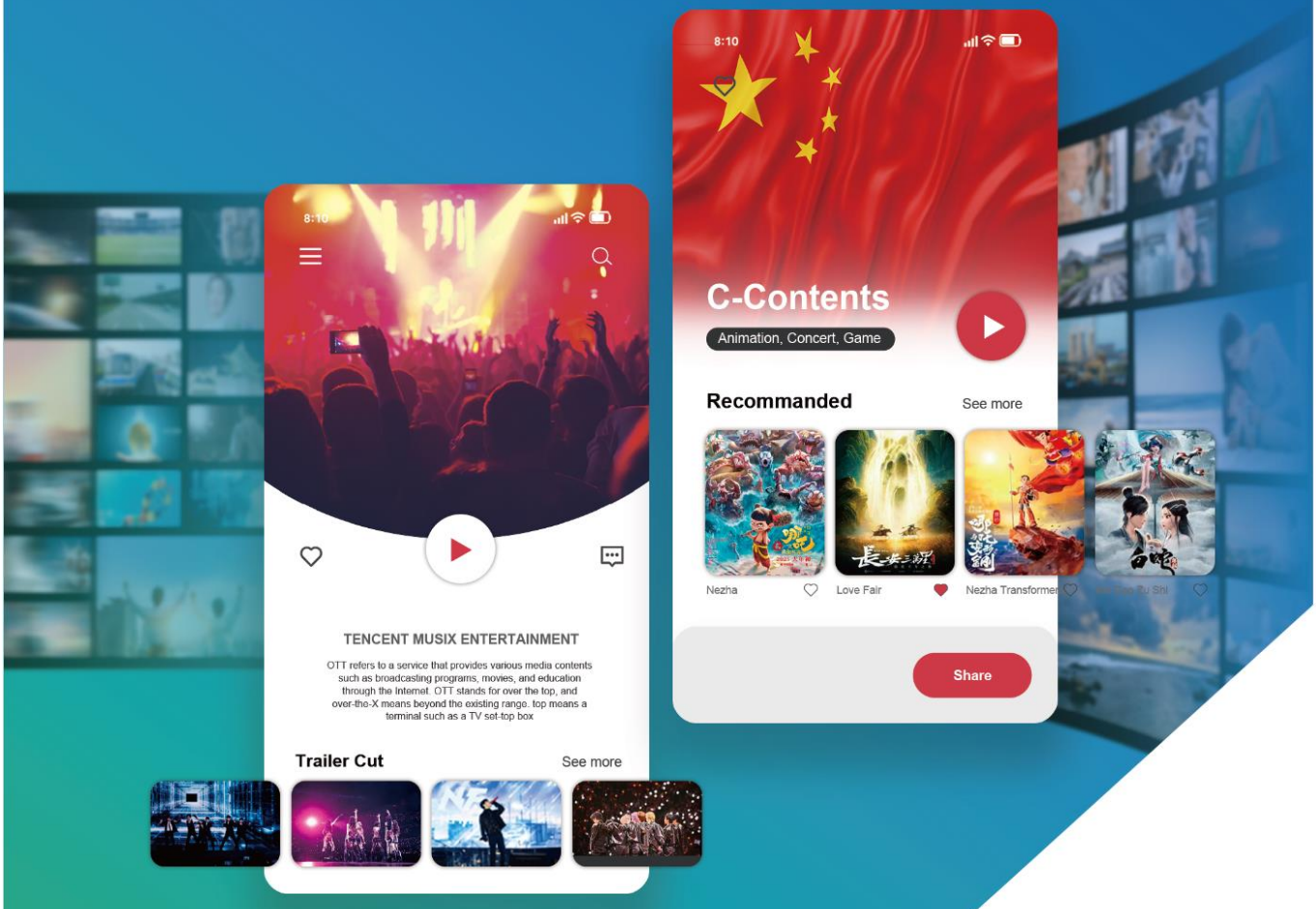
해외
주식

중국 서비스 소비 수혜주

해외주식팀 I 2025.12.22

중국 주식 Analyst 박초화
chuhua.piao@daishin.com



Daishin 증권

Contents

Executive Summary

I. 중국 서비스 소비 주목 5

중국 내수 소비 진작, 재화 소비에서 서비스 소비로 확장 6

공연, IP 산업 성장 긍정적 전망 8

II. 주요기업 19

다마이 엔터(1060 HK): 중국 IP, 공연 성장 수혜 20

텐센트 뮤직(TME): 중국 음악 스트리밍 1위 24

Summary

중국 내수 진작, 재화 소비 중심에서 서비스 소비로 확장

중국 정부의 내수 소비 정책은 과거 2년 간 '이구환신(장비·소비재 교체 보조금)' 중심의 재화 소비에 집중됐으나, 2026년부터 서비스 소비 확대가 본격화될 전망이다. 9월 국무원 신문판공실이 문화·예술·스포츠·IP·여행·요양 등 19개 서비스 소비 확대 방향을 제시한데 이어, 12월 중앙경제공작회의에서 내수 중심 기조를 유지하며 "양신정책(장비와 소비재 이구환신 정책)"의 최적화와 양질의 서비스 소비 공급 확대를 강조했다. 9월부터 일부 지방 정부에서 자동차 이구환신 보조금 지급이 중단된 만큼, 정책 지원이 재화에서 서비스 소비로 확장될 것으로 예상한다.

공연, IP 산업 성장 긍정적 전망

중국 서비스 소비에서 주목할 만한 세부 산업으로 공연과 IP 산업을 제시한다.

공연: '정서·체험형 소비' 트렌드 속 중국 공연 티켓 매출은 코로나 이전 대비 3배 성장했으며, 1선 도시 공연장 포화로 2선 도시 콘서트가 증가하는 추세다. 타 지역 관람객 비중이 60% 이상으로 공연의 지역 관광·경제 활성화 효과가 큰 상황이며, 경제적 파급 효과를 고려하면 정부의 적극적인 정책 지원이 기대된다.

IP: 중국 IP 시장은 미국의 7% 수준에 불과하며, IP 소비가 전체 소비에서 차지하는 비중은 0.1%에 불과하다. 최근 2년간 게임·애니메이션·아트토이 등 산업에서 "검은 신화:오공", "네타", "라부부" 등 글로벌 경쟁력을 갖춘 양질의 IP들이 출시되면서 IP 파생 상품 시장 성장을 견인하고 있다. 1) 정서 소비 트렌드, 2) 국산 IP 경쟁력 강화, 3) 소셜미디어 기반 마케팅과 Z세대의 강한 IP 소비 성향, 4) 우호적인 정책 환경을 기반으로 한 중국 IP 시장 성장을 긍정적으로 전망한다.

중국 IP 라이센싱 대행 & 공연 예매 플랫폼 1위 "다마이 엔터" 및 중국 음악 스트리밍 1위 "텐센트 뮤직" 주목

다마이 엔터(1060 HK)는 중국 1위 IP 라이센싱 플랫폼 "알리피쉬"와 공연 예매 1위 플랫폼 "다마이"를 보유하고 있다. IP 산업 성장 수혜와 알리피쉬의 IP2B2C 상업화 경쟁력을 기반으로 FY1H26 IP 관련 매출이 100% 성장했다. 다마이는 중국 공연 예매 시장점유율 70%이며, 공연 예매 외에도 공연 기획·주최 서비스로 다각화하면서 산업 성장을 아웃퍼폼하고 있다. 견조한 실적에도 중일 갈등에 따른 일본 IP 성장 둔화 우려로 주가는 조정받고 있으나, 과거 2012년 경험으로 볼 때 지정학적 리스크에 따른 실적 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

텐센트뮤직(TME US)은 중국 음악 스트리밍 1위 기업으로 유료회원수 증가에 따른 ARPPU 성장이 구독 매출 성장을 견인하고 있으며, 음악 구독 서비스 외에 공연 주최, 팬덤 굿즈 판매 등 서비스로 다각화하고 있다. 팬–아티스트 소통 플랫폼 버블(디어유)을 QQ뮤직 인앱 서비스로 도입했으며, 중국은 아직 팬덤에 특화된 플랫폼이 없어 텐센트뮤직 만의 차별화된 경쟁력이 될 것으로 전망한다. 공연 기획·주최 및 굿즈 판매가 전년대비 2배 성장하며, 올해 2, 3분기 광고&기타 매출이 40% 이상 성장했으며, 구독 외 사업 다각화에 긍정적이다. 콘서트 선구매권, 팬덤 서비스 등 차별화된 유료회원 혜택으로 프리미엄 회원 유입에도 긍정적일 것으로 전망한다.

I. 중국 서비스 소비 주목

I. 중국 서비스 소비 주목

중국 내수 소비 진작, 재화 소비 중심에서 서비스 소비로 확장

서비스 소비

중국 정부의 내수 소비 정책은 과거 2년 간 이구환신을 중심으로 한 재화 소비에 집중되었으나 2026년부터 서비스 소비 진작 확대가 기대된다.

올해 9월 국무원 신문판공실에서 상무부, 발개위, 문화여행부, 중국인민은행과 연합하여 서비스 소비 확대와 관련하여 문화, 예술, 스포츠, IP 산업, 여행, 요양 등 19개 방향을 구체적으로 제시한데 이어 12월 중앙경제공작회의에서 내수 중심 기조를 유지하면서 "양신정책 (장비와 소비재 이구환신 보조금 정책)"의 최적화와 양질의 제품과 서비스 소비 공급 확대 및 서비스 소비 잠재력을 발굴할 것을 언급했다.

올해 9월부터 일부 지방 정부를 중심으로 자동차 이구환신 국가보조금 지급이 중단된 것을 보면, 2026년부터 소비 관련 중앙 정부의 보조금과 지원책은 재화 소비 중심에서 서비스 소비로 확장될 것으로 예상한다.

표 1. 중국 정부 서비스 소비 관련 부양책

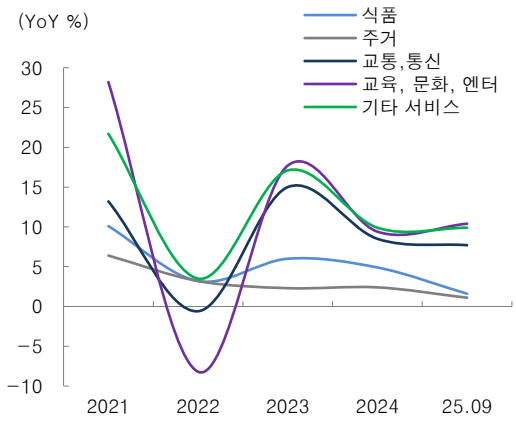
정책 발표일	발표 기관	관련 정책
2025년 3월	중공중앙판공청	– "소비 촉진 특별 행동 계획" 발행. "서비스 소비 질 향상 및 민생 혜택 행동" 지침 발표 – 음식료 · 숙박, 가정 서비스, 노인 돌봄 · 육아, 문화 · 엔터 · 관광, 교육 · 스포츠 등 분야의 서비스 소비 확대 도모, 소비 진작 지시
2025년 5월	중국인민은행	– 5,000억 위안 규모의 서비스 소비 및 고령 소비 재대출 설정 – 금융기관이 숙박 · 식당, 문화 · 레저, 교육 · 노인 돌봄 등 서비스 분야의 고품질 공급 확대를 지원하도록 촉구
2025년 9월	국무원 신문판	– 《서비스 소비 확대에 관한 몇 가지 정책적 조치》를 발표, 19개 항목의 조치 제시 – 유명한 다국적 IP와의 콜라보 지원, 신소비 선두기업 육성 – 인터넷, 문화 등 영역의 점진적 개방 추진. 우선 통신, 의료, 교육 등 분야 시범적 개방 – 문학, 예술, 영화, 애니메이션 등 창작 지원, 극장, 박물관, 미술관, 과학관 등 문화 서비스 공급 확대, 인기 박물관·관광지 운영 시간 연장, 예약 방식 개선 및 일부 무료 개방 장려 – 해외 우수한 스포츠 경기 영입 격려, 대중적인 스포츠 경기 대회 개최 장려 – 예체능, 과학기술 등 非학술 학원의 개설에 대해 조건부 승인 – 노인 돌봄, 가사서비스, 장기 요양 등 분야 종사자 양성과 훈련을 강화 – 여건이 되는 지역은 보육 기관에 적절한 운영 보조금 제공. 2~3세 아동을 수용하는 유치원을 지원하고 밀착형 보육, 가정보육 거점 발전을 장려 – 중고급 의료, 휴양 레저 분야의 시장 진입 규제 완화 – 비자 면제를 통해 외국인의 중국 여행 촉진 – 디지털 서비스 소비 확대. AI+ 소비 거점 확대 – 학교 방학 일정 관련 학교에 자율권 부여 – 중앙예산 내 투자, 지방정부채권, 지방정부기금, 신용대출 등 서비스업 금융지원 강화
2025년12월	중앙경제공작회의	–"양신정책 (장비와 소비재 이구환신 보조금 정책)" 개선 및 최적화 – 양질의 제품과 서비스 소비 공급 확대, 서비스 소비 잠재력 발굴

자료: 언론 보도, 대신증권 Research Center

과거 선진국을 보면 통상 일인당 GDP가 1만 달러를 넘어서면서 소비 구조 업그레이드로 서비스 소비 비중이 빠르게 상승하는 추세가 나타났으며, 미국은 일인당 GDP가 1~1.5만 달러인 1970년대말 서비스 소비 비중이 50~56%, 일본은 1980년대 초중반 45~50%를 기록했다. 중국은 2019년 일인당 GDP 1만 달러 시대에 진입했으며, 코로나 이후 중국 재화 소비 둔화가 겹치면서 서비스 소비 비중이 상승하고 있긴 하나 일인당 소비에서 차지하는 비중은 47%로 여전히 낮은 상황이다.

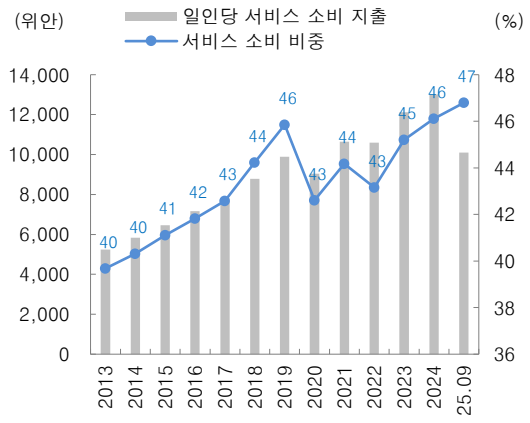
올해 발표된 "15차5개년계획" 초안에서 "양질의 소비와 서비스 소비 공급 확대", "서비스 소비 비중 확대"를 명확히 주문함에 따라 2026년 내수 진작을 위한 서비스 소비 정책 강화와 더불어 향후 5년 간 서비스 소비의 추세적인 성장이 기대된다.

그림 1. 중국 도시 주민 소비 지출 성장률



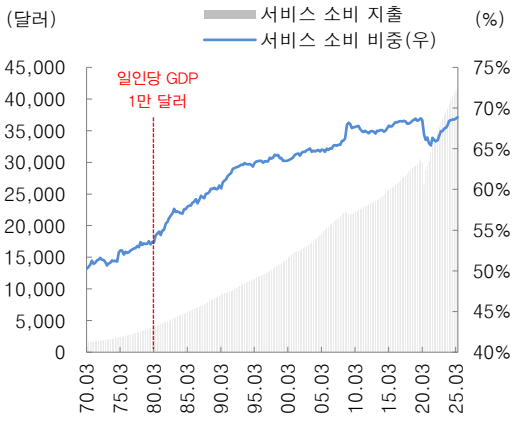
자료: 국가통계국, 대신증권 Research Center

그림 2. 중국 일인당 소비 중 서비스 소비 비중



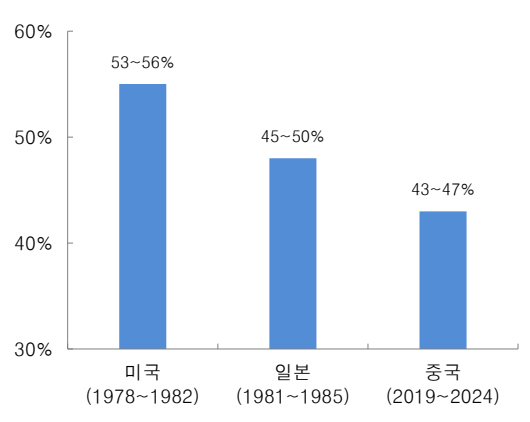
자료: 국가통계국, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 서비스 소비 비중



자료: BEA, 대신증권 Research Center

그림 4. 1인당 GDP 1~1.5만달러 시기 서비스소비 비중



자료: World Bank, 국가통계국, 대신증권 Research Center

공연, IP 산업 성장 긍정적 전망

중국 서비스 소비에서 주목할만 한 세부 산업으로 공연과 IP 산업을 제시한다.

경기 둔화 시기 립스틱 같은 작은 사치품이 심리적 만족감을 주는 립스틱 효과처럼 부동산 구입이나 럭셔리 제품 소비를 줄이게 되면서 여행이나, 콘서트 관람, 굿즈 구입 등 소비를 통해 심리적 만족감을 얻는 “정서 소비”, “체험형 소비”가 립스틱 효과로 작용하고 있다. 특히 이런 소비가 Z세대의 소속감 형성과 SNS 공유·과시욕과 결합되면서 더 빠르게 확산되는 추세다.

