

CXMT

청약 시작, 전장에 나설 준비

공모가는 예상보다 낮지만, 모금액은 2배를 상회

CXMT의 공모가가 8.66위안(약 1,896원)으로 확정되었다. 청약은 금일 7월 16일(T일)부터 진행되고 있으며, 종목코드는 688825로 지정되었다. 온라인 및 오프라인 납입일은 모두 7월 20일(T+2일)로 예정되어 있다.

이번 발행 주식수는 초과배정오퍼션 행사 전 기준 66.88억 주로 상장 후 총 주식수의 10%에 해당하며, 초과배정오퍼션(그린슈)을 전량 행사할 경우 발행 규모는 상장 후 총 주식수의 11.33%까지 확대된다. 공모가 기준 상장 시 시가총액은 약 5,791.88억 위안(약 127조 원)으로 산정되고 있다.

주목할 점은 모집 규모가 당초 계획했던 목표액 약 295억 위안을 두 배 이상 크게 웃돈다는 것이다. 그린슈 행사 전 총 모집액은 579.19억 위안(약 12.7조 원), 전량 행사 시 666.07억 위안(약 14.6조 원) 수준이다. 수요예측에는 333개 기관투자자가 참여해 7.26~65.19위안의 호가를 제시했고, 오프라인 전체 청약배율은 464.61배에 달하는 등 시장의 강한 수요를 확인하고 있다.

밸류에이션 점검: 절대 수치보다 이익 성장에 주목

밸류에이션 측면에서는 절대 수준의 부담이 상당하다. 그러나 당사 추정 기준 동사의 26F/27F 순이익 1,793억 위안/3,044억 위안을 적용하면, 공모가 기준 시가총액 대비 P/E는 3.2배, 1.9배에 불과하다. 이는 26F/27F 글로벌 메모리 피어 평균인 7.6배/4.5배를 크게 하회하는 수준이다.

즉, 발행 P/E의 절대 수치는 25년 저점 이익에 따른 착시일 뿐, 당사 추정 이익 성장을 반영하면 오히려 현저히 저평가된 구간이다. 특히 동사는 중국 정부의 대기금 집행과 국산화 정책 지원을 등에 업고 생산능력 확장과 ASP 상승이 올해 동시에 진행될 예정이기 때문에 이익 성장이 기대된다.

투자전략: Global X China Semiconductor ETF, 밸류체인 접근이 유효

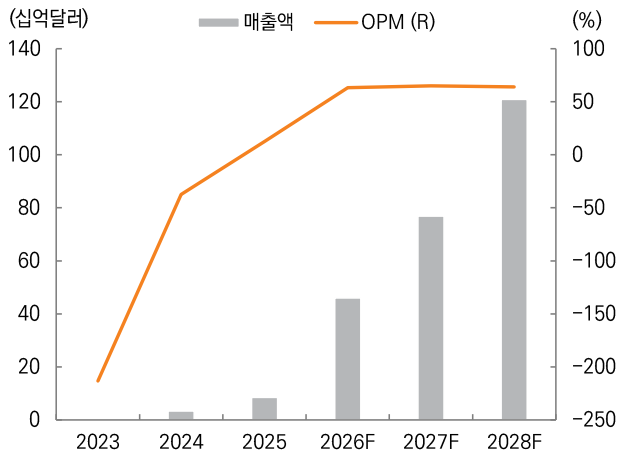
동사의 상장일은 7월 23일로 추정된다. 통상적으로 청약 완료 후 상장까지 약 5거래일이 소요되는 점을 감안하면 7월 23일로 추정되나, 일정이 다소 지연되더라도 7월 내 상장할 것으로 예상된다.

상장 전후 산업 전반 변동성에 유의할 필요가 있다. 과거 SMIC 상장 사례와 유사하게 최근 단기적으로 차익 실현 매물이 나타나고 있는 것으로 판단한다. 상장 이벤트 소멸과 함께 변동성 장세로 전환될 가능성은 배제할 수 없다.

