이익: +38% YoY



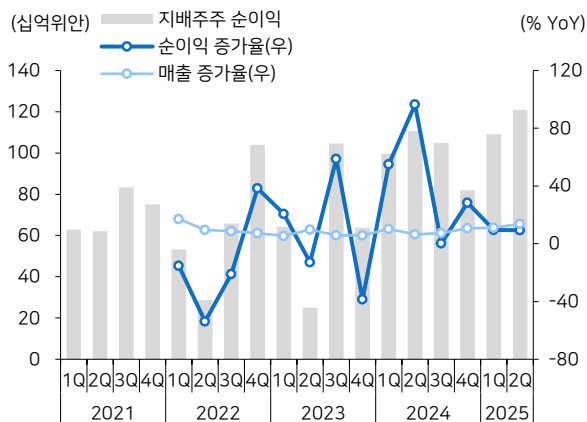
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림10 가전 선두기업의 지배주주 순이익: +7% YoY



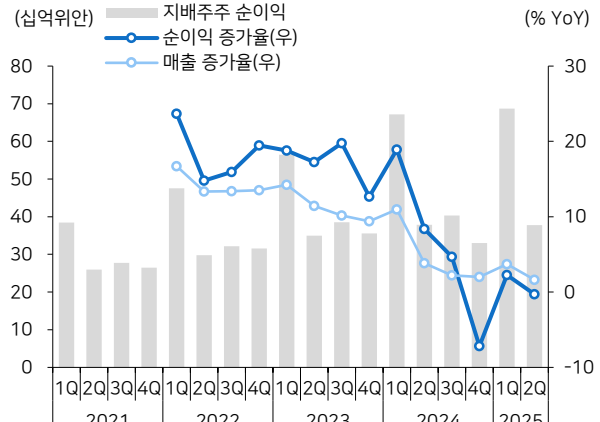
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림11 플랫폼 선두기업들의 지배주주 순이익: +9% YoY



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림12 음식료 선두기업의 지배주주 순이익: +1% YoY



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

반면 소재 업종은 대부분이 이익 레벨다운

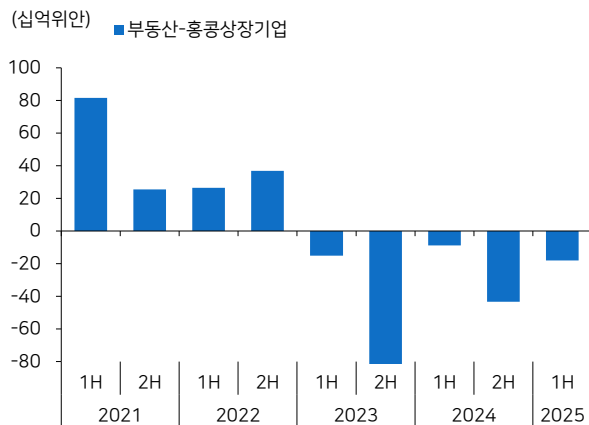
부동산 구조조정 여파에
대부분 소재 산업은 이익 감소

중국 내 부동산 경기 부진과 공급 과잉으로 소재 가격이 하락하며, 소재 산업 선두 기업들의 분기별 이익은 '21~'22년 수준에서 한 단계 낮아졌다. '21년부터 본격화 된 부동산 구조조정의 여파로 홍콩에 상장된 주요 민영 디벨로퍼들은 '23년부터 순이익이 적자 전환된 이후 여전히 부진한 흐름을 이어가고 있다(그림 13).

이와 맞물려 건자재, 철강 등 관련 업종의 매출과 순이익도 '21년 대비 절반 수준으로 축소되었으며, 석탄 업종 또한 공급 과잉과 친환경 에너지 전환 기조로 인해 석탄 가격이 하락하며 분기별 순이익이 감소했다.

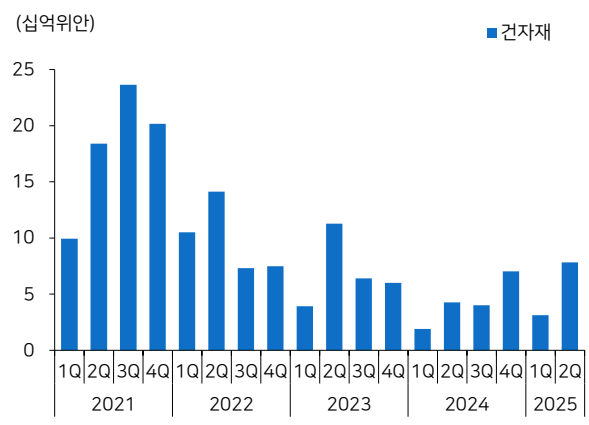
즉 부동산업 구조조정에 따른 경기 하강의 충격이 여전히 소재 산업 전반에 부정적인 영향을 미치고 있음을 보여준다.

