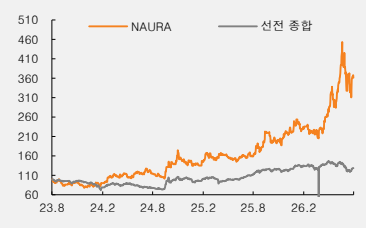


투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	CNY 1,100
현재주가(26/8/11)	CNY 746.10
상승여력	47.4%

선전 종합(p)	2,577.62
EPS 성장률(26F, %)	37.3
P/E(26F, x)	71.1
배당수익률(%)	0.2

시가총액(십억CNY)	541.44
시가총액(조원)	113.58
상장주식수(백만주)	725.7
60일 평균 거래대금(백만CNY)	9,948.88
52주 최저가(CNY)	326.70
52주 최고가(CNY)	935.36

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.9	57.1	128.4
상대주가	-3.3	64.2	99.5



[차이나테크]

강민희
minhui.kang@miraeeasset.com

NAURA

중국 반도체 장비 올라운더

투자 의견 '매수', 목표주가 1,100위안으로 커버리지 개시

NAURA에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 1,100위안으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 28F EPS 18.65위안에 목표배수 P/E 59.2배를 적용해 산출했다. 목표배수는 중국 장비 7개사의 28F P/E 평균 45.5배에 30%의 프리미엄을 적용한 값으로, 식각과 증착, 세정, 열처리를 모두 보유한 유일한 국산 업체라는 점과 수주 잔고 820억 위안이 담보하는 실적 확정성을 반영했다.

투자포인트: 선단공정 증설과 국산화가 만드는 장비 수요

I. DUV 멀티패터닝발 식각/증착 수요 수혜: EUV 부재로 SMIC N+2 공정의 패터닝 스텝은 EUV 대비 3.8배, 식각기 소요는 28nm 대비 2.8배로 늘어난다. 동사는 ICP/CCP 식각과 PVD/CVD/ALD 증착을 모두 보유해 공정 비효율이 곧 장비 소요로 전환되는 구조의 직접 수혜를 받을 것으로 판단한다.

II. 로직/메모리 동반 증설로 확보된 수주 가시성: SMIC 선단 캐파는 27년까지 두 배 확대되고, CXMT는 26년 월 5만 장 증설에 50~60억 달러를 발주한다. 동사는 CXMT 라인 발주의 60% 이상을 확보했으며, 1Q26 말 수주잔고 820억 위안(YoY +58%, FY25 매출 대비 218%)으로 28년까지 실적 가시성을 확보했다고 판단한다.

III. 국산화 의무가 여는 침투 여력: 전공정 장비 국산화율은 24년 25%에서 25년 35%로 상승했고, 공업정보화부는 27년 65% 이상을 목표로 제시했다. 동사의 전공정 커버리지는 51%로 AMEC 44%, ACM 29%를 앞서, 국산 비중 상승분이 동사에 집중될 것으로 기대한다.

실적 전망: 믹스 개선이 이끄는 마진 상승

동사의 26F 매출액은 523억 위안(YoY +33%), 순이익은 76억 위안(YoY +38%)을 기록할 것으로 추정한다. 식각과 박막증착이 성장을 주도하는 가운데, 저마진 전자 부품 비중이 축소되며 순이익률은 14.6%로 개선될 전망이다. 27F 순이익은 100억 위안(YoY +37%)으로 확대될 것으로 추정한다.

리스크: 전방 증설 속도와 국산 경쟁 심화

선단 수율 개선이 지연될 경우 DUV발 장비 수요 유효기간이 단축될 가능성이 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (CNY mn)	30,075	39,353	52,292	70,983	85,180
영업이익 (CNY mn)	6,547	5,802	8,542	11,888	15,332
영업이익률 (%)	21.8	14.7	16.3	16.7	18.0
순이익 (CNY mn)	5,622	5,522	7,615	10,190	13,537
EPS	5.80	7.64	10.49	14.04	18.65
ROE (%)	20.4	16.1	18.3	20.3	22.0
P/E (배)	49.9	60.1	71.1	53.1	40.0
P/B (배)	6.7	8.8	12.0	9.9	8.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 및 밸류에이션

투자의견 ‘매수’, 목표주가 1,100위안으로 커버리지 개시

NAURA에 대해 투자의견 ‘매수’와 목표주가 1,100위안으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 동사의 28F EPS 18.65위안에 목표 P/E 59.2배를 적용해 산출했다. 목표배수는 중국 반도체 장비 7개사의 28F P/E 평균 45.5배에 30%의 프리미엄을 적용한 값이다.

프리미엄의 근거는 세 가지다. 첫째, 동사는 식각과 증착, 세정, 열처리를 모두 보유해 고객 의 라인 단위 발주에 대응할 수 있는 유일한 국산 업체다. 둘째, 1Q26 말 수주잔고 820억 위안은 25년 연간 매출의 2.1배로 피어 중 실적 확정성이 가장 높다. 셋째, 성장 대비 배수로 보면 오히려 할인 구간이다.

동사의 26F에서 28F 순이익 연평균 성장률은 41.9%로 28F P/E 기준 PEG가 0.89인 반면 피어 7개사 평균은 1.36이다. 중국 장비 업종의 28F P/E 45.5배는 글로벌 6개사 평균 23.5배의 두 배 수준이다. 국산화 초입에서 이익이 이제 확대되는 단계라는 점이 반영된 결과이며, 당사가 글로벌이 아닌 중국 내 피어를 비교 기준으로 삼은 이유다.

