

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	CNY 2,020
현재주가(26/5/27)	CNY 1,340.00
상승여력	50.7%

상하이 종합(p)	4,093.73
EPS 성장률(26F, %)	224.2
P/E(26F, x)	156.4
배당수익률(%)	0.1

시가총액(십억CNY)	841.80
시가총액(조원)	186.99
상장주식수(백만주)	628.3
60일 평균 거래대금(십억CNY)	12.82
52주 최저가(CNY)	351.34
52주 최고가(CNY)	1,406.50

(%)	1M	6M	12M
절대주가	47.7	66.3	218.2
상대주가	52.2	55.0	156.6



[차이나테크]

강민희

minhui.kang@miraeeasset.com

캠브리콘

제재의 역설, 국산 칩의 출사표

투자 의견 '매수', 목표주가 2,020위안으로 조사분석 개시

동사에 대한 '매수' 의견을 제시하며, 목표주가 2,020위안으로 조사 분석을 개시한다. 목표가는 동사의 2027년 SPS 46.8위안에 목표배수 P/S 43배를 적용했다. 동사는 1) 훈련/추론 통합 아키텍처 기반의 제품 경쟁력과 2) ByteDance 등 중국 빅테크 핵심 고객 기반을 바탕으로 주가가 본격 가시화되고 있다. 피어 평균을 상회하는 밸류에이션 프리미엄을 부여하기에 충분한 사업 환경이라는 판단이다.

동사는 상하이거래소 A주에 상장되어 있는 관계로 국내 투자자들의 직접 투자자 제한적이다. 따라서 해당 종목을 편입하고 있는 Tiger 차이나FACTSET ETF 또는 Global X China Semiconductor ETF로 투자하는 것이 현실적인 방안이다.

투자포인트: 추론 시장 개화 + 국산화 정책 착수 + 제품 믹스 개선

1. DeepSeek발 추론 중심 AI 수요 재편: DeepSeek R1 이후 추론 효율성 중심으로 AI 수요가 재편됐다. A100 대비 약 90% 수준의 성능을 구현하면서 H20 대비 30% 저렴한 Siyuan 590이 현실적 대안으로 시장을 흡수하고 있다. 26년 Siyuan 590 및 690 양산 가속화로 추론 시장 내 점유율 확대는 지속될 것으로 기대된다.

2. 국산화 드라이브의 구조적 수혜주: 미국의 AI 칩 수출 규제로 공급 공백이 심화된 가운데, 동사는 외부 IDC 공급이 가능한 사실상 유일한 국산 대안이다. MIIT 정부 조달 목록 등재로 공공부문 캡티브 수요가 확정되었으며, 대기금 3기의 AI 투자 본격화로 정책 수요 기반이 더욱 공고해질 것으로 전망한다.

3. H/W + S/W 풀스택 경쟁력 강화: 자체 개발 NeuWare는 풀스택 플랫폼으로의 진화와 DeepSeek-V4 Day 0 최적화 달성으로 국산 AI S/W 생태계 내 입지를 빠르게 굳혀가고 있다. GPU 원클릭 마이그레이션 툴을 통한 전환 비용 제로화로 하드웨어 락인은 더욱 강화될 것으로 전망한다.

실적 전망: Siyuan 시리즈 양산 가속화, 실적 랠리 시작

동사의 26년 실적은 매출액 184억 위안(+183% YoY), 영업이익 67억 위안(+226% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. Siyuan 690 본격 출시에 따른 제품 믹스 개선 및 ASP 상승이 수익성 개선을 견인할 것으로 판단한다. 다만 높은 수준의 R&D비용으로 인해 영업이익률은 36% 수준에 머물 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	709	1,174	6,497	18,390	29,417
영업이익	-876	-456	2,061	6,711	10,757
영업이익률 (%)	-123.6	-38.8	31.7	36.5	36.6
당기순이익	-878	-457	2,058	6,373	9,680
EPS	-1.39	-0.73	3.31	10.15	15.41
ROE (%)	-16.4	-8.2	23.9	42.5	42.0
P/E (배)	N/A	N/A	275.0	139.0	91.6
P/B (배)	9.8	49.5	48.2	48.6	31.8

주: GAAP 기준

자료: 캠브리콘, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 목표가 산정

투자 의견 ‘매수’, 목표주가 2,020위안으로 조사 분석 개시

동사에 대한 ‘매수’ 의견을 제시하며, 목표주가 2,020위안으로 조사 분석을 개시한다. 목표가는 동사의 2027년 SPS 46.8위안에 목표배수 P/S 43배를 적용했다. 중국 AI 칩 메이커 평균 P/S 34.5배에서 약 25% 할증 적용했다.

할증 적용에도 불구하고 매출 성장률을 감안한 P/S 기준으로는 오히려 피어 대비 저평가 구간에 위치한다. 동사의 27년 P/S 43배는 연간 매출 성장률 60%를 감안할 때 성장 속도 대비 보수적인 수준이며, 동사의 매출 성장률이 피어 평균을 크게 상회하는 만큼 프리미엄 적용은 성장 차별화에 대한 정당한 반영이라는 판단이다.

