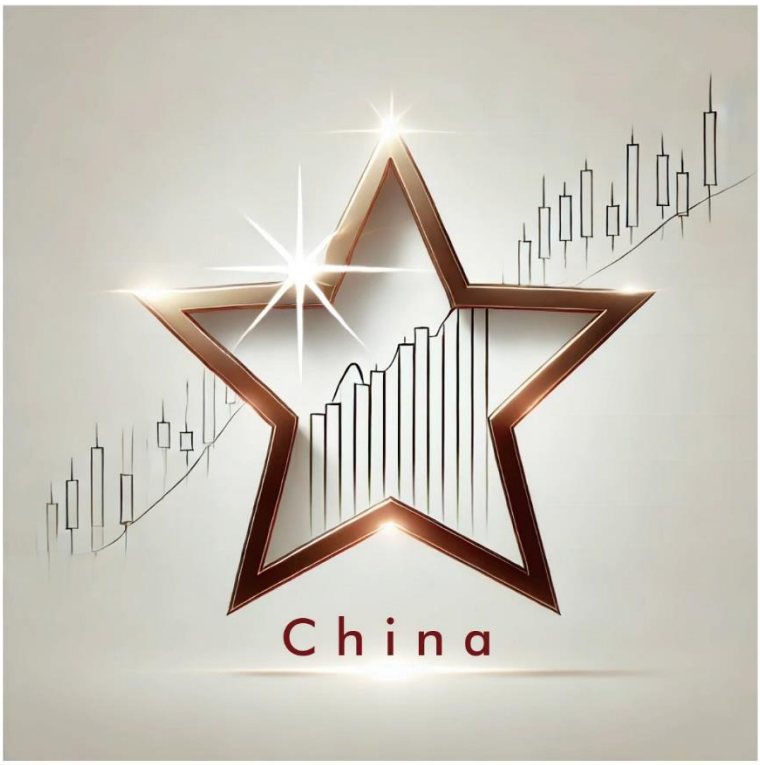
YUANTA TOP FOCUS

No. 1

13 October, 2025 Yuanta Research

시장의 별을 찾아서



백길현, USCPA 반도체
02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

이승웅 통신/지주
02 3770 5597
seungwoong.lee@yuantakorea.com

임석민 Research Assistant
02 3770 3648
seokmin.lim@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
02 3770 3649
koeun2.kim@yuantakorea.com

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

YUANTA

TOP FOCUS

시장의 별을 찾아서

SUMMARY

[반도체 장비]

미국의 반도체 제재는 중국 반도체 산업의 성장을 억누르기보다, 오히려 내재화와 자립화의 촉매로 작용했다. AI 수요의 폭발적 증가와 정부 주도의 인프라 확충이 맞물리며, 중국 내 반도체 칩 수요는 단순한 양적 확대를 넘어 자국 중심의 구조적 수요 전환 국면에 진입했다. AI 트레이닝과 추론 연산을 위한 대형 데이터센터, 동부권 중심의 AI 클러스터 구축, 그리고 2026년부터 본격화될 반도체 빅펀드 3기 집행은 모두 이러한 질적 성장 전환의 핵심 동력으로 작용하고 있다.

이 과정에서 글로벌 장비업체의 중국향 매출 축소는 로컬 장비업체들에게 공급 공백을 메우는 구조적 기회를 제공하고 있다. Naura, AMEC, Piotech, ACM Research 등 기술집약형 기업들은 식각·증착·세정 등 핵심 공정 기술에서 빠르게 경쟁력을 확보하며 시장 내 입지를 강화하고 있으며, 정부의 전략적 자금 배분 역시 이들 상위 기업에 집중되고 있다. 반면 기술력이 미흡한 중소기업은 자연스럽게 구조조정 대상이 되면서, 산업 전반은 '선택과 집중' 기반의 효율적 성장 구조로 재편되고 있다.

단기적으로는 적극적인 연구개발비 증가에 따른 수익성 부담이 존재하지만, 이는 기술 내재화 단계에서 불가피한 비용이다. 중장기적으로는 R&D 성과의 상업화, 글로벌 시장 점유율 확대, 그리고 정책 자금의 지속적인 유입을 통해 중국 반도체 장비 산업은 양적 성장에서 기술 중심의 질적 성장으로 이동하는 구조적 성장 사이클을 완성할 것으로 예상한다. 결과적으로, 중국 반도체 장비주는 정책·기술·수익성의 세 축이 맞물리며 중장기 관점에서 지속적인 상승 추세를 이어갈 구조적 성장 섹터가 될 것이라는 판단이다. 중국 1위(매출액 기준) 종합 반도체 장비 기업 '북방화창(Naura Technology, 002371 CH)'을 수혜 기업으로 제시한다.

SUMMARY

[통신장비]

중국 AI 인프라 투자 사이클은 **B2C단의 수요 가시화 및 정책적 자립화 기조**가 맞물리며 새로운 성장 모멘텀을 형성하고 있다. 이에 따라, **AI 데이터센터(DC) 밸류체인 전반의 선순환 구조**가 본격화되고 있다. 특히, 서버 및 네트워크 장비 중에서도 **광트랜시버(Optical Transceiver)** 업종은

① B2C단의 신흥 수요 주체 유입 및 가시화와
② 동부 지역 AI DC 비중 확대에 따른 전송 효율성 강화,
③ 자국 내 소재·기술 자립도 제고에 힘입어

양적(Scale-Out)·질적(Scale-Up) 성장의 동시 달성 국면에 진입하였다.

단기적으로는 플러그형 광트랜시버 중심의 업사이클이 전개될 것으로 예상하며, CPO(Co-Packaged Optics) 상용화로 인한 TAM 축소 우려는 시기상조한 논의에 불과하다. '25-'27년 기간은 **200G/Lane 이상급 고속 트랜시버 업체** 중심으로 수익성 및 ASP 개선이 병행하는 리레이팅 추세를 기대한다.

1) 동종 산업 내 Peer에는 존재하지 않는 유일한 기술적 경쟁력을 갖춘 기업, 2) 실적 증가의 기울기의 변곡점 구간에 위치한 기업, 위 두 가지 조건을 기업 선정 조건으로 제시한다.

위의 조건 두 가지 모두를 만족해 **베타 값이 클 것으로 예상되는 기업으로 1) 중지쉬창(300308.SZ)과 2) 광신과기(002281.SZ)를 최종 선정**한다.

CONTENTS

반도체 07

제재가 키운 내재화, 그리고 커지는 자국산 칩 수요 08

(1) AI 수요 증가 → 내수 생태계의 구조적 전환 08

(2) 미국 제재 → 반도체 생태계의 내재화 가속 08

AI와 정책이 견인하는 칩 수요의 구조적 성장 11

(1) AI 인프라 확충이 이끄는 칩 수요의 질적 확대 11

(2) 정부 주도 하 AI 인프라의 동진(東進) 13

중국 반도체 장비 구조적 성장 사이클의 전환점 16

(1) 공급 공백 → 구조적 기회 16

(2) 성장의 비용 → 기술 내재화 → 수익성 레버리지 17

(3) 전략적 선별주의 & 장비 대장주 수혜 집중 19

[Appendix] 중국 반도체 장비 투자 접근 방식 21

기업 24

베이팡화창 (002371.SZ) 25

통신장비 33

"동향공진"(東向供進): 고스펙 서버 Q·P 반등 38

中 AI 산업 밸류체인은 선순환 구조로 변모 39

AI 데이터센터 투자 확대, 근데 이제 효율성을 곁들인 43

[Why 광트랜시버?] 광트랜시버 수혜 기대 45

(1) 中 동부 지역 AI DC 비중 증가가 지니는 함의 45

(2) 글로벌 기술력 1위가 투영하는 바는 49

[Why '지금' 中 광트랜시버?] 55

잘 될 일만 남았다 55

Risk Point & 통신장비 투자전략 57

기업 58

중지쉬창 (300308.SZ) 59

광신과기 (002281.SZ) 66

TOP FOCUS

반도체

백길현, USCPA

반도체

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

임석민

Research Assistant

02 3770 3648
seokmin.lim@yuantakorea.com

반도체 장비: 因祸得福，厚积薄发(인화득복, 후적박발)

1. 제재가 키운 내재화, 그리고 커지는 자국산 칩 수요

(1) AI 수요 증가 → 내수 생태계의 구조적 전환

2025 년 초 공개된 중국의 대규모 언어모델(LLM) '딥시크(DeepSeek)'는 단순한 기술 데모를 넘어 중국 내 반도체 수요 구조가 바뀌고 있음을 상징적으로 보여준 사례다. 이전까지 AI 반도체 수요는 미국·대만의 칩을 수입해 구축한 '수입형 AI 인프라'에 의존했지만, 향후에는 중국 내부에서 모델 개발–데이터센터 구축–칩 설계까지 연결되는 완결형 생태계가 형성될 것으로 전망한다. 특히, 엔비디아 GPU 의 제약이 오히려 Biren·Moore Threads·Cambricon 등 중국 팹리스의 개발 속도 및 수요를 끌어올리고, 이들의 수주를 지원하기 위한 중국 국산 장비·소재·패키징 투자가 확대되는 선순환으로 이어질 것이다. 결과적으로 여타 지역과 다르게 중국의 AI 수요 증가는 단순한 연산 수요 확대를 넘어, 중국형 반도체 수요의 자생적 내수화라는 질적 변화로 인해 성장이 보다 부각될 것으로 예상한다.

(2) 미국 제재 → 반도체 생태계의 내재화 가속

트럼프 1 기 이후 지속된 반도체 제재는 중국의 '반도체 자립'을 정치적 구호에서 산업 전략으로 전환시킨 계기가 되었다. 바이든 행정부의 2022 년 10 월 수출 규제는 14nm 이하 로직·18nm 이하 D 램 등 첨단 공정을 봉쇄했지만, 동시에 중국 내에서 28~45nm 급 범용 공정에 대한 대규모 수요를 폭발시켰다. 2025 년 트럼프 2 기 정부의 강화된 GPU 제재는 고성능 반도체의 통로를 단기적으로 더욱 좁히겠지만, 이는 오히려 'AI 용 중간급 칩 시장'(mid-tier AI accelerator)과 국산 HPC 칩 설계 생태계를 빠르게 성장시키는 요인이 되고 있다. 중국은 중장기적으로 외부 의존도를 줄이는 대신, 자국 내에서 생산과 수요가 선순환하는 구조를 점차 완성해 나갈 것으로 전망한다.

[표 1] 중국 AI 반도체 팹리스 현황

기업명	Cambricon	Biren Technology	Moore Threads
로고	Cambricon 寒武纪科技	BIREN TECHNOLOGY	摩尔线程 MOORE THREADS
상장 여부	상장 (상하이 STAR, 688256.SH)	비상장 (상하이 본사)	비상장 (베이징 본사)
핵심 제품	MLU 시리즈 (AI 추론 · 훈련용 가속기)	BR100 / BR104 (AI GPU, HPC 가속기)	MTT S80/S70 GPU (AI · 그래픽용)
주요 적용처	데이터센터, 엣지 서버, 정부 AI 프로젝트	AI 트레이닝, 데이터센터	PC 그래픽, AI 추론, 산업용 시뮬레이션
최근 동향 및 투자 포인트	화웨이 · Inspur 협력 확대, 신규 칩 'MLU370' 출하, 정책 수혜 대표주	엔비디아 A100/H100 대체 GPU 로 주목, 제재로 칩 사양 조정, STAR Market 상장 심사 중단	국산 GPU 로 포지셔닝, 지방정부 · 국유펀드 투자 유치, 자율주행 · 로봇용 칩 확장

자료: 각사 자료, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 타임라인별 미국의 대중 반도체 제재

시기	정책/조치	핵심 내용
2017.9	Lattice Semiconductor 인수 불허	CFIUS(미국 외국인 투자 위원회) 심사 및 행정명령에 따른 인수 차단. 군사적 활용 가능성 우려와 중국 자본의 미국 반도체 M&A 견제 시작
2018.4	ZTE (Zhongxing Telecommunication Equipment) 제재	대이란 제재 위반에 따른 부품 · 소프트웨어 공급 금지. 중국 정부의 반도체 자립 필요성 인식
2018.8	외국인투자위험심사현대화법(FIRRMA)/수출통제개혁법(ECRA) 제정	외국인투자 심사 강화와 신흥기술 수출통제 법제화. 중국은 '중국제조2025' 발표를 통해 대응하며 기술 디커플링 제도적 기반 마련
2018.1	푸젠진화(Fujian Jinhua) 제재	국영 DRAM 업체 엔터티 리스트 등재하여 미국의 중국향 반도체 장비/기술 공급 차단
2019.5	Huawei (화웨이) Entity List	화웨이 및 계열사 68곳 엔터티 리스트 포함하여 미국 반도체 부품 · 소프트웨어 공급 차단
2020.5	해외직접제품규칙(FDPR) 화웨이 적용	미국 기술 활용 해외 생산칩 규제 확대. TSMC 가 HiSilicon 7나노, 5나노 첨단 칩 생산 중단
2020.12	SMIC (Semiconductor Manufacturing International Corp.) 제재	중국 최대 파운드리 SMIC 엔터티 리스트에 포함되며 첨단 공정 장비 · SW 접근이 차단되어 7nm 이하 첨단공정 진입 제한
2022.8	CHIPS and Science Act	527억 달러 보조금 지원. 가드레일 조항에 따라 보조금 수혜 기업은 향후 10년간 중국을 포함한 '우려국가'내 첨단시설 투자 제한
2022.10	첨단 반도체 포괄 규제	14nm 로직, 18nm DRAM, 128단 NAND, AI GPU, EUV, EDA (Electronic Design Automation) 수출 금지. 미국인 엔지니어의 중국 fab 지원 제한. 첨단 반도체 개발 동결
2023.1	미 · 일 · 네덜란드 공조	ASML DUV 및 일본 TEL 장비 수출 제한 합의. 대중 규제 다자 공조 확대
2023.8	미국인 대중 첨단기술 투자 제한	반도체 · AI · 양자 컴퓨팅 분야 신규 투자 금지 및 사전 신고 의무화 프로그램 수립 지시. 미국 VC 의 대중 스타트업 투자 위축으로 미/중 금융 디커플링 심화될 것으로 추정
2024.12	3차 대중 반도체 제재 패키지	중국 반도체 장비 · 부품사 140곳 추가 제재. AI 용 HBM 메모리 수출 제한하며 공급망 전방위 차단
2025.3	중국 기업 42곳 제재	반도체 · AI 기업 추가 엔터티 리스트 등재하며 제재 범위 업계 전반 확산
2025.5	EDA 수출 제한	Cadence · Synopsys 등 주요 EDA 기업 중국향 소프트웨어 수출 허가제 전환하여 반도체 설계 생태계 압박
2025.7	EDA 규제 철회	중국의 대미 희토류 및 핵심광물 수출 완화 조치 대응하여 규제 완화
2025.9	TSMC VEU (Validated End User) 특권 철회	VEU 신속 승인 철회. 중국 난징 공장으로 장비 반입 시 개별 허가 의무화

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

2. AI 와 정책이 견인하는 칩 수요의 구조적 성장

(1) AI 인프라 확충이 이끄는 칩 수요의 질적 확대

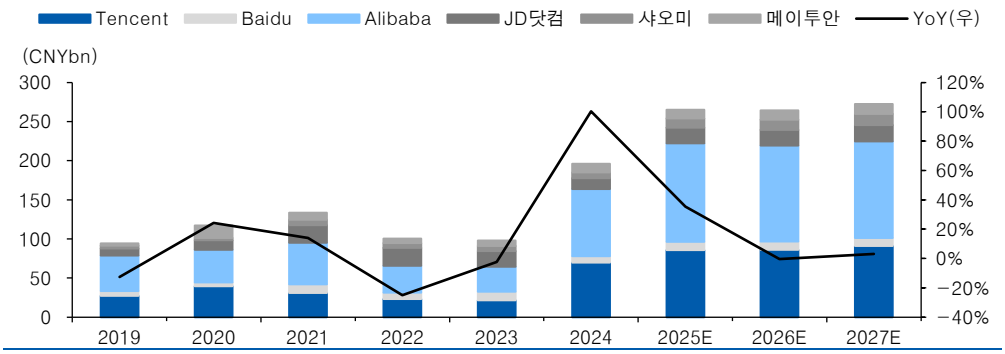
중국 내 반도체 칩 수요는 AI 인프라 투자 확대를 중심으로 구조적으로 성장해 나갈 전망이다. 주요 클라우드 서비스 사업자(알리바바, 텐센트, 바이두)는 모두 대형 AI 모델의 고도화와 데이터센터 확충을 동시에 추진하고 있으며, 이는 곧 GPU·메모리·패키징 등 AI 서버 핵심 부품 수요의 장기적 확대로 이어질 것이기 때문이다. 2024년 기준 중국 주요 CSP의 총 CAPEX는 전년 대비 약 100% 증가했다. 현재 시장 컨센서스 기준 주요 중국 CSP 합산 Capex 예상 증가율은 2025/2026/2027년 각각 35.4%, -0.4%, +3.2%이지만, 2026/2027년 증가율은 시장 컨센서스 대비 빠르게 상향 조정될 것으로 전망한다.

알리바바는 자사 클라우드 플랫폼 '알리바바 클라우드(Alibaba Cloud)'를 중심으로 AI 트레이닝 전용 GPU 서버 클러스터와 차세대 데이터센터를 지속적으로 확충하고 있다. 회사는 향후 3년간 AI 및 클라우드 인프라에 3,800억 위안(약 73조 원) 이상을 투자할 계획이며, 이는 GPU 가속기, HBM 메모리, 전력 효율 서버 등 첨단 부품 수요를 직접 자극할 것이다. 또한 최근에는 자체 설계한 AI 칩을 활용해 모델 학습을 수행하기 시작했다는 보도가 나오며, 내부 연산 효율 제고와 외부 반도체 의존도 완화라는 '이중 구조'의 수요 확대가 동시에 진행되고 있다.

텐센트 역시 AI 모델 서비스 '혼위안(混元, Hunyuan)'과 '텐센트 클라우드 메타버스 엔진'을 중심으로 AI 트레이닝 및 실시간 추론 인프라 투자를 강화하고 있다. 최근 국산 AI 칩 채택을 확대하며, 엔비디아 GPU 의존도를 점진적으로 축소하고, 고대역폭 메모리(HBM) 및 액체 냉각 서버 투자를 병행하고 있는 것으로 파악된다. 데이터센터의 전력 효율과 연산 밀도를 동시에 끌어올리고 있으며, 이에 따라 텐센트의 2025년 CAPEX는 전년 대비 약 23% 증가할 것으로 전망한다.

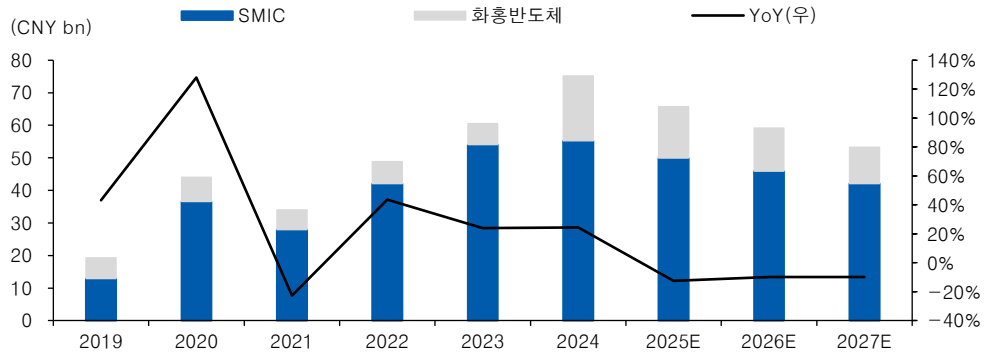
한편 바이두는 생성형 AI 플랫폼 '원옌(文言, Wenxin)'의 경쟁력 강화를 위해 자체 설계한 AI 가속기 칩 '쿤룬(昆仑, Kunlun)'의 양산을 본격화하고 있다. 자회사 Kunlunxin은 최근 차이나모바일 등 통신사 대상 10억 위안(약 1억 3,900만 달러) 규모의 칩 주문을 확보했다. 해당 칩은 SMIC과 Hua Hong를 통한 위탁생산으로 이어지고, 패키징·테스트 기업(JCET, Tongfu Microelectronics)으로까지 수주 확산이 이어지는 선순환을 형성해 나갈 것으로 기대한다.

[그림 1] 중국 주요 CSP 의 Capex 추이 및 전망



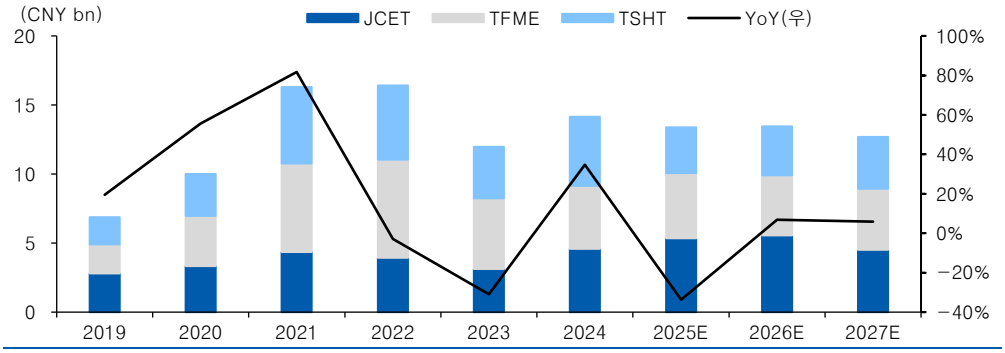
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 중국 주요 Foundry 업체 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 중국 주요 OSAT 업체 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

(2) 정부 주도 하 AI 인프라의 동진(東進)

중국 정부는 AI와 클라우드 인프라를 국가 전략 산업의 핵심 축으로 규정하고, 이를 뒷받침하기 위한 데이터센터 인프라 정책을 지속적으로 추진하고 있다. 이러한 움직임은 반도체 칩 수요의 구조적 기반을 강화하는 역할을 하고 있으며, 단기적 설비 투자에 그치지 않고 전력·네트워크·냉각 등 인프라 전반의 고도화로 이어지고 있다.

