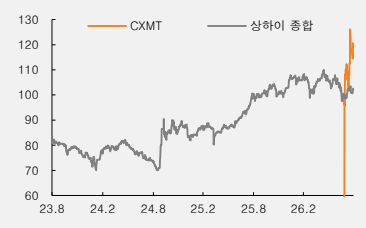


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ CNY 90.0
현재주가(26/8/31)	CNY 58.01
상승여력	55.1%

상하이 종합(p)	3,986.30
EPS 성장률(26F, %)	-
P/E(26F, x)	-
배당수익률(%)	N/A

시가총액(십억CNY)	3,937.96
시가총액(조원)	807.48
상장주식수(백만주)	67,884.1
60일 평균 거래대금(십억CNY)	30.90
52주 최저가(CNY)	47.00
52주 최고가(CNY)	61.80

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.5	0.0	0.0
상대주가	3.3	0.0	0.0



[차이나테크]

강민희
minhui.kang@miraeeasset.com

CXMT

중국 범용 DRAM 시장 잠식 시작

목표주가 및 밸류에이션

동사에 대한 목표주가를 90위안(기준 80위안)으로 12.5% 상향한다. 26년 매출액 추정치를 4,074억위안(한화 약 83조원)으로, OP 추정치를 3,200억위안(한화 약 65조원)으로 각각 42.9%, 75.5% 상향했다. 하반기에도 글로벌 메모리 공급 부족에 따른 DRAM 판가 인상이 지속될 것으로 전망하여 26F 전사 ASP 추정치를 143.8%pt 상향했다. 영업레버리지 구간으로 가격 상승률은 곧 이익 증가율이다.

목표배수는 기존과 동일하게 20배를 적용한다. 당사는 중국 반도체 상위 기업 5개사의 27F P/E 평균 대비 56% 할인된 수준으로, 메모리 호황에 따른 이익 급증 구간의 특성과, 국산화 프리미엄 확대 등의 요인을 종합적으로 고려해 산정했다.

이익 레버리지 가속화

2Q26 실적은 매출액 995.1억 위안(QoQ +95.9%), OP 817.1억 위안(QoQ +130.6%)으로 당사 이익 추정치를 대폭 상회했다. DRAM B/G는 +6%, ASP는 +84.8% 상승해 매출 성장을 견인했다. 12Gb 이상 고밀도 제품 비중이 확대되며 Blended ASP 상승률이 확대된 것으로 판단한다.

3Q26 실적은 매출액 1,201.6억 위안(QoQ +20.8%), OP 961.3억 위안(QoQ +17.6%)으로 추정한다. DRAM B/G는 +5%로 제한적일 전망이나, 현재 높아진 가격 기저 위에서 판가가 이익 증가를 견인하는 국면이 이어질 것으로 판단한다.

시선은 더 멀리, LPDDR6 그리고 HBM3E로

동사는 오는 9월 출시될 샤오미 18 Fold 폴더블 플래그십 스마트폰에 LPDDR6를 전 세계 최초로 탑재할 예정이다. 전작 LPDDR5X 대비 피크 속도 12,800Mbps, 최대 용량 16Gb를 구현했다. 이는 국산 메모리가 스펙 경쟁에서 처음으로 글로벌 최초 타이틀을 확보한 사례로, 국산화 프리미엄을 뒷받침할 근거로 판단한다.

동사는 HBM3E를 소량 생산하기 시작한 것으로 파악된다. 이는 당사의 전망인 4Q26 양산 개시 시점과 부합한다. 국산 GPU 밸류체인 중 핵심 병목 구간인 HBM 공급이 내재화되기 시작했다는 점은 고무적이다. 다만 아직 소수의 핵심 고객사향으로 선제적으로 공급될 것으로 예상하며, 27년부터 점진적으로 양산 시작 예정이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (CNY mn)	24,178	61,799	407,359	620,105	781,333
영업이익 (CNY mn)	-6,059	10,640	320,046	471,280	578,186
영업이익률 (%)	-25.1	17.2	78.6	76.0	74.0
순이익 (CNY mn)	-7,145	1,875	211,033	311,482	380,644
EPS (위안)	-0.13	0.03	3.11	4.59	5.61
ROE (%)	-17.5	3.8	99.2	85.3	66.0
P/E (배)	-	-	18.7	12.6	10.3
P/B (배)	-	-	10.1	5.9	3.9