따라서 밸류체인 관점에서 접근하는 것이 유효하다고 판단한다. 중국 반도체 업종에 투자하는 가장 효율적인 전략은 ETF를 통한 접근이다. Global X China Semiconductor ETF(3191 HK), Tiger 차이나반도체FACTSET ETF는 CXMT 공급망 관련 핵심 기업들에 대한 광범위한 익스포저를 제공하고 있기 때문에 투자 전략으로 제시한다.

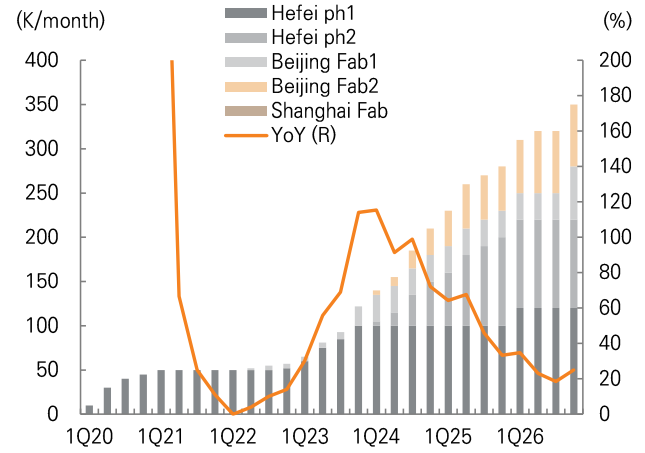
Key Charts

그림 1. CXMT 연간 매출액 및 영업이익률 추이



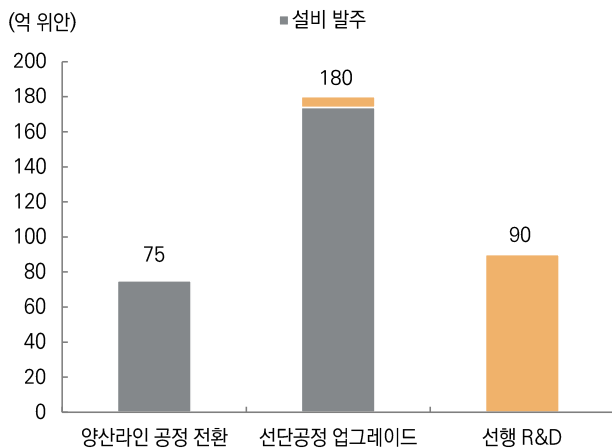
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. CXMT DRAM 캐파 추이 및 전망



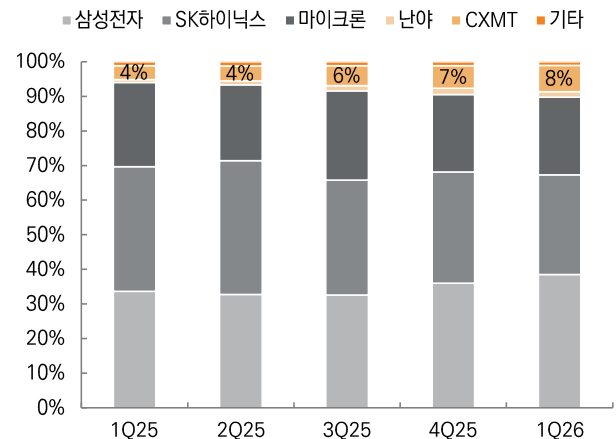
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. CXMT IPO 자금 모집 배분 계획



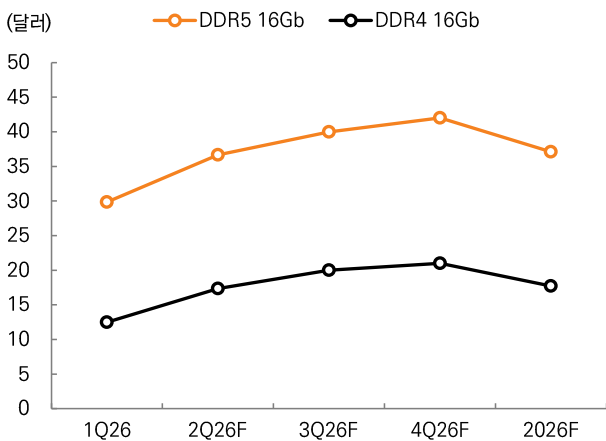
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 주요 메모리 업체 점유율 추이



