한미약품 (128940)

1Q26 Review: 하반기 R&D 모멘텀 주목

제약/바이오
Analyst 김준영
junyoung.kim@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 4. 30

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	620,000원
현재주가 (4.30)	460,000원
상승여력	34.8%

1Q26 Review

한미약품의 1Q26 연결 기준 매출액 3,929억원(YoY +0.5%, QoQ -9.2%), 영업이익 536억원(YoY -9.1%, QoQ -35.6%)으로 영업이익이 컨센서스를 하회하였다. 1Q25 발생한 MSD향 Efinopegdutide 임상 시료 공급 매출 및 Rolvedon 로열티 기저 효과로 인해 컨센서스를 하회하였으나 환율 상승에 따른 외환 손익 개선과 북경한미 배당금 수입 인식으로 순이익은 511억원(YoY +14.4%)을 달성하였다. 일회성 효과 제외 시 본업의 실질 성장은 견조하게 유지되고 있다.

[한미약품 별도] 매출액 2,852억원(YoY -3.3%), 영업이익 302억원(YoY -35.7%)을 기록하였다. 로수젯 593억원(YoY +9.2%) 등 주요 제품 매출이 견조하게 유지된 가운데, 1월 도입된 베링거인겔하임, 한국페링, 한독테바, 비보존제약 등 글로벌 Co-Promotion 13개 품목이 합산 83억원의 신규 매출에 기여하면서 상품 매출 499억원(YoY +60.4%)으로 큰 폭 성장하였다. 내수 매출은 2,485억원(YoY +10.2%)으로 본업 성장세를 뒷받침하였으며, 별도 순이익은 북경한미 배당금 수입 인식하며 550억원(YoY +34.5%)을 달성하였다.

[북경한미] 매출액 1,064억원(YoY +10.3%), 영업이익 236억원(YoY +107.7%)을 기록하였다. 1Q25 누적 재고 소진을 위한 공격적 영업, 마케팅 집행 기저효과, 위안화 환율 상승(YoY +6.2%) 환효과, 집중구매제도 영향이 적은 제품 중심 포트폴리오 전략이 동시에 작용하며 영업이익률 22.2%(YoY +10.4%p)로 큰 폭 개선되었다.

[한미정밀화학] 매출액 217억원(YoY -4.9%), 영업이익 9억원(YoY 흑자전환)을 달성하였다. 세파 계열 항생제 API 경쟁 심화에도 신규 CDMO 수주를 바탕으로 흑자 유지하였으며, BIOSECURE Act 시행 환경 하 추가 수주 가능성도 열려있다.

투자의견 Buy, 적정주가 62만원 유지

Efinopegdutide MASH 임상 2상 결과 발표 예상 시기가 밀리며 하반기 R&D 모멘텀을 주목할 때이다. EASL 2026(5/27 – 5/30), ADA 2026(6/5 – 6/8) 발표를 예상했으나 초록에 포함되어 있지 않으며 하반기 학회 발표를 예상한다. Efpeglenatide 비만 치료제 국내 승인 시기는 26년 하반기를 예상하고 있으며 LA-TRIA는 미국 비만 임상 2상 환자 모집을 완료하며 1Q27 종료를 예상하고 5월부터 당뇨 임상 2상에 진입한다. LA-UCN2는 임상 1상 SAD 완료 후 5월부터 MAD 개시 예정이다. 개발 파이프라인들의 임상이 순항 중인 만큼 임상 모멘텀을 주목할 필요가 있다.

