

Bloomberg 최고목표주가 **CNY 88.70**

현재주가 (18/10/11) **CNY 55.55**

국가 **중국**

거래소 **Shanghai**

상승여력 **59.7%**

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
96%	0%	4%

EPS 성장률 (18F,%)	14.6
P/E (18F,x)	51.4
MKT P/E (18F,x)	10.5
배당수익률 (%)	0.18
시가총액 (십억CNY)	204.6
시가총액 (조원)	33.7
유동주식수 (백만 주)	993.8
52주 최저가 (CNY)	47.00
52주 최고가 (CNY)	83.29

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.2	-15.1	15.7
상대주가	-11.5	5.4	51.8



[글로벌 제약 & 바이오]

김승민 Seung-min Kim
 02-3774-1717
 sm.kim.a@miraeeasset.com

항서제약 Jiangsu Hengrui Medicines

(600276 CH)

중국 로컬 1등 제약사 성장 스토리 유효

20% 중반 대 탑 라인 성장 지속

2018년과 2019년 매출액은 각각 171억위안(+26% YoY), 216억위안(+26% YoY), 지배주주 순이익은 39억위안(+22% YoY), 51억위안(+29% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 항암제, 마취제, 조영제, 항염증, 심혈관 등 전 부문 고른 성장을 예상된다. 매출액 증가가 가장 클 것으로 예상되는 부문은 항암제다. 자체개발 **아파티닙**의 정부 급여 등재 효과와 뉴라스타 바이오시밀러 **19K**, **아브락산 제네릭**, 자체개발 EGFR/HER2억제제 **피로티닙(pyrotinib)**, PD-1억제제 **캠렐리주맙(camrelizumab)** 등의 매출이 추가로 발생할 것으로 예상된다.

중국 로컬 최고 R&D 능력 보유

향후 예정되어 있는 R&D 이벤트는 **PD-1억제제 캠렐리주맙**의 중국 CFDA 허가다. 현재 CFDA의 허가 검토 중에 있다. 캠렐리주맙은 올해 말, 혹은 내년 1분기 내 허가 될 것으로 예상된다. 중국의 PD-1억제제 시장에서 중국 업체 4곳(항서, 신다, 준시, 베이진)이 허가를 앞두고 있고, 다국적 제약사 머크의 키트루다, BMS의 오피디보는 각각 흑색종과 비소세포폐암 치료제로 허가를 받은 상황이다. 우리는, 다국적 제약사가 시장에 먼저 진입하였음에도 불구하고 중국 업체들이 가격경쟁력 및 영업력 기반으로 빠르게 시장에 침투할 것으로 예상한다. 그 중에서도 항암제 영업력이 뛰어난 항서제약의 상업적 성공을 기대한다.

이외에도 항서제약의 신약 R&D 파이프라인에는 **다국적제약사 블록버스터 의약품과 동일한 기전의 약물(Me-too/Me-Better 신약)**들이 다수 포진해 있다. PD-1, VEGFR, AR, CDK, JAK, DPP4, SGLT2, cMET, oral GLP-1 등이다. 본 아이템들이 글로벌 블록버스터 계열이라는 점과 로컬 업체의 가격 경쟁력 및 영업력을 고려하면 항서의 장기 성장성은 매우 높다.

단기적 불확실성에 대한 확인 필요, 매수 전략 권고

2018년, 항서제약 실적은 예상치에 부합는 결과를 기록해왔고, R&D 이벤트도 예상 스케줄대로 순항 중이다. 그러나 1) 중국 개별 업체에 대한 안전성 및 신뢰성 이슈(질강화해, 창생 바이오 등), 2) 정부의 약가 규제 정책(33개 의약품 대량 구매 방안 등) 등 때문에 올 하반기 주가는 급락했다. 1)의 경우 항서제약과 관련 없으나, 2)의 경우 실적에 악영향을 줄 수 있다. 항서제약도 제네릭 매출이 약 70%고, 33개 제품 외 추가로 확대될 수 있기 때문이다. 따라서 2) 관련 10월 중순~11월초 발표될 입찰 결과와 약가 인하 수준이 중요하다.

