



빅토리아이언트 (2476.HK)

AI PCB 업황 호조의 최대 수혜주

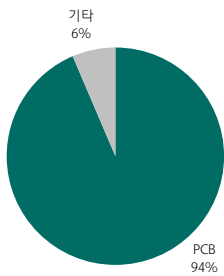
중국

TP(컨센서스) 539.50 HKD
CP(7.8) 279.66 HKD

Key Data

국가	중국		
상장거래소	Shenzhen		
산업 분류	정보기술		
주요 영업	전자 장비 기기 & 부품		
홈페이지	www.shpcb.com		
시가총액(십억CNY)	276.5		
시가총액(조원)	61.2		
52주최고/최저(CNY)	475.0/242.6		
주요주주 지분율(%)			
SZ SHENGHUA XINYE INVEST CO LTD	15.45		
VICTORY GANT TECH HK	15.06		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(26.7)	-	-
상대	(24.9)	-	-

매출구성



Financial Data

(백만 CNY)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	10,731	19,292	33,740	57,911
영업이익	1,301	5,151	10,348	18,691
순이익	1,154	4,312	8,926	16,171
EPS(CNY)	1.3	5.0	9.7	17.3
EPS(YoY, %)	71.8	273.9	93.0	78.6
ROE(%)	13.9	33.8	30.1	37.2
PER(배)	31.4	57.4	29.9	16.7
PBR(배)	4.0	15.1	7.7	5.6
배당률(%)	-	-	1.1	2.0

자료: Bloomberg, 하나증권



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

하나증권 리서치센터

엔비디아/구글형 고사양 PCB 수주 기대감 높은 상황

빅토리아이언트는 글로벌 AI PCB 시장에서 선도적 지위를 확보하고 있는 기업으로 PCB 시장 확대의 주요 수혜주가 될 것으로 예상된다. AI 및 고성능 컴퓨팅 부문 중심으로 수주가 증가하면서 전체 PCB 제품 매출에서 해당 응용처 매출 비중이 2024년 6.6%에서 2025년 43.5%로 크게 상승했으며, 글로벌 AI 및 고성능 컴퓨팅용 고다층 MLPCB와 고적층 HDI PCB 시장점유율도 2024년 3~5위권에서 2025년 1위로 상승했다. 향후 엔비디아와 구글 등 글로벌 주요 테크 기업을 중심으로 AI 서버용 고사양 PCB 수요가 더욱 빠르게 증가할 것으로 보인다. 빅토리아이언트는 엔비디아의 플랫폼 전환 과정에서 핵심 보드와 관련된 HDI 및 MLPCB 주요 공급업체 지위를 유지할 것으로 전망되며, 향후 COWOP, CPO, LPU 등 신규 프로젝트 참여 가능성이 높다는 점도 긍정적이다. 또한, Google을 비롯한 ASIC 고객사들과의 협력 강화가 추가적인 이익 성장 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

공격적 증설은 향후 수주에 대한 자신감을 시사

공급 측면에서 빅토리아이언트는 글로벌 최대 첨단 PCB 제조업체 중 하나다. 빅토리아이언트의 연간 생산능력은 6+N+6 이상 적층 구조의 HDI가 60만㎡, 14층을 초과하는 고다층 MLPCB가 516만㎡에 달한다. 빅토리아이언트의 Capa 증설 관련 투자액은 2024년 11억위안에서 2025년 64억위안으로 크게 증가했다. 2026년에는 최대 200억 위안을 투자할 계획이라고 발표했으며, 그 중 180억위안은 유형자산 투자, 20억위안은 지분 투자에 배정될 예정이다. 2026년 계획하고 있는 최대 180억위안 규모의 설비투자는 2025년 설비투자액의 2.8배 수준으로 이러한 공격적인 생산능력 확대는 향후 수주 전망에 대한 자신감과 추가적인 이익 상향 가능성을 시사한다.

