

Strategy Idea

중국 AI 모델 약진의 이면



글로벌 투자전략 - 신흥국

Analyst 최설화

xuehua.cui@meritz.co.kr

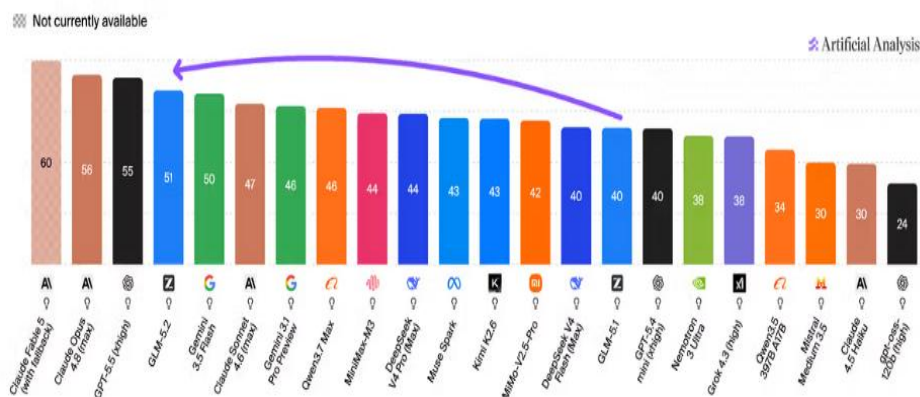
- ✓ 중국 AI 모델 약진 뚜렷: 1) 모델의 벤치마크 성능의 향상, 2) 호출량(API) 점유율 상승
- ✓ 단 즈푸의 ARR은 엔트로픽의 0.5%에 불과, PSR 467배 vs. 20.5배로 수익성 격차는 커
- ✓ 당분간 중국 AI 모델의 미국 '대체'보다 '기술적 추격과 상업화 지체의 공존' 국면

중국 AI 모델의 약진: 성능 및 점유율 격차 축소

최근 중국 AI 모델의 약진이 두드러지고 있다. 주로 1) 모델 벤치마크 성능의 향상과 2) 글로벌 시장에서의 점유율 상승에서 그 단서를 찾아볼 수 있다.

올해 6월 하순, 중국의 AI 스타트업인 즈푸(智譜, Z.ai)가 내놓은 신모델 GLM-5.2이 전체 순위 4위를 차지했다. 엔트로픽의 '페이블5'와 '오푸스 4.8', 'GPT-5.5' 다음으로 순위권에 들면서 미국의 프런티어 모델을 상당히 따라 잡았다는 평가를 받았다. 가격 또한 출력토큰 100만 개당 4.4달러로 GPT-5.5(30달러)의 15%에 불과해, '제2의 딥시크 모먼트'라고 불리며 해외에 적잖은 충격을 주었다. 이에 2026년 1월 8일 홍콩거래소에 상장된 즈푸의 시가총액은 6월 25일에 1조 홍콩달러를 돌파했고, 주가는 공모가 대비 1,958% 올랐다.

