



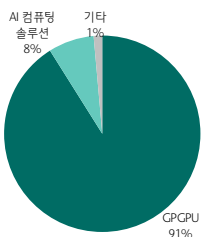
중국

TP(컨센서스) 613.15 HKD
CP(6.18) 630.00 HKD

Key Data

국가	중국
상장거래소	홍콩 거래소
산업 분류	정보기술
주요 영업	반도체 & 반도체 장비
홈페이지	www.iluvatar.com
시가총액(십억HKD)	160.2
시가총액(조원)	31.5
52주최고/최저(HKD)	663/148.9
주요주주 지분율(%)	
FUJIAN CENTURUM PHASE I INVT	7.45
NANJING YOUXU EQUITY INV	6.73
주가상승률	1M 6M 12M
절대	31.4 - -
상대	38.2 - -

매출구성



Financial Data

(백만 CNY)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	540	1,034	2,715	5,578
영업이익	(880)	(991)	(577)	763
순이익	(892)	(1,004)	(523)	915
EPS(CNY)		(2.3)	(2.2)	3.5
EPS(YoY, %)			(5.1)	(259.9)
ROE(%)	(110.8)	(66.0)	(9.8)	17.3
PER(배)				154.6
PBR(배)			28.3	24.1
배당률(%)				

자료: Bloomberg, 하나증권



Analyst 백승혜 sh_baek@hanafn.com
RA 안기량 giryangan@hanafn.com

하나증권 리서치센터

일루바타 코어엑스(9903.HK)

2선 AI 칩 기업에도 기회가 오고 있다

2026년 실적 가속화 기대되는 GPU 스타트업

2026년 1월 홍콩 증시에 상장한 AI 칩 팹리스 기업인 일루바타 코어엑스(Iluvatar CoreX, 이하 일루바타)는 2018년부터 GPGPU 설계를 시작해 현재 훈련용 칩 시리즈인 Tiangai(天玑)와 추론용 칩 시리즈인 Zhikai(智谿)를 양산하고 있다. 일루바타와 같은 하위 티어 공급업체들은 선도 AI ASIC 업체인 화웨이나 캄브리콘 대비 매출 규모는 작지만 엔비디아의 첨단 GPU 수입이 제한되고 있는 만큼, 앞으로 중국의 대규모 AI 하드웨어 투자에 따른 수요가 더욱 확대될 것으로 기대된다. 일루바타는 중국의 2선 반도체 팹리스 기업 중에서도 안정적인 공급 역량, 높은 엔비디아 CUDA 호환성, AI 추론 분야의 프리필-디코드(P/D) 분리 수혜가 기대되는 기업으로 2026년부터 실적 성장이 가속화될 것으로 전망된다.

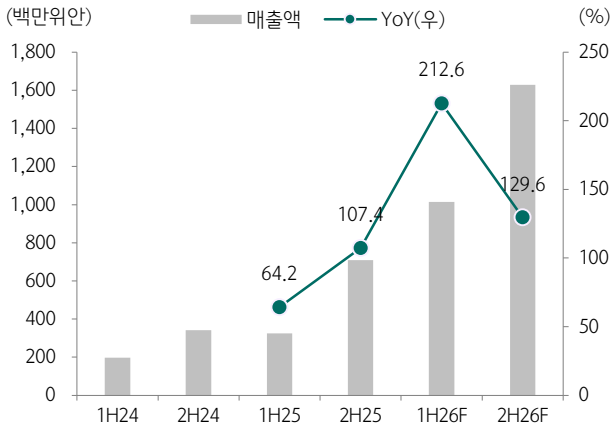
2선 경쟁업체 대비 안정적인 공급 역량이 핵심 경쟁력

현재 일루바타와 같은 중국 2선 AI 칩 공급업체들은 칩 성능보다 안정적인 칩 생산을 위한 파운드리 서비스 확보 여부가 핵심 병목인 상황이다. 중국의 로컬 파운드리 AI 칩 생산 Capa가 대부분 1선 업체인 화웨이의 Ascend 칩과 캄브리콘 칩 양산에 배정되어 있기 때문이다. 일루바타의 제품 포트폴리오는 평균 다이 크기 약 400mm² 이하로 미국 반도체 규제 기준에 해당되지 않아 중국과 해외 파운드리 서비스를 모두 활용할 수 있도록 설계되어 있다. 이에 따라 2선 경쟁 업체 대비 충분한 공급 능력을 확보하고 있고, 중국 주요 CSP들로부터 더 많은 수주 확보가 가능한 상황이다. 2026년 하반기부터는 차세대 AI 칩 대량 양산도 중국 로컬 파운드리를 통해 본격화할 것으로 예상된다. 중국과 해외 공급망을 모두 활용함으로써 일루바타의 AI 칩 출하량은 2025년 상반기 약 1.5만개 수준에서 2026년 10만개 수준으로 대폭 확대될 전망이며, 2026~28년 매출은 연평균 105% 성장, 순이익은 2027년 흑자 전환이 전망된다.