그림13 중국 본토에 상장된 대표 디벨로퍼 순이익 추이



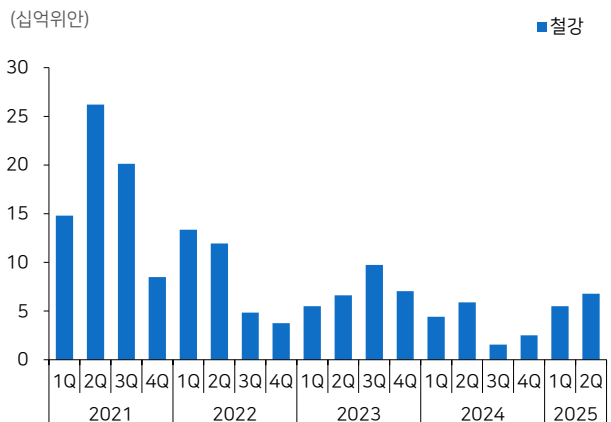
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 건자재 선두기업의 지배주주 순이익 추이



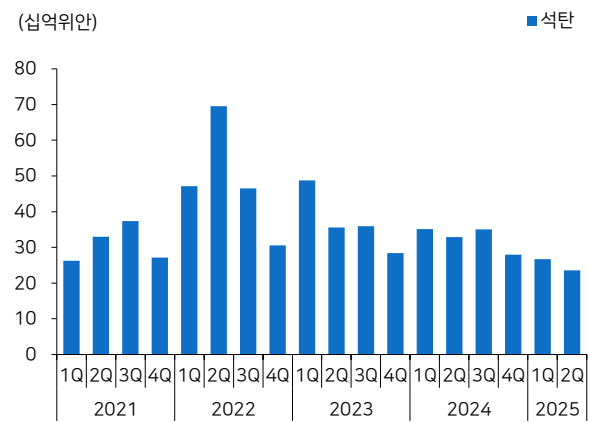
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 철강업 선두기업의 지배주주 순이익 추이



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림16 석탄업 선두기업의 지배주주 순이익 추이



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

시사점: 구조적 성장산업 투자전략 유지, 디플레 탈출은 CSI300에 유리

이상 분석을 통해 중국 주식시장 투자에서 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다.

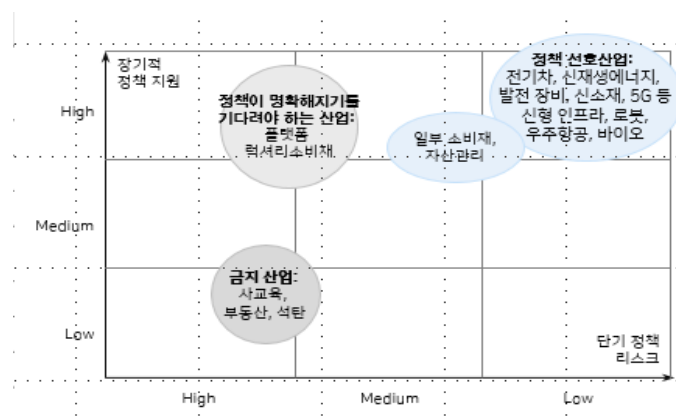
차이나 테크·헬스케어 투자전략
유효

첫째, 중국의 제조업 고도화 산업에 편승해야 한다. '25년 상반기 상장사 실적은 중국 정부가 '21년부터 본격적으로 추진한 제조업 고도화 정책이 실제 기업 이익 구조의 전환으로 이어지고 있음을 보여준다.

<그림 18>에서 확인할 수 있듯이, 이익이 레벨업된 업종의 순이익 비중은 '22년 6%에서 현재 13.4%로 상승했다. 주식시장에서도 해당 산업의 시가총액 비중이 27.6%까지 확대되며 경제구조의 전환을 반영하고 있었다(그림 18, 19).