이 같은 매출 성장은 구조적으로 뒷받침된다. 중국 정부의 공공 데이터센터 국산 칩 조달 의무화 정책이 국가 차원으로 확대되는 가운데, 동사는 1) 훈련/추론 통합 아키텍처 기반의 제품 경쟁력과 2) ByteDance, Alibaba, Tencent 등 중국 빅테크 핵심 고객 기반을 바탕으로 주주가 본격 가시화되고 있다. 피어 평균을 상회하는 밸류에이션 프리미엄을 부여하기에 충분한 사업 환경이라는 판단이다.

표 1. 캠브리콘 12개월 목표주가 산정

구분	Value	비고
2027F SPS (위안)	46.8	
2027F Target P/S (x)	43.0	중국 AI 칩 피어 평균 P/S 34.5배에 중국 정부 공인 AI 칩 조달 목록 ‘신창’ 등재 수혜 프리미엄 25% 적용
목표주가 (위안)	2,012.4	
목표주가 (조정)	2,020	
현재주가 (위안)	1,340	26. 05. 27 기준
상승여력 (%)	50.7%	투자 의견 ‘매수’ 제시

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 캠브리콘 Peer Valuation

기업명	티커	시가총액	매출액		순이익		SPS		P/S		P/E	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
Nvidia	NVDA US	35,260.6	1,546.9	2,616.8	860.1	1,512.6	0.1	0.1	35.3	62.3	48.7	24.0
Cambricon	688256 CH	841.91	15.7	27.6	5.5	10.1	2.5	4.4	55.6	31.6	160.4	88.6
Hygon	688041 CH	736.33	22.3	30.8	4.8	7.0	0.7	1.2	32.8	23.8	151.4	104.5
Jingjia Micro	300474 CH	33.04	1.0	1.4	0.1	0.2	3.9	6.9	81.4	58.3	310.8	149.9
Rockchip	603893 CH	85.00	5.7	7.2	1.4	1.9	3.0	5.3	32.5	24.1	57.5	46.4
평균			11.2	16.7	3.0	4.8	2.5	4.4	50.6	34.5	170.0	97.4

주: Bloomberg 컨센서스 기준, 평균값은 엔비디아 제외

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

캠브리콘 투자는 ETF로

캠브리콘을 포함한 주요 AI 반도체 기업들은 상하이거래소의 과창판(科创板)에 상장되어 있다. 이는 중국 정부가 반도체, AI 등 전략 기술 분야의 혁신 기업에 자국 자본시장 내 자금 조달 경로를 제공하고, 기술 자립 기조에 부합하는 첨단 기업 육성을 가속화하기 위함이다.

다만 전략 기술 기업에 대한 외국 자본의 지배구조 개입을 차단하기 위해 후강통 및 선강통 연결 대상에서 제외되어 있어 국내 투자자들의 직접 투자가 제한적이다. 이에 따라 캠브리콘에 대한 익스포저를 확보하기 위해서는 ETF를 통한 간접 투자 전략이 유효하다.

동사를 편입하고 있는 ETF는 총 4종목이다. 국내 상장 Tiger 차이나반도체FACTSET ETF(396520 KS), Tiger 차이나테크Top10 ETF(0047A0 KS)와 홍콩 상장 Global X China Semiconductor ETF(3191 HK), Global X China Core TECH ETF(3448 HK)이다.

상기 ETF 중 AUM 및 유동성이 가장 큰 Tiger 차이나반도체FACTSET(396520 KS) 및 Global X China Semiconductor ETF(3191 HK)를 최선호 간접 투자 수단으로 제시한다.

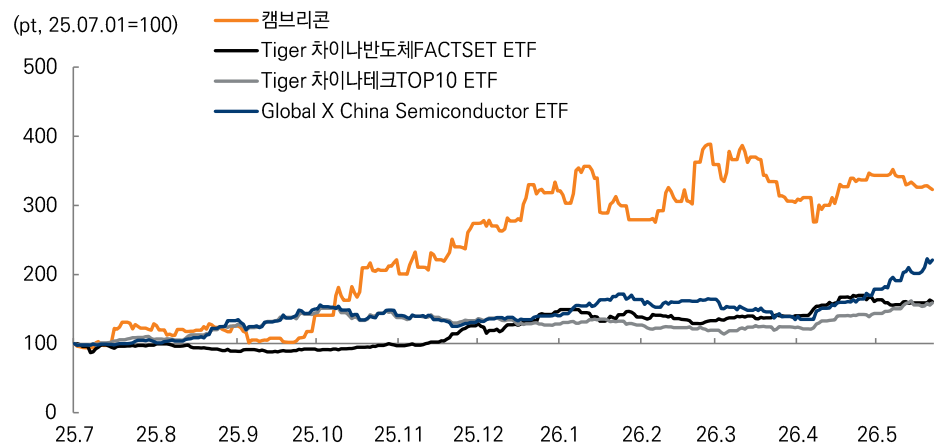
표 3. 캠브리콘 편입 미래에셋 ETF 현황

ETF	티커	상장일	AUM(십억 원)	편입비중 (%)
TIGER 차이나반도체FACTSET ETF	396520 KS	2021-08-10	411.6	7.30
TIGER 차이나테크TOP10 ETF	0047A0 KS	2025-05-13	272.2	11.02
Global X China Semiconductor ETF	3191 HK / 9191HK	2020-08-07	574.4	11.11
Global X China Core TECH ETF	3448 HK	2025-07-09	76.0	4.54