새로운 추론 패러다임의 수혜도 기대

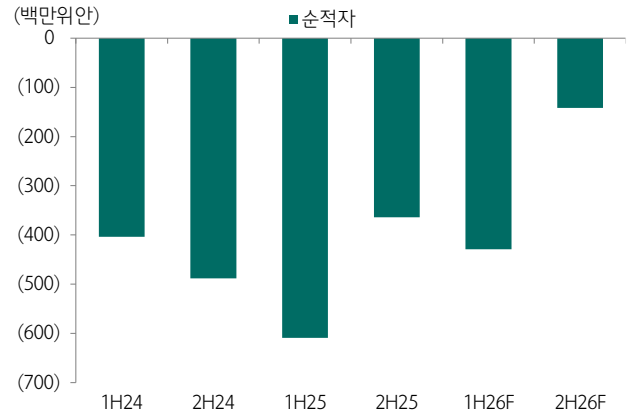
일루바타의 GPU 제품은 프리필-디코드(P/D) 분리형 인프라에 적합하며, 이는 추론 효율성을 크게 개선할 수 있다. P/D 분리는 AI 추론 효율성을 개선할 수 있는 구조로 최근 엔비디아(Rubin CPX)와 화웨이(Ascend 950PR/DT) 모두 각각 프리필 및 디코드 부하에 특화된 차세대 AI 칩을 공개하기 시작했다. 일루바타의 GPU는 INT8 데이터 포맷을 채택하고 있어 프리필 단계에서 연산 성능을 극대화할 수 있으며, 엔비디아 H20 칩과 같이 더 높은 HBM 사양을 갖춘 GPU와 함께 사용될 경우, 전체 추론 시스템의 비용 대비 성능 효율이 개선될 수 있다. 일루바타의 충분한 공급 능력과 강한 CUDA 호환성을 감안할 때 올해부터 중국의 주요 CSP 고객군에 진입할 수 있는 유리한 위치에 있다고 판단한다.

도표 1. 일루바타 반기 매출액 추이 및 전망



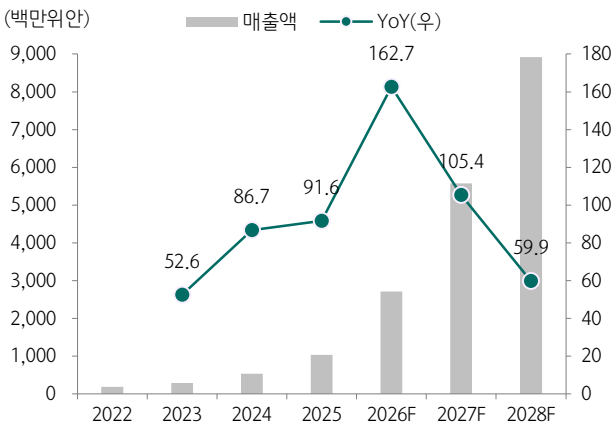
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 일루바타 반기 지배주주 순적자 추이 및 전망



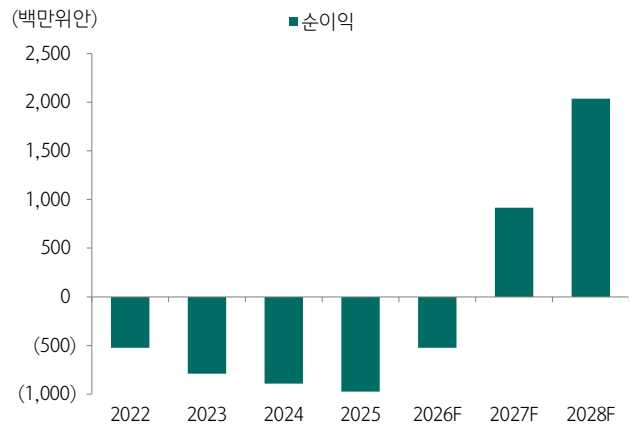
주: GAAP 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 일루바타 연간 매출액 추이 및 전망