Z세대 뿐 만 아니라 중국 고액 자산가들의 소비 패턴에도 변화가 나타나고 있다. 후룬연구소의 “2025 중국 고액 자산가 생활소비 보고서”에 의하면 2024년 중국 고액자산가들의 럭셔리(시계, 화장품, 쥬얼리, 가방 등) 소비는 2% 감소, 프리미엄 주류, 담배, 차(Tea) 소비는 전년대비 10% 이상 감소하면서 재화 소비는 전년대비 12% 감소한 반면 여행, 공연 등 체험형 소비는 전년대비 17% 증가했다.

중국 공연 소비, 코로나 이전 대비 3배 성장

공연 소비

중국 공연 소비는 “이동하는 GDP”로 불리며, 코로나 이후 빠른 성장을 지속하고 있다.

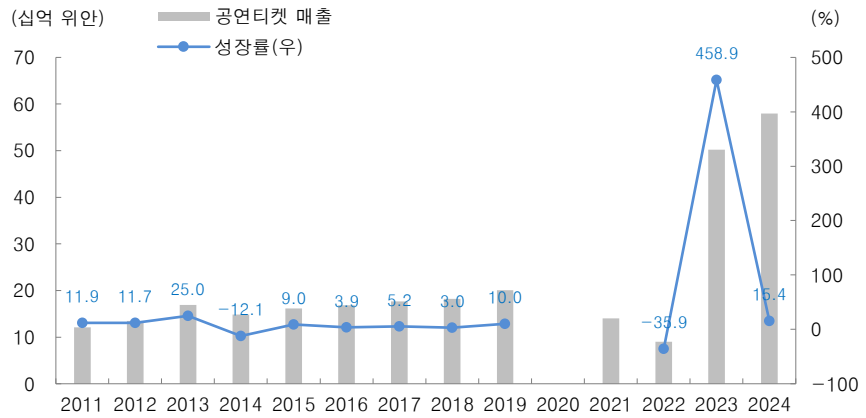
2024년 중국 공연 티켓 매출은 580억 위안(12조원)으로 전년대비 15%, 2019년 대비 3배 가까이 성장했다. 이중 5,000명 이상 규모의 대형 콘서트 티켓 매출은 260억 위안으로 전년대비 78% 성장, 대형 콘서트 공연 관람객 수는 3,652만 명으로 전년대비 31% 성장하면서 콘서트 규모도 늘어나는 추세다.

대형 콘서트 성장과 함께 중국 1선 도시의 공연장 포화로 청두, 우한, 항저우, 난징 등 2선 도시 콘서트가 증가하는 추세다. 대형 콘서트의 2선 도시 비중은 코로나 이전 20% 수준에서 2023년 56%, 2024년 62%로 증가했으며, 2024년 대형 콘서트의 타 지역 인원 관람 비율이 60% 이상을 차지하면서 공연 티켓 수익 외에도 교통, 호텔, 관광 소비를 포함해 2,000억 위안(40조원)을 초과하는 경제적 파급 효과를 창출했다.

콘서트를 위해 해당 도시를 여행하는 것이 소비 트렌드로 자리잡고 있으며, 콘서트가 열리는 시기 고속 열차와 인근 숙박시설 예약이 조기 마감되는 경우도 흔하게 발생한다. 중국공연협회에 의하면 공연 티켓 매출과 그에 따른 지역 소비 매출의 비율은 1:4.8로 콘서트 티켓에 1위안을 지출할 경우 최소 4.8위안의 관련 소비를 견인한다고 한다.

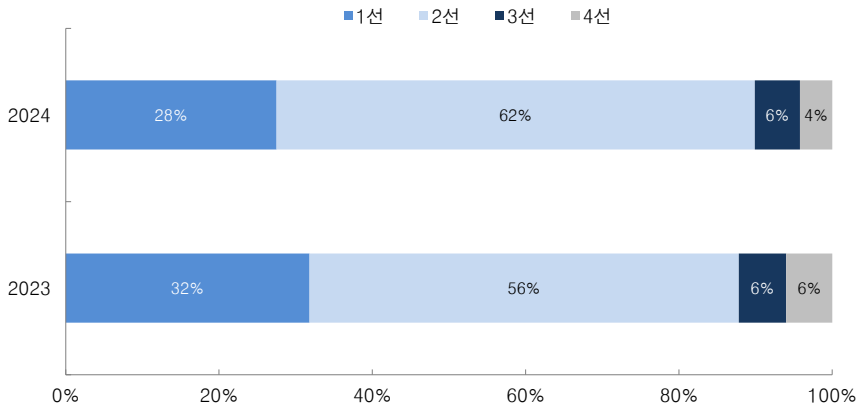
또한 공연 소비가 단발성 소비에 그치지 않고, 공연 이후 온라인 플랫폼을 중심으로 '콘서트 후기' 콘텐츠를 제작, 공유하고 굿즈를 구입하는 것으로 이어지며, 음악 스트리밍 산업 성장도 견인할 것으로 기대된다.

그림 5. 중국 공연 산업 티켓 매출 추이



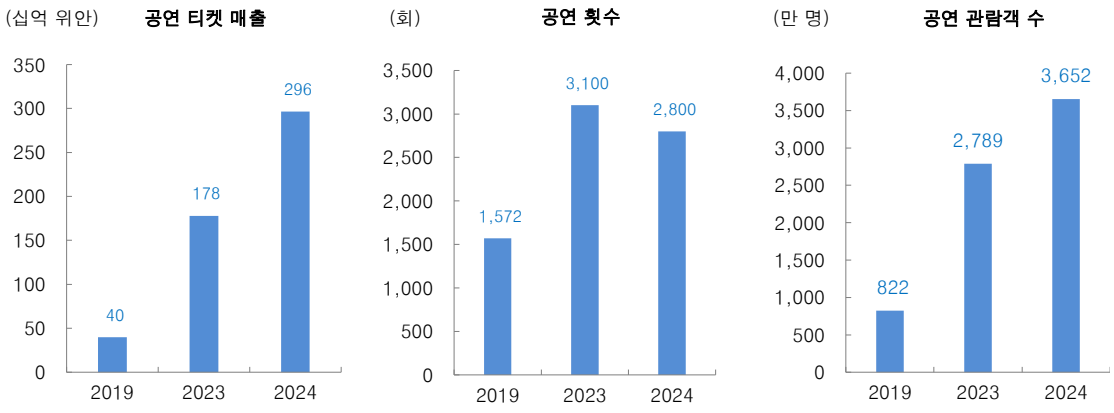
자료: 중국공연산업협회, 대신증권 Research Center

그림 6. 도시별 대형 콘서트 횟수 비중



자료: 중국공연산업협회, 대신증권 Research Center

그림 7. 중국 5,000명 이상 대형 콘서트 성장 추이



자료: 중국공연산업협회, 대신증권 Research Center

정책 지원

2024년부터 일부 지방 정부를 중심으로 공연 지원 정책이 출시되고 있다.

항저우 정부는 1만 명, 3만 명 이상의 공연에 대해 각각 최대 15만 위안, 30만 위안 보조금을 지급하기로 했으며, 광둥성 정부는 올해 5월 "공연 시장 고품질 발전을 위한 조치"에서 공연 심사 기한을 20 영업일에서 10 영업일로 축소, 해외 우수 공연을 유치한 주최측에 대해서는 연간 최대 400만 위안의 보조금 지급 등 정책을 발표했다.

공연 소비 인기와 경제적 파급 효과를 고려하면 앞으로 중앙 정부 차원의 공연 기금 설립, 심사 간소화, 주최 기업에 대한 보조금 지급, 세금 감면, 공연장 건설 비용 감면 등 정책 지원이 강화될 것으로 기대된다.

표 2. 중국 지방 정부 공연 지원 정책

정책 발표일	도시	관련 정책
2024년 3월	심천	공연 매출 증가율이 높은 기업에 최대 100만 위안 인센티브 지급. 조건에 부합하는 공연에 25만 위안 보조금 지급
2024년 4월	베이징	베이징에서 개최되는 대형 콘서트, 음악 페스티벌 등에 대해 연간 누적 공연 관람 인원이 2만 명 이상일 경우 최대 300만 위안 지원. 2025년 지원금 500만 위안으로 상향
2024년 5월	항저우	대형 콘서트 음악 페스티벌 지원, 최고 100만 위안 지원. 문화 상업 관광 소비 카드 발행 등
2024년 6월	광저우	광저우에서 개최되는 대형 상업 공연(5000명 이상)의 주최 기업, 티켓 운영 회사에 연간 최대 3000만 위안 지원
2024년 8월	상하이	해외 유명 콘서트 또는 국내 일류 대형 콘서트, 음악 페스티벌을 유치한 기업 중 3만 명 이상 모객에 성공한 기업에 최대 200만 위안 지원
2024년 9월	우한	《우한시 공연 시장 번영 발전 촉진 조치》(2024-2027): 신규 공연 티켓 플랫폼 구축 장려. 대형 콘서트, 음악 페스티벌, 소극장, 야간 관광 공연 등 관련 전문 지원기금을 설립하여 지원 예정
2024년 12월	청두	연간 공연 티켓 매출이 2000만 위안에 도달한 기업에 최고 20만 위안 지원, 반복 지원을 통해 최대 200만 위안까지 지원. 공연 티켓 소지 시 인기 명소 티켓 무료
2025년 1월	상하이	공연 지원기금 설립, 쇼핑몰, 오피스텔 등에 100개 신형 공연 공간 구축
2025년 5월	광저우	농촌, 관광지 공연 개최 장려, 조건에 부합하는 공연에 보조금 지원

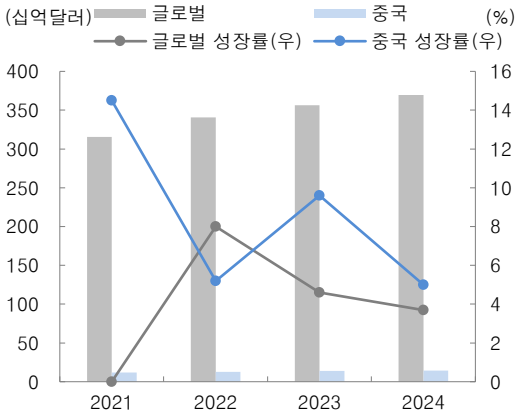
자료: 언론 보도, 대신증권 Research Center

중국 IP 소비 개화

Licensing International에 의하면 중국 IP 산업 규모는 138억 달러(2023)로 전체 규모로 보면 글로벌 4위 시장이긴 하지만 1위인 미국의 7% 수준에 불과하다. IP 소비가 전체 소비 시장에서 차지하는 비중은 0.1%로 미국의 1%, 영국의 0.7%, 일본의 0.5% 등 대비 현저히 낮은 수준이며, 1인당 IP 지출로 비교하면 그 격차는 더욱 크다.

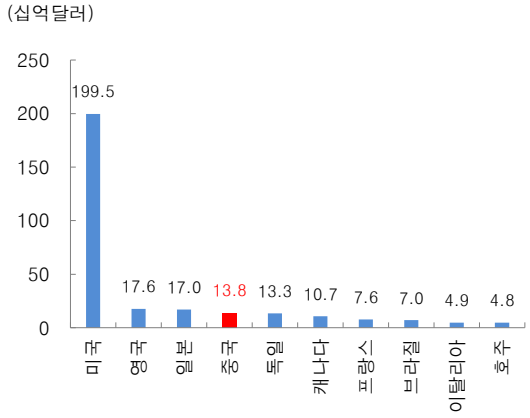
중국 IP 시장은 아직 초기 시장으로 최근 몇 년 간 중국 게임, 애니메이션, 아트토이 등 산업의 질적 성장이 가속화되고 있어 그에 따른 IP 소비 성장을 견인할 것으로 예상한다.

그림 8. 중국 vs. 글로벌 IP 라이센싱 산업 성장 추이



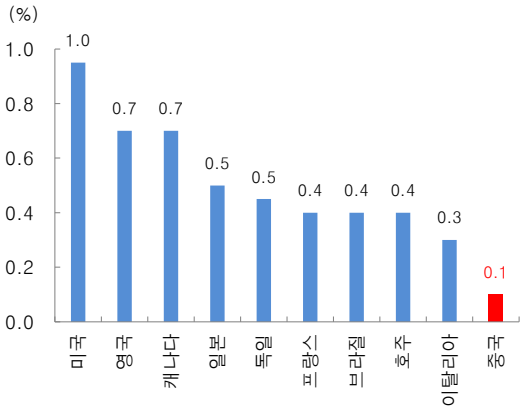
자료: Licensing International, 대신증권 Research Center

그림 9. 나라별 IP 라이센싱 산업 규모



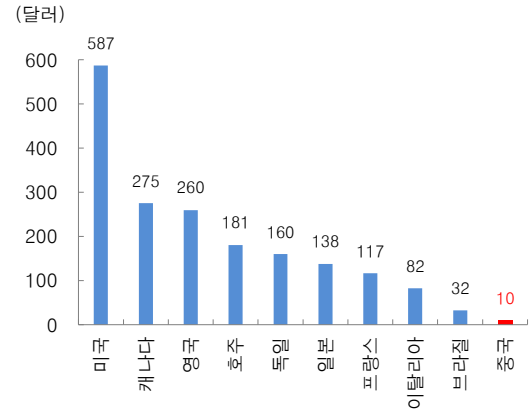
자료: Licensing International(2023), 대신증권 Research Center

그림 10. 글로벌 민간 소비 중 IP 소비 비중



자료: Licensing International(2023), 대신증권 Research Center

그림 11. 중국 VS. 글로벌 1인당 IP 관련 지출



자료: Licensing International(2023), 대신증권 Research Center

게임

중국 게임 산업 양적·질적 성장에 따른 IP 파생 시장 성장을 긍정적으로 전망한다.

중국 정부는 2022년 말부터 게임판호 발급을 정상화하기 시작하여 국산 게임 판호 발급은 2024년 월 평균 108개에서 2025년 11월 178개까지 늘어났으며, 신작 출시가 늘어나면서 게임 산업이 견조한 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

특히 지난해 출시된 중국 게임 최초의 AAA급 대작인 "검은 신화: 오공"은 출시 한달 만에 2,000만 장 판매, 1조원 이상의 매출을 기록하는 등 글로벌 흥행 신기록을 세웠으며, 골든 조이스틱 어워드에서 게임 및 최고 비주얼 그래픽 부문 2관왕을 차지하는 등 중국 게임 콘텐츠의 질적 업그레이드가 진행되고 있다.

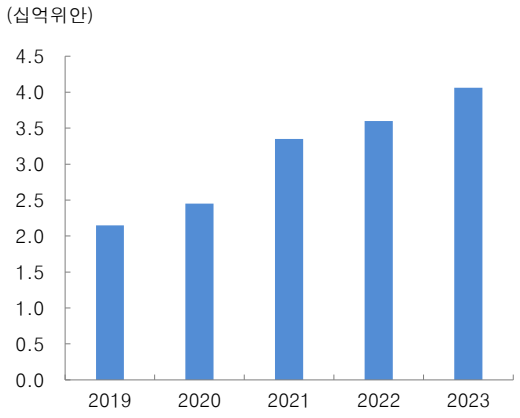
게임 인기와 더불어 "오공" 관련 굿즈 상품도 인기를 끌었으며, 중국 IP·잡화 프랜차이즈 미니소의 "오공" 굿즈는 출시와 동시에 매진되었고, 티몰 등 이커머스 플랫폼의 "오공" 굿즈는 출시 하루 만에 1,500만 위안 매출을 기록했다.

중국 게임 시장은 아직 직접적인 게임 소비 매출이 대부분이며, 관련 IP 파생 매출은 미미한 수준으로 중국 게임사 CMGE의 IP 라이센싱 매출 비중은 6%, 페이위 3%, iDreamSky는 1%에 불과하다. 반면, 글로벌 인기 게임 IP 포켓몬의 IP 라이센싱 GMV는 2019년 29억 달러에서 120억 달러로 연평균 30% 이상 성장 중이며, 포켓몬의 게임 매출 20억 달러(추정) 대비 훨씬 높은 수준이다.

긍정적인 점은 최근 5년 간 중국 게임 IP 파생상품 시장은 2019년 22억 위안에서 2023년 41억 위안으로 성장하며 연평균 17% 성장했으며, 2025년 11.11절 티몰의 IP 상품 GMV 순위 상위 20개 IP에서 게임 관련 IP가 8개, 이 중 국산 게임 IP가 5개에 달해 중국 게임 IP의 상업화 시장이 열리고 있다.

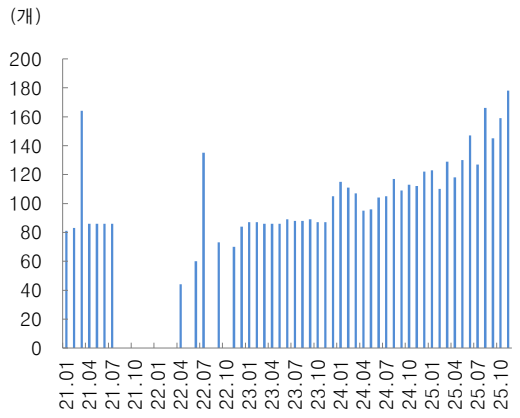
게임 판호 증가와 콘텐츠 개발 능력 향상에 따른 중국 게임 시장의 양적·질적 성장과 함께 게임 IP 파생 시장도 중장기적인 성장 국면에 진입할 것으로 판단된다.