주: 2025년 5월 27일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 캠브리콘 및 주요 ETF 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 캠브리콘 12개월 선행 P/S 밴드 차트



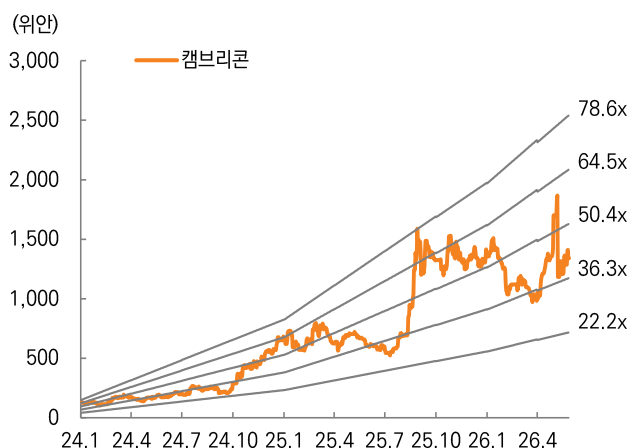
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 캠브리콘 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 캠브리콘 12개월 선행 EV/Sales 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

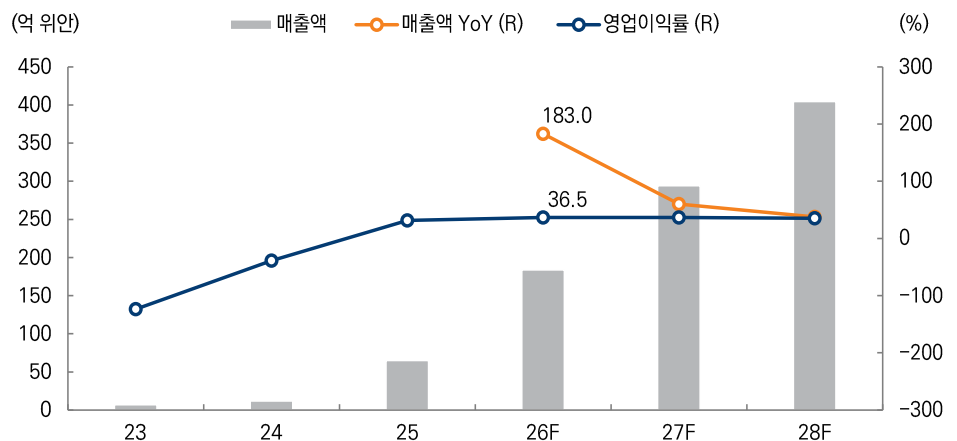
Siyuan 시리즈 양산 가속, 실적 랠리 시작

동사의 26년 실적은 매출액 184억 위안(+183% YoY, 한화 4.9조원), 영업이익 67억 위안(+226% YoY, 한화 1.5조원), 27년 매출액 294억 위안(YoY +60%), 영업이익 108억 위안(YoY +60%, 한화 2.4조원)으로 성장 모멘텀이 이어질 전망이다. 다만, 선단 공정 적용 초기 단계인 만큼 아직 낮은 수율로 인해 가파른 외형 성장에도 불구하고 R&D 비용은 꾸준히 증가할 것으로 예상되어 영업이익률은 36.5%(+4.8%p YoY) 수준에서 머무를 것으로 예상된다.

동사는 올해 들어 바이트댄스, 알리바바, 바이두 등 주요 고객사를 대상으로 배치 납품 단계에 진입했다. 특히 바이트댄스가 전체 수주량의 55%를 차지하는 최대 고객사로 부상했다. 1Q26 선수금은 QoQ +155% 증가 19억 위안을 기록했으며, 25년 연간 수주 잔고가 75억 위안에 달하는 점을 감안하면 올해 실적은 수주 잔고의 본격적인 매출 인식에 따라 고성장세가 더욱 뚜렷해질 전망이다.

25년 동사의 AI 가속기 판매량은 11.7만 장(+202% YoY) 증가한 것으로 추정된다. 올해는 차세대 제품 Siyuan 690의 본격 출시에 따라 제품 믹스 개선과 ASP 상승이 예상되면서 수익성도 동시에 확대될 전망이다. 동사는 올해 AI 칩 생산량을 전년 대비 3배 이상 확대해 약 50만 대의 가속기 공급을 목표로 하고 있으며, 이 중 30만 대 이상이 Siyuan 590 및 Siyuan 690이 차지할 것으로 예상된다. Siyuan 시리즈의 양산 확대와 핵심 고객사의 수주 증가가 동시에 진행되면서 실적 랠리가 본격화될 것으로 판단된다.

그림 5. 캠브리콘 연간 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

동사의 매출 구조는 24년을 기점으로 사실상 단일 사업 구조로 재편되었다. 2024년 연간 보고서에 따르면, 동사는 신규 스마트컴퓨팅클러스터(智能计算集群) 프로젝트 수주를 중단하고 클라우드 제품라인으로 중심으로 판매 전략을 전환했다. 따라서 향후 동사의 매출은 클라우드 AI 가속기를 중심으로 구성될 전망이다.

표 4. 캠브리콘 연간 실적 추정

(백만 위안, %)

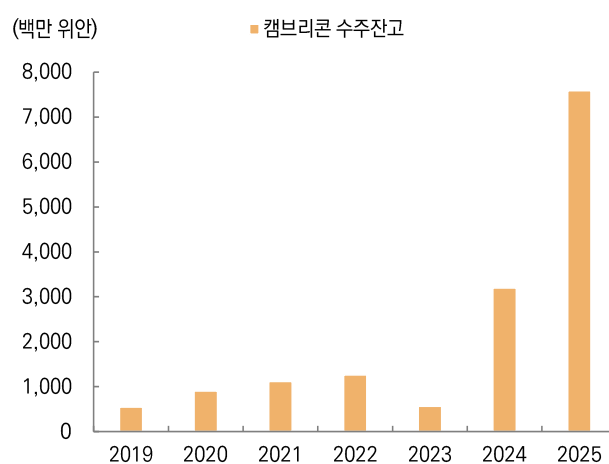
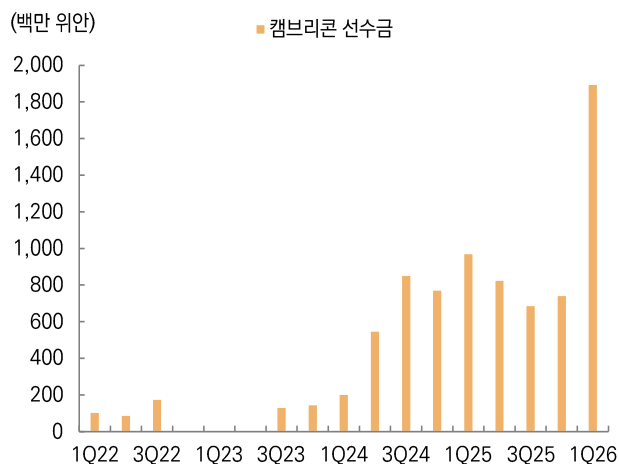
	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	709.4	1,174.5	6,497.2	18,390.2	29,417.1	40,446.2
Cloud Smart Chip & Acceleation Card	90.6	1,166.3	6,476.9	18,200.2	29,120.4	40,040.5
Other	607.8	1.2	14.7	190.0	296.7	405.6
YoY	-2.7	65.6	453.2	183.0	60.0	37.5
Cloud Smart Chip & Acceleation Card	90.6	1,187.8	455.3	181.0	60.0	37.5
Other	19.3	-99.8	1,090.3	1,196.1	56.2	36.7
매출원가	344.4	541.9	3,047.7	8,626.4	13,798.8	18,972.3
매출총이익	365.0	632.6	3,449.5	9,763.8	15,618.3	21,473.9
매출총이익률	51.4	53.9	53.1	53.1	53.1	53.1
연구개발비	877.2	1,052.7	1,115.4	2,230.8	3,792.3	5,688.5
연구개발비 매출 비중	123.7	89.6	17.2	12.1	12.9	14.1
영업이익	-875.8	-455.7	2,061.4	6,710.8	10,757.0	14,173.9
YoY	적지	적지	흑전	225.5	60.3	31.8
영업이익률	적지	적지	31.7	36.5	36.6	35.0
당기순이익	-878.1	-456.9	2,058.5	6,373.4	9,679.5	12,046.1
YoY	적지	적지	흑전	209.6	51.9	24.4
순이익률	적지	적지	31.7	34.7	32.9	29.8

주: Edge Smart Chip & Accelerator Card, Intelligent Computing Cluster System, IP Authorization & Software 사업부는 Other에 통합

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 캠브리콘 분기 선수금 추이

그림 7. 캠브리콘 연간 수주잔고 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

1. DeepSeek발 추론 중심 AI 수요 재편, 캠브리콘 M/S 확대 전망

25년 1월 DeepSeek R1 공개를 기점으로 AI 칩 경쟁의 축이 단순 연산 능력에서 비용 효율성과 소프트웨어 생태계로 이동했다. DeepSeek R1은 추론 과정에서 전체 파라미터 중 일부만 선택적으로 활성화하는 방식을 통해 연산 효율을 극대화하였으며, 고성능 훈련 칩 없이도 프론티어급 성능을 구현할 수 있다는 점을 실증했다.

이 모델이 추론 특화 오픈소스로 공개되면서 중국 내 추론 서비스 상용화가 빠르게 진전되었고, 추론 시장이 본격 개화하고 있다. 중국 국가데이터국에 따르면, 26년 3월 일평균 토큰 호출량은 140조 개로 24년 초(1,000억 개) 대비 2년 만에 1,400배 증가하였다. 이는 에이전트 AI 보급 확대가 주요 배경으로, 작업당 토큰 소비량이 기존 대화형 AI 대비 10~100배에 달하기 때문에 호출량이 배수 효과로 증가하는 구조다. 이에 따라 추론 칩 수요의 구조적 성장이 시작된 것으로 판단한다.