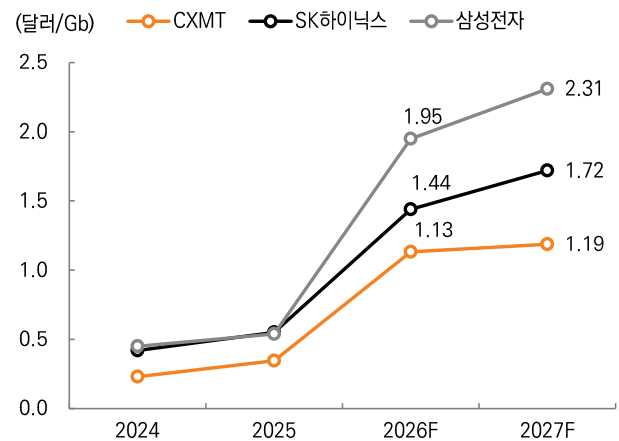
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. DRAM 선물 가격 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 글로벌 메모리 업체 연간 ASP 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

CXMT 온라인 로드쇼 주요 Q&A 정리

실적 및 재무 관련

Q) 매출채권 회전을

A. 23~25년 매출채권 회전율은 각각 34.63회, 21.44회, 36.49회로 비교기업 대비 높은 수준. 대리점(경소상) 매출 비중이 높아 '대금 선수취 후 출고' 방식 거래가 많고, 기말 매출채권 잔액이 상대적으로 작아 자금 회수가 빠른 것이 주된 배경.

Q) 비경상손익 변동 요인

A. 23~25년 지배주주 귀속 비경상손익 순영향액은 각각 +4.12억, +7.25억, -34.41억 위안. 일회성 주식보상비용, 공정가치 변동손익, 투자수익 등이 주요 항목.

Q) 영업활동 현금흐름 현황

A. 영업활동 현금흐름은 23년 -72.72억 위안에서 24년 +68.97억, 25년 +365.20억, 1Q26 +425.66억 위안으로 꾸준한 개선세. 23년 적자는 생산능력 급증기의 대규모 지출에 비해 규모의 경제가 아직 발현되지 않은 탓이며, 이후 DRAM 업황 회복과 제품 믹스 개선, 생산/판매 확대로 흑자 전환.

Q) 종합 매출총이익 및 매출총이익률 변화 추이

A. 23~25년 종합 매출총이익은 -1.75억 → 13.49억 → 253.34억 위안, 매출총이익률은 -1.93% → 5.58% → 40.99%로 상승. 재고평가손실 환입 효과를 제외한 환입 전 매출총이익률도 -112.71% → -4.03% → 37.81%로 빠르게 개선. 25년 규모의 경제 발현으로 주력사업 이익률이 흑자 전환했고, 2H25 DRAM 가격 급등으로 연간 이익률이 큰 폭 상승.

Q) 동종업계 대비 매출총이익률

A. 23~24년 환입 전 매출총이익률은 업계 평균 하회. SMIC/TSMC 등 파운드리와 사업모델이 다르고 화륜마이크로와도 제품군 차이가 크며, 생산능력 급증기의 높은 감가상각/생산원가로 규모의 경제가 덜 발현된 영향. 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 및 난야 등 성숙 IDM과는 발전 단계 상이. 25년에는 규모의 경제 발현과 제품 믹스 개선, DRAM 가격 급등으로 이익률이 흑자 전환하며 삼성전자와 유사한 수준까지 올라섰고 난야 크게 상회. 추세도 메모리 3사와 마찬가지로 업황 저점 통과 후 회복 흐름 시현.

Q) 동종업계 대비 재고자산평가손실 총당비율

A. 23~24년 말 재고평가손실 설정비율이 비교기업보다 높았던 것은 설비 등 장기자산 투자가 커 단위당 감가상각 부담이 크고, 순실현가능가치가 생산원가를 밑돈 데 기인. 24년 이후 제품 세대 격차가 좁혀지고 이익률이 회복되며 격차가 축소되는 추세.