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

국산화 프리미엄 지속 작용

금번 2Q26 실적이 동사가 상장 당시 제시한 상반기 실적 가이드를 큰 폭으로 상회했으며, 이를 반영해 당사 실적 추정치를 전면 상향한다. 상향의 핵심 동인은 가격이다. FY26F Bit growth 가정은 오히려 2.8%p 하향 조정한 반면, ASP 증감률 가정은 143.8%p 상향했다. 이는 금번 실적 서프라이즈가 중국 내수 시장에서 확보한 DRAM 판가 결정력과 고밀도 고밀도 제품 중심의 믹스 개선에 기인함에 시사한다. FY27F는 Bit growth 및 ASP 가정은 모두 기존 수준을 유지하는데, 이는 글로벌 DRAM 현물 가격이 27년 이후 정상화 국면에 진입할 것으로 전망하는 데 기인한다.

표 1. CXMT 밸류에이션

구분	값	값(기준)	비고
2027F EPS	4.59 위안	3.98 위안	
Target P/E	20 배	20 배	
목표가	91.8 위안	79.6 위안	
목표가(보정)	90 위안	80 위안	12.5% 상향
현재가	58.01 위안		26.08.31 종가 기준
상승여력	55.1 %		투자익전 '매수' 유지

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. CXMT 실적 전망 변경치

(백만 위안, %, %pt)

Fiscal Year	FY3Q26			FY2026F			FY2027F		
	신규	기존	변경율	신규	기존	변경율	신규	기존	변경율
매출액	120,158	77,521	55.0	407,359	285,043	42.9	620,105	436,079	42.2
영업이익	96,127	46,497	106.7	320,046	182,366	75.5	471,280	284,264	65.8
OP Margin	81.0	60.0	21.0	78.6	64.0	14.6	76.0	65.2	10.8
[메모리 추정치]									
Bit growth	5.0	5.0	0.0	50.0	52.8	-2.8	17.1	17.1	0.0
ASP 증감률	15.0	15.0	0.0	371.8	228.0	143.8	30.0	30.0	0.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 중국 및 글로벌 메모리 IDM 업체 Peer Valuation

(십억 달러, x)

기업명	티커	시가총액	매출액		영업이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
CXMT	688825 CH	586.1	52.4	85.6	37.1	64.8	72.4	56.3	22.1	13.5	13.3	7.0	13.9	8.6
SMIC	002371 CH	103.1	11.8	14.2	1.8	2.4	6.1	7.2	50.9	39.2	3.1	2.8	19.7	16.5
NAURA	688120 CH	75.6	7.5	9.8	1.2	1.8	17.4	20.7	67.0	45.5	11.3	9.2	51.4	36.2
GigaDevice	603986 CH	42.5	3.9	5.0	2.0	2.6	44.7	36.4	24.7	18.3	8.1	5.6	17.0	13.2
캠브리콘	688256 CH	104.1	2.6	5.7	0.9	1.9	38.0	48.7	116.1	56.6	40.5	25.2	107.4	49.5
중국 반도체 주요 기업 평균							26.5	28.3	64.7	39.9	15.7	10.7	48.9	28.9
SK하이닉스	000660 KS	882.8	253.5	394.2	196.4	310.4	101.3	62.9	4.8	3.6	3.1	1.7	3.6	1.8
삼성전자	005930 KS	1,102.8	529.6	712.5	279.2	418.4	53.0	49.1	5.4	3.6	2.4	1.5	2.8	1.6
마이크론	MU US	1,082.8	129.3	248.8	98.5	206.0	74.2	70.9	13.2	6.3	8.1	3.7	9.9	4.6
난야	2408 TT	59.1	11.3	17.6	8.6	13.9	72.8	61.2	8.3	5.3	4.6	2.6	-	-
글로벌 메모리 기업 평균							75.3	61.0	7.9	4.7	4.6	2.4	5.5	2.7

주: Bloomberg 컨센서스 기준, 2026년 8월 31일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

외형 성장에 더해지는 이익 레버리지

동사의 26F 매출액은 4,074억위안(YoY +607.6%), 영업이익은 26년 3,200억위안(YoY +3,169.4%)을 기록할 것으로 추정한다. 26년까지는 가격 상승이 외형 성장을 주도하며, 중국 범용 DRAM 공급 공백에 따라 주요 고객사향 장기공급계약이 지속될 것으로 전망한다. 27년 이후로는 중국 빅테크의 AI 인프라 투자 확대에 따른 서버향 수요 증가와 캐파 증설에 따라 물량 기여가 확대되는 가운데, 국산 AI 가속기향 HBM 공급 확대도 매출 성장에 기여할 것으로 기대한다.