동사의 Siyuan 590은 이러한 수요 전환의 직접 수혜 포지션에 위치한다. 해당 칩은 FP16 기준 피크 연산 성능 345TFLOPS로 엔비디아의 A100 대비 약 90% 수준의 성능을 구현하면서도 가격은 H20 대비 30% 이상 저렴하다. 엔비디아 공급 공백 상황에서 성능과 가격 균형을 갖춘 현실적 대안으로 빠르게 시장을 흡수하고 있다.

이는 실적으로도 확인된다. 업계 추정에 따르면 Siyuan 590의 25년 출하량은 11.6만 장으로 전년 대비 +202% 증가했다. 동사의 26년 핵심 전략은 올해 AI 칩 생산량을 YoY 3배 이상 늘려 약 50만 대의 가속기를 공급하는 것이다. 이중 30만 대 이상은 가장 진보된 모델인 Siyuan 590 및 690이 차지할 것으로 예상된다. 이에 따라 중국 AI 가속기 시장 내 점유율이 유의미하게 상승할 것으로 기대한다.

표 5. Cambricon의 현재 주력 제품 사양

	Siyuan 370-X8	Siyuan 370-X4	Siyuan 370-S4/S8	Siyuan 590	Siyuan 690
제조공정	7 nm	7 nm	7 nm	7 nm + Chiplet	7 nm + Dual die
연산성능					
INT8	256 TOPs	256 TOPs	192 TOPs	512 TOPs	-
INT16	128 TOPs	128 TOPs	96 TOPs	-	-
FP16	96 TFLOPs	96 TFLOPs	72 TFLOPs	345TFLOPs	700TFLOPs
FP32	24 TFLOPs	24 TFLOPs	18 TFLOPs	-	-
BF16	96 TFLOPs	96 TFLOPs	72 TFLOPs	-	-
메모리					
타입	LPDDR5	LPDDR5	LPDDR5	HBM2E	HBM3
용량	48 GB	24 GB	24/48GB	96GB	196GB
대역폭	614.4 GB/s	307.2 GB/s	307.2 GB/s	-	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. AI 생태계, 국산화 기조 아래 전략적 국가 자산으로 격상

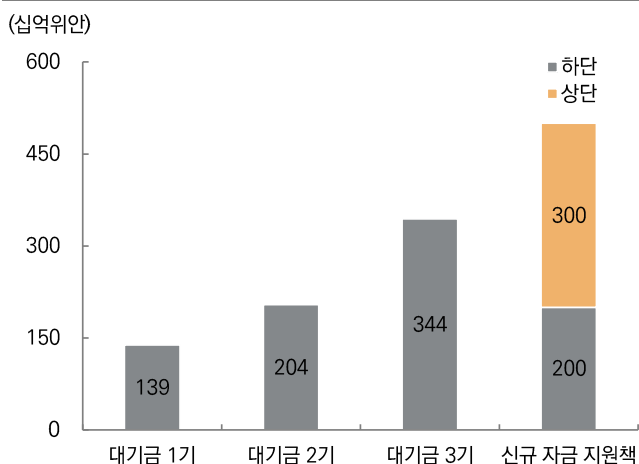
미국의 대중 AI 칩 수출 규제가 최초 시행된 지 약 3년 반이 경과하였다. 엔비디아 A100 및 H100에 이어 H20까지 공급이 차단되면서 중국 내 AI 칩 공급 공백은 심화되었다. 올해 1월 H200 수출이 조건부로 재허용되었고, 이번 미중 정상회담에서 알리바바, 텐센트, 바이트댄스 등 약 10개사에 구매 승인이 내려졌음에도 실제 출하 실적은 전무한 상황이다.

이는 중국 당국이 자국 공급망 보안 심사를 이유로 H200 주문 보류를 지시했기 때문이다. 중국 정부가 AI 인프라를 기술 주권의 핵심으로 규정하고 있는 만큼, 국산 칩 채택은 더 이상 선택이 아닌 필수가 되었다. 화웨이 Ascend 칩이 자사 클라우드 생태계에 최적화된 수직 통합 구조인 반면, 캠브리콘은 외부 IDC에 범용 공급이 가능한 사실상 유일한 대안이다. 또한 Siyuan 칩은 국산화 구조로 설계 및 생산되기 때문에 공급 지속성이 보장된다.

정책적 수요 또한 확장되고 있다. 1월 16일 중국 공업정보화부(MIIT)는 정부 조달 목록(信创产品目录)에 AI 가속기 카테고리를 최초 신설하고 캠브리콘을 포함한 GPU를 등재했다. 해당 목록은 중앙정부 및 공공기관의 IT 조달에 행정적 구매 의무를 부과하는 기제로, 매년 수십억 달러 규모의 안정적 캐피탈 수요를 제도적으로 확보하는 기제로 작동한다. 따라서 정부 조달 목록 인프라 전반의 성숙도가 높아질수록 AI 가속기 레이어의 전환 비용이 상승하고, 캠브리콘의 공공부문 내 시장 지위는 한층 공고해질 것으로 예상된다.

