

China's Attack 4

Analyst 최철화 xuehua.cui@meritz.co.kr

Analyst 이효진 hyojinlee@meritz.co.kr

RA 김수민 sumin_kim@meritz.co.kr



Contents

Summary	4
Part 1. 예상보다 빠른 중국의 AI 굴기	7
Part 2. 중국이 LLM 시장에 미친 영향	31
Part 3. 네오 클라우드	51
기업분석	
네이버 (035420)	64
NHN (181710)	71



China's Attack 4

Top Picks	투자판단	적정주가
네이버 (035420)	Buy	330,000원
NHN (181710)	Buy	54,000원

China AI Attack

1 예상보다 빠른 중국의 AI 굴기

- 26년 7월 문샷의 Kimi K3는 상반된 두 신호를 보냄. 총 파라미터 2.8조로 앤스로픽 Opus에 필적하는 성능에 도달했다는 것과 그 모델의 가격을 4배 인상했다는 것. 성능은 이미 프론티어에 근접했으나, 저가 공세만으로는 사업이 성립하지 않는다는 자백이기도 함. 성능은 따라왔지만 수익은 아직인 구간
- 중국의 LLM 경쟁은 여전히 “누가 더 좋은 모델을 만드느냐”에 집중. 앞으로 2~5조 파라미터급 모델이 경쟁적으로 출시될 것이며, 이는 전기차·2차전지에서 반복된 공급자 급증과 무한경쟁의 경로. 성능 유지에 상시적 자본 조달이 요구되는 산업 구조를 감안하면, 현 시점에서 최후 승자를 특정하는 것은 사실상 불가능. LLM투자는 승률이 아닌 확률의 영역
- 단 LLM 모델 경쟁이 격화될수록 연산 수요 방향성은 확실. 중국 AI의 구조적 병목은 AI칩인데, 추론 영역에서는 국산 대체가 이미 가속화 중. 정부의 국산화 기조를 고려하면 중국 반도체 자립은 성패가 아닌 시점의 문제. 중국 반도체 밸류체인에 대한 중장기 Overweight 의견 유지

2 중국이 LLM 시장에 미친 영향

- 개인 개발자와 스타트업 수요를 볼 수 있는 오픈 라우터 기준, 중국 LLM 비중은 59%로 과반수 이상으로 증가
- 불과 1년 사이 미국과 중국 AI 기술 격차는 2~3년에서 1년까지 축소. 중국 LLM의 추격은 두 가지 문제점 야기
- 1) frontier 모델의 투자비용 회수 기간을 단축시킴. 증류를 통해 저렴한 가격으로 시장에 모델 공급하는 패턴 반복
- 2) 토큰 이용량의 대부분을 차지하는 중국 업체들의 수익성 회수가 아직 모호하다는 문제
- 에이전트 시대에 도래하며 모델전환 비용이 ‘0’원으로 수렴, frontier 모델을 ‘교체 가능한 부품’으로 만들고 있음
- 당사는 현지 탐방을 통해 LLM 시장이 전기차 시장과 유사한 경쟁 양상으로 전개될 가능성을 시사하는 징후를 확인
- 에이전트 확산으로 모델 선택 비용이 낮아지며 가격 경쟁은 더욱 심화될 가능성 존재. 범용 모델의 차별화와 수익성에 추가적 부담으로 작용할 수 있다고 판단. 미국 frontier 모델 수익성 저하를 예상하는 이유
- 최근 frontier 모델이 전환 쉬운 B2C보다 락인 가능한 엔터프라이즈 시장에 더욱 집중하는 이유로 해석

China AI Attack

3 네오 클라우드

- 최소 2-3년간 네오 클라우드 초과 수요 유지될 것으로 전망. 플랫폼 시대 대비 토큰 수요로 데이터 처리량 폭증, 특히 추론은 근거리 필요. 한국에 지을 필요성 높아진 이유. 중국 모델에서도 '증류'를 위해 필요. 학습에 여전히 GPU 필수적
- 미국 규제로 중국 기업들은 직접 인프라 조달이 불가능한 상황. 우회 경로를 통해 구입하거나 클라우드 사업자를 활용
- GPU 렌탈가격과 함께 GPUaaS 가치 커지자 사업 진출 의사 밝힌 신규 플레이어 급격히 증가. 경쟁 강도 높아져 부담 요인
- 그러나 최근 xAI, 메타의 GPU 임대 사업 진출로 우려 요인이 더욱 크게 부각된 상황. 실제 빅테크의 컴퓨팅 자산 임대 사업 진출은 AI 인프라 시장이 '독점적 희소 자산'에서 '유동화되는 원자재 시장'으로 넘어가는 전환점일 수 있다고 판단함
- 단기적으로 성장에 대한 실망으로 해석될 수 있으나 이제 사업을 시작하는 한국 네오 클라우드에게 이러한 환경은 건전한 성장을 위해 오히려 긍정적
- 자본집약적 산업의 리스크 부각되며 무분별한 신규 진입을 저해해 자본 배분 효율을 높일 것으로 보기 때문
- 기업들이 GPU를 소유보다 이용하는 형태로 선택한다면 2010년대 클라우드 산업 성장과 유사한 경로를 걸을 수 있음
- 특히 중국 LLM 성장은 AI 생태계 확대 측면에서 국내 네오 클라우드 사업자에게 장기적 기회 요인. 데이터 안보 우려를 해소한 '신뢰 가능한 추론 인프라' 형태로 저가 중국 LLM을 제공하는 새로운 모델이 가능해 질 것으로 전망하기 때문

4 Top picks

- 국내 네오 클라우드 산업에 대한 긍정적 의견 유지
- Top picks: 네이버, NHN

Part. 1



예상보다 빠른 중국의 AI 굴기

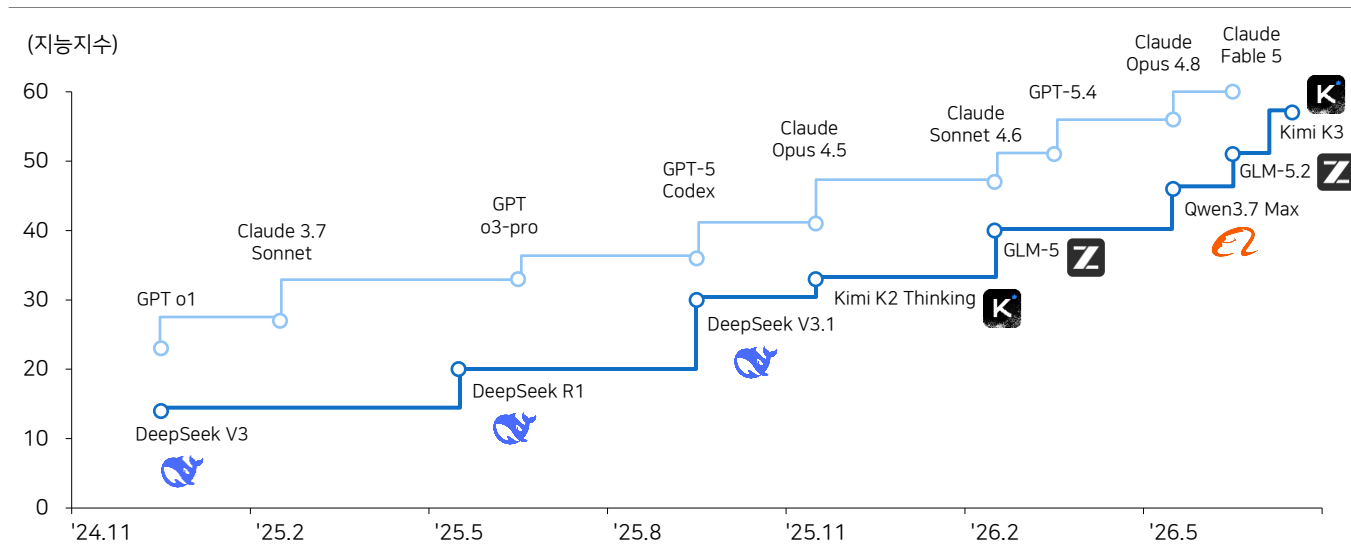
글로벌 투자전략-신흥국 Analyst 최설화 xuehua.cui@meritz.co.kr

중국 AI 모델의 굴기 : 벤치마크상 프론티어 진입

China's Attack 4
China AI Attack

- 25년 연초 딥시크 V3·R1을 기점으로 중국 AI 모델의 미국 대비 성능 격차는 지속적으로 축소되어 왔음
- 특히 올해 7월 스타트업 문샷(Moonshot)이 출시한 Kimi K3는 앤스로픽 Opus에 필적하는 벤치마크 성능을 기록하며 시장의 재평가를 촉발
- K3은 총 파라미터 2.8조 규모로, 중국 모델이 프론티어 성능 구간에 진입했다는 점에서 상징성이 큼
- 단 벤치마크 성과와 장기 에이전트 태스크·신뢰성 등 실사용 성능은 별개 문제. 격차 축소를 곧바로 대체 가능성으로 해석하기는 이르다고 판단

미국 vs. 중국 AI 모델 격차 점차 축소



자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

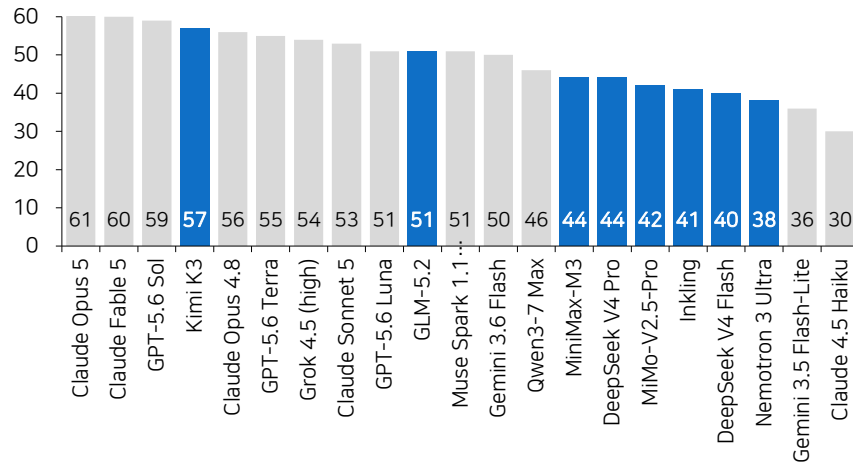
후발주자의 전략 : 오픈웨이트를 통한 인프라 계층 침투

China's Attack 4
China AI Attack

- 중국 기업들은 후발주자로서 오픈웨이트 전략을 채택, 글로벌 개발자·스타트업·기업의 인프라 계층 선점을 1차 목표로 설정
- 이는 API 과금에 기반한 미국식 폐쇄형 프론티어 생태계(Closed API)의 수익 구조를 직접 겨냥한 전략
- 동등 수준의 성능을 현저히 낮은 가격에 제공함으로써 미국 모델의 점유율을 잠식하는 구도가 형성

중국의 AI 오픈웨이트 모델: 과거대비 해외와의 격차 축소

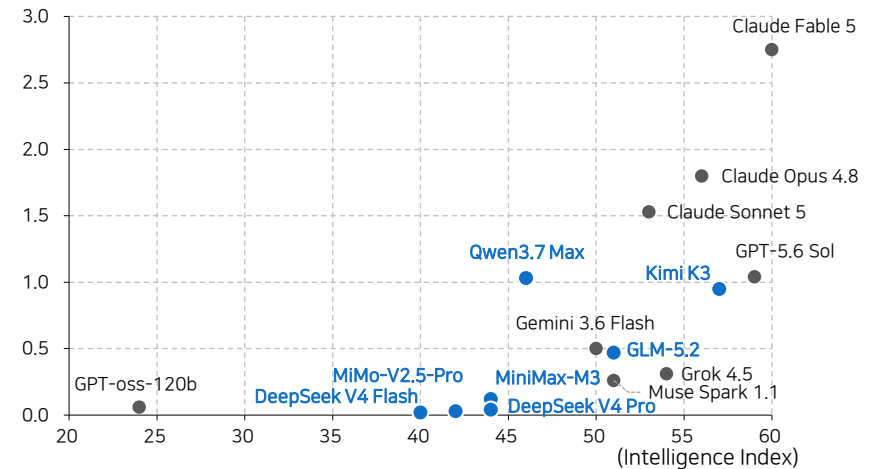
(지능지수)



주: 파란색으로 표기된 모델은 중국의 오픈웨이트 AI 모델
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

중국 AI 모델의 가중평균 가격: 비슷한 성능에서 30~50% 저렴

(가중평균, 달러/백만토큰)



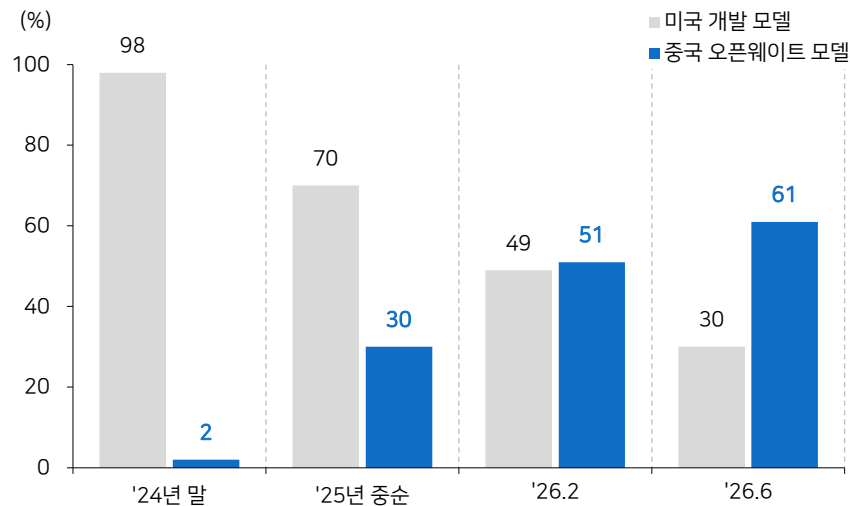
자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 존재감 확대

China's Attack 4
China AI Attack

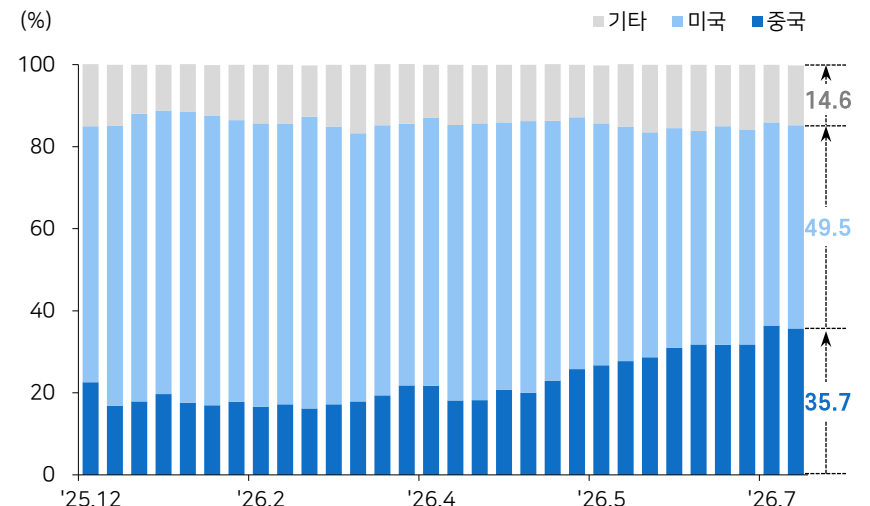
- OpenRouter 기준 중국 모델의 토큰 사용 비중은 24년 말 2%에서 26년 6월 61%로 상승, 미국 모델을 상회
- 반면 호출량(API call) 기준 비중은 36%로, 25년 말 23% 대비 13%p 상승
- 두 지표의 25%p 괴리는 중국 모델이 호출당 토큰 소비량이 큰 저가 대량 추론 워크로드에 편중되어 있음을 시사 → 점유율 확대가 매출 확대로 직결되지 않는 구조

OpenRouter에서 최근 중국과 미국 모델의 토큰 사용량 추이



자료: OpenRouter, Tech Times, OfficeChai, 메리츠증권 리서치센터

호출량(API) 기준 국가별 모델 사용 비중 추이: 중국 빠르게 증가



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

- 빅테크는 파라미터 경쟁에서 벗어나 AI 에이전트의 상용화로 전선을 이동한 반면, 독립 LLM 기업은 여전히 모델 스펙 중심의 소구를 유지
- 중국 소프트웨어 기업의 B2C 에이전트 대중화 속도는 미국 빅테크를 상회하는 것으로 판단
- 이는 자체 유저 트래픽을 보유한 기업과 그렇지 않은 기업의 수익화 경로가 갈라지고 있음을 의미

바이두 다즈(Dazhi): 일하는 Agent



자료: 2026 WAIC, 메리츠증권 리서치센터

알리바바: AI 글라스, Qoder(코딩)



자료: 2026 WAIC, 메리츠증권 리서치센터

텐센트: Work Buddy Agent들



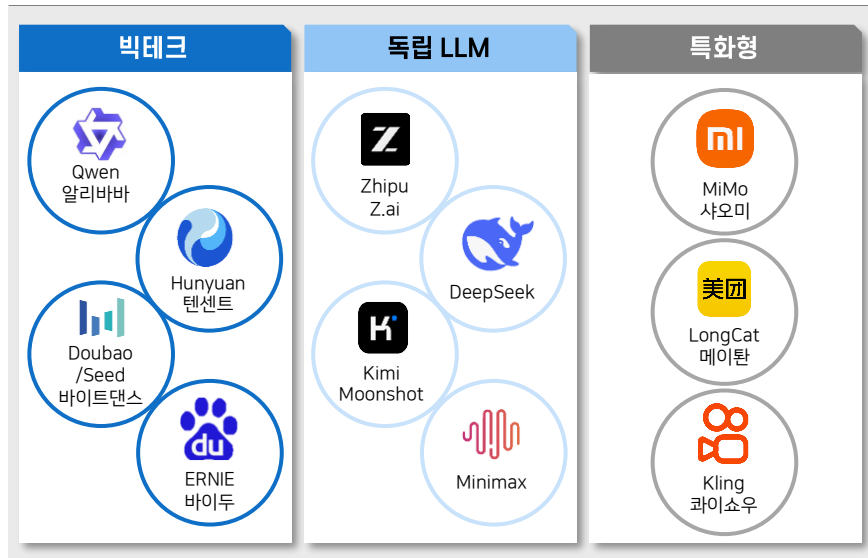
자료: 2026 WAIC, 메리츠증권 리서치센터

중국 LLM 기업의 3분류: 빅테크 / 독립 LLM / 특화형

China's Attack 4
China AI Attack

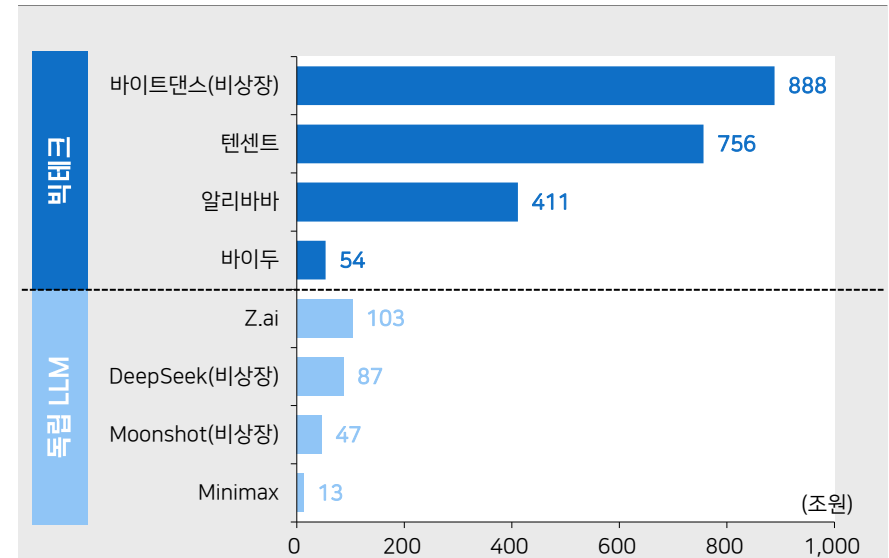
- 중국 LLM 기업은 ① 빅테크, ② 독립 LLM, ③ 특화형의 3개 유형으로 구분
- 빅테크 중에서는 바이트댄스의 더우바오(Doubao) 생태계가 중국 내 3억 명 이상의 사용자 기반을 확보하며 기업가치 기준 최상위
- 독립 LLM에는 즈푸(Zhipu)·딥시크·문샷(Kimi)·미니맥스(Minimax)가 있으며, 이 중 즈푸와 미니맥스가 홍콩 증시에 상장
- 특화형은 샤오미·메이탄·콰이쇼우 등으로, 모델 자체를 판매하기보다 이미 확보된 하드웨어·서비스 생태계에 AI를 이식하는 방식
 - 샤오미는 스마트폰·가전·전기차에 모델을 탑재, 콰이쇼우는 비디오 AI로 숏폼·이커머스 광고 제작비를 절감해 광고 매출을 확대

중국의 AI 모델 분류



자료: 메리츠증권 리서치센터

중국의 LLM 기업들의 기업가치 비교



주: 상장기업은 7/22일 시가총액 기준, 비상장기업은 최근 펀딩 라운드에서의 기업가치 기준
자료: Bloomberg, 현지언론, 메리츠증권 리서치센터

빅테크 : 자본과 생태계는 우위, 모델 성능은 상대적 열위

China's Attack 4
China AI Attack

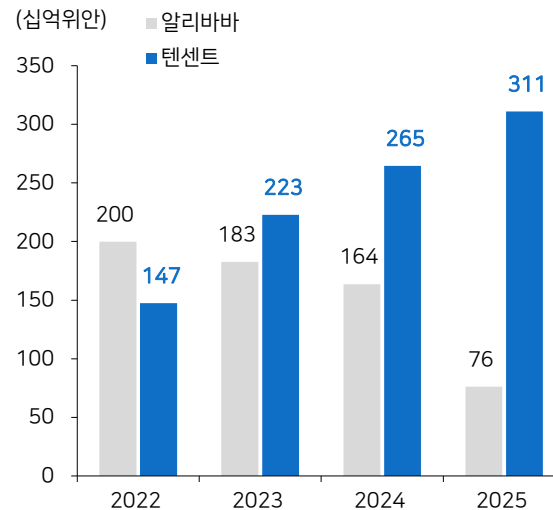
- 빅테크의 강점은 두 가지
 - 1) 반도체 칩 - 클라우드 - 모델 - 응용에 이르는 Full stack을 자체 생태계 내에서 완결
 - 2) 이커머스 · 게임 등 기존 본업의 안정적인 현금흐름으로 AI 투자를 자체 조달
- 반면 약점은 다수 사업부에서 모델 개발이 분산되어 있어, 최상위 모델 성능은 독립 LLM 기업 대비 열위
- 결국 빅테크의 경쟁력은 모델 자체가 아니라 유통 채널과 자본 조달 능력에서 나온다고 판단

Full Stack 생태계 구축 가능 (ex: 알리바바)

	기업/개발자용	소비자	Agents	
응용	Wukong/ Qcode	 Qwen	 Quark	Qwen 클라우드
모델	LLM		MaaS Platform	
	 Qwen-3.7-Max		 Bailian	
클라우드	인프라			
	 알리 클라우드			
Chips	AI chips		AI system	
	 T-head Zhenwu M890		129개 칩 슈퍼노드	

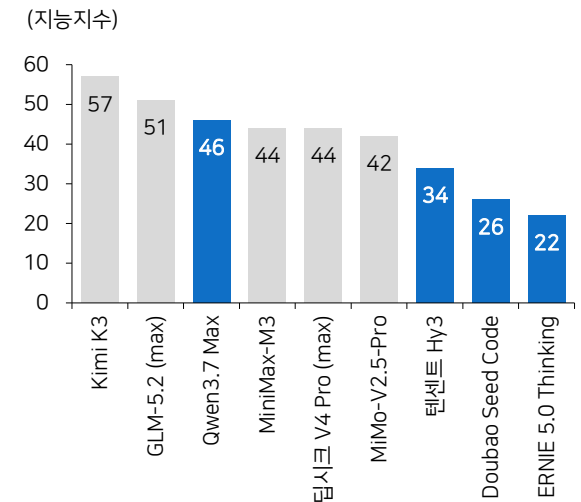
자료: 메리츠증권 리서치센터

영업활동에 의한 현금흐름 견조



주: 알리바바는 3월 결산 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

단 모델의 성능이 독립 LLM 대비 열위



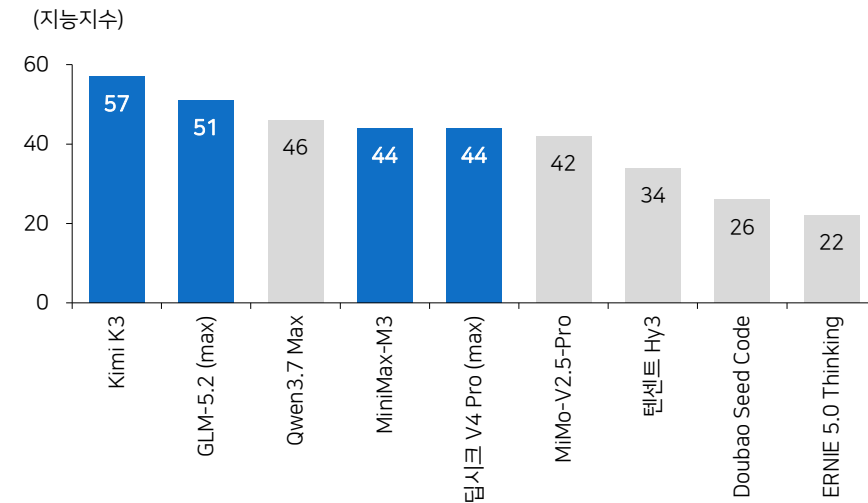
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