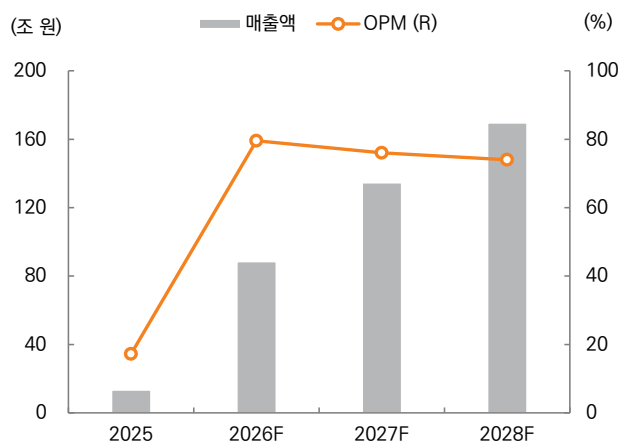
표 4. CXMT 실적 추이 및 전망

(%)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (조 원)	1.3	2.0	3.6	6.4	11.0	21.6	26.1	29.7	13.4	88.4	134.6	169.5
매출액 (백만 위안)	6,202	9,236	16,646	29,715	50,800	99,510	120,158	136,890	61,799	407,359	620,105	781,333
매출액 (백만 달러)	856	1,275	2,297	4,101	7,526	14,742	17,801	20,280	8,528	60,349	91,867	115,753
QoQ/YoY	-21.2	48.9	80.2	78.5	83.5	95.9	20.8	13.9	158.3	607.6	52.2	26.0
ASP (달러/Gb)	0.18	0.21	0.34	0.58	0.89	1.65	1.89	1.99	0.35	1.63	2.12	2.23
QoQ/YoY	-26.1	14.6	63.6	69.1	54.6	84.8	15.0	5.0	33.7	371.8	30.0	5.0
Bit 출하량 (mn Gb)	4,701	6,111	6,732	7,109	8,441	8,948	9,395	10,194	24,653	36,978	43,300	51,960
QoQ/YoY	6.7	30.0	10.2	5.6	18.7	6.0	5.0	8.5	87.9	50.0	17.1	20.0
Bit/Wafer (K Bit)	6,813	7,835	8,311	8,463	9,702	9,942	10,439	10,961	7,901	9,940	10,934	12,028
QoQ/YoY	-2.6	15.0	6.1	1.8	14.6	2.5	5.0	5.0	24.7	25.8	10.0	10.0
영업이익 (백만 위안)	-2,831	-1,385	1,137	13,720	35,433	81,711	96,127	106,774	10,640	320,046	471,280	578,186
QoQ/YoY	적지	적지	흑전	1,106.7	158.3	130.6	17.6	11.1	흑전	2,907.8	47.3	22.7
OPM	-45.6	-15.0	6.8	46.2	69.7	82.1	81.0	78.0	17.2	78.6	76.0	74.0
당기순이익 (백만 위안)	-2,825	-1,847	804	11,013	33,012	74,538	88,917	95,823	7,144	292,290	432,614	527,208
QoQ/YoY	적지	적지	흑전	1,269.8	199.8	125.8	19.3	7.8	흑전	3,991.3	48.0	21.9
NPM	-45.6	-20.0	4.8	37.1	65.0	74.9	74.0	70.0	11.6	71.8	69.8	67.5

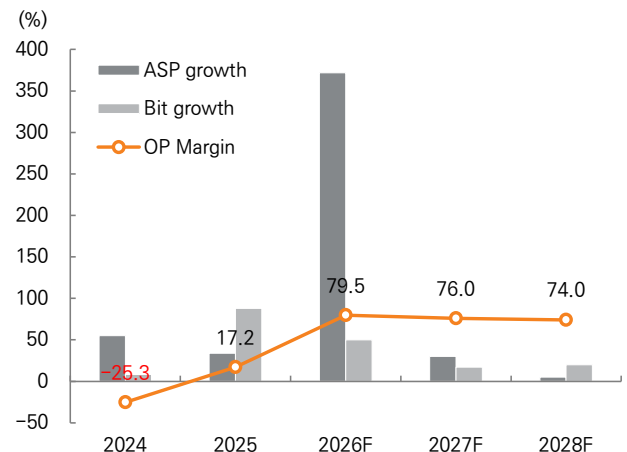
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. CXMT 매출액 및 영업이익률 전망