단기적으로 정책 관련 불확실성이 존재한다. 하지만 중장기적 관점 중국 내수 최고 R&D 능력을 통한 1등 제약사 성장 스토리는 여전히 유효하다. 자체 개발 신약 R&D 파이프라인이 로컬 업체 중 가장 탄탄하기 때문이다. 올해만 자체개발 항암제 및 신제품을 3개 출시했고, 1개 출시 예정이다. 이외에도 임상 2상에 다수의 블록버스터 가능성 약물들이 포진해있다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억CNY)	9.2	10.9	13.6	17.1	21.6	27.4
영업이익 (십억CNY)	2.4	2.8	3.7	4.6	5.8	7.3
영업이익률 (%)	26.3	26.1	27.5	26.6	27.1	26.8
순이익 (십억CNY)	2.2	2.6	3.2	3.9	5.1	6.4
EPS (CNY)	0.60	0.76	0.94	1.08	1.39	1.74
ROE (%)	24.5	23.2	23.2	21.4	22.2	22.4
P/E (배)	44.1	38.5	56.3	51.4	40.1	32.0
P/B (배)	9.6	8.6	12.6	10.6	8.5	6.6

자료: 항서제약 Jiangsu Hengrui Medicines, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 항서제약 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

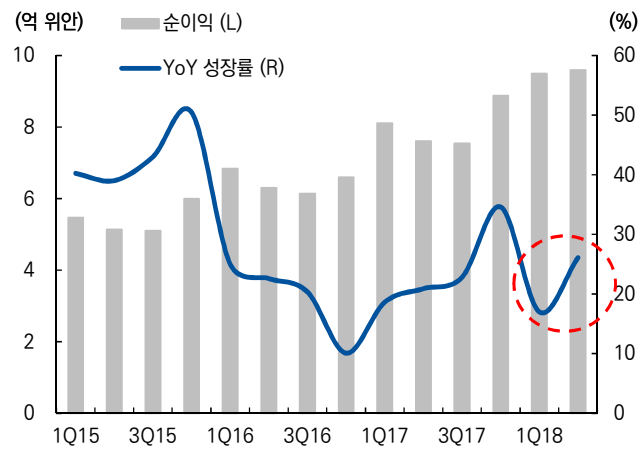
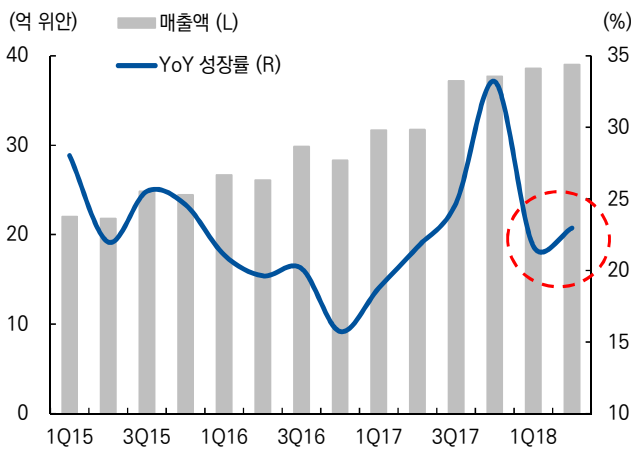
(백만원, %, 위안)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,110	3,116	3,656	3,700	3,784	3,847	10,891	13,582	17,114	21,599	27,353
YoY 성장률	18.6	21.4	24.7	33.6	21.7	23.5	18.9	24.7	26.0	26.2	26.6
항암제							4,830	5,722	7,210	9,157	11,721
YoY 성장률							25.7	18.5	26.0	27.0	28.0
마취제							3,007	3,600	4,319	5,183	6,220
YoY 성장률							19.1	19.7	20.0	20.0	20.0
조영제							1,308	1,895	2,463	3,054	3,756
YoY 성장률							30.0	44.8	30.0	24.0	23.0
항염증							300	369	424	466	490
YoY 성장률							-1.8	23.0	15.0	10.0	5.0
심혈관							303	324	347	371	397
YoY 성장률							-0.5	6.8	7.0	7.0	7.0
기타							1,346	1,915	2,490	2,863	3,293
YoY 성장률							2.5	42.3	30.0	15.0	15.0
매출총이익	2,692	2,683	3,153	3,205	3,262	3,330	9,456	11,732	14,790	18,774	23,812
YoY 성장률	20.2	19.5	23.7	32.3	21.2	24.1	21.4	24.1	26.1	26.9	26.8
매출총이익률	86.5	86.1	86.2	86.4	86.2	86.4	86.8	86.4	86.4	86.9	87.1
영업이익	924	876	886	1,044	1,087	4,559	2,844	3,731	4,559	5,847	7,329
YoY 성장률	20.1	26.8	25.5	54.2	17.6	420.2	17.8	31.2	22.2	28.3	25.3
영업이익률	29.7	28.1	24.2	28.2	28.7	118.5	26.1	27.5	26.6	27.1	26.8
지배주주 순이익	815	758	754	888	953	956	2,589	3,215	3,930	5,055	6,413
YoY 성장률	18.5	20.8	21.6	35.9	16.9	26.2	19.0	24.2	22.2	28.6	26.9
지배주주 순이익률	26.2	24.3	20.6	24.0	25.2	24.9	23.8	23.7	23.0	23.4	23.4
조정EPS	0.22	0.21	0.21	0.27	0.25	0.26	0.73	0.91	1.08	1.39	1.74
YoY 성장률	17.8	21.5	21.6	36.6	15.1	25.9	22.2	24.7	19.4	28.2	25.3

