

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	CNY 80
현재주가(26/7/27)	CNY 49.00
상승여력	63.3%

상하이 종합(p)	3,858.24
EPS 성장률(26F, %)	224.2
P/E(26F, x)	820
배당수익률(%)	0
시가총액(십억 CNY)	3,277.80
시가총액(조원)	710.21
상장주식수(백만주)	66,881

[차이나테크]

강민희

minhui.kang@miraeasset.com

688825 CH · 중국 반도체 · 중국

CXMT

마침내 깨어난 거인의 시간

투자 의견 '매수', 목표주가 80위안으로 조사분석 개시

동사는 전일 과창판에 상장하며 시총 1위에 등극하였다. 동사에 대해 '매수' 의견을 제시하며, 목표주가 80위안으로 조사분석을 개시한다. 목표주가는 동사의 27년 EPS 3.98위안에 중국 주요 반도체 기업 피어 27F P/E 평균에 15% 할인하여 산출했다. 동사가 국산 메모리 자립의 상징적 종목으로 국산화 기조 전반의 벤치마크 역할을 하고 있어, 글로벌 메모리 업체보다 국산화 프리미엄을 공유하는 중국 반도체 기업과의 비교가 더욱 타당하다고 판단하여 밸류에이션 비교군으로 채택했다.

투자포인트: 중국 메모리 자립 내수 DRAM 공급 공백 유일 대체제

1) AI 가속기 국산화 기조 수혜: 25년 중국 GPU 시장에서 국산 비중이 41%까지 확대되었으며, 하위 업체들간 물량 격차가 크지 않은 다자 경쟁 구도다. 이에 따라 동사의 메모리 고객군이 국산 GPU 생태계 전반으로 확산될 것으로 기대한다.

2) 중국 내수 범용 DRAM 공급 공백 흡수: 미국 빅테크의 데이터센터 투자 확대로 글로벌 빅3의 웨이퍼가 HBM에 우선 배정되며 중국 시장의 메모리 공급 공백이 심화되고 있다. 이에 따라 중국 내수의 메모리 공백은 동사가 채울 수 밖에 없는 구조로 이어지며, 공급자 우위 구도 아래 가격 협상력 또한 강화될 것으로 판단한다.

3) LTA 기반 외형 성장성 확보: 메모리 초과 수요 국면에서 주요 빅테크는 기존 1~2년 계약 기간에서 3~5년으로 전환되는 추세다. 동사 또한 주요 빅테크향 메모리 LTA를 잇따라 체결하며 안정적 외형 성장 경로를 구축할 것으로 예상된다.

실적 전망: P, Q 동반 상승, 실적 랠리 시작

26년 매출액은 2,850억 위안(YoY +401%, 한화 62조원), 영업이익 1,809억 위안(YoY +1,601%, 한화 39조원)을 기록하며 성장 모멘텀이 지속될 전망이다. IPO 자금 기반 CapEx 집행에 따른 Q(Bit 생산량) 증가와, 메모리 초과 수요에 따른 ASP 증가가 동시 작용할 전망이다. 또한 제품 믹스 고도화에 따른 마진 개선도 기대된다.

리스크: HBM 선단 공정 수율은 아직

동사의 HBM 수율은 아직까지 낮은 수준이다. EUV-Less 공정의 한계로 HBM4 진입에는 제약적이기 때문에 DUV 멀티패터닝 공정 성숙도를 높이는 것이 급선무다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만 위안)	24,178	61,799	285,043	436,079	530,906
영업이익 (백만 위안)	-6,059	10,640	180,941	295,620	399,893
영업이익률 (%)	-25.1	17.2	63.5	67.8	75.3
당기순이익 (백만 위안)	-7,145	1,875	166,807	257,742	308,559
EPS (위안)	-0.13	0.03	2.49	3.98	4.84
ROE (%)	-17.5	3.8	54.5	44.2	34.4
P/E (배)	-	-	19.7	12.3	10.1
P/B (배)	-	-	10.4	5.7	3.6

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 목표가 산정

투자 의견 '매수', 목표주가 80위안으로 조사 분석 개시

동사에 대한 '매수' 의견을 제시하며, 목표주가 80위안으로 조사 분석을 개시한다. 목표가는 동사의 27년 EPS 3.98위안에 목표배수 P/E 20배를 적용했다. 동사의 27F P/E는 목표배수 대비 이미 할인된 상태다. 이는 성장 초기 거래로 인한 변동성과, 아직 시장이 동사의 이익 가시성을 충분히 반영하지 못한 데 기인한다고 판단한다.

당사는 글로벌 메모리 피어가 아닌 중국 주요 반도체 기업을 밸류에이션 비교군으로 채택했다. 동사가 국산 메모리 자립의 상징적 종목으로 국산화 기조 아래 벤치마크 역할을 하고 있어, 글로벌 메모리 기업보다 국산화 프리미엄을 공유하는 중국 반도체 기업과의 비교가 더욱 타당하고 판단하기 때문이다.

이에 따라 SMIC, NAURA, Montage, GigaDevice, Cambricon 등 각 밸류체인별 주도 종목을 27년 P/E 평균은 23.5배로, 국산화 프리미엄이 이미 반영된 수준이다. 동일 피어군 내에서 사업모델이 가장 유사한 SMIC의 27F P/E가 피어 평균 대비 약 39% 낮게 거래되고 있다는 점을 감안하면, 15% 할인은 오히려 보수적인 수준이라고 판단한다. 또한 장치 산업 특성상 이익 변동성이 낮다는 점을 감안하여 보수적으로 설정했다.

