



CATL (3750.HK)

수익성 둔화, 고객사와의 협상 결과가 중요

- 3Q26 실적 예상치 하회. 제품 믹스 악화 및 세금 부담 확대로 수익성 둔화
- 고객사와의 세금 비용 부담 협상 진행 중이나, 가격 협상력 약화 우려
- 단기 이익 추정치 추가 하향 전망. 고객사와의 협상 결과 확인이 중요

3Q26 어닝 쇼크, 수익성 우려 확대

3Q26 매출은 1,652 억위안(YoY +59%), 순이익은 212 억위안(YoY +15%)으로 이미 낮아진 시장 눈높이(매출 1,750 억위안, 순이익 260 억)를 하회하며 어닝 쇼크를 기록했다. 배터리 출하량은 260GWh로 YoY 58% 증가하며 상대적으로 높은 외형성장을 유지했으나, OPM은 15%로 YoY 6%p, QoQ 4%p 하락했다. ESS 부문에서 저부가가치 제품 비중 확대, 9월부터 시행된 2% 리튬이온 배터리 소비세 및 수출 VAT 환급률 인하(9%→6%)가 수익성에 부담으로 작용했다는 판단이다.

경영진은 2027년 글로벌 배터리 수요(YoY +20~30%)에 대한 자신감을 피력했으나, 현재 핵심 우려는 수익성 둔화에 있다. CATL은 최근 3년간 Wh 당 0.1 위안 이상의 안정적인 수익성을 유지했으나, 3Q26에는 0.08 위안/Wh(YoY -27%, QoQ -16%)까지 하락했다. 4Q26부터 소비세 부담이 분기 전체에 반영되고(2027년 9월부터 세율 4%로 인상), 2027년 수출 VAT 환급 폐지까지 감안하면 추가적인 이익 둔화가 불가피할 전망이다. 블룸버그 매출 및 출하량 컨센서스 기준 2027년 세금 부담으로 Wh 당 순이익은 최대 0.02 위안 감소할 수 있다. 현재 고객과 비용 부담 협상을 진행 중이나, 중국 배터리 업계의 CAPEX 재확대에 따른 공급과잉 우려와 완성차 업체들의 탈 CATL 움직임으로 CATL의 가격 협상력이 약화될 가능성이 존재한다. CATL의 신제품 비중 확대, 중국 정부의 신규 증설 규제 등은 수익성 회복을 뒷받침할 수 있으나, 실질적인 효과는 향후 확인이 필요한 상황이다.

고객사와의 세금 비용 부담 협상 진전에 대한 확인이 중요

단기적으로 이익 추정치의 추가 하향에 따른 부진한 주가 흐름이 예상된다. 고객사와의 세금 비용 부담 협상이 난항을 겪는 보수적 시나리오인 Wh 당 순이익 0.08 위안과 PER 11 배(2021~2023년 공급과잉 우려 당시 밸류에이션 저점)를 감안하면 A주 적정주가는 현재 주가 수준으로 추정된다. H주는 상장 이후 A주 대비 프리미엄의 -1SD 수준(21%)을 적용할 경우, 현 주가 대비 10% 초반의 추가 하락 여력이 존재한다. 투자심리 회복을 위해서는 고객사와의 협상 결과에 대한 확인이 중요하며, 그 외 2027년 수요 가시성 개선과 업계 공급과잉 우려 완화가 필요하다는 판단이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.20): HKD 411.80

목표주가 컨센서스: HKD 757.67

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
82%	18%

Stock Data

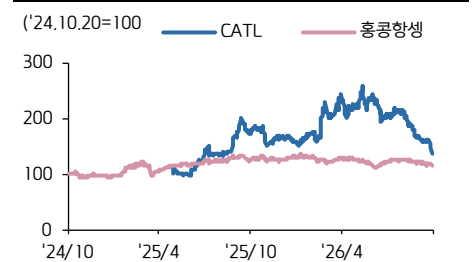
산업분류	전기장비
홍콩항생 (10/20)	23,867.74
현재주가/목표주가	411.8 / 757.67
52주 최고/최저 (HKD)	794.5 / 402.6
시가총액 (백만 HKD)	1,432,404
유통주식 수 (백만)	212
일평균거래량 (3M)	2,631,804