표1 1Q26P 실적 Review 테이블

(십억원)	1Q26P	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**392.9**	391.0	0.5	433.0	(9.2)	416.8	(5.7)	425.7	(7.7)
영업이익	**53.7**	59.0	(9.0)	83.3	(35.5)	67.0	(19.9)	70.4	(23.7)
세전이익	**55.4**	53.2	4.2	58.5	(5.3)	61.3	(9.6)	57.6	(3.8)
당기순이익	**51.1**	44.7	14.4	54.1	(5.5)	52.1	(1.9)	45.3	12.9
영업이익률(%)	**13.7**	15.1		19.2		16.1		16.5	
세전이익률(%)	**14.1**	13.6		13.5		14.7		13.5	
순이익률(%)	**13.0**	11.4		12.5		12.5		10.6	

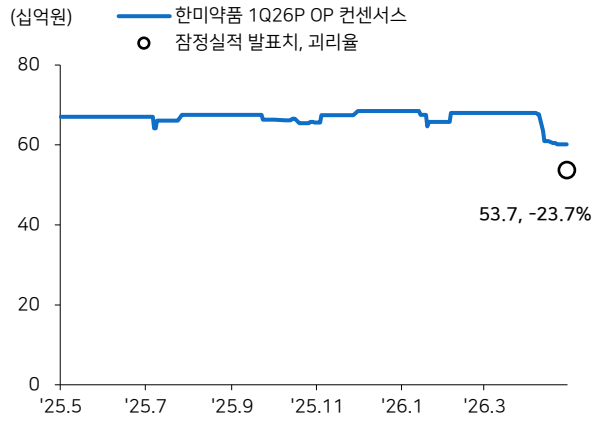
자료: Quantiwise, 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

표2 2026E 연간 실적 테이블

(십억원)	2026E	2025	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,624.9**	1,547.5	5.0	1,626.7	(0.1)	1,540.2	5.5
영업이익	**265.1**	257.8	2.8	262.5	1.0	244.3	8.5
세전이익	**226.8**	213.5	6.3	242.3	(6.4)	213.5	6.3
당기순이익	**200.3**	187.1	7.0	206.0	(2.8)	164.2	22.0
영업이익률(%)	**16.3**	16.7		16.1		15.9	
세전이익률(%)	**14.0**	13.8		14.9		13.9	
순이익률(%)	**12.3**	12.1		12.7		10.7	

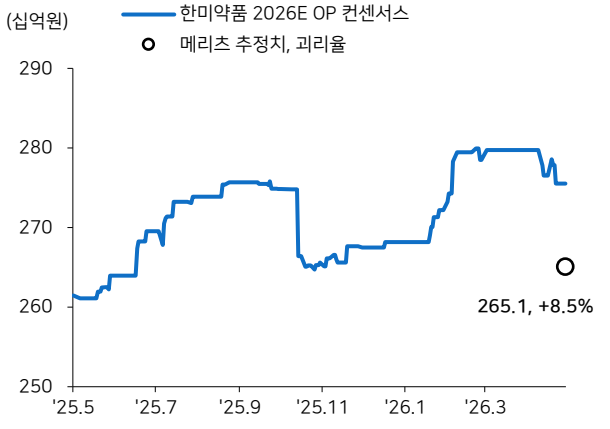
자료: Quantiwise, 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26P 영업이익, 컨센서스 23.7% 하회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 8.5% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한미약품(연결) 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	**391.0**	**361.3**	**362.4**	**433.0**	**392.9**	**386.6**	**393.7**	**451.7**	**1,495.5**	**1,547.5**	**1,624.9**
% YoY	(3.2)	(4.5)	0.1	23.1	0.5	7.0	8.6	4.3	0.3	3.5	5.0
한미약품	295.0	276.4	269.1	306.1	285.2	290.5	287.6	317.3	1,114.1	1,146.6	1,180.7
북경한미유한공사	96.5	86.7	94.1	125.1	106.4	97.2	106.1	135.5	385.6	402.4	445.2
한미정밀화학	22.8	23.0	17.2	28.3	21.7	25.8	19.3	31.7	108.9	91.3	98.4
연결조정	**23.4**	**24.8**	**18.1**	**26.5**	**20.4**	**26.8**	**19.4**	**32.9**	**113.1**	**92.7**	**99.4**
매출총이익	**213.6**	**204.7**	**205.6**	**260.5**	**217.3**	**221.5**	**227.5**	**262.4**	**817.0**	**884.4**	**928.8**
GPM (%)	54.6	56.7	56.7	60.2	55.3	57.3	57.8	58.1	54.6	57.2	57.2
영업이익	**59.0**	**60.4**	**55.1**	**83.3**	**53.7**	**65.4**	**75.1**	**70.9**	**216.2**	**257.8**	**265.1**
% YoY	(23.0)	4.0	8.0	173.4	(9.0)	8.3	36.3	(14.8)	(2.0)	19.2	2.8
OPM (%)	15.1	16.7	15.2	19.2	13.7	16.9	19.1	15.7	14.5	16.7	16.3
당기순이익	**44.7**	**43.0**	**45.4**	**54.1**	**51.1**	**46.1**	**54.3**	**48.7**	**140.4**	**187.2**	**200.3**
% YoY	(29.3)	(8.6)	29.9	(1230.8)	14.3	7.3	19.5	(9.9)	(15.1)	33.3	7.0
NPM (%)	11.4	11.9	12.5	12.5	13.0	11.9	13.8	10.8	9.4	12.1	12.3

