2020년 08월 04일 | 중국

항서제약(600276.CH)

2Q20 Re: 코로나19로 마취·진정제 매출 감소하며 컨센서스 하회

탑라인 10% 이상 성장했지만 컨센서스 하회

항서제약은 20년 2분기 매출액 57.8억 위안(YoY 14.3%, GPM 89.2%), 순이익 13.5억 위안(YoY 10.4%, NPM 23.3%)을 기록하며 매출액과 순이익 모두 시장 기대치를 하회했다. 다만, 마진이 좋은 항암제 매출 비중이 올라가면서 매출총이익률은 전년 대비 2.2%p오른 89.2%를 기록했다. 이 외에도, 항서제약은 1,302명의 직원에게 2,573만 주(전체 주식의 약 0.5%)의 스톡옵션을 부여한다고 발표했으며 이는 향후 신약 개발 원동력이 될 것으로 보인다.

항암제가 이끌고 간 2분기

코로나19에도 면역관문억제제 캄렐리주맙을 필두로 한 항암제 제품군은 매출이 30% 이상 성장하며 전사 성장을 이끌었다. 코로나로 수술이 대거 연기되면서 항서제약 매출의 38%를 차지하는 마취 · 진정제와 조영제 부문의 매출은 20~30%의 큰 폭의 감소가 불가피했다. 2분기 병원 방문이 재개된 만큼 20년 연간으로는 마취 · 진정제와 조영제 매출 모두 플러스 전환이 가능할 것으로 보인다.

상반기 항서제약은 전년 동기 대비 26% 가량 늘어난 18.6억 위안을 연구개발비로 사용했으며, 연구개발비 매출 비중은 1.7%p 늘어난 16.5%이다. 상반기 가장 중요한 마일스톤은 캄레리주맙이 기존의 호지킨성림프종에 더해 간암, 비소세포폐암, 식도암 적응증을 추가한 것으로, 하반기 본격적인 성장 모멘텀이 기대된다. 이 외에도 마취제 신약 레미마졸람 시판이 시작되었으며, 연내 PARP 억제 기전의 난소암치료제 SHR3162의 허가가 예상된다.

하반기 점진적 상황 개선 기대

중국 내 코로나19 신규 환자 수는 3월 이후 꾸준히 두 자릿수를 유지하며 안정세를 찾아가고 있다. 하반기 병원 방문이 전년 수준을 회복할 것으로 전망하며, 그로 인해 항서제약은 20년 연간으로는 20%에 가까운 탑라인 성장이 가능할 것으로 보인다. 현재 12개월 선행 PER 기준 60배로 역사적 밴드 상단에 위치해 있어 밸류에이션 부담이 있으나, 성장성 고려 시 합당한 밸류에이션으로 판단한다.

투자선호도 ★★★★☆

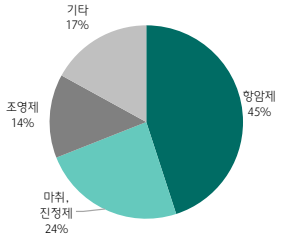
성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆ 밸류에이션 ★★☆

Key Data

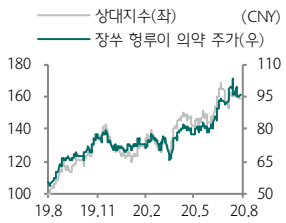
국가	CHINA
상장거래소	Shanghai
산업 분류	건강관리
주요 영업	제약
홈페이지	www.hrs.com.cn
시가총액(십억HKD)	494.6
시가총액(조원)	84.7
52주최고/최저(HKD)	105/51.5
주요주주 지분율(%)	
JIANGSU HENGRUI MEDICINE GROUP C	24.15
TIBET DAYUAN INVESTMENT CO LTD	14.96
블룸버그 목표가(CNY)	99.98
최근 종가(CNY)	93.20

주가상승률	1M	6M	12M
절대	3.5	28.7	71.5
상대	(3.6)	17.5	56.0

매출구성



Stock Price



주: 1. 2020.4.28 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(좋음) 의미.