독립 LLM: 성능은 앞서나 자본 구조가 취약

China's Attack 4
China AI Attack

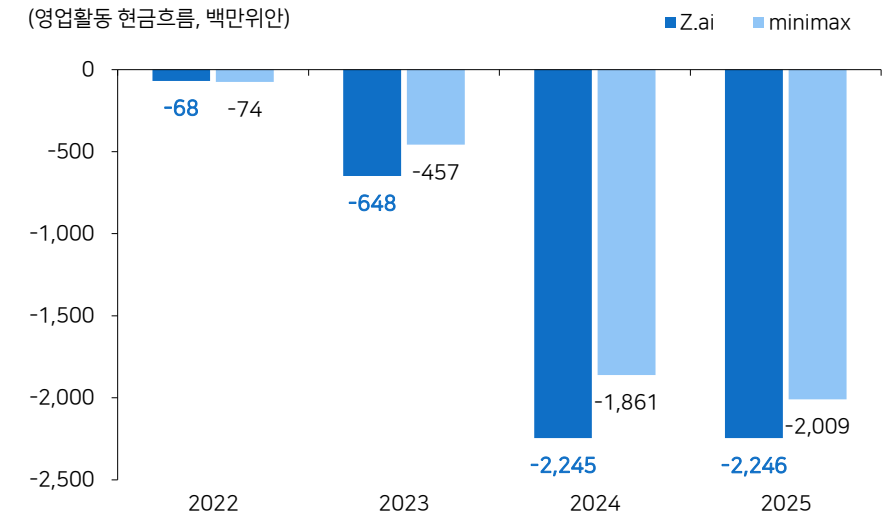
- 미국의 앤스로픽·OpenAI와 마찬가지로, 중국에서도 최상위 모델은 독립 LLM 기업에서 출현
- 25년 딥시크, 26년 상반기 즈푸 GLM 5.2, 26년 7월 문샷 Kimi K3가 대표 사례
- 다만 성능 유지를 위해 연산 자원에 지속 투자해야 하는 구조상 상시적 자본 조달 필요성이라는 태생적 취약점을 내재
- 즈푸의 경우 모델 성능은 양호하나, 학습용 칩 투자 확대에 따라 순손실 폭이 지속 확대
- 따라서 독립 LLM은 자본 접근성에 따라 중장기 기업별 발전이 달라진다고 판단

독립 LLM은 뛰어난 성능을 보유



자료: Artificial Analysis, 현지언론, 메리츠증권 리서치센터

단점은 자본조달을 통해 모델의 성능 유지해야 하는 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

독립 LLM 기업 (1) : 국가프로젝트형, DeepSeek

China's Attack 4
China AI Attack

- 독립 LLM 기업은 다시 국가프로젝트형(딥시크)과 시장 친화형(상장·상장 예정사)으로 구분 가능
- 딥시크는 AI를 공공재로 육성하려는 중국 정부의 정책 목표와 방향성을 공유하는 국가프로젝트형 기업으로 규정할 수 있음
- 즉 단기 수익 극대화를 배제하고, 피지컬 AI 시대를 전제로 모델의 범용성과 저가 접근성을 우선
- 수익성을 전제로 운영되는 미국 AI 기업에게는 이러한 전략이 중장기 구조적 위협 요인으로 작용할 소지
- 1차 펀딩 구성(총 510억 위안)에서 국가AI산업기금은 투자액 10억 위안에 불과하나 직접 의결권과 거버넌스 권한을 부여받은 반면, 기타 투자자들은 5년간 lock-up 및 의결권 미부여 조건 → 자본 구조 자체가 정책 목적에 정렬

정부 내부 좌담회에 참석한 DeepSeek CEO



주: 좌담회 시간은 25년 1월
자료: CCTV, 메리츠증권 리서치센터

DeepSeek 1차 펀딩 투자자 구성

투자자	투자액 (억위안)	비고
CEO 량원평	200	
텐센트	100	
CATL	50	
넷이즈	30	
징둥	30	5년간 주식 매도 Lock-up, 의결권 미부여
Monolith	30	
IDG Capital	30	
Loyal Valley Capital	15	
Shixiang Tech	15	
국가AI산업기금	10	직접 의결권 및 거버넌스 권한 부여
총액	510	

자료: 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

국가프로젝트형 AI 모델을 뒷받침하는 요인들

요인	내용
자본	▪ 국가AI기금의 6월 첫 외부펀딩 직접 참여
정치적 위상	▪ 2025년 량원평의 리창 총리 직보
경영선언	▪ 단기 상업화보다 연구 우선 투자자 공식 발언
하드웨어	▪ 성능 손실 감수하며 화웨이 어센드 채택 압력 수용

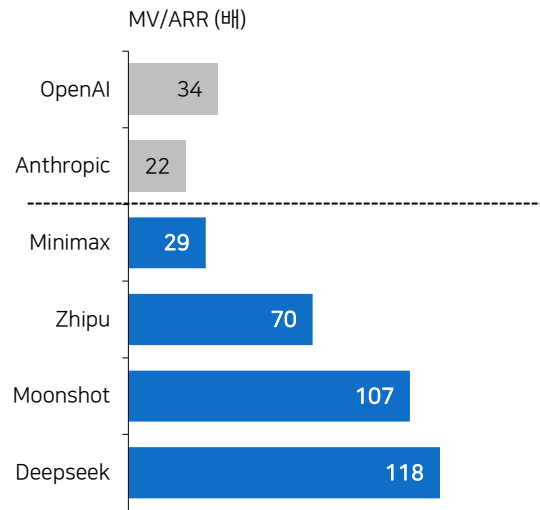
자료: 메리츠증권 리서치센터

독립 LLM 기업 (2) : 시장 친화형, 즈푸 · 미니맥스 · 문샷 등

China's Attack 4
China AI Attack

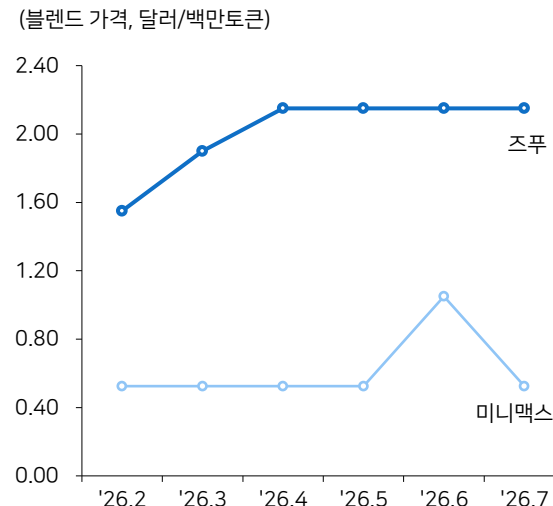
- 시장 친화형에는 즈푸·미니맥스 등 상장사와, 6개월 후 상장이 예상되는 문샷이 해당
- 기업가치/ARR 배수는 중국 기업이 미국 동종 기업을 크게 상회 → 미국대비 중국 LLM의 수익성이 아직 낮음을 반영
- 작년대비 올해의 변화는 중국 프론티어 모델들이 가격 Two-track 전략 시행하는 것. 즉 범용 모델은 저가로, 프론티어 모델은 가격 인상
- 중요한 것은 즈푸의 가격이 연초대비 39% 상승했음에도 토큰 사용량 4배 증가 vs. 미니맥스는 가격 인상에 사용량 감소해 가격 재인하
- 이는 상장 LLM 기업들의 주가는 모델 성능에 기반한 가격 결정권에 의해 좌우되고 있음을 시사

기업가치/ARR 비교



주: 비상장 기업은 최근 편당 후 기업가치 기준. 상장사는 7/22일 시가총액 기준
자료: Bloomberg, 해외 언론, 메리츠증권 리서치센터

즈푸와 미니맥스 API 가격 인상 추이



주: Blended 기준 (input:output 3:1)
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

즈푸와 미니맥스 주가



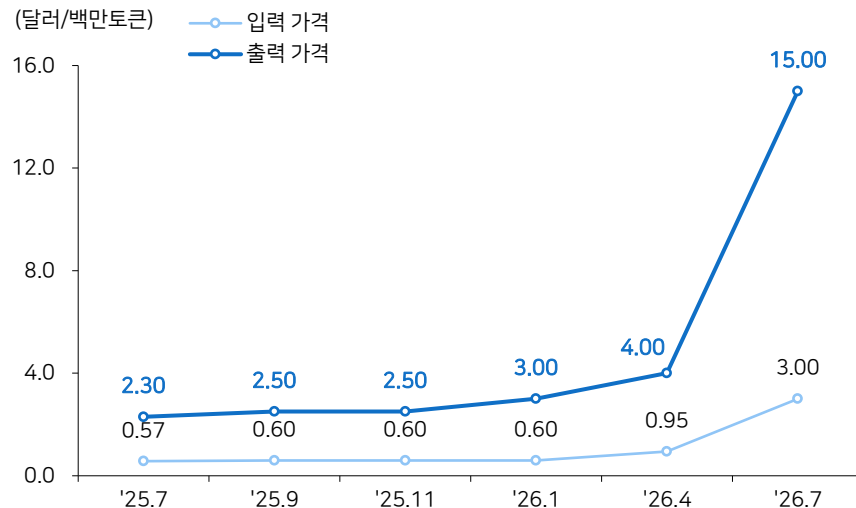
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

문샷의 Two-track 가격 전략: IPO를 앞둔 밸류에이션 설계

China's Attack 4
China AI Attack

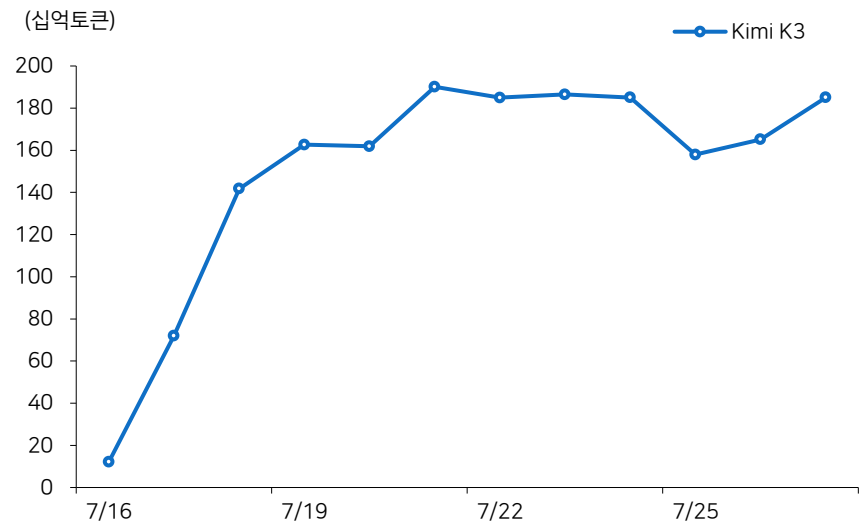
- 26년 7월에 공개된 Kimi K3도 IPO를 앞두고 기업가치를 방어하기 위해 가격 two-track 전략을 선택
- 즉 기존 모델은 저가를 유지하는 한편, 최상위 K3 모델의 단가는 직전 모델 대비 약 4배 인상
- 이는 최상위 모델에서는 프리미엄 가격으로 수익성과 기술 위상을 확보하고, 하위 모델에서는 저가로 글로벌 점유율을 유지하려는 의도
- Kimi K3도 가격 인상 후 토큰 사용량 계속 증가. 좋은 성능의 중국 모델은 현재 연산능력이 부족해 신규 수요를 못 받는 국면

문샷의 Kimi 모델의 input/output 가격 추이



자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

Kimi K3의 일간 토큰 사용량



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

하반기 출시 계획: 대형화와 무한경쟁의 동시 진행

China's Attack 4
China AI Attack

- 26년 하반기 중 2~5조 파라미터급 대형 멀티모달 모델이 경쟁적으로 출시될 전망
- 이는 전기차·2차전자·반도체에서 반복적으로 관찰된 공급자 급증 → 과잉경쟁 경로와 동일한 양상
- 공급 주체가 늘어남에 따라 중장기 가격 경쟁은 불가피하며, 자본력이 뒷받침되지 않는 사업자의 이탈이 수반될 것으로 판단

중국의 대표 LLM 기업들의 모델 출시 일정 및 계획

	Alibaba Qwen	Xiaomi MiMo	Zhipu GLM	DeepSeek	Minimax	Moonshot Kimi				
25-01				R1	13					
25-02										
25-03	2.5-VL · 32B Instr.			V3 · 0324	15					
25-04										
25-05				R1 · 0528	20					
25-06					M1 80k	18				
25-07	3.236B · A22B · 2507		4.5, 4.5 Air			K2	19			
25-08				V3.1	21					
25-09	3 · Max		4.6	V3.2 · Exp	26		K2 0905	24		
25-10					M2	28				
25-11	3 · Max · Think(Pre)						K2 · Think	33		
25-12		V2 · Flash	33	4.7	34	V3.2	33	M2.1	31	
26-01	3 · Max · Think							K2.5	35	
26-02	3.5 · Plus			5				M2.5	34	
26-03		V2 · Pro	40					M2.7	38	
26-04	3.6 · 27B	V2.5 · Pro	42	5.1	40	V4 · Pro	44		K2.6	44
26-05	3.7 · Max									
26-06				5.2				M3	44	
26-07	3.8 · Max Preview	N/A							K3	57
3Q26	3.8 · Max	V2.6 · Pro	5.5	V4(멀티모달)		M3-Pro				
4Q26	3.7-Coder		5시리즈(국산칩)	V4-Ultra		H3(비디오)				

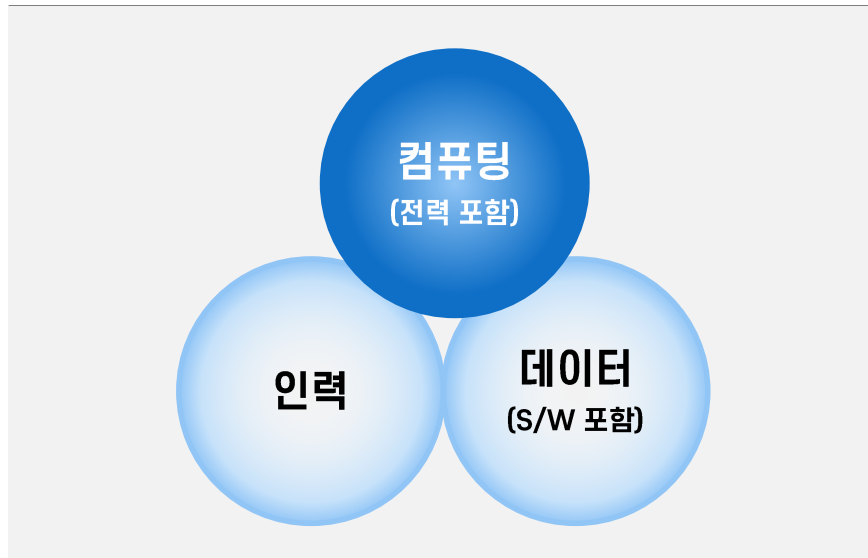
자료: 메리츠증권 리서치센터

현 단계 경쟁의 본질: 여전히 "더 좋은 모델"의 싸움

China's Attack 4
China AI Attack

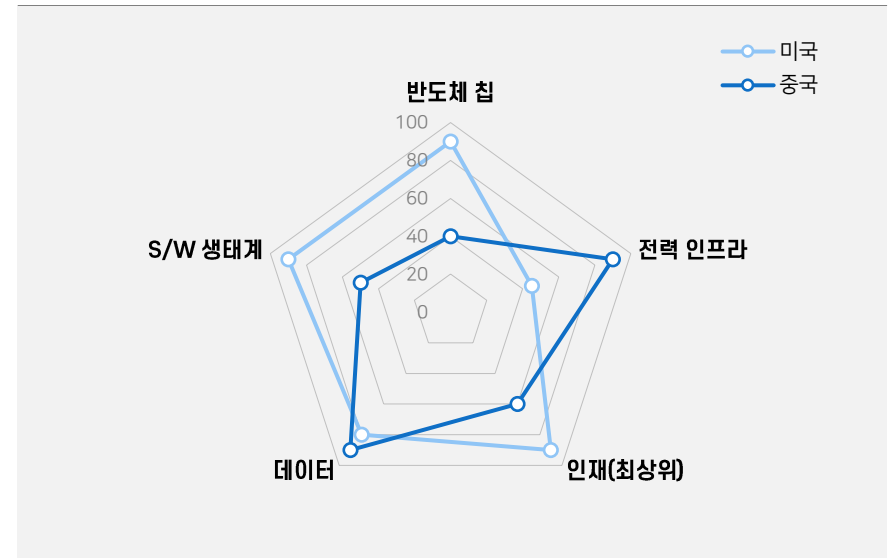
- 현 단계 중국 모델 경쟁의 핵심은 수익화가 아니라 여전히 모델 성능 그 자체
- 모델 성능을 결정하는 3대 요인은 ① 칩(전력 포함), ② 데이터·소프트웨어, ③ 인재
- 이 중 데이터와 인재에서 중국은 미국과 대등하거나 우위이며, 유일한 구조적 열위는 고성능 AI 칩
- 따라서 중국 AI 산업의 향방은 칩 국산화의 속도 함수로 귀결

좋은 모델을 결정하는 3가지 Factor



자료: 메리츠증권 리서치센터

미국과 중국 AI 영향 요인 경쟁력 비교



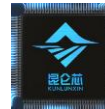
자료: IDC, IEA, MacroPolo, Stanford HAI 2026 AI index report, 메리츠증권 리서치센터

병목은 AI칩, 국산 반도체 빠르게 추격

China's Attack 4
China AI Attack

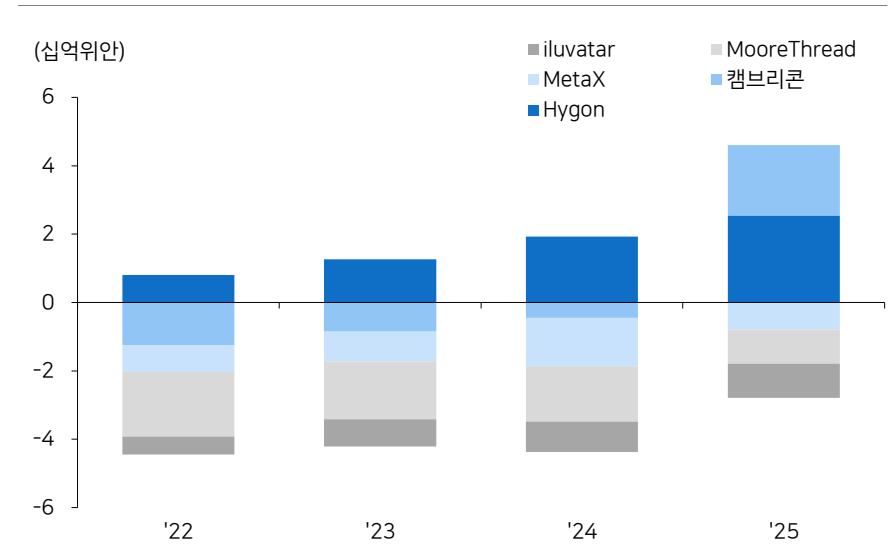
- 중국의 병목은 AI 칩에 있으나, 미국과의 기술 격차 축소 속도는 시장 예상을 상회
- 국산 칩은 Tier 1~4로 구분 가능하며, 화웨이를 제외한 대부분은 성능 기준점이 H20 수준으로 하드웨어 스펙 자체의 차별화는 크지 않음 → 오히려 수출과 납기 등 공급망 실행력이 실질적 차별화 요소
- 중국 AI 서버의 추론:학습 칩 비중은 7~8 : 2~3이며, 국산칩 전용 서버에서는 9 : 1로 추론에 편중
- 추론 칩 성능에 대한 요구가 높지 않기 때문에 추론 수요 확대와 함께 국산화 대체는 가속화될 전망

중국산 연산칩 경쟁 구도

Tier 1	 Huawei Ascend 910DT
Tier 2	 Cambricon Siyuan 690  T-Head Zhenwu  Baidu Kunlun
Tier 3	 Hygon  MetaX  MooreThread  Iluvatar
Tier 4	기타 새로 부상하는 스타트업들

자료: 메리츠증권 리서치센터

중국 국산칩 상장사들의 연간 지배주주 순이익 추이



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

AI 인프라: 경쟁 단위가 칩에서 시스템으로 이동

- 추론 칩에서의 국산화는 2026 WAIC 현장에서도 뚜렷이 목도
- 작년 까지만 해도 AI 인프라 경쟁의 단위가 개별 반도체 칩이었지만, 올해에는 모두 시스템(랙) 레벨로 확장
- 화웨이·ZTE 등 선두 기업들이 다수의 가속기를 초고속 인터커넥트로 결합한 슈퍼노드(SuperNode)를 연이어 출시
 - 화웨이 Atlas 950 SuperPod(1,024칩), 알리바바 M890 × Panjiu AL128(128칩), ZTE·Sugon 등
- 이는 ① 수출 통제 하에서 단일 칩의 성능 열위를 물량으로 보완하려는 대응이자, ② AI Agent·장문맥·멀티모달 확산에 따른 고사양 인프라 수요에 대응하는 전략

화웨이 Atlas 950 SuperPod



자료: 2026 WAIC, 메리츠증권 리서치센터

알리바바의 M890 × Panjiu AL128 슈퍼노드(Supernode)



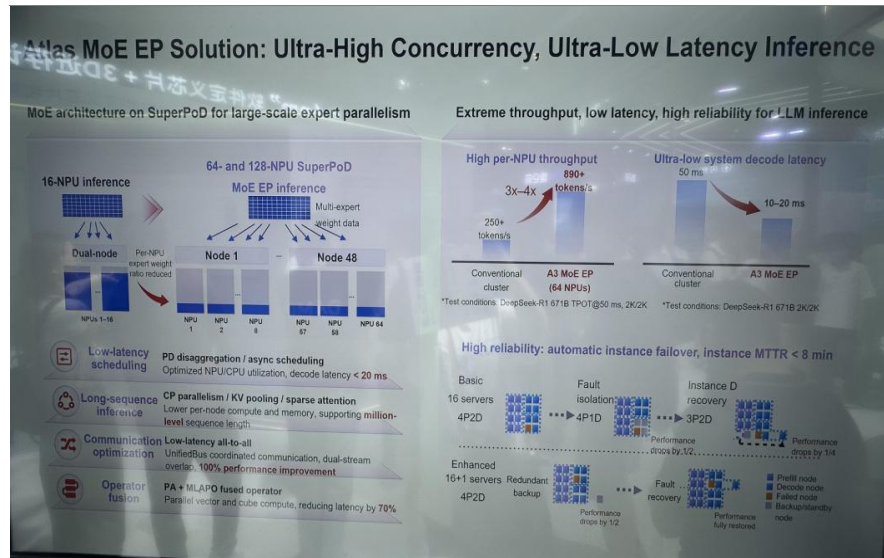
자료: 2026 WAIC, 메리츠증권 리서치센터

하드웨어 열위를 소프트웨어로 보완: 국산 칩-모델 Co-design

China's Attack 4
China AI Attack

- 한편 중국은 하드웨어와 소프트웨어의 통합을 통해 모델의 성능을 향상
- 예컨대 MoE 아키텍처 등 소프트웨어 최적화를 통한 인프라 실효 성능 개선이 병행되며, 국산 LLM과 국산 칩의 통합도 강화 추세
- 화웨이는 화웨이 어센드 칩은 칩 수십-수백개를 하나처럼 묶는 슈머노드와 통신 병목을 줄이는 기술을 통해 파라미터가 6,710억개에 달하는 딥시크의 대형 모델의 처리량 3~4배 개선, 디코드 지연 10~20ms
- 신생 GPU 회사인 무어스레드도 자사 칩을 팔기 위해 중국의 대표 LLM들과 처음부터 맞춤형으로 손을 잡고 알고리즘 최적화에 나섬