그림1 즈푸(Z.ai)의 신모델 GLM-5.2 성능, 미국 프런티어 모델과의 격차 빠르게 축소

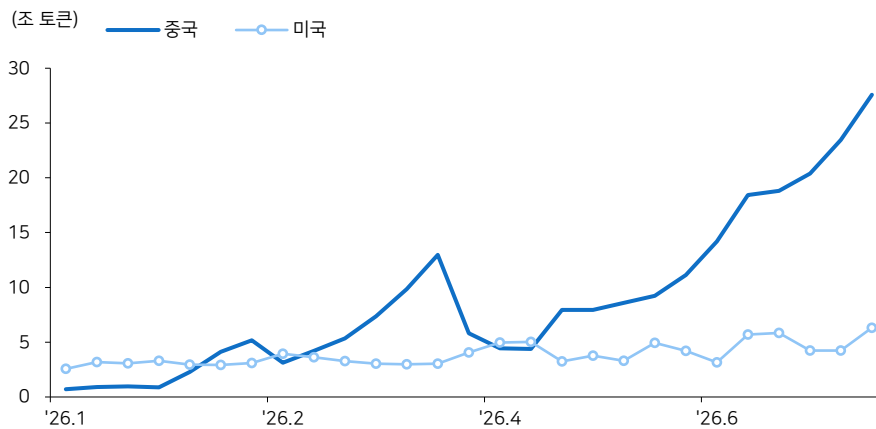


자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 시장에서 점유율 상승도 동반되고 있다. 글로벌 개발자들이 실제로 사용하는 모델을 집계하는 OpenRouter 데이터에 따르면, 올해 2월부터 중국 AI 모델의 토큰 사용량이 빠르게 증가하면서 미국 모델과의 사용량 격차가 확대하고 있다(그림 2). 중국 모델의 토큰 가격이 낮은 영향이 있을 수 있지만, 요청수(API) 기준으로 중국 모델의 점유율이 작년 말의 23%에서 현재 34%까지 늘었다(그림 3). 이는 중국 AI 모델이 압도적인 가성비와 오픈 웨이트 전략으로 대용량 데이터 처리 및 백그라운드 태스크 영역을 빠르게 장악해 가고 있음을 시사한다.

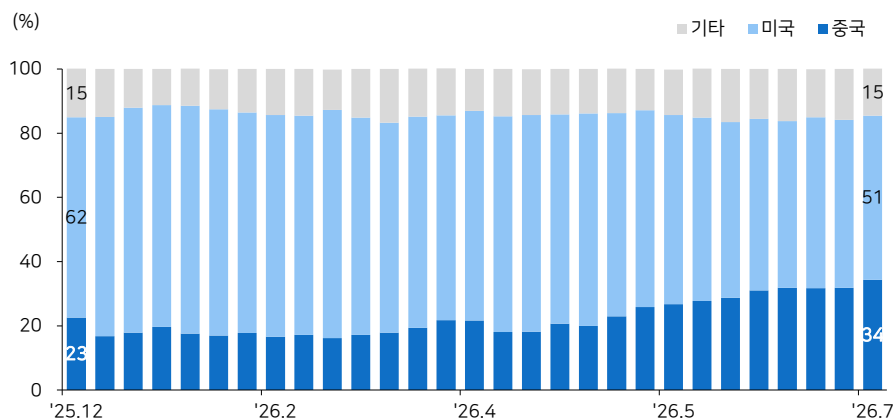
이런 중국 AI 모델의 약진에 일각에서는 미국 AI 모델 대체 가능성 우려가 점차 부각되고 있다. 당사 하반기 한국 투자전략에서도 중국 모델의 약진을 중장기 지켜보아야 할 리스크로 지목했다. 상기 우려가 현실화 된다면 미국 AI 모델의 수익성 하락과 인프라의 공급 과잉 우려가 불거질 수 있기 때문이다. 과거 수십 년간 세계 최고의 소프트웨어 기업은 거의 전부가 미국, 특히 실리콘 벨리에서 나왔다. 과연 이번 AI 모델에서 반전이 나올 수 있을까?

그림2 주간 Top10 모델에서 중국과 미국의 AI 모델 토큰 사용량 추이



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

그림3 호출량(API) 기준 중국과 미국 모델의 점유율 추이



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

단 수익화 격차는 여전히 커

AI 모델의 경쟁력을 평가할 때 벤치마크 성능의 좋고 나쁨도 중요하나, 절대적인 평가 기준은 아니다. 모델의 성능은 공급 상한을 결정할 뿐, 그 공급이 오랫동안 지속 가능한 수익으로 전환되는지는 별개의 문제다. 따라서 모델의 대체 가능성을 논할 때 성능뿐만 아니라 지속 가능한 수익성이 중요한데, 모델의 수익성 측면에서 보면 중국 모델이 미국과의 기술 격차를 좁히는데 시간이 필요해 보인다.

