



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 2월 10일

SK하이닉스(000660)

BUY | TP 290,000원 | CP 198,100원

삼성전자(005930)

BUY | TP 84,000원 | CP 55,600원



Analyst 김록호 rok.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 2월 11일 | 산업코멘트_Industry Comment

반도체

레거시 조기 안정화 가능성과 그에 따른 전략

이구환신 효과로 채널 재고 조기 안정

작년 11월 중국 이구환신 정책에 스마트폰, PC, 태블릿 등이 포함되었다. 25년 1월부터 조금 지급이 시작되었으며, 실제로 판매량이 양호하다는 소식들이 들리고 있다. 일반적으로 중국 스마트폰 채널 재고는 춘절 기간에 소진폭이 크게 나타나는 편이다. 이번에는 이구환신이 겹치며 재고 소진 강도가 예년보다 강하게 나타날 환경이 조성되었다. 실제로 춘절기간(1월 28일~2월 4일) 중국 전국 가전 매출은 전년대비 166%, 휴대폰 매출은 182% 증가했다. 주요 e커머스에서 이구환신 검색량이 4천만건이 넘었으며, 주문량은 전년대비 40% 이상 증가했다. 잠정치에 따르면 춘절기간 전국적으로 휴대폰 등 디지털 제품 판매량은 450만대를 돌파했고, 이는 이구환신 총 매출의 45%를 차지한다. 춘절 기간 이구환신을 받은 가전 및 휴대폰 등 디지털 제품 중 휴대폰 매출 비중이 약 70%에 달했다. 이로 인해 중화권 스마트폰 업체들의 재고 조정이 기존 예상보다 이른 시기에 마무리될 가능성이 높아진 것으로 판단된다. 아직 고객사들로부터의 주문 증가는 체감되고 있지 않지만, 테크 전반은 물론 레거시 메모리 입장에서는 업황 조기 안정화의 근거가 될 수 있기 때문에 중요한 포인트다.

메모리 가격 역시 조기 안정 가능성 대두

Trendforce가 제공중인 spot price를 봐도 가격 하락 둔화가 보이기 시작했다. CXMT발 공급 이슈로 인해 수급 밸런스가 무너진 DDR4 가격의 하락이 멈췄다. 국내 메모리 업체들의 DDR5 전환이 가속화되어 DDR4 물량이 감소했거나, 감소할 수도 있는 상황 속에서 가격이 안정화되는 것으로 보여진다. 한편, 공급업체들의 감산에도 불구하고 가격이 반응하지 않았던 NAND 업계에서 춘절 이후에 가격 인상 소식이 들렸다. Digitimes에 따르면 Phison Electronics가 명절 이후에 고객사들에게 약 10%의 가격 인상을 통보했다고 한다. 메모리 업체들의 가격 움직임에는 아직 변화가 감지되지 않지만, Controller 업체의 가격 인상 시도는 업계의 재고 수준이 높지 않다는 것을 유추할 수 있다.

레거시 회복에 따른 반도체 투자 아이디어 필요

스마트폰 채널 재고의 조기 마무리는 고객사들의 메모리 재고 조기 정상화와 그에 따른 주문 증가로 연결될 수 있다. 이구환신 정책은 올해 연말까지 진행될 예정인데, 혹여나 단발성으로 그친다 하더라도 예상보다 이른 시점에 재고가 소진된 부분은 긍정적인 수박에 없다. 레거시 메모리 업황이 조기에 안정화된다고 본다면, 삼성전자의 실적 상향 여력이 높아진다. 2025년 DRAM 매출액 내에서 HBM 비중은 SK하이닉스가 50%대, 삼성전자가 20%대로 추정된다. 따라서 일반 DRAM에 의한 실적 변동폭은 삼성전자가 크게 나타날 수밖에 없다. 하나증권은 이미 DRAM 조기 안정화 가능성을 가정하고 실적 전망을 했기 때문에 실적 상향폭은 제한적이다. 다만, 컨센서스는 상향 조정이 나타날 수 있어 그에 따른 주가 상승 여력을 대비한 투자전략이 필요하다는 판단이다. SK하이닉스에 대한 최선호 전략을 유지하되, 삼성전자도 비중확대가 필요한 시점이다.