DeepSeek-R1 모델에 기반한 화웨이 슈퍼노드: 고출력, 저지연



자료: 2026 WAIC, 메리츠증권 리서치센터

무어스레드(Moore Thread) 칩은 다양한 중국 대표 LLM 모델 지원



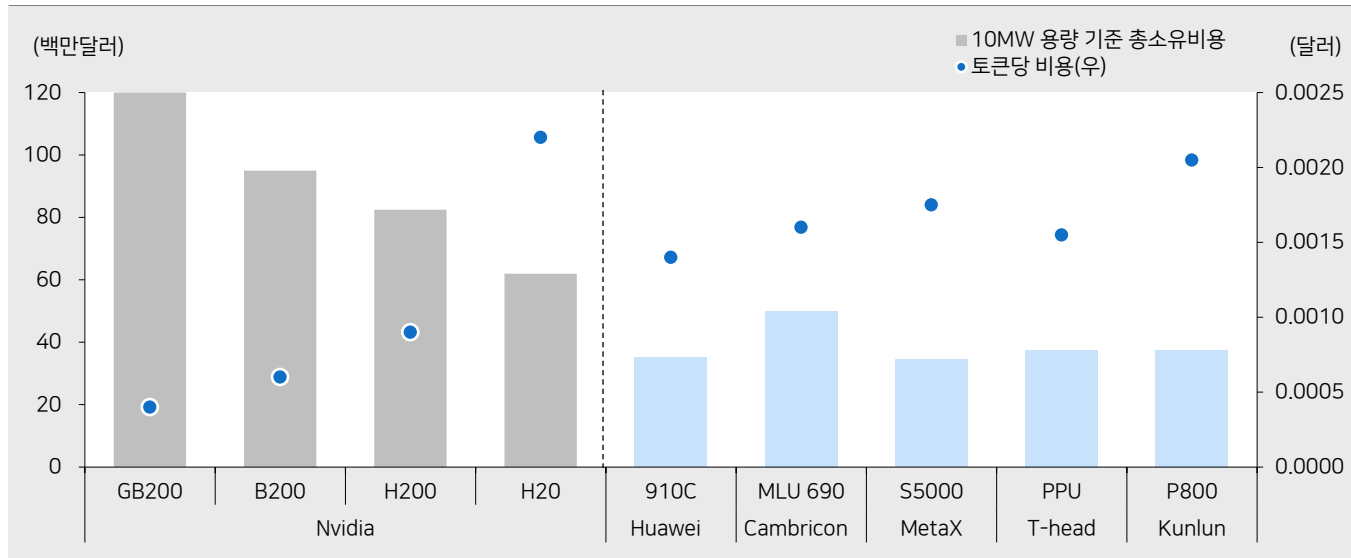
자료: 2026 WAIC, 메리츠증권 리서치센터

학습용 칩에서의 중국 격차는 아직 큰 편

China's Attack 4
China AI Attack

- 하지만 학습용 칩에서 중국 칩의 효율성은 해외 칩 대비 낮은 것으로 파악
- 중국의 AI 가속기들의 총소유비용(TCO)는 엔비디아의 50~67% 낮으나, 토큰당 비용은 2배 이상 수준. 이런 토큰 당 비용 격차는 수출 통제를 받고 있는 최선단 가속기(GB200/B200)에서 더욱 확대
 - 이는 1) SMIC/화홍 등 파운드리 공정 노드가 TSMC 선단 공정대비 열위에 있고, 2) HBM 등 첨단 메모리도 수출 통제로 조달이 제한되어 있어 메모리 대역폭에서의 구조적 제약이 존재하기 때문
- 중국 기업들은 '슈퍼노드'로 대응하고 있지만 효율성과 안전성은 높지 않음: 네트워크 지연, 칩 개수 증가에 따른 고장률 폭증 등 문제 발생

중국산 AI 가속기는 엔비디아 대비 총소유비용(TCO)는 약 50~67% 저렴하지만 토큰당 비용은 2배 이상



자료: Morgan Stanley 자료 인용, 메리츠증권 리서치센터

2026 WAIC: 국가주석의 등판이 갖는 정책적 함의

China's Attack 4
China AI Attack

- 올해 WAIC의 가장 상징적 변화는 시진핑 국가주석의 첫 기조연설 참석
- 18년 행사 출범 이후 기조연설은 리창 총리가 담당해 왔으며, 국가주석의 직접 발언은 이번이 최초 → AI 산업의 정책 우선순위가 한 단계 격상을 시사
- 아울러 29개국이 참여하는 AI 기술협력 전담 기구 WAICO(World AI Cooperation Organization)를 창설
 - 향후 5년간 개발도상국 전문가 5,000명 대상 AI 교육 프로그램 제공, 기상예측 AI "MAZU" 무상 배포

시진핑 국가 주석의 기조연설: AI Governance



자료: 2026 WAIC, 메리츠증권 리서치센터

WAICO 구성



주: 1. 아시아·유라시아: 중국, 러시아, 인도네시아, 파키스탄, 카자흐스탄, 말레이시아, 우즈베키스탄, 라오스, 캄보디아, 미얀마 등
2. 중남미: 브라질, 쿠바, 베네수엘라 등
3. 아프리카: 남아프리카 공화국, 케냐, 에티오피아, 알제리, 세네갈, 모잠비크 등
4. 유럽: 벨라루스, 세르비아

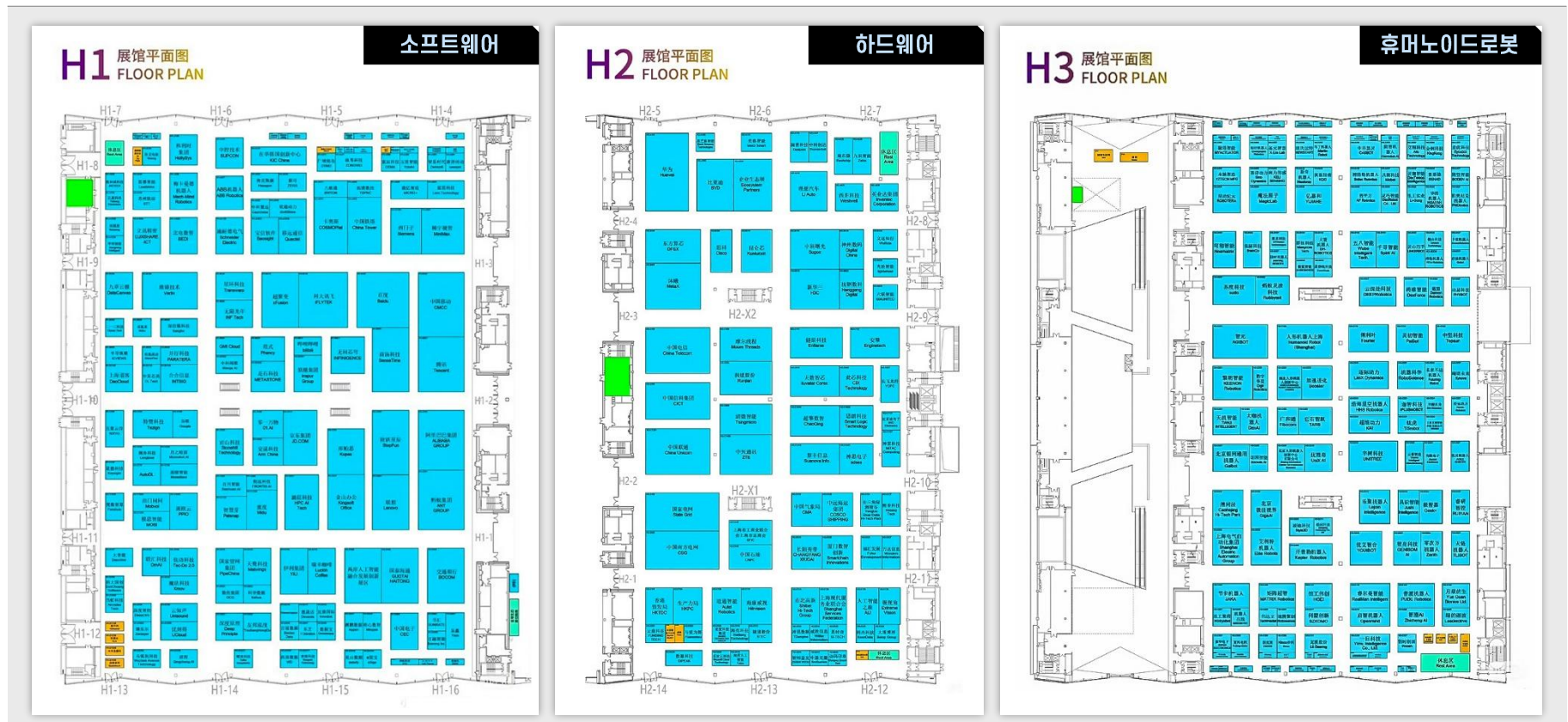
자료: 신화넷, 메리츠증권 리서치센터

2026 WAIC: Full Stack 육성, 전기차·2차전지 산업정책의 재현

China's Attack 4
China AI Attack

- 2026 WAIC 전시 구성은 소프트웨어·하드웨어·휴머노이드로봇을 아우르는 Full Stack 체계로 편성
- 이는 전기차·2차전지에서 확인된 밸류체인 동시 육성 방식의 반복이며, 과거 사례를 고려하면 중장기 원가 경쟁력 확보로 귀결될 개연성이 높음

2026 WAIC에서는 AI 생태계를 둘러싼 소프트웨어, 하드웨어 및 휴머노이드로봇까지 Full Stack 기업들로 구성

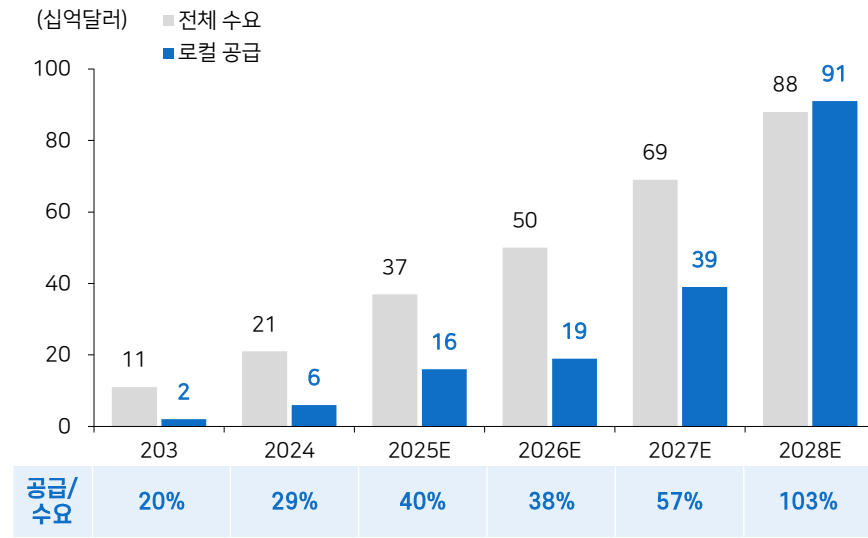


28년 자급자족 전망: 국산화는 속도의 문제

China's Attack 4
China AI Attack

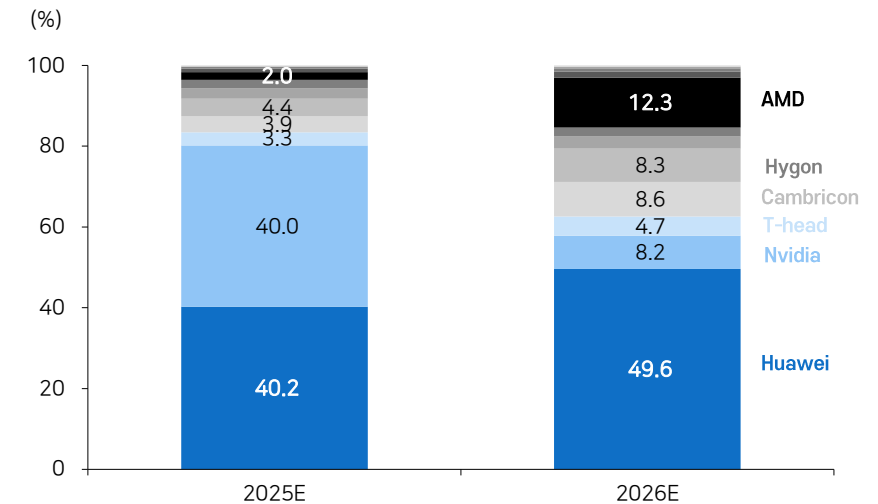
- Bernstein은 28년에 중국 AI칩 생태계가 수급 균형의 관점에서 자급자족을 이룰 것으로 전망
- 이는 팹리스가 설계부터 실제 양산 및 패키징을 거쳐 서버에 투입되기까지 약 1년 이상의 물리적 및 기술적 시차를 감안한 것으로 판단
- 특히 학습용 칩보다는 추론 시장 중심으로의 대체를 강조
- 정부의 국산화 드라이브를 고려할 때, 국산화의 성패보다는 시점이 변수라고 판단

AI 칩에서 해외와 로컬칩 판매액 전망: 28년이면 자급자족 가능할 전망



자료: Bernstein, 메리츠증권 리서치센터

로컬 점유율 확대 기업: T-head, 캄브리콘, 하이곤



자료: Bernstein, 메리츠증권 리서치센터

투자전략(1) : 중국 반도체 밸류체인 중장기 강세 전망 유지

China's Attack 4
China AI Attack

- 중국 반도체 생태계에 대한 중장기 긍정적 투자 전망 유지
 - 단기적으로 해외시장 조정에 동조하며 변동성이 확대되고 있으나, 국산 신모델의 출시 및 생태계의 연합중흥이 연결되며 우상향 흐름을 예상
- 현재 중국 반도체 대표기업의 시가총액은 미국 동종 기업 대비 약 [6.3]% 수준으로, 21년 12% 대비로도 여전히 하회
- 시장 규모 차이를 감안하더라도, 국산화 진전과 해외 시장 확장 가능성을 고려할 때 주가 리레이팅은 초기 국면에 있다고 판단

시가총액 상대 비교: 중국은 미국기업의 6.3%에 불과 (업데이트)



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

2차전지와 반도체 주가 사이클 비교



주: 시작시점을 2차전지는 2020년, 반도체는 2025년 7월
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

투자전략(2) : 중국 LLM, 방향성은 맞으나 수익화 가시성 부족

China's Attack 4
China AI Attack

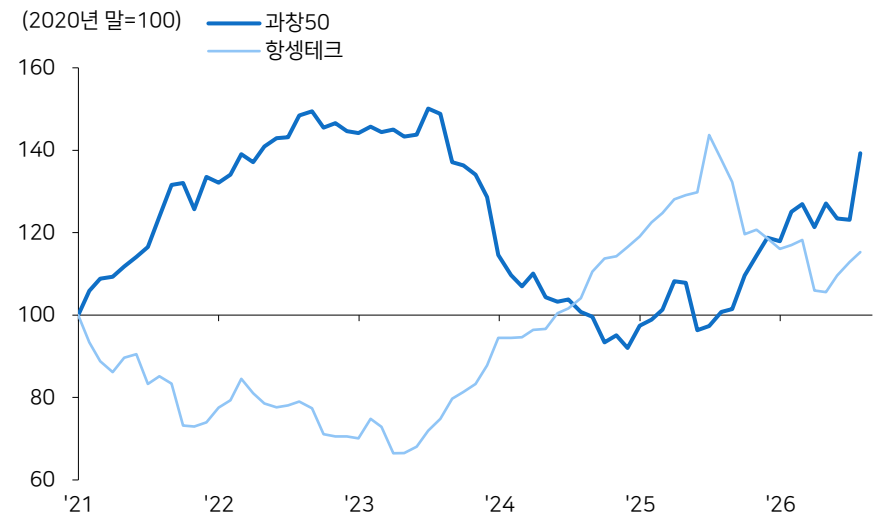
- 중국 소프트웨어 기업에 대해서는 중립 의견을 유지. 최근 하드웨어 조정과 함께 나타난 플랫폼 기업의 반등은 펀더멘털보다 수급 요인에 기인
- 빅테크는 모델 경쟁력 유지를 위해 하드웨어 투자를 지속할 수밖에 없는 구조로, 비용 압력이 상존
- 다만 긍정적 요인은 빅테크의 AI 경쟁력이 아직 주가에 거의 반영되지 않았다는 점 → 하방은 제한적이나 촉매는 부재한 구간으로 규정

항생테크와 과창50 지수 추이



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

항생테크와 과창50 지수의 12개월 예상 EPS 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

리스크: 중국 AI 모델에 대한 미국의 사용 금지

China's Attack 4
China AI Attack

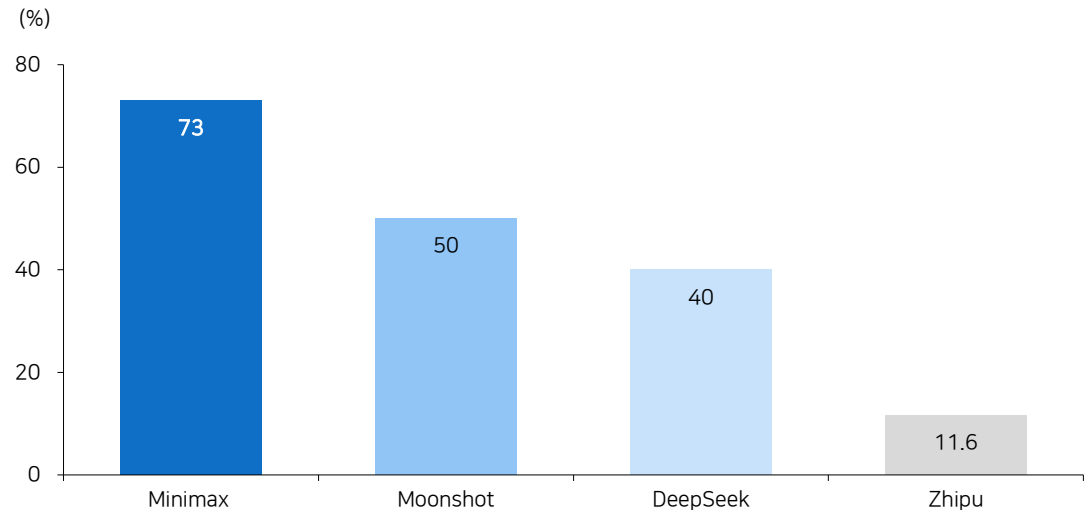
- 트럼프 행정부는 중국 AI 모델에 대한 국가안보 차원의 대응을 내부 검토 중이나, 정책 초안 단계에는 이르지 못한 상황
- 7월 22일 미국 스타트업 200여 개로 구성된 Little Tech Association은 중국 오픈웨이트 모델에 대한 접근 허용을 요청하는 서한을 행정부에 발송
- 7월 24일 젠슨 황은 증류(distillation) 자체를 불법화해서는 안 된다는 입장과 함께, ① 경제적 접근성 확대, ② 벤더 종속 방지, ③ 자사 데이터에 대한 실질적 통제권 확보를 근거로 오픈웨이트 모델 허용을 주장
- 본 사안의 본질은 미중 갈등이라기보다 미국 AI 생태계 내부의 이해관계 충돌
- 규제가 현실화될 경우 해외 매출 비중이 높은 순으로 타격: 미니맥스 > 문샷 > 딥시크 > 즈푸

엔비디아 젠슨황: 중국 오픈웨이트 모델 접근 허용 요청



자료: 메리츠증권 리서치센터

중국 주요 AI 모델의 해외 매출 비중 (2025)



주: 미니맥스와 즈푸는 25년 말 기준. 문샷과 딥시크는 내부 회의 및 산업 추정 기반
자료: 각 사, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

Part. 2



중국 LLM 시장에 미친 영향

인터넷/게임 Analyst **이효진** hyojinlee@meritz.co.kr

Agentic AI 시대 돌입하며 토큰 사용량 전년 대비 10배 이상 성장 중

China's Attack 4
China AI Attack

- 2022년 11월 chat GPT 등장은 LLM 시장에 전환점을 야기함
- 특히 에이전틱 AI 확산으로 토큰 사용량은 증가 속도 가속화
- 오픈라우터에 따르면, 3Q26 일평균 토큰 사용량은 8.0조 개로 전년 대비 14배 증가하고 있음

LLM별 일평균 토큰 사용량 및 점유율

LLM별 일평균 토큰 사용량														
(십억토큰)	Anthropic	Google	DeepSeek	OpenAI	xAI	Minimax	Xiaomi	Tencent	Z.ai	Qwen (Alibaba)	Moonshot AI	기타	중국 합산	합계
3Q25	97	126	73	46	80	-	-	-	8	27	8	63	116	528
4Q25	115	160	52	81	215	21	8	-	20	26	3	113	130	814
1Q26	264	324	129	182	113	175	120	-	88	39	82	323	633	1,839
2Q26	653	521	630	332	53	314	291	340	173	172	145	869	2,065	4,492
3Q26	918	596	1,292	461	47	499	1,222	977	508	59	153	1,254	4,709	7,985

LLM별 일평균 토큰 사용 점유율														
구분	Anthropic	Google	DeepSeek	OpenAI	xAI	Minimax	Xiaomi	Tencent	Z.ai	Qwen (Alibaba)	Moonshot AI	기타	중국 합산	
3Q25	18%	24%	14%	9%	15%	-	-	-	2%	5%	1%	12%	22%	
4Q25	14%	20%	6%	10%	26%	3%	1%	-	2%	3%	0%	14%	16%	
1Q26	14%	18%	7%	10%	6%	10%	7%	-	5%	2%	4%	18%	34%	
2Q26	15%	12%	14%	7%	1%	7%	6%	8%	4%	4%	3%	19%	46%	
3Q26	11%	7%	16%	6%	1%	6%	15%	12%	6%	1%	2%	16%	59%	

주: 3Q26은 2026.7.28까지 누적 기준으로 제시

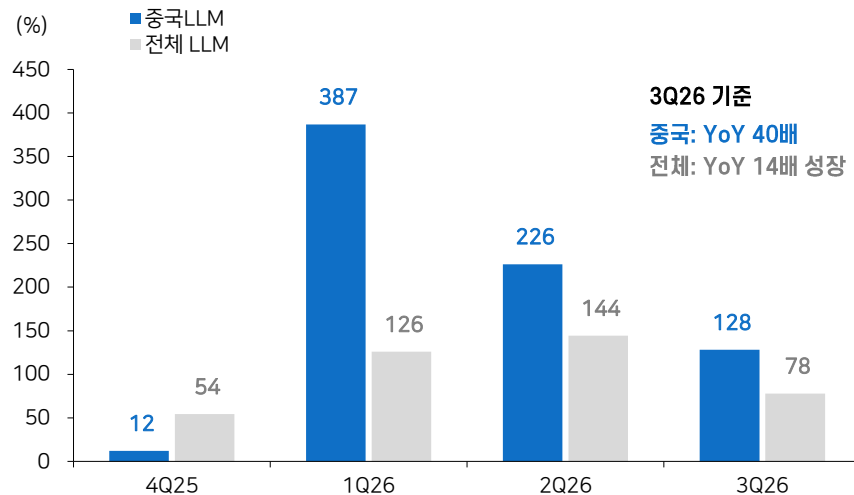
자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

개발자 호출 API에서 중국 LLM 과반수 이상으로 커져

China's Attack 4
China AI Attack

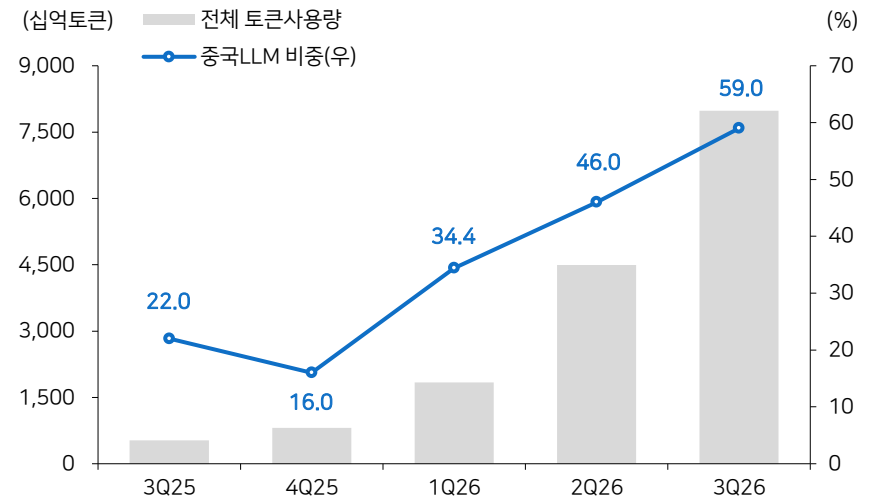
- 오픈 라우터는 세계 최대 AI 모델 API 집약 플랫폼. 개인 개발자와 스타트업이 주로 쓰인다고 알려짐
- 오픈 라우터에 따르면, 중국 LLM은 3Q25 22%에 불과했으나 2026년 7월 현재 과반을 넘어섬
- 3Q25 대비 3Q26 일평균 토큰 이용량은 글로벌 전체 기준 14배 증가했으나 중국 LLM 합산은 40배 증가
- 다만 해당 데이터는 엔터프라이즈 시장이 집계되지 못하는 한계가 존재함

