

비중확대/유지

중국 반도체

메모리 IPO의 함의: 中 반도체 업사이클의 서막

CXMT, YMTC 상장 초읽기, 이제 전장에 나설 차례

전일 중국은 향후 5년간 AI 데이터센터 구축에 약 2조 위안(한화 약 450조 원)을 투자할 계획이라고 발표했다. 동시에 AI 반도체 자급률을 80% 이상으로 끌어올리겠다는 목표를 제시하며 화웨이 등 자국 기업 중심의 공급망 구축 의지를 명확히 했다. 이에 따라 중국의 메모리 수요는 구조적 성장 국면에 본격 진입할 전망이다.

중국 로컬 LLM의 급속한 상용화로 추론 및 학습 워크로드가 고도화되면서 서버용 DRAM 탑재량이 빠르게 증가하고 있다. NAND 역시 AI 서버 내 스토리지 집적도 상승과 엔터프라이즈 SSD 전환 수요가 맞물리며 QLC 고밀도 제품 중심으로 성장 모멘텀이 확대되고 있다. 여기에 정부 차원의 IT 인프라 국산화 기조까지 더해지며, 중국의 메모리 시장은 초과수요 상태가 지속될 것으로 전망한다.

문제는 공급 측면이다. 업계 추정에 따르면 DRAM은 약 10%, NAND는 약 15%에 불과하다. 글로벌 메모리 빅3가 선단 웨이퍼의 최대 40%를 HBM 생산에 전환하여 범용 DRAM의 공급이 타이트한 상황이다. 이에 따라 중국 내수 시장의 메모리 가격 상승 압력은 연말까지 지속될 것으로 판단하며, ASP 상승에 따른 수익성 모멘텀 또한 확대될 것으로 기대한다.

CXMT, 연간 흑전 성공, 실적 랠리 시작

CXMT는 25년 연간 흑자 전환에 성공했다. 동사의 26년 매출액 390억 달러(YoY +357%), 영업이익 249억 달러(YoY +64%)로 전망한다. 이는 1) Capa 증설에 따른 Bit 생산량 확대와 2) 메모리 호황에 따른 DRAM ASP 상승에 기인한다. HBM3 양산에는 여전히 불확실성이 잔존하나, 메모리 3사와의 기술 격차가 약 3년까지 축소된 점은 중장기 경쟁력 측면에서 고무적이라고 판단한다.

YMTC, 3D NAND 기술 추격 가속

시장조사기관에 따르면, YMTC는 1Q26 매출액 36억 달러(QoQ +65%)를 기록하며 3개분기 연속 두 자릿수 분기 성장률을 이어가고 있다. 동사는 IPO 이후 신규 Fab2B 증설 자금 활용 등 공격적인 Capex 투자를 집행할 것으로 예상된다. 기술적인 측면에서도 가시적인 진전을 이뤄내고 있다. 금번 Computex 2026에서 294단 3D TLC를 런칭하며 Bit 밀도 기준 글로벌 최고 수준을 달성한 점을 주목한다.

중국 메모리 업종에 투자할 최적의 대안은 ETF

CXMT와 YMTC는 과창판에 상장될 예정으로 국내 투자자의 직접 투자가 제한적이다. ETF를 통한 간접 접근이 현실적 대안으로, Global X China Semiconductor ETF (3191 HK, 9191 HK)와 TIGER 차이나반도체FACTSET ETF(KS 396520)를 주목할 만 하다. 상장 이후 추가적으로 선강통 또는 후강통에 편입 절차를 거쳐 해당 ETF의 구성 종목으로 포함될 가능성이 높다고 판단된다.

CXMT: 메모리 작은 거인

CXMT의 IPO는 증권감독국의 최종 등록 승인 후 6월 말에서 7월 초에 이루어질 것으로 예상된다. 이번에 조달하는 295억 위안(한화 약 6.7조원) 규모 자금은 선단 공정 전환에 130억 위안(한화 약 2.9조원), DRAM 및 HBM R&D에 90억 위안(한화 약 2.0조원), 구세대 공정 생산라인 전환에 75억 위안(한화 약 1.7조원)으로 배분할 계획이다. 동사의 올해 Capex 집행 규모는 전년 대비 54% 증가한 100억 달러로 추정된다.