그림 12. **중국 게임 관련 IP 상품 매출 성장 추이**



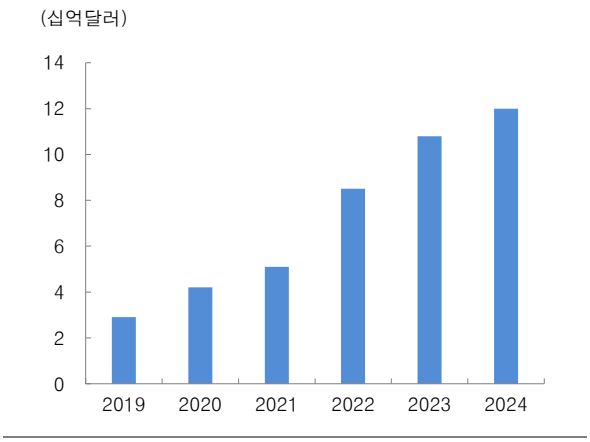
자료: 화징산업연구원, 대신증권 Research Center

그림 13. **중국 게임 판호 발급 추이**



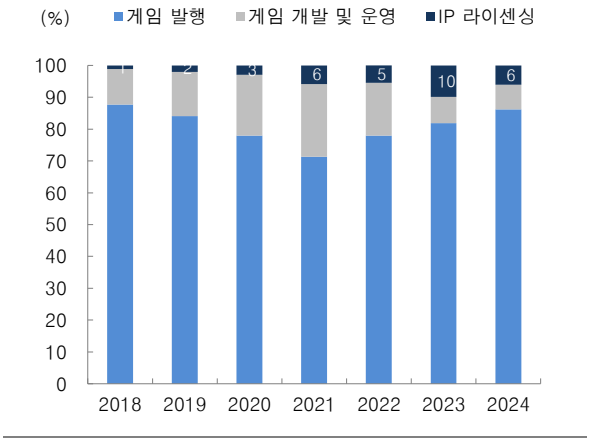
자료: 중국신문판, 대신증권 Research Center

그림 14. 포켓몬 IP GMV 성장 추이



자료: License Global, 대신증권 Research Center

그림 15. 중국 게임사 CMGE 매출 구성



자료: CMGE, 대신증권 Research Center

표 3. 2025 11.11절 타오바오 IP GMV 상위 20개 중 게임 IP 8개, 국산 게임 IP 5개

순위	IP	게임 IP	중국/해외
1	디즈니		해외
2	산리오		해외
3	팝마트		중국
4	연애와 심연	O	중국
5	붕괴: 스타레일	O	중국
6	젤리캣		해외
7	포켓몬	O	해외
8	원신	O	중국
9	구궁문화IP		중국
10	치이카와		해외
11	건담	O	해외
12	몰티즈		해외
13	해리포터		해외
14	명일방주	O	국내
15	러브 앤 프로듀서	O	중국
16	트랜스포머		해외
17	버터베어		해외
18	울트라맨		해외
19	스펀지밥		해외
20	광야와 밤의 연인	O	중국

자료: Tmall, 대신증권 Research Center

애니메이션

'네타'를 계기로 중국 애니메이션 IP 산업 개화를 긍정적으로 전망한다.

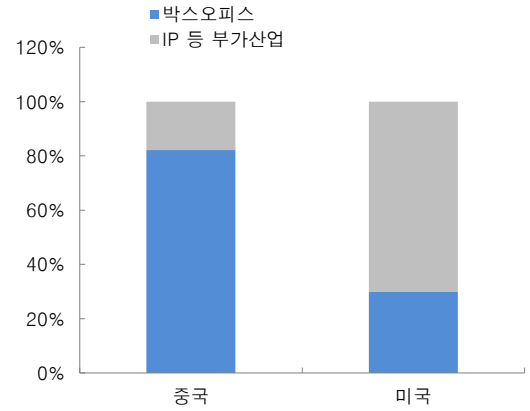
영화 산업 특히 애니메이션 산업은 IP 상품 성장을 동반한다. 2023년 중국 영화 박스오피스 매출은 550억 위안, 영화 관련 IP 매출은 120억 위안으로 추정되며, IP 관련 매출 비중은 20% 미만으로 중국 영화 산업은 박스오피스 매출 비중이 압도적으로 크다. 반면, 미국의 박스오피스 매출 비중은 30% 수준에 불과하며, 인기 애니메이션 디즈니의 경우, 2024년 글로벌 박스오피스 매출은 54.6억 달러인 것에 비해 IP GMV는 620억 달러에 달한다.

중국 애니메이션은 키즈용 애니메이션 IP에 국한되었던 국면이 2015년 박스오피스 매출 9.5억 위안을 기록한 "서유기: 대성귀래(손오공의 귀환)"를 계기로 아이와 성인이 모두 즐길 수 있는 애니메이션 산업이 개화되기 시작했으며, 올해 "네타"가 중국 역대 박스오피스 매출 1위를 기록하기까지 10여 년의 성장을 거쳤다. 글로벌 IP 매출 1위 디즈니는 100여 년을 거쳐 영화에서부터 파크, 굿즈에 이르는 IP 제국을 만들었으며, 이에 비하면 중국 애니메이션 IP 산업은 이제 시작되는 셈이다.

"네타2"의 경우 키덜트들의 정서 소비 트렌드에 힘입어, 영화 성공과 함께 IP 매출도 양호한 판매를 기록했다. "네타2"의 박스오피스 매출은 155억 위안이며, 올해 IP 관련 매출은 100억 위안을 넘어선 것으로 추정되면서 IP 관련 매출 비중이 40%를 차지했다.

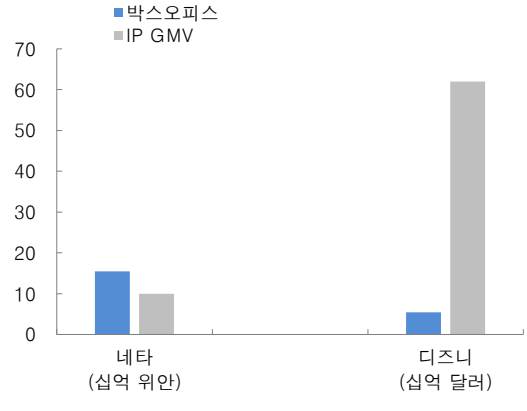
올해 "네타" 외에도 'Nobody', 'Boonie Bears' 까지 3개 중국 국산 애니메이션이 중국 박스오피스 10위권에 랭킹했으며, 2026년에는 "삼국지" 애니메이션이 방영될 예정이다. 과거 양질의 경쟁력을 갖춘 중국 국산 인기 애니메이션이 제한적인 관계로 애니메이션 IP 시장 성장에 한계가 있었으나, "네타"의 성공을 계기로 중국 국산 애니메이션 IP 시장 개화가 예상된다.

그림 16. **중국 vs. 미국 박스오피스 & IP 매출 비중**



자료: Qianzhan, PWC, 대신증권 Research Center

그림 17. **네타 vs. 디즈니 박스오피스 & IP 매출**



자료: Taopiaopiao, 디즈니, License Global, 대신증권 Research Center

그림 18. 2025년 중국 박스오피스 TOP10 중 국산 애니메이션

자료: TAOPIAOPIAO, 대신증권 Research Center

중국 국산 IP 경쟁력 강화

팝마트의 성공으로 중국 IP의 글로벌 인지도 강화와 산업 전반 경쟁력 향상을 견인할 것으로 기대된다.

중국은 글로벌 완구류 제조의 75%를 담당하는 글로벌 완구 제조 공장이다. 중국 국산 아트토이 IP 팝마트 라부부가 글로벌 IP 시장에서 두각을 나타내면서 중국 IP 완구 산업이 "중국 제조"에서 "중국 브랜딩"으로 산업 패러다임 전환이 본격화될 것으로 기대한다.

팝마트의 성공 요인으로 일본의 IP 블라인드 박스 모델을 성공적으로 복제, 한정판 판매를 통한 소장 욕구 유발 및 연예인·인플루언서 기반 소셜미디어 마케팅 성공 등 외에도 중국 특유의 경쟁력이 종합적으로 작용한 것으로 판단한다.

소셜 미디어 마케팅과 온라인 유통 채널이 발달한 중국 시장을 기반으로 축적된 빅데이터를 활용해 한정판 마케팅, 빅데이터 분석 기반의 인기 IP 파악, 블라인드 박스 구성 선정, 한정판 마케팅 수량 조정 등 정교한 마케팅이 가능했다.

현지 예술가 IP 발굴을 통한 현지화 전략에 성공했으며, 태국에서 인기가 많은 CRYBABY는 태국 예술가 Molly의 작품이며, 미국에서 인기 많은 Peach Riot는 미국 아티스트 Libby의 작품이다.

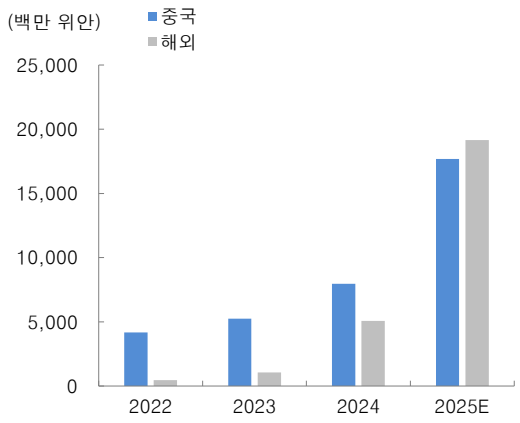
빅데이터 기반 빠른 시장 대응과 예술가 IP 운영이 가능했던 이유는 중국 문구·완구 제조 체인의 경쟁력을 활용했기 때문이다. 아티스트가 IP를 설계하면 팝마트의 디자이너가 3D 화하고 소재 등을 결정하며, OEM 공장을 활용한 생산 체계로 제품 출시 후 시장 반응을 살피면서 유기적인 생산 대응이 가능했다.

올해 11월 소니 픽처스가 2026년 라부부 IP를 영화로 제작할 계획이 전해지면서 앞으로 IP 라이센싱 사업 다각화도 기대된다. 산리오의 경우, 전체 매출에서 IP 라이센싱 매출이 50% 이상을 차지하나, 현재 팝마트는 제품 판매 매출에 의존하고 있으며 자사 IP 라이센싱 사업은 본격화되지 않은 상황인데, IP 라이센싱 사업도 시작될 것으로 기대된다.

IP 완구류는 중국 IP 파생상품 시장에서 비중이 가장 큰 분야이며, 팝마트 외에도 총 5개 중국 로컬 완구 회사가 중국 IP 완구 시장 점유율 상위 10위권에 있다. 다만 팝마트를 제외하면 블로키와 52Toys 등은 라이센싱 IP 제품(트렌스포머, 짱구 등) 매출이 65%, 86%로 높은 비중을 차지하며, 자사 IP 비중은 30% 미만이다.

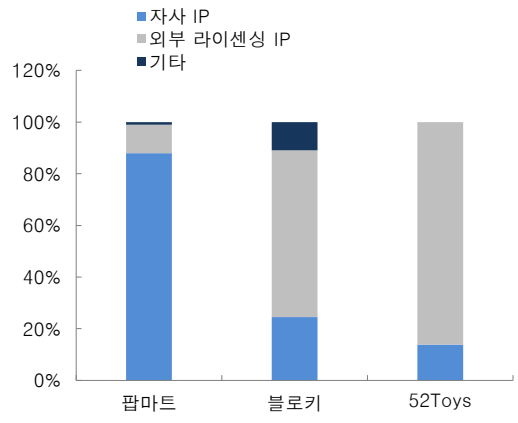
팝마트를 시작으로 중국 완구 기업들이 자사 IP 확장과 브랜딩 역량 강화를 추진할 것으로 기대되며, 이는 중국 캐릭터 IP 산업 전반의 경쟁력 향상으로 이어질 가능성이 크다.

그림 19. 팝마트 중국/해외 매출 성장 추이



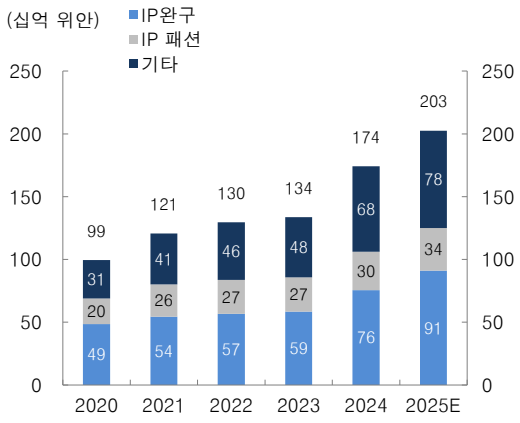
자료: 팝마트, 대신증권 Research Center

그림 20. 팝마트, 블로키, 52Toys 자사 IP 매출 비중



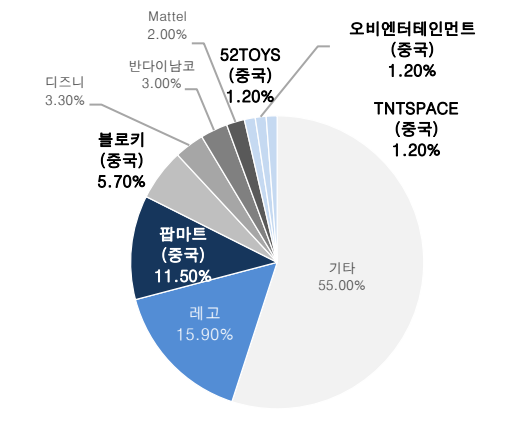
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 21. 중국 IP 파생상품 유형별 GMV



자료: CIC 컨설팅, 대신증권 Research Center

그림 22. 중국 IP 완구 GMV 기준 시장점유율(2024)

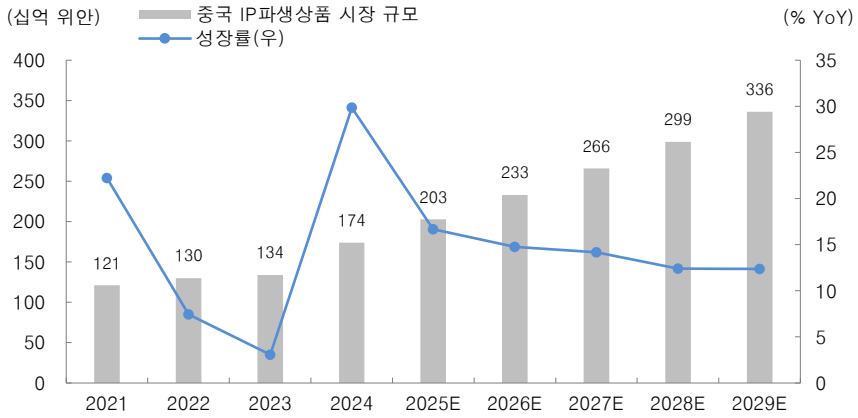


자료: CIC 컨설팅, 대신증권 Research Center

CIC 컨설팅에 의하면 중국 IP 파생상품 산업은 향후 연간 14% 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

1) 코로나 이후의 중국 정서 소비 트렌드, 2) “네타”, “오공”, “라부부” 등 중국 게임·영화·아트토이 분야의 국산 인기 IP 등장, 3) 소셜미디어 기반 빠른 마케팅 효과, 4) Z세대의 강한 IP 소비 성향, 5) 중국 정부의 IP 개발, 애니메이션, 게임, e-스포츠 장려 등 우호적인 서비스 소비 정책 환경을 기반으로 글로벌 시장을 아웃퍼폼하는 성장을 이어갈 것으로 판단한다.

그림 23. 중국 IP 파생상품 시장 성장 추이



자료: CIC 컨설팅, 대신증권 Research Center

수혜 기업

공연과 IP 산업 성장 수혜 기업으로 알리바바 산하의 다마이 엔터(1060 HK)와 텐센트 산하의 텐센트 뮤직(TME US/1698 HK)을 제시한다.

