



Z.AI (2513.HK)

8월 ARR 16억 달러 기록

- 1H26 매출 예상치 하회했으나, 클라우드 성장 주목 필요. 8월 ARR 16억달러 기록
- Z.AI는 빠른 업데이트와 낮은 성능 대비 비용 통해 프론티어 모델 경쟁 지속 전망
- 현재 주가는 P/ARR 44배 수준. 10월 전후 신규 모델 출시 모멘텀 주목

클라우드 기반 API 성장 확대에 주목. 8월 ARR 16억달러

1H26 매출 9.5 억위안(YoY +400%), Non-IFRS 순이익 -20 억위안(YoY 적자지속)으로 예상치 대비 매출은 하회, 순이익은 상회했다. 온프레미스 관련 매출이 감소했으나, 클라우드 사업 매출은 전년 동기 대비 28배 증가했고, GPM도 1H26 25%로 흑자 전환했다.

8월 ARR은 16억달러를 기록했다. 토큰 사용량은 연초 대비 40배 이상, API 평균 가격도 101% 상승했다. 특히 가격 상승에도 토큰 수요가 가파르게 증가했다는 점에서 단순 저가전략이 아닌 모델 성능 개선이 실제 고객의 사용량과 지불의사 확대에 이어지고 있는 것으로 판단한다.

빠른 업데이트와 낮은 성능 대비 비용 통해 프론티어 모델 경쟁

Z.AI는 최근 11개월간 6차례 모델 업데이트와 두 차례 중국 프론티어 모델 등극으로 모델 개발 역량을 입증했다. 동시에 10만개 이상 중국산 칩 클러스터와 자체 추론 엔진 및 인프라 최적화를 통해 토큰당 추론 비용을 연초 대비 80% 절감하는 등 성능과 비용 경쟁력을 강화하고 있다. 향후에도 Post-training과 실제 Task 환경 확대, 차세대 Base Model Scaling을 병행하며 성능 상한을 지속적으로 높일 계획이다.

상반기 토큰 수요는 코딩이 주도했으며, Z.AI는 차기 적용분야로 사이버 보안을 주목하고 있다. 사이버보안은 코딩에서 축적한 코드 이해와 장기 작업수행 역량을 직접 활용할 수 있고, 업무결과의 검증이 용이한 동시에 고객이 얻는 경제적 가치도 높아 상용화에 적합한 영역으로 판단하고 있다. GLM 5.3은 취약점 탐지 벤치마크인 CyberGym에서 84.5점을 기록하며 초기 성과를 보이고 있다.

현재 주가는 P/ARR 44배 수준. 10월 전후 모멘텀 주목

현재 주가는 밸류에이션(P/ARR 44배) 부담은 크지 않다. Z.AI가 2~3개월 수준의 모델 고도화 주기를 이어온 만큼 차기 모델 출시가 예상되는 10월 전후 관심을 높일 필요가 있다. 한편 향후 추세적인 주가 상승을 위해서는 코딩에 이어 토큰 수요를 견인할 신규 적용 분야의 가시성 확보가 중요하다는 판단이다. Z.AI가 제시한 사이버보안과 최근 중국에서 관심이 높아지고 있는 영상 제작 등 분야에 주목이 필요하다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.8.31): HKD 1,195.00

목표주가 컨센서스: HKD 1,596.55

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
84%	16%

Stock Data

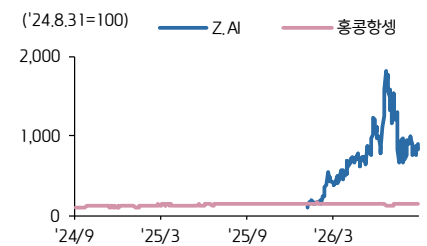
산업분류	소프트웨어
홍콩항생 (8/31)	25,566.99
현재주가/목표주가	1,195 / 1,596.55
52주 최고/최저 (HKD)	2980 / 116.1
시가총액 (백만 HKD)	556,420
유통주식 수 (백만)	208
일평균거래량 (3M)	5,457,209

Earnings & Valuation

(백만 USD)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	-	724	4,850	12,204
영업이익	-	-3,787	-5,339	-5,818
OPM(%)	-	-522.8	-110.1	-47.7
순이익	-	-3,182	-4,694	-4,216
EPS	-	-20.0	-10.2	-9.8
증가율(%)	-	적전	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	-	-	66.1	61.9
ROE(%)	-	-	7.2	52.3
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-	21.0	107.8	-
홍콩항생	-0.2	-1.2	-4.0	2.0



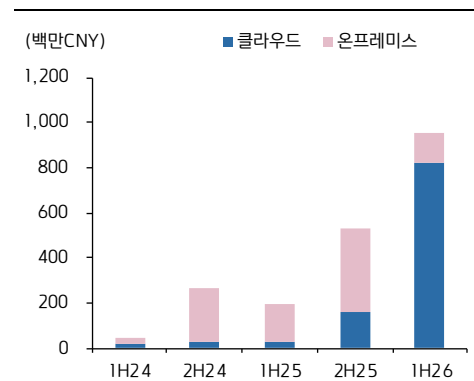
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