Financial Data

백만 CNY	2018	2019	2020F	2021F
매출액	17,418	23,289	29,590	37,578
영업이익	4,225	5,707	7,562	9,646
순이익	4,066	5,328	6,723	8,665
EPS(CNY)	0.8	1.0	1.3	1.7
EPS(YOY,%)	25.8	30.9	32.8	28.8
ROE(%)	23.2	23.9	22.9	23.8
PER(배)	48.0	72.9	70.2	54.5
PBR(배)	9.8	15.6	15.6	12.5
배당률(%)	0.4	0.3	0.2	0.3

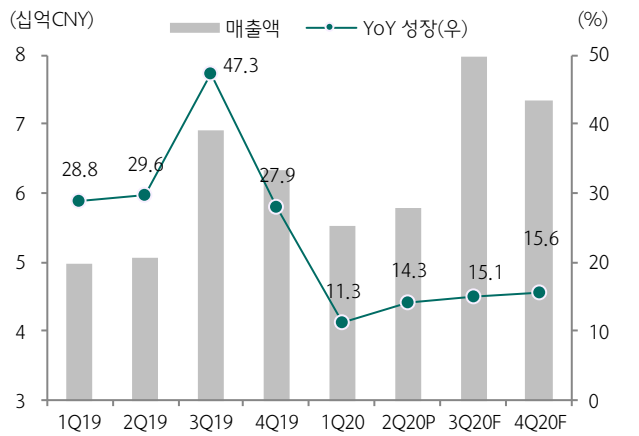
자료: Bloomberg, 하나금융투자

중국/신흥국 기업분석 백승혜
02-3771-7521
sh_baek@hanafn.com

RA 윤예지
02-3771-3306
yj.yoon@hanafn.com

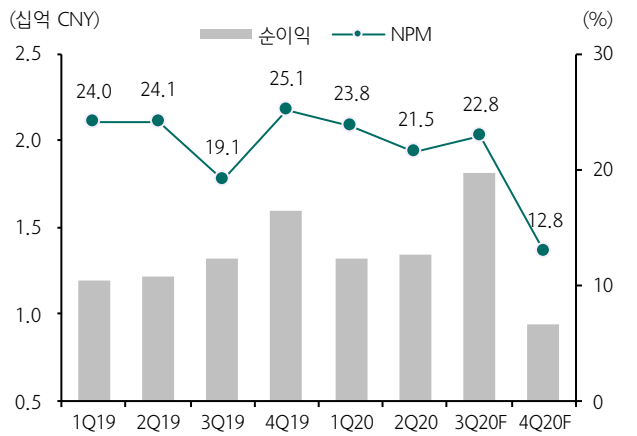
Hana Financial Investment

그림 1. 항서제약 분기별 매출액 추이 및 전망



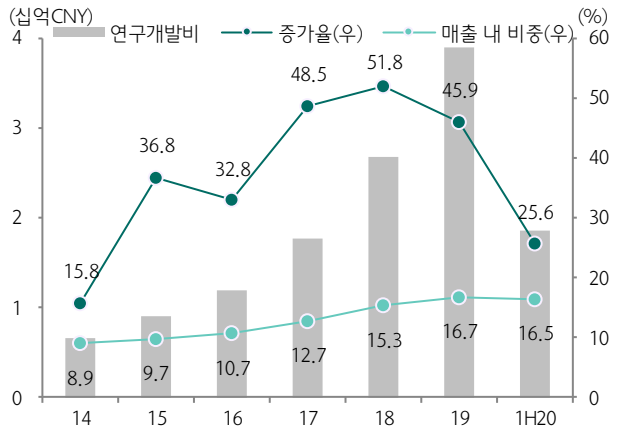
주: 추정치는 Bloomberg 시장 추정치
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 항서제약 분기별 순이익 추이 및 전망