표 1. CXMT 12개월 목표주가 산정

구분	Value	비고
2027F EPS (위안)	3.98	
2027F P/E (x)	12.3	
Target P/E (x)	20	중국 주요 반도체 피어 평균 27F P/E 23.5배에 15% 할인 적용
목표주가 (위안)	79.6	
목표주가 (조정)	80	
현재주가 (위안)	49	26.07.27 종가 기준
상승여력 (%)	63.3	투자 의견 '매수' 제시

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. CXMT 기업 Peer Valuation

(십억 위안, 십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
CXMT	688825 CH	3,277	2813.3	4335.3	1402.6	2398.1	65.3	57.3	23.4	13.7	15.1	7.7	-	-
SMIC	002371 CH	448.3	78.1	92.3	9.3	12.5	7.1	9.9	4.8	6.1	67.7	49.6	3.2	3.0
NAURA	688120 CH	220.9	50.5	64.7	8.0	11.6	7.7	11.1	17.5	20.6	72.4	50.5	12.5	10.2
Montage	688008 CH	88.7	7.5	10.9	3.5	5.4	3.6	5.4	22.3	25.4	75.7	50.6	17.2	13.5
GigaDevice	603986 CH	44.0	8.8	12.1	1.8	2.7	1.8	2.6	22.9	26.7	120.8	84.2	26.3	20.5
Cambricon	688256 CH	261.7	18.2	33.7	6.1	12.4	6.0	11.4	36.9	48.6	122.8	62.2	40.1	24.1
중국 반도체 주요 기업 평균							15.3	16.3	21.3	23.5	91.9	59.4	19.9	14.3
SK하이닉스	000660 KS	98.7	242.3	370.0	156.9	234.2	97.5	66.0	5.6	3.8	3.6	1.9	3.9	1.9
삼성전자	005930 KS	242.4	487.8	637.8	203.5	291.0	51.4	46.2	5.5	3.8	2.4	1.6	3.2	1.8
마이크론	MU US	98.8	129.6	248.7	83.1	175.1	74.6	72.8	12.6	6.2	7.7	3.6	9.9	4.6
난야	2408 TT	3.8	10.7	16.3	6.6	9.9	71.1	59.3	6.9	4.4	3.8	2.2	4.3	2.4
글로벌 메모리 기업 평균							73.7	61.6	7.6	4.5	4.4	2.3	5.3	2.7

주: CXMT 포함 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

실적 랠리 시작, P, Q 동반 상승

동사는 올해도 전년 흑자 전환에 이어 고성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 당사 추정 기준 26년 매출액은 2,850억 위안(YoY +401%, 한화 62조원), 영업이익 1,809억 위안(YoY +1,601%, 한화 39조원)을 기록하며 성장 모멘텀이 지속될 전망이다.

시장조사기관 Trendforce에 따르면 26년 글로벌 DRAM ASP는 YoY +232% 상승할 것으로 예상되며, 당사는 동사의 26년 ASP를 YoY +228%로 추정해 시장 평균에 대체로 부합하는 수준으로 판단한다. 다만 이 상승분은 단순 업황 가격 전가보다 제품 믹스 개선에 기인하는 부분이 크다고 판단한다.

동사의 제품 포트폴리오가 저가 범용 제품에서 DDR5 및 LPDDR5X 등 고부가 제품으로 전환되고 있으며, 여기에 IPO 자금을 기반으로 한 공격적인 CapEx 집행에 따른 Bit 생산량 확대가 더해지면서 P, Q 동반 상승 구간에 진입할 것으로 판단한다. 다만 올해는 Q 증가분(YoY +53%)보다 P 상승분(YoY +228%)이 실적 견인의 주요 동인으로 작용할 것으로 전망한다. 이는 메모리 쇼티지 국면에서 Capa 증설에 따른 생산 기반 확대보다 가격이 더욱 민감하게 반응하기 때문이다.

27년 매출액은 4,308억 위안(YoY +52%, 한화 93조원), 영업이익 2,956억 위안(YoY +63%, 한화 64조원)을 기록할 것으로 전망한다. DRAM 가격 상승 사이클이 27년에 정상화 구간에 진입하면서 동사의 ASP 역시 완만하게 증가할 전망이다. 또한 27년부터 HBM 양산에 본격적으로 돌입하면서 매출에 기여하기 시작할 것으로 기대되나, 초기 가동 단계의 낮은 수율로 인해 HBM 매출 기여가 가시화되는 시점은 28년부터일 것으로 전망한다.

표 3. CXMT 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (조 원)	1.3	2.0	3.6	6.4	11.0	13.9	16.8	20.1	13.4	61.9	94.6	115.2
매출액 (백만 위안)	6,202	9,236	16,646	29,715	50,800	64,200	77,521	92,522	61,799	285,043	436,079	530,906
매출액 (백만 달러)	856	1,275	2,297	4,101	7,620	9,630	11,628	13,878	8,528	42,756	65,086	79,240
QoQ/YoY	-21.2	48.9	80.2	78.5	85.8	26.4	20.8	19.4	158.3	401.3	52.2	21.7
ASP (\$/Gb)	0.18	0.21	0.34	0.58	0.90	1.05	1.21	1.33	0.35	1.13	1.48	1.33
QoQ/YoY	-26.1	14.6	63.6	69.1	56.5	16.3	15.0	10.0	33.7	228.0	30.0	-10.0
Bit 생산량 (mn Gb)	4,701	6,111	6,732	7,109	8,441	9,168	9,627	10,445	24,653	37,680	44,122	59,686
QoQ/YoY	6.7	30.0	10.2	5.6	18.7	8.6	5.0	8.5	87.9	52.8	17.1	35.3
Bit/Wafer (K Bit)	6,813	7,835	8,311	8,463	9,702	10,187	10,696	11,231	7,901	10,129	11,142	13,816
QoQ/YoY	-2.6	15.0	6.1	1.8	14.6	5.0	5.0	5.0	24.7	28.2	10.0	24.0
영업이익 (백만 달러)	-391	-191	157	1,893	5,315	6,030	6,920	8,876	1,468	27,141	42,306	59,667
QoQ/YoY	적지	적지	흑전	1,106.7	180.7	13.4	14.8	28.3	흑전	1,748.4	55.9	41.0
OPM	-45.6	-15.0	6.8	46.2	69.7	62.6	59.5	64.0	17.2	63.5	65.0	75.3
순이익 (백만 달러)	-390	-174	-261	1,084	4,952	5,548	6,339	8,182	259	25,021	39,052	55,705
QoQ/YoY	적지	적지	적지	흑전	356.8	12.0	14.2	29.1	흑전	9,570.7	56.1	42.6
NPM	-45.6	-13.7	-11.4	26.4	65.0	57.6	54.5	59.0	3.0	58.5	60.0	70.3

