

비중확대/유지

중국 반도체

군체: CXMT가 이끄는 반도체 생태계에 주목

중국 반도체 호황 국면 진입

최근 중국 반도체 산업은 전례 없는 호황 국면에 진입하고 있다. 특히 중국 메모리 밸류체인을 중심으로 주가가 강한 상승세를 이어가고 있으며, 특히 CXMT 공급망 관련 기업인 Biwin(688525 CH), GigaDevice(603986 CH) 등 종목들이 지수를 아웃퍼폼하는 모습이 지속되고 있다.

당사는 CXMT와 YMTC의 동반 상장을 단순한 기업 이벤트로 보지 않는다. 이번 상장은 중국 반도체 자립화가 자본시장의 검증대에 처음 올라서는 구간으로, 당국의 10년 숙원사업이 결실을 맺기 시작하는 원년으로 판단한다.

7월 16일, CXMT 청약 시작

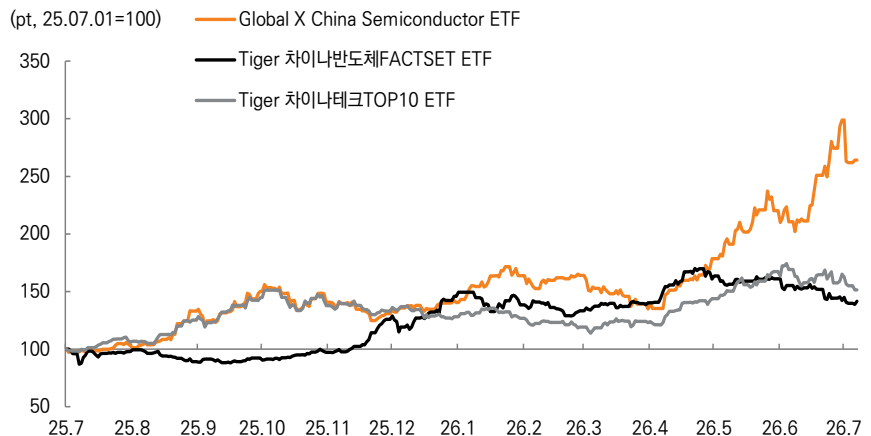
CXMT의 청약일이 7월 16일로 확정되었다. 증권 티커는 688825이다. 공모 일정은 초기 수요예측일(T-3일)은 7월 13일이며, 공모 방식은 전략배정(50%), 기관, 수요예측 배정, 개인 정가발행이 결합된 구조이다. 정식 상장일도 구체화될 것으로 전망한다. 다만 해당 종목은 과장판에 상장되기 때문에 국내 투자자의 접근이 제한적이기 때문에 ETF를 통한 접근이 유효하다.

투자 전략: 중국 반도체 투자는 Global X China Semiconductor ETF

대표적인 반도체 ETF인 Global X China Semiconductor ETF(3191 HK)는 최근 1개월간 28.9% 상승하며 강한 흐름을 보이고 있다. 해당 ETF의 AUM은 45억 홍콩달러(약 8,900억 원) 수준이며, Factset China Semiconductor Index를 추종한다.

구성종목 상위 종목에는 GigaDevice(12.15%), Cambricon(9.69%), NAURA(9.69%), AMEC(8.46%), Hygon(8.17%), Montage(7.88%) 등이 포진해 있어, 본 보고서에서 중점적으로 다룬 메모리 및 장비 밸류체인 핵심 기업들에 대한 광범위한 익스포저를 제공하고 있어 주목할 만하다.

중국 반도체 밸류체인 주가 추이



I. IPO 체크포인트

체크포인트 1. CXMT도 LTA 모드 돌입

글로벌 메모리 공급은 쇼티지 국면이 지속되고 있는 것으로 판단한다. 글로벌 메모리 Top 3가 선단 웨이퍼 생산능력을 HBM에 집중 배정하면서 서버용 DRAM을 포함한 범용 DRAM 공급이 타이트해지고 있다.

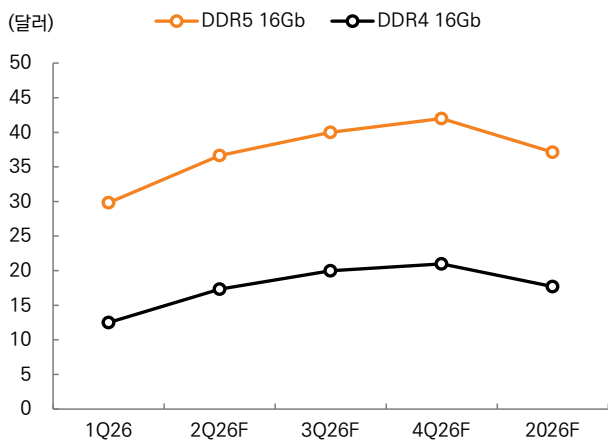
여기에 중국은 향후 5년간 약 2조 위안(약 450조 원) 규모의 데이터센터 투자 계획을 발표 하면서 공급 축소와 수요 확대가 동시에 진행되고 있어 범용 DRAM 공급 부족 현상이 한 층 심화되고 있는 것으로 판단한다.