1Q26 기준 동사의 글로벌 DRAM 시장점유율은 7.6%로 세계 4위를 기록하고 있다. 미국의 대중 HBM 수출 규제로 외산 조달이 사실상 차단된 상황에서 AI 가속기 국산화 수요가 지 더해지며, 중국 내 메모리 수급 공백이 장기화될 것으로 예상된다. 이번 상장을 통해 대규모 자금을 확보할 경우, CXMT의 생산능력 확대와 기술 고도화가 가속화되면서 내수시장에서의 M/S 확대 여력이 크게 확대될 것으로 기대한다.

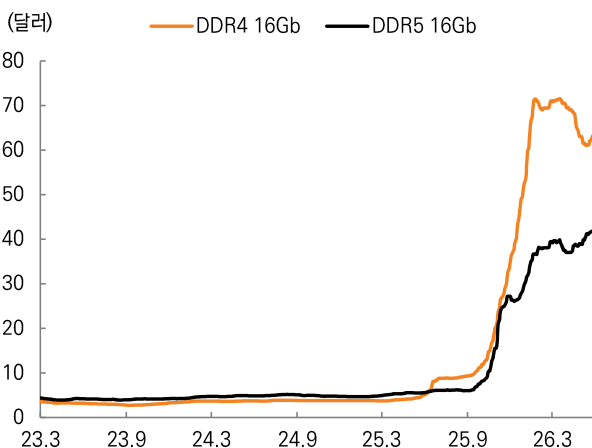
가격 측면에서도 수익 모멘텀 확대가 가시적이다. Trendforce에 따르면 DDR5 16Gb 계약 가격은 올해 연말까지 45달러까지 추가 상승할 것으로 예상되며, 현물가격은 계약가 대비 높은 프리미엄을 유지할 전망이다. 동사의 제품 믹스가 16Gb DDR5 중심으로 전환된 현 시점에서, 계약가 상승 기조가 지속될 경우 ASP 개선을 통한 수익성 확대는 2Q26 이후에도 이어질 것으로 판단한다.

표 1. CXMT IPO 타임라인

| 시간 | 이벤트 | 상태/진행 현황 |
|---------------|----------------------|---|
| 25.07.07 | IPO 상장 주선 계약 체결 | 대표주관사: CICC, 중신건투증권 |
| 25.10.10 | 주선 실사 완료 | 인수인 실사 및 내부 검토 종료 |
| 25.11.05 | 상하이거래소 1차 심사의견서 수령 | 과장판 최초 예비심사 제도 적용 사례 |
| 25.11.19 | 상하이거래소 2차 심사의견서 수령 | 질의 사항 대응 |
| 25.12.30 | 상장예비심사청구서 접수 | 공모 목표금액 295억 위안(한화 6.6조원), 과장판 역대 두 번째 대형 IPO |
| 26.03.31 | 심사 절차 일시 중단 | 재무제표 유효기간 만료에 따른 기술적 중단 |
| 26.05.17 | 재무제표 갱신 후 심사 재개 | FY25 1Q26 실적 보완 제출 |
| 26.05.27 | 상장심사위원회 승인 (상장 예비승인) | CSRC(증감회) 최종 등록 승인 대기 |
| 26.06~07 (추정) | 공모 및 신규 상장 예정 | CSRC 등록, 공모가 확정, 수요예측 및 배정 등 예정 |

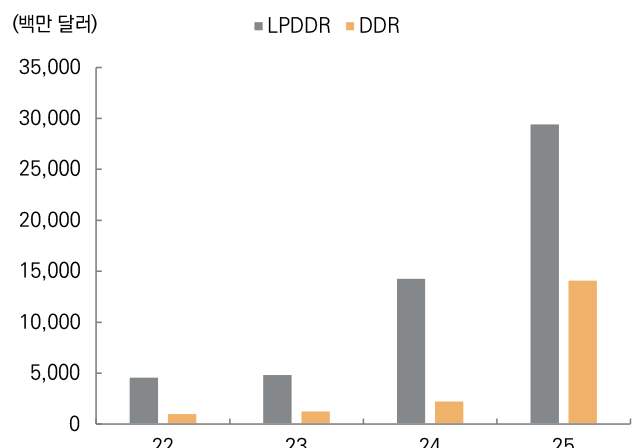
자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. DRAM 16Gb DDR4 및 DDR5 현물 가격 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. CXMT 제품별 매출액 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

실적 추정 및 밸류에이션

동사는 올해도 전년 흑자 전환에 이어 고성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 당사 추정 기준 26년 매출액은 \$39B(YoY +357%), 영업이익은 \$25B(YoY +64%)를 기록할 것으로 전망한다. 이는 1) 전년 대비 확대된 Capex 집행에 따른 Bit 생산량 확대와 2) 메모리 호황에 따른 DRAM ASP 상승(+202% YoY)에 기인한다.