자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터 추정

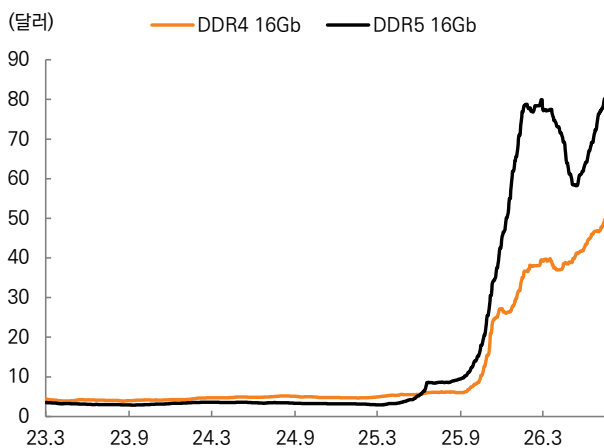
P: DRAM 초과 수요에 따른 ASP 상승

시장조사기관 Trendforce는 DRAM 가격 전망치를 분기마다 상향 조정하고 있다. Omdia에 따르면 26년 DRAM 시장 규모가 전년 대비 약 2배로 성장할 것으로 전망하며, 공급 부족 해소 시점을 27년 하반기 이후로 제시했다. 이는 곧 ASP 상승으로 이어질 전망이다.

당사 추정 CXMT의 DRAM ASP는 25년 연간 기준으로 0.35달러/Gb로, 26년 연간 ASP는 YoY +228% 상승한 1.13달러/Gb를 기록할 것으로 추정한다. 당사는 이미 작년 LPDDR5X 양산을 개시했으며, 올해 DDR5 출하 비중 확대와 함께 LPDDR5X 최상위 스펙 제품의 양산 진입이 예상된다. 이에 따라 제품 믹스 고도화에 따른 추가 ASP 상승 여력이 있다고 판단한다.

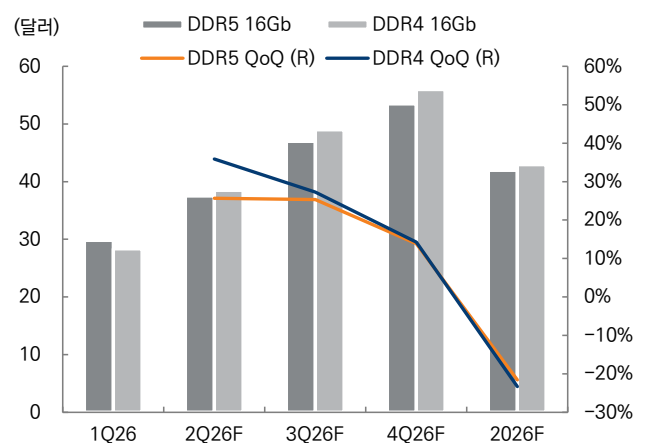
28년 이후에는 DRAM 가격 상승 사이클이 정상화 국면에 진입하며 상승폭이 둔화될 것으로 전망한다. 다만 당사는 28년부터 HBM 양산을 본격화할 것으로 예상되며, 이로 인해 Blended ASP 상승에 추가로 기여하며 가격 상승 효과가 글로벌 업황과 무관하게 27년 이후에도 이어질 것으로 전망한다.

그림 1. 글로벌 DRAM 16Gb 현물 가격 추이



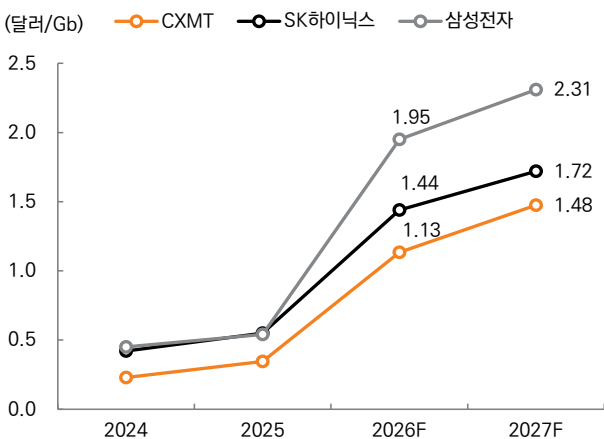
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 DRAM 분기 계약 가격 전망



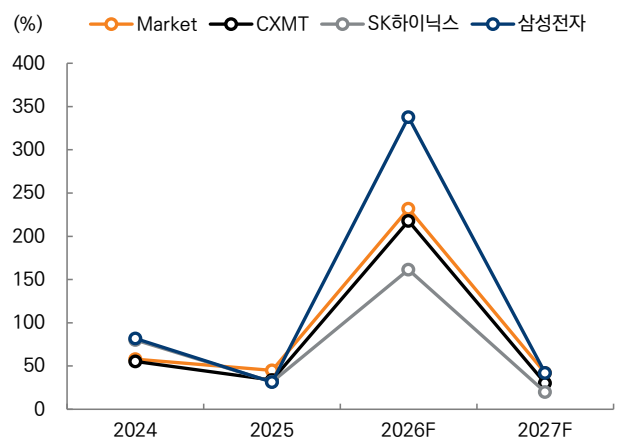
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 주요 메모리사 DRAM ASP 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 글로벌 주요 메모리사 DRAM ASP 상승률 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Q: 증설은 이제 시작이다

동사는 27년부터 증설 속도가 가속화될 것으로 전망한다. 허페이와 베이징에 위치한 기존 팹 3기는 25년 말 기준 평균 가동률 95%에 도달했으며, 올해에도 풀캐파 운영이 이어질 전망이다. 당사는 26년 말 기준 월 평균 웨이퍼 생산능력은 31만 장 수준까지 확대될 것으로 예상한다.