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 항서제약 분기 매출액 추이

그림 2. 항서제약 분기 순이익 추이



자료: 항서제약, 미래에셋대우 리서치센터

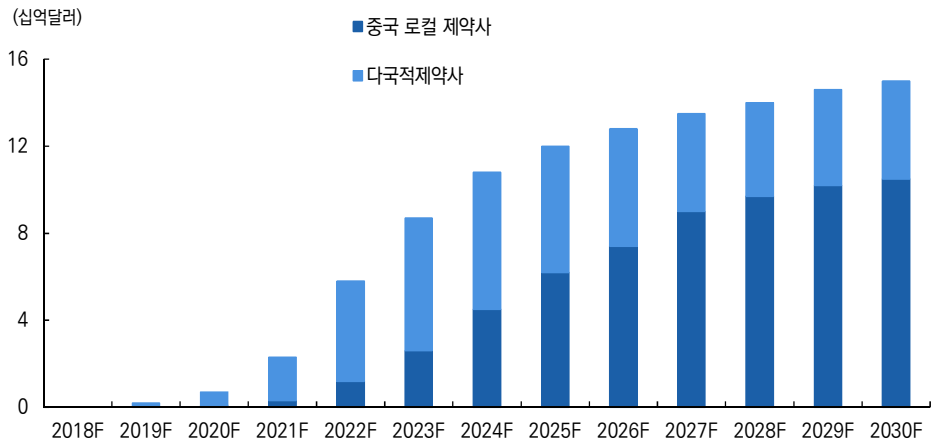
자료: 항서제약, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 중국의 PD-1억제제 개발 및 경쟁현황

개발사	브랜드	성분명/코드	적응증	중국현황	허가신청	미국 특허
BMS	OPDIVO	nivolumab	비소세포폐암(NSCLC)	허가	18년 6월 허가 완료	2027
Merck	KEYTRUDA	pembrolizumab	흑색종(Melanoma)	허가	18년 7월 허가 완료	2028
Junshi	-	trepinzumab	흑색종(Melanoma)	허가 검토 중	18년 3월 허가 신청	-
Innovent	-	sintilimab	전형적 호지킨림프종(cHL)	허가 검토 중	18년 4월 허가 완료	-
Hengrui	-	camrelizumab	전형적 호지킨림프종(cHL)	허가 검토 중	18년 4월 허가 완료	-
BeiGene	-	tislelizumab	전형적 호지킨림프종(cHL)	허가 검토 중	18년 8월 허가 완료	2033

자료: 각 사, Frost & Sullivan, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 중국 PD-1억제제 시장 전망