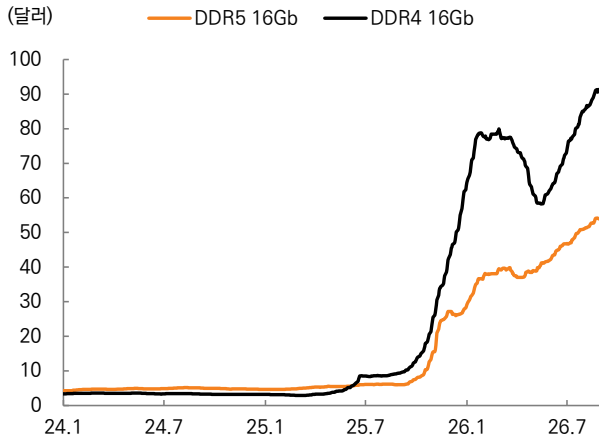
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. CXMT DRAM B/G 및 ASP 전망



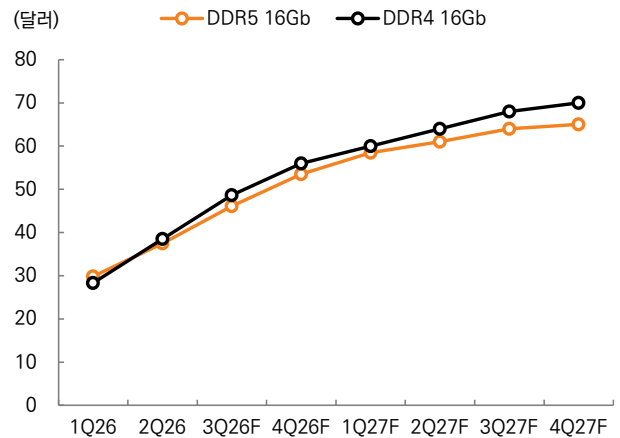
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. DRAM 현물 가격 추이



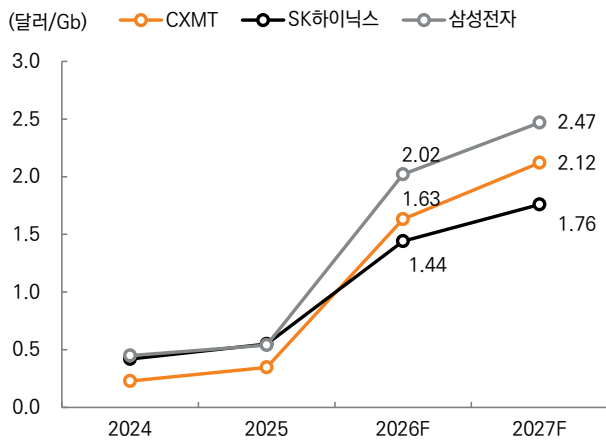
자료: DRAMexchange, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. DRAM 분기별 계약가격 전망



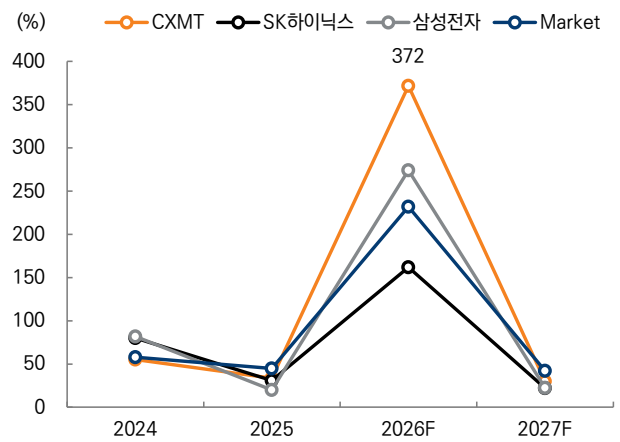
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 주요 메모리사 DRAM ASP 전망