다마이 엔터(1060 HK)는 중국 1위 IP 라이센싱 플랫폼 “알리피쉬”와 공연 예매 1위 플랫폼 “다마이”를 보유하고 있으며, IP 산업 성장 수혜와 알리피쉬의 IP2B2C 상업화 경쟁력을 기반으로 FY1H26 기간 IP 관련 매출이 100% 성장했다. 다마이는 중국 공연 예매 시장점유율 70%이며, 공연 예매 외에도 공연 기획·주최 서비스로 다각화하면서 산업 성장을 아웃퍼폼하고 있다. 견조한 실적에도 중일 갈등에 따른 일본 IP 성장 둔화 우려로 주가가 조정받고 있으나, 과거 2012년 경험으로 볼 때 지정학적 리스크에 따른 실적 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

텐센트뮤직(TME US)은 중국 음악 스트리밍 1위 기업으로 유료회원수 증가에 따른 ARPPU 성장이 구독 매출 성장을 견인하고 있으며, 음악 구독 서비스 외에 공연 주최, 팬덤 굿즈 판매 등 서비스로 다각화하고 있다. 팬-아티스트 소통 플랫폼 버블(디어유)을 QQ뮤직 인앱 서비스로 도입했으며, 중국은 아직 팬덤에 특화된 플랫폼이 없어 텐센트뮤직 만의 차별화된 경쟁력이 될 것으로 전망한다. 공연 기획·주최 서비스와 굿즈 판매가 전년대비 2배 성장하면서 올해 2, 3분기 광고&기타 매출이 40% 이상 성장했으며, 콘서트 선구매권, 팬 아티스트 소통 서비스 등 차별화된 유료회원 혜택으로 텐센트뮤직의 프리미엄 회원 유입에도 긍정적일 것으로 전망한다.

II. 주요기업

다마이 엔터 (1060)

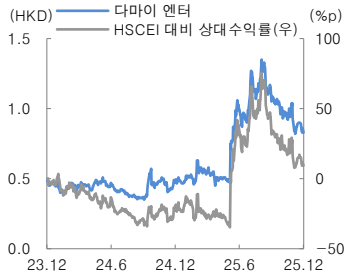
박초화
chuhua.piao@daishin.com

투자의견 (펙트셋 평균)	BUY *(1.0)
목표주가(HKD) (펙트셋 평균)	1.3
현재주가(HKD) (25.12.18)	0.9

大麦娱乐

기업명	Damai Entertainment
한글명	다마이 엔터
홈페이지	https://www.damaiholdings.com
결산월	3월
거래소 국가	중국
상장 거래소	홍콩
시가총액(십억달러)	3.2
시가총액(조원)	4.7
발행주식수(백만주)	29,875.9
52주 최고가/최저가	1.4 / 0.5
주요주주	Alibaba Group Holding 54%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	-21.0	-17.8	74.7
상대수익률	-5.6	-16.0	-20.9	50.6



중국 IP, 공연 성장 수혜

- 중국 1위 IP 라이센싱 에이전시 알리피쉬 보유, IP 산업 성장 수혜
- 중국 공연 예매 1위 및 공연 주최 서비스로 확장, 공연 시장 성장 수혜
- 중일 갈등에 따른 실적 영향은 제한적

중국 1위 IP 라이센싱 에이전시 알리피쉬 보유, IP 산업 성장 수혜

알리피쉬는 중국 1위, 글로벌 6위 IP 라이센싱 에이전시로 300여 개 국내외 인기 IP 보유. IP2B2C 플랫폼으로 2B IP 라이센싱 외에도 핵심 IP 온오프라인 스토어를 직접 운영하면서 2C 리테일 매출도 실적에 기여. FY1H26 IP부문 매출은 중국 IP 소비 성장으로 100% 성장, 알리피쉬의 IP, 빅데이터, 이커머스, 마케팅 경쟁력 기반의 IP 상업화 능력 긍정적 전망

공연 예매 1위 및 공연 주최 서비스로 확장, 공연 시장 성장 수혜

다마이는 중국 1위 공연 예매 플랫폼. 중국 공연 시장은 코로나 이전 대비 3배 넘게 성장. 중 정부의 서비스 진작 정책으로 공연 산업 견조한 성장 지속 전망. 다마이는 공연 예매 외에도 공연 주최 서비스로 다각화, 또한 올해 말 해외공연 예매 플랫폼 MAISEAT를 런칭하면서 해외 서비스로도 확장. 중국 공연 성장 수혜 및 다마이의 사업 다각화 긍정적 전망

중일 갈등에 따른 실적 영향은 제한적

견조한 실적 성장에도 동사 IP 부문 중 일본 IP 비중이 높아 지정학적 갈등 우려로 주가 조정. 2012년 중일 갈등 시 경험에 비추어보면, 애니메이션, IP 등 팬덤 소비가 강한 콘텐츠 소비에 대한 영향은 제한적

[실적 전망]

FY26, FY27 매출 10% 중반 성장, 영업이익은 20%+ 성장 예상, 수익성이 높은 IP와 다마이의 매출 비중 증가로 수익성 상승 기대. 12mf P/E 21배로 주가 조정 전 35배 대비 밸류에이션 부담 완화

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1-Strong Buy, 2-Buy, 3-Hold, 4-Sell, 5-Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 백만위안, 위안, %)

	FY 2024	FY 2025	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E
매출액	5,036	6,702	7,920	9,132	10,422
영업이익	310	649	970	1,198	1,504
당기순이익	359	364	934	1,244	1,541
EPS	0.01	0.01	0.03	0.04	0.05
PER	40.9	39.7	24.7	18.7	14.9
BPS	0.59	0.58	0.63	0.67	0.73
PBR	0.8	0.9	1.3	1.2	1.1
ROE	1.9	2.3	5.3	6.5	7.5

자료: Factset, 대신증권 Research Center

사업부문

다마이 엔터테인먼트는 알리바바 산하의 영화 제작·티켓 예매, 공연 기획·티켓 예매, IP 라이센싱·운영, 드라마 제작 등 서비스를 영위하는 종합 엔터테인먼트 플랫폼이다. 알리바바 그룹이 대주주로 53.85% 지분을 보유하고 있다.

과거 사명은 "알리바바 픽처스"였으나 2017년 지분 투자한 중국 최대 영화/공연 티켓팅 플랫폼 다마이의 지분을 2023년 9월에 100% 인수하면서 사업 주축이 기존 영화·드라마 투자 제작에서 오프라인 공연, IP 라이센싱 등을 중심으로 하는 종합 엔터테인먼트 플랫폼으로 전환되면서 올해 6월 사명을 "다마이 엔터테인먼트"로 변경했다.

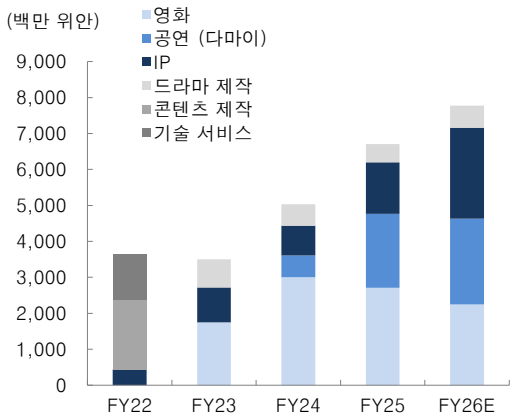
사업 부문은 영화 콘텐츠 및 기술 서비스, 공연 서비스, IP 상업화 세 부문을 주축으로 매출 비중은 각 30% 수준이며, 이 외 드라마 제작이 10% 수준을 차지한다.

영화 콘텐츠 및 기술 서비스 부문은 알리 픽처스의 영화 제작·투자·배급 업무와 타오표표, 윈즈티켓 플랫폼의 영화 티켓 판매 수수료 매출을 포함한다. 2024년부터 중국 박스오피스 매출 부진으로 성장 둔화되었으며, 회사는 과거 대비 영화 제작에 보수적으로 대응하고 있는 상황이다.

공연 서비스는 공연 티켓 판매 수수료와 공연 기획·주최 매출을 포함하며 다마이 플랫폼은 중국 최대 공연 티켓 판매 플랫폼이다. 최근 중국 국내 공연 중심에서 아시아를 시작으로 해외 공연 티켓 판매 및 주최 등 해외 확장을 시도하고 있다.

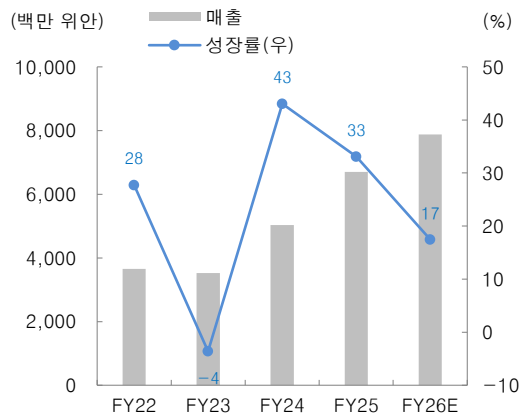
IP 상업화 부문은 국내외 인기 IP 라이선스를 취득하여 중국 국내에서 재 라이센싱하는 서비스이다. IP 라이센싱에 그치지 않고 온오프라인 브랜드 스토어 운영 등 라이센싱부터 IP 마케팅, 온오프라인 판매 까지 풀스텍 서비스를 제공한다. FY1H26 기간 매출 100% 이상 성장하며, 현재 사업부문 중에서 가장 빠르게 성장하고 있다.

그림 24. 다마이 엔터 사업부문



자료: 다마이, 대신증권 Research Center
주: FY22 콘텐츠 제작에는 영화, 드라마 제작 등 포함, 3월 결산 법인

그림 25. 매출 성장 추이



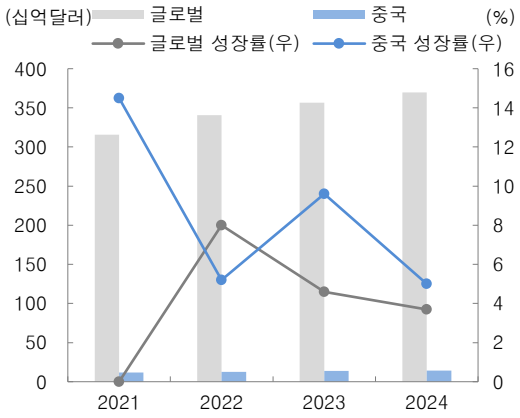
자료: 다마이, Factset, 대신증권 Research Center

중국 IP 산업 성장에 따른 '알리 피쉬' 수혜 전망

Licensing International에 의하면 중국 IP 산업 규모는 138억 달러(2023)로 전체 규모로 보면 글로벌 4위 시장이긴 하지만 1위인 미국의 7% 수준에 불과하며 IP 소비가 전체 소비 시장에서 차지하는 비중은 0.1%로 미국의 1%, 영국 0.7%, 일본 0.5% 등 대비 현저히 낮은 수준이며, 1인당 IP 지출로 비교하면 그 격차는 더욱 크다.

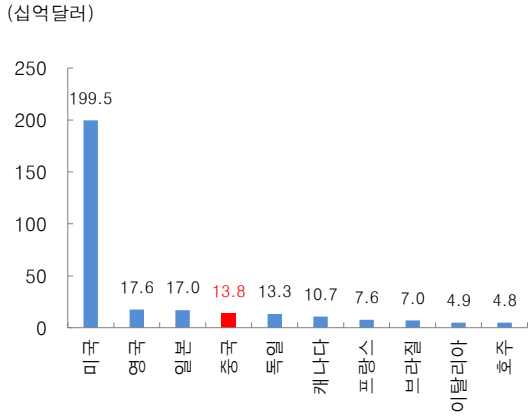
중국 IP 시장은 아직 초기 시장으로 최근 몇 년 간 중국 게임, 애니메이션, 아트토이 등 산업의 질적 성장이 가속화되고 있어 그에 따른 IP 소비 성장을 견인할 것으로 예상한다.

그림 26. 중국 vs. 글로벌 IP 라이센싱 산업 성장 추이



자료: Licensing International, 대신증권 Research Center

그림 27. 나라별 IP 라이센싱 산업 규모

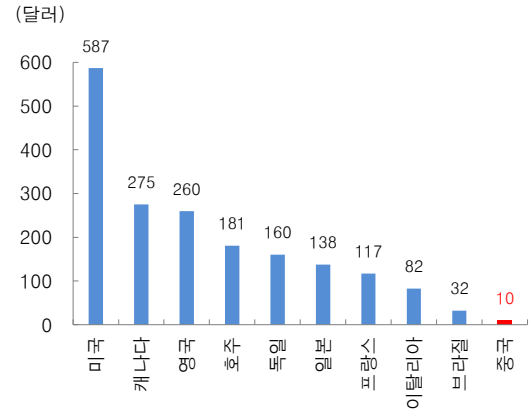


자료: Licensing International(2023), 대신증권 Research Center

그림 28. 글로벌 민간 소비 중 IP 소비 비중

자료: Licensing International(2023), 대신증권 Research Center

그림 29. 중국 VS. 글로벌 1인당 IP 관련 지출

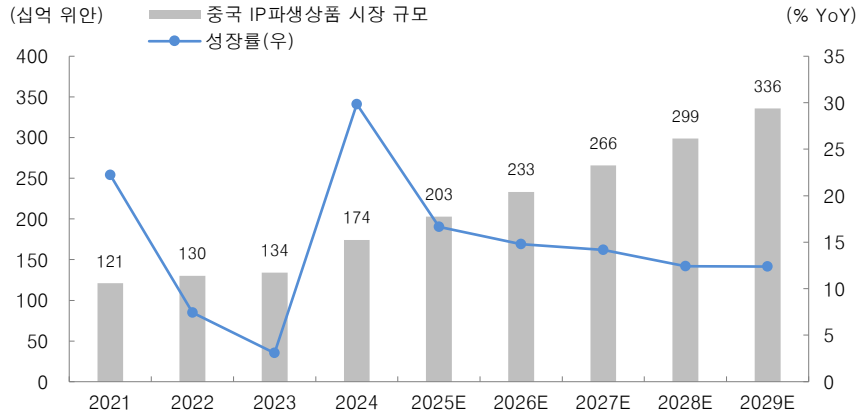


자료: Licensing International(2023), 대신증권 Research Center

CIC 컨설팅에 의하면 중국 IP 파생산품 산업은 향후 연간 14% 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

1) 코로나 이후의 중국 정서 소비 트렌드, 2) “네타”, “오공”, “라부부” 등 중국 게임·영화·아트토이 분야의 국산 인기 IP 등장, 3) 소셜미디어 기반 빠른 마케팅 효과, 4) Z세대의 강한 IP 소비 성향, 5) 중국 정부의 IP 개발, 애니메이션, 게임, e-스포츠 장려 등 우호적인 서비스 소비 정책 환경을 기반으로 글로벌 시장을 아웃퍼폼하는 성장을 이어갈 것으로 판단한다.

그림 30. 중국 IP 파생상품 시장 성장 추이



자료: CIC 컨설팅, 대신증권 Research Center

다마이 엔터의 IP 라이센싱 매출은 중국 IP 산업 성장 수혜 외에도 "알리피쉬(Alifish)"의 차별화된 경쟁력으로 중국 IP 산업 성장을 아웃퍼폼할 것으로 판단한다.

알리피쉬 비즈니스 모델

알리피쉬는 2016년 설립된 중국 1위, 글로벌 6위의 IP 대행 에이전시다. 산리오, 포켓몬, 치이카와, 카카오프렌즈 등 해외 IP 포함 300여 개 IP의 중국 내 라이센싱 권리를 보유하고 있다.

알리피쉬는 "IP 라이센싱+ 상업화" IP2B2C 플랫폼으로 비즈니스 모델은 알리피쉬가 IP 저작권자에게 비용을 지불하고 중국 내 IP 라이선싱 권리를 획득하며, 이를 알리피쉬 플랫폼을 통해 사업자들에게 라이센싱 한다.

단순 라이센싱 서비스에 그치지 않고 IP 인기도, 인기 품목, 주요 소비층 데이터 등 빅데이터 분석 서비스를 제공하며, 제품 개발과 프로모션을 주도하거나 사업자와 함께 핫 아이템을 공동 출시하기도 한다. 플랫폼 상에서 제품에 바로 적용할 수 있는 여러 IP 관련 이미지 라이브러리를 제공하며, "파트너십 컨퍼런스", "티몰 슈퍼 브랜드 데이", 오프라인 팝업 이벤트와 대형 스크린 광고 등 다양한 온오프라인 프로모션을 통해 IP 마케팅을 주도한다. 포켓몬, 산리오 등 인기 IP의 경우 알리바바 자사 이커머스 플랫폼인 티몰에서 티몰 플래그십 스토어나 상하이 등 1선 도시에서 대형 오프라인 매장, 키오스크 등을 직접 운영하고 있다.

IP 라이센싱에서부터 온오프라인 판매까지 풀 스택 서비스를 제공하며, 라이센싱 수수료 외에도 이커머스 GMV 수익 배분, 마케팅 광고 수수료 등이 매출로 인식된다.

표 4. 알리피쉬 주요 글로벌 IP 라이선스 계약

연도	IP 계약 내용
2017	포켓몬
2019	유니버설 픽처스, CBS, 반다이남코
2022	산리오와 독점 라이선스 계약(2023-2027): 중국 내 26개 캐릭터 상품 제조 및 판매
2024	Spiralcute(일본)와 치이카와, Mofusand, Kupunchan 등 라이선스 계약 체결
2025	애니메이션 "란마 1/2"(일본) IP 라이선스 계약

자료: 알리피쉬, 대신증권 Research Center

그림 31. 프랜차이즈 음료 HEYTEA 치이카와 굿즈

자료: 알리피쉬, 대신증권 Research Center

그림 32. 2025 산리오 알리피쉬 파트너컨퍼런스

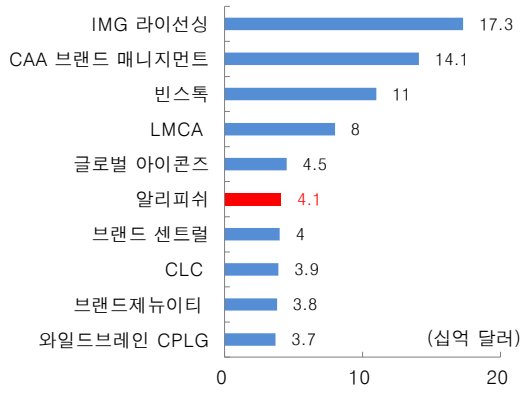
자료: 알리피쉬, 대신증권 Research Center

현재까지 8년 간 의류, 문구, 소비전자 등 여러 산업의 10,000여 개 사업자와 협력했으며, License Global에 의하면 2022년~2024년 알리피쉬 IP 관련 GMV는 3.8억 달러에서 41억 달러로 10배 넘게 성장하면서 글로벌 TOP 10 IP 라이센싱 에이전시로 성장했다.

산리오의 중국향 로열티 매출은 알리피쉬와 협력한 2023년 이후 50% 이상 성장하고 있으며, 노하우가 쌓이면서 신규 IP 육성도 더 빨라지고 있는 추세다. 2024년 10월 신규 계약한 치이카와는 계약 3개월 만인 올해 1월부터 티몰 플래그십 스토어를 운영하기 시작했으며, 2025년 618 쇼핑절과 11.11절 Tmall 완구류 GMV 순위 6위, 10위를 달성했다. 올해 9월 상해에 중국 첫 대형 오프라인 매장을 오픈하면서 2026년 프로모션이 더 강화될 것으로 기대된다.

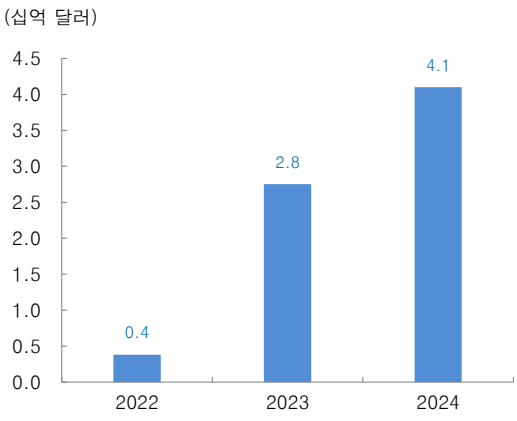
알리피쉬가 현재 운영 중인 티몰 플래그십 스토어로는 산리오, 원피스, 유니버셜픽처스, 오공, 치이카와, 카카오프렌즈 등이 있으며, 2025년 11.11절 티몰 IP GMV 순위 상위 20개에서 알리피쉬가 라이센싱하고 있는 IP가 12개를 차지했다.

그림 33. 글로벌 TOP 10 IP 라이센싱 에이전시



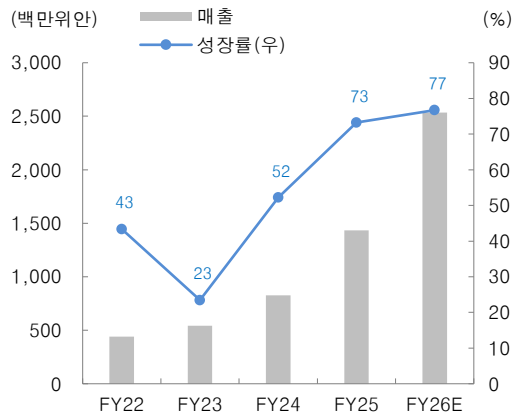
자료: License Global(2025), 대신증권 Research Center

그림 34. 알리피쉬 IP 상품 GMV 성장 추이



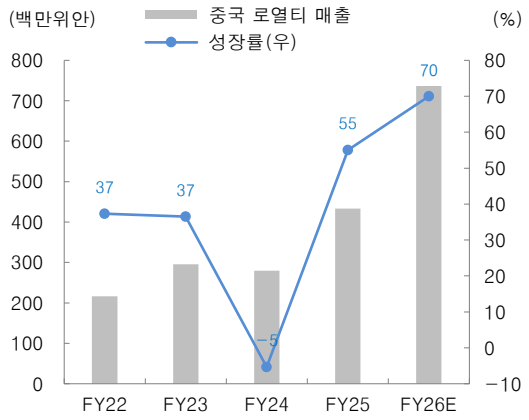
자료: License Global, 대신증권 Research Center

그림 35. 다마이 IP 부문 성장 추이



자료: 다마이, 대신증권 Research Center
주: 3월 결산 법인

그림 36. 산리오 중국 로열티 매출 성장 추이



자료: 산리오, 대신증권 Research Center
주: 3월 결산 법인

표 5. 2025 11.11절 타오바오/티몰 IP GMV 순위

순위	IP	중국/해외	알리피쉬 라이센싱 IP
1	디즈니	해외	O
2	산리오	해외	O
3	팝마트	중국	O
4	연애와 심연	중국	O
5	붕괴: 스타레일	중국	O
6	젤리캣	해외	
7	포켓몬	해외	O
8	원신	중국	O
9	구궁문화IP	중국	O
10	치이카와	해외	O
11	건담	해외	
12	몰티즈	해외	
13	해리포터	해외	O
14	명일방주	국내	O
15	러브 앤 프로듀서	중국	
16	트랜스포머	해외	O
17	버터베어	해외	
18	울트라맨	해외	
19	스펀지밥	해외	
20	광야와 밤의 연인	중국	

자료: Tmall, 대신증권 Research Center

일본 인기 IP 외에도 “네타”, “오공” 등 중국 애니메이션·게임과 “고궁박물관”, “이화원” 등 전통 문화 관련 중국 로컬 IP 라이센싱을 늘리고 있으며, 해외 IP 대비 라이센싱 비용이 낮아 수익성 개선에도 기여할 것으로 예상된다. 중국 IP 산업 성장으로 “네타”, “오공”과 같은 중국 국산 IP가 늘어나면서 알리피쉬의 국산 IP 소싱에 중장기적으로 긍정적일 것으로 예상한다.

산리오, 포켓몬 등 기존 IP의 견조한 성장과 치이카와 등 신규 IP의 고성장으로 다마이엔터의 1HFY26 IP 관련 매출은 전년대비 106% 성장했다. 2025년부터 매출에 본격 기여하기 시작한 치이카와는 직영 채널인 티몰의 굿즈 종류 증가 및 시간이 지남에 따라 협력 사업자가 늘어나면서 2026년에도 고성장을 이어갈 것으로 전망한다.

1) 양질의 IP 보유, 2) 2B IP 라이센싱 외 2C 리테일 매출 증가, 3) 중국 IP 산업 성장 수혜로 다마이 엔터 IP 부문은 올해 70% 매출 성장에 이어 FY27E에도 50% 매출 성장이 지속될 것으로 예상한다.

다마이, 중국 공연 예매 1위 플랫폼, 공연 시장 성장 수혜

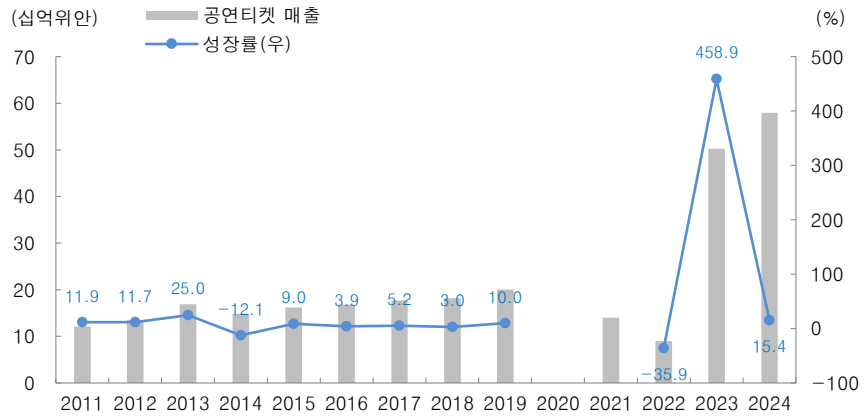
중국 공연 시장 성장 가속화

중국 공연 소비는 코로나 이후 빠른 성장을 지속하고 있다. 2024년 중국 공연 티켓 매출은 580억 위안(12조원)으로 전년대비 15%, 2019년 대비 3배 가까이 성장했다. 이중 5,000명 이상 규모의 대형 콘서트 티켓 매출은 260억 위안으로 전년대비 78% 성장, 대형 콘서트 공연 관람객 수는 3,652만 명으로 전년대비 31% 성장하면서 콘서트 규모도 늘어나는 추세다.

대형 콘서트 성장과 함께 중국 1선 도시의 공연장 포화로 청두, 우한, 항저우, 난징 등 2선 도시 콘서트가 증가하는 추세다. 대형 콘서트의 2선 도시 비중은 코로나 이전 20% 수준에서 2023년 56%, 2024년 62%로 증가했으며, 2024년 대형 콘서트의 타 지역 인원 관람 비율이 60% 이상을 차지하면서 공연 티켓 수익 외에도 교통, 호텔, 관광 소비를 포함해 2,000억 위안(40조원)을 초과하는 경제적 파급 효과를 창출했다.

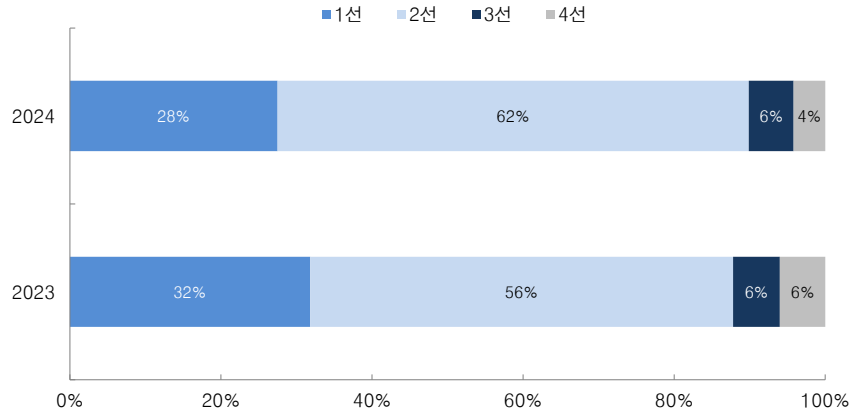
2026년 내수 확대를 위해 중앙정부 차원에서 공연 기금 설립, 공연 심사 간소화, 공연 주최 기업에 대한 보조금 지급, 세금 감면, 공연장 건설 비용 공연 산업에 대한 정책 지원이 강화될 것으로 기대된다.

그림 37. 중국 공연 산업 티켓 매출 추이



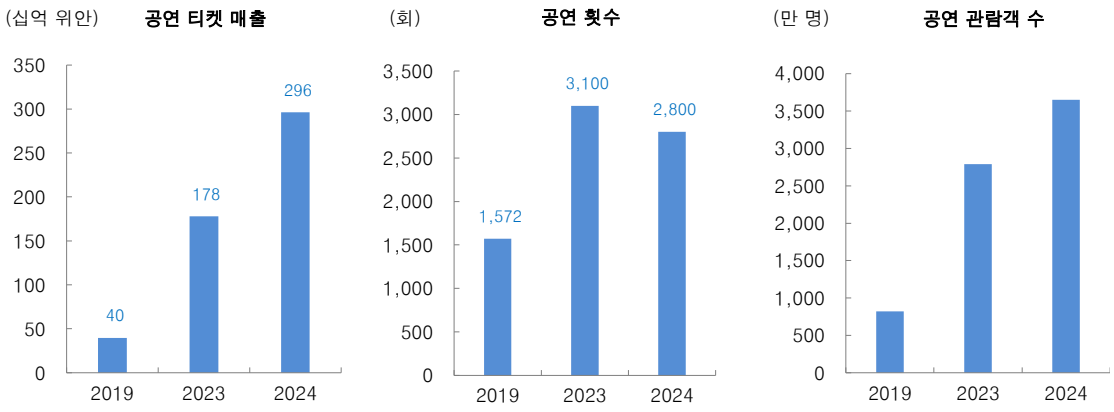
자료: 중국공연산업협회, 대신증권 Research Center

그림 38. 도시별 대형 콘서트 횟수 비중



자료: 중국공연산업협회, 대신증권 Research Center

그림 39. 중국 5,000명 이상 대형 콘서트 성장 추이



자료: 중국공연산업협회, 대신증권 Research Center

다마이
중국 공연 예매 1 위

다마이는 중국 공연 예매 1위 플랫폼으로 다양한 공연, 스포츠 경기 등 티켓 예매 플랫폼이며, 사용자수는 3억 명 수준이다. 공연 예매만 보면 시장 점유율이 70% 수준에 근접하며 특히 대형 상업 콘서트는 100% 커버하고 있다.

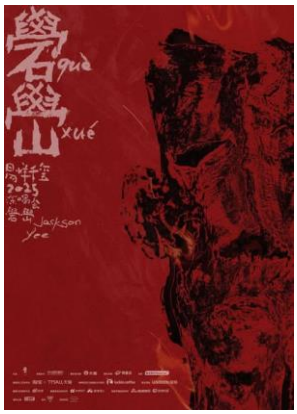
공연 예매 서비스 외에도 공연 기획과 프로모션 및 주최 서비스로 다각화하고 있으며, FY1H26 기간 전체 다마이 매출은 15% 성장하였으나, 공연 기획, 주최 등 관련 매출은 전년대비 50%+ 성장하면서 매출 비중이 상승하고 있다. 다마이는 2022년부터 매년 8~9월 여름 휴가 시즌 해변 등 관광지에서 샤미 뮤직 페스티벌을 주최하고 있다.

향후 신규 서비스로 해외 확장을 계획하고 있다. 2025년 11월 "다마이 인터내셔널(MAISEAT)" 앱을 런칭했으며, 중국어, 영어, 한국어, 일본어를 지원한다. 글로벌 사용자와 해외 공연 시장을 타겟으로 하며, 해외 콘서트 예매 서비스 및 중국 가수들의 해외 공연 주최, 국내외 연합 콘서트 주최 등을 목표로 하고 있다. 12월 기준 앱 상에는 대만 인기 가수 Mayday의 말레이시아 공연, 한국 배우 이종석의 홍콩 팬미팅 등 14개 해외 콘서트 티켓을 판매 중이다. 싱가폴 등 아시아 지역을 우선으로 2026년부터 해외 공연 매출이 매출 성장에 기여할 것으로 예상된다.

올해 중국 전반 공연 시장 티켓 매출 성장은 7% 수준으로 추정되며, 대형 콘서트 점유율 우위, 공연 기획·주최 관련 매출 증가, 해외 서비스 확장으로 다마이 매출은 산업 성장을 아웃퍼폼할 것으로 예상하며, FY26 15%, FY27 10% 초반 성장을 예상한다.

그림 40. 다마이가 기획, 주최한 공연

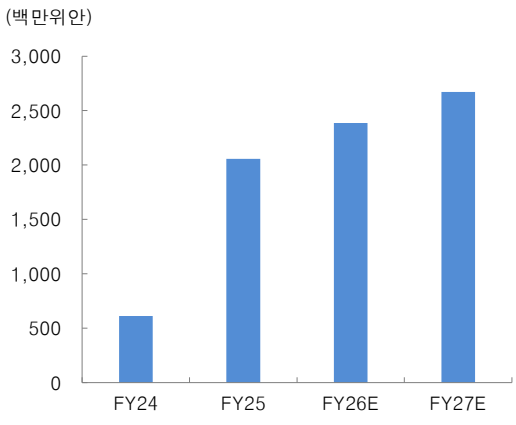
〈이양첸시 2025 콘서트〉



〈샤미 뮤직 페스티벌〉

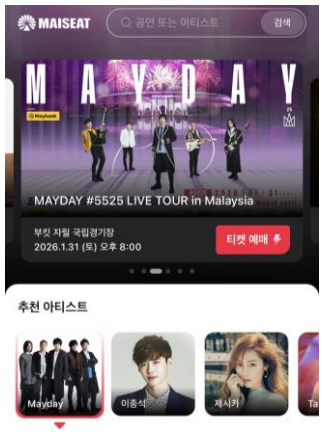
자료: 다마이, 대신증권 Research Center

그림 41. 다마이 매출 성장 추이



자료: 다마이, 대신증권 Research Center
주: 23년12월부터 다마이 지분법에서 연결회계로 전환, FY24는 다마이 자회사 매출 4개월만 전액 인식

그림 42. MAISEAT, 다마이 해외 앱 런칭



자료: MAISEAT, 대신증권 Research Center

중일 갈등으로 인한 실적 영향은 제한적

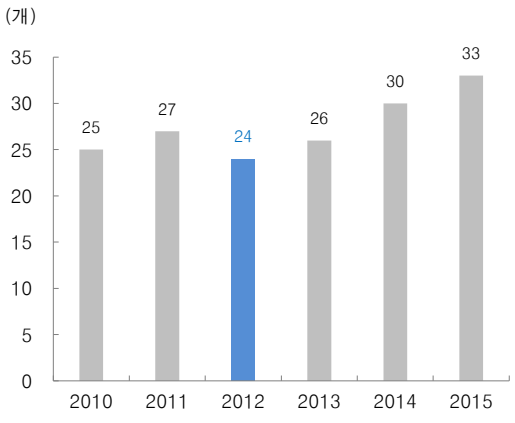
동사 FY1H26(25년 4월~9월) 매출은 33%, 조정 순이익은 29% 성장하면서 시장 컨센을 상회했다. IP 부문이 기존 IP와 치이카와 등 신규 IP의 고성장으로 전년대비 105% 성장했으며, 다마이도 공연 관련 매출 성장으로 전년대비 15% 성장했다. 다만 견조한 실적 성장에도 동사 주가는 다카이치 일본 총리의 대만 발언 후 촉발된 중일 갈등으로 일본 IP 성장에 대한 우려가 부각되면서 11월 이후 조정 받고 있는 상황이다.