자료: Frost & Sullivan, 미래에셋대우 리서치센터

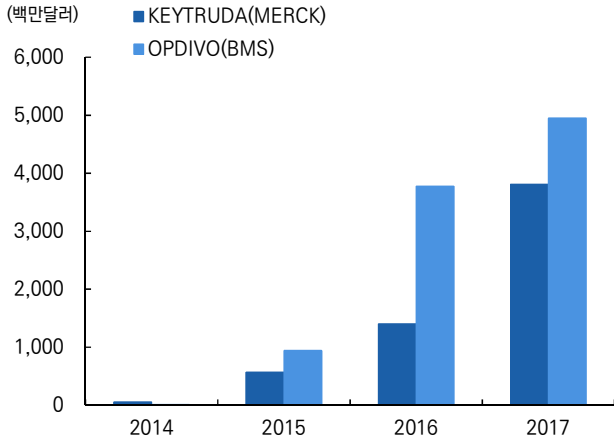
표 3. 항서제약 임상2상 이상 후기단계 파이프라인 현황

구분	성분명/코드	기전	적응증	임상단계
항암	camrelizumab	PD-1 inhibitor	전형적 호지킨 림프종 간암, 폐암, 식도암	허가검토 임상3상 임상2상
	camrelizumab/apatinib	PD-1 inhibitor/VEGFR inhibitor	간암, 폐암	임상2상
	apatinib	VEGFR inhibitor	간암, 폐암	임상3상
	pyrotinib	EGFR/HER2 inhibitor	HER2+ 유방암 유방암 병용 폐암	허가완료 임상3상 임상2상
	famitinib	TK inhibitor	대장암 위암	임상3상 임상2상
	SHR3680	Androgen receptor inhibitor	전립선암	임상2상
	SHR6390	CDK4/6 inhibitor	고형암	임상2상
자기면역	SHR0302	JAK inhibitor	류마티스관절염	임상2상
당뇨	retagliptin	DPP4 inhibitor	당뇨	임상3상
	SHR3842	SGLT-2 inhibitor	당뇨	임상3상
	retagliptin/metformin	DPP4 inhibitor/AMPK activator	당뇨	임상3상
기타	remimazolam		전신마취	허가검토, 임상3상
		TpoR agonist	빈혈	임상3상
	SHR4640	URAT1 inhibitor	통풍 등	임상2상

주: 모두 중국 임상

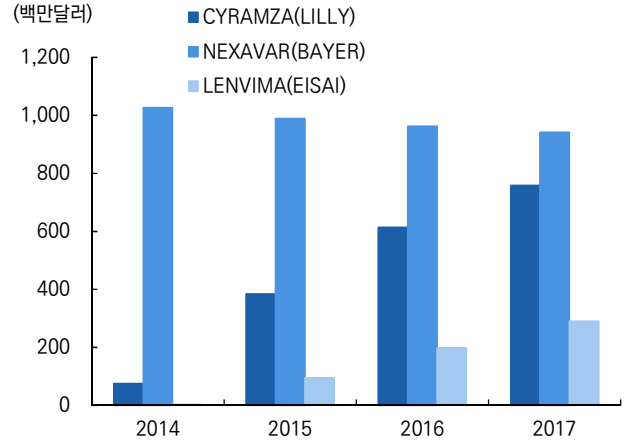
자료: 항서제약, CFDA, clinicaltrials, chinadrugtrials, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 주요 PD-1억제제 연간 매출액 현황



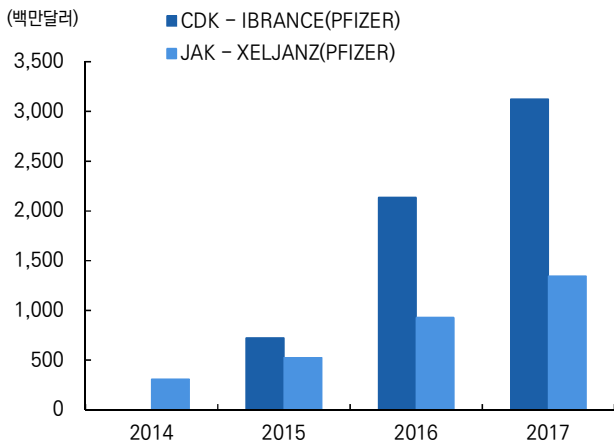
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 주요 VEGFR 억제제 연간 매출액 현황



