

자동차

2026.08.20

Unitree 상장, 꺼지지 않은 로봇틱스에 대한 관심

자동차
마건우

02) 739-5939
kwma0330@
heungkuksec.co.kr

양산과 수익성이 만든 Unitree(688836.CH)의 흥행

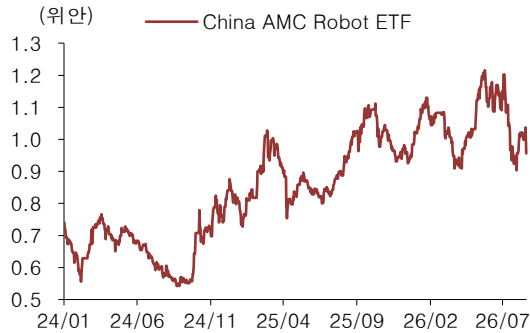
8월 19일 상하이 커창반에 상장한 Unitree는 공모가 150.8위안(시가총액 609.9억위안, 약 12.7조원) 대비 장중 1,100위안(4,449억위안, 약 92.3조원)까지 상승한 뒤 845위안(3,418억위안, 약 70.9조원)에 마감. 공모가 기준 FY25 PSR 35.9배, 조정 PER 103.2배의 높은 밸류에이션에도 상장 첫날 시가총액이 약 5.6배까지 확대. 중국 대표 로봇 ETF인 China AMC Robot ETF(562500.CH)가 7월 한 달간 16.7% 하락하는 등 섹터 전반의 투자심리가 위축된 상황에서도 높은 흥행을 기록했다는 점에서 Physical AI와 휴머노이드에 대한 시장의 관심은 여전히 유효함을 확인. 이러한 흥행의 배경에는 Unitree가 FY25 휴머노이드 5,500대 이상을 출하하며 양산 경쟁력을 입증한 동시에 60% 이상의 GPM을 기록하며 사업의 경제성까지 증명했다는 점이 자리한 것으로 판단. 높은 수익성은 모터, 감속기 등 핵심 관절 시스템 자체 설계·생산, 중국 공급망 활용 및 규모의 경제에 따른 원가 절감에 기인. 이에 이번 상장은 향후 휴머노이드 기업의 상장가치를 판단하는 새로운 밸류에이션 앵커로 활용될 가능성이 높다고 판단.

Unitree가 확인한 로봇틱스 가치, Boston Dynamics는 산업현장에서 차별화

다만 Unitree와 Boston Dynamics는 사업모델과 상용화 단계가 상이한 만큼 단순 비교에는 한계가 존재. 2025년 1~9월 누적 기준 Unitree 휴머노이드 매출 중 연구·교육용 비중은 73.6%인 반면 산업용은 9.0%에 불과했으며, 이마저도 50~70%가 기업 안내·전시 목적으로 활용된 것으로 파악. 이를 감안하면 실질적인 산업현장 적용 비중은 전체 휴머노이드 매출의 약 3~4% 수준으로 추정. Physical AI의 궁극적인 가치가 실제 산업현장의 물리 데이터를 기반으로 노동 대체와 생산성 향상을 구현하는 데 있다는 점에서 현대자동차그룹의 Captive 생산거점을 보유한 BD는 Unitree 대비 할증 요인을 보유하고 있다고 판단. 현대자동차그룹은 RMAC을 통해 Atlas의 학습과 공정 적용을 준비하고, 2028년 HMGMA 내 부품 서열공정을 시작으로 2030년에는 보다 복잡한 조립공정까지 적용 범위를 확대할 계획.

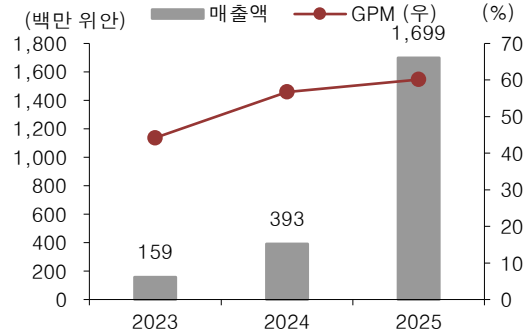
결국 휴머노이드의 장기 경쟁력은 AI 모델과 양질의 물리 데이터 확보 여부에서 갈릴 가능성이 높음. 하드웨어 양산 수익성을 증명한 Unitree 역시 당초 IPO 모집자금 42.02억위안 중 48.1%인 20.22억위안을 지능형 로봇 모델 R&D에 배정하며 투자의 중심을 AI 모델과 데이터로 확대하려는 모습. 이러한 관점에서 현대자동차그룹 글로벌 생산거점을 활용해 실제 작업 → 데이터 축적 → 모델 학습 → 재배치의 선순환 구조를 구축할 수 있다는 점은 BD의 핵심 차별화 요인. 한편 Unitree의 휴머노이드 판매대수는 2024년 412대에서 2025년 5,215대(+1,165.8% YoY)로 급증한 반면, ASP는 26만위안에서 16.6만위안(-36.1% YoY)으로 하락. 이에 대량 양산 과정에서 ASP 하락이 가속될 가능성을 반영해 Atlas를 비롯한 로봇의 판매량 및 ASP 추정을 조정. 다만 물리 데이터의 가치와 RaaS 확대 가능성을 반영해 SW 매출 비중을 확대하였고, 이에 따른 수익성 개선을 반영해 BD 기업가치는 약 70조원 수준을 유지. 오는 26일 현대차 CID에서 보다 구체적인 로봇틱스 전략이 제시될 경우, BD 가치가 재부각되는 동시에 Atlas 양산 및 생산현장 적용에 대한 가시성이 높아지며 현대자동차그룹의 추가적인 리레이팅으로 이어질 것으로 기대.