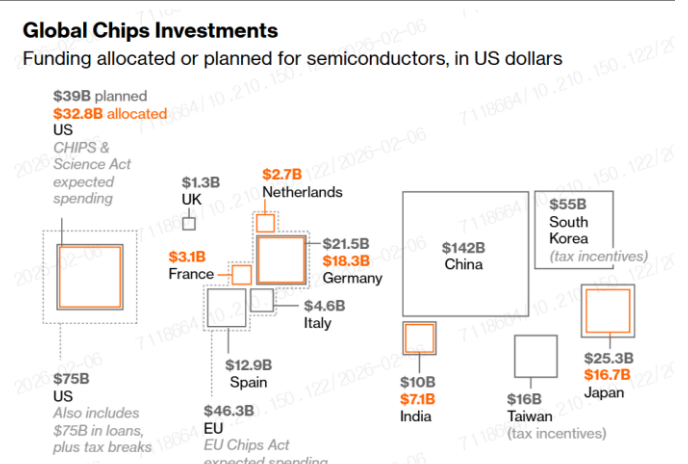
재원 측면에서도 대기금 3기가 AI 및 첨단 반도체를 핵심 투자 축으로 명시하면서 정책 지원의 무게중심이 이동하고 있다. 1, 2기가 반도체 전공정 장비와 소재 중심이었다면, 3기는 AI 가속기와 응용 소프트웨어로 투자 축이 확대되었다. 5월 7일 대기금이 중국 LLM 기업에 최초로 투자하면서 AI 생태계 자립화에 대한 정부의 강한 의지를 공식화하였다. 이는 국산 AI 칩 및 모델 밸류체인 전반에 대한 정책 지원이 본격화되었음을 의미한다. 이에 따라 동사는 AI 밸류체인의 핵심 하드웨어 공급자로서 직접적인 수혜 포지션에 있다는 판단이다.

그림 8. 중국 국가집적회로산업투자기금(대기금) 출자 규모



자료: 중국민생증권, KIEP 인용, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 국가별 반도체 지원 규모



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

3. H/W + S/W 풀스택 경쟁력 강화

동사의 S/W 경쟁력도 발맞춰 빠르게 강화되고 있다. 자체 AI 플랫폼인 NeuWare는 SenseNova U1, DeepSeek-V4, Owen 3 등 주요 대형 모델에 대해 공개 당일 최적화 (Adaptation)를 완료하는 수준에 이르렀다.

특히 지난 4월 24일 DeepSeek-V4 공개 당일 vLLM 추론 프레임워크 기반 적응 코드를 GitHub에 오픈소스로 공개하고 Pro(1.6T) 및 Flash(285B) 버전을 모두 지원한 점은 주목할 필요가 있다. 이는 과거 엔비디아만이 가능했던 Day 0 Adaptation을 국산 칩으로서 달성한 사례로, NeuWare의 기술 성숙도가 상용화 수준에 도달했음을 보여준다.

이러한 실행력은 NeuWare가 단순 지원 도구를 넘어 드라이버, 컴파일러, 연산자 라이브러리, 개발 도구를 아우르는 종합 소프트웨어 플랫폼으로 진화하고 있다는 점에서 더욱 의미가 크다. 특히 'GPU 원클릭 마이그레이션' 툴을 통해 기존 엔비디아 기반 코드를 사실상 추가 비용 없이 이식할 수 있도록 지원하며, 개발자들이 PyTorch 기반 코드를 최소한의 수정으로 캠브리콘 칩에 적용할 수 있게 함으로써 고객들의 전환 비용을 낮추고, 하드웨어 라인 효과를 강화하고 있다.

NeuWare는 중국 시장에 특화된 실용성과 신속한 업데이트 속도를 무기로 CUDA의 대체제로서 입지를 넓혀가고 있다. NeuWare 생태계가 정착될수록 중국 내 AI 인프라 공급망에서 화웨이 Ascend와 함께 양강 구도를 형성하며, 국산화 정책의 구조적 수혜자로서 지위를 더욱 공고히 할 것으로 기대된다.

표 6. NeuWare 및 CUDA 플랫폼 비교 (26년 5월 기준)

	NeuWare (캠브리콘)	CUDA (엔비디아)
최신 버전	버전명 미공개	CUDA Toolkit 13.2 (26.03)
핵심 전략	국산화 수요 흡수, 마이그레이션 비용 최소화	선발 우위 기반 글로벌 생태계 독점
지원 하드웨어	캠브리콘 클라우드, 엣지, 단말 전 제품군	엔비디아 GPU 전용
프레임워크 호환	PyTorch, TensorFlow, PaddlePaddle, Triton	PyTorch, TensorFlow, JAX 등
마이그레이션	원클릭 GPU Migration 도구 제공	타 플랫폼 전환 비용 높음
대형 모델 적응	Day 0 적응 체계 확보	업계 표준, 즉시 지원
개발자 규모	약 10만 명 (추정)	500만 명 이상