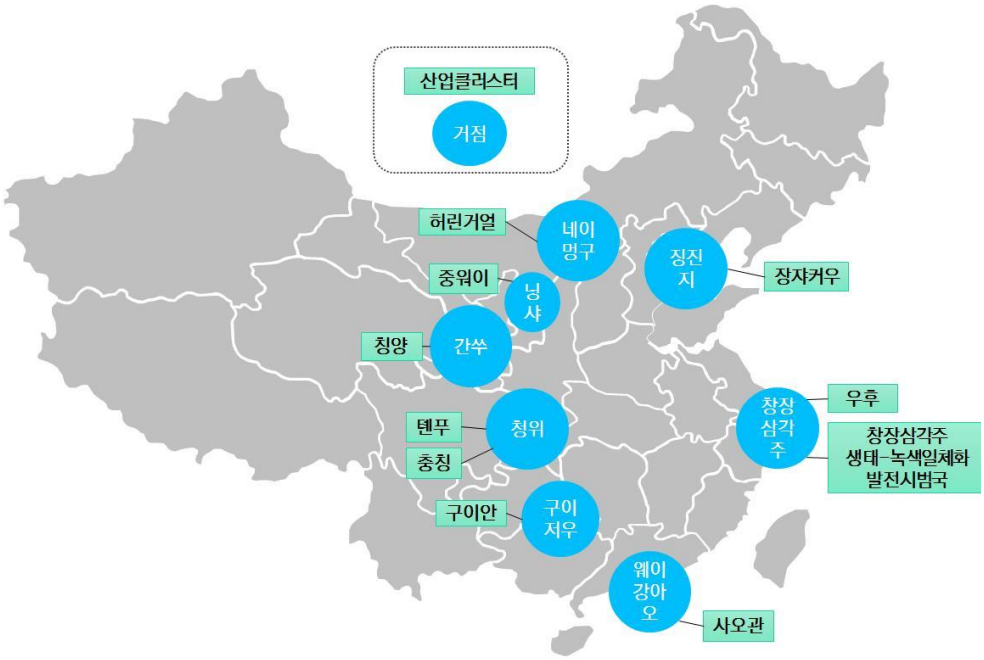
2022년 시작된 '동수서산(東數西算, Eastern Data, Western Computing)' 프로젝트는 동부 지역의 데이터 생성과 서부 지역의 저렴한 전력·부지를 결합해 연산 자원을 효율적으로 분산 처리하려는 국가 차원의 전략이었다. 실제로 닝샤, 구이저우, 간쑤 등 서부 지역에는 대규모 데이터센터 단지가 조성되며 초기 AI 연산 허브로 기능했지만, 상하이·베이징·항저우 등 주요 수요 중심지와의 물리적 거리로 인해 네트워크 지연(latency)과 활용률 저하 문제가 나타났다. 이에 따라 정부는 최근 들어 실제 연산 수요가 집중된 동부 지역으로의 인프라 재배치를 추진하며 정책 방향을 전환하고 있다.

이를 구체화한 것이 약 370억 달러(약 52조 원) 규모의 중앙집중형 AI 데이터센터 프로젝트다. 화웨이, 차이나모바일, 차이나텔레콤 등 주요 ICT 기업이 참여해 상하이·항저우·난징 등 동부 대도시권을 중심으로 고밀도 AI 연산 클러스터를 구축하고 있으며, 해당 지역은 향후 중국 AI 연산의 핵심 허브로 자리잡을 것으로 예상된다. 귀저우성의 사례는 이러한 정책의 실질적 성과를 보여준다. 동수서산 정책 하에서 귀저우는 AI 데이터센터 허브로 부상하며, 현재 48개의 대형 데이터센터를 운영·건설 중이다. 이 중 약 60%가 AI 특화 연산 설비이며, 사용되는 주요 서버와 반도체 장비의 90% 이상이 국산 제품으로 구성되어 있다.

이와 함께 정부는 데이터센터 간 연산 자원의 효율적 배분을 위한 국가 연산 네트워크화 정책도 추진 중이다. 2025년 하반기 발표된 계획에 따르면, 지역 간 잉여 연산 능력을 거래할 수 있는 플랫폼을 구축해 2028년까지 전국 데이터센터의 연산 자원을 통합·조정할 방침이다. 이 계획이 실행되면 지역 간 수요 불균형이 완화되고, 각 지역 데이터센터의 하드웨어 활용률이 높아져 칩·서버·스토리지·네트워크 장비 등 연관 산업의 수요가 한층 확대될 것으로 전망된다.

결국, 중국의 AI 인프라 정책은 '공간의 재배치(서부→동부)'와 '연산의 네트워크화(지역 간 연결)'라는 두 축을 중심으로 전개되고 있다. 이러한 방향성은 단순한 데이터센터 증설을 넘어, 고성능 칩·저전력 서버·전력반도체·네트워크 장비 등 전방 반도체 수요를 구조적으로 확장시키는 정책적 기반으로 작용하고 있다.

[그림 4] 동수서산 8대 데이터 거점



자료: KOTRA, 발개위, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 중국 10대 산업 클러스터

지역	거점	산업클러스터	도시/산업단지
동부	징진지(京津冀)	장자커우(張家口)	장자커우시 화이라이(怀來)현, 장베이(張北)현, 센화(宣化)구
	창장삼각주	창장삼각주 생태-녹색일체화 발전시범구	상하이시 칭푸(青浦)구, 쑤저우시 우장(吳江)구, 자싱(嘉興)시 자샨(嘉善)시
	웨강아오대만구	우후(蕪湖)	우후시 지우장(鷰江)구, 거장(芜江)구, 우웨이(無爲)구
		사오관(韶关)	사오관 하이테크개발구
서부	청위(成渝)	텐푸(天府)	청두시 솽류(雙流)구, 피두(郫都)구, 젠양(簡陽)시
		충칭(重慶)	충칭시 량장신구(兩江新區) 수이툰신청(水土新城), 서부과학성 비산페연구(璧山科研), 충칭정제기술개발구
	구이저우(貴州)	구이안(貴安)	구이안 전자정보 산업단지
	네이멍구(內蒙古)	허린거얼(和林格尔), 지닝(集寧)	허린거얼 신구, 지닝 빅데이터산업단지
	간쑤(甘肅)	칭양시평(慶陽西峰)	칭양시평 디지털정보산업 클러스터
	닝샤(寧夏)	중웨이(中衛)	중웨이산업단지 서부클라우드기지

자료: KOTRA, 발개위, 유안타증권 리서치센터

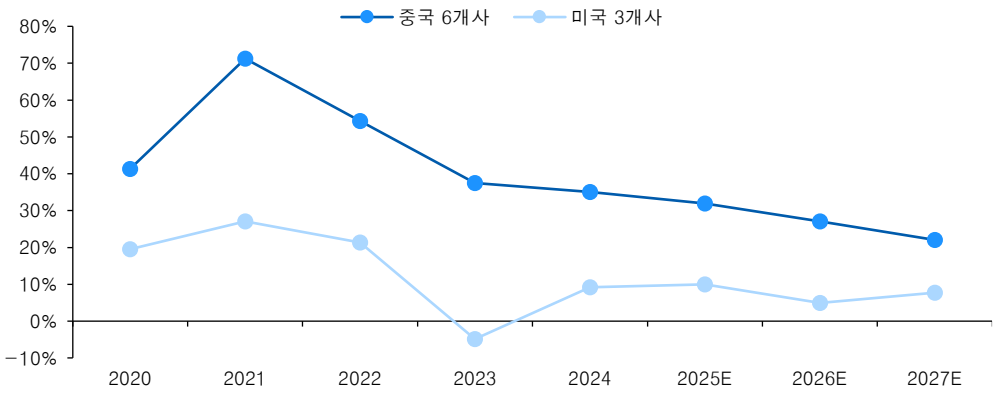
3. 중국 반도체 장비 성장 사이클의 전환점

(1) 공급 공백 → 구조적 기회

중국 내 반도체 칩 수요 확대는 전방 산업인 파운드리와 OSAT기업들의 CAPEX 확대로 이어지고 있으며, 이는 곧 로컬 장비업체들에게 직접적인 수혜이다. 반면, 미국·일본·유럽 등 글로벌 반도체 장비 기업들의 대(對)중국 매출 비중이 축소되면서, 중국 장비 시장에는 점차 '공급 공백(Supply Gap)'이 발생하고 있다. 이러한 구조 변화는 중국 로컬 장비업체들이 시장 점유율을 확대할 수 있는 구조적 기회(Structural Opportunity)로 작용한다.

실제로 SMIC, Hua Hong 등 주요 파운드리의 CAPEX는 2024년 대비 2025년에 약 15~20% 증가할 것으로 예상되며, JCET, Tongfu Microelectronics 등 OSAT 기업들 역시 AI·HPC 패키징 수요 증가에 대응하기 위해 2025~2026년까지 기존 수준 이상의 설비 투자를 이어갈 전망이다. 이러한 전방 투자 증가는 노광·식각·세정·증착 등 주요 공정 장비의 발주 증가로 연결되며, 특히 글로벌 장비업체의 대중 수출 제한 이후, Naura Technology, AMEC, ACM Research, Piotech 등 로컬 장비업체들이 해당 수요를 빠르게 대체하고 있다.

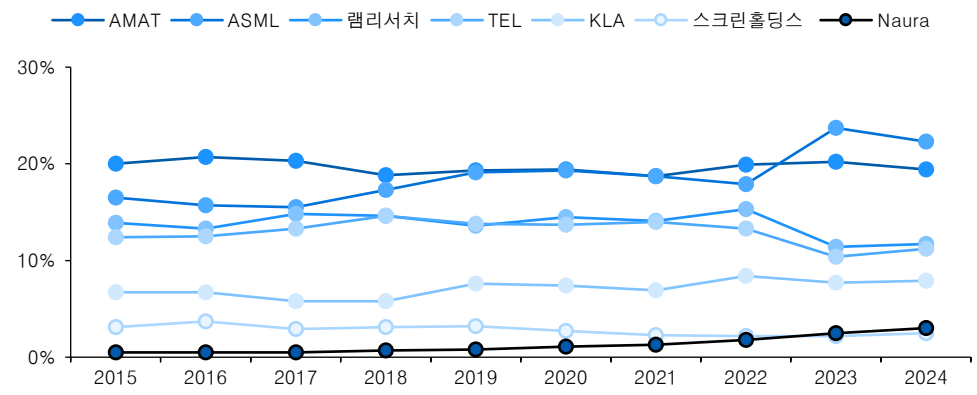
[그림 5] 매출 성장률: 미국 반도체 장비 vs. 중국 반도체 장비



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Naura는 2024년 기준 글로벌 반도체 장비 시장 점유율 3%를 달성하며 일본의 Screen Holdings를 제치고 세계 6위에 올랐다. AMEC은 식각 장비 부문에서 국내 점유율 30%를 확보했고, Piotech은 증착 장비와 CVD 장비 공급을 중심으로 AI 칩 생산라인에서의 비중을 높여가고 있다. 글로벌 장비업체들의 중국향 매출 비중이 감소세를 보이는 반면, 이들 로컬 기업들의 매출은 2025~2027년 동안 연평균 25% 이상의 CAGR을 예상한다. 이 같은 성장세는 단기적인 정책 보조금 효과를 넘어, AI 인프라 투자 확대와 반도체 내수 자립 수요가 맞물린 결과이다.

[그림 6] 글로벌 반도체 장비 기업별 점유율 변화 추이

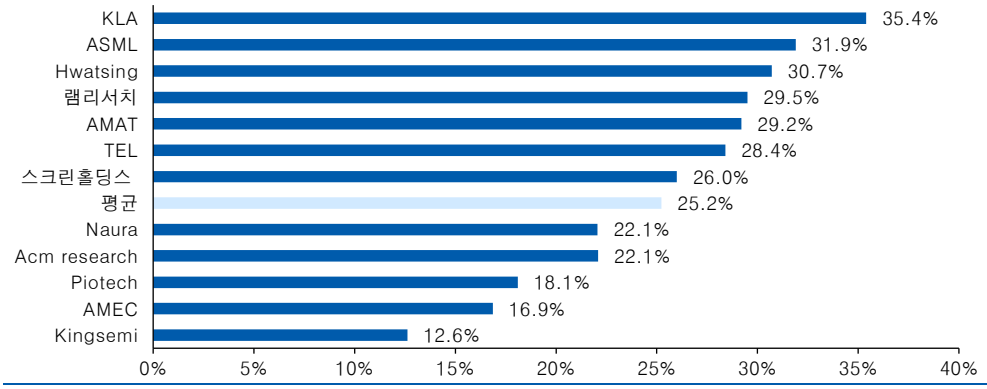


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

(2) 성장의 비용 → 기술 내재화 → 수익성 레버리지

그러나 향후 중국 장비 시장의 성장은 단순한 양적 확대를 넘어 기술집약형 장비 기업 중심의 질적 성장으로 전환될 가능성이 높다는 점을 주목한다. 과거 정부 주도의 보조금 정책이 시장 진입 장벽을 낮추어 외형 성장의 발판이 되었다면, 이제는 선단 공정 대응력·공정 정밀도·소재 호환성 등 기술적 경쟁력이 성장을 가르는 핵심 요인이 되고 있다. 실제로 Hwatsing, AMEC, Naura 등 일부 기업들은 글로벌 장비사와의 기술 격차를 빠르게 좁히며 수익성 개선세를 보이고 있다. 한편, 중국 반도체 장비업체들의 수익성은 여전히 글로벌 선도 기업 대비 낮은 수준에 머물러 있다. 2024년 기준 주요 중국 장비업체들의 평균 영업이익률은 15~17% 수준으로, Lam Research(30%), TEL(27%), ASML(34%) 등 글로벌 상위권 기업의 절반 수준에 불과하다. 이는 그간 정부 보조금과 정책적 보호가 외형 성장을 유도하는 역할을 했지만, 기술 차별화와 공정 정밀도, 그리고 원가 효율성 확보가 아직 완전히 정착되지 않았음을 의미한다.

[그림 7] 영업이익률: 미국 반도체 장비 vs. 중국 반도체 장비



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터. 주: CY24 기준

다만 이러한 단기적인 수익성 한계는 산업의 구조적 취약점이라기보다, 기술 자립 단계로 이행하는 과정에서 불가피하게 발생하는 과도기적 비용 부담으로 해석할 필요가 있다. 최근 중국 주요 장비업체들은 단순한 생산능력 확장에서 벗어나 R&D 중심의 기술 내재화 전략으로 전환하고 있으며, 이에 따라 연구개발비 비중이 매출의 15~20% 수준까지 상승한 기업들도 등장하고 있다. 이러한 변화는 단기적으로 영업이익률을 압박하지만, 선단공정 대응력 확보와 소재·부품 국산화율 제고로 이어지며 중장기적으로는 글로벌 평균을 상회하는 수익성 개선 여력을 만들어낼 것으로 전망한다.

특히 AMEC(中微公司), Naura Technology(北方华创), Piotech(沈阳拓荆), ACM Research(盛美半导体) 등 핵심 공정 기술 경쟁력을 확보한 기업들은 이미 중국 내 로직·메모리 라인에서의 채택률을 높여가며 시장 내 입지를 빠르게 확장하고 있다. 이들 기업은 식각·세정·증착 등 미세공정 핵심 장비 분야에서 글로벌 선도 기업과의 격차를 빠르게 축소하고 있으며, 일부 장비는 이미 글로벌 고객사로의 납품 테스트 단계에 진입한 것으로 알려져 있다. 이러한 기술집약형 기업들의 성장은 단기적인 이익률 변동과 무관하게 중국 장비 산업 전반의 질적 도약을 주도할 전망이다.

(3) 전략적 선별주의 & 장비 대장주 수혜 집중

2026년부터 본격적으로 집행될 반도체 빅펀드 3기는 중국 반도체 장비 산업의 질적 성장 전환점을 마련할 정책이다. 총 3,440억 위안(약 67조 원) 이상의 자금이 투입될 예정이며, 1기와 2기가 제조 기반 확충과 생태계 조성을 중심으로 진행되었던 것과 달리, 3기 펀드는 장비 국산화와 기술 고도화를 핵심 목표로 하고 있다. 특히 이번 펀드는 '전략적 선별주의(Selective Support)'를 표방하고 있어, 단순한 산업 지원이 아닌 기술력과 수익성이 검증된 기업에 대한 집중 투자를 통해 산업 내 구조 효율성을 극대화하는 방향으로 설계되어 있다.

이에 따라 정부는 반도체 장비·소재 분야 내 200여 개의 중소 업체를 10여 개 내외의 핵심 기업으로 통합하는 구조 재편을 추진할 가능성이 높다. 경쟁력이 부족한 기업들은 추가 지원 없이 시장에서 자연스럽게 퇴출되거나, M&A를 통한 산업 정비 과정에 편입될 것으로 예상된다. 이러한 방향성은 중국 정부가 더 이상 '산업 전반의 양적 확대'에 초점을 두지 않고, '기술 중심의 질적 성장'으로 산업정책의 초점을 이동하고 있음을 보여준다.

이러한 정책 기조 속에서 AMEC(중미반도체), Naura Technology(베이팡화창), Piotech(선양투징), ACM Research(성미반도체) 등 핵심 장비 기업들에 빅펀드 3기의 주요 수혜가 집중될 것으로 전망한다. 이들 기업은 이미 식각, 증착, 세정, 패키징 등 기술 장벽이 높은 공정 분야에서 중국 내 공급망 안정화에 핵심적인 역할을 수행하고 있으며, '전략적 자산'으로 분류되는 기업일 것으로 추정한다. 단기 업황 둔화에도 불구하고, 정책 자금 배분과 공공 프로젝트 참여를 통해 지속적인 성장세를 이어갈 가능성이 높다.

반면, 기술 경쟁력이 부족하거나 특정 공정에만 의존하는 중소 장비업체들은 정부의 선별적 투자 전략 아래 지원 축소 및 구조조정 압력을 받을 가능성이 크고, Big fund 3기의 자금은 단순히 산업 전반의 성장률을 높이기 위한 정책적 수단이 아니라, '될 회사만 남기는 구조적 필터'로 기능할 것이다. 중국 반도체 장비 산업이 양적 확장에서 기술집약적 재편으로 전환되는 분기점이 될 것이라는 점을 재차 강조한다.

[표 4] 중국 반도체산업 투자 펀드(빅펀드) 1, 2, 3 기 특징

구분	1기	2기	3기
조성 시점	2014년 설립	2019년 설립	2024년 5월 출범
운영 기간	약 6년 (종료됨)	현재 운용 중 (종료 시점 미정)	현재 운용 중 (2034년까지 예상)
조성 규모	약 1,380억 위안 (약 220억 달러)	약 2,000억 위안 (약 290~300억 달러)	약 3,440억 위안 (약 470~480억 달러)
주요 출자자	중국 재정부, 국가개발은행, CICC 등	전기 펀드와 동일 (1기 출자자 대부분 재참여)	전기 펀드와 동일 + 지방정부, 국유펀드, 정책금융기관 확대
운용 주체	중국집적회로산업투자펀드 Co., Ltd.	중국집적회로산업투자펀드 Co., Ltd.	중국집적회로산업투자펀드 Co., Ltd.
주요 투자 대상	SMIC, HuaHong, JCET 등 제조/후공정 중심	YMTC, CXMT, 장비, 설계 IP, EDA 등 고부가 분야	EDA, 반도체 설계 IP, HBM, 반도체 장비 · 소재, 첨단 패키징 등 병목 구간 집중
전략 초점	기반 인프라 구축 (파운드리 · 패키징)	기술 자립화 및 고도화 (메모리 · 설계 · 장비)	기술 선별주의(Strategic Selectivism) 기반의 효율적 구조조정 및 핵심 기술 집중 투자
투자 방식	지분투자 + 정부 보조금 연계	지분투자 + R&D 보조 + 리스크 분담 구조 강화	성과 연계형 지분투자 + 구조조정(M&A) 유도 + 기술력 검증 기업 중심 지원
효과	중국 반도체 생태계 초기 기반 조성	고부가 가치 분야 중심의 기술 국산화 시도	병목 기술 국산화 가속화 및 장비 · 소재 자립률 제고 (장비 65%, 소재 85% 목표)
한계/이슈	수익성 낮은 기업 중심 투자, 회수 어려움, 관리 미비	일부 투자 실패 및 부패 조사 등 투명성 이슈	투자 효율 · 성과 중심으로 전환, 미달 기업 시장 퇴출 유도, 구조조정 리스크 존재

자료: 대외경제정책 연구원, 유안타증권 리서치센터

[Appendix] 중국 반도체 장비 투자 접근 방식

중국 반도체 장비 산업에 대한 투자 접근 방식은 크게 세 가지로 나뉜다. 첫째, 국내 증시에 상장된 중국 반도체 ETF(예: KODEX China Semiconductor 등)를 통한 간접투자 방식, 둘째, 해외 증시에 상장된 ETF(예: Huaxia·Harvest 등 CSI 반도체 장비 ETF)를 매수하는 글로벌 ETF 투자, 셋째, AMEC, Naura, Piotech, ACM Research 등 주요 개별 종목에 대한 직접투자다. ETF 투자는 정부 정책 방향과 산업 사이클 변동을 반영하기 용이하다는 장점이 있으며, 개별 종목 투자는 각 기업의 기술 경쟁력·정책 수혜 강도·글로벌 점유율 변화에 따라 차별화된 초과 수익을 추구할 수 있다는 점에서 병행 접근이 가능하다.

2025년 한 해 동안 중국 반도체 장비주는 중국 기술주 전반과 글로벌 동종 업종 대비 뚜렷한 주가 초과성과를 기록했다. 중국 반도체 장비 지수는 약 68% 상승하며, 같은 기간 중국 CSI300 기술지수(+22%), 한국 반도체 지수(+41%), 미국 SOX 지수(+35%)를 모두 상회했다. 특히 Naura Technology와 AMEC은 각각 연초 대비 85%, 72% 상승하며 장비 섹터 내 대표 성장주로 부상했다.

