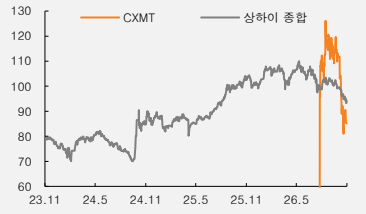
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.4

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**CNY 90.0**
현재주가(26/11/3)	CNY 38.80
상승여력	132.0%

상하이 종합(p)	3,608.10
EPS 성장률(26F,%)	59.5
P/E(26F,x)	13.3
배당수익률(%)	N/A
시가총액(십억CNY)	2,633.90
시가총액(조원)	532.29
상장주식수(백만주)	67,884.1
60일 평균 거래대금(십억CNY)	16.00
52주 최저가(CNY)	38.80
52주 최고가(CNY)	61.80

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-29.2	N/A	N/A
상대주가	-24.6	N/A	N/A



[차이나테크]
강민희
minhui.kang@miraeasset.com

688825 CH · 중국 반도체 · 중국

CXMT

3Q26 Review: 할인은 끝났다

목표주가 및 밸류에이션

동사에 대해 **목표주가 90위안**을 유지한다. 최근 주가 조정은 견조한 실적에도 불구, 4F² 양산성에 대한 시장 우려로 일부 실망 매물이 출회된 것으로 추정한다. 다만 견조한 내수 범용 DRAM 수요에 따른 27F EPS 성장률(+59.5%)을 감안하면, 상장 후 평균 P/E(19.7배)를 크게 하회하는 현 주가 수준은 과도한 조정으로 판단한다.

3Q26 Review: ASP가 이끈 증익, 지분 구조가 가른 지배주주 이익

3Q26 매출액 1,187억 위안(약 25조원, YoY +613.2%, QoQ +19.3%), 영업이익 990.4억 위안(약 21조원, YoY 흑자전환, QoQ +21.2%), OPM 83.4%를 기록했다. 전분기에 이어 **DDR5 중심의 믹스 개선으로 GPM은** 89.5%(QoQ +1.9%p)까지 확대됐다. 당사 추정 기준 3Q26 DRAM B/G는 QoQ +8%, ASP는 QoQ +11%로, 매출 성장의 약 60%를 ASP 상승이 견인한 것으로 판단한다.

다만 지배주주 순이익 증가율(QoQ +3%)이 외형 성장을 하회한 것은 연결 수익성의 훼손이 아닌 **지분 구조에 따른 이익 배분 효과**로 판단한다. 지난 잠정 실적 보고서에서 제시한 대로, 지분율이 30%대인 장신신교(长鑫新桥)와 장신집전(长鑫集电)이 증익을 주도한 점이 금번 실적 컨콜에서 확인됐다. 동사가 지분 구조 개선 가능성을 열어둔 가운데, 향후 추가 증자 시 이익의 상방 여력은 확대될 것으로 전망한다.

실적 전망: LTA 및 고객 캐파 선점으로 확인된 수요 가시성

금번 실적 컨콜을 통해 1) 다수 핵심 고객사와의 장기공급계약(LTA) 협의, 2) 글로벌 메모리 선두업체에 근접한 판가 수준, 3) 고객사의 27년 서버향 DDR5 캐파 선점 등을 확인했다.

자국 AIDC 구축이 가속화되면서 9월 말 기준 자국 지능형 컴퓨팅 연산능력은 YoY +146% 증가했다. 서버향 DRAM의 공급 부족이 27년까지 지속될 전망인 가운데, 최소한 자국 범용 DRAM 시장 내에서 동사가 판가 디스카운트를 재개할 유인은 제한적일 것으로 판단하며, 동사의 가격 협상력이 27년 한층 강화될 것으로 전망한다.