Q) 최근 2년간 재고자산평가손실 총당비율 감소 요인

A. 24~25년 말 설정액/설정비율이 크게 줄어든 것은 업황 회복과 제품 믹스 개선에 따른 평가 상승, 규모의 경제와 생산 효율화에 따른 단위원가 하락이 겹치며 이익률이 개선돼 25년 흑자 전환한 데 기인.

Q) 상위 5대 고객 매출비중 및 고객집중에 따른 위험

A. 23~25년 상위 5대 고객 매출이 주력사업 매출에서 차지하는 비중은 74.12% → 67.30% → 68.08%. 단일 고객 의존 리스크는 크지 않다고 판단하나, 서버/모바일/PC 등 전방 수요가 집중돼 있고 소수 대리점 유통이 주된 판매 경로여서 고객 집중도가 높은 편.

Q) 2026년 상반기 실적 전망

A. 1H26 매출은 1,100억~1,200억 위안(전년 동기 대비 +612.53~677.31%), 순이익 660억~750억 위안, 지배주주 순이익 500억~570억 위안, 비경상손익 제외 지배주주 순이익 520억~580억 위안으로 전망. DRAM 판가의 지속 급등과 생산/판매 확대, 제품 믹스 개선이 근거. 다만 이는 실적 약속이 아닌 경영진의 합리적 추정치.

Q) 26년 1분기 실적 및 성장동력 분석

A. 1Q26 매출은 508.00억 위안으로 전년 동기 대비 +719.13%, 순이익 330.12억 위안, 지배주주 순이익 247.62억 위안, 비경상손익 제외 지배주주 순이익 263.41억 위안 기록. 글로벌 AI 연산 수요 증가와 주요 업체의 캐파 조정으로 DRAM 공급 부족과 2H25 이후 가격 급등이 이어진 가운데, 생산/판매 확대와 제품 믹스 개선이 실적 견인. Q) 제품별 판매량 증가율 현황 및 단가변동

Q) 제품별 판매량 증가율 현황 및 단가변동

A. 23~25년 생산능력 확충과 함께 DRAM 판매량이 빠르게 늘어 DDR/LPDDR 시리즈 판매량 CAGR은 각각 107.16%, 76.93% 기록. 단가는 1H23 이후 업황 회복과 제품 믹스 개선으로 24년 ASP가 회복됐고, 25년에는 고가 제품인 DDR5/LPDDR5X 비중 확대와 2H25 AI 연산 수요 급증/캐파 조정이 맞물려 ASP 한층 크게 상승.

상장 및 밸류에이션 관련

Q) 상장 공모가 PER 산정 기준

A. 수요예측으로 확정된 주당 발행가를 발행 후 EPS로 나눠 산정한 값.

Q) 과거 연속적 적자에 대한 보증기관 평가 현황

A. 22년~1H23 DRAM은 전방 재고 과잉과 수요 부진으로 하락 사이클에 진입해 판가가 1H22 고점 대비 약 50% 하락했고, 업계 전반이 적자 기록. IDM 특성상 지속적/집중적 자본투입이 필요한데, 생산능력 급증기의 고정자산 확대로 감가상각 증가 영향도 상당. 이는 주기적/단계적 성격의 전략적 적자로, 생산능력 확대와 제품 고도화, 업황 반등에 따라 실적 변곡점이 여러 분기 데이터로 확인. DRAM 산업의 주기적 변동 리스크는 투자설명서에 충분히 공시.

Q) 투자가치 이해 방향성

A. 네 가지 관점 제시. 1) 장기 시각 — 반도체는 주기성이 강해 단기 변동이 장기 추세를 좌우하지 않는 장기적 관점 필요. 2) 산업 추세 — 중국은 세계 주요 DRAM 소비시장이나 자국 브랜드 자급률이 낮아 성장 여력이 크고, 선도기업인 동사 수혜 예상. 3) 진입장벽 — 반도체는 진입장벽이 높고, 동사는 축적된 기술장벽과 규모 우위 확보. 4) 성장 잠재력 —

생산능력 확장과 기술 고도화로 성장 잠재력이 점차 실현될 전망.