Earnings & Valuation

(백만 CNY)	24	25	26E	27E
매출액	362,013	423,702	625,332	745,396
영업이익	59,920	89,519	100,781	123,367
OPM(%)	16.6	21.1	16.1	16.6
순이익	50,745	72,201	92,150	111,602
EPS	11.6	16.1	20.2	24.4
증가율(%)	-1.7	39.4	24.9	21.1
PER(배)	-	-	20.4	16.9
PBR(배)	-	-	4.7	4.0
ROE(%)	-	-	24.7	25.4
배당수익률(%)	-	-	2.3	2.7

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-17.8	-18.8	-41.4	-21.3
홍콩항생	-6.9	-3.6	-9.5	-7.7



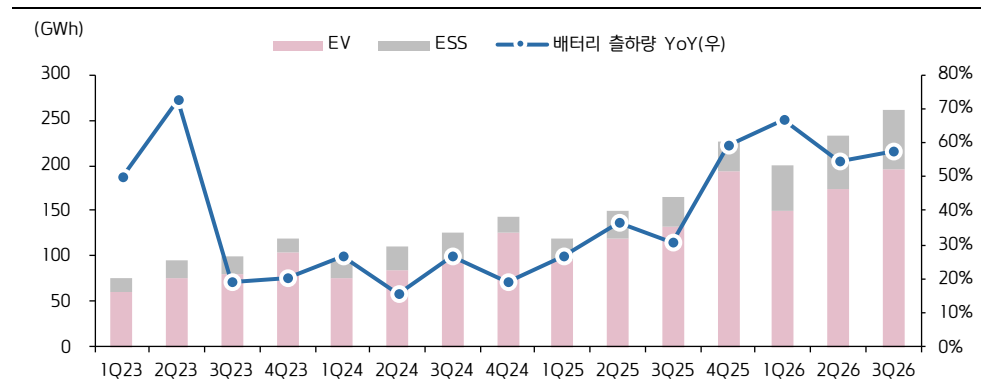
자료: Refinitiv 컨센서스, 키움증권 리서치

CATL 실적 테이블

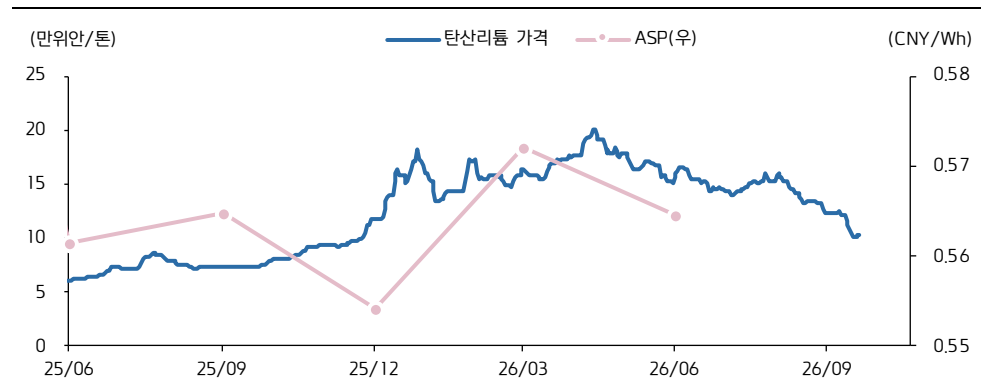
(단위: 백만CNY)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	25
매출	104,186	140,630	129,131	147,786	165,221	423,702
YoY	13%	37%	52%	57%	59%	17%
매출총이익	26,882	39,674	32,045	34,217	34,181	111,319
GPM	26%	28%	25%	23%	21%	26%
판매 및 마케팅	787	1,327	924	1,239	1,207	3,735
% of sales	1%	1%	1%	1%	1%	1%
일반관리비	3,104	3,435	3,080	2,940	3,296	11,667
YoY	30%	18%	17%	17%	6%	20%
% of sales	3%	2%	2%	2%	2%	3%
R&D	4,973	7,079	5,314	6,063	7,140	22,147
YoY	11%	28%	10%	15%	44%	19%
% of sales	5%	5%	4%	4%	4%	5%
영업이익	21,732	28,966	26,651	29,013	25,268	89,519
YoY	31%	62%	54%	35%	16%	40%
OPM	21%	21%	21%	20%	15%	21%
순이익	18,549	23,167	20,738	22,546	21,246	72,201
YoY	41%	57%	49%	36%	15%	42%
NPM	18%	16%	16%	15%	13%	17%

