



2020. 1. 02

Global Equity

황선명

Analyst

sm8.hwang@samsung.com

02 2020 7515

▶ AT A GLANCE

현재주가	87.5 CNY
시가총액	387 십억 위안
시가총액 (조원)	64.2 조원
Shares	4,422 백만주
52주 최저//최고	41.5 / 96.5 위안
90일-평균거래대금	1.6 십억위안

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
항서제약 (%)	4.5	24.7	98.3
CSI300 대비 (%pts)	(2.5)	20.6	62.2

항서제약 (600276 SH)

마취제 신약 레미마졸람 시판 승인 획득

- 1.1형 창신약에 속하는 마취제 레미마졸람의 국내 첫 시판 승인 획득 (12월 27일)
- 정부의 지원 하에 국내 레미마졸람 마취제 시장 선점, 향후 매출 15~20억 위안 기대
- 신약 출시 가속화로 지속적인 실적 성장 기대, 향후 정부 주도의 선두기업 집중도 심화가 진행되는 점에서 중국 헬스케어 1등 주로 긍정적 투자의견 유지

WHAT'S THE STORY

마취제 레미마졸람 신약 시판 승인 획득: 작년 12월 27일 중국 국가약품감독관리국은 우선 심사평가제도에 준하여 제 1.1형 신약에 속하는 항서제약의 정맥주사 마취제 '레미마졸람 (Remimazolam)의 시판 승인을 공시. 상품명은 Ruibeining(瑞倍宁)으로 위내시경 일반 안정제로 사용, 향후 장내시경용 등 적응증 확대로 마취제 사업부의 매출 강화 기대

1) 정맥마취제의 첫 1.1종 신약 출시로 국내 마취제 1위 지위 강화: 마취제는 항서제약의 두 번째 주요 사업부로, 2018년에 매출 46.5억 위안(매출 비중 27%) 달성. 그 중 덱스메데토미닌(dexmedetomidine) 16.8억 위안, 세보플루란(Sevoflurane) 12.4억 위안, 시스아트라쿠롬베실산염(Cisatracurium besilate) 12.8억 위안으로 3대 약품이 마취제 매출의 90% 차지. 금번 레미마졸람의 시판으로 동사의 국내 마취제 1위 입지가 더욱 강화될 것으로 전망

2) 정부의 정책 지원하에 국내 레미마졸람 마취제 시장 선점: 항서제약은 국내 레미마졸람 첫 시판으로 시장 선점. 경쟁사로는 인복제약(600079 SH, 레미마졸람의 원개발사인 독일 파이온(Paion)의 중국 판권보유사)이 2018년 11월에 중국 국가약품국에 시판을 신청했으나, 아직 '심사평가' 상태. 중국 감독당국은 27일, 항서제약의 신약 시판 승인과 동시에 2020년부터 레미마졸람을 '제2형 정신약품 관리 항목'으로 편입을 공시하며 정책 지원 강화

3) 향후 매출 15~20억 위안 기어 전망: 2018년 중국 마취제 시장에서 정맥마취제 사용 비중이 70%, 정맥마취제 중 프로포폴(Propofol) 비중이 50%임. 레미마졸람은 프로포폴과 미다졸람(Midazolam)의 장점을 결합한 신약으로, 향후 두 마취제를 대체하며 매출 15~20억 위안의 블록버스터 제품으로 성장 기대

SUMMARY FINANCIAL DATA

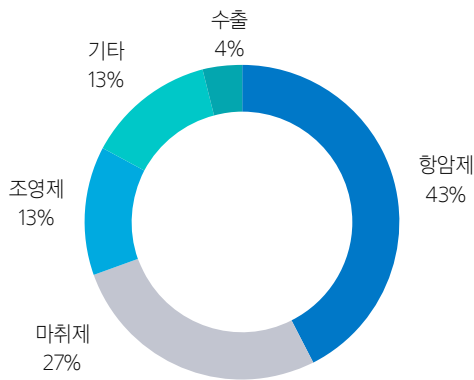
	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억위안)	17.4	23.2	29.6	36.8
순이익 (십억위안)	4.1	5.2	6.8	8.7
EPS (adj) (위안)	0.9	1.2	1.5	2.0
EPS (adj) growth (%)	16.7	29.3	30.5	27.4
EBITDA margin (%)	26.4	26.7	27.1	27.6
ROE (%)	23.2	22.0	23.0	23.3
P/E (adj) (배)	48.0	73.4	56.2	44.1
P/B (배)	9.8	15.4	12.3	9.7
EV/EBITDA (배)	39.6	60.7	46.2	36.1
Dividend yield (%)	0.2	0.2	0.3	0.3