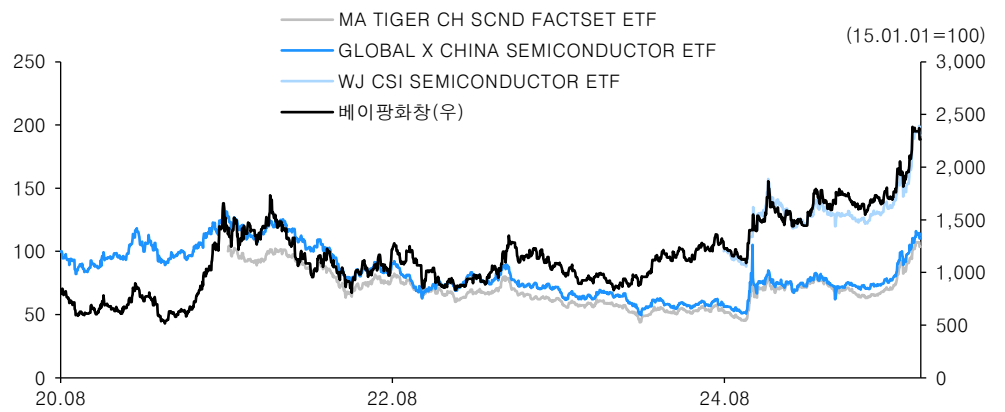
향후 이러한 흐름은 이어질 가능성이 높다는 판단이다. 앞서 살펴본 바와 같이 중국의 AI 인프라 확장, 동부권 데이터센터 건설, 그리고 빅펀드 3기의 본격 집행은 모두 장비 산업의 질적 성장을 뒷받침하는 방향으로 작용하고 있다. 단기적으로는 연구개발비 증가에 따른 이익률 부담이 존재하겠지만, 기술 내재화가 진전되고 글로벌 시장 점유율이 확대됨에 따라 중장기적으로는 수익성 개선과 밸류에이션 Re-rating이 동시에 진행될 가능성이 크다. 결과적으로 중국 반도체 장비주는 단기적인 변동성보다 구조적 성장성을 기반으로 한 중장기 상승 추세를 이어갈 것으로 전망한다. 특히 AMEC, Naura, Piotech, ACM Research 등 기술집약형 기업들은 빅펀드 3기의 전략적 수혜, 산업 내 집중도 강화, 기술 격차 축소 등의 요인을 바탕으로 중국 반도체 생태계 내에서 질적 성장의 대표 섹터로 자리매김할 것이다.

[표 5] Naura technology를 포함한 ETF 특징

ETF 명	TIGER 차이나반도체 FACTSET	Global X Asia Semiconductor ETF	WJ CSI Semiconductor ETF	TimeFolio China AI 테크액티브
발행사	미래에셋자산운용	Global X	Wanjia	타임폴리오
첫 거래일	2021-08-10	2020-08-07	2024-08-05	2025-05-13
종목수	26	41	54	37
시가총액 (십억 위안)	0.63	1.1	0.46	0.77
BM	FactSet China Semicondcutor 지수	FactSet China Semiconductor Index	CSI Semiconductor Material & Equipment	Solactive China Artificial Intelligence
비용비율	0.59%	0.68%	-	-
1M 수익률	21.5%	18.9%	30.6%	12.6%
3M 수익률	59.1%	51.4%	47.5%	24.5%
YTD 수익률	37.5%	49.0%	54.0%	-

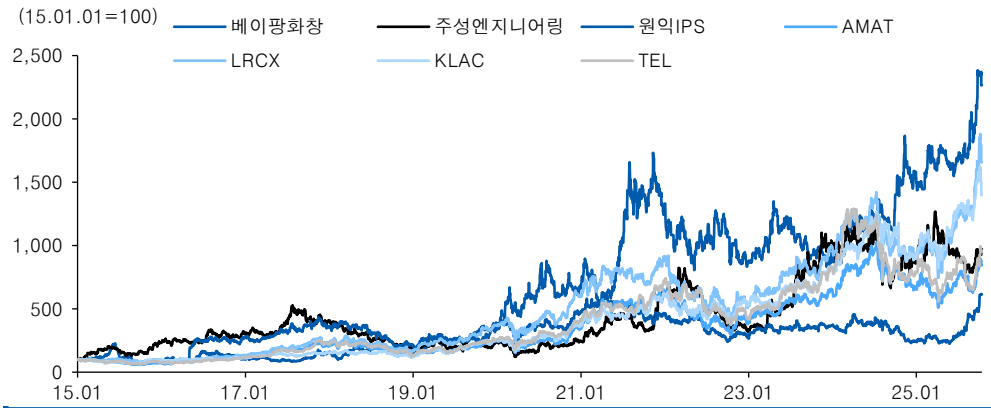
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 2025-10-12 기준

[그림 8] Naura technology와 이를 포함하는 ETF 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: MA TIGER CH SCND FACTSET ETF는 '16.04.29=100, GLOBAL X CHINA SEMICONDUCTOR는 '20.08.07=100, WJ CSI SEMICONDUCTOR ETF는 '24.08.05=100 기준. 베이팡화창(지수화)은 기간 조정

[그림 9] 글로벌 반도체 장비 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터. 주: 원익 IPS는 '16.04. 29=100 기준

베이팡화창 (002371. SZ)

베이팡화창 (002371. SZ) N/R (I)

단기 변동성보다 구조적 성장성을 주목

베이팡화창(Naura Technology)은 매출액 기준 중국 내 1위 반도체 장비 기업. 식각, 증착, 열처리 등 주요 전공정 장비를 포함한 종합 반도체 장비 포트폴리오를 보유하고 있으며, 후공정으로 사업 영역 확장을 도모하는 중.

블룸버그 컨센서스 기준 동사 2H25 매출액과 영업이익은 각각 222억 위안 (YoY +27%), 46억 위안 (OPM 21%, YoY +35%), 2026년 연간 매출액과 영업이익의 경우 각각 490억 위안 (YoY +26%), 109억 위안 (OPM 22%, YoY +32%)을 달성할 전망. 최근 중국 반도체 내수 Capex 감소에 따라 단기적으로 실적 성장세는 다소 완만해질 수 있으나, 2026년 중국 반도체 Capex 재개에 따라 성장이 재부각 될 것으로 기대.

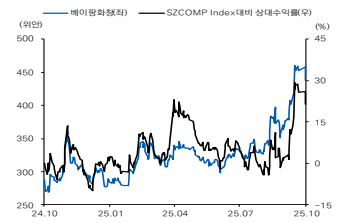
2025년 6월 23일 코팅, 본딩 등 장비 포트폴리오를 보유한 King Semi의 지분 8.4%를 추가 매입하여 총 지분율 17.9%를 확보해 최대주주로 등극. 이번 인수는 3기 펀드의 핵심 기조인 '전략적 선별주의'의 일환일 것. 향후 중국 반도체 산업의 구조적 통합 가속화를 전망하며, 동사의 중국 1위 장비 업체의 위상은 더욱 공고해질 것이라는 점을 주목.

컨센서스	**460.46 위안**
현재주가 (10/10)	**437.99 위안**

시가총액	3,171 억위안
총발행주식수	724 백만주
90일 평균 거래대금	3,781 백만위안
90일 평균 거래량	8,382,301 주
52주 고	473.66 위안
52주 저	260.77 위안
주요주주	BEIJING SEVENSTAR HU 33.2%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	16.1	32.4	61.6
SZCOMP Index	1.8	18.7	36.6

주가 및 상대수익률



Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (단위: 백만위안, 위안, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	14,688	22,079	29,838	38,677	48,971
영업이익	2,784	4,428	6,583	8,163	10,854
당기순이익	2,353	3,899	5,621	7,393	9,637
PER	50	33	37	43.7	33.9
PBR	6	5	7	8.7	6.8
EV/EBITDA	34	25	27	28.1	28.1
ROE	13	18	20	20.3	21.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] Naura Technology 의 반도체 전공정 증착 장비 라인업

자료: Naura Technology, 유안타증권 리서치센터

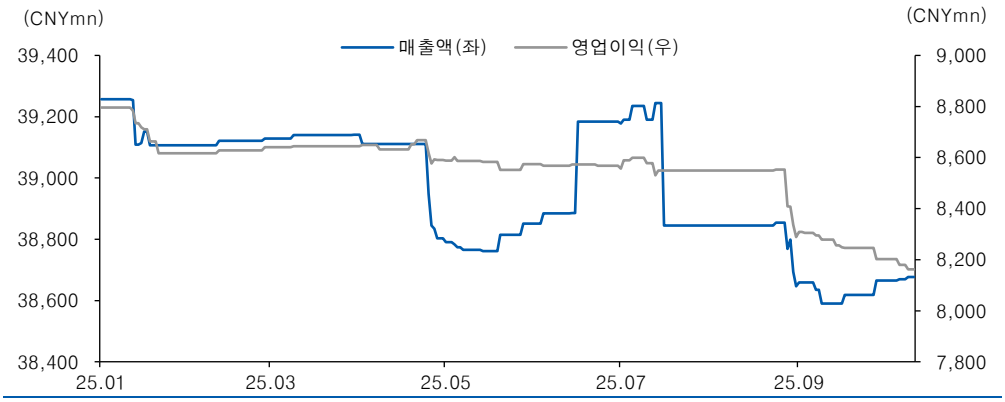
[그림 2] Naura Technology 의 Advanced PKG 장비 라인업

자료: Naura Technology, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] Naura Technology 의 ALD 를 포함한 R&D 진행 중인 장비

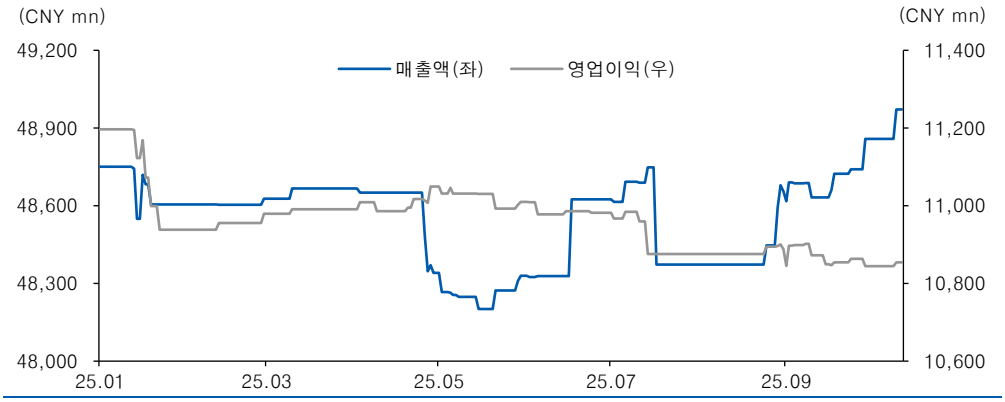
자료: Naura Technology, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Naura Technology 2025 년 실적 컨센서스 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Naura Technology 2026 년 실적 컨센서스 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] Naura Technology 실적 추이 및 전망 (단위: 백만 위안)

		1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Total Sales	Total	8,206	7,936	10,107	12,109	10,524	11,330	12,529	14,120	29,838	38,677	48,971
	YoY%	38%	22%	26%	28%	28%	43%	24%	17%	135%	130%	127%
	QoQ%	-13%	-3%	27%	20%	-13%	8%	11%	13%	-	-	-
Gross Profit	Total	3,530	3,277	4,323	5,184	4,545	4,911	5,408	6,154	12,787	16,519	21,111
	GPM%	43%	41%	43%	43%	43%	43%	43%	44%	43%	42.7%	43.1%
Operating Profit	Total	1,847	1,566	2,195	2,421	2,336	2,521	2,848	2,914	6,583	8,163	10,854
	OPM%	23%	20%	22%	20%	22%	22%	23%	21%	22%	21%	22%
	YoY%	34%	-17%	17%	63%	26%	61%	30%	20%	149%	124%	133%
	QoQ%	25%	-15%	40%	10%	-4%	8%	13%	2%	-	-	-
Net profit	Total	1,581	1,627	2,000	2,425	2,085	2,721	2,418	3,236	5,621	7,393	9,637
	NPM%	19%	21%	20%	20%	20%	24%	19%	23%	19%	19%	20%
	YoY%	39%	-1%	19%	109%	32%	67%	21%	33%	44%	32%	30%
	QoQ%	36%	3%	23%	21%	-14%	31%	-11%	34%	-	-	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터. 주: 2025-10-12 기준

[표 2] 글로벌 반도체 장비 회사 실적 및 밸류에이션 - 1 (단위: 억 위안, 배)

	기업명	AMAT	LAM	KLA	ASML	TEL	스크린홀딩스
	Ticker	AMAT US	LRCX US	KLAC US	ASML NA	8035 JP	7735 JP
	시가총액	11,935	11,821	9,235	26,163	6,488	619
2023A	매출액	1,874	1,210	730	2,113	1,118	233
	영업이익	541	359	278	693	313	39
	OPM%	29%	30%	38%	33%	28%	17%
	순이익	484	313	236	601	239	29
	PER	16.3	17.9	19.2	34.2	15.9	9.6
	PBR	6.7	9.9	22.7	19.9	4.7	1.8
	ROE	48.0	62.3	156.8	70.4	32.0	21.0
	EV/EBITDA	13.0	14.1	14.6	27.1	10.7	4.8
2024A	매출액	1,954	1,077	709	2,200	909	251
	영업이익	566	308	242	702	227	47
	OPM%	29%	29%	34%	32%	25%	19%
	순이익	516	277	200	589	181	35
	PER	21.7	35.4	34.6	35.3	50.5	26.9
	PBR	8.0	16.3	32.9	14.4	10.4	5.2
	ROE	40.6	45.7	87.8	47.4	21.7	21.0
	EV/EBITDA	18.1	28.8	25.9	26.0	35.1	16.6
2025F	매출액	2,014	1,431	923	2,669	1,157	303
	영업이익	85	462	390	897	289	58
	OPM%	4%	32%	42%	34%	25%	19%
	순이익	76	404	329	767	225	43
	PER	22.5	29.1	27.8	34.0	28.1	14.4
	PBR	8.7	13.9	21.0	16.4	6.6	2.8
	ROE	37.6	53.7	85.6	49.9	25.0	20.5
	EV/EBITDA	18.6	23.5	22.3	26.3	19.1	8.3
2026F	매출액	2,074	1,573	997	2,771	1,269	320
	영업이익	86	521	428	936	338	64
	OPM%	4%	33%	43%	34%	27%	20%
	순이익	75	458	360	767	262	46
	PER	22.0	25.3	25.0	32.0	24.1	13.2
	PBR	7.8	11.2	16.1	14.0	5.9	2.4
	ROE	36.6	52.3	74.4	46.8	25.7	20.1
	EV/EBITDA	18.4	20.9	20.5	25.0	16.5	7.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터. 주: 2025-10-12 기준

[표 3] 글로벌 반도체 장비 회사 실적 및 밸류에이션 - 2 (단위: 억 위안, 배)

	기업명	주성엔지니어링	유진테크	원익 IPS	피에스케이	테스	케이씨텍
	Ticker	036930 KS	084370 KS	240810 KS	319660 KS	095610 KS	281820 KS
	시가총액	77	91	140	52	47	42
2023A	매출액	15	15	37	19	8	16
	영업이익	2	1	-1	3	-0	2
	OPM%	10%	9%	-3%	15%	-4%	11%
	순이익	2	1	-1	3	0	2
	PER	47.8	37.1	-	11.6	225.8	17.2
	PBR	3.1	2.6	1.9	1.6	1.2	1.2
	ROE	6.8	7.3	-1.6	14.1	0.5	7.2
	EV/EBITDA	32.1	17.4	57.7	7.2	-	7.5
2024A	매출액	22	18	39	21	13	20
	영업이익	5	3	1	4	2	3
	OPM%	24%	18%	1%	21%	16%	13%
	순이익	6	3	1	4	2	3
	PER	13.0	11.0	52.5	6.0	6.4	10.0
	PBR	2.4	1.7	1.2	1.0	0.8	1.1
	ROE	19.8	16.8	2.4	18.3	13.6	11.3
	EV/EBITDA	9.9	6.4	18.9	2.9	4.4	3.9
2025F	매출액	18	21	46	22	16	18
	영업이익	3	4	4	4	3	2
	OPM%	20%	18%	10%	20%	20%	12%
	순이익	3	3	4	4	3	2
	PER	22.5	28.7	37.5	14.1	15.0	21.9
	PBR	2.4	3.9	2.9	1.9	2.4	1.6
	ROE	11.7	14.3	8.1	14.6	16.7	8.4
	EV/EBITDA	16.1	17.1	19.4	8.0	11.5	9.9
2026F	매출액	23	25	54	24	18	19
	영업이익	6	5	6	5	4	3
	OPM%	26%	21%	12%	21%	21%	14%
	순이익	6	4	5	4	3	2
	PER	13.9	21.1	26.2	12.9	13.4	18.7
	PBR	2.1	3.3	2.6	1.7	2.1	1.5
	ROE	16.7	17.2	10.8	14.0	16.5	10.1
	EV/EBITDA	10.3	13.6	15.4	7.1	10.0	9.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터. 주: 2025-10-12 기준

[표 4] 글로벌 반도체 장비 회사 실적 및 밸류에이션 - 3 (단위: 억 위안, 배)

	기업명	Naura	AMEC	Piotech	Acm Research	Hwatsing	Chang Chuan
	Ticker	002371 CH	688012 CH	688072 CH	688082 CH	688120 CH	300604 CH
	시가총액	3,171	1,835	745	922	580	597
2023A	매출액	221	63	27	39	25	18
	영업이익	44	11	7	8	7	-0
	OPM%	20%	18%	26%	22%	28%	-1%
	순이익	39	18	7	9	7	0
	PER	33.4	53.1	65.4	50.0	41.2	542.7
	PBR	5.3	5.3	9.5	7.0	5.4	8.2
	ROE	17.7	10.7	16.0	15.2	14.0	1.8
	EV/EBITDA	24.5	58.5	64.0	48.9	33.1	438.1
2024A	매출액	298	91	41	56	34	36
	영업이익	66	15	7	12	10	5
	OPM%	22%	17%	18%	22%	31%	13%
	순이익	56	16	7	12	10	5
	PER	37.0	72.5	62.0	37.9	37.6	60.5
	PBR	6.7	5.9	8.1	5.7	5.9	8.4
	ROE	20.3	8.6	13.9	16.3	17.1	14.9
	EV/EBITDA	27.1	67.0	70.9	32.4	30.7	47.5
2025F	매출액	387	122	56	70	46	-
	영업이익	82	22	10	17	14	-
	OPM%	21%	18%	17%	24%	31%	-
	순이익	74	22	9	16	13	-
	PER	41.8	82.1	75.4	54.5	43.1	68.2
	PBR	8.3	8.4	11.6	8.5	7.5	-
	ROE	20.3	10.3	15.7	16.2	17.8	21.1
	EV/EBITDA	35.2	73.6	70.2	49.9	37.7	-
2026F	매출액	490	160	74	85	58	-
	영업이익	109	33	14	21	18	-
	OPM%	22%	21%	19%	25%	31%	-
	순이익	96	32	14	19	17	-
	PER	32.4	56.4	51.8	44.3	34.2	51.2
	PBR	6.4	7.3	9.6	7.3	5.8	-
	ROE	21.4	13.3	18.8	16.9	18.6	22.2
	EV/EBITDA	26.8	48.8	47.7	40.2	30.0	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터. 주: 2025-10-12 기준

베이팡화창 (002371. SZ) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서					(단위: 백만 위안)
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	**6,056**	**9,683**	**14,688**	**22,079**	**29,838**
매출원가	3,834	5,867	8,250	13,076	17,051
매출총이익	2,222	3,817	6,438	9,003	12,787
판관비	1,076	1,588	2,093	2,615	2,970
영업이익	**625**	**1,189**	**2,784**	**4,428**	**6,583**
EBITDA	976	1,633	3,315	5,120	7,592
영업외손익	-59	-63	-71	-37	73
외환관련손익	-66	-26	-12	2	51
이자손익	20	-29	-101	-25	3
관계기업관련손익	0	0	0	-1	-2
기타	-13	-8	43	-12	21
법인세비용차감전순손익	684	1,253	2,854	4,466	6,511
법인세비용	53	59	313	433	817
계속사업순손익	631	1,193	2,541	4,033	5,694
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	631	1,193	2,541	4,033	5,694
지배지분순이익	**537**	**1,077**	**2,353**	**3,899**	**5,621**
포괄순이익	535	1,075	2,356	3,906	5,625
지배지분포괄이익	629	1,191	2,545	4,040	5,698

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표					(단위: 백만 위안)
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	**1,348**	**-858**	**-880**	**2,229**	**1,455**
당기순이익	537	1,077	2,353	3,899	5,621
감가상각비	351	444	531	692	1,008
외환손익	-66	-26	-12	2	51
종속, 관계기업관련손익	-	-	-	-	-
자산부채의 증감	-	-	-	-	-
기타현금흐름	525	-2,353	-3,751	-2,363	-5,225
투자활동 현금흐름	**-673**	**-447**	**-1,423**	**-2,058**	**-2,213**
투자자산	95	93	91	161	266
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-768	-539	-1,514	-2,220	-2,478
재무활동 현금흐름	**53**	**59**	**313**	**433**	**817**
단기차입금	1,716	1,034	524	1,764	2,028
사채 및 장기차입금	10	-	3,740	5,835	3,946
자본	7,112	17,198	19,984	24,825	32,225
현금배당	-31	0	-	-245	-453
기타현금흐름	-8,753	-	-23,934	-31,747	-36,929
연결범위변동 등 기타	-972	7,698	3,220	1,364	47
현금의 증감	**-244**	**6,452**	**1,231**	**1,968**	**107**
기초 현금	2,822	2,578	9,031	10,261	12,229
기말 현금	2,578	9,031	10,261	12,229	12,336
NOPLAT	**617**	**1,166**	**2,563**	**4,078**	**5,911**
FCF	**679**	**-1,305**	**-2,289**	**249**	**-591**

재무상태표					(단위: 백만 위안)
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	**11,014**	**22,323**	**31,117**	**38,226**	**46,211**
현금및현금성자산	2,578	9,031	10,261	12,229	12,336
매출채권 및 기타채권	2,387	3,491	4,742	5,715	7,349
재고자산	4,933	8,035	13,041	16,992	23,479
비유동자산	6,504	8,732	11,434	15,399	19,498
유형자산	2,755	3,073	4,151	5,883	7,008
관계기업등 지분관련자산	0	0	2	3	66
기타투자자산	36	45	43	127	155
자산총계	**17,518**	**31,054**	**42,551**	**53,625**	**65,709**
유동부채	7,900	11,268	15,770	19,083	23,482
매입채무 및 기타채무	2,677	5,059	6,918	7,692	12,125
단기차입금	1,716	1,034	524	1,764	2,028
유동성장기부채	100	0	0	0	2,082
비유동부채	2,506	2,588	6,797	9,717	10,002
장기차입금	10	-	3,740	5,835	3,946
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**10,406**	**13,856**	**22,567**	**28,800**	**33,484**
지배지분	6,781	16,898	19,746	24,367	31,082
자본금	664	704	710	714	720
자본잉여금	4,050	12,567	12,725	12,999	14,186
이익잉여금	1,973	2,996	5,241	8,904	14,111
비지배지분	331	301	238	458	1,144
자본총계	**7,112**	**17,198**	**19,984**	**24,825**	**32,225**
순차입금	**-753**	**-7,965**	**-5,875**	**-4,448**	**-4,076**
총차입금	1,826	1,066	4,386	7,781	8,260