그림 1 China AMC Robot ETF 가격 추이



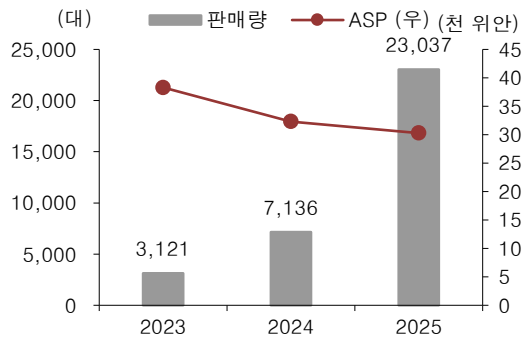
자료: Bloomberg, 한국증권 리서치센터

그림 2 Unitree 매출액 및 GPM



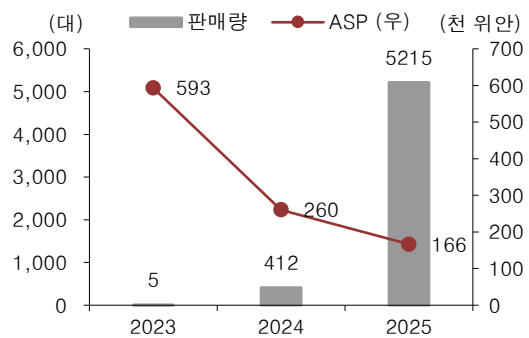
자료: Unitree, 한국증권 리서치센터

그림 3 Unitree 4족 보행 로봇 판매량 및 ASP



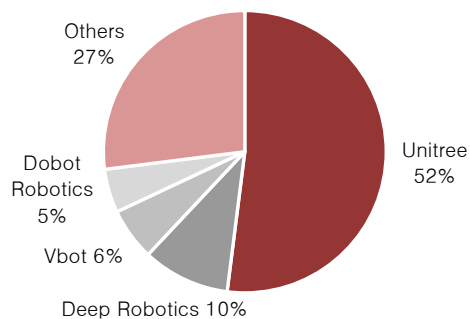
자료: Unitree, 한국증권 리서치센터

그림 4 Unitree 휴머노이드 로봇 판매량 및 ASP



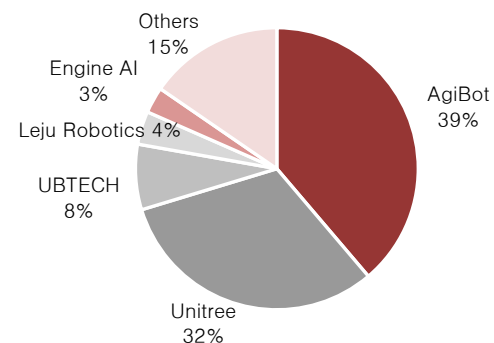
자료: Unitree, 한국증권 리서치센터

그림 5 2026년 상반기 4족 보행 로봇 시장 점유율



자료: SAC, 한국증권 리서치센터

그림 6 2025년 휴머노이드 로봇 시장 점유율



자료: Omdia, 한국증권 리서치센터

표 1 Boston Dynamics 기존 매출 추정

(USDmn)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Volume & Pricing										
Atlas Units	1,000	3,000	10,000	20,000	30,000	65,000	120,000	240,000	380,000	600,000
Atlas ASP	\$240,000	\$200,000	\$140,000	\$130,000	\$120,000	\$112,000	\$105,000	\$100,000	\$95,000	\$90,000
Spot Units	1,500	1,800	2,000	2,500	3,000	3,500	4,000	4,500	5,000	6,000
Spot ASP	\$75,000	\$74,000	\$72,000	\$70,000	\$69,000	\$68,000	\$67,000	\$66,000	\$65,000	\$64,000
Stretch Units	400	600	900	1,100	1,200	1,400	1,600	1,750	1,900	2,000
Stretch ASP	\$260,000	\$245,000	\$230,000	\$225,000	\$220,000	\$215,000	\$210,000	\$205,000	\$202,000	\$200,000
Hardware Revenue										
Atlas HW	240	600	1,400.00	2,600	3,600	7,280	12,600	24,000	36,100	54,000
Spot HW	112.5	133.2	144	175	207	238	268	297	325	384
Stretch HW	104	147	207	248	264	301	336	359	384	400
Total HW	457	880	1,751	3,022	4,071	7,819	13,204	24,656	36,809	54,784
Service & Total Revenue										
Service % of HW revenue	3.0%	5.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%	18.0%	20.0%	22.0%
Service revenue	14	44	140	302	489	1,095	2,113	4,438	7,362	12,053
Total Revenue	470	924	1,891	3,325	4,560	8,914	15,317	29,094	44,171	66,837

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 Boston Dynamics 매출 추정 변경: 양산 본격화에 따른 ASP 하락 반영

(USDmn)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Volume & Pricing										
Atlas Units	1,000	8,000	30,000	55,000	90,000	135,000	200,000	290,000	400,000	550,000
Atlas ASP	\$240,000	\$180,000	\$120,000	\$100,000	\$85,000	\$75,000	\$68,000	\$62,000	\$56,000	\$50,000
Spot Units	2,000	3,000	5,000	8,000	12,000	18,000	26,000	38,000	55,000	80,000
Spot ASP	\$75,000	\$65,000	\$55,000	\$48,000	\$43,000	\$39,000	\$35,000	\$32,000	\$29,000	\$27,000
Stretch Units	400	700	1,200	2,000	3,000	4,500	6,500	8,500	10,500	12,500