#모집자금 사용 관련

Q) DRAM 전망기술 연구개발 계획

A. 시장/고객 수요 트렌드와 DRAM 선행 기술 로드맵을 토대로 관련 R&D 추진 계획. 개발 주기가 길고 투자 규모가 큰 특성상, 경제적 효익은 미래 제품/기술 로드맵의 기반 마련과 경쟁력 확보로 발현 전망.

Q) 메모리 웨이퍼 양산라인 기술개조 프로젝트

A. 자회사 라인을 대상으로 중고급 제품 공정으로의 전환을 단계적으로 추진하며, 식각, 박막증착 및 세정 등 공정 개조 포함. DRAM 라인의 기술 고도화와 원가 절감을 도모하는 한편, 국산/신형 장비, 소재 및 부품 도입을 병행해 공급망 국산화/다변화와 리스크 대응력 강화 계획.

Q) 모집자금 295억 위안 사용계획

A. DRAM은 기술 교체 주기가 빠르고 규모의 경제 효과가 뚜렷. 모집자금은 메모리 웨이퍼 양산라인 기술 개조, DRAM 기술 고도화, DRAM 선행기술 R&D 등 본업 중심으로 투입해 사업 확장과 R&D 역량 강화 도모.

Q) 모집투자 프로젝트 전망

A. 자금은 본업 중심으로 투입. DDR5, LPDDR5/5X의 전방 시장 침투가 빨라지고 서버, 모바일, PC 및 전장 수요가 확대되며 프로젝트 전망 양호.

#산업구조 및 경쟁구도 관련

Q) GigaDevice과의 경쟁관계

A. 주력사업, 사업모델, 제품구조, 전방 응용처, 고객, 공급업체, 향후 공정 및 사업 계획 등에서 실질적 차이 존재. DRAM 사업에서도 발전 배경, 제품구조, 시장 포지셔닝, 사업 단계 및 전략 목표가 뚜렷이 달라, 실질적 경쟁/대체 관계나 동종업 경쟁, 이익 이전 같은 특수관계 부재..

Q) DRAM 산업 주요 진입장벽

A. (1) 기술 — 설계/제조 공정이 복잡하고 전문 영역이 넓으며 기술 교체가 빠른 고난도 영역. (2) 인재 — 핵심 인력의 지식, 연구개발 역량 및 경험 요구가 매우 높은 인력집약 산업. (3) 자금/생산능력 — IDM 특성상 기술 개발/라인 건설에 막대한 자금이 지속 소요되고, 규모의 경제로 원가를 낮춰야 수익성 확보 가능. (4) 운영관리 — 공급망 관리가 복잡하고 높은 전문성 요구.

Q) 국내 DRAM 산업의 시장경쟁구도

A. 동사는 출하량/매출 기준 중국 1위, 글로벌 4위. 삼성전자, SK하이닉스 및 마이크론 등 3대 업체 외 일정 점유율을 가진 곳은 대만의 난야, 원본드 및 파워칩 등에 집중돼 있고, 중국 내 다른 반도체 기업은 대부분 칩 설계에 주력. 글로벌 DRAM은 3대 업체가 90% 이상을 차지하는 고집중 시장이며, 동사는 중국 선두로서 핵심 원천기술을 확보해 자체 개발/설계/양산 실현. 국산화 흐름 속 점유율 확대 여지 상당.

Q) DRAM 밸류체인 단계

A. 후방에는 IP, EDA, 장비, 부품 및 소재가, 중간 단계에는 DRAM 설계, 웨이퍼 제조 및 패키징/테스트가 위치하며 이 중간 단계가 핵심. 전방은 서버, 모바일, PC, 통신, 산업제어 및 스마트홈 등 응용처로 구성.

Q) 상장이 산업 밸류체인에 미치는 영향

A. 중국 DRAM 선두로서 이번 상장은 자체 성장분 아니라 메모리 설계, EDA, 소재, 장비/부품, 모듈 및 전방 응용 등 밸류체인 전반의 협력 발전을 견인해 중국 반도체 밸류체인 역량 제고와 산업 고도화에 기여 전망.