현재 증설 중인 상하이 팹은 향후 CXMT의 전략적 핵심 생산기지가 될 전망이다. 상하이 팹은 동사의 HBM 생산 핵심 허브가 될 것으로 예상되며, 디자인 캐파는 허페이 팹의 2~3 배 수준으로 파악된다. 동사의 HBM 양산 일정은 공식적으로 공개된 바 없으나, 업계에 따르면, 증설 타임라인은 26년 말 설비 설치 완료 후 27년 램프업, 28년 풀가동을 목표로 하고 있다.

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

표 4. CXMT 팹 분기별 생산능력 추이

(k WPM)

팹 구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
허페이 팹 1기	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	110
허페이 팹 2기	60	80	90	100	100	100	100	100	100	100	100	100
베이징 팹 1기	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	40
베이징 팹 2기	40	50	50	50	60	70	70	70	60	70	70	70
상하이 팹 1기								10	20	40	50	60
합계	230	260	270	280	290	300	300	310	310	340	350	380

자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CXMT 허페이 팹 위성지도



자료: SemiAnalysis, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. CXMT 상하이 팹 부지 위성지도



자료: Baidu, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

1. AI 가속기 국산화 기조 수혜

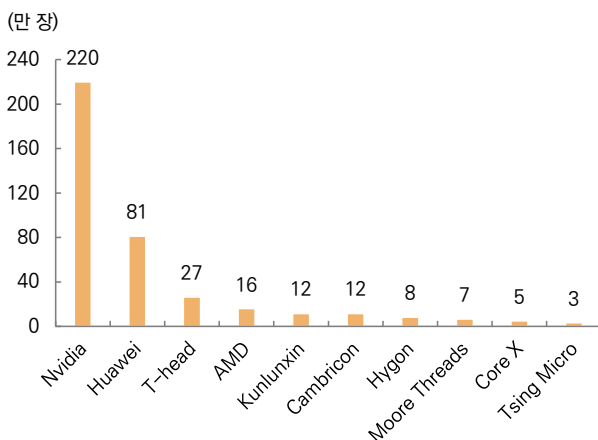
동사는 국산화 기조 아래 국가자본의 지지가 가장 두터운 기업 중 하나로 판단한다. 대기금 2기를 포함한 국유자본이 지분 36% 이상을 보유하고 있으며, 23년 증자 당시 대기금 2기가 145.6억 위안을 투입해 자회사 지분 33.15%를 확보한 이력을 고려하면 국가자본이 동사를 국산 메모리 국산화의 핵심 축으로 규정하고 있다고 판단한다.

국산화 수혜는 메모리 자체보다 GPU 생태계를 통해 더 뚜렷하게 확인된다. IDC에 따르면 25년 중국 AI 가속기 총 출하량 약 400만 개 중 국산 제조사 비중이 41%(약 165만 개)까지 올라선 반면, 엔비디아는 미국 수출 통제 이전 약 95%에 달했던 점유율이 55%(약 220만 개)까지 위축됐다.

국산 진영 내부는 화웨이 Ascend가 81만 개로 1위를 차지했으나, 알리바바 T-Head, 바이두 쿤룬신, Cambricon 등 2~8위 간 물량 격차가 크지 않다. 국산 GPU 시장이 화웨이 원톱 과점 구조가 아니라 다수 팍리스가 동시에 경쟁하는 초기 다자 경쟁 국면에 있다고 판단한다.

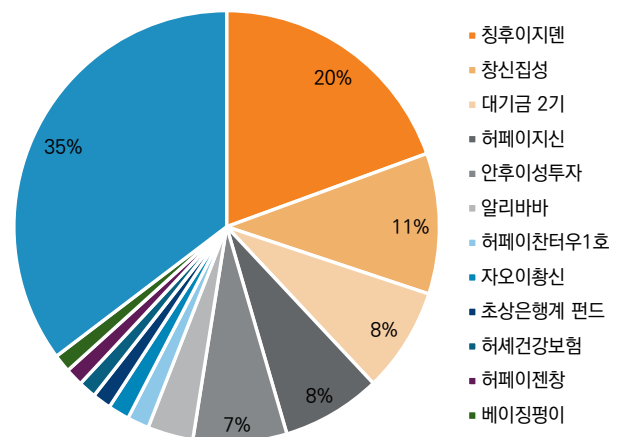
이러한 다자 경쟁 구도는 동사에 유리하게 작용할 것으로 판단한다. AI 가속기는 HBM과 서버형 DRAM과 페어링되어 공급되는 구조인데, 국산 GPU 진영이 최소 7~8개 팍리스로 분산돼 있다는 것은 동사의 잠재 고객군이 그만큼 넓다는 의미다. 특정 GPU 업체 한 곳에 대한 의존도 없이 국산 GPU향 메모리 수요 전반을 흡수할 수 있는 위치에 있으며, 대기금을 중심으로 한 국가자본의 지속적 지원이 이러한 포지셔닝을 뒷받침하는 구조라고 판단한다.

그림 7. 25년 중국 AI 가속기 브랜드별 판매량 추이



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. CXMT 지분 구조



자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

2. 중국 내수 범용 DRAM 공급 공백 흡수

당사는 미국 하이퍼스케일러의 26년 CapEx 총액은 \$806B(YoY +73%)로 추정한다. 이 같은 대규모 AI 데이터센터는 HBM의 핵심 수요처다. HBM은 대용량, 고대역폭 특성으로 AI 가속기에 필수적인 반면, 범용 DRAM 대비 웨이퍼 소모량이 3~4배에 달하고 가격도 DDR5 대비 4배 이상 높게 형성돼 있다. 이에 따라 글로벌 빅3는 제한된 생산능력을 HBM에 우선 배정할 유인이 크다.