〈표 1〉은 즈푸와 엔트로픽의 PSR 비교이다. 엔트로픽은 지난 5월의 H 시리즈에서 약 9,650억 달러의 기업가치와 470억 달러의 연간 반복 수익(ARR)이 확인되었다. 한편 즈푸가 올해 3월에 공개한 연간 반복 수익은 2.5억 달러, 7/15일 시가총액은 1,169억 달러이다. 연간 반복 수익을 연간 매출로 가정하고 PSR를 구해보면 엔트로픽은 20.5배, 즈푸는 467.6배이다.

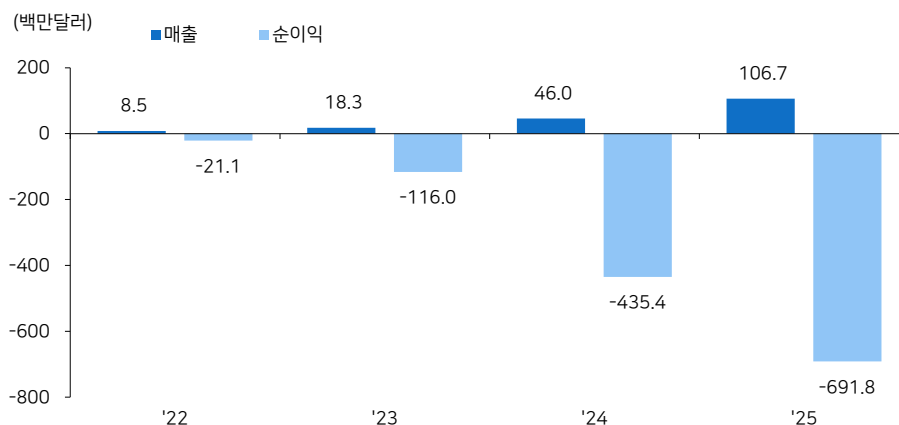
이는 즈푸가 더 우수하다는 뜻이 아니라, 두 기업에 부여한 가치 기준이 다를 수 있음을 의미한다. 엔트로픽의 밸류에이션이 낮은 것은 아니지만, 이미 실현된 글로벌 기업 API, 구독, 클라우드 파트너십 수익에 근거한 반면 즈푸의 밸류에이션은 사실 아직 실현되지 않은 미래 수익 성장 기대가 크게 반영된 것으로 보인다. 즈푸의 연간 반복 수익(ARR)은 2.5억 달러로 엔트로픽 470억 달러의 0.5%에 불과하고, 즈푸의 연간 순이익도 R&D 지출 증가로 계속 적자폭이 커지고 있다(그림 4).

표 1 즈푸와 엔트로픽의 PSR 비교

(억달러)	즈푸	엔트로픽
시가총액 (기업가치)	1,169	9,650
연간 반복 수익 (ARR)	2.5	470.0
PSR (x)	467.6	20.5

주: 적용환율: 1달러=6.8위안, 즈푸의 ARR은 26년 3월 기준, 엔트로픽의 ARR 및 기업가치는 26년 5월 기준
자료: Wind, 엔트로픽, 메리츠증권 리서치센터

그림4 즈푸의 연간 실적 추이: 매출은 증가하나 순이익 적자폭은 계속 확대



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

중국 국가자본의 힘 ≠ 글로벌 상업 시장

즈푸의 높은 밸류에이션이 정당화되려면 앞으로 해외 매출이 빠르게 증가해야 한다. 2025년 말 즈푸의 해외 매출 비중은 10~12%로 파악된다.

중국 AI 모델을 평가할 때 국가자본과 정부의 전폭적인 지원이 하나의 중요한 요소로 평가되고 있다. 즈푸도 국가의 전폭적인 지원을 받은 민간 기업이다. 2019년 설립 이후 8차례 펀딩을 통해 83억 위안을 조달하는 과정에서 베이징, 항저우, 청두, 상하이 등 지역의 국유자본들이 순차적으로 지분에 참여했고, 연산 자원, 토지, 법인세 등 여러 면에서 정부의 적극적 지원을 받았다.