자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

표4 한미약품 적정주가 산출

(십억원)		비고
한미약품의 영업가치 (A)	**5,198.9**	국내 상위 제약사 12mth forward EV/EBITDA 14.7
한미약품의 신약가치 (B)	**2,708.7**	DCF valuation
1) NASH dual agonist	1,299.7	
2) NASH triple agonist	311.5	
3) Efpeglenatide	537.5	
4) LA-TRIA	560.0	
순 차입금 (C)	64.7	2026년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	**7,842.9**	
주식수 (E)	12,680 천주	유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	**620,000**	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 MASH 후기 임상(임상 2, 3상) 진행 중인 GLP-1 관련 파이프라인

기전	성분명	임상연구명	임상단계	적응증	투약기간	Primary Completion	NCT number	회사
GLP-1	Semaglutide	ESSENCE	승인	MASH	72주	29.04.25	NCT04822181	Novo Nordisk
GLP-1/GIP	Tirzepatide	SYNERGE-NASH	Phase 2	MASH	52주	23.12.11	NCT04166773	Eli Lilly
		SYNERGE-Outcomes	Phase 3	MASLD	224주	30.08	NCT07165028	
	UBT-251	-	Phase 2(중국)	MASH	48주	27.06.04	NCT07145151	Novo Nordisk/United Bio Technology
GLP-1/GCG	Efinopegdutide	MK-6024-013	Phase 2	noncirrhotic MASH	52주	25.12.29	NCT05877547	MSD/한미약품
		MK-6024-017	Phase 2a	cirrhotic MASH	28주	26.09.21	NCT06465186	
	Pemvidutide	IMPACT	Phase 2	MASH	24주	25.02.28	NCT05989711	Altimmune
		RESTORE	Phase 2	ALD	24주	27.03.31	NCT07009860	
		RECLAIM	Phase 2	AUD w/ 과체중, 비만	24주	26.09.30	NCT06987513	
	Survodutide	LIVERAGE-Cirrhosis	Phase 3	cirrhotic MASH	76주	29.06.05	NCT06632457	Boeringer Ingelheim
		LIVERAGE	Phase 3	MASH	52주	31.12.27	NCT06632444	
		-	Phase 3	비만 w/ MASH	48주	25.10.15	NCT06309992	
		-	Phase 2	cirrhotic MASH	15주	26.01.18	NCT06675929	
	Mazdutide	-	Phase 2(중국)	MASH	60주	26.04.30	NCT06937749	Eli Lilly/Innovent
		-	Phase 3(중국)	MAFLD	48주	26.12.31	NCT06884293	
	AZD9550	CONTEMPO	Phase 1/2	비만/과체중 ± T2DM(MASH 개발용 초기 목적)	9주	26.10.01	NCT06151964	AstraZeneca
	DD01	-	Phase 2	과체중, 비만 w/ MASH	48주	25.04.29	NCT06410924	디앤디파마텍
	DR10624	-	Phase 2(중국)	MASLD	16주	26.05.30	NCT07024212	Zhejiang Doer Biologics
GLP-1/GIP/GCG	Efocipegtrutide	-	Phase 2	MASH	84주	26.06.27	NCT04505436	한미약품
	Retatrutide	SYNERGE-Outcomes	Phase 3	MASLD	224주	30.08	NCT07165028	Eli Lilly