전체 VS 중국 LLM 분기별 일평균 토큰 사용량 QoQ 성장률



주: 3Q26은 2026.7.28까지 누적 기준으로 제시
자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

분기별 주요 중국 LLM 기업들의 토큰 사용량 비중 추이



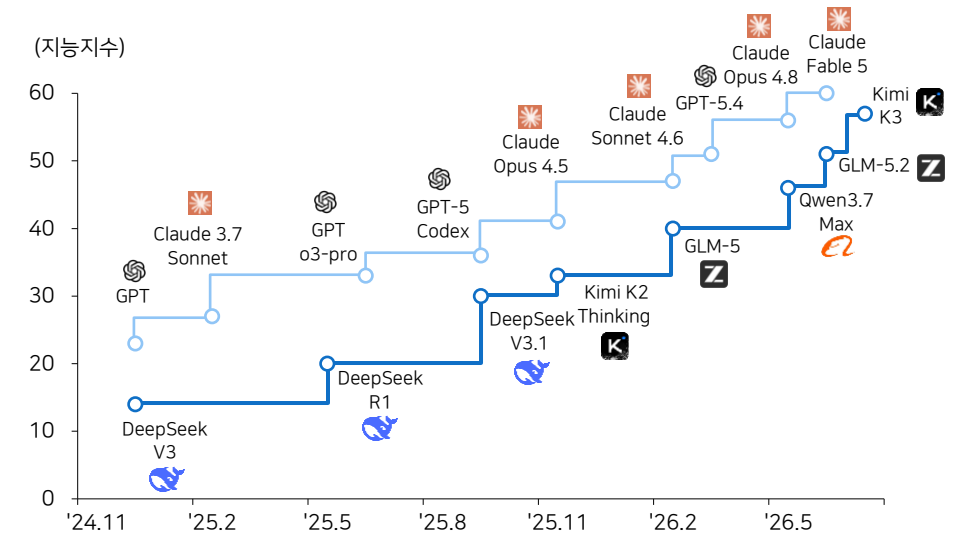
주1: 3Q26은 2026.7.28까지 누적 기준으로 제시
주2: 중국 기업에 DeepSeek, Minimax, Xiaomi, Tencent, 즈푸AI, Alibaba, 문샷AI 포함
자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

에이전트 시대 도래하며 LLM은 '커머디티'가 되다

China's Attack 4
China AI Attack

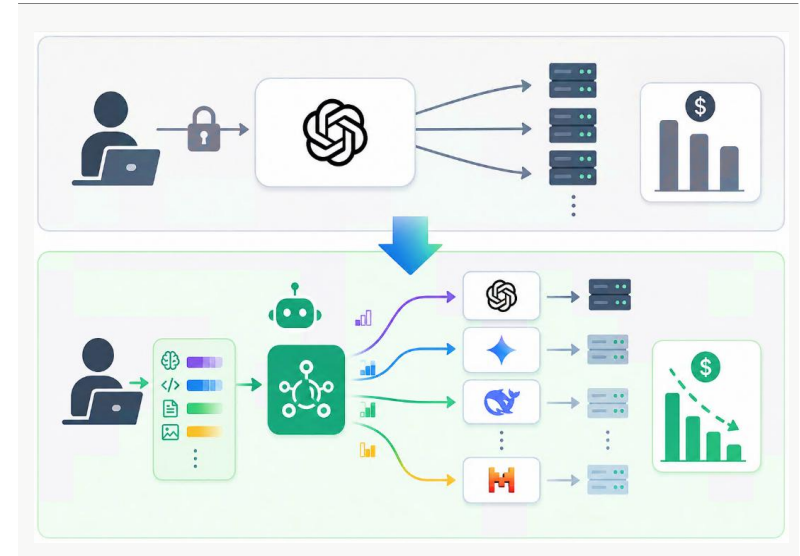
- 토큰 사용량이 커지는 것에 대해서는 이견이 없음. 특히 오픈 클로 유행 이후 기하급수적으로 커지는 중
- 에이전트 시대의 도래는 중국 LLM 에게 더욱 유리한 환경을 조성함
- 하나의 모델에서 다른 모델로의 전환이 쉬움. 즉, LLM 스위칭 비용이 '0'로 수렴하며 '락인'이 불가능한 형태

중국 LLM, 빠른 캐치업은 에이전트 도입 후 선택지 늘려



자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

에이전트 시대는 LLM 락인 효과를 해제하고 커머디티화 한다



주: 해당 자료는 AI로 제작
자료: 메리츠증권 리서치센터

기술 격차, 빠르게 축소 중

China's Attack 4
China AI Attack

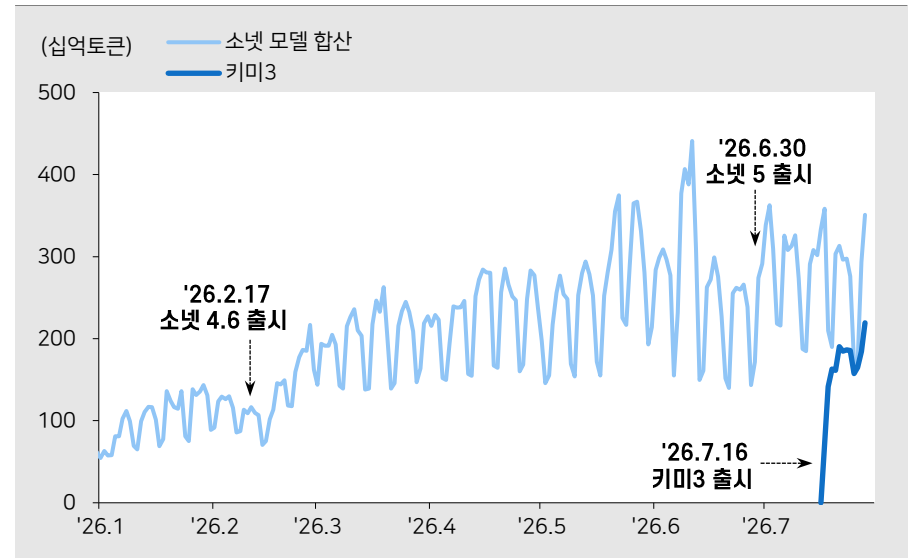
- 실제 미국과 중국의 AI 격차는 지난해만 하더라도 2~3년으로 추정. 그러나 WAIC 직전 문샷 AI가 '키미3' 발표
- 공개된 '키미3'는 앤스로픽의 클로드 Opus 수준이라고 평가 받음. 양국의 기술 격차는 이제 1년으로 줄었다는 평가
- 하반기에는 지난 6월, 앤스로픽이 미국 상원에 고발했던 알리바바 Qwen의 신모델 출시 또한 예고된 상황

WAIC 2026 직전, 공개된 문샷 AI의 '키미3'



자료: 문샷AI

앤스로픽 소넛은 6월 이후 상승세 정체, 키미3가 연관 있을까?



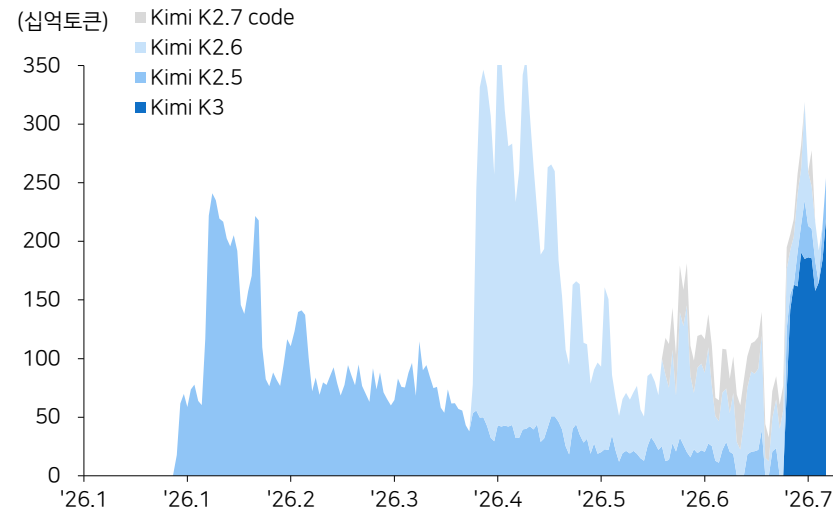
자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

중국 LLM 어떻게 올라왔나, 그리고 어떻게 달라지고 있나

China's Attack 4
China AI Attack

- 과거 중국 LLM은 낮은 가격에 물량으로 승부보는 전략을 보여옴. 그러나 이번 키미3는 다름
- 입출력 값은 각각 3달러/15달러로 프론티어 모델, 앤스로픽 소넷과 유사한 수준
- 코딩과 에이전트에 특화되었고 오픈소스가 특징
- 가격에 근거하여 과거 가격 인하에서 다른 경쟁국면으로의 진입이라 보는 시각도 존재
- 7월 27일 키미3 가중치 공개. GPU만 받쳐준다면 다운받아 사용 가능. 즉, 토큰 비용 없이 이용가능한 모델로 제공되기 시작

2026년 출시된 키미 시리즈 토큰 사용량 추이



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

주요 LLM 기업들의 토큰 단가 비교

기업	출시 시기	모델명	Input 단가 (\$/1M)	Output 단가 (\$/1M)
앤스로픽	2026.06.30	Claude sonnet 5	\$2(\$3)	\$10(\$15)
	2026.02.17	Claude sonnet 4.6	\$3	\$15
	2025.09.29	Claude sonnet 4.5	\$3	\$15
	2025.05.22	Claude sonnet 4	\$3	\$15
	2025.02.24	Claude sonnet 3.7	\$3	\$15
오픈AI	2026.07.09	GPT-5.6-sol	\$5	\$30
	2026.04.23	GPT-5.5	\$5	\$30
	2026.03.05	GPT-5.4	\$2.5	\$15
즈푸AI	2026.06.13	GLM-5.2	\$1.4	\$4.4
	2026.02.11	GLM-5	\$1.0	\$3.2
Moonshot AI	2026.07.16	Kimi-K3	\$3	\$15
	2026.06.12	Kimi-K2.7	\$1	\$4
	2026.04.20	Kimi-K2.6	\$1	\$4

주: Claude sonnet 5은 2026.8.31까지 프로모션 가격 기준

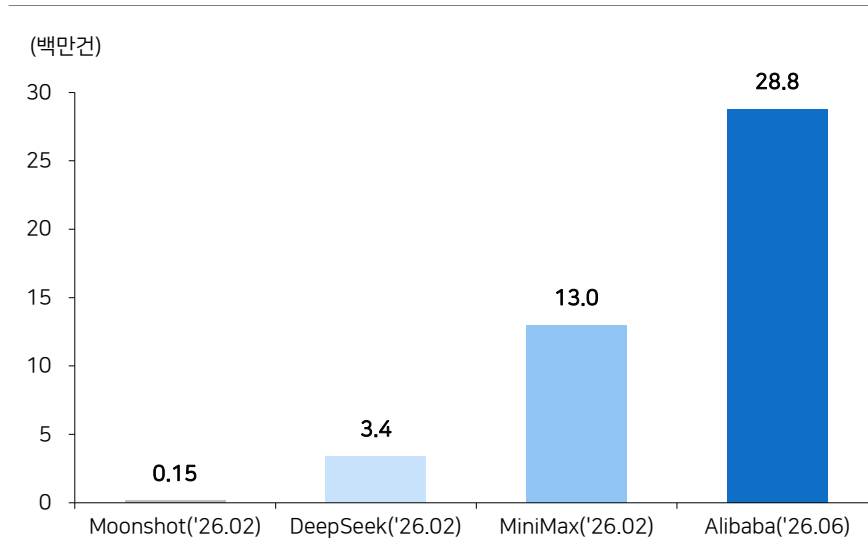
자료: 메리츠증권 리서치센터

China LLM catch-up feat. distillation

China's Attack 4
China AI Attack

- 지난 6월, 앤스로픽은 상원 은행위원회에 서한을 발송
- 알리바바 및 Qwen 랩 연계 운영자가 '26.4.22~6.5(44일)간 사기 계정 약 25,000개로 Claude와 2,880만 건 교류했다고 주장
- 표적은 소프트웨어 엔지니어링·에이전틱 추론 등 상업적 가치가 가장 높은 기능. 앤스로픽은 Mythos Preview급 성능 확보가 목적이었다고 지목. 중국 대형 재벌을 직접 지명한 첫 사례
- 증류 피해를 막기 위해 여러 가지 시도가 이어지고 있으나 효과가 있는지는 아직 미지수

올해 앤스로픽이 공개 지목한 중국 기업들의 증류 규모



자료: 앤스로픽, 메리츠증권 리서치센터

2026년 2월 vs 2026년 6월 고발 건 비교

구분	2026년 2월 발표	2026년 6월 발표
지목 대상	DeepSeek · Moonshot · Minimax	Alibaba · Qwen 랩
공개 경로	앤스로픽 블로그	상원 은행위 서한
사기 계정	약 24,000개	약 25,000개
교류 건수	1,600만 건 +	2,880만 건 +
기간	미공개	'26.4.22~6.5 (44일)
표적 역량	모델 기능 전반	SW 엔지니어링 · 에이전틱 추론 · 사이버보안
대상 반응	무응답	위법 부인 (상세 반박 없음)

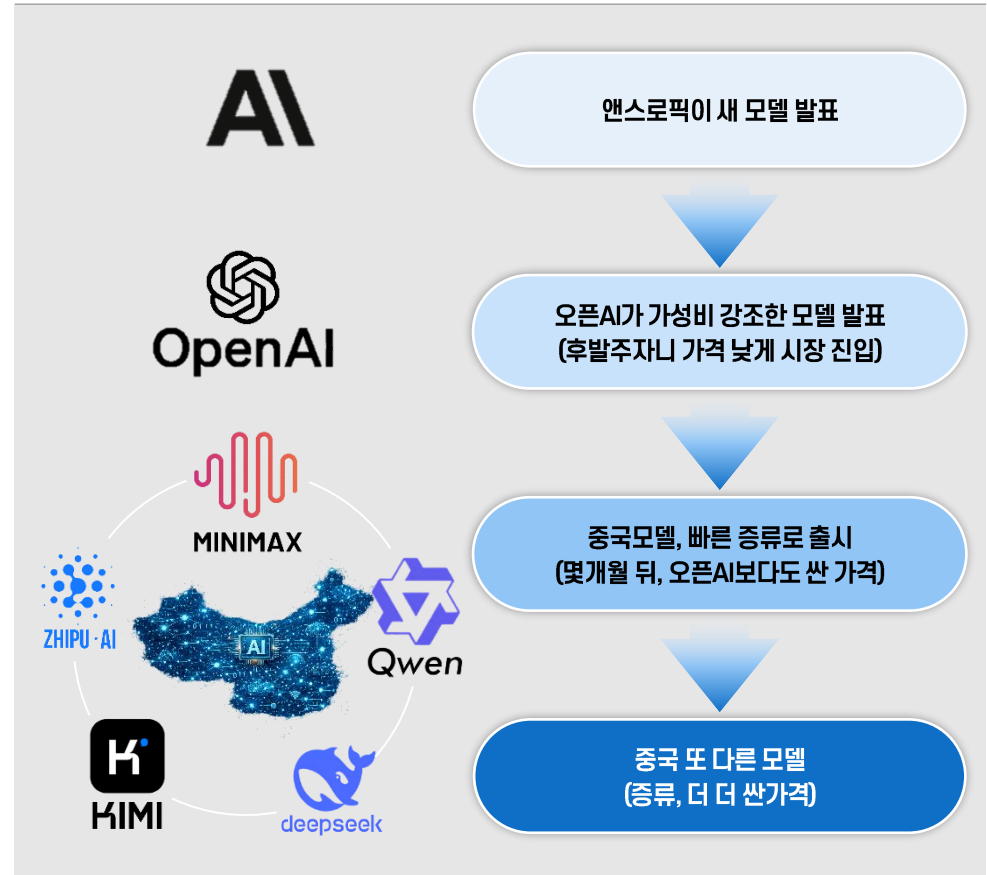
자료: 앤스로픽, 메리츠증권 리서치센터

중국 모델 추격의 문제점 1: Frontier 모델 리콥 기간 단축

China's Attack 4
China AI Attack

- 중국 모델의 추격이 LLM 시장에 크게 두 가지 문제를 야기함
- 첫째, 프론티어 모델의 투자비용 회수 기간이 점점 짧아지고 있다는 것
- 앤스로픽의 신규 모델은 이용 가격이 지속적으로 높아져 왔음
- 그러나 최근의 형태는 앤스로픽의 신모델 발표 이후 오픈 AI가 후발주자로 가성비비를 강조하며 시장 진입(낮은 가격)
- 몇 개월 뒤 증류를 끝낸 중국 모델이 오픈 AI보다 싼 가격으로 모델 공개
- 이후 증류를 끝낸 또 다른 중국 모델이 앞선 중국 모델보다도 싼 가격으로 시장 진입
- 중국 LLM은 증류를 통해 1/10~1/100 수준의 낮은 학습 비용으로 생산 원가 우위를 점함
- 결국 시장 가격을 파괴하며 진입해 frontier 모델의 수익 회수 기간이 짧아지는 결과를 초래함

중국 기업들의 모델 출시 패턴



자료: 메리츠증권 리서치센터

미국vs. 중국 LLM 모델들의 토큰 단가 대략 1/10 이상 차이

China's Attack 4
China AI Attack

미국 주요 LLM							중국 주요 LLM						
기업	시리즈	모델	출시일	상태	Input 단가 (\$/1M)	Output 단가 (\$/1M)	기업	시리즈	모델	출시일	상태	Input 단가 (\$/1M)	Output 단가 (\$/1M)
앤스로픽	Opus	Claude Opus 5	2026.07.24	정식	5	25	알리바바 (규웬)	Qwen4.0	미정	2026.09월(예정)	미정		
	Sonnet	Claude Sonnet 5	2026.06.30	정식	2	10		Qwen3.8	전체 라인업	2026.08월(예정)	정식		
	Mythos	Claude Fable 5	2026.06.09	정식	10	50		Qwen3.8	Qwen3.8-Max	2026.07.19	Preview	미공개	미공개
	Opus	Claude Opus 4.8	2026.05.28	정식	5	25		Qwen3.7	Qwen3.7-Plus	2026.06.01	정식	0.4	1.6
	Opus	Claude Opus 4.7	2026.04.16	정식	5	25		Qwen3.6	Qwen3.6 Plus	2026.04.02	정식	0.5	3
	Sonnet	Claude Sonnet 4.6	2026.02.17	정식	3	15		Qwen3.5	Qwen3.5 Plus	2026.02.16	정식	0.4	2.4
	Opus	Claude Opus 4.6	2026.02.05	정식	5	25		Qwen3	Qwen3 Max	2025.09.24	정식	1.2	6
	Opus	Claude Opus 4.5	2025.11.24	정식	5	25	딥시크	V4	V4-Flash	2026.07월(예정)	정식		
	Haiku	Claude Haiku 4.5	2025.10.15	정식	1	5		V4	V4-Pro	2026.07월(예정)	정식		
오픈AI	Sonnet	Claude Sonnet 4.5	2025.09.29	정식	3	15		V4	V4-Flash	2026.04.24	Preview	0.14	0.28
	GPT-6	GPT-6	2026.08월(루머)	미정				V4	V4-Pro	2026.04.24	Preview	0.435	0.87
	GPT-5	GPT-5.6 Sol	2026.07.09	정식	5	30		V3	V3.2	2026.12.01	정식	0.28	0.42
	GPT-5	GPT-5.6 Terra	2026.07.09	정식	2.5	15		V3	V3.2-Exp	2025.09.29	실험용	0.27	0.41
	GPT-5	GPT-5.6 Luna	2026.07.09	정식	1	6	즈푸AI	GLM 5	GLM 5.5	2026.08월(예정)	미정		
	GPT-5	GPT-5.5	2026.04.23	정식	5	30		GLM 5	GLM 5.2	2026.06.13 (6/18)	정식	1.4	4.4
	GPT-5	GPT-5.4	2026.03.05	정식	2.5	15		GLM 5	GLM 5.1	2026.03.27 (4/7)	정식	1.4	4.4
	GPT-5	GPT-5.3 Codex	2026.02.05	정식	1.75	14		GLM 5	GLM 5	2026.02.12	정식	1	3.2
	GPT-5	GPT-5.2	2025.12.11	정식	1.75	14		GLM 4	GLM 4.7	2025.12.22	정식	0.6	2.2
구글	GPT-5	GPT-5.1	2025.11.12	정식	1.25	10		GLM 4	GLM 4.6	2025.09.30	정식	0.6	2.2
	Pro	Gemini 3.5 Pro	2H26(예상)	미정				GLM 4	GLM 4.5	2025.07.28	정식	0.6	2.2
	Flash	Gemini 3.6 Flash	2026.07.21	정식	1.5	7.5	미니맥스	M3	Minimax-M3 Pro	2026.3분기(예정)	미정		
	Flash-Lite	Gemini 3.5 Flash Lite	2026.07.21	정식	0.3	2.5		M3	Minimax-M3	2026.06.01	정식	0.3	1.2
	Flash	Gemini 3.5 Flash	2026.05.19	정식	1.5	9		M2	Minimax-M2.7	2026.03.18	정식	0.3	1.2
	Flash-Lite	Gemini 3.1 Flash Lite	2026.05.07	정식	0.25	1.5		M2	Minimax-M2.5	2026.02.12	정식	0.3	1.2
	Gemma	Gemma 4 26B A4B	2026.04.02	정식	0.07	0.34		M2	Minimax-M2.1	2025.12.23	정식	0.3	1.2
	Flash-Lite	Gemini 3.1 Flash Lite	2026.03.03	Preview	0.25	1.5		M2	Minimax-M2	2025.10.27	정식	0.3	1.2
	Pro	Gemini 3.1 Pro	2026.02.19	Preview	2	12	문샷AI	K3	Kimi K3	2026.07.16 (7/27)	정식	3	15
	Flash	Gemini 3 Flash	2025.12.18	Preview	0.5	3		K2	Kimi K2.7 Code	2026.06.12	정식	0.95	4
xAI	Grok	Grok 4.7	2026.08월말(예정)					K2	Kimi K2.6	2026.04.21	정식	0.95	4
	Grok	Grok 4.6	2026.08월초(예정)				텐센트	K2	Kimi K2.5	2026.01.27	정식	0.6	3
	Grok	Grok 4.5	2026.07.08	정식	2	6		Hy3	Hunyuan Hy3	2026.07.06	정식	0.132	0.528
	Grok	Grok 4.3	2026.05.15	정식	1.25	2.5	사오미	Hy3	Hy3 preview	2026.04.23	Preview	0.063	0.21
	Grok	Grok 4.20	2025.04.14	정식	1.25	2.5		V2.5	MiMo-V2.5	2026.04.22 (4/27)	정식	0.14	0.28

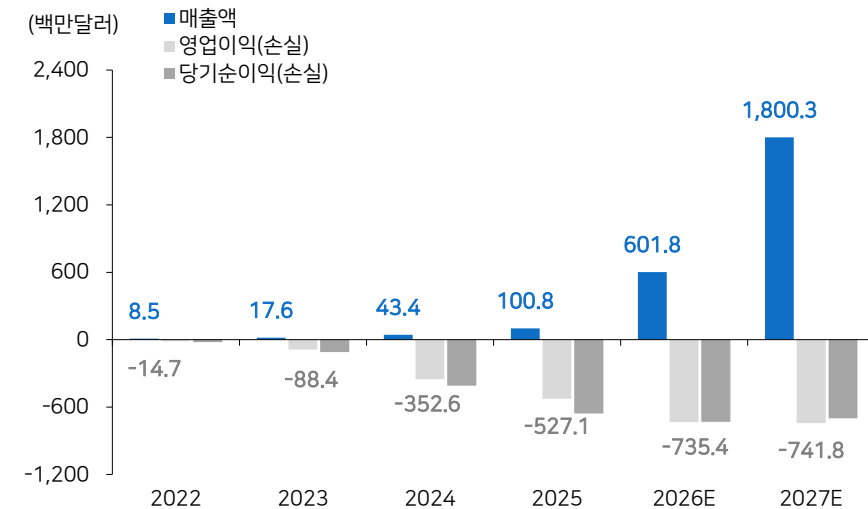
주: 괄호 안의 값은 API 및 가중치 공개일
 자료: 각 사, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터 정리