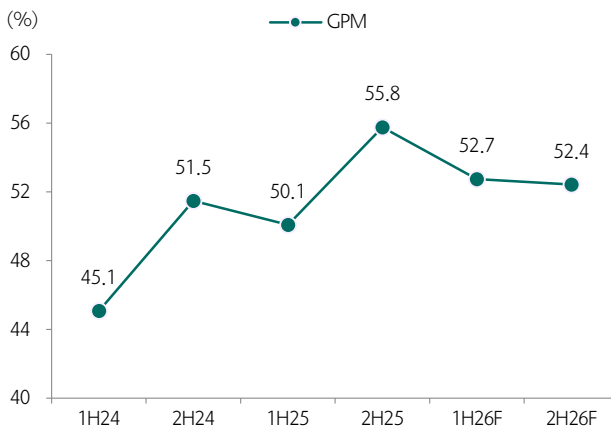
자료: Wind, 하나증권

도표 4. 일루바타 연간 지배주주 순이익 추이 및 전망



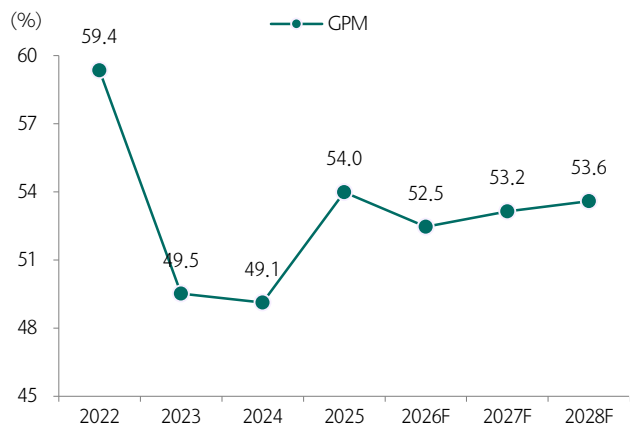
주: GAAP 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 일루바타 반기 GPM 추이 및 전망



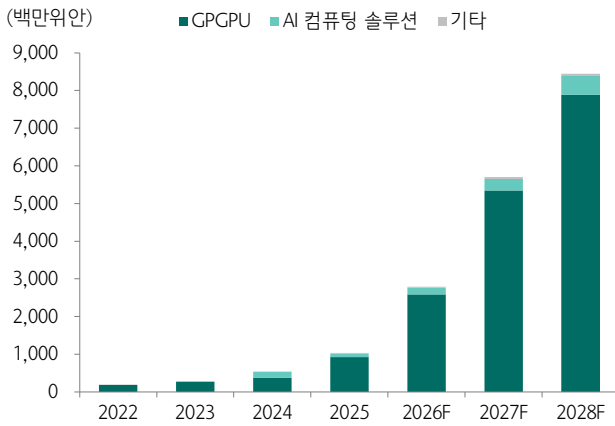
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 일루바타 연간 GPM 추이 및 전망



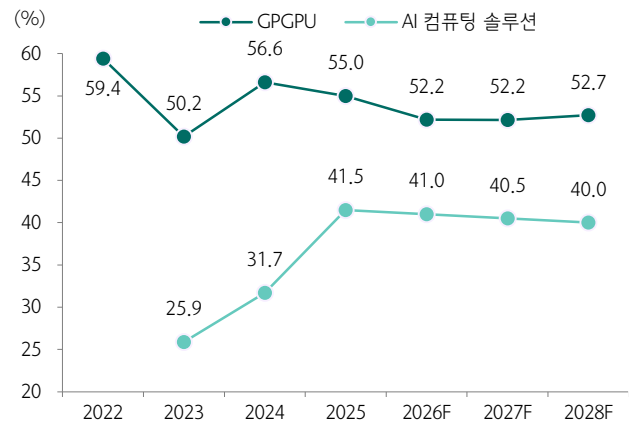
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 일루바타 사업부문별 매출액 추이 및 전망



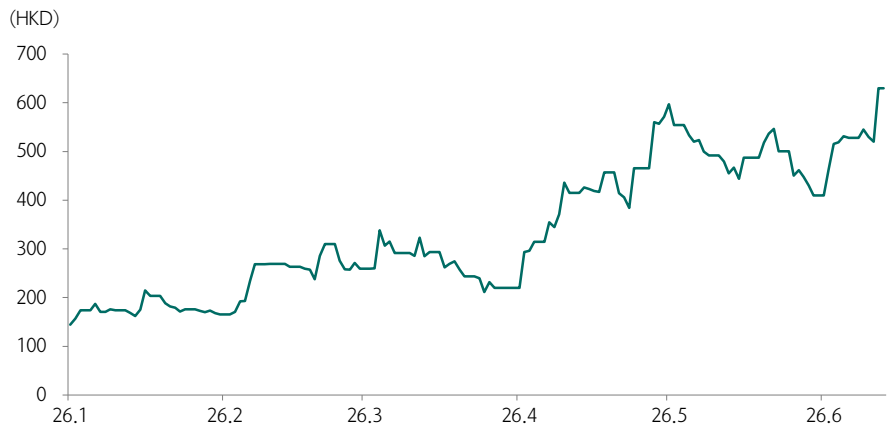
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 일루바타 사업부문별 GPM 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. lluvatar 상장 이후 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 중국 반도체 팹리스 기업 밸류에이션