3분기부터 추가 상승 모멘텀 재개될 전망

올해 4월 홍콩증시에 이차 상장한 빅토리아이언트의 H주 주가는 상장 이후 18% 상승하며 동기간 홍콩 항셱지수 수익률(-11%)을 크게 상회했으며, 현재 H주는 A주 대비 23.4% 할인된 가격에 거래되고 있다. 빅토리아이언트의 주가는 2026년 하반기부터 이익 성장세가 가속화됨에 따라 상승 모멘텀이 재개될 것으로 기대된다. 올해 2분기 실적은 Vera Rubin 플랫폼 양산 확대 지연으로 인해 상대적으로 부진할 수 있으나, 6월부터 본격적으로 양산이 시작된 Vera Rubin의 양산 규모 확대와 TPU용 PCB 오더 개시로 3분기부터 이익 모멘텀이 회복될 전망이다. 빅토리아이언트는 높은 수주 경쟁력, 적극적인 생산능력 확대를 바탕으로 글로벌 AI PCB 업황 호조의 수혜를 누릴 수 있는 유리한 입지를 확보하고 있고, 2025~2028년 연평균 매출 성장률은 62%, 순이익 성장률은 76%에 달할 것으로 전망된다.

AI 관련 고사양 MLPCB와 HDI 수요 급증으로 실적 고성장 중

글로벌 PCB 시장 수혜주
AI 및 컴퓨팅 매출 6.6%에서
43%로 급증. 고적층 HDI PCB
시장점유율 1위 기업

빅토리아이언트(Victory Giant Technology)는 글로벌 AI PCB 시장에서 선도적 지위를 확보하고 있는 기업으로 업계 최고 수준의 기술력, 대규모 생산능력, 글로벌 대형 고객사와의 장기 협력관계를 기반으로 PCB 시장 확대의 주요 수혜주가 될 것으로 예상된다. 양산 중인 주요 제품은 고다층 인쇄회로기판(MLPCB), 고밀도 인터커넥트(HDI) PCB, 연성 인쇄회로기판(FPC), 리지드 플렉스 PCB 등이 있으며, 그 중 AI 서버, UBB, 스위치, 광트랜시버 등 AI 컴퓨팅 핵심 하드웨어의 고속·고밀도 신호 전송에 필요한 고사양 MLPCB와 HDI 수요가 급증하고 있다. 2025년 총 매출액의 43%를 차지한 MLPCB 매출 성장률은 2023~24년 YoY 한 자리 수에서 2025년 YoY +35%로 가속화되었고, 총 매출의 38%를 차지한 HDI 매출은 2024년/25년 YoY +64%/+388% 고성장세를 지속했다. 특히 AI 및 고성능 컴퓨팅 부문 중심으로 수주가 증가하면서 전체 PCB 제품 매출에서 해당 응용처 매출 비중이 2024년 6.6%에서 2025년 43.5%로 크게 상승했으며, 글로벌 AI 및 고성능 컴퓨팅용 고다층 MLPCB와 고적층 HDI PCB 시장점유율도 2024년 3~5위권에서 2025년 1위로 상승했다.

엔비디아/구글 중심의 수주 확대 기대감 높은 상황

AI 서버 플랫폼 고도화로
고사양 PCB 채택 확대.
2027년 신규 프로젝트 확보
가시화될 전망

향후 엔비디아와 구글 등 글로벌 주요 테크 기업을 중심으로 AI 서버용 고사양 PCB 수요가 더욱 빠르게 증가할 것으로 보인다. GPU 세대가 업그레이드될 때마다 더 고도화된 PCB 제품이 채택될 가능성이 높으며, 이에 따라 해당 PCB 탑재가치가 상승하고 PCB 제조업체의 매출 및 이익 전망도 개선될 것으로 예상된다. 빅토리아이언트는 엔비디아의 플랫폼 전환 과정에서 컴퓨트 트레이, 미드플레인, 백플레인 등 핵심 보드와 관련된 HDI 및 MLPCB 주요 공급업체 지위를 유지할 것으로 전망되며, 향후 COWOP, CPO, LPU 등 신규 프로젝트 참여 가능성이 높다는 점도 긍정적이다. 또한, Google을 비롯한 ASIC 고객사들과의 협력 강화가 추가적인 이익 성장 요인으로 작용할 것으로 예상된다. ASIC 기업 중에서는 Google의 TPU 수요가 강한 것으로 파악되며, TPU v9부터 HDI가 채택될 가능성이 있다. 빅토리아이언트는 HDI 경쟁우위를 바탕으로 Google과의 협력 강화가 예상되며, 2027년 이후 더 많은 ASIC 고객사들로부터 신규 수주를 확보할 경우 추가적인 실적 상향 가능성도 존재한다.