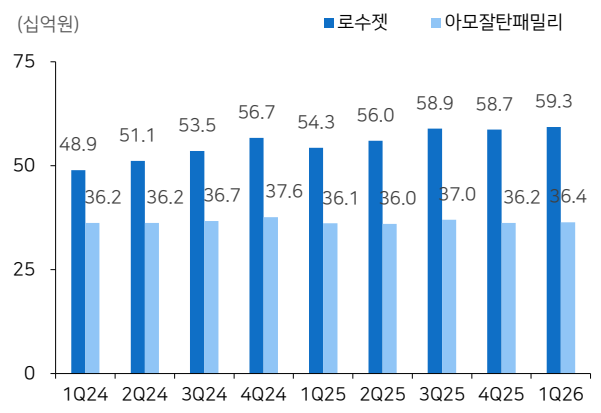
자료: Clinical Trials, 메리츠증권 리서치센터

표6 MASH 후기 임상(임상 2, 3상) 진행 중인 파이프라인

기전	성분명	임상연구명	임상단계	적응증	투약기간	Primary Completion	NCT number	회사
FGF21	Efruxifermin	SYNCHRONY-Histology	Phase 3	noncirrhotic MASH	52주	32.11	NCT06215716	Novo Nordisk/Akero
		SYNCHRONY-Real World	Phase 3	MASH/MASLD	52주	26.04	NCT06161571	
		SYNCHRONY-Outcomes	Phase 3	cirrhotic MASH	96주	29.09	NCT06528314	
	Pegozafermin	ENLIGHTEN-Cirrhosis	Phase 3	cirrhotic MASH	24개월	28.06	NCT06419374	Roche/89bio
		ENLIGHTEN-Fibrosis	Phase 3	noncirrhotic MASH	52주	29.02	NCT06318169	
	Efimosfermin	-	Phase 2	cirrhotic MASH	21-100주	27.11	NCT06920043	GSK/Boston Pharma
		-	Phase 2	MASH	56주	25.11	NCT04880031	
	TQA2225/AP025	-	Phase 2(중국)	MASH	48주	26.12	NCT06569524	Chia Tai Tianqing
THR-b	Resmetirom	MAESTRO-NASH-OUTCOMES	Phase 3	cirrhotic MASH	36개월	26.12	NCT05500222	Madrigal
		MAESTRO-NASH	승인	MASH	52주	28.01	NCT03900429	
		MAESTRO-NAFLD-OLE	Phase 3	MAFLD	52주	26.03	NCT04951219	
	VK2809	VOYAGE	Phase 2	MASH	52주	23.05.15	NCT04173065	Viking Therapeutics
	HSK31679	-	Phase 2b(중국)	MASH	52주	26.01	NCT06168383	Haisco Pharma
	ASC41	-	Phase 2	MASH	52주	25.05.10	NCT05462353	Gannex Pharma
	TERN501	DUET	Phase 2a	MASH	12주	23.07.10	NCT05415722	Terns
HSD17B13 siRNA	ALN-HSD	NASHGEN-2	Phase 2	MASH w/ Genetic risk factors	52주	27.09.08	NCT05519475	Regeneron/Alnylam
	ARO-HSD/ GSK4532990	SKYLINE	Phase 2	MASH	28주	25.09.23	NCT06104319	GSK/Arrowhead
		HORIZON	Phase 2	F3, F4 MASH	52주	26.01.26	NCT05583344	
		STARLIGHT	Phase 2	ALD	28주	26.12.08	NCT06613698	
PNPLA3 ASO	AZD2693	FORTUNA	Phase 2	noncirrhotic MASH	52주	25.07.14	NCT05809934	AstraZeneca/Ionis