중국 모델 추격의 문제점 2: 중국 LLM은 수익 회수가 되는가

China's Attack 4
China AI Attack

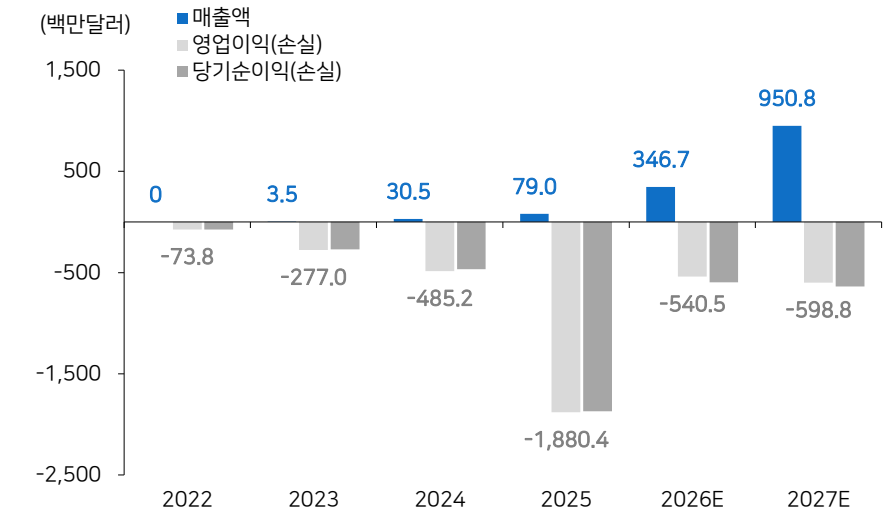
- 토큰 이용량 성장의 다수를 차지해가는 것은 중국 업체들. 적어도 소비자 시장(개별 개발자/스타트업)에서는 성립
- 문제는 중국 LLM이 오픈 소스/오픈 웨이트 방식을 택해 수익으로의 회수가 잘 안된다는 점
- 2025년 토큰 사용량 대비 7월 누적 60배 증가했으나 매출은 6배 수준. 실제 매출 추정치 변화 없이 토큰 사용량이 하반기까지 누적됨을 감안한다면 단가는 YoY 10배 이상 하락을 의미

즈푸시 연간 실적(백만 달러 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미니맥스 연간 실적(백만 달러 기준)



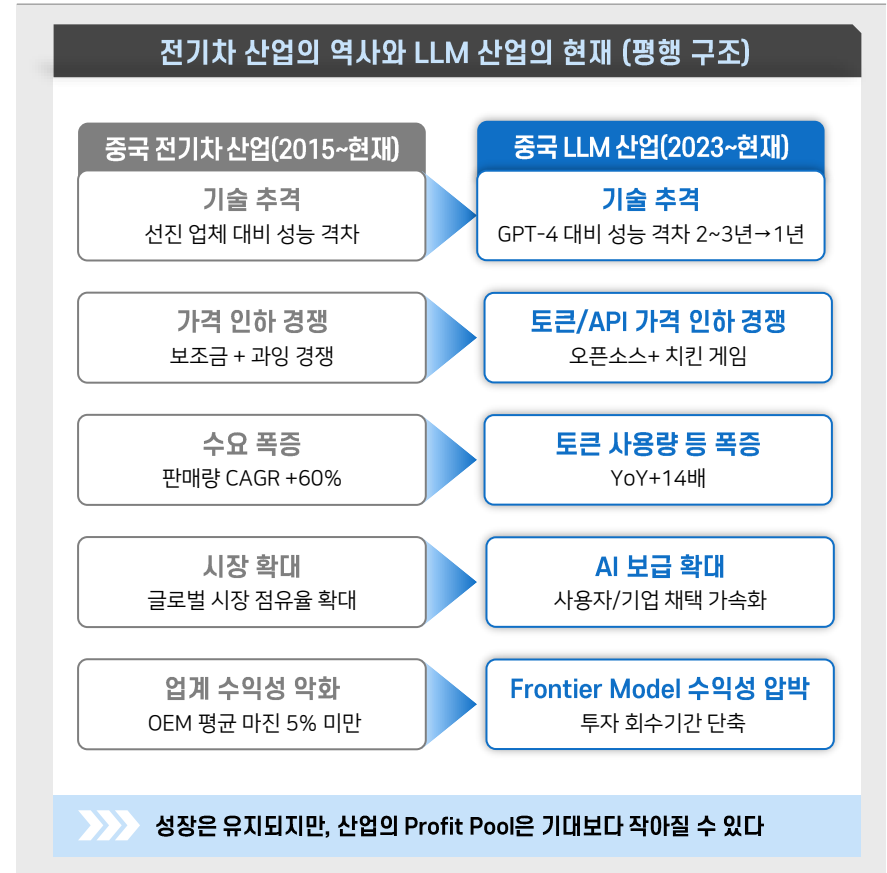
주: 회사 측에서 영업이익(손실) 수치를 제시하지 않음. 해당 수치는 블룸버그 기준 조정된 값
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전기차와 LLM, 중국의 독특한 산업 육성 방식에서 나오는 기시감

China's Attack 4
China AI Attack

- 일반적인 환경에서는 이러한 적자 구간이 지속되면 기업이 파산하거나 인수합병 등 구조정을 통해 산업 플레이어가 줄어들
- 그러나 중국의 독특한 산업 육성 방식으로 인해 당사는 LLM 시장이 전기차 시장과 유사한 경향을 띌 것으로 전망함
- 중국 정부의 전기차 산업 육성을 위한 보조금과 각 지방정부의 과잉 경쟁으로 여전히 20개가 넘는 전기차 기업이 존재
- 가격 인하 경쟁은 시장 가격과 만나 수요를 크게 증가시켰고 이에 따라 시장 확대
- 그러나 각 기업의 수익성은 과거 기대와 달리 크게 약화됨
- 이는 중국 전기차에만 국한되지 않고 frontier 기업인 테슬라에도 적용되었음
- 중국의 LLM 산업 육성 방식도 이와 비슷. 단가를 크게 낮추며 진입해 시장 파이는 크게 확대되나 앤스로픽, 오픈 AI와 같은 frontier 모델의 수익성도 압박하는 결과를 가져올 것으로 예상

중국 기업들의 모델 출시 패턴



자료: 메리츠증권 리서치센터

어디서 문제는 발생하는가: 지방 정부 간 경쟁

China's Attack 4
China AI Attack

- 중국은 초기 보조금을 통해 산업을 육성하고 지방 정부 간 경쟁을 통해 다양한 산업을 키워 옴
- AI 또한 전략 산업으로 분류되며 각 지방 정부의 계획 하에 육성하는 방식을 보이고 있음
- 당사가 방문한 상하이 West bund도 이러한 AI 인재 가두리 전략 하에 지어진 계획 도시
- 각 지방 정부는 같은 산업에 대해 경쟁을 통해 성장. 이로 인해 자금적 이슈에 대해 결국 지방정부가 불을 꺼주며 산업 경쟁 구도가 유지되는 형태를 띠

상해 Westbund 계획도시

上海 西岸(West Bund) 문화예술시험구 — 계획도시 핵심 인프라

원본 세로형(435×890, 약 1:2) 안내도를 북부-남부 2단으로 분할해 가로형으로 재구성 · 각 패널 우측 측(ruler)에 남북 순서대로 인프라 배치

■ 제도교통 ■ 도로·교량 ■ 수상 관광 관광 ■ 공원·녹지 ■ 기능구역·영커시설 ■ 주차장(P, 원본 표기 6개소)

북부 Longhua ~ 云锦路 龙华东港湾, 미술관 클러스터, 西岸金融城, 智慧谷, 传媒港

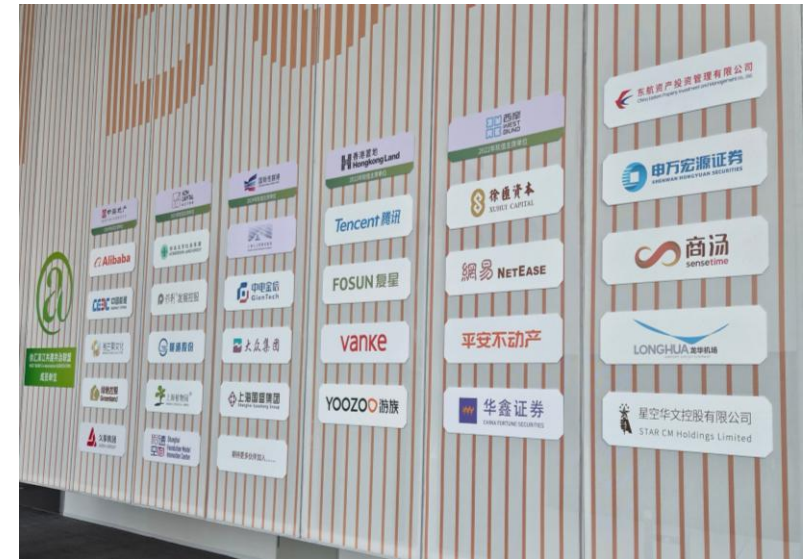


남부 龙耀路 ~ 徐浦大桥 梦中心·滨江剧场·码头公园·江湾·江湾隧道·徐浦大桥



자료: Westbund, 메리츠증권 리서치센터

상하이 Westbund 기업들



자료: Westbund, 메리츠증권 리서치센터

칭화대 라인 (1): 즈푸 AI, 정부-엔터프라이즈 매출 성공

China's Attack 4
China AI Attack



(2513.HK)
시총 \$61.3B

기업 개요

- 칭화대 지식공학연구실(KEG) 스피노프 기업. GLM 시리즈 보유, 세계 첫 LLM 상장사
- 2019.6 설립 / 베이징 / 2026년 홍콩 상장
- FY2025 매출 7.24억위안(약 1억 달러), 클라우드 MaaS 사업 매출(26.3%) 올해 3월 기준 ARR 60배 성장, 다만 아직 적자
- 금융기관, 공공기관, 제조업체 등 대상으로 자체 개발한 GLM 모델 API형태로 제공하는 B2B · B2G 중심의 AI 인프라 기업
- 2026년 7월 ARR 'GLM-5.2' 흥행으로 ARR 10억달러 돌파



주요 경영진

탕제 창업자 겸 수석과학자

- 1977년생, 연산대 자동화학 학사, 칭화대 컴퓨터공학과 교수 겸 학술정보 플랫폼 'Aminer' 창시자
- 2019년 칭화 KEG 연구성과를 분사해 즈푸AI 설립 (CEO 장평, 회장 류더빙)
- 2021년 초거대모델 프로젝트 '우다오' 주도, 3대 학회 Fellow
- 2021년 GLM 아키텍처 오픈소스화, 2022년 GLM-130B 공개
- 현재 즈푸AI에서 기술 개발 총괄하는 수석 과학자 맡음

주요 LLM 모델

- MIT 오픈웨이트 + 호스팅 API · 코딩플랜으로 수익화하는 구조

주요

GLM-4.5 / GLM-4.6 (오픈소스)

- 출시 시기: 2025.7(4.5), 2025.9(4.6)
- 특징: MIT 라이선스 전면 개방+ 자체 호스팅

최신

GLM-5.2 (오픈소스)

- 출시 시기: 2026.6.13 (오픈소스 6.17)
- 특징: 0.7조 파라미터 MoE · 1M 컨텍스트, API 토큰 단가 \$1.4/\$4.4

월별 즈푸 ai LLM 토큰 평균 사용량

(십억토큰)

— Z.ai



자료: 즈푸AI, OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

칭화대 라인 (2): 문샷 AI, 70조원 가치에 홍콩 상장 준비중

China's Attack 4
China AI Attack



기업 개요

- 챗봇 'Kimi' · 오픈웨이트 플러그십 보유 중 최상위 LLM 개발사
- 2023년 3월 양즈린 등 창업 / 베이징 / 비상장
- ARR 매출: '26.3월 1억 → 4월 2억 → 6월 3억달러 기록
- API 호출 서비스가 B2B 매출의 70% 차지
- 현재 기업가치 500억 달러(한화로 74조원) 목표 8월 홍콩 증시 상장 IPO 준비중



양즈린 창업자 및 CEO

- 1992년생, 칭화대 컴퓨터과 수석 졸업(지도교수 탕제)
- 2016년 박사 재학 중 대화형 AI 및 NLP 전문 스타트업 '순환즈닝' 공동 창업
- 2019년 미국 카네기멜런대 박사 4년 만에 취득, XLNet 1저자
- 구글 브레인 · 메타 AI 연구소 근무 이력
- 2023년 美 교수직 · 빅테크 오퍼 거절 후 문샷AI 창업

주요 경영진

주요 LLM 모델

- 오픈웨이트 + 코딩 · 에이전트 특화로 B2B API 매출 견인

주요

Kimi K2 / K2.5 (오픈소스)

- 출시 시기: 2025.9(K2), 2026.1(K2.5)
- 특징: 1조 파라미터 MoE, 오픈소스 전환 신호탄

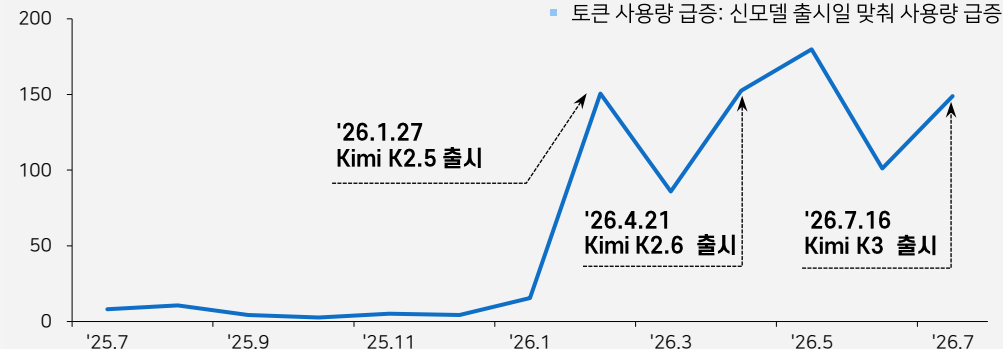
최신

Kimi K3 (오픈소스)

- 출시 시기: 2026.7.16
- 특징: 2.8조 파라미터 MoE · 1M 컨텍스트, API 토큰 단가 \$3/\$15

월별 문샷AI LLM 일별 토큰 평균 사용량

(십억토큰) — Moonshot AI



자료: 문샷AI, OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

딥시크 2026년 70조원 이상 가치 평가

China's Attack 4
China AI Attack



기업 개요

- 퀀트 헤지펀드 환팡량화(High-Flyer)에서 분사한 저비용 프론티어 모델 개발사
- 2023.7 설립 / 항저우 / 창업자 량원평 / 비상장
- MoE · 저비용 학습(V3 약 600만달러)으로 'AI 스푸트니크' 촉발
- 설립 후 2년간 외부 투자 거부, 모회사 이익으로 R&D 조달
- '26.6월 첫 조달 74억달러(밸류 520억달러)
→ 7월 710억달러 협의 진행중

주요 경영진



량원평 창업자 및 CEO

- 1985년생, 저장대 전자정보공학 학 · 석사
- 2015년 저장대 동문들과 퀀트 헤지펀드 환팡량화 공동 창업, 규제 이전 GPU 클러스터 선제 확보
- "용자 · 상업화 · 로드쇼는 하지 않는다" 기조를 2026년까지 유지
- 2023년 환팡 산하로 딥시크 설립
- 순자산 360억달러(2026.7.14 보도), AI 창업자 중 세계 1위

주요 LLM 모델

- 오픈소스 + 극단적 가성비 전략, 최근 차등 가격제로 수익성 선화

근본

DeepSeek-R1 / V3 (오픈소스)

- 출시 시기: 2025.1 (R1)
- 특징: 서구 대비 1/10 이하 학습비로 동급 성능, 글로벌 오픈소스 표준화

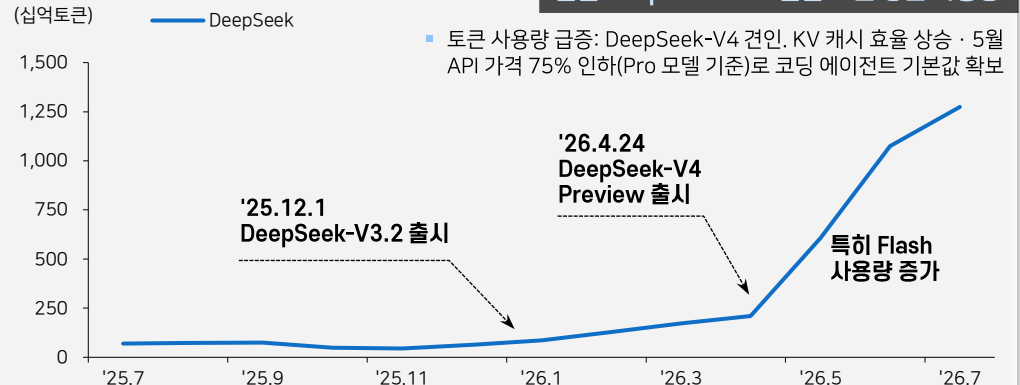
최신

DeepSeek-V4 Pro/Flash (오픈소스)

- 출시 시기: 2026.4.24 (프리뷰 버전 공개)
- 특징: 코딩 · 에이전트 강화, 100만 컨텍스트 지원, 피크시간 2배 차등 API 가격제 예고

월별 DeepSeek LLM 일별 토큰 평균 사용량

(십억토큰)



자료: 딥시크, OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

2026년 1월 상장한 미니맥스

China's Attack 4
China AI Attack



(100.HK)

MINIMAX 시총 \$9.5B

기업 개요

- 텍스트 · 음성 · 영상 · 음악 네이티브 멀티모달 특화 LLM 기업
- 2021.12 센스타임 출신 3인 창업 / 상하이 / 2026년 홍콩 상장
- 2026.1.9 HKEX 상장, 공모가 HK\$165 · 48.2억HKD 조달
- FY2025 매출 7,904만달러, 매출총이익률 25.4%
- FY2025 AI기반 제품/B2C(67%), 개방형 플랫폼 및 기업 서비스/B2B(비중 33%), 다만 현재 기준 50:50이라 언급
- ARR 매출: '26.2월 1.5억 → 5월 3억달러, 연말 10억달러 목표

주요 경영진



연원제 창업자 및 CEO

- 1989년생, 동난대 수학과 학사, 중국과학원 자동화연구소 박사, 센스타임 부사장 출신
- 2014년 바이두 딥러닝연구원 인턴 후 센스타임 합류
- 2015년 26세에 컴퓨터비전 박사, 칭화대 박사후 병행
- 2017년 28세 센스타임 연구원 부원장 → 부사장 진급
- 2021년 12월 미니맥스 공동 창업
- 2026년 'AI 플랫폼 기업' 전환 선언

주요 LLM 모델

- 멀티모달 · 저비용 추론이 핵심 자산, 코딩 부문은 상대적 후발주자

주요

Minimax-M2.5 (오픈소스)

- 출시 시기: 2026.2.12
- 특징: 0.23조 파라미터, 가성비 모델

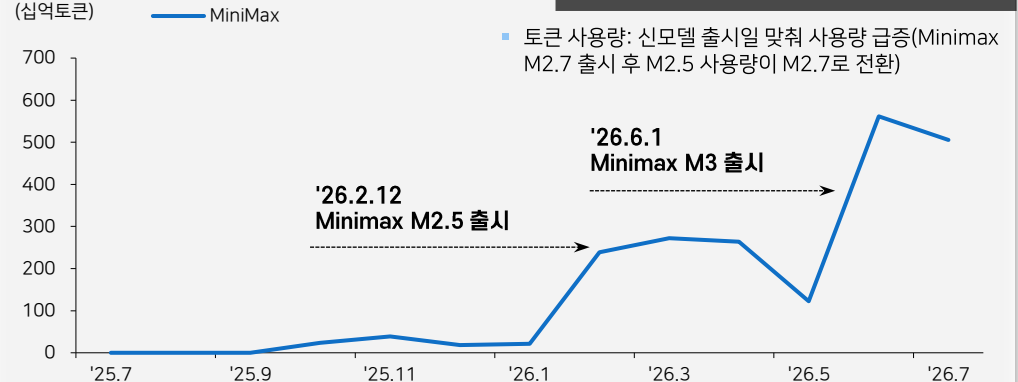
최신

Minimax-M3 (오픈소스)

- 출시 시기: 2026.6.1
- 특징: 0.43조 파라미터, 네이티브 멀티모달, 2.7조 M3Pro 3Q 출시 예정

월별 미니맥스 LLM 토큰 평균 사용량

(십억토큰)



자료: 미니맥스, OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

미국 LLM은 엔터프라이즈 시장에 더욱 집착할 것

China's Attack 4
China AI Attack

- 미국 frontier 모델은 전환이 쉬운 소비자 시장보다 상대적으로 락인 가능한 엔터프라이즈 시장에 집중하는 경향
- 이러한 전략 변화는 엔터프라이즈 시장이 더 크기 때문만이 아니라 API 시장에서 가격 결정력이 약해질 가능성에 대한 대응일 수도 있음

기업들의 엔터프라이즈 시장 선점을 위한 공세 격화

날짜	기업	주요 내용
2026.02.23	OpenAI	Frontier Alliances 발표, BCG · McKinsey · Accenture · Capgemini 다년 파트너십, FDE팀이 고객사 스택 이식 지원
2026.02.24	Anthropic	Claude Cowork 엔터프라이즈급 전환 (업무용 연동+사내 플러그인 마켓 연동)
2026.04.09	Anthropic	Claude Cowork 정식 출시 (Pro · Team · Enterprise 전 유료 플랜 제공)
2026.04.23	Google	Cloud Next 2026: Gemini Enterprise Agent Platform 리브랜딩, Gemini Enterprise Agent Platform 출범, Workspace Studio 공개
2026.05.05	Anthropic	골드만삭스 · 비자 · 시티 · AIG 등 금융권으로 Claude 도입 확산, 15억 달러 규모 AI합작사 설립
2026.05.11	OpenAI	엔터프라이즈 AI 컨설팅 · 구축 법인 OpenAI Deployment Company 설립; Bain & Company 투자 · 협력
2026.06.03	Meta	Meta Business Agent 출시 (WhatsApp · Messenger · Instagram 고객 응대 에이전트)
2026.06.22	OpenAI	삼성전자, 임직원용 ChatGPT · Codex 도입
2026.06.29	Anthropic	캘리포니아주 정부 도입 (미 주정부 최대 규모)
2026.07.06	OpenAI	Enterprise 워크스페이스 에이전트, 크레딧 과금 전환
2026.07.10	Anthropic	UST와 전략 제휴, Global 1000 대상 엔지니어링 · 운영 워크플로에 Claude 임베드, 반도체 · 자동차 · 헬스케어 · 통신 · 금융 적용
2026.07.15	Anthropic	Blackstone · Hellman & Friedman과 엔터프라이즈 AI 서비스사 Ode with Anthropic 출범
2026.07.16	Google	NotebookLM을 Gemini Notebook으로 개칭, 전 Workspace 플랜에 포함
2026.07.21	OpenAI	KPMG와 전략적 제휴, 최상위 등급 Elite Partner 지정, 공급망 · 주문이행 플랫폼 공동 개발
2026.07.22	OpenAI	OpenAI Presence 출시 (음성 · 채팅 엔터프라이즈 에이전트)
2026.07.24	OpenAI	ChatGPT Voice, Enterprise · Edu 배포

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

엔터프라이즈 시장도 중국 LLM 추격에 노출

China's Attack 4
China AI Attack

- 그러나 엔터프라이즈 시장도 쉽지 않은 앎음. 우선, 알리바바가 중국 LLM을 자사 클라우드를 통해 글로벌 서비스 중

글로벌 AI 모델 서비스 플랫폼(Model Studio)

Alibaba 자체 모델	Model Studio	파트너 모델
▪ Qwen LLM ▪ 멀티모달 모델	다양한 AI 모델 통합 제공	▪ DeepSeek, GLM, Minimax, Kimi ▪ PixVerse, Vidu, Keling 등 제공

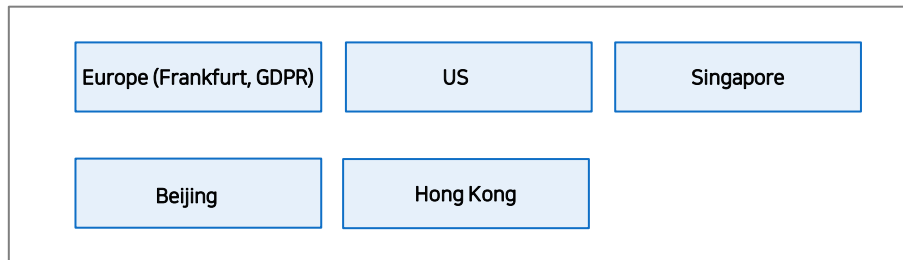


**Alibaba Cloud
Model Studio**

핵심 경쟁력

구분	설명
글로벌 서비스	▪ 글로벌 리전 기반 모델 서비스 제공
성능	▪ P95 Performance SLO 보장
가용성	▪ SLA 99.9% 제공
보안	▪ End-to-End 보안 지원