#시장규모 및 전망 관련

Q) DRAM이 데이터 핵심 하드웨어로 자리잡은 이유

A. DRAM은 디지털 경제의 핵심 인프라이자 반도체 시장 내 비중이 가장 큰 단일 품목 중 하나. WSTS 기준 25년 글로벌 IC 시장은 7,009억 달러로 반도체 전체의 약 88%, 이 중 메모리는 2,300억 달러로 IC의 약 33%. Omdia/WSTS 기준 DRAM은 메모리 중 최대 품목으로 25년 시장 규모 1,505억 달러, 메모리의 약 65% 차지.

Q) 글로벌 DRAM 산업의 시장규모와 발전전망

A. Omdia 기준 글로벌 DRAM 시장은 25년 1,505억 달러에서 30년 5,710억 달러로 성장 전망(CAGR 30.56%). 연산/처리칩 성능 향상으로 DRAM 요구 수준이 높아지며 대용량/고속/저전력 고도화가 지속되고, 선도 기술력 유지가 경쟁의 핵심으로 부상.

Q) 서버용 DRAM 시장 전망

A. 서버 DRAM은 가장 빠르게 성장할 응용처 중 하나. Omdia 기준 서버 비중은 25년 약 50%에서 30년 약 71%로 확대되고, 서버 탑재 DRAM 총량은 25년 약 19,953MGB에서 30년 약 69,340MGB로 늘어(CAGR 약 28.29%) 데이터센터 확장과 클라우드가 성장 견인.

Q) 모바일용 DRAM 시장 수요 성장 요인

A. 모바일은 DRAM 핵심 전방 시장으로 스마트폰이 주력. 성능/기능 고도화가 단말당 탑재 용량 증가 견인. Omdia 기준 모바일 탑재 DRAM 총량은 25년 약 11,111MGB에서 30년 약 13,776MGB(CAGR 약 4.39%)로 전망.

Q) PC용 DRAM 시장 전망

A. PC는 DRAM 세 번째 응용처로, 교체 수요와 온디바이스 AI 확산이 성장 동력. Omdia 기준 PC 탑재 DRAM 총량은 25년 약 5,137MGB에서 30년 약 7,930MGB(CAGR 약 9.07%)로 전망.

Q) 자율주행 및 스마트콕핏 수요의 DRAM에 대한 영향

A. 전장 DRAM은 성장 잠재력이 가장 큰 신형 영역 중 하나. 현재 비중은 제한적이나 차량 지능화/연결성 가속으로 자율주행/스마트콕핏 수요가 고성장 견인 전망. Omdia 기준 전장 탑재 DRAM 총량은 25년 약 968MGB에서 30년 약 1,916MGB(CAGR 약 14.63%)로 전망.

#제품 및 기술 관련

Q) 제품 핵심 경쟁우위

A. DRAM은 대용량/고속/저전력이 지속 요구. 16년 설립 이후 '세대 건너뛰기(跳代)' 전략으로 1~4세대 공정 양산과 DDR4/LPDDR4X에서 DDR5/LPDDR5/5X까지 제품 라인업 완성. 핵심 제품/공정 기술은 국제 선진 수준에 도달했고, 생산능력은 중국 1위/글로벌 4위로 글로벌 DRAM 시장의 주요 경쟁사로 부상.

Q) DRAM 제품의 기술원리와 제품우위

A. DRAM 셀은 트랜지스터/커패시터 각 1개(1T1C)로 구성되며 커패시터의 충/방전 상태로 0/1 표현. 커패시터의 누설 특성상 주기적 리프레시가 필요해 '동적(Dynamic)' 메모리로 지칭. SRAM 등 다른 휘발성 메모리 대비 셀 구조가 단순해 좁은 면적에 많은 셀을 집적할 수 있어 고집적/원가효율 우위 보유.

