2025년 10월 21일 | Global Equity

캠브리콘(688256.CH)

3Q25 Re: 실적으로 증명되고 있는 반도체 국산화 속도

중국

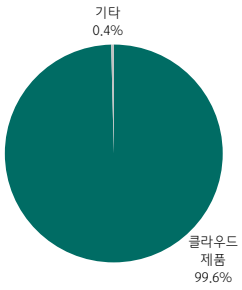
TP(컨센서스)	1540.40 CNY
CP(10.20)	1281.12 CNY

Key Data

국가	중국
상장거래소	상해거래소
산업 분류	정보기술
주요 영업	반도체 & 반도체 장비
홈페이지	www.cambricon.com
시가총액(십억HKD)	549.8
시가총액(조원)	110.1
52주최고/최저(HKD)	1595.88/402.79
주요주주 지분율(%)	
Chen Tianshi	28.6
BJ ZHONGKE SUANYUAN ASSET	15.7

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(7.5)	86.3	190.4
상대	(8.0)	69.1	172.6

매출구성



Financial Data (백만 CNY)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	709	1,174	6,633	12,978
영업이익	(995)	(498)	2,070	4,509
순이익	(848)	(452)	2,276	5,223
EPS(CNY)	(2.1)	(1.1)	5.5	12.7
EPS(YoY, %)	(34.1)	(47.3)	(602.8)	132.3
ROE(%)	(16.2)	(8.2)	24.6	34.4
PER(배)	-	-	271.0	126.3
PBR(배)	9.9	50.5	62.2	42.0
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.1

자료: Bloomberg, 하나증권

컨센서스 하회하는 실적이었으나 여전히 고성장세 지속

화웨이와 함께 중국의 AI 반도체 국산화를 이끌고 있는 캠브리콘의 3Q25 매출은 17억위안(YoY +1,333%/QoQ -2%), 조정 순이익은 5.6억위안(YoY 흑전/QoQ -19%)으로 컨센서스를 각각 5%, 11% 하회했다. 시장 기대치를 밑도는 실적이었지만 3분기 매출은 AI 반도체 국산화 대체 수요로 YoY 고성장세를 지속했고, 순이익은 최근 4개 분기 연속 흑자 상태를 유지함에 따라 2025년 첫 연간 흑자전환이 전망된다. 순이익률은 32.8%(YoY 흑전/QoQ -5.8%p)로 올해 들어 30%대 수준을 유지하고 있다. 3분기 말 기준 재고자산은 37억위안(YoY +267%/QoQ +39%)으로 전분기 대비 크게 증가했고, 선급금 규모는 6.9억위안(YoY -19%/QoQ -17%)으로 높은 수준을 기록해 당분간 견조한 수요가 지속될 것으로 기대된다.

대규모 유상증자 통해 HW 및 SW 경쟁력 더욱 강화할 전망

지난 9월 30일 캠브리콘은 제3자 배정 유상증자를 통해 40억위안(약 8천억원) 규모의 자금 조달을 완료했다고 공시했다. 신주 발행 이후 현금성 자산은 연초 28억위안에서 64억위안으로 크게 확대되었으며, 모집 자금은 대규모 모델을 위한 AI 반도체 플랫폼 프로젝트에 21억위안, 소프트웨어 프로젝트에 15억위안, 운전자본 보충에 5억위안이 사용될 예정이다. 캠브리콘은 지난 몇 년간 AI 칩 하드웨어 아키텍처와 명령어 집합 연구개발에 집중해왔고, AI 칩 기반의 소프트웨어 플랫폼 업그레이드를 지속하며 로컬 대형 AI 모델 개발사와 협력을 확대 중이다. 지난 9월 말 딥시크가 V3.2-Exp 모델을 발표한 직후 캠브리콘, 화웨이, 해광정보 3개 기업은 해당 모델에 적용 가능한 최적화 버전을 당일 배포 완료했다고 공개했으며, 캠브리콘은 최근 센스타임과도 전략적 협업 관계를 체결했다.

