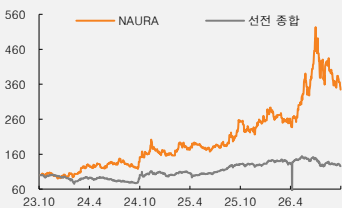


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	CNY 1,100
현재주가(26/9/30)	CNY 615.97
상승여력	78.6%

선전 종합(p)	2,404.48
EPS 성장률(26F, %)	39.3
P/E(26F, x)	57.8
배당수익률(%)	0.1

시가총액(십억CNY)	447.00
시가총액(조원)	90.52
상장주식수(백만주)	725.7
60일 평균 거래대금(백만CNY)	7,068.08
52주 최저가(CNY)	386.86
52주 최고가(CNY)	935.36

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.7	31.4	36.2
상대주가	-6.3	40.9	42.7



[차이나테크]

강민희

minhui.kang@miraeeasset.com

002371 CH · 중국 반도체 · 중국

NAURA

원기옥을 모아

초점은 수급이 아닌 국산화 침투 속도

동사에 대해 투자 의견 '매수' 및 목표주가 1,100위안을 유지한다. 최근 주가 조정은 업황 훼손이 아닌 일시적 수급 요인에 따른 결과로 판단한다. 메모리 증설이 지속되는 가운데 국산화율이 낮은 선단 공정에서 이온주입, 본딩, CCP를 통한 점유율 확대 모멘텀은 유효하며, 3Q26부터는 검수 집중에 따른 실적 개선도 가시화될 전망이다.

신제품 고객 검증 진입, CCP로 넓어지는 식각 포트폴리오

동사는 제품 라인업 확장이 가시화되는 단계에 진입했다. 식각/증착(PVD)/열처리 중심의 기존 포트폴리오에 더해 이온주입, D2W(Die-to-Wafer) 하이브리드 본딩 등 복수 공정에서 잇따라 고객 검증을 완료하고 초기 출하에 들어간 것으로 파악된다. 전공정 장비에서 첨단 패키징 장비까지 공급 범위가 넓어지면서, 고객 팹의 CapEx 중 동사에 귀속되는 비중도 확대될 전망이다.

식각에서는 CCP가 다음 성장 축이 될 것으로 판단한다. 3D NAND의 적층 단수가 높아지고 DRAM도 3D 구조로 전환되면서, 식각 공정에서 고종횡비 유전막 식각이 차지하는 비중이 커지고 이 공정을 담당하는 CCP 장비의 수요도 함께 확대되고 있다. 동사는 기존 ICP로 메모리 고객 내 입지를 확보했으나, CCP는 Bevel 식각 외에 양산 레퍼런스가 없고 신세대 장비는 고객 검증 단계에 있는 것으로 파악된다.

고객사는 수출 규제로 해외 장비의 신규 조달과 유지보수가 제약된 상황이었어서, 로컬 CCP를 AMEC 한 곳에 의존하는 구조를 분산할 유인이 크다. 동사는 ICP, 증착, 열처리 장비의 주요 메모리 팹 납품 레퍼런스를 바탕으로 두 번째 중국 로컬 공급원으로 채택될 여건을 갖췄다. 검증을 통과하면 일반 유전막 식각 공정부터 점유율을 넓혀갈 것으로 판단한다.

실적 전망: 하반기 검수 집중, 마진 정상화 진입

동사의 3Q26F 매출액은 147.7억 위안(YoY +32.4%, QoQ +50.1%), 영업이익은 29.3억 위안(YoY +50%, QoQ +73%)으로 추정한다. 고객사가 상반기 출하분의 검수를 3분기에 집중하면서 외형 성장은 상반기보다 가속될 전망이다. 영업이익 증가율이 매출 증가율을 상회하는 데에는 고정비 레버리지와 함께 GPM 회복이 반영돼 있다. 당사는 상반기 GPM 하락이 일시적이라고 판단한다. 신제품 검증 비용은 양산 전환 시 소멸되고, 가격 우대도 초기 대형 수주 물량에 국한될 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (CNY mn)	30,075	39,353	50,878	70,983	85,180
영업이익 (CNY mn)	6,547	5,802	8,236	12,161	15,332
영업이익률 (%)	21.8	14.7	16.2	17.1	18.0
순이익 (CNY mn)	5,622	5,522	7,729	11,070	14,110
EPS	5.80	7.64	10.65	15.25	19.44
ROE (%)	20.4	16.1	18.7	22.1	22.7
P/E (배)	49.9	60.1	57.8	40.4	31.7
P/B (배)	6.7	8.8	10.0	8.1	6.5