초기 고객 확보에서도 정부의 마중물 역할이 컸다. 2024년 즈푸의 전체 매출에서 정부 매출이 42%를 차지했고, 매출총이익률(GPM)이 72%에 달했다. 즉 상업화 초기에 정부가 고객 역할로서 서비스 검증 및 개선, 노하우 축적 등 매우 중요한 역할을 해주었다.

문제는 정부·공공기관(B2G) 시장이 안정적 수요를 제공할 수는 있어도, 성격 자체가 글로벌 상업(B2B) 시장과는 본질적으로 다르다는 데 있다. 모델 성능 요구, 조달 주기, 예산 구조, 납품 방식, 수익 확장성의 성격이 서로 다르기 때문이다. 국가적인 지원 체계가 기업의 공급 능력을 조기에 구축하도록 돕고 중요한 초기 시장을 제공할 수 있지만, 장기적인 기업가치는 결국 이런 초기 시장이 한층 더 대규모의 지속 가능한 상업 매출로 전환될 수 있는지 여부에 달려 있다.

게다가 중국 모델의 점유율이 상승할수록 보안 이슈는 해외 점유율 확대의 중요한 걸림돌로 작용할 수 있다. 2025년부터 미국, 대만 등 다수의 정부 및 공공기관은 보안 우려로 중국 AI 모델의 사용을 금지해 왔는데, 중국 모델의 점유율이 확대되면 추가 규제 가능성도 상승한다. 마치 과거 글로벌 이커머스 시장에서 테무, 알리 익스프레스 등 중국 플랫폼의 약진이 두드러지자 미국, 유럽 등 지역에서 관세를 부과했던 것처럼 말이다.

토큰 가격이 드러내는 가격 전쟁의 실체

중국 AI 기업의 저가 전략은 종종 "모델 전반의 원가 우위"로 오해된다. 하지만 실제 가격 구조를 등급별로 뜯어보면, 가격전쟁은 모든 등급에서 균일하게 벌어지고 있지 않으며 등급이 낮아질수록 격차가 기하급수적으로 벌어지는 뚜렷한 패턴을 보인다.

플래그십 등급에서는 격차가 크지 않다. GLM-5.2 는 100 만 토큰당 입력 1.4 달러·출력 4.4 달러이고, Claude Opus 4.8 은 입력 5.0 달러·출력 25.0 달러다. 배율로 환산하면 입력이 약 3.6 배, 출력이 약 5.7 배 수준으로, 두 회사의 최상위 모델이 비슷한 성능 구간에서 경쟁하고 있다는 점을 고려하면 상업적으로 근접한 가격대라고 볼 수 있다.

그러나 한 단계 아래로 내려가면 그림이 달라진다. 즈푸의 경량 오픈웨이트 모델인 GLM-4.5-Air 는 입력 0.20 달러·출력 1.10 달러에 불과한 반면, Anthropic 의 일반 등급인 Sonnet 5 는 표준가 기준으로 이 격차는 입력 15 배, 출력 14 배까지 커진다.

가장 극단적인 사례는 최하위 등급이다. 즈푸는 GLM-4.5-Flash 와 GLM-4.7-Flash 를 API 단계에서 완전 무료로 제공한다. Anthropic 의 대응 등급인 Haiku 4.5 는 입력 1.00 달러·출력 5.00 달러로 여전히 유료다. 이 구간에서는 격차를 배율로 표현하는 것 자체가 무의미해진다. 즈푸는 아예 가격을 매기지 않는 전략을 택했기 때문이다.

이 구조는 세 가지를 시사한다. 첫째, 중국 AI 기업의 저가 전략은 모델 원가가 전반적으로 낮아 서가 아니라, 등급별로 차별화된 가격 정책을 의도적으로 설계한 결과다. 플래그십에서는 근접한 가격으로 상업적 가치를 인정받으려 하고, 하위 등급에서는 무료로 가까운 가격으로 최대한 넓은 사용자 기반을 확보하려 한다. 둘째, 이는 즈푸를 비롯한 중국 기업들이 저가·무료 모델을 신규 개발자와 기업 고객을 끌어들이는 고객획득비용(CAC)으로 취급하고 있음을 보여준다. 진입장벽을 낮춰 생태계에 편입시킨 뒤, 그중 일부가 유료 플래그십이나 맞춤형 배치로 전환되기를 기대하는 구조다. 셋째, 이 가격전쟁의 진짜 전장은 플래그십 모델 간 경쟁이 아니라 입문·경량 등급에서 벌어지고 있다. Anthropic 이 아직 이 등급에서 유료 정책을 유지하고 있다는 사실은, 두 회사가 겨냥하는 고객군과 수익화 전략 자체가 다르다는 것을 재확인시켜준다. 결국 토큰 가격은 원가의 반영이 아니라, 각 기업이 어떤 시장에 먼저 진입하고 어떤 시장에서 수익을 거두려 하는지를 보여주는 전략적 신호에 가깝다.