26년 글로벌 DRAM ASP는 YoY +228% 상승이 전망된다. 동사의 Bit 생산량 증가율을 반영하여 ASP 상승률을 YoY +202%로 추정한다. 동사의 제품 믹스가 범용 DDR5 및 LPDDR5X 중심으로 구성된 점을 제품 비중이 확대되면서 마진 구조 개선이 실적 모멘텀을 뒷받침할 것으로 판단한다.

동사의 적정 시가총액은 \$276B 수준으로 추정한다. HBM3 양산 일정 지연 가능성 및 빅3 대비 미세 공정 기술 격차를 고려하여 글로벌 메모리 피어 선행 P/E 중간값인 12배를 26F 순이익 \$23B에 적용하여 보수적으로 산정했다. 그러나 국산화 대체 성장 속성과 A주 밸류에이션 할증이 반영될 경우 추가 상향 여지가 있다고 판단한다.

표 2. CXMT Valuation table

| 구분 | Value | 비고 |
|-------------------|-------|--------------------------|
| 2026F 순이익 (십억 달러) | 23 | |
| Target P/E (x) | 12.0 | 글로벌 메모리 피어 선행 P/E 중간값 적용 |
| 시가총액 (십억 달러) | 276 | |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

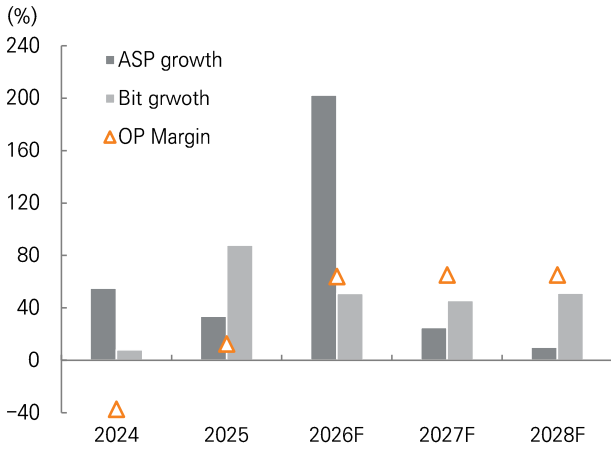
표 3. CXMT 실적 추이 및 전망

(US\$mn, %)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| 매출액 | 856 | 1,275 | 2,297 | 4,101 | 7,620 | 9,630 | 10,593 | 11,123 | 8,528 | 38,966 | 70,937 | 117,984 |
| QoQ/YoY | -21.2 | 48.9 | 80.2 | 78.5 | 85.8 | 26.4 | 10.0 | 5.0 | 158.3 | 356.9 | 82.1 | 66.3 |
| ASP (\$/Gb) | 0.18 | 0.21 | 0.34 | 0.58 | 0.90 | 1.00 | 1.10 | 1.16 | 0.35 | 1.05 | 1.31 | 1.44 |
| QoQ/YoY | -26.1 | 14.6 | 63.6 | 69.1 | 56.5 | 11.1 | 10.0 | 5.0 | 33.7 | 202.3 | 25.0 | 10.0 |
| Bit 생산량 (mn Gb) | 4,701 | 6,111 | 6,732 | 7,109 | 8,441 | 9,605 | 9,605 | 9,605 | 24,653 | 37,255 | 54,258 | 82,039 |
| QoQ/YoY | 6.7 | 30.0 | 10.2 | 5.6 | 18.7 | 13.8 | 0.0 | 0.0 | 87.9 | 51.1 | 45.6 | 51.2 |
| Bit/Wafer (K Bit) | 6,813 | 7,835 | 8,311 | 8,463 | 9,702 | 10,672 | 10,672 | 10,672 | 7,901 | 10,436 | 13,397 | 17,199 |
| QoQ/YoY | -2.6 | 15.0 | 6.1 | 1.8 | 14.6 | 10.0 | 0.0 | 0.0 | 24.7 | 32.1 | 28.4 | 28.4 |
| 영업이익 | -391 | -191 | -246 | 1,893 | 5,315 | 6,030 | 6,568 | 7,007 | 1,065 | 24,920 | 46,109 | 76,690 |
| OPM | -45.6 | -15.0 | -10.7 | 46.2 | 69.7 | 62.6 | 62.0 | 63.0 | 12.5 | 64.0 | 65.0 | 65.0 |
| 순이익 | -390 | -174 | -261 | 1,811 | 4,952 | 5,548 | 6,038 | 6,451 | 986 | 22,989 | 42,562 | 70,790 |
| NPM | -45.6 | -13.7 | -11.4 | 44.2 | 65.0 | 57.6 | 57.0 | 58.0 | 11.6 | 59.0 | 60.0 | 60.0 |

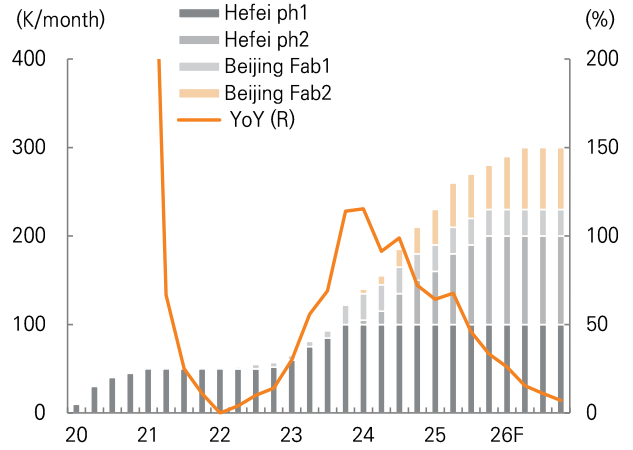
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. CXMT DRAM B/G 및 ASP 전망



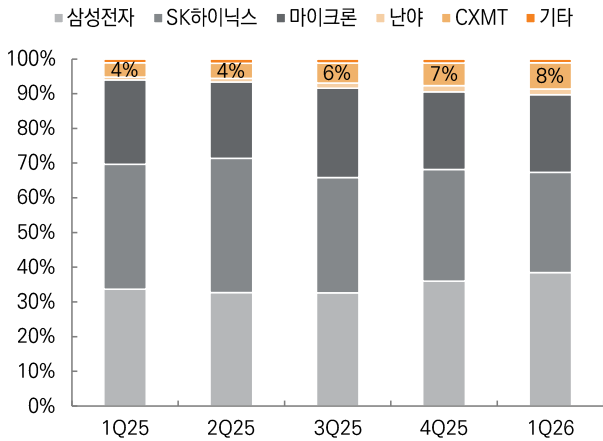
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CXMT DRAM Capa 추이 및 전망



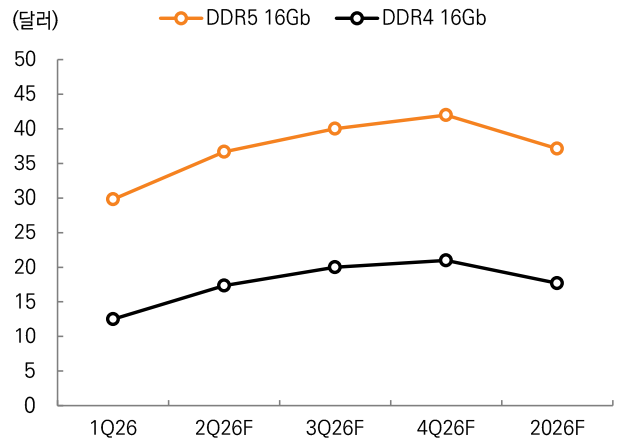
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 글로벌 주요 DRAM 업체 분기별 시장점유율 추이



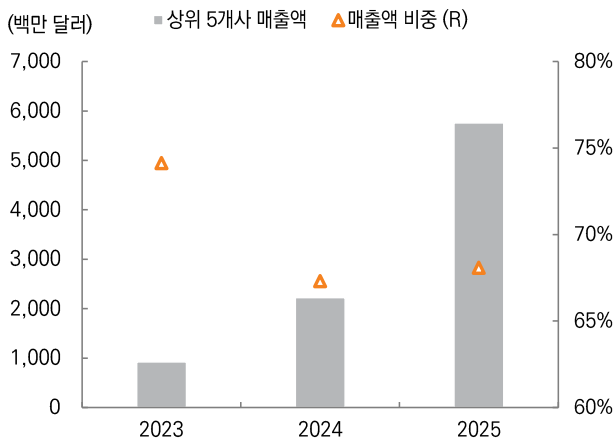
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. DRAM DDR4 및 DDR5 분기 현물 가격 전망



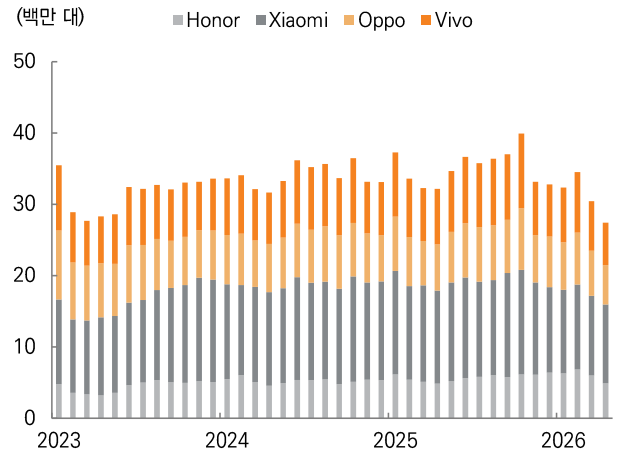
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. CXMT 상위 고객사 연간 매출액 추이



자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. CXMT 주요 고객사 스마트폰 판매량 추이



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

YMTC: 3D NAND Flash 선두주자

YMTC의 상장 추진은 CXMT에 이어 곧바로 진행된다는 점에서 중국 정부의 반도체 국산화 의지를 재확인하는 중요한 이벤트로 판단된다. NAND 슈퍼사이클 진입으로 동사의 실적 이 단기간에 흑자 전환에 성공하면서 상장 여건이 마련됐다. 당국은 DRAM과 NAND 모두에 자본시장 접근을 허용함으로써 메모리 밸류체인 전반의 자립화 기조가 한층 강화되고 있다.

이번 IPO를 통해 조달한 자금은 2Q26부터 램프업 예정인 우한 Fab2B의 증설 재원으로 활용될 전망이다. 현재 우한 1, 2기 팹은 풀가동 상태이며, 신규 Fab2B가 가동되면 총 캐파는 YoY 67% 확대될 것으로 추정된다. 이는 글로벌 NAND 총 생산 증가율 대비 약 3배에 달하는 공격적인 증설 규모다. 이를 바탕으로 동사의 글로벌 M/S는 현재 8.5%에서 목표치인 15%까지 구조적으로 확대될 것으로 판단한다.

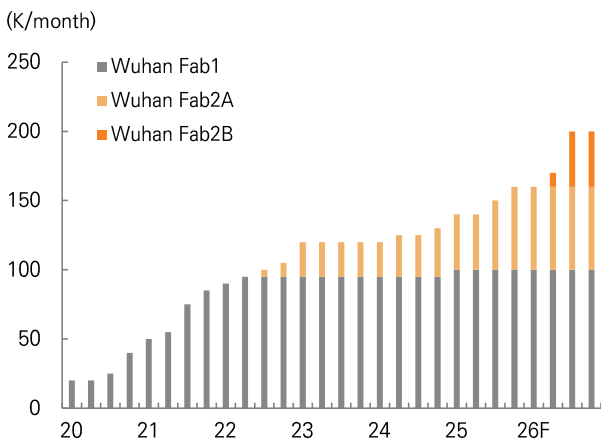
가격 측면에서도 우호적 환경이 조성되고 있다. Trendforce에 따르면 2Q26 UFS(모바일 스토리지) 512Gb 기준 계약가격은 120달러(QoQ +80%)까지 상승할 전망이며, eMMC 등 컨슈머용 NAND 전반에서도 유사한 상승세가 관측되고 있다. 이는 동사 실적 개선을 더욱 가속화하는 긍정적 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