공격적 증설은 향후 수주에 대한 자신감을 시사

2025년부터 대규모 증설 본격화
HDI·MLPCB 생산능력 확대
중장기 성장 기반 확보

공급 측면에서 빅토리아이언트는 글로벌 최대 첨단 PCB 제조업체 중 하나다. 빅토리아이언트의 연간 생산능력은 6+N+6 이상 적층 구조의 HDI가 60만㎡, 14층을 초과하는 고다층 MLPCB가 516만㎡에 달한다. 빅토리아이언트의 Capa 증설 관련 투자액은 2024년 11억위안에서 2025년 64억위안으로 크게 증가했다. 2026년에는 최대 200억 위안을 투자할 계획이라고 발표했으며, 그 중 180억위안은 유형자산 투자, 20억위안은 지분 투자에 배정될 예정이다. 2026년 계획하고 있는 최대 180억위안 규모의 설비투자는 2025년 설비투자액의 2.8배 수준으로 이러한 공격적인 생산능력 확대는 향후 수주 전망에 대한 자신감과 추가적인 이익 상향 가능성을 시사한다.

백플레인 개발은 여전히 진행 중, 신규 고객 확보로 리스크 완화할 것

초고층 PCB 기술장벽
백플레인 테스트 지속.
ASIC·광통신향 매출처 확대

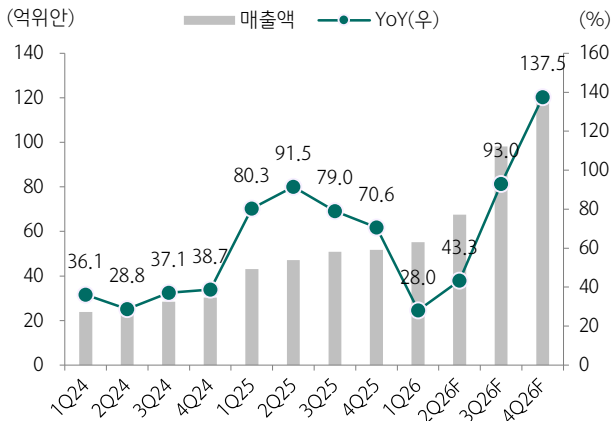
2025년 말부터 Rubin Ultra 플랫폼에 백플레인이 실제로 채택될 수 있을지에 대한 투자자들의 우려가 지속되고 있다. 백플레인은 PCB 층수가 기존 70층 이상에서 100층 이상으로 크게 증가하고, 더욱 고사양의 CCL이 요구되기 때문에 제조 난도가 상당히 높다. 이로 인해 Rubin Ultra의 공급업체들은 인터커넥트 요구사항을 충족하기 위해 현재까지도 테스트를 진행하고 있는 것으로 파악된다. 빅토리아이언트가 공격적으로 생산능력을 확대하고 있기 때문에 백플레인 일정 지연에 따른 증설 부담 관련 우려는 당분간 지속될 가능성이 있다. 다만, 빅토리아이언트는 HDI, HLC, mSAP 전 영역에서 축적한 높은 기술력과 선제적으로 확보한 생산능력을 바탕으로 미국 ASIC 고객, 중국 내 고객, 광트랜시버 고객 등 신규 고객을 확보해 증설 관련 리스크를 완화할 수 있을 것으로 예상된다.