자료: CATL, 키움증권 리서치

CATL 배터리 출하량

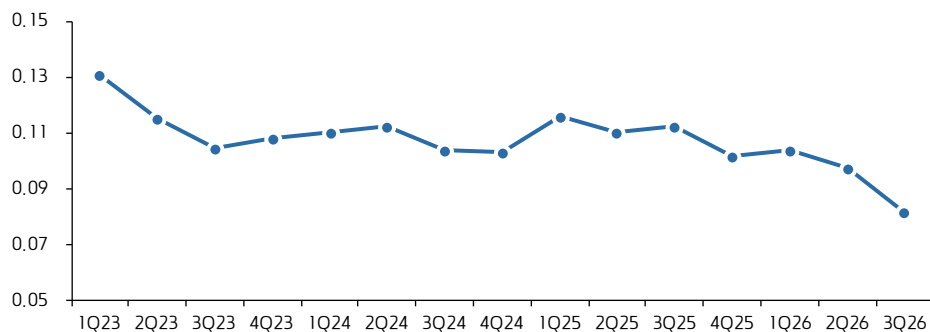


CATL 배터리 ASP



CATL 배터리 Wh 당 이익

(CNY/Wh)



주: 추정치

자료: CATL, 키움증권 리서치

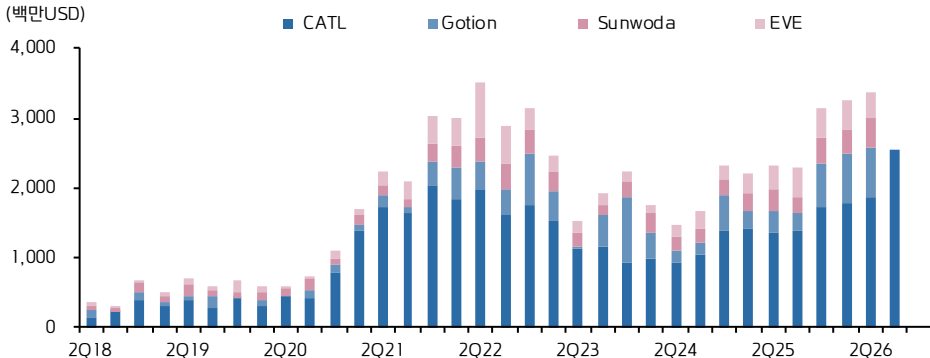
중국 배터리 세율/VAT 환급률 변화 및 CATL 2027년 수익성 영향

	리튬이온 배터리 소비세	수출 VAT 환급률	비고
내용	2026년 8월까지 면세 2026년 9월~2027년 8월 2% 2027년 9월부터 4%	2026년 3월까지 9% 2026년 4월~2026년 12월 6% 2027년부터 0%	
평균 세율/환급률	2026년 0.67% 2027년 2.67%	2026년 6.75% 2027년 0%	
2027년 관련 매출	5,250억위안	2,250억위안	블룸버그 매출 및 출하량 컨센서스 기준 2025년 매출비중 중국 70%, 해외 30%
2027년 세후 영향	-119억위안	-129억위안	
Wh당 순이익 영향	-0.01위안	-0.01위안	