Valuation 지표					(단위: 위안, 배, %)
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	0.8	1.6	3.3	5.5	7.8
BPS	10.2	24.0	27.8	34.1	43.1
EBITDAPS	2.0	-1.3	-1.2	3.1	2.0
SPS	9.1	14.3	20.8	31.0	41.6
DPS	0.1	0.2	0.3	0.6	0.8
PER	**165.3**	**161.6**	**50.1**	**33.4**	**37.0**
PBR	**13.1**	**10.7**	**6.0**	**5.3**	**6.7**
EV/EBITDA	**90.6**	**106.1**	**34.0**	**24.6**	**27.1**
PSR	**14.7**	**18.0**	**8.0**	**5.9**	**7.0**

재무비율					(단위: 위안, %)
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	**49.2%**	**59.9%**	**51.7%**	**50.3%**	**35.1%**
영업이익 증가율 (%)	**20.2%**	**90.3%**	**134.1%**	**59.1%**	**48.7%**
지배순이익 증가율 (%)	**73.7%**	**100.7%**	**118.4%**	**65.7%**	**44.2%**
매출총이익률 (%)	36.7%	39.4%	43.8%	40.8%	42.9%
영업이익률 (%)	**10.3%**	**12.3%**	**19.0%**	**20.1%**	**22.1%**
지배순이익률 (%)	10.4%	12.3%	17.3%	18.3%	19.1%
EBITDA 마진 (%)	16.1%	16.9%	22.6%	23.2%	25.4%
ROIC	7.0	8.4	11.9	14.3	16.2
ROA	3.4	4.4	6.4	8.1	9.4
ROE	**8.5**	**9.1**	**12.8**	**17.7**	**20.3**
부채비율 (%)	2567%	620%	2195%	3134%	2563%
순차입금/자기자본 (%)	-1058%	-4631%	-2940%	-1792%	-1265%
영업이익/금융비용 (배)	13.8	56.5	57.5	29.6	37.9

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, OA의경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

TOP FOCUS

통신/지주

이승웅

통신/지주

02 3770 5597
seungwoong.lee@yuantakorea.com

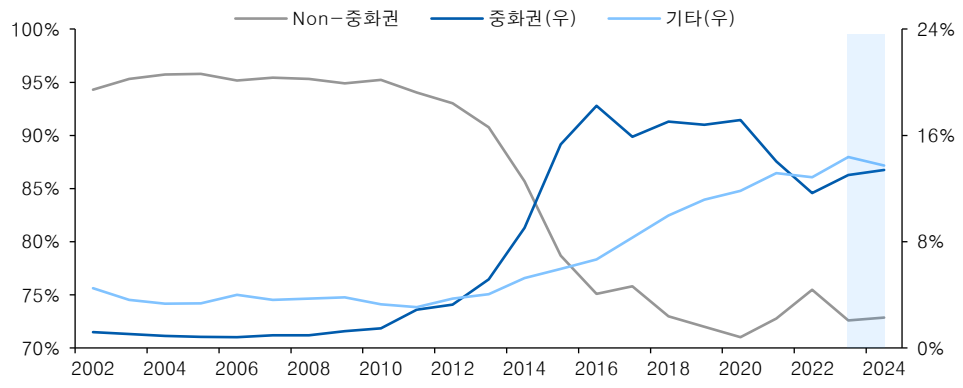
김고은

Research Assistant

02 3770 3649
koeun2.kim@yuantakorea.com

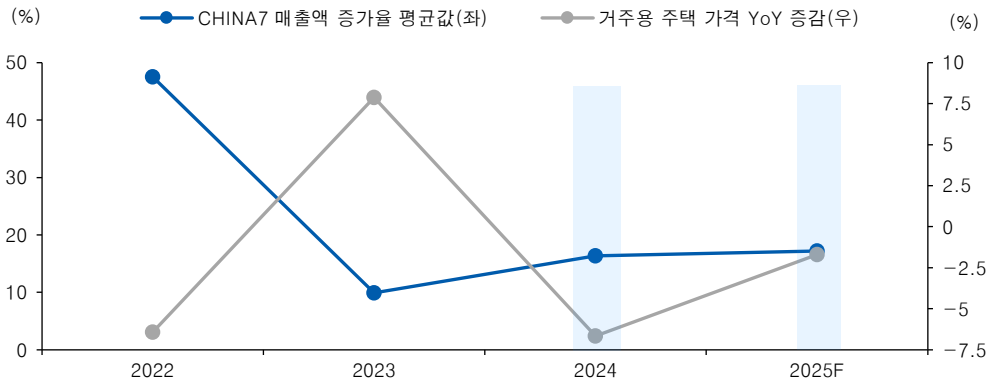
Key Charts:
1. 中 AI 산업 밸류체인은 선순환 구조로 변모

전세계 출하량 대비 지역별 CPU-Unit 출하량 비중 추이 **(중화권/Non-중화권)**



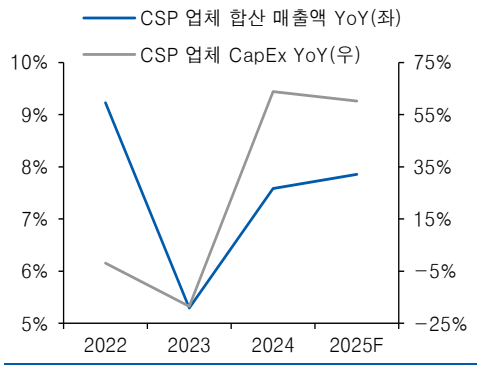
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 중화권 업체는 'ASUS', 'H3C', 'Lenovo', 'ZTE'의 연간 서버 출하량 합산 값

거주용 주택 가격의 YoY 증가에도 불구, 'CHINA7'매출 증가율은 견조한 수준



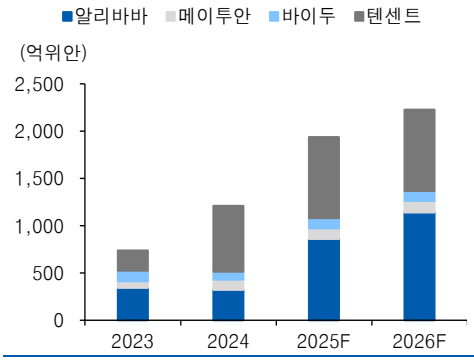
자료: Bloomberg, CEIC, 유안타증권 리서치센터

다운스트림 업체 합산 CapEx 증가율과 매출액 증가율 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

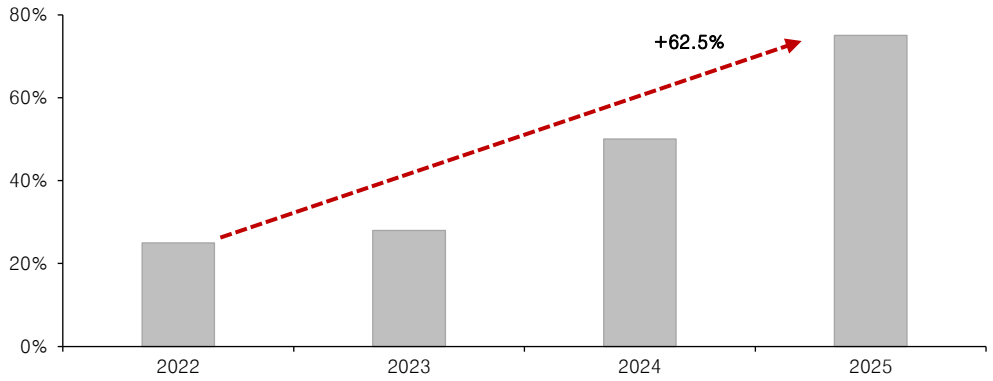
AI 수요 4대 수요처 CSP 업체 CapEx 합산 금액 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

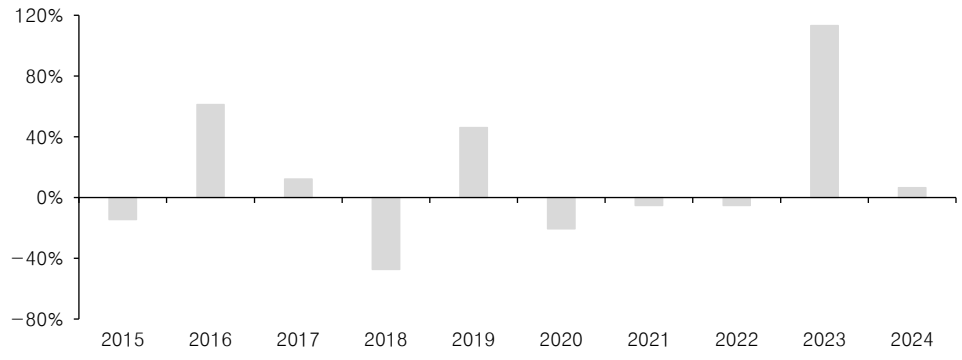
Key Charts:
2. [Why 통신장비?] 광트랜시버 수혜 기대

동부 지역 내 건설 중인 데이터센터 비중 증가 추세 확인



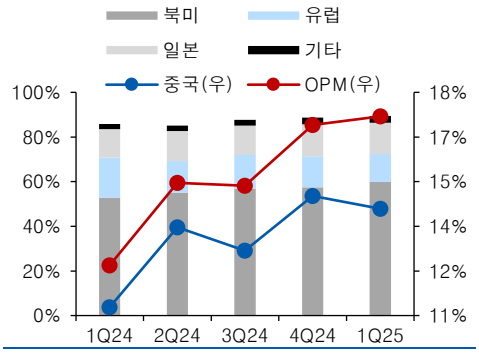
자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

중국 내수 광학 장비 관련 수입 금액 YoY 증가율 감소 추세



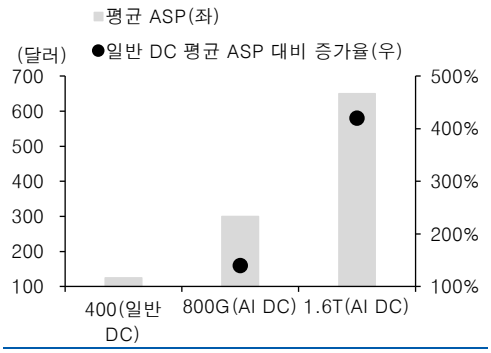
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Coherent 중국 익스포져 확대에 따른 OPM 상승 모습 (Correl 88%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

400G/800G/1.6T 평균 ASP 비교: 용량과 ASP는 비례

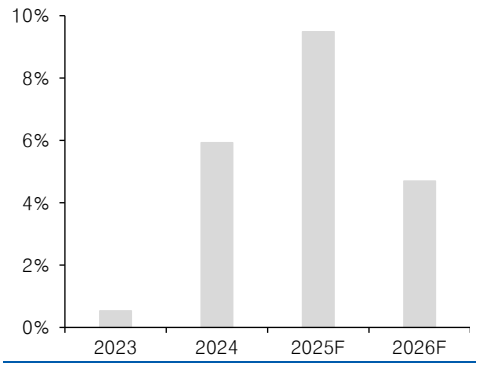


자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

Key Charts:

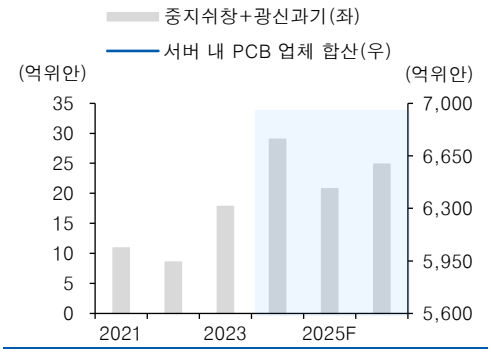
3. [Why '지금' 中 광트랜시버?] 잘 될 일만 남았다

중국 로컬 서버 내 PCB 기판 업체 CapEx 증가율



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 로컬 PCB 업체 vs. 중국 로컬 광통신 밸류체인 업체 CapEx 금액

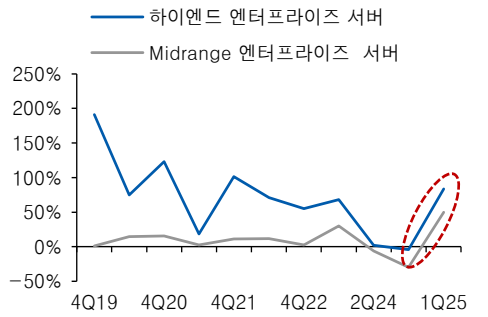


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

“동향공진”(東向供進): 고스펙 서버 Q·P 반등

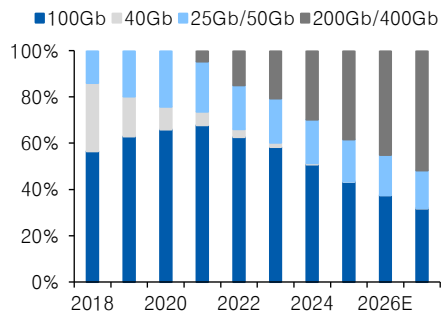
中 AI DC 내 서버 관련 밸류체인에 주목한다. 中 서버 기업 합산 영업이익은 1H25 기준 '24년 연간 영업이익 대비 **58.9%의 비중**을 기록 중이다('23년 YoY **+2.8%** → '24년 YoY **+18.7%**). 주목해야할 점은 글로벌 전체 기준으로도 **서버 Q와 P 모두 반등 중이라는 점**이다(그림 1, 3). 특히 하이엔드 서버의 경우 GPU, 특수 냉각 장치 등 공급망 민감도가 높은 부품 내재화가 필수적이며, 이에 따라 AI 수요 폭증이 공급단 병목을 야기해 ASP 상승으로 이어지고 있다(그림 2). 글로벌 **서버 가격의 상승에도 불구, 중화권 내 CPU Unit 출하량 증가세**가 돋보인다(그림 3). 특히, 서버 가격은 통상적으로 2분기 및 4분기 성수기에 반등하는 계절성이 존재하나, '25년, 비성수기인 '1분기'에 하이엔드 서버 가격 상승률이 (+) 전환되었다는 점이 이례적이다. 이는 중국 딥시크(DeepSeek) 등 **중국 로컬 AI 기업들의 강력한 추론 수요가 글로벌 하이엔드 서버 가격을 견인하고 있음**을 방증한다. AI 다운스트림 업체 수요 대상 AI 모델 훈련을 위한 서버 선(先)수요도 존재한다는 점에서 Q와 P 기울기 상승에 귀추가 주목된다.

[그림 1] 中 추론수요 세기: '25 년, 비성수기에 해당하는 '1 분기' 에 글로벌 하이엔드 서버 가격 상승률은 (+) 로 반등



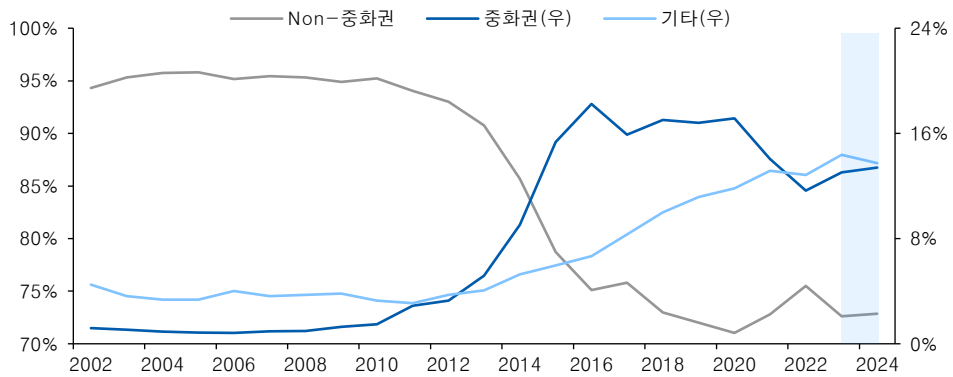
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 글로벌 서버 스펙 향상 → 글로벌 200/400 Gb 매출액 점유율 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 전세계 출하량 대비 지역별 CPU-Unit 출하량 비중 추이 **(중화권/Non-중화권)**



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 중화권 업체는 'ASUS', 'H3C', 'Lenovo', 'ZTE'의 연간 서버 출하량 합산 값

中 AI 산업 밸류체인은 선순환 구조로 변모

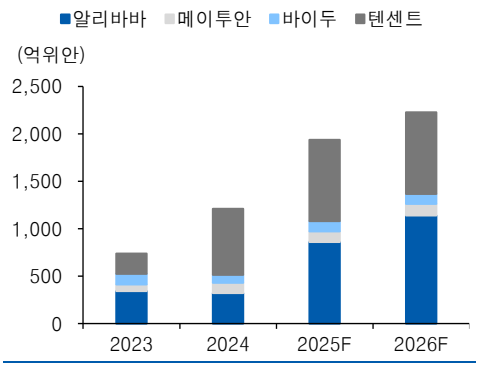
① B2C 수요 확대 본격화 → 中 AI 데이터센터 투자 확대

현재 중국 AI 수요를 견인하는 신흥 수요 주체는 B2C단이라는 점이 괄목할 만한 포인트이다. 中 내수 내 AI 수요 주체는 크게 1) 로컬 B2B, B2C단 고객과 2) 중국 정책 당국으로 나눌 수 있다. 일차적으로, B2B에 의해 중국 내 AI 데이터센터 투자가 확대되었다. 로컬 기업의 AI 채택률 증가는 각 섹터 내 **'+α'** 요인으로 작용하기 때문이다. 가령, AI 접목이 활발한 소매 및 금융 산업의 경우, '24년 매출 성장률은 각각 **YoY +7.5%, +10.7%를 기록**하였다(Wind 기준). **AI 채택률의 증가는 AI Agent 출시 건 수의 증가로 이어진다**(그림 8). 동시에, 모델 훈련 수요 증가에 따른 **선(先) 수요 확대**는 결국 **기수요의 구조적 증분**으로 반영될 공산이 높다.

특이한 점은 B2C단에서의 수요 증가가 가시권에 진입하였다는 것이다(그림 5). 이는 중국 가계 소비에 민감한 신축 주택가격과 CHINA7 매출 증가율 추이 비교를 통해 알 수 있다. '24년과 비교 시, **'25년에는 신축 건물 가격의 반등에도 불구, CHINA7 매출 증가율은 감소가 아닌 현상 유지 내지-증가 수준**을 기록한다. 즉, B2B단 뿐만 아니라, 中 **B2C단에서의 유료 서비스 수요에 대한 소비 성향 확대 현상의 포진**을 역설한다. 이에 따라, 中 CSP 업체의 1H25 매출액은 '24년의 약 52.4% 비중을 차지한다('23년 YoY +5.3%, '24년 YoY +7.6%).

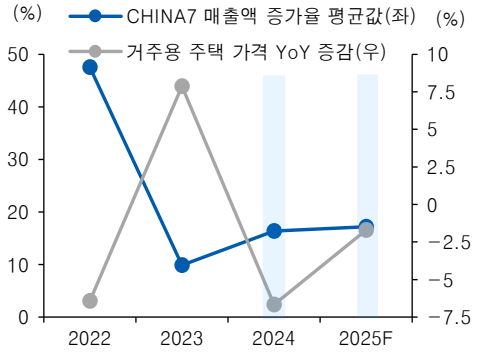
中 CSP업체의 CapEx 합산 금액은 YoY +60.2%를 기록할 예정이다(그림4). 해당 수치는 **러쉬 오더격의 대규모 '추론' 수요**의 세기를 내포한다. 실제로, 中 텐센트 2H24 CapEx 금액은 **HoH +163.4%** 증가하였다. 대표적인 中 CSP 업체인 알리바바는 향후 3년간 당초 계획했던 3,800억위안(약 74.5조원)을 상회하는 금액을 AI 인프라 설비 투자에 투입할 계획이다('25.09.24). 이를 전력 증설 규모로 환산 시, 1GW 증설당 약 1,000억 위안(약 19조 원)의 투자가 필요한 점을 감안하면, **연 3,000억 위안 이상 규모의 CapEx 추가 증액 가능성이 제기**된다.

