MIRAE ASSET
미래에셋증권

Market Insight
2026.1.6

[중국/홍콩]
박수진
soojin.park.a@miraeasset.com

보이는 차이나

뜨거워진 중국 IPO 시장, 관전포인트는? (feat. Zhipu AI & MiniMax)

- IPO 환경 변화: 중국 혁신 성장 산업의 IPO는 규제 완화와 정책 지원을 배경으로, 기술 기반 기업들이 본격적으로 자본시장 검증 국면에 진입하는 단계로 전환 중
- 상장 시장 선택: 상하이 과창판은 국가 전략·밸류에이션 상징성, 홍콩은 속도·글로벌 자본·지배구조 유연성을 기준으로 상장 전략 차별화
- IPO 이후 관전 포인트: 기술 기대감보다 수익화 구조, 사업 모델의 지속성, 실적 성장을 통한 실행력이 주가의 핵심 결정 변수로 부상

중국의 혁신 성장 산업에 대한 IPO 환경 변화

최근 중국의 혁신 성장 산업을 중심으로, AI·반도체·첨단 제조 분야 기술 스타트업들의 상장 움직임이 재개되며 중국 본토와 홍콩 IPO 시장이 다시 활기를 보이고 있다. 실제로 최근 한 달 사이에 무어스레드, MetaX, Biren Tech, Enflame 등 AI·반도체 분야의 유망 스타트업들이 상장을 이미 완료했거나 상장 준비 단계에 본격 진입했다. 향후에도 AI, 휴머노이드, 반도체, 우주항공 등 국가 전략 산업 전반에서 기술·R&D 중심 스타트업들의 IPO 시도는 지속될 것으로 보인다.

이러한 IPO 재개 흐름의 배경에는 산업 구조와 제도적 환경 변화가 동시에 작용하고 있다. 우선 산업 측면에서는 AI·첨단 제조 산업의 특성상 대규모 연구개발과 인프라 투자가 필수적인 만큼, 외부 자금 조달에 대한 의존도가 확대되고 있다. 초기에는 사모 투자와 전략적 투자로 성장해왔지만, 기술 고도화와 글로벌 확장을 병행하기 위해서는 보다 장기적이고 안정적인 자금 조달 수단으로서 자본시장의 역할이 커지고 있다.

정책·제도 측면에서도 변화의 방향성은 비교적 명확하다. 홍콩과 과창판은 공통적으로 혁신 성장 산업에 대한 자본시장 지원을 강화하기 위해, 수익화 이전 단계의 기술·R&D 중심 기업도 상장이 가능하도록 제도적 유연성을 확대하는 방향으로 조정되고 있다. 국가반도체펀드 등 정책성 자금 투자를 넘어, 정부 차원에서 자본시장을 통한 금융 지원 기능을 제도적으로 강화하려는 흐름으로 해석된다.

중국 AI 기업들은 자본 조달의 목적과 성장 단계에 따라 과창판과 홍콩거래소를 전략적으로 선택하고 있으며, 두 시장은 상장 요건·투자자 구성·자금 조달 속도 측면에서 차별화된 기능을 수행하고 있다.

우선 상하이 과창판은 '중국의 나스닥'을 표방하며, 기술 자립과 국가 전략 산업 육성의 상징적 무대로 자리잡고 있다. 본토 자본시장을 기반으로 하는 과창판은 중국 내 기관 및 개인 투자자들의 참여도가 높고, 전략 산업에 대한 정책적 신뢰가 강하게 작용하는 시장이다. 이로 인해 AI·반도체 등 국가 핵심 기술 분야 기업들은 상장 초기 상대적으로 높은 밸류에이션을 형성할 수 있는 환경을 갖추고 있다. 2025년에 과창판 또한 적자 상태의 혁신 기업도 상장이 가능한 '혁신성장 트랙'이 도입되며, AI 기업에 대한 상장 문턱도 제도적으로 낮아졌다.

이에 따라 단기적인 수익성보다는 기술 경쟁력과 성장성, 국가 전략과의 부합성이 보다 중요한 심사 기준으로 부상하고 있다. 다만 IPO 사전 지도(辅导) 제도와 엄격한 책임 구조, 그리고 주관사·회계법인 등 참여 중개 기관에 부과되는 높은 책임 부담으로 인해, 실제 상장 승인까지는 여전히 상당한 시간이 소요되는 구조다. 즉, 상장 가능성은 확대됐지만 절차와 심사 강도는 유지되고 있어, 준비 기간과 불확실성 측면에서는 한계가 존재한다. 이러한 특성상 과창판은 여전히 하드웨어, 반도체 칩 설계 등 '하드 테크' 중심의 국가 전략 기업에 보다 적합한 상장 무대로 평가된다.