이러한 쇼티지 국면을 가장 직접적으로 보여주는 사례가 이번 CXMT와 텐센트 간의 LTA(장기공급계약) 체결 건이다. 최근 글로벌 메모리 공급사들은 예외 없이 대형 고객사와 의 LTA 체결에 나서고 있으며, 계약 기간도 기존 1년 내외에서 3~5년으로 늘어나는 추세다. CXMT와 텐센트간의 계약도 3~5년으로 알려졌으며, 계약 규모는 약 200억 위안(약 4조 5,800억 원) 이상 규모로 파악된다. 이는 공급자 우위의 가격 협상 구조가 CXMT를 포함한 업계 전반에 자리잡고 있는 것으로 판단한다.

따라서 이러한 공급 부족은 가격 상승 압력 확대로 이어지고 있다. 주요 시장조사기관에서 올해 DRAM과 NAND의 가격을 상향 조정하고 있다. Trendforce는 1분기 DRAM과 NAND 플래시 전 제품군의 가격 상승률을 기존 QoQ +33~38%에서 QOQ +55~60%로 상향했다.

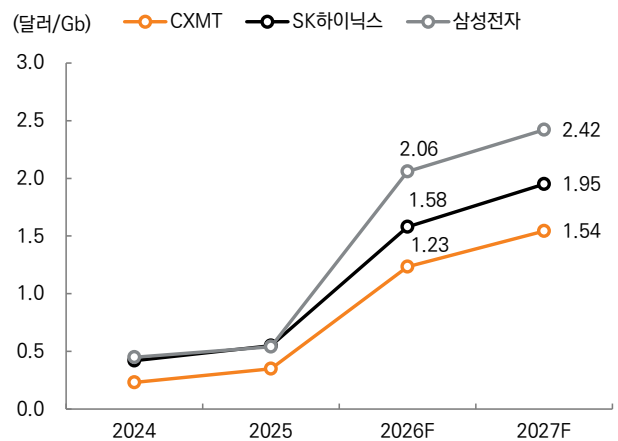
이는 곧 ASP 상승으로 이어질 것으로 판단한다. 당사 추정 CXMT의 DRAM ASP는 25년 연간 기준으로 0.35달러/Gb로, 26년 연간 ASP는 YoY +204% 상승한 1.23달러/Gb로 추정한다. 이는 당사 추정 SK하이닉스 대비 28%, 삼성전자 대비 67% 하회하는 수준이다.

그림 1. DRAM 현물 가격 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 주요 메모리사 연간 ASP 추정치 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

체크포인트 2. 상장 제도의 빌드업

메모리 양사의 상장에 앞서 제도적 기반이 먼저 마련된 것으로 판단한다. 25년 6월 중국 증권감독관리위원회는 비상장 기업에 대한 과장판 제5세트 상장 기준을 재가동하고, 적용 범위를 AI, 상업항공, 저공경제 등 첨단 분야로 확대했다. 동시에 신설된 IPO 사전심사 제도는 핵심기술 기업이 정식 신청 전 거래소와 비공개로 소통할 수 있는 길을 열었다.

CXMT는 접수부터 상장위원회 승인까지 148일 만에 완료됐다. 통상 1년 이상 소요되는 과장판 심사 기간을 고려하면 이례적으로 빠른 속도다. YMTC 역시 국가 전략 프로젝트라는 점에서 유사한 속도로 심사가 진행될 가능성이 높다고 판단한다.

YMTC의 상장 속도를 가르는 핵심 변수는 상장 지도 기간이다. 동사는 26년 5월 19일 상장지도 신청이 수리됐으며, 통상 3 ~ 6개월이 소요된다. 국가 중대 전략 프로젝트에 한해 기간 단축이 허용된다는 점을 감안하면, CXMT 수준인 3개월 내 압축 가능성도 충분하다. 이에 따라 YMTC의 상장은 이르면 4Q26말에 이루어질 것으로 전망한다.