도표 1. 중국 이구환신 및 소비쿠폰 히스토리

발표일	정책명	주요 내용
2007년~2012년	가전제품하향(家电下乡)	- 2007년 12월부터 산둥, 허난, 쓰촨 등 지역에서 1년 간 시범 시행 후 2008년 12월 전역에서 추진 - 농촌지역 주민을 대상으로 컬러TV, 냉장고, 휴대전화, 세탁기 구매 시 단가의 13%를 지원. 한도 없음
2009년~2011년	이구환신	- 농촌에 비해 소득수준이 높은 도시지역 소비자를 대상으로 TV, 냉장고, 세탁기, 에어컨, 컴퓨터 등 구형 가전제품을 새 제품으로 교체 시 단가의 10%를 지원
2012년~2013년	에너지 절감형 가전제품 보조금	- 내수 시장 부흥과 에너지 절약 가전제품 보급 확대를 위해 고효율 에너지절약 냉장고, 에어컨, 평판TV, 세탁기, 열수기 구매시 100~400위안 보조금 차등 지급
2019년	이구환신	- 자동차 및 가전제품을 신제품으로 교환 시 보조금 지급
2020년	코로나19 극복을 위한 소비쿠폰	- 각 지방정부들이 문화/관광 위주의 소비 쿠폰을 발행한 바 있음
2024년	이구환신 / 소비쿠폰	- 가전제품, 전자기기 등에 보조금 지급, 문화/숙박/스마트폰 등 다양한 분야에 소비 쿠폰 제공
2025년	이구환신	- 이구환신의 일환으로 스마트폰/태블릿/스마트워치 및 밴드에 보조금 지급

자료: 하나증권 정리

도표 2. 2024년 4분기~2025년 1분기 중국의 소비 부양책

	일자	지역	품목	세부 내용
이구 환신	2024-09-06	국가급	가전 8종	•냉장고, 세탁기, TV, 에어컨, 컴퓨터, 온수기, 조리기구, 주방용 후드
	2024-09-06	상하이	가전, 인테리어, 고령자 제품 등 52종	•가전제품, 인테리어 자재, 가구, 고령자 맞춤 제품
	2024-10-22	상하이	가전, 침구 등 7종	•가전제품, 가정용 섬유 제품
	2024-11-05	항저우시 춘안현	스마트폰, 태블릿, HMD	•11월 중순에 2024년 소비 전자제품 이구환신 행사 조직. 핸드셋, 태블릿, HMD 등 세 가지 주요 제품군에 초점 •정부와 기업이 5:5 비율로 보조금 자금 지원
	2024-11-08	상하이	가전 32종	•가전제품, 가정용 조명, 재활 보조기구
	2024-11-20	충칭	가전	•친환경 스마트 가전을 이구환신 보조 품목 확대 •정수기, 공기청정기 등 5종 가전제품의 1·2등급 에너지 효율 제품을 새로 보조금 지원 품목에 포함
	2024-11-21	선전	3C(컴퓨터·통신·소비 가전) 디지털 제품	•5억 위안의 특별 예산 배정해 핸드셋 등 3C 제품의 이구환신 지원
	2024-11-26	장수	3C(컴퓨터·통신·소비 가전) 디지털 제품	•일정 규모의 성(省)급 재정을 배정해 3C 디지털 제품 보조금 특별 행사 진행할 예정 •핸드셋, 태블릿 PC, 디지털 카메라, 스마트워치, 학습용 기기, 번역기, 무선 블루투스 이어폰 등 포함
	2024-11-27	구이저우	국산핸드셋, 태블릿 PC 등	•국산핸드셋, 태블릿PC 등 고품질 소비재를 이구환신 지원 범위 포함 •가정 내 고령자 편의시설 개조 등을 이구환신 지원 범위에 포함
	2024-11-28	상하이	가전	•학습용 기기
	2025-01-20	국가급	스마트폰, 태블릿, 스마트 워치	•판매가 6천 위안 이하인 기기 구매 시 판매가의 15%를 보조금으로 지원 •1인당 품목별로 1대만 지원하고 제품당 최대 보조금은 500위안
소비 쿠폰			자금	세부 내용
	2024-09-28	상하이	5억위안	•재정자금 5억위안 투입, 외식/숙박/영화/체육 등 서비스 소비쿠폰 발행
	24/09/28~ 11월 30일	쓰촨	4억위안	•제3회 중국 국제 판다 소비제 기간 쓰촨성은 4억위안의 재정을 통합해 가구, 인테리어, 쓰촨 특산품 등 소비 쿠폰 발급 예정
	2024-11-06	후베이	2억위안	•후이유 후베이(惠游湖北) 프로그램에 1억 위안 배정, 550만장의 문화·관광 소비 쿠폰 발행, 1013만명의 관광객 참여 촉진 •휴일 관광 활성화 위해 1억위안 투입, 대학 신입생 가정 패키지 소비 쿠폰 제공, 하절기 관광 소비 시즌 및 대규모 청년 문화·오락 소비 행사 지원
	2024-11-21	선전	5억위안	•재정 자금 5억위안 투입, 스마트폰 등 3C 제품의 이구환신 지원