반면 홍콩 증시는 글로벌 금융 허브로서의 지위를 바탕으로, 유연한 상장 제도와 글로벌 자본에 대한 접근성을 동시에 제공하는 시장이다. 특히 '특수 목적 기술 기업 상장 규칙(18C)'을 통해 적자 상태의 AI 기업에도 상장 경로를 열어두고 있어, 자금 조달의 속도와 확실성 측면에서 본토 시장 대비 뚜렷한 우위를 지닌다. 이에 따라 대규모 연구개발 자금이 단기간 내 필요한 AI 기업들에게 홍콩 증시는 현실적이고 효율적인 상장 선택지로 작용하고 있다.

아울러 홍콩 증시는 차등의결권 구조를 허용하고 있어, 창립자와 핵심 경영진이 상장 이후에도 의사결정 주도권과 지배구조를 안정적으로 유지할 수 있다는 점에서 본토 시장 대비 제도적 유연성이 크다. 이는 장기적 기술 로드맵과 대규모 R&D 투자가 필요한 AI 기업들에게 중요한 장점으로 작용한다. 다만 글로벌 거시 경제 환경과 금리 변동, 해외 투자자 심리에 민감한 구조인 만큼, 밸류에이션은 본토 시장 대비 상대적으로 보수적으로 형성될 가능성이 존재한다.

중국 AI 기업들은 각자의 기술 성격과 자금 수요, 성장 단계에 따라 두 시장 중 보다 적합한 상장지를 선택하고 있으며, 이러한 전략적 선택이 IPO 이후 기업 가치와 주가 흐름에도 중요한 영향을 미칠 것으로 판단된다.

표 1. 상하이 과창판 & 홍콩거래소의 스타트업 기업 상장 관련 특징 비교

구분	상하이 과창판 (STAR Market)	홍콩거래소 (HKEX)
시장 성격	국가 전략 기술 육성 중심의 본토 혁신시장	글로벌 자본 유치 중심의 국제 금융시장
핵심 역할	기술 자립 및 국가 전략 산업의 상징적 무대	자금 조달 속도와 확실성 중심의 실전 시장
적자 기업 상장	가능 (혁신성장 트랙 도입)	가능 (18C 등 특수 목적 기술기업 특례)
IPO 절차	사전 지도(辅导) 필수, 단계적 정밀 심사	상대적으로 간소. 심사 프로세스 유연
상장 소요 시간	상대적으로 장기화 (중개기관 심사 및 책임 엄격)	비교적 빠름 (자금 확보의 적시성 유리)
책임 구조	발행사·주관사·회계법인 등 연대 책임 매우 엄격	책임 구조는 존재하나 본토 대비 유연함
투자자 구성	중국 본토 기관 및 개인 투자자 중심	글로벌 기관 투자자 비중 높음
지배구조	차등의결권 행사에 제한적 요소 존재	차등의결권 허용
적합 기업 유형	반도체, 하드웨어 등 '하드 테크' 중심	AI 서비스, SaaS, 플랫폼 등 '글로벌 확장형'

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Zhipu AI와 MiniMax: 중국 LLM 기업의 첫 자본시장 시험대

이러한 환경 속에서 중국 대표 대형언어모델(LLM) 기업인 Zhipu AI(1/8)와 MiniMax(1/9)가 홍콩 증시에 연이어 상장할 것을 예고하며 시장의 주목을 받고 있다. 두 기업은 하루 차이로 상장을 추진하며, 사실상 중국 LLM 기업의 첫 자본시장 검증 사례가 되고 있다.

Zhipu AI는 GLM 기반의 범용 파운데이션 모델을 중심으로, 기업·정부를 대상으로 한 B2B·B2G 비즈니스에 집중해왔다. 특히 중국어 문맥 이해와 장문 처리, 정책·공공 문서 분석 등에서 강점을 보이며, 중국어 특화 대형 모델로서의 경쟁력을 축적해온 것이 특징이다. 이러한 기술적 특성은 데이터 보안과 안정성을 중시하는 국유기업·금융기관·공공 부문 수요와 높은 적합성을 보이며, Zhipu의 모델이 단순한 응용 서비스가 아닌 중국 내 AI 인프라의 일부로 자리매김하는 데 기여하고 있다. 또한 프라이빗 배포와 MaaS/SaaS 모델을 통해 고객 시스템에 깊게 통합되는 구조를 채택함으로써, 고객 전환 비용이 높고 계약 지속성이 강한 매출 구조를 구축하고 있다. 이는 단기적인 성장 속도보다는 장기적 안정성과 제도 친화성을 중시하는 전략으로 평가된다. 다만 이러한 인프라 중심 전략은 프로젝트형 매출 비중이 높고, 고객군이 특정 산업과 국유 부문에 집중되는 구조적 한계를 동반한다. 고객 확대 속도가 상대적으로 완만할 수 있으며, 정책·예산 사이클 변화에 따른 실적 변동 가능성도 리스크 요인으로 작용한다.