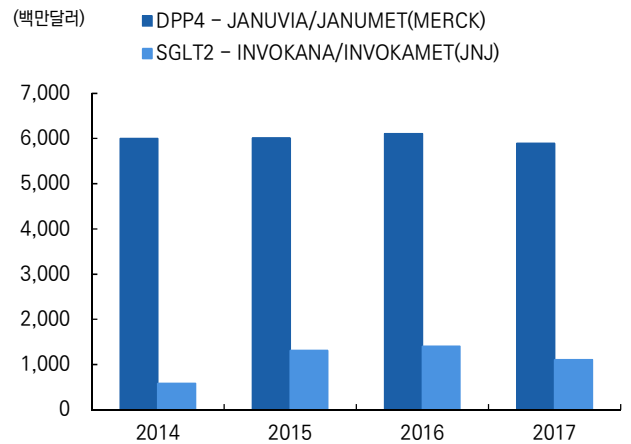
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 주요 CDK 및 JAK 억제제 연간 매출액 현황



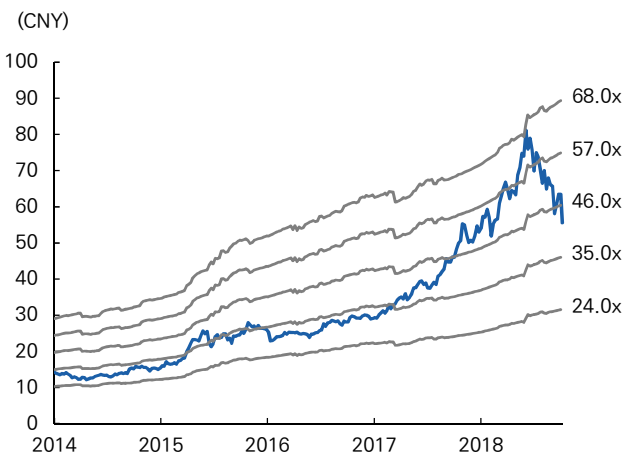
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 주요 DPP4 및 SGLT-2억제제 연간 매출액 현황



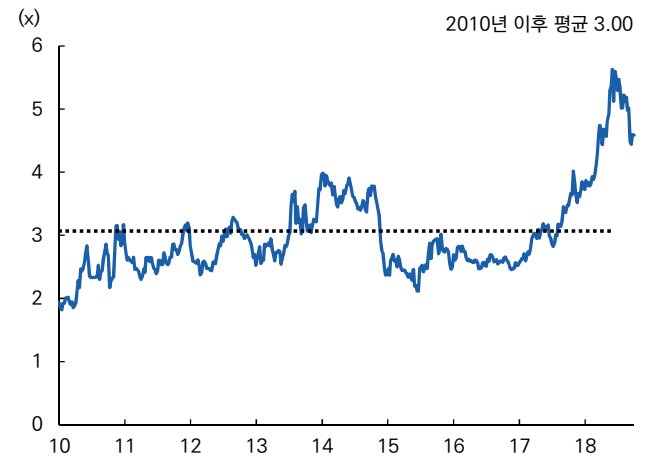
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 항서제약 12개월 선행 P/E 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 항서제약, CSI300 대비 P/E 밸류에이션 프리미엄 추이



주: 항서제약 12개월 선행 P/E / CSI300 지수 12개월 선행 P/E
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Peer Group Valuation Table

(십억 위안, %, 위안)

