Equity Report | 2026.8.13

강민희 minhui.kang@miraeasset.com

MIRAE ASSET 미래에셋증권

중국 반도체 (비중확대/신규)

잠룡(潛龍), 승천을 향한 도약

不積跬步, 無以至千里; 不積小流, 無以成江海
작은 걸음이 쌓여 천 리에 이르고, 작은 물줄기가 모여 강과 바다를 이룬다.
— 순자(荀子)『권학편(勸學篇)』



CONTENTS

Executive Summary 3

투자전략 및 Valuation 5
- 바닥 짚고 구조적 업사이클 진입 5
- 투자 전략 6
- 실적 전망: 이제는 실적랠리를 준비할 시기 10

I. 수요 대체: S/W가 이끄는 H/W의 발전 11
- 전방 빅테크 투자 상향 조정 11
- 글로벌 탑티어에 우뚝 선 중국 AI 에이전트 13
- 그리고 도래한 추론의 시대 14
- 출하량으로 확인된 GPU 국산화 17

II. 공급 병목: 증설이 필수적인 이유 18
- 국산 GPU 수급 불균형 18
- 팹리스 출하 목표와 HBM 갭 20
- 수율이 결정하는 것: 증설 규모와 손익 구조 21

III. 장비사로 귀결되는 국산화 수혜 23
- 증설 압력은 장비 발주로 귀결 23
- DUV 멀티패터닝발 장비 슈퍼사이클 24
- 수주잔고로 확인되는 확장 26
- 장비 국산화는 이제 시작이다 27

IV. 정책이 지탱하는 업사이클 28
- 자금단: 마르지 않을 정책자금의 지원 28
- 정책단: IPO 개혁을 통한 자본시장의 지원 32

Appendix. 33

Global Company Analysis 34
- NAURA 35
- SMIC 47
- 캠브리콘 58
- CXMT 66

Executive Summary

정책이 만든 수요 대체, 자본이 견인하는 구조적 업사이클

중국 반도체 섹터에 대해 비중확대 의견을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다.

중국 AI 소프트웨어 경쟁력이 하드웨어 수요의 새로운 엔진으로 부상하고 있다. GLM-5.2 출시 당일 화웨이 Ascend와 캠브리콘, Hygon 등 8개 국산 플랫폼이 Day 0 추론 적응을 완료하며, 과거 엔비디아의 전유물이던 즉시 대응 역량이 세컨드티어 칩 업체까지 확산됐다. ByteDance가 세컨드티어 칩으로 발주를 확대하는 것도 같은 맥락이다. 당사는 중국이 GPU 초과 수요 국면에 진입했다고 판단한다.

수요는 이미 설비 투자로 전환되고 있다. SMIC와 Hua Hong, CXMT, YMTC 4사의 합산 CapEx는 25년 1,572억 위안에서 26F 2,006억 위안, 27F 2,240억 위안으로 확대될 전망이다. 파운드리와 메모리가 같은 시기에 선단공정 투자 사이클에 진입했다는 점을 주목한다.

증설의 초점은 선단 공정이다. SMIC의 7nm급 캐파는 25년 말 월 9천 장에서 27F 1.8만 장으로 두 배 확대될 전망이다. N+2 공정 기반 Ascend 910C의 수율이 초기 20%대에서 40~50%까지 개선되며 해당 라인이 최초로 수익성을 확보했으나, 목표 물량을 채우려면 웨이퍼 투입 자체를 늘려야 하는 구간은 이어진다.

수혜가 장비사로 귀결되는 이유는 웨이퍼당 공정 강도에 있다. 회로 선폭이 좁아질수록 웨이퍼 한 장에 형성해야 할 층이 두 배 가까이 늘어나는데, EUV 노광기를 확보하지 못한 중국은 같은 패턴을 여러 차례 나눠 형성하는 방식으로 이를 대체한다. 그 결과 28nm에서 7nm로 이동할 때 노광 횟수는 1.6배 증가하는 데 그치지만 식각 장비 소요는 2.8배로 확대된다. 웨이퍼 투입량이 늘지 않아도 노드가 미세해지는 것만으로 장비 발주가 발생하며, 이 수요는 식각과 증착에 집중된다.

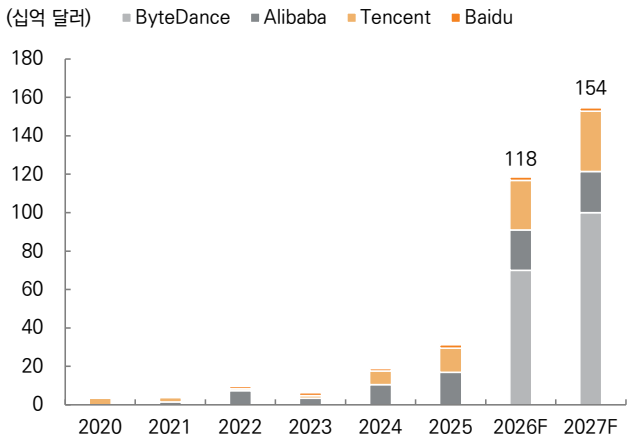
당사는 중국 반도체 Top Pick으로 NAURA를 제시하며 투자의견 '매수', 목표주가 1,100 위안으로 커버리지를 개시한다. 동사는 1) DUV 멀티패터닝이 만드는 식각과 증착 소요 증가, 2) 로직과 메모리 동반 증설로 확보한 수주잔고 820억 위안, 3) 국산화 의무화가 남긴 증착 침투 여력을 동시에 보유하고 있어 업사이클 수혜가 기대된다.

차선호주로 SMIC(TP 100 HKD), 캠브리콘(TP 2,020 CNY), CXMT(TP 80 CNY)를 제시한다. SMIC는 동사의 7nm 단일 공정에 집중되는 가운데 국산 장비의 진척이 캐파 확대를 제약하면서 판가 결정력이 형성되고 있다. 캠브리콘은 추론 중심으로 재편된 AI 수요에 힘입어 AI 가속기 신제품 양산에 따른 제품 믹스 개선이 기대된다. CXMT는 메모리 국산화의 핵심 축으로, 상장 후 HBM 라인 증설에 따른 판가 믹스 개선이 기대된다.

A주 종목에 대한 직접 투자가 제한적인 국내 개인 투자자에게는 Global X China Semiconductor ETF(3191 HK)가 현실적인 대안이다. 중국 반도체 밸류체인 내 상위 종목이 다수 포진해 있어 본 보고서의 투자 논리를 단일 상품으로 구현할 수 있다.

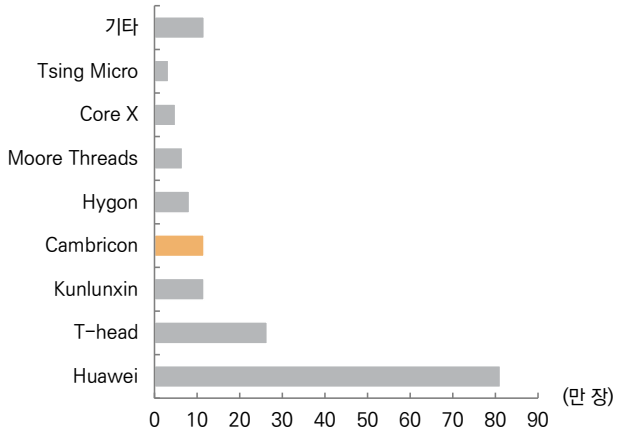
Key Charts

그림 1. 중국 빅테크 4사 Capex 추이 및 전망



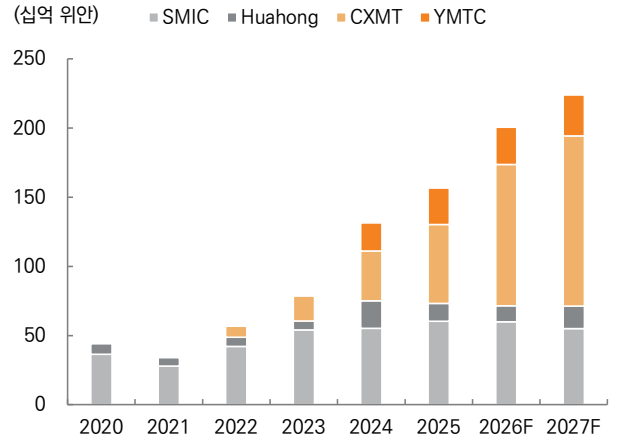
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 25년 AI 가속기 브랜드별 판매량



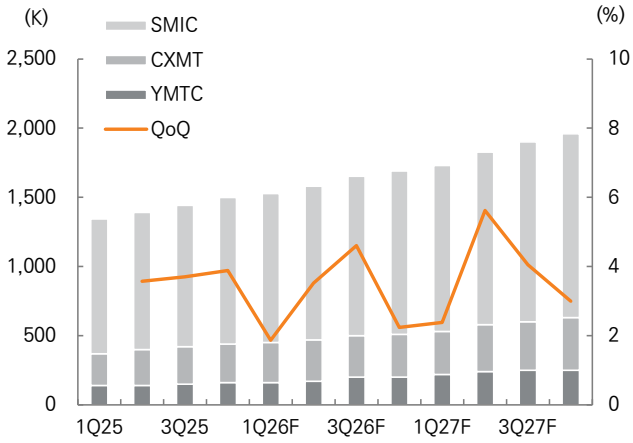
자료: IDC 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 파운드리 및 메모리 업체 CapEx 추이 및 전망



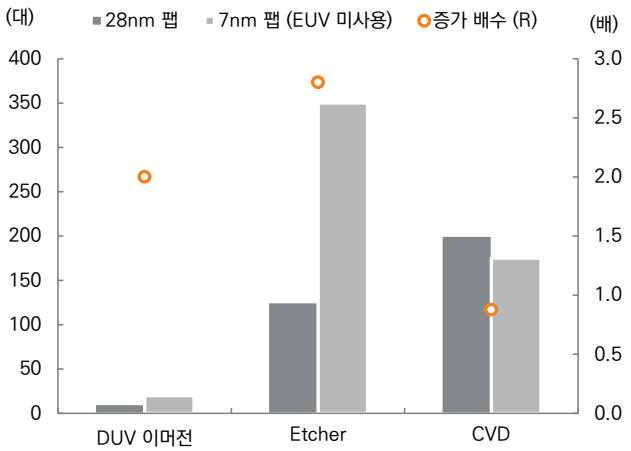
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 선단 파운드리 및 메모리 업체 생산능력 추이 및 전망



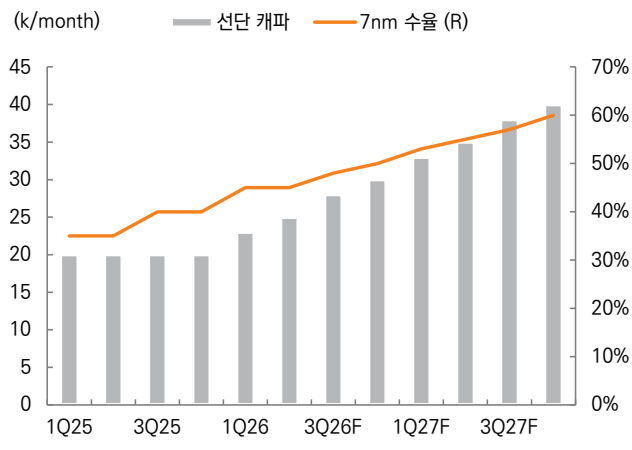
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 성숙공정 대비 선단공정의 장비 소요 증가 배수



자료: The Information Network, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SMIC 분기별 7nm 선단 캐파 및 수율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 및 Valuation

바닥 짚고 구조적 업사이클 진입

당사는 중국 반도체 업종에 대해 투자의견 비중확대(Overweight)로 커버리지를 개시한다.

2026년은 중국 반도체 산업이 새로운 투자 사이클에 진입한 원년으로 판단한다. 이번 사이클은 수요와 공급이 동시에 맞물리고 있다는 점에서 이전과 차별화된다. 수요 측면에서는 미국의 수출 규제가 외산 AI 칩 조달 경로를 차단한 데 이어 중국 스스로 수입을 억제하면서 국산 AI 칩으로의 수요 전환이 되돌리기 어려운 국면에 들어섰다. 공급 측면에서는 SMIC 선단공정 캐파 증설이 가속화되며 이 수요를 흡수할 기반이 강화되고 있다.

밸류체인 전반에서 생산 증설, 설비 투자, 고객 채택이 동시에 확인되고 있어, 중국 반도체 업종은 정책 기대에서 실적 가시성으로 이행하는 전환점에 위치해 있다고 판단한다.

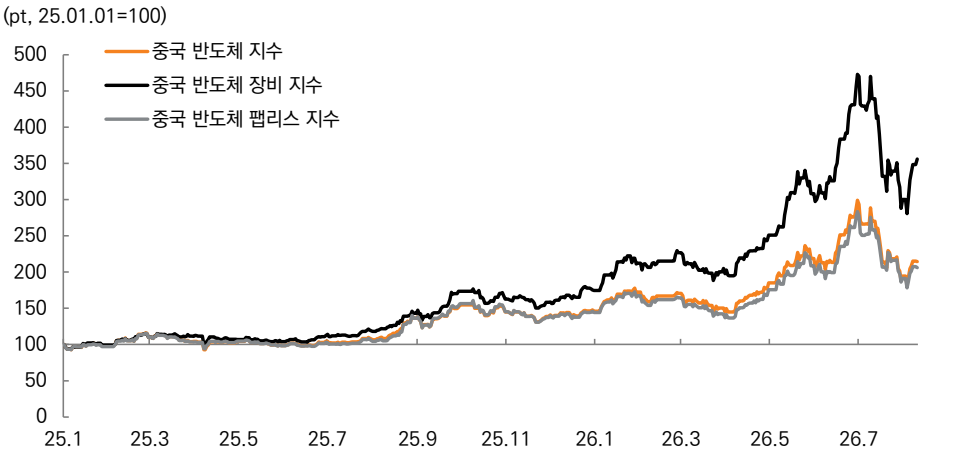
중국 반도체 산업의 투자포인트는 3가지로 압축된다.

1) 추론 중심 재편으로 국산 칩의 가성비 경쟁력이 부각되고, 외산 배제 정책이 수요의 하방을 고정

2) 26년 국산 AI 반도체 생산 목표가 국산 HBM 공급을 3~4배 초과하며 메모리와 파운드리 동시 증설 국면 진입

3) 선단 공정을 DUV 멀티패터닝으로 구현하며 캐파 1단위당 장비 소요가 배증, 수혜는 국산 장비사로 귀결

그림 7. 중국 반도체 밸류체인 주가 추이



주: Wind 내 지수 사용, 중국 반도체 지수(882121.WI), 중국 반도체 장비 지수(8841321.WI), 중국 반도체 팹리스 지수(990001.CSI)
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

투자 전략

당사는 이번 사이클에서 장비사를 최선호 영역으로 제시한다. 밸류체인 안에서 투자가 실적으로 전환되는 시점이 가장 이르기 때문이다. 장비 매출은 고객사의 발주와 검수를 기준으로 인식되므로 증설이 결정되는 순간 수주잔고에 잡히고, 그 잔고가 2년 뒤까지의 실적을 미리 담보한다.

다만 투자는 밸류체인 전반으로 분산하는 것이 유효하다고 판단한다. 중국 반도체는 정책 산업의 성격이 강해 밸류체인 전반이 정책 모멘텀에 동조하는 한편, 이익이 발현되는 시점과 경로는 층위마다 다르기 때문이다. 장비사가 26년부터 수주를 매출로 전환하는 동안 파운드리는 27년 이후 감가상각 부담을 통과하며 이익 레버리지 구간에 진입한다. 국산 GPU는 수율 개선과 제품 믹스 상승이 마진을 끌어올리고, 메모리는 DRAM 초과 수요에 따른 판가 상승이 이익에 직접 반영된다.

Top Pick: NAURA(002371 CH), 목표주가 1,100위안, 커버리지 개시

목표주가는 28F EPS 18.65위안에 목표배수 P/E 59.0배를 적용해 산출했다. 목표배수는 중국 장비 7개사의 28F P/E 평균 45.5배에 30%의 프리미엄을 적용한 값이다. 다만 동사의 PEG는 0.89로 피어 평균 1.36을 35% 하회해 성장 대비로는 오히려 할인 구간이다. 동사는 DUV 멀티패터닝이 만드는 식각과 증착 소요 증가, 로직과 메모리 동반 증설로 확보한 수주잔고 820억 위안, 국산화 의무화가 남긴 증착 침투 여력을 동시에 보유하고 있다.

차선호주: SMIC(981 HK), 목표주가 100홍콩달러, 커버리지 개시

목표주가는 27F BPS 3.04달러에 목표배수 P/B 4.2배를 적용해 산출했다. 목표배수는 중국 파운드리 피어의 27F P/B 평균 3.7배에 13%의 프리미엄을 적용한 값으로, 프리미엄은 ROE 우위에서 6%, ROE 개선 기울기와 선단 양산 진입장벽에서 7%로 구성된다. 국산 AI 반도체가 채우는 유일한 선단 라인이자, 국산 장비의 진척이 규정하는 캐파 희소성이 판가 결정력으로 이어지는 구조다.

차선호주: 캠브리콘(688256 CH), 목표주가 2,020위안 유지

목표주가는 28F EPS 24.05위안에 목표배수 P/E 84배를 적용해 산출했다. 목표배수는 동사 과거 P/E 밴드 평균 96배에서 12.5%를 할인한 값이다. 국산 반도체 설계 3사 대비 절대 배수는 높으나 PEG는 0.64로 피어 평균 1.09를 41% 하회한다. 추론 중심으로 재편된 AI 수요와 외부 조달이 가능한 사실상 유일한 국산 대안이라는 지위, Siyuan 690 양산에 따른 제품 믹스 개선이 투자 포인트다.

차선호주: CXMT(688825 CH), 목표주가 80위안 유지

목표주가는 27F EPS 3.98위안에 목표배수 P/E 20배를 적용해 산출했다. 목표배수는 블룸버그 컨센서스 기준 중국 주요 반도체 기업의 27F P/E 평균 45.6배에 메모리 사이클 할인 56%를 적용한 값이며, P/B로 환산하면 10.8배로 중국 피어 평균 12.1배를 하회한다. AI 가속기 국산화의 직접 수혜, 중국 내수 범용 DRAM 공급 공백 흡수, LTA 기반의 외형 성장 가시성이 투자 포인트다.

중국 반도체 Peer Table

표 1. 중국 및 글로벌 반도체 파운드리 Peer Valuation

(십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		영업이익		P/E		P/B		ROE	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
SMIC	981 HK	100.0	11.6	13.8	1.4	1.9	65.1	47.0	3.1	2.8	4.7	6.1
Huahong	1347 HK	40.7	3.1	3.8	0.0	0.2	159.1	104.9	4.6	4.3	2.8	4.0
CR Micro	688396 CH	12.2	1.9	2.3	0.2	0.3	62.4	45.5	3.4	3.1	25.7	19.8
Silan Micro	600460 CH	8.1	2.3	2.7	0.2	0.2	55.0	38.8	4.2	3.9	19.1	15.4
중국 파운드리 업체 평균							**92.2**	**63.0**	**4.1**	**3.8**	**15.9**	**13.1**
TSMC	2330 TT	1,941.7	168.84	227.06	98.88	132.21	22.4	17.2	8.2	6.1	41.3	39.9
UMC	2303 TT	48.0	8.77	10.85	2.02	3.10	17.3	16.9	3.5	3.2	21.2	19.9
ASE	3711 TT	86.1	25.92	32.27	3.04	4.81	33.1	22.1	6.7	5.8	21.4	28.3
VIS	5347 TT	9.3	1.81	2.42	0.37	0.50	26.4	21.0	3.6	3.1	15.4	16.7
GFS	GFS US	27.9	7.31	8.24	1.25	1.62	26.9	19.8	2.3	2.1	8.4	11.2
글로벌 파운드리 업체 평균							**25.2**	**19.4**	**4.9**	**4.1**	**21.6**	**23.2**

표 2. 중국 및 글로벌 반도체 장비 업체 Peer Valuation

(십억 위안, 백만 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		순이익		P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
NAURA	002371 CH	532.8	50.6	65.2	7.7	11.1	71.0	49.3	12.2	10.0	17.5	20.7	51.3	36.1
AMEC	688012 CH	342.9	16.6	22.6	3.7	5.0	88.6	65.1	12.6	10.5	13.4	16.4	97.0	55.0
Piotech	688072 CH	197.0	8.8	12.1	1.8	2.6	105.3	73.5	22.9	17.9	22.9	26.7	120.2	79.8
Chang Chuan	688120 CH	172.6	7.9	10.5	2.1	3.0	86.6	58.9	26.9	18.7	33.4	34.7	67.5	46.2
Hwatsing	688072 CH	120.6	6.0	7.8	1.4	1.9	79.8	62.1	13.9	11.6	16.6	18.6	35.7	27.0
Jingsheng	300316 CH	54.2	9.3	10.0	0.8	1.0	52.2	54.2	3.1	3.0	5.9	5.4	28.1	25.5
Huafeng	300604 CH	75.4	1.8	2.3	0.7	0.9	105.0	83.0	15.7	14.8	16.2	17.8	86.6	68.9
ASMPT	688200 CH	59.8	16.2	19.3	1.5	2.2	38.0	26.1	3.7	3.3	10.3	13.4	17.2	12.9
중국 반도체 장비사 평균							**82.5**	**62.1**	**14.4**	**11.6**	**16.7**	**18.8**	**63.2**	**45.1**
ASML	ASML NA	660.1	49.2	62.9	16.2	22.7	40.2	28.7	21.8	15.8	60.2	60.8	29.4	21.5
Applied Materials	AMAT US	434.0	33.8	43.8	10.5	14.0	43.9	31.6	16.6	13.4	42.3	49.9	37.5	26.6
Lam Research	LRCX US	397.4	23.2	34.2	7.3	11.7	55.2	34.1	31.9	20.4	65.1	79.6	36.3	27.6
Tokyo Electron	8035 JP	173.7	16.2	21.0	3.8	4.7	54.2	35.7	12.9	11.2	29.3	34.4	50.9	25.2
Canon	7751 JP	37.7	30.4	31.2	2.0	2.1	12.2	11.2	1.1	1.1	9.2	9.6	10.9	10.4
KLA	KLAC US	255.3	13.6	18.2	4.8	7.1	52.0	35.5	40.7	24.3	87.5	86.9	41.3	26.2
글로벌 반도체 장비사 평균							**43.0**	**29.5**	**20.8**	**14.4**	**48.9**	**53.5**	**34.4**	**22.9**

표 3. 중국 및 글로벌 메모리 IDM 업체 Peer Valuation

(십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
CXMT	688825 CH	530.8	45.7	77.4	22.3	41.1	69.0	55.5	22.3	12.9	12.9	6.8	13.6	7.0
SMIC	002371 CH	100.0	11.6	13.8	1.0	1.5	4.7	6.1	65.1	47.0	3.1	6.7	3.2	3.0
NAURA	688120 CH	81.8	7.5	9.7	1.1	1.7	17.5	79.6	71.6	49.3	12.3	10.1	55.8	39.4
Montage	688008 CH	39.3	1.1	1.6	0.5	0.8	21.9	24.8	70.7	47.9	14.1	11.5	74.3	47.1
GigaDevice	603986 CH	43.1	3.2	4.3	1.4	1.8	38.2	33.0	33.0	24.9	9.4	6.8	27.2	20.2
캠브리콘	688256 CH	103.0	2.6	5.0	0.9	1.7	38.0	49.8	119.2	58.9	40.6	25.3	116.6	56.6
중국 반도체 주요 기업 평균							**24.0**	**38.6**	**71.9**	**45.6**	**15.9**	**12.1**	**55.4**	**33.3**
SK하이닉스	000660 KS	98.7	242.3	370.0	156.9	234.2	97.5	66.0	5.6	3.8	3.6	1.9	3.9	1.9
삼성전자	005930 KS	242.4	487.8	637.8	203.5	291.0	51.4	46.2	5.5	3.8	2.4	1.6	3.2	1.8
마이크론	MU US	98.8	129.6	248.7	83.1	175.1	74.6	72.8	12.6	6.2	7.7	3.6	9.9	4.6
난야	2408 TT	3.8	10.7	16.3	6.6	9.9	71.1	59.3	6.9	4.4	3.8	2.2	4.3	2.4
글로벌 메모리 기업 평균							**73.7**	**61.6**	**7.6**	**4.5**	**4.4**	**2.3**	**5.3**	**2.7**

주: Bloomberg 컨센서스 기준, 2026년 8월 11일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

세 기업의 목표배수는 서로 다른 기준에서 도출됐다.

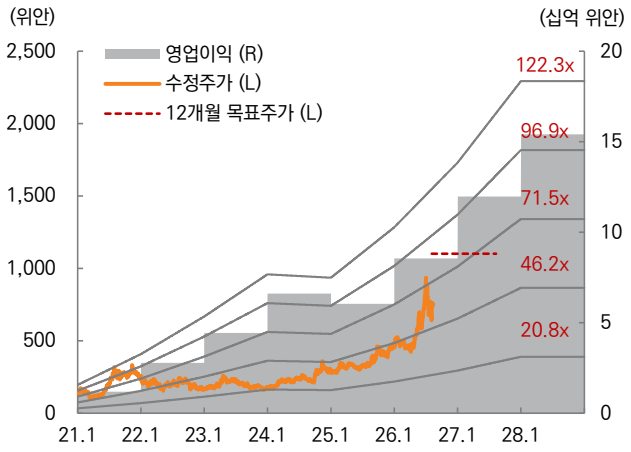
NAURA는 중국 장비 피어 평균에 30%의 프리미엄을 적용한 59.0배로, 제품 포트폴리오와 수주 확정성을 반영했으나 동사 과거 밴드 평균은 18% 하회한다.

SMIC는 중국 파운드리 피어 평균에 13%의 프리미엄을 적용한 4.2배로, ROE 회복 경로를 반영했으나 P/B 밴드 상단이 상한이다.

캠브리콘은 흑자 전환 이후 이력이 짧아 추정 불확실성이 큰 만큼 과거 P/E 밴드 평균을 12.5% 하회하는 84배를 적용했다.

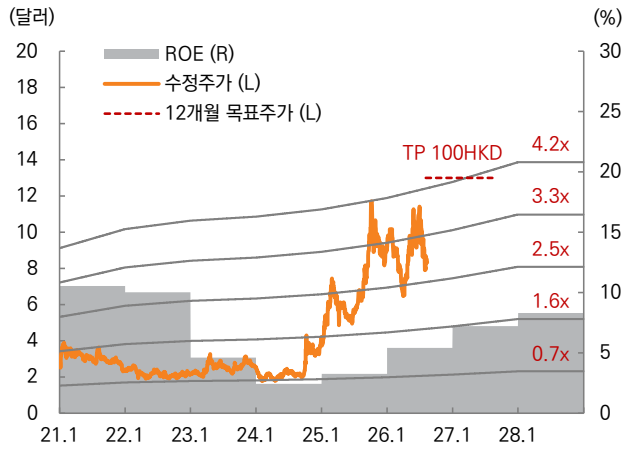
업종 배수도 이미 높은 구간에 있다. Wind 반도체지수의 12개월 선행 P/E는 24년 저점 이후 빠르게 상승해 현재 평균에서 1표준편차를 상회한다. 정책 기대가 배수를 먼저 끌어올린 결과이며, 이제 실적이 그 배수를 따라와야 하는 국면이다. 당사가 이번 사이클에서 배수의 추가 확장보다 이익 성장이 주가를 견인할 것으로 보는 이유다.

그림 8. NAURA 12개월 선행 P/E 밴드



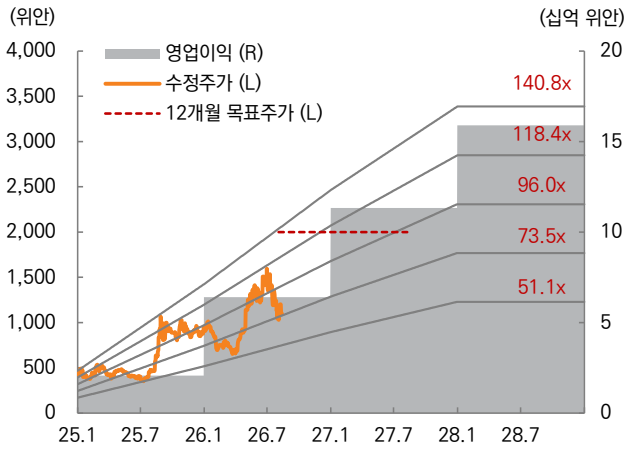
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. SMIC 12개월 선행 P/B 밴드



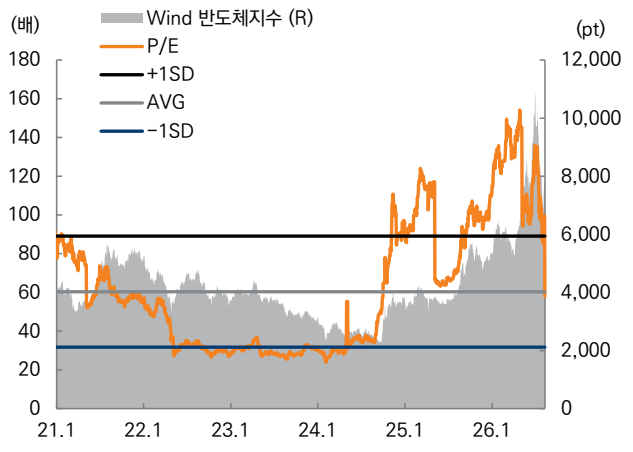
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 캠브리콘 12개월 선행 P/E 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 중국 반도체 산업 12개월 선행 P/E 밴드



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

대안 전략: Global X China Semiconductor ETF(3191 HK)

중국 반도체 업종에 투자하는 가장 효율적인 전략은 ETF를 통한 접근이다. Global X China Semiconductor ETF(3191 HK)는 Factset China Semiconductor Index를 추종하며 AUM은 45억 홍콩달러 수준이다.

구성종목 상위에는 GigaDevice(12.15%)와 캠브리콘(9.69%), NAURA(9.69%), AMEC (8.46%), Hygon(8.17%), Montage(7.88%) 등이 포진해 있다. 당사가 이번 보고서에서 커버리지를 제시한 세 기업 가운데 캠브리콘과 NAURA가 상위 3개 종목에 포함돼 있어, 본 보고서의 투자 논리를 단일 상품으로 구현할 수 있다.

접근성 측면에서도 실익이 있다. SMIC는 홍콩거래소에 상장돼 국내 투자자의 직접 매매가 가능하나, NAURA와 캠브리콘을 비롯한 중국 반도체 기업 대부분은 과창판과 선전거래소에 상장돼 있어 개인 투자자의 접근이 제한적이다. ETF는 이 제약을 우회하는 동시에 본 보고서에서 다루지 않은 여타 밸류체인 기업까지 함께 편입한다. 중국 반도체는 정책 산업의 성격이 강해 개별 기업의 펀더멘털보다 정책 모멘텀에 밸류체인 전반이 동반해 움직이는 동조화 경향이 뚜렷하다. 팹리스와 파운드리, 장비사를 아우르는 밸류체인 관점의 접근이 유효하다고 판단하는 이유다.

표 4. Global X China Semiconductor ETF 주요 구성종목 및 벤치마크 주가 현황

벤치마크	티커	1D	5D	1M	YTD	편입비중
Global X China Semiconductor ETF	3191 HK	1.2	3.0	8.4	-18.8	/
Cambricon	688256 CH	2.7	8.5	-15.1	31.9	10.0
NAURA	002371 CH	1.3	9.5	-6.3	63.8	9.7
AMEC	688012 CH	1.7	6.9	-13.1	100.9	9.1
Hygon	688041 CH	1.6	6.8	-13.8	31.8	8.5
SMIC	688981 CH	3.5	3.6	-15.5	4.6	8.1
GigaDevice	603986 CH	8.3	10.2	-30.9	94.7	7.5
CXMT	688825 CH	1.0	-2.8	/	/	7.4
Montage	688008 CH	3.4	5.2	-12.8	83.0	6.9
CHANG CHUAN	300604 CH	1.7	9.1	-10.7	179.5	4.4
JCET	600584 CH	2.5	18.3	-17.4	111.4	3.6
PIOTECH	688072 CH	1.3	3.9	-17.0	109.3	3.5
HUA HONG	688347 CH	3.9	12.8	-25.1	148.7	3.1
Biwin	688525 CH	5.1	8.4	-38.2	113.3	2.6
Hwatsing	688120 CH	6.0	0.9	-12.1	141.9	2.5
TONGFU	002156 CH	6.2	14.1	-1.4	71.7	2.4
OMNIVISION	603501 CH	0.1	1.2	-11.1	-28.7	2.4
ZHEJIANG JINGSHENG	300316 CH	2.6	8.3	-11.4	13.7	1.9
Slilan	600460 CH	4.5	15.2	-29.6	14.6	1.9
LONGSYS	301308 CH	5.5	11.4	-34.8	57.9	1.8
Huatian Tech	002185 CH	4.2	16.2	-29.0	63.9	1.4
Puya Semiconductor	688766 CH	5.0	10.9	-44.0	209.4	1.2

지료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

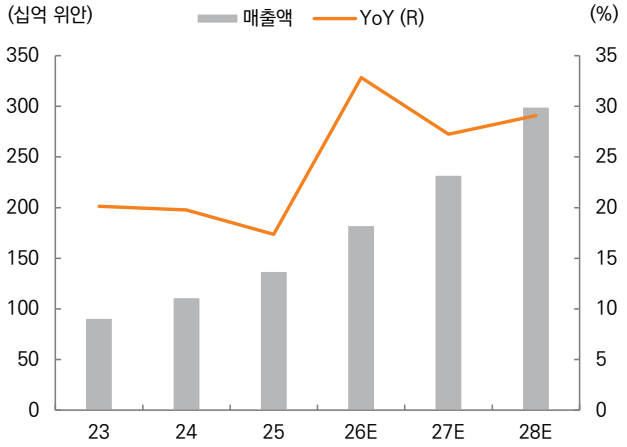
실적 전망: 이제는 실적랠리를 준비할 시기

실적 랠리는 메모리에서 시작되고 있다. TrendForce에 따르면 1Q26 범용 DRAM 계약가격은 전분기 대비 93~98%, PC용 DDR5 계약가는 105~110% 상승하며 분기 기준 사상 최대 상승폭을 기록했다. 메모리 3사가 웨이퍼를 HBM으로 재배분하면서 범용 DRAM 공급이 눌린 결과다. 26년 DRAM 공급 부족률은 4.9%로 2011년 이후 최대 수준이며 초과 수요는 27년까지 이어질 것으로 전망된다. 이 가격 국면은 CXMT와 YMTC의 ASP 개선, 그리고 흑자 전환 이후의 이익 레버리지를 직접 뒷받침한다.

장비 밸류체인에서는 수주가 실적으로 전환되기 시작했다. NAURA의 1Q26 매출액은 103억 위안(YoY +25.8%)을 기록했고 26년 연간 매출 가이던스는 468~520억 위안으로 제시됐다. Piotech(拓荆科技)와 ACM(盛美上海)의 1Q26 매출도 각각 57%, 33% 증가하며 식각과 증착 영역의 외형 확대가 동반되고 있다. NAURA의 1Q26 말 수주잔고는 820억 위안(YoY +58%)으로 25년 매출 기준 2년치를 넘어서며 28년까지의 실적 가시성을 확보했다. 다만 장비 매출이 고객 검수를 기준으로 인식되는 특성상 수주의 실적 반영은 시차를 두고 순차적으로 이뤄질 것으로 판단한다.

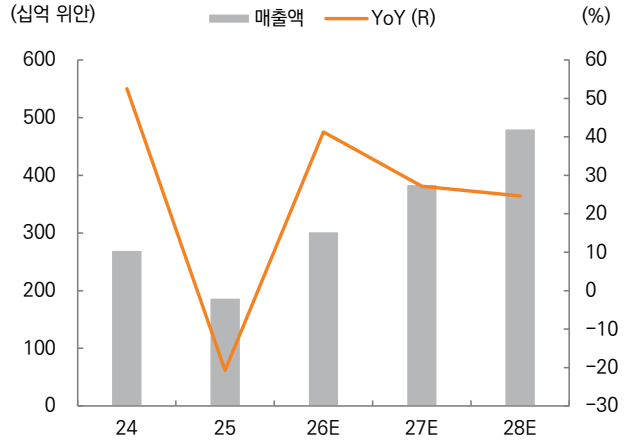
26년은 정책 기대가 실적 가시성으로 전환되는 원년으로 판단한다. 국산 칩으로의 수요 전환과 선단 캐파 증설, 대기금 3기와 IPO를 통한 자금 공급이 동시에 맞물리며 밸류체인 전반의 이익 사이클이 상향 전환되고 있다. 특히 수주잔고가 두텁고 CapEx 확대의 수혜를 가장 먼저 확인하는 장비 밸류체인이 이번 사이클의 실적 레버리지를 선도할 것으로 전망한다.

