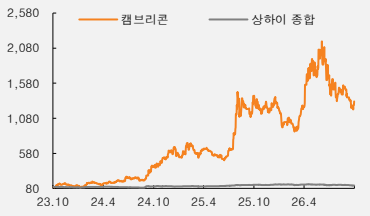
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.10.27

| | |
|---|---|
| 투자의견(유지) | 매수 |
| 목표주가(유지) | CNY 2,020 |
| 현재주가(26/10/26) | CNY 968.00 |
| 상승여력 | 108.7% |

| | |
|---|---|
| 상하이 종합(p) | 3,697.52 |
| EPS 성장률(26F,%) | 205.7 |
| P/E(26F,x) | 95.7 |
| 배당수익률(%) | 0.1 |
| 시가총액(십억CNY) | 608.73 |
| 시가총액(조원) | 120.71 |
| 상장주식수(백만주) | 628.9 |
| 60일 평균 거래대금(십억CNY) | 11.72 |
| 52주 최저가(CNY) | 651.88 |
| 52주 최고가(CNY) | 1,595.55 |

| (%) | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -11.3 | 6.6 | -5.4 |
| 상대주가 | -6.7 | 17.7 | 1.0 |




[차이나테크]
**강민희**
minhui.kang@miraeasset.com

688256 CH · 중국 반도체 · 중국

# 캠브리콘

## 출하 여력은 확보, 남은 것은 전환 속도

### 3Q26 Review: 원가 상승 국면에서 확인된 수익성 방어력

동사의 3Q26 매출액은 35.3억 위안(약 7,000억원, QoQ +13.5%, YoY +104.5%), 영업이익 14.1억 위안(약 2,800억원, QoQ +9.3%, YoY +148%), OPM 39.8%를 기록했다. 부품 가격 상승 국면에서 3Q26 말 선급금은 연초 대비 4배 증가했으며, 선매입 부품의 원가 래깅 효과가 GPM 개선에 기여한 것으로 추정한다.

### 부품 선매입으로 선점한 27년 출하 여력

1~3Q 자산손상차손은 5.02억 위안으로 YoY 5.8배 확대됐으나, 수익성 훼손이 아닌 공급 확보 전략에 수반된 비용으로 판단한다. 이번 손실은 장기 체화된 원재료 재고에 대해 재고 연령별로 평가충당금을 설정하면서 인식됐으며, 판가 하락에 따른 순실현가능가치 하락과 원인이 다르다. 분기 평가손실은 1Q26 대비 57% 감소해 **재고자산회전율 개선 시 평가손실 부담은 점진적으로 완화**될 것으로 전망한다.

동사의 출하를 제약하는 요인은 수요가 아닌 공급망 병목으로 판단한다. CSP의 AI 인프라 투자 확대로 수요 기반은 견조하나, SMIC N+2 공정 캐파와 HBM 신규 조달은 수출 통제로 제한된 상황이다. 3Q26 말 재고자산 116.6억 위안을 1~3Q26 GPM 기준으로 단순 환산하면 약 268억 위안의 매출에 상당하며, 양도제한조건부 주식(RS) 보상 계획상 27년 매출 조건(270억 위안)에 근접한 규모다. 따라서 **선확보 부품 재고의 완제품 전환 속도**가 향후 실적 방향성을 결정할 것으로 전망한다.

동사가 중기 매출 목표를 달성하려면 차세대 클라우드 AI 가속기 Siyuan 690의 출하 확대가 전제돼야 한다. IDC 집계 1H26 점유율 5%(약 10만 장, 당사 추산) 기준 장당 평균 매출은 약 6만 위안으로, 이를 27년 매출 조건에 적용하면 1H26 연환산 대비 2배 이상의 출하량이 필요하다. 다만 금번 실적 발표에서 Siyuan 690의 출하 언급은 부재했다. 경쟁사인 화웨이도 27년 Ascend 960의 상용화를 예고한 상황에서, **향후 690 중심의 ASP 상승과 출하량 확대가 병행**되는지 주목할 필요가 있다.