공급 측면에서는 G5 노드 전환 속도가 27년 비트 공급을 좌우할 것으로 판단한다. 동사는 G5 적용 제품을 DDR5와 LPDDR6로 순차 확대할 계획인 가운데, 가격 협상력이 강화되는 27년에는 비트 공급 확대분이 증익으로 직결될 전망이다. 이와 함께 연말 예정된 4F² 적용 DDR5 RDIMM 샘플 공급에도 주목할 필요가 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만 위안)	24,178	61,799	404,067	639,955	675,793
영업이익 (백만 위안)	-6,059	10,640	330,007	543,267	559,305
영업이익률 (%)	-25.1	17.2	81.7	84.9	82.8
순이익 (백만 위안)	-7,145	1,875	198,319	316,345	325,683
EPS (위안)	-0.13	0.03	2.92	4.66	4.80
ROE (%)	-17.5	3.8	61.7	49.6	33.8
P/E (배)	-	-	13.3	8.3	8.1
P/B (배)	-	-	8.2	4.1	2.7

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

목표주가 및 밸류에이션

동사에 대해 **투자의견 '매수'와 목표주가 90위안을 유지한다**. 당사는 서버향 DDR5 판가 상승, G5 전환에 따른 비트 출하량 확대를 반영해 27F 영업이익을 5,433억 위안으로 기존 대비 15.3% 상향했다. 다만 금번 실적에서 확인된 지배주주 귀속비율(61.2%)을 감안해 27F 귀속비율을 기존 72%에서 64.7%로 하향 조정했으며, 이에 27F EPS 추정치는 4.66 위안으로 1.5% 상향했다. 목표배수는 상장 후 12MF P/E 평균 수준인 20배를 동일하게 적용하되, EPS 추정치 변경폭을 감안해 목표주가는 유지했다.

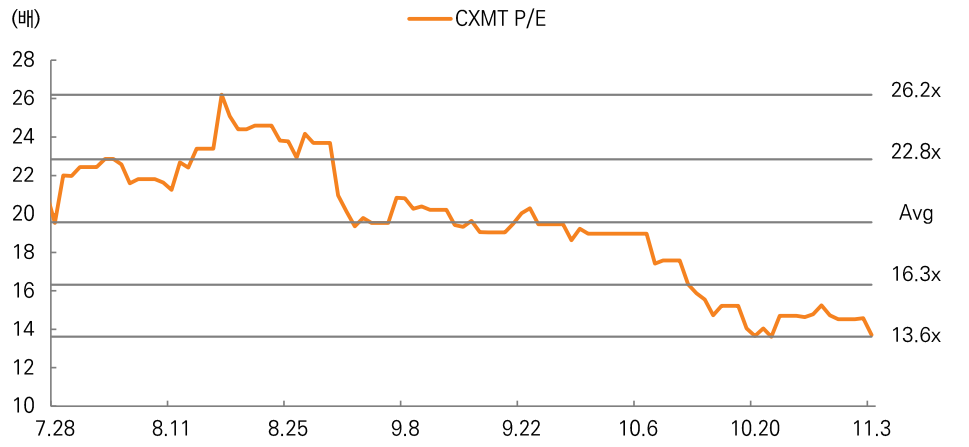
3Q26 귀속비율이 낮아진 것은 증익이 허페이 2기 팹 운영법인 장신신교(지분율 30.7%)와 베이징 팹 운영법인 장신집전(증자 전 31.7%)에 집중된 결과로 판단한다. 27F 귀속비율 64.7%는 3Q26 실적치에 장신집전 증자 효과(+3.5%p)를 더한 수치이며, 귀속비율 1%p 변동 시 27F EPS는 약 1.5% 변동한다. 동사가 추가 지분 구조 개선 가능성을 열어둔 점을 감안하면, **지분 구조 개선에 따른 EPS 상방 여력은 유효**하다고 판단한다.

현 주가는 12MF P/E 13.6배로 상장 후 밴드 하단에 위치한다. 27F EPS 성장률(+59.5%)을 감안하면, 이익 성장 대비 밸류에이션 매력은 확대된 것으로 판단하여 매수 의견을 유지한다.