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망: 선행 지표 반등으로 확인된 하반기 성장 가속

동사는 2Q26 매출액 98.4억 위안(YoY +24%, QoQ -4.7%), 영업이익 16.9억 위안(YoY +11.7%, QoQ -5.6%), 영업이익률 17.2%를 기록했다. 상반기 GPM은 40.1%로 전년 동기 대비 2.1%p 하락했다. 이는 1) 신제품 고객 검증 과정의 부품 교체 비용 증가, 2) 대량 구매 고객 대상 가격 우대가 반영된 결과로, 양산 안정화 이후 수익성은 정상화될 것으로 판단한다.

동사의 실적 선행 지표는 2Q26을 기점으로 개선 국면에 진입했다. 2분기 계약부채는 53.2억 위안으로 2Q24 이후 처음으로 YoY 증가세를 기록했다. 상반기 영업활동현금흐름은 37.7억 위안으로 전년 동기 순유출에서 순유입으로 전환했으며, 매출채권 회수 증가에 따라 현금 전환 주기도 정상화되고 있다.

동사의 3Q26F 매출액은 147.7억 위안(YoY +32.4%, QoQ +50.1%), 영업이익은 29.3억 위안(YoY +50%, QoQ +73%)으로 추정한다. 3분기는 고객사가 상반기 출하분의 검수를 집중적으로 완료하는 시기다. 3Q26은 25년 3분기 연결 편입된 Kingsemi(芯源微)의 기저 효과가 소멸되는 첫 분기다. 그럼에도 동사의 하반기 매출액 성장률은 YoY +32.3%로 상반기 대비 확대돼, 실적 개선이 M&A가 아닌 유기적 성장에 기반할 것으로 전망한다.

메모리 고객사들의 CapEx 집행 가속화로 27년 이후 수주 가시성도 높아지고 있다. YMTC는 상장 공모자금 330억 위안 중 208억 위안을 양산 라인 기술 업그레이드에 배정했다. 26년 말 가동 예정인 3기 팹을 포함한 신규 팹 3곳이 완공되면 총 캐파는 현재의 두 배 이상으로 확대된다. CXMT는 9월 241억 위안 규모의 기술 연구개발 프로젝트를 발표했으며, 이는 동사의 CCP, ALE 등 신제품에 공정 검증 기회가 될 것으로 판단한다.

단기 변수는 부품 조달이다. 동사는 향후 3~6개월간 일부 공급사의 부품 공급 차질로 일부 수주의 납품에 부담이 있다고 밝혔다. 이는 고객사 수요가 아닌 공급 측 병목으로, 납품이 지연된 수주는 취소가 아닌 이연 물량으로 남는다. 중국 로컬 장비사 대부분이 유사한 부품 공급망을 공유하는 만큼 경쟁사로의 점유율 이탈 가능성도 제한적이다. 고객사 증설 일정상 장비 반입 수요는 유효해 차질 해소 이후 검수가 집중될 것으로 판단한다.