동사 IP에서 산리오, 치이카와 등 일본 IP 비중이 40~50%로 크긴 하나, 2012년 중일 갈등 시 영향을 보면 일본 자동차, 유니클로, 무인양품 등 잡화, 전자 제품 등 실물 소비에 대한 영향이 컸고, 애니메이션이나 게임 등 팬덤이 강한 문화 콘텐츠 소비는 영향이 상대적으로 적었다. 중국 TV 방영 허가를 받은 일본 애니메이션수는 2012년 24개로 2011년 27개 대비 소폭 줄었으나 2013년부터 회복되어 2014~2015년에는 30개 이상으로 과거 방영수를 넘어섰으며, 빌리빌리(유튜브와 유사)의 일본 애니메이션 관련 영상 조회수는 2012년에도 크게 영향을 받지 않았다.

국민 정서를 고려해 오프라인 프로모션은 일부 영향이 있을 것으로 예상이 되나 알리피쉬의 300개가 넘는 IP 포트폴리오와 국산 로컬 IP 강화를 통해 대응 가능할 것으로 판단하며, 정치적 갈등 피크를 지나면 양국 관계 개선에 따라 눌렸던 소비가 강하게 반등할 가능성도 크다.

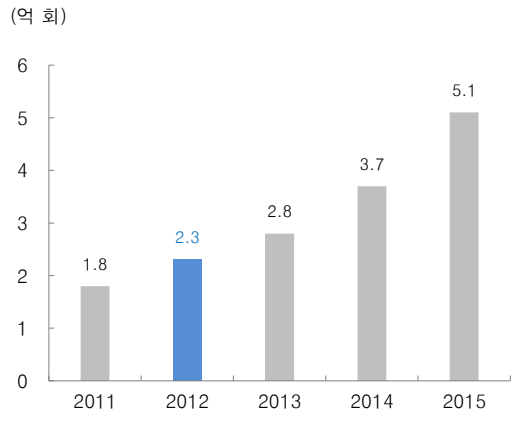
FY26, FY27 매출 10% 중반 성장, 영업이익은 20%+ 성장이 예상되며, 동사 사업부에서 IP와 다마이 부문의 수익성이 높아 믹스 개선에 따른 영업이익률이 상승이 기대된다.

그림 43. 중국 TV 채널 일본 애니메이션 허가 수



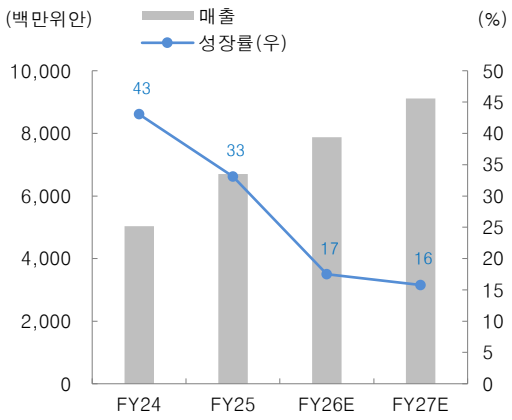
자료: 중국광전국, 대신증권 Research Center

그림 44. Bilibili 일본 애니메이션 조회수



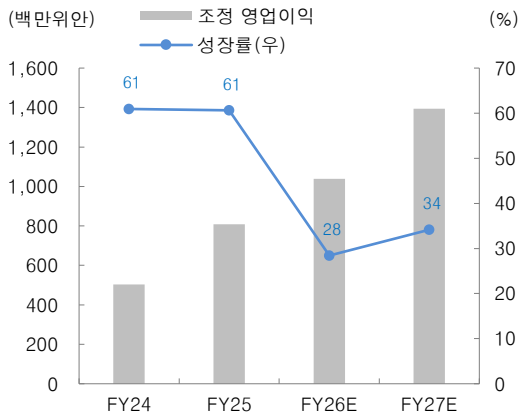
자료: imedia, Analysys International, 대신증권 Research Center

그림 45. 다마이 엔터 매출 성장 추이



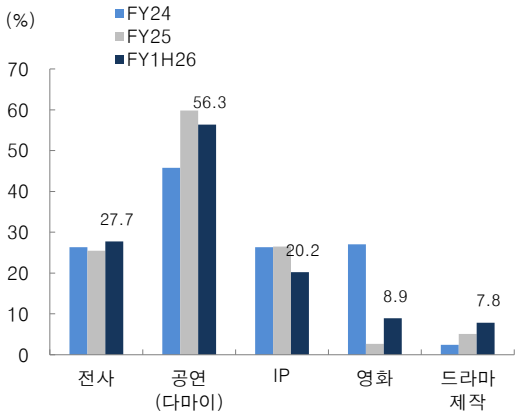
자료: 다마이, Factset, 대신증권 Research Center

그림 46. 다마이 엔터 영업이익 성장 추이



자료: 다마이, Factset, 대신증권 Research Center

그림 47. 사업부문별 영업이익률



자료: 다마이, Factset, 대신증권 Research Center

그림 48. 12mf P/E

자료: Factset, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만위안, %)	FY 2024	FY 2025	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E
매출액	5,036	6,702	7,920	9,132	10,422
매출총이익	2,017	2,478	2,930	3,463	4,020
판매관리비	1,707	1,829	1,991	2,218	2,424
영업이익	310	649	939	1,245	1,596
영업이익률	6.2	9.7	11.9	13.6	15.3
EBITDA	377	650	971	1,258	1,531
법인세비용차감전 순이익	300	294	1,072	1,389	1,752
법인세비용	-59	-92	111	128	133
당기순이익	285	364	939	1,205	1,498
당기순이익률	5.7	5.4	11.9	13.2	14.4
매출액 증가율	43.0	33.1	18.2	15.3	14.1
영업이익 증가율	752.6	109.3	44.7	32.6	28.2
순이익 증가율	흑전	27.7	158.3	28.4	24.2
ROA	1.3	1.6	3.8	4.5	5.1
ROE	1.9	2.3	5.3	6.5	7.5

자료: Factset, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 백만위안)	FY 2024	FY 2025	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E
유동자산	13,094	12,139	14,074	15,763	18,556
비유동자산	8,366	11,360	10,771	10,995	10,884
자산총계	21,460	23,499	24,844	26,757	29,440
유동부채	5,524	6,678	6,941	7,562	8,736
비유동부채	165	593	700	804	674
부채총계	5,689	7,271	7,642	8,366	9,411
자본총계	15,772	16,228	17,203	18,391	20,029
순부채	-7,448	-1,844	-4,425	-5,770	-7,410

자료: Factset, 대신증권 Research Center

현금흐름표

(단위: 백만위안)	FY 2024	FY 2025	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E
영업활동 현금흐름	1,206	643	862	1,076	1,742
투자활동 현금흐름	-276	-652	566	-232	-226
재무활동 현금흐름	-469	329	86	86	161
CAPEX	152	207	65	65	73
FCF	-	-	1,101	1,344	1,626

자료: Factset, 대신증권 Research Center

주요지표

(단위: 배, %)	FY 2024	FY 2025	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E
EPS	0.01	0.01	0.03	0.04	0.05
PER	40.9	39.7	24.4	18.4	14.7
BPS	0.55	0.54	0.57	0.61	0.66
PBR	0.8	0.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.7	17.3	20.0	15.4	12.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Factset, 대신증권 Research Center

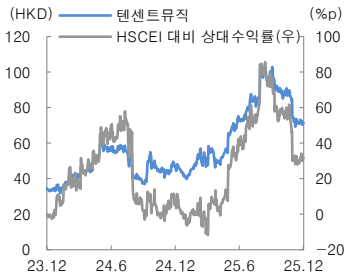
텐센트 뮤직 (TME)

박초화
chuhua.piao@daishin.com

투자의견 (펙트셋 평균)	BUY *(1.24)
목표주가(USD) (펙트셋 평균)	26.2
현재주가(USD) (25.12.18)	17.9

기업명	Tencent Music Entertainment Group
한글명	텐센트뮤직
홈페이지	http://www.tencentmusic.com
결산월	12월
거래소 국가	미국
상장 거래소	뉴욕
시가총액(십억달러)	28.3
시가총액(조원)	41.7
발행주식수(백만주)	716.4
52주 최고가/최저가	26.4 / 10.3
주요주주	텐센트 53.6%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.0	-27.4	-2.1	52.5
상대수익률	1.1	-22.5	-5.1	28.4



주) 주가수익률은 1698-HK 기준

중국 음악 스트리밍 1위

- 중국 음악 스트리밍 1위 기업, MAU 5.5억 명, 유료회원 1.3억 명
- SVIP 회원 증가에 따른 ARPPU 상승이 구독 매출 성장 견인
- 음악 구독 서비스 외 공연 주최, 굿즈 판매 등 서비스로 다각화

중국 음악 스트리밍 1위 기업

텐센트뮤직은 중국 음악 스트리밍 1위 기업. MAU 5.5억 명, 유료회원수 1.3억 명. 넷이즈, 소다뮤직 등 경쟁 기업은 인디음악 비중이 높은 반면, 텐센트뮤직은 주걸륜 등 중국 탑티어 가수들의 판권 독점 보유

SVIP 회원 증가에 따른 ARPPU 상승이 구독 매출 성장 견인

1) 유료회원수 증가, 특히 고액 요금제인 SVIP 회원 증가, 2) 유료 광고요금제 출시, 3) 구독료 인상에 따른 ARPPU 상승이 텐센트뮤직의 구독과 광고 매출 성장을 견인할 것으로 전망. 한국 디어유 산하의 버블, 하이브 위버스와 협력하여 QQ뮤직앱에 팬-아티스트 소통 서비스를 도입하면서 유료회원 서비스 차별화, SVIP회원 유입에 긍정적

음악 구독 서비스 외 공연 주최, 굿즈 판매 등 서비스로 다각화

TMEA, TMElive 등 자체 IP 공연 및 다수 국내외 가수 공연 주최로 서비스 다각화, 올해 지드래곤 마카오, 시드니 등 해외 콘서트 14회 주관. 2, 3분기 광고&기타 매출은 콘서트 주최, 굿즈 판매 등 매출이 2배 증가하면서 전년대비 40%+ 성장, 뮤직 서비스 매출에서 차지하는 비중 30%로 확대. SVIP 회원에게 콘서트 티켓 선구매 우선권 등 혜택을 제공하면서 SVIP 회원 유입에도 긍정적 전망

[실적 전망]

2026년 매출, 영업이익 10% 중반 성장 예상, 구독료 인상 시 추가적인 업사이드 가능. 12mf P/E 18배로 과거 3년 평균 19배, 스포티파이 41배 감안 시 밸류에이션 부담 낮은 것으로 판단

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1-Strong Buy, 2-Buy, 3-Hold, 4-Sell, 5-Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 백만위안, 위안, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	27,752	28,401	32,271	36,479	40,656
영업이익	6,035	8,702	12,480	11,858	13,521
당기순이익	5,220	7,109	10,906	9,920	11,464
EPS	1.56	2.12	3.38	3.16	3.73
PER	20.1	19.4	18.4	19.7	16.7
BPS	18.88	22.48	27.53	30.39	33.86
PBR	1.8	2.0	2.5	2.3	2.0
ROE	8.9	10.1	13.5	11.5	12.2

자료: Factset, 대신증권 Research Center

텐센트뮤직: 중국 1 위 음악 스트리밍 기업, 중국 스포티파이

텐센트뮤직은 중국 최대 음악 스트리밍 기업이다. 대주주는 텐센트로 지분율 53.6%를 보유하고 있으며, 스포티파이도 9.1% 지분을 보유하고 있다.

텐센트뮤직은 중국 음악 스트리밍 앱 중 사용자 수 1, 2위 앱인 Kugou뮤직, QQ뮤직을 보유하고 있으며, 이외 Kuwo뮤직, 시말라야, Wesing 등 여러 음악 스트리밍 앱을 보유하고 있다. 3Q25 기준 전체 MAU는 5.5억 명이며, 중국 음악 스트리밍 시장 점유율은 70%로 추정된다.

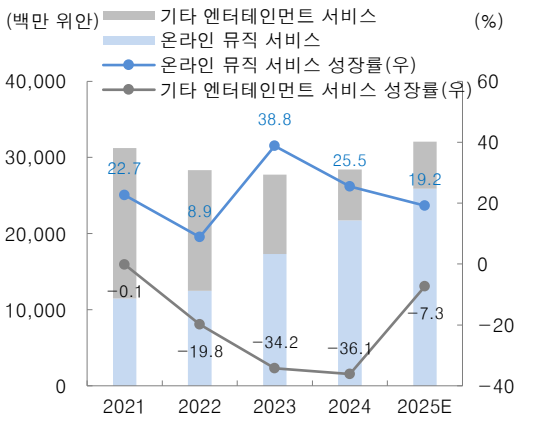
사업부문

텐센트뮤직의 매출은 1) 온라인 뮤직 서비스, 2) 엔터테인먼트&기타로 구분된다.

온라인 뮤직 서비스는 유료 회원 구독료와 광고 등 매출을 포함하며, 최근 콘서트 기획·주최, 아티스트 굿즈 판매 등으로 다각화하고 있다.

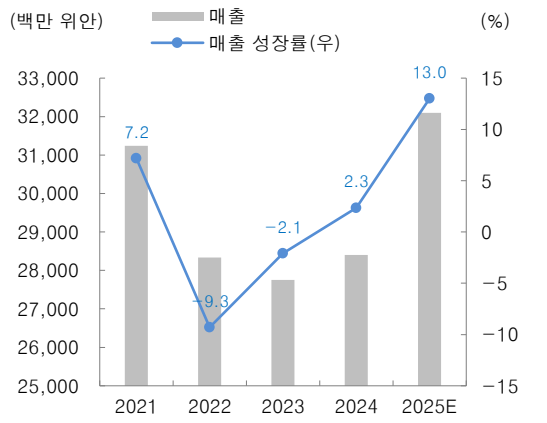
엔터테인먼트&기타 매출은 주로 VJ 라이브 스트리밍 서비스 매출과 이어폰, 스피커 등 하드웨어 판매 매출을 포함하며, 중국 라이브 스트리밍 산업 규제 및 콰이쇼우, 더우인(중국 틱톡) 등 라이브 플랫폼의 성장으로 최근 3년 간 역성장하고 있다.

그림 49. 사업부문



자료: 텐센트뮤직, 대신증권 Research Center

그림 50. 매출 성장 추이



자료: 텐센트뮤직, 대신증권 Research Center

중국 음악 스트리밍 시장

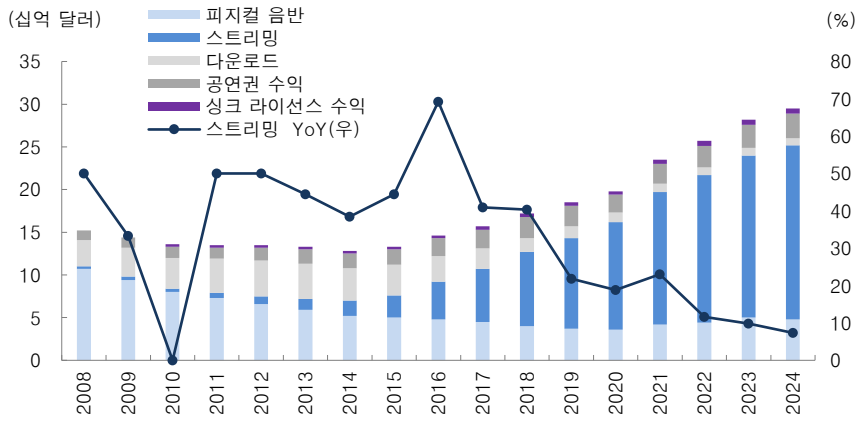
글로벌 음악 스트리밍 시장은 스포티파이가 2008년 유료 구독 모델을 도입하며 본격적으로 개화되었으며, 스마트폰 보급과 통신 속도 향상, 애플뮤직(2015년 출시) 등 주요 경쟁사의 진입을 계기로 빠르게 성장했다. 2008년부터 2023년까지 글로벌 음악 스트리밍 시장은 연평균 35% 성장하면서 음악 산업 성장을 주도했으며 2023년 이후에도 높은 한 자릿수 성장을 유지하고 있다.

중국 음악 스트리밍 시장도 글로벌 시장과 유사한 성장 흐름을 보이고 있다. 중국 음악 스트리밍 시장은 2015년 국가판권국에서 정식 판권을 취득하지 않은 음악의 스트리밍을 전면 금지하면서 점진적으로 규범화되기 시작했다. 2015년 이전에는 불법 다운로드, 무료 스트리밍 등이 많았으나, 현재는 불법 IP 시장은 대부분 사라진 상황이다.