그림 12. 중국 반도체 장비 기업 연간 매출액 추이 및 전망



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 중국 팹리스 기업 연간 매출액 추이 및 전망



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

I. 수요 대체: S/W가 이끄는 H/W의 발전

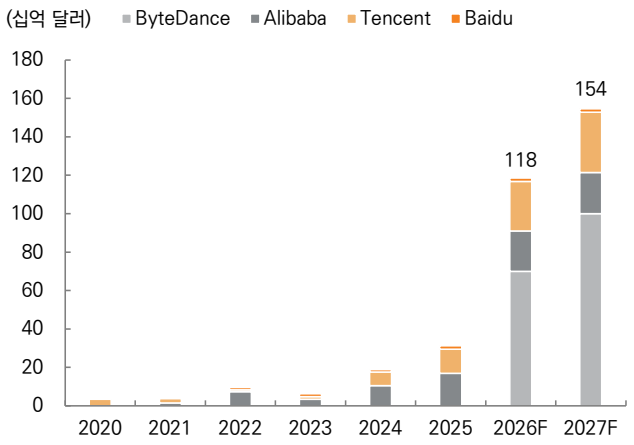
국산 AI 반도체 수요는 기대에서 실물로 넘어왔다. **1) 자본:** 중국 빅테크의 설비 투자가 상향되며 AI 인프라 지출이 본격화됐다. **2) 소프트웨어:** 중국 LLM이 글로벌 선두권에 진입하고 수요가 추론 중심으로 재편되면서, 최고 사양이 아니어도 전력당 성능과 가격이 맞으면 채택되는 국면이 열렸다. 국산 모델이 출시 당일 국산 칩에서 구동되며 전환 장벽도 낮아졌다. **3) 출하:** 25년 중국 AI 가속기 시장에서 국산 비중은 41%까지 상승했다. 수요가 기대가 아니라 출하량으로 확인되는 단계에 진입했다고 판단한다.

전방 빅테크 투자 상향 조정

중국의 빅테크 CapEx 집행 규모가 한 차례 더 상향되고 있다. 당사는 올해 중국 빅테크 CapEx를 약 $154B(YoY +30.3%)로 전망한다. IDC에 따르면 25년 중국 Server AI 시장 규모는 250억 달러로 5년 만에 약 10배 성장했고, 26년에는 596억 달러(YoY +139%)로 도약해 30년 1,248억 달러까지 확대될 것으로 전망된다. 전체 컴퓨팅 시장에서 AI 서버가 차지하는 비중이 구조적으로 확대되고 있다는 의미다.

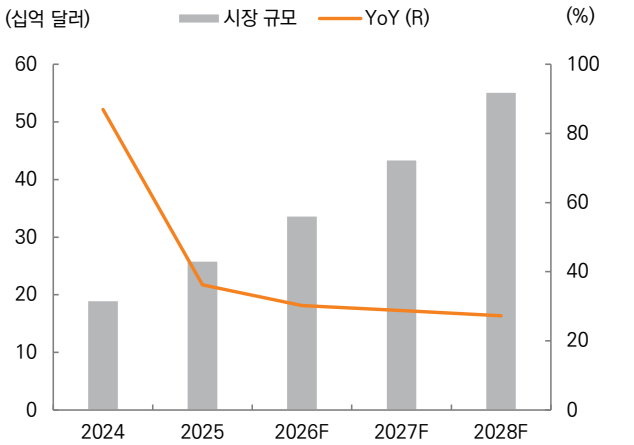
중국 최대 서버 및 AI 가속기 구매처인 바이트댄스는 작년 기준 26년 CapEx를 $23B로 제시했으나, 지난 5월 이를 최대 $70B(약 100조원)로 대폭 상향했다. 추가적으로 27년에는 최대 $100B까지 확대하는 방안을 검토 중인 것으로 파악된다. 알리바바 역시 2026회계연도 CapEx를 1,261억 위안(약 27조원)으로 집행했으며, 기존 25~27년 3개년 3,800억 위안 계획을 상회할 것이라고 직접 밝혔다. 텐센트도 1Q26 CapEx가 319억 위안(YoY +16%, QoQ +63%)을 기록한 가운데, 경영진이 하반기 투자 가속을 예고했다.

그림 14. 중국 빅테크 기업 연간 CapEx 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 중국 AI 서버 시장 규모 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

CapEx 상향의 배경은 수요에서 확인된다. AI 에이전트 확산과 함께 토큰 소비량이 빠르게 증가하고 있다. 공급 측면에서는 국산 AI 가속기 수주 확대로 선단 공정 캐파가 병목에 직면하면서 하드웨어 단가 역시 상승하고 있다. 이에 따라 산업 전반이 전 밸류체인 인플레이션 국면에 진입한 것으로 판단한다.

국가 차원의 인프라 투자도 확대되고 있다. 중국 국가발전개혁위원회(NDRC) 등은 향후 5년간 약 2조 위안(약 450조 원) 규모의 전국 AI 데이터센터망 구축 계획을 추진 중이다. 해당 계획이 관련 기술의 80% 이상을 국산으로 조달한다는 방침을 명시하고 있다는 점에서, 민간 빅테크 CapEx와는 별개의 자금 축이 국산 칩 수요를 직접 뒷받침하는 구조다.

결국 민간 CapEx와 국가 인프라 투자라는 두 축의 자금이 동시에 반도체 밸류체인으로 유입되고 있으며, 이것이 본 장에서 다룰 국산 칩 수요 확대의 자금적 토대라고 판단한다.

글로벌 탑티어에 우뚝 선 중국 AI 에이전트

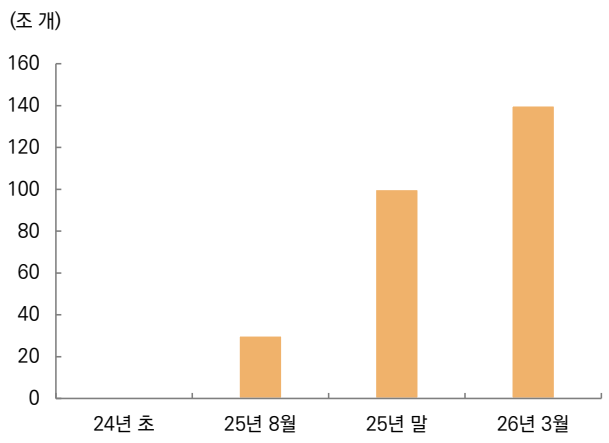
중국의 AI 수요가 빠르게 확대되면서 토큰 수요의 저변이 넓어지고 있다. 국무원은 「'AI+' 행동계획」에서 AI 기기 및 AI 에이전트 보급률 목표를 2027년 70%, 2030년 90% 이상으로 제시했으며, 공업정보화부 등 8개 부처는 「'AI+제조' 특별행동 실시의견」(2026.1)에서 2027년까지 산업용 AI 에이전트 1,000개 육성을 목표로 설정했다.

정책 효과가 지표로도 확인되고 있다. QuestMobile 자료에 따르면 26년 3월 중국 AI 네이티브 앱의 월간활성사용자(MAU)는 4.4억 명을 기록했으며, 1Q26 사용자 수는 전년 동기 대비 61.7% 증가했다. 에이전트 생태계 역시 빠르게 확장되고 있는데, 바이트댄스 Doubao 플랫폼에서 생성된 누적 에이전트 수는 이미 800만 개를 상회한다.

AI 에이전트의 수요 확대는 토큰 소비량의 급증으로 이어지고 있다. 중국 국가데이터국에 따르면 전국 일일 토큰 소비량은 24년 초 약 1,000억 개에서 26년 약 140조 개로 1,000배 이상 증가했다. AI 에이전트와 대형 LLM이 산업 전반에 활용되면서 실제 연산 수요가 구조적으로 증가하고 있는 것으로 판단한다.

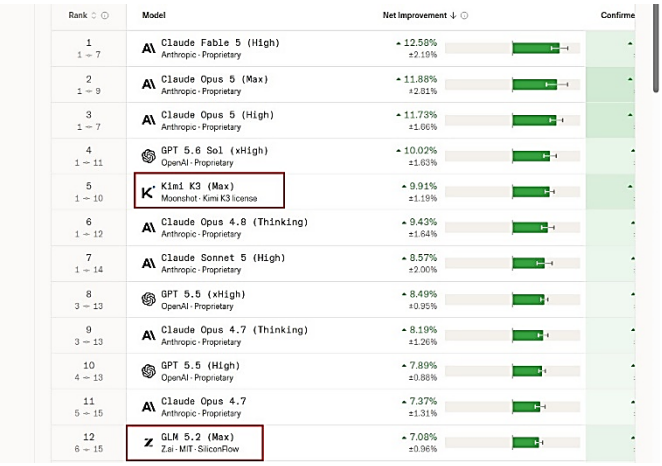
AI 에이전트 실전 역량에서도 국산 모델의 성과가 상위권에서 확인된다. Arena Agent 리더보드에서 Moonshot Kimi-K3(Max)는 5위에 올라 GPT-5.6 Sol을 비롯한 다수의 OpenAI, 구글 등 모델을 앞섰다. Z.ai GLM-5.2(Max)도 12위로 Grok 4.5 등 다수 서구 모델을 앞질렀다. 다만 알리바바 Qwen3.7/DeepSeek V4/텐센트 Hy3 등 나머지 국산 모델은 20위권 밖에 머물러 있어, 에이전트 실전 역량은 모델 간 편차가 여전히 크다고 판단한다.

그림 16. 중국 일평균 Token 소비량 변화 추이



자료: 중국 국가데이터국, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. Code Arena LLM 랭킹 순위



자료: Code Arena, 미래에셋증권 리서치센터

그리고 도래한 추론의 시대

토큰 수요, 추론칩 수요로 전이

에이전트화가 진행될수록 단순 대화형보다 훨씬 많은 토큰을 소비한다는 점에서 수요 임팩트가 크다. 추론형 모델은 답변을 내놓기 전 내부적으로 사고 과정을 거쳐 정확도를 높이고, 에이전트는 여기에 도구 호출과 결과 검증, 다중 에이전트 간 통신을 더한다. 과업 하나를 끝내기까지 모델을 수십 차례 반복 호출하는 구조다.

소비량의 차이는 과업 유형에서 극명하게 드러난다. 코딩 과업을 기준으로 도구 호출 없이 한 번에 문제를 푸는 단일 턴 과제는 1,190 토큰, 여러 차례 대화하는 멀티턴 과제는 3,390 토큰을 쓰는 데 그친다. 반면 저장소를 읽고 도구를 호출하며 수정과 검증을 반복하는 에이전트 과업은 417만 토큰을 소비한다. 멀티턴 대화의 1,230배이며, 과업당 비용도 0.023달러에서 1.857달러로 81배 늘어난다.

KV 캐시 (KV Cache)
추론 과정에서 이미 계산한 문맥의 키(Key)와 값(Value)을 메모리에 저장해 재연산을 피하는 기법.

이렇게 늘어난 토큰 수요가 유독 추론 연산에 몰리는 데는 이유가 있다. 모델 학습은 1회성 연산인 반면, 추론은 사용자 요청이 발생할 때마다 반복되는 상시 연산이기 때문이다. 추론 단계의 부담은 입력 쪽에서 커진다. 에이전트 과업의 입출력 토큰 비율은 153.9로, 출력 1 토큰을 생성하기 위해 154토큰을 읽어들인다. 멀티턴 대화의 1.3과 비교하면 100배 이상이다. 문맥이 길어질수록 KV 캐시 메모리 부담과 순차 연산 부담이 함께 커지며, 이것이 추론 인프라의 총 연산량을 확대시킨다.

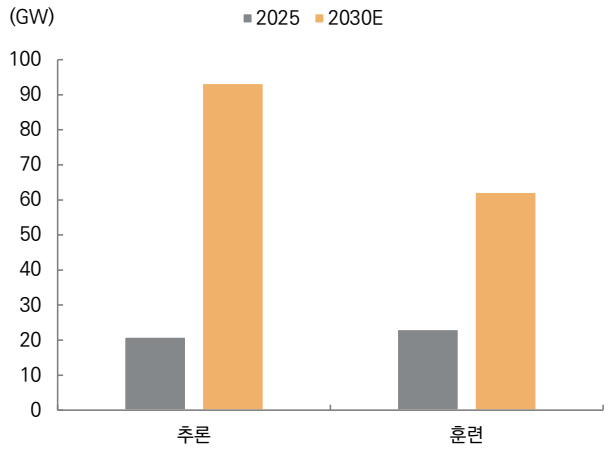
중국의 경우도 마찬가지다. AI 서버 워크로드에서 추론이 차지하는 비중이 24년 65%에서 28년 73%까지 확대될 전망이다. 신규 모델 학습보다 이미 배포된 모델의 실사용 처리 능력을 확보하는 것이 하드웨어 투자의 핵심 변수로 부상했다.

표 5. 코딩 워크로드 유형별 토큰 소비량 및 과업당 비용

워크로드	정의	평균 토큰 사용량	Code Chat 대비	Code Reasoning 대비	입력/출력 토큰 비율	평균 과업 비용 (달러)
Code Reasoning	도구 호출 없이 한 번에 코딩 문제를 푸는 단일 턴 과제	1,190	0.4x	1.0x	0.16	0.016
Code Chat	코딩 문제에 대해 여러 차례 대화하는 멀티턴 과제	3,390	1.0x	2.8x	1.33	0.023
Agentic Coding	저장소를 읽고 도구를 호출하며 수정 및 검증을 반복하는 장기 과제	4,170,000	1,230.1x	3,504.2x	153.85	1.857

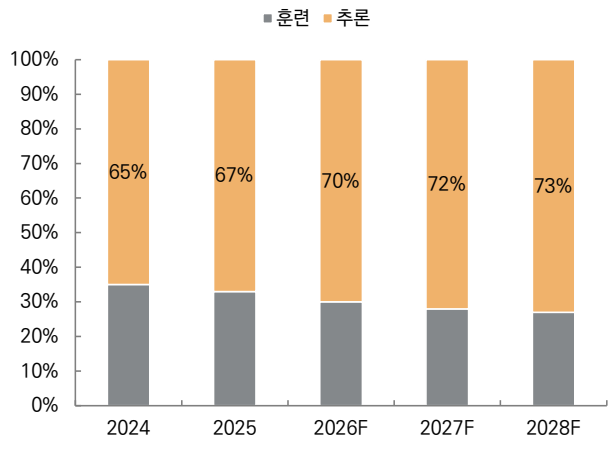
자료: Longju Bai et al., 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 글로벌 AI 데이터센터 전력 수요 전망



자료: Mc Kinsey, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 중국 AI 서버 워크로드 구성 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

추론 칩의 핵심은 가성비

추론이 상시 연산으로 자리 잡으면서 경쟁의 축도 절대 성능에서 단위 비용으로 이동하고 있다. 학습 단계에서는 최고 성능 확보가 우선이지만, 추론은 사용자 요청이 발생할 때마다 반복되는 만큼 토큰당 비용이 곧 서비스 원가를 결정하기 때문이다. 당사는 이 축의 이동이 최선단 공정에 접근하지 못하는 국산 칩에 오히려 기회로 작용하고 있다고 판단한다.

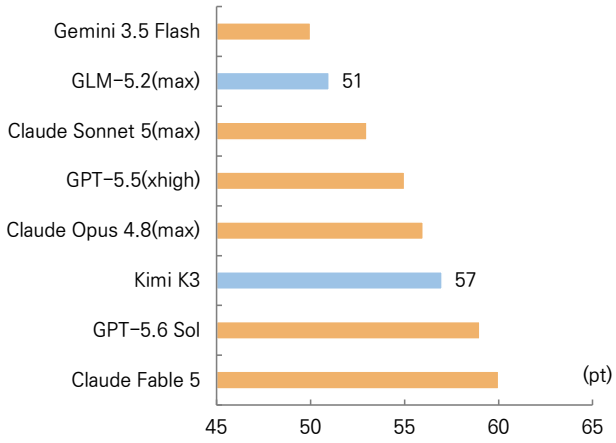
주요 LLM 간 성능 격차가 빠르게 축소되고 있다. 성능 점수는 50~60점 구간에 밀집해 최상위와 최하위의 차이가 20% 수준에 그친다. 반면 백만 토큰당 비용은 최저 0.48달러에서 최고 2.75달러로 약 5.7배 벌어져 있다. 성능 격차가 좁혀진 국면에서 실질적 변별력은 비용에서 나오고 있다는 의미다.

이 구도에서 국산 모델은 유리한 위치를 점하고 있다. Moonshot Kimi K3는 57점으로 상위권 성능을 확보하면서 비용은 0.95달러로 최상위 모델의 3분의 1 수준에 그친다. Z.ai GLM-5.2(Max)는 51점으로 성능 85% 수준을 유지하면서 비용은 6분의 1인 0.48달러다. 성능을 일부 양보하는 대신 단가를 낮춰 실사용 물량을 확보하는 전략이 자리 잡고 있다.

모델 단의 저비용 전략은 하드웨어 선택 기준으로 이어진다. 여기서 기준은 절대 성능이 아니라 단위 성능당 가격이다. 화웨이가 최근 출시한 Ascend 950PR은 추론 성능이 엔비디아 H20 대비 2.87배인 반면 가격은 약 4분의 1 수준으로, 단위 성능당 비용에서 약 11배의 우위를 확보하고 있다.

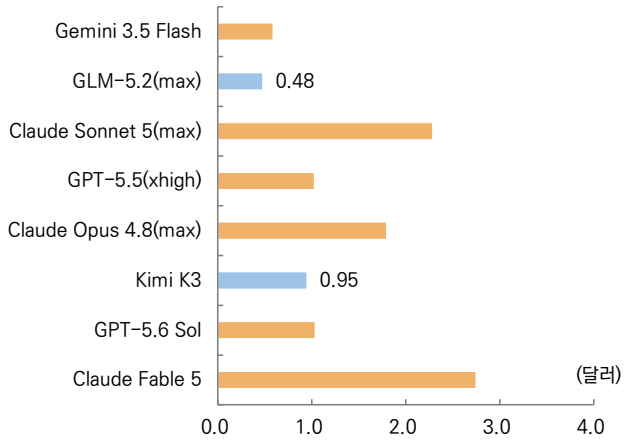
이 논리는 화웨이에만 국한되지 않는다. 성능이 다소 낮은 세컨드티어 국산 칩도 가격을 낮추면 추론 워크로드를 확보할 여지가 생기기 때문이다. 여기에 외산 물량 확보가 막힌 중국 빅테크가 국산 칩 확보에 나서면서 상위 칩메이커의 공급만으로는 수요를 소화하기 어려운 상황이 이어지고 있다.

그림 20. 주요 LLM 성능 비교



자료: Artificial Analysis, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 주요 LLM 백만 토큰당 비용 비교



자료: Artificial Analysis, 미래에셋증권 리서치센터

Day-0 대응
신규 AI 모델이 공개되는 당일부터 해당 칩에서 추론이 가능하도록 소프트웨어 최적화를 미리 마쳐 두는 것.

Day-0 대응으로 낮아진 전환 장벽

가격 경쟁력만으로 워크로드가 옮겨가지는 않는다. 신규 모델이 나올 때마다 포팅과 최적화에 수 주가 걸린다면, 그 지연 자체가 전환 비용이 되기 때문이다. 엔비디아가 오랜 기간 누려온 실질적 해자도 성능이 아니라 이 즉시 가용성에 있었다.

26년 들어 이 장벽이 빠르게 낮아지고 있다. 올해 2월 GLM-5를 시작으로 4월 DeepSeek-V4, 6월 GLM-5.2, 7월 Kimi K3까지 주요 국산 모델이 출시 당일 국산 칩에서 추론 가능한 상태로 공개되는 사례가 반복됐다. GLM-5.2는 화웨이 Ascend와 캠브리콘, Hygon, MetaX, Moore Threads, Biren, 바이두 쿤룬신, T-Head 등 8개 플랫폼에서 동시 대응을 완료했다.

주목할 변화는 대응 업체의 저변이다. 화웨이 Ascend와 Moore Threads는 조사 대상 전 모델에 Day-0로 대응했고, Biren처럼 후발 업체도 GLM-5.2부터 명단에 진입했다. 즉시 대응 역량이 상위 업체의 전유물에서 벗어나 세컨드티어까지 확산되고 있다는 의미다.

이는 일회성 협업이 아니라 반복 가능한 체제로 봐야 한다. 반년 사이 7개 모델에서 같은 패턴이 재현됐다는 것은 모델사와 칩메이커 간 사전 협업이 상시화됐음을 시사한다. 신규 모델이 나오는 즉시 워크로드를 옮길 수 있다면, 칩 선택에서 소프트웨어 호환성은 더 이상 변별 요인이 되지 않는다.

당사는 이 즉시 대응 체계가 단위 성능당 비용 우위와 함께 국산 칩 채택을 결정하는 두 축이라고 판단한다. 비용 우위가 전환의 유인을 만들었다면 Day-0 대응은 전환의 마찰을 없앴다.

표 6. 2026년 신규 LLM 국산 AI 칩 Day-0 대응 현황

모델	GLM-5	MiniMax M2.7	GLM-5.1	DeepSeek V4	MiniMax M3	GLM-5.2	Kimi K3
출시일	02/11	03/18	04/08	04/24	06/01	06/17	07/15
Huawei Ascend	O	O	O	O	O	O	O
Cambricon	O			O		O	O
Hygon	O	O		O	O	O	O
MetaX	O	O	O	O	O	O	O
Moore Threads	O	O	O	O	O	O	O
Iluvatar CoreX		O	O	O			
Biren						O	
Baidu Kunlunxin	O			O	O	O	O
Enflame	O						O
T-Head		O	O	O		O	

주: O는 출처가 확인된 Day-0 대응, 빈칸은 미확인으로 미지원을 의미하지 않음
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

출하량으로 확인된 GPU 국산화

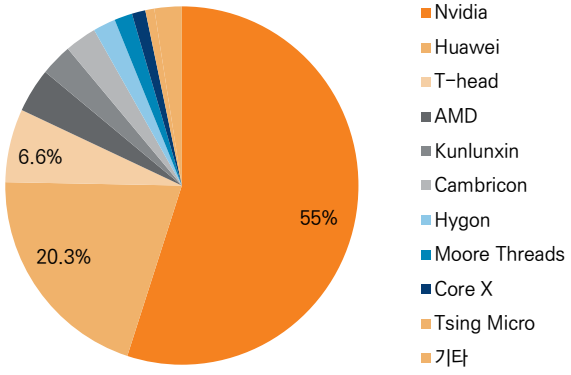
수요의 실체는 출하량 데이터로 확인된다. IDC에 따르면 2025년 중국 AI 가속기 총 출하량은 약 400만 개에 달했다. 이 중 국산 제조사가 약 165만 개를 납품하며 점유율 41%를 기록한 반면, 엔비디아는 미국 수출 통제 이전 약 95%에 달했던 점유율이 55%까지 큰 폭으로 축소됐다.

국산 진영 1위는 Huawei Ascend로 약 81만 개를 출하했다. 다만 Huawei 다음으로는 Alibaba T-Head가 약 27만 개, Baidu Kunlunxin과 캠브리콘이 각각 약 12만 개, Hygon 약 8만 개, Moore Threads 약 7만 개, Core X 약 5만 개로 이어진다. Huawei를 제외한 상위 업체 간 물량 격차가 크지 않다.

다수 업체가 동시에 물량을 확보할 수 있었던 배경에는 가성비 경쟁 구도가 있다. 추론 워크로드에서는 절대 성능이 다소 낮아도 단가를 낮추면 채택될 여지가 생기기 때문에 승자 독식이 성립하지 않는다. 당사는 중국 국산 GPU 시장이 Huawei 원톱 구조가 아닌, 다수 팹리스가 소규모 물량으로 동시에 경쟁하는 초기 다자 경쟁 국면에 들어섰다고 판단한다.

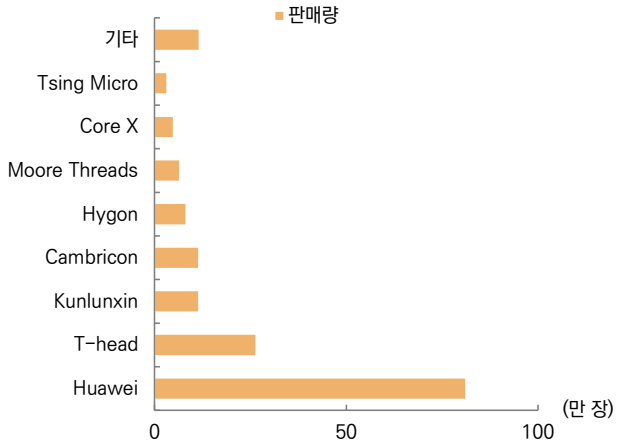
다만 이는 국산 칩이 수요를 충족한 결과라기보다, 공급 가능한 물량만큼만 채운 결과로 판단한다. 근거는 물량 분포에 있다. 경쟁이 성숙한 시장에서는 통상 상위 업체로 물량이 쏠리기 마련인데, 국산 진영은 고르게 분산돼 있다. 특정 업체가 점유율을 확대하지 못했다는 것은 각 사가 확보 가능한 캐파 한계까지 출하했음을 시사한다. 성능이나 생태계 우위가 아니라, 만들 수 있는 만큼 팔린 시장이라는 의미다.

그림 22. 25년 중국 AI 가속기 브랜드별 판매량 점유율 추이



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 25년 중국 AI 가속기 브랜드별 판매량 추이



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

II. 공급 병목: 증설이 필수적인 이유

수요는 확인됐으나 공급이 따라가지 못한다. **1) 수요의 성격:** 외산 차단의 주체가 미국의 수출 통제에서 중국의 외산 배제로 이동하며 국산 칩 수요가 정책으로 고정됐고, 실제 수주로도 확인되고 있다. **2) 병목의 위치:** 부족한 것은 로직 다이가 아니라 HBM이다. 팹리스의 26년 생산 목표 대비 국산 HBM 공급은 3~4배 부족하며 이 격차가 출하량의 상한을 규정한다. **3) 증설의 필연성:** 선단 수율이 20~40%에 머물러 동일 물량 확보에 더 많은 웨이퍼가 필요하다. 수율 개선만으로는 목표를 감당할 수 없어 증설은 선택이 아니라 전제가 된다.

국산 GPU 수급 불균형

수출 통제에서 외산 배제로

미국의 수출 규제가 국산 수요 전환의 트리거로 작용했으나, 규제는 외생적 촉매에 그친다. 규제가 완화된 이후에도 외산 칩은 중국 시장으로 들어오지 못하고 있다. 외산 칩의 유입을 막는 주체가 미국에서 중국 자신으로 이동했다.

지난 8개월의 경과가 이를 압축적으로 보여준다. 미중 정상 합의로 H200의 대중 수출 길을 트고, 심사 기준을 원칙적 불허에서 건별 심사로 전환했으며, 알리바바와 텐센트, 바이트댄스 등 약 10개 사에 업체당 최대 7.5만 개 구매를 허용하는 라이선스를 발급했다.

그러나 물량은 움직이지 않았다. 중국 세관이 미국 승인 24시간 만에 통관을 차단해 540억 달러 규모의 발주분이 묶였고, 정부는 해당 기업들에 "반드시 필요한 경우가 아니면" 구매를 자제하도록 지시한 것으로 파악된다. 26년 2월 엔비디아가 준비한 초도 물량 8.2만 개도 인도되지 못했으며, 미 상무부 케슬러 차관보는 26년 7월 의회 증언에서 100억 달러 규모의 라이선스가 승인됐음에도 실제 대중 선적은 미미한 수준이라고 밝혔다.

규제 완화의 폭보다 자국 억제의 폭이 크다는 점이 핵심이다. 중국 기업들이 26년치로 주문한 H200은 200만 대를 상회했으나, 중국 당국이 승인을 검토 중인 물량은 20만 대 미만으로 사전 주문의 10분의 1 수준에 그친다. 기업들이 당국에 신청한 물량과 비교해도 절반에 못 미친다. 외산 칩의 유입 한도를 결정하는 변수가 미국의 수출 통제에서 중국의 외산 배제로 넘어갔다는 의미다.

표 7. 미국의 대중 AI 칩 수출 규제 경과

시점	조치	주체	결과
25.04	H20 대중 수출 중단	미국	국산 칩 수요 전환 촉발
25.07	H20 수출 라이선스 발급 보장, 판매 재개	미국	3개월 만의 정책 반전
25.08	관영매체 "안전하지 않다" 규정, 당국이 엔비디아 소환	중국	H20 구매 위축
25.12	미중 정상 합의, H200 대중 수출 허용	미국	수출 경로 개방
26.01	건별 심사 전환, 약 10개사에 업체당 최대 7.5만 개 라이선스	미국	제도 완화
26.01	승인 24시간 만에 통관 차단	중국 세관	540억 달러 규모 발주분 동결
26.02	초도 물량 8.2만 개 선적 준비	엔비디아	인도 무산
26.07	승인 물량 20만 대 미만 검토 보도	중국 당국	신청 물량의 절반 미만
26.07	100억 달러 라이선스 승인에도 선적 미미	미 상무부	케슬러 차

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

국산 칩 수주는 시작됐다

외산 배제 기조가 유지되려면 대체 물량이 실제로 발주되고 있어야 한다. 블룸버그 인텔리전스가 26년 7월 중국 기업 임원 60명을 대상으로 실시한 조사에서 조사 응답자의 80%는 금년 인프라 지출이 예산을 초과하고 있다고 답했으며, 그 원인으로 AI 관련 프로젝트의 높은 비용을 꼽았다. 하드웨어 단가 상승이 발주 단계에서 실제로 체감되고 있다는 의미다.

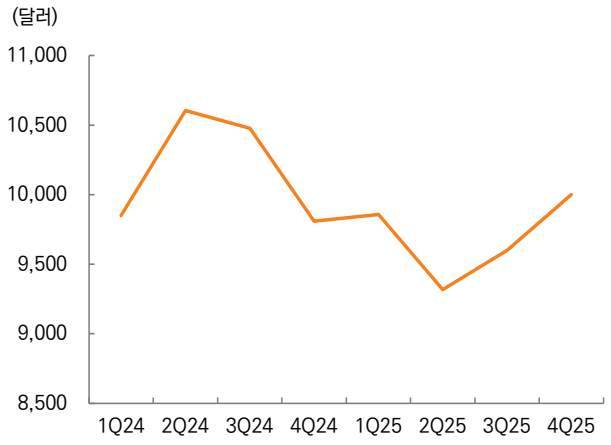
IDC에 따르면 중국 서버향 GPU ASP는 2Q24 약 10,600달러로 정점을 기록한 뒤 2Q25 약 9,350달러까지 12% 하락했으나, 4Q25 약 9,980달러로 저점 대비 7% 반등했다. 8개 분기 동안 9,300달러 선을 하회한 적이 없다.

신제품 출시가 이어지는 국면에서 단가가 이 레인지를 유지한다는 것은 공급이 수요에 미치지 못하고 있음을 시사한다. 통상 다수 업체가 동시에 진입하면 가격 조정이 뒤따르나 국산 GPU에서는 이러한 흐름이 관찰되지 않았다. 제도 역시 수요의 하방을 지지하고 있다. 중국 정부는 25년 8월 데이터센터에 국산 칩 50% 이상 조달을 요구한 데 이어, 25년 11월에는 국가 재정이 투입된 신규 데이터센터에서 외산 가속기를 전면 배제했다.

실제 병목은 주문이 아니라 인도 단계에 있다. 25년 국산 진영 출하량 165만 개는 수요를 충족한 결과가 아니라 공급 가능한 물량만큼만 채운 결과에 가깝다. 2Q25 저점 이후의 ASP 반등 역시 수요 둔화가 해소된 것이라기보다 공급 제약이 재차 강화된 결과로 해석한다.

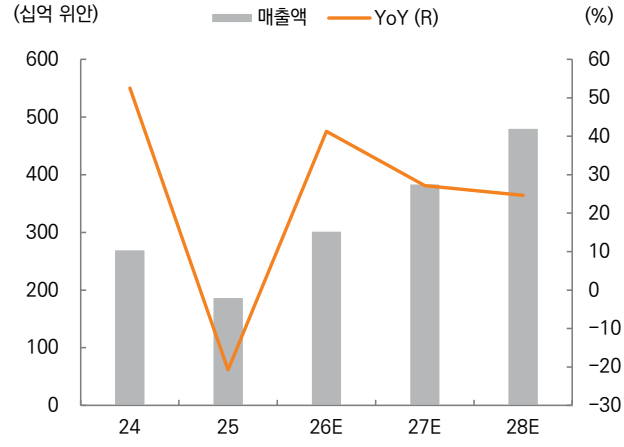
국산 칩 수요는 이미 손익으로 확인된다. 캠브리콘은 25년 매출 65억 위안(YoY +453%), 순이익 21억 위안으로 상장 이후 첫 연간 흑자를 시현했다. 화웨이는 26년 4월 Ascend 950PR 양산에 진입해 연간 약 75만 개 출하를 목표하고 있으며 하반기 본격 출하를 예고했다. 26년 3월 ByteDance와 알리바바가 발주 협의에 착수한 데 이어, 4월 DeepSeek V4가 Ascend 950 시리즈에 최적화된 형태로 공개되면서 텐센트를 포함한 주요 클라우드 사업자의 추가 발주가 이어지고 있다.

그림 24. 중국 서버향 GPU 분기별 ASP 추이



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 중국 팹리스 기업 연간 매출액 추이 및 전망



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

팹리스 출하 목표와 HBM 갭

26년 국산 팹리스의 생산 목표는 공격적이다. 캠브리콘은 연간 약 50만 대의 가속기 공급을 목표로 하고 있으며, 이 중 30만 대 이상이 HBM을 탑재하는 Siyuan(思元, 쓰웬) 590과 690이다. 화웨이는 Ascend 910C 약 60만 개에 1Q26 출시된 950PR 75만 개를 더해 HBM 탑재 제품만 135만 개를 계획하고 있다. 합산 165만 개 규모이며, 목표 달성을 좌우하는 변수는 설계 역량이 아니라 부품 조달에 있다.

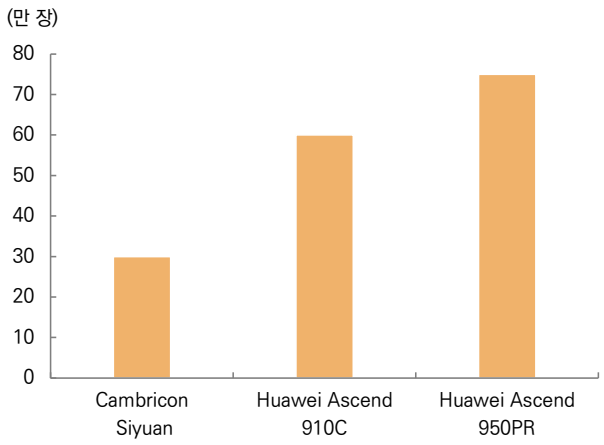
조달 경로는 제품별로 다르다. Ascend 910C는 규제 이전에 확보한 해외 HBM2E 재고에 의존하는 반면, 950PR에 탑재되는 HiBL 1.0은 화웨이가 CXMT와 공동 개발한 HBM이다. 캠브리콘의 Siyuan 계열도 CXMT 공급을 받는다. 165만 개 중 105만 개가 CXMT의 캐파에 직접 묶여 있는 구조다.

SemiAnalysis에 따르면 CXMT의 26년 HBM 생산량은 약 200만 스택으로 추정된다. Ascend 910C 기준 25~30만 개분에 해당하는 물량으로, CXMT에 의존하는 105만 개와 대조하면 3~4배가 부족한 수준이다.