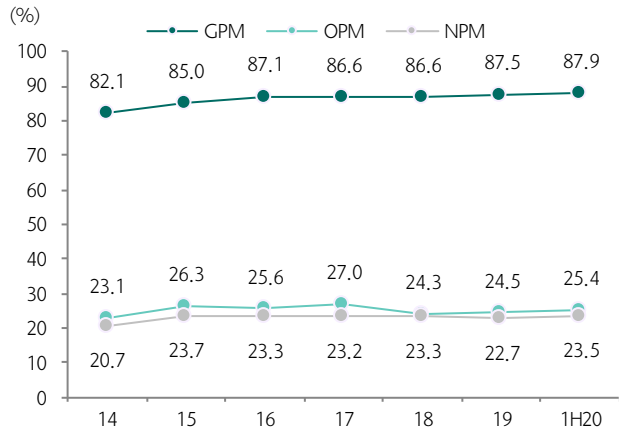
주: 추정치는 Bloomberg 시장 추정치
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 항서제약 연구개발비 사용 추이



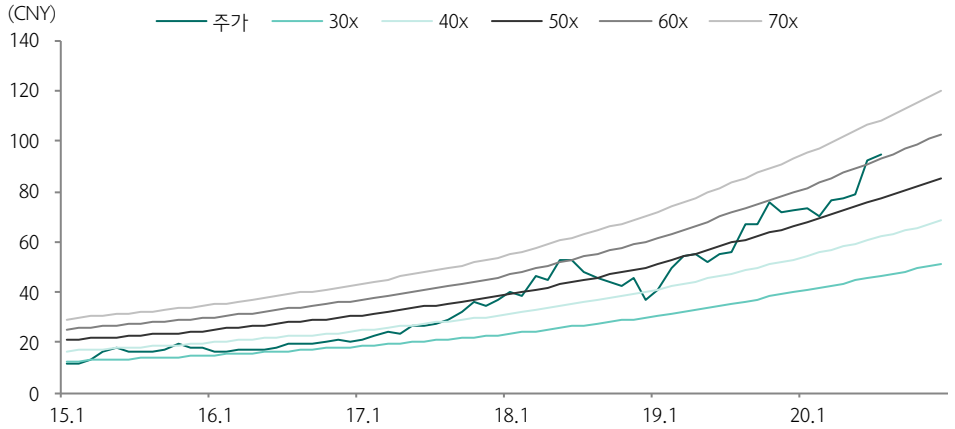
자료: 항서제약, 하나금융투자

그림 4. 항서제약 마진율 추이



자료: 항서제약, 하나금융투자

그림 5. 항서제약 역사적 PER 밴드



주: 12M Fwd PER 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 1. 항서제약 임상 3상 이상 파이프라인 개발 현황

개발단계	치료영역	제품명	기전	병용투여	적응증	치료제 지위	지역
시판승인	항암	Pyrotinib	HER2	Capecitabine	유방암	2차	중국
		Apatinib	VEGFR	NA	위암	3차	중국
		Camrelizumab	PD-1	NA	호지킨림프종	3차	중국
				NA	간세포암	2차	중국
				Pemetrexed+Carboplatin	비소세포폐암	1차	중국
				NA	식도암	2차	중국
	마취	Remimazolam	GABAa receptor	NA	전신마취	NA	중국
	자가면역	Imrecoxib	COX2	NA	고관절통증	NA	중국
시판승인 신청	항암	Apatinib	VEGFR	NA	간세포암	2차	중국
		SHR3162(Fluzoparib)	PARP	NA	난소암	3차	중국
임상 3상	당뇨	Retagliptin	DPP4	NA	당뇨병	1차	중국
				Metformin	당뇨병	2차	중국
		SHR3824	SGLT-2	NA	당뇨병	1차	중국
				Metformin	당뇨병	2차	중국
	마취	Remimazolam	GABAa receptor	NA		NA	중국
				NA		NA	중국
	심혈관	Revolade	TPO	NA	혈소판감소증	2차	중국
				Immuno-suppressant	재생불량성 빈혈	NA	중국
				NA	혈소판감소증	NA	중국
	항암	SHR6390	CDK4/6	Aromatase inhibitor	유방암	1차	중국
				Fulvestrant	유방암	2차	중국
		Pyrotinib	HER2	Trastuzumab+Docetaxel	유방암	1차	중국
				Trastuzumab+Docetaxel	유방암		중국
				NA	유방암		중국
		Apatinib	VEGFR	NA	담관세포암	2차	중국
				Irinotecan	소세포폐암	2차	중국
				Etoposide	난소암	2차이상	중국
				NA	비소세포폐암	3차	중국
		SHR3680	ER	NA	전립선암	2차	중국
		Camrelizumab	PD-1	Carboplatin+Taxol	비소세포폐암	1차	중국
		Camrelizumab SHR1316	PD-1 PD-L1	Gemcitabine+Cisplatin	비인두암	1차	중국
				Taxol+Cisplatin	식도암	1차	중국
				FOLFOX4	간세포암	1차	중국
				Apatinib	간세포암	1차	글로벌
				Carboplatin+Etoposide	소세포폐암	1차	중국
		BP102	VEGF	NA	비소세포폐암	1차	중국
	자가면역	SHR4640	URATI	NA	통풍/고뇨산혈증	NA	중국
		SHR4640	URATI	NA	통풍/고뇨산혈증	NA	중국