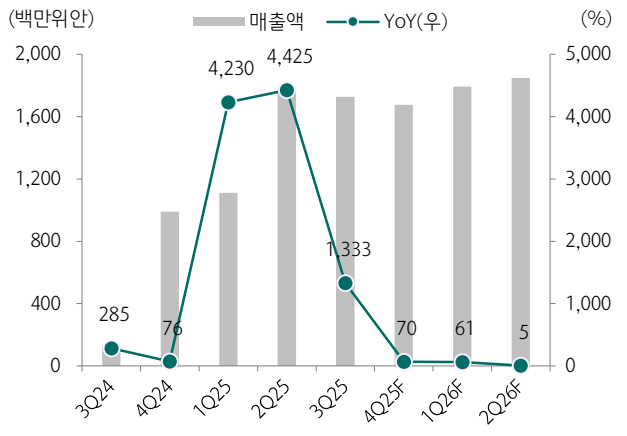
AI 칩 점유율 확대 기대감 유효하나 주가 고평가는 부담 요인

중국 정부의 주도하에 반도체 국산화 대체가 가속화되는 가운데 캠브리콘은 고성능 AI 반도체 자립을 위한 핵심적인 공급사로 자리잡고 있다. 특히 캠브리콘은 올해 대규모 Capex 투자('24년 800억위안→'25년 1,600억위안)가 예상되는 바이트댄스를 주요 고객사로 확보했으며, 캠브리콘의 반도체는 AI 모델 훈련용에는 사용되지 못하지만 추론용으로는 엔비디아 칩의 대체재로 사용 가능한 것으로 추정된다. 캠브리콘은 MLU590(7nm 공정, INT8 연산능력 512TOPS)과 현재 마지막 테스트 단계에 있는 MLU690(H100 성능의 80% 목표) 시리즈를 통해 고성능 AI 반도체 시장점유율 확대를 도모할 전망이다. 다만, 캠프리콘의 주가는 반도체 국산화 기대감과 가파른 매출 성장을 기반으로 연초 이후 100% 가까운 상승세를 시현하며 2026년 예상 선행 PER(126배)이 글로벌 Peer 평균(34배) 대비 크게 고평가된 상황이다. 단기적으로 정책과 실적 기대감이 주가에 상당 부분 반영된 상태로 보여진다.

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

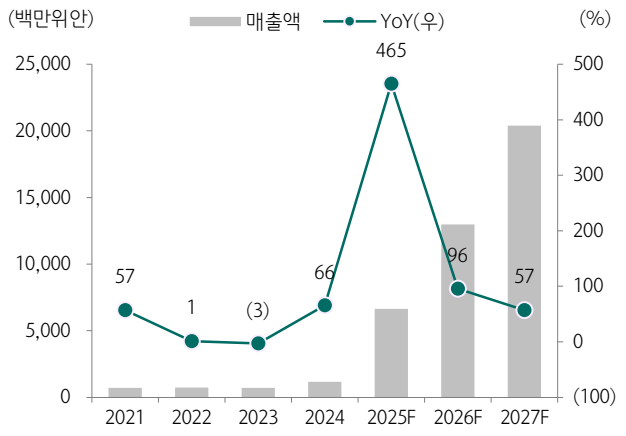
하나증권 리서치센터

도표 1. 캠브리콘 분기 매출 추이 및 전망



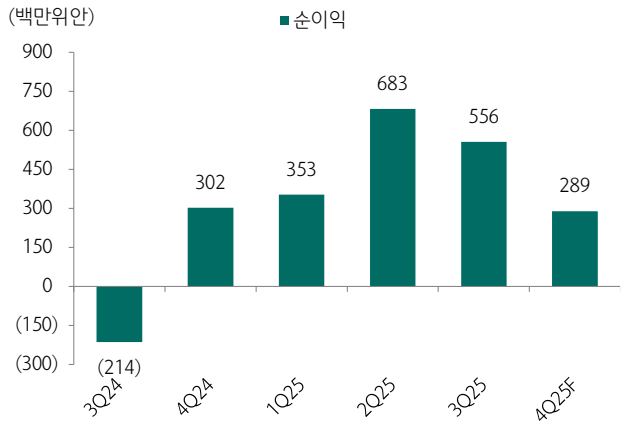
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 캠브리콘 연간 매출 추이 및 전망