부족한 것은 로직 다이가 아니라 HBM이다. 로직 측 소요분은 SMIC 선단 캐파의 3분의 1 수준에 그쳐 배정 조정으로 대응이 가능한 반면, HBM은 대체 경로가 없다. 당사는 국산 AI 반도체 출하량의 변곡점이 해외 HBM 재고가 소진되는 시점이 될 것으로 판단한다. 이 시점부터는 CXMT의 HBM 캐파가 국산 AI 반도체 출하량을 직접 규정하게 될 전망이다.

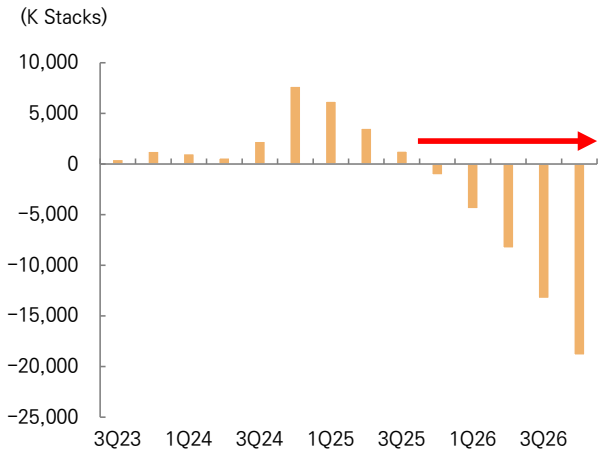
패키징 업계도 같은 방향으로 움직이고 있다. JCET(长电科技)와 TongFu(通富微电), Huatian(华天科技), ForeHope(甬矽电子) 등 중국 4대 패키징사는 26년 상반기에만 274.2억 위안의 증설 투자를 발표했으며, AI 컴퓨팅용 첨단 패키징이 그 중심에 있다. 결국 국산 AI 반도체의 26년 출하량은 로직이 아니라 메모리가 결정하게 될 전망이다.

그림 26. 26년 국산 AI 가속기 26년 연간 판매 목표



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 中 HBM2E 확보량 및 Ascend 다이 소요량의 누적 차이



자료: SemiAnalysis, 미래에셋증권 리서치센터

수율이 결정하는 것: 증설 규모와 손익 구조

낮은 수율이 증설을 강제한다

수율은 증설 속도뿐 아니라 증설 규모까지 결정한다. 현재 국산 AI 칩의 수율은 상업 생산의 초입 수준이다. SMIC N+2(7nm급) 공정 기반의 화웨이 Ascend 910C는 24년 9월 약 20%에서 25년 40~50%까지 올라왔으나, 같은 공정을 쓰는 캠브리콘의 주력 칩 Siyuan 590/690은 약 20% 수준에 머물러 있다. TSMC의 최신 2nm 수율이 60%를 상회하는 점을 감안하면 3세대, 약 7년의 격차다.

격차의 원인은 패터닝 공정 횟수에 있다. EUV 노광기 없이 7nm급을 구현하려면 DUV 장비로 최대 34단계의 패터닝을 거쳐야 하는데, EUV 공정의 9단계 대비 3.8배에 달한다. 패터닝 단계가 누적될수록 정렬 오차와 결함 확률이 함께 쌓이므로 수율 개선이 구간마다 정체된다. SMIC와 화웨이가 5nm에 자기정렬 4중 패터닝(SAQP)을 적용할 것으로 전망되는 가운데, 해당 신규 라인의 수율이 아직 20% 안팎에 머물러 있는 것도 같은 이유로 파악된다.

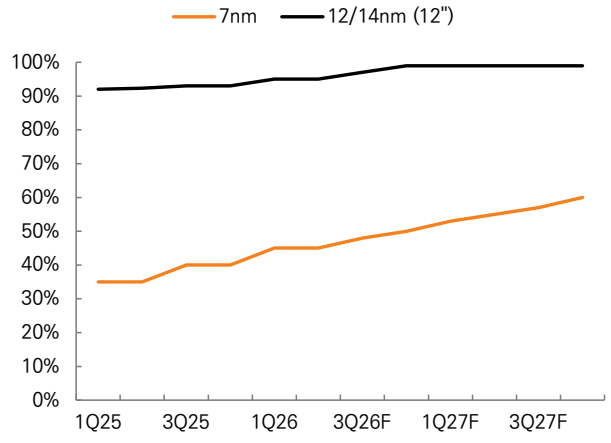
수율은 웨이퍼 투입량을 직접 결정한다. 수율 40%는 투입 웨이퍼의 60%가 산출로 이어지지 못한다는 의미이므로, 동일 물량을 확보하려면 60% 수율 대비 1.5배를 투입해야 한다. 수율 20%에 머문 캠브리콘은 3배가 필요하다(당사 산출). 910C가 듀얼 다이 구조인 점까지 감안하면 26년 60만 개 목표는 120만 개의 양품 다이를 전제로 하며, 40% 수율에서는 300만 개 분량의 투입이 요구된다.

따라서 증설은 선택이 아니라 전제다. 수율 개선만으로는 26년 목표 물량을 감당할 수 없으며, 웨이퍼 투입량 자체를 늘리지 않으면 팹리스의 생산 계획이 성립하지 않는다. SMIC가 26년 중 7nm 캐파를 두 배로 확대하기로 한 것도 이러한 판단을 반영한 것으로 파악된다. 당사는 웨이퍼 투입 확대와 웨이퍼당 공정 스텝 증가가 동시에 진행되면서 팹 투자 규모가 캐파 증가율을 상회할 것으로 전망한다.

SADP (Self-Aligned Double Patterning)
노광 장비의 해상도 한계를 우회하는 기법. 먼저 기준 패턴을 형성한 뒤 그 측벽에 얇은 막을 균일하게 증착하고 기준 패턴만 제거하면, 양쪽 측벽에 남은 스페이서가 새로운 패턴이 된다.

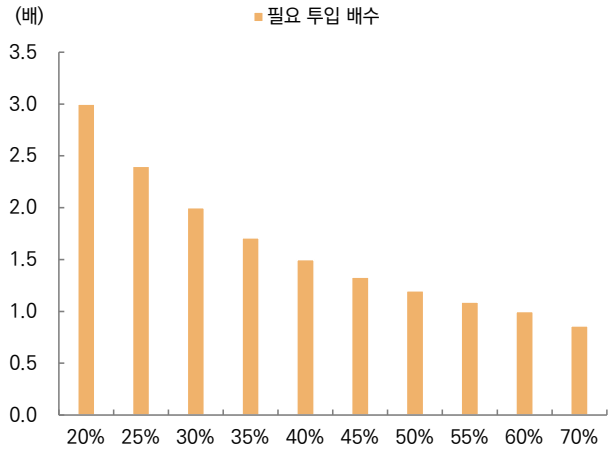
SAQP (Self-Aligned Quadruple Patterning)
SADP를 한 번 더 반복하는 방식. SADP로 만든 스페이서 패턴을 다시 기준 패턴으로 삼아 같은 과정을 거치면 밀도가 한 번 더 두 배가 되어, 최초 노광 대비 4배의 패턴 밀도를 구현한다.

그림 28. SMIC 선단공정 수율 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 수율 수준별 필요 웨이퍼 투입 배수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

내수 수요로도 견인되는 손익분기

수율 열위가 곧 사업성 부재를 의미하지는 않는다. 화웨이 Ascend 910C는 수율이 40%에 도달한 시점부터 라인 전체가 흑자로 전환된 것으로 파악된다. 60%에 못 미치는 수율에서 손익분기를 넘긴 배경에는 판가가 있다. 910C의 개당 가격은 전작 910B 대비 60~80% 높은 것으로 시장에서 파악되며, 외산과의 가격 경쟁에 노출되지 않은 채 공급 부족을 전제로 거래되고 있다.

판가 결정력은 파운드리 단에서도 확인된다. SMIC는 25년 12월 일부 제품군에 약 10%의 가격 인상을 단행한 데 이어, 26년 1분기 실적발표에서 공급 부족 품목을 대상으로 5~15%의 추가 인상을 협의했다고 밝혔다. 1Q26 출하량이 전분기 대비 0.2% 감소했음에도 웨이퍼 ASP가 2.5% 상승한 것은 이러한 협상력을 반영한다. 팹리스 단에서는 캠브리콘의 25년 매출총이익률이 55.15%로 유지됐다.

당사는 중국 반도체 산업의 당면 목표가 글로벌 최선단 경쟁이 아니라 내수 AI 수요의 자급이라는 점을 감안하면, 현재의 수율 격차가 성장의 제약으로 작용하지는 않을 것으로 판단한다.

다만 증설이 본격화되는 26년부터는 감가상각 부담이 변수다. SMIC의 26년 감가상각비가 신규 팹 가동으로 전년 대비 약 30% 증가할 전망인 가운데, 증설에 나선 파운드리와 패키징 업계 전반에 같은 압력이 작용한다. 선단 공정의 학습곡선이 초기 20~50% 구간에서 가장 가파르다는 점은 완충 요인이나, 당사는 이익 성장률보다 외형 성장과 절대 이익 증가에 주목해야 한다는 판단을 유지한다.

III. 장비사로 귀결되는 국산화 수혜

증설 압력은 장비 발주로 전환된다. **1) 공정 강도:** 선단 공정을 DUV 멀티패터닝으로 구현하면서 캐파 1단위당 장비 소요가 배증한다. 캐파가 늘지 않아도 노드가 미세해지는 것만으로 발주가 발생하는 구조다. **2) 수혜의 방향:** 규제가 노광을 겨냥하면서 노광을 우회하는 식각과 증착 수요가 커졌고, 이는 중국 장비사가 강점을 가진 영역과 정확히 겹친다. **3) 국산화 침투 여력:** 국산 장비사의 수주잔고와 매출이 이미 실적으로 반응하고 있으며, 국산화 침투 여력이 남아 있다.

증설 압력은 장비 발주로 귀결

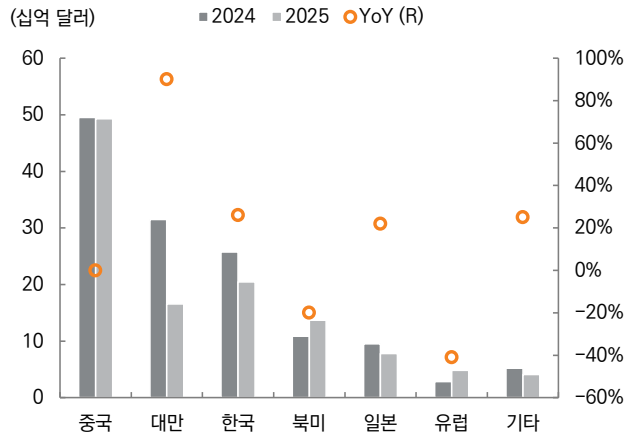
중국의 반도체 장비 지출은 25년 493억 달러로 24년 사상 최대치 대비 0.5% 감소하며 숨을 골랐다. 같은 기간 글로벌 시장이 1,351억 달러로 15% 성장한 것과 대비되나, 중국은 여전히 2위 대만의 315억 달러를 크게 상회하는 최대 시장이다. 총량의 변화보다 중요한 것은 배분이며, 시장이 커지지 않는 구간에서도 국산 장비사의 몫은 확대되고 있다.

로직 측 발주가 먼저 확인된다. SMIC의 12인치 캐파는 25년 약 5만 장이 추가됐고 26년 말까지 4만 장이 더 늘어난다. 25년 CapEx는 81억 달러로 연초 가이던스를 상회했으며, 26년에도 비슷한 수준을 유지할 계획이다.

메모리 측 발주는 규모가 더 크다. CXMT는 IPO 조달 자금 중 130억 위안을 선단 공정 전환에, 90억 위안을 DRAM 및 HBM 연구개발에 배정했고, 25년 말 기준 미이행 설비 발주 잔액만 171억 위안에 달한다. 27년부터 허페이 3기와 상하이 신규 팹 증설이 본격화되면 26년 말 월 30만 장 수준인 웨이퍼 생산능력이 28년 풀가동 시 허페이 팹 단독으로 월 50만 장까지 확대된다.

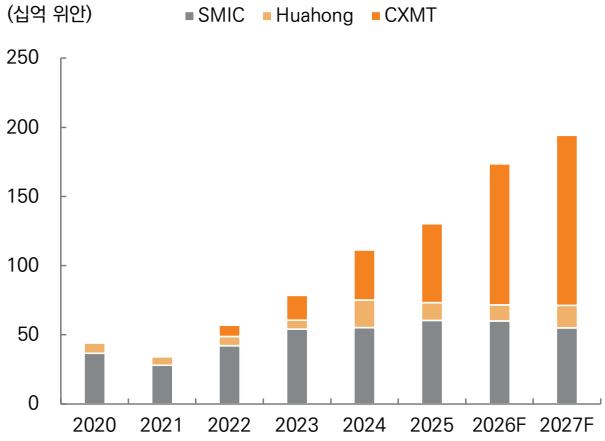
미국의 수출 통제로 14nm 이하 로직용 장비의 대중 판매가 막혀, 선단 라인에서는 성능 비교가 아니라 조달 가능 여부가 장비 채택을 결정한다. 다만 수혜의 크기는 증설 규모에 비례하지 않는다. 국산 장비의 기술 진척이 증설의 상한을 규정하는 한편, 공정의 비효율이 동일 캐파에서도 장비 소요를 증폭시키기 때문이다.

그림 29. 지역별 반도체 장비 지출 및 증감률



자료: SEMI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 중국 반도체 3사 연간 CapEx 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

DUV 멀티패터닝발 장비 슈퍼사이클

공정 비효율이 만드는 수요

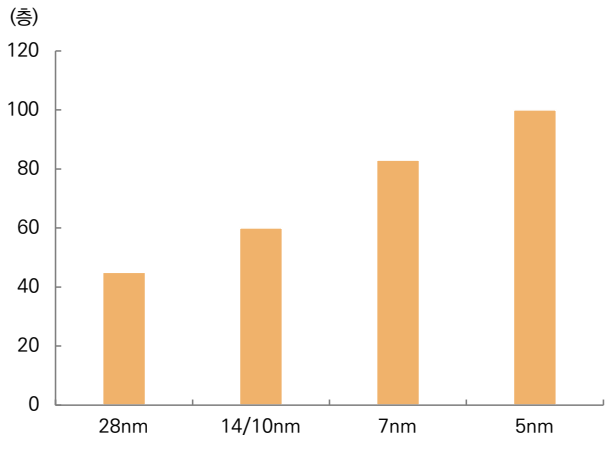
노광기의 공백은 식각기 대수로 메워진다. 월 5만 장 규모의 28nm 팹은 DUV 이머전 스캐너 10대에 식각기 125대를 필요로 한다. 같은 규모의 7nm 팹은 통상 DUV 15대와 EUV 5대를 쓰나, EUV 반입이 막힌 중국 팹은 이를 DUV 20대로 대체해야 하며 이때 식각기는 350대가 요구된다. 노광 장비 10대의 차이가 식각 장비 225대의 차이로 나타난다.

멀티패터닝은 노광 1회를 후속 공정 여러 회로 치환하는 방식이다. DUV 단독으로는 39nm 노드까지만 구현되므로 그 이하에서는 패턴을 나눠 새기는 것 외에 대안이 없다. 자기정렬 이중패터닝(SADP)은 노광 1회 뒤에 증착과 식각을 붙여 패턴 밀도를 두 배로 높이고, 자기정렬 4중패터닝(SAQP)은 이 사이클을 한 번 더 반복해 피치를 4분의 1로 줄인다. 웨이퍼 한 장을 처리하는 데 투입되는 장비 시간이 노드 미세화 속도보다 빠르게 늘어나는 이유다.

소요는 노드가 미세해질수록 가파르게 늘어난다. 마스크 레이어는 28nm 40~50층에서 14nm 60층, 7nm 80~85층으로 늘고 5nm에서는 100층에 이른다. 노광 패스도 28nm 50회에서 7nm 80회 이상으로 증가한다.

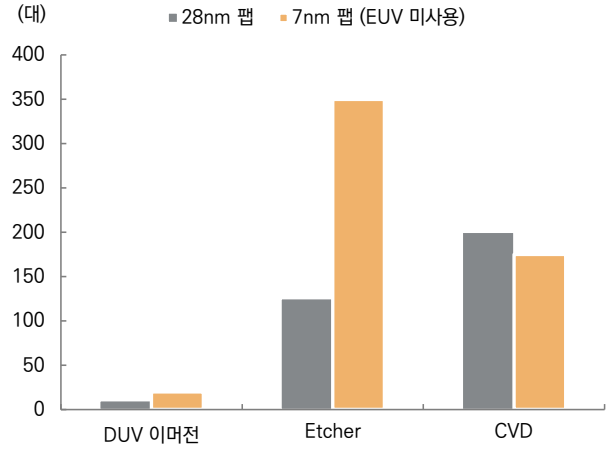
증가율은 공정마다 다르다. 28nm에서 7nm로 갈 때 노광 패스는 1.6배, 마스크 레이어는 약 1.8배 늘어나는 반면 식각기 소요는 2.8배로 뛴다(당사 산출). 노광에서 멀어질수록 배수가 커지는데, 멀티패터닝이 노광 1회를 증착과 식각 여러 회로 치환하기 때문이다. 수율 열위에 따른 웨이퍼 투입 확대까지 겹치면 장비 가동 소요는 이보다 더 커진다.

그림 31. 노드별 마스크 레이어 수



자료: Semiconductor Engineering, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 노드별 팹 장비 소요 대수(월 5만 장 기준)



자료: The Information Network, 미래에셋증권 리서치센터

CVD (Chemical Vapor Deposition)
화학기상증착. 기체 상태의 전구체를 반응시켜 웨이퍼 표면에 박막을 쌓는 방식으로, 증착 속도가 빠른 대신 두께와 단차 피복성 제어에는 한계가 있다.

ALD (Atomic Layer Deposition)
원자층증착. 전구체를 한 원자층씩 순차 공급해 박막을 쌓는 방식으로, 속도는 느리나 옹스트롬 단위의 두께 제어와 고종횡비 구조의 균일한 피복이 가능하다. 멀티패터닝의 스페이서 형성에 사용된다.

제재가 넓힌 침투 경로

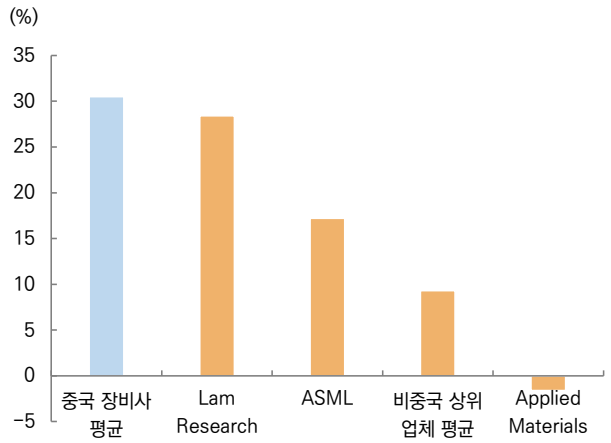
제재의 방향과 수요의 방향은 어긋난다. 미국의 규제는 노광기를 겨냥했으나, 노광을 우회할수록 그 자리를 메우는 식각과 증착 수요는 오히려 커진다. 중국 장비사가 강점을 가진 영역이 정확히 이 둘이라는 점에서 제재가 국산 장비사의 침투 경로를 넓혀준 셈이다.

성과는 실적으로 확인된다. 중국 장비사들의 25년 매출 성장률은 평균 30.5%로 비중국 상위 업체 평균 9.3%의 세 배를 넘어섰다. 비중국 진영에서는 Lam Research가 28.4%, ASML이 17.2% 성장한 반면 Applied Materials는 1.6% 역성장하며 평균을 끌어내렸다. 중국 시장 내 구도도 바뀌고 있다. 중국에서 판매된 장비 중 수입 비중은 21년 75%에서 25년 65%로 낮아졌고, 상위 5개 글로벌 공급사가 차지하는 비중도 24년 77%에서 25년 65%로 하락했다.

장비 시장의 구성도 이 방향을 뒷받침한다. WFE 지출에서 증착이 약 26%, 식각과 세정이 약 23%를 차지해 두 영역을 합치면 전체의 절반에 근접한다. 노광 장비를 조달할 수 없는 중국 장비사가 공략 가능한 시장이 그만큼 넓다는 의미다. 다만 증착 수요는 대수 증가보다 공정 전환의 형태로 나타난다. 멀티패터닝의 스페이서 형성은 원자층증착(ALD)이 담당하므로, 같은 캐파에서도 CVD 비중이 줄고 ALD 비중이 늘어난다.

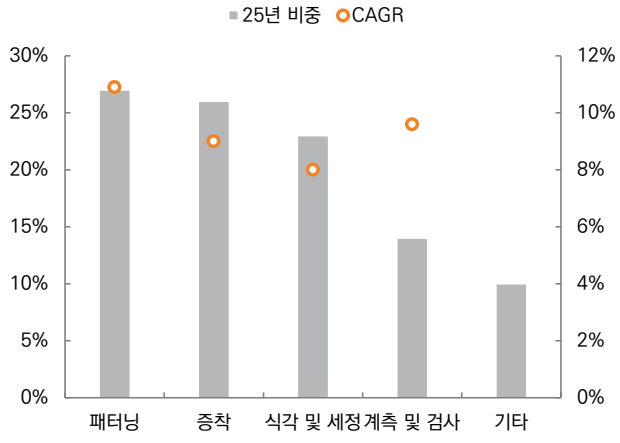
당사는 국산 장비사의 침투가 식각과 증착을 축으로 이어질 것으로 판단한다. 다만 최대 세그먼트인 패터닝은 WFE의 27%를 차지하고 CAGR 10.9%로 가장 빠르게 성장하는 반면 국산화가 사실상 불가능한 영역이다. 수혜의 크기는 접근 가능한 절반 안에서 결정되며, 그 절반 안에서도 공정별 진척도가 다르다.

그림 33. 중국 및 비중국 장비사 25년 매출 성장률



자료: The Information Network, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. WFE 세그먼트별 비용 비중 및 성장률



자료: Yole Group, 미래에셋증권 리서치센터

수주잔고로 확인되는 확장

수혜의 실체는 중국 내 점유율 이동에서 드러난다. NAURA와 AMEC, ACM 3사가 중국 전체 장비 지출에서 차지하는 비중은 25년 약 20%에서 26년 24%, 27년 31%까지 확대될 전망이다. 글로벌 기준으로는 국산 6개사 합산 점유율이 25년 6.5%에 그치지만, 21년 1.2%에서 올라온 궤적이다.

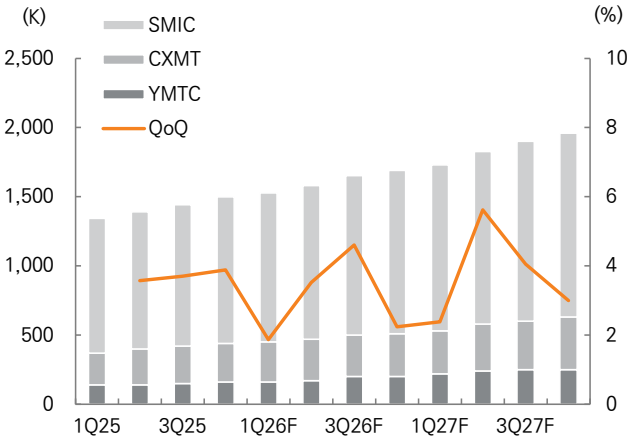
발주처의 구매 구조도 이를 뒷받침한다. NAURA는 CXMT의 1위 국산 장비 공급사로 식각 및 박막증착 장비를 공급하며, 동사 식각 장비는 25년 CXMT 메모리 라인 발주의 60% 이상을 차지한 것으로 파악된다. HWATSING은 CXMT와 YMTC, SMIC향 CMP 장비 채택률이 최대 90%를 상회한다.

NAURA의 1Q26 말 수주잔고는 시장 집계 기준 820억 위안으로 전년 동기 대비 58% 증가했으며, 1분기 신규 수주만 195억 위안에 달한다. 현 수주 규모는 향후 2년에서 2년 반의 매출을 커버하는 수준으로, 28년까지의 생산 계획이 이미 확보돼 있다. 공급 부족은 납기에서도 확인된다. 전공정 장비의 인도 기간은 통상 3~6개월에서 8~12개월로 늘었고, 일부 하이엔드 모델은 24개월에 이른다.

외자 파운드리의 채택도 시작됐다. TSMC 난징팹은 AMEC에 5nm급 유전체 식각기 10대를 발주해 26년 1분기 인도받을 예정이다. 국산 장비가 내수 대체를 넘어 외자 고객의 검증을 통과하기 시작했다는 신호다.

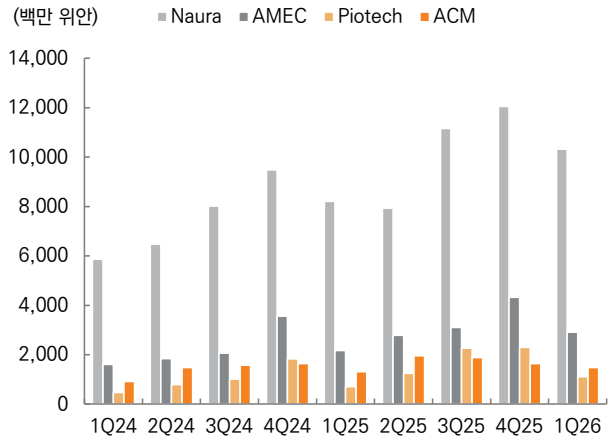
당사는 장비사가 이 사이클에서 가장 긴 수혜 구간을 확보한다고 판단한다. 캐파 증설이 다년간 이어지는 동안 장비 매출은 그 앞단에서 먼저 인식되기 때문이다. 다만 전공정 국산화율 35%는 노광과 계측의 미개척 영역이 평균을 끌어내린 값이며, 국산 장비사가 실제로 경쟁하는 식각과 증착에서는 이미 40%를 넘어섰다. 침투 여력은 평균이 시사하는 것보다 작다. 이 확장을 지속시키려면 자금이 뒷받침돼야 하며, 특히 국산화율이 낮은 노광과 계측 영역에 자본이 유입되는지가 관건이다.

그림 35. 중국 반도체 3사 연간 생산능력 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 중국 반도체 장비사 4사 분기 매출액 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

장비 국산화는 이제 시작이다

전공정 장비 국산화율은 24년 25%에서 25년 말 35%로 10%p 상승하며 목표를 상회했다. 공업정보화부는 27년까지 국산 설비 조달 비중을 65% 이상으로 끌어올린다는 목표를 제시했고 신규 팹에 대한 50% 국산 장비 의무화도 시행되고 있어 추가 상향 여력이 열려 있다. 다만 이 35%는 평균값이며, 공정별 편차가 국산화의 실제 위치를 규정한다.

가장 앞선 것은 식각과 증착으로 국산화율이 40%를 상회한다. 식각에서 NAURA와 AMEC은 ICP 및 CCP 장비의 14nm 양산을 확보했고 14~7nm 구간을 검증 중이며, CCP는 5nm, ICP는 5~3nm까지 연구 단계에 진입했다. 증착에서 NAURA는 23년 400여 종의 PVD 장비를 출시해 누적 출하 3,500대를 넘어섰다. 두 영역 모두 5nm급 이하를 시야에 두고 있다는 점이 다른 공정과 구분되는 지점이다.

세정과 CMP는 30~40%대로 뒤를 잇는다. ACM과 NAURA는 28nm 이하 세정 공정을 자체 개발해 14nm 세정기를 검증 중이고, Hwatsing(华海清科, 화칭테크)은 28nm CMP 양산에 성공한 뒤 14nm를 검증하고 있다. 다만 CMP는 5nm급에서 AMAT 및 Ebara와 여전히 기술 격차가 존재한다.

문제는 노광과 계측이다. 노광 국산화율은 1%대, 계측은 5% 안팎으로 사실상 미개척 영역이다. SMEE(上海微电子)가 24년 개발한 28nm 노광기는 SMIC 납품이 추정되나 실사용 수준 도달에는 최소 5년이 소요될 것으로 시장은 보고 있다. 계측에서는 Skyverse와 RSIC가 28nm급 결함 검출 장비의 고객사 인증을 24년 말 통과한 단계다. 당사는 이 두 영역이 캐파 증설의 실질적 상한을 규정한다고 판단한다.

표 8. 중국 반도체 장비 공정별 국산화 현황

공정	자립도	주요 국산 업체	글로벌 선두 업체	WFE 내 비중	최근 국산화 진행 내용
노광	1% 미만	SMEE	ASML	27%	28nm 노광기(SSA800-10W, 24년 개발) SMIC 납품 추정. 실사용 수준 도달에 최소 5년 소요 전망
계측/검사	5% 안팎	Skyverse RSIC	KLA, AMAT	15%	28nm급 결함 검출 장비 고객사 인증 24년 말 통과. 3D 형상 및 박막 두께 측정 장비 현지 라인 적용 중
증착	40% 상회	NAURA	AMAT, Lam, TEL	26%	23년 400여 종 PVD 출시, 누적 출하 3,500대 초과. NAURA 24년 ALD 양산 진입
식각	40% 상회	NAURA AMEC	Lam. TEL	23%	ICP/CCP 14nm 양산, 14~7nm 검증 중. CCP 5nm, ICP 5~3nm 연구 단계. AMEC, TSMC 난징팹에 5nm급 유전체 식각기 10대 공급 예정
세정	30~40%	ACM NAURA	SCREEN Lam, TEL	식각에 합산	28nm 이하 TEBO 단일 웨이퍼 세정 자체 개발. 0.5um~28nm 대응
평탄화(CMP)	40%	Hwatsing	AMAT, Ebara	~10%	28nm 양산, 14nm 검증 단계. 5nm급에서 AMAT 및 Ebara와 격차
이온주입	10%	Wanye, BEST-E	AMAT, Axcelis	~10%	28nm 공정 전면 대응 중

주: WFE 내 비중은 Yole Group의 4대 세그먼트 분류 기준이며, 식각과 세정은 합산 집계된다.
자료: Yole Group, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 정책이 지탱하는 업사이클

정책자금이 사이클의 지속성을 담보한다. **1) 규모:** 대기금 3기가 두 자펀드에 1,640억 위안을 배정했고 이 중 하나가 장비를 전담한다. **2) 참여 주체:** 6대 국유은행이 산업 펀드에 직접 출자하며 국가가 이 산업을 검증된 영역으로 규정했음을 시사한다. 지방정부 자금도 같은 방향으로 움직이고 있다. **3) 조달 경로:** 대기금 1기가 검증된 기업의 지분을 회수해 다음 사이클의 재원을 마련하는 한편, IPO 개혁으로 자본시장 조달 경로가 함께 열리고 있다.

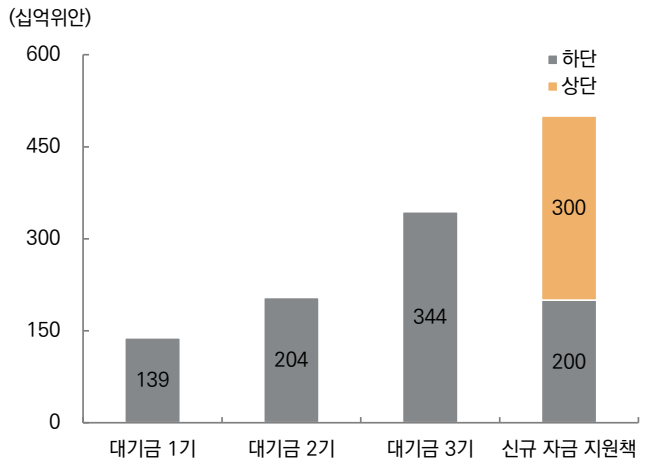
자금단: 마르지 않을 정책자금의 지원

중국의 반도체 국산화 자금 지원은 14년 대기금 1기 출범 이후 3기 째를 맞고 있다. 24년 5월 공식화된 대기금 3기는 등록자본 3,440억 위안(약 66조 원)으로 1기와 2기의 합계를 상회하는 역대 최대 규모다. 재정부를 최대 출자자로 19개 기관이 공동 출자했으며, 이전 기수와 달리 자펀드를 통한 전략적 PE 구조를 채택한 점이 특징이다.

대기금 3기의 첫 출자는 24년 12월 31일 두 개 자펀드 설립으로 이뤄졌다. 화신딩신(华芯鼎新)은 등록자본 930.93억 위안으로 대기금 3기가 930억 위안을 출자하고 화신투자관리가 참여했으며 소재와 설계를 담당한다. 국두지신(国投集新)은 등록자본 710.71억 위안으로 대기금 3기가 710억 위안을 출자하고 궈터우촹예가 참여했으며 장비를 담당한다. 두 자펀드에 배정된 1,640억 위안은 3기 등록자본의 48%에 해당한다.

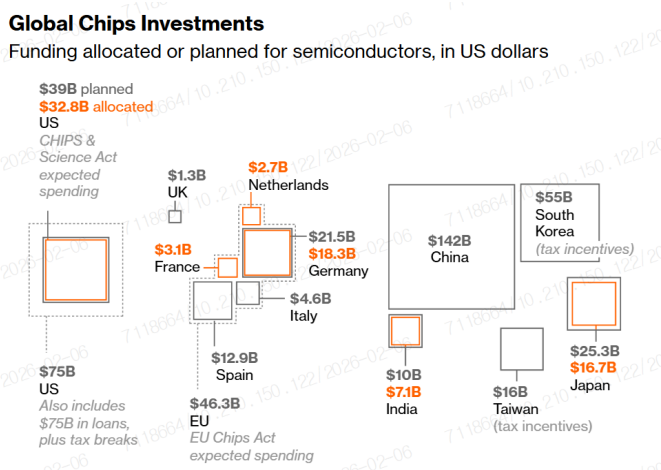
이 구조 변화의 함의는 자금 집행 방식에 있다. 1기와 2기가 대기금이 개별 기업 지분을 직접 취득하는 방식이었다면, 3기는 자펀드가 투자를 집행하고 대기금은 출자자로 참여한다. 투자 판단이 전문 운용사로 이관되면서 개별 딜의 속도와 유연성이 높아지는 반면, 대기금의 직접적 지배력은 약해진다. 당사는 이를 국산화 초기의 캐파 육성 단계에서 벗어나 시장 논리에 기반한 선별 투자 단계로 이행한 신호로 판단한다.

그림 37. 중국 국가집적회로산업투자기금(대기금) 출자 규모



자료: 중국민생증권, KIEP 인용, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 국가별 반도체 지원 규모



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국유은행 출자의 함의: 검증된 산업의 반증

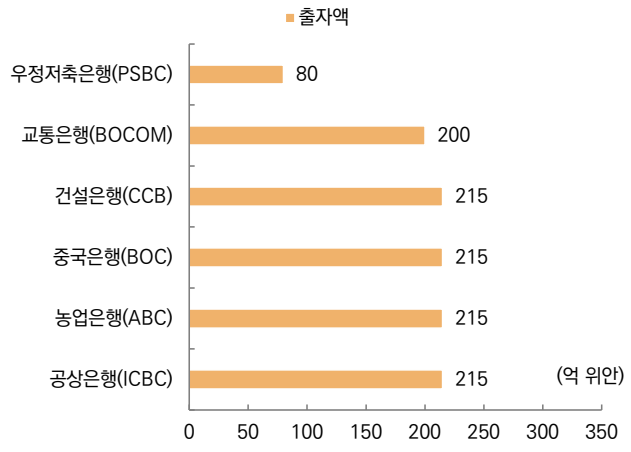
상업은행이 국가 집적회로 대기금에 직접 참주(參股) 형태로 참여한 것은 3기가 처음이다. 24년 5월 공상, 농업, 건설, 중국은행이 각 215억 위안, 교통은행 200억 위안, 우정저축은행 80억 위안을 출자해 합계 1,140억 위안, 지분 33.14%를 확보했다.

이 출자가 갖는 의미는 금액보다 제도에 있다. 중국 상업은행법은 별도 규정이 없는 한 상업은행이 경내에서 비은행 금융기관과 기업에 투자하는 것을 금지한다. 은행이 지분투자를 하려면 통상 금융자산투자회사(AIC)를 경유해야 한다. 6대 은행의 대기금 3기 직접 출자는 이 원칙에 대한 정책적 예외이며, 당국이 반도체를 은행 자본을 직접 투입할 만한 영역으로 판정했다는 의미로 읽을 수 있다.