자료: 하나금융투자

표 2. 항서제약 실적 요약

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,059	6,919	6,344	5,527	5,782	7,966	7,336	17,418	23,289	29,590	37,578
YoY	*29.6%*	*47.3%*	*27.9%*	*11.3%*	*14.3%*	*15.1%*	*15.6%*	*25.9%*	*33.7%*	*27.1%*	*27.0%*
매출총이익	4,401	6,081	5,603	4,786	5,159	6,956	6,173	15,083	20,376	25,960	33,077
매출총이익률(%)	*87.0%*	*87.9%*	*88.3%*	*86.6%*	*89.2%*	*87.3%*	*84.2%*	*86.6%*	*87.5%*	*87.9%*	*88.2%*
YoY	*30.0%*	*49.8%*	*30.2%*	*11.6%*	*17.2%*	*14.4%*	*10.2%*	*25.8%*	*35.1%*	*27.4%*	*27.4%*
영업비용	3,158	4,639	4,109	3,324	3,757			11,021	14,859	18,398	23,431
YoY	*35.2%*	*55.3%*	*19.4%*	*12.6%*	*19.0%*			*31.1%*	*34.8%*	*23.8%*	*27.4%*
% of Sales	*62.4%*	*67.1%*	*64.8%*	*60.1%*	*65.0%*			*63.3%*	*63.8%*	*62.2%*	*62.4%*
판매관리비	2,300	3,162	3,081	2,422	2,660			8,044	10,730		
YoY	*1.5%*	*45.1%*	*112.0%*	*8.9%*	*15.7%*			*27.0%*	*33.4%*		
% of Sales	*45.5%*	*45.7%*	*48.6%*	*43.8%*	*46.0%*			*46.2%*	*46.1%*		
연구개발비	823	1,415	997	811	1,052			2,671	3,896		
YoY	*N/A*	*90.9%*	*-48.3%*	*22.6%*	*27.9%*			*51.8%*	*45.9%*		
% of Sales	*16.3%*	*20.5%*	*15.7%*	*14.7%*	*18.2%*			*15.3%*	*16.7%*		
세전이익	1,442	1,572	1,654	1,583	1,578	1,950	416	4,499	6,056	7,707	9,867
세전이익률(%)	*28.5%*	*22.7%*	*26.1%*	*28.6%*	*27.3%*	*24.5%*	*5.7%*	*25.8%*	*26.0%*	*26.0%*	*26.3%*
YoY	*28.0%*	*33.3%*	*60.3%*	*14.0%*	*9.4%*	*24.1%*	*-74.8%*	*19.7%*	*34.6%*	*27.3%*	*28.0%*
순이익	1,220	1,322	1,593	1,315	1,346	1,819	943	4,066	5,296	6,723	8,665
순이익률	*24.1%*	*19.1%*	*25.1%*	*23.8%*	*23.3%*	*22.8%*	*12.8%*	*23.3%*	*22.7%*	*22.7%*	*23.1%*
YoY	*27.0%*	*31.9%*	*38.1%*	*10.3%*	*10.4%*	*37.5%*	*-40.8%*	*26.4%*	*30.3%*	*27.0%*	*28.9%*
희석 EPS (CNY)	0.21	0.25	0.30	0.25	0.25	0.35	0.32	0.76	1.00	1.34	1.72
YoY	*14.8%*	*33.3%*	*37.6%*	*0.8%*	*21.7%*	*41.2%*	*7.7%*	*16.7%*	*30.9%*	*33.9%*	*28.2%*