3분기부터 주가 상승 모멘텀 재개될 전망

H주 밸류에이션 매력 부각
Vera Rubin 양산 본격화
고마진 TPU PCB 오더 개시
이익 모멘텀 개선 전망

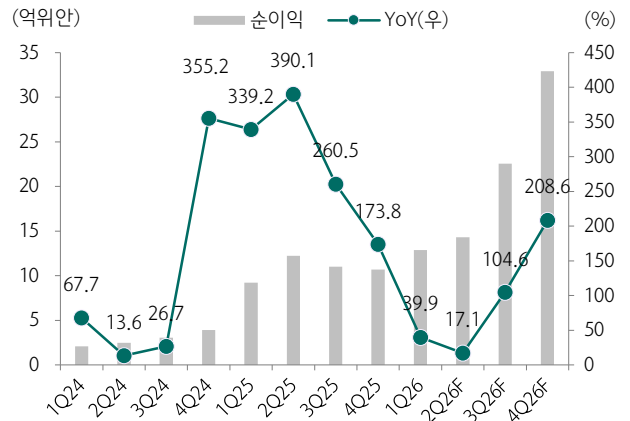
올해 4월 홍콩증시에 이차 상장한 빅토리아이언트의 H주 주가는 상장 이후 18% 상승하며 동기간 홍콩 항셱지수 수익률(-11%)을 크게 상회했으며, 현재 H주는 A주 대비 23.4% 할인된 가격에 거래되고 있다. 빅토리아이언트의 주가는 2026년 하반기부터 이익 성장세가 가속화됨에 따라 상승 모멘텀이 재개될 것으로 기대된다. 빅토리아이언트의 올해 2분기 실적은 Vera Rubin 플랫폼 양산 확대가 지연됨에 따라 상대적으로 부진할 것으로 예상되나, 6월부터 본격적으로 양산이 시작된 Vera Rubin의 양산 규모 확대와 고마진 TPU용 PCB 오더 개시로 3분기부터 이익 모멘텀이 회복될 전망이다. 빅토리아이언트는 높은 수주 경쟁력, 적극적인 생산능력 확대를 바탕으로 글로벌 AI PCB 업황 호조의 수혜를 누릴 수 있는 유리한 입지를 확보하고 있으며, 2025~2028년 연평균 매출 성장률은 62%, 순이익 성장률은 76%에 달할 것으로 전망된다.

도표 1. 빅토리아이언트 분기 매출액 추이 및 전망



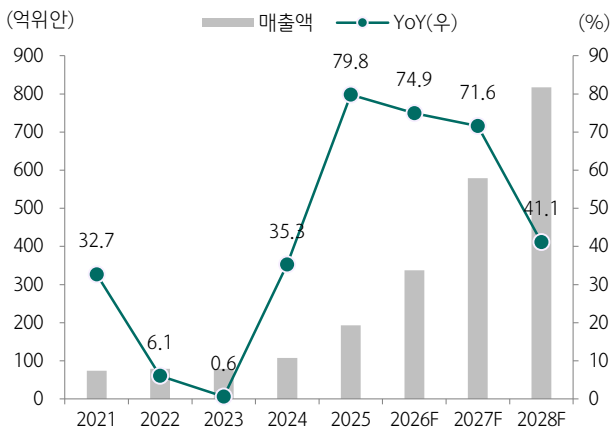
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 빅토리아이언트 분기 순이익 추이 및 전망



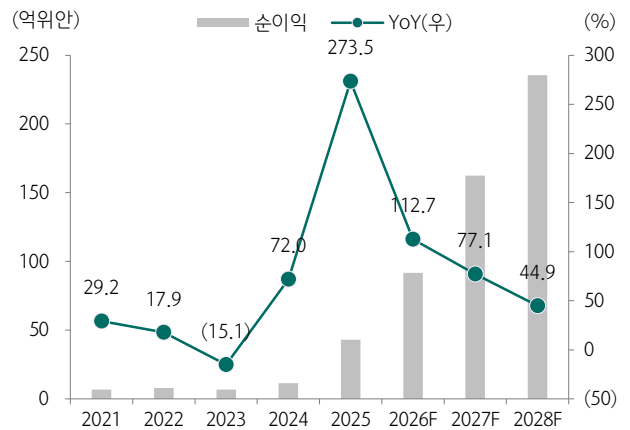
주: GAAP 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 빅토리아이언트 연간 매출액 추이 및 전망