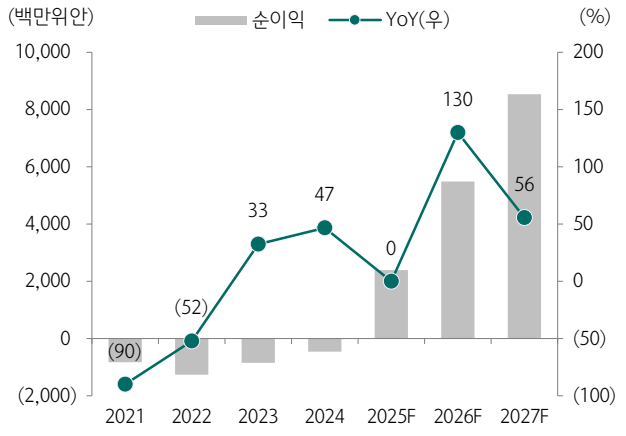
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 캠브리콘 분기 조정 순이익 추이 및 전망



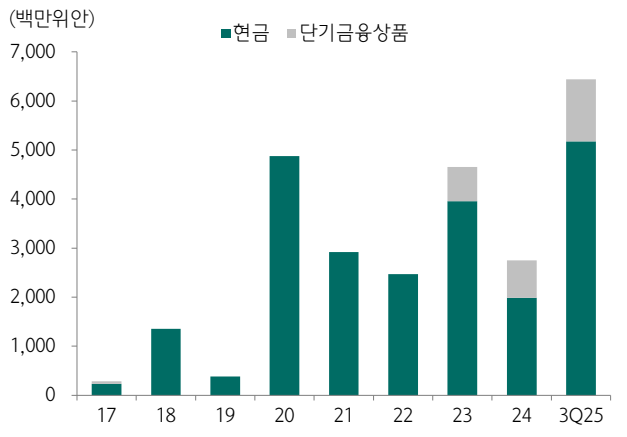
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 캠브리콘 연간 조정 순이익 추이 및 전망



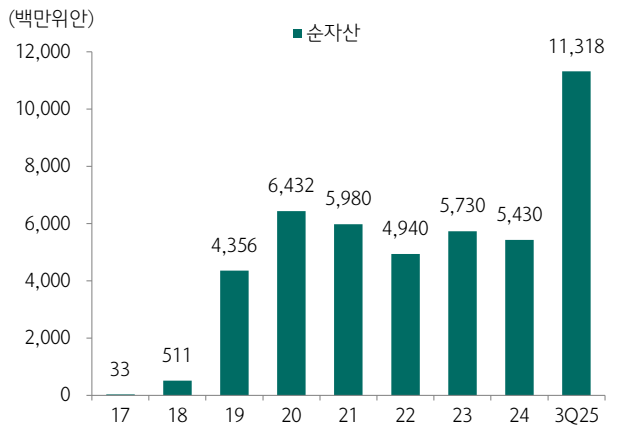
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 캠브리콘 현금성자산 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 캠브리콘 순자산 추이