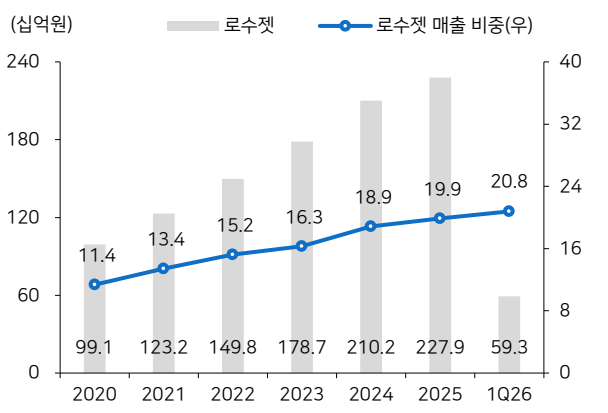
자료: Clinical Trials, 메리츠증권 리서치센터

그림3 로수젯, 아모잘탄 분기별 매출액



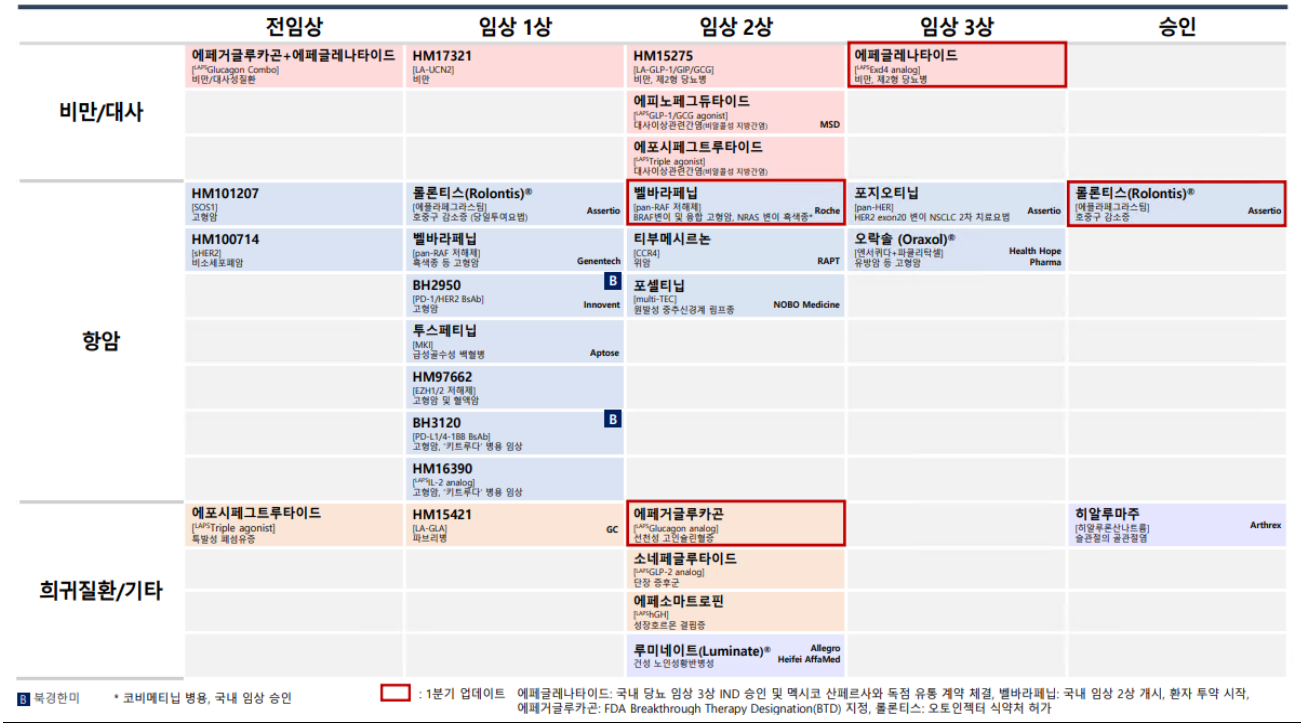
자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