	티커	시총 (조원)	매출 성장률 (% YoY)			조정 EPS 성장률 (% YoY)			P/S (배)			P/E (배)			P/B (배)		
			25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
lluvatar	9903 HK	26.0	91.6	162.7	105.4	적지	적지	흑전	-	42.8	20.8	적지	적지	130.0	적지	23.8	20.2
캠브리콘	688256 CH	183.8	453.2	171.7	85.1	-	185.6	77.9	87.1	46.5	25.1	275.0	134.8	75.8	48.3	46.5	28.7
해광정보	688041 CH	153.1	56.9	54.9	39.7	56.3	56.1	51.2	36.2	30.7	22.0	204.0	145.3	96.1	23.1	25.3	20.6
무어스레드	688795 CH	67.0	243.4	120.6	62.5	적지	적지	흑전	158.2	90.2	55.5	적지	적지	1,286	24.1	26.7	26.2
MetaX	688802 CH	65.3	121.3	122.6	65.8	적지	흑전	7,203	114.2	79.7	48.1	적지	26,991	369.6	17.6	22.1	21.3
Biren Tech	6082 HK	25.4	207.2	120.7	235.2	적지	적지	흑전	32.2	49.8	14.8	적지	적지	95.1	5.6	-	-
평균			195.6	125.5	98.9	56.3	120.9	2,444.3	85.6	56.6	31.1	239.5	9,090	342.2	23.8	28.9	23.4

주: P/E, P/B는 12MF 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 백만CNY)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	289	540	1,034	2,715	5,578
매출총이익	143	265	558	1,425	2,965
판매비	970	1,185	1,623		
영업이익	(811)	(880)	(991)	(577)	763
이자 비용	11	17	21		
기타영업손익	(4)	(4)	(23)		
세전이익	(817)	(892)	(1,004)		
법인세	0	0	0		
소수주주이익	(26)	0	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	(791)	(892)	(1,004)	(523)	915
성장률(YoY)					
매출	52.6	86.7	91.6	162.7	105.4
영업이익	43.5	8.5	12.6	(41.7)	(232.1)
순이익	51.1	12.8	12.5	(47.9)	(274.9)
수익성(%)					
매출총이익률	49.5	49.1	54.0	52.5	53.2
영업이익률	(280.6)	(163.0)	(95.8)	(21.3)	13.7
순이익률	(273.8)	(165.4)	(97.1)	(19.3)	16.4

주: GAAP 기준

자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표

(단위: 백만CNY)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산		785	1,287	1,262	3,432
현금성자산		219	308	314	1,505
매출채권		89	200	377	577
비유동자산		262	306	423	480
투자자산		50	91	97	77
유형자산		102	114	169	198
자산총계		1,047	1,593	1,685	3,912
유동부채		317	686	1,112	1,112
비유동부채		110	28	117	446
부채총계		427	715	997	1,559
자본금		171	186	194	229
이익잉여금		490	737	495	2,124
자본총계		620	878	689	2,353

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(CNY)					
EPS			(2.3)	(2.2)	3.5
BPS			10.3	19.2	22.6
SPS	2.0	3.3	5.5	11.4	21.4
DPS			0.0		
주기지표(배)					
PER					154.6
PBR				28.3	24.1
EV/EBITDA					160.8
PSR				51.0	24.8
배당수익률(%)					
재무비율(%)					
ROE	(99.9)	(110.8)	(66.0)	(9.8)	17.3
ROA	(60.0)	(54.4)	(35.9)	(6.3)	13.5
ROIC	(74.5)	(64.7)	(42.0)	-	-
부채비율	56.7	93.1	43.3	-	-
유동비율	1.9	1.4	3.1	-	-
이자보상배율(배)	(73.7)	(50.6)	(48.1)	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표

(단위: 백만CNY)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름		(654)	(707)	(618)	(1,162)
감가/무형상각비		90	118	145	159
비현금자본증감		(338)	(267)	(172)	(878)
투자활동(CF)		(183)	(153)	(166)	(132)
유형자산처분		10	11	12	47
유형자산취득		(82)	(71)	(85)	(103)
투자자산증감				(5)	20
재무활동		960	949	789	2,485
배당금					
단기부채증감					
장기부채증감		49	325	96	370
자본금증감					
잉여현금흐름		(736)	(778)	(703)	(1,264)

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2026년 6월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 2026년 6월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 일루바타 코어엑스(9903.HK)는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.