제도 확장은 병행해서 진행되고 있다. 감독당국은 AIC의 지분투자 시범 범위를 베이징과 톈진, 상하이 등 18개 대중형 도시로 확대했고, 26년 3월에는 6대 국유은행 AIC가 모두 설립을 마치며 은행계 AIC가 9개, 합계 등록자본 1,485억 위안 규모로 확대됐다. 대기금 출자와는 별개의 경로로 은행 자본이 지분투자에 유입되고 있다는 의미다. AIC별 투자 영역은 갈리는데, 농업은행 AIC인 농인투자는 집적회로를 주력으로 삼아 국산 GPU 업체 Moore Threads에 투자했고 동사는 과창판 상장에 성공했다.

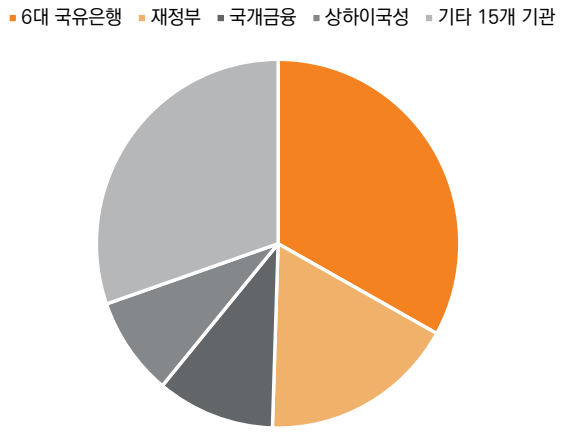
출자자 구조의 변화도 같은 방향을 가리킨다. 등록자본은 1기 987.2억 위안, 2기 2,041.5억 위안에서 3기 3,440억 위안으로 1기와 2기 합계를 상회한다. 반면 주주 수는 2기 27개에서 3기 19개로 줄었다. 3기 주요 주주는 재정부 17.44%, 국개금융 10.47%, 상하이국성 8.72%이며, 2기에 참여했던 청두와 우한, 충칭, 허페이 등 지방정부는 명단에서 빠졌다. 재정과 지방정부가 나눠 내던 구조에서 재정과 금융 시스템이 축을 이루는 구조로 이동한 것이다.

그림 39. 대기금 3기 6대 국유은행 출자액 현황



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 대기금 3기 출자자별 지분 구성



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

대기금 리밸런싱의 함의: 새로운 투자 사이클의 시작

대기금 1기의 지분 매각은 산발적 차익 실현이 아니라 계획된 리밸런싱으로 판단한다. 25년 한 해 동안 1기는 장비, 제조, 설계, 패키징까지 밸류체인 전반의 성숙 기업을 매각 대상에 올렸다.

NAURA는 25년 7~9월 세 번째 매각으로 지분율이 5% 아래로 내려가며 10년에 걸친 육성 투자가 사실상 종결됐고, Piotech과 Yandong Micro도 매각 계획이 공시됐다. 26년 들어서는 Anlogic, NSIG, Suzhou Centec 등으로 매각 대상이 확대됐으며, SMIC 지분율도 26년 5월 기준 7.99%까지 낮아졌다.

이 리밸런싱의 함의는 두 가지다. 첫째, 매각 대상이 국산화가 검증된 영역에 집중된다는 점에서, 대기금의 철수는 해당 영역이 정책 보조 없이 자생 가능하다는 국가 차원의 판정으로 읽을 수 있다. 둘째, 회수된 자금과 3기 신규 자금이 노광, 계측, 소재 등 국산화율 10% 미만의 미검증 영역으로 재배치되면서, 정책자금의 한계 효용이 가장 높은 병목에 화력이 집중되는 구조가 완성되고 있다.

1기가 제조 캐파를, 2기가 장비와 소재를 키웠다면, 3기는 남은 병목의 해소를 정조준하고 있다. 따라서 대기금 3기를 비롯한 국유 자본의 흐름을 지속적으로 모니터링할 필요가 있다고 판단한다. 특히 작년부터 대기금 1기의 회수 템포가 점차 가속화되고 있다는 점은 중국 반도체 산업이 국가 주도 역량 축적 단계를 마무리하고 자본시장 중심의 자생적 성장 단계로 전환되고 있음을 시사한다. 당사는 메모리 양사의 동반 상장이 바로 이러한 전환의 포문을 여는 사건이라고 판단한다.

표 9. 대기금 지분 축소 현황

산업분류	기업명	티커	감지 주체	감지 기간	감지 수량	지분율 변동	감지 금액
파운드리	SMIC	981 HK	대기금 1기	26년 1~5월(누적)	약 1억 주(H주)	8.08%→7.99%	약 68억 HKD(추정)
메모리	Biwin	688525 SH	대기금 2기	26.2.4~26.5.3	869.67만 주(1.8471%)	5.0002%로 하락	16.46억 CNY
패키징	TFME	002156 SZ	대기금 1기	25.6.11~25.9.8(계획)	최대 3,794만 주	-	-
장비	NAURA	002371 SZ	대기금 1기	25.7.28~25.9.15	259.19만 주(0.3579%)	5% 미만	8.66~10.05억 CNY
장비	Piotech	688072 SH	대기금 1기	25.12.12~26.1.27	843.49만 주(2.99%)	19.57%→16.86% 등	약 24.46억 CNY
소재	NSIG	688126 SH	대기금 1기	26.1.7~26.6.4(누적)	1.54억 주(4.66%)	13.89%→12.89% 등	3% 구간 26.26억 CNY
소재	Darbond	688035 SH	대기금 1기	26.5.19~26.5.28	142.24만 주	12.90%→11.90%	-
팹리스	VeriSilicon	688521 SH	대기금 1기	26.1.26~26.4.20	793.38만 주(1.5086%)	6.6026%→5.0941%	17.39억 CNY
팹리스	Smarter Micro	688512 SH	대기금 2기	26.1.12~26.1.27	268.63만 주(0.575%)	4.99999%로 하락	-
팹리스	Yandong Micro	688172 SH	대기금 1기	26.1.6	109.02만 주	6.08%→6.00%	-
팹리스	Anlogic	688107 SH	대기금 1기	26.2.8 공고(계획)	최대 2%	-	-
팹리스	Centec	688702 SH	대기금 1기	계획 공고	최대 2.5%	-	-
팹리스	C*Core	688262 SH	대기금 1기	계획 공고	최대 1.37%	-	-
팹리스	Telink	688591 SH	대기금 1기	25.12~26.2	확인 필요	-	-
팹리스	Rockchip	603893 SH	대기금 1기	25년 1분기	미공개	-	-
팹리스	Jingjia Micro	300474 SZ	대기금 1기	25년 1분기	미공개	-	-
팹리스	Saiwei Electronics	300456 SZ	대기금 1기	24.12~25.7	773.37만 주(1.06%)	-	-

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

정책자금의 두 번째 축: 지방정부

26년 정부업무보고는 집적회로를 신흥 지주산업의 첫 번째로 명시했고, 국가발전개혁위원회는 이를 6대 신흥 지주산업의 하나로 확정하며 30년까지 관련 생산액 10조 위안 돌파를 목표로 제시했다. 지방정부도 반도체를 연간 중점 과제에 편입하면서, 중앙과 지방이 동시에 자금을 투입하는 구도가 형성됐다.

지방정부 자금은 규모보다 집중도에서 차이를 보인다.

상하이는 집적회로와 바이오의약, 인공지능 3대 선도산업을 대상으로 총 1,000억 위안 규모의 산업투자 모펀드를 조성했다. 우한 광구는 4개 모펀드 총 180억 위안 중 집적회로에 50억 위안을 배정해 메모리와 특색공정, 반도체 장비, 3세대 반도체를 겨냥한다.

장쑤성은 전략적신흥산업 모펀드와 우시시가 공동 출자해 50억 위안 규모의 집적회로 전문 모펀드를 설립했고, 저장성은 사오싱 국유자본과 함께 총 50억 위안의 푸저사오신(富浙紹芯) 집적회로 산업기금을 조성했다.

선전은 반도체 및 집적회로 산업투자기금을 1기 50억 위안 규모로 출범시켜 100억 위안급으로 확대할 계획이다.

자금의 존속 기간이 정책 의지를 보여준다. 우시 모펀드는 존속 기간을 15년으로 설정하고 투자 기간 8년과 회수 기간 7년으로 구분했는데, 이는 대기금 3기의 공상등기 존속 기간과 동일하다. 단기 성과가 아니라 한 세대의 산업 사이클을 전제로 설계된 자금이라는 의미다. 자펀드와 직접투자를 병행하는 운용 방식도 대기금 3기와 같다.

기능 면에서는 인수합병이 새로운 축으로 등장하고 있다. 베이징은 집적회로 장비산업 투자 M&A 2기 펀드를 출자액 25억 위안, 총 모집 규모 30억 위안으로 조성했다. AMEC의 SIZONE(杭州众硅) 인수 사례와 함께 보면, 개별 기업 육성을 넘어 국산 장비사의 플랫폼화를 자금이 직접 뒷받침하는 구조가 자리 잡고 있는 것으로 파악된다.

당사는 지방정부 자금이 중앙 대기금과 역할을 분담하고 있다고 판단한다. 대기금이 자펀드를 통해 국산화율이 낮은 병목 영역에 대규모로 배분한다면, 지방정부 자금은 지역 클러스터의 수요를 반영해 개별 기업의 증설과 인수를 지원한다. 기업이 LP로 참여하는 구조가 확산되고 있다는 점도 자금과 산업 수요가 직접 연결되고 있음을 시사한다.

정책단: IPO 개혁을 통한 자본시장의 지원

자본시장 제도도 반도체 국산화를 뒷받침하는 방향으로 개편됐다. 증권감독관리위원회(CSRC)는 25년 6월 루자쭈이 포럼에서 과창판 심화 개혁을 위한 1+6 조치를 발표했다. 과창판 성장층을 신설하고 미이익 기업에 적용하는 제5호 상장기준을 재개했으며, 적용 범위를 AI와 상업항공우주, 저고도경제 등 첨단 산업으로 확대했다. 우량 기술기업에 대한 IPO 사전심사제도 함께 도입해, 흑자 전환 전이거나 대규모 연구개발 투자가 선행되는 선단 반도체 기업의 상장 경로를 제도적으로 열었다.

제도 개편의 실효성은 CXMT 상장으로 검증됐다. 동사는 26년 5월 상장위원회 승인과 6월 CSRC 등록 승인을 거쳐 7월 27일 과창판에 상장했다. 조달 규모가 당초 계획을 크게 상회했다. 계획했던 295억 위안 대비 두 배 수준인 579.2억 위안(약 86억 달러)을 조달해 26년 아시아 최대 IPO로 마무리됐다. 공모가는 주당 8.66위안, 상장 첫날 종가는 49위안으로 공모가 대비 466% 상승했다.

시가총액은 상장 직후 약 3.3조 위안까지 확대되며 A주 1위에 올랐다. 25년 기준 글로벌 DRAM 점유율이 7.67%인 기업에 부여된 밸류에이션이라는 점에서, 당사는 시장이 실적이 아니라 국산 메모리의 캐파 확장 경로를 선반영한 결과로 판단한다.

당사는 이번 상장이 두 가지를 확인시켰다고 판단한다. 제5호 상장기준 재개와 사전심사제가 선단 반도체 기업의 대형 조달을 실제로 가능하게 한다는 점, 그리고 계획 대비 두 배로 늘어난 조달액만큼 장비와 소재 발주 여력이 커졌다는 점이다. 조달 자금이 메모리 웨이퍼 양산 확대와 연구개발에 투입될 예정이어서, 자본시장 자금이 장비 발주로 연결되는 경로가 수치로 뒷받침된 셈이다.

YMTC가 다음 순서다. 동사는 26년 5월 19일 상장지도 등록을 마쳤고 1차 지도 기간에는 지배구조와 내부통제 점검이 진행됐다. 아직 상장 신청 단계에는 이르지 않았으나, CXMT가 확인시킨 조달 여건을 감안하면 국산 3D NAND 증설 재원 역시 자본시장을 통해 확보될 가능성이 높다고 판단한다.

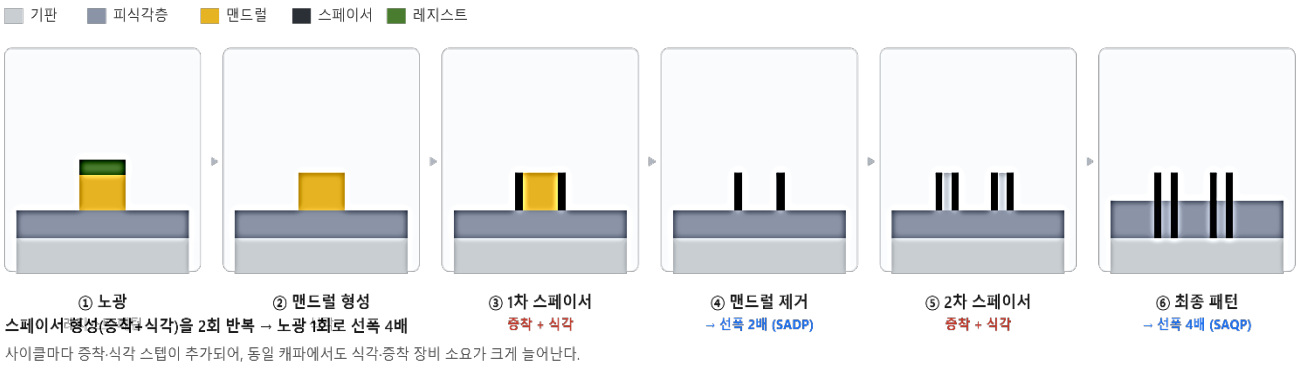
Appendix.

첨단 패키징: CoWoS-S에서 CoWoS-L로표 10. 반도체 용어집

구분	용어	설명
노광	DUV	193nm 심자외선 노광. 파장 한계로 선단 공정에서는 여러 번 나눠 패턴을 형성해야 한다
	EUV	13.5nm 극자외선 노광. 단일 노광으로 미세 패턴 형성이 가능하나 중국은 조달이 차단됐다
	멀티패터닝	한 층의 패턴을 여러 번에 나눠 형성해 노광 해상도 한계를 우회하는 기법
	SADP	기준 패턴 측벽에 스페이서를 형성해 패턴 밀도를 2배로 만드는 방식
	SAQP	SADP를 한 번 더 반복해 밀도를 4배로 만드는 방식
	마스크 레이어	웨이퍼 한 장에 형성해야 하는 패턴 층의 수. 노드가 미세할수록 늘어난다
식각	ICP	유도결합 플라즈마. 이온 밀도가 높아 실리콘과 메탈 등 도전성 물질 식각에 쓰인다
	CCP	용량결합 플라즈마. 이온 에너지가 높아 산화막과 질화막 등 유전체 식각에 적합하다
증착	PVD	물리기상증착. 금속 배선층 형성에 주로 쓰인다
	CVD	화학기상증착. 증착 속도가 빠르나 두께와 단차 피복성 제어에 한계가 있다
	ALD	원자층증착. 속도는 느리나 옹스트롬 단위 두께 제어와 고종횡비 피복이 가능하다
기타 공정	CMP	화학기계연마. 웨이퍼 표면을 평탄화하는 공정
제조	다이	웨이퍼 한 장에서 잘라낸 개별 칩
	수율	웨이퍼당 양품 다이의 비율. 동일 물량 확보에 필요한 웨이퍼 투입량을 결정한다
	8인치 환산	12인치 웨이퍼를 면적비 2.25배로 환산해 캐파를 비교하는 기준
	WPM	월간 웨이퍼 생산 능력(Wafers Per Month)
	N+2	SMIC의 7nm급 공정 명칭. EUV 없이 DUV 멀티패터닝으로 구현한다
제품	HBM	다이를 수직으로 적층해 대역폭을 높인 메모리. AI 가속기에 필수적이다
	NPU	신경망 연산에 특화된 프로세서. GPU 대비 추론 효율이 높다
패키징	CoWoS	로직 다이와 HBM을 인터포저 위에 함께 배치하는 첨단 패키징 방식
	하이브리드 본딩	범프 없이 구리를 직접 접합해 다이 간 간격을 줄이는 접합 기술

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 자기정렬 사중패터닝(SAQP) 공정 흐름: 스페이서 증착/식각 반복으로 선폭 4배



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

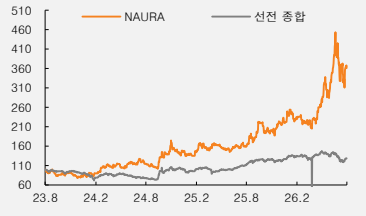
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.8.13

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**CNY 1,100**
현재주가(26/8/11)	CNY 746.10
상승여력	47.4%

선전 종합(p)	2,577.62
EPS 성장률(26F,%)	37.3
P/E(26F,x)	71.1
배당수익률(%)	0.2
시가총액(십억CNY)	541.44
시가총액(조원)	113.58
상장주식수(백만주)	725.7
60일 평균 거래대금(백만CNY)	9,948.88
52주 최저가(CNY)	326.70
52주 최고가(CNY)	935.36

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.9	57.1	128.4
상대주가	-3.3	64.2	99.5



[차이나테크]
강민희
minhui.kang@miraeasset.com

002371 CH · 중국 반도체 · 중국

NAURA

중국 반도체 장비 올라운더

투자의견 '매수', 목표주가 1,100위안으로 커버리지 개시

NAURA에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 1,100위안으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 28F EPS 18.65위안에 목표배수 P/E 59.2배를 적용해 산출했다. 목표배수는 중국 장비 7개사의 28F P/E 평균 45.5배에 30%의 프리미엄을 적용한 값으로, 식각과 증착, 세정, 열처리를 모두 보유한 유일한 국산 업체라는 점과 수주잔고 820억 위안이 담보하는 실적 확정성을 반영했다.

투자포인트: 선단공정 증설과 국산화가 만드는 장비 수요

I. DUV 멀티패터닝발 식각/증착 수요 수혜: EUV 부재로 SMIC N+2 공정의 패터닝 스텝은 EUV 대비 3.8배, 식각기 소요는 28nm 대비 2.8배로 늘어난다. 동사는 ICP/CCP 식각과 PVD/CVD/ALD 증착을 모두 보유해 공정 비효율이 곧 장비 소요로 전환되는 구조의 직접 수혜를 받을 것으로 판단한다.

II. 로직/메모리 동반 증설로 확보된 수주 가시성: SMIC 선단 캐파는 27년까지 두 배 확대되고, CXMT는 26년 월 5만 장 증설에 50~60억 달러를 발주한다. 동사는 CXMT 라인 발주의 60% 이상을 확보했으며, 1Q26 말 수주잔고 820억 위안(YoY +58%, FY25 매출 대비 218%)으로 28년까지 실적 가시성을 확보했다고 판단한다.

III. 국산화 의무가 여는 침투 여력: 전공정 장비 국산화율은 24년 25%에서 25년 35%로 상승했고, 공업정보화부는 27년 65% 이상을 목표로 제시했다. 동사의 전공정 커버리지는 51%로 AMEC 44%, ACM 29%를 앞서, 국산 비중 상승분이 동사에 집중될 것으로 기대한다.

실적 전망: 믹스 개선이 이끄는 마진 상승

동사의 26F 매출액은 523억 위안(YoY +33%), 순이익은 76억 위안(YoY +38%)을 기록할 것으로 추정한다. 식각과 박막증착이 성장을 주도하는 가운데, 저마진 전자부품 비중이 축소되며 순이익률은 14.6%로 개선될 전망이다. 27F 순이익은 100억 위안(YoY +37%)으로 확대될 것으로 추정한다.

리스크: 전방 증설 속도와 국산 경쟁 심화

선단 수율 개선이 지연될 경우 DUV발 장비 수요 유효기간이 단축될 가능성이 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (CNY mn)	30,075	39,353	52,292	70,983	85,180
영업이익 (CNY mn)	6,547	5,802	8,542	11,888	15,332
영업이익률 (%)	21.8	14.7	16.3	16.7	18.0
순이익 (CNY mn)	5,622	5,522	7,615	10,190	13,537
EPS	5.80	7.64	10.49	14.04	18.65
ROE (%)	20.4	16.1	18.3	20.3	22.0
P/E (배)	49.9	60.1	71.1	53.1	40.0
P/B (배)	6.7	8.8	12.0	9.9	8.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 1,100위안으로 커버리지 개시

NAURA에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 1,100위안으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 28F EPS 18.65위안에 목표 P/E 59.2배를 적용해 산출했다. 목표배수는 중국 반도체 장비 7개사의 28F P/E 평균 45.5배에 30%의 프리미엄을 적용한 값이다.

프리미엄의 근거는 세 가지다. 첫째, 동사는 식각과 증착, 세정, 열처리를 모두 보유해 고객의 라인 단위 발주에 대응할 수 있는 유일한 국산 업체다. 둘째, 1Q26 말 수주잔고 820억 위안은 25년 연간 매출의 2.1배로 피어 중 실적 확정성이 가장 높다. 셋째, 성장 대비 배수로 보면 오히려 할인 구간이다.

동사의 26F에서 28F 순이익 연평균 성장률은 41.9%로 28F P/E 기준 PEG가 0.89인 반면 피어 7개사 평균은 1.36이다. 중국 장비 업종의 28F P/E 45.5배는 글로벌 6개사 평균 23.5배의 두 배 수준이다. 국산화 초입에서 이익이 이제 확대되는 단계라는 점이 반영된 결과이며, 당사가 글로벌이 아닌 중국 내 피어를 비교 기준으로 삼은 이유다.

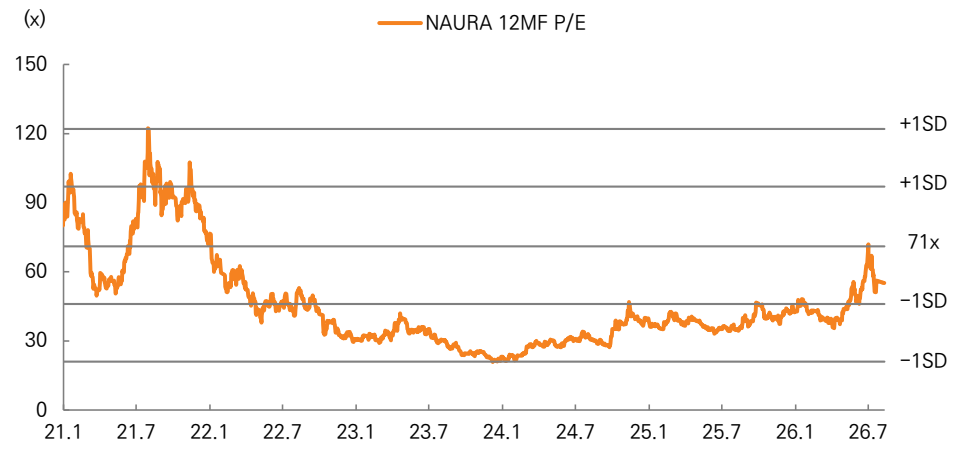
기준연도를 28F로 설정한 근거도 수주잔고에 있다. 수주잔고 820억 위안은 25년 매출 394억 위안의 2배 이상 상회하며, 장비 매출이 고객사 검수를 기준으로 인식되므로 이미 확보된 수주가 28년까지 순차적으로 실적에 반영된다.

표 11. NAURA 목표주가 산정 방식

구분	Value	비고
2028F EPS (위안)	18.65	
2028F Target P/E (x)	59.2	중국 반도체 장비 피어그룹 28F P/E 평균 45.5에 30% 프리미엄 적용
목표주가 (위안)	**1,100.04**	
목표주가 (조정)	**1,100**	
현재주가 (위안)	746.1	26. 08. 11 기준
상승여력 (%)	47.4%	투자의견 '매수' 제시

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. NAURA 12개월 선행 P/E 밴드



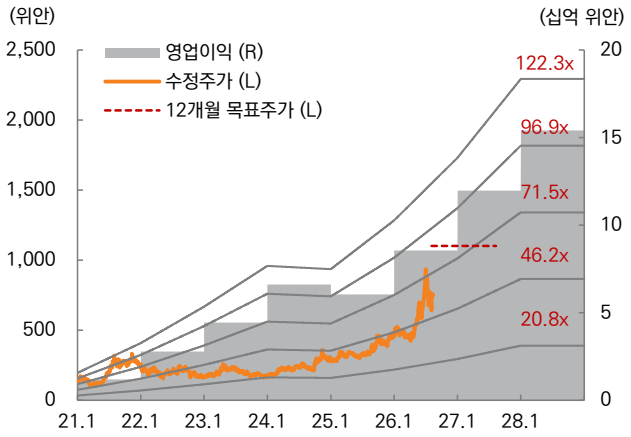
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

동사의 P/E는 이익 사이클에 연동돼 왔다. 현재 기준 27F P/E는 53.8배로 5년 평균 71배를 24% 저평가되고 있다. 25년 이후 주가가 상승했음에도 이익 추정이 함께 상향되면서 배수 부담은 오히려 완화됐다. 이번 사이클은 성장의 성격이 다르다. 26F부터 28F까지의 EPS 성장률은 30%대에서 3년간 일정하게 유지될 것으로 추정하며 1Q26 말 수주잔고 820억 위안이 그 근거다. 장비 매출은 고객사 검수를 기준으로 인식되므로 이미 확보된 수주가 28년까지 순차적으로 실적에 반영된다.

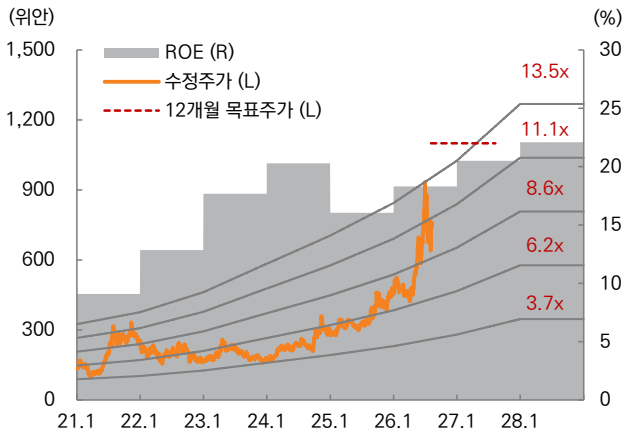
절대 배수 수준은 글로벌 피어를 상회한다. 다만 글로벌 업체의 성장이 시장 확대에 연동되는 반면 중국 업체는 시장 확대에 국산화 점유율 상승이 더해지며, 그 침투 여력이 27F 이후에도 남아 있다. 결국 성장률의 절대 크기가 아니라 지속 기간과 확정성이 이번 사이클의 배수를 결정할 것이며, 현 주가는 이러한 변화를 충분히 반영하지 못하고 있다고 판단한다.

그림 43. NAURA 12MF P/E 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. NAURA 12MF P/B 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 중국 및 글로벌 반도체 장비 업체 Peer Valuation

(십억 위안, 십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액			순이익			P/E			P/B		
			26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F
NAURA	002371 CH	532.8	50.6	65.2	81.9	7.6	11.4	15.3	71.8	49.5	37.4	12.4	10.1	8.1
AMEC	688012 CH	342.9	16.6	22.6	29.4	3.8	5.2	6.9	90.8	66.6	49.0	13.1	10.9	9.0
Piotech	688072 CH	197.0	8.8	12.1	16.3	1.8	2.6	3.9	106.5	74.7	51.7	23.3	18.2	13.5
Chang Chuan	688120 CH	172.6	7.9	10.5	13.5	2.1	3.0	4.2	88.1	59.9	43.6	27.3	19.1	13.4
Hwatsing	688072 CH	120.6	6.0	7.8	10.1	1.4	1.9	2.5	83.3	64.9	49.0	14.6	12.1	10.0
Jingsheng	300316 CH	54.2	9.3	10.0	11.9	1.1	1.2	1.6	54.3	56.4	37.8	3.2	3.1	2.9
Huafeng	300604 CH	75.4	1.8	2.3	2.8	0.7	0.9	1.2	106.3	84.1	66.0	15.9	15.0	12.5
ASMPT	688200 CH	59.8	16.2	19.2	22.0	1.5	2.2	2.9	39.7	27.3	21.4	3.9	3.5	3.2
중국 반도체 장비사 평균									**81.3**	**62.0**	**45.5**	**14.5**	**11.7**	**9.2**
ASML	ASML NA	709.7	49.5	63.2	76.3	16.3	22.8	28.7	43.3	30.9	24.2	23.4	17.0	12.5
Applied Materials	AMAT US	417.3	33.7	44.0	53.3	10.5	14.2	17.5	42.3	30.2	23.3	16.0	12.9	10.4
Lam Research	LRCX US	389.7	23.2	34.2	40.3	7.3	11.7	14.6	54.1	33.4	27.1	31.2	19.9	14.4
Tokyo Electron	8035 JP	171.0	16.2	21.1	26.3	3.8	4.7	6.4	53.9	35.4	25.9	12.8	11.1	9.2
Canon	7751 JP	38.2	30.3	31.2	31.8	2.0	2.1	2.2	12.3	11.5	10.8	1.1	1.1	1.0
KLA	KLAC US	261.9	13.6	18.2	21.8	4.8	7.1	8.8	53.4	36.4	29.6	41.7	24.9	19.9
글로벌 반도체 장비사 평균									**43.2**	**29.6**	**23.5**	**21.1**	**14.5**	**11.2**

주: 2026년 8월 11일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

외형 성장에 더해지는 이익 레버리지

동사의 26F 매출액은 523억 위안(약 11조원)으로 YoY +33% 성장할 전망이다. 성장은 IC 장비가 주도한다. 25년 기준 IC 장비가 전체 매출의 74%를 차지하며 그 안에서 식각과 증착이 대부분을 구성한다. 고객사의 선단과 성숙 공정 증설이 두 장비군의 매출 인식을 순차적으로 끌어올릴 전망이다.

수주잔고는 장비 실적 가시성을 담보하는 핵심 지표다. 업계에 따르면 동사의 1Q26말 기준 수주잔고는 약 820억 위안 내외(YoY +58%, 1분기 신규수주 약 195억 위안)로 파악되며, 이는 향후 2~2.5년치 매출을 커버하는 수준이다. 동사 역시 중장기 천억 위안 매출 목표를 제시하고 있다. 장비 매출이 고객 검수 기준으로 인식되는 특성상 이미 확보된 수주가 올해부터 28년까지 순차적으로 전환될 전망이다.

이익 레버리지가 외형 성장보다 크다. 동사의 마진은 판매 대수가 아니라 제품 구성이 결정한다. IC 장비 안에서 선단공정용 비중이 오르고, 24년 양산에 진입한 ALD가 기존 CVD를 대체하며 증착 제품군의 판가를 끌어올린다. 저마진 전자부품 비중 축소도 같은 방향으로 작용한다. 반면 선단 진입을 유지하기 위한 연구개발비는 판관비율을 밀어올린다. 당사는 믹스 개선폭이 비용 증가폭을 앞서며 영업이익률이 25년 14.7%에서 28F 18.0%로 개선될 것으로 판단한다.

표 13. NAURA 분기 및 연간 실적 추정 (백만 위안, %)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**10,323**	**11,252**	**14,770**	**15,946**	**13,742**	**15,259**	**20,262**	**21,719**	**39,353**	**52,292**	**70,983**	**85,180**
장비	9,759	10,860	14,073	14,871	13,163	14,857	19,549	20,620	36,721	49,562	68,189	82,226
부품	514	376	672	1,046	525	384	686	1,068	2,553	2,608	2,663	2,796
Others	50	17	25	29	55	18	27	31	79	121	131	157
QoQ/YoY	**-14.3**	**9.0**	**31.3**	**8.0**	**-13.8**	**11.0**	**32.8**	**7.2**	**30.9**	**32.9**	**35.7**	**20.0**
장비	-11.3	11.3	29.6	5.7	-11.5	12.9	31.6	5.5	32.5	35.0	37.6	20.6
부품	-49.9	-26.9	78.7	55.7	-49.9	-26.9	78.7	55.7	9.8	2.2	2.1	5.0
기타	88.4	-66.9	51.8	14.3	88.4	-66.9	51.8	14.3	84.8	52.7	8.3	19.6
매출원가	**6,174**	**6,627**	**8,477**	**9,427**	**8,161**	**8,910**	**11,386**	**12,075**	**23,714**	**30,705**	**40,533**	**45,997**
매출총이익	**4,149**	**4,625**	**6,293**	**6,519**	**5,581**	**6,348**	**8,876**	**9,644**	**15,639**	**21,586**	**30,450**	**39,183**
QoQ/YoY	-5.5	11.5	36.1	3.6	-14.4	13.8	39.8	8.7	21.7	38.0	41.1	28.7
매출총이익률	40.2	41.1	42.6	40.9	40.6	41.6	43.8	44.4	39.7	41.3	42.9	46.0
판관비	**2,354**	**2,625**	**3,362**	**4,703**	**3,486**	**3,764**	**5,635**	**5,677**	**9,837**	**13,044**	**18,562**	**23,850**
영업이익	**1,795**	**2,001**	**2,931**	**1,816**	**2,095**	**2,584**	**3,241**	**3,967**	**5,802**	**8,542**	**11,888**	**15,332**
QoQ/YoY	240.9	11.5	46.5	-38.0	15.4	23.4	25.4	22.4	-11.4	47.2	39.2	29.0
영업이익률	17.4	17.8	19.8	11.4	15.2	16.9	16.0	18.3	14.7	16.3	16.7	18.0
순이익	**1,568**	**1,754**	**2,490**	**1,492**	**1,741**	**2,176**	**2,734**	**3,339**	**5,409**	**7,304**	**9,990**	**13,271**
QoQ/YoY	265.8	17.5	39.5	-38.2	17.4	23.3	24.0	22.3	-5.3	35.0	36.8	32.8
순이익률	15.2	15.6	16.9	9.4	12.7	14.3	13.5	15.4	13.7	14.0	14.1	15.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

1. DUV 멀티패터닝발 식각/증착 수요 수혜

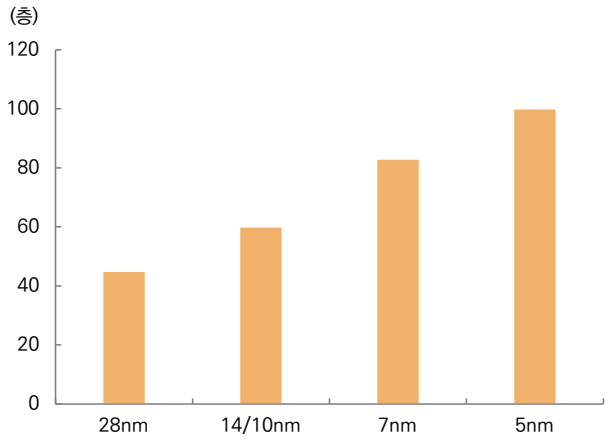
동사는 DUV 멀티패터닝 확산의 최대 수혜 장비사가 될 것으로 판단한다. EUV를 확보하지 못한 중국 팹은 노광 1회를 증착과 식각 여러 회로 치환해야 하며, 이 치환이 동사의 주력 영역에서 발생하기 때문이다.

멀티패터닝은 선택이 아니다. DUV 단독으로는 39nm 노드까지만 구현되므로 그 이하에서는 패턴을 나눠 새기는 것 외에 대안이 없다. 자기정렬 이중패터닝(SADP)은 노광으로 형성한 맨드릴에 스페이서를 증착하고 식각한 뒤 맨드릴을 제거해 패턴 밀도를 두 배로 높이며, 자기정렬 사중패터닝(SAQP)은 이 사이클을 한 번 더 반복해 네 배로 만든다.

이 구조가 장비 소요로 전환된다. SMIC N+2 공정의 패터닝 스텝은 EUV 대비 9단계에서 34단계로 3.8배 늘어나며, 월 5만 장 기준 식각기 소요는 28nm 팹의 125대에서 350대로 2.8배 확대된다. 노광 패스가 1.6배, 마스크 레이어가 1.8배 늘어나는 데 그치는 것과 비교하면 노광에서 멀어질수록 배수가 커지는 구조다.