텐센트뮤직은 2016년부터 유료회원제를 도입하기 시작했으며, 이를 기점으로 중국 음악 스트리밍 시장은 10년 간 구조적 성장 국면에 진입했다. 최근 5년 간 중국 온라인 뮤직 산업은 20% 성장했으며, 1,2위 기업인 텐센트뮤직과 넷이즈뮤직의 합산 온라인 뮤직 매출은 2019년부터 2024년까지 과거 5년간 연평균 25% 성장했다.

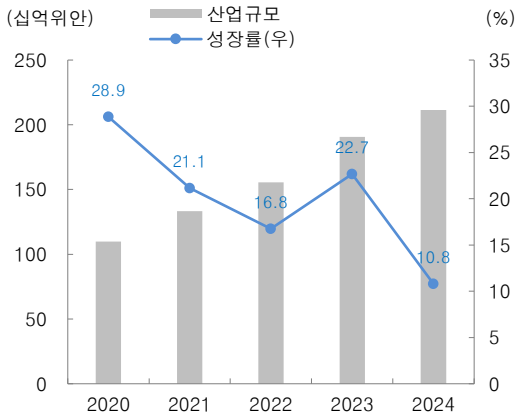
글로벌 음악 스트리밍 시장이 유료화 정착과 이용 시간 확대를 통해 장기 성장 국면을 이어가고 있는 점을 감안할 때, 규범화·유료화가 상대적으로 늦게 진행된 중국 음악 스트리밍 시장 역시 유료 침투율 상승과 ARPU 개선을 기반으로 중장기적인 성장 여력이 충분한 것으로 판단된다.

그림 51. **글로벌 음악 스트리밍 시장 성장 추이**



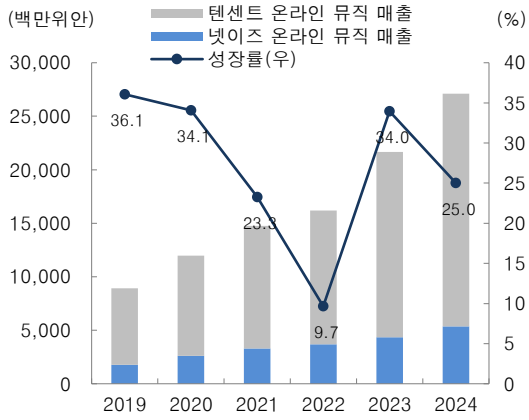
자료: IFPI, 대신증권 Research Center

그림 52. 중국 온라인 뮤직 산업 성장 추이



자료: 중국디지털뮤직산업보고서(2024), 대신증권 Research Center

그림 53. TME, 넷이즈 뮤직 온라인 뮤직 서비스 매출



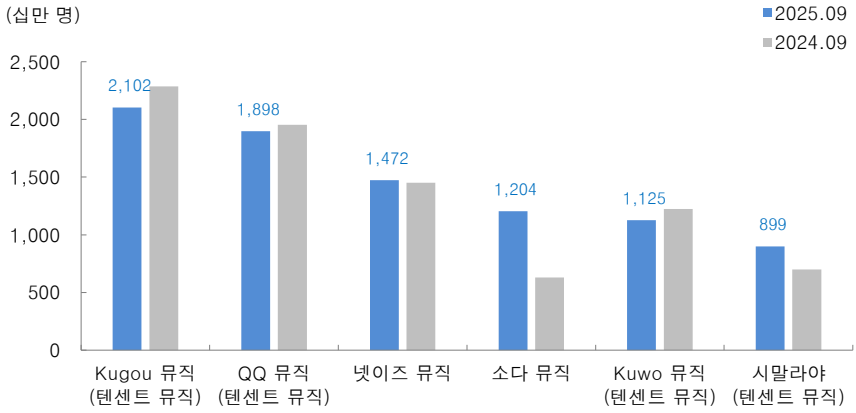
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

주요 Player

중국 음악 스트리밍 시장은 텐센트뮤직과 넷이즈뮤직 두 기업이 과점했었으나, 2022년 더우인(틱톡)이 출시한 소다뮤직(汽水音乐)이 최근 빠르게 성장하면서 강력한 경쟁자로 떠오르고 있다.

2022년 6월 출시된 소다뮤직은 틱톡의 핵심 경쟁력인 추천 알고리즘을 기반으로 사용자 맞춤 음악을 추천 및 틱톡 숏폼 영상의 BGM을 원클릭을 통해 소다뮤직에서 들을 수 있게 하면서 빠르게 성장 중이다. 25년 9월 기준 MAU는 1.2억 명으로 전년대비 91% 성장하면서 텐센트뮤직의 5.5억 명, 넷이즈뮤직의 1.5억 명 대비 각 20%, 80% 수준에 육박하고 있다.

그림 54. 중국 뮤직앱 MAU 순위



자료: Questmobile, 대신증권 Research Center

텐센트뮤직의 경쟁 우위: 상위 탑티어 가수 판권 독점 확보

탑티어 가수 판권에서 차별화

틱톡의 소다뮤직이 빠르게 성장하면서 중국 음악 스트리밍 시장의 경쟁이 심화되고 있으나, 음악 판권에서는 텐센트뮤직이 여전히 압도적인 우위에 있다.

텐센트뮤직은 2016년 중국음악그룹(CMC)를 인수합병하면서 2,000만 개의 음악 판권을 확보하게 되었으며, 그 뒤로 워너 브라더스, 유니버셜뮤직, 소니뮤직에 지분 투자를 하면서 독점 계약을 통해 중국 음악 시장의 90%의 판권을 장악하게 되었다.

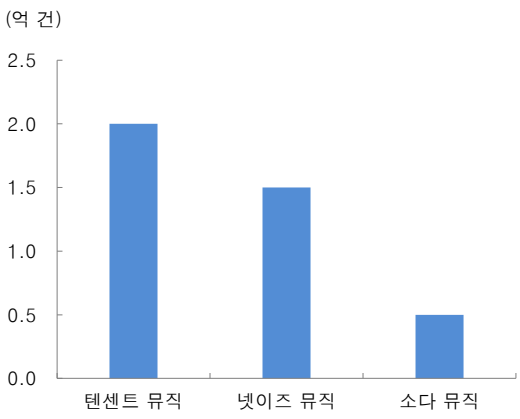
그러나 2021년 중국 정부의 인터넷 반독점법 시행으로 대다수 판권에 대한 독점 계약은 종료된 상황이다. 2023년말 기준 텐센트뮤직이 보유한 음악수는 2억 개, 2등 기업인 넷이즈는 1.5억 개이며, 대부분 음악의 판권을 공유하고 있다. 소다뮤직의 음악수는 몇천만 건 수준으로 추정된다.

다만 정부의 반독점법 규제 조치에서 음악 레이블과의 독점 라이선스 계약은 금지했으나, 개별 아티스트와의 최대 3년 독점 계약 및 신곡 최대 30일 독점 스트리밍은 가능하게 하여 대만의 주걸륜 등 상위 탑 가수의 판권은 여전히 텐센트뮤직이 독점 장악하고 있다. 또한 타 플랫폼 대비 앨범 선공개, 신곡 선공개 등 면에서도 우위에 있다.

넷이즈는 텐센트뮤직 대비 인디음악 판권수가 더 많은 편이며, 넷이즈의 인디 음악 스트리밍 비중은 45%에 달한다. 소다뮤직도 숏폼 영상을 통해 트래픽을 유입시키기 위한 인디 작곡가, 무명 가수들의 음악 비중이 현저히 높다. 소다뮤직은 단기적으로 텐센트뮤직보다는 넷이즈뮤직에 더 위협적인 상대가 될 것으로 판단한다.

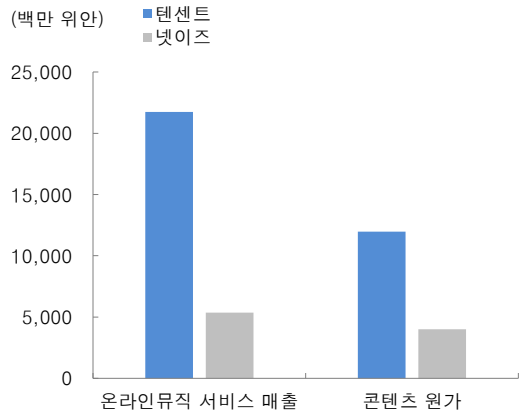
따라서 콘텐츠 비용도 텐센트뮤직이 압도적으로 크다. 텐센트뮤직이 연간 콘텐츠에 지출하는 비용(음악 라이선스 비용, 라이브 호스트에 대한 매출 분담 등)은 120억 위안으로 넷이즈뮤직 대비 3배 수준이며, 넷이즈의 온라인 뮤직 서비스 매출보다 더 높은 수준이다. 드라마 등 보고 싶은 콘텐츠에 따라 플랫폼 이동이 자유로운 OTT 대비 음악 스트리밍 플랫폼은 상대적으로 사용자 고착화(Stickiness)가 높아 음악 판권의 선점 지위가 중요한 것으로 판단한다. 텐센트뮤직의 판권 선점 우위를 기반으로 경쟁 심화로 인한 유료회원 유출은 제한적일 것으로 판단한다.

그림 55. 뮤직앱 음악 판권 수



자료: 언론 보도, 대신증권 Research Center

그림 56. 텐센트 vs. 넷이즈 매출&콘텐츠 비용



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

텐센트뮤직의 경쟁 우위: 다양한 서비스 기반 통합회원제 혜택

통합회원 혜택

텐센트뮤직의 또다른 차별화는 통합회원제 혜택이다.

텐센트 산하에는 텐센트뮤직 외에도 텐센트비디오(OTT), 위챗리딩(전자책 구독) 등 구독 서비스가 있다. 넷이즈와 더우인 산하에는 뮤직앱과 전자책 구독앱은 있으나 OTT는 없으며, 텐센트 비디오는 MAU 3.6억 명의 중국 1위 OTT이다.

텐센트는 명절이나 연휴, 6.18, 11.11절 등을 맞아 구독료를 대폭 할인한 OTT, 뮤직앱, 전자책 등을 통합한 통합 회원제 이벤트를 진행하고 있어 고객 혜택 강화 및 사용자 유출 방어에도 긍정적일 것으로 예상한다.

표 6. 텐센트, 넷이즈, 더우인 산하 플랫폼

	텐센트	넷이즈	더우인(틱톡)
OTT	텐센트 비디오	–	–
뮤직	Kugou 뮤직, QQ 뮤직 등	넷이즈 뮤직	소다 뮤직
전자책	위챗 리더	스네일 리더	토마토소설 (인터넷소설 위주, 무료)

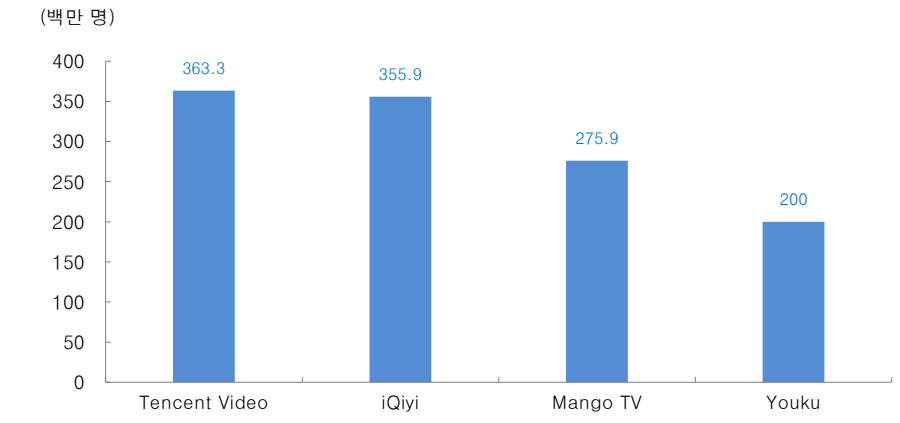
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

표 7. 텐센트 통합 회원제 (단위: 위안)

통합회원제 유형	별도 구독 시 월 정기 구독료	통합회원 월 정기 구독료	통합회원 연간 구독료
텐센트 비디오 + Kugou VIP	45	28	288
텐센트 비디오 + Kugou VIP + QQ 뮤직 VIP	60	35	348
텐센트 비디오 + 위챗 리딩	49	28	268
텐센트 올 패키지	65+	39	398~468

자료: 텐센트, 2025년11월 기준, 대신증권 Research Center

그림 57. 중국 OTT MAU 순위



자료: Questmobile, 대신증권 Research Center

ARPPU 상승이 구독 매출 성장 견인

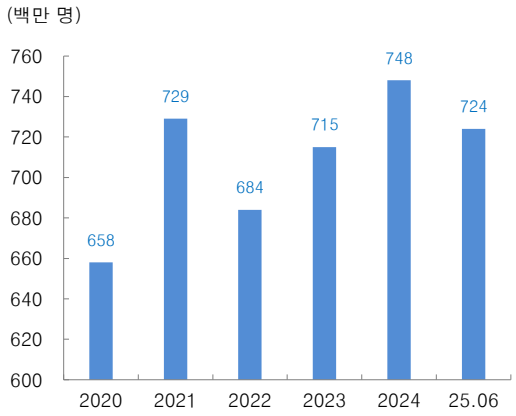
1) 유료회원수 증가, 특히 고액 요금제인 SVIP 회원 증가, 2) 유료 광고요금제 출시, 3) 구독료 인상에 따른 ARPPU 상승이 텐센트뮤직의 구독과 광고 매출 성장을 견인할 것으로 예상한다.

MAU 성장은 정체

텐센트뮤직에서 가장 우려되는 부분은 전체 MAU가 감소하는 점이다. 중국 전체 음악 시장 사용자 성장 정체와 경쟁 심화로 텐센트뮤직의 MAU는 1Q22 6.2억 명 수준에서 3Q25 5.5억 명 수준으로 감소했다.

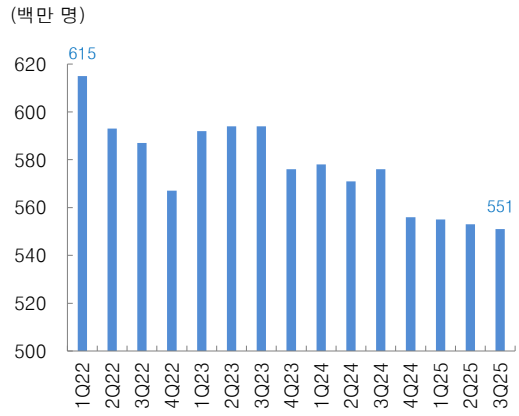
중국 전체 음악 스트리밍 사용자수도 2021년 7억 명 달성 후 성장이 정체된 상황이며, 넷이즈뮤직, 소다뮤직 등의 경쟁 심화를 고려하면 MAU의 성장은 앞으로도 제한적일 것으로 예상한다.

그림 58. 중국 전체 음악 스트리밍 사용자수 추이



자료: CNNIC, 대신증권 Research Center

그림 59. 텐센트뮤직 MAU 성장 추이

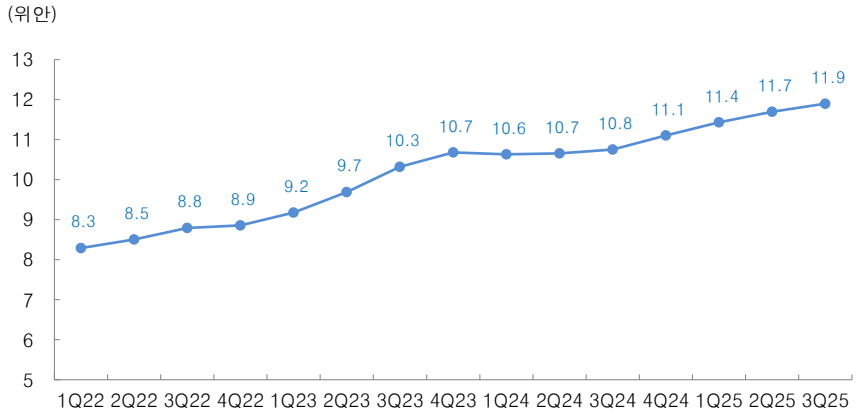


자료: 텐센트뮤직, 대신증권 Research Center

유료회원수 증가

다만 MAU 성장은 정체됐으나 유료회원수는 안정적인 성장을 이어가고 있다. 텐센트 뮤직의 유료 구독자수는 1Q22 8,000만 명 수준에서 3Q25 1.2억 명까지 성장했으며, 유료 회원수 비중은 13%에서 23%로 늘어났다. 또한 회원제 혜택을 업그레이드하면서 일반 VIP 회원에서 프리미엄 멤버십인 SVIP로의 전환이 빨라지면서 ARPPU도 꾸준히 성장하는 추세다.

그림 60. 텐센트뮤직 ARPPU 성장 추이



자료: 텐센트뮤직, 대신증권 Research Center

SVIP 회원제

텐센트뮤직의 회원은 무료 회원, 광고 요금제 회원, VIP 회원과 SVIP(Super VIP) 회원으로 구분된다. 월간 구독료는 광고요금제 10위안/월(2,000원), VIP 회원 15위안/월이며 SVIP는 30위안/월(분기권이나 연간 회원권 구매시 할인 혜택 제공)이다.