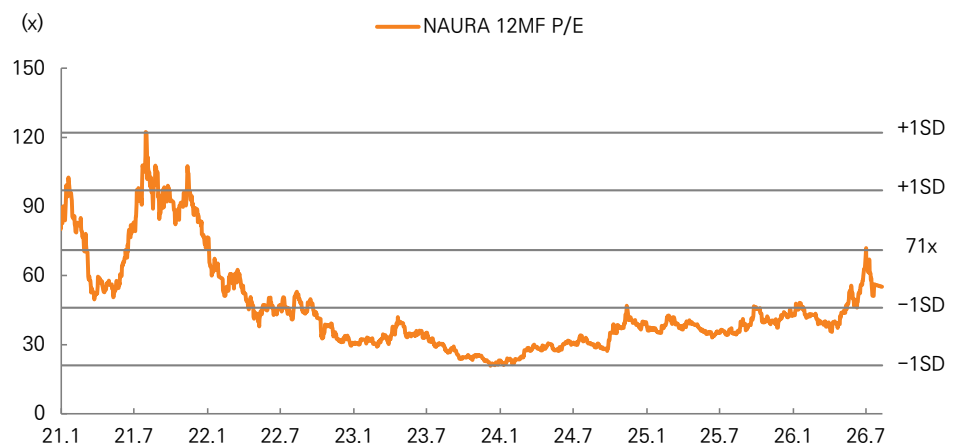
기준연도를 28F로 설정한 근거도 수주잔고에 있다. 수주잔고 820억 위안은 25년 매출 394억 위안의 2배 이상 상회하며, 장비 매출이 고객사 검수를 기준으로 인식되므로 이미 확보된 수주가 28년까지 순차적으로 실적에 반영된다.

표 11. NAURA 목표주가 산정 방식

구분	Value	비고
2028F EPS (위안)	18.65	
2028F Target P/E (x)	59.2	중국 반도체 장비 피어그룹 28F P/E 평균 45.5에 30% 프리미엄 적용
목표주가 (위안)	1,100.04	
목표주가 (조정)	1,100	
현재주가 (위안)	746.1	26. 08. 11 기준
상승여력 (%)	47.4%	투자의견 ‘매수’ 제시

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. NAURA 12개월 선행 P/E 밴드



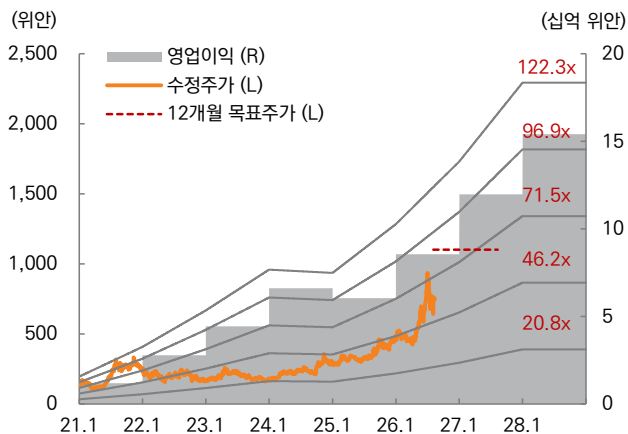
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

동사의 P/E는 이익 사이클에 연동돼 왔다. 현재 기준 27F P/E는 53.8배로 5년 평균 71배를 24% 저평가되고 있다. 25년 이후 주가가 상승했음에도 이익 추정이 함께 상향되면서 배수 부담은 오히려 완화됐다. 이번 사이클은 성장의 성격이 다르다. 26F부터 28F까지의 EPS 성장률은 30%대에서 3년간 일정하게 유지될 것으로 추정하며 1Q26 말 수주잔고 820억 위안이 그 근거다. 장비 매출은 고객사 검수를 기준으로 인식되므로 이미 확보된 수주가 28년까지 순차적으로 실적에 반영된다.

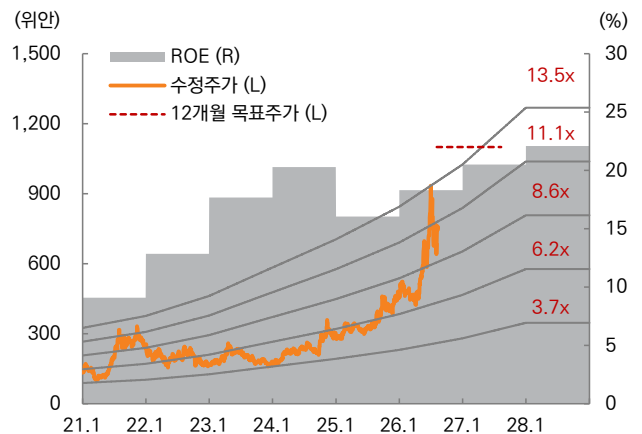
절대 배수 수준은 글로벌 피어를 상회한다. 다만 글로벌 업체의 성장이 시장 확대에 연동되는 반면 중국 업체는 시장 확대에 국산화 점유율 상승이 더해지며, 그 침투 여력이 27F 이후에도 남아 있다. 결국 성장률의 절대 크기가 아니라 지속 기간과 확정성이 이번 사이클의 배수를 결정할 것이며, 현 주가는 이러한 변화를 충분히 반영하지 못하고 있다고 판단한다.

그림 43. NAURA 12MF P/E 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. NAURA 12MF P/B 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 중국 및 글로벌 반도체 장비 업체 Peer Valuation