표 1. CXMT 밸류에이션

구분	값	값(기존)	비고
2027F EPS	4.66 위안	4.59 위안	영업이익 상향, 귀속비율 하향(72%→64.7%)
Target P/E	20 배	20 배	상장 후 12MF 평균 수준
목표가	93.2 위안	91.8 위안	
목표가(보정)	**90 위안**	90 위안	**목표주가 유지**
현재가	38.8 위안		26.11.03 종가 기준
상승여력	**132.0 %**		투자의견 '매수' 유지

그림 1. CXMT 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

수급 이벤트 영향은 제한적

동사는 1) **과창판50 지수 편입**, 2) **자사주 매입**, 3) **보호예수 해제**로 이어지는 수급 이벤트를 앞두고 있다. 동사는 12월 정기 변경에서 과창판50 지수 편입이 예상되며, 추종 ETF 규모(약 1,968억 위안)에 종목 비중 상한 10%를 적용하면 패시브 매수 규모는 최대 약 197억 위안으로 추산된다.

지난 3Q26 잠정 실적 보고서에서 제시한 대로 10/27 과창판종합지수 편입 효과는 제한적이었으며, 편입 당일 장중 4% 상승한 주가는 3거래일 만에 편입 이전 수준을 하회했다. 다만 과창판50 지수의 추종 ETF 규모는 과창판종합지수의 약 26배에 달한다는 점에서, 편입 전후 단기 수급 개선 효과는 직전 편입보다 클 전망이다.

이어 27년 1월 말부터 10~20억 위안(약 2,000~4,000억원) 규모의 자사주 매입이 시작되는 가운데, 보호예수는 1월(총발행주식의 2.2%)과 7월(32.8%) 두 차례에 걸쳐 해제된다. 오버행은 27년 7월까지 해소되어야 할 재료로 판단한다. 다만 지수 편입과 자사주 매입으로 1월 해제 물량(시가 약 590억 위안)의 약 1/3을 흡수할 수 있다는 점에서, **단기 주가 흐름에 미칠 영향은 제한적**일 전망이다.

정책 측면에서는 미국 상무부가 동사의 Entity List 지정을 보류하고 있는 것으로 알려진 가운데, 미중 무역 휴전은 27년 1월 10일까지 연장됐다. 휴전 만료 시점이 1월 보호예수 해제와 겹친다는 점에서, 정책 변수가 단기 수급 부담을 키울 가능성은 열어둘 필요가 있다.

실적 전망

동사의 4Q26F 매출액은 1,350억 위안(약 27조원, YoY +354.4%, QoQ +13.8%), 영업이익 1,138억 위안(약 23조원, QoQ +14.9%)으로 추정한다. 4Q26에도 ASP 상승이 Bit Growth(QoQ +4.5%)를 상회하며 성장을 주도할 것으로 전망한다. Bit당 원가가 안정된 가운데 4Q26 GPM은 90.3%로, 동사의 GPM 유지 가이던스에 부합할 것으로 판단한다.

27F 매출액은 6,400억 위안(약 127조원, YoY +58.4%), 영업이익은 5,433억 위안(약 108조원, YoY +64.6%)으로 추정한다. 당사는 범용 DRAM의 ASP가 서버향 DDR5 중심의 공급 부족으로 34.1% 상승하되, 하반기에는 상승세가 둔화될 것으로 가정했다. 기존 팹의 높은 가동률과 제한적인 신규 증설을 감안해, Bit 출하량 증가(+19.9%)는 G5 노드 전환에 따른 Bit/Wafer 개선이 견인할 것으로 추정한다. 비트당 원가가 안정된 가운데 ASP가 상승하면서, 27F OPM은 84.9%로 26F 대비 3.2%p 개선될 것으로 판단한다.

27F 지배주주 순이익은 3,163억 위안(약 63조원, YoY +59.5%)으로, 귀속비율 64.7%를 적용했다. 상하이 신규 팹의 HBM 매출은 양산 가시성이 확보되는 대로 추정에 반영할 계획이며, 향후 실적의 추가 상방 요인이 될 전망이다.