회사명	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA		EPS	
		18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F
JIANGSU HENGRUI	204.6	17.1	21.6	4.6	5.8	26.6	27.1	3.9	5.1	21.4	22.2	51.4	40.1	10.6	8.5	40.3	31.4	1.1	1.4
KANGMEI	107.8	32.3	38.4	5.9	7.0	18.2	18.3	5.0	6.0	14.6	15.7	21.6	18.0	3.0	2.8	14.2	12.0	0.9	1.1
YUNNAN BAIYAO	73.1	26.9	29.9	4.0	4.6	14.8	15.3	3.5	4.0	17.2	17.0	21.0	18.2	3.5	3.0	16.8	14.7	37.2	42.8
SHANGHAI FOSUN	69.1	24.1	28.8	3.7	4.5	15.2	15.6	3.5	4.2	12.5	13.5	20.3	16.9	2.5	2.2	19.9	16.3	1.4	1.7
DONG-E-E-JIAO	28.5	7.9	8.7	2.6	2.8	32.2	32.1	2.2	2.4	19.8	18.5	12.9	11.8	2.4	2.1	9.5	8.8	3.4	3.7
SHANGHAI RAAS	97.1	3.0	3.5					1.1	1.3	8.1	9.0	93.0	78.1			69.7	59.3	0.2	0.3
TONGHUA DONGBAO	32.0	3.1	3.7	1.3	1.6	41.1	43.3	1.1	1.4	21.1	22.7	29.5	23.1	6.0	5.0	22.2	17.6	0.5	0.7
CHANGCHUN H&N	34.5	5.5	7.1	1.6	2.2	29.7	30.7	0.9	1.3	18.7	20.5	36.6	27.3	6.6	5.5	18.8	14.5	5.5	7.4
HUADONG MEDICINE	53.4	31.7	36.1	2.9	3.6	9.2	10.0	2.2	2.8	22.7	23.7	24.0	19.4	5.3	4.5	16.6	13.5	1.5	1.9
CSPC	83.2	18.6	22.9	4.0	5.2	21.7	22.5	3.2	4.1	21.8	23.6	25.4	19.8	5.2	4.4	16.6	13.0	0.5	0.7
SINO BIOPHARMA	69.1	20.4	24.5	5.3	6.5	26.0	26.5	3.1	3.8	25.3	24.2	22.5	18.6	4.4	3.6	11.8	9.5	0.2	0.3
SINOPHARM	89.8	303.0	338.4	12.9	14.9	4.2	4.4	5.5	6.3	14.9	14.8	16.1	14.3	2.2	2.0	9.3	8.2	2.0	2.3
SHANGHAI FOSUN	69.1	24.0	28.1	3.1	3.8	12.7	13.5	3.2	3.8	12.0	13.2	17.3	14.4	2.0	1.9	22.7	19.8	1.3	1.6
CHINA MEDICAL	19.2	5.8	6.5	2.1	2.4	36.0	36.3	2.0	2.2	24.5	23.7	9.7	8.5	2.2	1.9	8.3	7.5	0.8	0.9
CHINA RESOURCES	63.5	166.7	183.5	10.6	12.3	6.4	6.7	3.6	4.3	8.0	8.3	17.5	14.9	1.2	1.1	8.1	7.0	0.6	0.7
3SBIO	25.5	4.7	5.8	1.4	1.8	29.9	30.4	1.2	1.5	14.6	16.2	22.6	17.6	3.1	2.6	15.5	12.7	0.4	0.6
SHANGHAI PHARMA	51.2	161.0	178.3	5.9	6.8	3.6	3.8	4.0	4.5	10.8	11.1	10.6	9.3	1.1	1.0	10.5	9.2	1.4	1.6
ALIBABA HEALTH	63.5	6.9	10.6	0.1	0.3	1.4	3.1	-0.1	-0.1	-0.2	3.3	513.3	166.5			3,559	317.3	0.0	0.0
SIHUAN PHARMA	13.0	2.7	2.9	1.8	1.9	66.1	65.5	1.4	1.5	12.3	11.9	9.2	8.4	1.1	1.0	4.8	4.7	0.2	0.2
SHANDONG WEIGAO	27.1	8.6	9.6	1.7	1.9	19.7	19.9	1.5	1.7	10.9	11.6	17.9	15.5	1.9	1.7	13.8	12.2	0.0	0.1
평균						23.3	23.8			15.7	16.4	48.1	27.4	3.6	3.0	186.8	29.5		

주: 첫번째 그룹은 본토상장 주요종목, 두번째 그룹은 홍콩상장 주요종목 종목. 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.