[그림 4] 中 CSP 업체 CapEx 합산 금액 및 전망



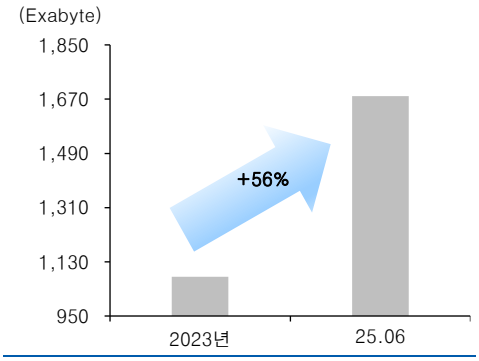
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 거주용 주택 가격의 YoY 증가에도 불구, 'CHINA7' 매출 증가율은 견조한 수준



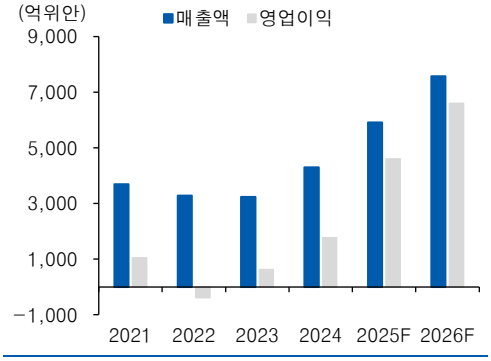
자료: Bloomberg, CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 중국 데이터센터 1H25 데이터 저장 용량은 '23년 대비 +56% 증가



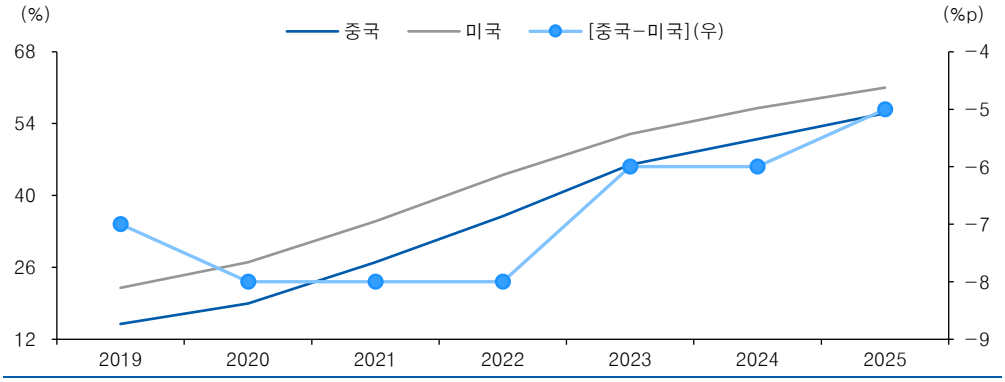
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] AI 밸류체인 내 다운스트림 업체 합산 매출액, 영업이익 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 중국 기업 AI 채택률 추이 (vs. 미국): 미국과의 채택률 격차는 좁혀지는 중

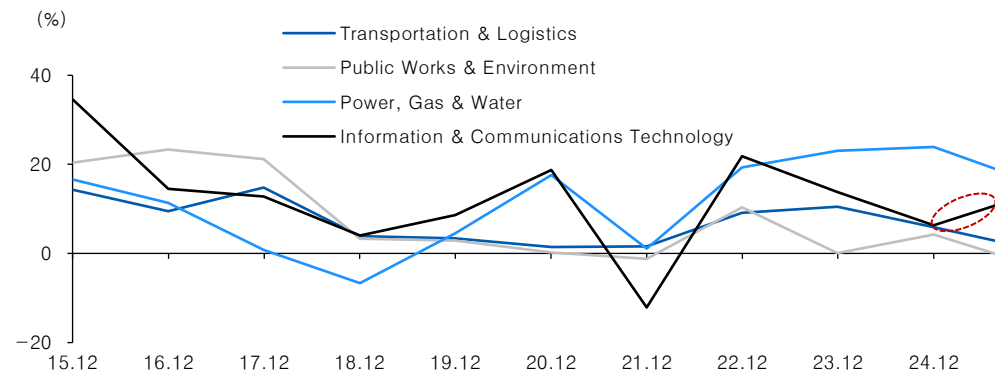


자료: Lyell Data, 유안타증권 리서치센터

② 中 AI 데이터센터 투자 확대 → AI 내수 수요 증가

또다른 수요 견인 주체인 **중국 정책 당국은 AI 밸류체인 내 선순환 구조로 변모시킨 핵심 국가라는 점에서 타국의 AI 산업 현황과 차별화**된다. 중국 로컬 IT 산업향 투자 확대는 G2 패권 경쟁 구도 하, '기술 자립화'를 통한 전략적 자주권 확보의 움직임으로 재해석할 수 있다(그림 9). 즉, 정부 주도의 산업정책이라는 '당위성'은 AI 관련 산업에 걸친 '내생적 자립화' 의지를 투영한다. 즉, 단순한 기술 투자 차원을 넘어, **AI 반도체-서버-데이터센터 밸류체인 상 공급 안정성 강화**로 귀결되고 있다. 중국의 AI칩 국산화 비중은 '23년 17% → '25F 46% → '27F 55%까지 상승할 전망이며, 올해는 자국 내 AI칩 채택률을 50% 이상 의무화하도록 추진 중이다. 동부에 위치한 1선 도시인 베이징과 상하이는 '27년까지 데이터센터의 컴퓨팅·스토리지 칩 자국산 채택률을 70%까지 끌어올린다는 목표를 제시하였다.

[그림 9] 중국 내수 분야별 인프라 투자 금액 YoY 증가율 추이: 산업재 내에서도 IT 분야 투자 금액 증가 추세 전환 뚜렷

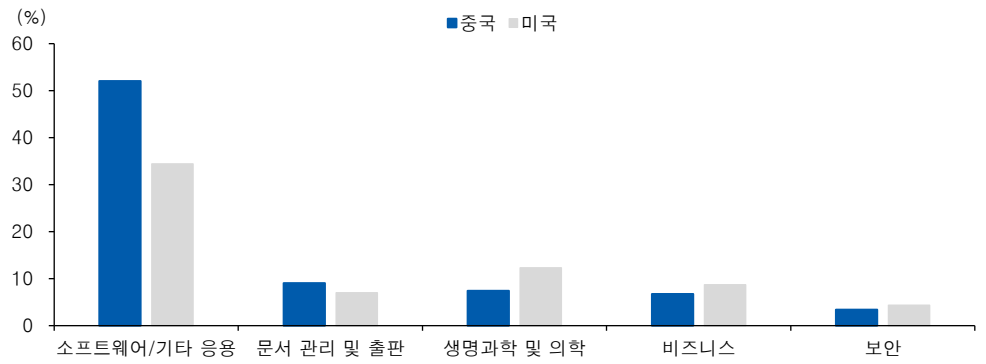


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) '25년 08월 31일까지의 데이터를 포함

실제로, 중국 정부의 'AI+' 정책에서는 AI를 "모든 산업 요소의 지능적 발전을 촉진하며, 전통 산업의 변혁과 고도화를 지원하며 모든 산업과 융합하여 국가 경쟁력의 핵심 엔진으로 삼는 방향"으로 명시하고 있다(鼓励有实力的企业将人工智能融入战略规划、组织架构、业务流程， 推动产业各要素智能化发展，支持传统产业转型发展，开辟战略性新兴产业和未来产业发展新路径。). 해당 언급은 **14차 5개년 정책 기간 당시, AI를 '디지털' 전략의 한 축이라고 국한하여 표현하였다는 점에서 차별화**된다.

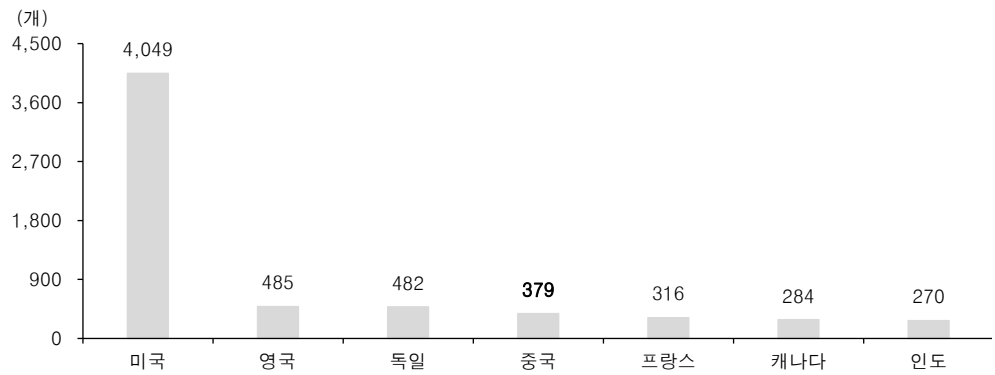
中 AI 전방 산업 밸류체인이 선순환 구조로 변모해가는 가운데, **서버 관련 밸류체인의 Upside 여력은 충분**하다. '24년 글로벌 데이터센터 개수 기준, 중국은 379개로 4위를 기록 중이다(그림 11). 1) B2C를 선두로 한 AI 실수요 확대와 자립화를 목적으로 한 2) 'AI 자립화' 정책적 모멘텀이 동반되는 구간임을 감안 시, 현 시점은 서버 관련 밸류체인에 대한 업사이드가 유효한 국면으로 판단한다.

[그림 10] 생성형 AI 응용 분야별 특허 패밀리 수



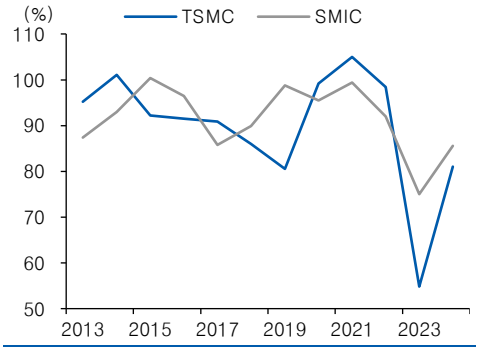
자료: World Intellectual Property Organization(2024), 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 글로벌 데이터센터 개수 기준, 중국은 4위



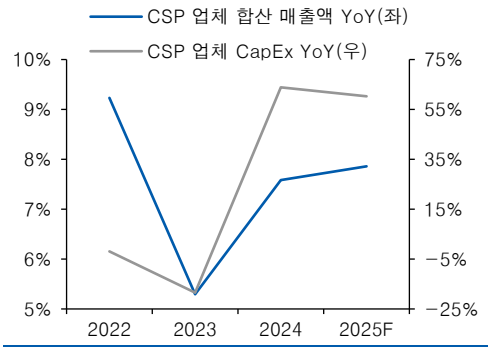
자료: Cloudscene, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 로컬 반도체 칩 업체 가동률은 상승 추세로의 전환



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 다운스트림 업체 합산 CapEx 증가율과 매출액 증가율 추이

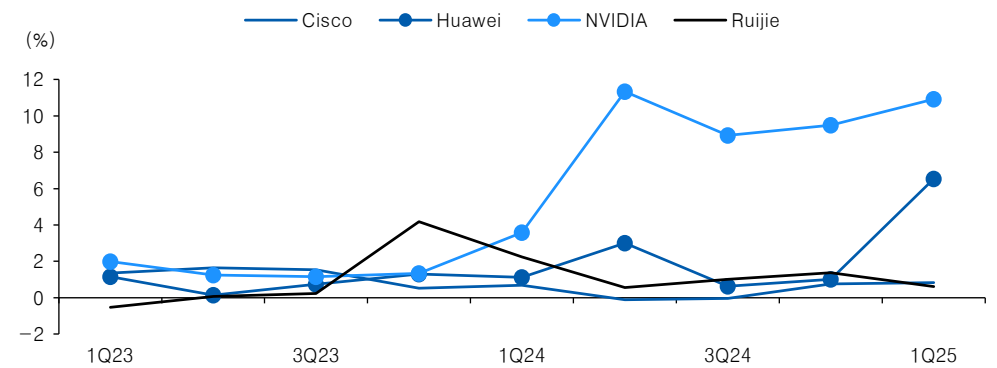


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

③ AI 데이터센터 투자 확대, 근데 이제 효율성을 곁들인

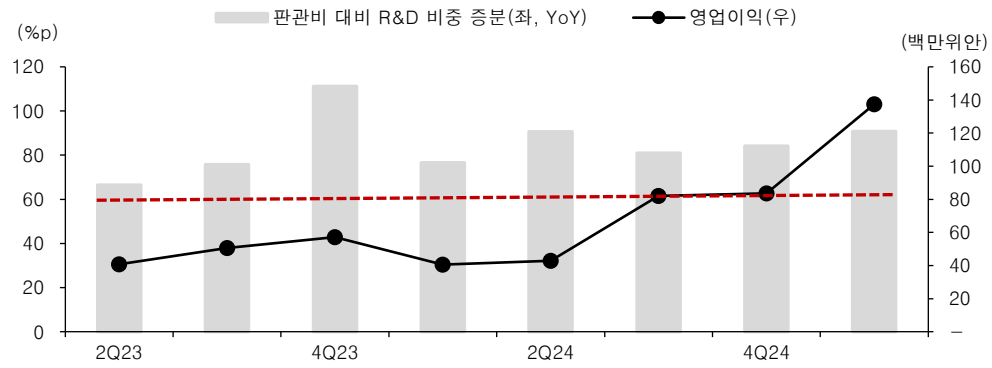
AI DC '서버' 밸류체인 내에서도 광트랜시버 업종에 대해 주목한다. 미국과의 기술적 격차 관련, 약 3-4 년의 래깅이 존재하며 GDDR, LPDDR 과 같은 대체 메모리는 최신 대규모 언어모델 훈련이나 대규모 추론 수요를 뒷받침하기에는 적합하지 않은 기술이다. 그러나, 해당 기술적 제약은 단기적으로 오히려 기회 요인으로 작용할 공산이 크다. **공급이 수요를 추종하지 못하고 있는 상황 하, 우호적인 정책적 요소를 고려 시, 현재 존재하는 데이터센터 서버 자산을 더 '효율적으로' 이용해야할 유인**이 생긴 셈이다. 이에 따라**, AI DC '서버' 밸류체인 내에서도 광트랜시버 업종에 주목한다.** 실제로, 중국 CSP 업체들의 매출액 대비 CapEx 금액 비중 증분값은 미국 업체 대비 약 10%p 낮은 수준을 유지한다(그림 16).

[그림 14] 화웨이: 글로벌 Peer 대비 200G/400G 포트 수익 YoY 추이



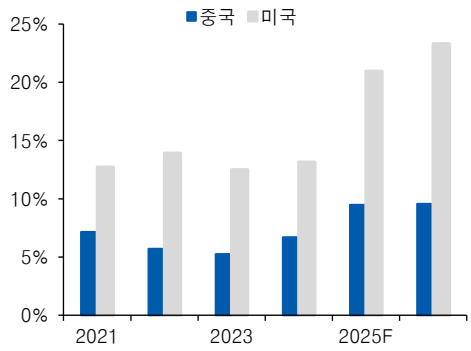
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 화웨이 SG&A 대비 R&D 비중 YoY 및 영업이익: 효율성에 따른 공급자 우위 지위로 변모 중



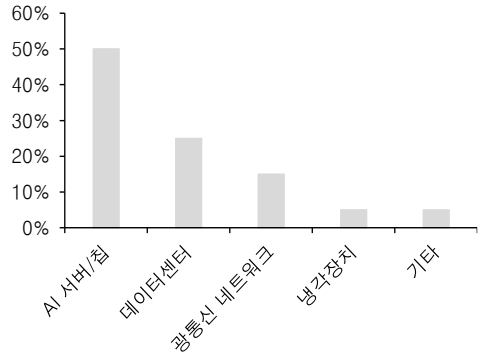
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 1H25까지의 데이터

[그림 16] 효율성 중시: 서구 vs 중국 CSP 업체의 매출액 대비 CapEx 비율(평균값)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 중국 AI 인프라별 투자 비중



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

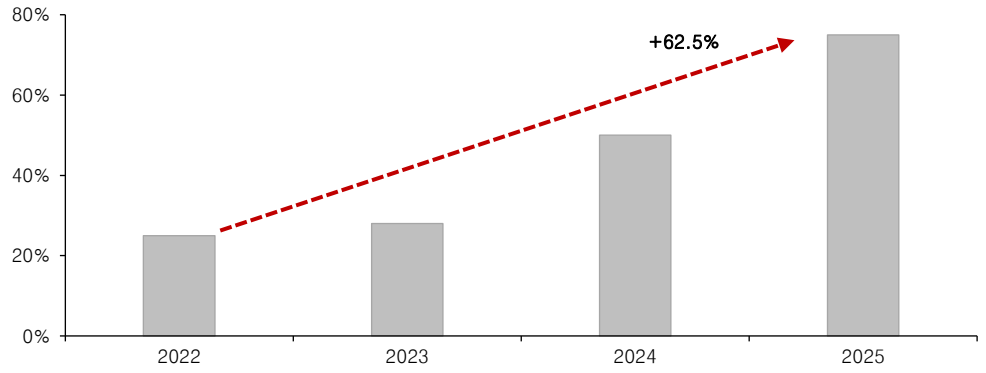
[Why 통신장비?] 광트랜시버 수혜 기대

① 中 동부 지역 AI DC 비중 증가가 지니는 함의

광트랜시버 업종에 있어서, Q와 P 상승은 '양자택일'이 아니라는 점에서 통신장비 섹터 내 상대적 투자 매력도가 높다고 판단한다. 최근 동부지역에서의 AI DC 프로젝트 비중 상승을 토대로, 광트랜시버 Q·P의 동반 견인을 예상할 수 있다(그림 18). 이는 AI 수요를 가담한 변곡점이 생성된다는 의미이다. '25년을 기점으로 **동부 지역 데이터센터 건설 프로젝트 비중은 75%로, '22년 대비 +62.5% 상승**하였다. 서부 지역에 위치한 데이터센터는 운영 비용이 저렴한 대신, 주요 수요처와의 접근성은 낮다는 한계점이 존재한다. 실제로, 중국 데이터 센터의 평균 랙 설치율은 50.1%이며, 서북 지역과 서남 지역의 설치율은 각각 약 33%, 40%를 기록하며 AI 활용률 저하 문제가 발생하였다.

반면, 상하이나 베이징 등 1선 도시 비중이 높은 동부 지역은 B2B·B2C단에서 **AI Agent 모델 접근성 및 응답 속도** 측면에서 절대적 우위를 보유한다. 운영비용은 서부 대비 **60%** 가량 더 높다. 그럼에도 동부지역의 데이터센터 비중의 지속적인 증가가 시사하는 바는, **1) '방대한 데이터' 전송**과 **2) '고속 전송'의 중요성이 높은 운영 비용을 상쇄할 만큼 수요 주도적 구조로 전환되고 있는 상황**이라는 점이다. 근본적으로, AI 접근성을 더욱 중요하게 여기는 이유는 **3) AI 수요에 있어서 '추론 수요' 세기의 가속화 현상을 투영**하기 때문이다.

[그림 18] 동부 지역 내 건설 중인 데이터센터 비중 증가 추세 확인



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

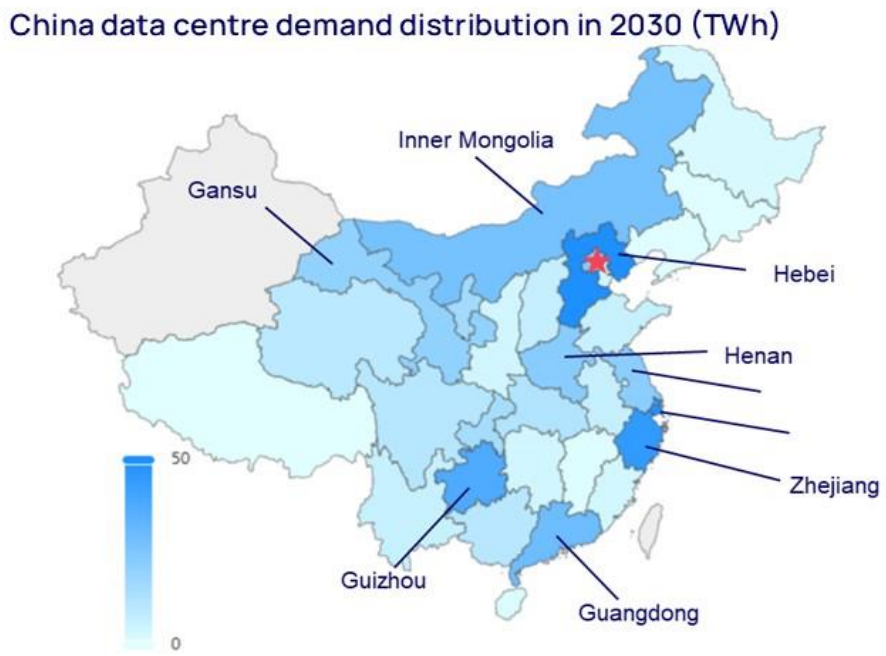
[표 1] 동/서부 지역 데이터 센터 건설 프로젝트 내용

발표일	프로젝트명	위치 (성/도시)	사업비(투자액)	예상 완공 시점	메모 (규모/특징)	동/서
2022-06-23	China Telecom Cloud Computing Inner Mongolia Information Park (Horinger)	내몽골 후허하오터(Hohhot, Horinger)	비공개	173억 위안 (≈ 17.3 billion yuan)	완료 예정: 2023년 5월	서부
2022-07-13	청양 클라우드 컴퓨팅 빅데이터 센터	간쑤성 청양	비공개	진행 중	중국 텔레콤 간쑤 회사의 클라우드 컴퓨팅 데이터 센터 프로젝트	서부
2022-08-18	Horinger New Area – 14 Data Centers 프로젝트	내몽골 Horinger	비공개	약 685.7억 위안 (≈ 68.57 billion yuan)	2022년 착공, 순차적 완공	서부
2022 (연중)	East Data, West Computing 국가급 데이터센터 클러스터 허브 계획	京津冀(동부), 长三角(동부), 粤港澳大湾区(동부), 贵州(서부), 宁夏(서부) 등	비공개	프로젝트별 상이. 국가 정책 규모 전체 수천억 위안급	2022년부터 본격 추진, 14차 5개년 계획 기간 지속	동부+서부 혼합
2022-12-29	내몽골 · 닝샤 · 간쑤 · 귀주 데이터센터 클러스터	내몽골, 닝샤, 간쑤, 귀주	비공개	2023년~2025년	국가 전략적 데이터센터 클러스터 구축 승인	서부
2023-02-01	Greater China 데이터센터 개발 동향	광둥성, 장쑤성 등	비공개	진행 중	디지털 경제 지원을 위한 데이터센터 개발 동향 보고	동부
2023-05-01	CapitaLand Beijing 데이터센터	베이징	1억 달러 이상	2025년	100MW 이상 용량의 지속 가능한 데이터센터 개발 계획	동부
2024-02-29	Greater China 데이터센터 개발 동향	광둥성, 장쑤성 등	비공개	진행 중	디지털 경제 지원을 위한 데이터센터 개발 동향 보고	동부
2024-07-24	Foxconn 신사업 본부	허난성 정저우	약 1억 위안 (약 1억 3,750만 달러)	2025년 예정	AI 서버 수요 증가에 따른 데이터센터 구축	동부

2024-08-29	동부 데이터, 서부 컴퓨팅 프로젝트	서부 8개 지역 (구체적 위치 미제공)	약 61억 달러 (약 4,200억 위안)	2025년~2026년	서부 지역의 풍부한 에너지 자원을 활용한 데이터센터 구축	서부
2024-11-01	장자커우 데이터센터 허브 개발	허베이성 장자커우	비공개	진행 중	알리바바 등 주요 기업의 데이터센터 허브 개발	서부
2025-01 ~ 03	GBA 컴퓨팅 파워 클러스터	광둥성 Shaoguan 등	600억 위안 이상	2025년 내 완공 목표	대만구(GBA) 내 대규모 컴퓨팅 파워 클러스터	동부
2025-02 ~ 04	Wujiang Computing Power Center (China Unicom)	장쑤성 苏州 吴江	약 29억 위안	2025년 내 완공 목표	10,000 고출력 랙 설치 계획	동부
2025-03 ~ 05	Zhejiang / Quzhou GLP 투자	절강성 Quzhou	약 25억 위안	2025년 내 완공 목표	SOE → GLP 투자 통한 운영 자산 확보	동부
2025-04 ~ 06	서부 허브 확장 (닝샤 Zhongwei, 내몽골 등)	닝샤 · 내몽골 등	비공개	2025년~2026년 내 완공 예상	동수서산 정책 연계 대규모 허브 확장	서부
2025-05 ~ 07	해상/수중 데이터센터 시범 프로젝트	상하이 인근 해안	비공개	2026년 중반 실증 완료 예정	해수 냉각 · 해상풍력 연계형 친환경 실험적 센터	동부
2025-08-05	Shanghai — 5 new data centres	상하이	비공개	2025년 내 완공 목표	시정부 주도 대형 신규 데이터센터 5개 계획	동부
2025-09 (중순)	Stargate of China AI 인프라 클러스터	안후이성 Wuhu	비공개	2026년 중반 완공 예정	AI 인프라 통합 거점, FT 보도	동부
2025-09-17	China Unicom Xining AI Data Centre	칭하이성 Xining	39억 위안	2025년 9월 완공 완료	AI 훈련 허브, 20,000 PFLOPS 목표	서부