표 2. CXMT 실적 전망 변경치 (백만 위안, %, %pt)

Fiscal Year	4Q26F			FY2026F			FY2027F		
	신규	기존	변경률	신규	기존	변경률	신규	기존	변경률
매출액	**135,043**	**136,890**	**-1.3**	**404,067**	**407,359**	**-0.8**	**639,955**	**620,105**	**3.2**
영업이익	**113,823**	**106,774**	**6.6**	**330,007**	**320,046**	**3.1**	**543,267**	**471,280**	**15.3**
OP Margin	84.3	78.0	6.3	81.7	78.6	3.1	84.9	76.0	8.9
[메모리 추정치]									
Bit growth	4.5	8.5	-4.0	50.9	50.0	0.9	19.9	17.1	2.9
ASP 증감률	10.0	5.0	5.0	358.4	371.8	-13.4	34.1	30.0	4.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. CXMT 실적 추이 및 전망

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만 위안)	**50,800**	**99,510**	**118,714**	**135,043**	**147,568**	**158,683**	**165,506**	**168,198**	**61,799**	**404,067**	**639,955**	**675,793**
매출액 (조 원)	10.7	21.9	24.9	26.9	29.4	31.6	32.9	33.5	12.2	85.0	127.4	134.5
매출액 (백만 달러)	7,338	14,625	17,613	20,246	22,191	23,862	24,888	25,293	8,647	59,822	96,234	101,623
QoQ/YoY	71.0	95.9	19.3	13.8	9.3	7.5	4.3	1.6	155.6	553.8	58.4	5.6
ASP (달러/Gb)	**0.87**	**1.63**	**1.82**	**2.00**	**2.12**	**2.18**	**2.18**	**2.14**	**0.35**	**1.61**	**2.16**	**1.94**
QoQ/YoY (%)	47.5	88.0	11.2	10.0	6.0	3.0	0.0	-2.0	38.3	358.4	34.1	-10.0
Bit 출하량 (mn Gb)	8,441	8,948	9,691	10,127	10,471	10,932	11,402	11,824	24,653	37,206	44,628	52,364
QoQ/YoY (%)	18.7	6.0	8.3	4.5	3.4	4.4	4.3	3.7	87.9	50.9	19.9	17.3
Bit/Wafer (K Bit)	9,702	9,942	10,767	11,252	11,634	12,146	12,669	13,137	7,901	10,422	12,397	13,636
QoQ/YoY (%)	14.6	2.5	8.3	4.5	3.4	4.4	4.3	3.7	24.7	31.9	18.9	10.0
영업이익 (백만 위안)	**35,433**	**81,711**	**99,039**	**113,823**	**125,057**	**134,920**	**140,737**	**142,553**	**10,640**	**330,007**	**543,267**	**559,305**
QoQ/YoY (%)	158.3	130.6	21.2	14.9	9.9	7.9	4.3	1.3	흑전	3,001.4	64.6	3.0
OPM (%)	69.7	82.1	83.4	84.3	84.7	85.0	85.0	84.8	17.2	81.7	84.9	82.8
당기순이익 (백만 위안)	**33,012**	**74,538**	**88,983**	**102,441**	**112,551**	**121,428**	**126,663**	**128,298**	**7,144**	**298,973**	**488,941**	**503,374**
QoQ/YoY (%)	199.8	125.8	19.4	15.1	9.9	7.9	4.3	1.3	흑전	4,084.8	63.5	3.0
NPM (%)	65.0	74.9	75.0	75.9	76.3	76.5	76.5	76.3	11.6	74.0	76.4	74.5
지배주주 순이익 (백만 위안)	24,761	52,844	54,435	66,279	72,821	78,564	81,951	83,009	1,875	198,319	316,345	325,683
귀속비율 (%)	75.0	70.9	61.2	64.7	64.7	64.7	64.7	64.7	26.2	66.3	64.7	64.7