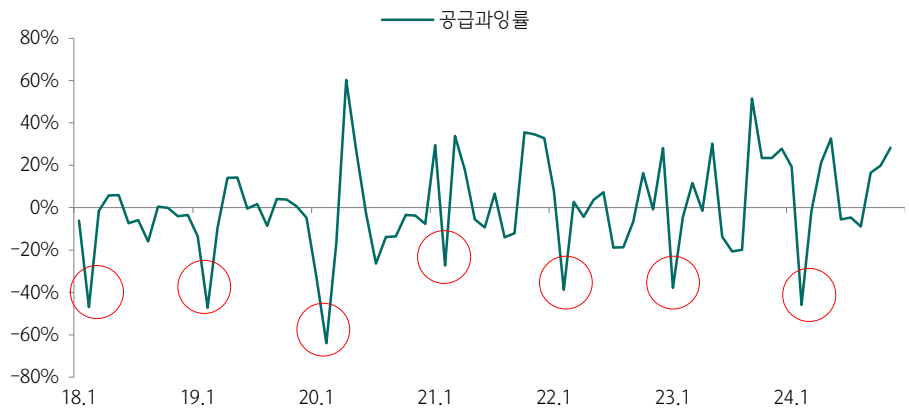
자료: 하나증권 종합

도표 3. 춘절 기간 이구환신 효과 정리

기간	효과
1월 28일 ~ 2월 4일	• 춘절기간(1월 28일~2월 4일) 중국 전국 가전 매출은 전년대비 166%, 휴대폰 매출은 182% 증가. • 주요 e커머스에서 이구환신 검색량이 4천만건이 넘었으며, 주문량은 전년대비 40% 이상 증가 • 잠정치에 따르면 춘절기간 전국적으로 휴대폰 등 디지털 제품 판매량은 450만대를 돌파했으며, 이는 이구환신 총 매출의 45%를 차지 • 춘절 기간 이구환신을 받은 가전 및 휴대폰 등 디지털 제품 중 휴대폰 매출 비중이 약 70%에 달했음
1월 20일 ~ 2월 8일	• 1월 20일 ~ 2월 8일까지 총 2,009.2만명의 소비자가 2,541만대의 휴대폰 등 디지털제품 보조금 신청을 진행