현재 서비스 제공 지역 및 신규 제공 예정 지역



알리바바 클라우드, 후발주자의 접근방식

- 알리바바는 클라우드 후발주자로 모델 제공을 넘어 에이전트 운영에 필요한 전체 AI 인프라를 제공한다는 포지셔닝
- 이미 생성형 AI 도입한 Fortune 500 기업의 절반 이상이 알리바바 클라우드의 고객사

에이전트 워크로드 6대 난제와 6개 솔루션 스택

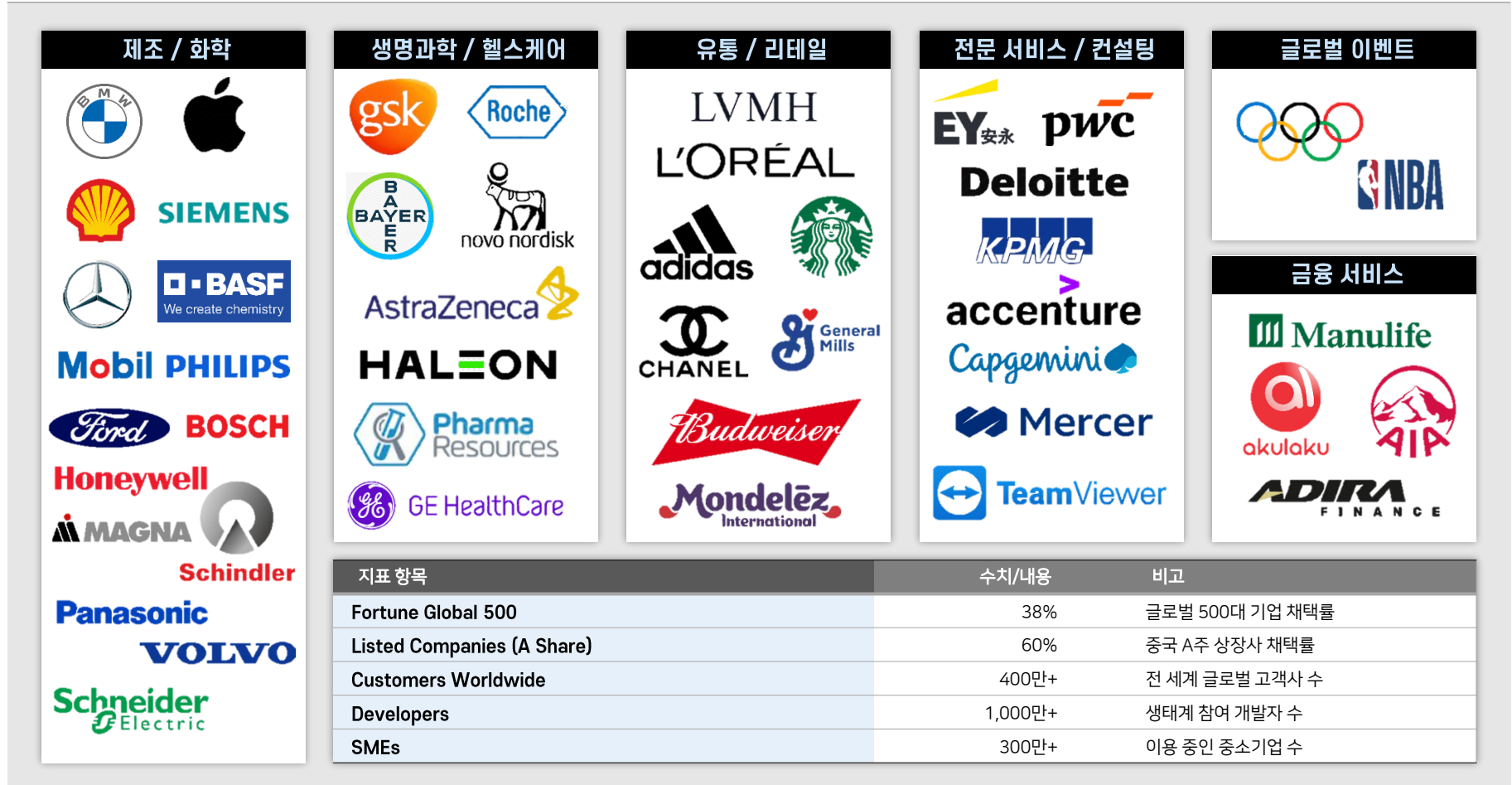
6대 난제		해결책 (6개 솔루션 스택)	
짧은 수명 주기	■ 에이전트 작업 태스크 완료 즉시 소멸 ■ 자원 보유 시간이 시간→초/밀리초 단위로 축소	Governance 거버넌스 Agent IdentitySTAROpsSLS AgentLoopCMSActionTrail EPGARMS	Security 보안 Agent Security CenterAgent Firewall Agent ID GuardSASE AI Security Guardrail
복잡한 데이터 모달리티·저장 포맷	■ 고품질 · 의미론적 실시간 데이터 요구로 계층형 저장/멀티모달 수집 복잡화		
예측 불가능한 폭발적 부하	■ 고정 패턴 없는 피크, 밀리초 단위 폭발적 부하 발생	Orchestration 오케스트레이션 AgentTeamsRocketMQ AIGatewayASM EventBridgeALB/NLB	Big Data 빅데이터 DLFFlinkAgentTeamsDTS OSSHologresDataWorksMaxCompute LindormDMS
동적 환경 의존성	■ 각 에이전트 작업에는 독립적인 의존성 패키지, 컨테이너 이미지, 네트워크 정책 및 임시 스토리지가 필요		
작업 수준의 보안 제어	■ 태스크 단위 인증/감사/데이터 격리/런타임 격리 필요	Runtime 런타임 ACS Agent SandboxVPC ENI FC SandboxEBS Alinux ANOLISA	Storage 스토리지 TableStore Memory StorageHologres/ES MemO PolarDB/RDS OntologyTair OSS Vector BucketMilvus Agentic Memory
대규모 동적 오케스트레이션	■ 대규모 에이전트/동적 톨 호출로 스케줄링 난이도 급증		

자료: Alibaba Cloud, 메리츠증권 리서치센터

생성형 AI 도입한 Fortune 500 기업의 절반 이상이 알리바바 선택

China's Attack 4
China AI Attack

알리바바 클라우드 주요 고객사 매트릭스



자료: Alibaba Cloud, 메리츠증권 리서치센터

Part. 3

네오 클라우드

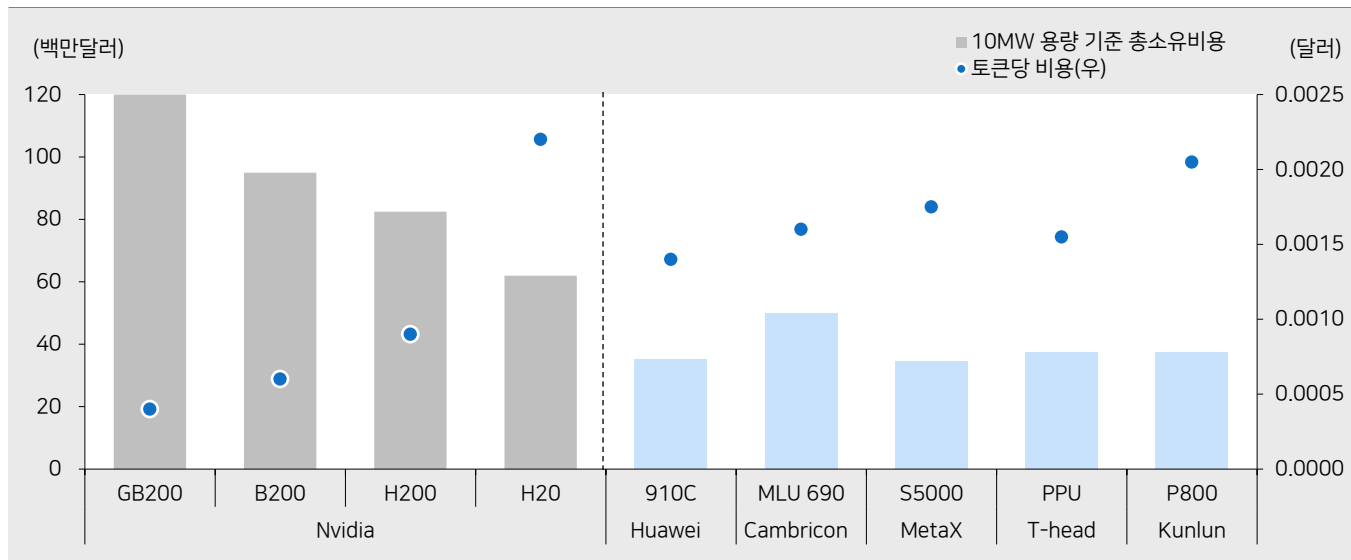


중국, 추론은 대체해도 학습에는 해외 GPU 수요 아직 절대적

China's Attack 4
China AI Attack

- 최소 2-3년간 네오 클라우드 수요 증가는 유지될 것으로 보임. 증류를 위해서라도 당분간 수요 유효
- 중국 기업이 모델 개발에 활용하는 증류는 결국 학습의 영역
- 중국산 AI 가속기로 추론은 대체 가능하나 학습은 역부족. 여전히 GPU를 통해 해결해야 하는 영역
- 주지하는 바와 같이 미국의 규제로 인해 중국 기업들이 직접적으로 인프라 조달이 불가능한 상황
- 우회 경로를 통해 구입하거나 클라우드 사업자를 통해서 함

아직 학습에는 GPU 불가피



자료: Morgan Stanley 자료 인용, 메리츠증권 리서치센터

LLM-CSP 관계, 중국은 미국과 달라

- 미국 프론티어 모델은 CSP가 지분 출자를 통해 상호 관계를 맺고 있음. 중국도 CSP가 LLM 지분에 출자함
- 그러나 미국과 달리 중국 LLM은 중국 CSP를 이용해 서비스하지 않음
- 예를 들면, 즈푸 AI는 알리바바가 대주주이나 알리바바 클라우드를 이용하지 않음. 다른 기업도 마찬가지

중국 주요 LLM 지분 내 중국 CSP 비중

 즈푸AI	 미니맥스	 딥시크	 문샷AI	 바이촨AI
창업자 그룹 28.6%	창업자 그룹 27.5%	량원평 (창업자)	양즈린 (창업자)	왕샤오촨 (창업자)
레전드캐피탈 4.6%	알리바바 계열 12.7%	항저우 청리 (창업자 개인회사)	알리바바	알리바바
메이툰 3.9%	미니맥스 Gene 6.7% (임직원 주식보상 신탁)	국가인공지능 산업투자기금	텐센트	텐센트
앤티그룹 (알리바바) 3.7%	Connell Colm(개인) 5.3%	기타 (간접투자) 텐센트 100억 위안	메이투안	샤오미
칭화대 3.5%	미호요 5.1%	CATL 50억 위안	IDG 캐피탈	베이징 AI산업 투자 펀드
투데이캐피탈 2.6%	IDG캐피탈 4.4%	JD · 넷이즈 각 30억 위안 출자	가오룽 캐피탈	상하이 AI산업 투자 펀드
기타 (알리바바 , 텐센트 투자 참여)	기타 (텐센트 , 아부다비 투자청 투자 참여)	IDG 30억 위안	China Mobile	선전 캐피탈 등 기타 투자자

자료: Wind, HKEXnews, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국 CSP도 자체 모델 개발에 자원 활용 중

China's Attack 4
China AI Attack

- 미국의 GPU 수출 금지 정책으로 인해 중국 CSP는 신형 GPU 확보 불가
- LLM 전문 기업 뿐 아니라 텐센트, 알리바바 등도 자체 모델 개발을 통해 시장에 두각을 나타내려 하고 있음
- 중국 CSP는 보유한 GPU로 자사 모델 업데이트에 집중하느라 외부용 수요를 받기 어려운 상황으로 보임

미국의 중국 반도체 수출 규제

시기	주요 규제	대상	주요 수혜/피해 기업
2019년 5월	화웨이 Entity List 지정	화웨이	AMD, Intel, Qualcomm 영향
2020년 9월	화웨이 제재 강화 (미국 기술 사용 반도체 금지)	TSMC, 삼성 등	TSMC, Intel
2022년 10월	첨단 AI 반도체 수출통제(BIS)	AI GPU, HPC CPU	NVIDIA A100/H100, AMD MI250, Intel Ponte Vecchio
2023년 10월	규제 강화 (H800 · A800 우회제품 차단)	AI GPU	NVIDIA, AMD, Intel
2024년	AI 반도체 성능 기준 확대	AI 가속기	NVIDIA, AMD, Intel
2025년~	AI Diffusion Rule (국가별 AI칩 수출 제한, 일부 수정 논의)	AI GPU 및 데이터센터	NVIDIA, AMD, Intel

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터 정리

2026년 5~6월: 미국 블랙웰 우회로 차단 (GPU 통제 강화)

TECH

U.S. takes step to halt Nvidia AI chip shipments to Chinese firms outside China



자료: CNBC

중국 LLM은 어떻게 모델을 학습시킬까 (1)

China's Attack 4
China AI Attack

- 2026년 7월 20일, Iren은 28억달러(약 4조원) 규모의 신규 계약을 발표함
- 대상에는 마이크로소프트, 엔비디아 등이 주요 계약 대상으로 포함되었으며 이번 계약의 특이사항은 '이름을 밝힐 수 없는 비공개 대형 고객'이 추가되었다는 점(new leading AI developer)
- 중국 기업들이 최근 제3국 클라우드를 통해 컴퓨팅 자원 임대한다는 것은 공공연한 사실. 비영리/초당파적 국제관계 싱크탱크인 카네기 국제 평화재단에 따르면, 주로 동남아시아에 있는 엔비디아 칩에 원격으로 접속하는 방식을 사용. 중동도 중국의 이용 통로 중 하나

Iren, 28억달러(약 4조원) 계약: 이름을 밝힐 수 없는 신규 리딩 AI사업자는?

IREN Signs \$2.8bn in New Customer Contracts with Leading AI Developers, Raises 2026 ARR Target to over \$4bn

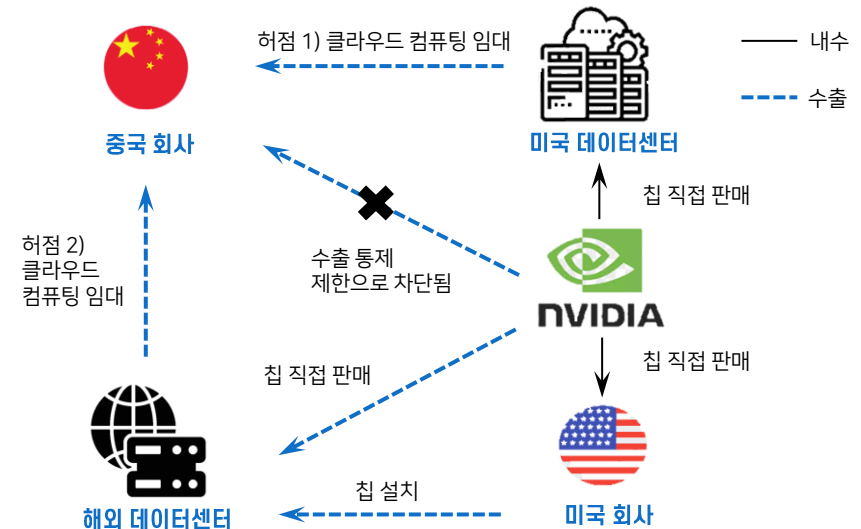
NEW YORK, July 20, 2026 (GLOBE NEWSWIRE) -- IREN Limited (NASDAQ: IREN) ("IREN") today announced that it has raised its year-end AI Cloud annualized run-rate revenue ("ARR") target from \$3.7bn to more than \$4bn², of which approximately 85% is now under contract following new multi-year cloud services contracts with leading AI developers representing \$2.8bn in total contract value.

IREN's customer base now includes Microsoft, NVIDIA, Perplexity, Figure AI, Together AI, Fluidstack, Fireworks AI, Fal AI, Hume AI, and a new leading AI developer¹ across both bare metal and managed cloud services.

IREN remains selective in allocating capacity ahead of commissioning, prioritizing diversification and growth across its customer base and platform layers. Demand from hyperscalers, enterprises, AI developers and frontier labs continues to exceed IREN's available and planned capacity, and IREN is engaged with customers across its entire 2026 and 2027 expansion program.

자료: Iren

중국 기업의 GPU 이용 우회 통로



자료: 카네기 국제평화재단, 메리츠증권 리서치센터

중국 LLM은 어떻게 모델을 학습시킬까 (2)

- 최근 중국 AI 엔지니어들이 가장 많이 쓰는 방식은 ‘스니커넷’
- 알리바바, 바이트댄스 등 중국 AI 기업 엔지니어들이 수 테라바이트(TB) 분량의 AI 학습용 raw data를 하드드라이브에 가득 채워 중동(UAE, 사우디 등)으로 직접 출장. 훈련 완료된 AI ‘최종 모델(Weight 값)’만 다시 하드디스크에 저장해 중국 본사로 비행기 통해 들어오는 방식
- 알리바바는 사우디아라비아 국영 통신사 STC 등과 손잡고 현지 정부와의 JV를 설립하는 등 중동 국가들과 협력 관계를 오랜 기간 구축해옴

하드디스크 들고 직접 입국하는 ‘스니커넷(Sneakernet)’



주: 해당 그림은 시로 제작 / 자료: 메리츠증권 리서치센터

인터넷을 통해 데이터를 보내는 것이 아니라 사람이 ‘직접’ 이동하는 방식

1. 중국에서 데이터를 준비한다

2. 데이터를 SSD에 저장한다

3. 사람이 해외(싱가포르, 말레이시아, 중동 등)로 가져간다

4. 해외 GPU 클러스터에서 학습 또는 증류를 수행한다

5. 결과(모델 가중치)를 다시 저장장치에 담아 중국으로 가져온다

자료: 메리츠증권 리서치센터

네오 클라우드 사업, 고려할 부분 (1) 잔존가치

China's Attack 4
China AI Attack

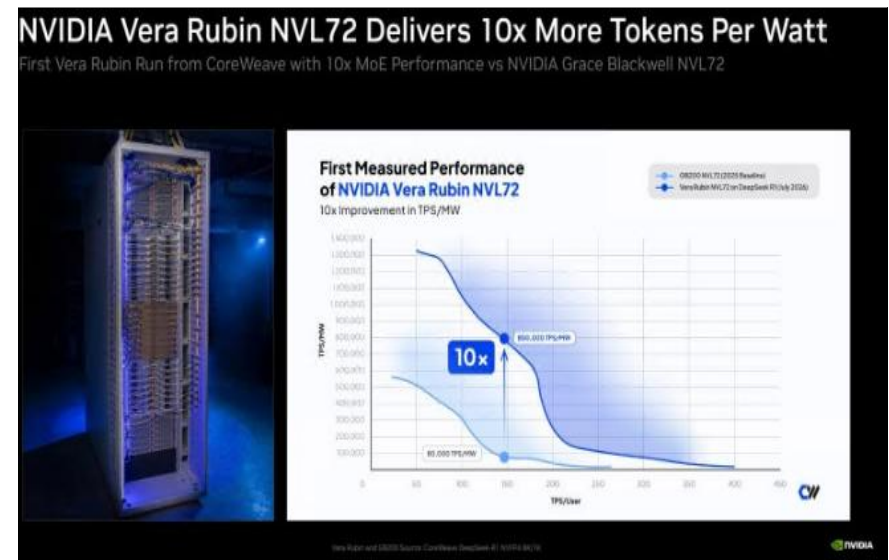
- 네오 클라우드 신사업을 시작하는 입장에서 한국 사업자들이 고려할 부분은 현재 두 가지 정도
- 첫째, '토큰 사용량 증가하지만 투자비를 어떻게 회수하느냐'. GPU 초과 수요가 정상화되었을 때 여전히 고민해야 할 문제
- 우선, 높은 열 발생량으로 인해 GPU 사용 기간이 짧아지고 있음
- 또한 빠르게 증가하는 성능도 서비스 사업자 입장에서는 고민거리. 엔비디아에 따르면, 베라 루빈 NVL72는 그레이스 블랙웰(GB200 NVL 72) 대비 토큰 생성량이 10배라고 함
- 1년에 10배면 2년이면 100배 성능 차이가 난다는 뜻. 그러나 여전히 해당 자산의 감가상각은 4~5년

H100 토큰 생산량을 1이라고 할 때 베라 루빈과 최대 50배 차이

세대	구성	H100=1 기준 일일 토큰 생산량
H100	DGX H100 (8GPU)	1
H200	DGX H200 (8GPU)	1.5
B200	GB200 NVL72	5
GB300	GB300 NVL72	7
Rubin	Vera Rubin Rack	최대 50

자료: 엔비디아, 메리츠증권 리서치센터

매년 빠른 성능 개선 보이는 GPU, 구매 후 잔존 가치에 대한 우려 ↑



자료: 엔비디아

네오 클라우드 사업, 고려할 부분 (2) 잠겼던 컴퓨팅 자산이 풀린다

China's Attack 4
China AI Attack

- 두번째 고려할 부분은 기존 GPU를 구매하기만 하던 사업자들이 수익화에 뛰어든 것. xAI에 이어 이달 메타도 서비스 제공을 시사
- Casestudy1 xAI
- 2026년 5월, 스페이스X 상장 직전 앤스로픽이 xAI 연산 자원을 임대하기로 한 계약이 공개됨
- 스페이스X의 AI 자회사인 xAI가 보유한 테네시주 멤피스 소재 '콜로서스1' 데이터센터 내 엔비디아 GPU 22만개 이상을 포함한 연산 용량 300MW이 계약의 대상
- 비즈니스 인사이더가 입수한 xAI 사장 마이클 니콜스가 서명한 내부 메모에 따르면, 계약 직전 데이터센터 모델 활용률은 겨우 11%에 불과했음
- 자체 모델의 수요가 예상과 달리 부진하며 컴퓨팅 자산을 수익화하기로 전환한 것으로 보임

xAI 컴퓨팅 임대 계약 (앤스로픽 / 구글)

구분	계약① 앤스로픽	계약② 구글
보도 시기	2026.05.06	2026.06.05 (SEC 신고서)
임차인	Anthropic	Google (Alphabet)
임대인	xAI	xAI
계약기간	약 3년 / 2026년 5월~2029년 5월	약 2.8년 / 2026년 10월~2029년 6월 (9월까지 램프업 기간은 할인 요율)
계약 금액	월 12.5억달러, 3년 총 약 450억달러 (연 150억달러)	월 9.2억달러, 총 약 300억달러
임대자산	멤피스(테네시) Colossus 1 전체, Colossus 2로의 확장 옵션 포함 엔비디아 GPU 22만장 이상 (H100/H200/GB200)	GPU 약 11만장 + CPU · 메모리 등 관련 부품 (구체적 센터는 미공개)
계약 용량	300MW(Colossus 1 가용 물량 전량)	11만 GPU (앤스로픽 물량의 절반 수준)
기타 조건	월 단위 지급, 초기 락인 후 90일 사전통지 해지	9월 말까지 GPU 미인도 시, 1개월 유예 후 즉시 해지 또는 물량 비례 감액 가능 2027년부터 양사 모두 90일 전 서면 통 지로 언제든지 계약 해지 가능

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

xAI 임차 결정된 콜로서스



자료: xAI

네오 클라우드 사업, 고려할 부분 (2) 잠겼던 컴퓨팅 자산이 풀린다

China's Attack 4
China AI Attack

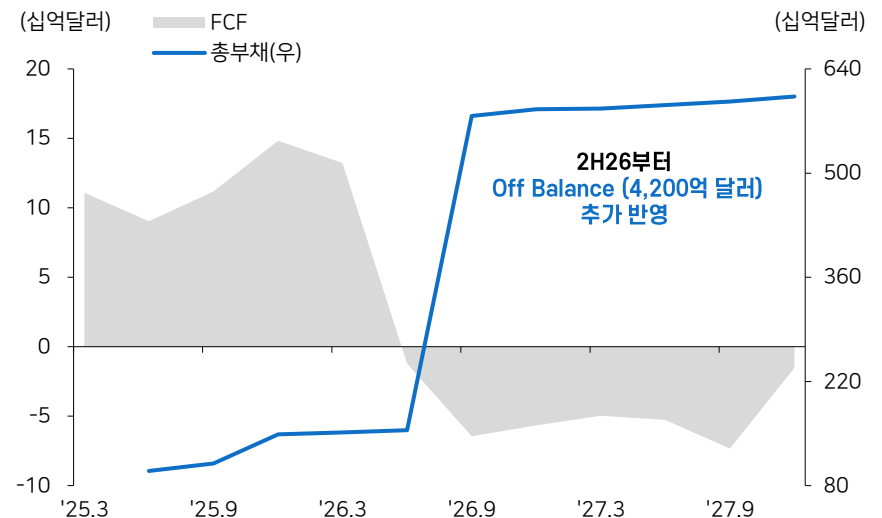
- Casestudy2 META
- 대식가처럼 시장의 GPU를 먹어 치웠던 메타도 최근 자사 컴퓨팅 자산의 수익화를 결정함
- 지난 5월 마크 저커버그 메타 CEO는 주주총회에서 “클라우드 컴퓨팅 분야 진출을 고려하고 있다”고 밝혔으며 외부 기업들이 메타의 연산 자원을 구매하기 위해 거의 매주 연락해오고 있다고 밝힘
- 2026년 7월 18일, 로이터는 한달 전 앤스로픽이 메타에 데이터센터 연산 자원을 2년간 최대 100억달러(약 15조원) 임대하겠다고 제안했으며 메타가 이를 검토 중이라고 밝힘

메타-앤스로픽 컴퓨팅 임대 계약 (협상 초기 단계)

구분	내용
보도 시기	2026.07.17
임차인	Anthropic
임대인	Meta Platforms
계약기간	2년
계약 금액	최대 100억달러(약 15조원), 월 단위 분할 지급
임대자산	메타 자체 AI 데이터센터의 컴퓨팅 파워(연산 자원)
계약 규모	용량(MW/GPU 수) 미공개
기타 조건	양측 모두 조기 해지 가능 조항 포함

자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

메타에 숨통 트이게 해준 앤스로픽 계약



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 인프라 시장, '독점적 희소 자산'에서 '유동화 가능한 원자재'로?