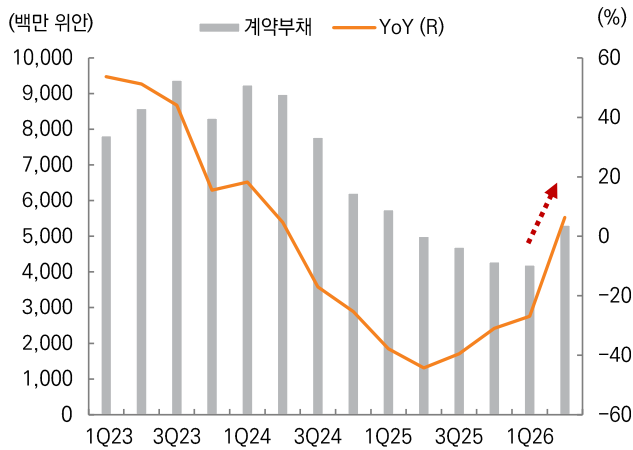
표 1. NAURA 분기 및 연간 실적 추정

(백만 위안, %)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,323	9,839	14,770	15,946	13,742	15,259	20,262	21,719	39,353	50,878	70,983	85,180
QoQ/YoY	-14.3	-4.7	50.1	8.0	-13.8	11.0	32.8	7.2	30.9	29.3	39.5	20.0
매출원가	6,174	6,032	8,477	9,427	8,161	8,910	11,386	12,075	23,714	30,111	40,533	45,997
매출총이익	4,149	3,806	6,293	6,519	5,581	6,348	8,876	9,644	15,639	20,767	30,450	39,183
QoQ/YoY	-5.5	-8.3	65.3	3.6	-14.4	13.8	39.8	8.7	21.7	32.8	46.6	28.7
매출총이익률	40.2	38.7	42.6	40.9	40.6	41.6	43.8	44.4	39.7	40.8	42.9	46.0
판매비	2,354	2,112	3,362	4,703	3,486	3,492	5,635	5,677	9,837	12,531	18,289	23,850
영업이익	1,795	1,694	2,931	1,816	2,095	2,857	3,241	3,967	5,802	8,236	12,161	15,332
QoQ/YoY	240.9	-5.6	73.0	-38.0	15.4	36.4	13.5	22.4	-11.4	42.0	47.7	26.1
영업이익률	17.4	17.2	19.8	11.4	15.2	18.7	16.0	18.3	14.7	16.2	17.1	18.0
당기순이익	1,568	1,661	2,583	1,589	1,872	2,576	2,875	3,530	5,409	7,400	10,853	13,833
QoQ/YoY	265.8	5.9	55.5	-38.5	17.9	37.6	11.6	22.8	-5.3	36.8	46.7	27.5
순이익률	15.2	16.9	17.5	10.0	13.6	16.9	14.2	16.3	13.7	14.5	15.3	16.2

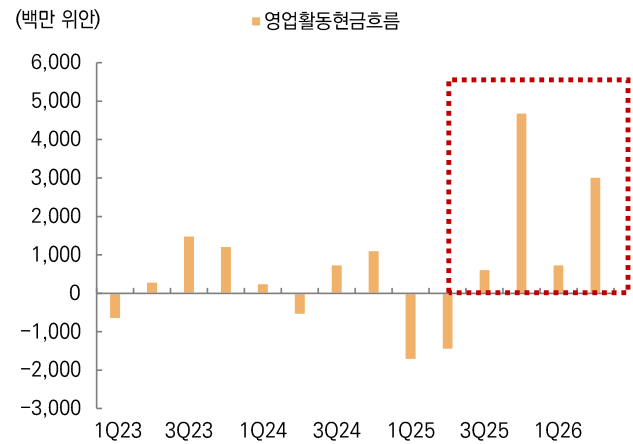
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAURA 분기별 계약부채 추이



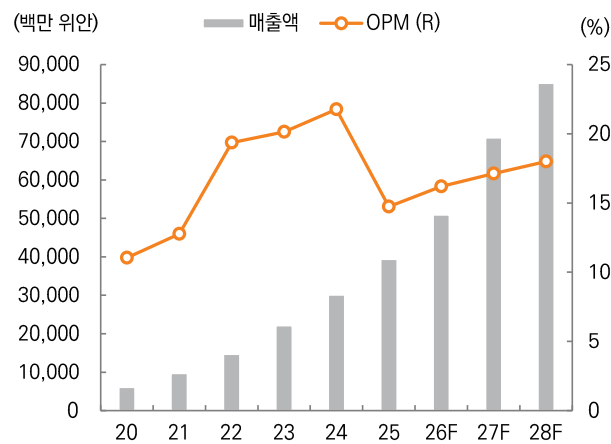
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. NAURA 분기별 영업활동현금흐름 추이



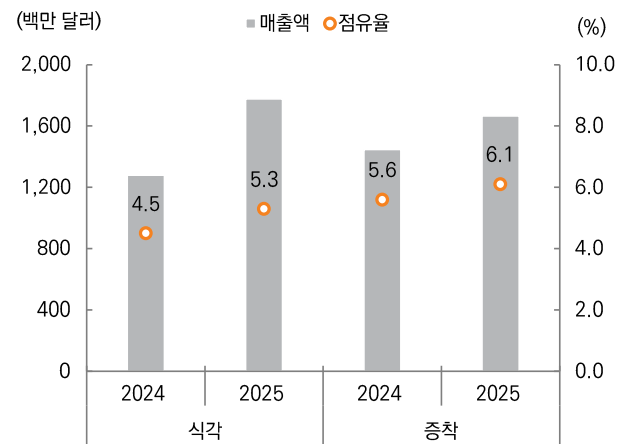
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. NAURA 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. NAURA 식각/증착 매출액 및 글로벌 점유율 추이