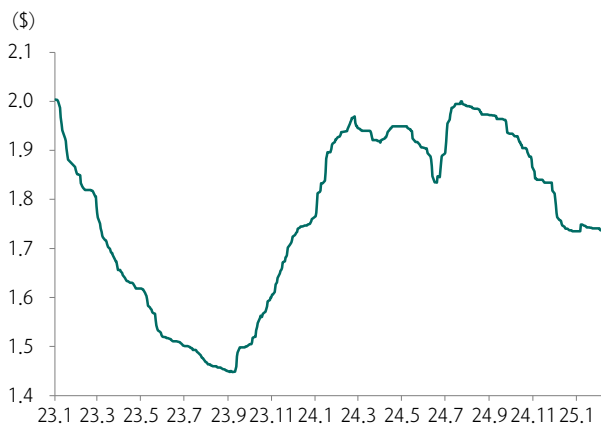
자료: 하나증권 종합

도표 4. 중국 스마트폰 공급과잉률 추이



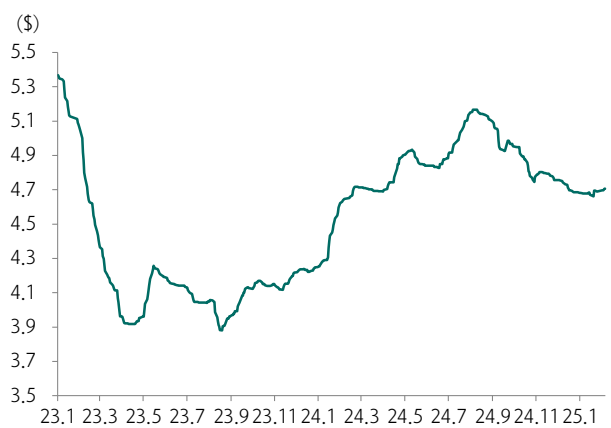
자료: CounterPoint, CAICT, 하나증권

도표 5. DDR4 8Gb(1G*8)_2666 Spot Price 추이



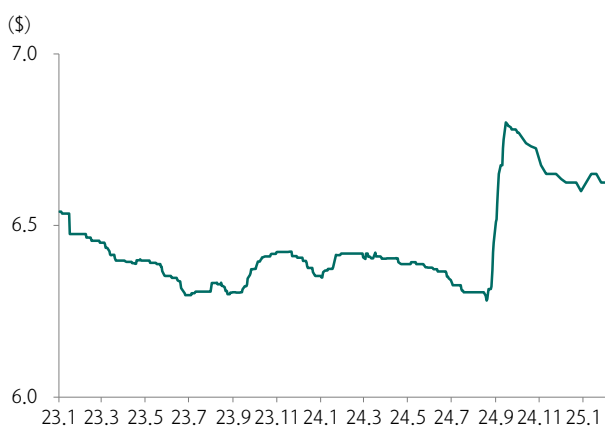
자료: DRAM exchange, 하나증권

도표 6. DDR5 16Gb(2G*8)_4800/5600 Spot Price 추이



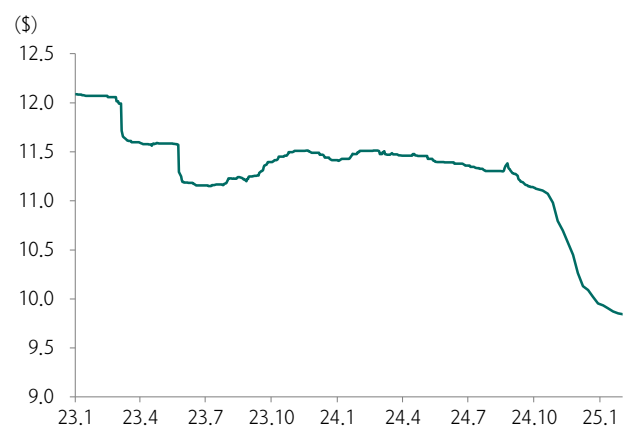
자료: DRAM exchange, 하나증권

도표 7. NAND 128GB Spot Price 추이



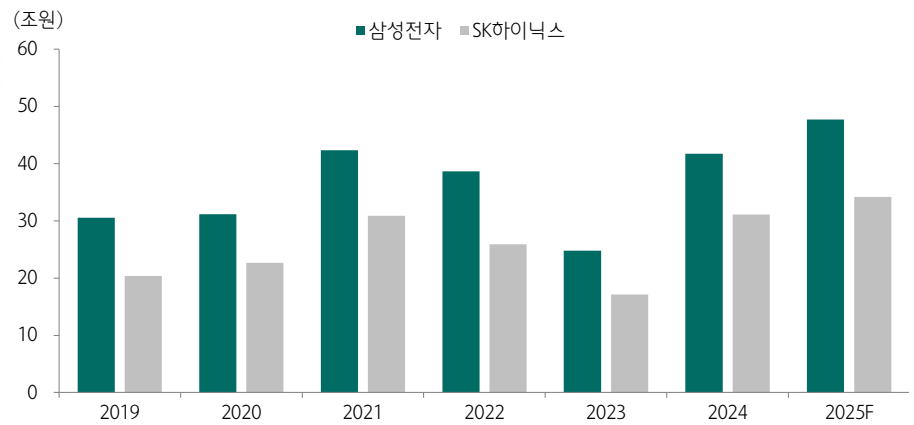
자료: DRAM exchange, 하나증권

도표 8. NAND 256GB Spot Price 추이



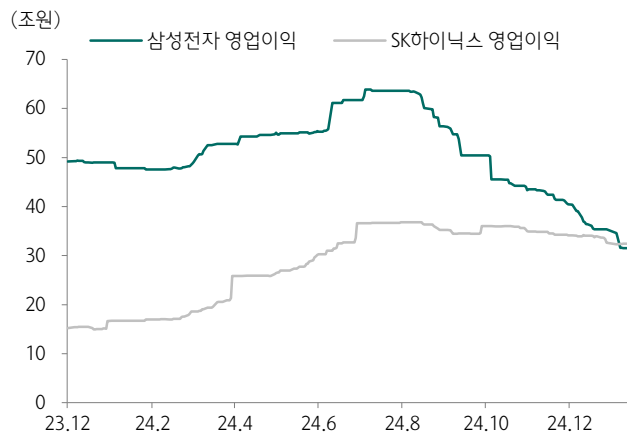
자료: DRAM exchange, 하나증권

도표 9. 삼성전자, SK하이닉스 일반 DRAM 매출 추이 및 전망



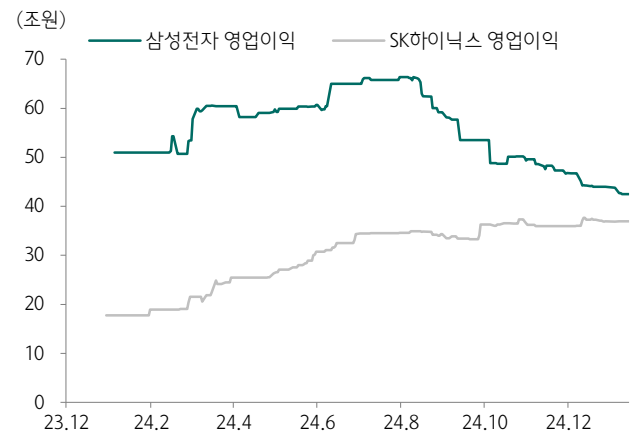
자료: 각사, 하나증권

도표 10. 2025년 삼성전자 및 SK하이닉스 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiverse, 하나증권

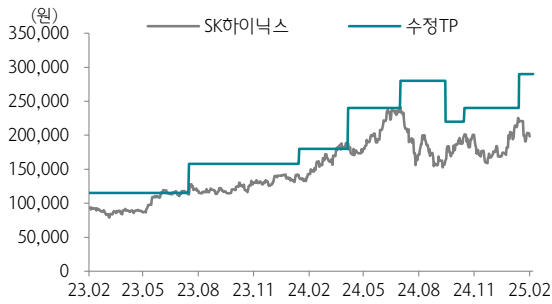
도표 11. 2026년 삼성전자 및 SK하이닉스 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiverse, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