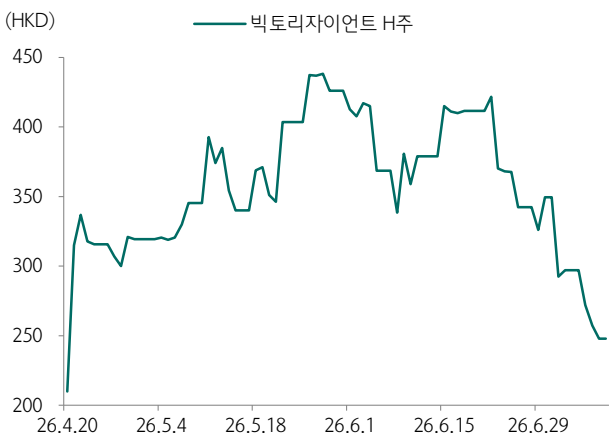
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 빅토리아이언트 연간 순이익 추이 및 전망



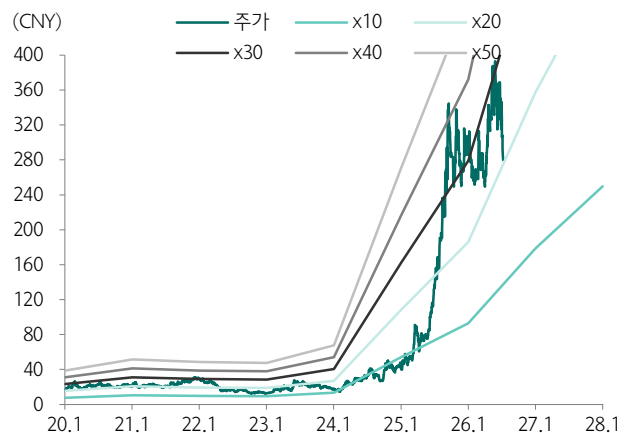
주: GAAP 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 빅토리아이언트 H주 상장 이후 추가 흐름



주: 빅토리아이언트 4/20 상장
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 빅토리아이언트 A주 역사적 PER 밴드



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 빅토리아이언트 연간 사업부문별/지역별 실적

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	7,432.0	7,885.2	7,931.2	10,731.5	19,292.3
YoY(%)	32.7	6.1	0.6	35.3	79.8
사업부문별					
PCB	6,954.5	7,491.4	7,458.6	10,050.8	18,083.7
YoY(%)	30.6	7.7	(0.4)	34.8	79.9
비중(%)	93.6	100.8	100.4	135.2	243.3
기타	477.5	393.8	472.7	680.7	1,208.6
YoY(%)	74.6	(17.5)	20.0	44.0	77.6
비중(%)	6.4	5.3	6.4	9.2	16.3
지역별					
해외	4,754.3	4,905.8	4,876.3	6,532.8	14,821.4
YoY(%)	101.6	3.2	(0.6)	34.0	126.9
비중(%)	64.0	66.0	65.6	87.9	199.4
중국	2,677.7	2,979.3	3,054.9	4,198.6	4,470.9
YoY(%)	(17.4)	11.3	2.5	37.4	6.5
비중(%)	36.0	40.1	41.1	56.5	60.2

주: 단위는 백만CNY
 자료: Wind, 하나증권

도표 8. 빅토리아이언트 연간 제품별 매출액 및 GPM 추이

	2023	2024	2025
매출액 (백만CNY)	7,931	10,731	19,292
MLPCB	5,788	6,173	8,316
YoY(%)	0.0	7.0	35.0
비중(%)	73.0	58.0	43.0
HDI	930	1,521	7,425
YoY(%)	19.0	64.0	388.0
비중(%)	12.0	14.0	38.0
단면/양면 PCB	648	1,047	1,028
YoY(%)	(27.0)	62.0	(2.0)
비중(%)	8.0	10.0	5.0
FPC	92	1,310	1,315
YoY(%)	-	1,318.0	0.0
비중(%)	1.0	12.0	7.0
기타	473	681	1,209
YoY(%)	20.0	44.0	78.0
비중(%)	6.0	6.0	6.0
GPM (%)	20.7	22.7	35.2
MLPCB	16.1	15.2	24.4
HDI	14.7	22.5	43.5
단면/양면 PCB	13.7	18.7	19.9
FPC	26.1	24.1	23.6
기타	97.2	94.5	84.7