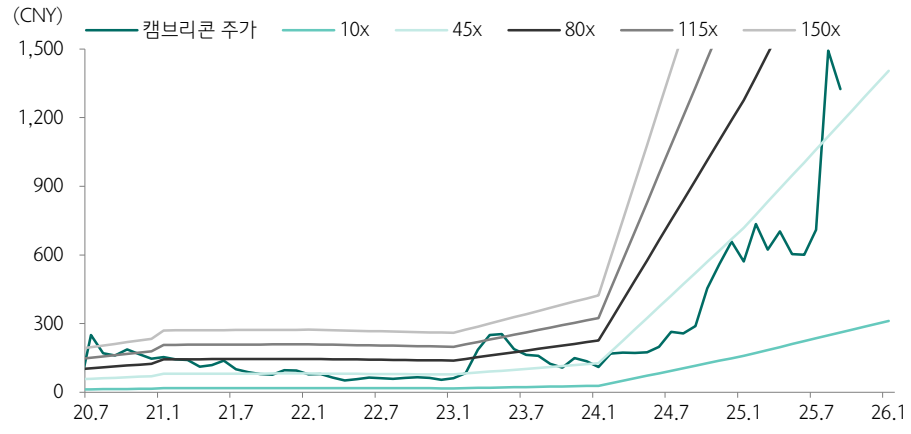
자료: Bloomberg, 하나증권

표 5. 중국 및 글로벌 주요 반도체 팹리스 밸류에이션 지표

	티커	시총 (조원)	매출 (%, YoY)			순이익 (%, YoY)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)		
			25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
캠브리콘	688256 CH	107.7	464.8	95.6	57.2	(603.2)	129.5	55.5	271.0	126.3	75.1	82.9	42.4	26.5	24.6	34.4	35.6
해광정보	688041 CH	106.0	57.1	48.3	34.0	74.2	48.1	47.9	164.9	107.7	76.1	36.9	24.9	18.6	13.9	18.3	21.2
GigaDevice	603986 CH	27.7	28.6	24.2	17.8	42.7	40.7	30.6	87.1	63.6	54.1	14.7	11.8	10.0	9.0	10.9	11.3
형쉰테크	688608 CH	8.4	41.8	30.7	26.2	85.3	42.5	34.3	48.0	34.0	25.5	9.1	7.0	5.5	12.1	15.3	17.5
Rockchip	603893 CH	15.6	28.3	23.5	(91.5)	99.7	29.6	27.9	71.5	53.8	42.0	17.7	13.8	11.2	26.0	28.4	30.1
아오제과기	688220 CH	7.7	30.8	33.0	25.1	적지	적지	흑전	-	-	162.5	8.8	6.6	5.3	(6.9)	0.0	4.3
호라이즌	9660 HK	22.1	51.6	68.1	55.9	적전	적지	흑전	-	-	1,514.3	30.7	18.3	11.7	(43.0)	(23.0)	(2.8)
Black Sesame	2533 HK	2.4	69.8	71.2	45.4	적전	적지	적지	-	-	-	15.0	8.8	6.0	(117.9)	(243.9)	(75.2)
중국 평균			**96.6**	**49.3**	**21.3**	**(65.2)**	**58.1**	**39.2**	**127.5**	**76.6**	**278.5**	**26.8**	**16.6**	**11.9**	**(10.3)**	**(19.9)**	**5.2**
엔비디아	NVDA US	6303.6	58.3	35.1	17.7	48.3	40.7	16.8	40.5	28.2	24.2	21.5	15.9	13.5	89.2	74.9	58.7
AMD	AMD US	554.5	28.0	26.4	37.2	151.7	82.9	52.7	60.9	38.2	25.6	11.8	9.4	6.8	8.4	13.0	16.5
퀄컴	QCOM US	256.0	12.1	2.1	3.3	12.6	0.3	3.7	14.0	13.8	13.2	4.1	4.0	3.9	45.2	39.9	38.1
인텔	INTC US	251.7	(1.9)	3.2	4.3	(93.7)	375.4	73.1	247.4	56.3	33.3	3.4	3.3	3.2	(0.6)	2.1	3.7
글로벌 평균			**24.1**	**16.7**	**15.6**	**29.7**	**124.8**	**36.6**	**90.7**	**34.1**	**24.1**	**10.2**	**8.1**	**6.9**	**35.5**	**32.5**	**29.3**

주: 순이익 GAAP 기준, P/E, P/S는 12MF 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 캠브리콘 역사적 PSR 밴드



주: 12MF 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만CNY)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출	729	709	1,174	6,633	12,978
매출총이익	479	491	666	3,761	7,286
판관비	2,220	1,630	1,384		
영업이익	(1,468)	(995)	(498)	2,070	4,509
이자 비용	4	3	1		
기타영업손익	(52)	0	(52)		
세전이익	(456)	(456)	(456)		
법인세	2	3	1		
소수주주이익	(68)	(30)	(5)		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	(1,256)	(848)	(452)	2,276	5,223
성장률(YoY)					
매출	1.1	(2.7)	65.6	464.8	95.6
영업이익	51.7	(32.2)	(50.0)	(515.9)	117.8
순이익	177.7	(32.5)	(46.7)	(603.2)	129.5
수익성(%)					
매출총이익률	1.1	(2.7)	65.6	464.8	95.6
영업이익률	51.7	(32.2)	(50.0)	(515.9)	117.8
순이익률	177.7	(32.5)	(46.7)	(603.2)	129.5

주: GAAP 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표 (단위: 백만CNY)

	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	6,877	6,171	4,255	5,648	5,800
현금성자산	3,616	2,921	2,467	3,954	1,972
매출채권	208	478	766	644	314
비유동자산	432	818	1,516	771	918
투자자산	7	7	614	81	60
유형자산	7,049	6,772	5,523	6,310	6,576
자산총계	7,310	6,989	5,771	6,418	6,718
유동부채	401	503	542	463	818
비유동부채	477	506	289	225	469
부채총계	878	1,009	831	689	1,287
자본금	7,719	7,819	8,036	9,903	9,992
이익잉여금	(4,569)	(4,569)	(4,569)	(4,569)	(4,569)
자본총계	6,432	5,980	4,940	5,730	5,430

투자지표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(CNY)					
EPS	(3.1)	(2.1)	(1.1)	5.5	12.7
BPS	12.1	13.6	13.0	20.9	31.0
SPS	2.8	2.8	2.8	15.7	30.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.8
주가지표(배)					
PER	-	-	-	271.0	126.3
PBR	4.5	9.9	50.5	62.2	42.0
EV/EBITDA	-	-	-	227.1	106.8
PSR	29.9	78.0	232.9	82.9	42.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
배당성향(%)	-	-	-	0.0	0.1
재무비율(%)					
ROE	(23.4)	(16.2)	(8.2)	24.6	34.4
ROA	(19.7)	(13.9)	(6.9)	20.3	27.5
ROIC	(26.0)	(17.8)	(8.5)	-	-
부채비율	2.1	0.7	2.1	-	-
유동비율	7.1	7.1	7.1	-	-
이자보상배율(배)	(430.2)	(430.2)	(430.2)	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표 (단위: 백만CNY)

	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	8	(782)	(1,260)	(516)	(1,579)
감가/무형상각비	121	254	355	316	203
비현금자본증감	277	(462)	(709)	(190)	(1,443)
투자활동(CF)	732	(11)	707	345	(451)
유형자산처분	0	0	0	0	0
유형자산취득	(260)	(505)	(284)	(100)	(366)
투자자산증감	-	-	-	-	-
재무활동	2,493	99	99	1,657	48
배당금	0	0	0	0	0
단기부채증감	0	0	0	0	-
장기부채증감	0	0	0	0	-
자본금증감	2,533	0	46	1,779	56
잉여현금흐름	(252)	(1,287)	(1,544)	(616)	(1,945)

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 2025년 10월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 2025년 10월 21일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다
- 캠브리콘(688256.CH)는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음.

본 조사자료는 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.