(십억 위안, 십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액			순이익			P/E			P/B		
			26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F
NAURA	002371 CH	532.8	50.6	65.2	81.9	7.6	11.4	15.3	71.8	49.5	37.4	12.4	10.1	8.1
AMEC	688012 CH	342.9	16.6	22.6	29.4	3.8	5.2	6.9	90.8	66.6	49.0	13.1	10.9	9.0
Piotech	688072 CH	197.0	8.8	12.1	16.3	1.8	2.6	3.9	106.5	74.7	51.7	23.3	18.2	13.5
Chang Chuan	688120 CH	172.6	7.9	10.5	13.5	2.1	3.0	4.2	88.1	59.9	43.6	27.3	19.1	13.4
Hwatsing	688072 CH	120.6	6.0	7.8	10.1	1.4	1.9	2.5	83.3	64.9	49.0	14.6	12.1	10.0
Jingsheng	300316 CH	54.2	9.3	10.0	11.9	1.1	1.2	1.6	54.3	56.4	37.8	3.2	3.1	2.9
Huafeng	300604 CH	75.4	1.8	2.3	2.8	0.7	0.9	1.2	106.3	84.1	66.0	15.9	15.0	12.5
ASMPT	688200 CH	59.8	16.2	19.2	22.0	1.5	2.2	2.9	39.7	27.3	21.4	3.9	3.5	3.2
중국 반도체 장비사 평균									81.3	62.0	45.5	14.5	11.7	9.2
ASML	ASML NA	709.7	49.5	63.2	76.3	16.3	22.8	28.7	43.3	30.9	24.2	23.4	17.0	12.5
Applied Materials	AMAT US	417.3	33.7	44.0	53.3	10.5	14.2	17.5	42.3	30.2	23.3	16.0	12.9	10.4
Lam Research	LRCX US	389.7	23.2	34.2	40.3	7.3	11.7	14.6	54.1	33.4	27.1	31.2	19.9	14.4
Tokyo Electron	8035 JP	171.0	16.2	21.1	26.3	3.8	4.7	6.4	53.9	35.4	25.9	12.8	11.1	9.2
Canon	7751 JP	38.2	30.3	31.2	31.8	2.0	2.1	2.2	12.3	11.5	10.8	1.1	1.1	1.0
KLA	KLAC US	261.9	13.6	18.2	21.8	4.8	7.1	8.8	53.4	36.4	29.6	41.7	24.9	19.9
글로벌 반도체 장비사 평균									43.2	29.6	23.5	21.1	14.5	11.2

주: 2026년 8월 11일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

외형 성장에 더해지는 이익 레버리지

동사의 26F 매출액은 523억 위안(약 11조원)으로 YoY +33% 성장할 전망이다. 성장은 IC 장비가 주도한다. 25년 기준 IC 장비가 전체 매출의 74%를 차지하며 그 안에서 식각과 증착이 대부분을 구성한다. 고객사의 선단과 성숙 공정 증설이 두 장비군의 매출 인식을 순차적으로 끌어올릴 전망이다.

수주잔고는 장비 실적 가시성을 담보하는 핵심 지표다. 업계에 따르면 동사의 1Q26말 기준 수주잔고는 약 820억 위안 내외(YoY +58%, 1분기 신규수주 약 195억 위안)로 파악되며, 이는 향후 2~2.5년치 매출을 커버하는 수준이다. 동사 역시 중장기 천억 위안 매출 목표를 제시하고 있다. 장비 매출이 고객 검수 기준으로 인식되는 특성상 이미 확보된 수주가 올해부터 28년까지 순차적으로 전환될 전망이다.

이익 레버리지가 외형 성장보다 크다. 동사의 마진은 판매 대수가 아니라 제품 구성이 결정한다. IC 장비 안에서 선단공정용 비중이 오르고, 24년 양산에 진입한 ALD가 기존 CVD를 대체하며 증착 제품군의 판가를 끌어올린다. 저마진 전자부품 비중 축소도 같은 방향으로 작용한다. 반면 선단 진입을 유지하기 위한 연구개발비는 판관비율을 밀어올린다. 당사는 믹스 개선폭이 비용 증가폭을 앞서며 영업이익률이 25년 14.7%에서 28F 18.0%로 개선될 것으로 판단한다.

표 13. NAURA 분기 및 연간 실적 추정

(백만 위안, %)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,323	11,252	14,770	15,946	13,742	15,259	20,262	21,719	39,353	52,292	70,983	85,180
장비	9,759	10,860	14,073	14,871	13,163	14,857	19,549	20,620	36,721	49,562	68,189	82,226
부품	514	376	672	1,046	525	384	686	1,068	2,553	2,608	2,663	2,796
Others	50	17	25	29	55	18	27	31	79	121	131	157
QoQ/YoY	-14.3	9.0	31.3	8.0	-13.8	11.0	32.8	7.2	30.9	32.9	35.7	20.0
장비	-11.3	11.3	29.6	5.7	-11.5	12.9	31.6	5.5	32.5	35.0	37.6	20.6
부품	-49.9	-26.9	78.7	55.7	-49.9	-26.9	78.7	55.7	9.8	2.2	2.1	5.0
기타	88.4	-66.9	51.8	14.3	88.4	-66.9	51.8	14.3	84.8	52.7	8.3	19.6
매출원가	6,174	6,627	8,477	9,427	8,161	8,910	11,386	12,075	23,714	30,705	40,533	45,997
매출총이익	4,149	4,625	6,293	6,519	5,581	6,348	8,876	9,644	15,639	21,586	30,450	39,183
QoQ/YoY	-5.5	11.5	36.1	3.6	-14.4	13.8	39.8	8.7	21.7	38.0	41.1	28.7
매출총이익률	40.2	41.1	42.6	40.9	40.6	41.6	43.8	44.4	39.7	41.3	42.9	46.0
판관비	2,354	2,625	3,362	4,703	3,486	3,764	5,635	5,677	9,837	13,044	18,562	23,850
영업이익	1,795	2,001	2,931	1,816	2,095	2,584	3,241	3,967	5,802	8,542	11,888	15,332
QoQ/YoY	240.9	11.5	46.5	-38.0	15.4	23.4	25.4	22.4	-11.4	47.2	39.2	29.0
영업이익률	17.4	17.8	19.8	11.4	15.2	16.9	16.0	18.3	14.7	16.3	16.7	18.0
순이익	1,568	1,754	2,490	1,492	1,741	2,176	2,734	3,339	5,409	7,304	9,990	13,271
QoQ/YoY	265.8	17.5	39.5	-38.2	17.4	23.3	24.0	22.3	-5.3	35.0	36.8	32.8
순이익률	15.2	15.6	16.9	9.4	12.7	14.3	13.5	15.4	13.7	14.0	14.1	15.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