### 출하 전환이 이끌 밸류에이션 정상화

동사에 대해 **투자의견 '매수'와 목표주가 2,020위안을 유지**한다. 3Q26 실적은 견조했으나 재고 증가 및 현금 회수 둔화 우려로 12MF P/E는 과거 밴드 평균(97.5배)을 크게 하회했다. 다만 자국 AI 가속기 시장의 공급자 우위 구도를 감안하면, 현 주가는 펀더멘털 대비 과도한 조정으로 판단한다. 동사의 **중장기 이익 성장 경로는 여전히 유효**하며, 선확보 재고의 출하 전환 시 밸류에이션은 정상화될 것으로 전망한다.

| 결산기 (12월) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (CNY mn) | 1,174 | 6,497 | 18,384 | 29,715 | 41,279 |
| 영업이익 (CNY mn) | -456 | 2,061 | 6,406 | 11,329 | 15,900 |
| 영업이익률 (%) | -38.8 | 31.7 | 34.8 | 38.1 | 38.5 |
| 순이익 (CNY mn) | -452 | 2,059 | 6,355 | 10,991 | 15,109 |
| EPS (위안) | -0.73 | 3.31 | 10.11 | 17.49 | 24.05 |
| ROE (%) | -8.2 | 23.9 | 43.3 | 48.4 | 43.0 |
| P/E (배) | - | 275.0 | 95.7 | 55.3 | 40.3 |
| P/B (배) | 49.5 | 48.3 | 34.7 | 21.8 | 14.4 |

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

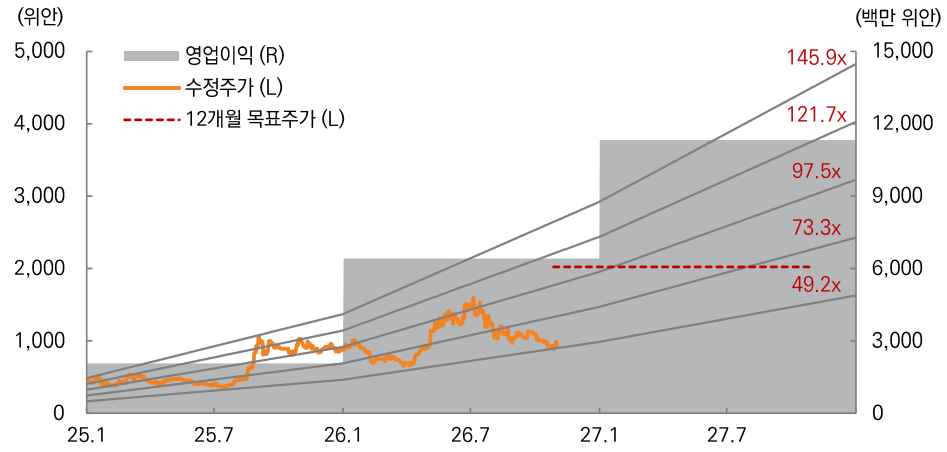
## 목표주가 및 밸류에이션

**표 1. 캠브리콘 밸류에이션**

| 구분 | Value | 비고 |
|---|---|---|
| 2028F EPS (위안) | 24.05 | |
| 2028F Target P/E (x) | 84 | 기존 목표배수 유지 |
| 목표주가 (위안) | 2,020.2 | |
| **목표주가 (조정)** | **2,020** | |
| 현재주가 (위안) | 968 | 26. 10. 26 종가 기준 |
| **상승여력 (%)** | **108.7** | 투자의견 '매수' 유지 |

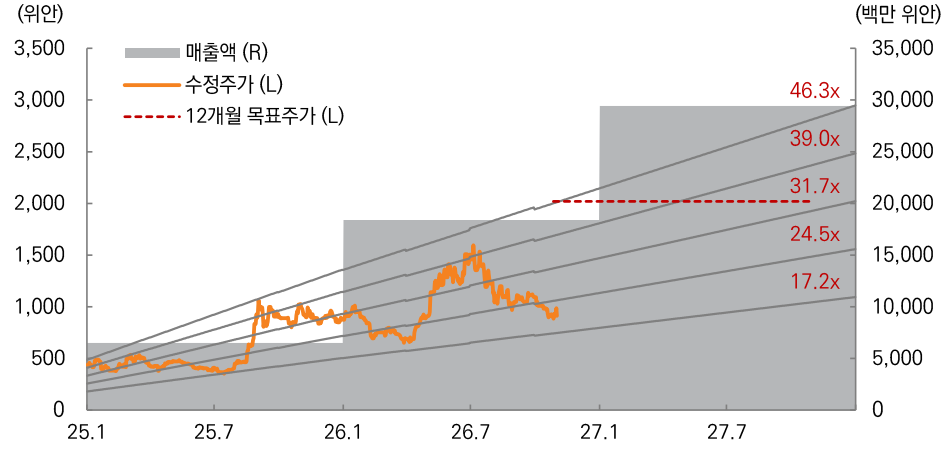
자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 1. 캠브리콘 12개월 선행 P/E 차트**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 2. 캠브리콘 12개월 선행 P/S 차트**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