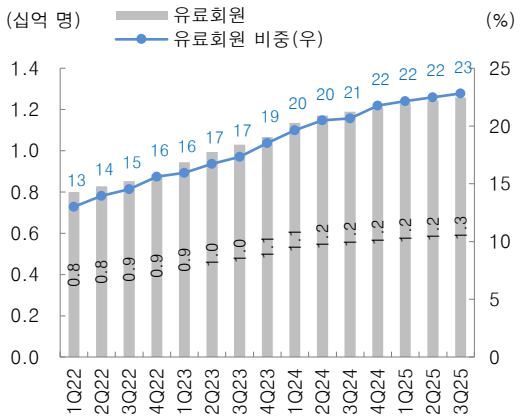
SVIP는 텐센트가 2022년 출시한 프리미엄 구독권으로 일반 회원 대비 Hi-Res, SQ급 고음질 음악 듣기, 4K 뮤직비디오, 전 앨범 듣기, 음악 다운로드 등 혜택을 제공한다. 최근에는 뮤직 스트리밍 외에도 콘서트 라이브 보기, 콘서트 티켓 선 구매권 등 혜택을 늘리고 있으며, 24년 10월 팬-아티스트 소통 플랫폼인 한국 디어유 산하의 버블과 25년 11월 하이브 산하의 위버스와의 협력을 통해 팬-아티스트 소통 플랫폼을 QQ뮤직 인앱 서비스로 제공하고 있다.

버블의 구독료는 월 5,000원이고, QQ 뮤직의 SVIP 월간 구독료는 30위안(6,000원), 연간 구독 시 월 20위안(4,000원) 수준에 이용할 수 있어 중국 팬들 입장에서는 버블보다는 QQ뮤직 구독이 더 나은 선택이 될 수 있다.

버블의 경우, 25년 2분기 기준 중국 구독자는 전체 구독자의 35%로 가장 많으며, 대략 76만 명 수준으로 추정된다. 입점 아티스트는 대부분 SM, JYP, 큐브 등 아이돌 외 배우들이며, 텐센트뮤직은 중국 아트스트들도 유치하기 시작했다. 25년 6월 QQ뮤직 인앱으로 서비스를 시작한 버블은 11월 기준 21명의 중국 아티스트가 입점해있으며, 향후 더 늘어날 것으로 예상한다.

중국은 굿즈 판매나 팬-아티스트 소통에 특화된 팬덤 플랫폼이 아직 형성되지 않은 시장으로 팬덤 서비스는 기타 경쟁사들과 차별화되는 텐센트뮤직 만의 서비스가 될 것으로 보이며, SVIP 회원 유입에 긍정적 역할을 할 것으로 기대된다.

그림 61. 텐센트뮤직 유료회원수 성장 추이



자료: 텐센트뮤직, 대신증권 Research Center

그림 62. QQ 뮤직 앱 내 버블 서비스

자료: QQ뮤직, 대신증권 Research Center

표 8. 텐센트뮤직 구독 요금제 (위안)

QQ 뮤직						Kugou 뮤직					
VIP			SVIP			VIP			SVIP		
월	분기	연간	월	분기	연간	월	분기	연간	월	6개월	연간
15	45	168	30	68	248	15	45	108	30	132	198

자료: 텐센트뮤직, 대신증권 Research Center

유료 광고요금제 출시

텐센트뮤직의 무료 회원은 광고 시청을 통해 하루에 최대 30분 정도 음악을 들을 수 있으나 저음질 음악에 국한되며 앨범 전체 듣기 등 기능은 제공하지 않는다.

텐센트뮤직은 올해 9월 광고+구독을 결합한 유료 광고요금제를 추가 출시했으며, 하루에 4편의 광고를 보면 하루 동안 음악을 들을 수 있다. 유료 광고 요금제는 10위안으로 일반 회원 요금제 대비 50% 저렴하다.

넷플릭스는 2022년 11월 광고지원 요금제를 출시하면서 기존 회원의 이탈이 우려되었으나, 결과적으로 광고지원 요금제는 신규 구독자 확보와 광고 매출 성장을 통해 실적 개선에 모두 긍정적인 역할을 했다. 25년 5월 기준 넷플릭스의 광고지원 요금제 회원수는 9,400만 명까지 성장하여 전체 MAU의 30% 가까이 차지하는 것으로 추정되며, 2025년 광고 매출은 전년대비 2배 증가할 것으로 예상된다.

텐센트뮤직의 광고 요금제도 저렴한 요금제를 찾는 소비자 유입과 광고 매출 성장에 모두 긍정적일 것으로 기대한다.

구독료 인상 기대

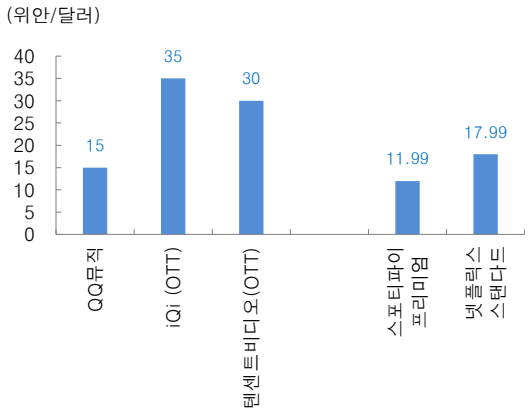
텐센트뮤직의 구독료는 글로벌 음악 플랫폼인 스포티파이 뿐 만 아니라 중국 OTT랑 비교해도 낮은 수준이며, 직접적인 가격 인상도 기대된다.

중국 음악앱의 구독료는 OTT 대비 현저히 낮은 수준이다. 3Q25기준 텐센트뮤직과 텐센트비디오(OTT)의 유료회원수는 1.25억 명, 1.14억 명으로 큰 차이가 없으나, 월간 구독료는 텐센트뮤직 일반 회원이 15위안(3,000원)으로 중국 OTT 텐센트비디오 30위안, iQi 35위안 대비 50~60% 낮은 수준이다. 반면, 미국 기준 뮤직앱과 OTT의 구독료 차이는 스포티파이의 프리미엄 일인 구독 요금은 11.99달러, 넷플릭스의 스탠다드 월간 구독료는 17.99달러로 차이는 30% 수준이며, 한국 멜론 스트리밍클럽 구독료는 8,690원, 티빙 베이직 구독료는 9,500원으로 차이는 10% 미만이다.

최근 5년 간 텐센트 뮤직의 구독료 인상 흐름을 보면, 2020년말 월간 구독료를 8위안에서 13위안, 2023년에 15위안으로 인상했으며, 24~25년은 할인 프로모션 축소 외 직접적인 가격 인상은 없었다. 마지막 가격 인상 후 이미 2년이 지난 점, OTT 대비 가격 차이를 고려하면 1~2년 내 가격 인상이 가능할 것으로 예상한다.

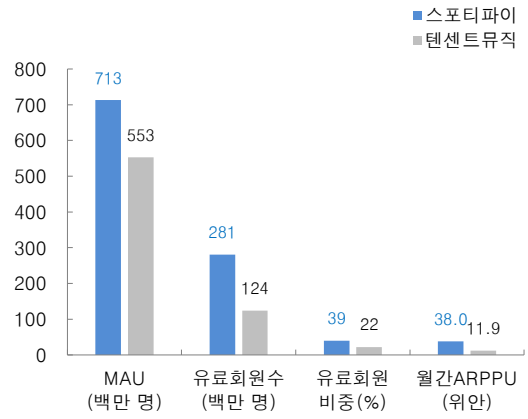
3Q25 기준 텐센트뮤직의 ARPPU는 11.9위안으로 스포티파이의 프미미엄 구독자의 ARPU 38위안(4.5유로)의 3분의1 수준에 불과하다. SVIP 회원 비중 상승 및 가격 인상에 따른 ARPPU의 중장기 안정적인 성장을 기대한다.

그림 63. 텐센트뮤직 vs. OTT 월 구독료 차이



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 64. 텐센트뮤직 vs. 스포티파이



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

음악 구독 외 롱폼 오디오, 콘서트 주최, 굿즈 판매 등 서비스로 다각화

시말라야 인수

텐센트뮤직은 올해 롱폼 오디오 플랫폼 시마라야를 인수하면서 음악 중심 콘텐츠에서 다양한 오디오 콘텐츠로 서비스를 다각화 할 예정이다.

시말라야는 팟캐스트, 오디오북, 교육 콘텐츠, UGC(사용자 생성 콘텐츠) 등 다양한 오디오 콘텐츠를 제공하는 중국 최대 롱폼 오디오 플랫폼으로 월간 MAU는 3억 명 수준(2023년, IPO 신고서)이다. Questmobile에 의하면 텐센트뮤직과 시말라야의 액티브 사용자의 중복 사용자는 25% 이내로 시말라야 인수로 텐센트뮤직 사용자 증가를 견인할 것으로 기대된다.

콘서트 주최
굿즈 판매

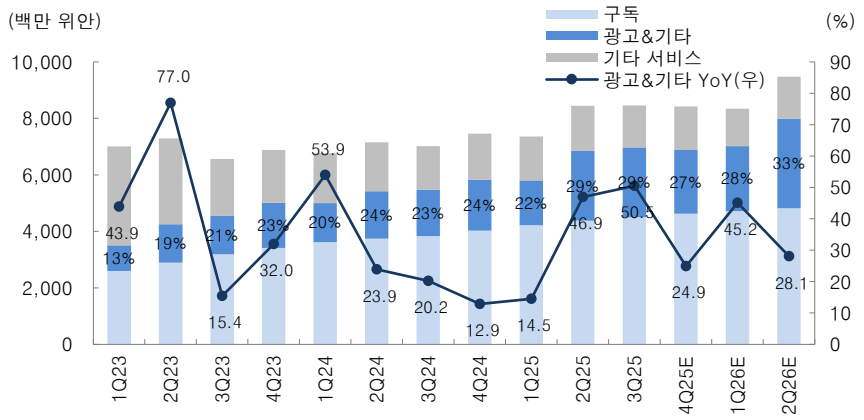
콘서트 주최, 굿즈 판매 등 오프라인 엔터테인먼트 서비스는 텐센트뮤직이 음악 스트리밍 외 추진하고 있는 중요한 핵심 전략 사업이다.

올해 마카오, 시드니, 멜버른, 쿠알라룸푸르 등의 "지드래곤 2025 월드투어" 콘서트 14회 외 다수 중국 가수들의 콘서트를 주관했으며, 유명 가수들의 오프라인 콘서트 외에도 TMEA, TMElive 인터내셔날 음악회 등 자체 IP 공연 및 온라인 라이브도 진행하고 있다. 또한 올해 하이브가 보유한 SM엔터 지분 9.38% 인수를 통해 SM엔터 2대 주주가 되었으며, 중국 아이돌 그룹 제작, 현지 공연, 굿즈 판매, 영상 콘텐츠 등 다양한 IP 산업에서 협력할 예정이다.

25년 2, 3분기 텐센트뮤직의 광고&기타 부문 매출은 콘서트, 굿즈 등 매출이 전년대비 2배 증가하면서 47%, 51% 성장했으며 전사 매출 비중도 30%까지 늘어났다.

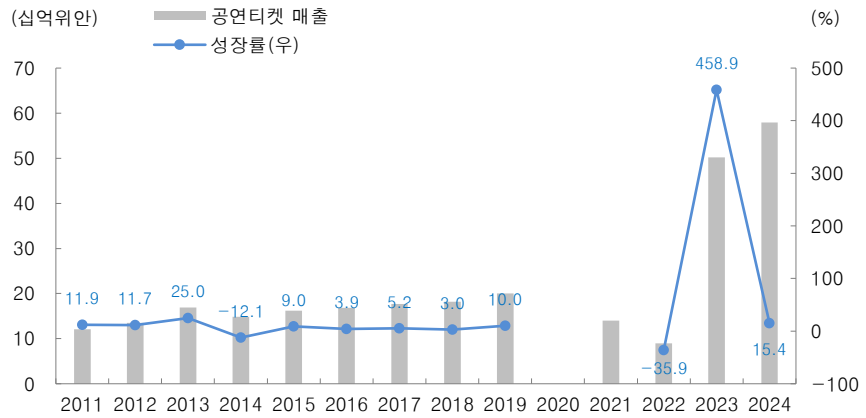
텐센트뮤직의 콘서트, 굿즈 등 매출은 중국 공연 산업 성장 수혜로 구독 매출 성장 대비 높은 성장을 이어갈 것으로 전망하며, 구독 매출에 대한 의존도를 낮추어 MAU 성장 부진에 대한 우려를 해소시킬 수 있을 것으로 기대한다. 또한 SVIP 회원에게 콘서트 티켓 우선 구매권, 팬덤 서비스 등 차별화된 혜택을 제공하면서 SVIP 회원 증가에도 긍정적일 것으로 전망한다.

그림 65. 텐센트뮤직 광고&기타 매출 성장 추이



자료: TME, Factset, 대신증권 Research Center

그림 66. **중국 공연 산업 티켓 매출 추이**



자료: 중국공연산업협회, 대신증권 Research Center

2026년 10% 중반 실적 성장 전망

3분기 텐센트뮤직의 매출은 전년대비 21%, 영업이익은 26% 성장하면서 서프라이즈를 기록했다. 견조한 실적 성장에도 소다뮤직 등 경쟁 심화와 유료회원 성장 둔화 우려로 주가는 조정받고 있는 상황이지만, 1) SVIP 회원 증가에 따른 ARPPU 상승, 2) 콘서트 주최, 굿즈 판매 및 광고요금제 출시에 따른 광고&기타 매출 성장 가속화, 3) 구독과 광고 부문 비중 상승에 따른 이익률 개선이 실적 성장을 견인할 것으로 예상한다.

유료회원 기저 부담으로 2026년 매출, 순이익은 2025년 대비 둔화된 10% 중반 성장을 예상하며, 구독료 인상 시 추가적인 업사이드가 가능하다.

표 9. **음악 스트리밍 기업 주요지표**

기업명	종목 코드	시가총액 (백만달러)	매출		매출 성장률(%)			EPS 성장률(%)		마진(2024)		P/E	P/B	P/S
			24	25E	24	25E	26E	25E	26E	GPM	OPM	12mf	12mf	12mf
텐센트뮤직	TME	13,244	3,932	4,617	2.0	17.4	13.0	64.3	9.6	42.3	30.8	20.0	2.3	5.5
넷이즈뮤직	9899	5,466	1,096	1,118	−0.5	2.2	10.6	75.2	−15.5	33.7	15.2	16.5	2.5	4.4
스포티파이	SPOT	123,083	16,269	20,179	53.6	24.0	14.5	44.3	70.8	30.1	8.7	43.4	10.9	5.4

자료: Factset, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만위안, %)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	27,752	28,401	32,577	36,825	41,057
매출총이익	9,795	12,025	14,548	16,269	18,308
판매관리비	3,736	3,315	1,866	4,258	4,582
영업이익	6,059	8,710	12,681	12,011	13,726
영업이익률	21.8	30.7	38.9	32.6	33.4
EBITDA	6,231	8,771	11,652	12,450	14,222
법인세비용차감전 순이익	6,045	8,712	12,907	12,351	14,296
법인세비용	825	1,603	1,946	2,108	2,479
당기순이익	5,220	7,109	11,009	10,042	11,608
당기순이익률	18.8	25.0	33.8	27.3	28.3
매출액 증가율	-2.1	2.3	14.7	13.0	11.5
영업이익 증가율	36.4	43.8	45.6	-5.3	14.3
순이익 증가율	42.0	36.2	54.9	-8.8	15.6
ROA	7.1	8.1	11.2	9.2	9.6
ROE	8.9	10.1	13.5	11.5	12.2

자료: Factset, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 백만위안)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	29,936	34,544	41,755	51,178	62,202
비유동자산	45,600	55,900	56,903	57,830	59,180
자산총계	75,536	90,444	98,657	109,008	121,381
유동부채	12,014	16,550	16,220	18,290	20,053
비유동부채	7,615	6,031	4,311	4,061	4,686
부채총계	19,629	22,581	20,531	22,351	24,739
자본총계	55,907	67,863	78,127	86,657	96,642
순부채	-13,952	-15,525	-23,358	-32,325	-42,037

자료: Factset, 대신증권 Research Center

현금흐름표

(단위: 백만위안)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	6,918	10,275	12,033	12,631	13,312
투자활동 현금흐름	-1,863	-6,818	-2,212	-1,966	-2,035
재무활동 현금흐름	-1,538	-3,830	-3,049	-3,142	-2,816
CAPEX	499	1,025	932	1,027	1,102
FCF	4,838	7,480	10,785	11,802	11,503

자료: Factset, 대신증권 Research Center

주요지표

(단위: 배, %)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS	1.56	2.12	3.38	3.16	3.73
PER	20.1	19.4	18.4	19.7	16.7
BPS	17.65	21.56	24.94	27.53	30.68
PBR	1.8	2.0	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	13.2	12.5	15.4	14.4	12.7
배당수익률	0.0	0.8	0.8	0.9	1.1

자료: Factset, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 박초화)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center 본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.