1. DUV 멀티패터닝발 식각/증착 수요 수혜

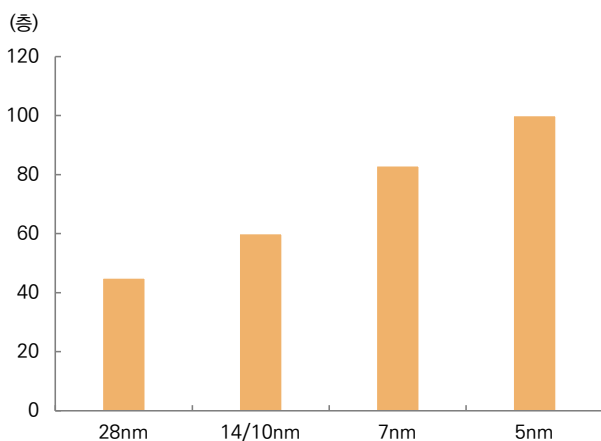
동사는 DUV 멀티패터닝 확산의 최대 수혜 장비사가 될 것으로 판단한다. EUV를 확보하지 못한 중국 팹은 노광 1회를 증착과 식각 여러 회로 치환해야 하며, 이 치환이 동사의 주력 영역에서 발생하기 때문이다.

멀티패터닝은 선택이 아니다. DUV 단독으로는 39nm 노드까지만 구현되므로 그 이하에서는 패턴을 나눠 새기는 것 외에 대안이 없다. 자기정렬 이중패터닝(SADP)은 노광으로 형성한 맨드릴에 스페이서를 증착하고 식각한 뒤 맨드릴을 제거해 패턴 밀도를 두 배로 높이며, 자기정렬 사중패터닝(SAQP)은 이 사이클을 한 번 더 반복해 네 배로 만든다.

이 구조가 장비 소요로 전환된다. SMIC N+2 공정의 패터닝 스텝은 EUV 대비 9단계에서 34단계로 3.8배 늘어나며, 월 5만 장 기준 식각기 소요는 28nm 팹의 125대에서 350대로 2.8배 확대된다. 노광 패스가 1.6배, 마스크 레이어가 1.8배 늘어나는 데 그치는 것과 비교하면 노광에서 멀어질수록 배수가 커지는 구조다.

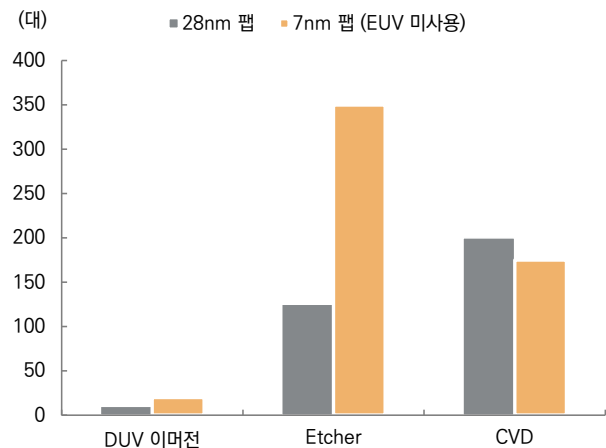
증착은 성격이 다르다. 스페이서 형성은 원자 단위 두께 제어가 필요해 CVD가 아닌 ALD가 담당하므로, 같은 캐파에서도 CVD 대수는 줄고 ALD가 그 자리를 메운다. 식각이 양의 문제라면 증착은 방식의 문제이며, 두 영역 모두에 대응할 수 있는지가 수혜의 크기를 가른다.

그림 45. 노드별 마스크 레이어 수



자료: Semiconductor Engineering, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 노드별 팹 장비 소요 대수(월 5만 장 기준)



자료: The Information Network, 미래에셋증권 리서치센터

2. 중국 유일 공정 풀스택 라인업 보유

동사의 차별점은 식각과 증착을 동시에 보유한 데 있다고 판단한다. 두 영역은 수요가 늘어나는 이유가 서로 다르다. 식각은 노드 미세화가, 증착은 국산 대체가 발주를 만든다. 당사는 25년부터 27F까지 동사 IC 장비 매출이 295억 위안에서 600억 위안으로 확대되는 과정에서 증가분의 93%가 이 두 영역에서 발생할 것으로 추정한다.

ICP
(Inductively Coupled Plasma)
유도결합 플라즈마. 코일에 고주파 전류를 흘려 플라즈마를 생성하는 방식으로, 이온 밀도가 높아 실리콘과 메탈 등 도전성 물질 식각에 주로 쓰인다.

식각에서는 유도결합 플라즈마(ICP)와 용량결합 플라즈마(CCP)를 모두 보유하고 있다. ICP는 실리콘과 메탈 등 도전성 물질을, CCP는 산화막과 질화막 등 유전체를 식각한다. 멀티패터닝은 스페이서 형성과 하드마스크 오픈 단계를 추가하면서 두 유형의 식각 스텝을 함께 늘린다. 당사는 수백 대 일의 고종횡비와 옹스트롬(Angstrom) 단위 균일도를 제어하는 기술력을 확보했으며, ICP와 CCP 모두 14nm 양산에 진입해 14~7nm 구간을 검증 중이다. 연구 단계에서는 CCP가 5nm, ICP가 5~3nm까지 대응한다.

CCP
(Capacitively Coupled Plasma)
용량결합 플라즈마. 평행한 두 전극 사이에 고주파를 인가해 플라즈마를 생성하는 방식으로, 이온 에너지가 높아 산화막과 질화막 등 유전체 식각에 적합하다.