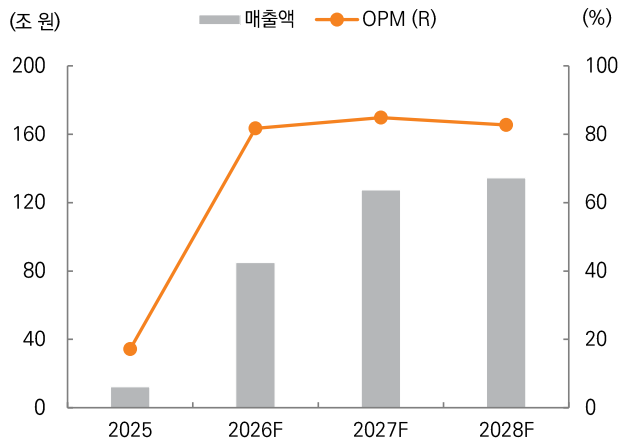
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. CXMT 팹 분기별 생산능력 전망 (k WPM)

팹 구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	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**

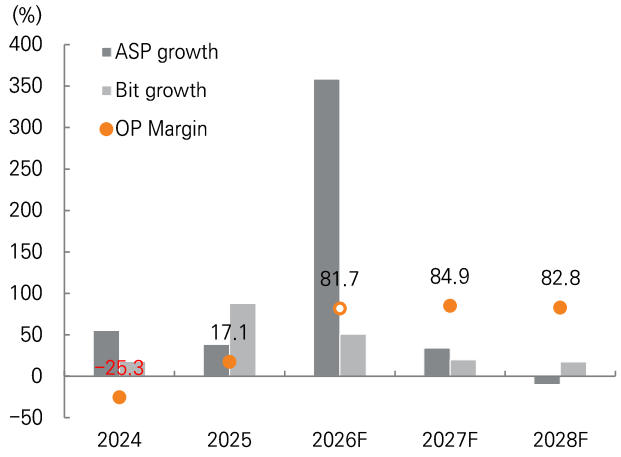
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. CXMT 매출액 및 영업이익률 전망



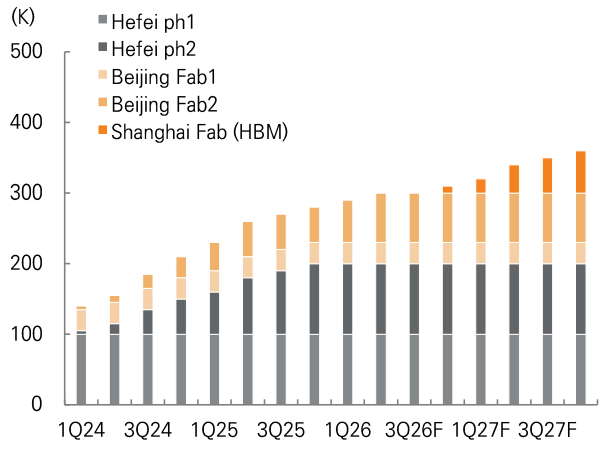
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. CXMT DRAM B/G 및 ASP 전망



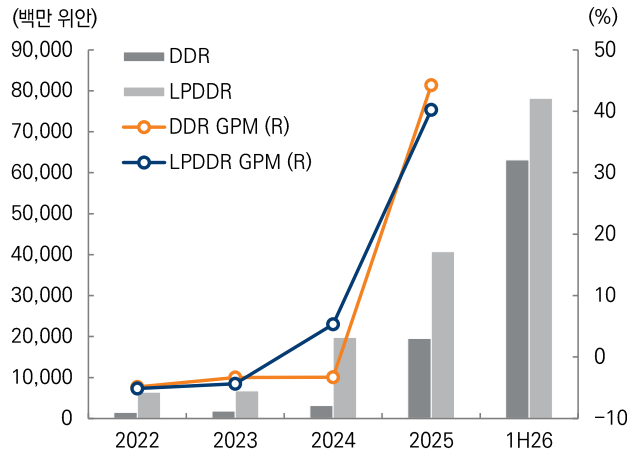
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. CXMT 팹별 생산능력 추이 및 전망