자료: 업계 추정, 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

선단공정 공급 병목 및 수율 리스크

동사의 Siyuan 590은 SMIC 7nm급 공정에서 생산된다. SMIC는 EUV 장비 없이 DUV 멀티패터닝으로 해당 공정을 구현하고 있어, TSMC 대비 수율 열위가 구조적으로 내재되어 있다. 현재 SMIC의 선단 공정은 아직까지 낮은 수율(약 20~30%)에 머물러 있다. 수요가 빠르게 확대되는 가운데 SMIC의 가용 캐파는 화웨이 Ascend 등 경쟁 수요와 분할된다. 향후 SMIC 캐파 확보 경쟁이 심화될 경우, 공급이 수요를 후행하는 병목 구간이 발생할 수 있다는 판단이다. 수율 개선이 지연될 경우 단위당 원가 상승으로 이어질 수 있다는 점도 모니터링이 필요하다.

또한 HBM 공급 의존성도 중요한 리스크 요인으로 작용할 전망이다. 고성능 AI 칩에 필수적인 HBM은 여전히 SK하이닉스와 삼성전자 등 해외 공급처에 크게 의존하고 있으며, 중국 내 생산 능력이 제한적인 상황에서 공급 불안정성과 가격 상승 압력이 지속될 수 있다. 아울러 화웨이와의 치열한 시장 경쟁, NeuWare 생태계의 성숙 속도 지연 등도 동사의 성장 모멘텀을 저해할 수 있는 요인으로 모니터링할 필요가 있다.

기업 개요

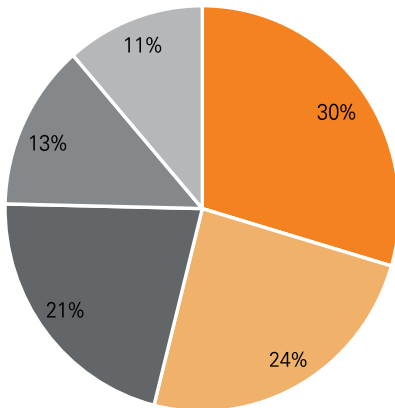
중국 국산 AI 칩 선두주자

동사는 중국의 AI 반도체 전문 기업으로, 클라우드·엣지·단말기 전 영역에 걸쳐 AI 연산칩 라인업을 보유하고 있다. 클라우드용 AI 가속기 제품은 Siyuan(MLU) 시리즈로 구성되며, ByteDance, Alibaba 등 중국 클라우드 사업자를 고객사로 확보하고 있다. S/W에서는 자체 개발 플랫폼 NeuWare를 통해 CUDA 의존도를 낮추는 생태계를 구축 중이다.

지식재산권 측면에서도 동사는 광범위한 포트폴리오를 구축하고 있다. 25년 12월 31일 기준 누적 특허 출원 건수는 2,846건이며, 이 가운데 발명특허가 97%에 달한다. 이러한 IP 포트폴리오는 지속적인 R&D 투자에 기반하고 있다. 동사의 R&D 비율은 22년 208.9%, 23년 157.5%, 24년 103.5%로 매출을 상회하는 수준이었으나, 25년 Siyuan 590 출하 급증으로 매출이 확대되면서 20.8%로 정상화됐다.