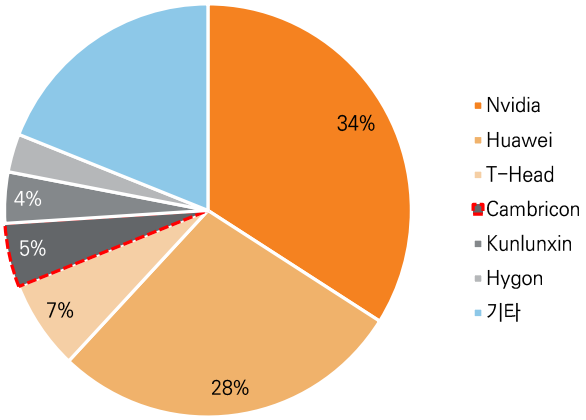
### 표 2. 캠브리콘 연간 실적 추정

(백만 위안, %)

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **709.4** | **1,174.5** | **6,497.2** | **18,384.1** | **29,714.7** | **41,278.9** |
| Cloud Smart Chip & Accelerator Card | 90.6 | 1,166.3 | 6,476.9 | 18,200.2 | 29,120.4 | 40,040.5 |
| Other | 618.8 | 8.2 | 20.3 | 183.8 | 594.3 | 1,238.4 |
| **YoY** | **-2.7** | **65.6** | **453.2** | **183.0** | **61.6** | **38.9** |
| Cloud Smart Chip & Accelerator Card | -58.7 | 1,187.8 | 455.3 | 181.0 | 60.0 | 37.5 |
| Other | 21.4 | -98.7 | 148.4 | 804.0 | 223.3 | 108.4 |
| **매출원가** | **344.4** | **508.4** | **2,913.8** | **8,587.0** | **13,371.6** | **18,947.0** |
| **매출총이익** | **365.0** | **666.1** | **3,583.4** | **9,797.1** | **16,343.1** | **22,331.9** |
| 매출총이익률 | 51.4 | 56.7 | 55.2 | 53.3 | 55.0 | 54.1 |
| 연구개발비 | 877.2 | 1,052.7 | 1,350.8 | 2,749.0 | 4,457.2 | 6,191.8 |
| 연구개발비 매출 비중 | 123.7 | 89.6 | 20.8 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |
| **영업이익** | **-875.8** | **-455.7** | **2,061.4** | **6,405.8** | **11,328.6** | **15,900.4** |
| YoY | 적지 | 적지 | 흑전 | 210.8 | 76.8 | 40.4 |
| 영업이익률 | -123.5 | -38.8 | 31.7 | 34.8 | 38.1 | 38.5 |

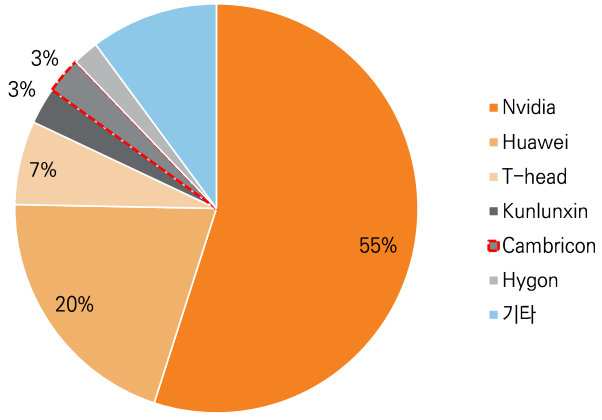
주: Edge Smart Chip & Accelerator Card, Intelligent Computing Cluster System, IP Authorization & Software 사업부는 Other에 통합
자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 3. 1H26 중국 AI 가속기 업체별 출하량 점유율



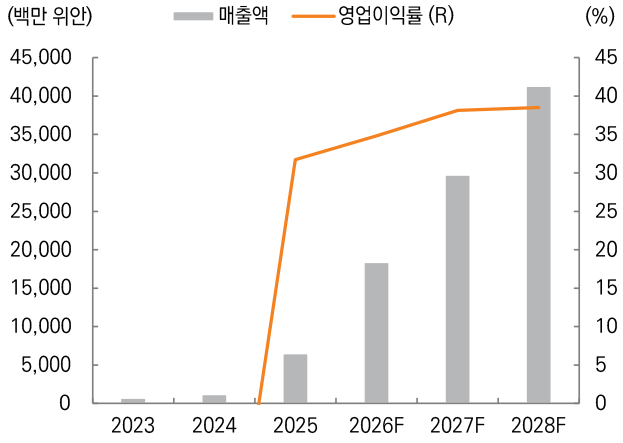

자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 4. 2025 중국 AI 가속기 업체별 출하량 점유율



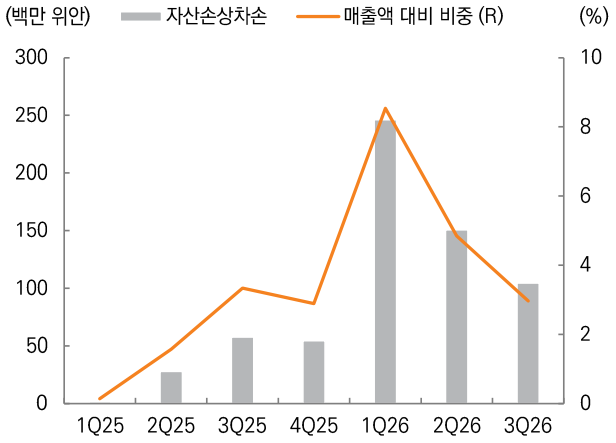

자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 5. 캠브리콘 연간 매출액 및 영업이익률 전망




자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 6. 캠브리콘 분기 자산손상차손 규모 및 매출 대비 비중 추이




자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

## 캠브리콘 (688256 CH)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (CNY mn) | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **6,497** | **18,384** | **29,715** | **41,279** |
| **매출원가** | **2,914** | **8,587** | **13,372** | **18,947** |
| **매출총이익** | **3,583** | **9,797** | **16,343** | **22,332** |
| **판매비와관리비** | **1,522** | **3,391** | **5,014** | **6,431** |
| **영업이익** | **2,061** | **6,406** | **11,329** | **15,900** |
| **비영업손익** | **-2** | **-2** | **-2** | **-2** |
| 금융손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타이익추가 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 법인세차감전순이익 | 2,059 | 6,404 | 11,327 | 15,898 |
| 법인세 | 1 | 51 | 340 | 795 |
| **당기순이익** | **2,058** | **6,353** | **10,987** | **15,104** |
| 지배주주 | 2,059 | 6,355 | 10,991 | 15,109 |
| 비지배주주 | -1 | -2 | -4 | -5 |

| Growth & margins | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|
| 매출액증가율 | 453.2 | 183.0 | 61.6 | 38.9 |
| 매출총이익증가율 | 438.0 | 173.4 | 66.8 | 36.6 |
| 영업이익증가율 | 흑전 | 210.8 | 76.8 | 40.4 |
| 순이익증가율 | 흑전 | 208.7 | 72.9 | 37.5 |
| EPS증가율 | - | 205.7 | 73.0 | 37.5 |
| 매출총이익률 | 55.2 | 53.3 | 55.0 | 54.1 |
| 영업이익률 | 31.7 | 34.8 | 38.1 | 38.5 |
| 당기순이익률 | 31.7 | 34.6 | 37.0 | 36.6 |