자료: 블룸버그, 삼성증권

Action Point - 신약출시 가속화에 프리미엄 부여, 긍정적 투자이견 유지: 작년 12월 27일, 중국 정부의 2차 GPO 발표에도 불구하고, 항서제약은 신약 시판 허가 획득으로 주가 반등 시현. 2018년 하반기 창신약 항암제 3종, 2019년 6월 면역항암제 PD-1 등의 신약 출시로, 2019년 실적에서 신약 매출 기여도는 20%에 달할 것으로 추산. 금번 레미마졸람은 2020년의 새로운 실적 성장의 원동력으로 작용 기대

항서제약의 2020년 예상 P/E는 56배로 다소 부담스러우나, 1) 신약출시 가속화, 2) 정부의 약가인하 정책에도 불구하고 향후 2~3년간 30%의 실적 성장 전망, 3) 정부 주도의 중국 제약시장 선두기업 집중도 심화 등을 근거로 현재의 프리미엄은 합당하다 판단. 중국 헬스케어 1등 주로 긍정적 투자이견 유지

그림 1. 주요 약품별 매출 비중(2018년)



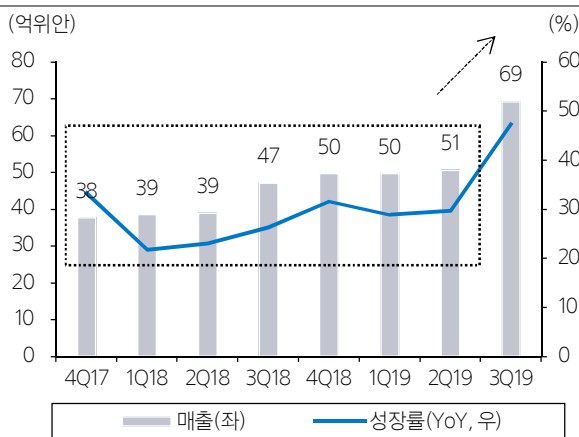
자료: 항서제약, 삼성증권

표 1. 2018년 하반기부터 주요 신약 출시(예정) 가속화

신약 승인 일자	약품명
2018년 6월 승인	항암제 19K (호중구감소증 치료제)
2018년 8월 승인	피로티닙 (유방암 항암제)
2018년 10월 승인	아브락산주 (화학 항암제)
2019년 6월 승인	면역항암제 PD-1 (Camrelizumab)
2019년 12월 승인	마취제 레미마졸람 (Remimazolam)
2020년 예정	당뇨병 (DPP-4, SGLT2)

