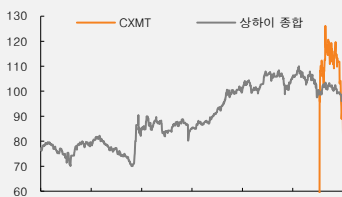


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	CNY 90.0
현재주가(26/10/20)	CNY 40.32
상승여력	123.2%

상하이 종합(p)	3,735.37
EPS 성장률(26F, %)	9,928.2
P/E(26F, x)	13.0
배당수익률(%)	0

시가총액(십억CNY)	2,737.09
시가총액(조원)	545.80
상장주식수(백만주)	67,884.1
60일 평균 거래대금(십억CNY)	20.99
52주 최저가(CNY)	40.32
52주 최고가(CNY)	61.80

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-27.4	N/A	N/A
상대주가	-24.0	N/A	N/A



[차이나테크]

강민희

minhui.kang@miraeeasset.com

688825 CH · 중국 반도체 · 중국

CXMT

외형은 건조, 지분이 가른 이익

3Q26 매출은 건조, 이익은 지분 구조에 희석

동사에 대한 **목표주가 90위안을 유지**한다. 동사는 3Q26 매출액 1,147~1,197억 위안(약 23~24조원, QoQ +15~20%), 지배주주 순이익 534~549억 위안(약 10.6~10.9조원, QoQ +1~4%)을 잠정 공시했다. 매출액은 당사 추정치를 약 3% 하회해 대체 부합했으나, 지배주주 순이익은 당사 추정치를 16% 하회했다.

당사는 매출액과 지배주주 순이익 증가율 간 괴리가 자회사 지분 구조에서 비롯된 것으로 추정한다. 동사는 팽별 운영 법인 중 허페이 1기 장신스토리지(长鑫存储技术)만 100% 보유하고, 허페이시 소재 장신신교(长鑫新桥)와 베이징시 장신집전(长鑫集电)의 지분율은 각각 30.7%, 31.7%에 불과하다. 따라서 증익이 두 법인에 집중될수록 비지배지분 순이익 비중은 확대된다.

지분 구조는 영업외손익에도 영향을 미친다. 장신신교 지배 법인에 출자한 연결 펀드의 외부 투자자 지분은 공정가치 측정 금융부채로, 상장 전인 1Q26에도 평가손실 17.6억 위안이 발생한 바 있다. 상장에 따른 기업가치 재평가를 감안하면 3Q26 손실 규모가 확대됐을 가능성을 배제할 수 없다. 10/31일 공시될 분기보고서에서 비지배지분 순이익과 일회성 제외 지배주주 순이익을 점검할 필요가 있다.

베이징 팽 추가 투자 자원 확보, Capex 확대 기조 지속

당사는 동사가 베이징 팽의 추가 투자 여력을 확보한 것으로 판단한다. 10/12일 동사는 장신집전의 납입약정 자본을 93.3억 위안(약 1.9조원) 증액했다. 베이징 생산 라인의 건설중자산 증가액은 23~25년 각각 150억/298억/170억 위안으로 투자가 지속 집행됐다. 지난 9/28일 공시한 허페이 소재 349억 위안 투자에 더해 베이징 재원을 추가 확보한 만큼, 동사의 Capex 확대 기조는 지속될 것으로 전망한다.

지수 편입, 패시브 수급 효과는 제한적

동사는 상장 3개월이 되는 10/27일 상하이종합지수와 과창판종합지수에 편입될 것으로 예상한다. 과창판종합지수 추종 ETF 자금(약 72억 위안)에 10/26일 시행되는 비중 상한 15%를 적용하면, 패시브 매수 수요는 약 11억 위안으로 60일 평균 거래대금(210억 위안)의 5% 수준이다. 따라서 당사는 지수 편입에 따른 수급 효과는 제한적일 것으로 판단한다.