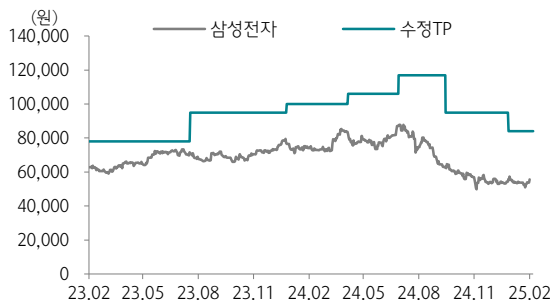
SK하이닉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.24	BUY	290,000		
24.10.25	BUY	240,000	-23.33%	-6.04%
24.9.24	BUY	220,000	-16.06%	-9.91%
24.7.11	BUY	280,000	-34.67%	-16.79%
24.4.15	BUY	240,000	-15.34%	-0.42%
24.1.25	BUY	180,000	-10.52%	4.67%
23.7.26	BUY	158,000	-19.98%	-9.75%
23.1.13	BUY	115,000	-15.61%	3.91%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.6	BUY	84,000		
24.9.24	BUY	95,000	-40.33%	-31.89%
24.7.8	BUY	117,000	-34.38%	-24.96%
24.4.15	BUY	106,000	-25.83%	-17.83%
24.1.4	BUY	100,000	-24.23%	-14.70%
23.7.28	BUY	95,000	-25.99%	-16.21%
22.9.27	BUY	78,000	-18.73%	-5.90%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 2월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2025년 2월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.15%	6.39%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 02월 08일