자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터, 주) 언론 보도 기준

[그림 19] 서부 지역 대비 동부 지역 내 데이터센터 비중 증가 전망

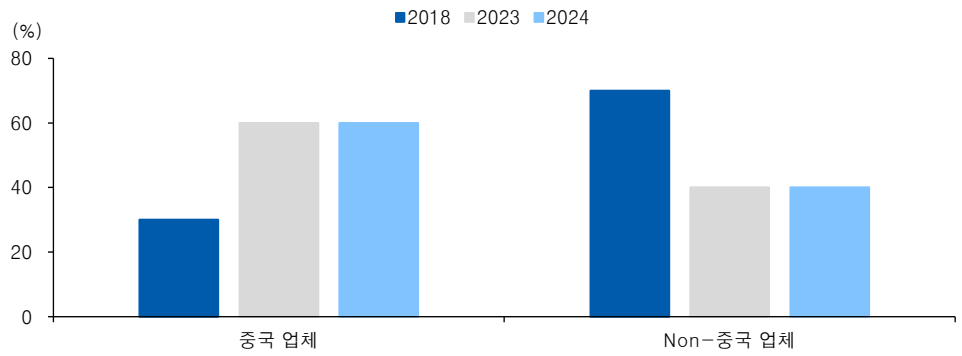


자료: Wood Mackenzie, 유안타증권 리서치센터

② 글로벌 기술력 1위가 투영하는 바는

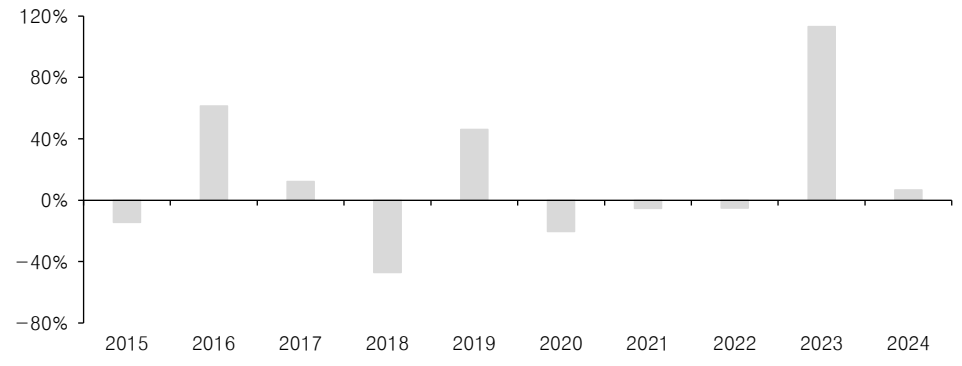
광트랜시버 업종에 주목하는 두 번째 요인은 중국의 광트랜시버 기술력이 글로벌 최고의 기술 경쟁력을 확보하고 있기 때문이다. 미국의 경우, 대학 내에서 광학/광자학 학위 수가 제한적인 반면, **① 중국은 단일 대학 계열만으로도 대규모의 광학/광자학 전문 인력을 양성**한다. 더불어, **② 광트랜시버 원가 대부분이 희토류에 해당하는 갈륨**(Ga)인 점을 감안 시, 자원적 우위 관점에서 **광트랜시버 산업의 구조적 경쟁우위를 확보한 셈**이다. 이에 따라, 중국은 로컬 업체만으로도 광트랜시버에 대한 수요를 충분히 대응 가능하다. 실제로, **중국 광학장비 부품 수입액 증감률(YoY)의 증분값은 역대 최대 감소치인 -106.6%p를 기록 중**이다(그림 21). LightCounting에 따르면, 전세계 광트랜시버 공급 업체 10위권 내 약 60%에 해당하는 업체가 중국 기업임을 밝혔다(그림 20). 이에 따라, 중국 내 다운스트림 업체 포함, 광통신 관련 펀딩 금액 규모는 '21-'24년 CAGR +51.6%로 대폭 증가하였다.

[그림 20] 글로벌 광트랜시버 공급 업체 10위권 내 중국 업체는 60% 비중 차지



자료: LightCounting, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 중국 내수 광학 장비 관련 수입 금액 YoY 증가율 감소 추세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

③ AI 네트워크 구조상 광(光)트랜시버 탑재 확대 불가피

광트랜시버는 서버 스위치 내에 탑재되는 제품으로1) 전기 신호를 빛으로, 2) 빛을 전기신호로 송신 및 수신 변환이 가능한 부품이다. 후자 역할을 수행하는 광검출기(Photodetector) **디바이스의 급부상하는 수요처는 AI 데이터센터**이다.

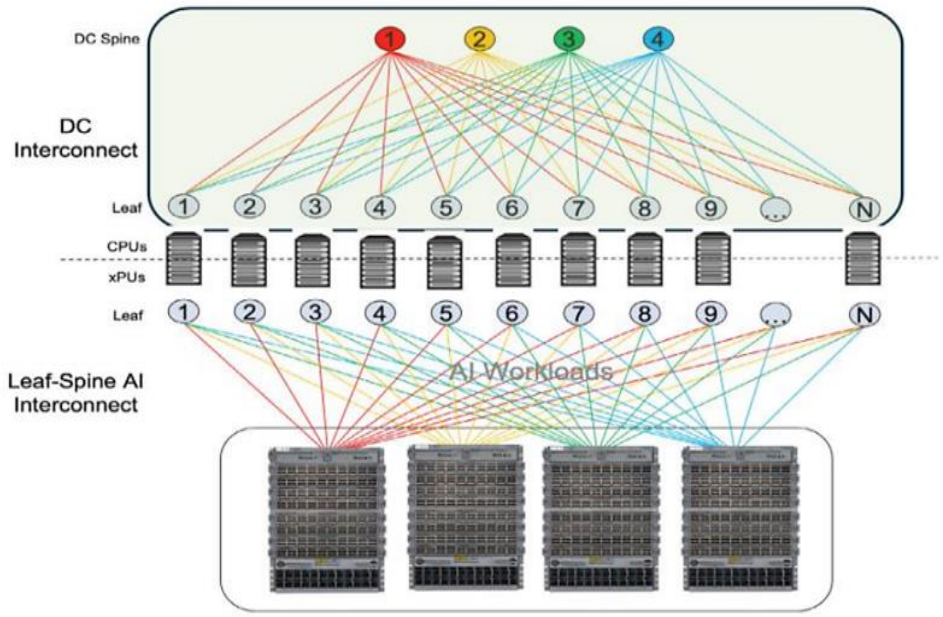
일반 데이터센터와 달리, AI 데이터센터 서버의 모든 연결 지점에는 광트랜시버가 탑재되는 구조를 가진다. 일반 데이터센터향으로는 하나의 스위치가 여러 서버를 연결하는 구조가 통상적이었지만, AI 학습·추론 환경에서는 데이터 병목(Bottleneck)을 최소화하고 GPU 클러스터 간 대역폭을 극대화하기 위해 'Spine-Leaf'형 계층 구조를 채택한다(그림 22). 이때 **스위치 간 모든 연결부에 광트랜시버가 필수적으로 내장**된다. 즉, 광트랜시버 수량(Q)의 증가는 곧 **스위치 및 서버 대수 증가의 함수**로 결정된다는 의미이다.

AI 채택률과 AI Agent 모델 출시 건수의 증가는 필연적으로 Byte 증가를 초래한다. 이는 **서버 간 연결 구조 또한 '병렬' 연결(Scale-Out) 방식으로 전환**된다는 의미이다. 이 과정에서 서버 랙 수 자체가 늘어나기 때문에 플러그형 광 트랜시버의 수량 자체도 증가하게 된다.

서버 수 증가에 따른 네트워크 대역폭 증가뿐만 아니라 **랙당 서버 수도 증가**한다. 고성능 AI 서버(GPU, AI 가속기 등)를 탑재하는 과정에서, 공간 효율을 극대화하려는 목적으로 서버 수 자체의 증가뿐만 아니라 랙당 서버 개수도 증가하기 때문이다. 랙당 서버가 많아지면 내부 토폴로지(Top-of-Rack, ToR)와 상위 스위치 간 **트래픽이 증가**하게 된다. AI DC의 전력 요구 사양 또한 일반 DC(10~15kW/rack) 대비 약 **3배 수준인 36kW/rack 이상**으로 상향되었다. '26년을 기점으로는 50kW/rack 으로의 스펙 향상을 전망한다.

AI 학습·추론용 GPU 서버는 **초당 수백~수천 GB(기가바이트)의 데이터 전송량**을 요구하며, 기존 10/25GbE(기가비트 이더넷)급 네트워크로는 대응이 불가능하다. 따라서, **100GbE → 200GbE → 400GbE → 800GbE 타입으로의 일련의 스펙 상향 과정에서 '고속 광트랜시버' 도입이 불가피하다**.

[그림 22] AI 네트워크 구조는 다수의 스위치를 활용

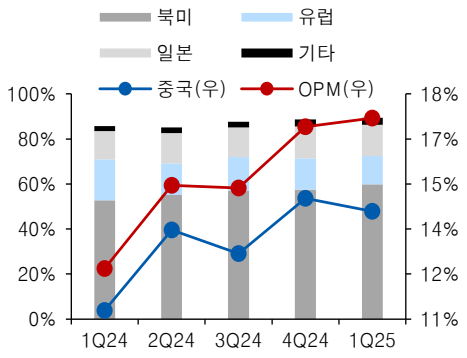


자료: Arista Networks, 유안타증권 리서치센터

현 광트랜시버 업종은 양적 증대(Scale-Out) 조건을 충족할 뿐만 아니라, 질적(Scale-Up) 조건도 충족한다는 점에서 ASP도 동반 상승할 것으로 전망한다. 서버당 데이터 처리량이 기하급수적으로 증가하는 과정에서, 데이터를 이동시키는 네트워크 속도도 상승해 서버 랙 밀도가 확대된다. 이 과정에서 기존 N-S 트래픽 이동 방식에서 속도 향상을 위한 위한 E-W(East-West) 중심 구조로 전환되고 있다. 기존 400G급 광트랜시버로는 데이터 전송의 적시성을 충족하기 어렵기에 '26년을 기점으로 800G, 1.6T 같은 초고속 광트랜시버가 요구된다.

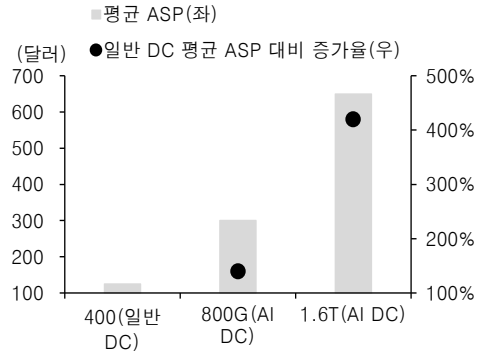
이때 광트랜시버 ASP는 속도 Type과 비례하여 상승한다는 특성이 존재한다(그림 24). 실제로, **중국 익스포져 확대에 따른 Coherent OPM의 상승은 中 광트랜시버 호황의 개화를 방증한다(그림 23).**

[그림 23] Coherent 중국 익스포져 확대 → OPM 상승 (Correl 88%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 400G/800G/1.6T 평균 ASP 비교: 용량과 ASP는 비례



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

결론적으로, **광트랜시버 업체 중에서도 SiPh(실리콘 포토닉스) 기술과 EML 기술 모두 내재화한 업체향 투자 매력도가 부각될 전망**이다(표 4). 빛 파장과 관련해, 속도와 거리 간 Trade-Off를 동시에 해소할 수 있는 핵심 기술력이기 때문이다. 실리콘 포토닉스는 실리콘 칩 위에 광학 소자를 집적한 기술로, **고밀도 랙 환경에서 데이터 고속 전송에 대한 성능 이점을 제공**한다.

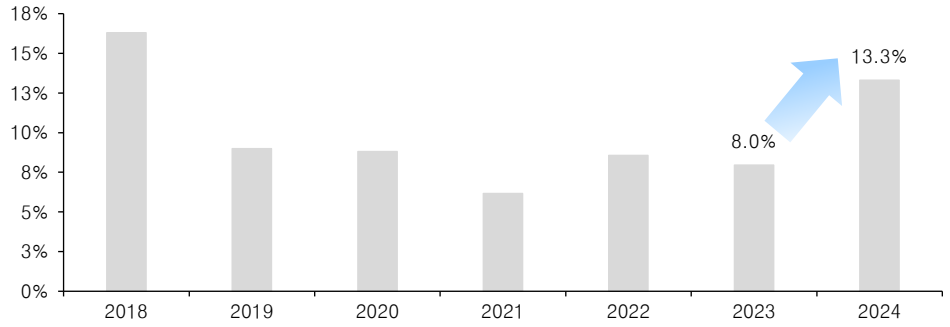
서버 랙 밀도 상승 시, 랙 간/섹션 간 케이블 길이 단축으로 인한 광트랜시버 존재 의미의 무효를 우려할 수 있다. 그러나, **데이터센터 전체 규모가 확장되면 서버 대수의 증가와 함께 데이터의 장거리 전송 필요성이 커지기에 출하량 증대가 일어날 것**이다(그림 25). 결국, 광트랜시버 업종에 있어 단거리·장거리 전송 **양측 어느 시나리오든, Q와 P 상승은 양자택일이 아니라는 점에서 통신장비 섹터 내 리레이팅 우위**에 있다고 판단한다.

[표 2] 랙 밀도에 따른 광트랜시버 폼팩터 종류 변화 정리

연도	랙 밀도 (kW/rack)	주요 기술 변화	광트랜시버 속도 (Gbps)	광트랜시버 폼팩터
2023	36	GPU 기반 AI 서버 도입	400	400G OSFP, QSFP-DD
2024	40	AI 모델 훈련 및 추론 수요 증가	400~800	400G/800G OSFP, QSFP-DD
2025F	45	AI 최적화, 데이터센터 구축 확대	800~1600	800G/1.6T OSFP, QSFP-DD
2026F	50	고밀도 서버 랙 구성	1600~3200	1.6T/3.2T OSFP, QSFP-DD

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 25] 중국 내수 광케이블 길이(km th) YoY 증가율 상승 추세로 전환: EML 기술 필요성 부각 → 高 ASP 비중 증가 추세 기대



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

장기적 관점에서, **4) 비용 효율화 필요성이 대두되는 과정에서 EML(Electro-absorption Modulated Laser) 기술을 내재화한 광트랜시버에 대한 수혜를 기대**할 수 있다는 점을 투자 고려사항으로 제시한다. 서버 랙 수 자체의 증가, 데이터 이동 방향의 변화(E-W 트래픽)로 인해 냉각 비용이 비용 부담에 가세를 더할 가능성이 농후하다.

기존 100G 트랜시버는 CW(Continuous-Wave) 레이저 기술 기반으로, 빛으로 변환하기 위해 '외부 변조기'(External Modulator)를 사용해야 하는 구조였다. 이는 설계 복잡성의 증가를 초래하고, 빛을 지속적으로 생성해내기에 전력 소모가 크다는 한계가 있다.

EML 기술은 위의 한계점을 보완한 기술이다. 레이저 발광 및 변조를 단일 칩 내에서 처리함으로써 외부 장치 없이 빛의 강도를 직접 바꾸거나 끊어서 송신부(Tx)에서 데이터를 전송할 수 있다. 즉, **더 적은 전력으로 더 높은 데이터 전송 속도를 구현할 수 있어, AI 데이터센터와 같은 고성능 네트워크 환경에서 선호된다는 의미**이다.

AI 데이터센터는 통상적으로 평균 36kW의 전력을 사용하는 서버 랙을 보유하고 있으며, '27년까지 50kW로 증가할 예정이다. 특히, 데이터 전력 비용 중 냉각비용은 약 40%를 차지한다. 높은 냉각비용은 기존 데이터센터의 가동률 증대를 통한 고정비 절감에 대한 효과를 제고하게 만드는 유인으로 작용할 가능성이 농후하다. 이러한 점을 감안 시, **EML 기술을 통한 레이저 발광 및 변조를 하나의 칩 안에서 처리할 수 있기에 더 적은 전력으로 더 높은 데이터 전송 속도를 구현할 유인이 높다.**

[표 3] 중국 AI DC 전력 소비량 vs. 전체 전력 소비량

(Kwh)	2023	2024	2030E	2024년 대비 증가율
중국 AI DC 전력 소비	966	1,400	4,000	185.7%
중국 전체 전력 소비량 대비 비중	1.6%	6.8%	6.0%	

자료: 중국 정보통신기술연구원, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 광트랜시버 EML/SiPh 기술에 따른 적용 폼팩터

기술	특징	트랜시버 폼팩터 적용
EML	**고속 데이터 전송,** 단일 모듈로 25~100G/채널, **긴 전송 거리** 데이터 전송 가능	100G/200G/400G LR4, ZR4 등 **장거리** 모듈
SiPh	**저전력,** 소형화, CWDM/DWDM 집적	100G/400G FR4, LR4, 800G **고속 데이터센터** 모듈
EML + SiPh	**고속 + 집적 + 소형화** **→ 대규모 데이터센터/클라우드용 고속 모듈**	**400G QSFP-DD LR4/FR4, 800G OSFP 등**

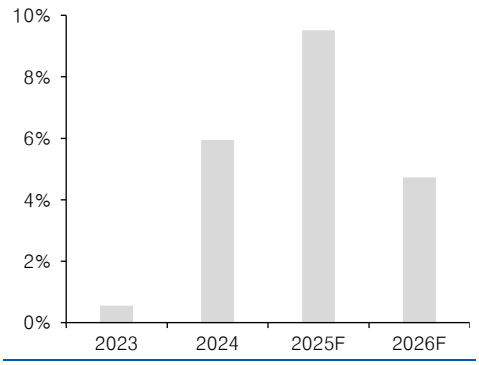
자료: 유안타증권 리서치센터

[WHY '지금' 中 광트랜시버?] 잘 될 일만 남았다

광트랜시버 산업 선행지표: 서버 내 PCB 업체에서 찾는 Hint

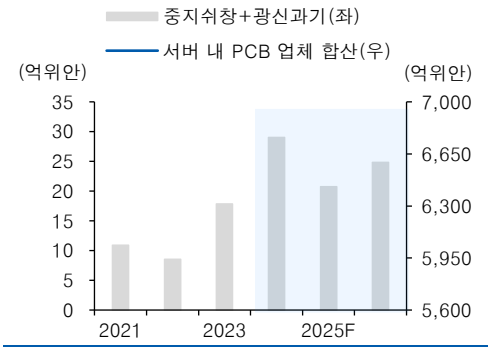
서버 내 PCB 기판 업체들의 CapEx 증가율을 토대로 광트랜시버 업황 호조를 전망한다. 선술하였듯, 광트랜시버 출하량이 성장하기 위해서는 서버 출하량 증가가 선행되어야한다. 밸류체인상 서버 내 PCB가 우선 탑재된 이후에야 광트랜시버 수요가 발생하는 구조적 특성 때문이다. 이에 따라, 광트랜시버 업종을 살펴보기 앞서, 서버 이전의 PCB업체 CapEx 현황을 살펴본다. 실제로, 中 로컬 서버 PCB 업체의 CapEx 증가율은 증가세를 보이며 광통신 업체 CapEx금액과 상관성을 지니고 있다(그림 26, 27). 이는 AI 서버 출하량 증가를 중심으로 한 **전방 밸류체인 내 투자 확산이 이미 진행 중**임을 의미한다.