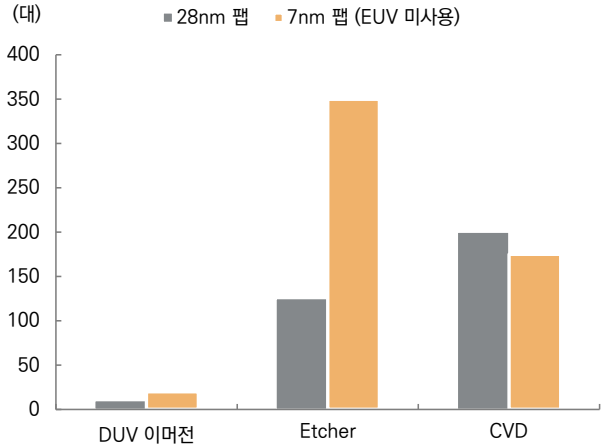
증착은 성격이 다르다. 스페이서 형성은 원자 단위 두께 제어가 필요해 CVD가 아닌 ALD가 담당하므로, 같은 캐파에서도 CVD 대수는 줄고 ALD가 그 자리를 메운다. 식각이 양의 문제라면 증착은 방식의 문제이며, 두 영역 모두에 대응할 수 있는지가 수혜의 크기를 가른다.

그림 45. 노드별 마스크 레이어 수



자료: Semiconductor Engineering, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 노드별 팹 장비 소요 대수(월 5만 장 기준)



자료: The Information Network, 미래에셋증권 리서치센터

2. 중국 유일 공정 풀스택 라인업 보유

동사의 차별점은 식각과 증착을 동시에 보유한 데 있다고 판단한다. 두 영역은 수요가 늘어나는 이유가 서로 다르다. 식각은 노드 미세화가, 증착은 국산 대체가 발주를 만든다. 당사는 25년부터 27F까지 동사 IC 장비 매출이 295억 위안에서 600억 위안으로 확대되는 과정에서 증가분의 93%가 이 두 영역에서 발생할 것으로 추정한다.

식각에서는 유도결합 플라즈마(ICP)와 용량결합 플라즈마(CCP)를 모두 보유하고 있다. ICP는 실리콘과 메탈 등 도전성 물질을, CCP는 산화막과 질화막 등 유전체를 식각한다. 멀티패터닝은 스페이서 형성과 하드마스크 오픈 단계를 추가하면서 두 유형의 식각 스텝을 함께 늘린다. 동사는 수백 대 일의 고종횡비와 옹스트롬(Angstrom) 단위 균일도를 제어하는 기술력을 확보했으며, ICP와 CCP 모두 14nm 양산에 진입해 14~7nm 구간을 검증 중이다. 연구단계에서는 CCP가 5nm, ICP가 5~3nm까지 대응한다.

ICP
(Inductively Coupled Plasma)
유도결합 플라즈마. 코일에 고주파 전류를 흘려 플라즈마를 생성하는 방식으로, 이온 밀도가 높아 실리콘과 메탈 등 도전성 물질 식각에 주로 쓰인다.

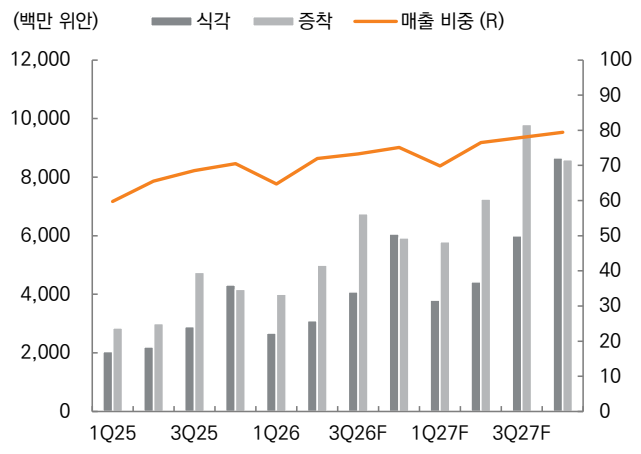
CCP
(Capacitively Coupled Plasma)
용량결합 플라즈마. 평행한 두 전극 사이에 고주파를 인가해 플라즈마를 생성하는 방식으로, 이온 에너지가 높아 산화막과 질화막 등 유전체 식각에 적합하다.

동사의 27년 식각 매출액은 229억 위안으로 2년간 연평균 41.3% 증가할 것으로 추정한다. 미세화는 장비 판가가 아니라 소요 대수를 늘리는 방식으로 수요를 만든다. 선단 캐파 확대가 지연되더라도 기존 라인의 미세화만으로 발주가 발생하는 구조이며, 이 점이 식각 매출의 하방을 지지할 것으로 판단한다.

증착에서는 전 영역을 커버한다. 동사는 23년 400여 종의 PVD 장비를 출시해 누적 출하 3,500대를 넘어섰고 24년 ALD 양산에 진입했다. ALD 제품군은 12인치 PEALD Si3N4 수직로와 12인치 Low-K ALD 수직로로 구성되며, 전자는 선단 로직과 메모리의 배리어층 및 측벽 절연층 증착에, 후자는 게이트 측벽 박막 증착에 적용된다.

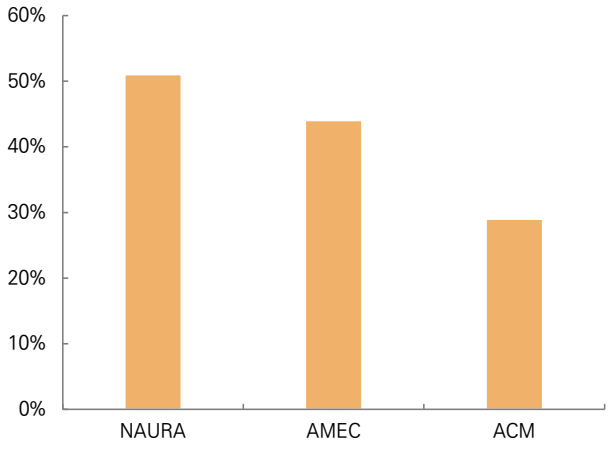
동사의 27년 증착 매출액은 318억 위안으로 2년간 연평균 46.6% 증가할 것으로 추정한다. 식각의 41.3%보다 높은 성장률을 적용한 근거는 국산화 여력의 차이다. 성숙공정에서 식각과 증착의 국산화율은 이미 50%를 넘어선 반면, 14nm 이하 선단공정 증착의 국산화율은 20% 수준에 그치는 것으로 파악된다. 동사가 24년 ALD 양산에 진입한 시점이 이 구간과 겹치는 만큼, 증착은 시장 성장에 점유율 상승이 더해지는 영역으로 판단한다.

그림 47. NAURA 식각/증착 매출액 및 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 국산 장비사 전공정 커버 가능 시장 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 로직/메모리 동반 증설로 확보하는 수주 가시성

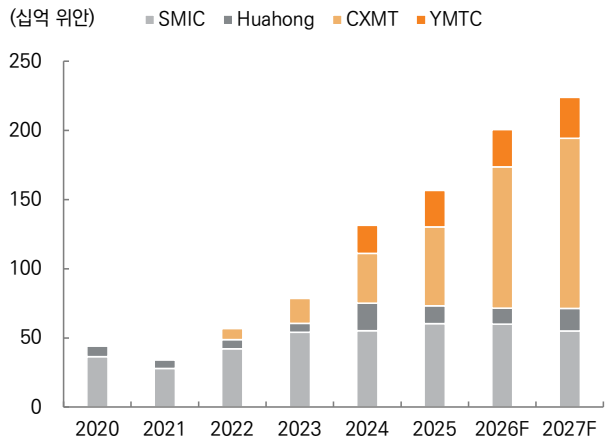
동사의 1Q26 말 수주잔고는 820억 위안으로 전년 동기 대비 58% 증가했다. 25년 매출 394억 위안 기준 2년치를 넘는 물량이며, 28년까지의 실적 가시성이 확보된 것으로 판단한다. 이 잔고는 로직과 메모리 증설이 같은 시기에 겹치면서 형성됐다. 당사는 두 축이 서로 다른 시점에 정점을 지나는 만큼 발주 흐름이 단절 없이 이어질 것으로 전망한다.

로직에서는 SMIC의 선단 증설이 발주를 만든다. 12인치 기준 선단 캐파는 25년 말 월 9천 장에서 26F 1.3만 장, 27F 1.8만 장으로 두 배 확대될 전망이며, EUV를 확보하지 못한 상황에서 국산 AI 가속기 물량 대부분이 SMIC N+2 공정에 집중되고 있다. 다만 동사 실적에 직결되는 것은 캐파 증가분이 아니라 웨이퍼당 장비 소요 증가분이다. 7nm N+2 공정의 패터닝 스텝은 EUV 대비 9단계에서 34단계로 3.8배 늘어난다. 28nm에서 7nm로 이동할 때 노광 패스는 1.6배, 마스크 레이어는 1.8배 증가하는 반면 식각기 소요는 2.8배로 확대되며, 노광에서 멀어지는 공정일수록 배수가 커진다.

메모리에서는 CXMT가 축이다. 동사는 CXMT의 1위 국산 장비 공급사로 식각 장비가 라인 전반에 배치되어 있으며, 25년 CXMT 메모리 라인 발주의 60% 이상을 확보한 것으로 파악된다. CXMT는 26년 월 5~6만 장 증설에 50~60억 달러 규모의 장비 발주를 계획하고 있다. 장비 투자강도를 웨이퍼 월 1장당 약 10만 달러로 환산하면 26년 증설분의 총 발주는 약 55억 달러이며, 식각과 증착이 WFE의 44%를 차지한다는 점을 적용하면 동사가 접근 가능한 시장은 약 24억 달러로 산출된다.

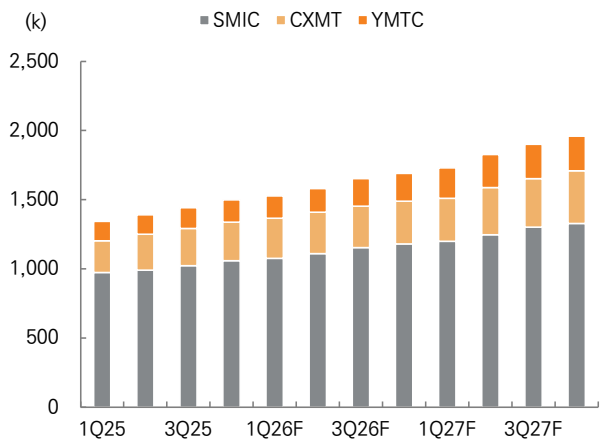
증설 사이클의 지속 여부가 관건이다. CXMT의 캐파는 26년 말 월 35만 장에 이르고, 6번째 12인치 팹 검토를 통해 월 60만 장을 지향하고 있다. 중국의 클린룸 건설 주기가 약 12개월로 글로벌 평균 21~24개월의 절반 수준이라는 점을 감안하면 메모리 축의 발주 속도는 로직보다 빠를 것으로 전망한다. 당사는 로직과 메모리가 순차적으로 발주를 만들어내는 구조가 28년까지 유지될 것으로 판단한다.

그림 49. 중국 반도체 4사 연간 Capex 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 중국 반도체 3사 분기별 생산능력 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

4. 국산화 의무화가 남긴 침투 여력

국산화는 정책으로 강제되고 있다. 신규 팹에 대한 국산 장비 50% 사용 의무가 시행 중이며, 공업정보화부는 27년까지 국산 설비 조달 비중을 65% 이상으로 끌어올린다는 목표를 제시했다. 대기금 3기는 24년 12월 화신딩신(华芯鼎新)과 궈터우지신(国投集新) 두 자펀드를 설립하며 1,640억 위안을 배정했고, 이 중 궈터우지신이 장비를 담당한다.

속도도 빠르다. 전공정 장비 국산화율은 24년 25%에서 25년 말 35%로 1년 만에 10%p 상승했다. 중국에서 판매된 장비 중 수입 비중은 21년 75%에서 25년 65%로 낮아졌으며, 상위 5개 글로벌 공급사의 비중도 24년 77%에서 25년 65%로 하락했다.

다만 전공정 평균값은 동사의 실제 여력을 설명하지 못한다. 패터닝은 WFE의 27%를 차지하면서 국산화율이 1% 미만이고, 계측과 검사는 14%에 5% 안팎이다. 두 영역이 평균을 끌어내리고 있으나 동사의 사업 영역이 아니다. 동사가 접근 가능한 증착과 식각, 세정은 WFE의 49%를 차지하며, 이 안에서도 식각과 세정은 이미 55~60%까지 올라온 반면 증착은 25%에 머물러 있다.

여력이 어디에 남아 있는지는 산식으로 확인된다. 25F 중국 WFE 493억 달러 가운데 동사 접근 가능 세그먼트는 242억 달러이며, 현재 국산 조달액은 99억 달러로 41% 수준이다. 정책 목표인 65%에 도달할 경우 국산 조달 풀은 157억 달러로 58억 달러 확대되고, 이 중 51억 달러가 증착에서 발생한다.

식각과 세정은 이미 목표치에 근접한 반면 증착은 40%p의 격차가 남아 있기 때문이다. 전공정 제품 커버리지 51%로 AMEC) 44%, ACM 29%를 앞서고 PVD와 CVD, ALD를 모두 보유한 동사가 이 증분의 상당 부분을 흡수할 것으로 판단한다. 당사가 동사 증착 매출 성장률을 연평균 46.6%로 식각의 41.3%보다 높게 추정하는 근거도 여기에 있다.

표 14. 세그먼트별 장비 국산화율 및 시장규모

장비	25F 국산화율	25F 시장규모(억위안)	주요 기업
박막증착	25%	128	NAURA, AMEC, Piotech
노광	<1%	112	SMEE
식각	55~65%	92	NAURA, AMEC
검사/계측	<10%	69	Jingce, Skyverse
세정	50~60%	22	NAURA, ACM, KINGSEMI
도포/현상	<10%	21	KINGSEMI, ACM
CMP	30~40%	17	Hwatsing
열처리	30~40%	17	NARUA, Mattson, ACM
이온주입	<20%	15	NAURA, Zhongkexin

자료: Yole Group, SEMI, 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

동사의 가장 큰 리스크는 전방 증설이 계획대로 이어지지 않을 가능성으로 판단한다. 사이클 초입의 폭발적 발주가 정상화되는 국면에서는 수주 모멘텀이 둔화될 수 있다. 특히 로직 축은 SMIC(中芯国际) N+2 공정의 수율이 아직 안정화 단계에 있고 TSMC(台积电)와의 기술 격차도 세 세대 이상 잔존해, 선단 증설 속도 자체가 제약될 가능성이 있는 것으로 파악된다.

EUV 국산화가 진전될 경우 멀티패터닝발 장비 수요 논리의 유효기간이 단축된다. 동사 성장의 핵심 동인은 노광 제약을 식각과 증착이 대체하는 구조이므로, 이 제약이 해소되면 웨이퍼당 장비 소요는 정상 궤도로 회귀한다. 다만 국산 노광 장비의 양산 진입 시점을 현시점에서 가늠하기 어려워 단기보다 중장기 리스크로 판단한다.

국산화 파이를 동사가 독점하지 못할 가능성도 있다. 식각에서는 AMEC(中微公司), 증착에서는 Piotech와 Leadmicro(微导纳米)가 경쟁하고 있으며, 동사가 각 세그먼트에서 단독 우위를 확보하지 못할 경우 국산화 업사이드를 분점하게 된다. 고객사가 공급 안정성을 위해 복수 벤더 체제를 유지하는 관행도 이 리스크를 키우는 요인으로 작용한다.

수주가 매출로 전환되는 과정에도 시차가 존재한다. 장비 매출은 고객 검수를 기준으로 인식되므로 발주와 계상 사이에 시차가 발생하며, 국산 신규 장비의 검증이 길어질 경우 인식 시점이 뒤로 밀릴 수 있다. 수주잔고 역시 회사 공시가 아닌 시장 집계치인 만큼 실제 값과 괴리가 있을 가능성을 감안할 필요가 있다.

미중 규제는 양방향 리스크로 작용한다. 제재가 강화될 경우 동사 또한 핵심 부품과 서브시스템 조달에 제약을 받으며, 반대로 규제가 완화되면 외산 장비 재유입으로 국산화 프리미엄 자체가 약화된다. 동사 투자 논리의 상당 부분이 국산화 지속이라는 단일 정책 변수에 연동돼 있다는 점이 실적 추정의 핵심 변수가 될 전망이다.

기업 개요

중국 선두 플랫폼형 반도체 장비 기업

동사는 2001년 설립된 중국 최대 반도체 전공정 장비 기업이다. 2016년 베이징 세븐스타(七星电子)와 베이팡마이크로일렉트로닉스(北方微电子)의 합병을 통해 현재의 사업 구조를 갖췄으며, 이후 2017년 미국 세정장비 업체 Akrion Systems, 2020년 RF 전원 기술 자산 등을 인수하며 식각/박막증착/세정/열처리/이온주입을 아우르는 전공정 장비 포트폴리오를 구축했다.

사업 부문은 반도체 장비(Semiconductor Equipment), 진공 및 신에너지 장비(Vacuum & New Energy Equipment), 정밀전자부품(Precision Electronic Components)으로 구성된다. 주력인 반도체 장비는 식각과 박막증착, 열처리, 습식세정, 이온주입 등을 포괄하며, 이 중 식각과 박막증착이 매출의 대부분을 차지한다. 진공 및 신에너지 장비는 결정성장로와 진공열처리 설비가 중심이며, 정밀전자부품은 정밀저항과 커패시터 등을 공급한다.

고객 기반은 안정적으로 분산돼 있다. 2022년 이후 5대 고객 매출 비중은 28% 내외를 유지하며, 24년 기준 상위 5대 고객 27.9%, 최대 고객 10.3%로 단일 고객 편중 리스크가 제한적이다. 주요 고객은 SMIC, 화홍반도체, CXMT, YMTC 등으로 내수 매출 비중이 약 99%에 달한다. 핵심 R&D 기지는 베이징 이좡(亦庄)에 위치하며, 약 90만㎡ 규모의 R&D 시설을 운영하고 있다.

지배구조는 국유 자본이 중심이며, 동사는 CVC(기업형 벤처캐피탈)를 통해 밸류체인 전반에 투자하며 생태계를 구축하고 있다. 최근 대기금(大基金) 1기는 동사 투자에서 누적 수익률 260% 이상을 실현해, 국산화 검증 영역에 대한 정책 자본의 대표적 성공 사례라고 판단한다.

표 15. NAURA 주요 연혁

일자	주요사항
2001.09	북방 마이크로전자 설립
2001.10	칠성전자 설립
2016.09	칠성전자, 북방 마이크로전자 합병
2018.01	미국 아크리온 시스템즈(Akrion Systems LLC)의 자산 및 관련 사업 인수
2020.03	베이광 테크놀로지의 무선 주파수 응용 기술 관련 자산 인수
2023.01	베이징단푸표면기술유한공사 사업 인수
2025.03	KINGSEMI 인수
2025.12	국태진공 인수

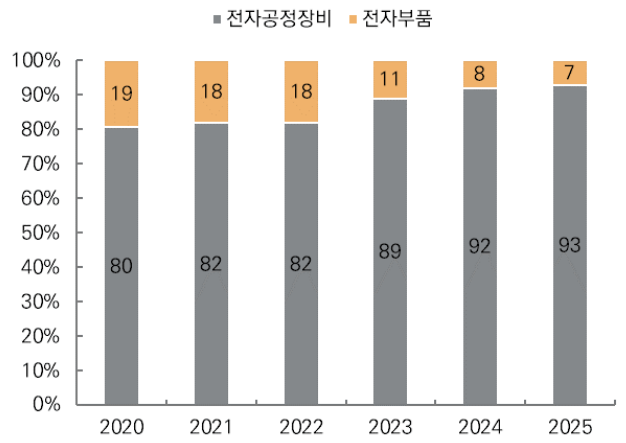
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. NAURA 제품 포트폴리오

대분류	소분류	주요제품
전자공정장비	반도체 장비	플라즈마 식각 장비 PVD, CVD 증착 장비 RTP 열처리 장비 단일 웨이퍼 세척 장비 이온주입기
	진공 및 신에너지 장비	결정 성장, 진공 열처리 장비
정밀전자부품		정밀저항기, 커패시터(capacitor), 아날로그 신호 체인 제품

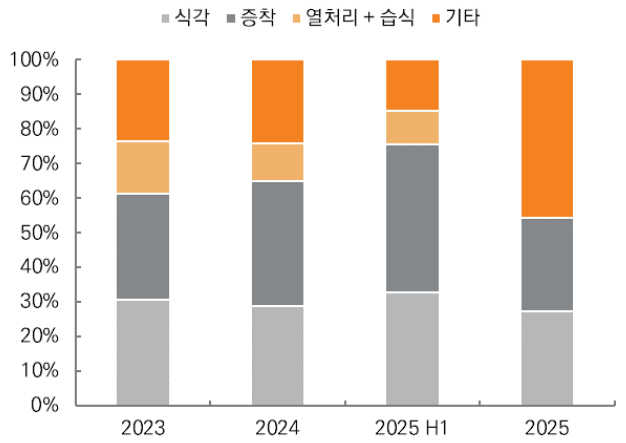
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. NAURA 사업 부문별 매출 구조



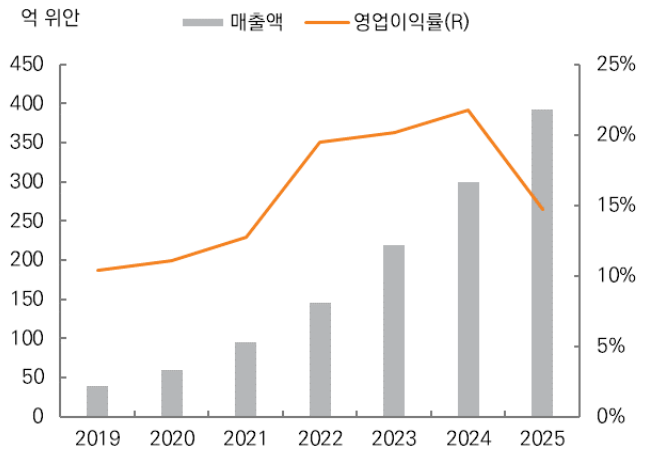
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. NAURA 반도체 장비별 매출 비중 추이



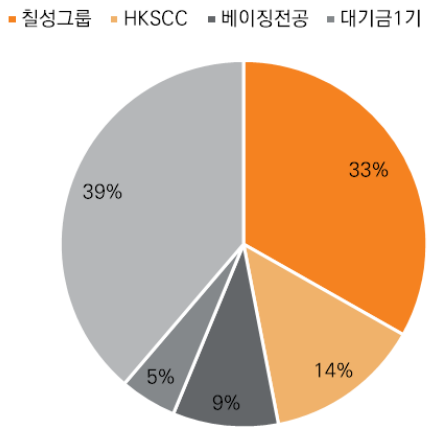
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. NAURA 매출액 및 영업이익률 추이



자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. NAURA 주주현황 구성



자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

NAURA (002371 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**39,353**	**52,292**	**70,983**	**85,180**
매출원가	**23,714**	**30,705**	**40,533**	**45,997**
매출총이익	**15,639**	**21,587**	**30,450**	**39,183**
판매비와관리비	**9,837**	**13,044**	**18,562**	**23,850**
영업이익	**5,802**	**8,542**	**11,888**	**15,332**
비영업손익	**43**	**-184**	**-425**	**-424**
금융손익	0	-263	-504	-504
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	43	79	79	80
법인세차감전순이익	5,845	8,358	11,463	14,908
법인세	436	1,055	1,473	1,636
당기순이익	**5,409**	**7,304**	**9,990**	**13,271**
지배주주	5,522	7,615	10,190	13,537
비지배주주	-113	-311	-200	-265

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	30.8	32.9	35.7	20.0
매출총이익증가율	21.7	38.0	41.1	28.7
영업이익증가율	-11.4	47.2	39.2	29.0
순이익증가율	-5.3	35.0	36.8	32.8
EPS증가율	31.8	37.3	33.8	32.8
매출총이익률	39.7	41.3	42.9	46.0
영업이익률	14.7	16.3	16.7	18.0
당기순이익률	13.7	14.0	14.1	15.6

예상 재무상태표 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**59,321**	**73,933**	**98,305**	**120,063**
현금성자산	17,183	20,443	31,465	43,674
매출채권	10,426	13,256	16,791	19,190
재고자산	28,627	36,153	44,490	50,846
기타유동자산	3,085	4,081	5,559	6,353
비유동자산	**30,480**	**32,689**	**34,986**	**35,317**
투자자산	986	1,702	2,318	2,649
유형자산	8,401	9,273	10,954	10,954
무형자산	19,622	20,099	20,099	20,099
기타비유동자산	1,471	1,615	1,615	1,615
자산총계	**89,801**	**106,623**	**133,291**	**155,380**
유동부채	**26,180**	**32,494**	**46,587**	**51,996**
매입채무	15,544	20,567	30,850	35,258
단기차입금	1,440	422	522	542
기타유동부채	9,196	11,505	15,215	16,196
비유동부채	**19,693**	**22,873**	**26,010**	**29,973**
장기금융부채	13,316	14,209	14,209	16,239
기타비유동부채	6,377	8,664	11,801	13,734
부채총계	**45,873**	**55,367**	**72,598**	**81,969**
지배주주지분(연결)	**37,726**	**45,274**	**54,912**	**67,895**
자본금	725	725	725	725
자본잉여금	17,966	17,905	17,905	17,905
이익잉여금	19,067	26,645	36,282	49,266
기타	-32	-1	0	-1
비지배주주지분(연결)	**6,202**	**5,981**	**5,781**	**5,516**
자본총계	**43,928**	**51,255**	**60,693**	**73,411**

예상 현금흐름표 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**2,133**	**6,613**	**16,990**	**18,077**
당기순이익	5,409	7,304	9,990	13,271
감가상각비	1,311	1,777	2,694	2,694
기타	-4,587	-2,468	4,306	2,112
투자활동 현금흐름	**-3,929**	**-4,215**	**-5,515**	**-7,997**
- 자본적 지출(CAPEX)	-2,262	-3,221	-4,375	-5,786
기타	-1,667	-994	-1,140	-2,211
재무활동 현금흐름	**6,607**	**507**	**100**	**1,037**
배당금	858	0	0	0
자본 증가	1,730	-61	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	9,585	-320	100	1,037
기타	-5,566	888	0	0
현금의 증감	4,798	3,144	11,022	12,209
기초현금	12,385	17,183	20,443	31,465
기말현금	17,183	20,443	31,465	43,674

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	60.1	71.1	53.1	40.0
P/S (배)	8.5	10.4	7.6	6.4
P/B (배)	8.8	12.0	9.9	8.0
EV/EBITDA (배)	43.0	29.2	19.9	15.5
EPS	7.64	10.49	14.04	18.65
BPS	52.06	62.39	75.67	93.56
DPS	0.76	0.76	0.76	0.76
배당성향 (%)	10.1	7.6	5.5	5.5
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출채권회전율 (회)	4.2	4.4	4.7	4.7
재고자산회전율 (회)	1.5	1.6	1.8	1.8
매입채무 회전율 (회)	1.7	1.7	1.6	1.4
ROA (%)	6.9	7.4	8.3	9.2
ROE (%)	16.1	18.3	20.3	22.0
ROIC (%)	13.7	15.0	19.6	4.9
부채비율 (배)	104.4	108.0	119.6	111.7
유동비율 (배)	226.6	227.5	211.0	230.9
순차입금/자기자본 (배)	-2.3	-9.0	-25.6	-36.4

자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

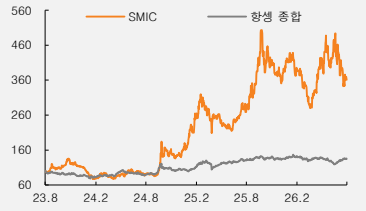
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.8.13

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**HKD 100**
현재주가(26/8/11)	HKD 65.30
상승여력	53.1%

항셍 종합(p)	25,652.82
EPS 성장률(26F,%)	128.6
P/E(26F,x)	333.0
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억HKD)	392.73
시가총액(조원)	70.85
상장주식수(백만주)	8,000.4
60일 평균 거래대금(십억HKD)	10.83
52주 최저가(HKD)	48.70
52주 최고가(HKD)	91.05

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-18.0	-6.7	34.1
상대주가	-22.7	-0.8	30.2



[차이나테크]
강민희
minhui.kang@miraeasset.com

00981 HK · 중국 반도체 · 홍콩

SMIC

선단 파운드리의 지위

투자의견 '매수', 목표주가 100홍콩달러로 커버리지 개시

SMIC에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 100홍콩달러로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 27F BPS 3.04달러에 목표배수 P/B 4.2배를 적용해 산출했다. 중국 파운드리 피어의 27F 평균 3.7배에 13%의 프리미엄을 적용한 값으로, 중국 본토에서 외부 수주를 받는 유일한 선단 양산 파운드리라는 지위와 감가상각 부담 통과 이후의 ROE 회복 경로를 반영했다.

투자포인트: 선단공정 수요 독점과 공급 제약이 만드는 판가 결정력

I. 국산 AI 반도체가 채우는 유일한 선단 라인: 국산 AI 반도체 대부분이 동사의 7nm 단일 공정에 집중되고 있다. 정부는 국가 재정이 투입된 신규 데이터센터에서 외산 가속기를 전면 배제했다. 당사는 동사의 선단 캐파가 12인치 기준 25년 말 월 9천 장에서 28F 2.2만 장으로 2.4배 확대되며, 그동안 물량이 부족했던 선단 라인이 수익 자산으로 전환될 것으로 판단한다.

II. 공급 제약이 강화하는 캐파 희소가치: 14nm 이하 로직용 외산 장비 조달이 막혀 캐파는 국산 장비가 확보되는 만큼만 늘어나고 있다. 동사의 총 캐파는 1Q25 월 97.3만장에서 4Q27F 132.8만 장으로 36% 증가에 머물 전망이다. 희소해진 캐파가 가동률과 판가를 동시에 지지할 것으로 판단한다.

III. 타이트한 수급으로 형성된 판가 결정력: 동사는 25년 12월 일부 제품군 판가를 인상한 데 이어 26년 1분기에도 추가 인상을 협의했다. 글로벌 8인치 가동률이 90% 수준까지 올라온 업황도 같은 방향으로 작용한다. 판가 상승은 매출총이익률을 25년 21.0%에서 28F 26.8%까지 끌어올리는 주된 동인이 될 것으로 판단한다.

실적 전망: 판가가 견인하는 이익 레버리지

동사의 26F 매출액은 112억 달러(YoY +20.4%), 영업이익은 12.7억 달러(YoY +14.5%)로 전망한다. CapEx가 연 81억 달러 수준에서 유지되며 감가상각 증가분이 축소되는 28년이 이익 레버리지의 변곡점이 될 전망이다.

리스크: 선단 공정 수율 개선 지연

7nm 수율 개선이 지연될 경우 선단 캐파 확대가 오히려 원가 부담이 된다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD mn)	8,030	9,327	11,233	13,777	16,857
영업이익 (USD mn)	570	1,091	1,271	1,819	2,332
영업이익률 (%)	7.1	11.7	11.3	13.2	13.8
순이익 (USD mn)	730	989	1,379	1,978	2,454
EPS	0.06	0.09	0.20	0.28	0.35
ROE (%)	2.4	3.3	5.4	7.2	8.3
P/E (배)	137.1	99.0	57.6	40.2	32.4
P/B (배)	3.3	3.2	3.0	2.8	2.6

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SMIC, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 100홍콩달러로 커버리지 개시

SMIC에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 100홍콩달러로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 27F BPS 3.04달러에 목표배수 4.2배를 적용해 산출했다. 동사는 중국 본토에서 외부 수주를 받는 유일한 선단 양산 파운드리라는 지위와 감가상각 부담이 정점을 통과한 이후의 ROE 회복 경로를 반영해 프리미엄을 부여했다.

목표배수는 중국 파운드리 피어의 27F P/B 평균 3.7배에 13%의 프리미엄을 적용한 값이며, 프리미엄은 두 부분으로 구성된다. 첫째는 수익성 격차에서 나오는 약 6%다. 피어 3사의 내재 ROE 평균이 7.0%인 반면 당사가 추정하는 동사의 27F ROE는 7.4%로, 이 차이만 반영해도 3.9배가 산출된다. 둘째는 ROE의 기울기와 진입장벽에서 나오는 약 7%다. 동사 ROE는 25년 3.2%에서 28F 8.3%로 2.6배가 되며, 중국 본토에서 외부 수주를 받는 유일한 선단 양산 파운드리라는 지위가 국산 장비 진척이라는 진입장벽으로 보호받고 있다.

밸류에이션 지표로는 P/E가 아닌 P/B로 적용하는 것이 타당하다. 동사의 순이익은 대규모 감가상각과 이자수익, 정부보조금 등에 의해 흔들려 이익의 질이 낮다. 반면 자산집약적 파운드리는 순자산이 이익 사이클을 관통해 꾸준히 축적되고 적정 배수가 ROE 수준과 그 회복 경로에 연동된다는 점에서 P/B 밸류에이션이 더 부합한다고 판단한다.

표 17. SMIC 목표주가 산정 방식

구분	Value	비고
2027F BPS (달러)	3.04	
2027F Target P/B (배)	4.2	중국 파운드리 피어 27F 평균 P/B 3.7배에 프리미엄 13% 적용 ROE 우위 및 개선 기울기, 선단 양산 희소성 반영
목표주가 (달러)	12.768	
목표주가 (홍콩달러)	**100.10**	1USD=7.84HKD 환율 적용
목표주가 (조정)	**100**	
현재주가 (홍콩달러)	65.3	26. 08. 11 기준
상승여력 (%)	53.1%	투자의견 '매수' 제시

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 18. SMIC Peer Valuation

(십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		영업이익		P/E		P/B		ROE	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
SMIC	981 HK	99.5	11.51	13.65	1.38	1.89	64.0	46.1	3.0	2.8	20.4	17.0
Huahong	1347 HK	264.9	3.07	3.73	0.03	0.22	154.8	103.0	4.6	4.3	39.8	30.2
CR Micro	688396 CH	11.4	1.91	2.25	0.21	0.30	61.6	44.9	3.3	3.1	25.7	19.8
Silan Micro	600460 CH	7.5	2.32	2.70	0.16	0.23	54.5	38.4	4.2	3.8	19.1	15.4
중국 파운드리 업체 평균							**90.3**	**62.1**	**4.0**	**3.7**	**28.2**	**21.8**
TSMC	2330 TT	1,930.7	168.11	225.79	98.63	131.97	22.1	17.0	8.0	5.9	14.6	10.7
UMC	2303 TT	47.5	8.72	10.78	2.01	3.08	16.3	15.9	3.3	3.0	10.2	8.0
ASE	3711 TT	82.1	25.92	32.27	3.04	4.81	31.2	20.8	6.3	5.5	16.6	11.8
VIS	5347 TT	9.1	1.81	2.42	0.37	0.50	23.6	18.7	3.2	2.8	15.0	11.7
GFS	GFS US	27.1	7.31	8.19	1.25	1.62	29.0	21.0	2.4	2.2	10.9	8.7
글로벌 파운드리 업체 평균							**24.5**	**18.7**	**4.7**	**3.9**	**13.5**	**10.2**

주: SMIC는 Bloomberg 컨센서스 기준, 중국 파운드리 업체 평균치에서 SMIC는 제외
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

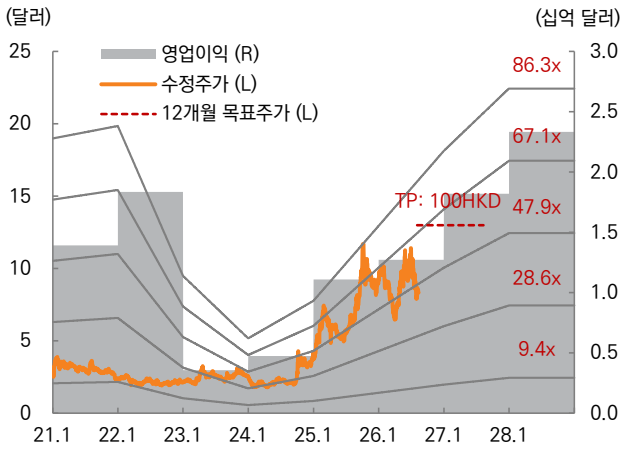
동사의 P/B는 25년 이후 이미 상당폭 재평가됐다. 21년부터 24년까지는 대규모 설비투자에 따른 감가상각으로 순이익이 정체되며 P/B가 밴드 하단까지 밀렸으나, 국산 AI 반도체 수요가 확인된 25년을 기점으로 밴드 중간값 2.5배를 상회하는 2.7배까지 올라왔다. 당사는 현 주가가 이익 부진 국면의 저평가가 아니라 회복 초입을 일부 반영한 수준으로 판단한다.