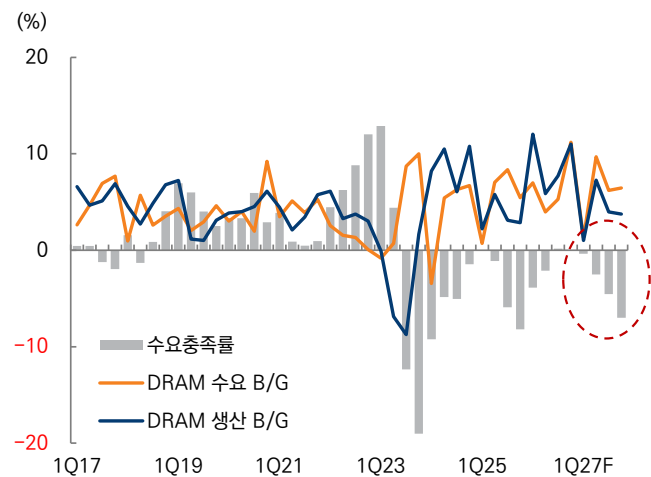
여기에 더해 범용 DRAM 생산능력마저 미국 정부의 생산시설 이전 압박과 마이크론의 소비자용 물량 축소까지 겹치면서, 미국 외 시장의 메모리 공급 공백이 심화되고 있다.

중국 내수의 메모리 공급 공백은 결국 동사가 채울 수밖에 없는 구조로 이어진다. 중국 빅테크의 AI 인프라 투자 역시 확대되고 있는 가운데 대안 공급처가 절실한 상황이다. 공급자 우위 구도가 지속되는 한 동사의 가격 협상력 또한 강화될 것으로 판단한다.

금번 애플이 CXMT와 공급 논의를 진행한 점에 주목한다. 글로벌 메모리 빅3가 사실상 가격 주도권을 쥔 구조에서, 최상위 고객사인 애플조차 동사를 대안 공급처로 검토하고 있다는 점은 기존 공급 질서에 변화 조짐이 나타나고 있음을 시사한다.

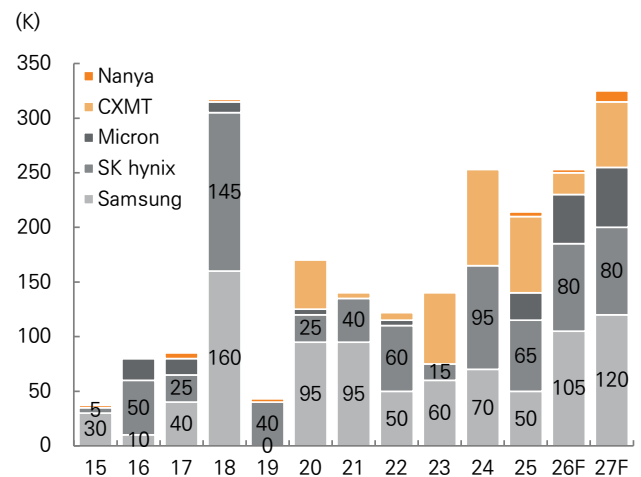
다만 실제 성사 여부는 확정되지 않았다. 검토 범위가 중국향 판매 기기로 한정될 가능성이 높아 매출 기여는 제한적일 것으로 예상되며, 동사가 미 국방부 블랙리스트(1260H)에 올라 있어 의회 반대 등 정치적 리스크에 직면해 있다는 점도 유의해야 한다. 당사는 이를 확정 실적 동력이 아닌 잠재적 상방 요인으로 제한적으로 반영한다.

그림 9. DRAM 공급과잉률 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. DRAM 신규 Wafer capa 투입 규모



자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. LTA 기반 외형 성장 시작

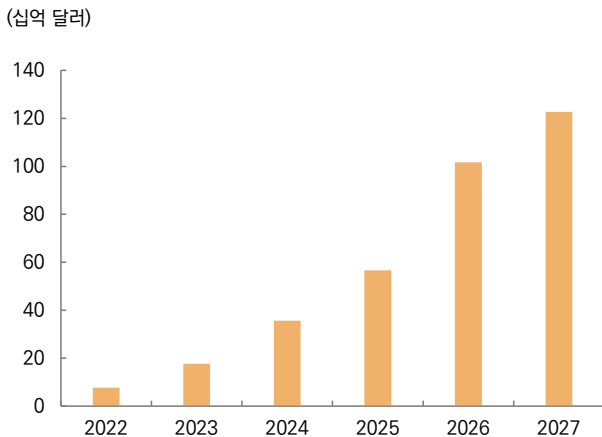
글로벌 서버용 DRAM의 초과 수요 국면이 지속될 것으로 전망한다. Omdia에 따르면, 26년 글로벌 서버용 DRAM 시장점유율은 전년 대비 +10%p 상승한 60%를 기록할 전망이며, 이는 DRAM 수요의 무게중심이 서버로 빠르게 이동하고 있음을 보여준다.

중국 정부 차원에서도 올해부터 향후 5년간 약 2조 위안(약 450조 원) 규모의 데이터센터 투자 계획을 발표하며 AI 인프라 투자 의지를 재차 확인했다. 바이트댄스는 올해 AI 데이터센터 CapEx를 전년 대비 약 2.8배인 최대 700억 달러(약 102조원)로 늘릴 계획이며, 알리바바 역시 26~28년 3년간 클라우드 및 AI 인프라에 최대 3,800억 위안(약 82조원)을 투입할 계획이다. 웨이퍼 재배정 속도가 CapEx 집행 속도를 따라가지 못하는 만큼, 이번 공급 쇼티지는 단순 재고 사이클보다 길게 이어질 것으로 판단한다.

이러한 수요 확대는 실제 계약으로 전환되고 있다. 동사는 26년 6월 텐센트와 3~5년, 약 200억 위안(약 4.6조 원) 규모의 LTA를 체결한 데 이어, 7월에 바이트댄스와 5년간 총 70억 달러(약 10조 원) 규모의 메모리 구매 계약을 체결한 것으로 파악된다. 기존 1년 내외였던 계약 기간이 3~5년으로 늘어난 것은 서버용 DRAM에 대한 하이퍼스케일러의 확보 경쟁이 치열해졌음을 보여주는 신호다.