표 4. YMTC IPO 타임라인

| 시간 | 이벤트 | 상태/진행 현황 |
|---------------|--------------|---|
| 24.04 | 전략적 투자 유치 | 농은투자, 간신투자 등 15개 금융기관 동시 참여, 총 투자 규모 100억 위안 이상 |
| 25.09 | 주식회사 전환 완료 | 장공그룹(长控集团) 주식회사 전환 완료 |
| 26.05.19 | 상장 지도 신청 | 후베이성 증권감독국(湖北证监局) 제출, 주관사: 중신증권, 중신건투증권 |
| 26.05.20 | 상장 지도 신청 수리 | CSRC(증감회) 공식 수리, 과창판 상장 목표 확정 |
| 26.06~07 (추정) | 상장 신청서 제출 예정 | 신청 → 수리 → 문의 → 상장위 심의 → 증감회 등록 절차 예정 |

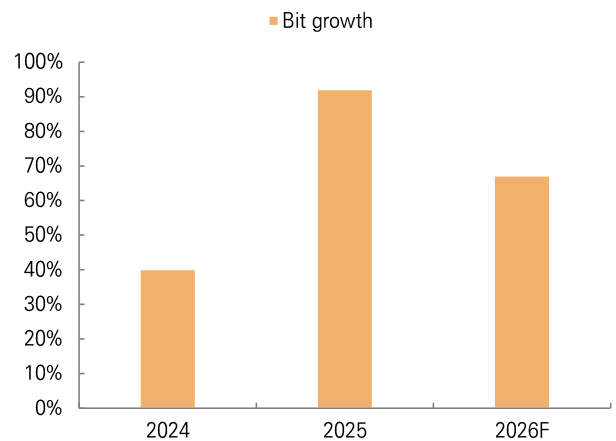
자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. YMTC NAND Capa 추이 및 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. YMTC 연간 Bit 증가율 추이



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

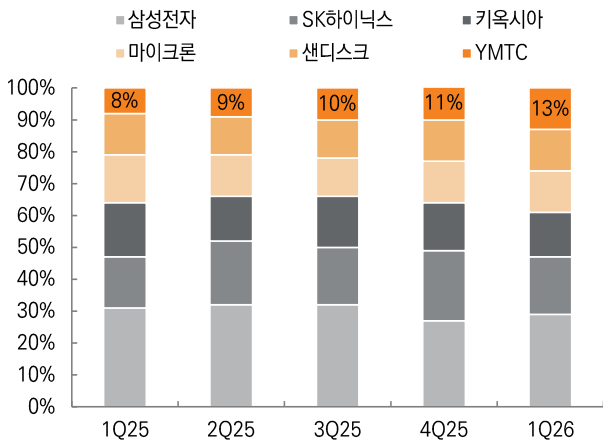
기술 점검: Xtacking 기술력으로 글로벌 수준 추격

YMTC의 기술력은 글로벌 선두 기업들과의 격차가 빠르게 좁혀가고 있다. 금번 Computex 2026에서 공식 런칭한 5세대 3D NAND(X4-9070)는 294단 1Tb 3D TLC로 확인됐으며, Bit 밀도는 약 19.8 Gb/mm²로 TLC 설계 기준 현재 상용 NAND 칩 중 글로벌 최고 수준을 달성하였다.

경쟁사와의 기술 격차는 빠르게 축소되고 있다. 현재 SK하이닉스는 321단, 삼성전자는 286단 NAND를 양산 중인 가운데, YMTC 5세대 제품은 삼성전자와의 단수 격차를 한 자릿수 수준으로 압축했다. 삼성전자와 SK하이닉스가 YMTC의 Xtacking 기반 하이브리드 본딩 특허 도입을 협의 중인 것으로 알려진 점에서 동사의 기술 수준이 글로벌 표준으로 수렴하고 있음을 보여준다.

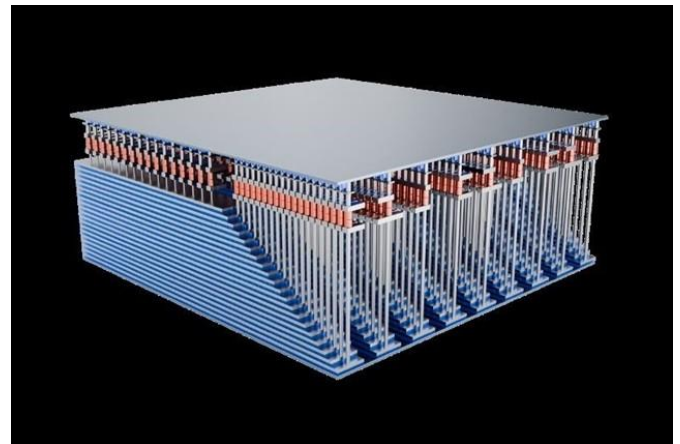
미국의 수출 통제로 선단 장비 수입이 제한된 상황에서도 독자 아키텍처만으로 선두권 수준의 Bit 밀도를 달성했다는 점은 주목할 만하다. 동사는 현재 3D QLC 및 차세대 X5 시리즈 개발을 진행 중이며, 고부가 제품 비중 확대를 통해 중장기 ASP 상승 여력이 확대될 것으로 기대된다.