### 예상 재무상태표 (요약)

| (CNY mn) | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **12,080** | **18,639** | **30,213** | **44,903** |
| 현금성자산 | 929 | 1,429 | 2,700 | 1,161 |
| 매출채권 | 809 | 1,213 | 1,941 | 2,717 |
| 재고자산 | 4,944 | 11,000 | 7,119 | 9,254 |
| 기타유동자산 | 5,398 | 4,997 | 18,453 | 31,771 |
| **비유동자산** | **1,357** | **2,366** | **3,334** | **4,347** |
| 투자자산 | 419 | 707 | 1,074 | 1,563 |
| 유형자산 | 553 | 1,268 | 1,862 | 2,379 |
| 무형자산 | 189 | 196 | 202 | 210 |
| 기타비유동자산 | 196 | 195 | 196 | 195 |
| **자산총계** | **13,438** | **21,005** | **33,547** | **49,250** |
| **유동부채** | **1,333** | **2,711** | **4,262** | **4,623** |
| 매입채무 | 1,116 | 2,120 | 3,180 | 2,862 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 217 | 591 | 1,082 | 1,761 |
| **비유동부채** | **261** | **751** | **1,390** | **2,263** |
| 장기금융부채 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 256 | 751 | 1,390 | 2,263 |
| **부채총계** | **1,594** | **3,462** | **5,652** | **6,886** |
| **지배주주지분(연결)** | **11,836** | **17,538** | **27,894** | **42,368** |
| 자본금 | 422 | 629 | 629 | 629 |
| 자본잉여금 | 11,270 | 11,063 | 11,063 | 11,063 |
| 이익잉여금 | 164 | 5,866 | 16,222 | 30,696 |
| 기타 | -20 | -20 | -20 | -20 |
| **비지배주주지분(연결)** | **7** | **5** | **1** | **-4** |
| **자본총계** | **11,843** | **17,543** | **27,895** | **42,364** |

### 예상 현금흐름표 (요약)

| (CNY mn) | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **-498** | **5,060** | **9,126** | **11,070** |
| 당기순이익 | 2,058 | 6,353 | 10,987 | 15,104 |
| 감가상각비 | 128 | 328 | 555 | 746 |
| 기타 | -2,684 | -1,621 | -2,416 | -4,780 |
| **투자활동 현금흐름** | **-4,530** | **-3,902** | **-7,220** | **-11,974** |
| - 자본적 지출(CAPEX) | -569 | -1,050 | -1,155 | -1,271 |
| 기타 | -3,961 | -2,852 | -6,065 | -10,703 |
| **재무활동 현금흐름** | **3,986** | **-658** | **-635** | **-635** |
| 배당금 | -4 | -653 | -635 | -635 |
| 자본 증가 | 4,137 | 0 | 0 | 0 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | -97 | -5 | 0 | 0 |
| 기타 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증감 | -1,043 | 500 | 1,271 | -1,539 |
| 기초현금 | 1,972 | 929 | 1,429 | 2,700 |
| 기말현금 | 929 | 1,429 | 2,700 | 1,161 |

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|
| P/E (배) | 275.0 | 95.7 | 55.3 | 40.3 |
| P/S (배) | 88.0 | 33.1 | 20.5 | 14.7 |
| P/B (배) | 48.3 | 34.7 | 21.8 | 14.4 |
| EV/EBITDA (배) | 258.8 | 89.6 | 49.6 | 34.7 |
| EPS (위안) | 3.31 | 10.11 | 17.49 | 24.05 |
| BPS (위안) | 18.84 | 27.91 | 44.40 | 67.43 |
| DPS (위안) | 1.01 | 1.01 | 1.01 | 1.01 |
| 배당성향 (%) | 30.5 | 10.0 | 5.8 | 4.2 |
| 배당수익률 (%) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 매출채권회전율 (회) | 9.9 | 18.2 | 18.8 | 17.7 |
| 재고자산회전율 (회) | 1.9 | 2.3 | 3.3 | 5.0 |
| 매입채무 회전율 (회) | 3.7 | 5.3 | 5.0 | 6.3 |
| ROA (%) | 20.4 | 36.9 | 40.3 | 36.5 |
| ROE (%) | 23.9 | 43.3 | 48.4 | 43.0 |
| ROIC (%) | 32.6 | 51.0 | 125.0 | 123.4 |
| 부채비율 (%) | 13.5 | 19.7 | 20.3 | 16.3 |
| 유동비율 (%) | 906.3 | 687.5 | 708.9 | 971.3 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -43.7 | -28.1 | -68.9 | -72.3 |

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.