

2022. 4. 25

글로벌주식팀

황선명
Analyst
sm8.hwang@samsung.com

항서제약 (600276 SH)

2021, 1Q22 review - 약가인하 정책 충격 본격화

- 2021년 매출 259억 위안(YoY-6.6%), 지배주주 순이익 45.3억 위안(YoY-28.4%)
- 작년 하반기부터 정부의 약가인하 정책 충격이 실적에 반영되면서 역성장 지속
- 약가인하 충격 완화 여부는 2023년 실적에서 확인 가능할 것으로 보임

WHAT'S THE STORY?

2021 및 1Q22 실적 컨센서스 하회(23일): 2021년 매출 259억 위안(YoY-6.6%), 지배주주 순이익 45.3억 위안(-28.4%)으로 역성장. 연구개발비 62억 위안(+24.3%, 매출 대비 24%). 10주당 현금 배당 1.6위안 공시 (Factset 컨센서스: 매출 283억 위안, 순이익 612억 위안)

22년 1분기 매출 54.8억 위안(YoY-21%), 지배주주 순이익 12.4억 위안(-17.4%)으로 매출 3분기 연속, 순이익 4분기 연속 역성장. 연구개발비 10억 위안(-23.5%, 매출 대비 18.4%)

1) 정부의 약가인하 정책 충격 본격화로 분기별 실적 역성장: 작년 3분기, 16년만에 첫 분기 매출 역성장 이후 실적 부진 지속, 순이익은 작년 2분기부터 역성장. 3Q21~1Q22 분기별 매출 성장률은 YoY-14.8/ -31.4/ -21%, 지배주주 순이익은 YoY-3.6/ -84.4/ -17.4%로 역성장

실적 부진 사유는 정부의 약가인하 정책의 실적 반영에서 기인. ①동사 제네릭 의약품 28종이 이미 의약품 대량구매 목록에 편입, 그 중 제 3차(2020년 11월 시행, 2020년 매출 19억 위안), 제 5차(2021년 9월 시행, 2020년 매출 44억 위안)에 주력 제품 14종 편입으로 실적 충격 가시화. ②2021년 의료보험목록 담판에서 대표 신약인 면역항암제 PD-1(캄벨리주맵)의 85% 가격 인하도 부정적 영향을 미침

2) 2021년 신약 매출 비중은 40~50% 수준: 사업부별 매출은 항암제 131억 위안(YoY-14.4%), 마취제 49.2억 위안(YoY+7.1%), 조영제 32.7억 위안(YoY-9.9%), 기타 의약품 46.5억 위안(YoY+4.5%). 항암제는 약가 인하 정책 영향, 조영제는 이오딧사놀의 의약품 대량구매 유찰 영향으로 실적 부진. 마취제는 이미 2020년에 코로나19 확산에 따른 수술 감소와, 주력 제품인 텍스메데토미딘의 의약품 대량구매 유찰 영향으로 역성장함

3) 연구개발비 투자는 지속, 비용 효율화는 인력 감축으로 대응: 실적 부진에도 미래 성장 동력인 신약 개발 노력 지속. 2021년 연구개발비는 62억 위안(YoY+24%)으로 매출 대비

(다음 페이지에 계속)

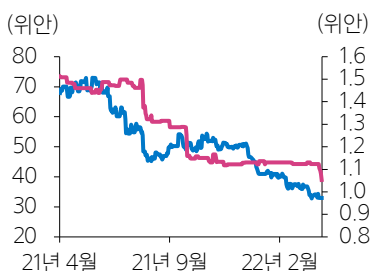
▶ AT A GLANCE

현재주가	33 CNY
블룸버그 평균목표주가	64.7 CNY
시가총액 (위안)	210.5 십억 위안
시가총액 (원)	40.4 조원
Shares (float)	2937.2 백만주 (46%)
52주 최저//최고	31.6 / 75.5 위안
90일-평균거래대금	1.7 십억 위안
국가	CH
상장거래소	Shanghai
산업	Pharmaceuticals

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
항서제약 (%)	(9.3)	(35.6)	(52.3)
CSI300 대비 (%pts)	(5.4)	(16.2)	(30.4)