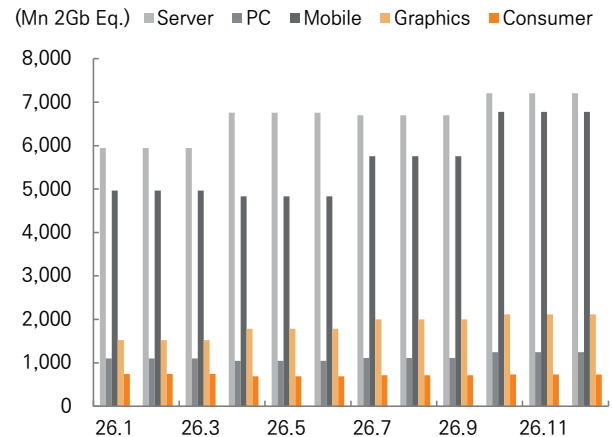
결론적으로 빅3의 범용 DRAM 공급 공백이라는 외생적 요인에 더해, 빅테크용 LTA를 통해 수천억 위안 규모의 수주가 이미 확보되었다는 점에서 중장기 외형 성장 경로가 상당 부분 구축되어 있다고 판단한다.

그림 11. 중국 주요 하이퍼스케일러 CapEx 전망



자료: Goldman Sachs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 글로벌 DRAM 부문별 월간 생산량 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

선단공정 공급 병목 및 수출 리스크

미국의 대중 반도체 장비 수출 규제가 동사의 EUV 공정 전환을 제약하고 있으며, 이는 당사가 반영한 HBM 성장 스토리와 Capa 램프업 일정 전반에 걸친 하방 리스크로 작용한다고 판단한다. 동사는 EUV-Less 공정을 기반으로 16nm DDR5·LPDDR5X를 양산 중이며 DDR5 칩 수출은 24년 말 기준 80% 이상으로 메모리 3사 수준에 근접했으나, Tech node 기준으로는 메모리 3사 대비 약 3~4년의 기술 격차가 존재하는 것으로 추정된다.

HBM 로드맵 지연이 가장 직접적인 리스크로 판단한다. 동사는 25년 초 HBM2 양산에 성공했고 26년 HBM3, 27년 HBM3E 양산을 목표로 하고 있으나, EUV-Less 공정의 한계로 HBM4 진입에는 제약이 있을 가능성이 높다.

수출 규제는 생산능력 확장에도 제약으로 작용하고 있는 것으로 판단한다. 상하이 팹의 설비 반입 및 EUV-Less 공정 전환 과정에서 미국 수출 규제가 병목으로 작용하고 있으며, 이는 당사가 반영한 Capa 램프업 일정 대비 하방 리스크다. 향후 중국 반도체 장비 자립화 속도가 이 격차를 얼마나 좁히는지가 실적 추정의 핵심 변수가 될 전망이다.

그림 13. CXMT 및 메모리 3사의 HBM 로드맵

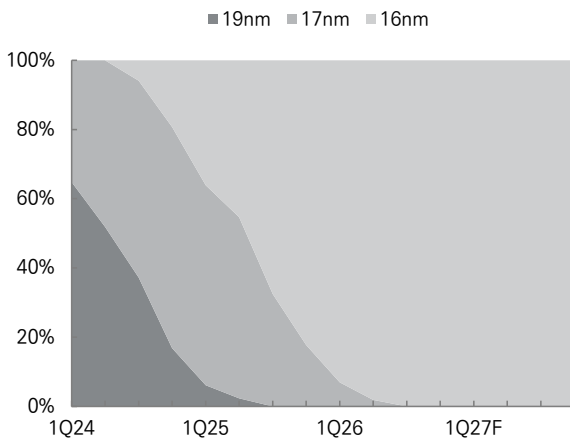
	20Y	21Y	22Y	23Y	24Y	25Y	26F	27F
삼성전자	HBM2E		HBM3		HBM3E		HBM4	
SK하이닉스	HBM2E		HBM3		HBM3E		HBM4	
마이크론	HBM2E		HBM3		HBM3E		HBM4	
CXMT						HBM2	HBM3	HBM3E

3

3-4

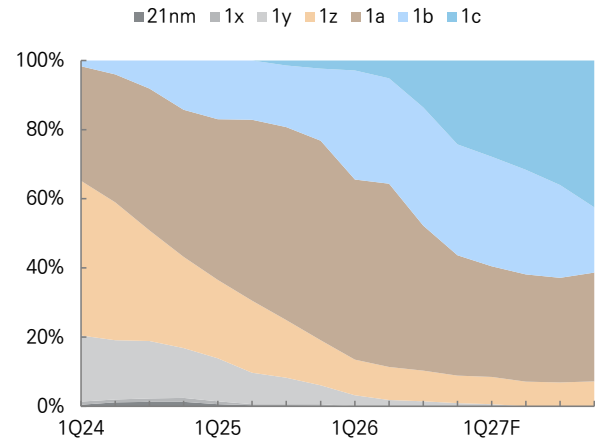
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. CXMT의 DRAM Tech node



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. SK하이닉스의 DRAM Tech node



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

중국 메모리 총아

동사는 중국 내 최대 DRAM 제조사로, 중국의 반도체 자립화를 주도하는 대표 메모리 기업이다. 중국에서 DRAM을 대규모 생산할 수 있는 역량을 보유한 기업은 동사가 유일하며, 주요 고객은 샤오미, 레노버, 알리바바, 바이트댄스 등 중국 내 모바일/PC 제조사와 하이퍼스케일러이다.

동사의 매출 대부분은 범용 DRAM에서 발생하고 있으며, 모바일 노출도가 높아 LPDDR의 매출 비중이 상대적으로 높다. 현재 4세대 DRAM 중심에서 5세대 DRAM을 중심으로 제품 포트폴리오 전환이 진행 중이다. 동사는 25년 하반기부터 단계적으로 4세대 DRAM 생산을 축소해, 26년 하반기에는 4세대 DRAM 생산을 완전히 중단할 계획이다.

DDR 시리즈는 서버, 데스크톱, 노트북 등 컴퓨팅 기기에 사용되는 표준 DRAM 제품이며, LPDDR 시리즈는 저전력 설계를 적용한 모바일용 DRAM으로 스마트폰, 태블릿 등 배터리 기반 단말에 주로 탑재된다. 동사는 DDR5, LPDDR4X, LPDDR5/5X를 중심으로 제품 포트폴리오를 구축하고 있으며, LPDDR 제품은 샤오미, OPPO, vivo, Transsion, Lenovo 등 주요 스마트폰 및 PC 제조사의 공급망에 진입해 있다.