다만 피어와 비교하면 여전히 할인 구간이다. 27F 기준 동사의 P/B는 2.7배로 중국 파운드리 피어 평균 3.7배와 27%의 격차가 있다. 동사의 27F ROE 7.4%가 피어 평균 7.0%를 상회한다는 점을 감안하면 이 격차는 수익성 차이로 설명되지 않으며, 지정학 리스크와 감가상각 부담에 대한 할인이 잔존한 결과로 파악된다.

P/E는 보조 지표로만 활용했다. 동사의 순이익은 감가상각과 정부보조금, 소수주주지분에 따라 크게 흔들려 밴드 폭이 9.4배에서 86.3배까지 벌어져 있다. 반면 순자산은 사이클을 관통해 축적되며, 동사는 과거 가동률과 ROE가 회복될 때마다 P/B 밴드 상단으로 재평가되어 왔다.

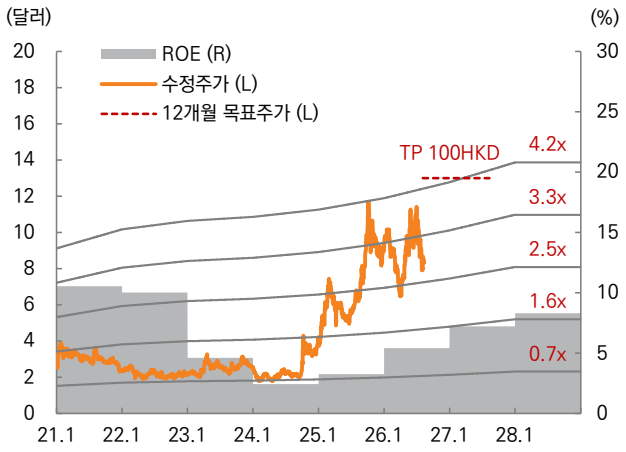
리레이팅의 핵심 변수는 ROE 회복이다. 동사 ROE는 25년 3.2%에서 12인치 증설 마무리와 가동률 정상화에 힘입어 26F 5.7%, 27F 7.4%, 28F 8.3%로 개선될 전망이다. 다만 목표배수 4.2배가 P/B 밴드 상단에 해당하는 만큼 추가적인 배수 확장 여지는 제한적이며, 28년 이후의 상승 동력은 배수보다 순자산 축적에서 나올 것으로 판단한다.

그림 55. SMIC 12MF P/E 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. SMIC 12MF P/B 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

판가가 견인하는 이익 레버리지

동사의 26F 매출액은 112억 달러(YoY +20.4%), 27F 138억 달러(YoY +22.6%)로 전망한다. 웨이퍼 출하는 8인치 환산 기준 26F 1,128만 장, 27F 1,319만 장으로 각각 16.3%, 16.9% 증가하고 블렌디드 ASP도 938달러, 986달러로 3.4%, 5.2% 상승한다. 물량 증가의 상당 부분은 캐파 확대가 아니라 가동률 회복에서 나온다. 12인치 캐파는 26년 말까지 월 4만 장이 추가되는 반면 8인치는 28F까지 고정되며, 8인치 가동률이 25년 71%에서 28F 89%까지 올라간다.

판가 결정력은 외형보다 마진에서 확인된다. 매출총이익률은 25년 21.0%에서 26F 22.2%, 27F 24.6%, 28F 26.8%로 개선될 전망이다. 당사는 성숙노드 판가를 26F 내내 보합으로 가정했으며, 25년 12월과 26년 1분기에 걸쳐 협의된 인상분이 실제로 반영될 경우 추가적인 상방 여지가 존재한다.

감가상각비는 25년 38억 달러에서 26F 50억 달러로 31% 증가하고 27F 62억 달러로 25% 늘어나나, 28F에는 66억 달러로 증가율이 6%까지 낮아진다. 영업이익은 26F 12.7억 달러, 27F 17.4억 달러, 28F 24.5억 달러로 확대되며 증가율은 14.5%, 36.8%, 40.9%로 가팔라진다. 순이익은 26F 13.8억 달러(YoY +39.4%), 27F 19.8억 달러(YoY +43.4%)로 늘어난다. CapEx가 연 81억 달러 수준에서 유지되는 가운데 증분 감가상각이 27F 12.5억 달러에서 28F 3.9억 달러로 축소되는 반면 증분 매출은 30.8억 달러로 확대되는 28F가 이익 레버리지의 변곡점이 될 것으로 판단한다.

표 19. SMIC 분기 및 연간 실적 추정

(백만 달러, %)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,505**	**2,762**	**2,937**	**3,029**	**3,077**	**3,294**	**3,650**	**3,757**	**9,327**	**11,233**	**13,777**	**16,857**
웨이퍼	2,354	2,603	2,770	2,853	2,893	3,105	3,455	3,558	8,795	10,580	13,011	15,995
기타	151	159	167	175	184	190	194	199	531	653	767	862
QoQ/YoY	**0.7**	**10.2**	**6.3**	**3.1**	**1.6**	**7.1**	**10.8**	**2.9**	**16.2**	**20.4**	**22.6**	**22.4**
웨이퍼	2.4	10.6	6.4	3.0	1.4	7.3	11.3	3.0	17.5	20.3	23.0	22.9
기타	-19.9	5.0	5.0	5.0	5.0	3.0	2.5	2.3	-2.1	22.8	17.5	12.4
매출원가	**2,002**	**2,180**	**2,283**	**2,275**	**2,357**	**2,537**	**2,706**	**2,705**	**7,370**	**8,740**	**10,386**	**12,334**
감가상각비	1,088	1,186	1,293	1,409	1,466	1,524	1,585	1,649	3,810	4,976	6,223	6,609
매출총이익	352	423	487	578	535	567	749	853	1,957	2,493	3,391	4,523
QoQ/YoY	-26.3	20.1	15.1	18.7	-7.4	6.0	32.1	13.8	35.1	27.4	36.0	33.4
매출총이익률	14.1	15.3	16.6	19.1	17.4	17.2	20.5	22.7	21.0	22.2	24.6	26.8
판관비	256	267	302	397	365	323	443	521	847	1,222	1,652	2,191
영업이익	**248**	**315**	**352**	**356**	**354**	**434**	**501**	**531**	**1,091**	**1,271**	**1,819**	**2,332**
QoQ/YoY	-17.0	27.1	11.8	1.2	-0.6	22.5	15.4	6.1	48.6	16.6	43.1	28.2
영업이익률	9.9	11.4	12.0	11.8	11.5	13.2	13.7	14.1	11.7	11.3	13.2	13.8
순이익	**231**	**363**	**386**	**399**	**396**	**479**	**540**	**563**	**989**	**1,379**	**1,978**	**2,454**
QoQ/YoY	13.5	57.4	6.2	3.3	-0.7	21.0	12.7	4.2	35	39	43	24
순이익률	9.2	13.2	13.1	13.2	12.9	14.5	14.8	15.0	10.6	12.3	14.4	14.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

1. 국산 AI 반도체가 채우는 유일한 선단 라인

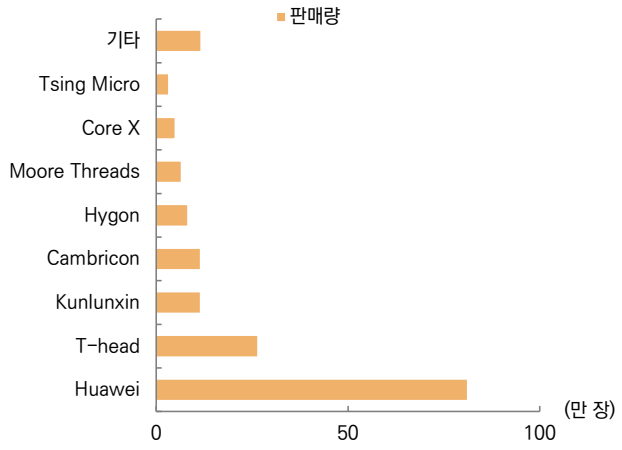
당사는 동사가 중국 선단 로직 수요를 단독으로 흡수하는 구조에 진입했다고 판단한다. 미국의 수출 통제로 EUV 조달 경로가 막힌 상황에서 국산 AI 반도체 대부분이 동사의 7nm N+2 단일 공정에 집중되고 있다. 동사는 중국 본토에서 외부 수주를 받는 유일한 선단 양산 파운드리이며, 팹리스가 선택할 수 있는 대안이 없다는 점이 동사 수요의 성격을 규정한다.

수요의 하방은 제도가 받치고 있다. 중국 정부는 25년 8월 데이터센터에 국산 칩 50% 이상 조달을 요구한 데 이어, 25년 11월에는 국가 재정이 투입된 신규 데이터센터에서 외산 가속기를 전면 배제했다. 향후 5년간 약 2조 위안이 배정된 전국 데이터센터 계획도 칩을 포함한 핵심 기술의 최소 80%를 자국산으로 조달하도록 규정하고 있다. 수요가 경기가 아니라 정책에 연동된다는 의미로 파악된다.

비어 있던 선단 라인이 채워지는 국면이다. 동사의 N+2 라인 가동률은 25년 90% 초반에서 26F 100%까지 올라가고 수율도 25년 40%에서 26F 50%로 개선된다. 같은 라인에서 나오는 양품이 늘어나는 만큼 선단 매출은 캐파 증가율을 상회하는 속도로 확대될 것으로 판단한다.

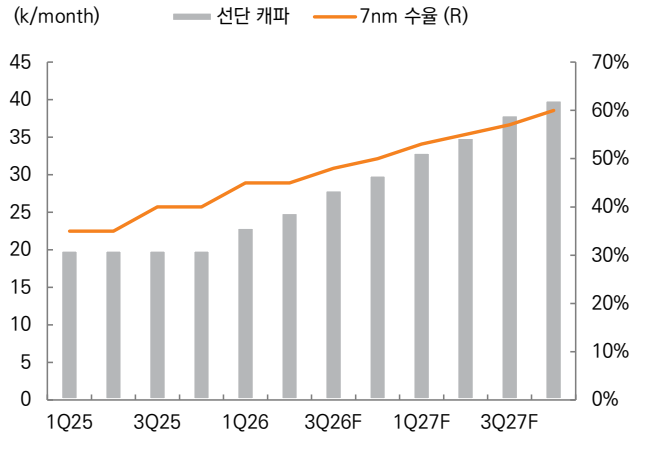
당사는 선단 캐파를 25년 말 월 9천 장에서 26F 1.3만 장, 27F 1.8만 장, 28F 2.2만 장으로 추정한다(12인치 기준). 시장 일각에서 거론되는 7nm 이하 라인 캐파 4.5만 장은 모바일 SoC 등과 공유되는 명목 라인 캐파이며 실제 7nm 제품 배정분과 구분할 필요가 있다.

그림 57. 25년 중국 AI 가속기 브랜드별 판매량



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. SMIC 선단공정 캐파 및 수율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 공급 제약이 키우는 캐파 희소가치

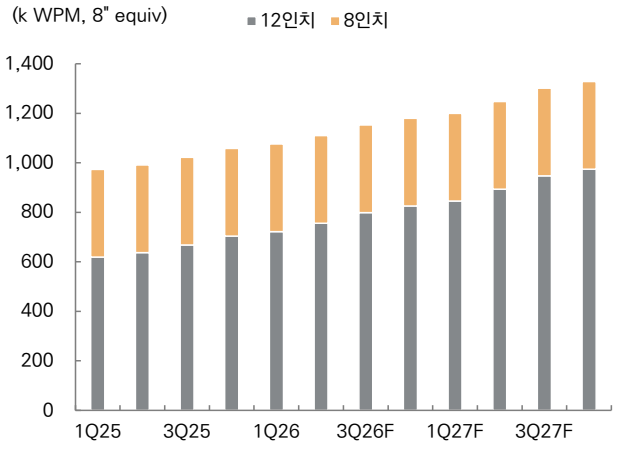
동사의 캐파는 수요가 아니라 국산 장비 공급 속도가 규정한다고 판단한다. 미국의 수출 통제로 14nm 이하 로직용 외산 장비 조달이 막혀 있어, 동사는 국산 장비가 확보되는 만큼만 선단 캐파를 늘릴 수 있다. 공급이 수요에 반응하지 못하는 구조가 동사 캐파의 희소성을 만든다.

상한을 결정하는 것은 노광과 계측이다. 노광 국산화율은 1% 미만, 검사와 계측은 10% 미만에 머물러 있다. SMEE가 24년 개발한 28nm 노광기는 동사 납품이 추정되나 실사용 수준 도달에는 최소 5년이 소요될 것으로 시장은 보고 있다. 계측에서는 Skyverse(中科飞测)와 RSIC(睿励科学仪器)가 28nm급 결함 검출 장비의 고객사 인증을 24년 말 통과한 단계다. 식각과 증착의 국산화가 진전되더라도 이 두 영역이 해소되지 않으면 라인이 완성되지 않는다.

공급 확대 속도는 수요 증가에 미치지 못한다. 동사의 총 캐파는 1Q25 월 97.3만 장에서 4Q27F 132.8만 장으로 36% 늘어나는 데 그친다(8인치 환산 기준). 증설은 전량 12인치에 집중되며 8인치 캐파는 28F까지 월 35.5만 장에서 고정된다. 물리적 제약도 함께 작용한다. 전공정 장비의 인도 기간은 통상 3~6개월에서 8~12개월로 늘었고 일부 하이엔드 모델은 24개월에 이르는 것으로 파악된다.

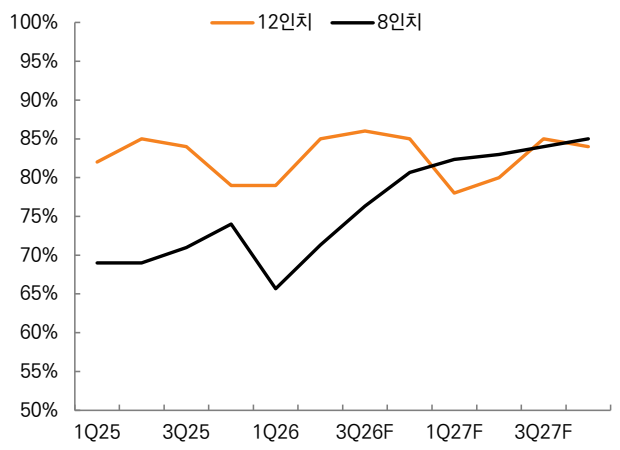
당사는 이 제약을 리스크가 아니라 구조적 강점으로 해석한다. 공급 증가가 수요에 미치지 못하는 구간에서는 가동률과 판가가 동시에 지지되기 때문이다. 동사의 8인치 가동률은 25년 71%에서 28F 89%로 회복되고 12인치는 90% 중반을 유지할 전망이다. 캐파의 희소성이 실적에 반영되는 경로는 물량이 아니라 가격이 될 것으로 판단한다.

그림 59. SMIC 생산능력 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. SMIC 가동률 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 타이트한 수급으로 형성된 판가 결정력

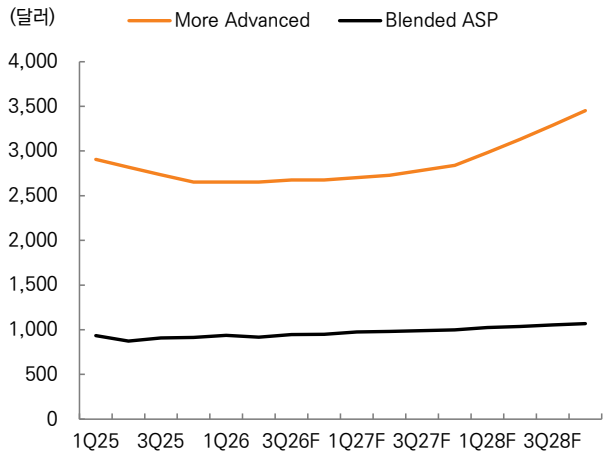
수요가 단일 창구에 몰리고 공급이 제약되는 구간에서 판가 결정력이 발생한다고 판단한다. 동사는 25년 12월 일부 제품군에 약 10%의 가격 인상을 단행한 데 이어, 26년 1분기 실적발표에서 공급 부족 품목을 대상으로 5~15%의 추가 인상을 협의했다고 밝혔다. 글로벌 8인치 가동률이 25년 80%에서 26년 88%로 올라오며 업계 전반에 인상 국면이 형성된 점도 같은 방향으로 작용한다.

1Q26 실적에서 이러한 협상력이 확인된다. 출하량이 전분기 대비 0.2% 감소했음에도 웨이퍼 ASP는 2.5% 상승했다. 화홍반도체와 Nexchip(晶合集成) 등 중국 파운드리 전반으로 인상이 확산되고 있어 단기간 내 되돌림 가능성은 낮은 것으로 판단한다.

믹스 개선도 같은 방향으로 작용한다. 동사의 12인치 캐파는 1Q25 월 27.5만 장에서 4Q27F 43.3만 장으로 확대되는 반면 8인치는 35.4만 장에서 정체해, 장수 기준 12인치 비중이 43.7%에서 55.0%로 11.3%p 상승한다. 12인치 웨이퍼는 8인치 대비 면적이 2.25배이고 노드가 미세할수록 판가가 가파르게 올라가므로, 믹스 변화만으로도 블렌디드 ASP가 지지된다.

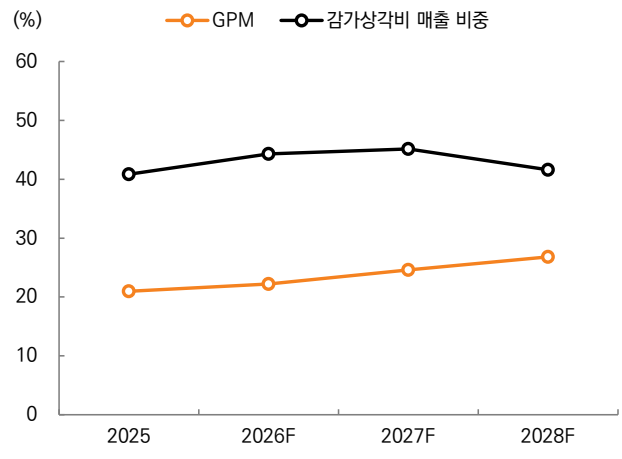
당사는 Blended-ASP가 26F 3.4%, 27F 5.2%, 28F 6.5% 상승할 것으로 추정한다. 성숙 노드 판가를 26F 내내 보합으로 두고 선단 노드와 믹스 개선만 반영한 값이므로, 협의된 인상분이 실제로 반영될 경우 상방 여지가 남는다. 판가 상승은 매출총이익률을 25년 21.0%에서 28F 26.8%까지 끌어올리는 주된 동인이 될 것으로 판단한다.

그림 61. SMIC 분기별 ASP 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. SMIC 연간 GPM 및 감각상각비 비중 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

선단 공정 제약 및 대외 규제 리스크

선단 공정의 수율 개선이 지연될 가능성을 가장 큰 하방 요인으로 판단한다. 동사의 7nm N+2 공정은 EUV 없이 DUV 멀티패터닝으로 구현되므로 패터닝 단계가 누적될수록 정렬 오차와 결함 확률이 함께 쌓인다. 5nm에 자기정렬 4중 패터닝(SAQP)을 적용할 것으로 전망되는 신규 라인의 수율은 아직 초기 구간에 머물러 있는 것으로 파악되며, 개선이 지연되면 선단 캐파 확대가 오히려 원가 부담으로 작용할 수 있다.

증설 속도가 국산 장비의 진척에 종속되어 있다는 점도 리스크다. 노광과 계측의 국산화가 예상보다 더디게 진행될 경우 라인 완성 자체가 지연되며, 이는 캐파 추정의 전제를 훼손한다. 국산 노광 장비의 실사용 진입 시점을 현시점에서 가늠하기 어렵다는 점에서 추정의 불확실성이 크다고 판단한다.

메모리 조달 역시 변수다. 동사 라인에서 생산되는 국산 AI 가속기는 HBM과 페어링되어야 완제품이 되는데, 국산 HBM 로드맵이 지연되거나 외산 HBM 조달이 추가로 제약될 경우 팹리스의 생산 계획이 조정될 수 있다. 동사 가동률이 자사 공정과 무관한 메모리 병목에 연동된다는 점에 유의할 필요가 있다.

미중 규제는 양방향 리스크로 작용한다. 제재가 강화되면 첨단 장비와 부품 조달이 제약돼 캐파 확대에 차질이 생기고, 반대로 규제가 완화되면 외산 파운드리와의 경쟁 재개로 국산화 프리미엄 자체가 약화된다. 동사 투자 논리의 상당 부분이 국산화 지속이라는 단일 정책 변수에 연동돼 있다는 점이 실적 추정의 핵심 변수가 될 전망이다.

기업 개요

중국 유일 선단 파운드리 기업

포토마스크 공정
웨이퍼 위에 반도체 회로 패턴이 담긴 마스크 상을 그리는 공정

SMIC은 2000년 설립된 중국 1위 파운드리 기업으로, 웨이퍼 파운드리와 기술서비스를 제공한다. 주력 사업은 웨이퍼 파운드리이며, 소비자 가전과 스마트폰용 반도체가 주요 매출처다. 기술서비스 부문은 칩 설계 및 IP 지원부터 포토마스크 제작, 패키징 및 테스트까지 아우르며, 반도체 제조 전 과정을 지원하는 원스톱 서비스 체계를 구축하고 있다.

동사는 2025년 기준 글로벌 파운드리 시장에서 TSMC와 삼성전자에 이어 업계 3위를 차지했다. 매출액은 2025년 93.3억 달러(YoY +16.2%)를 기록했고 최근 5년 연평균 성장률(CAGR)은 약 19%를 기록했다. 2025년 매출 성장률은 글로벌 파운드리 상위 5개사 가운데 두 번째로 높은 수준으로, 경쟁사 대비 견조한 성장을 이어가고 있음을 보여준다. 특히 미국의 대중 반도체 제재와 중국 정부의 반도체 자급률 제고 정책에 따라 중국 IT 기업들의 파운드리 물량이 동사로 이전되며 구조적 수혜가 지속될 것으로 전망된다.

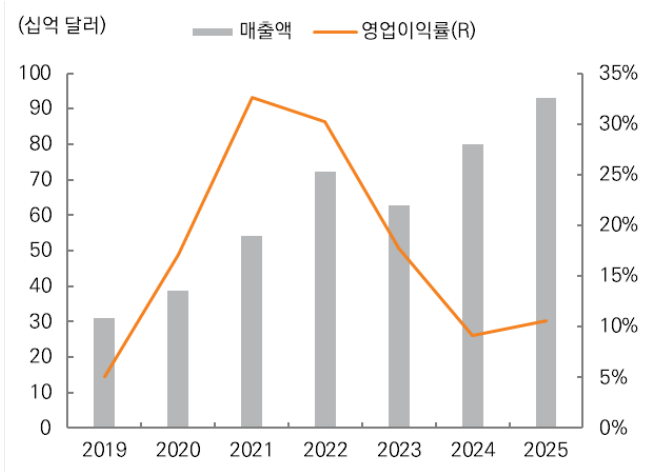
동사는 상하이와 선전에 200mm와 300mm Fab, 베이징에 300mm Fab, 톈진에 200mm Fab을 운영하며 중국 주요 반도체 클러스터에 생산거점을 구축하고 있다. 한편, 2025년 기준 해외 매출 비중은 14.4%이며, 이 가운데 미국향 매출이 11.6%로 해외 매출의 대부분을 차지한다.

표 20. SMIC 주요 연혁

일자	주요 사항
2000.04	상하이 법인 설립
2004.03	홍콩증권거래소 및 뉴욕증권거래소 상장
2015.06	SMIC 첨단 기술 연구 개발(상하이) 법인 설립
2019.05	뉴욕 증권 거래소 상장 폐지
2020.07	상하이 증권 거래소 상장

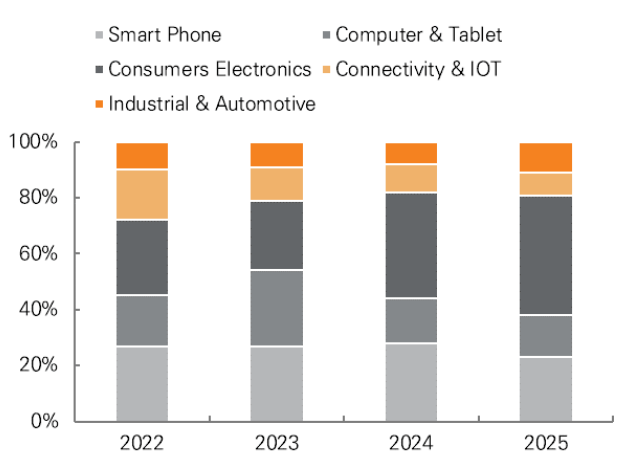
자료: SMIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. SMIC 매출액 및 영업이익률 추이



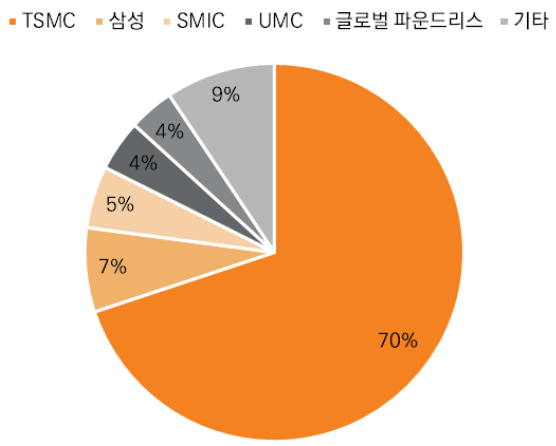
자료: SMIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 웨이퍼 응용처별 매출 비중 추이



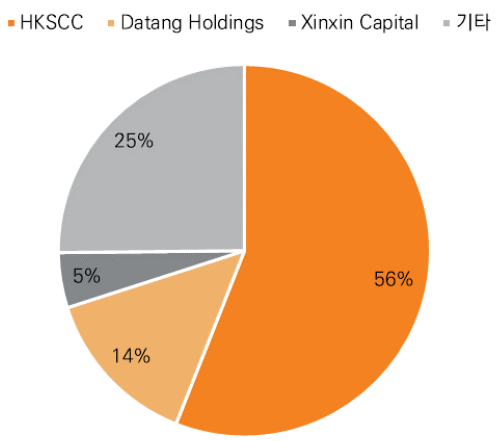
자료: SMIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 2025 글로벌 파운드리 시장 점유율



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SMIC 주주현황 구성



자료: SMIC, 미래에셋증권 리서치센터

SMIC (00981 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**9,327**	**11,233**	**13,777**	**16,857**
매출원가	**7,370**	**8,740**	**10,306**	**12,334**
매출총이익	**1,957**	**2,493**	**3,471**	**4,523**
판매비와관리비	**866**	**1,222**	**1,652**	**2,191**
영업이익	**1,091**	**1,271**	**1,819**	**2,332**
비영업손익	**-18**	**245**	**355**	**354**
금융손익	179	397	354	354
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-197	-152	1	0
법인세차감전순이익	1,073	1,516	2,174	2,686
법인세	84	137	196	232
당기순이익	**989**	**1,379**	**1,978**	**2,454**
지배주주	685	1,179	1,691	2,099
비지배주주	304	200	287	356

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	16.2	20.4	22.6	22.4
매출총이익증가율	35.2	27.4	39.2	30.3
영업이익증가율	91.4	16.5	43.1	28.2
순이익증가율	35.5	39.4	43.4	24.1
EPS증가율	38.5	128.6	43.4	24.1
매출총이익률	21.0	22.2	25.2	26.8
영업이익률	11.7	11.3	13.2	13.8
당기순이익률	10.6	12.3	14.4	14.6

예상 재무상태표 (요약)

(USD mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**15,625**	**17,652**	**21,820**	**23,018**
현금성자산	5,873	5,755	7,137	8,242
매출채권	1,415	1,722	2,136	2,563
재고자산	3,630	4,445	5,440	6,527
기타유동자산	4,707	5,730	7,107	5,686
비유동자산	**36,646**	**41,364**	**43,521**	**46,352**
투자자산	3,652	5,246	5,630	6,071
유형자산	32,933	36,059	37,836	40,227
무형자산	20	17	14	12
기타비유동자산	41	42	41	42
자산총계	**52,271**	**59,016**	**65,341**	**69,371**
유동부채	**6,817**	**8,641**	**9,760**	**8,733**
매입채무	849	764	948	1,176
단기차입금	491	300	450	410
기타유동부채	5,477	7,577	8,362	7,147
비유동부채	**10,434**	**13,436**	**16,664**	**19,267**
장기금융부채	9,996	12,903	16,003	18,503
기타비유동부채	438	533	661	764
부채총계	**17,251**	**22,077**	**26,424**	**27,999**
지배주주지분(연결)	**21,440**	**22,623**	**24,314**	**26,412**
자본금	32	32	32	32
자본잉여금	14,395	14,397	14,397	14,397
이익잉여금	7,114	8,194	9,885	11,983
기타	-101	0	0	0
비지배주주지분(연결)	**13,581**	**14,316**	**14,603**	**14,959**
자본총계	**35,021**	**36,939**	**38,917**	**41,371**

예상 현금흐름표 (요약)

(USD mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**3,194**	**4,439**	**7,365**	**8,207**
당기순이익	989	1,379	1,978	2,454
감가상각비	3,810	4,979	6,226	6,611
기타	-1,605	-1,919	-839	-858
투자활동 현금흐름	**-6,495**	**-8,237**	**-8,000**	**-7,686**
- 자본적 지출(CAPEX)	-8,400	-7,852	-8,000	-9,000
기타	1,905	-385	0	1,314
재무활동 현금흐름	**2,676**	**5,365**	**3,250**	**2,460**
배당금	0	0	0	0
자본 증가	129	3	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	993	4,916	3,250	2,460
기타	1,554	446	0	0
현금의 증감	-492	-117	1,382	1,105
기초현금	6,364	5,873	5,755	7,137
기말현금	5,873	5,755	7,137	8,242

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	99.0	57.6	40.2	32.4
P/S (배)	7.3	6.0	4.9	4.0
P/B (배)	3.2	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA (배)	13.9	10.9	8.4	7.6
EPS	0.09	0.15	0.21	0.26
BPS	2.68	2.83	3.04	3.30
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	8.3	7.2	7.1	7.2
재고자산회전율 (회)	2.8	2.8	2.8	2.8
매입채무 회전율 (회)	9.0	10.8	12.0	11.6
ROA (%)	1.9	2.5	3.2	3.6
ROE (%)	3.3	5.4	7.2	8.3
ROIC (%)	3.3	3.2	4.2	4.9
부채비율 (배)	49.3	59.8	67.9	67.7
유동비율 (배)	229.2	204.3	223.6	263.6
순차입금/자기자본 (배)	6.3	16.9	17.4	23.0

자료: SMIC, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.8.13

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	CNY 2,020
현재주가(26/8/11)	CNY 1,090.64
상승여력	85.2%

상하이 종합(p)	3,934.09
EPS 성장률(26F,%)	205.7
P/E(26F,x)	107.8
배당수익률(%)	0.1
시가총액(십억CNY)	685.24
시가총액(조원)	143.74
상장주식수(백만주)	628.3
60일 평균 거래대금(십억CNY)	18.45
52주 최저가(CNY)	474.76
52주 최고가(CNY)	1,595.55

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-22.1	50.6	129.7
상대주가	-20.9	58.2	113.0



[차이나테크]
강민희
minhui.kang@miraeasset.com

688256 CH · 중국 반도체 · 중국

캠브리콘

2Q26 Review: GPU 국산화는 시작됐다

2Q26 Review: 수주 잔고 실적 전환 국면 진입

동사의 1H26 매출액은 59.96억 위안(+108.1% YoY), 지배주주순이익은 23.11억 위안(+122.6% YoY)을 기록했다. 분기별로는 2Q26 매출액 31.1억 위안(YoY +75.8%, QoQ +7.8%), 순이익 13억 위안(YoY +90.1%, QoQ +28.1%), GPM 41.4%(YoY +2.8%p, QoQ +6.2%p)를 기록했다.

Siyuan 690 램프업이 만드는 하반기 레버리지

동사 실적의 관건은 Siyuan 690의 출하 속도다. 690은 대규모 언어모델의 학습과 추론을 함께 지원하는 통합 아키텍처 제품으로, 590 대비 판가가 높아 출하 비중이 오를수록 제품 믹스가 개선된다. 1H26 GPM 55%가 590 중심 구성에서 나온 수치라는 점을 감안하면, 690 비중 확대는 수익성의 추가 상방 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

수요 기반은 두 축이다. ByteDance를 비롯한 중국 빅테크가 한 축이고, 국가 재정이 투입된 데이터센터가 다른 축이다. 중국 정부가 25년 11월 국가 재정 신규 데이터센터에서 외산 가속기를 전면 배제한 이후 국산 조달이 의무화되면서, 동사는 화웨이 외에 외부 조달이 가능한 사실상 유일한 대안으로 자리잡았다. 자체 개발 소프트웨어 플랫폼 NeuWare와 GPU 원클릭 마이그레이션 도구가 전환 비용을 낮추며 하드웨어 락인을 강화하고 있다.

당사의 26년 매출 추정 184억 위안 대비 1H26 진도율은 32.6%다. 690의 양산이 2Q26 말부터 시작된 점을 감안하면 하반기에 실적이 집중되는 구조이나, 연간 추정 달성 여부는 690의 공급 능력에 좌우된다. 파운드리 캐파와 메모리 조달이 병목으로 작용할 경우 출하가 이연될 가능성에 유의할 필요가 있다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 2,020위안 유지

동사에 대해 목표주가 2,020위안과 투자의견 '매수'를 유지한다. 최근 글로벌 반도체 업황 전반의 조정 장세가 이어졌으나 마무리 국면에 진입한 것으로 판단한다. 펀더멘털 측면에서도 동사는 중국 선두 AI 가속기 상장사로서 주요 빅테크의 수주 물량을 지속 소화하고 있어 중장기 실적의 하방이 견고할 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (CNY mn)	1,174	6,497	18,384	29,715	41,279
영업이익 (CNY mn)	-456	2,061	6,406	11,329	15,900
영업이익률 (%)	-38.8	31.7	34.8	38.1	38.5
순이익 (CNY mn)	-452	2,059	6,355	10,991	15,109
EPS	-0.73	3.31	10.11	17.49	24.05
ROE (%)	-8.2	23.9	42.3	46.4	41.1
P/E (배)	-	275.0	107.8	62.3	45.4
P/B (배)	49.5	48.2	37.6	23.5	15.5

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 캠브리콘, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

2Q26 Review: 수주 잔고 실적 전환 국면 진입

동사의 2Q26 매출액은 31.1억 위안(YoY +75.8%, QoQ +7.8%), 순이익은 13.0억 위안(YoY +90.1%, QoQ +28.1%)을 기록했다. 1H26 누적으로는 매출액 60억 위안(YoY +108.1%), 순이익 23.1억 위안(YoY +122.6%)이며 GPM은 55%로 25년 수준을 유지했다. 두 개 분기 연속 10억 위안대 순이익을 기록하며 25년의 흑자 전환이 일회성이 아님을 확인했다.

당사는 동사의 26F 매출액을 184억 위안(YoY +183.0%), 영업이익을 64억 위안(YoY +210.8%)으로 추정한다. 매출의 99%가 클라우드 스마트 칩과 가속 카드에서 발생하는 단일 사업 구조이므로, 실적은 Siyuan 시리즈의 출하량과 제품 믹스에 직결된다.

성장의 근거는 이미 확보된 수주다. 동사는 26년 들어 ByteDance와 Alibaba, Baidu 등 주요 고객사를 대상으로 배치 납품 단계에 진입했으며, ByteDance가 전체 수주량의 55%를 차지하는 최대 고객사로 부상했다. 1Q26 선수금은 전분기 대비 155% 증가한 19억 위안을 기록했고 25년 말 수주잔고는 75억 위안에 달한다. 26F 실적은 이 잔고가 매출로 인식되는 과정에서 만들어질 것으로 판단한다.