자료: 빅토리아이언트, 하나증권

도표 9. 중국 및 글로벌 PCB 업체 밸류에이션

	티커	시총 (조원)	매출 성장률 (% YoY)			조정 EPS 성장률 (% YoY)			P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
			25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
빅토리아이언트-H	2476 HK	60.9	79.8	74.9	71.6	307.1	77.2	78.6	52.7	28.9	16.2	16.1	7.5	5.5	33.8	30.1	37.2
빅토리아이언트-A	300476 CH	60.9	79.8	74.9	71.6	307.1	77.2	78.6	57.4	29.7	16.6	15.1	7.7	5.6	33.8	30.1	37.2
선난씨리트	002916 CH	64.1	32.1	32.5	29.8	83.9	48.6	45.6	47.3	55.2	37.9	9.0	13.2	9.8	20.6	26.3	29.7
호사전자	002463 CH	56.3	42.0	47.9	51.2	44.7	56.2	60.3	36.8	43.4	27.0	9.3	12.7	9.0	28.4	28.6	33.0
생익전자	688183 CH	22.7	102.6	57.1	32.8	348.0	63.7	37.4	53.2	41.7	30.4	13.9	12.8	9.3	29.4	37.0	37.9
생익과기	600183 CH	80.4	39.4	38.7	30.0	97.4	62.5	40.4	51.4	63.9	45.5	10.4	17.6	14.4	21.1	28.2	33.8
징왕전자	603228 CH	14.3	20.9	23.4	28.5	7.8	44.0	56.4	56.2	31.5	20.2	5.5	4.4	3.7	10.1	13.9	19.0
펑당홀딩스	002938 CH	46.6	11.4	19.9	25.9	131.7	25.2	40.5	37.3	39.8	28.3	17.8	5.6	4.9	11.3	14.4	18.2
광흥과기	001389 CH	17.7	46.9	66.7	51.5	48.2	69.7	61.6	38.3	42.1	26.0	18.8	9.9	6.8	28.8	32.9	32.6
중국평균			50.5	48.5	43.7	152.9	58.3	55.5	47.8	41.8	27.6	12.9	10.1	7.7	24.1	26.8	31.0
유니마이كرون	3037 TT	65.3	13.8	38.9	42.1	6.1	346.2	105.3	39.3	56.4	27.5	19.8	11.3	8.9	6.9	20.7	34.5
엘리트머티리얼	2383 TT	89.1	46.4	86.6	67.5	53.2	130.1	95.7	40.3	55.2	28.2	20.8	26.0	15.5	34.2	53.6	60.8
킹보드라미네이츠	1888 HK	39.7	10.0	58.0	22.1	71.8	179.2	32.5	41.3	32.2	24.3	21.8	10.8	9.1	15.4	31.9	34.1
골드서킷일렉트로닉스	2368 TT	26.0	54.0	65.8	42.9	67.3	105.1	61.9	42.3	27.8	17.2	22.8	11.6	8.8	35.1	51.3	58.9
젠딩테크	4958 TT	30.4	6.3	21.8	29.2	(15.1)	75.6	69.3	43.3	42.5	25.1	23.8	4.5	4.2	5.8	11.0	16.8
트라이포드	3044 TT	11.0	11.5	31.5	18.8	26.0	39.7	29.9	44.3	16.1	12.4	24.8	3.8	3.3	19.6	24.6	27.4
컴팩	2313 TT	12.5	4.9	19.3	32.0	13.2	45.9	71.4	45.3	29.0	16.9	25.8	4.8	4.2	14.2	17.5	25.8
이수페타시스	007660 KS	6.5	30.0	43.2	33.5	106.6	61.4	45.0	46.3	23.1	16.0	26.8	6.4	4.5	29.6	30.5	32.8
글로벌 평균			22.1	45.6	36.0	41.1	122.9	63.9	42.8	35.3	20.9	23.3	9.9	7.3	20.1	30.1	36.4