DRAM 모듈은 여러 개의 DRAM 칩을 회로기판 위에 장착해 시스템 주기억장치로 사용되는 메모리 제품으로, 동사는 자사 DDR4·DDR5 칩을 기반으로 다양한 DIMM 제품을 공급하고 있다. RDIMM과 MRDIMM은 서버용, UDIMM과 CUDIMM은 워크스테이션 및 데스크톱용, SODIMM과 CSODIMM은 노트북 및 일체형 PC용, LPCAMM은 고성능 노트북과 모바일 워크스테이션용으로 각각 적용된다.

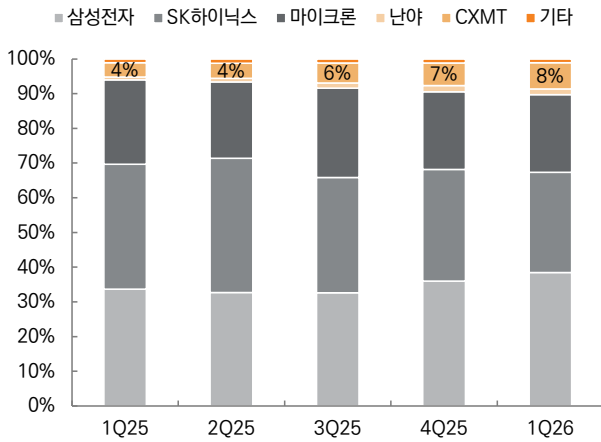
표 5. CXMT DRAM 칩 제품군

제품계열	제품유형	주요 기능	주요 응용처
DDR	DDR4	8Gb/16Gb 용량으로 구성, 최대속도 3200Mbps, 4bit/8bit/16bit로 구성, 8GB/16GB/32GB/64GB 등 다양한 용량의 DDR4 모듈 제조에 활용	서버, 데스크톱, 노트북, 기타 소비자재
	DDR5	16Gb/24Gb 용량으로 구성, 최대속도 8000Mbps, 4bit/8bit/16bit로 구성, 8GB/16GB/32GB/64GB/96GB 등 다양한 용량의 DDR5 모듈 제조에 활용	
LPDDR	LPDDR4X	LVSTL 저전력 인터페이스 및 소비전력 저감 설계 적용, 8GB 이하/8GB/12GB/16GB 용량으로 구성, 최대속도 4266Mbps	휴대폰, 태블릿, 노트북, 웨어러블 기기 및 기타 소비자재
	LPDDR5/5X	6GB/8GB/12GB/16GB 용량으로 구성, 최대속도 10667Mbps, 내장 오류정정 코드(ECC) 등 기술로 시스템 오류 감소 및 안정성 강화	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

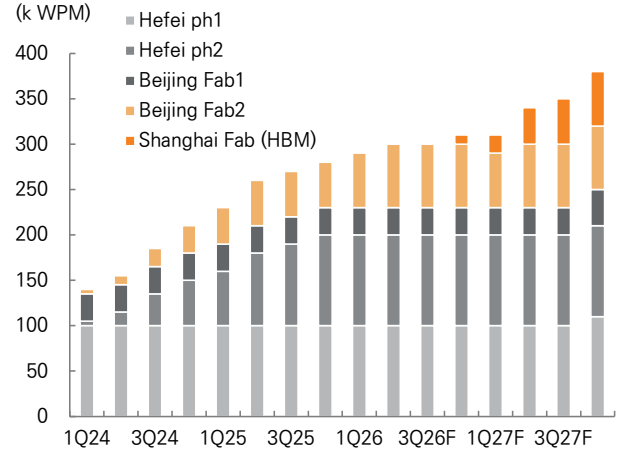
Appendix

그림 16. 글로벌 주요 DRAM 업체 분기별 시장점유율 추이



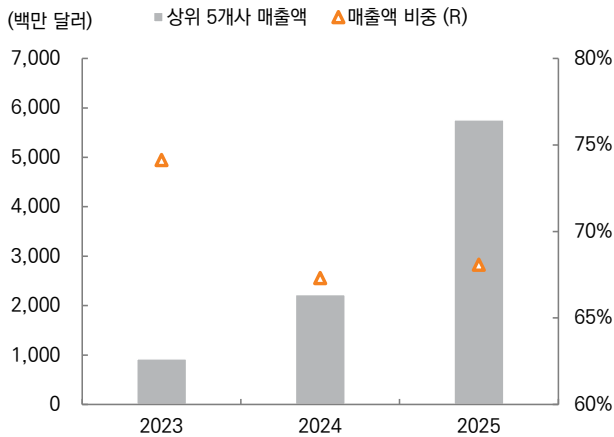
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. CXMT 팹별 생산능력 추이 및 전망



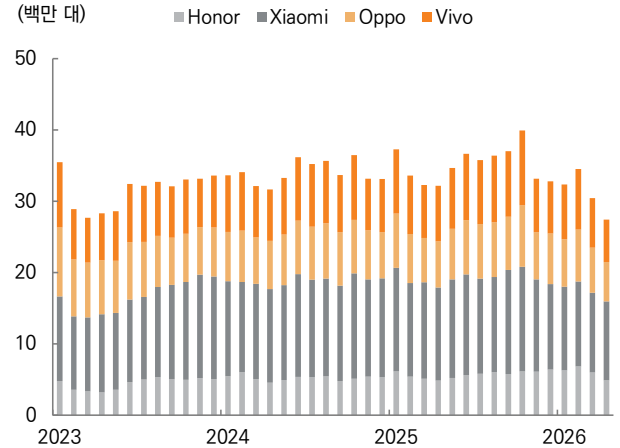
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. CXMT 상위 고객사 연간 매출액 추이