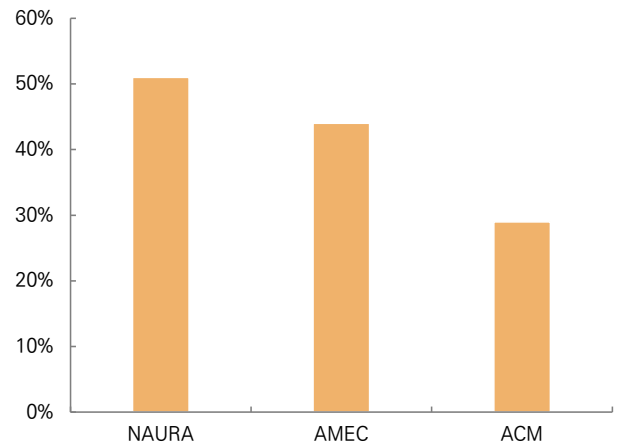
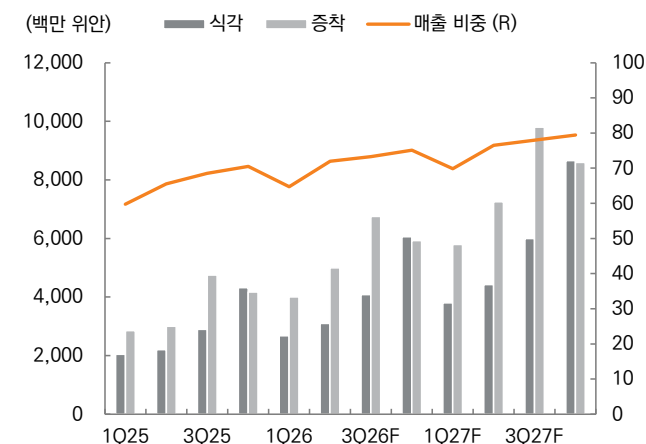
동사의 27년 식각 매출액은 229억 위안으로 2년간 연평균 41.3% 증가할 것으로 추정한다. 미세화는 장비 판가가 아니라 소요 대수를 늘리는 방식으로 수요를 만든다. 선단 캐파 확대가 지연되더라도 기존 라인의 미세화만으로 발주가 발생하는 구조이며, 이 점이 식각 매출의 하방을 지지할 것으로 판단한다.

증착에서는 전 영역을 커버한다. 당사는 23년 400여 종의 PVD 장비를 출시해 누적 출하 3,500대를 넘어섰고 24년 ALD 양산에 진입했다. ALD 제품군은 12인치 PEALD Si3N4 수직로와 12인치 Low-K ALD 수직로로 구성되며, 전자는 선단 로직과 메모리의 배리어층 및 측벽 절연층 증착에, 후자는 게이트 측벽 박막 증착에 적용된다.

동사의 27년 증착 매출액은 318억 위안으로 2년간 연평균 46.6% 증가할 것으로 추정한다. 식각의 41.3%보다 높은 성장률을 적용한 근거는 국산화 여력의 차이다. 성숙공정에서 식각과 증착의 국산화율은 이미 50%를 넘어선 반면, 14nm 이하 선단공정 증착의 국산화율은 20% 수준에 그치는 것으로 파악된다. 동사가 24년 ALD 양산에 진입한 시점이 이 구간과 겹치는 만큼, 증착은 시장 성장에 점유율 상승이 더해지는 영역으로 판단한다.

그림 47. NAURA 식각/증착 매출액 및 비중 추이

그림 48. 국산 장비사 전공정 커버 가능 시장 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 로직/메모리 동반 증설로 확보하는 수주 가시성

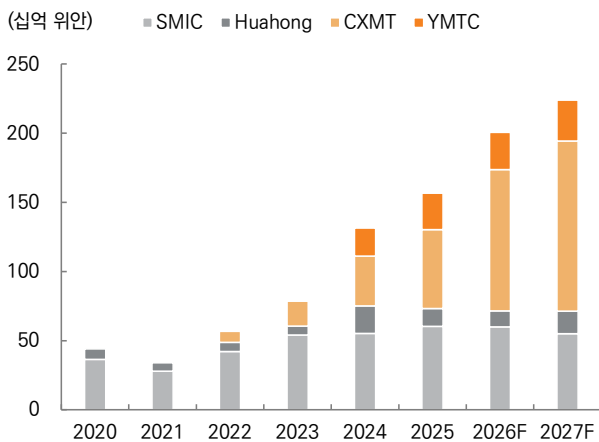
동사의 1Q26 말 수주잔고는 820억 위안으로 전년 동기 대비 58% 증가했다. 25년 매출 394억 위안 기준 2년치를 넘는 물량이며, 28년까지의 실적 가시성이 확보된 것으로 판단한다. 이 잔고는 로직과 메모리 증설이 같은 시기에 겹치면서 형성됐다. 당사는 두 축이 서로 다른 시점에 정점을 지나는 만큼 발주 흐름이 단절 없이 이어질 것으로 전망한다.

로직에서는 SMIC의 선단 증설이 발주를 만든다. 12인치 기준 선단 캐파는 25년 말 월 9천 장에서 26F 1.3만 장, 27F 1.8만 장으로 두 배 확대될 전망이며, EUV를 확보하지 못한 상황에서 국산 AI 가속기 물량 대부분이 SMIC N+2 공정에 집중되고 있다. 다만 동사 실적에 직결되는 것은 캐파 증가분이 아니라 웨이퍼당 장비 소요 증가분이다. 7nm N+2 공정의 패터닝 스텝은 EUV 대비 9단계에서 34단계로 3.8배 늘어난다. 28nm에서 7nm로 이동할 때 노광 패스는 1.6배, 마스크 레이어는 1.8배 증가하는 반면 식각기 소요는 2.8배로 확대되며, 노광에서 멀어지는 공정일수록 배수가 커진다.

메모리에서는 CXMT가 축이다. 당사는 CXMT의 1위 국산 장비 공급사로 식각 장비가 라인 전반에 배치되어 있으며, 25년 CXMT 메모리 라인 발주의 60% 이상을 확보한 것으로 파악된다. CXMT는 26년 월 5~6만 장 증설에 50~60억 달러 규모의 장비 발주를 계획하고 있다. 장비 투자강도를 웨이퍼 월 1장당 약 10만 달러로 환산하면 26년 증설분의 총 발주는 약 55억 달러이며, 식각과 증착이 WFE의 44%를 차지한다는 점을 적용하면 동사가 접근 가능한 시장은 약 24억 달러로 산출된다.