표 1. CXMT 및 YMTC 상장 일정 비교

절차	CXMT	YMTC
상장지도 신청	2025.07.07	2026.05.19
상장지도 완료	2025.10 (약 3개월)	완료 대기
IPO 신청서 제출	2025.12.30	2026.07(추정)
접수~심의 소요기간	148일 (약 5개월)	
상장위원회 통과일	2026.05.27	
증감회 등록 승인일	2026.06.12	
초기 수요 예측일(T-3)	2026.07.13	
발행공고일(T-1)	2026.07.15	
청약일	2026.07.16	
상장 예정일	2026년 7월 말	2026년 4분기 말(추정)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

체크포인트 3. 대기금 리밸런싱의 함의

자본 측면에서는 대기금의 포트폴리오 리밸런싱을 주목할 필요가 있다. 대기금 1기는 2014년 설립 이후 15년 계획에 따라 2019년부터 회수기에 진입했으며, NAURA와 SMIC 등 국산화가 검증된 영역을 중심으로 지분 매각을 지속하고 있다. 이 과정에서 NAURA는 누적 수익률 260%를 상회하는 성과를 기록했다.

대기금 3기의 투자 전략은 1기와 명확히 다르다. 24년 5월 등록자본 3,440억 위안으로 설립된 3기는 화신당신(华芯鼎新)과 국투자신(国投集新) 두 자펀드를 통해 투자를 집행 중이며, 자금의 약 70%를 선단 공정 장비/소재 등 국산화율이 낮은 핵심 병목 영역에 집중 배분하고 있다.

지난 6월 장비사 AMEC이 공시한 CMP 장비 업체 SIZONE(杭州众硅) 인수 건이 이러한 기초를 보여주는 사례다. AMEC은 이번 M&A로 SIZONE 지분 64.69%를 확보했으며, 거래를 뒷받침한 15억 위안 규모의 유상증자에서는 국투자신과 상하이 국유자본이 절반 이상을 나눠 인수했다.

CXMT와 YMTC에 대한 대기금의 관여 구조에도 뚜렷한 차이가 존재한다. 대기금 2기는 양사 모두의 직접 지분을 보유한 주요 주주다. 특히 CXMT의 경우 동사의 지분 8.73%를 보유한 5대 주주로서 이사회에 2석을 직접 지명하고 있다. 반면 대기금 3기는 직접 지분을 보유하는 것이 아니라, YMTC에 대해서는 YMTC가 설립한 자펀드에 LP로 출자하는 간접적 방식에 그치고 있다.

따라서 대기금 3기를 비롯한 국유 자본의 흐름을 지속적으로 모니터링할 필요가 있다고 판단한다. 특히 작년부턴 대기금 1기의 회수 템포가 점차 가속화되고 있다는 점은 중국 반도체 산업이 국가 주도 역량 축적 단계를 마무리하고 자본시장 중심의 자생적 성장 단계로 전환되고 있음을 시사한다. 당사는 메모리 양사의 동반 상승이 바로 이러한 전환의 포문을 여는 사건이라고 판단한다.

표 2. 대기금 지분 축소 현황

산업분류	기업명	티커	감액 기간	감액 수량/비율	감액 금액(추정)
파운드리	SMIC	00981.HK	25년 1분기~2분기	약 1억 주 (H주)	약 1조 3,260억 원
메모리	Biwin	688525.SH	25년 8월	922.53만 주 (대기금 2기)	약 1,398억 원
패키징	TFME	002156.SZ	25년 전체	6,600만 주 이상	3,863억 원 이상
장비	NAURA	002371.SZ	25년 7월~9월	259.19만 주	약 2,159억 원
	Brightking Tech	688072.SH	25년 12월~26년 1월	843.5만 주 (3%)	약 5,909억 원
	Sicpro	688702.SH	25년 1분기 및 8월	2,000만 주 이상	4,772억 원 이상
	YDM	688172.SH	25년 2월~26년 3월	2,500만 주 이상	약 1,818억 원
	Jingjiawei	300474.SZ	25년 1분기	미공개	미공개
소재	GalaxyCore	688126.SH	25년 10월~26년 6월	1.54억 주 이상	8,636억 원 이상
	Deephov Tech	688035.SH	25년 5월~26년 6월	700만 주 이상	1,136억 원 이상
팹리스	AnLogic	688107.SH	25년 5월~26년 2월	800만 주 이상	1,023억 원 이상
	TXIC	688591.SH	25년 12월~26년 2월	232.13만 주	약 341억 원
	GTA Semi	688262.SH	25년 9월~26년 4월	336만 주	약 295억 원
	Saiwei Electronics	300456.SZ	24년 12월~25년 7월	773.37만 주 (1.06%)	약 568억 원
	Resonant Semi	603893.SH	25년 1분기	미공개	미공개
	Wisemicro	688512.SH	26년 1월	268.63만 주 (대기금 2기)	약 75억 원
	VeriSilicon	688521.SH	26년 1월~4월	893.96만 주 (1.7%)	약 795억 원