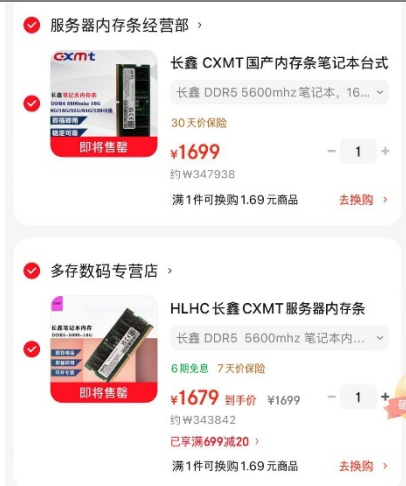
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 글로벌 주요 메모리사 DRAM ASP 상승률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CXMT DDR5 16Gb 중국 소매가 현황



자료: JD.com, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 삼성전자 및 SK하이닉스 DDR5 16Gb 중국 소매가 현황



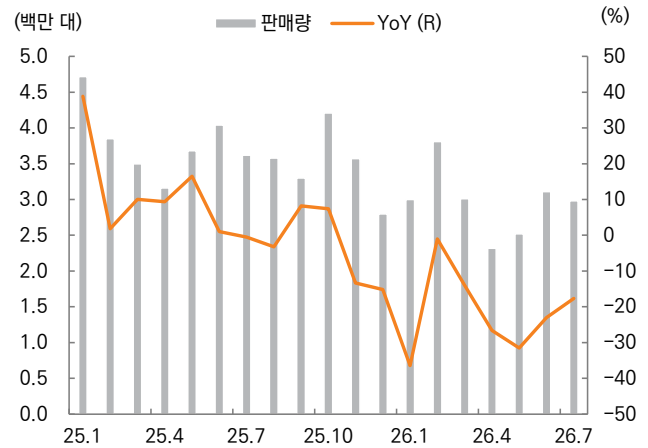
자료: JD.com, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. CXMT 사오미 LPDDR6 9월 탑재 예정



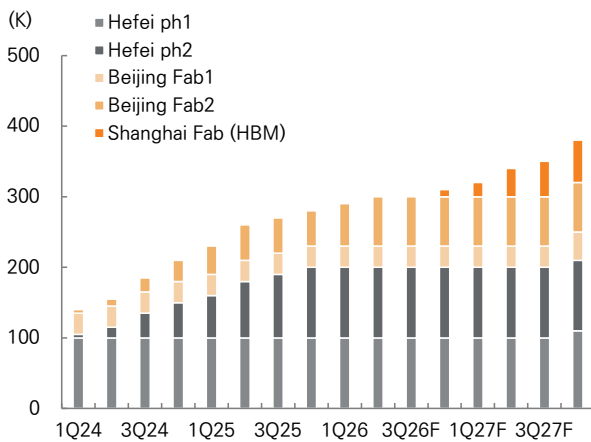
자료: Weibo, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 사오미 중국 스마트폰 판매량 추이



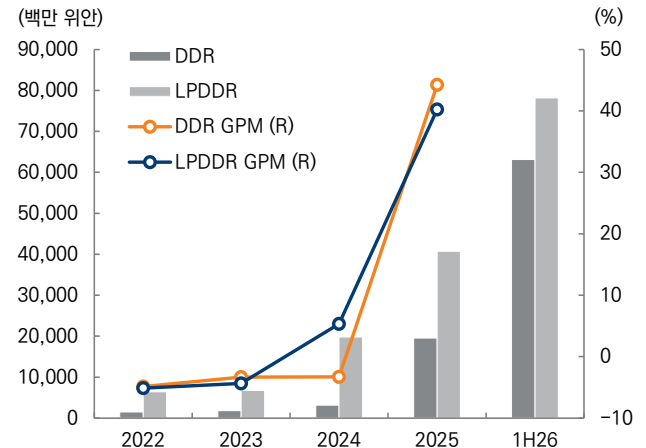
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. CXMT 팹별 생산능력 추이 및 전망



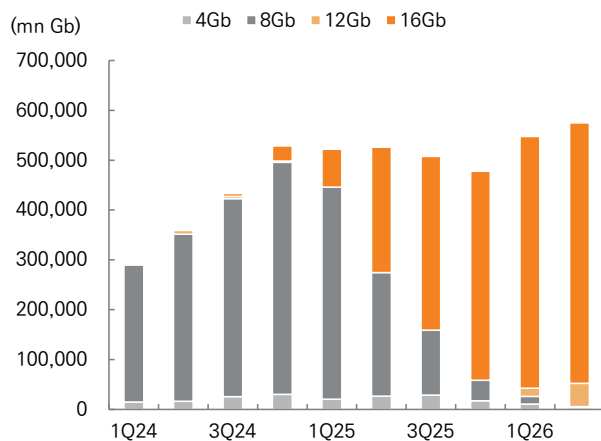
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. CXMT 제품별 판매량 추이