그림 10. 캠브리콘 상위 5위 고객사 매출 비중 구조

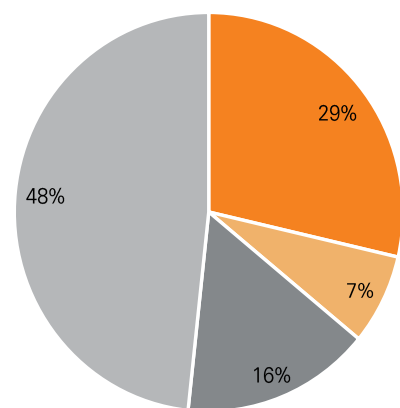
Top 1 Top 2 Top 3 Top 4 Top 5



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

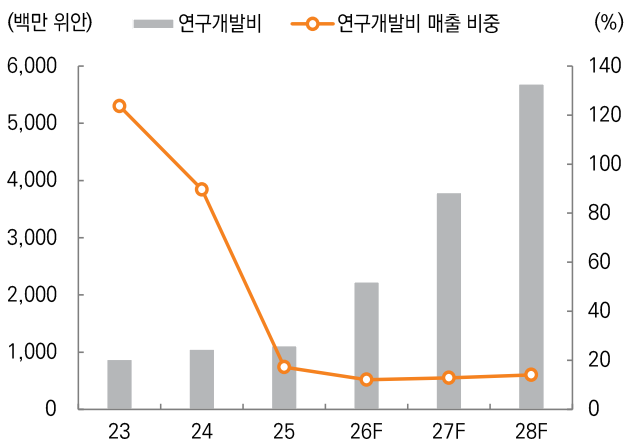
그림 11. 캠브리콘 지배구조 현황

Chen Tianshi Beijing Aixi Zhongke Suanyuan 기타



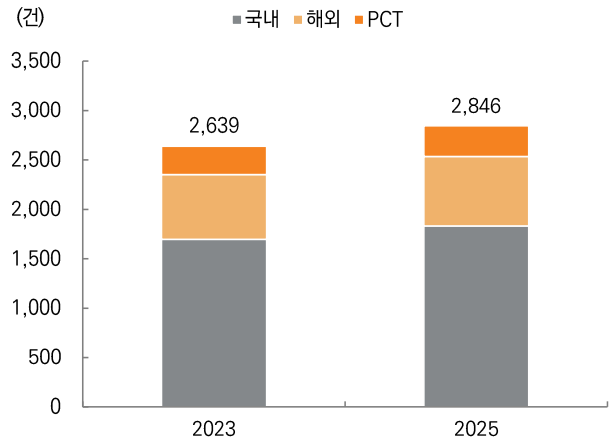
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 캠브리콘 연간 R&D 비용 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 캠브리콘 특허 출원 현황



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

캠브리콘 (688256 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만CNY)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,497	18,390	29,417	40,446
매출원가	3,048	8,626	13,799	18,972
매출총이익	3,449	9,764	15,618	21,474
영업비용	1,388	3,053	4,861	7,300
영업이익	2,061	6,711	10,757	14,174
비영업손익	-2	-2	-2	-2
세전사업손익	2,059	6,709	10,755	14,172
법인세비용	1	335	1,076	2,126
당기순이익	2,058	6,373	9,680	12,046
지배주주순이익	2,059	6,376	9,680	12,046
비지배주주순이익	-1	-2	0	0

Growth & Margins (%)

매출액증가율	453.4	183.1	60.0	37.5
매출총이익증가율	445.7	183.1	60.0	37.5
영업이익증가율	흑자전환	225.6	60.3	31.8
지배주주순이익증가율	흑자전환	209.7	51.9	24.4
EPS증가율	흑자전환	206.7	51.8	24.4
매출총이익률	53.1	53.1	53.1	53.1
영업이익률	31.7	36.5	36.6	35.0
지배주주순이익률	31.7	34.7	32.9	29.8

예상 현금흐름표 (요약)

(백만CNY)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-498	6,626	7,173	8,510
당기순이익(지배주주지분)	0	6,373	9,680	12,046
비현금수익비용가감(감가상각비)	0	0	0	0
기타영업활동	-498	253	-2,507	-3,536
투자활동 현금흐름	-4,530	-5,221	-5,422	-8,141
자본적지출	-569	-569	-569	-569
기타	-3,961	-4,652	-4,853	-7,572
재무활동 현금흐름	3,986	-11	-18	-13
배당금의 지급	4	0	0	0
자본의 증가(감소)	1,466	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-97	-11	-18	-13
기타재무활동	2,613	0	0	0
현금의 증가	-1,043	3,688	2,789	1,008
기초현금	1,972	929	4,617	7,406
기말현금	929	4,617	7,406	8,414

예상 재무상태표 (요약)

(백만CNY)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	12,080	20,787	31,598	43,311
현금 및 현금성 자산	929	4,617	7,406	8,414
매출채권	809	162	243	388
재고자산	4,944	5,438	7,069	9,190
기타유동자산	5,398	10,570	16,880	25,319
비유동자산	1,357	1,548	1,940	2,920
투자자산	419	604	989	1,962
유형자산	553	553	553	553
무형자산	189	196	202	210
기타비유동자산	196	195	196	195
자산총계	13,438	22,336	33,538	46,231
유동부채	1,333	3,340	4,150	4,046
매입채무 및 기타채무	1,116	2,120	2,332	1,866
기타유동부채	217	1,220	1,818	2,180
비유동부채	261	786	1,498	2,251
부채총계	1,594	4,126	5,649	6,296
지배주주지분	11,829	18,204	27,884	39,930
자본금	422	422	422	422
자본잉여금	11,270	11,270	11,270	11,270
이익잉여금	164	6,540	16,219	28,266
기타포괄손익누계액	-27	-28	-27	-28
비지배주주지분	7	5	5	5
자본총계	11,836	18,209	27,889	39,935

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	275.0	139.0	91.6	73.6
P/S (배)	88.0	48.2	30.1	21.9
P/B (배)	48.2	48.6	31.8	22.2
EV/EBITDA (배)	277.5	190.9	135.7	96.6
EPS (위안)	3.31	10.15	15.41	19.17
BPS (위안)	18.86	29.01	44.41	63.59
DPS (위안)	1.01	1.01	1.01	1.01
배당성향 (%)	30.5	30.5	30.5	30.5
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회전율 (회)	9.9	37.9	145.5	128.2
재고자산회전율 (회)	1.9	3.5	4.7	5.0
매입채무회전율 (회)	3.7	5.3	6.2	9.0
ROA (%)	20.4	35.6	34.6	30.2
ROE (%)	23.9	42.5	42.0	35.5
ROIC (%)	43.5	108.4	143.9	115.7
부채비율 (%)	13.5	22.7	20.3	15.8
유동비율 (%)	906.3	622.4	761.3	1,070.6
순부채비율 (%)	-43.7	-72.1	-72.4	-69.1

자료: 캠브리콘, 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.