그림4 로수젯 매출 비중(한미약품 별도 매출 기준) 추이



자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한미약품 R&D 파이프라인



자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

한미약품 (128940)

KOSPI	6,598.87pt
시가총액	58,931억원
발행주식수	1,281만주
유동주식비율	48.96%
외국인비중	13.63%
52주 최고/최저가	626,000원/257,500원
평균거래대금	568.9억원

주요주주(%)

한미사이언스 외 4 인	50.09
국민연금공단	10.98

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.2	17.8	71.0
상대주가	-29.8	-27.0	-33.7

주가그래프

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	1,495.5	216.2	121.3	9,470	-17.0	84,685	29.6	3.3	12.9	11.9	62.9
2025	1,547.5	257.8	169.6	13,235	39.8	97,553	34.2	4.6	17.4	14.5	50.2
2026E	1,624.9	265.1	178.3	13,919	5.2	115,737	33.0	4.0	16.6	13.1	40.4
2027E	1,704.9	243.7	148.4	11,587	-16.8	131,587	39.7	3.5	17.1	9.4	33.8
2028E	1,799.7	256.2	161.7	12,621	8.9	148,472	36.4	3.1	16.1	9.0	28.5

한미약품 (128940)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**1,495.5**	**1,547.5**	**1,624.9**	**1,704.9**	**1,799.7**
매출액증가율(%)	0.3	3.5	5.0	4.9	5.6
매출원가	678.5	663.1	696.1	758.7	800.9
매출총이익	817.0	884.4	928.8	946.2	998.9
판매관리비	600.9	626.6	663.7	702.6	742.6
영업이익	**216.2**	**257.8**	**265.1**	**243.7**	**256.2**
영업이익률(%)	14.5	16.7	16.3	14.3	14.2
금융손익	-18.9	-5.0	-2.0	4.2	9.7
종속/관계기업손익	-0.0	-0.0	12.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-26.0	-39.3	-49.1	-51.7	-52.3
세전계속사업이익	171.3	213.5	226.9	196.2	213.7
법인세비용	30.8	26.3	26.6	29.4	32.1
당기순이익	**140.4**	**187.1**	**200.3**	**166.8**	**181.6**
지배주주지분 순이익	121.3	169.6	178.3	148.4	161.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**193.5**	**173.1**	**246.2**	**209.4**	**220.0**
당기순이익(손실)	140.4	187.1	200.3	166.8	181.6
유형자산상각비	85.5	86.2	89.5	91.5	93.2
무형자산상각비	11.8	12.6	17.1	18.5	19.8
운전자본의 증감	-90.3	-150.1	-60.7	-67.3	-74.6
투자활동 현금흐름	**24.9**	**-159.5**	**-60.3**	**-62.3**	**-68.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-39.3	-43.0	-24.0	-24.0	-24.0
투자자산의감소(증가)	-127.9	48.8	-4.7	-6.0	-7.6
재무활동 현금흐름	**-93.8**	**-97.2**	**-73.2**	**-73.1**	**-73.1**
차입금의 증감	-76.2	-62.5	-47.8	-47.8	-47.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	137.3	-84.0	112.7	74.0	78.3
기초현금	55.0	192.3	108.3	221.0	295.0
기말현금	192.3	108.3	221.0	295.0	373.3