▶ 주가 vs EPS 추정치



— 주가 (좌축)
— EPS 추정치 (우축)

자료: Bloomberg, 삼성증권

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021	2022E	2023E
매출액 (십억위안)	27.7	25.9	30.5	36.0
순이익 (십억위안)	6.3	4.5	6.6	7.9
EPS (adj) (위안)	1.0	0.7	1.1	1.3
EPS (adj) growth (%)	19.0	(28.4)	48.3	20.5
EBITDA margin (%)	25.0	17.9	24.3	24.6
ROE (%)	22.9	13.8	16.8	17.6
P/E (adj) (배)	93.7	71.4	31.3	26.0
P/B (배)	19.4	9.2	5.0	4.3
EV/EBITDA (배)	82.9	66.1	25.8	21.2
Dividend yield (%)	0.5	0.5	0.6	0.6

자료: Bloomberg, 삼성증권

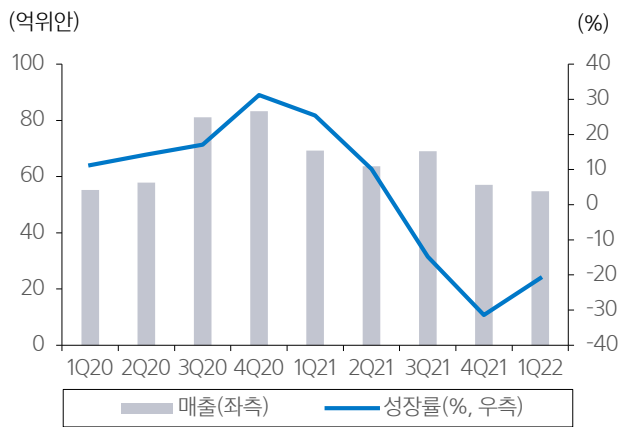
24%로 급증, 단 1분기에 매출 대비 10%인 10억 위안(YoY-23.5%)으로 비용 부담 축소

한편 인력 감축으로 비용 효율화 추구. 2021년, 세일즈 인력은 기존 17,138명에서 13,208명으로 감축 (YoY-23%), 이에 따라 인당 연간 생산성은 162만 위안에서 196만 위안(YoY+21%)으로 상향.

약가인하 정책의 영향 완화 여부는 2023년에 확인 필요: 동사는 이미 10여 개의 신약 출시로, 국내 신약개발 회사 1위의 입지를 공고히 함. 하지만 올해 제 5차 의약품 대량 입찰 충격이 본격화되는 만큼, 그 충격을 소화하는 시간 필요

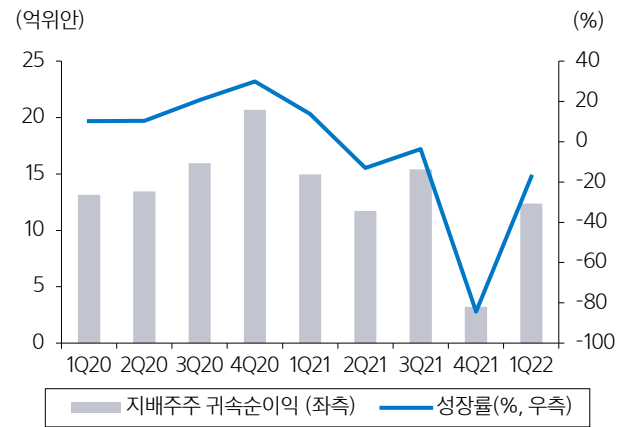
2022년 실적 컨센서스는 블룸버그 YoY+16%, Wind +7%, Factset YoY-3%로 불일치하는 가운데, 1분기 실적에 따른 실적 전망 하향 조정 리스크 존재. 분기별 신약 모멘텀과 약가인하 충격의 강도를 주목할 필요 있음.