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

CXMT 체크 포인트

공급 점검: 증설은 이제 시작이다

CXMT는 27년부터 공격적인 증설에 본격 돌입할 것으로 전망한다. 허페이와 베이징에 위치한 기존 팹 3기는 25년 말 기준 평균 가동률 95%에 도달했으며, 올해에도 풀캐파 운영이 이어질 전망이다. 허페이 팹 2기의 LPDDR5X 하이엔드 라인 확대 및 베이징 팹의 추가 램프업을 통해 26년 말 기준 월 웨이퍼 생산능력은 35만 장 수준까지 확대될 것으로 예상된다.

현재 증설 중인 상하이 팹은 향후 CXMT의 전략적 핵심 생산기지가 될 전망이다. 상하이 팹은 기존 허페이/베이징 팹과 규모 및 공정 측면에서 차별화되며, 디자인 캐파는 허페이 팹의 2~3배 수준으로 파악된다. 증설 타임라인은 26년 말 설비 설치 완료 후 27년 램프업, 28년 풀가동을 목표로 하고 있다.

동시에 허페이 3기 증설도 27년부터 진행될 예정이다. 현재 부대 공사 발주까지 완료된 상태로, 당초 27년 양산 시점이 26년 하반기로 앞당겨질 가능성도 제기되고 있다. 3기의 디자인 캐파는 월 30만 장으로, 풀가동 시 허페이 팹의 총 생산능력은 월 50만 장까지 확대될 것으로 추정된다.

이 외에 상하이 푸둥신구에는 별도의 패키징 및 테스트 공장도 운영 중이다. 월 3만 장 규모의 선단 패키징/테스트 생산능력을 갖추고 2.5D/3D 적층 기술을 중점 개발하고 있다. 전공정 웨이퍼 제조부터 후공정 패키징/테스트까지 수직 통합하는 IDM 구조가 완성될 경우, HBM 등 고부가 제품의 양산 경쟁력 강화에 중요한 기반이 될 것으로 판단한다.

동사는 현재 G4 노드 공정으로 HBM3E 개발을 진행 중이며, 화웨이, 알리바바, 캠브리콘 등 주요 고객사 대상으로 샘플 공급을 진행하고 있는 것으로 파악된다. 메모리 빅3와의 기술 격차는 약 3년 수준으로 추정된다.

그림 3. CXMT 허페이 팹 위성지도



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. CXMT 상하이 팹 부지 위성지도



자료: Baidu, 미래에셋증권 리서치센터

공급망 점검: 전방위 밸류체인에 주목

CXMT의 밸류체인을 살펴보면, 알리바바, 텐센트 등 전방 대형 고객사 외에도 주목할 만한 파트너사들이 다수 포진해 있다. 특히 오랜 공급 관계를 유지해온 메모리 모듈사, 팹리스 칩메이커, 장비사들을 중점적으로 주목해야 한다.

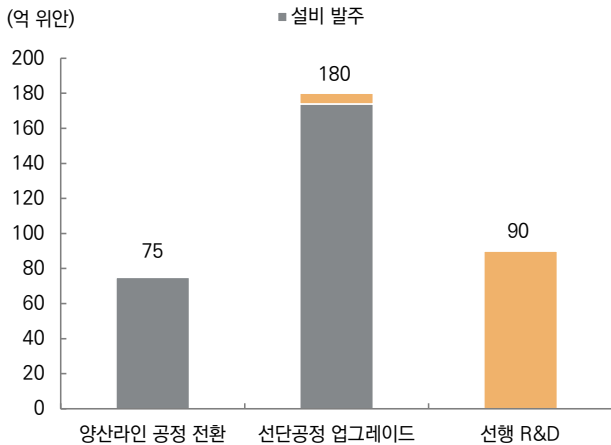
당사는 CXMT의 DDR5 세대 교체가 진행되고 있는 현 시점에서, 제품 믹스 개선에 따른 마진 상승 효과가 이미 밸류체인 전반으로 확산되고 있다고 판단한다. 이는 밸류체인 내 파트너사들의 성장 모멘텀에도 긍정적으로 작용할 전망이다.

25년 말 기준 CXMT의 미이행 설비 발주 잔액은 171억 위안(약 3.9조 원)에 달한다. 이번 IPO 조달 자금 295억 위안 중 상당 부분이 설비 발주로 배정된다. 구체적으로 75억 위안은 구세대 공정 라인 업그레이드에, 180억 위안은 DRAM 기술 업그레이드에 투입할 계획으로, 미이행 잔액까지 감안하면 장비사들의 수혜가 본격화될 것으로 판단한다 장비사 중에서는 NAURA(002371 CH), AMEC(688012 CH), HWATSING(688120 CH)을 주목한다.