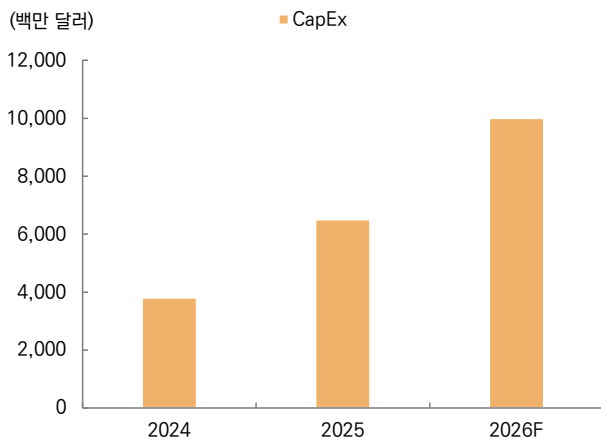
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. CXMT 주요 고객사 스마트폰 판매량 추이



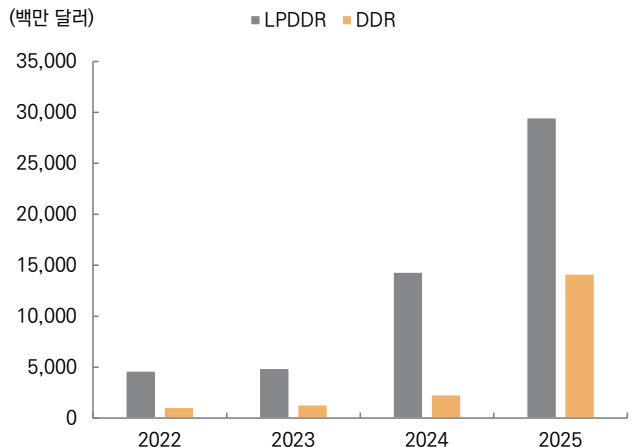
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. CXMT 연간 CapEx 추이 및 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. CXMT 연간 제품별 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

CXMT (688825 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	61,799	285,043	436,079	530,906
매출원가	36,465	53,588	77,186	95,032
매출총이익	25,334	231,455	358,893	435,874
판매비와관리비	6,697	50,514	63,273	35,980
영업이익	10,640	180,941	295,620	399,893
비영업손익	4,738	5,211	5,733	6,306
법인세차감전순이익	7,701	175,730	289,888	393,588
법인세	557	19,953	30,526	37,163
당기순이익	7,144	155,777	259,362	356,424
지배주주	1,875	166,807	257,742	308,559
비지배주주	5,269	-11,031	1,620	47,865

Growth & Margins (%)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	155.6	361.2	53.0	21.7
매출총이익증가율	634.9	813.6	55.1	21.4
영업이익증가율	-168.7	268.7	6.8	11.1
순이익증가율	-126.2	8,797.1	54.5	19.7
EPS증가율	-123.8	7,932.3	59.8	21.6
매출총이익률	41.0	81.2	82.3	82.1
영업이익률	17.2	63.5	67.8	75.3
당기순이익률	11.6	58.5	59.1	58.1

예상 현금흐름표 (요약)

(백만원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	33,635	250,550	359,412	481,085
당기순이익	1,875	166,807	257,742	308,559
감가상각비	26,430	30,394	34,953	40,196
기타	5,330	53,348	66,717	132,329
투자활동 현금흐름	-87,015	-93,718	-106,162	-127,042
- 자본적 지출(CAPEX)	-49,704	-67,600	-87,880	-114,244
기타	-37,311	-26,118	-18,282	-12,798
재무활동 현금흐름	49,198	49,391	5,000	5,000
배당금	0	0	0	0
자본 증가	6,856	57,920	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	15,277	-8,529	5,000	5,000
기타	27,064	0	0	0
현금의 증감	-4,710	206,223	258,250	359,043
기초현금	42,699	51,990	258,214	516,463
기말현금	51,990	258,214	516,463	875,507

자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	110,986	330,289	599,497	967,665
현금성자산	51,990	258,214	516,463	875,507
매출채권	1,524	4,571	6,993	8,514
재고자산	28,568	35,710	41,066	45,173
기타유동자산	28,904	31,795	34,974	38,472
비유동자산	225,799	249,761	277,203	309,001
투자자산	2,865	2,865	2,865	2,865
유형자산	216,487	238,136	261,949	288,144
무형자산	2,727	2,864	3,007	3,157
기타비유동자산	3,720	5,897	9,382	14,834
자산총계	336,785	580,050	876,700	1,276,666
유동부채	52,842	55,982	60,309	63,582
매입채무	6,687	9,827	14,154	17,426
단기차입금	11,691	11,691	11,691	11,691
기타유동부채	34,465	34,465	34,465	34,465
비유동부채	129,843	121,314	126,314	131,314
장기금융부채	118,825	110,296	115,296	120,296
기타비유동부채	11,017	11,017	11,017	11,017
부채총계	182,685	177,296	186,623	194,895
지배주주지분(연결)	56,754	316,439	602,141	945,970
자본금	60,193	66,881	66,881	66,881
자본잉여금	0	51,232	51,232	51,232
이익잉여금	-36,650	130,157	387,899	696,458
기타	33,211	68,169	96,129	131,398
비지배주주지분(연결)	97,346	86,315	87,936	135,801
자본총계	154,100	402,754	690,077	1,081,770

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	-	19.7	12.3	10.1
P/S (배)	-	11.5	7.5	6.2
P/B (배)	-	10.4	5.7	3.6
EV/EBITDA (배)	-	14.9	8.8	5.9
EPS (위안)	0.03	2.49	3.98	4.84
BPS (위안)	-	4.7	8.68	13.52
DPS (위안)	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-
매출채권회전율 (회)	40.6	62.4	62.4	62.4
재고자산회전율 (회)	1.3	1.5	1.9	2.1
매입채무 회전율 (회)	5.5	5.5	5.5	5.5
ROA (%)	2.1	28.8	29.4	24.2
ROE (%)	3.3	52.7	42.8	32.6
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (배)	1.2	0.4	0.3	0.2
유동비율 (배)	2.1	5.9	9.9	15.2
순차입금/자기자본 (배)	0.5	-0.3	-0.6	-0.7

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.