표2 즈푸와 엔트로픽의 등급별 모델의 가격 비교

(\$)	즈푸	입력	출력	엔트로픽	입력	출력	입력가 배율(x)	출력가 배율(x)
플래그십 모델	GLM-5.2	1.4	4.4	Cladu Opus	5	25	3.6	5.7
일반 모델	GLM-4-Air	0.2	1.1	Claude Sonnet	3	15	15.0	13.6
경량 모델	GLM-4-Flash	무료	무료	Claude Haiku	1	5	-	-

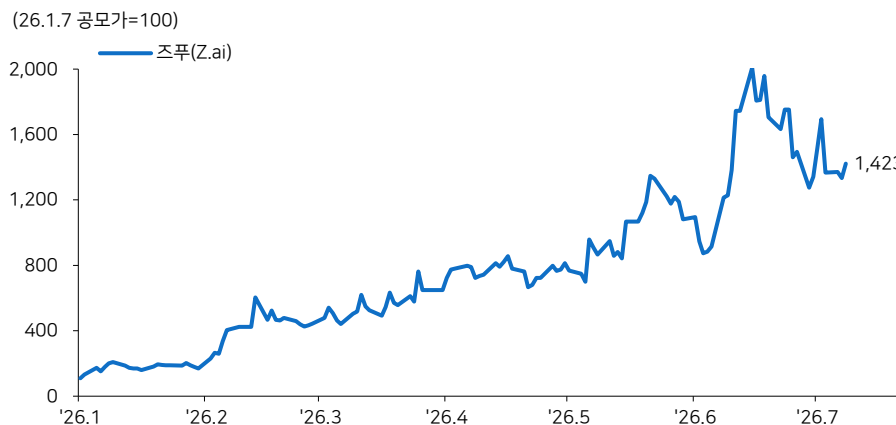
자료: 메리츠증권 리서치센터

종합적 판단: 대체가 가능한가?

결론적으로, 기술·인프라 확산의 관점에서는 대체가 이미 진행 중이며 되돌리기 어려운 흐름이다. 그러나 실리콘밸리가 지난 수십 년간 지켜온 진짜 지위인 수익 규모, 시가총액, 지속가능한 상업 순환에서의 지배력을 대체하려면 중국 AI 기업들이 국가가 만들어준 국내 초기 시장을 벗어나 글로벌 상업시장에서 스스로 검증된 유료 고객 기반을 구축해야 한다. 이는 국가자본이 대신할 수 없는, 순수하게 시장이 검증해야 하는 마지막 관문이다. 이 관문을 통과하기 전까지는 대체보다, 기술적 추격과 상업화가 지체되는 현상이 공존할 가능성이 높다.

투자 시사점은 명확하다. 중국 AI 모델에 대한 무조건적인 장밋빛 전망은 자제할 필요가 있다. 즈푸의 밸류에이션이 실현 실적이 아닌 기대치 선반영에 의존한다는 점은, 관련 종목 및 개방형 생태계 수혜주에 대한 판단에서 밸류에이션의 지속 가능성 검증이 향후 핵심 리스크 요인이 될 수 있음을 시사한다. 상장 초기의 낮은 유통 주식수와 락업 해제 일정은 단기 변동성 요인으로 별도 관리가 필요하다.

그림5 중국의 AI 대표 기업 즈푸(Z.ai) 주가



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.