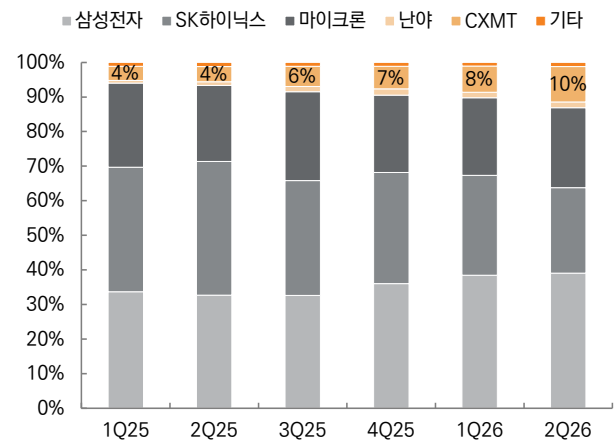
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. CXMT 비트 밀도별 출하량 추이



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 글로벌 메모리 업체 시장점유율 추이



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

CXMT (688825 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	61,799	407,359	620,105	781,333
매출원가	36,465	57,552	109,759	139,859
매출총이익	25,334	349,806	510,347	641,474
판매비와관리비	6,697	29,761	39,067	63,288
영업이익	10,640	320,046	471,280	578,186
비영업손익	4,738	5,211	5,733	6,306
법인세차감전순이익	7,701	314,834	465,548	571,880
법인세	557	22,544	32,934	44,672
당기순이익	7,144	292,290	432,614	527,208
지배주주	1,875	211,033	311,482	380,644
비지배주주	5,269	81,257	121,132	146,564

Growth & Margins (%)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	155.6	559.2	52.2	26.0
매출총이익증가율	634.9	1,280.8	45.9	25.7
영업이익증가율	-168.7	356.3	-3.3	-2.6
순이익증가율	-126.2	11,156.0	47.6	22.2
EPS증가율	-123.8	9,928.2	47.6	22.2
매출총이익률	41.0	85.9	82.3	82.1
영업이익률	17.2	78.6	76.0	74.0
당기순이익률	11.6	51.8	50.2	48.7

예상 현금흐름표 (요약)

(백만원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	33,635	250,550	359,412	481,085
당기순이익	1,875	211,033	311,482	380,644
감가상각비	26,430	30,394	34,953	40,196
기타	5,330	9,122	12,977	60,244
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	599,462	967,919
현금성자산	51,990	258,214	516,463	875,507
매출채권	1,524	4,571	6,959	8,768
재고자산	28,568	35,710	41,066	45,173
기타유동자산	28,904	31,795	34,974	38,472
비유동자산	225,799	249,511	276,304	306,782
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	5,647	8,483	12,616
자산총계	336,785	579,800	875,766	1,274,701
유동부채	52,842	56,709	66,282	71,802
매입채무	6,687	10,553	20,127	25,646
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	178,023	192,596	203,115
지배주주지분(연결)	56,754	223,175	383,436	625,287
자본금	60,193	66,881	66,881	66,881
자본잉여금	0	51,232	51,232	51,232
이익잉여금	-36,650	174,383	485,865	866,509
기타	33,211	-69,321	-220,542	-359,335
비지배주주지분(연결)	97,346	178,603	299,735	446,299
자본총계	154,100	401,778	683,171	1,071,586

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	-	18.7	12.6	10.3
P/S (배)	-	9.7	6.4	5.0
P/B (배)	-	9.8	5.8	3.7
EV/EBITDA (배)	-	14.9	8.8	5.9
EPS (위안)	0.03	3.11	4.59	5.61
BPS (위안)	-	5.92	10.06	15.79
DPS (위안)	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-
매출채권회전율 (회)	40.6	89.1	89.1	89.1
재고자산회전율 (회)	1.3	1.6	2.7	3.1
매입채무 회전율 (회)	5.5	5.5	5.5	5.5
ROA (%)	2.1	36.4	35.6	29.9
ROE (%)	3.3	94.6	81.2	60.9
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (배)	1.2	0.4	0.3	0.2
유동비율 (배)	2.1	5.8	9.0	13.5
순차입금/자기자본 (배)	0.5	-0.3	-0.6	-0.7

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.