Stretch ASP	\$260,000	\$235,000	\$210,000	\$190,000	\$170,000	\$155,000	\$145,000	\$135,000	\$125,000	\$115,000
Hardware Revenue										
Atlas HW	240	1,440	3,600	5,500	7,650	10,125	13,600	17,980	22,400	27,500
Spot HW	150	195	275	384	516	702	910	1,216	1,595	2,160
Stretch HW	104	165	252	380	510	698	943	1,148	1,313	1,438
Total HW	494	1,800	4,127	6,264	8,676	11,525	15,453	20,344	25,308	31,098
Service & Total Revenue										
Atlas SW	0	7	53	197	554	1,276	2,662	4,842	8,342	13,852
Spot SW	0	1	3	8	19	42	85	163	301	514
Stretch SW	0	1	5	15	38	82	160	275	438	635
Total SW	1	10	61	221	611	1,400	2,908	5,280	9,081	15,001
Total Revenue	495	1,809	4,188	6,485	9,287	12,925	18,360	25,624	34,388	46,098

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 Boston Dynamics DCF Valuation: 기업가치 약 71조원으로 평가

(USDmn)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Sales	495	1,809	4,188	6,485	9,287	12,925	18,360	25,624	34,388	46,098
EBIT margin	3.0%	6.0%	9.0%	12.0%	15.0%	18.0%	21.5%	25.5%	28.0%	30.0%
EBIT	15	109	377	778	1,393	2,326	3,947	6,534	9,629	13,830
NOPAT	11	81	283	584	1,045	1,745	2,961	4,901	7,222	10,372
D&A	18	49	113	156	214	207	239	179	155	148
NWC	25	90	209	324	464	646	918	1,281	1,719	2,305
ΔNWC	25	66	119	115	140	182	272	363	438	586
Capex	-124	-452	-1,047	-1,297	-1,579	-1,809	-1,836	-1,281	-1,032	-1,152
FCF	-120	-388	-770	-673	-461	-40	1,091	3,436	5,906	8,782
WACC	12.8%	12.4%	11.9%	11.5%	10.9%	10.5%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
COE	13.7%	13.3%	12.9%	12.5%	12.1%	11.7%	11.3%	10.8%	10.3%	10.0%
Rf	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
Beta	1.70	1.65	1.60	1.55	1.50	1.45	1.40	1.35	1.30	1.30
Risk Premium	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.6%	4.4%	4.2%
COD	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%
D/V	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%
Discount factor	88.6%	78.9%	70.5%	63.2%	57.0%	51.6%	46.9%	42.6%	38.7%	35.2%
PV of FCFF	-106	-306	-543	-425	-263	-20	512	1,464	2,288	3,092
Terminal growth										3.0%
Terminal value										129,216
PV of TV										45,498
Enterprise value										51,189
Net debt										281
Equity value										50,908
F/X(W/\$)										1,400
EV (Wtn)										71.3

주: 기존 추정 대비 2035년 SW 비중이 18%에서 33%로 확대되고 GPM 개선 속도 또한 가팔라질 것으로 예상됨에 따라, OPM 가정을 20%에서 30%로 상향
 자료: 흥국증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앳체

본 보고서에 사용된 흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.