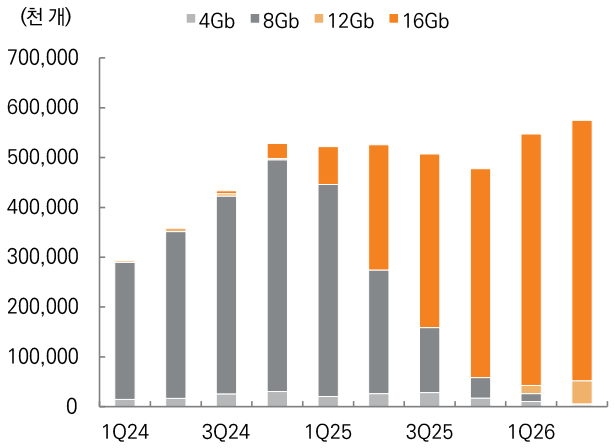
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CXMT 제품별 매출액 및 GPM 추이



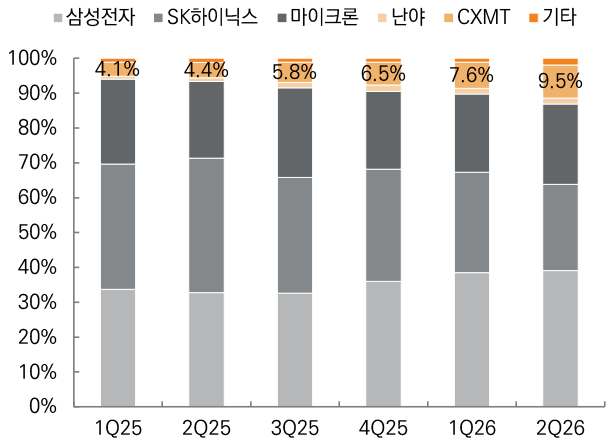
자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. CXMT 비트 밀도별 생산량 추이



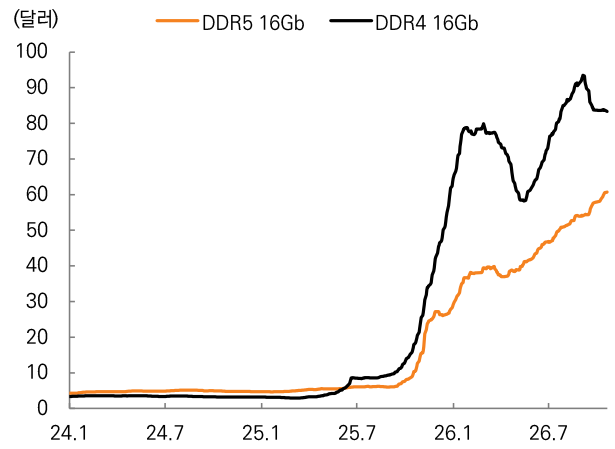
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 메모리 업체 시장점유율 추이



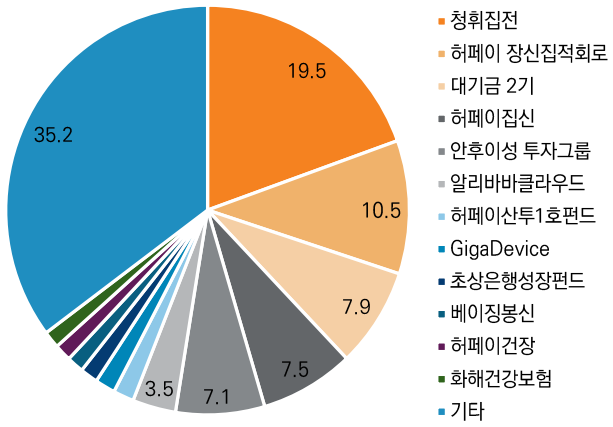
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. DRAM DDR4 및 DDR5 현물가격 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. CXMT 지분 구조



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

CXMT (688825 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만위안)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**61,799**	**404,067**	**639,955**	**675,793**
매출원가	**36,465**	**48,486**	**59,117**	**74,589**
매출총이익	**25,334**	**355,581**	**580,839**	**601,204**
판매비와관리비	**6,697**	**25,573**	**37,571**	**41,899**
영업이익	**10,640**	**330,007**	**543,267**	**559,305**
비영업손익	**-2,939**	**-3,233**	**-3,557**	**-3,912**
법인세차감전순이익	7,701	326,774	539,711	555,393
법인세	557	27,801	50,770	52,018
당기순이익	7,144	298,973	488,941	503,374
지배주주	1,875	198,319	316,345	325,683
비지배주주	5,269	100,654	172,596	177,691