MiniMax는 텍스트·음성·영상에 걸친 멀티모달 모델을 기반으로 한 AI 네이티브 애플리케이션 전략을 선택했다. 단순한 모델 제공을 넘어, AI를 곧바로 소비할 수 있는 형태의 제품으로 구현하는 데 강점을 지니며, 트렌디한 사용자 경험과 빠른 기능 업데이트를 통해 글로벌 소비자 시장에서 빠른 확산을 이끌어내고 있다. 대표 앱인 Talkie를 비롯한 서비스들은 AI 캐릭터, 음성·영상 생성, 인터랙션 중심 기능을 결합해 Z세대 및 글로벌 사용자층의 콘텐츠 소비 트렌드에 밀착해 있으며, 이로 인해 MiniMax는 매출의 상당 부분을 해외 시장에서 창출하는 구조를 형성하고 있다. 이러한 전략은 사용자 기반 확대와 매출 성장 속도 측면에서 강점을 제공하며, 플랫폼형 비즈니스로의 확장 가능성도 내포한다. 그러나 소비자 중심 모델의 특성상 경쟁 심화에 따른 사용자 유지 비용 상승, 트렌드 변화에 따른 서비스 수명 리스크가 상존한다. 더불어 글로벌 시장을 무대로 하는 만큼 해외 규제, 콘텐츠·저작권 이슈, 법적 분쟁 가능성이 실적 변동성을 키울 수 있는 요인으로 작용한다.

두 기업은 동일한 대형언어모델 출발점에서 출발했지만, 시장 선택·기술 활용 방식·리스크 구조가 근본적으로 다른 경로를 택하고 있으며, IPO 이후에도 각기 다른 평가 잣대가 적용될 가능성이 높아보인다.

표 2. Zhipu AI & MiniMax 핵심 비교

구분		즈푸(Zhipu) AI	MiniMax
2024년 실적	매출액	3.12억 위안	약 3,038만 달러 (약 2.16억 위안)
	매출 장률 (YoY)	130%	782%
	순이익/손실	29.6억 위안 손실	4.65억 달러 손실 (약 32.7억 위안)
	R&D	21.95억 위안	1.89억 달러 (약 13.4억 위안)
	매출총이익률	56.30% (SW/라이선스 구조)	12.20% (소비자단 연산비 부담)
고객 대상	핵심 고객층	B2B 기업 + 개발자 (정부/기업)	개인 사용자 비중 높음 (B2C/B2B)
	활성 규모	1.2만 이상의 기업 고객; 4,500만 개발자	2,760만 MAU (3Q25 통합)
	생태계 범위	8,000만 대 이상의 단말기 내장	매출의 73%가 해외 시장 발생
제품 구조	파운데이션 모델	GLM 시리즈	abab 시리즈 (비디오/음성/텍스트)
	핵심 수익원	프라이빗 배포 (84.5%) MaaS/SaaS 모델	AI 앱 구독 및 가상 아이템
	대표 제품	즈푸칭옌, AutoGLM, Open SDK	싱예(중국), Talkie(해외), 하이뤄 AI
투자	핵심 투자자	메이투안, 텐센트, 알리바바, 세쿼이아 등	알리바바, 미호요, 텐센트, IDG, 세쿼이아 등
	상장일	1월 8일/ 홍콩거래소	1월 9일/ 홍콩거래소
	공모가 밴드	116.2HKD	151~165HKD 구간에서 밴드 상단 책정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IPO 이후의 관전 포인트: 가능성의 서사에서 숫자(실적)로 검증

이번 Zhipu AI와 MiniMax의 상장을 기반으로 이후 Moonshot 등 후발 LLM 기업들의 상장 레퍼런스로 작용할 가능성이 크다. 또한 상장 초기에는 높은 시장 관심과 더불어 경쟁 구도 형성, 단기 과열로 인한 변동성은 불가피하겠지만, 중장기적으로는 각 기업의 사업 모델에 맞는 평가 기준이 분리될 가능성이 크다. 동일한 AI·LLM 기업이라는 공통 분모에도 불구하고, 수익 구조와 성장 경로가 상이한 만큼 시장의 잣대 역시 달라질 수밖에 없다.

중요한 점은 이번 IPO 경쟁의 본질이 '누가 먼저 상장했는가'보다 상장 이후 발표되는 실적을 통해 **기술** 경쟁력이 실제 수익 구조로 얼마나 전환되고 있는지, 그리고 각 기업의 사업 모델이 지속 가능한 성장 경로를 확보하고 있는지가 자본시장에서 검증받게 된다는 데 있다.

중국 AI 혁신 기업들의 IPO 열풍은 기술 가능성과 성장 서사 중심이던 자금 조달 논리가 실적과 실행력 중심으로 전환되고 있음을 보여준다. 상장은 출발선에 불과하며, 향후 기업 가치의 향방은 분기 실적과 사업 실행력에 의해 결정될 가능성이 높다. 이제 중국 AI 기업들에게 요구되는 것은 기술 스토리가 아니라, 자본시장이 이해할 수 있는 방식으로 성과를 증명하는 능력이다.

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 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.