NAURA는 CXMT의 1위 국산 장비 공급사로, 식각, 박막증착 등 장비를 공급하고 있으며, AMEC은 DRAM 커패시터 및 HBM 적층 공정용 딥트렌치 식각 장비의 선도 업체다. 최근 CMP 장비 업체인 항저우중구이 지분을 인수하면서 습식 공정까지 포트폴리오를 확대했다.

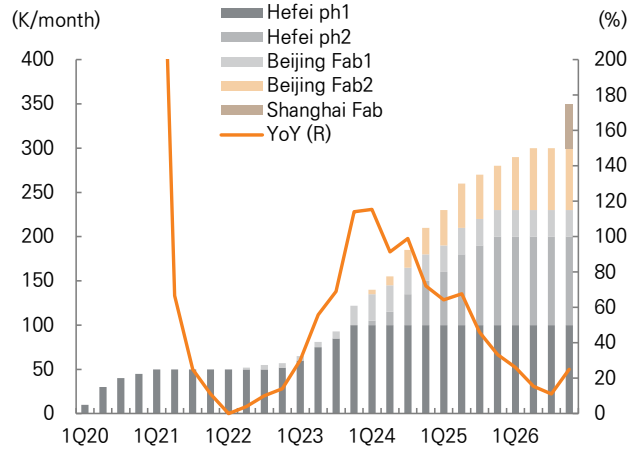
HWATSING은 국내 12인치 CMP 장비 선두 업체로, CXMT를 포함한 YMTC, SMIC 등 주요 고객사에서 최대 90% 이상의 높은 채택률을 기록하고 있으며, CXMT향 공급은 28년 까지 이어질 예정이다.

그림 5. CXMT IPO 모집 자금 배분 계획



자료: CXMT, HWATSING, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. CXMT DRAM Capa 추이 및 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 중국 반도체 장비 업체 Peer Valuation 테이블

(십억 위안, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		순이익		P/E		P/B		EV/EBITDA		EV/Sales	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
NAURA	002371 CH	220.9	50.6	64.9	7.6	11.0	20.6	75.7	13.0	10.6	59.0	41.8	11.6	9.0
AMEC	688012 CH	114.7	16.5	22.2	3.4	4.8	15.9	114.2	14.7	12.3	97.5	64.2	20.9	15.5
Piotech	688072 CH	44.0	8.6	11.4	1.8	2.6	25.7	137.4	28.7	22.3	119.1	80.2	27.2	20.5
Jingsheng	300316 CH	42.7	10.0	10.9	1.1	1.3	5.7	67.0	3.5	3.3	32.2	28.9	6.5	5.9
Huafeng	688200 CH	19.4	1.7	2.2	0.7	0.9	17.4	140.6	22.7	19.7	79.0	62.8	20.8	16.9
평균			17.5	22.3	2.9	4.1	17.1	107.0	16.5	13.6	77.4	55.6	17.4	13.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

메모리 모듈사로는 Biwin(佰维存储, 688525 CH), Longsys(江坡龙, 301308 CH)를 주목한다.

Biwin은 CXMT, YMTC 등 주요 메모리 제조사로부터 다이를 공급받아 후공정을 거쳐 완제품 모듈을 생산하는 업체이다. CXMT로부터 공급받은 DRAM 다이를 자체 브랜드 Biwin PC, 서버용 메모리 모듈, SSD 제품에 적극 투입하고 있다.

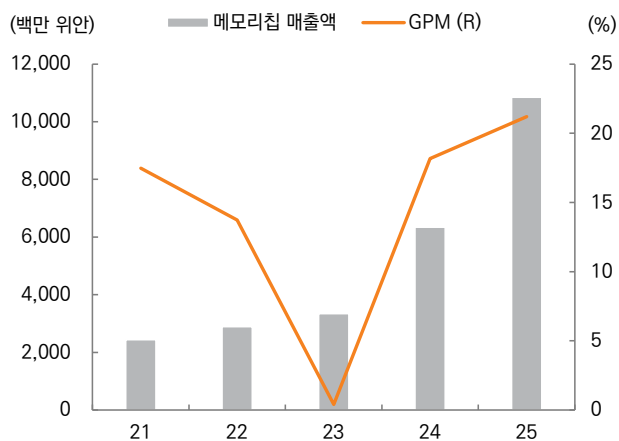
Longsys는 최근 1H26 가이드스에서 매출액 220 ~ 250억 위안(약 5.0 ~ 5.6조 원, +116~145% YoY), 순이익 92 ~ 110억 위안(약 2.0 ~ 2.5조 원, +62,204%~74,394% YoY)을 제시했다. 메모리 업황 호조와 글로벌 주요 메모리 제조사와의 LTA 갱신이 실적 개선의 주요 동력으로 작용한 것으로 파악된다.

메모리 인터페이스칩 및 니치 메모리 팹리스 분야에서는 GigaDevice(603986 CH)와 Montage(688008 CH)를 주목한다.

GigaDevice는 CXMT의 모회사인 장신과기(长鑫科技)의 지분 약 1.8%를 보유하고 있으며, 창업자이자 회장인 주이밍(朱一鸣)이 장신과기 이사회 의장을 겸직하고 있어 양사 간 관계가 매우 밀접하다. GigaDevice는 니치 DRAM 팹리스 사업자로, CXMT에 위탁생산을 맡긴 뒤 완제품을 자체 브랜드로 판매하는 구조다. 업계에 따르면, 관련 거래 규모는 25년 약 11.6억 위안(약 2,570억 원)에서 26년 57.1억(약 1.3조 원)으로 추정된다.

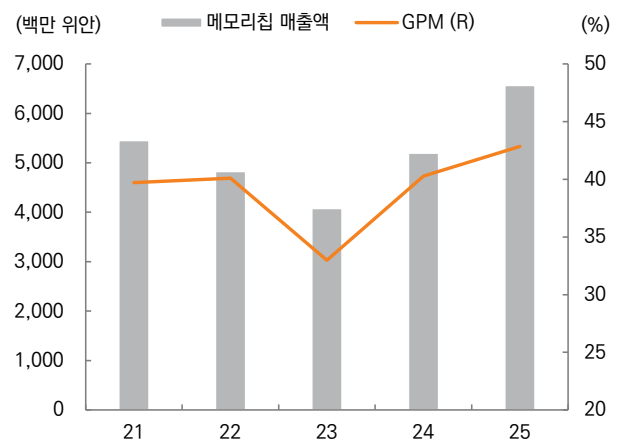
Montage는 DDR5 RDIMM용 RCD(Registering Clock Driver) 등 메모리 인터커넥트칩 분야에서 글로벌 1위 사업자다. 메모리 인터페이스 칩은 설계 난도가 높고 핵심 특허를 선두업체가 선점하고 있으며, 주요 메모리 제조사와 장기적인 테스트 및 인증 절차가 필수적이어서 진입장벽이 매우 높다. 이에 따라 동사의 과점적 지위는 CXMT의 DDR5 고도화 사이클 전반에 걸쳐 안정적으로 유지될 것으로 판단한다.

그림 7. Biwin 메모리 칩 연간 매출액 및 GPM 추이



자료: 미래셋증권 리서치센터

그림 8. GigaDevice 메모리 칩 연간 매출액 및 GPM 추이



자료: Wind, 미래셋증권 리서치센터

실적 추정 및 밸류에이션

당사 추정 기준 26년 매출액은 \$46B(YoY +440%), 영업이익은 \$29B(YoY +63%)를 기록할 것으로 전망한다. 이는 1) 범용 DRAM 공급 쇼티지에 따른 ASP 상승(YoY +227%) 2) 공격적 증설에 따른 Bit 생산량 확대에 기인한다.

26년 글로벌 DRAM ASP는 YoY +228% 상승이 전망된다. 동사의 Bit 생산량 증가율을 반영하여 ASP 상승률을 YoY +227%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 1조 279B 수준으로 추정한다. HBM3E 양산 일정 지연 가능성 및 빅3대비 미세 공정 기술 격차를 고려하여 글로벌 메모리 피어 선행 P/E 중간값인 12배를 26F 순이익 \$28B에 적용하여 보수적으로 산정했다. 그러나 국산화 대체 성장 속성과 A주 밸류에이션 할증이 반영될 경우 추가 상향 여지가 있다고 판단한다.

표 4. CXMT 밸류에이션 테이블

구분	Value	비고
발행주식수 (백만 주)	10,622.26	
유동주식비율 (%)	85% 이내	
2026F 순이익 (십억 위안)	190.4	글로벌 메모리 피어 선행 P/E 중간값 적용
Target P/E (x)	8.5	
예상 시가총액 (십억 위안)	1,618.4	
시가총액 컨센서스 (십억 위안)	800~3,000	
예상 추가(위안)	12~44.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. CXMT 실적 추이 및 전망

(US\$m, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	856	1,275	2,297	4,101	7,620	9,630	13,559	17,129	8,528	47,938	82,336	139,173
QoQ/YoY	-21.2	48.9	80.2	78.5	85.8	26.4	40.8	26.3	158.3	462.1	71.8	69.0
ASP (\$/Gb)	0.18	0.21	0.34	0.58	0.90	1.04	1.24	1.37	0.35	1.17	1.22	1.35
QoQ/YoY	-26.1	14.6	63.6	69.1	56.5	14.9	20.0	10.0	33.7	236.9	5.0	10.0
Bit 생산량 (mn Gb)	4,701	6,111	6,732	7,109	8,441	9,285	10,894	12,511	24,653	41,130	67,279	103,385
QoQ/YoY	6.7	30.0	10.2	5.6	18.7	10.0	17.3	14.8	87.9	66.8	63.6	53.7
Bit/Wafer (K Bit)	6,813	7,835	8,311	8,463	9,378	10,316	11,348	11,915	7,901	10,795	14,105	18,429
QoQ/YoY	-2.6	15.0	6.1	1.8	10.8	10.0	10.0	5.0	24.7	36.6	30.7	30.7
영업이익	-391	-191	-246	1,893	5,315	6,030	8,069	10,955	1,065	30,369	53,518	89,071
OPM	-45.6	-15.0	-10.7	46.2	69.7	62.6	59.5	64.0	12.5	63.4	65.0	64.0
순이익	-390	-174	-261	1,811	4,952	5,548	7,391	10,099	986	27,990	49,402	82,112
NPM	-45.6	-13.7	-11.4	44.2	65.0	57.6	54.5	59.0	11.6	58.4	60.0	59.0

자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 6. 글로벌 메모리 업체 Peer Valuation 테이블

(십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		영업이익		P/E		P/B		EV/EBITDA		EV/Sales	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
SK하이닉스	000660 KS	98.7	232.4	350.8	383.9	302.1	6.9	4.7	4.5	2.4	-	5.4	-	1.8
삼성전자	005930 KS	242.4	470.6	615.3	671.5	729.1	6.2	4.3	2.7	1.8	3.1	1.7	1.8	1.1
마이크론	MU US	98.8	129.7	249.1	277.5	304.9	13.0	6.2	8.0	3.7	9.5	4.3	7.9	3.7
난야	2408 TT	3.8	9.2	12.9	15.9	-	7.9	5.7	3.7	2.2	-	5.7	-	4.3
평균							8.5	5.2	4.7	2.5	6.3	4.3	4.8	2.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

지배 구조 점검

CXMT는 단일 주주 및 실제지배인이 부재한 분산형 지배구조를 갖추고 있다. 1대 주주 Qinghui Jidian(清辉集电, 21.67%)을 비롯한 상위 5대 주주의 지분율이 모두 과반에 미치지 못하며, 15개 국유주주의 합산 지분은 36.29%에 달한다. 표면적으로 분산 구조이나, 국유자본이 사실상 최대 이해관계자 그룹을 형성하고 있어 정책 기조와 경영 방향의 정합성이 지분뿐 아니라 의사결정 단계에서도 구조적으로 담보된다는 판단이다.

창업자 Zhu Yiming(朱一明)은 GigaDevice와 CXMT의 이사회 의장을 겸직하고 있다. GigaDevice는 NOR 플래시와 MCU를 주력으로 하는 팹리스 기업으로, 최근 DRAM 설계 영역까지 사업을 확장하며 CXMT에 위탁생산을 맡기는 구조를 갖췄다. CXMT 지분 1.8%를 보유한 8대 주주이기도 하며, 양사 간 관련 거래액은 2023년 7.67억 위안에서 2026년 57.11억 위안으로 약 7배 증가할 전망이다.

주주 구성에서 특히 주목할 부분은 빅테크의 전략적 참여다. Alibaba, Tencent, Xiaomi 등 주요 빅테크가 지분을 보유하고 있는데, 이는 단순 투자 성격을 넘어 장기 물량 확보와 조달 우선 순위를 선점하려는 수요측 포지셔닝으로 해석된다. 업계에 따르면, CXMT는 이미 Huawei, Alibaba, Cambricon 등에 HBM 샘플을 공급 중인 것으로 파악된다.

금융권 주주 구성도 다층적이다. 상업은행 계열은 대출 및 신디케이션 채널을, 증권사 계열은 자본시장 주관 및 인수 역할을, 보험사는 펍 자산 수명에 부합하는 초장기 자본을 제공할 수 있는 구조로 구축되어 있다. 이는 통상 국가 인프라 프로젝트에서 볼 수 있는 금융 생태계다. 이를 종합하면 펍 증설 자원 측면의 부담은 제한적이라고 판단하며, 대규모 증설을 뒷받침하는 자금 조달 인프라는 충분히 마련된 것으로 판단한다.

투자 전략

중국 반도체 투자는 ETF로

중국 반도체 업종에 투자하는 가장 효율적인 전략은 ETF를 통한 접근이다. Global X China Semiconductor ETF(3191 HK)는 최근 1개월간 28.9% 상승하며 강한 흐름을 보이고 있다. 해당 ETF의 AUM은 45억 홍콩달러(약 8,900억 원) 수준이며, Factset China Semiconductor Index를 추종한다.

구성종목 상위 종목에는 GigaDevice(12.15%), Cambricon(9.69%), NAURA (9.69%), AMEC(8.46%), Hygon(8.17%), Montage(7.88%) 등이 포진해 있어, 본 보고서에서 중점적으로 다룬 메모리 밸류체인 핵심 기업들에 대한 광범위한 익스포저를 제공하고 있다.

또한 본 보고서에 다루지 않은 기타 주요 중국 반도체 기업들에 대해서도 편입하고 있어 충분히 주목할 만하다. 중국 반도체 기업은 대부분 과장판에 상장되어 있기 때문에 국내 개인투자자의 접근이 제한적이다. 중국 반도체 산업은 정책 산업의 성격이 강해, 개별 기업의 펀더멘털보다 정책 모멘텀에 밸류체인 전반이 동반해서 움직이는 동조화 경향이 뚜렷하다. 따라서 팹리스, 파운드리, 장비사 등을 아우르는 밸류체인 관점에서 접근하는 것이 유효하다고 판단한다.

표 7. Global X China Semiconductor ETF 구성종목 주가 현황

벤치마크	티커	종가	1D	5D	1M	YTD
Global X China Semiconductor ETF	3191 HK	108.5	-0.1	-12.9	28.9	85.4
GigaDevice	603986 CH	603.2	-2.7	-21.9	27.2	181.5
Cambricon	688256 CH	1,413.6	1.8	-4.8	13.1	55.4
NAURA	002371 CH	802.3	-0.5	-14.2	37.0	74.8
Hygon	688041 CH	343.0	0.1	-2.0	32.1	52.8
AMEC	688012 CH	423.0	0.7	-8.4	59.3	131.1
SMIC	688981 CH	152.1	4.6	-1.5	24.8	23.8
Montage	688008 CH	247.2	-2.4	-21.8	10.2	109.8
Biwin	688525 CH	396.2	-6.8	-14.4	37.3	245.2
Chang Chuan	300604 CH	317.2	4.2	-4.9	58.3	213.1
PIOTECH	688072 CH	832.0	0.0	0.0	46.4	152.1
HWATSING	688120 CH	295.0	6.9	-10.6	71.9	175.2
JCET	600584 CH	94.1	-6.8	-11.7	33.9	155.9
HUA HONG	688347 CH	358.4	10.6	13.6	67.6	232.3
LONGSYS	301308 CH	592.7	-5.6	-11.2	22.2	142.1
HANGZHOU SILAN	600460 CH	46.2	-2.3	-13.1	43.8	62.7
TONGFU	002156 CH	65.6	-3.8	-11.2	5.4	74.0
ZHEJIANG JINGSHENG	300316 CH	47.2	-5.7	-22.0	3.1	28.4
OMNIVISION	603501 CH	101.0	1.5	4.0	9.7	-19.8
UNIGROUP GUOXIN	002049 CH	83.5	1.8	-3.4	19.3	6.0
HORIZON ROBOTICS INC	9660 HK	4.4	0.0	8.1	-12.7	-49.1

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

리스크: 그러나 쓸림현상은 주의

다만 과거 SMIC 상장 전 쓸림현상이 상장 이후 차익 실현 매물로 이어졌던 전례를 감안하면, CXMT 및 YMTC 상장을 앞두고 형성된 이번 밸류체인 전반의 랠리 역시 상장 이벤트 소멸과 함께 변동성 장세로 전환될 가능성에 유의할 필요가 있다고 판단한다.

실제로 최근 5거래일 기준 GigaDevice(-21.9%), Montage(-21.8%), ZHEJIANG JINGSHENG(-22.0%), NAURA(-14.2%), Biwin(-14.4%) 등 밸류체인 전반이 동반 조정을 보이고 있어, 전술한 동조화 경향이 상승분 아니라 하락 국면에서도 동일하게 작용하고 있는 것으로 파악된다. 따라서 CXMT 및 YMTC 상장 확정 이후에는 단기 차익 실현 매물 출회 가능성을 염두에 두고 밸류체인 내 종목별 옥석 가리기에 나설 필요가 있다고 판단한다.

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.