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

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만CNY)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출총이익	7,931	10,731	19,292	33,740	57,911
판매비	1,643	2,439	6,795	13,306	23,752
영업이익	858	1,173	1,692		
이자 비용	772	1,301	5,151	10,348	18,691
기타영업손익	85	110	138		
세전이익	(51)	(43)	(10)		
법인세	749	1,312	5,022		
소수주주이익	78	157	710		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	0	0	0		
성장률(YoY)					
매출	0.6	35.3	79.8	74.9	71.6
영업이익	(7.9)	68.6	296.0	100.9	80.6
순이익	(15.1)	72.0	273.5	107.0	81.2
수익성(%)					
매출총이익률	20.7	22.7	35.2	39.4	41.0
영업이익률	9.7	12.3	26.6	30.7	32.3
순이익률	8.5	10.8	22.4	26.5	27.9

주: GAAP 기준
 자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표	(단위: 백만CNY)				
	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	5,903	5,886	7,263	8,080	13,514
현금성자산	576	726	755	927	3,207
매출채권	3,223	3,076	3,544	4,117	6,131
비유동자산	7,558	8,418	10,120	11,095	21,731
투자자산	803	1,392	765	1,116	2,854
유형자산	6,308	6,721	7,338	7,640	13,244
자산총계	13,461	14,304	17,384	19,175	35,244
유동부채	6,199	6,343	7,576	14,039	14,039
비유동부채	993	1,024	2,182	2,711	4,580
부채총계	7,192	7,367	9,758	10,247	18,627
자본금	4,087	4,104	4,102	4,102	5,996
이익잉여금	2,183	2,833	3,524	4,826	10,621
자본총계	6,270	6,937	7,626	8,928	16,618

투자지표	(단위: 백만CNY)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(CNY)					
EPS	0.8	1.3	5.0	9.7	17.3
BPS	8.8	10.4	19.1	37.5	51.3
SPS	9.2	12.5	22.4	36.5	61.8
DPS	0.2	-	-	3.3	5.8
주기지표(배)					
PER	23.7	31.4	57.4	29.9	16.7
PBR	2.1	4.0	15.1	7.7	5.6
EV/EBITDA	15.6	19.9	42.1	23.2	12.9
PSR	2.0	3.4	12.8	8.2	4.8
배당수익률(%)	1.0	-	-	1.1	2.0
재무비율(%)					
ROE	9.2	13.9	33.8	30.1	37.2
ROA	4.2	6.3	15.8	17.0	20.9
ROIC	5.7	8.6	23.9	-	-
부채비율	90.3	72.8	59.2	-	-
유동비율	1.0	1.1	1.0	-	-
이자보상배율(배)	9.0	11.7	36.1	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표	(단위: 백만CNY)				
	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	717	1,171	1,223	1,270	4,481
감가/무형상각비	438	597	638	755	923
비현금자본증감	(434)	(184)	(50)	(710)	(847)
투자활동(CF)	(2,710)	(1,466)	(2,010)	(1,049)	(6,736)
유형자산처분	14	4	160	12	7
유형자산취득	(1,537)	(1,061)	(645)	(834)	(6,617)
투자자산증감	0	0	-	0	0
재무활동	2,093	470	810	(43)	4,535
배당금	(148)	(166)	(163)	(163)	(258)
단기부채증감	-	-	-	-	-
장기부채증감	295	1,112	1,991	(560)	2,245
자본금증감	1,988	0	0	0	1,942
잉여현금흐름	(821)	110	579	955	(1,744)

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 7월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 2026년 7월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 빅토리아엔트(2476.HK)는 투자자문업(타 자산운용사가 운영하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등에 활용된 법인)으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음.

본 조사항료는 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.