그림 12. 글로벌 NAND 분기별 점유율 추이



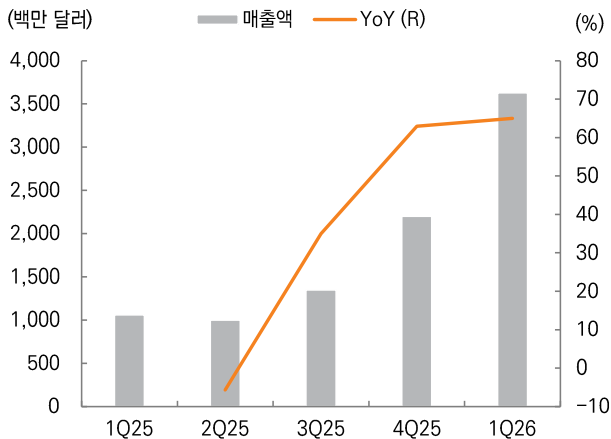
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. YMTC NAND Flash 적층 기술



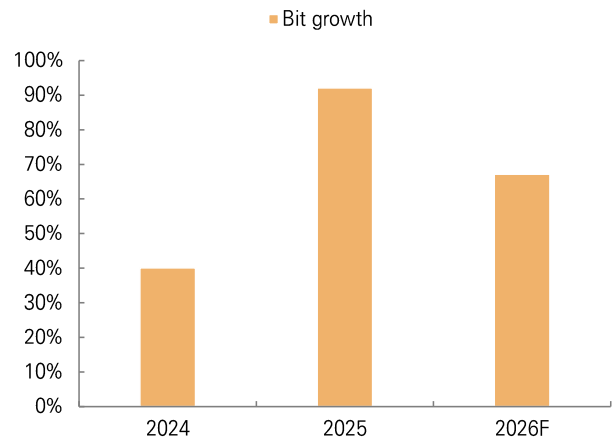
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. YMTC 분기 매출액 추이



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. YMTC 연간 Bit 증가율 추이



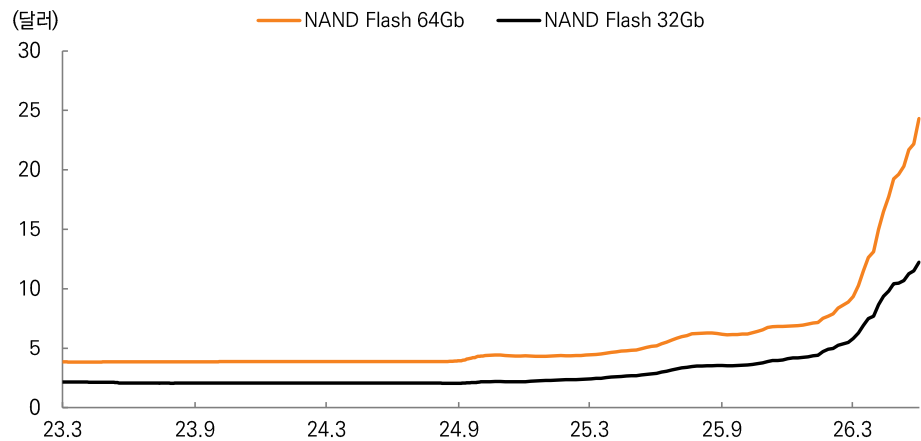
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. NAND 수요 전망치