Z.AI 상세실적표

(단위: 백만CNY)	1H25	2H25	1H26	YoY(%)	HoH(%)
매출	191	533	954	400%	79%
매출원가	95	332	702	636%	111%
매출총이익	95	201	252	164%	25%
GPM	50%	38%	26%	-24%p	-11%p
판매 및 마케팅 비용	209	182	178	-15%	-3%
일반관리비	185	320	103	-44%	-68%
R&D	1,595	1,586	2,131	34%	34%
영업이익	-1,899	-1,888	-2,147	13%	14%
OPM	-995%	-354%	-225%	770%p	129%p
순이익	-2,351	-2,347	-2,071	-12%	-12%
NPM	-1232%	-440%	-217%	1014%p	223%p
Non-IFRS 순이익	-1,752	-1,430	-1,964	12%	37%
NPM	-918%	-268%	-206%	712%p	62%p
사업부문별					
매출	191	533	954	400%	79%
클라우드	29	161	825	2736%	412%
온프레미스	162	372	129	-20%	-65%
GPM	50%	38%	26%	-24%p	-11%p
클라우드	-0.4%	22%	25%	25%p	2%p
온프레미스	59%	44%	38%	-21%p	-7%p

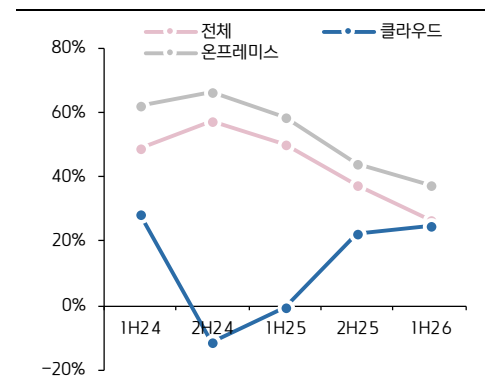
자료: Z.AI, 키움증권 리서치

Z.AI 매출 구조



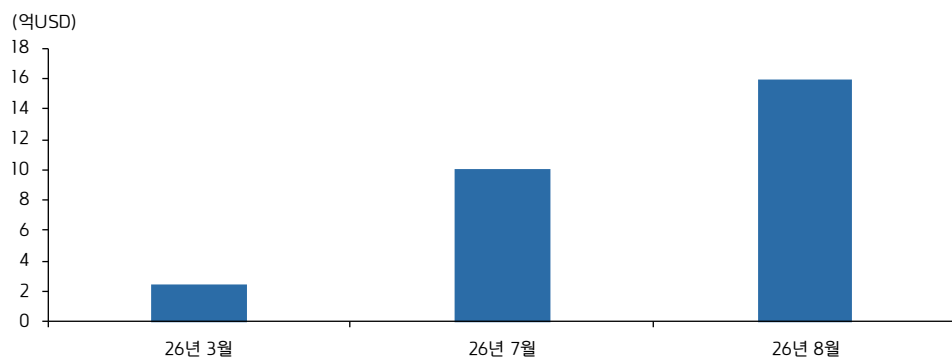
자료: Z.AI, 키움증권 리서치

Z.AI 사업부문별 GPM



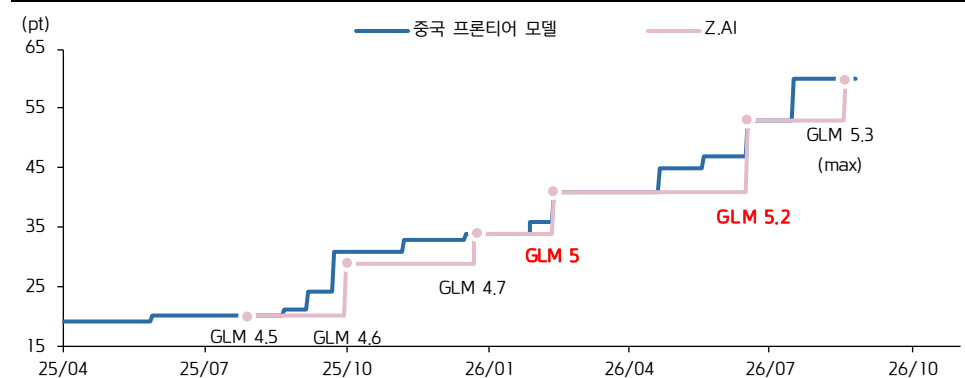
자료: Z.AI, 키움증권 리서치

Z.AI ARR 추이



자료: Z.AI, 키움증권 리서치

Z.AI 모델 성능 비교



주: Artificial Analysis Intelligence Index 기준, 붉은색 볼드처리는 중국 프론티어 모델 등급을 의미
자료: Artificial Analysis, 키움증권 리서치

미국 및 중국 주요 LLM 기업 ARR, 기업가치 비교

국적	기업	기업가치 (십억달러)	기준 시점	ARR (십억달러)	기준 시점	P/ARR
미국	OpenAI	852	2026.03	25	2026.02	34x
	Anthropic	965	2026.05	47	2026.05	21x
중국	Z.ai	61	2026.08	1.6	2026.08	44x
	MiniMax	13	2026.08	0.8	2026.08	19x
	DeepSeek	52	2026.05	0.4~0.5	2026.06	104~130x
		71	목표			142~178x
	Moonshot AI	20	2026.05	0.3	2026.06	67x
		50	목표	0.3		167x

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.