China's Attack 4
China AI Attack

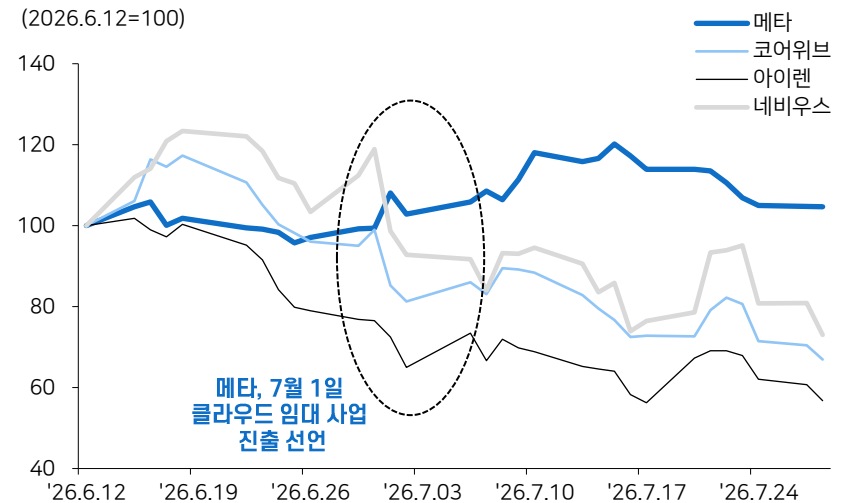
- 네이버 또한 유사한 방향을 예상함. 동사는 2025년 6천억 이상을 GPU 구매에 투자했고, 2026년 그 금액이 1조를 상회할 것이라 밝힌 바 있음
- 최근 네이버는 2026년이 내부 수요에 의한 GPU 투자는 피크일 것이라고 밝힘
- xAI, 메타 사례와 같이 네이버도 비활용 중인 자사 컴퓨팅 자산을 네오 클라우드 사업 진출을 통해 수익화 할 수 있을 것
- 이들의 결정은 AI 인프라 자산이 '투자' 자산에서 '수익화 자산으로 전환되고 있음을 시사함
- 빅테크의 컴퓨팅 자산 임대 사업 진출은 AI 인프라 시장이 '독점적 희소 자산'에서 '유동화되는 원자재 시장'으로 넘어가는 전환점일 수 있음

잠겨있던 컴퓨팅 자산이 시장에 풀린다



주: 해당 그림은 시로 제작
자료: 메리츠증권 리서치센터

메타 발표 이후 네오 클라우드 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

네오 클라우드는 정말 황금알을 낳는 거위인가?

China's Attack 4
China AI Attack

- 토큰 사용량의 급격한 증가는 연내 GPU 렌탈 가격을 크게 상승시킨 원동력
- GPUaaS 사업 가치에 시장이 더욱 주목하며 사업 진출하겠다 밝힌 신규 플레이어가 급격하게 증가
- 이제 막 사업을 시작하는 기업들에겐 경쟁 강도 높아져 부담 요인
- 그러나 블랙월 이후부터는 수랭식, 고용량 전력 필요 등 필수. 확실한 매출처가 없다면 대규모 적자가 날 수 있는 자본집약적 사업

B200 스팟 가격은 토큰 사용량 증가와 함께 고공 행진

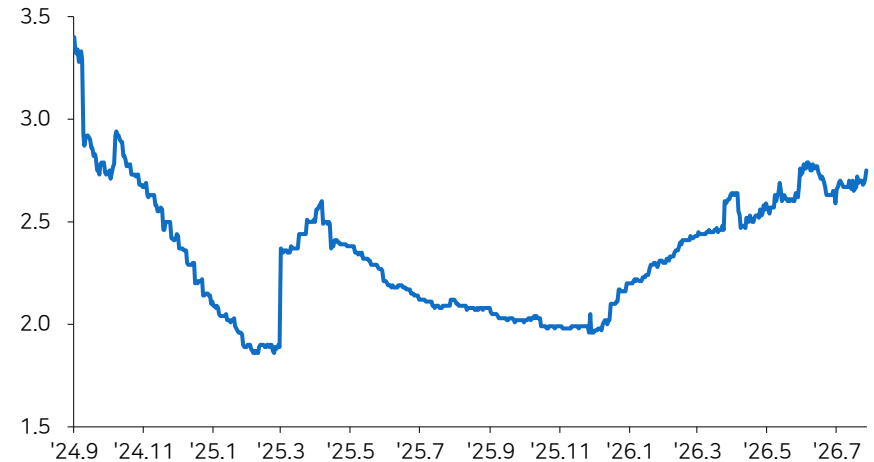
(달러/백만토큰)



주: 하이퍼 스케일러 제외
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

H100 스팟 가격도 올해 우상향 추세 유지

(달러/백만토큰)



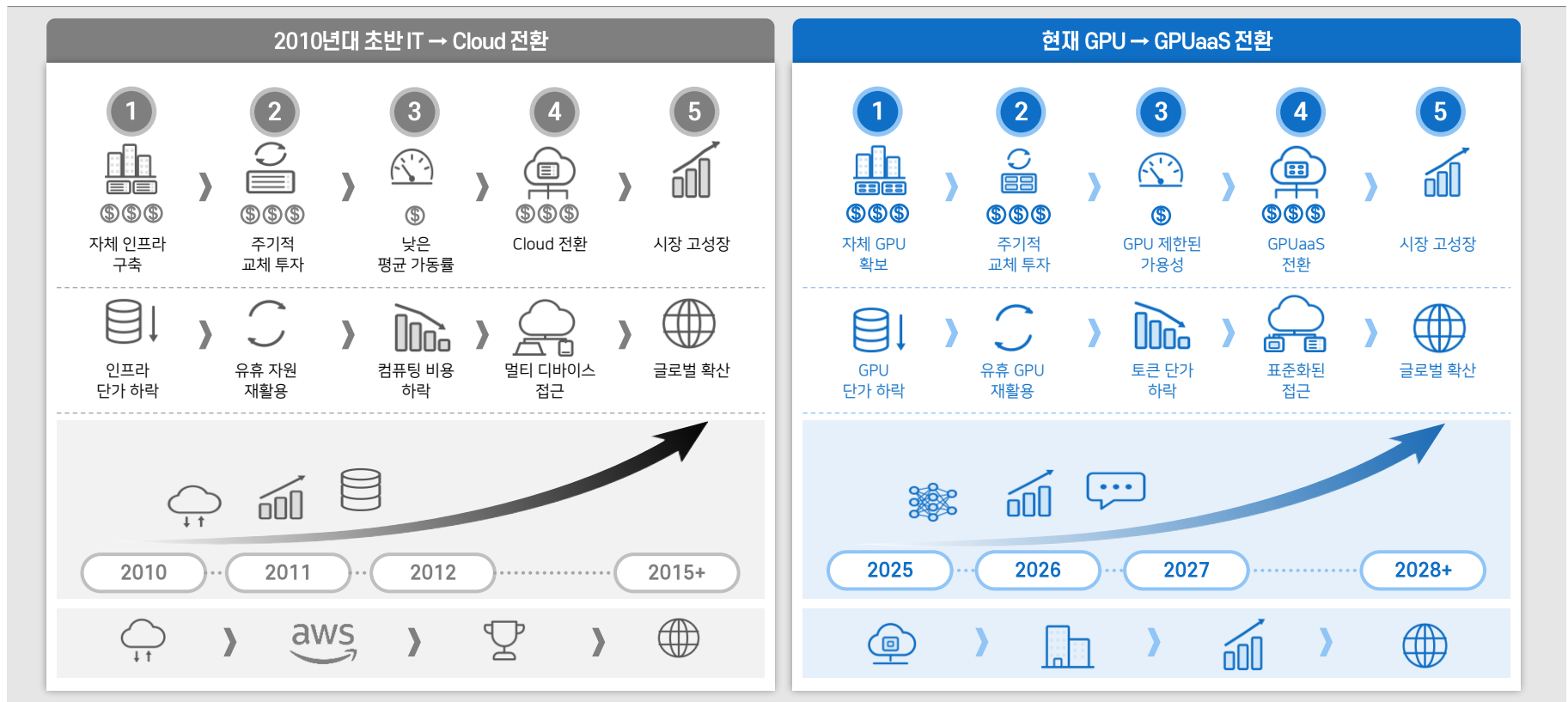
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

GPUaaS는 2010년대 클라우드 시장처럼 건강하게 성장할 수 있다

China's Attack 4
China AI Attack

- 사업 성공의 조건이 까다로워지면 신규 진입 저해해 자본 배분 효율이 높아질 것으로 예상함
- 특히 기업들이 GPU를 소유보다 이용하는 형태로 선택한다면 이는 2010년대 초반 클라우드 산업의 성장과 유사한 경로를 걸을 수 있다는 해석 가능

GPUaaS 시장, 기존 클라우드 시장과 유사한 성장 흐름?



기업분석

종목명	투자판단	적정주가
네이버 (035420)	Buy	330,000원
NHN (181710)	Buy	54,000원



Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	330,000원
현재주가 (7. 29)	201,500원
상승여력	63.8%

네오 클라우드, 황금알을 낳는 거위는 아니다

- xAI, 메타가 전략자산으로 취급하던 GPU를 임대하기 시작하며 시장에 컴퓨팅 자산이 대규모 공급되는 것 아니냐는 우려가 부채 부담 큰 네오 클라우드 사업 우려로 전이. 잠겨 있던 빅테크의 컴퓨팅 자산이 시장에 풀리는 것은 부정할 수 없는 사실
- 오픈 클로를 필두로 한 에이전트 확산에 따라 일평균 토큰 사용량이 폭증하며 GPU 렌탈 가격이 크게 상승했고 GPUaaS에 진출하겠다는 잠재 신규 플레이어가 올해 들어 크게 증가
- 이제 막 사업을 시작하는 한국 기업들에겐 경쟁 강도 높아져 부담 요인
- 그러나 GPUaaS는 블랙웰 이후 수랭식, 고용량 전력이 필수적으로 확실한 매출처가 없다면 대규모 적자가 가능한 자본집약적 산업
- 사업 성공 조건이 까다로워지면 무분별한 신규 진입을 저해해 자본 배분 효율을 증가시킬 것으로 예상
- 특히 기업들의 향후 토큰 사용량 증가에도 소유보다 빌려 사용하는 형태를 주요하게 선택한다면 이는 2010년대 클라우드 산업의 성장과 유사한 경로를 걸을 수 있다고 해석
- 네이버는 200MW의 잠재 수요와 함께 자체 사업 유지를 위한 사용이 GPUaaS 핵심인 '얼마나 GPU를 쉬지 않고 수익을 이끌어낼 수 있느냐', 즉 efficiency 측면에서 강점 보일 수 있음

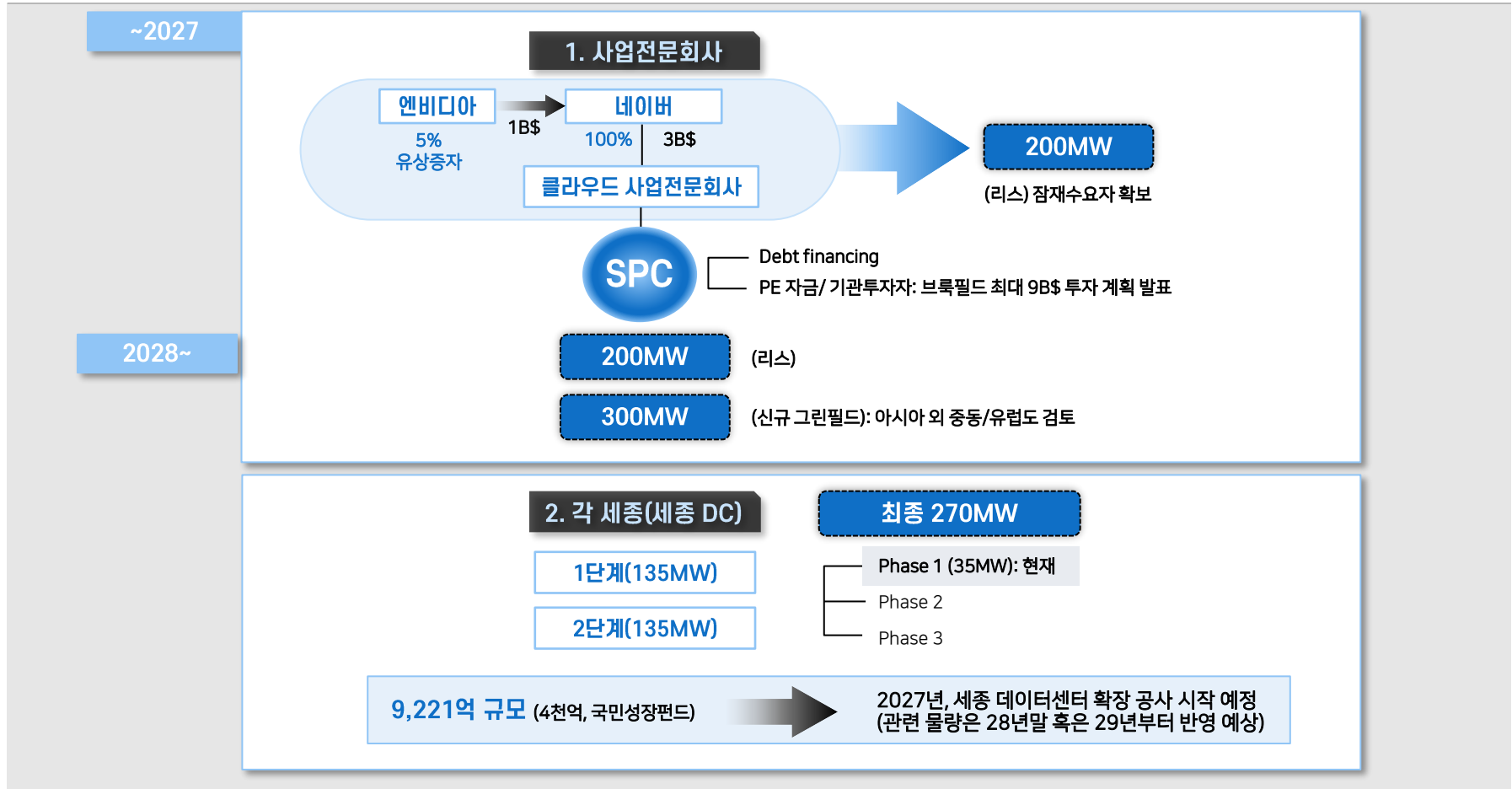
지금부터 주주의 역할이 중요

- 최근 AI 관련 주식으로 분류되며 주가 변동폭이 크게 확대된 상황
- 네이버는 아직 부채를 지지 않았음에도 대규모 부채를 보유한 사업자처럼 투자심리가 흔들거리고 있음
- 이는 신사업에 대한 시장의 우려에도 불구하고 네이버가 사업을 밀어부칠 가능성을 염려했기 때문으로 해석
- 과거 네이버는 포시마크 인수에 대한 시장 실망에도 지속적으로 소다, 왈라팝 등 C2C 사업 인수를 진행한 바 있음
- 네이버에 따르면, 2028년 200MW를 전체 임차할 잠재 수요가 존재한다고 밝힌 바 있음
- 브룩필드의 SPV 참여는 앵커 테넌트를 우회적으로 확인시켜 주었다고 판단함
- 네이버는 신사업에 대한 시장의 우려에 대해 인지하고 있으며 테넌트 확보가 예상되는 2028년 200MW 이후에 대해서는 사업 경험을 쌓으며 시장의 수요에 맞게 조율할 수 있음을 시장에 확인시켜줘야 할 것
- 더불어 네이버의 사업 진척에 대해 투자자가 사업성을 함께 확인하며 진행한다면 3년 뒤 동사의 기업가치는 크게 상승할 것으로 예상

2032년까지 1GW 확보 계획, 어떻게 진행될까?

China's Attack 4
China AI Attack

각 세종 활용을 제외하면 임차를 통해 상면 확보 가능성 높아



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

네이버의 PE/debt financing은 메타 off balance 구조와 유사할 것

China's Attack 4
China AI Attack

최근 메타와 네비우스, 코어워브 계약 내용

기업	시기	계약 기간	계약 규모	주요 내용
네비우스 (누적 300억달러)	2025.11	5년	30억달러	초기 파트너십. 네비우스가 확보 가능한 잔여 캐파 한도 내에서 체결
	2026.03	5년	최대 270억달러	메타 전용 캐파 120억 (Vera Rubin 플랫폼 기반/2027년초 공급 개시) + 옵션 캐파 150억달러 구조 (네비우스가 우선 자사 AI 클라우드 고객에게 판매 → 잔여 용량만 메타가 구매하는 구조)
코어워브 (누적 352억달러)	2025.09	약 6.3년 (~2031년까지)	142억달러	메타의 AI 슈퍼클러스터용 캐파 확보 목적. 인도 지연 시 메타의 계약 해지권 등 조건 포함 향후 확장 옵션(2032년까지) 포함해 체결
	2026.04	6년 (~2032년까지)	210억달러	추론 워크로드 지원에 초점. Vera Rubin 플랫폼 초기 상용 배치 포함 (2026년 3분기부터 순차 설치) 계약 발표와 동시에 코어워브는 30억달러 규모 신규 회사채 발행 발표

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

메타 × Blue Owl SPV 기반 Off-Balance 구조



주: 상기 데이터는 1차 개발분 기준이며 최근 5GW로 확장을 결정, 총 투자 규모는 500억 달러 이상이 될 것으로 발표한 바 있음

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

네이버클라우드 일부 임차 확보: 약 100MW로 2027년말 전망과 일치

China's Attack 4
China AI Attack

- 2025년과 2026년 LG CNS 데이터센터를 임차 완료함
- B200, B300, Vera Rubin은 열 발생량이 커 기존 공랭식으로는 열처리 불가. 수랭식 필수
- 죽전 일부에 대해 수랭식 개조를 확인했고(네이버 임차 부분으로 추정), 올해 계약 완료된 삼성은 수랭식 시설 완비
- 동사가 밝힌 임차 부지가 확인됨(LG CNS 코로케이션), 수전 용량 기준 약 100MW 확보 추정
- 2028년 200MW까지 전체 임차하겠다는 잠재 수요 존재. 규모 고려 시 글로벌 사업자로 추정

네이버, LG CNS 죽전 데이터센터 33년까지 계약 완료

구분	내용
소유자	퍼시픽자산운용
금액	비공개(1,500억원 이상)
계약기간	2025년 6월~ 2033년 5월
특징	A동 40MW, B동 60MW 총 100MW. IT load 64MW 본체 준공 완료. 공랭식 기반 빌딩이나 일부 수랭식 개조 네이버는 A동 일부 를 임차하는 것으로 알려짐

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

2026년 4월 LG CNS 삼성 데이터센터도 9년간 6천억 임대 계약

구분	내용
소유자	이지스자산운용
DBO	위탁 설계/구축/운용 LG CNS
금액	6,034억원
계약기간	2026년 7월~ 2035년 5월
특징	1차 구축 2026년 6월 시작, 2차 구축 완공시점 2027년 5월 수랭식 구조가 특징 A동 50MW, B동 30MW. 전체 건물 대부분을 네이버가 임차

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

네이버 GPUaaS 수익 추정

China's Attack 4
China AI Attack

- 주요 가정 1) 10MW당 임차료 100억원(삼승, 60MW 연간 600억원 참조), 2028년 이후 연간 2% 상승 가정
 - 2) GPUaaS 사업, MW당 200억원 매출 가정, 평균 PUE 1.2 가정
 - 3) 확보 용량의 전체를 임차 혹은 각세종 활용
 - 4) 금융 비용 6% 가정(앵커 테넌트 신용 등급 활용한 GPU담보 채권 및 네이버 자체 신용등급 활용 가정)
- 2032년 매출 14조원, 세전이익 2조원 추정. 사업 마진율은 15% 예상. SPC 규모 따라 금융비용이 Opex로 대체되나 세전이익은 불변

네이버 GPUaaS 2027E-2032E 실적 추이 전망

(십억원)	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
건설 용량(MW)	100	200	300	535	735	1,005
IT load(MW)	80	160	240	428	588	804
매출	800	2,400	4,000	6,680	10,160	13,920
단가(십억원/MW)	20	20	20	20	20	20
영업비용	610	1,734	2,987	4,940	7,709	10,498
전기료	80	240	400	668	1,016	1,392
임차료	100	204	312	568	796	1,110
감가상각	300	900	1,650	2,756	4,572	6,264
인건비	50	150	225	281	309	340
기타	80	240	400	668	1,016	1,392
영업이익	190	666	1,013	1,740	2,451	3,422
% OPM	24%	28%	25%	26%	24%	25%
금융비용	180	360	783	900	1,386	1,386
세전이익	10	306	230	840	1,065	2,036
% 마진율	1%	13%	6%	13%	10%	15%

자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터 추정

네이버 데이터센터 연간 평균 PUE

구분	평균 PUE
2020	1.09
2021	1.1
2022	1.1
2023	1.1~1.3
2024	1.2 이하
2025	1.1 유지

자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터

네이버 (035420)

KOSPI	5,663.24pt
시가총액	316,243억원
발행주식수	15,928만주
유동주식비율	87.15%
외국인비중	34.73%
52주 최고/최저가	287,000원/183,200원
평균거래대금	4,950.4억원

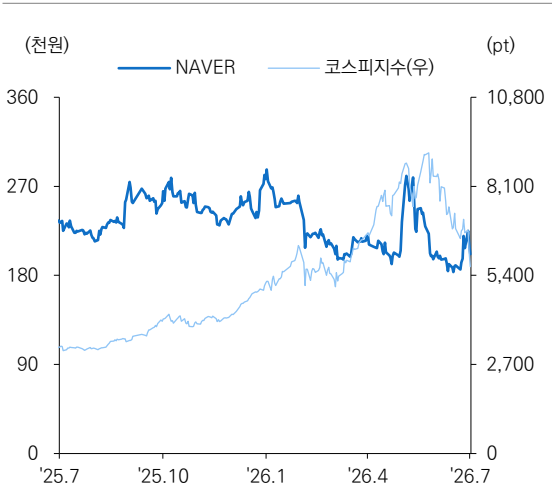
주요주주(%)

국민연금공단	8.21
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.11

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	-29.8	-13.5
상대주가	46.4	-35.3	-50.7

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	6,180	33.4	142,887	36.2	1.57	18.0	4.4	47.4
2024	10,737.7	1,979.3	1,923.2	11,913	92.8	160,694	16.7	1.24	11.3	7.9	41.4
2025	12,035.0	2,208.1	1,953.2	12,376	3.9	175,846	19.6	1.38	11.8	7.4	41.9
2026E	14,091.2	2,604.5	1,981.0	12,628	2.0	185,942	16.0	1.08	8.4	7.0	34.9
2027E	17,164.5	4,037.1	2,637.2	16,811	33.1	199,876	12.0	1.01	5.8	8.7	36.2

주: 상기 실적에는 네오 클라우드 신사업 성과가 연결 반영되지 아니함

네이버 (035420)