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 (CNY)	-0.13	0.03	3.11	4.59	5.61
ROE (%)	-17.5	3.8	64.8	48.9	37.4
P/E (배)	-	-	13.0	8.8	7.2
P/B (배)	-	-	8.4	4.3	2.7

주: CAS 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. CXMT 밸류에이션

구분	Value	비고
2027F EPS (위안)	4.59	
Target P/E (x)	20	중국 주요 반도체 피어 평균 27F P/E 23.5배에 15% 할인 적용
목표주가 (위안)	91.8	
목표주가 (조정)	90	
현재주가 (위안)	40.32	26.10.20 종가 기준
상승여력 (%)	123.2%	투자의견 '매수' 유지

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. CXMT 실적 추이 및 전망

(%)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
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 (조 원)	1.3	2.0	3.6	6.4	11.0	21.6	24.0	29.7	13.4	81.2	134.6	169.5
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

주: 3Q26 잠정 실적 반영 전 당사 추정치

자료: 미래에셋증권 리서치센터

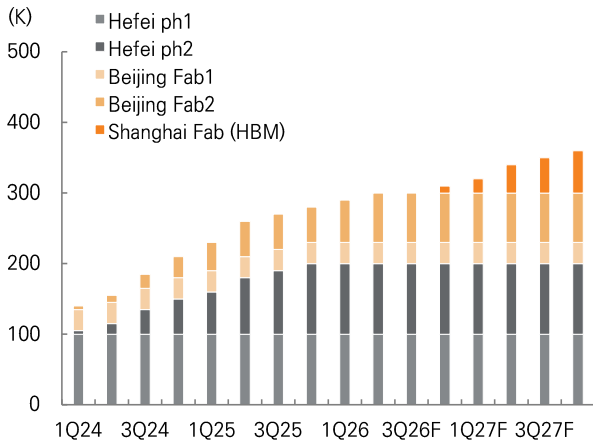
표 3. CXMT 팹 분기별 생산능력 전망

(k WPM)

팹 구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	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	70	70	70	70
상하이 팹 1기								10	20	40	50	60
합계	230	260	270	280	290	300	300	310	320	340	350	380

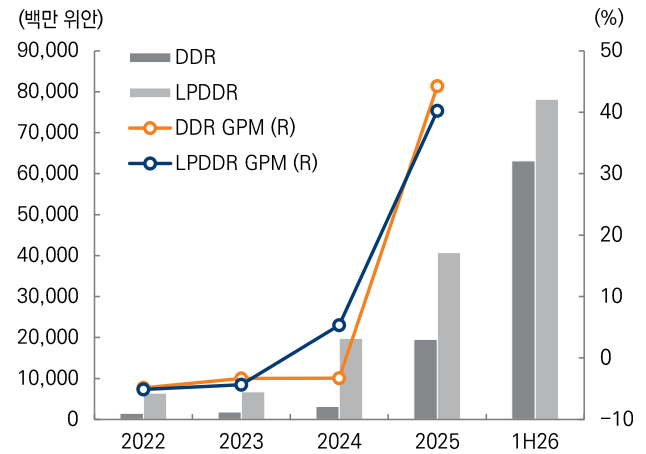
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. CXMT 팹별 생산능력 추이 및 전망



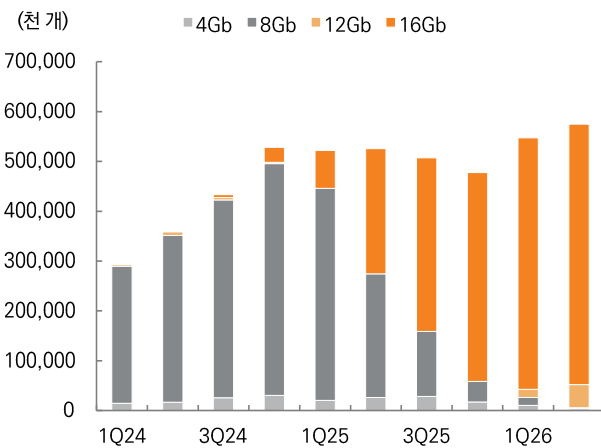
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. CXMT 제품별 매출액 및 GPM 추이



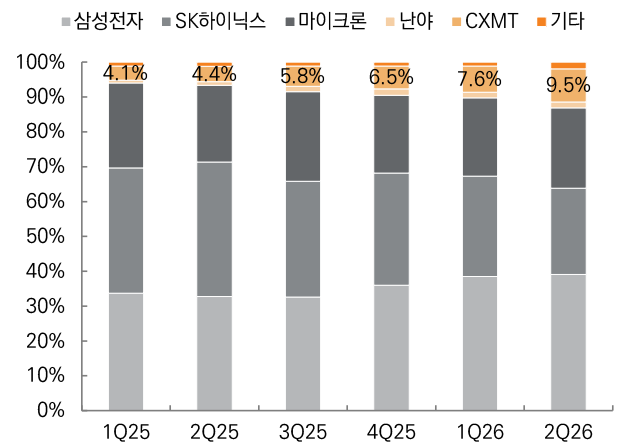
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. CXMT 비트 밀도별 생산량 추이