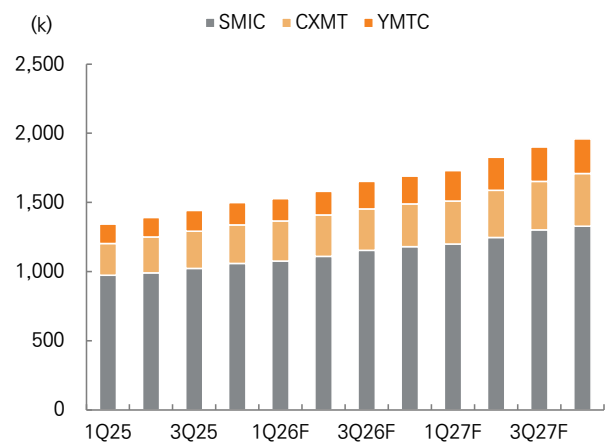
증설 사이클의 지속 여부가 관건이다. CXMT의 캐파는 26년 말 월 35만 장에 이르고, 6번째 12인치 팹 검토를 통해 월 60만 장을 지향하고 있다. 중국의 클린룸 건설 주기가 약 12개월로 글로벌 평균 21~24개월의 절반 수준이라는 점을 감안하면 메모리 축의 발주 속도는 로직보다 빠를 것으로 전망한다. 당사는 로직과 메모리가 순차적으로 발주를 만들어내는 구조가 28년까지 유지될 것으로 판단한다.

그림 49. 중국 반도체 4사 연간 Capex 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 중국 반도체 3사 분기별 생산능력 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

4. 국산화 의무화가 남긴 침투 여력

국산화는 정책으로 강제되고 있다. 신규 팹에 대한 국산 장비 50% 사용 의무가 시행 중이며, 공업정보화부는 27년까지 국산 설비 조달 비중을 65% 이상으로 끌어올린다는 목표를 제시했다. 대기금 3기는 24년 12월 화신당신(华芯鼎新)과 귀터우지신(国投集新) 두 자펀드를 설립하며 1,640억 위안을 배정했고, 이 중 귀터우지신이 장비를 담당한다.

속도도 빠르다. 전공정 장비 국산화율은 24년 25%에서 25년 말 35%로 1년 만에 10%p 상승했다. 중국에서 판매된 장비 중 수입 비중은 21년 75%에서 25년 65%로 낮아졌으며, 상위 5개 글로벌 공급사의 비중도 24년 77%에서 25년 65%로 하락했다.

다만 전공정 평균값은 동사의 실제 여력을 설명하지 못한다. 패터닝은 WFE의 27%를 차지하면서 국산화율이 1% 미만이고, 계측과 검사는 14%에 5% 안팎이다. 두 영역이 평균을 끌어내리고 있으나 동사의 사업 영역이 아니다. 동사가 접근 가능한 증착과 식각, 세정은 WFE의 49%를 차지하며, 이 안에서도 식각과 세정은 이미 55~60%까지 올라온 반면 증착은 25%에 머물러 있다.

여력이 어디에 남아 있는지는 산식으로 확인된다. 25F 중국 WFE 493억 달러 가운데 동사 접근 가능 세그먼트는 242억 달러이며, 현재 국산 조달액은 99억 달러로 41% 수준이다. 정책 목표인 65%에 도달할 경우 국산 조달 풀은 157억 달러로 58억 달러 확대되고, 이 중 51억 달러가 증착에서 발생한다.

식각과 세정은 이미 목표치에 근접한 반면 증착은 40%p의 격차가 남아 있기 때문이다. 전공정 제품 커버리지 51%로 AMEC) 44%, ACM 29%를 앞서고 PVD와 CVD, ALD를 모두 보유한 동사가 이 증분의 상당 부분을 흡수할 것으로 판단한다. 동사가 동사 증착 매출 성장률을 연평균 46.6%로 식각의 41.3%보다 높게 추정하는 근거도 여기에 있다.

표 14. 세그먼트별 장비 국산화율 및 시장규모

장비	25F 국산화율	25F 시장규모(억위안)	주요 기업
박막증착	25%	128	NAURA, AMEC, Piotech
노광	<1%	112	SMEE
식각	55~65%	92	NAURA, AMEC
검사/계측	<10%	69	Jingce, Skyverse
세정	50~60%	22	NAURA, ACM, KINGSEMI
도포/현상	<10%	21	KINGSEMI, ACM
CMP	30~40%	17	Hwatsing
열처리	30~40%	17	NARUA, Mattson, ACM
이온주입	<20%	15	NAURA, Zhongkexin

자료: Yole Group, SEMI, 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

동사의 가장 큰 리스크는 전방 증설이 계획대로 이어지지 않을 가능성으로 판단한다. 사이클 초입의 폭발적 발주가 정상화되는 국면에서는 수주 모멘텀이 둔화될 수 있다. 특히 로직 측은 SMIC(中芯国际) N+2 공정의 수율이 아직 안정화 단계에 있고 TSMC(台积电)와의 기술 격차도 세 세대 이상 잔존해, 선단 증설 속도 자체가 제약될 가능성이 있는 것으로 파악된다.

EUV 국산화가 진전될 경우 멀티패터닝발 장비 수요 논리의 유효기간이 단축된다. 동사 성장의 핵심 동인은 노광 제약을 식각과 증착이 대체하는 구조이므로, 이 제약이 해소되면 웨이퍼당 장비 소요는 정상 궤도로 회귀한다. 다만 국산 노광 장비의 양산 진입 시점을 현시점에서 가능하기 어려워 단기보다 중장기 리스크로 판단한다.

국산화 파이를 동사가 독점하지 못할 가능성도 있다. 식각에서는 AMEC(中微公司), 증착에서는 Piotech와 Leadmicro(微导纳米)가 경쟁하고 있으며, 동사가 각 세그먼트에서 단독 우위를 확보하지 못할 경우 국산화 업사이드를 분점하게 된다. 고객사가 공급 안정성을 위해 복수 벤더 체제를 유지하는 관행도 이 리스크를 키우는 요인으로 작용한다.

수주가 매출로 전환되는 과정에도 시차가 존재한다. 장비 매출은 고객 검수를 기준으로 인식되므로 발주와 계상 사이에 시차가 발생하며, 국산 신규 장비의 검증이 길어질 경우 인식 시점이 뒤로 밀릴 수 있다. 수주잔고 역시 회사 공시가 아닌 시장 집계치인 만큼 실제 값과 괴리가 있을 가능성을 감안할 필요가 있다.

미중 규제는 양방향 리스크로 작용한다. 제재가 강화될 경우 동사 또한 핵심 부품과 서브시스템 조달에 제약을 받으며, 반대로 규제가 완화되면 외산 장비 재유입으로 국산화 프리미엄 자체가 약화된다. 동사 투자 논리의 상당 부분이 국산화 지속이라는 단일 정책 변수에 연동돼 있다는 점이 실적 추정의 핵심 변수가 될 전망이다.

기업 개요

중국 선두 플랫폼형 반도체 장비 기업

동사는 2001년 설립된 중국 최대 반도체 전공정 장비 기업이다. 2016년 베이징 세븐스타(七星电子)와 베이팡마이크로일렉트로닉스(北方微电子)의 합병을 통해 현재의 사업 구조를 갖췄으며, 이후 2017년 미국 세정장비 업체 Akzion Systems, 2020년 RF 전원 기술 자산 등을 인수하며 식각/박막증착/세정/열처리/이온주입을 아우르는 전공정 장비 포트폴리오를 구축했다.

사업 부문은 반도체 장비(Semiconductor Equipment), 진공 및 신에너지 장비(Vacuum & New Energy Equipment), 정밀전자부품(Precision Electronic Components)으로 구성된다. 주력인 반도체 장비는 식각과 박막증착, 열처리, 습식세정, 이온주입 등을 포괄하며, 이 중 식각과 박막증착이 매출의 대부분을 차지한다. 진공 및 신에너지 장비는 결정성장로와 진공열처리 설비가 중심이며, 정밀전자부품은 정밀저항과 커패시터 등을 공급한다.

고객 기반은 안정적으로 분산돼 있다. 2022년 이후 5대 고객 매출 비중은 28% 내외를 유지하며, 24년 기준 상위 5대 고객 27.9%, 최대 고객 10.3%로 단일 고객 편중 리스크가 제한적이다. 주요 고객은 SMIC, 화홍반도체, CXMT, YMTC 등으로 내수 매출 비중이 약 99%에 달한다. 핵심 R&D 기지는 베이징 이좡(亦庄)에 위치하며, 약 90만㎡ 규모의 R&D 시설을 운영하고 있다.

지배구조는 국유 자본이 중심이며, 동사는 CVC(기업형 벤처캐피탈)를 통해 밸류체인 전반에 투자하며 생태계를 구축하고 있다. 최근 대기금(大基金) 1기는 동사 투자에서 누적 수익률 260% 이상을 실현해, 국산화 검증 영역에 대한 정책 자본의 대표적 성공 사례라고 판단한다.

표 15. NAURA 주요 연혁

일자	주요사항
2001.09	북방 마이크로전자 설립
2001.10	칠성전자 설립
2016.09	칠성전자, 북방 마이크로전자 합병
2018.01	미국 아크리온 시스템즈(Akzion Systems LLC)의 자산 및 관련 사업 인수
2020.03	베이팡 테크놀로지의 무선 주파수 응용 기술 관련 자산 인수
2023.01	베이징단표표면기술유한공사 사업 인수
2025.03	KINGSEMI 인수
2025.12	국태진공 인수

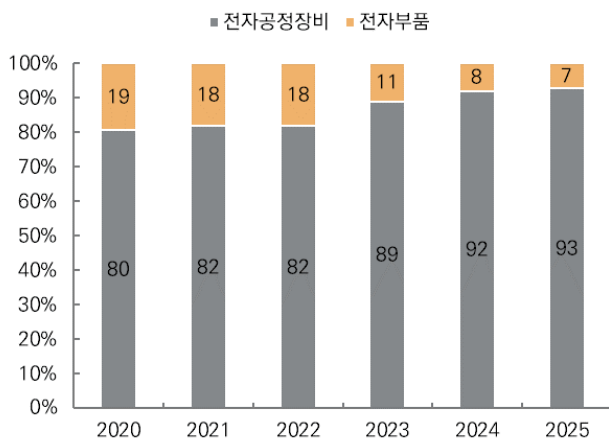
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. NAURA 제품 포트폴리오

대분류	소분류	주요제품
전자공정장비	반도체 장비	플라즈마 식각 장비 PVD, CVD 증착 장비 RTP 열처리 장비 단일 웨이퍼 세척 장비 이온주입기
	진공 및 신에너지 장비	결정 성장, 진공 열처리 장비
정밀전자부품		정밀저항기, 커패시터(capacitor), 아날로그 신호 체인 제품

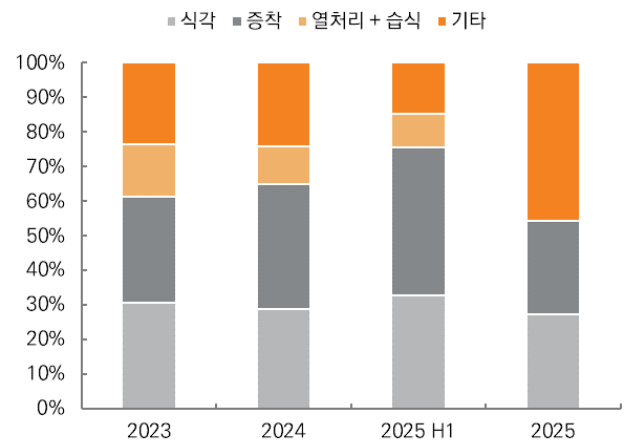
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. NAURA 사업 부문별 매출 구조



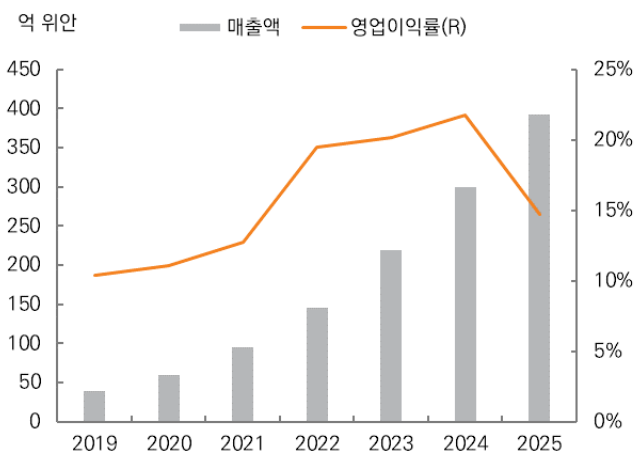
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. NAURA 반도체 장비별 매출 비중 추이



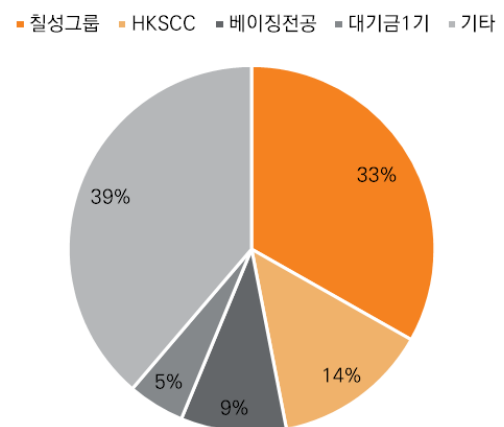
자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. NAURA 매출액 및 영업이익률 추이



자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. NAURA 주주현황 구성



자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

NAURA (002371 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	39,353	52,292	70,983	85,180
매출원가	23,714	30,705	40,533	45,997
매출총이익	15,639	21,587	30,450	39,183
판매비와관리비	9,837	13,044	18,562	23,850
영업이익	5,802	8,542	11,888	15,332
비영업손익	43	-184	-425	-424
금융손익	0	-263	-504	-504
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	43	79	79	80
법인세차감전순이익	5,845	8,358	11,463	14,908
법인세	436	1,055	1,473	1,636
당기순이익	5,409	7,304	9,990	13,271
지배주주	5,522	7,615	10,190	13,537
비지배주주	-113	-311	-200	-265

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	30.8	32.9	35.7	20.0
매출총이익증가율	21.7	38.0	41.1	28.7
영업이익증가율	-11.4	47.2	39.2	29.0
순이익증가율	-5.3	35.0	36.8	32.8
EPS증가율	31.8	37.3	33.8	32.8
매출총이익률	39.7	41.3	42.9	46.0
영업이익률	14.7	16.3	16.7	18.0
당기순이익률	13.7	14.0	14.1	15.6

예상 현금흐름표 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,133	6,613	16,990	18,077
당기순이익	5,409	7,304	9,990	13,271
감가상각비	1,311	1,777	2,694	2,694
기타	-4,587	-2,468	4,306	2,112
투자활동 현금흐름	-3,929	-4,215	-5,515	-7,997
- 자본적 지출(CAPEX)	-2,262	-3,221	-4,375	-5,786
기타	-1,667	-994	-1,140	-2,211
재무활동 현금흐름	6,607	507	100	1,037
배당금	858	0	0	0
자본 증가	1,730	-61	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	9,585	-320	100	1,037
기타	-5,566	888	0	0
현금의 증감	4,798	3,144	11,022	12,209
기초현금	12,385	17,183	20,443	31,465
기말현금	17,183	20,443	31,465	43,674

자료: NAURA, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(CNY mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	59,321	73,933	98,305	120,063
현금성자산	17,183	20,443	31,465	43,674
매출채권	10,426	13,256	16,791	19,190
재고자산	28,627	36,153	44,490	50,846
기타유동자산	3,085	4,081	5,559	6,353
비유동자산	30,480	32,689	34,986	35,317
투자자산	986	1,702	2,318	2,649
유형자산	8,401	9,273	10,954	10,954
무형자산	19,622	20,099	20,099	20,099
기타비유동자산	1,471	1,615	1,615	1,615
자산총계	89,801	106,623	133,291	155,380
유동부채	26,180	32,494	46,587	51,996
매입채무	15,544	20,567	30,850	35,258
단기차입금	1,440	422	522	542
기타유동부채	9,196	11,505	15,215	16,196
비유동부채	19,693	22,873	26,010	29,973
장기금융부채	13,316	14,209	14,209	16,239
기타비유동부채	6,377	8,664	11,801	13,734
부채총계	45,873	55,367	72,598	81,969
지배주주지분(연결)	37,726	45,274	54,912	67,895
자본금	725	725	725	725
자본잉여금	17,966	17,905	17,905	17,905
이익잉여금	19,067	26,645	36,282	49,266
기타	-32	-1	0	-1
비지배주주지분(연결)	6,202	5,981	5,781	5,516
자본총계	43,928	51,255	60,693	73,411

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	60.1	71.1	53.1	40.0
P/S (배)	8.5	10.4	7.6	6.4
P/B (배)	8.8	12.0	9.9	8.0
EV/EBITDA (배)	43.0	29.2	19.9	15.5
EPS	7.64	10.49	14.04	18.65
BPS	52.06	62.39	75.67	93.56
DPS	0.76	0.76	0.76	0.76
배당성향 (%)	10.1	7.6	5.5	5.5
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출채권회전율 (회)	4.2	4.4	4.7	4.7
재고자산회전율 (회)	1.5	1.6	1.8	1.8
매입채무 회전율 (회)	1.7	1.7	1.6	1.4
ROA (%)	6.9	7.4	8.3	9.2
ROE (%)	16.1	18.3	20.3	22.0
ROIC (%)	13.7	15.0	19.6	4.9
부채비율 (배)	104.4	108.0	119.6	111.7
유동비율 (배)	226.6	227.5	211.0	230.9
순차입금/자기자본 (배)	-2.3	-9.0	-25.6	-36.4

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.