그림 1. 분기별 매출 및 성장률 추이



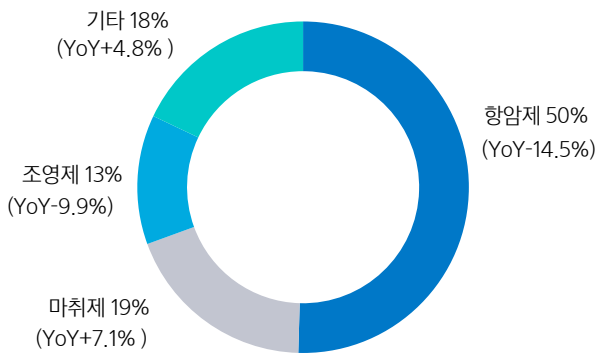
자료: 항서제약, 삼성증권

그림 2. 분기별 지배주주귀속 순이익의 성장률 추이



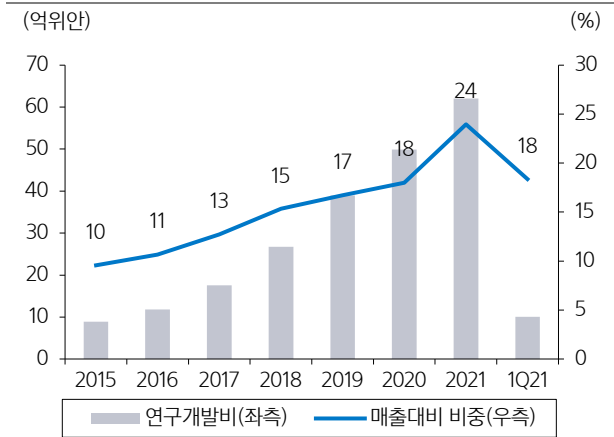
자료: 항서제약, 삼성증권

그림 3. 주요 약품별 매출 비중 (2021)