자료: 항서제약, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 백만CNY)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출	13,836	17,418	23,289	29,590	37,578
매출총이익	11,986	15,083	20,376	25,960	33,077
판관비	8,409	11,021	14,859		
영업이익	3,732	4,225	5,707	7,562	9,646
이자 비용	0	5	7		
기타영업손익	(75)	(218)	(340)		
세전이익	3,759	4,499	6,056		
법인세	466	438	729		
소수주주이익	76	(4)	(2)		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	3,217	4,066	5,328	6,723	8,665
성장율(YoY)					
매출	24.7	25.9	33.7	27.1	27.0
영업이익	31.3	13.2	35.1	32.5	27.6
순이익	24.2	26.4	31.1	26.2	28.9
수익성(%)					
매출총이익률	86.6	86.6	87.5	87.7	88.0
영업이익률	27.0	24.3	24.5	25.6	25.7
순이익률	23.2	23.3	22.9	22.7	23.1

대차대조표

(단위: 백만CNY)

	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	9,378	11,393	14,469	18,069	22,311
현금성자산	5,126	4,907	4,262	3,866	5,031
매출채권	3,277	3,447	4,177	4,432	5,435
비유동자산	2,118	2,937	3,571	4,292	5,245
투자자산	79	81	118	155	539
유형자산	1,966	2,759	3,358	3,959	4,424
자산총계	11,497	14,330	18,039	22,361	27,556
유동부채	1,053	1,365	2,050	2,473	2,473
비유동부채	86	91	46	70	146
부채총계	1,139	1,456	2,096	2,563	2,619
자본금	2,335	2,723	3,716	4,818	5,750
이익잉여금	7,596	9,665	11,652	14,910	19,025
자본총계	10,358	12,874	15,943	19,798	24,938

자료: Bloomberg, 하나금융투자

투자지표

	2017	2018	2019	2020F	2021F
주당지표(CNY)					
조정 EPS	0.6	0.8	1.0	1.3	1.7
BPS	2.9	3.7	4.7	6.0	7.4
SPS	2.8	3.3	4.4	5.8	7.4
DPS	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
주가지표(배)					
PER	56.3	48.0	72.9	70.2	54.5
PBR	12.6	9.8	15.6	15.6	12.5
EV/EBITDA	45.7	39.6	59.0	60.6	47.4
PSR	13.1	11.1	16.6	16.7	13.2
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.3	0.2	0.3
재무비율(%)					
ROE	23.2	23.2	23.9	22.9	23.8
ROA	19.9	20.1	21.3	21.4	22.5
ROIC	25.3	23.3	25.3	-	-
부채비율	0.0	0.1	0.0	-	-
유동비율	7.1	7.2	9.0	-	-
이자보상배율(배)	N/A	884.8	829.1	-	-

현금흐름표

(단위: 백만CNY)

	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	2,278	2,596	2,597	3,022	4,124
감가/무형상각비	222	254	317	379	619
비현금자본증감	(233)	(280)	(1,082)	(1,734)	(2,057)
투자활동	(470)	(2,653)	(3,425)	(3,103)	(2,253)
유형자산처분	0	1	2	4	1
유형자산취득	(394)	(1,111)	(380)	(529)	(561)
투자자산증감	(76)	(1,543)	(3,047)	(2,578)	(1,693)
재무활동	(123)	(164)	178	(315)	(706)
배당금	(150)	(196)	(317)	(368)	(811)
단기부채증감	1	(24)	0	21	(21)
장기부채증감	0	(10)	0	0	0
자본금증감	0	0	523	120	0
잉여현금흐름	1,883	1,485	2,217	2,493	3,563

자료: Bloomberg, 하나금융투자

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 8월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 2020년 8월 4일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.