| NAND Demand | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | | |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| | | | | | | | New | Old | Change |
| Total NAND Demand (bn GB) | 406 | 567 | 676 | 752 | 871 | 1,008 | 1,206 | 1,191 | 1.3 |
| Mobile NAND | 150 | 197 | 215 | 250 | 286 | 325 | 293 | 290 | 1.2 |
| SSD | 189 | 275 | 330 | 324 | 411 | 506 | 703 | 685 | 2.7 |
| Client SSD | 115 | 163 | 169 | 186 | 203 | 209 | 178 | 179 | -0.9 |
| Enterprise SSD | 75 | 112 | 160 | 138 | 208 | 297 | 525 | 505 | 3.9 |
| Demand Bit growth (%) | 29.4 | 39.7 | 19.2 | 11.1 | 15.9 | 15.7 | 19.7 | 18.1 | 1.5 |
| Mobile NAND | 18.9 | 31.2 | 9.0 | 16.7 | 14.0 | 13.8 | -9.9 | -10.9 | 1.0 |
| SSD | 34.3 | 45.1 | 20.0 | -1.7 | 27.0 | 23.1 | 38.9 | 35.3 | 3.6 |
| Client SSD | 29.8 | 42.2 | 3.7 | 10.0 | 9.0 | 3.1 | -15.1 | -14.3 | -0.7 |
| Enterprise SSD | 41.8 | 49.5 | 43.8 | -14.1 | 51.2 | 42.5 | 76.9 | 70.2 | 6.7 |
| Set units (mn) | | | | | | | | | |
| Smartphone | 1,253 | 1,333 | 1,192 | 1,166 | 1,224 | 1,254 | 1,051 | 1,051 | 0.0 |
| SSD | 318 | 387 | 352 | 339 | 346 | 351 | 357 | 355 | 0.6 |
| Client SSD | 280 | 346 | 304 | 303 | 303 | 304 | 291 | 290 | 0.3 |
| NB SSD | 137 | 183 | 159 | 145 | 154 | 166 | 144 | 143 | 0.8 |
| DT & Retail SSD | 143 | 163 | 145 | 158 | 149 | 138 | 147 | 147 | -0.1 |
| Enterprise SSD | 37.8 | 41.3 | 47.9 | 35.8 | 42.6 | 46.7 | 66.1 | 65.0 | 1.7 |
| Unit growth (%) | | | | | | | | | |
| Smartphone | -10.5 | 6.4 | -10.6 | -2.1 | 4.9 | 2.5 | -16.2 | -16.2 | 0.0 |
| SSD | -0.6 | 21.9 | -9.2 | -3.5 | 1.9 | 1.5 | 1.7 | 1.2 | 0.6 |
| Client SSD | -2.1 | 23.6 | -12.2 | -0.1 | -0.1 | 0.4 | -4.4 | -4.7 | 0.3 |
| NB SSD | | 33.4 | -13.3 | -8.6 | 6.2 | 7.8 | -13.3 | -14.0 | 0.7 |
| DT & Retail SSD | | 14.2 | -11.0 | 9.2 | -6.0 | -7.2 | 6.4 | 6.5 | -0.1 |
| Enterprise SSD | 11.9 | 9.3 | 15.9 | -25.3 | 19.1 | 9.6 | 41.5 | 39.1 | 2.4 |
| Contents/Box (GB) | | | | | | | | | |
| Mobile NAND | 93 | 121 | 149 | 180 | 201 | 230 | 247 | 244 | 1.2 |
| SSD | 610 | 726 | 959 | 977 | 1,218 | 1,476 | 2,016 | 1,974 | 2.1 |
| Client SSD | 419 | 482 | 570 | 628 | 685 | 704 | 625 | 632 | -1.2 |
| Enterprise SSD | 2,022 | 2,764 | 3,430 | 3,944 | 5,006 | 6,509 | 8,137 | 7,962 | 2.2 |
| Contents growth (%) | | | | | | | | | |
| Mobile NAND | 38.3 | 30.5 | 22.6 | 21.0 | 11.8 | 14.5 | 7.2 | 6.0 | 1.2 |
| SSD | 35.2 | 19.0 | 32.2 | 1.9 | 24.6 | 21.2 | 36.5 | 33.7 | 2.8 |
| Client SSD | 32.7 | 15.0 | 18.2 | 10.1 | 9.2 | 2.7 | -11.2 | -10.1 | -1.1 |
| Enterprise SSD | 26.7 | 36.7 | 24.1 | 15.0 | 26.9 | 30.0 | 25.0 | 22.3 | 2.7 |

자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. NAND Flash 64Gb 및 32Gb 현물 가격 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

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.