자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. NAURA 하이브리드 본딩 D2W 장비



자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. NAURA ICP 장비 신제품 NMC612H



자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

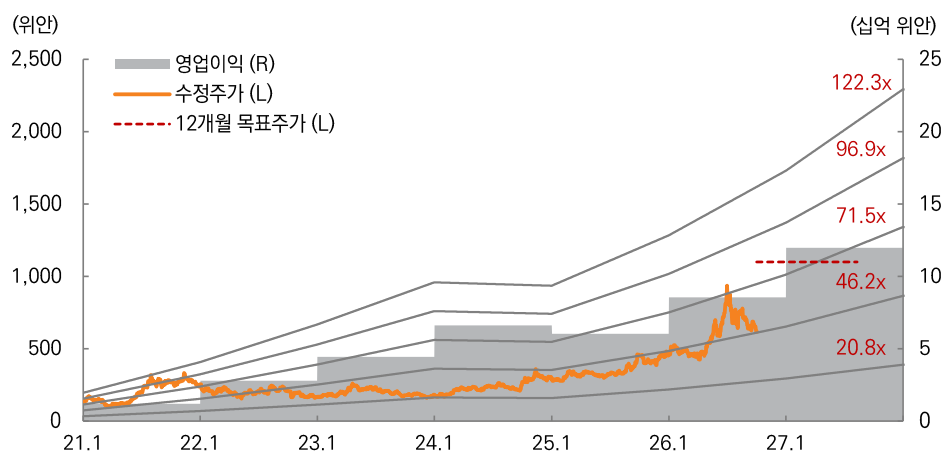
목표주가 및 밸류에이션

표 2. NAURA 목표주가 산정 방식

구분	Value	비고
2028F EPS (위안)	19.44	
2028F Target P/E (x)	56.6	중국 반도체 장비 피어그룹 28F P/E 평균에 24% 프리미엄 적용
목표주가 (위안)	1,100.3	
목표주가 (조정)	1,100	
현재주가 (위안)	615.97	26. 09. 30 기준
상승여력 (%)	78.6	투자의견 '매수'

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. NAURA 12개월 선행 P/E 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 중국 및 글로벌 반도체 장비 업체 Peer Valuation

(십억 위안, 십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		순이익		P/E		ROE	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
NAURA	002371 CH	447.0	50.2	66.3	7.9	11.9	59.7	39.7	17.2	20.9
AMEC	688012 CH	305.1	17.0	23.8	3.6	5.2	68.1	56.1	15.9	16.8
Piotech	688072 CH	187.0	9.2	13.6	2.2	3.2	87.4	61.3	22.4	25.1
Chang Chuan	300604 CH	154.8	7.6	11.0	2.1	3.2	74.9	48.2	29.1	32.2
Hwatsing	688120 CH	112.9	6.0	7.9	1.5	2.0	72.3	54.0	16.2	18.7
Jingsheng	300316 CH	47.0	9.2	10.3	1.1	1.4	52.3	46.9	4.6	4.9
Huafeng	688200 CH	75.2	2.0	2.7	0.9	1.2	82.5	60.8	17.2	20.8
중국 반도체 장비사 평균							72.9	54.5	17.6	19.7
ASML	ASML NA	702.8	49.4	63.2	19.9	27.6	42.0	30.4	62.5	62.7
Applied Materials	AMAT US	405.8	34.3	46.8	11.3	16.8	40.7	28.1	43.0	50.3
Lam Research	LRCX US	411.1	23.2	34.4	8.2	13.9	59.1	36.0	65.1	78.8
Tokyo Electron	8035 JP	175.8	16.2	21.8	4.2	6.5	56.2	35.2	29.3	35.0
KLA	KLAC US	254.7	13.6	18.2	5.7	8.5	53.3	36.6	87.5	87.0
글로벌 반도체 장비사 평균							50.3	33.3	57.5	62.8