Q) 현재 중점적으로 추진하는 연구개발 프로젝트

A. (1) 4세대 공정 및 관련 제품 — 대용량/고성능 LPDDR4X, DDR5 및 LPDDR5X로 서버, 모바일 및 PC 수요에 대응. (2) 5세대 공정 — 개선된 멀티패터닝으로 집적도와 어레이 성능을 높이는 단계로 개발 중. (3) 선행 연구 — JEDEC 표준의 고밀도 LPDDR5X, LPDDR6 및 DDR5 등 차세대 제품/기술 개발 중.

Q) 특허 현황

A. 25년 말 기준 국내 특허 3,929건(발명특허 3,165건), 해외 특허 3,043건 보유. DRAM 설계/제조 기술력을 바탕으로 공정/제품 개발과 산업화 추진.

Q) DRAM 모듈 사업 제품군

A. 자체 개발 DRAM을 기반으로 한 모듈은 DDR4/DDR5 시리즈로, RDIMM, MRDIMM, UDIMM/CUDIMM, SODIMM/CSODIMM 및 LPCAMM 등으로 구성. RDIMM/MRDIMM은 서버, UDIMM/CUDIMM은 워크스테이션/데스크톱, SODIMM/CSODIMM은 노트북/일체형 PC, LPCAMM은 고성능 노트북/모바일 워크스테이션에 주로 사용. DDR4 모듈은 8~64GB/최대 3,200Mbps, DDR5 모듈은 8~128GB/8,000Mbps 이상 지원.

Q) LPDDR 시리즈 제품 경쟁우위

A. LPDDR은 메모리-CPU 간 배선 저항과 채널 폭을 줄여 저전력을 구현하며 스마트폰/태블릿 등에 사용. LPDDR4X는 LPDDR4 대비 패키징, 핀 및 인터페이스 설계를 개선해 동일 성능에서 전력 소모를 낮추고 안정성 제고. 자체 개발한 LPDDR5/5X는 대용량/고속/초저전력/고보안이 특징으로, 전세대 대비 단일 칩 용량/속도가 크게 향상되고 소비전력은 추가 절감. 온다이 ECC 등 RAS 기능으로 실시간 오류 정정을 구현해 데이터 안정성을 강화했으며, 중고급 스마트폰, 노트북 및 AIoT 수요에 대응해 샤오미/트렌스 등 공급망에 진입.

#운영 및 거버넌스 관련

Q) 칩 패키징 및 테스트 단계

A. 패키징은 자체 기술 기반의 외주(OSAT) 방식으로 후공정 전문업체에 위탁. 계획부서가 외주 계획을 세우고 생산부서가 물량을 산출/발주하며, 외주관리부는 업체/프로젝트 평가와 품질/납품을, 후공정 구매부는 계약/정산 담당. 테스트는 자체 테스트 위주에 외주를 보조로 하며, 일부는 완전자회사 창신(허페이), 일부는 전문업체에 위탁.

Q) 웨이퍼제조 투입산출 계획체계

A. 생산은 생산계획 수립, 작업계획 편성, 준비 확인 및 실행, 공정 모니터링, 웨이퍼 산출/입고 단계로 구분. 계획부서가 판매 수요, 생산능력 및 공정 파라미터를 반영해 정기 투입/산출 계획을 세우고, 제조부서가 라인 지표에 맞춰 생산 순서를 배정/실행하며, 엔지니어링/품질부서와 함께 공정/품질 관리.

Q) 25년 인건비 증가 원인

A. 25년 이사, 감사, 경영진 및 핵심 인력의 인건비 증가는 1) 실적 개선으로 경영 목표를 초과 달성해 연말 상여 등 변동급여 반영, 2) 24년 10월 이후 경영진 인원 증가에 기인.

Q) 미해결 지식재산권 소송 존재 여부, 지식재산권 조기경보 및 리스크 방지 체계

A. 현재 경영에 중대한 영향을 줄 미해결 지식재산권 소송 부재. 글로벌 주요 시장을 아우르는 특허 포트폴리오와 전 과정 관리 체계를 갖춰 리스크를 방지하고 있으며, 타인의 지식재산권을 존중하고 자체 혁신으로 경쟁력 구축.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 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.