China's Attack 4
China AI Attack

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,670.6	10,737.7	12,035.0	14,091.2	17,164.5
매출액증가율(%)	17.6	11.0	12.1	17.1	21.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	12,035.0	14,091.2	17,164.5
판매비와관리비	8,181.8	8,758.5	9,826.9	11,486.7	13,127.5
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,208.1	2,604.5	4,037.1
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.3	18.5	23.5
금융손익	-79.5	54.3	245.1	267.6	268.8
종속/관계기업관련손익	266.5	144.5	495.2	471.8	601.7
기타영업외손익	-194.5	144.1	-528.3	-561.3	-535.6
세전계속사업이익	1,481.4	2,322.2	2,420.1	2,782.5	4,372.0
법인세비용	496.4	390.2	601.4	658.3	1,034.9
당기순이익	985.0	1,932.0	1,818.8	2,124.3	3,337.1
지배주주지분 순이익	1,012.3	1,923.2	1,953.2	1,981.0	2,637.2
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	7,028.1	9,374.9	10,928.5	6,905.9	7,148.2
현금및현금성자산	3,576.5	4,195.5	5,984.0	1,995.7	1,303.3
매출채권	491.4	478.0	491.7	575.7	701.3
재고자산	14.8	21.7	20.2	23.7	28.9
비유동자산	28,709.8	28,793.0	30,156.0	34,481.2	38,557.6
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,607.6	4,406.0	4,350.6
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,421.0	4,103.4	3,933.5
투자자산	21,231.1	20,910.2	21,394.1	24,238.5	28,540.1
자산총계	35,737.8	38,167.9	41,084.5	41,387.1	45,705.8
유동부채	6,305.6	6,092.2	8,018.9	6,931.2	7,953.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	333.0	135.4	132.2	132.2	132.2
유동성장기부채	442.9	200.0	1,597.2	300.0	0.0
비유동부채	5,194.3	5,074.8	4,112.6	3,772.1	4,182.4
사채	1,655.7	2,007.3	382.3	82.3	82.3
장기차입금	993.6	863.1	874.1	874.1	874.1
부채총계	11,499.8	11,167.0	12,131.5	10,703.3	12,136.2
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,586.3	1,586.3	1,586.3
기타포괄이익누계액	-1,990.2	-1,305.7	-1,194.5	-1,194.5	-1,194.5
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,625.7	29,213.2	31,399.1
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,371.1	1,514.4	2,214.2
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,953.0	30,683.8	33,569.6

주: 상기 실적에는 네오 클라우드 신사업 성과가 연결 반영되지 않음

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동현금흐름	2,002.2	2,589.9	3,095.8	3,186.0	5,976.3
당기순이익(손실)	985.0	1,932.0	1,818.8	2,124.3	3,337.1
유형자산감가상각비	528.0	608.6	680.0	1,001.7	1,315.4
무형자산상각비	54.3	64.9	65.3	117.6	169.9
운전자본의 증감	360.8	152.3	461.7	-57.5	1,154.0
투자활동 현금흐름	-949.8	-1,340.0	-743.7	-5,203.4	-6,034.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-640.6	-554.0	-1,234.7	-1,800.0	-1,260.0
투자자산의 감소(증가)	1,379.5	465.5	11.3	-2,844.4	-4,301.6
재무활동 현금흐름	-110.0	-770.3	-524.5	-1,971.0	-633.9
차입금증감	-70.1	-504.7	230.3	-1,577.4	-240.5
자본의증가	-313.8	180.1	163.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	852.3	619.1	1,788.5	-3,988.3	-692.4
기초현금	2,724.2	3,576.5	4,195.5	5,984.0	1,995.7
기말현금	3,576.5	4,195.5	5,984.0	1,995.7	1,303.3
Key Financial Data					
	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	59,039	66,511	76,258	89,828	109,416
EPS(지배주주)	6,180	11,913	12,376	12,628	16,811
CFPS	14,111	18,180	20,154	24,124	36,829
EBITDAPS	12,644	16,432	18,714	23,738	35,203
BPS	142,887	160,694	175,846	185,942	199,876
DPS	1,205	1,130	2,630	2,630	3,017
배당수익률(%)	0.5	0.6	1.1	1.3	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	36.2	16.7	19.6	16.0	12.0
PCR	15.9	10.9	12.0	8.4	5.5
PSR	3.8	3.0	3.2	2.2	1.8
PBR	1.57	1.24	1.38	1.08	1.01
EBITDA(십억원)	2,071.2	2,652.8	2,953.4	3,723.8	5,522.4
EV/EBITDA	18.0	11.3	11.8	8.4	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	7.9	7.4	7.0	8.7
EBITDA이익률	21.4	24.7	24.5	26.4	32.2
부채비율	47.4	41.4	41.9	34.9	36.2
금융비용부담률	1.3	1.0	0.9	0.7	0.4
이자보상배율(x)	11.7	18.9	20.3	28.2	57.3
매출채권회전율(x)	18.9	22.2	24.8	26.4	26.9
재고자산회전율(x)	824.3	587.5	573.4	641.6	653.2

NHN (181710) 오해마세요. 네오 클라우드 계약, 가격 LTA입니다

Analyst **이효진**
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	54,000원
현재주가 (7. 29)	33,550원
상승여력	61.0%

국내 첫 네오 클라우드 도전, 2Q26 첫 분기부터 이익으로 증명한다

- NHN에서 사업부로 가동되던 판교 데이터센터와 국가 데이터 전환 사업에 선정되며 2023년 10월 광주 DC에 입주, 기존 2개 리전에서 매출이 발생했음. 1Q26 NHN클라우드는 기존 판교와 광주 리전에서 20% YoY 매출 성장을 기록함
- 2025년 국가 AI 컴퓨팅 사업에 선정되어 1.3조원 중 1조원에 해당하는 GPU를 동사가 배정 받음. 입고된 B200 7,720장은 2026년 4월부터 양평(서울) 리전에서 매출 발생되기 시작. 신규 리전의 매출 기여는 분기 200억원 수준으로 추정
- 연간 가이던스 1차년도에 달성하며 국내 GPUaaS 수요 확인시켜줄 것
- 이용 단가 가장 높은 GPUaaS 제공하는 서울 리전 가동되며 2분기 클라우드 매출은 YoY 57% 성장, 2분기 흑자전환 성공 전망
- 클라우드와 일본 AWS MSP 사업을 영위하는 테코러스 성과로 구성된 동사의 기술 부문 2026년 매출과 영업이익은 5,828억원(+26% YoY)과 181억원으로 연간 흑자 전환 예상

우리의 LTA는 가격 LTA입니다. 중국은 오히려 데이터 안보 측면에서 새로운 기회를 제공할 수 있다

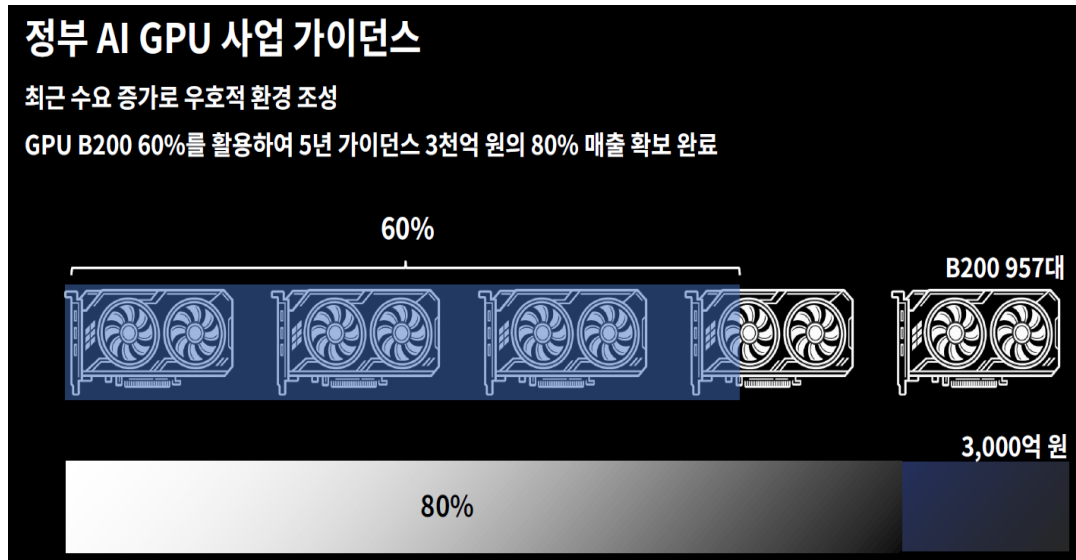
- 최근 동사 주식은 AI 관련주로 분류되며 주가 변동폭 확대되었음
- 시장의 우려와 달리 동사의 GPUaaS는 6개월에서 2-3년의 LTA로 구성되어 있으며 물량과 가격이 모두 결정된 계약
- 최근 당사의 중국 탐방에서도 국내 네오 클라우드 신규 사업 진출 업자에 대한 관심도를 확인함
- 현재 한국 네오 클라우드 산업의 가장 큰 문제는 '한국이 이 사업을 하는지 모른다'는 것
- 중국 LLM들의 오픈소스 제공은 B2C에는 인프라 자산 확보의 문제, 기업 입장에서는 데이터의 국외 유출에 대한 문제가 존재
- 동사는 이에 대한 해결책이 될 수 있음. 중국 모델이더라도 동사에 가중치를 저장한다면 데이터 안보 우려를 해소하며 제공할 수 있고 결국 LLM의 가격 하락은 어플리케이션 생태계가 성장하는 밑바탕으로 작용할 것이기 때문
- 오해를 기회로 삼을 때

양평(서울) 리전에 관하여

China's Attack 4
China AI Attack

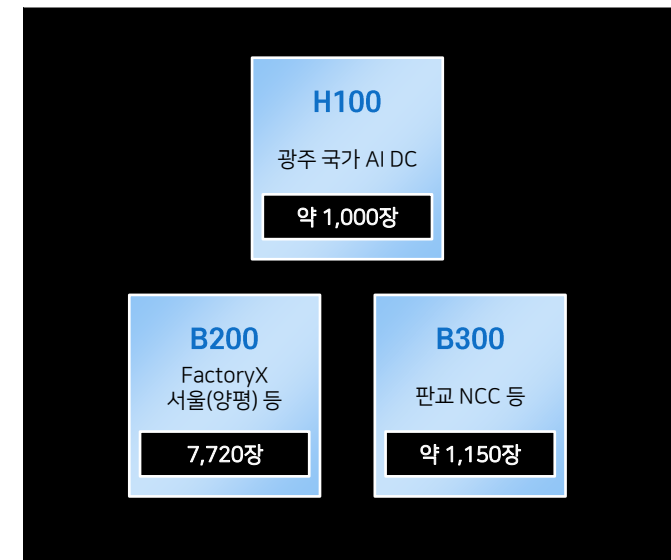
- 서울 양평 리전은 2025년 국가 AI 컴퓨팅 사업에 선정된 GPU 무상 공급분이 설치된 데이터센터. IT load 기준 20MW 규모
- 정부 보조금 1.3조원이 책정되었는데 이 중 동사에 1조원 배정. B200 7,720장을 배정받음
- 정부 자산 중 80%는 지정된 곳에 무상으로 공급하며 동사는 Opex를 감당함
- 요약하면, 20% 해당하는 GPU를 무상 공급받는 대신(감가상각비가 없음) 전체 GPU 가동 관련 전기료, 인건비 등 Opex를 감내하는 구조. 한국은 전력비가 높지 않아 이익이 충분히 발생함

서울 양평 리전 국가 AI 컴퓨팅 사업 구조



자료: NHN

NHN클라우드의 GPU 확보 현황



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN클라우드, 2Q26 흑자전환 추정

China's Attack 4
China AI Attack

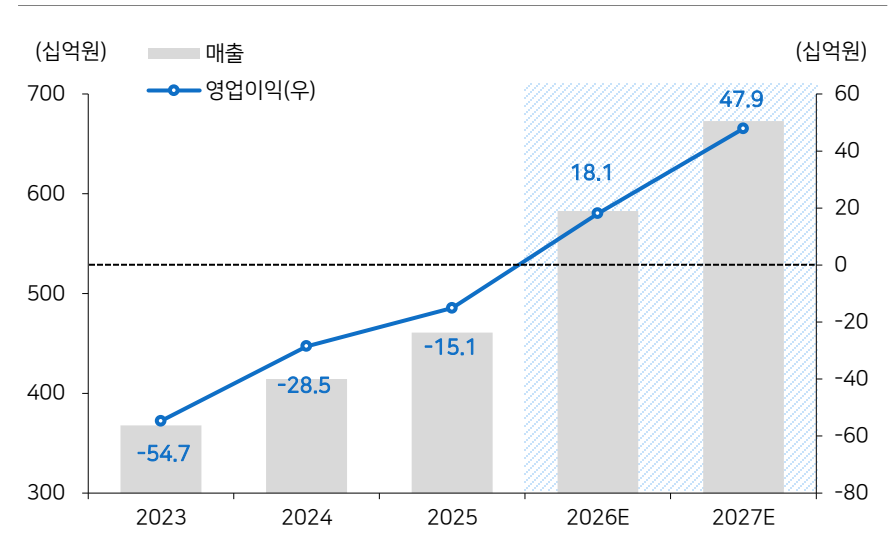
- 타사와 달리 NHN클라우드에는 그룹사 물량 없이 순수 외부 고객으로 채워야 해 규모의 경제 달성이 어려웠음
- 그러나 GPUaaS는 현재 시장에서 가장 초과 수요 성격을 보이는 시장. 2분기 첫 가동부터 가이던스 이상의 성과가 달성되고 있음
- 광주 데이터센터 매출은 2025년까지 정해진 요율을 따라야 했으나 1Q26 정상화되며 기존 판교와 광주만으로 20% YoY 매출 성장을 기록함
- 2분기 이용 단가 가장 높은 GPUaaS 제공하는 서울 리전이 가동되며 YoY 57% 성장률로 크게 증가, 흑자전환에 성공할 전망

NHN 기술 부문 연간 실적 세부 부문 추정치

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
기술	460.9	582.8	672.8	774.1
%YoY	11.3%	26.4%	15.4%	15.1%
클라우드 사업	264.2	355.1	427.8	506.9
%YoY	-36.6%	34.4%	20.5%	18.5%
테코러스	179.2	211.4	233.5	255.6
%YoY		17.9%	10.5%	9.5%
영업이익	-15.1	18.1	47.9	79.8
% OPM	-3.3%	3.1%	7.1%	10.3%

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터 추정

NHN 기술 부문 연간 매출과 이익 전망



주: 기술 부문은 클라우드와 테코러스의 합산
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN 실적 전망

China's Attack 4
China AI Attack

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출	2,269.6	2,456.1	2,516.2	2,885.1	3,187.0	3,420.0
게임	446.2	459.8	478.9	536.0	573.2	590.5
결제/광고	1,023.3	1,146.4	1,272.7	1,507.1	1,680.5	1,795.8
커머스	236.5	243.3	126.7	105.2	105.2	105.2
콘텐츠	192.1	200.7	196.1	196.6	204.9	214.9
기술	368.0	414.3	460.9	582.8	672.8	774.1
기타 및 내부거래	-38.7	-45.7	-19.0	-42.6	-49.6	-60.4
% YoY						
매출	7.3	8.2	2.4	14.7	10.5	7.3
게임	1.9	3.0	4.1	11.9	6.9	3.0
결제/광고	15.0	12.0	11.0	18.4	11.5	6.9
커머스	-27.6	2.9	-47.9	-17.0	0.0	0.0
콘텐츠	-2.7	4.5	-2.3	0.3	4.2	4.9
기술	19.1	12.6	11.3	26.4	15.4	15.1
기타 및 내부거래	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
영업비용	2,214.0	2,488.7	2,383.8	2,705.1	2,918.8	3,114.1
% to sales	97.6	101.3	94.7	93.8	91.6	91.1
% YoY	6.7	12.4	-4.2	13.5	7.9	6.7
지급수수료	1,490.6	1,647.1	1,680.7	1,949.9	2,146.7	2,313.5
인건비	458.9	438.7	435.9	448.0	455.2	464.0
광고선전비	78.3	67.1	86.8	94.6	91.1	91.9
감가상각비	93.9	104.5	103.4	133.8	142.6	161.4
통신비	15.7	14.7	14.8	15.9	17.9	19.9
기타	76.6	216.7	62.1	62.9	65.3	63.3
영업이익	55.6	-32.6	132.4	180.0	268.2	305.9
% YoY	42.4	적자전환	흑자전환	35.9	49.0	14.1
영업이익률(%)	2.4	-1.3	5.3	6.2	8.4	8.9
별도 영업이익	96.4	100.4	79.5	108.6	139.2	155.9
% YoY	66.3	4.1	-20.8	36.6	28.1	12.0
별도 외	-40.8	-133.0	52.9	71.3	129.0	150.0
% YoY	적자지속	적자지속	흑자전환	34.8	80.8	16.3
세전이익	13.0	-129.6	131.3	215.9	286.9	346.4
% YoY	752.0	전자전환	흑자전환	64.4	32.9	20.7
지배주주순이익	-8.5	-132.5	32.1	111.5	160.6	205.0
% YoY	적자지속	적자지속	흑자전환	247.5	44.0	27.6

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

KOSPI	5,663.24pt
시가총액	10,989억원
발행주식수	3,233만주
유통주식비율	33.05%
외국인비중	12.82%
52주 최고/최저가	59,600원/24,800원
평균거래대금	77.4억원

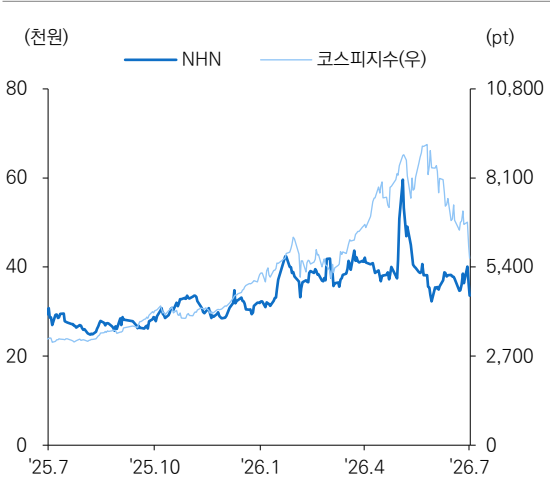
주요주주(%)

이준호 외 17 인	59.76
국민연금공단	9.62

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.2	3.9	8.9
상대주가	40.5	-4.2	-37.9

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,269.6	55.6	-8.5	-243	적자지속	46,697	-96.3	0.50	3.9	-0.5	73.4
2024	2,456.1	-32.6	-132.5	-3,904	적자지속	42,987	-4.5	0.41	6.5	-8.6	80.9
2025	2,516.2	132.4	32.1	954	흑자전환	44,671	30.4	0.65	-0.7	2.2	117.5
2026E	2,885.1	180.0	111.5	3,423	258.6	47,737	9.8	0.70	-1.1	7.4	119.6
2027E	3,187.0	268.2	160.6	5,035	47.1	52,890	6.7	0.63	-1.7	9.9	119.2

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,269.6	2,456.1	2,516.2	2,885.1	3,187.0
매출액증가율(%)	7.3	8.2	2.4	14.7	10.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,269.6	2,456.1	2,516.2	2,885.1	3,187.0
판매비와관리비	2,214.0	2,488.7	2,383.8	2,705.1	2,918.8
영업이익	55.6	-32.6	132.4	180.0	268.2
영업이익률(%)	2.4	-1.3	5.3	6.2	8.4
금융손익	3.4	23.0	24.4	36.4	25.6
종속/관계기업관련손익	4.7	-11.4	-4.7	-1.8	-0.9
기타영업외손익	-50.7	-108.6	-20.8	1.2	-6.0
세전계속사업이익	13.0	-129.6	131.3	215.9	286.9
법인세비용	36.1	63.0	79.4	69.1	87.2
당기순이익	-23.1	-192.6	51.9	146.8	199.7
지배주주지분 순이익	-8.5	-132.5	32.1	111.5	160.6
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,537.4	1,418.8	2,202.2	2,598.9	3,074.5
현금및현금성자산	771.7	621.8	1,563.7	1,901.5	2,306.2
매출채권	182.5	184.8	185.2	212.3	234.6
재고자산	67.0	49.4	25.9	29.7	32.8
비유동자산	1,912.3	1,774.3	1,649.3	1,542.5	1,460.8
유형자산	706.3	700.9	684.7	639.3	585.9
무형자산	426.8	344.8	324.6	276.2	227.0
투자자산	532.0	474.2	463.9	451.0	471.9
자산총계	3,449.7	3,193.0	3,851.4	4,141.4	4,535.3
유동부채	888.4	878.4	1,544.7	1,730.4	1,906.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	52.9	65.1	51.0	51.0	51.0
유동성장기부채	17.8	30.9	29.0	0.0	0.0
비유동부채	571.5	549.3	535.9	525.1	560.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	179.4	175.7	153.4	153.4	153.4
부채총계	1,459.9	1,427.7	2,080.6	2,255.5	2,466.2
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,228.7	1,228.7	928.7	928.7	928.7
기타포괄이익누계액	1.4	12.2	-2.3	-2.3	-2.3
이익잉여금	523.8	324.8	629.9	726.4	870.6
비지배주주지분	358.4	313.9	307.7	343.0	382.1
자본총계	1,989.8	1,765.4	1,770.8	1,885.9	2,069.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동현금흐름	165.3	47.0	374.0	410.0	490.3
당기순이익(손실)	-23.1	-192.6	51.9	146.8	199.7
유형자산감가상각비	75.4	86.0	85.9	115.4	123.4
무형자산상각비	18.5	18.5	17.5	18.4	19.2
운전자본의 증감	15.2	-167.5	163.4	129.4	147.9
투자활동 현금흐름	-294.5	-50.5	12.8	-14.1	-73.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-317.9	-48.0	-61.0	-70.0	-70.0
투자자산의 감소(증가)	89.0	57.8	10.3	12.9	-20.9
재무활동 현금흐름	269.1	-149.2	554.1	-58.1	-12.5
차입금증감	168.7	21.9	-62.2	-26.0	2.5
자본의증가	0.0	0.0	-300.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	141.1	-149.9	941.9	337.8	404.7
기초현금	630.6	771.7	621.8	1,563.7	1,901.5
기말현금	771.7	621.8	1,563.7	1,901.5	2,306.2
Key Financial Data					
	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	64,477	72,355	74,833	88,539	99,913
EPS(지배주주)	-243	-3,904	954	3,423	5,035
CFPS	5,930	8,115	7,808	10,486	13,012
EBITDAPS	4,247	2,117	7,014	9,629	12,879
BPS	46,697	42,987	44,671	47,737	52,890
DPS	500	500	500	500	550
배당수익률(%)	2.1	2.8	1.7	1.5	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	-96.3	-4.5	30.4	9.8	6.7
PCR	3.9	2.2	3.7	3.2	2.6
PSR	0.4	0.2	0.4	0.4	0.3
PBR	0.50	0.41	0.65	0.70	0.63
EBITDA(십억원)	149.5	71.9	235.9	313.8	410.8
EV/EBITDA	3.9	6.5	-0.7	-1.1	-1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.5	-8.6	2.2	7.4	9.9
EBITDA이익률	6.6	2.9	9.4	10.9	12.9
부채비율	73.4	80.9	117.5	119.6	119.2
금융비용부담률	1.0	1.2	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(x)	2.4	-1.1	5.1	8.0	12.5
매출채권회전율(x)	11.8	13.4	13.6	14.5	14.3
재고자산회전율(x)	40.0	42.2	66.9	104.0	102.2

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 발생 할 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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	Neutral (중립) Underweight (비중축소)

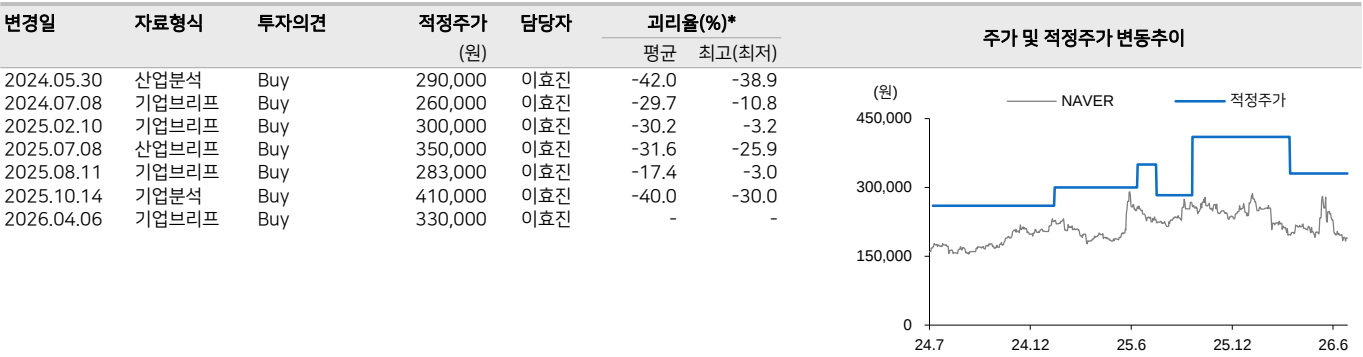
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

네이버 (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



NHN(181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