Growth & Margins (%)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	155.6	553.8	58.4	5.6
매출총이익증가율	634.9	1,303.6	63.3	3.5
영업이익증가율	흑전	3,001.4	64.6	3.0
순이익증가율	흑전	10,477.8	59.5	3.0
EPS증가율	흑전	9,324.0	59.5	3.0
매출총이익률	41.0	88.0	90.8	89.0
영업이익률	17.2	81.7	84.9	82.8
지배주주순이익률	11.6	49.1	49.4	48.2

예상 재무상태표 (요약)

(백만위안)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**110,986**	**387,481**	**764,174**	**1,165,652**
현금성자산	51,990	315,405	680,894	1,074,363
매출채권	1,524	4,571	7,240	7,645
재고자산	28,568	35,710	41,066	45,173
기타유동자산	28,904	31,795	34,974	38,472
비유동자산	**225,799**	**308,263**	**427,459**	**537,192**
투자자산	2,865	28,958	47,223	60,009
유형자산	216,487	270,896	368,942	461,746
무형자산	2,727	2,864	3,007	3,157
기타비유동자산	3,720	5,545	8,287	12,280
자산총계	**336,785**	**695,743**	**1,191,633**	**1,702,845**
유동부채	**52,842**	**55,047**	**56,996**	**59,833**
매입채무	6,687	8,891	10,840	13,677
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**	**176,360**	**183,310**	**191,147**
지배주주지분(연결)	**56,754**	**321,383**	**637,728**	**963,411**
자본금	60,193	67,884	67,884	67,884
자본잉여금	0	58,619	58,619	58,619
이익잉여금	-36,650	161,669	478,014	803,697
기타	33,211	33,211	33,211	33,211
비지배주주지분(연결)	**97,346**	**198,000**	**370,596**	**548,287**
자본총계	**154,100**	**519,383**	**1,008,324**	**1,511,698**

예상 현금흐름표 (요약)

(백만위안)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**33,635**	**316,530**	**511,754**	**534,254**
당기순이익	7,144	298,973	488,941	503,374
감가상각비	26,430	30,394	34,953	40,196
기타	61	-12,838	-12,140	-9,316
투자활동 현금흐름	**-87,015**	**-110,896**	**-151,265**	**-145,786**
- 자본적 지출(CAPEX)	-49,739	-84,803	-133,000	-133,000
기타	-37,276	-26,093	-18,265	-12,786
재무활동 현금흐름	**49,198**	**57,781**	**5,000**	**5,000**
배당금	0	0	0	0
자본 증가	6,856	66,310	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	15,277	-8,529	5,000	5,000
기타	27,064	0	0	0
현금의 증감	-4,710	263,415	365,489	393,469
기초현금	42,699	51,990	315,405	680,894
기말현금	51,990	315,405	680,894	1,074,36

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	-	13.3	8.3	8.1
P/S (배)	-	6.5	4.1	3.9
P/B (배)	-	8.2	4.1	2.7
EV/EBITDA (배)	-	7.3	4.2	3.7
EPS (위안)	0.03	2.92	4.66	4.80
BPS (위안)	-	4.73	9.39	14.19
DPS (위안)	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-
매출채권회전율 (회)	40.6	88.4	88.4	88.4
재고자산회전율 (회)	1.3	1.4	1.4	1.7
매입채무 회전율 (회)	5.5	5.5	5.5	5.5
ROA (%)	2.1	28.5	26.5	19.1
ROE (%)	3.3	61.7	49.6	33.8
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (배)	1.2	0.3	0.2	0.1
유동비율 (배)	2.1	7.0	13.4	19.5
순차입금/자기자본 (배)	0.5	-0.4	-0.5	-0.6

자료: CXMT, 미래에셋증권 리서치센터

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.