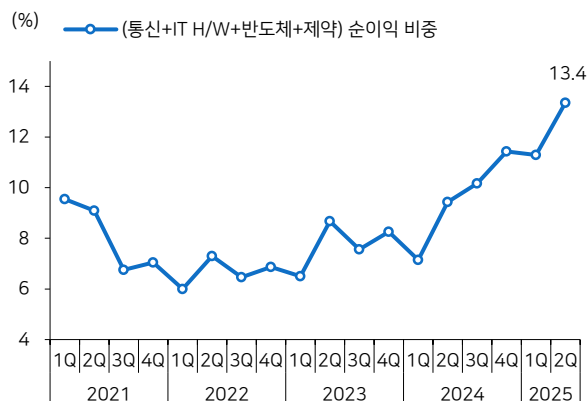
오는 10월 말 중국은 향후 5개년 정책 방향을 담은 <15차 5개년 계획>을 발표할 예정인데, 모든 제조업 분야에서 고도화와 레벨업이 추진될 것이다. 따라서 장기적 관점에서 중국의 테크(IT와 통신)와 헬스케어 업종에 대한 투자가 필요하다.

그림17 '21년부터 시작된 중국 정부의 육성 산업과 규제 산업



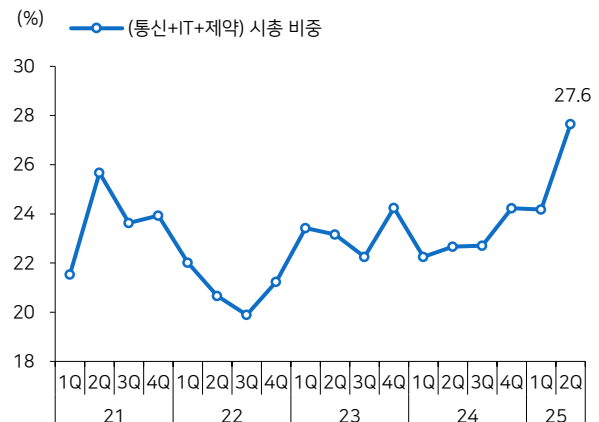
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 이익이 레벨업된 산업들의 순이익 비중 추이



주: 각 산업별 선두기업(Top10)의 순이익 비중
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림19 증시에서 이익이 레벨업된 산업들의 시총 비중 추이



주: CSI300 지수 내 업종별 비중
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국이 디플레이션에서 벗어나면 CSI300 반등에 유리

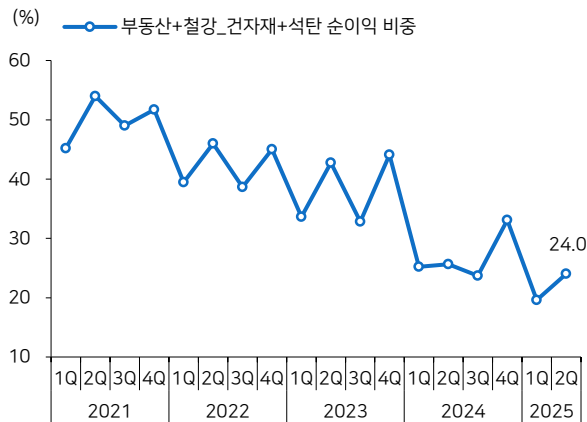
둘째, 중국의 구조조정을 긴밀히 모니터링해야 한다. 신성장 산업의 부상은 긍정적이지만, 부동산, 철강, 전자재, 석탄 등 전통 산업의 순이익 비중은 여전히 24%로, 신성장 산업(13%)보다 크다. 따라서 이들 업종의 추가적인 이익 감소는 증시 상승의 제약 요인으로 작용할 수 있다.

이에 중국 정부는 7월부터 공급과잉 산업에 대한 구조조정을 본격화했다. 신규 생산능력 증설 금지를 비롯해, 철강은 생산량 제한, 태양광은 공급 축소 및 업계 재편 논의가 진행 중이다.

중국의 부동산 수요가 과거('16-'17년) 대비 크게 개선되기 어려워, 이번 구조조정은 점진적으로 진행될 가능성이 높다. 그러나 급격한 공급 확대만 없다면 소재 가격의 추가 하락 가능성은 제한적이며, 이는 중국 GDP 디플레이터가 올해 상반기를 저점으로 반등할 가능성을 높인다.

만약 중국이 디플레이션 국면에서 점차 벗어나면 전통 산업의 이익이 개선되면서 내년 중국증시는 실적 장세에 기반한 추가 랠리를 이어갈 수 있다. 이는 올해 상대적으로 부진했던 CSI300 지수의 반등에 긍정적으로 작용할 전망이다.

그림20 이익이 감소한 전통산업의 순이익 비중 추이



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림21 전통산업 이익이 개선된다면 CSI300 반등에 유리



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.