물량과 믹스가 동시에 개선된다. 25년 AI 가속기 판매량은 11.7만 장(YoY +202%)으로 추정되며, 동사는 26년 칩 생산량을 전년 대비 3배 이상 확대해 약 50만 대 공급을 목표로 하고 있다. 이 중 30만 대 이상이 Siyuan 590과 690으로 구성될 전망이다. 690은 590 대비 판가가 높아 출하 비중 확대만으로 ASP가 상승한다. 다만 아직 낮은 선단 공정 수율 및 높은 R&D 비용으로 OPM은 완만하게 개선될 전망이다.

표 21. 캠브리콘 연간 실적 추정

(백만 위안, %)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**709.4**	**1,174.5**	**6,497.2**	**18,384.1**	**29,714.7**	**41,278.9**
Cloud Smart Chip & Acceleation Card	90.6	1,166.3	6,476.9	18,200.2	29,120.4	40,040.5
Other	607.8	1.2	14.7	183.8	591.3	1,234.2
YoY	-2.7	65.6	453.2	183.0	61.6	38.9
Cloud Smart Chip & Acceleation Card	-58.7	1,187.8	455.3	181.0	60.0	37.5
Other	21.4	-98.1	70.9	817.4	217.6	108.4
매출원가	**344.4**	**541.9**	**3,047.7**	**8,587.0**	**13,371.6**	**18,947.0**
매출총이익	**365.0**	**632.6**	**3,449.5**	**9,797.1**	**16,343.1**	**22,331.9**
매출총이익률	51.4	53.9	53.1	53.3	55.0	54.1
연구개발비	877.2	1,052.7	1,115.4	3,125.3	4,754.3	6,191.8
연구개발비 매출 비중	123.7	89.6	17.2	17.0	16.0	15.0
영업이익	**-875.8**	**-455.7**	**2,061.4**	**6,405.8**	**11,328.6**	**15,900.4**
YoY	-33.9	-48.0	-552.3	210.8	76.8	40.4
영업이익률	적지	적지	흑전	34.8	38.1	38.5
당기순이익	**-851.8**	**-453.5**	**2,058.3**	**6,422.7**	**11,345.5**	**15,917.4**
YoY	-32.3	-46.8	-553.9	212.0	76.6	40.3
순이익률	적지	적지	흑전	34.9	38.2	38.6

주: Edge Smart Chip & Accelerator Card, Intelligent Computing Cluster System, IP Authorization & Software 사업부는 Other에 통합
자료: 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 및 밸류에이션

목표주가 산정 방식 변경

동사에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 2,020위안을 유지한다. 목표주가는 동사의 28F EPS 24.05위안에 목표배수 P/E 84배를 적용해 산출했다. 7월 조사분석 개시 당시에는 이익이 초기 국면이라 P/S를 적용했으나, 1H26에 두 개 분기 연속 10억 위안대 순이익을 기록하며 흑자 기조가 확인된 만큼 P/E로 지표를 변경했다.

목표배수는 동사의 과거 P/E 밴드 평균 96배에서 12.5%를 할인한 값이다. 기준연도를 28F로 확장하는 만큼 시간 경과에 따른 추정 불확실성을 배수에 반영했다. 기준연도를 28F로 설정한 근거는 이익의 정상화 시점이다. 동사 EPS는 26F 205%, 27F 73% 증가하는 급격한 확대 국면을 거쳐 28F에 37%로 안정된다. 27F까지는 Siyuan 690 램프업에 따른 과도기적 이익이며, 성장률이 30%대로 수렴하는 28F가 정상 이익 수준에 가깝다고 판단한다.

비교군 구성에는 제약이 있다. Moore Threads와 Biren 등 국산 GPU 업체 상당수가 아직 적자 상태여서 P/E 기준 비교가 성립하지 않는다. 당사는 흑자를 시현 중인 국산 반도체 설계 기업 가운데 Hygon과 Montage, GigaDevice 3사를 비교군으로 채택했다. 사업 환경과 배수 체계가 다른 글로벌 팹리스는 제외했다.

3사의 28F P/E 평균은 40.1배로 동사 목표배수를 크게 하회한다. 다만 성장률을 감안하면 평가가 달라진다. 27F 기준 동사의 PEG는 0.64로 3사 평균 1.09를 41% 하회하며, 순이익 증가율 93%는 비교군 중 가장 높다. 국산 AI 칩 진영에서 이익을 내는 사업자가 소수에 그친다는 점 자체가 동사 배수의 근거로 작용하며, 당사는 절대 배수가 아니라 성장 대비 배수로 볼 때 동사가 저평가 구간에 있다고 판단한다.

표 22. 캠브리콘 목표주가 산정

구분	Value	비고
2028F EPS (위안)	24.05	
2028F Target P/E (x)	84	동사 과거 12개월 선행 P/E 밴드 평균 96배에 12.5% 할인 적용 기준연도를 28F로 확장한 데 따른 추정 불확실성 반영
목표주가 (위안)	**2,020.2**	
목표주가 (조정)	**2,020**	
현재주가 (위안)	1,090.64	26. 08. 11 기준
상승여력 (%)	85.2%	투자의견 '매수' 유지

자료: 미래에셋증권 리서치센터

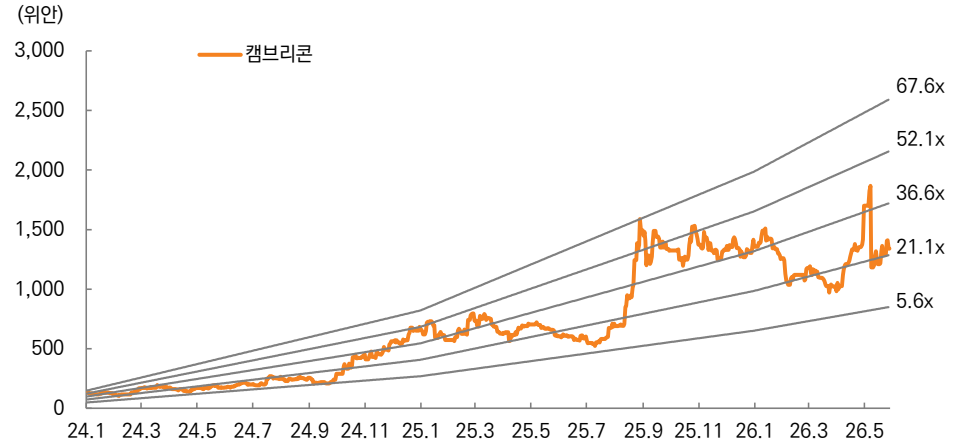
표 23. 캠브리콘 Peer Valuation

기업명	티커	시가총액	매출액			순이익			P/E		
			26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F
Cambricon	688256 CH	714.3	17.7	33.7	51.5	6.0	11.6	17.5	121.2	59.9	38.5
Hygon	688041 CH	671.4	22.5	33.0	46.3	4.6	7.6	11.6	142.9	91.7	62.1
Montage	688008 CH	260.3	7.5	10.9	14.9	3.6	5.4	8.0	71.3	48.2	33.7
GigaDevice	603986 CH	271.6	21.9	28.7	31.0	9.5	12.2	12.4	33.5	25.3	24.4
평균									**82.6**	**55.1**	**40.1**

주: 2026년 8월 11일 종가 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

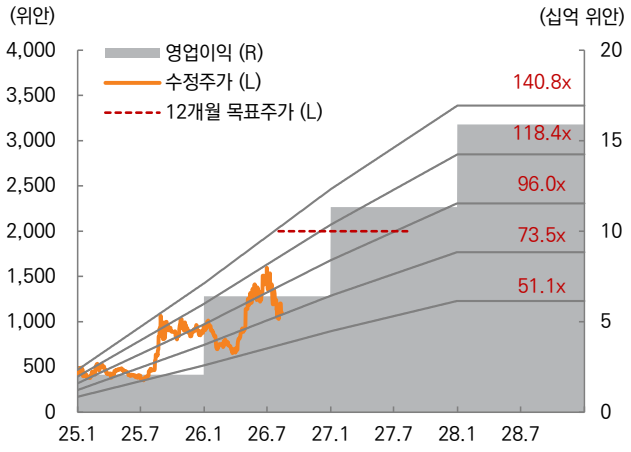
밸류에이션

그림 65. 캠브리콘 12개월 선행 P/S 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 캠브리콘 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 캠브리콘 12개월 선행 EV/Sales 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

1. 화웨이가 채우지 못하는 물량이 흘러가는 자리

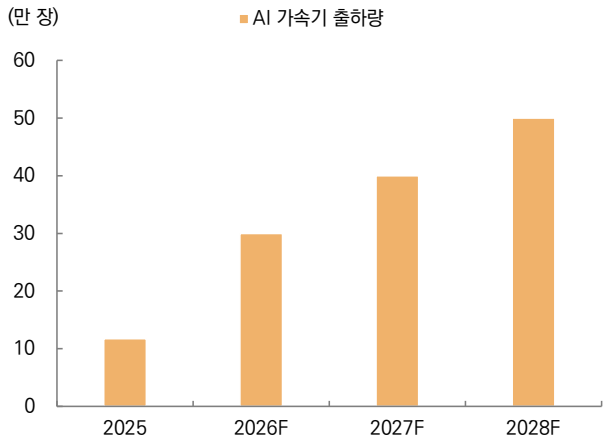
당사는 동사의 투자 매력이 추론 중심으로 재편된 수요와 국산화 정책, 소프트웨어 락인이 동시에 작동하는 데 있다고 판단한다. DeepSeek R1 이후 AI 수요의 무게중심이 학습에서 추론으로 이동하면서 최고 사양이 아니어도 전력당 성능과 가격이 맞으면 채택되는 국면이 열렸다. A100 대비 약 90% 수준의 성능을 구현하면서 H20 대비 30% 저렴한 Siyuan 590이 현실적 대안으로 시장을 흡수한 배경이다.

제품 경쟁력은 690으로 한 단계 올라선다. 690은 학습과 추론을 함께 지원하는 통합 아키텍처 제품으로 26년 양산 공급이 시작됐다. 590 대비 판가가 높아 출하 비중이 오를수록 제품 믹스와 ASP가 함께 개선된다. 동사는 26년 칩 생산량을 전년 대비 3배 이상 확대해 약 50만 대의 가속기 공급을 목표로 하고 있으며, 이 중 30만 대 이상이 590과 690으로 채워질 전망이다.

국산화 정책은 수요의 하방을 규정한다. 미국의 AI 칩 수출 규제로 공급 공백이 심화된 가운데 동사는 외부 IDC 공급이 가능한 사실상 유일한 국산 대안이다. 화웨이의 Ascend는 자사 생태계를 중심으로 공급되므로 상용 조달 시장에서 동사의 위치는 독립적이다. MIIT 정부 조달 목록 등재로 공공부문 수요가 확정됐고, 25년 11월 국가 재정이 투입된 신규 데이터센터에서 외산 가속기가 전면 배제되며 정책 수요 기반이 한층 공고해졌다.

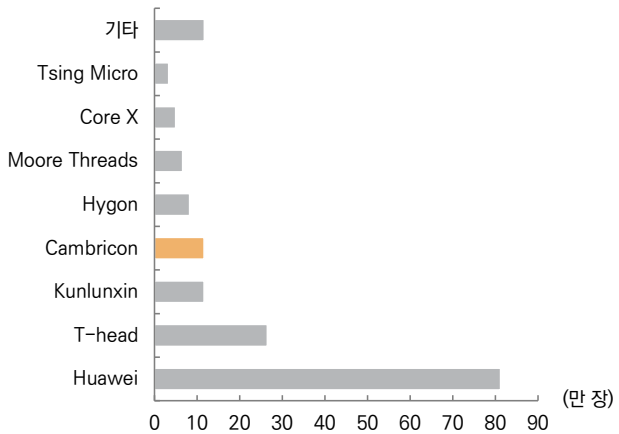
소프트웨어가 전환 비용을 낮춘다. 자체 개발 플랫폼 NeuWare는 풀스택으로 진화하며 DeepSeek-V4 Day 0 최적화를 달성했고, GPU 원클릭 마이그레이션 툴로 기존 코드의 이식 비용을 사실상 제거했다. 하드웨어 성능 격차가 남아 있는 구간에서 소프트웨어 호환성이 채택의 실질적 관문이라는 점에서, 이 부분이 동사의 락인을 강화하는 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

그림 68. 캠브리콘 AI 가속기 출하량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 중국 AI 가속기 브랜드별 판매량



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

고객 집중 및 조달 제약 리스크

고객 집중도가 가장 큰 하방 요인으로 판단한다. 25년 상반기 기준 상위 5개 고객이 매출의 94%, 최대 고객 한 곳이 약 80%를 차지한다. 단일 고객의 발주 계획 변경만으로 실적 전반이 좌우되는 구조이며, 국산 AI 반도체 수요가 소수 빅테크와 공공 프로젝트에 집중된 시장 구조상 단기간에 완화되기 어려운 것으로 파악된다.

수율 개선이 지연될 가능성도 리스크다. 주력 칩 Siyuan 590과 690의 수율은 약 20% 수준으로 같은 SMIC N+2 공정을 쓰는 화웨이 Ascend 910C의 40~50%에 못 미친다. 수율은 동일한 웨이퍼 투입에서 나오는 출하량을 직접 결정하므로, 개선이 지연될 경우 물량 목표와 원가 구조가 동시에 훼손된다. 당사 추정의 상당 부분이 학습곡선에 따른 수율 개선을 전제하고 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

파운드리 캐파 배정에서 후순위에 놓일 수 있다. SMIC의 선단 캐파가 확대되고 있으나 화웨이 물량이 우선 배정되는 구조에서, 동사가 확보하는 잔여 캐파가 곧 출하 상한이 된다. 화웨이가 생산 목표를 상향하거나 조기 달성할 경우 동사에 배정되는 물량이 줄어들 여지가 있다.

HBM 조달도 변수다. 국산 HBM 캐파가 팹리스 전체 수요를 충족하지 못하는 상황에서 화웨이가 자체 HBM 개발로 대응하는 반면 동사는 CXMT 공급에 의존한다. 해외 재고가 소진된 이후 배정 경쟁에서 불리해질 수 있으며, 이는 동사가 자체적으로 통제할 수 없는 영역이다.

미중 규제는 양방향 리스크로 작용한다. 제재가 강화되면 파운드리와 메모리 조달 경로가 추가로 제약되고, 반대로 규제가 완화되어 엔비디아 제품의 중국 판매가 재개되면 동사가 확보한 국산화 프리미엄이 약화된다. 동사 성장의 상당 부분이 외산 배제라는 정책 환경에 기대고 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

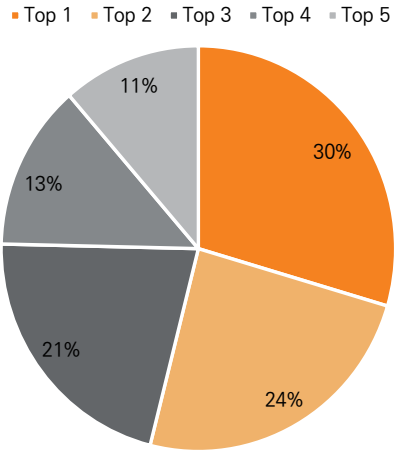
기업 개요

중국 국산 AI 칩 선두주자

동사는 중국의 AI 반도체 전문 기업으로, 클라우드/엣지/단말기 전 영역에 걸쳐 AI 연산칩 라인업을 보유하고 있다. 클라우드용 AI 가속기 제품은 Siyuan(MLU) 시리즈로 구성되며, ByteDance, Alibaba 등 중국 클라우드 사업자를 고객사로 확보하고 있다. S/W에서는 자체 개발 플랫폼 NeuWare를 통해 CUDA 의존도를 낮추는 생태계를 구축 중이다.

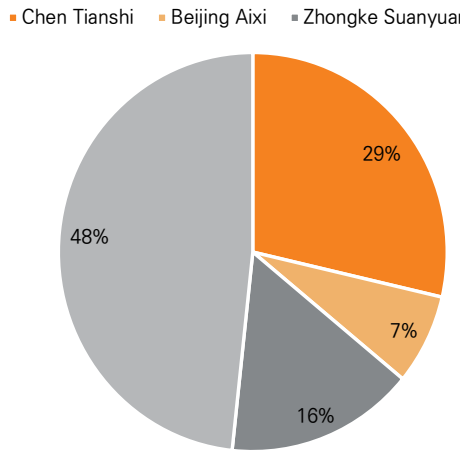
지식재산권 측면에서도 동사는 광범위한 포트폴리오를 구축하고 있다. 25년 12월 31일 기준 누적 특허 출원 건수는 2,846건이며, 이 가운데 발명특허가 97%에 달한다. 이러한 IP 포트폴리오는 지속적인 R&D 투자에 기반하고 있다. 동사의 R&D 비율은 22년 208.9%, 23년 157.5%, 24년 103.5%로 매출을 상회하는 수준이었으나, 25년 Siyuan 590 출하 급증으로 매출이 확대되면서 20.8%로 정상화됐다.

그림 70. 캠브리콘 상위 5위 고객사 매출 비중 구조



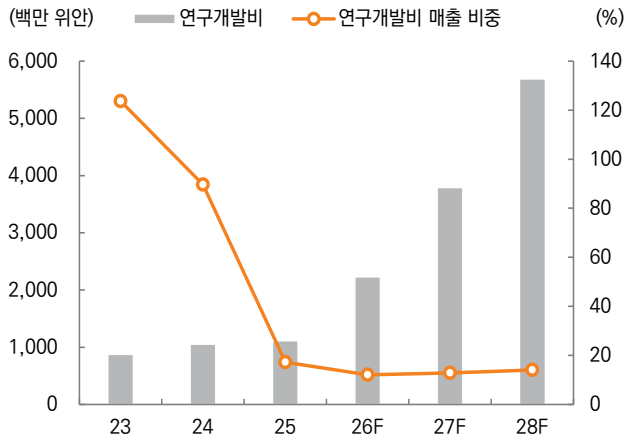
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 캠브리콘 지배구조 현황



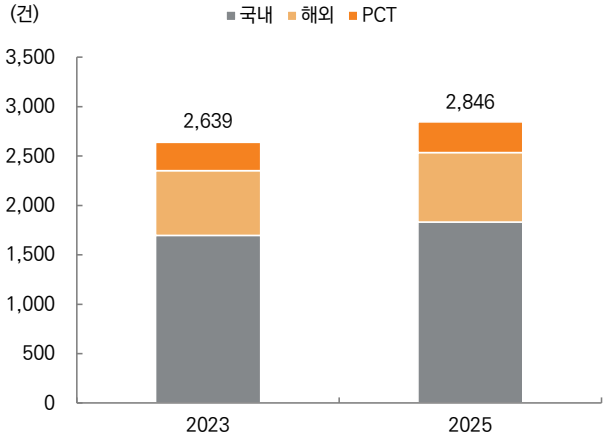
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 캠브리콘 연간 R&D 비용 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 캠브리콘 특허 출원 현황



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

캠브리콘 (688256 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**6,497**	**18,384**	**29,715**	**41,279**
매출원가	**3,048**	**8,587**	**13,372**	**18,947**
매출총이익	**3,449**	**9,797**	**16,343**	**22,332**
판매비와관리비	**1,388**	**3,391**	**5,014**	**6,431**
영업이익	**2,061**	**6,406**	**11,329**	**15,900**
비영업손익	**-2**	**-2**	**-2**	**-2**
금융손익	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-2	-2	-2	-2
법인세차감전순이익	2,059	6,404	11,327	15,898
법인세	1	51	340	795
당기순이익	**2,058**	**6,353**	**10,987**	**15,104**
지배주주	2,059	6,355	10,991	15,109
비지배주주	-1	-2	-4	-5

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	453.4	183.0	61.6	38.9
매출총이익증가율	445.7	184.1	66.8	36.6
영업이익증가율	-552.0	210.8	76.8	40.3
순이익증가율	-550.3	208.7	72.9	37.5
EPS증가율	-	205.7	73.0	37.5
매출총이익률	53.1	53.3	55.0	54.1
영업이익률	31.7	34.8	38.1	38.5
당기순이익률	31.7	34.6	37.0	36.6

예상 재무상태표 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**12,080**	**20,005**	**32,800**	**48,632**
현금성자산	929	4,137	8,416	10,230
매출채권	809	1,213	1,941	2,717
재고자산	4,944	5,932	7,119	9,254
기타유동자산	5,398	8,723	15,324	26,431
비유동자산	**1,357**	**1,651**	**2,025**	**2,521**
투자자산	419	707	1,074	1,563
유형자산	553	553	553	553
무형자산	189	196	202	210
기타비유동자산	196	195	196	195
자산총계	**13,438**	**21,656**	**34,825**	**51,153**
유동부채	**1,333**	**2,711**	**4,262**	**4,623**
매입채무	1,116	2,120	3,180	2,862
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	217	591	1,082	1,761
비유동부채	**261**	**756**	**1,388**	**2,251**
장기금융부채	5	5	-2	-12
기타비유동부채	256	751	1,390	2,263
부채총계	**1,594**	**3,467**	**5,650**	**6,874**
지배주주지분(연결)	**11,829**	**18,184**	**29,175**	**44,284**
자본금	422	422	422	422
자본잉여금	11,270	11,270	11,270	11,270
이익잉여금	164	6,519	17,510	32,619
기타	-27	-27	-27	-27
비지배주주지분(연결)	**7**	**5**	**1**	**-5**
자본총계	**11,836**	**18,189**	**29,176**	**44,279**

예상 현금흐름표 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**-498**	**5,060**	**9,126**	**11,070**
당기순이익	0	6,353	10,987	15,104
감가상각비	0	0	0	0
기타	-498	-1,293	-1,861	-4,034
투자활동 현금흐름	**-4,530**	**-3,902**	**-7,220**	**-11,974**
- 자본적 지출(CAPEX)	-569	-626	-688	-757
기타	-3,961	-3,276	-6,532	-11,217
재무활동 현금흐름	**3,986**	**-11**	**-18**	**-13**
배당금	4	0	0	0
자본 증가	1,466	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-97	-11	-18	-13
기타	2,613	0	0	0
현금의 증감	-1,043	3,207	4,280	1,814
기초현금	1,972	929	4,137	8,416
기말현금	929	4,137	8,416	10,230

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	275.0	107.8	62.3	45.4
P/S (배)	88.0	37.3	23.1	16.6
P/B (배)	48.2	37.6	23.5	15.5
EV/EBITDA (배)	277.5	88.3	49.0	34.1
EPS	3.31	10.11	17.49	24.05
BPS	18.86	28.97	46.47	70.51
DPS	1.01	1.01	1.01	1.01
배당성향 (%)	30.5	30.5	30.5	30.5
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회전율 (회)	9.9	18.2	18.8	17.7
재고자산회전율 (회)	1.9	3.4	4.6	5.0
매입채무 회전율 (회)	3.7	5.3	5.0	6.3
ROA (%)	20.4	36.2	38.9	35.1
ROE (%)	23.9	42.3	46.4	41.1
ROIC (%)	43.5	95.1	151.3	165.4
부채비율 (배)	13.5	19.1	19.4	15.5
유동비율 (배)	906.3	737.9	769.6	1,051.9
순차입금/자기자본 (배)	-43.7	-62.5	-74.8	-77.6

자료: 캠브리콘, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.8.13

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	CNY 80.0
현재주가(26/8/11)	CNY 50.40
상승여력	58.7%

상하이 종합(p)	3,934.09
EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
배당수익률(%)	N/A
시가총액(십억CNY)	3,370.80
시가총액(조원)	707.09
상장주식수(백만주)	66,880.9
60일 평균 거래대금(십억CNY)	43.09
52주 최저가(CNY)	47.00
52주 최고가(CNY)	55.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-	-	-
상대주가	-	-	-



[차이나테크]
강민희
minhui.kang@miraeasset.com

688825 CH · 중국 반도체 · 중국

CXMT

마침내 깨어난 거인의 시간

투자의견 '매수', 목표주가 80위안 유지

동사의 목표주가 80위안을 유지한다. 목표주가는 동사의 27F EPS 3.98위안에 목표 배수 P/E 20배를 적용했다. 목표배수는 중국 주요 반도체 기업의 27F P/E 평균 45.6배와 글로벌 메모리 피어 3.8배 사이에서 설정한 값으로, 동사가 국산화 프리미엄을 공유하면서도 메모리 사이클 산업에 속한다는 이중 성격을 반영했다.

동사는 상장 이후 대형 IPO 조기 편입 규정에 따라 8/10일 MSCI 중국 전종목 지수와 중국 대형주 전종목 지수에 편입됐다. A주 시총 1위에 올라선 만큼 향후 정기 리뷰에서 추가 지수 편입 가능성도 열려 있다고 판단한다.

투자포인트: 중국 메모리 자립 내수 DRAM 공급 공백 유일 대체제

1) AI 가속기 국산화 기조 수혜: 25년 중국 GPU 시장에서 국산 비중이 41%까지 확대되었으며, 하위 업체들간 물량 격차가 크지 않은 다자 경쟁 구도다. 이에 따라 동사의 메모리 고객군이 국산 GPU 생태계 전반으로 확산될 것으로 기대한다.

2) 중국 내수 범용 DRAM 공급 공백 흡수: 미국 빅테크의 데이터센터 투자 확대로 글로벌 빅3의 웨이퍼가 HBM에 우선 배정되며 중국 시장의 메모리 공급 공백이 심화되고 있다. 이에 따라 중국 내수의 메모리 공백은 동사가 채울 수밖에 없는 구조로 이어지며, 공급자 우위 구도 아래 가격 협상력 또한 강화될 것으로 판단한다.

3) LTA 기반 외형 성장성 확보: 메모리 초과 수요 국면에서 주요 빅테크는 기존 1~2년 계약 기간에서 3~5년으로 전환되는 추세다. 동사 또한 주요 빅테크향 메모리 LTA를 잇따라 체결하며 안정적 외형 성장 경로를 구축할 것으로 예상한다.

실적 전망: P, Q 동반 상승, 실적 랠리 시작

26년 매출액은 2,850억 위안(YoY +401%, 한화 62조원), 영업이익 1,809억 위안(YoY +1,601%, 한화 39조원)을 기록하며 성장 모멘텀이 지속될 전망이다. IPO 자금 기반 CapEx 집행에 따른 Q(Bit 생산량) 증가와, 메모리 초과 수요에 따른 ASP 증가가 동시 작용할 전망이다. 또한 제품 믹스 고도화에 따른 마진 개선도 기대된다.

리스크: HBM 선단 공정 수율은 아직

HBM 양산을 위해 DUV 멀티패터닝 공정 성숙도를 높이는 것이 급선무다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (mn)	24,178	61,799	285,043	436,079	530,906
영업이익 (mn)	-6,059	10,640	180,941	295,620	399,893
영업이익률 (%)	-25.1	17.2	63.5	67.8	75.3
순이익 (mn)	-7,145	1,875	166,807	257,742	308,559
EPS	-0.13	0.03	2.49	3.98	4.84
ROE (%)	-17.5	3.8	54.5	44.2	34.4
P/E (배)	-	-	19.7	12.3	10.1
P/B (배)	-	-	10.4	5.7	3.6

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 80위안 유지

동사에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 80위안을 유지한다. 목표주가는 동사의 27F EPS 3.98위안에 목표배수 P/E 20배를 적용해 산출했다.

당사는 중국 주요 반도체 기업을 1차 비교군으로 삼되 메모리 사이클 특성을 반영해 할인을 적용했다. 중국 반도체 상위 기업 5개사의 27F P/E 평균은 45.6배이며, 목표배수 20배는 이를 56% 할인한 수준이다. 할인의 근거는 26F에서 27F가 동사 이익의 급증 구간이라는 점에 있다. 사이클 정점의 이익에 정상 배수를 적용하면 과대평가 소지가 있으며, 글로벌 메모리 피어가 27F P/E 3.8배에 거래되는 것이 이러한 배수 특성을 보여준다.

다만 글로벌 메모리 수준까지 할인할 이유는 없다고 판단한다. 동사의 성장이 업황뿐 아니라 국산화 침투에서 나오기 때문이다. 25년 글로벌 DRAM 점유율 7.67%는 캐파 확대와 함께 상승할 여지가 크고, 26F에서 27F 순이익 증가율 84%도 글로벌 메모리 3사의 40%대를 상회한다. 현재 동사의 27F P/E는 12.9배로 목표배수 대비 36% 할인된 상태다. 상장 이후 이력이 짧아 시장이 이익 가시성을 충분히 반영하지 못한 결과로 파악되며, HBM 양산이 가시화되는 시점에 격차가 축소될 전망이다.

표 24. CXMT 12개월 목표주가 산정

구분	Value	비고
2027F EPS (위안)	3.98	
2027F P/E (x)	12.3	
Target P/E (x)	20	중국 반도체 주요 기업 27F P/E 평균 45.6배와 글로벌 메모리 피어 3.8배 사이에서 설정
목표주가 (위안)	**79.6**	
목표주가 (조정)	80	
현재주가 (위안)	50.4	26.08.11 종가 기준
상승여력 (%)	**58.7**	투자의견 '매수' 유지

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 중국 및 글로벌 메모리 IDM 업체 Peer Valuation (십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
CXMT	688825 CH	530.8	45.7	77.4	22.3	41.1	69.0	55.5	22.3	12.9	12.9	6.8	13.6	7.0
SMIC	002371 CH	100.0	11.6	13.8	1.0	1.5	4.7	6.1	65.1	47.0	3.1	6.7	3.2	3.0
NAURA	688120 CH	81.8	7.5	9.7	1.1	1.7	17.5	79.6	71.6	49.3	12.3	10.1	55.8	39.4
Montage	688008 CH	39.3	1.1	1.6	0.5	0.8	21.9	24.8	70.7	47.9	14.1	11.5	74.3	47.1
GigaDevice	603986 CH	43.1	3.2	4.3	1.4	1.8	38.2	33.0	33.0	24.9	9.4	6.8	27.2	20.2
캠브리콘	688256 CH	103.0	2.6	5.0	0.9	1.7	38.0	49.8	119.2	58.9	40.6	25.3	116.6	56.6
중국 반도체 주요 기업 평균							**24.0**	**38.6**	**71.9**	**45.6**	**15.9**	**12.1**	**55.4**	**33.3**
SK하이닉스	000660 KS	98.7	242.3	370.0	156.9	234.2	97.5	66.0	5.6	3.8	3.6	1.9	3.9	1.9
삼성전자	005930 KS	242.4	487.8	637.8	203.5	291.0	51.4	46.2	5.5	3.8	2.4	1.6	3.2	1.8
마이크론	MU US	98.8	129.6	248.7	83.1	175.1	74.6	72.8	12.6	6.2	7.7	3.6	9.9	4.6
난야	2408 TT	3.8	10.7	16.3	6.6	9.9	71.1	59.3	6.9	4.4	3.8	2.2	4.3	2.4
글로벌 메모리 기업 평균							**73.7**	**61.6**	**7.6**	**4.5**	**4.4**	**2.3**	**5.3**	**2.7**

주: Bloomberg 컨센서스 기준, 2026년 8월 11일 종가 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

실적 랠리 시작, P, Q 동반 상승

동사는 올해도 전년 흑자 전환에 이어 고성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 당사 추정 기준 26년 매출액은 2,850억 위안(YoY +401%, 한화 62조원), 영업이익 1,809억 위안(YoY +1,601%, 한화 39조원)을 기록하며 성장 모멘텀이 지속될 전망이다.

시장조사기관 Trendforce에 따르면 26년 글로벌 DRAM ASP는 YoY +232% 상승할 것으로 예상되며, 당사는 동사의 26년 ASP를 YoY +228%로 추정해 시장 평균에 대체로 부합하는 수준으로 판단한다. 다만 이 상승분은 단순 업황 가격 전가보다 제품 믹스 개선에 기인하는 부분이 크다고 판단한다.

동사의 제품 포트폴리오가 저가 범용 제품에서 DDR5 및 LPDDR5X 등 고부가 제품으로 전환되고 있으며, 여기에 IPO 자금을 기반으로 한 공격적인 CapEx 집행에 따른 Bit 생산량 확대가 더해지면서 P, Q 동반 상승 구간에 진입할 것으로 판단한다. 다만 올해는 Q 증가분(YoY +53%)보다 P 상승분(YoY +228%)이 실적 견인의 주요 동인으로 작용할 것으로 전망한다. 이는 메모리 쇼티지 국면에서 Capa 증설에 따른 생산 기반 확대보다 가격이 더욱 민감하게 반응하기 때문이다.

27년 매출액은 4,308억 위안(YoY +52%, 한화 93조원), 영업이익 2,956억 위안(YoY +63%, 한화 64조원)을 기록할 것으로 전망한다. DRAM 가격 상승 사이클이 27년에 정상화 구간에 진입하면서 동사의 ASP 역시 완만하게 증가할 전망이다. 또한 27년부터 HBM 양산에 본격적으로 돌입하면서 매출에 기여하기 시작할 것으로 기대되나, 초기 가동 단계의 낮은 수율로 인해 HBM 매출 기여가 가시화되는 시점은 28년부터일 것으로 전망한다.

표 26. CXMT 실적 추이 및 전망 (%)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (조 원)	**1.3**	**2.0**	**3.6**	**6.4**	**11.0**	**13.9**	**16.8**	**20.1**	**13.4**	**61.9**	**94.6**	**106.8**
매출액 (백만 위안)	6,202	9,236	16,646	29,715	50,800	64,200	77,521	92,522	61,799	285,043	436,079	492,372
매출액 (백만 달러)	856	1,275	2,297	4,101	7,620	9,630	11,628	13,878	8,528	42,756	65,086	73,488
QoQ/YoY	-21.2	48.9	80.2	78.5	85.8	26.4	20.8	19.4	155.6	401.3	52.2	12.9
ASP ($/Gb)	**0.18**	**0.21**	**0.34**	**0.58**	**0.90**	**1.05**	**1.21**	**1.33**	**0.35**	**1.13**	**1.48**	**1.33**
QoQ/YoY	-26.1	14.6	63.6	69.1	56.5	16.3	15.0	10.0	33.7	228.0	30.0	-10.0
Bit 생산량 (mn Gb)	4,701	6,111	6,732	7,109	8,441	9,168	9,627	10,445	24,653	37,680	44,122	55,354
QoQ/YoY	6.7	30.0	10.2	5.6	18.7	8.6	5.0	8.5	87.9	52.8	17.1	25.5
Bit/Wafer (K Bit)	6,813	7,835	8,311	8,463	9,702	10,187	10,696	11,231	7,901	10,129	11,142	12,813
QoQ/YoY	-2.6	15.0	6.1	1.8	14.6	5.0	5.0	5.0	24.7	28.2	10.0	15.0
영업이익 (백만 달러)	**-391**	**-191**	**157**	**1,893**	**5,315**	**6,030**	**6,920**	**8,876**	**1,468**	**27,141**	**42,306**	**49,237**
QoQ/YoY	-45.6	-15.0	6.8	46.2	69.7	62.6	59.5	64.0	흑전	1,748.4	55.9	16.4
OPM	-390	-174	-261	1,084	4,952	5,548	6,339	8,182	17.2	63.5	65.0	67.0
순이익 (백만 달러)	**-45.6**	**-13.7**	**-11.4**	**26.4**	**65.0**	**57.6**	**54.5**	**59.0**	**259**	**25,021**	**39,052**	**45,563**
QoQ/YoY	적지	적지	적지	흑전	356.8	12.0	14.2	29.1	흑전	9,570.7	56.1	16.7
NPM	-45.6	-13.7	-11.4	26.4	65.0	57.6	54.5	59.0	3.0	58.5	60.0	62.0

자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터 추정

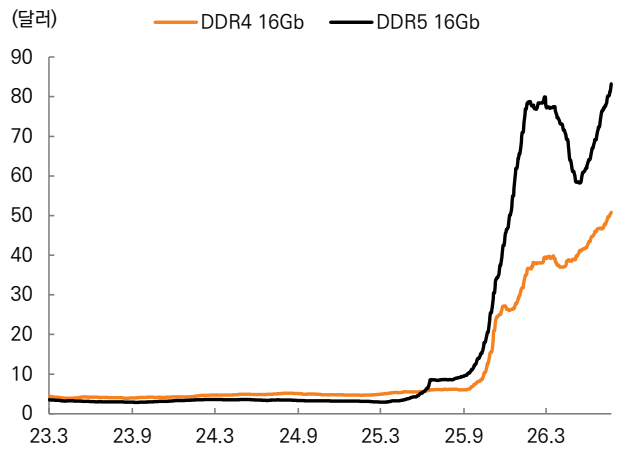
P(판가): DRAM 초과 수요에 따른 ASP 상승

시장조사기관 Trendforce는 DRAM 가격 전망치를 분기마다 상향 조정하고 있다. Omdia에 따르면 26년 DRAM 시장 규모가 전년 대비 약 2배로 성장할 것으로 전망하며, 공급 부족 해소 시점을 27년 하반기 이후로 제시했다. 이는 곧 ASP 상승으로 이어질 전망이다.