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

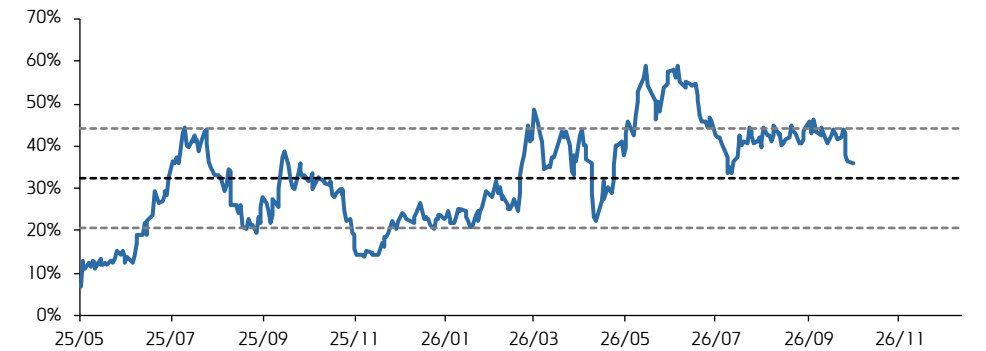
중국 주요 배터리 기업 CAPEX 추이

(백만USD)



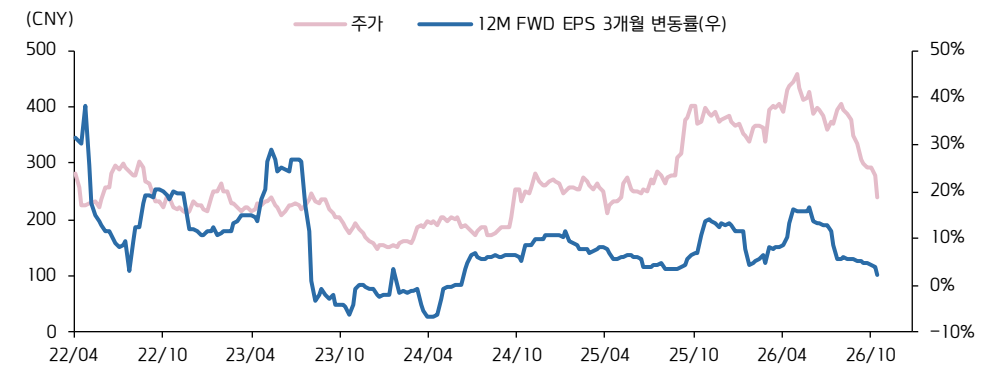
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CATL H 주 프리미엄



자료: Wind, 키움증권 리서치

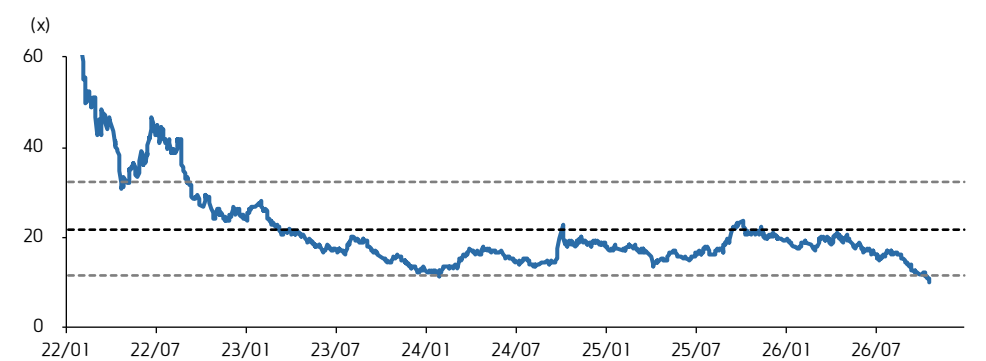
CATL 주가 및 12M FWD EPS 3개월 변동률 추이



주: 본토 상장 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CATL 12M FWD PER 추이



주: 본토 상장 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.