주: 2026년 9월 30일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

NAURA (002371 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	39,353	50,878	70,983	85,180
매출원가	23,714	30,111	40,533	45,997
매출총이익	15,639	20,767	30,450	39,183
판매비와관리비	9,837	12,531	18,289	23,850
영업이익	5,802	8,236	12,161	15,332
비영업손익	43	22	-70	-70
금융손익	0	-40	-127	-127
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	43	62	57	57
법인세차감전순이익	5,845	8,258	12,091	15,262
법인세	436	858	1,238	1,429
당기순이익	5,409	7,400	10,853	13,833
지배주주	5,522	7,729	11,070	14,110
비지배주주	-113	-329	-217	-277

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	30.9	29.3	39.5	20.0
매출총이익증가율	21.7	32.8	46.6	28.7
영업이익증가율	-11.4	42.0	47.7	26.1
순이익증가율	-5.3	36.8	46.7	27.5
EPS증가율	31.8	39.3	43.2	27.5
매출총이익률	39.7	40.8	42.9	46.0
영업이익률	14.7	16.2	17.1	18.0
당기순이익률	13.7	14.5	15.3	16.2

예상 현금흐름표 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,133	6,593	17,888	14,710
당기순이익	5,409	7,400	10,853	13,833
감가상각비	1,503	1,823	1,969	2,076
기타	-4,779	-2,630	5,066	-1,199
투자활동 현금흐름	-3,929	-4,094	-5,419	-6,479
- 자본적 지출(CAPEX)	-2,262	-2,663	-3,352	-4,272
기타	-1,667	-1,431	-2,067	-2,207
재무활동 현금흐름	6,607	-1,653	-453	-553
배당금	-858	-732	-553	-553
자본 증가	1,730	1,090	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	9,585	-1,185	100	0
기타	-3,850	-826	0	0
현금의 증감	4,798	819	12,017	7,678
기초현금	12,385	17,183	18,002	30,019
기말현금	17,183	18,002	30,019	37,697

예상 재무상태표 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	59,321	71,266	95,411	113,084
현금성자산	17,183	18,002	30,019	37,697
매출채권	10,426	13,029	16,109	18,571
재고자산	28,627	36,153	43,725	50,407
기타유동자산	3,085	4,082	5,558	6,409
비유동자산	30,480	33,899	37,201	41,414
투자자산	986	1,702	2,318	2,672
유형자산	8,401	9,887	12,573	16,091
무형자산	19,622	20,736	20,737	21,077
기타비유동자산	1,471	1,574	1,573	1,574
자산총계	89,801	105,164	132,612	154,497
유동부채	26,180	33,325	47,419	54,267
매입채무	15,544	20,567	30,850	35,565
단기차입금	1,440	1,263	1,363	1,363
기타유동부채	9,196	11,495	15,206	17,339
비유동부채	19,693	20,950	24,004	25,761
장기금융부채	13,316	12,512	12,512	12,512
기타비유동부채	6,377	8,438	11,492	13,249
부채총계	45,873	54,275	71,423	80,028
지배주주지분(연결)	37,726	44,904	55,421	68,977
자본금	725	726	726	726
자본잉여금	17,966	19,055	19,055	19,055
이익잉여금	19,067	25,179	35,696	49,253
기타	-32	-56	-56	-57
비지배주주지분(연결)	6,202	5,985	5,768	5,492
자본총계	43,928	50,889	61,189	74,469

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	60.1	57.8	40.4	31.7
P/S (배)	8.5	8.8	6.3	5.2
P/B (배)	8.8	10.0	8.1	6.5
EV/EBITDA (배)	41.8	30.2	20.6	16.3
EPS	7.64	10.65	15.25	19.44
BPS	52.06	61.90	76.39	95.07
DPS	0.76	0.76	0.76	0.76
배당성향 (%)	10.1	7.2	5.0	3.9
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출채권회전율 (회)	4.2	4.3	4.9	4.9
재고자산회전율 (회)	1.5	1.6	1.8	1.8
매입채무 회전율 (회)	1.7	1.7	1.6	1.4
ROA (%)	6.9	7.6	9.1	9.6
ROE (%)	16.1	18.7	22.1	22.7
ROIC (%)	13.7	14.7	20.3	24.1
부채비율 (배)	104.4	106.7	116.7	107.5
유동비율 (배)	226.6	213.8	201.2	208.4
순차입금/자기자본 (배)	-2.3	-6.0	-24.5	-30.4

자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.