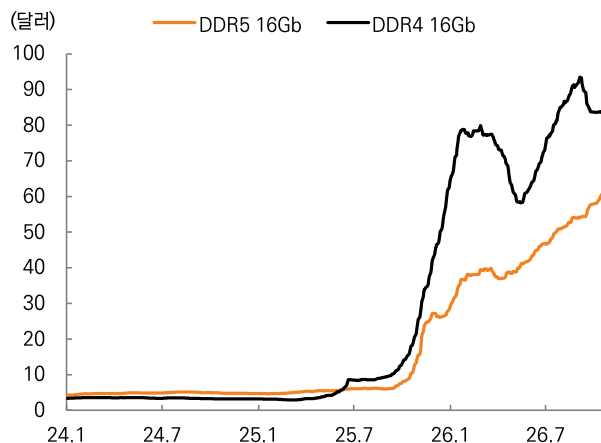
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 메모리 업체 시장점유율 추이



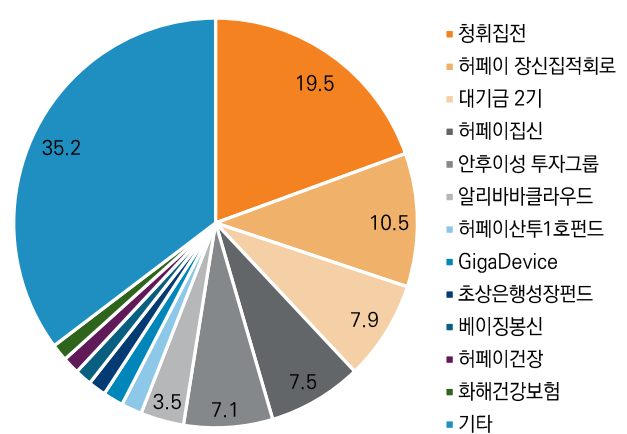
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. DRAM DDR4 및 DDR5 현물가격 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. CXMT 지분 구조



자료: Wind, 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	311,408	463,237	559,228
당기순이익	1,875	292,290	432,614	527,208
감가상각비	26,430	30,394	34,953	40,196
기타	5,330	-11,276	-4,330	-8,177
투자활동 현금흐름	-87,015	-110,468	-153,265	-147,786
- 자본적 지출(CAPEX)	-49,739	-84,375	-135,000	-135,000
기타	-37,276	-26,093	-18,265	-12,786
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	250,331	314,972	416,442
기초현금	42,699	51,990	302,321	617,293
기말현금	51,990	302,321	617,293	1,033,73

자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	110,986	374,396	700,292	1,126,147
현금성자산	51,990	302,321	617,293	1,033,735
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	307,936	429,228	541,100
투자자산	2,865	28,958	47,223	60,009
유형자산	216,487	270,468	370,515	465,318
무형자산	2,727	2,864	3,007	3,157
기타비유동자산	3,720	5,647	8,483	12,616
자산총계	336,785	682,333	1,129,520	1,667,248
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	325,707	637,189	1,017,834
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	33,211	33,211	33,211
비지배주주지분(연결)	97,346	178,603	299,735	446,299
자본총계	154,100	504,310	936,924	1,464,132

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	-	13.0	8.8	7.2
P/S (배)	-	6.7	4.4	3.5
P/B (배)	-	8.4	4.3	2.7
EV/EBITDA (배)	-	7.8	5.0	3.7
EPS (위안)	0.03	3.11	4.59	5.61
BPS (위안)	-	4.80	9.39	14.99
DPS (위안)	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-
매출채권회전율 (회)	40.6	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	30.9	27.6	22.8
ROE (%)	3.3	64.8	48.9	37.4
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (배)	1.2	0.4	0.2	0.1
유동비율 (배)	2.1	6.6	10.6	15.7
순차입금/자기자본 (배)	0.5	-0.4	-0.5	-0.6

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.