[그림 26] 중국 로컬 서버 내 PCB 기판 업체 CapEx 증가율



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 동산정밀(002384 CH), 선난써키트(002916 CH) CapEx 금액 합산 값 기반

[그림 27] 로컬 PCB 업체 vs. 로컬 광통신 밸류체인 업체 CapEx 금액

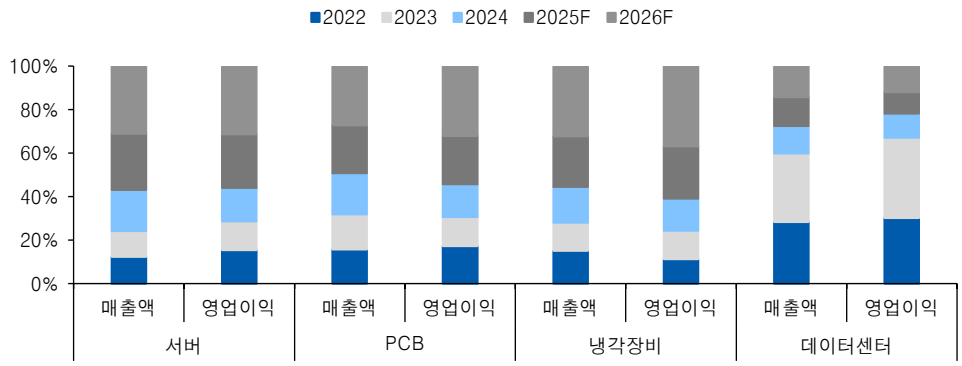


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

광트랜시버 관련: 서버 밸류체인 귀추 주목

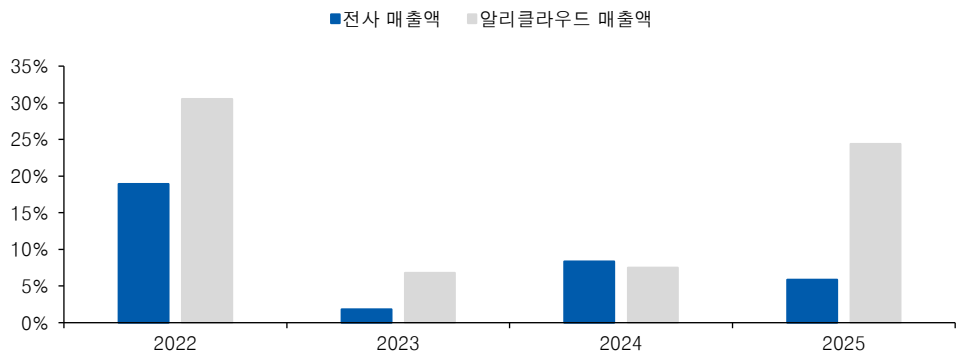
업스트림 밸류체인 내, 서버향 PCB 업체들의 매출액 및 영업이익 컨센서스를 통해 광트랜시버 산업이 변곡점 구간에 위치해있음을 알 수 있다. 이는 학습 및 추론 수요가 증가세임을 시사한다. 업스트림이 호조인 이유는 전방 산업인 다운스트림 수요가 뒷받침되고 있기 때문이다(그림 28). 후행적으로 나타나는 다운스트림의 수요 규모는 CSP업체 시가총액 1위 기업인 알리바바의 전사 매출액 증가율과 알리클라우드 사업부 매출액 증가율(YoY) 비교를 통해 확인할 수 있다(그림 29). **알리클라우드의 매출액 증가율은 '25년 기준, YoY 17.9%p를 상회한다('24년 YoY +7%, '25F YoY +24%).**

[그림 28] 중국 업스트림 인프라 밸류체인별 매출액 및 영업이익 비중 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 29] 알리바바의 전사 매출액 증가율과 알리클라우드 사업부 매출액 증가율 비교(YoY)



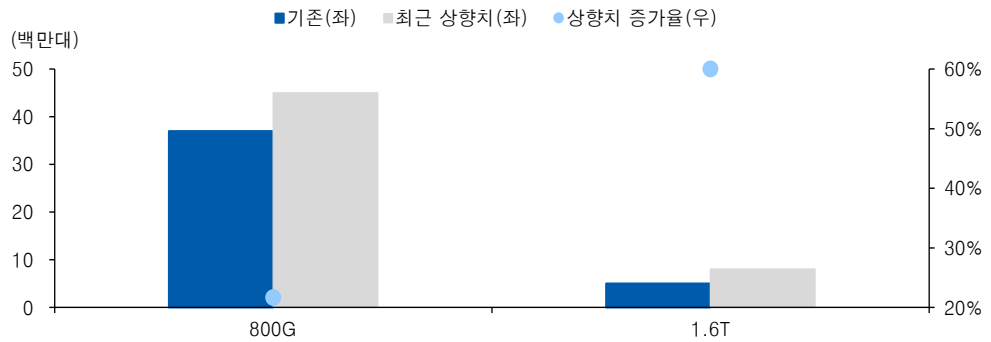
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

RISK Point

CPO 기술로 인한 광트랜시버 Tam 축소 우려는 시기상조

CPO기술(Co-Packaged Optics)로 인한 중국 로컬 광트랜시버 시장의 Tam 축소 우려는 현시점에서 시기상조적 우려로 판단한다. 실제로, 中 업스트림 업체 내 CPO 펀딩 금액 규모는 **CPO분야 순위는 '21년 30위, '24년 27위로**, 같은 기간 광통신이 11위에서 '24년 4위로 부상한 것과 달리, 급격한 성장을 이루지 못하였다. 이는 CPO 기술의 상용화 시기는 최소 '28년 이후로 전망되고 있기 때문이다. 오히려 '25-'27년 기간은 사이클 수혜 강도는 광트랜시버 기업(200G/Lane)이 더욱 높을 것으로 판단한다. 현 단계에서의 기술적 난제(예: 발열·수율·패키징 정밀도)와 대규모 CAPEX 부담을 고려할 때, 당분간 **대체 가능성은 낮다.** 반면, 25~27년은 **플러그형 광트랜시버(200G/Lane 이상급)** 업체의 **사이클 수혜 강도가 더욱 높게 작용**할 것으로 예상한다. 이는 AI 데이터센터 증설 가속화 구간에서, 유연한 확장성과 **교체 용이성** 측면에서 **플러그형 솔루션의 효용이 여전히 압도적**이기 때문이다.

[그림 30] 광트랜시버 타입별 수요 및 수요 상향치 증가율



자료: Citi Group, 유안타증권 리서치센터

통신장비 투자전략

1) 동종 산업 내 Peer에는 존재하지 않는 유일한 기술적 경쟁력을 갖춘 기업, 2) 실적 증가의 기울기의 변곡점 구간에 위치한 기업, 위 두 가지 조건을 기업 선정 조건으로 제시한다.

中 정부의 AI 밸류체인 자립화 의지와 'Stargate of China' (투자금액은 52.9조원)와 같은 대규모 투자 정책의 포진은 산업 성장을 가속할 전망이다. 산업 모멘텀 가속화 상황 하, 위의 조건 두 가지 모두를 만족해 **베타 값이 클 것으로 예상되는 기업으로 1) 중지쉬창(300308.SZ)과 2) 광신과기(002281.SZ)를 최종 선정**한다.

중지쉬창 (300308.SZ)

광신과기 (002281.SZ)

중지쉬창 (300308.SZ) N/R (I)

독보적인 기술력, 돋보이는 시장 점유율

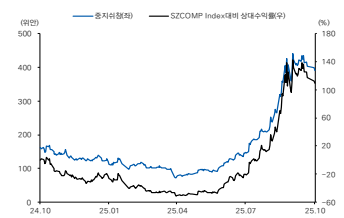
광모듈 생산 Capa는 1H25 기준, 1,161만 Unit의 광모듈을 생산(YoY +29%)하였으며 이 중 약 940만대를 생산(YoY +44%). **中 쑤저우(남동 지역), 퉁링 현(남동 지역)향으로 1.6T 물량 출하 중**이라는 점에서 단기 모멘텀 존재. 해당 지역으로 출하되는 제품은 저비용 고ASP 제품 납품 구조이기에 장기적으로도 실적 상향에 기여할 것. 더불어 태국에서의 해외 생산 거점 확보를 통해 **납기 지연 최소화** 도모 중. **글로벌 시장 점유율 1위**인 점을 반영 시, 해외향 매출 비중의 일시적 감소는 큰 리스크 요인이 아니라고 판단. **중국 매출 증가율이 상승할 때 전사 OPM도 동반 상승하는 경향성**을 보이기 때문. 오히려 통신 부품·모듈 사업을 광반도체 기반(CPO)으로 전환하기 위해 속도를 내고 있는 중국 3대 업체 중 하나라는 점에서 **멀티플 할증 요소는 여전히 잔존**한다고 판단.

컨센서스	**424.80 위안**
현재주가 (10/10)	**390.00 위안**

시가총액	4,333 억위안
총발행주식수	1,111 백만주
90일 평균 거래대금	14,816 백만위안
90일 평균 거래량	46,134,510 주
52주 고	457.01 위안
52주 저	67.20 위안
주요주주	SD ZHONGJI INVEST HL 11.4%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	-7.5	168.7	144.3
SZCOMP Index	1.8	18.7	36.6

주가 및 상대수익률



수요 승수효과 반영 기대

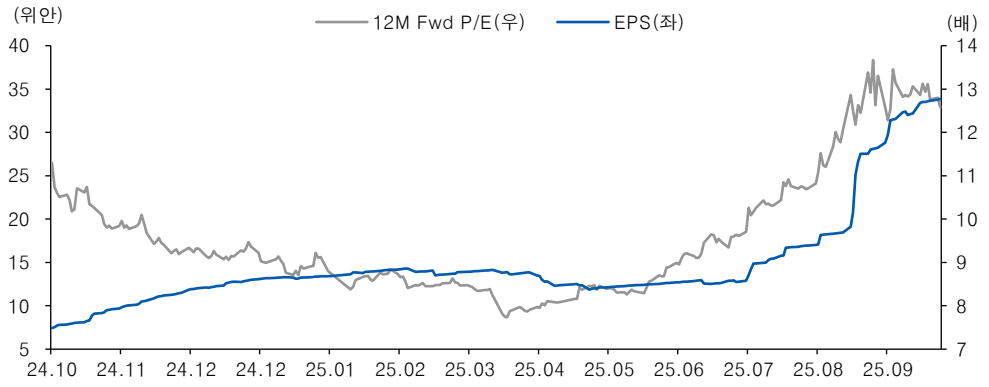
1) **독보적인 기술력, 2) 레퍼런스 파워**는 국내외 Peer 대비 동사에 대한 수혜 강도가 매우 높을 것으로 기대하게 만드는 요인. 동사는 **글로벌 최초로 실리콘 포토닉스 기반의 800G 상품을 납품 중**이라는 점에서 타사 대비 기술 경쟁력 보유. 더불어, 1.6T 솔루션 보유하였다는 점에서 공급자 우위에 위치. 향후 **美-中 지정학적 긴장 고조 시에도 하방을 지지할 것이라는 점에서 교섭력 부각**될 것. 전방사 공급망 분석 결과, 중화권/북미권 고객사 내 비중 증분값은 두 권역 모두에서 대부분 증가 중(YoY). 이는 **레퍼런스 파워가 지속적으로 상승 중**임을 역설.

Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (단위: 백만위안, 위안, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	9,642	10,718	23,862	36,626	53,890
영업이익	1,202	2,087	5,938	11,152	17,010
당기순이익	1,224	2,174	5,171	9,551	14,648
PER	17.6	41.7	26.2	45.7	29.5
PBR	1.8	6.4	7.2	15.9	10.9
EV/EBITDA	11.2	33.8	21.0	23.0	23.0
ROE	10.4	16.6	31.0	37.3	38.7

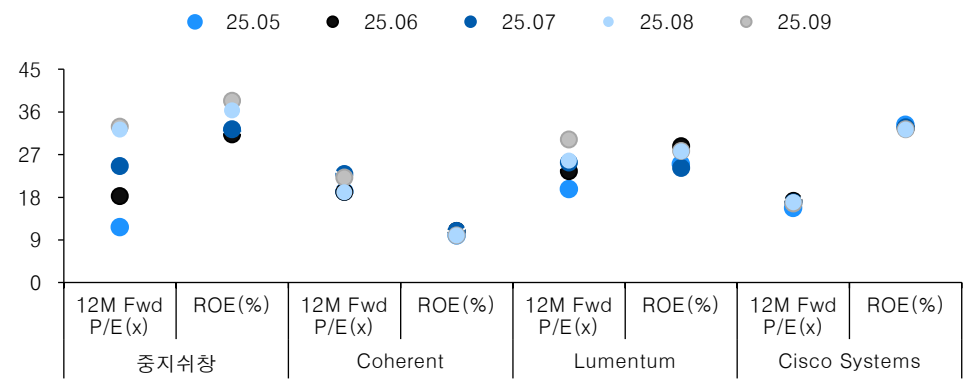
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 중지쉬창 P/E 및 EPS 추이



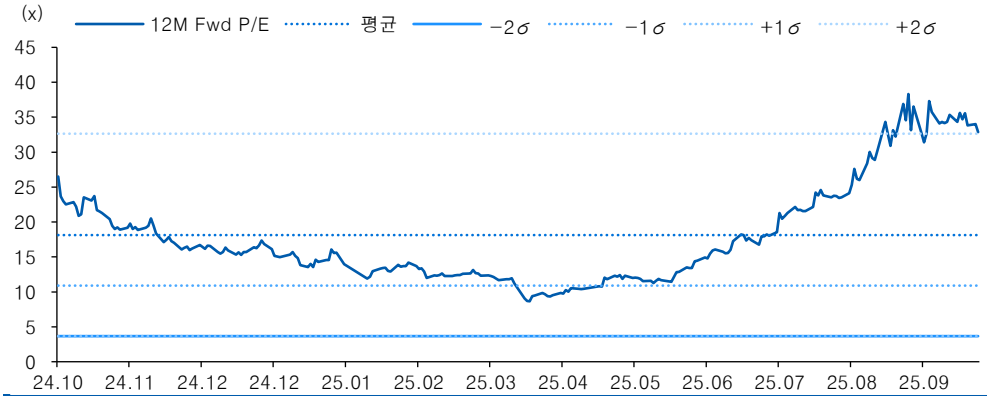
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 북미 Peer 와의 P/E 및 ROE 비교



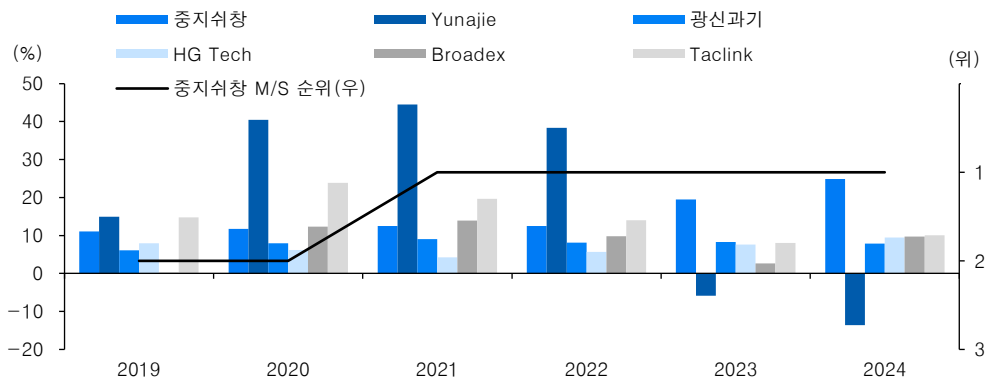
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 중지쉬창 P/E 추이



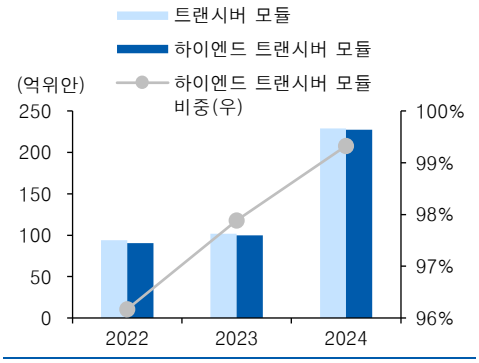
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 중지쉬창: OPM 상승 → M/S 1 위 유지



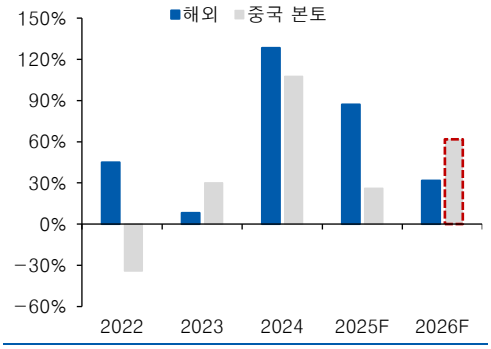
자료: Bloomberg, Lightcounting, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 광트랜시버 내 하이엔드 제품 매출액 비중 추이



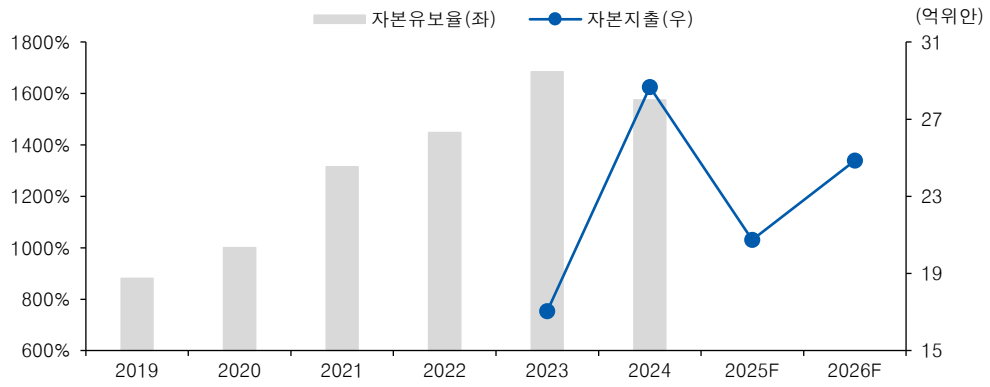
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 해외 및 중국 본토 매출액 YoY 증감 전망



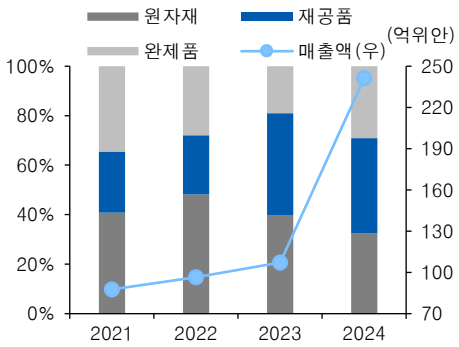
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 증가하는 자본 유보율: CapEx 집행에 있어서, 외부 자금 조달에 대한 의존도는 낮은 편



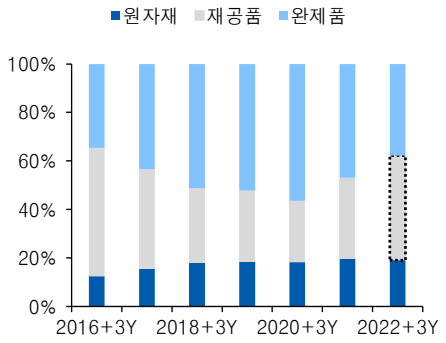
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] '24년 재고 자산 내 재공품 비중 증가: 매출액에 대한 1년 선행 수요 존재 **(Correl 99.8%)**



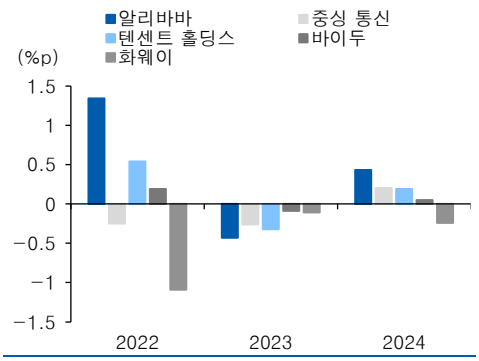
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] **(3년 이동평균)** 재고 자산 내 재공품 비중 증가 뚜렷 : 납기 단축 기대



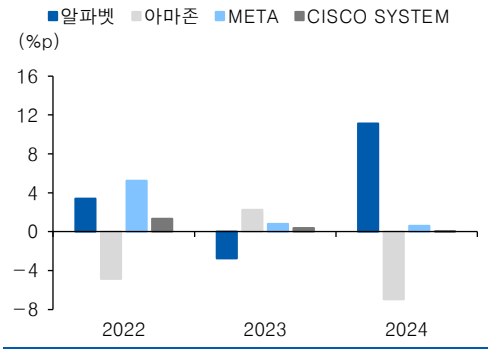
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 중지쉬창 **중화권 공급망** 비중 증가 중: 레퍼런스 파워 존재



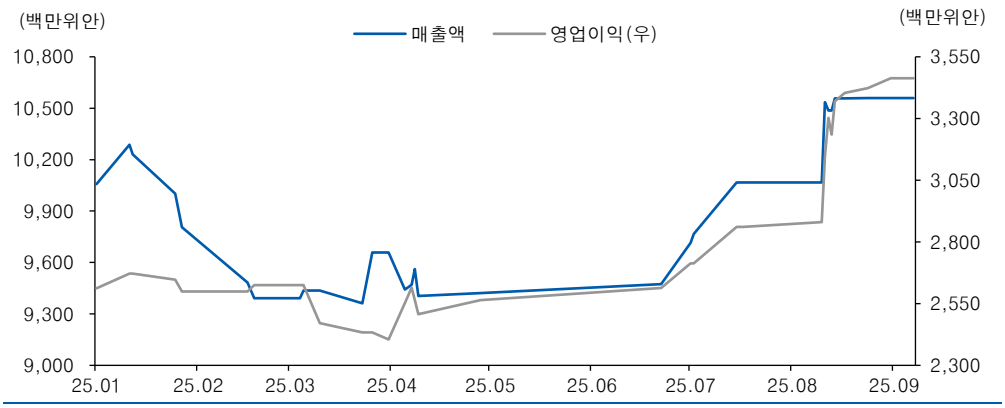
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 중지쉬창 **북미권 공급망** 비중 증가 중: 레퍼런스 파워 존재



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 연초 이후 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 중지쉬창 실적 추이 (단위: 백만위안)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**7,695**	**9,642**	**10,718**	**23,862**	**36,626**	**53,890**
YoY%		25.3%	11.2%	**122.6%**	**53.5%**	**47.1%**
해외	5,778	8,377	9,073	20,716	38,772	51,074
중국본토	1,918	1,265	1,645	3,416	4,308	6,965
기타	-0	0	-	-270	-6,454	-4,149
매출총이익	1,968	2,826	3,536	8,067	14,081	20,800
영업이익	**901**	**1,202**	**2,087**	**5,938**	**11,152**	**17,010**
OPM%	11.7%	12.5%	19.5%	24.9%	30.4%	31.6%
매출비중						
해외	75.1%	86.9%	84.7%	86.8%	105.9%	94.8%
중국본토	24.9%	13.1%	15.3%	14.3%	**11.8%**	**12.9%**
YoY						
해외		45.0%	8.3%	128.3%	87.2%	31.7%
중국본토		**-34.0%**	**30.0%**	**107.7%**	**26.1%**	**61.7%**

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중지쉬창(300308.SZ) 재무제표 (GAAP 연결)

(단위: 백만위안)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	**7,050**	**7,695**	**9,642**	**10,718**	**23,862**
매출원가	5,257	5,727	6,816	7,182	15,796
매출총이익	1,793	1,968	2,826	3,536	8,067
판관비	397	401	506	438	783
영업이익	**826**	**961**	**1,202**	**2,087**	**5,938**
EBITDA	1,157	1,379	1,659	2,566	6,591
영업외손익	-161	-21	-150	-405	-114
외환관련손익	-8	13	-50	-27	-123
이자손익	52	67	52	-63	-54
관계기업관련손익	-209	-63	-73	-294	46
기타	4	-39	-79	-21	18
법인세비용차감전순손익	987	982	1,352	2,492	6,052
법인세비용	111	73	118	285	681
계속사업순손익	876	909	1,234	2,208	5,372
중단사업순손익	-	22	-	-	-
당기순이익	876	886	1,234	2,208	5,372
지배지분순이익	**865**	**877**	**1,224**	**2,174**	**5,171**
포괄순이익	857	865	1,272	2,184	5,185
지배지분포괄이익	868	875	1,282	2,220	5,393