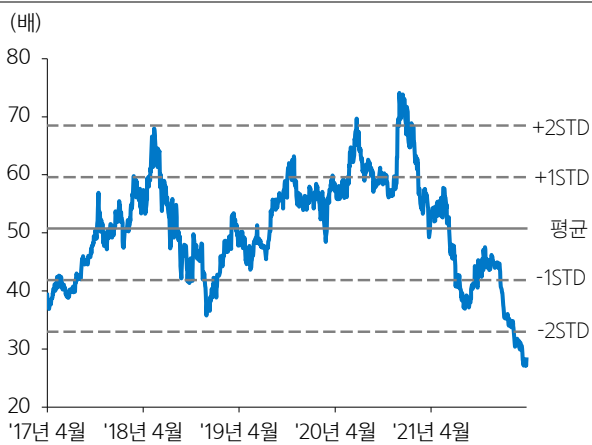
자료: 항서제약, 삼성증권

그림 4. 매출 대비 연구개발비 증가



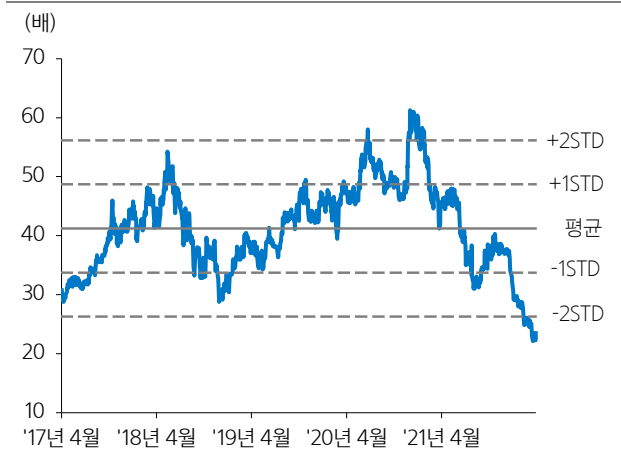
자료: 항서제약, 삼성증권

그림 5. 12개월 Forward P/E 밴드차트



참고: 2022.4.22 기준 최근 5년
자료: Factset, 삼성증권

그림 6. 12개월 Forward P/EBITDA 밴드차트



참고: 2022.4.22 기준 최근 5년
자료: Factset, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만 위안)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	11,094	13,836	17,418	23,289	27,735
매출원가	1,435	1,850	2,335	2,913	3,349
매출총이익	9,659	11,986	15,083	20,376	24,386
판매관리비	5,389	6,332	8,044	10,730	12,840
R&D비용	1,184	1,759	2,670	3,896	4,989
기타영업비용	202	110	94	179	245
EBITDA	3,096	4,050	4,604	6,325	6,932
유무형자산상각비	254	317	379	619	448
영업이익	2,842	3,732	4,225	5,707	6,484
영업외손실	(171)	(27)	(274)	(349)	(412)
세전이익 (조정)	3,014	3,757	4,498	6,018	6,882
비경상손실	1	(2)	(1)	(38)	(13)
세전이익 (GAAP)	3,013	3,759	4,499	6,056	6,895
법인세비용	379	466	438	729	587
비지배자분귀속 수익	45	76	(4)	(2)	(19)
당기순이익 (GAAP)	2,589	3,217	4,066	5,328	6,328
EPS (GAAP, 위안)	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
희석 EPS (위안)	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만 위안)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동에서의 현금흐름	2,596	2,597	3,022	4,124	3,773
당기순이익	2,589	3,217	4,066	5,328	6,328
감가상각비 & 무형자산상각비	254	317	379	619	448
비현금항목	34	145	311	234	434
비현금 운전자본 변동	(280)	(1,082)	(1,734)	(2,057)	(3,438)
투자활동에서의 현금흐름	(2,653)	(3,425)	(3,103)	(2,253)	1,456
고정&무형자산 변동	(1,110)	(379)	(526)	(560)	(551)
인수&사업매각	0	0	0	0	0
기타	(1,543)	(3,047)	(2,578)	(1,693)	2,007
재무활동에서의 현금흐름	(195)	220	(368)	(719)	291
배당금	(196)	(317)	(368)	(811)	(1,017)
차입금의 증가(감소)	(10)	0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	0	523	120	0	1,171
기타	11	14	(120)	92	137
현금증감	(221)	(651)	(396)	1,165	5,432
기초현금	5,133	4,912	4,262	3,866	5,031
기말현금	4,907	4,262	3,866	5,031	10,731
Free cash flow	1,485	2,217	2,493	3,563	3,219

참고: * 지배주주기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (백만위안)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산 총계	11,393	14,469	18,069	22,311	28,050
현금 및 현금성자산	6,438	8,812	10,929	13,551	16,359
매출채권	3,447	4,177	4,432	5,435	8,176
재고자산	637	790	1,031	1,607	1,778
비유동자산 총계	2,937	3,571	4,292	5,245	6,680
순 유형자산	2,759	3,358	3,959	4,424	4,926
기타 비유동자산	97	95	179	281	311
자산 총계	14,330	18,039	22,361	27,556	34,730
유동부채 총계	1,365	2,050	2,494	2,473	3,772
매입채권	1,213	1,840	2,249	2,250	3,307
단기차입금	0	0	21	0	106
기타 유동부채	152	211	223	223	358
비유동부채 총계	91	46	70	146	171
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	91	46	70	146	171
부채 총계	1,456	2,096	2,563	2,619	3,943
보통주자본금/주식발행초과금	2,723	3,716	4,818	5,750	7,871
이익잉여금	9,646	12,076	15,207	19,103	23,530
자본 총계	12,874	15,943	19,798	24,938	30,787
부채 및 자본 총계	14,330	18,039	22,361	27,556	34,730

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018	2019	2020
증감률 (%)					
매출액 (%)	21.1	24.7	25.9	33.7	19.1
영업이익	17.8	31.3	13.2	35.1	13.6
순이익	19.2	24.2	26.4	31.1	18.8
희석 EPS	27.6	24.3	16.7	30.9	19.0
주당지표					
희석 EPS	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
BPS	2.0	2.4	3.1	3.9	4.8
DPS (보통주)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Valuations (배)					
P/E*	38.5	56.3	48.0	72.9	93.7
P/B*	8.6	12.6	9.8	15.6	19.4
EV/EBITDA	32.5	45.7	39.6	59.0	82.9
비율					
ROE (%)	23.2	23.2	23.2	23.9	22.9
ROA (%)	20.0	19.9	20.1	21.3	20.3
ROIC (%)	20.9	22.2	21.1	22.3	21.1
배당성향 (%)	12.2	11.4	19.9	19.1	16.9
배당수익률 (보통주, %)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

Compliance notice

- 조사분석자료의 애널리스트는 4월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 4월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA