반도체/전기전자

H200 대중 수출 승인 코멘트

반도체/디스플레이
Analyst 김선우
sunwoo.kim@meritz.co.kr

전기전자/IT부품
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA 우서현
seohyun.woo@meritz.co.kr

Meritz Research 2025. 12. 9

[트럼프, 엔비디아 H200 대중 수출 '조건부 승인']

금일 트럼프 대통령은 미국 정부가 25%의 수익을 분배 받는 조건 하에 엔비디아 H200 칩을 중국 및 기타 지역의 '승인된 고객'에게 공급하는 것을 허가. 뒤이어, 현재 상무부가 세부 사항을 마무리하고 있으며, 동일한 정책이 AMD, 인텔 등 다른 미국 기업에 적용될 것이라고 덧붙임

지난 8월 AMD는 중국에서 발생하는 칩 판매 수익의 15%를 미국 정부와 공유하기로 합의한 바 있으나, 중국 정부는 정보 유출 위험에 대한 경고와 자국산 AI 칩 사용시 전기료 지원 등을 통해 견제를 지속. 다만 중국 내에서는 엔비디아를 비롯한 첨단 AI 칩의 수요에 대한 목소리가 확대

기존 중국에 수출이 허용되었던, H20은 미국 정부의 AI 반도체 수출 규제에 대응하기 위한 중국 전용 제품으로 HBM3가 탑재되어 물량 확대에는 긍정적이나, ASP 상승은 제한적이었음. 아울러, 화웨이 Ascend 910C와의 스펙 차이가 저조하여, H20에 대한 수출 허가보다는 HBM 수출 허가 효용에 대한 논의가 활발. 그럼에도 불구, 지난 7월 H20에 대한 조건부 대중 수출 물꼬가 트이자, 중국 기업들은 예상을 뛰어넘는 수요를 표명. 이에 따라, HBM3E 추가 물량에 대한 검토가 있었던 것으로 파악

금번 수출 허용이 떨어진 H200은 Hopper를 적용한 칩 중 최고 성능의 제품으로 HBM3E 8h 141GB가 탑재되어 지난 H20에 보였던 수요 그 이상의 업사이드가 존재할 가능성을 내재. 화웨이의 Ascend 910C와 기존 H20 대비 압도적 성능을 보이고 있어, 중국 빅테크 기업들의 목말랐던 수요에 대응할 수 있기 때문. 특히, 엔비디아 HBM3E 8h 물량의 90%를 독점하는 SK하이닉스에 추가 주문이 현실화될 수 있는 대목

H200 수출 허가가 열린 만큼, 향후 베라-루빈 출시 이후 블랙웰도 비슷한 방식으로 허가가 확대될 가능성이 높음. HBM3E 공급의 주도권을 쥐고 있는 SK하이닉스는 독점력을 기반으로 향후 장기적인 실적 증익이 이어질 것으로 예상

[밸류체인 점검]

중국향 H200은 현재 NVL72 서버랙(Bianca Board + Switch Board)과 달리 OAM UBB 구조의 MLB 기판을 채택하고 있어, 이는 엔비디아향 UBB 주요 공급업체인 이수페타시스에 직접적인 플러스 요인

이수페타시스는 올해 NVL72 공급망 편입 지연으로 엔비디아향 매출이 부진

다만 2026년부터는 NVL72 Switch Board 공급 개시와 중국향 H200 UBB 기판 납품이 동시에 시작되면서 엔비디아향 실적이 재성장 국면으로 전환될 것으로 예상

2026년 관점에서는 TPU 수혜주임과 동시에 엔비디아향 매출도 다시 증가하는 유일한 조합을 보유하고 있어, 현재의 밸류에이션 프리미엄 유지가 충분히 가능한 구간으로 판단

두산은 Hopper 시리즈향 공급 비중이 크지 않았으나, 향후 중국향 저가 Blackwell 시리즈까지 추가 승인될 경우 물량 증가의 직접적인 수혜가 이어질 가능성 존재

그동안 엔비디아 밸류체인은 고객사 경쟁 심화 우려와 미·중 갈등에 따른 주가 부진이 주요 부담 요인으로 작용하며 밸류에이션 상단을 제약하는 허들로 인식

다만 이번 수출 승인으로 핵심 리스크가 해소되면서 엔비디아 리레이팅 가능성이 높아졌으며, 중장기적으로 GB300 수요 확대, Rubin 플랫폼 도입 등 다수의 구조적 모멘텀이 유효하다는 점에서 두산에 대한 비중 확대 의견을 유지

표1 **화웨이, 엔비디아 AI 칩 성능 비교**

	화웨이 Ascend 910C	엔비디아 H20	엔비디아 H200
FP16	~800 TFLOPS	~ 296 TFLOPS	~ 1979 TFLOPS
INT8	~ 1600 TOPS	~ 592 TOPS	~ 3958 TOPS
메모리	HBM3	HBM3 → HBM3E (2025)	HBM3E
메모리 용량	128GB	96GB	141GB
메모리 대역폭	3.2TB/s	4TB/s	4.8TB/s

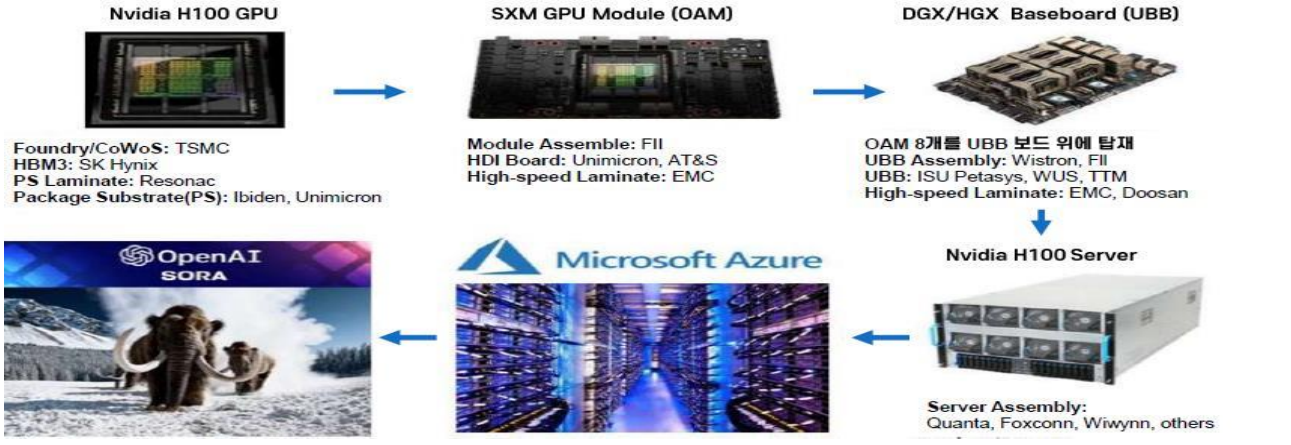
자료: Nvidia, TrendForce, 메리츠증권 리서치센터 추정

표2 AI칩, 출하시점 및 HBM 스펙 정리

기업	AI칩	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2026E	2027E
엔비디아	H100	HBM3 8hi 80GB											
	GH200 (CPU+GPU)			HBM3E 8hi 144GB									
	H20			HBM3 8hi 96GB → HBM3E 8hi (2025)									
	H200			HBM3E 8hi 141GB									
	B100					HBM3E 8hi 192GB							
	GB200 (CPU+GPU)					HBM3E 8hi 192/384GB							
	B200							HBM3E 8hi 288GB					
	B300									HBM3E 12hi 288GB			
	GB300 (CPU+GPU)									HBM3E 12hi 288GB			
	R100											HBM4 12hi 384GB	
	R100 Ultra												HBM4E

자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

그림1 H200 기준 MLB/CCL 밸류체인 추정 (OAM·UBB 보드 사용)



자료: Prismark, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.