당사 추정 CXMT의 DRAM ASP는 25년 연간 기준으로 0.35달러/Gb로, 26년 연간 ASP는 YoY +228% 상승한 1.13달러/Gb를 기록할 것으로 추정한다. 동사는 이미 작년 LPDDR5X 양산을 개시했으며, 올해 DDR5 출하 비중 확대와 함께 LPDDR5X 최상위 스펙 제품의 양산 진입이 예상된다. 이에 따라 제품 믹스 고도화에 따른 추가 ASP 상승 여력이 있다고 판단한다.

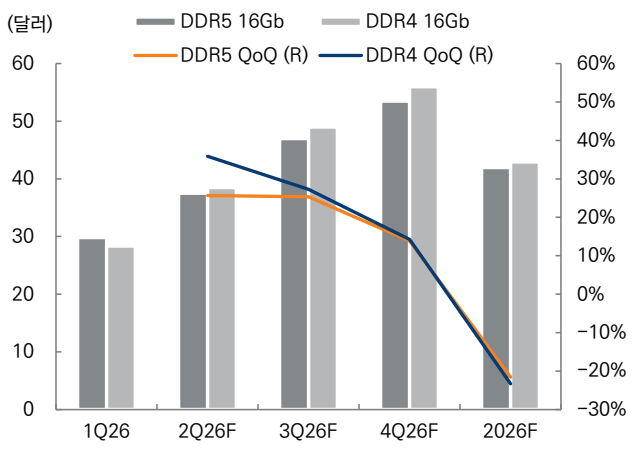
28년 이후에는 DRAM 가격 상승 사이클이 정상화 국면에 진입하며 상승폭이 둔화될 것으로 전망한다. 다만 동사는 28년부터 HBM 양산을 본격화할 것으로 예상되며, 이로 인해 Blended ASP 상승에 추가로 기여하며 가격 상승 효과가 글로벌 업황과 무관하게 27년 이후에도 이어질 것으로 전망한다.

그림 74. 글로벌 DRAM 16Gb 현물 가격 추이



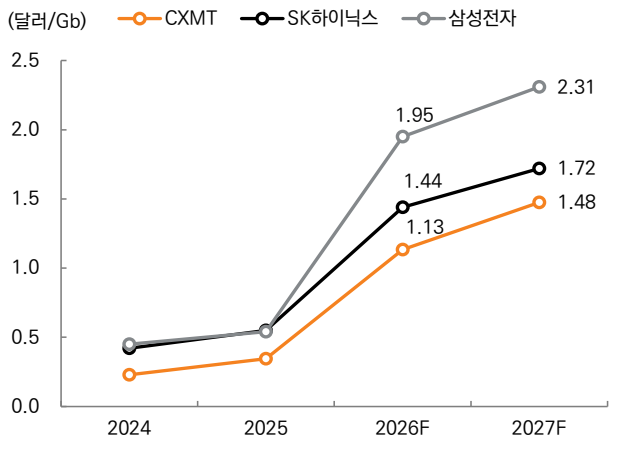
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 글로벌 DRAM 분기 계약 가격 전망



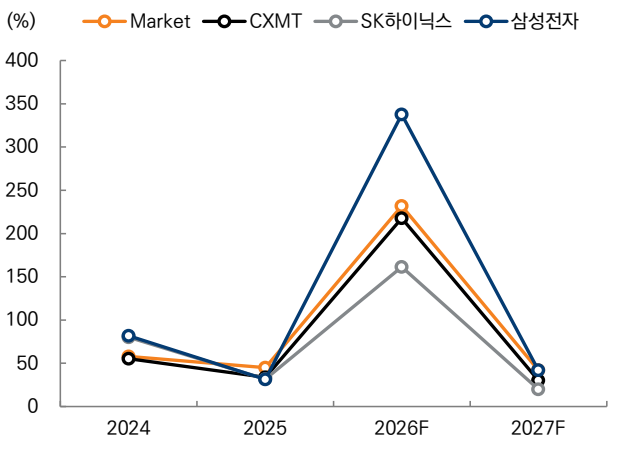
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 글로벌 주요 메모리사 DRAM ASP 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 글로벌 주요 메모리 DRAM ASP 상승률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Q(출하량): 증설은 이제 시작이다

동사는 27년부터 증설 속도가 가속화될 것으로 전망한다. 허페이와 베이징에 위치한 기존 팹 3기는 25년 말 기준 평균 가동률 95%에 도달했으며, 올해에도 풀캐파 운영이 이어질 전망이다. 당사는 26년 말 기준 월 평균 웨이퍼 생산능력은 31만 장 수준까지 확대될 것으로 예상한다.

현재 증설 중인 상하이 팹은 향후 CXMT의 전략적 핵심 생산기지가 될 전망이다. 상하이 팹은 동사의 HBM 생산 핵심 허브가 될 것으로 예상되며, 디자인 캐파는 허페이 팹의 2~3배 수준으로 파악된다. 동사의 HBM 양산 일정은 공식적으로 공개된 바 없으나, 업계에 따르면, 증설 타임라인은 26년 말 설비 설치 완료 후 27년 램프업, 28년 풀가동을 목표로 하고 있다.

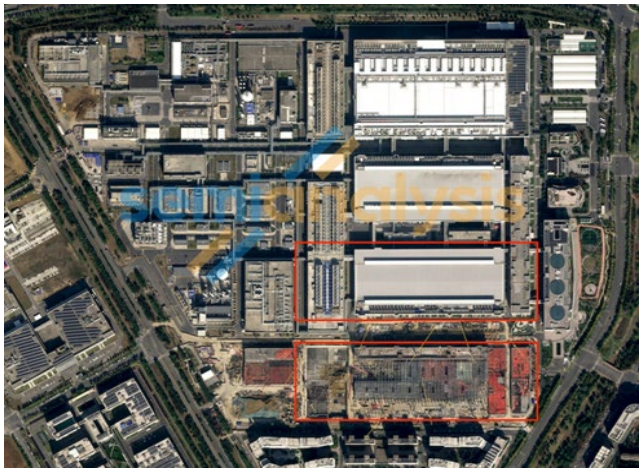
동사는 현재 G4 노드 공정으로 HBM3E 개발을 진행 중이며, 화웨이, 알리바바, 캠브리콘 등 주요 고객사 대상으로 샘플 공급을 진행하고 있는 것으로 파악된다. 메모리 빅3와의 기술 격차는 약 3년 수준으로 추정된다.

표 27. CXMT 팹 분기별 생산능력 추이 (k WPM)

팹 구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
허페이 팹 1기	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	110
허페이 팹 2기	60	80	90	100	100	100	100	100	100	100	100	100
베이징 팹 1기	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	40
베이징 팹 2기	40	50	50	50	60	70	70	70	60	70	70	70
상하이 팹 1기								10	20	40	50	60
합계	**230**	**260**	**270**	**280**	**290**	**300**	**300**	**310**	**310**	**340**	**350**	**380**

자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. CXMT 허페이 팹 위성지도



자료: SemiAnalysis, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. CXMT 상하이 팹 부지 위성지도



자료: Baidu, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

1. AI 가속기 국산화 기조 수혜

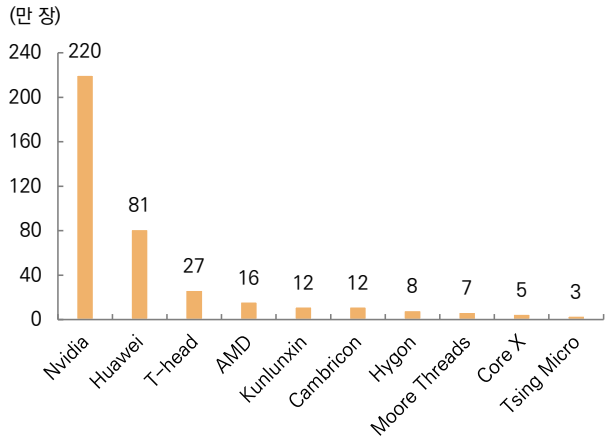
동사는 국산화 기조 아래 국가자본의 지지가 가장 두터운 기업 중 하나로 판단한다. 대기금 2기를 포함한 국유자본이 지분 36% 이상을 보유하고 있으며, 23년 증자 당시 대기금 2기가 145.6억 위안을 투입해 자회사 지분 33.15%를 확보한 이력을 고려하면 국가자본이 동사를 국산 메모리 국산화의 핵심 축으로 규정하고 있다고 판단한다.

국산화 수혜는 메모리 자체보다 GPU 생태계를 통해 더 뚜렷하게 확인된다. IDC에 따르면 25년 중국 AI 가속기 총 출하량 약 400만 개 중 국산 제조사 비중이 41%(약 165만 개)까지 올라선 반면, 엔비디아는 미국 수출 통제 이전 약 95%에 달했던 점유율이 55%(약 220만 개)까지 위축됐다.

국산 진영 내부는 화웨이 Ascend가 81만 개로 1위를 차지했으나, 알리바바 T-Head, 바이두 쿤룬신, 캠브리콘 등 2~8위 간 물량 격차가 크지 않다. 국산 GPU 시장이 화웨이 원톱 과점 구조가 아니라 다수 팹리스가 동시에 경쟁하는 초기 다자 경쟁 국면에 있다고 판단한다.

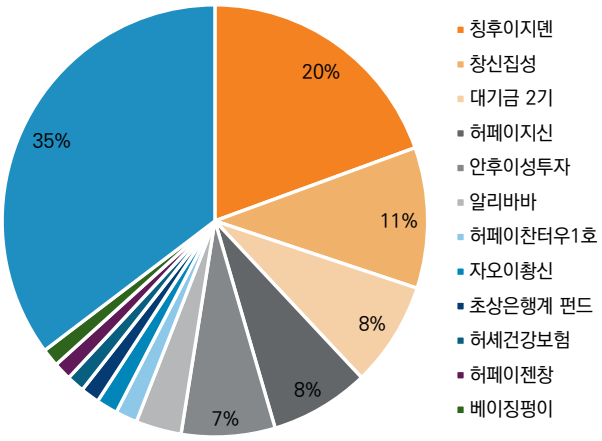
이러한 다자 경쟁 구도는 동사에 유리하게 작용할 것으로 판단한다. AI 가속기는 HBM과 서버향 DRAM과 페어링되어 공급되는 구조인데, 국산 GPU 진영이 최소 7~8개 팹리스로 분산돼 있다는 것은 동사의 잠재 고객군이 그만큼 넓다는 의미다. 특정 GPU 업체 한 곳에 대한 의존도 없이 국산 GPU향 메모리 수요 전반을 흡수할 수 있는 위치에 있으며, 대기금을 중심으로 한 국가자본의 지속적 지원이 이러한 포지셔닝을 뒷받침하는 구조라고 판단한다.

그림 80. 25년 중국 AI 가속기 브랜드별 판매량 추이



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. CXMT 지분 구조



자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

2. 중국 내수 범용 DRAM 공급 공백 흡수

당사는 미국 하이퍼스케일러의 26년 CapEx 총액은 $806B(YoY +73%)로 추정한다. 이 같은 대규모 AI 데이터센터는 HBM의 핵심 수요처다. HBM은 대용량, 고대역폭 특성으로 AI 가속기에 필수적인 반면, 범용 DRAM 대비 웨이퍼 소모량이 3~4배에 달하고 가격도 DDR5 대비 4배 이상 높게 형성돼 있다. 이에 따라 글로벌 빅3는 제한된 생산능력을 HBM에 우선 배정할 유인이 크다.

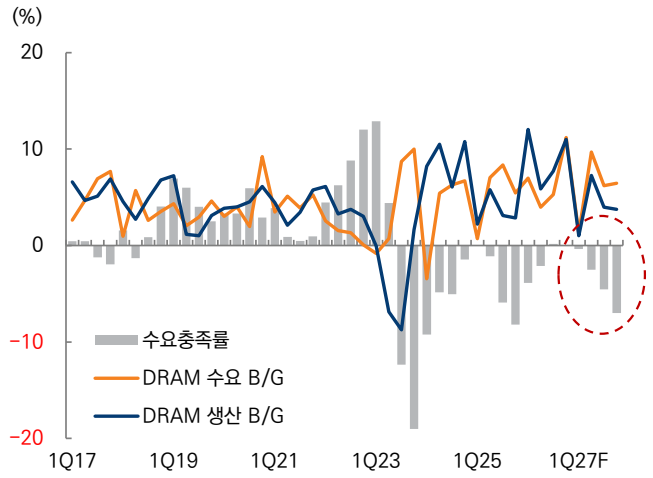
여기에 더해 범용 DRAM 생산능력마저 미국 정부의 생산시설 이전 압박과 마이크론의 소비자용 물량 축소까지 겹치면서, 미국 외 시장의 메모리 공급 공백이 심화되고 있다.

중국 내수의 메모리 공급 공백은 결국 동사가 채울 수밖에 없는 구조로 이어진다. 중국 빅테크의 AI 인프라 투자 역시 확대되고 있는 가운데 대안 공급처가 절실한 상황이다. 공급자 우위 구도가 지속되는 한 동사의 가격 협상력 또한 강화될 것으로 판단한다.

금번 애플이 CXMT와 공급 논의를 진행한 점에 주목한다. 글로벌 메모리 빅3가 사실상 가격 주도권을 쥔 구조에서, 최상위 고객사인 애플조차 동사를 대안 공급처로 검토하고 있다는 점은 기존 공급 질서에 변화 조짐이 나타나고 있음을 시사한다.

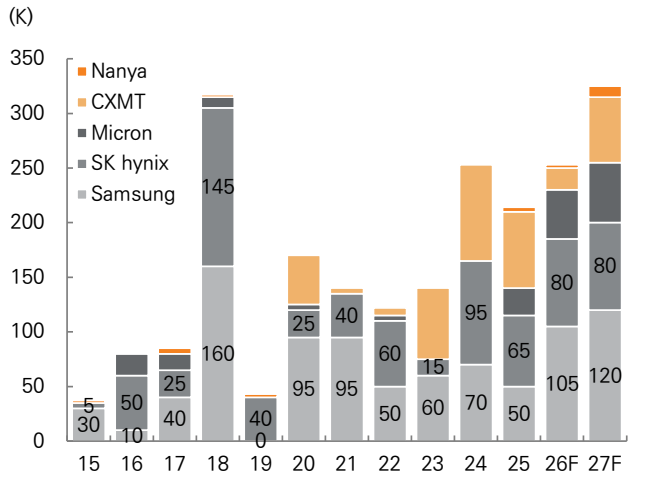
다만 실제 성사 여부는 확정되지 않았다. 검토 범위가 중국향 판매 기기로 한정될 가능성이 높아 매출 기여는 제한적일 것으로 예상되며, 동사가 미 국방부 블랙리스트(1260H)에 올라 있어 의회 반대 등 정치적 리스크에 직면해 있다는 점도 유의해야 한다. 당사는 이를 확정 실적 동력이 아닌 잠재적 상방 요인으로 제한적으로 반영한다.

그림 82. DRAM 공급과잉률 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. DRAM 신규 Wafer capa 투입 규모



자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. LTA 기반 외형 성장 시작

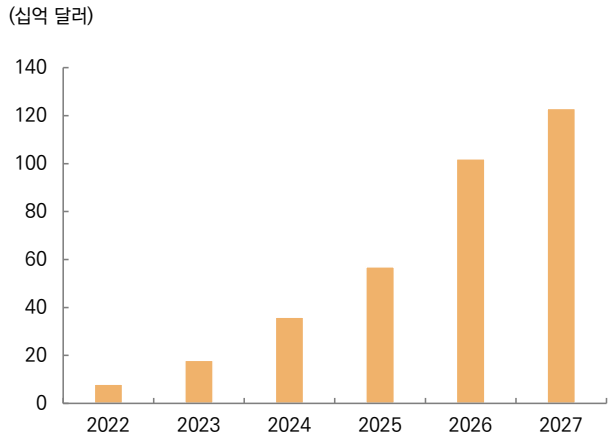
글로벌 서버향 DRAM의 초과 수요 국면이 지속될 것으로 전망한다. Omdia에 따르면, 26년 글로벌 서버형 DRAM 시장점유율은 전년 대비 +10%p 상승한 60%를 기록할 전망이며, 이는 DRAM 수요의 무게중심이 서버로 빠르게 이동하고 있음을 보여준다.

중국 정부 차원에서도 올해부터 향후 5년간 약 2조 위안(약 450조 원) 규모의 데이터센터 투자 계획을 발표하며 AI 인프라 투자 의지를 재차 확인했다. 바이트댄스는 올해 AI 데이터센터 CapEx를 전년 대비 약 2.8배인 최대 700억 달러(약 102조원)로 늘릴 계획이며, 알리바바 역시 26~28년 3년간 클라우드 및 AI 인프라에 최대 3,800억 위안(약 82조원)을 투입할 계획이다. 웨이퍼 재배정 속도가 CapEx 집행 속도를 따라가지 못하는 만큼, 이번 공급 쇼티지는 단순 재고 사이클보다 길게 이어질 것으로 판단한다.

이러한 수요 확대는 실제 계약으로 전환되고 있다. 동사는 26년 6월 텐센트와 3~5년, 약 200억 위안(약 4.6조 원) 규모의 LTA를 체결한 데 이어, 7월에 바이트댄스와 5년간 총 70억 달러(약 10조 원) 규모의 메모리 구매 계약을 체결한 것으로 파악된다. 기존 1년 내외였던 계약 기간이 3~5년으로 늘어난 것은 서버향 DRAM에 대한 하이퍼스케일러의 확보 경쟁이 치열해졌음을 보여주는 신호다.

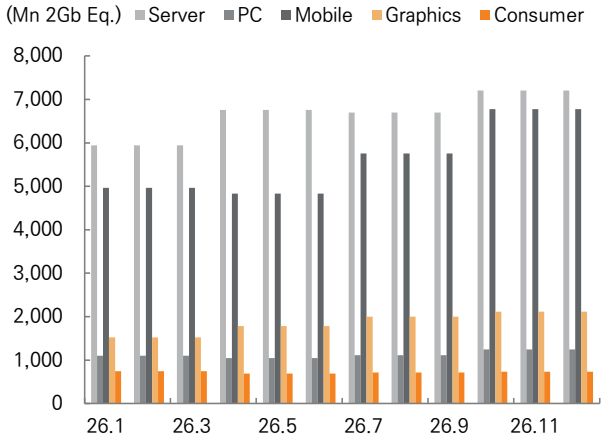
결론적으로 빅3의 범용 DRAM 공급 공백이라는 외생적 요인에 더해, 빅테크향 LTA를 통해 수천억 위안 규모의 수주가 이미 확보되었다는 점에서 중장기 외형 성장 경로가 상당 부분 구축되어 있다고 판단한다.

그림 84. 중국 주요 하이퍼스케일러 CapEx 전망



자료: Goldman Sachs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 글로벌 DRAM 부문별 월간 생산량 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

선단공정 공급 병목 및 수율 리스크

미국의 대중 반도체 장비 수출 규제가 동사의 EUV 공정 전환을 제약하고 있으며, 이는 당사가 반영한 HBM 성장 스토리와 Capa 램프업 일정 전반에 걸친 하방 리스크로 작용한다고 판단한다. 동사는 EUV-Less 공정을 기반으로 16nm DDR5·LPDDR5X를 양산 중이며 DDR5 칩 수율은 24년 말 기준 80% 이상으로 메모리 3사 수준에 근접했으나, Tech node 기준으로는 메모리 3사 대비 약 3~4년의 기술 격차가 존재하는 것으로 추정된다.

HBM 로드맵 지연이 가장 직접적인 리스크로 판단한다. 동사는 25년 초 HBM2 양산에 성공했고 26년 HBM3, 27년 HBM3E 양산을 목표로 하고 있으나, EUV-Less 공정의 한계로 HBM4 진입에는 제약이 있을 가능성이 높다.

수출 규제는 생산능력 확장에도 제약으로 작용하고 있는 것으로 판단한다. 상하이 팹의 설비 반입 및 EUV-Less 공정 전환 과정에서 미국 수출 규제가 병목으로 작용하고 있으며, 이는 당사가 반영한 Capa 램프업 일정 대비 하방 리스크다. 향후 중국 반도체 장비 자립화 속도가 이 격차를 얼마나 좁히는지가 실적 추정의 핵심 변수가 될 전망이다.

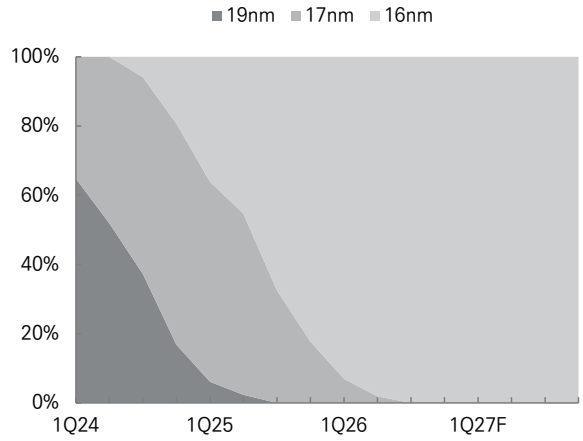
그림 86. CXMT 및 메모리 3사의 HBM 로드맵

	20Y	21Y	22Y	23Y	24Y	25Y	26F	27F
삼성전자	HBM2E		HBM3		HBM3E		HBM4	
SK하이닉스	HBM2E		HBM3		HBM3E		HBM4	
마이크론	HBM2E		HBM3		HBM3E		HBM4	
CXMT						HBM2	HBM3	HBM3E

메모리 3사 대비 기술 격차는 3-4년 수준

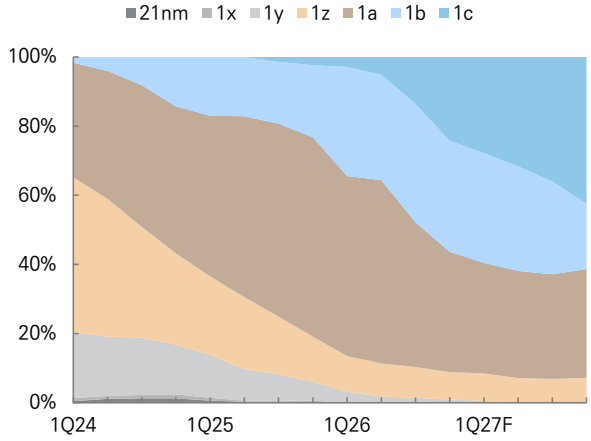
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. CXMT의 DRAM Tech node



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. SK하이닉스의 DRAM Tech node



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

중국 메모리 총아

동사는 중국 내 최대 DRAM 제조사로, 중국의 반도체 자립화를 주도하는 대표 메모리 기업이다. 중국에서 DRAM을 대규모 생산할 수 있는 역량을 보유한 기업은 동사가 유일하며, 주요 고객은 샤오미, 레노버, 알리바바, 바이트댄스 등 중국 내 모바일/PC 제조사와 하이퍼스케일러이다.

동사의 매출 대부분은 범용 DRAM에서 발생하고 있으며, 모바일 노출도가 높아 LPDDR의 매출 비중이 상대적으로 높다. 현재 4세대 DRAM 중심에서 5세대 DRAM을 중심으로 제품 포트폴리오 전환이 진행 중이다. 동사는 25년 하반기부터 단계적으로 4세대 DRAM 생산을 축소해, 26년 하반기에는 4세대 DRAM 생산을 완전히 중단할 계획이다.

DDR 시리즈는 서버, 데스크톱, 노트북 등 컴퓨팅 기기에 사용되는 표준 DRAM 제품이며, LPDDR 시리즈는 저전력 설계를 적용한 모바일용 DRAM으로 스마트폰, 태블릿 등 배터리 기반 단말에 주로 탑재된다. 동사는 DDR5, LPDDR4X, LPDDR5/5X를 중심으로 제품 포트폴리오를 구축하고 있으며, LPDDR 제품은 샤오미, OPPO, vivo, Transsion, Lenovo 등 주요 스마트폰 및 PC 제조사의 공급망에 진입해 있다.

DRAM 모듈은 여러 개의 DRAM 칩을 회로기판 위에 장착해 시스템 주기억장치로 사용되는 메모리 제품으로, 동사는 자사 DDR4·DDR5 칩을 기반으로 다양한 DIMM 제품을 공급하고 있다. RDIMM과 MRDIMM은 서버용, UDIMM과 CUDIMM은 워크스테이션 및 데스크톱용, SODIMM과 CSODIMM은 노트북 및 일체형 PC용, LPCAMM은 고성능 노트북과 모바일 워크스테이션용으로 각각 적용된다.

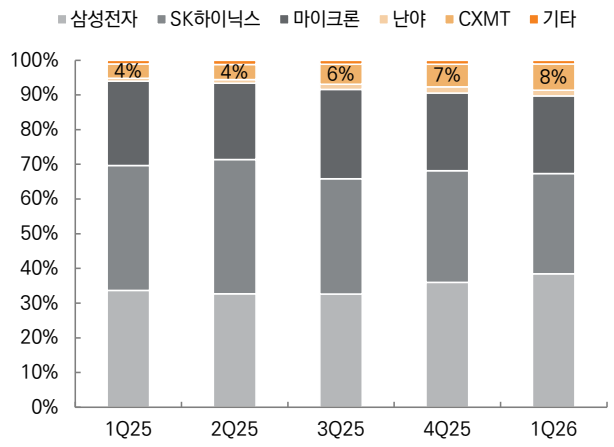
표 28. CXMT DRAM 칩 제품군

제품계열	제품유형	주요 기능	주요 응용처
DDR	DDR4	8Gb/16Gb 용량으로 구성, 최대속도 3200Mbps, 4bit/8bit/16bit로 구성, 8GB/16GB/32GB/64GB 등 다양한 용량의 DDR4 모듈 제조에 활용	서버, 데스크톱, 노트북, 기타 소비재
	DDR5	16Gb/24Gb 용량으로 구성, 최대속도 8000Mbps, 4bit/8bit/16bit로 구성, 8GB/16GB/32GB/64GB/96GB 등 다양한 용량의 DDR5 모듈 제조에 활용	
LPDDR	LPDDR4X	LVSTL 저전력 인터페이스 및 소비전력 저감 설계 적용, 8GB 이하/8GB/12GB/16GB 용량으로 구성, 최대속도 4266Mbps	휴대폰, 태블릿, 노트북, 웨어러블 기기 및 기타 소비재
	LPDDR5/5X	6GB/8GB/12GB/16GB 용량으로 구성, 최대속도 10667Mbps, 내장 오류정정 코드(ECC) 등 기술로 시스템 오류 감소 및 안정성 강화	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

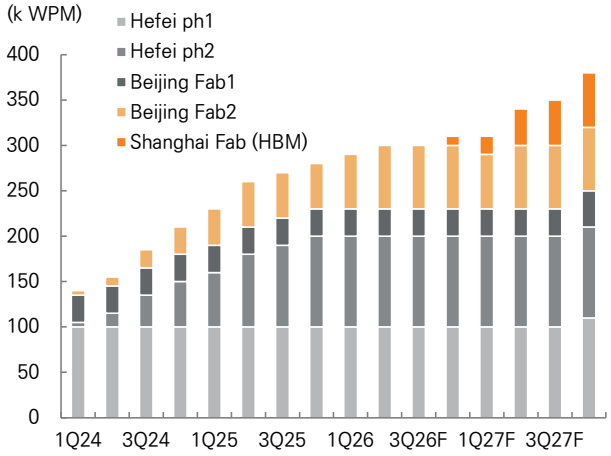
Appendix

그림 89. 글로벌 주요 DRAM 업체 분기별 시장점유율 추이



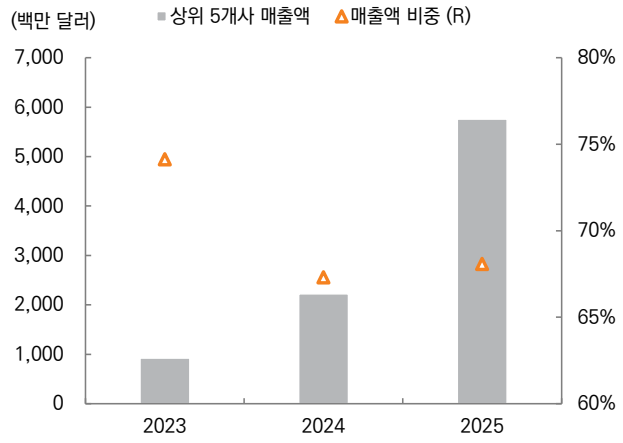
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. CXMT 팹별 생산능력 추이 및 전망



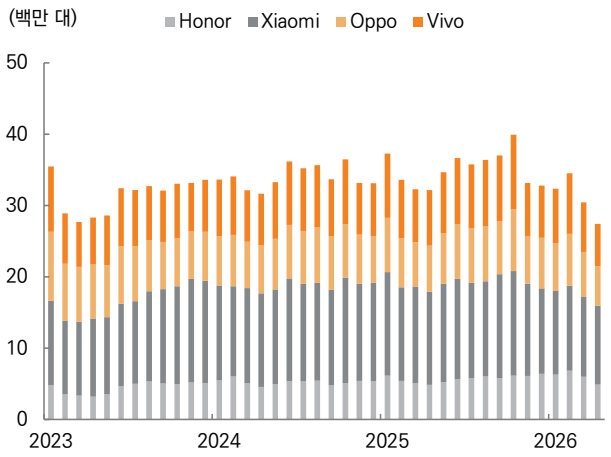
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. CXMT 상위 고객사 연간 매출액 추이



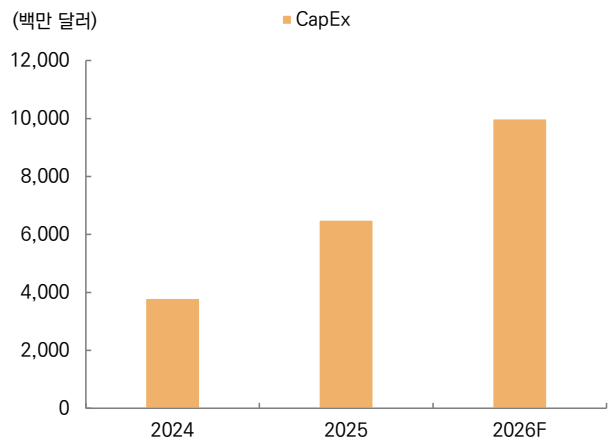
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. CXMT 주요 고객사 스마트폰 판매량 추이



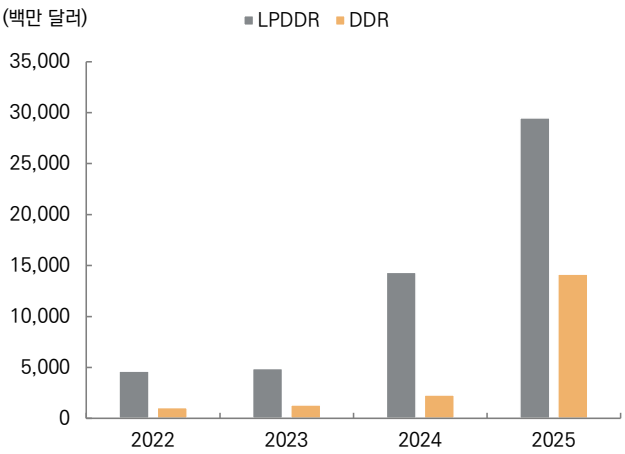
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. CXMT 연간 CapEx 추이 및 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. CXMT 연간 제품별 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

CXMT (688825 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만위안)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**61,799**	**285,043**	**436,079**	**530,906**
매출원가	**36,465**	**53,588**	**77,186**	**95,032**
매출총이익	**25,334**	**231,455**	**358,893**	**435,874**
판매비와관리비	**6,697**	**50,514**	**63,273**	**35,980**
영업이익	**10,640**	**180,941**	**295,620**	**399,893**
비영업손익	**4,738**	**5,211**	**5,733**	**6,306**
법인세차감전순이익	7,701	175,730	289,888	393,588
법인세	557	19,953	30,526	37,163
당기순이익	7,144	155,777	259,362	356,424
지배주주	1,875	166,807	257,742	308,559
비지배주주	5,269	-11,031	1,620	47,865

Growth & Margins (%)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	155.6	361.2	53.0	21.7
매출총이익증가율	634.9	813.6	55.1	21.4
영업이익증가율	-	268.7	6.8	11.1
순이익증가율	-	8,797.1	54.5	19.7
EPS증가율	-	7,932.3	59.8	21.6
매출총이익률	41.0	81.2	82.3	82.1
영업이익률	17.2	63.5	67.8	75.3
당기순이익률	11.6	58.5	59.1	58.1

예상 재무상태표 (요약)

(백만위안)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**110,986**	**330,289**	**599,497**	**967,665**
현금성자산	51,990	258,214	516,463	875,507
매출채권	1,524	4,571	6,993	8,514
재고자산	28,568	35,710	41,066	45,173
기타유동자산	28,904	31,795	34,974	38,472
비유동자산	**225,799**	**249,761**	**277,203**	**309,001**
투자자산	2,865	2,865	2,865	2,865
유형자산	216,487	238,136	261,949	288,144
무형자산	2,727	2,864	3,007	3,157
기타비유동자산	3,720	5,897	9,382	14,834
자산총계	**336,785**	**580,050**	**876,700**	**1,276,666**
유동부채	**52,842**	**55,982**	**60,309**	**63,582**
매입채무	6,687	9,827	14,154	17,426
단기차입금	11,691	11,691	11,691	11,691
기타유동부채	34,465	34,465	34,465	34,465
비유동부채	**129,843**	**121,314**	**126,314**	**131,314**
장기금융부채	118,825	110,296	115,296	120,296
기타비유동부채	11,017	11,017	11,017	11,017
부채총계	**182,685**	**177,296**	**186,623**	**194,895**
지배주주지분(연결)	**56,754**	**316,439**	**602,141**	**945,970**
자본금	60,193	66,881	66,881	66,881
자본잉여금	0	51,232	51,232	51,232
이익잉여금	-36,650	130,157	387,899	696,458
기타	33,211	68,169	96,129	131,398
비지배주주지분(연결)	**97,346**	**86,315**	**87,936**	**135,801**
자본총계	**154,100**	**402,754**	**690,077**	**1,081,770**

예상 현금흐름표 (요약)

(백만위안)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**33,635**	**250,550**	**359,412**	**481,085**
당기순이익	1,875	166,807	257,742	308,559
감가상각비	26,430	30,394	34,953	40,196
기타	5,330	53,348	66,717	132,329
투자활동 현금흐름	**-87,015**	**-93,718**	**-106,162**	**-127,042**
- 자본적 지출(CAPEX)	-49,704	-67,600	-87,880	-114,244
기타	-37,311	-26,118	-18,282	-12,798
재무활동 현금흐름	**49,198**	**49,391**	**5,000**	**5,000**
배당금	0	0	0	0
자본 증가	6,856	57,920	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	15,277	-8,529	5,000	5,000
기타	27,064	0	0	0
현금의 증감	-4,710	206,223	258,250	359,043
기초현금	42,699	51,990	258,214	516,463
기말현금	51,990	258,214	516,463	875,507

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	-	19.7	12.3	10.1
P/S (배)	-	11.5	7.5	6.2
P/B (배)	-	10.4	5.7	3.6
EV/EBITDA (배)	-	14.9	8.8	5.9
EPS (위안)	0.03	2.49	3.98	4.84
BPS (위안)	-	4.7	8.68	13.52
DPS (위안)	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-
매출채권회전율 (회)	40.6	62.4	62.4	62.4
재고자산회전율 (회)	1.3	1.5	1.9	2.1
매입채무 회전율 (회)	5.5	5.5	5.5	5.5
ROA (%)	2.1	28.8	29.4	24.2
ROE (%)	3.3	52.7	42.8	32.6
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (배)	1.2	0.4	0.3	0.2
유동비율 (배)	2.1	5.9	9.9	15.2
순차입금/자기자본 (배)	0.5	-0.3	-0.6	-0.7

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.