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 백만위안)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	**-23**	**766**	**2,423**	**1,890**	**3,141**
당기순이익	865	877	1,224	2,174	5,171
감가상각비	331	418	457	479	653
외환손익	-8	13	-50	-27	-123
종속, 관계기업관련손익	-	-	-	-	-
자산부채의 증감	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-1,212	-542	792	-736	-2,560
투자활동 현금흐름	**-889**	**-1,253**	**-1,585**	**-1,218**	**-2,962**
투자자산	386	210	1,332	794	1,033
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-1,275	-1,463	-2,917	-2,012	-3,995
재무활동 현금흐름	**111**	**73**	**118**	**285**	**681**
단기차입금	1,344	1,030	628	369	1,943
사채 및 장기차입금	1,430	1,262	696	319	606
자본	7,993	11,603	12,069	14,774	20,293
현금배당	-60	-86	-175	-157	-355
기타현금흐름	-10,597	-13,735	-13,100	-15,020	-21,806
연결범위변동 등 기타	1,214	2,255	-1,637	-531	894
현금의 증감	**412**	**1,841**	**-681**	**425**	**1,754**
기초 현금	1,236	1,648	3,489	2,809	3,234
기말 현금	1,648	3,489	2,809	3,234	4,988
NOPLAT	**739**	**899**	**1,114**	**1,858**	**5,289**
FCF	**-980**	**-74**	**1,631**	**185**	**275**

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, OA의경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

(단위: 백만위안)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	**7,982**	**10,022**	**9,587**	**11,319**	**18,196**
현금및현금성자산	1,648	3,515	2,831	3,317	5,054
매출채권 및 기타채권	1,965	2,175	1,624	2,949	4,721
재고자산	3,774	3,799	3,888	4,295	7,051
비유동자산	5,634	6,543	6,970	8,687	10,671
유형자산	2,862	3,488	3,647	4,482	6,082
관계기업등 지분관련자산	433	530	636	930	812
기타투자자산	54	48	175	280	405
자산총계	**13,616**	**16,565**	**16,557**	**20,007**	**28,866**
유동부채	3,772	3,166	3,264	4,360	6,497
매입채무 및 기타채무	1,981	1,513	1,689	3,447	3,922
단기차입금	1,344	1,030	628	369	1,943
유동성장기부채	357	511	832	467	579
비유동부채	1,850	1,796	1,224	872	2,076
장기차입금	1,430	1,262	696	319	606
사채	-	-	-	-	-
부채총계	**5,622**	**4,962**	**4,488**	**5,232**	**8,573**
지배지분	7,889	11,489	11,945	14,261	19,134
자본금	997	1,120	1,121	1,124	1,121
자본잉여금	5,009	7,611	7,636	7,543	6,865
이익잉여금	2,126	2,917	3,966	5,982	10,799
비지배지분	104	114	124	513	1,159
자본총계	**7,993**	**11,603**	**12,069**	**14,774**	**20,293**
순차입금	**1,130**	**-723**	**-1,684**	**-2,560**	**-2,413**
총차입금	3,130	2,822	2,166	1,183	3,164

Valuation 지표 (단위: 위안, 배, %)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	0.9	0.9	1.1	1.9	4.7
BPS	7.9	10.3	10.7	12.7	17.1
EBITDAPS	0.0	0.8	2.2	1.7	2.9
SPS	7.1	7.6	8.6	9.5	21.8
DPS	0.1	0.2	0.1	0.3	0.5
PER	**41.3**	**34.3**	**17.6**	**41.7**	**26.2**
PBR	**4.6**	**3.0**	**1.8**	**6.4**	**7.2**
EV/EBITDA	**32.4**	**24.2**	**12.1**	**34.5**	**20.8**
PSR	**5.1**	**4.0**	**2.2**	**8.4**	**5.7**

재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	**48.2**	**9.2**	**25.3**	**11.2**	**122.6**
영업이익 증가율 (%)	**57.0**	**16.4**	**25.0**	**73.7**	**184.5**
지배순이익 증가율 (%)	**68.6**	**1.3**	**39.6**	**77.6**	**137.9**
매출총이익률 (%)	25.4	25.6	29.3	33.0	33.8
영업이익률 (%)	**11.7**	**12.5**	**12.5**	**19.5**	**24.9**
지배순이익률 (%)	12.4	11.5	12.8	20.6	22.5
EBITDA 마진 (%)	16.4	17.9	17.2	23.9	27.6
ROIC	7.4	6.9	7.6	12.0	26.4
ROA	7.2	5.8	7.4	11.9	21.2
ROE	**11.7**	**9.1**	**10.4**	**16.6**	**31.0**
부채비율 (%)	3,916	2,432	1,795	801	1,559
순차입금/자기자본 (%)	1,413	-623	-1,395	-1,733	-1,189
영업이익/금융비용 (배)	13.4	11.6	9.5	49.8	110.9

광신과기 (002281.SZ) N/R (I)

400G-800G, 수직 계열화의 위대함

광전자 칩 및 소자부터 서브시스템까지 수직 계열화가 되어있다는 점에서 Peer 대비 경쟁력 보유(칩 자급률 50%). 이를 토대로 **'26년을 기점으로 해외향 매출 비중 확대 전망**('26년 해외향 및 내수향 매출액 YoY는 각각 +36.7%, +32.1%, Bloomberg). 이에 따른 초기 비용 집행으로 영향은 있겠으나, **매출처 다변화 관점에서 장기적 투자 매력도** 부각. 실제로, '26년 GP와 OP는 각각 YoY +27.3%, +32.5% 상승 예정. **우한 공장 증설**에 따른 800G 및 1.6T 고속 모듈 CAPA 확대 예정이라는 점에서 '26년부터 실적 모멘텀 구간 진입. **증설 효과는 2H25부터 온기 반영**될 예정이며 안정화 이후 리드타임 축소를 기대. 더불어, 통신 3사의 400G OTN 투자 확대에 따른 캐시 카우 존재한다는 점에서 주가 하방 지지력 견고.

해외+중국 내수 매출 비중의 동반 상승

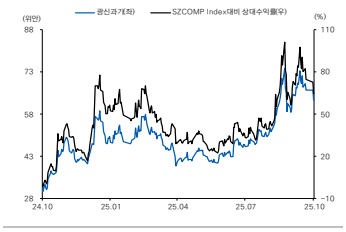
주목해야할 점은 해외향 매출 비중뿐만 아니라, 중국 내수 매출 비중도 동반 상승 예정이라는 점. 실제로, SiPh 기반 800G 출하량은 사상 최고치 기록. 中 DC, 통신 사업 주요 플레이어를 고객사로 두고 있어(화웨이, ZTE, 봉화통신 등), 산업 모멘텀 확대 시, 영업이익 레버리지 효과 극대화를 예상. 더불어, 동사는 **국유자산감독관리위원회 산하 국유기업**이라는 점을 감안 시, 위안화 결제 가능성 농후. 이를 통한 환헷지 수단 확보. 또한, 정부 정책 발효 시 **기술력 확보 모멘텀**도 예상. 현재 1.6T OSFP-XD 모듈 개발 진행 중. 이에 따른 밸류 저평가 매력 부각.

컨센서스	**68.55 위안**
현재주가 (10/10)	**63.09 위안**

시가총액	509 억위안
총발행주식수	806.9 백만주
90일 평균 거래대금	3,299 백만위안
90일 평균 거래량	46,034,510 주
52주 고	75.58 위안
52주 저	30.52 위안
주요주주	WUHAN FIBERHOME TECH 36.1%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	-3.2	36.0	106.2
SZCOMP Index	1.8	18.7	36.6

주가 및 상대수익률

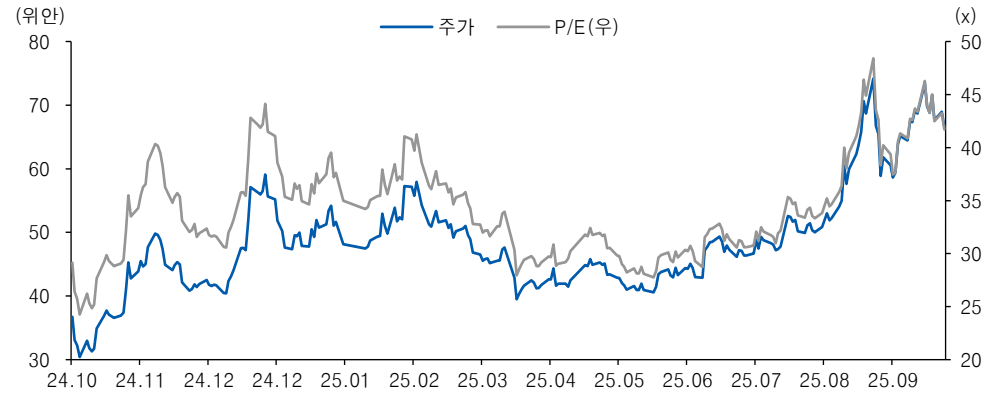


Forecasts and Valuation (GAAP 연결) (단위: 백만위안, 위안, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	6,912	6,061	8,272	11,429	14,140
영업이익	559	502	647	1,136	1,505
당기순이익	608	619	661	1,029	1,385
PER	17.5	34.3	61.4	51.9	39.0
PBR	1.7	2.5	4.3	5.3	4.7
EV/EBITDA	11.4	23.6	39.5	27.3	27.3
ROE	10.4	8.5	7.5	10.5	12.3

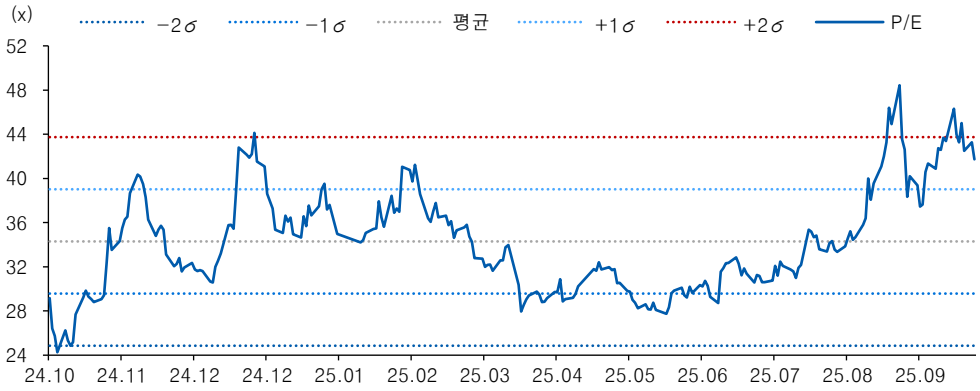
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 광신과기 주가 및 P/E



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 광신과기 P/E



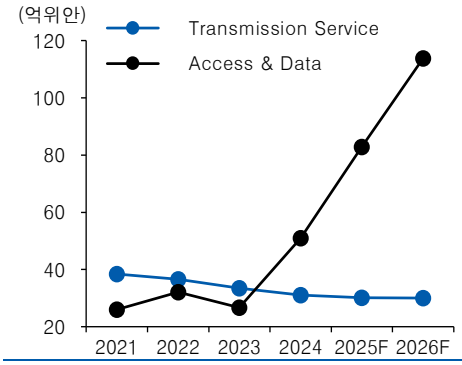
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 주요 M&A 이력

Last Disclosure Date	Target Company_Industry	Total Value of Deals(M)
2016-08-26	Electronic manufacturing services	87
2018-04-26	Electronic Components	100
2019-01-03	Communication Equipment	비공개
2024-08-20(Board Plan)	Electronic manufacturing services	비공개

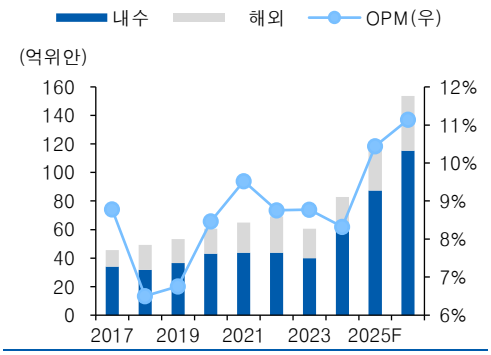
자료: WIND, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 주요 제품별 매출 비중



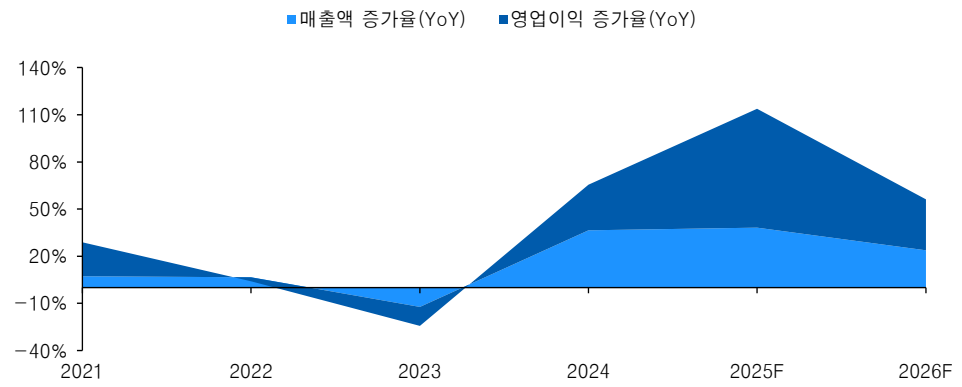
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 해외향 매출 증가율 상승에 따른 OPM 상승 전망



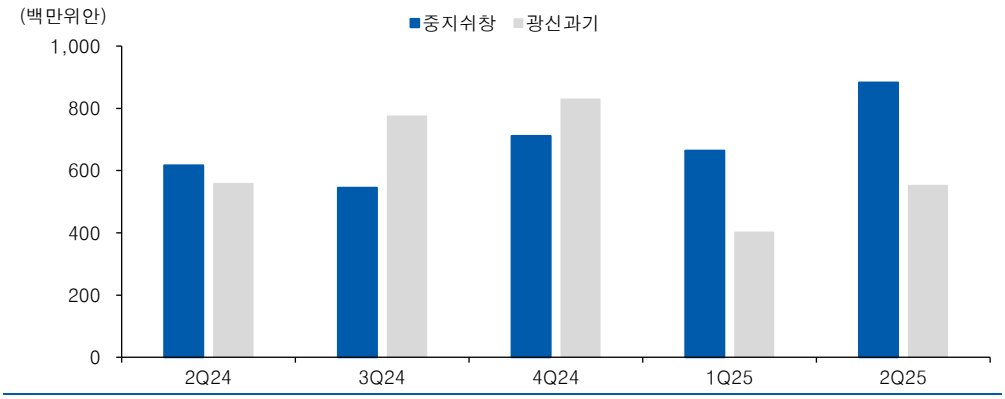
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 매출액 증가율 < 영업이익 증가율: 수직 계열화를 통한 비용 효율화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 분기별 CapEx 금액 추이: 1Q25 기점으로 중지쉬창 CapEx 금액 상회



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 고객사 비중: 중화권 업체별 순위 변화 추이

(순위)	2022	2023	2024	2025
1	**화웨이**	**화웨이**	**화웨이**	**화웨이**
2	**알리바바**	**알리바바**	삼성전자	**알리바바**
3	중싱 통신	펑훠통신과기	펑훠통신과기	삼성전자
4	펑훠 통신 과기	중싱 통신	**알리바바**	펑훠 통신 과기
5	에릭슨	에릭슨	중싱통신	차이나모바일
6	차이나모바일	차이나모바일	에릭슨	중국전신
7	노키아	Cisco Systems	차이나모바일	아마존 닷컴
8	Cisco Systems	노키아	China Inforation	차이나 유니콤
9	차이나유니콤	삼성전자	중국 전신	중싱통신
10	중국전신	아마존	차이나유니콤	에릭슨

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 광신과기 실적 추이 (단위: 백만위안)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**6,486**	**6,912**	**6,061**	**8,272**	**11,429**	**14,140**
YoY%		6.6%	-12.3%	36.5%	38.2%	23.7%
해외	2,119	2,536	2,080	2,338	2,808	3,838
중국본토	4,368	4,376	3,981	5,934	8,726	11,523
기타	-	-	-	-	-106	-1,221
매출총이익	1,570	1,632	1,369	1,858	2,667	3,395
영업이익	**585**	**571**	**502**	**647**	**1,136**	**1,505**
OPM%	9.0%	8.3%	8.3%	7.8%	9.9%	10.6%
매출비중						
해외	32.7%	36.7%	34.3%	28.3%	**24.6%**	**27.1%**
중국본토	67.3%	63.3%	65.7%	71.7%	**76.4%**	**81.5%**
YoY						
해외		19.7%	-18.0%	12.4%	**20.1%**	**36.7%**
중국본토		0.2%	-9.0%	49.1%	**47.1%**	**32.1%**

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

광신과기 (002281.SZ) 재무제표 (GAAP 연결)

(단위: 백만위안)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	**6,046**	**6,486**	**6,912**	**6,061**	**8,272**
매출원가	4,653	4,917	5,280	4,692	6,414
매출총이익	1,393	1,570	1,632	1,369	1,858
판관비	244	263	285	238	343
영업이익	**481**	**586**	**559**	**502**	**647**
EBITDA	695	865	870	810	957
영업외손익	-17	-34	-126	-175	-74
외환관련손익	31	24	-50	-32	20
이자손익	-46	-71	-76	-125	-83
관계기업관련손익	-4	9	-4	-1	-2
기타	2	4	3	-18	-9
법인세비용차감전순손익	498	620	685	677	721
법인세비용	45	54	71	58	65
계속사업순손익	452	566	614	619	656
중단사업순손익	-	-	-	-	-
당기순이익	452	566	614	619	656
지배지분순이익	**487**	**567**	**608**	**619**	**661**
포괄순이익	492	558	613	622	659
지배지분포괄이익	458	556	618	622	654

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 백만위안)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	**919**	**671**	**630**	**1,041**	**-616**
당기순이익	487	567	608	619	661
감가상각비	214	279	311	308	310
외환손익	31	24	-50	-32	20
종속, 관계기업관련손익	-	-	-	-	-
자산부채의 증감	-	-	-	-	-
기타현금흐름	186	-199	-239	146	-1,607
투자활동 현금흐름	**-229**	**-686**	**-1,223**	**-834**	**70**
투자자산	0	0	0	0	500
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-229	-686	-1,223	-834	-430
재무활동 현금흐름	**45**	**54**	**71**	**58**	**65**
단기차입금	1,139	970	1,092	865	1,501
사채 및 장기차입금	95	540	458	261	405
자본	5,011	5,529	6,111	8,433	9,157
현금배당	-115	-119	-119	-136	-183
기타현금흐름	-6,085	-6,867	-7,471	-9,365	-10,815
연결범위변동 등 기타	161	336	-156	1,304	-70
현금의 증감	**896**	**376**	**-678**	**1,570**	**-550**
기초 현금	1,572	2,468	2,844	2,166	3,735
기말 현금	2,468	2,844	2,166	3,735	3,185
NOPLAT	**441**	**532**	**500**	**467**	**583**
FCF	**683**	**325**	**202**	**371**	**-1,323**

(단위: 백만위안)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	**6,904**	**7,281**	**6,932**	**9,288**	**11,304**
현금및현금성자산	2,468	2,844	2,168	3,736	3,185
매출채권 및 기타채권	2,291	2,159	2,164	2,561	3,301
재고자산	1,959	2,201	2,330	1,886	3,955
비유동자산	1,651	2,197	2,971	2,740	3,483
유형자산	1,157	1,320	1,519	1,927	2,710
관계기업등 지분관련자산	61	52	56	57	91
기타투자자산	19	356	992	368	22
자산총계	**8,555**	**9,478**	**9,903**	**12,028**	**14,786**
유동부채	3,162	3,123	3,088	3,027	4,972
매입채무 및 기타채무	1,898	1,903	1,799	1,813	3,018
단기차입금	1,139	970	1,092	865	1,501
유동성장기부채	13	65	83	209	136
비유동부채	382	826	705	568	657
장기차입금	95	540	458	261	405
사채	-	-	-	-	-
부채총계	**3,543**	**3,949**	**3,792**	**3,595**	**5,629**
지배지분	5,021	5,542	6,118	8,440	9,110
자본금	663	663	667	752	752
자본잉여금	2,356	2,447	2,495	4,169	4,213
이익잉여금	2,205	2,654	3,143	3,626	4,091
비지배지분	-10	-12	-7	-8	47
자본총계	**5,011**	**5,529**	**6,111**	**8,433**	**9,157**
순차입금	**-1,198**	**-1,198**	**-472**	**-2,349**	**-1,473**
총차입금	1,271	1,646	1,696	1,386	2,086

Valuation 지표 (단위: 위안, 배, %)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	0.7	0.9	0.9	0.8	0.9
BPS	7.6	8.4	9.2	11.2	12.1
EBITDAPS	1.4	1.0	0.9	1.4	-0.8
SPS	9.0	9.8	10.4	8.1	11.0
DPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
PER	**39.8**	**27.4**	**17.5**	**34.3**	**61.4**
PBR	**3.8**	**2.8**	**1.7**	**2.5**	**4.3**
EV/EBITDA	**26.0**	**16.5**	**11.5**	**23.6**	**39.5**
PSR	**3.2**	**2.4**	**1.5**	**3.5**	**4.7**

재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	**13.3**	**7.3%**	**6.6**	**-12.3**	**36.5**
영업이익 증가율 (%)	**48.0**	**21.8%**	**-4.6**	**-10.2**	**29.0**
지배순이익 증가율 (%)	**36.3**	**16.4**	**7.3**	**1.8**	**6.8**
매출총이익률 (%)	23.0	24.2	23.6	22.6	22.5
영업이익률 (%)	**8.0**	**9.0**	**8.1**	**8.3**	**7.8**
지배순이익률 (%)	7.5	8.7	8.9	10.2	7.9
EBITDA 마진 (%)	11.5	13.3	12.6	13.4	11.6
ROIC	7.5	7.9	6.7	5.3	5.5
ROA	6.2	6.3	6.3	5.6	4.9
ROE	**10.2**	**10.7**	**10.4**	**8.5**	**7.5**
부채비율 (%)	2,535	2,977	2,775	1,644	2,278
순차입금/자기자본 (%)	-2,390	-2,166	-773	-2,786	-1,609
영업이익/금융비용 (배)	66.7	85.2	38.5	43.5	51.8

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, OA의경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 백길현, 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

Head of Research Center 윤여철
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 이안나
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

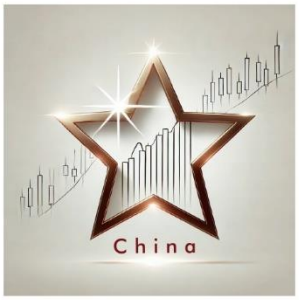
기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com
Research Assistant	선여원	5583	yeowon.sun@yuantakorea.com
Research Assistant	현정희	5570	junghee.hyun@yuantakorea.com

YUANTA TOP FOCUS



유안타증권
Yuanta Securities (Korea)