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	746.3	894.0	1,086.0	1,247.7	1,422.9
현금및현금성자산	192.3	108.3	221.0	295.0	373.3
매출채권	238.3	337.3	379.6	427.3	480.9
재고자산	300.9	338.5	366.4	396.6	429.3
비유동자산	1,274.5	1,243.7	1,269.7	1,293.6	1,320.3
유형자산	795.6	760.2	774.7	787.2	798.0
무형자산	94.1	113.3	124.2	133.6	141.9
투자자산	172.5	123.6	128.3	134.3	141.9
자산총계	**2,020.8**	**2,137.6**	**2,355.7**	**2,541.3**	**2,743.2**
유동부채	682.8	605.2	584.4	564.7	546.3
매입채무	38.6	54.3	56.6	59.6	63.4
단기차입금	370.6	319.5	287.5	255.5	223.5
유동성장기부채	31.2	13.6	13.6	13.6	13.6
비유동부채	97.3	109.5	93.4	77.4	61.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	85.9	91.8	75.8	59.8	43.8
부채총계	**780.1**	**714.7**	**677.8**	**642.1**	**607.7**
자본금	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	411.3	411.3	411.3	411.3	411.3
기타포괄이익누계액	4.0	13.2	93.2	173.2	253.2
이익잉여금	680.9	836.5	989.4	1,112.5	1,248.8
비지배주주지분	155.9	173.1	195.1	213.4	233.4
자본총계	**1,240.8**	**1,422.9**	**1,677.8**	**1,899.2**	**2,135.4**

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	116,736	120,797	126,834	133,081	140,484
EPS(지배주주)	9,470	13,235	13,919	11,587	12,621
CFPS	24,961	30,071	26,193	23,574	24,737
EBITDAPS	24,473	27,836	29,018	27,607	28,816
BPS	84,685	97,553	115,737	131,587	148,472
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	29.6	34.2	33.0	39.7	36.4
PCR	11.2	15.0	17.6	19.5	18.6
PSR	2.4	3.7	3.6	3.5	3.3
PBR	3.3	4.6	4.0	3.5	3.1
EBITDA(십억원)	313.5	356.6	371.8	353.7	369.2
EV/EBITDA	12.9	17.4	16.6	17.1	16.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.9	14.5	13.1	9.4	9.0
EBITDA 이익률	21.0	23.0	22.9	20.7	20.5
부채비율	62.9	50.2	40.4	33.8	28.5
금융비용부담률	1.6	1.1	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	8.9	15.2	19.3	20.0	24.3
매출채권회전율(x)	7.4	5.4	4.5	4.2	4.0
재고자산회전율(x)	5.1	4.8	4.6	4.5	4.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

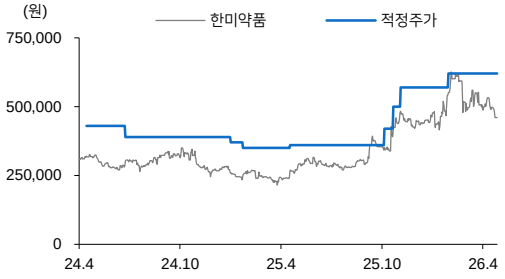
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한미약품 (128940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.05.02	기업브리프	Buy	430,000	김준영	-31.6	-24.0
2024.07.10	기업브리프	Buy	390,000	김준영	-23.2	-10.1
2025.01.14	기업브리프	Buy	370,000	김준영	-32.4	-29.6
2025.02.05	기업브리프	Buy	350,000	김준영	-29.7	-23.0
2025.04.30	기업브리프	Buy	360,000	김준영	-16.7	9.2
2025.10.15	기업브리프	Buy	420,000	김준영	-12.9	1.9
2025.10.31	기업브리프	Buy	500,000	김준영	-10.7	-4.1
2025.11.13	산업분석	Buy	570,000	김준영	-20.1	-5.1
2026.02.06	기업브리프	Buy	620,000	김준영	-	-

주가 및 적정주가 변동추이