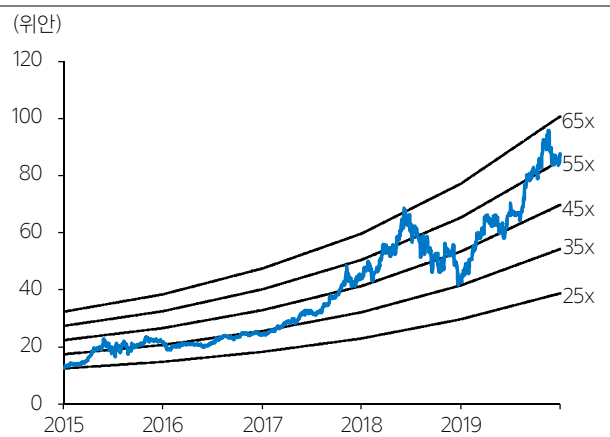
자료: 항서제약, 삼성증권

그림 2. 2019년 3분기 신약모멘텀으로 매출 YoY+47% 상승



자료: 항서제약, 삼성증권

그림 3. P/E 밴드 차트



자료: 블룸버그, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만 위안)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	7,320	9,160	11,094	13,836	17,418
매출원가	1,313	1,372	1,435	1,850	2,335
매출총이익	6,006	7,789	9,659	11,986	15,083
판매 및 일반관리비	3,613	4,429	5,389	6,332	8,044
R&D 비용	652	892	1,184	1,759	2,670
기타영업비용	2	0	202	110	94
EBITDA	1,905	2,635	3,096	4,050	4,604
유형자산상각비	213	222	254	317	379
영업이익	1,692	2,413	2,842	3,732	4,225
영업외손실	(108)	(149)	(171)	(27)	(274)
세전이익(조정)	1,800	2,570	3,014	3,757	4,498
비경상손실	(0)	8	1	(2)	(1)
세전이익(GAAP)	1,800	2,562	3,013	3,759	4,499
법인세비용	227	338	379	466	438
비지배지분귀속 수익	57	52	45	76	(4)
당기순이익 (GAAP)	1,516	2,172	2,589	3,217	4,066
EPS (GAAP, 위안)	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9
희석 EPS (위안)	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만 위안)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동에서의 현금흐름	1,574	2,278	2,596	2,597	3,022
당기순이익	1,516	2,172	2,589	3,217	4,066
감가상각비 & 무형자산상각비	213	222	254	317	379
비현금항목	91	116	34	145	311
비현금 운전자본 변동	(246)	(233)	(280)	(1,082)	(1,734)
투자활동에서의 현금흐름	(298)	(470)	(2,653)	(3,425)	(3,103)
고정&무형자산 변동	(298)	(394)	(1,110)	(379)	(526)
인수&사업매각	0	0	0	0	0
기타	0	(76)	(1,543)	(3,047)	(2,578)
재무활동에서의 현금흐름	4	(132)	(195)	220	(368)
배당금	(122)	(150)	(196)	(317)	(368)
차입금의 증가(감소)	(10)	0	(10)	0	0
자본금의 증가(감소)	136	0	0	523	120
기타	0	18	11	14	(120)
현금증감	1,280	1,684	(221)	(651)	(396)
기초현금	2,169	3,449	5,133	4,912	4,262
기말현금	3,449	5,126	4,907	4,262	3,866
Free cash flow	1,276	1,883	1,485	2,217	2,493

참고: *지배주주 기준

자료: 블룸버그, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (백만 위안)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산 총계	7,200	9,378	11,393	14,469	18,069
현금 및 현금등가물	3,449	5,126	6,438	8,812	10,929
매출채권	2,840	3,277	3,447	4,177	4,432
재고자산	551	523	637	790	1,031
비유동자산 총계	1,887	2,118	2,937	3,571	4,292
순 유형자산	1,824	1,966	2,759	3,358	3,959
기타 비유동자산	58	73	97	95	179
자산 총계	9,087	11,497	14,330	18,039	22,361
유동부채 총계	851	1,053	1,365	2,050	2,494
매입채권	805	916	1,213	1,840	2,249
단기차입금	23	24	0	0	21
기타 유동부채	23	113	152	211	223
비유동부채 총계	82	86	91	46	70
장기차입금	10	0	0	0	0
기타 비유동부채	72	86	91	46	70
부채총계	933	1,139	1,456	2,096	2,563
보통주 자본금/주식발행초과금	1,884	2,335	2,723	3,716	4,818
이익잉여금	5,924	7,644	9,646	12,076	15,207
자본총계	8,154	10,358	12,874	15,943	19,798
부채 및 자본총계	9,087	11,497	14,330	18,039	22,361

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2014	2015	2016	2017	2018
증감률 (%)					
매출액	20.1	25.1	21.1	24.7	25.9
영업이익	18.6	42.6	17.8	31.3	13.2
순이익	22.4	43.3	19.2	24.2	26.4
희석 EPS**	22.1	43.2	27.6	24.3	16.7
주당지표					
희석 EPS	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9
BPS	1.8	2.3	2.8	3.5	4.5
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
Valuations (배)					
P/E*	37.1	44.1	38.5	56.3	48.0
P/B*	7.2	9.6	8.6	12.6	9.8
EV/EBITDA	27.8	34.6	32.5	45.7	39.6
비율					
ROE (%)	21.4	24.5	23.2	23.2	23.2
ROA (%)	18.6	21.1	20.0	19.9	20.1
ROIC (%)	19.7	22.2	20.9	22.2	21.1
배당성향 (%)	9.9	9.0	12.2	11.4	19.9
배당수익률 (보통주, %)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 12월 31일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 12월 31일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 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.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

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

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM