

Biotech Investor Primer #5

중국이 왜 빅파마의 R&D 공급처가 되는가



CONTENTS

Executive summary	3
I. 빅파마가 중국 자산을 사기 시작했다	4
1. 중국 라이선스아웃, 양과 질 모두 성장	4
2. 기술수출 자산, 글로벌 후기임상 및 허가 단계로 진입	6
II. 왜 중국인가: 빅파마의 수요 × 중국의 R&D 생산성	7
1. 특허 절벽, 빅파마의 외부 R&D 수요를 키운다	7
2. 낮은 비용과 빠른 임상개발	7
3. 빠르게 커진 임상 수와 후보물질 Pool	8
III. 중국 정책과 자본시장, R&D 공급 기반을 강화	9
1. 중국 약가정책, 가격 인하에서 혁신 보상으로	9
2. 혁신신약 전주기 지원 강화: 임상·허가부터 상업화까지	11
3. VC·IPO 회복, R&D 자금조달 환경 개선	13
IV. 최대 리스크는 미국	15
V. 어떤 중국 바이오를 사야 하는가	16
Global Company Analysis	17
우시 XDC 케이맨	18
석약그룹	22
켈론바이오텍	27

Executive summary

중국, 빅파마의 R&D 공급처로 부상

중국 바이오의 투자 논리는 중국 내 신약 판매 확대보다 글로벌 빅파마의 R&D 공급처로 자리잡는 과정에 있다고 판단한다. 2025년 이후 중국 기업의 라이선스아웃은 양과 질 모두 개선되고 있으며, 1Q26 기준 선금금 5,000만 달러 이상인 글로벌 빅파마 라이선스 거래에서 중국 자체 개발 자산이 거래 건수의 50%, 지급 선금금의 75%를 차지했다. 단일 자산 중심이던 거래도 다수의 초기 파이프라인과 플랫폼을 묶은 대형 계약으로 확대되고 있다.

이 흐름은 일회성보다 구조적일 가능성이 높다. 주요 블록버스터의 특허 만료를 앞둔 빅파마는 외부 파이프라인 확보 필요성이 높아지는 반면, 중국은 미국 대비 낮은 개발비와 빠른 임상 속도, 많은 후보물질 pool을 갖추고 있기 때문이다. 중국의 임상 1~2상 환자당 등록 비용은 미국의 50% 미만이고, 임상 1b상 이후 환자 모집 속도는 2배 빠르다. 중국 기업의 글로벌 임상시험 비중도 2016년 5%에서 2025년 30%로 확대됐다. 따라서 중국 바이오가 빠르게 초기 임상 데이터를 확보해 자산을 검증하고, 빅파마가 이를 도입해 글로벌 후기 임상과 상업화를 수행하는 분업 구조가 형성되고 있다.

기술수출 자산의 후속 성과도 확인되기 시작했다. Carvykti, Loqtorzi, Fruzaqla 등 중국 자체 개발 자산은 이미 FDA 승인에 성공했으며, 이보네시맵(Ivonescimab), sac-TMT 등 2022년 이후 기술수출된 자산들도 글로벌 임상 3상과 허가 단계로 진입했다. 중국 자산의 가치가 단순한 낮은 개발비가 아니라 실제 임상 성과와 글로벌 개발 가능성으로 검증되는 구간이라는 점에서 과거보다 높은 밸류에이션을 적용할 근거가 커지고 있다.

중국 내 정책과 자금조달 환경도 R&D 공급 기반을 지지하는 방향으로 변화하고 있다. VBP는 제네릭 중심 사업모델의 수익성을 낮추며 혁신신약 개발 전환을 촉진했고, 최근에는 혁신신약 지원이 R&D에서 허가·병원 진입·보험 지급까지 확대되고 있다. VC 투자 회복과 과창판(科创板) 제5차 상장기준 재개, 홍콩 Chapter 18A 등도 초기 R&D부터 후기 임상까지의 자금조달 여건을 개선하는 요인이다.

최대 변수는 미국의 대중 바이오 규제다. 현재 BIOSECURE Act의 직접 규제는 연방조달과 바이오 장비·서비스에 집중돼 있으나, COINS Act 시행규칙과 BINS Act 입법 여부에 따라 향후 중국 신약 라이선싱까지 규제 범위가 확대될 가능성이 있기 때문이다. 글로벌 라이선스아웃이 가능한 자산, ADC·이중항체·비만/대사·RNA/핵산·CGT 등 글로벌 수요가 높은 모달리티, 중국 내 매출만으로 기업가치를 설명하지 않아도 되는 기업을 중심으로 접근하는 전략이 유효하다고 판단한다. 바이오컨주게이트에 대한 글로벌 수요가 높은 **우시 XDC(2268 HK, 매수, TP HKD 106)**, TROP2 ADC에 대한 글로벌 임상결과를 확보하고 있는 **켈론바이오텍(6990 HK)**, 비만 및 RNA 등 신규 모달리티를 확대하며 딜을 성사시키고 있는 **석약그룹(1093 HK)**가 해당된다.

I. 빅파마가 중국 자산을 사기 시작했다

1. 중국 라이선스아웃, 양과 질 모두 성장

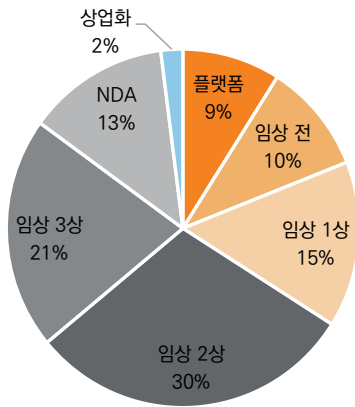
중국 기업들의 글로벌 기술이전이 지속되고 있다. 2026년 상반기만 96건의 딜이 성사되었으며, 라이선스아웃 거래금액은 997억 달러에 달한다. 딜 건수는 25년 대비 61%로 하반기 유사한 규모의 딜들이 수행된다면 25년 딜 건수를 넘어설 것으로 보인다.

DealForma 자료에 따르면, 중국 바이오텍의 선금금 5,000만 달러 이상의 딜 비중이 1Q26 기준 50% 이상으로 급증했다. 선금금 5,000만 달러 이상 글로벌 빅파마 라이선스 거래 가운데 중국 자체 개발 자산이 거래 건수의 50%, 지급 선금금의 75%를 차지했다.

그리고 2026년부터는 점차 단일 품목이 아니라 멀티에셋과 플랫폼 딜로 발전하고 있다는 것도 중요하다. 1월 아스트라제네카-CSPC(185억 달러), 5월 BMS-Hengrui(152억 달러), 화이자-이노벤트(105억 달러) 등 대규모의 다중 파이프라인 거래도 늘고 있으며 이는 딜의 질적 성장을 보여준다.

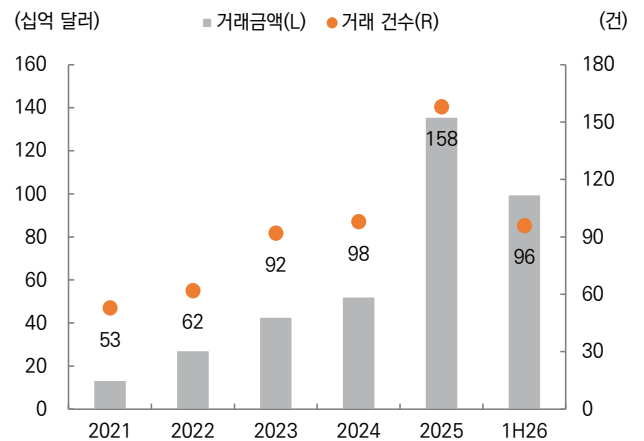
빅파마의 수요가 높은 타겟과 모달리티에 부합하는 자산 공급 역량이 대형 딜 확대의 한 배경으로 판단된다. 종양학은 여전히 주요 치료영역이며, 최근에는 RNA, in vivo CAR-T와 같은 새로운 모달리티에 대한 수요도 증가하고 있다.

그림 1. 2025년 개발단계 별 라이선스아웃 거래 비중



자료: PharmaDJ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 기업의 라이선스아웃 규모 및 딜 건수



자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 중국 바이오 기업의 라이선스 딜 규모

(백만 달러)

시점	기술이전 기업 (중국)	도입 기업 (해외)	거래 프로젝트	개발 단계	권리 지역	Upfront	단기 마일스톤 ·지분 등	장기 마일스톤	총 규모	Upfront 비율
1/5	Earendil Labs	Sanofi	AI 신약발굴 플랫폼 기반 다수 자가면역·염증성 질환 프로젝트	전임상	글로벌	-	160	2,400	2,560	
1/12	RemeGen	AbbVie	RC148/ABBV-1480(PD- 1/VEGF 이중항체)	임상 2~3상	글로벌(중화권 제외)	650	-	4,950	5,600	11.6%
1/30	CSPC	AstraZeneca	서방형 약물전달·펩타이드 AI 신약발굴 플랫폼; SYH2082(GLP-1R/GIPR) 및 추가 프로젝트	임상 1상·전임상	글로벌(중화권 제외)	1,200	-	17,300	18,500	6.5%
2/2	SanogeneBio	Genentech	siRNA/RNAi 프로그램 1종	전임상	글로벌	200	-	1,500	1,700	11.8%
2/8	이노벤트	Eli Lilly	항암·면역 분야 다수 초기 파이프라인	전임상	글로벌(중화권 제외)	350	-	8,500	8,850	4.0%
2/11	리보라이프사이언스	Madrigal	MASH siRNA 프로그램 6종	전임상	글로벌	60	-	4,400	4,460	1.3%
2/13	Genhouse Bio	Gilead	GH31(MAT2A)	임상 1상	글로벌	80	-	1,450	1,530	5.2%
3/4	시노바이오팜	Sanofi	로바시티닙(Rovadacitinib; JAK/ROCK)	출시	글로벌	135	-	1,395	1,530	8.8%
3/29	인실리코 메디슨	Eli Lilly	신규 경구 치료제 1종 및 다중 타겟 AI 신약개발	전임상	글로벌	115	-	2,635	2,750	4.2%
5/12	형루이제약	BMS	항암·혈액·면역 분야 초기 프로젝트 13개	전임상·초기	글로벌(중국 본토·홍콩·마카오 제외)	600	350	14,250	15,200	3.9%
5/29	이노벤트	Pfizer	항암 초기 혁신 프로젝트 12개	전임상·초기	4개 공동개발, 4개 글로벌(중화권 제외), 4개 글로벌	650	-	9,850	10,500	6.2%
5/29	하이스커	Eli Lilly	최대 5개 타겟 혁신신약 발굴 및 초기 R&D	전임상	프로그램별 글로벌 또는 글로벌 (중화권 제외)	-	87	2,967	3,054	
6/22	인실리코 메디슨	SK바이오팜	AI 기반 신경면역 신약 후보 프로그램	전임상	글로벌	-	18		2,500	
6/23	야오탕바이오	Serapha Bio	SERP-01/YOLT- 202(AATD in vivo base editing)	임상/IIT	글로벌(중화권 제외)	-	-	2,000	2,000	
6/24	아비스코	Eli Lilly	다중 타겟 혁신신약 발굴·초기개발 협업	전임상	글로벌	-	-	1,900	1,900	
6/30	METIS TechBio	Boulevard Bio	MTS-128 (삼중특이 T-cell engager)	전임상	글로벌	20	-	1,600	1,620	1.2%
7/2	CSPC	AstraZeneca	신장질환 siRNA 후보 2개 타겟	전임상	프로그램별 글로벌 또는 중국 제외 글로벌	30	-	1,740	1,770	1.7%
7/8	정대천청	AstraZeneca	TQC3721 (PDE3/4 억제제)	임상 3상	중국 제외 글로벌 + 일부 후속 프로그램 글로벌	200	-	1,900	2,100	9.5%
7/14	디잘	AstraZeneca	Sunvozertinib (Zegfrov; EGFR 억제제)	출시/승인	글로벌	600	-	900	1,500	40.0%
7/14	한소제약	Avere	HS-20118/AVR- 001(경구용 cyclic peptide IL-23R antagonist)	임상 1b / 2상 준비	글로벌 (중화권 제외)	120	-	2,180	2,300	5.2%
8/4	알파맵 온콜로지	Pathos AI	JSKN016(TROP2/HER3 이중특이 ADC)	임상 3상	글로벌 (중화권 제외)	125	-	2,093	2,218	5.6%
8/25	하이스커	Sentivera Therapeutics	HSK60002 (2형 염증 관련 저분자)	전임상 / 중국 IND 승인	글로벌 (중화권 제외)	40	36	1,460	1,536	2.6%
9/1	심시어	Roche	SIM0660(CD79a/CD19/C D3 삼중특이 TCE)	전임상	글로벌	75	-	1,455	1,530	4.9%

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

2. 기술수출 자산, 글로벌 후기임상 및 허가 단계로 진입

중국 바이오의 기술수출 증가는 단순 계약금 유입에 그치지 않고 실제 글로벌 개발로 이어지고 있다. Carvykti, Loqtorzi, Fruzaqla 등 중국에서 자체적으로 개발한 자산이 이미 FDA 승인에 성공한 가운데, 22년 이후 라이선스아웃된 ivonescimab, sac-TMT, sonesitug vedotin, DB-1303/DB-1311, SSGJ-707 등도 미국 BLA 또는 글로벌 3상 단계로 진입했다. 빅파마가 중국에서 초기 임상 자산을 조달한 뒤 자체 글로벌 개발 인프라를 활용해 후기 임상과 상업화로 연결하는 구조가 실제로 형성되고 있다는 점에서 중국의 'R&D 공급처' 역할이 검증되고 있다고 판단한다.

켈룬바이오텍(6990 HK)과 아케소바이오(9926 HK)가 그 중심에 있다. 머크가 22년 5월, 중국 켈룬을 통해 확보한 sac-TMT(TROP2 ADC)는 17건의 임상 3상이 진행 중이다. 머크는 OptiTROP-Lung05의 긍정적인 PFS(NR vs 5.7 mo, HR 0.35) 데이터를 바탕으로 임상 TroFuse-007, 019, 023을 통해 1차 비소세포폐암 시장(키트루다 대체 및 병용) 진출을 가속화하고 있다. 켈룬이 중국에서 진행 중인 임상들은 글로벌 스케일로 진행 중인 TroFuse 프로그램의 성공 가능성을 먼저 보여줄 수 있다는 점에서 의미가 있다.

미국 서밋도 머크와 유사한 전략으로 아케소바이오의 이보네시맵(Ivonescimab)에 대한 상업화를 준비 중이다. 서밋은 2022년 중국 바이오 기업인 아케소로부터 이중항체인 항암제 이보네시맵의 판권을 도입했다. 이 계약은 총 규모 50억 달러(계약금 5억 달러 포함, 로열티는 순매출액의 두 자릿수 초반)에 달하는 초대형 딜이었다.

2026년 9월 WCLC에서 발표된 HARMONi-2 OS 분석에서도 이보네시맵은 키트루다 대비 사망위험을 27% 낮췄으며(HR 0.73, p=0.009), 중앙 OS는 30.8개월 vs 22.6개월을 기록했다. 다만 미국 BLA는 EGFR 변이 NSCLC를 대상으로 한 글로벌 HARMONi 3상에 근거하며, FDA는 회사에 통계적으로 유의한 OS 개선이 허가에 필요하다는 입장을 전달했다. PDUFA 목표일은 2026년 11월 14일로, 미국 허가 여부가 향후 핵심 변수다.

sac-TMT와 이보네시맵은 중국에서는 상업화된 의약품으로 글로벌 임상을 통해 상업화를 준비하고 있으며 후기 임상·허가 단계에 진입해 글로벌 상업화 가능성을 검증 중이다. 이와 같이 미국에 라이선싱된 의약품들이 후기 임상·허가단계까지 올라오면서 중국 자산의 가치도 재평가받을 것으로 보인다.

표 2. 중국 기술수출 자산의 글로벌 후기 임상·허가 진입 현황

중국 개발사	자산	파트너 / 라이선스	개발 단계
Akeso	Ivonescimab	Summit / 2022	BLA 심사
Kelun-Biotech	Sac-TMT	Merck / 2022	임상 3상
KYM Biosciences	CMG901	AstraZeneca / 2023	임상 3상
DualityBio	DB-1303	BioNTech / 2023	임상 3상 / 중국 BLA 심사
DualityBio	DB-1311	BioNTech / 2023	임상 3상
3SBio	SSGJ-707	Pfizer / 2025	임상 3상
Abbisko	Pimicotinib	Merck KGaA / 2023	NDA 심사
HUTCHMED	Fruquintinib	Takeda / 2023	FDA 승인
Junshi	Toripalimab	Coherus / 2021	FDA 승인
Legend Biotech	Cilta-cel	J&J / 2017	FDA 승인

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

II. 왜 중국인가: 빅파마의 수요 × 중국의 R&D 생산성

1. 특허 절벽, 빅파마의 외부 R&D 수요를 키운다

글로벌 빅파마들의 블록버스터 의약품 특허 만료가 다가오면서 특허 만료 이후의 공백을 메울 수 있는 아이템을 찾으려는 시도들이 진행되고 있다. 빅파마는 내부 R&D와 병행해 외부 파이프라인 도입을 확대하고 있으며, 중국이 주요 자산 조달처 중 하나로 부상하고 있다.

표 3. 주요 의약품 미국 독점권 상실(LOE) 시기

(십억 달러)

제품명	개발사	주요 적응증	25년 매출	미국 LOE (Loss of Exclusivity)
Keytruda	Merck	종양	31.7	2028~29년
Dupixent	Sanofi/Regeneron	면역	15.7	2031년
Opdivo	BMS	종양	10.1	2028년
Ocrevus	Roche	다발성경화증	7.0	2029년
Eylea	Regeneron/Bayer	안과질환	7.9	2024~26년
Prolia/Xgeva	Amgen	골다공증/종양	6.5	2025년
Stelara	J&J	면역	6.1	2025년
Ibrance	Pfizer	종양	4.1	2027년
Trulicity	Eli Lilly	당뇨병	4.3	2027년
Eliquis	BMS	항응고제	14.4	2028년

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

2. 낮은 비용과 빠른 임상개발

빅파마들은 왜 중국에서 파이프라인을 찾고 있을까? 중국의 경쟁력은 낮은 비용뿐 아니라 IND 이후 임상 PoC 확보까지의 속도에서도 나타난다. BCG에 따르면 중국의 임상 1~2상 환자당 등록 비용은 미국의 50% 미만이며, 임상 1b상 이후 환자 모집 속도는 미국 대비 2배 이상 빠르다. 실제 DualityBio는 IND 이후 첫 환자 투여(FPI)까지 약 45일, 이후 임상 2상 종료 미팅까지 약 20개월이 소요된다고 밝혔다. 이를 단순 합산하면 IND 이후 임상 2상 종료까지 약 21~22개월 수준이다. 회사 측이 비교 대상으로 언급한 일반적인 3~4년 대비 크게 짧은 기간이다. 빠른 환자 모집과 낮은 임상 비용을 통해 중국 바이오텍은 상대적으로 짧은 기간에 초기 임상 데이터를 확보하고 자산의 가치를 검증할 수 있으며, 이는 글로벌 빅파마가 중국을 외부 R&D 공급처로 활용하는 핵심 배경으로 판단한다.

표 4. 중국 임상의 경쟁력 비교

지표	중국	비교 기준
임상 1~2상 환자당 비용	미국의 <50%	미국 100
임상 1b상 이후 환자 모집 속도	미국의 >2배	미국 1배
IND → 첫 환자 투여(FPI)	약 45일	DualityBio 사례
첫 환자 투여(FPI) → 임상 2상 종료 미팅	약 20개월	DualityBio 사례
IND → 임상 2상 종료	약 21~22개월	통상 3~4년 대비

자료: BioCentury, BCG, 미래에셋증권 리서치센터

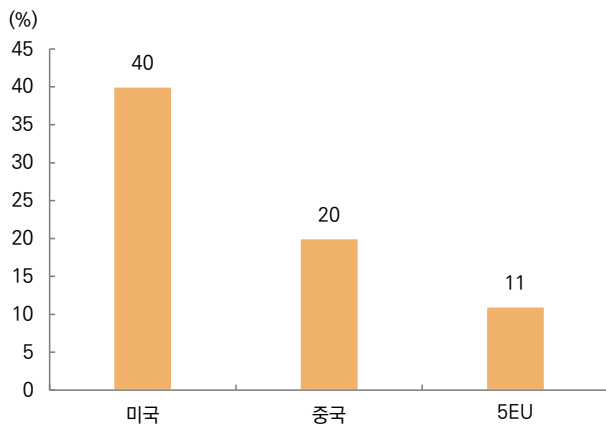
3. 빠르게 커진 임상 수와 후보물질 Pool

중국은 임상시험 규모에서 미국에 근접하고 있으며, 후보물질 pool 역시 빠르게 확대되고 있다. GlobalData에 따르면 중국 기업이 수행하는 글로벌 혁신신약 임상시험 비중은 2016년 5%에서 2025년 30%로 상승한 반면, 미국은 45%에서 33%로 하락했다. 1Q26에도 중국은 전 세계에서 신규 개시된 임상 1~3상 임상시험의 약 1/3을 차지했으며, 임상 개시 건수는 전년 동기 대비 6.5% 증가했다. 중국은 현재 전 세계 개발 중 의약품의 약 20%를 차지하고 있어, 임상 수행 국가를 넘어 글로벌 신약 후보물질의 주요 공급원으로 부상하고 있다.

후보물질의 질적 변화도 동반되고 있다. 중국에서 2021년 7월 이후 임상개발에 진입한 2,623개 후보물질 가운데 me-too 비중은 2021년 50%에서 약 35%까지 낮아졌으며, 2024년 기준 465개 중국 자체 개발 파이프라인이 중국뿐 아니라 해외에서도 동일한 임상 개발 단계까지 진입했다. 이는 중국 자체 개발 자산이 중국 내 임상에 머무르지 않고 글로벌 개발 대상으로 확대되고 있음을 보여준다.

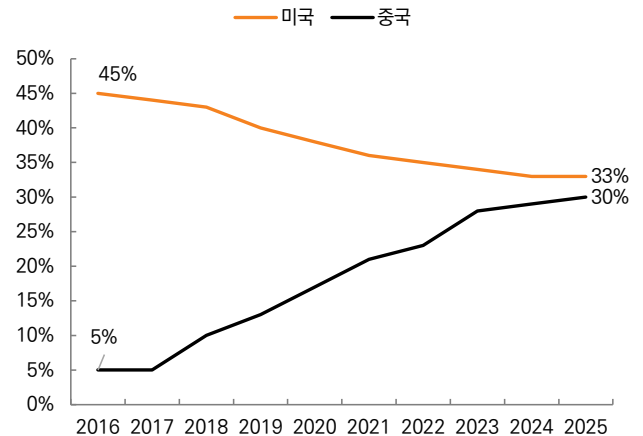
이는 빅파마 입장에서 중국의 의미가 단순히 저렴한 임상 수행 지역에서 대규모 후보물질을 탐색할 수 있는 R&D sourcing market으로 확대되고 있음을 보여준다. 낮은 임상비용과 빠른 환자 모집에 더해 글로벌 개발이 가능한 후보물질 자체가 빠르게 늘어나면서, 빅파마가 중국에서 초기 자산을 도입할 유인도 구조적으로 높아지고 있다고 판단한다.

그림 3. 중국, 글로벌 개발 중 신약 파이프라인의 20% 차지



주: 5EU는 영국, 프랑스, 독일, 스페인, 이탈리아
자료: GlobalData Drug Database, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국, 글로벌 혁신신약 임상시험 비중에서 미국에 근접



자료: GlobalData, 미래에셋증권 리서치센터

III. 중국 정책과 자본시장, R&D 공급 기반을 강화

1. 중국 약가정책, 가격 인하에서 혁신 보상으로

중국은 과거 복잡한 의약품 유통구조와 병원별 분산 구매로 인해 제네릭을 중심으로 유통·판매비용이 약가에 과도하게 반영되는 문제가 있었다. 이러한 구조는 의약품 가격과 의료비 부담을 높이는 요인으로 작용했다. 정부는 이를 개선하기 위해 2018년 이후 약품집중구매(VBP)와 국가 기본의료보험 목록(NRDL) 조정·협상을 본격화하며 약가 인하와 의료보험 재정 효율화를 추진했다.

초기 정책은 의약품 가격 정상화와 환자 부담 완화에 효과가 있었지만, 수년간 강도 높은 가격 인하가 이어지면서 제약사의 수익성 악화와 R&D 투자 회수 부담도 커졌다. 이에 최근에는 제네릭·성숙 의약품에는 가격 효율화를 유지하는 한편, 혁신신약에는 임상적 가치와 연구개발 성과를 보다 적극적으로 보상하는 방향으로 정책이 차별화되고 있다.

1) 약품집중구매(VBP): 최저가 경쟁에서 합리적 가격·공급 안정으로

약품집중구매(VBP)는 정부가 병원과 의료기관의 의약품 구매수요를 통합해 일정 물량을 보장하고, 제약사 간 경쟁입찰을 통해 조달가격을 낮추는 제도다. 2018년 말 베이징·상하이 등 4개 직할시와 7개 주요 도시를 대상으로 한 ‘4+7’ 시범사업을 시작으로 전국으로 확대됐으며, 초기에는 제네릭과 성숙 의약품을 중심으로 평균 50% 이상 큰 폭의 가격 인하가 나타났다.

초기 VBP는 높은 유통·마케팅 비용을 줄이고 제네릭 가격을 정상화하는 데 기여했지만, 낙찰을 위한 저가 경쟁이 심화되면서 제약사 수익성 저하와 공급 안정성에 대한 우려도 커졌다. 이에 2020~2021년부터 복수기업 낙찰, 물량 분산, 공급능력 평가 등 제도 보완이 단계적으로 진행됐고, 2025년 이후에는 과도한 저가경쟁을 억제하는 ‘반내권(反内卷)’ 기조가 보다 명확해졌다.

이러한 변화는 2026년 제12차 VBP에서 구체적으로 나타났다. 정부는 ‘안정적 임상사용·품질 보장·과도한 저가경쟁 억제·담합 방지’를 주요 원칙으로 제시하고, 평균 입찰가격보다 지나치게 낮은 가격은 가격 결정의 기준에서 제외하거나 구매물량을 배정하지 않는 방식을 도입했다. 병원의 브랜드별 수요를 반영하고 품질과 공급능력에 대한 평가도 강화하면서, VBP는 경쟁이 충분한 제네릭·성숙 의약품의 가격 효율화 기능을 유지하되 최저가 경쟁보다 적정 가격과 공급 안정성을 중시하는 방향으로 변화하고 있다.

2) 의료보험+상업보험: 큰 폭의 가격 인하에서 혁신신약 가치 보상으로

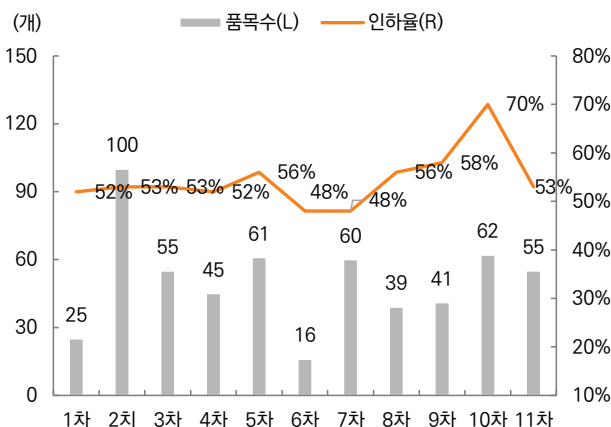
국가 기본의료보험 의약품 목록(NRDL) 심사는 임상적으로 필요하고 비용 효과성이 인정되는 의약품을 의료보험 급여 대상으로 관리하는 제도다. 과거에는 환자의 약제비 부담과 의료보험 재정 지출을 낮추기 위해 신규 등재 과정에서 가격협상을 적극 활용했으며, 특히 고가 의약품은 보험 편입을 위해 상당한 폭의 가격 인하를 감수해야 하는 경우가 많았다.

그러나 보험 등재 이후에도 계약 갱신이나 신규 적응증 추가 과정에서 반복적인 가격 조정이 이어지면서 제약사의 수익성과 신약 개발비 회수에 대한 부담이 커졌다. 이에 2022~2023년 이후에는 간이 갱신제도 도입, 장기 등재 의약품의 추가 가격 인하폭 축소, 신규 적응증 추가에 따른 기계적인 가격 인하 완화 등 보험 등재 이후의 가격 안정성을 높이는 방향으로 제도가 개선되고 있다.

최근에는 기본적인 약가 관리 기능을 유지하면서도 혁신성이 높은 신약의 임상적 가치와 시장 접근성을 보다 적극적으로 반영하는 방향이 두드러지고 있다. 신약의 임상적 가치, 환자 편의, 시장 규모 등을 가격 결정 과정에 반영하고, 단순히 가격을 낮추는 것보다 신약이 실제 환자에게 빠르게 공급될 수 있도록 보험 접근성을 높이는 데 정책의 무게가 이동하고 있다.

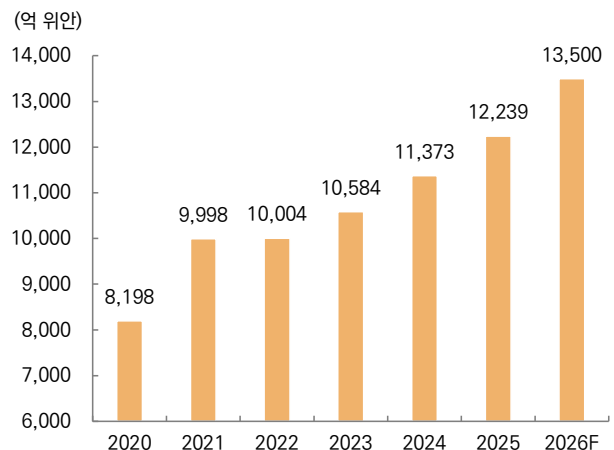
특히 기본의료보험만으로 모든 고가 혁신신약을 보장하기 어렵다는 한계를 보완하기 위해, 상업보험을 추가적인 지급수단으로 활용하는 구조도 확대되고 있다. 2025년에는 상업건강보험 혁신신약 목록을 별도로 도입(26년 1월 시행)해 CAR-T, 희귀질환 치료제 등 임상적 가치는 높지만 기본의료보험 재정으로 보장하기 어려운 고가 치료제에도 새로운 시장 접근 경로를 마련했다. 의료보험 정책은 기존의 약가 관리와 재정 효율화 기조를 유지하면서도, 최근에는 보험 등재 이후의 가격 안정성과 혁신신약의 시장 접근성을 높이는 방향으로 변화하고 있다. 특히 기본의료보험만으로 보장하기 어려운 고가 혁신신약에 대해서는 상업보험을 추가적인 지급수단으로 활용하면서, 환자 접근성을 확대하는 동시에 제약사의 R&D 투자 회수 여건도 개선하려는 정책 방향이 보다 뚜렷해지고 있다.

그림 5. VBP 정책 차수별 평균 약가 인하율



주: 제11차까지의 낙찰 결과 기준
자료: China Lianhe Credit Rating, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중국 혁신 신약 시장규모 추세



주: 중국 내 판매되는 혁신신약 시장 전체 기준. 2026년은 전망치
자료: Frost & Sullivan, ASKCI Consulting, 미래에셋증권 리서치센터

2. 혁신신약 전주기 지원 강화: 임상·허가부터 상업화까지

중국의 혁신신약 지원정책은 R&D에서 임상시험, 심사·허가, 병원 진입과 실제 처방까지 개발 전 과정을 포괄하는 형태로 넓어지고 있다. 2024년 7월 국무원 상무회의에서 「혁신신약 전주기 지원 방안(全链条支持创新药发展实施方案)」이 통과되면서 신약 기초연구와 심사·허가, 가격관리, 의료보험, 병원 내 사용, 투자·금융 등 기존 정책수단을 연계하는 지원 체계가 마련됐다.

임상과 허가 단계에서는 개발기간 단축과 심사 효율화가 핵심이다. 혁신신약과 임상적으로 시급한 의약품에 대한 우선심사를 확대하고 있으며, 혁신신약 임상시험의 경우 기존 60영업일 심사체계와 별도로 조건을 충족한 품목에 대해 30영업일 신속 심사 경로도 운영하고 있다. 임상 진입과 허가에 필요한 시간과 비용을 줄여 신약개발 효율을 높이기 위한 조치다.

허가 이후에는 병원 도입과 실제 처방 과정의 병목을 줄이는 제도 개선이 이어졌다. 2025년 「혁신신약 고품질 발전 지원 조치」에서는 의료기관이 혁신신약을 신속하게 도입할 수 있도록 약사위원회 운영과 임시구매 절차를 개선하고, 약품 수나 약제비 비중을 이유로 혁신신약 사용을 제한하지 않도록 했다. DRG·DIP 지급방식에서도 일반적인 병종별 지급기준을 적용하기 어려운 혁신신약 사용 사례에는 별도 심의를 허용해 의료기관의 처방 부담을 낮췄다. 보험 지급은 기본의료보험과 상업보험 정책을 통해 보완되고 있다.

2026년 9월 발표된 「의약공업 발전 제15차 5개년 계획」에서는 혁신신약 육성 목표가 한층 구체화됐다. 정부는 2030년까지 혁신신약 산업규모를 연평균 20% 이상 성장시키고, 글로벌 연매출 10억 달러 이상 품목을 5개 이상 확보하며, 글로벌 First-in-Class 비중을 25% 이상으로 높ی겠다는 목표를 제시했다. 상장 제약사의 평균 R&D 집약도 역시 10% 이상으로 설정했다. 단순히 신약 승인 건수를 늘리는 데 그치지 않고 자체 혁신역량과 글로벌 상업화 성과를 동시에 높이겠다는 정책 의도가 보다 분명해졌다.

AI 활용과 글로벌화도 주요 과제로 제시됐다. AI를 표적 발굴과 약물 설계, 임상연구뿐 아니라 공정 최적화와 품질관리까지 적용하고, CRO·CDMO의 글로벌 서비스 역량과 공동개발·공동상업화를 통한 해외 진출도 지원할 계획이다. 신약개발 속도와 생산 효율을 높이는 동시에 글로벌 시장에서의 사업화 역량을 강화하려는 전략이다.

이 같은 정책 지원과 함께 신약개발 성과도 나타나고 있다. 1H26 승인된 1류 혁신신약 38개 가운데 신규 타깃·신규 기전 의약품 11개는 모두 중국 자체 개발 제품이었으며, 치료영역도 항암 중심에서 항감염, 내분비, 혈액질환 등으로 다양해졌다. 동시에 1H26 중국 혁신신약의 해외 라이선스아웃 규모도 약 1,000억 달러로 늘어나면서 자체 개발 파이프라인의 경쟁력이 글로벌 시장에서도 확인되는 사례가 증가하고 있다.

표 5. 중국의 정책 변화와 투자 의미

정책 방향	핵심 변화	투자 의미
R&D	차세대 모달리티·AI 지원	후보물질 공급 확대
허가·병원	심사·등재·처방 병목 완화	상업화 기간 단축
지불	NRDL·상업보험·DRG/DIP 개선	혁신약 접근성 확대

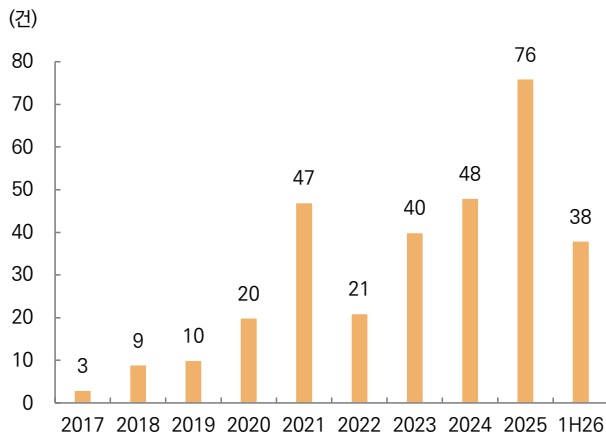
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 2026년 중국 바이오텍·혁신신약 주요 정책

구분	「국민건강 제15차 5개년 계획」	「의약품업 발전 제15차 5개년 계획」
발표 기관	2026년 7월, 국무원	2026년 9월, 공신부 등 10개 부처
핵심 배경	고령화와 의료수요 증가, 의료 접근성 개선, 의료·보험·의약품 정책의 연계 필요	중국 제약산업의 혁신 전환과 글로벌 경쟁력 강화, 바이오의약을 신핵심 산업으로 육성할 필요
정책 성격	국민건강·의료체계 관점의 종합계획. 예방·진료·보험·의약품·건강산업 전반 포괄	제약산업 육성 관점의 산업계획. R&D·생산·기업육성·산업화·글로벌화 중심
혁신신약	혁신신약 전주기 지원, 임상 시급 의약품 심사·허가 개선, 임상 평가 및 의료기관 사용 확대	혁신신약 산업규모 연평균 20%+ 성장, FIC 글로벌 비중 25%+, 글로벌 연매출 10억 달러 이상 품목 5개+ 목표
중점 기술	세포·유전자치료, 신형 항체, 신형 백신, 핵산의약품, 방사성의약품 등 차세대 모달리티	원천기술·FIC 확대, AI 신약개발, 정밀의료 등 프런티어 기술 및 제품 육성
상업화 지원	승인 후 병원 진입·임상사용·보험 지급 개선에 초점. 기본의료보험과 상업보험을 연계해 혁신신약 접근성 확대	임상→산업화→생산 확대→글로벌 시장까지 연결. CRO/CDMO 역량 강화 및 공동개발·공동상업화 지원
AI 활용	AI를 의약품 전 산업체인과 진료·정밀의료·건강관리 등에 적용	표적 발굴·약물 설계·가상 스크리닝부터 생산·품질관리까지 AI 제약의 구체적 활용 시나리오 제시
글로벌화	건강산업 발전의 한 축으로 해외 협력·시장 확대	중국 혁신신약의 해외진출을 핵심 산업전략으로 명시. 글로벌 R&D·생산서비스와 국제 공동개발 강화
한 줄 요약	혁신신약을 개발해 실제 환자에게 사용하기까지의 제도적 병목 해소	혁신신약을 중국의 핵심 성장산업으로 키워 글로벌 제품과 매출을 만들어내는 산업 육성

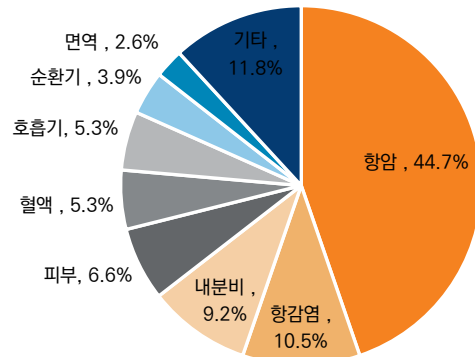
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 중국 혁신 신약 승인 현황



자료: NMPA, CDE, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 2025년 중국 혁신 신약의 질환별 비중



자료: NMPA, CDE, 미래에셋증권 리서치센터

3. VC·IPO 회복, R&D 자금조달 환경 개선

중국 혁신신약의 자금조달 환경은 장기간의 조정을 거쳐 회복세로 전환하고 있다. 중국은 과창판을 중심으로 AI·반도체·첨단제조 등 혁신기술 기업의 상장을 지원해 왔으며, 바이오 텍도 주요 대상에 포함된다. R&D 기간이 길고 초기 적자가 불가피한 기업도 기술력과 성장성을 기준으로 자본시장에 접근할 수 있도록 상장제도를 운영하고 있으며, 최근에는 적자 기술기업의 상장과 후속 자금조달 여건도 다시 개선하고 있다. 홍콩 역시 Chapter 18A와 TECH 채널을 통해 바이오·전문기술 기업의 상장 접근성을 높이면서, 본토와 홍콩 모두 R&D 집약형 기술기업의 주요 자금조달 창구로 자리잡고 있다.

정책 변화와 함께 비상장 투자시장에서도 위험선호 회복이 확인되고 있다. 2026년 1분기 중국 VC·PE 투자건수와 투자금액은 모두 전년동기 대비 큰 폭으로 증가했으며, 전체 투자 건수의 70% 이상이 초기 단계에 집중됐다. 후기 임상이나 상업화 가시성이 높은 기업에 자금이 몰렸던 투자 침체기와 달리, 최근에는 초기·중기 기술기업까지 투자 범위가 다시 넓어지고 있다는 의미다. 의료·헬스케어 역시 혁신신약의 글로벌 기술이전과 고급 의료기기 국산화를 배경으로 주요 투자 분야를 유지하고 있다.

자금 공급 주체도 다양해지고 있다. 정부 유도기금과 국유 산업펀드가 첨단기술 분야에 지속적으로 투자하는 가운데, 민간 VC와 일부 해외자금도 우량 기술기업에 대한 투자를 확대하고 있다. IPO와 유상증자, 라이선스아웃까지 자금조달 경로가 함께 회복되면서 초기 R&D에서 후기 임상까지 필요한 자금을 단계별로 확보할 수 있는 여건도 개선되고 있다.

상장시장에서는 혁신신약을 독립적인 투자대상으로 육성하려는 움직임도 강화되고 있다. 상하이거래소와 중국증권지수유한공사(CSI)는 9월 29일 ‘혁신신약 과창 선도지수(上证创新药科创领先指数)’를 공식 출시할 예정이다. 과창판과 상하이 메인보드 상장사 가운데 R&D 역량과 성장성이 높은 혁신신약 기업 40개를 편입하고, 과창판 종목의 비중을 높인 것이 특징이다. 최근 혁신신약 지원정책과 임상·라이선스아웃 성과가 이어지는 가운데 전용 지수까지 신설되면서, 혁신신약이 개별 종목 테마를 넘어 하나의 독립적인 투자 섹터로 자리매김하고 있다는 점에서 의미가 있다.

향후에는 자금조달 환경의 회복이 모든 바이오기업에 동일하게 나타나기보다 차별화된 기술 플랫폼, First-in-Class/Best-in-Class 후보 물질, 글로벌 BD 가능성을 갖춘 기업으로 선별적으로 집중될 가능성이 높다. 기술력과 임상 성과가 자본 유입으로 이어지고, 확보된 자금이 후속 파이프라인 개발에 재투자되는 구조가 강화되면서 중국 바이오산업의 R&D 지속성도 높아질 것으로 예상된다.

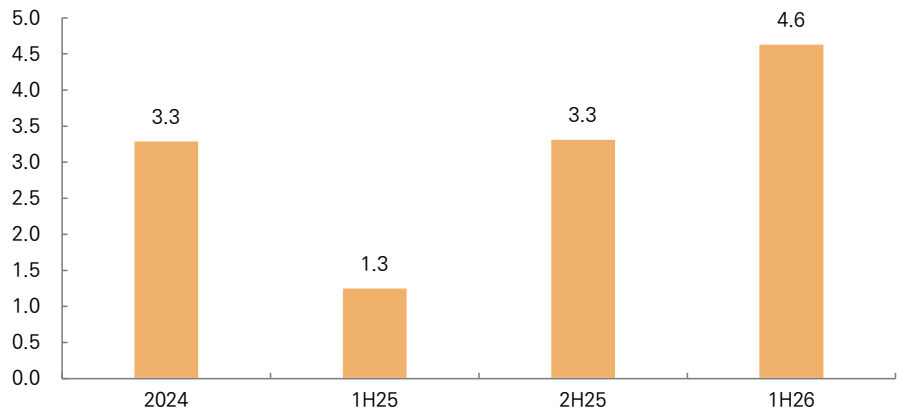
표 7. 중국 및 홍콩 IPO 변화

	중국 본토 과창판 제5차 기준	홍콩 Chapter 18A
도입	2019년	2018년
최근 변화	2025.6 사실상 재개	2025.5 TECH 도입 등 절차 개선
흑자 요건	없음	없음
매출 요건	없음	없음
최소 시가총액	RMB 4bn	HKD 1.5bn
바이오 개발단계	핵심 제품 임상 2상 진입 승인	통상 임상 1상 완료 + 임상 2상 진행 가능
의미	약 2년간 막혔던 본토 IPO 창구 재개	중국 바이오의 기존 핵심 pre-revenue IPO 시장

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 중국 바이오 기업 자금 조달 추이

(십억 달러)



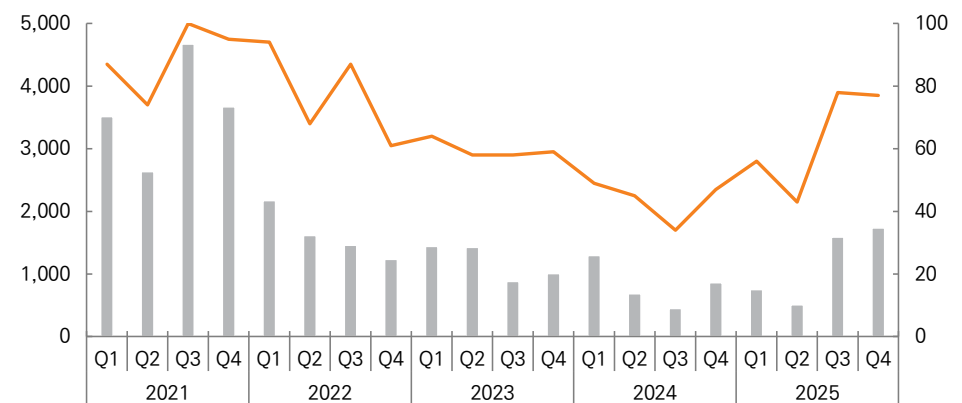
자료: PharmaDJ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 중국 바이오파마 VC 투자 건수 및 투자금액 추이

(백만 달러)

투자금액(L) 투자 건수(R)

(건)



자료: PharmaDJ, 미래에셋증권 리서치센터

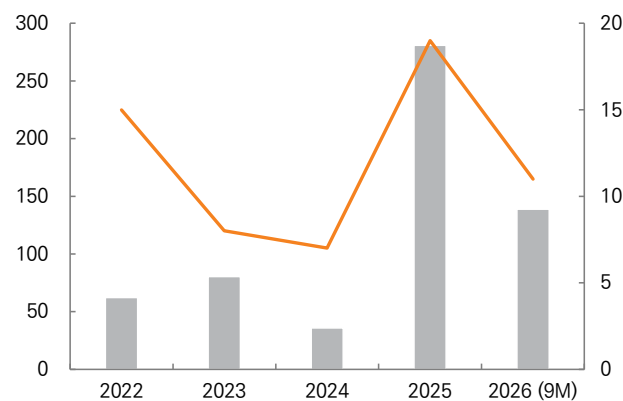
그림 11. 홍콩거래소 바이오텍 기업 IPO 규모

그림 12. 2025년 중국 바이오텍 투자 라운드별 분포

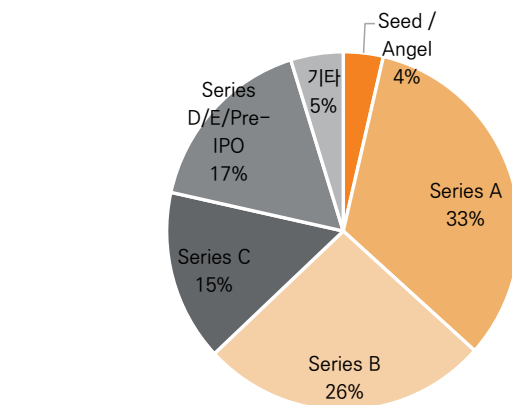
(억 HKD)

IPO규모(L) IPO건수(R)

(건)



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터



자료: PharmaDJ, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 최대 리스크는 미국

미국의 대중 바이오 규제는 1) 중국 바이오 기업의 미국 연방조달 접근을 제한하는 BIOSECURE Act와 2) 미국 자본의 중국 첨단기술 투자를 통제하는 COINS Act, 3) 이를 바이오·라이선싱까지 확대하려는 BINSa가 있다. 현재 중국 신약의 미국향 기술이전을 직접 금지하는 규제는 없으나, 27년 전후 COINS 시행규칙과 BINSa 입법 여부에 따라 중국 바이오의 글로벌 라이선스아웃이 직접적 규제 대상에 포함될 가능성도 있다.

BIOSECURE: 연방조달 규제

BIOSECURE Act는 2025년 12월 FY2026 국방수권법(NDAA) Section 851로 법제화됐다. 미국 연방기관은 향후 ‘우려 바이오기업’의 바이오 장비·서비스를 직접 조달하거나, 해당 장비·서비스를 사용하는 업체와 연방계약을 체결하는 것이 제한된다. OMB는 법 시행 후 1년 이내 우려기업 목록을 발표해야 하며, 이후 연방조달규정(FAR) 개정을 거쳐 규제가 단계적으로 시행된다.

BIOSECURE Act는 중국 신약 자체나 미국 제약사의 중국 신약 라이선스인을 전면 금지하는 법은 아니다. 현재 직접적인 규제 초점은 연방정부 조달과 계약에 사용되는 중국 바이오 장비·서비스 및 관련 기업이다. 따라서 WuXi 계열 등 CRO/CDMO·유전체 분석 사업자가 신약개발사보다 직접적인 영향권에 가깝다. WuXi AppTec은 1260H 지정 후 소송 중이고 8/7 법원이 예비적 금지명령을 내렸으며, 현재 WuXi Biologics와 WuXi XDC는 1260H 명단에 없다.

COINS: 투자 규제로 확대

COINS Act는 2025년 12월 FY2026 NDAA를 통해 법제화됐다. 미국인의 중국 등 우려국가에 대한 특정 첨단기술 투자를 금지하거나 신고하도록 하는 해외투자 규제의 법적 기반이다. 현재 시행 중인 재무부 규칙은 반도체·마이크로전자, 양자정보기술, AI를 대상으로 하며 바이오는 아직 직접 대상이 아니다.

중요한 것은 COINS Act가 재무부에 추가 기술분야를 지정할 권한을 부여했다는 점이다. 재무부는 법 시행 후 450일 이내, 즉 2027년 3월 13일까지 새로운 시행규칙을 마련해야 한다. 새 규칙이 나오기 전까지는 기존 31 CFR Part 850 규제가 계속 적용된다.

BINSa: 라이선싱까지 확대될 가능성

2026년 6월 하원에서 초당적으로 발의된 BINSa(Biotech Investment National Security Act)는 COINS Act의 규제대상에 바이오기술을 명시적으로 추가하려는 법안이다. 바이오기술의 범위에는 의약품 개발, 생물 의약품 생산, 임상 R&D, drug discovery platform, IP·know-how 등이 포함된다. 중국 바이오 투자에서 가장 중요한 부분은 라이선싱을 covered transaction에 포함하려 한다는 점이다. 즉 Pfizer·BMS 등 미국 제약사가 중국 바이오기업의 신약이나 플랫폼을 라이선스인하는 거래도 규제 대상이 될 수 있다. 2026년 8월에는 상원에서도 BINSa 법안이 발의됐으나, 현재는 아직 법률이 아니라 입법 단계다.

V. 어떤 중국 바이오를 사야 하는가

2026~28년 중국 바이오의 투자 포인트는 중국 내 신약 매출 확대보다, 글로벌 빅파마의 R&D 공급처로 자리잡는 과정에서 중국 자산의 가치가 재평가되는 데 있다고 판단한다. 중국 정책 개선과 자금조달 환경 회복은 기업가치의 하방을 지지하는 반면, 실질적인 업사이드는 글로벌 라이선스아웃과 임상 데이터가 결정할 것으로 보인다. 따라서 중국 내 매출 성장만으로 밸류에이션을 설명하는 기업보다 글로벌 시장에서 자산가치를 검증받을 수 있는 기업을 선호한다. 최대 리스크는 2027년 전후 구체화될 미국의 대중 해외투자 규제다.

기업별 주가 차별화는 정책보다 1) 신규 라이선스아웃, 2) 기존 기술수출 자산의 글로벌 임상 진전, 3) 자체 파이프라인의 주요 임상 데이터에서 발생할 가능성이 높다. 반면 중국 정책 개선과 VC·IPO 환경 회복은 섹터 전반의 자금조달 부담을 낮추는 공통적인 하방 지지 요인이 될 것으로 보인다. 이에 따라 같은 중국 바이오 내에서도 다수의 초기 파이프라인을 보유한 기업보다, 향후 1~2년 내 글로벌 BD 또는 임상 데이터로 자산가치를 확인할 수 있는 기업을 우선적으로 볼 필요가 있다는 판단이다.

표 8. 글로벌 딜을 통해 관심받고 있는 중국 바이오텍

기업	핵심 Modality	글로벌 BD	글로벌 검증	향후 Catalyst
Kelun-Biotech	ADC	Merck	sac-TMT P3	주요 P3 데이터
Akeso	PD-1/VEGF	Summit	Ivonescimab BLA	FDA 허가
3SBio	PD-1/VEGF	Pfizer	SSGJ-707 P3	글로벌 P3
DualityBio	ADC	BioNTech	DB-1303/1311 P3	임상 데이터
WuXi XDC	ADC	빅파마 다수	다수 글로벌 BD	ADC 제품 수주 증가
Innovent	항암·면역	Pfizer/Lilly	다수 글로벌 BD	추가 BD
Hengrui	항암·면역	BMS	Multi-asset deal	후속 개발
CSPC	RNA·비만	AstraZeneca	플랫폼 BD	초기 임상

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	HKD 106
현재주가(26/9/25)	HKD 81.00
상승여력	30.9%

항생 종합(p)	24,510.09
EPS 성장률(26F, %)	15.1
P/E(26F, x)	57.8
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억HKD)	102.73
시가총액(조원)	17.81
상장주식수(백만주)	1,268.3
60일 평균 거래대금(백만HKD)	550.96
52주 최저가(HKD)	45.84
52주 최고가(HKD)	85.10

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.1	41.9	5.5
상대주가	5.2	46.6	14.0



[글로벌 바이오텍]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

우시 XDC 케이맨

커지는 XDC 생산 수요

실적과 수주잔고로 확인된 시장의 수요

우시 XDC의 1H26 매출액은 37억 140만 위안(+37% YoY), 영업이익은 9억 7,700만 위안(+12% YoY)을 기록했다. 이는 1) 글로벌 ADC 및 바이오컨주게이트 시장 성장에 따른 고객 및 프로젝트 수 증가, 2) ADC CRDMO 시장 내 점유율 확대, 3) 기존 프로젝트의 후기 개발 단계 진전에 기인한다.

매출 총이익률은 37%로 1H25 대비 0.9%p 상승했다. 고객 수요 확대와 고부가가치 서비스의 매출 기여도 증가가 수익성 개선을 견인했다. 누적 고객 수는 814개로 확대되었으며, 글로벌 상위 20개 제약사 중 15개사와 협력하고 있다. 1H26 신규 iCMC 프로젝트 51건을 확보해 iCMC 프로젝트는 총 328건으로 증가했다. 신규 PPQ 프로젝트 2건을 추가하면서 PPQ 프로젝트는 총 21건, 상업화 프로젝트는 2건으로 확대됐다. 서비스 수주잔고는 약 20억 달러로 전년 동기 대비 50.4% 증가했으며, 향후 수취 예정인 마일스톤을 포함한 총 수주잔고는 약 22억 달러로 62.2% 증가했다.

업황도 실적도 호황

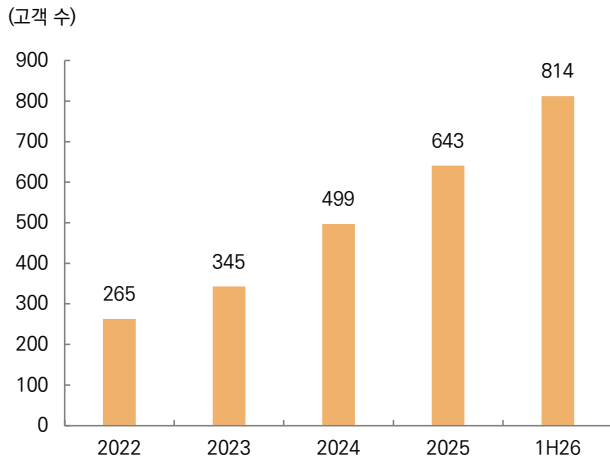
우시 XDC에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 HKD 106를 유지한다. 2026년 매출액은 80억 3,500만 위안(+35% YoY), 영업이익은 21억 3,600만 위안(+22% YoY)으로 추정한다. IND 이전 및 이후 단계 서비스 매출 비중은 각각 42%, 58%로 2025년과 유사할 전망이다. 1H26 실적과 수주잔고를 통해 시장 수요가 여전히 견조함을 확인했다. BCM3와 DP4가 모두 GMP release를 완료하며 싱가포르 생산거점이 상업생산 준비 단계에 진입했다. BCM3는 그룹 최초의 해외 GMP 생산시설로 mAb intermediate와 bioconjugate DS를 처리할 수 있어 단순 증설이 아닌 중국 외 글로벌 생산망이 실제 매출 발생 가능한 단계로 들어섰다는 데 의미가 있다. 이는 미국이나 유럽 고객들에게 심리적, 실질적 안정감을 제공할 수 있을 것으로 보인다.

생물보안법에 대한 우려가 있을 수 있으나, 현재 ADC 제조 역량에서 우시 XDC를 대체할 만한 글로벌 기업이 없어 기존 고객들과의 협력은 여전히 공고하다는 판단이다. 1) 중국 CXO(CMO, CRO, CDMO 등) 업황 회복, 2) 싱가포르 생산능력 가동, 3) 1H26 실적 개선 및 수주잔고 증가, 후기 임상/상업화 프로젝트 증가가 확인되면서 본격적인 어닝 리레이팅이 시작될 수 있을 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (CNY 100mn)	41	59	80	112	157
영업이익 (CNY 100mn)	12	18	21	30	46
영업이익률 (%)	29.3	30.5	26.3	26.8	29.3
순이익 (CNY 100mn)	11	15	18	25	39
EPS	0.89	1.22	1.40	2.01	3.05
ROE (%)	17.7	17.1	17.1	22.5	26.5
P/E (배)	34.3	49.9	57.8	40.3	26.6
P/B (배)	5.5	7.1	10.2	8.1	6.2

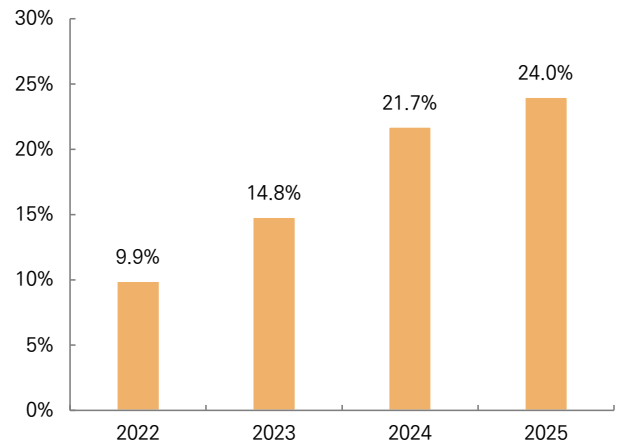
주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 우시 XDC 케이맨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 우시 XDC의 누적 고객 수



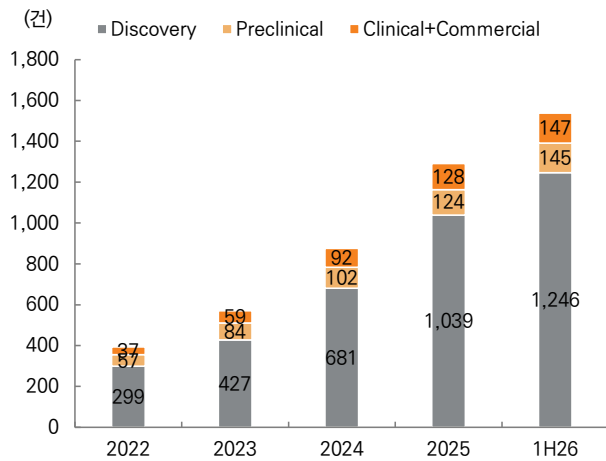
자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. XDC 시장에서의 CDMO 점유율



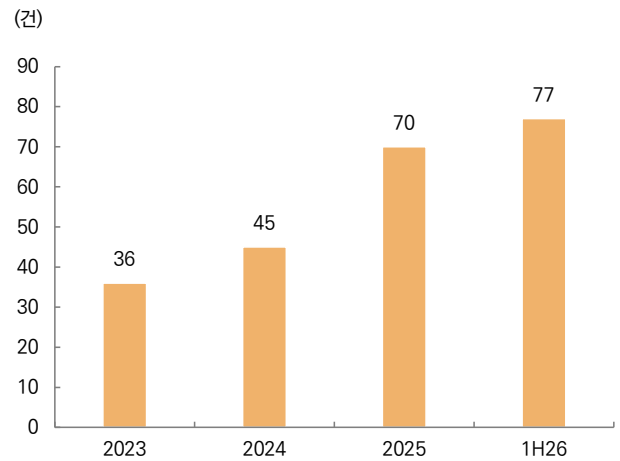
자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 개발 단계별 프로젝트 수



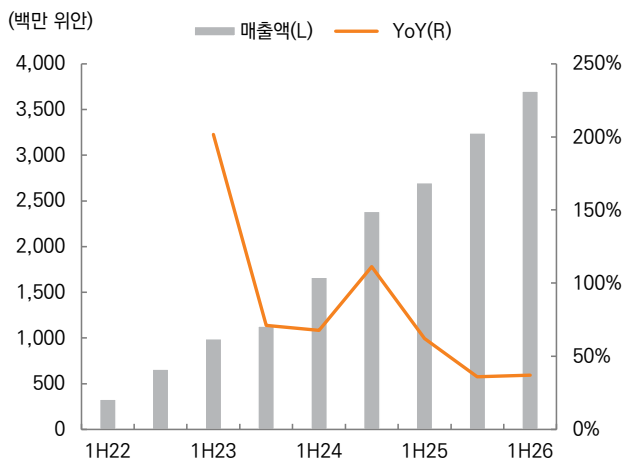
자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 디스커버리 단계에서 iCMC 단계 진입 프로젝트 수



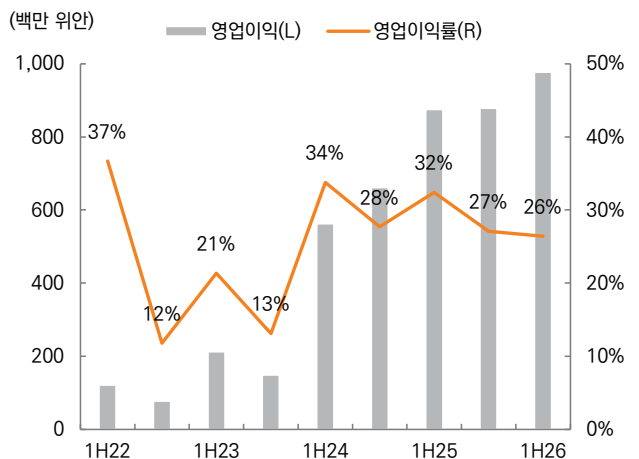
자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 우시 XDC의 반기 매출액 추이



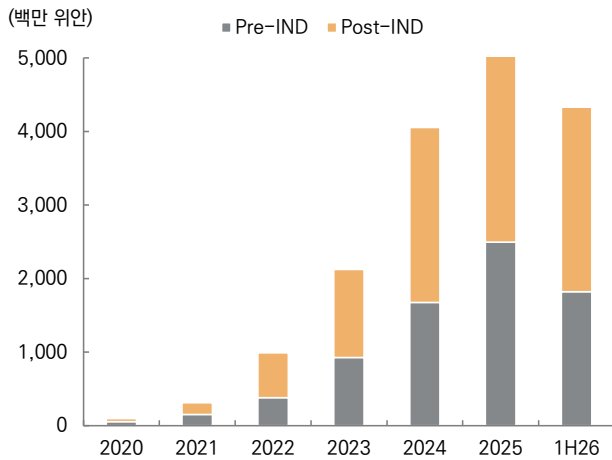
자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 우시 XDC의 반기 영업이익 및 영업이익률 추이



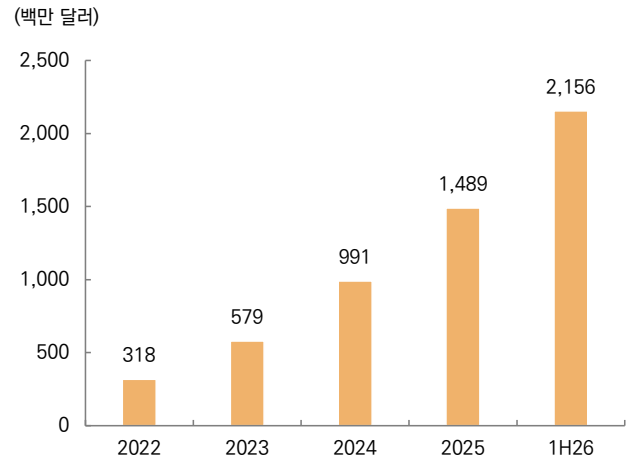
자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. IND 전후 서비스 매출액 추이



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 우시 XDC의 수주 현황 추이



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

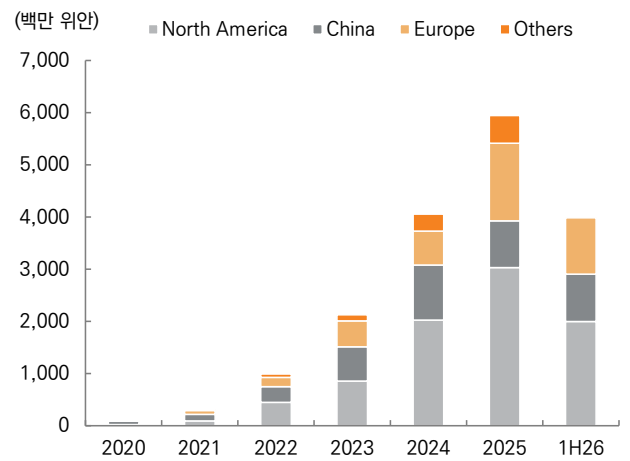
그림 21. 우시 XDC의 공장별 가동일정

NO	Facility	2024		2025		2026		2027	
		1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H
1	BCM1(DS)	GMP release in 2019							
2	BCM2 L1 (mAb/DS)	GMP release in 2023							
3	PLM1 L1(PL)	GMP release in 2023							
4	DP1(DP)	GMP release in 2019							
5	DP2(DP)	GMP release in 2023							
6	BCM2 L2 (mAb/DS)	GMP release in 2024							
7	DP3(DP)	GMP release in 2025							
8	BCM3 (mAb/DS)	GMP release in 2026							
9	DP4(DP)	GMP release in 2026							
10	BCM4(DS)	GMP release by late 2026							
11	PLM1 L2(PL)	GMP release by late 2026/early 2027							
12	DP5(DP)	GMP release by 2027 1H							
13	DP6(DP)	GMP release by 2028 1H							
14	PLM2(PL)	Under construction							

● Existing
 ◆ New
 Domestic
 Overseas

자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 우시 XDC의 지역별 매출 추이



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. WuXi XDC 실적 및 전망

(백만 위안)

	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26F	1H27F	2H27F	2025	2026F	2027F
매출액	1,665	2,387	2,701	3,243	3,701	4,333	5,182	6,067	5,944	8,035	11,249
YoY	68%	111%	62%	36%	37%	34%	40%	40%	47%	35%	40%
Pre-IND Services	654	1,021	1,116	1,395	1,544	1,845	2,161	2,583	2,512	3,389	4,745
% of Revenue	39%	43%	41%	42%	42%	43%	42%	43%	42%	42%	42%
Post-IND Services	1,011	1,366	1,585	1,848	2,157	2,488	3,020	3,483	3,433	4,646	6,504
% of Revenue	61%	57%	59%	58%	58%	57%	58%	57%	58%	58%	58%
매출원가	1,130	1,683	1,726	2,079	2,330	2,753	3,277	3,845	3,805	5,083	7,123
영업이익	562	661	875	879	977	1,159	1,377	1,617	1,754	2,136	2,994
YoY	165%	346%	56%	33%	12%	32%	41%	40%	43%	22%	40%
영업이익률	34%	28%	32%	27%	26%	27%	27%	27%	30%	27%	27%

자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터 추정

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(CNY 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	59	80	112	157
매출원가	38	51	71	101
매출총이익	21	29	41	56
판매비와관리비	4	8	11	11
영업이익	18	21	30	46
비영업손익	-1	0	0	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-1	0	0	0
법인세차감전순이익	17	21	30	46
법인세	3	3	4	7
당기순이익	15	18	25	39
지배주주	15	18	25	39
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	43.9	35.6	40.0	40.2
매출총이익증가율	61.5	38.1	41.4	36.6
영업이익증가율	50.0	16.7	42.9	53.3
순이익증가율	36.4	20.0	38.9	56.0
EPS증가율	36.5	15.1	43.3	51.6
매출총이익률	35.6	36.3	36.6	35.7
영업이익률	30.5	26.3	26.8	29.3
당기순이익률	25.4	22.5	22.3	24.8

예상 현금흐름표 (요약)

(CNY 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	18	17	23	35
당기순이익	17	18	25	39
감가상각비	1	1	2	2
기타	0	-2	-4	-6
투자활동 현금흐름	-50	-64	-89	-106
- 자본적 지출(CAPEX)	-12	-19	-29	-42
기타	-38	-45	-60	-64
재무활동 현금흐름	29	-24	0	2
배당금	0	0	0	0
자본 증가	25	-24	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	4	1	0	2
기타	0	-1	0	0
현금의 증감	-4	-8	5	17
기초현금	19	15	7	12
기말현금	15	7	12	30

예상 재무상태표 (요약)

(CNY 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	101	112	153	211
현금성자산	15	7	12	30
매출채권	22	32	43	56
재고자산	2	3	4	5
기타유동자산	62	70	94	120
비유동자산	44	44	44	44
투자자산	0	0	0	0
유형자산	41	41	41	41
무형자산	3	3	3	3
기타비유동자산	0	0	0	0
자산총계	144	156	197	256
유동부채	37	54	69	89
매입채무	12	20	26	34
단기차입금	8	8	8	11
기타유동부채	17	26	35	44
비유동부채	0	1	1	1
장기금융부채	1	1	1	1
기타비유동부채	-1	0	0	0
부채총계	37	55	71	91
지배주주지분(연결)	107	101	126	165
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	74	50	50	50
이익잉여금	33	51	77	115
기타	0	0	-1	0
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	107	101	126	165

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	49.9	57.8	40.3	26.6
P/S (배)	12.8	12.8	9.1	6.5
P/B (배)	7.1	10.2	8.1	6.2
EV/EBITDA (배)	41.3	34.5	24.2	15.2
EPS	1.22	1.40	2.01	3.05
BPS	8.54	7.95	9.96	13.00
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	2.9	3.0	3.0	3.2
재고자산회전율 (회)	40.7	35.6	34.7	37.0
매입채무 회전율 (회)	3.4	3.2	3.1	3.4
ROA (%)	12.6	11.8	14.5	17.1
ROE (%)	17.1	17.1	22.5	26.5
ROIC (%)	41.1	45.3	69.5	111.1
부채비율 (배)	34.6	54.7	55.9	55.0
유동비율 (배)	274.5	206.5	219.8	236.3
순차입금/자기자본 (배)	-61.1	-62.4	-71.4	-79.4

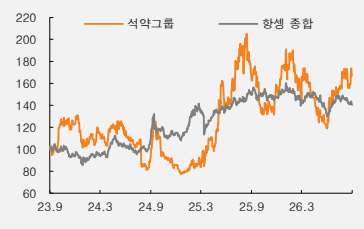
자료: 우시 XDC 케이맨, 미래에셋증권 리서치센터

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	HKD 12.4
현재주가(26/9/25)	HKD 9.33
상승여력	32.6%

항생 종합(p)	24,510.09
EPS 성장률(26F, %)	-
P/E(26F, x)	-
배당수익률(%)	3.4
시가총액(십억HKD)	107.50
시가총액(조원)	18.64
상장주식수(백만주)	11,522.5
60일 평균 거래대금(백만HKD)	870.05
52주 최저가(HKD)	6.65
52주 최고가(HKD)	10.69

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.9	9.9	0.3
상대주가	3.2	13.6	8.4



[글로벌 바이오텍]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

석약그룹

성장의 9할이 라이선스 수익에서 나왔다

라이선스 수익이 이끈 실적

CSPC 제약그룹 1H26 매출액은 185.9억 위안(+40.1% YoY), 주주 순이익은 60.9억 위안(+139.2% YoY)을 기록했다. 매출총이익률은 76.2%로 10.6%p 개선되었으며, 이는 원가 부담이 제한적인 라이선스 수익 비중 확대 때문이다. 완제의약품 매출 160.6억 위안(+56.7% YoY)에는 라이선스 수익 59.0억 위안(+448.5% YoY)이 포함돼 있으며, 이는 전사 매출의 31.7%에 해당한다.

라이선스 수익을 제외한 의약품 매출은 101.7억 위안으로 전년 동기 91.7억 대비 10.8% 증가했다. 전사 매출 증가액 53.2억 위안 중 48.2억, 즉 약 91%가 라이선스 수익 증가분이다.

본업은 2년 만에 성장으로 복귀

회사는 2023년까지 13년 연속 성장한 뒤 2024~25년 2년 연속 역성장을 기록했으며, 2026년 상반기 다시 성장했다. 라이선스를 제외한 의약품 매출도 10.8% 성장했다. 치료영역 중 신경계질환에서 +27.6% 성장했고, 최대 품목인 뇌졸중 치료제 NBP(부틸프탈라이드)는 국가기본약품목록에 포함되어 원외 채널과 비급여 캡슐 제형으로 확대 중이다.

1H26 라이선스 수익 59.0억 위안은 아스트라제네카와의 장기지속형 펩타이드 협력 관련 수익 인식이 대부분을 차지했다. 전년 동기 10.8억과 비교하면 약 5.5배 수준이며, 이 수준이 반복되려면 매 반기 유사 규모의 신규 계약이나 마일스톤 인식이 필요하다. 임상은 실패의 가능성도 있으나 CSPC에서 다수의 파이프라인이 임상 중이라는 점은 향후 추가 라이선스아웃 기회를 확대할 수 있을 것으로 판단한다.

아직 초기 단계이긴 하나 RNA나 CAR-T 치료제의 경우 국가의 우호적 정책에 혜택을 받을 수 있는 신규 모달리티 영역이다. 회사는 플랫폼 8개를 보유하고 있다. 상반기에만 IND 30건을 취득하고 7개 제품이 승인되었으며, 연간 IND 50건 이상을 목표로 하고 있다. 2H26에는 약 15건의 주요 임상 데이터 리드아웃이 예정돼 있다. 26~28년 30개 이상의 주요 제품 출시 계획과 함께 27년 11개 제품·12개 적응증, 28년 14개 의약품·15~16개 적응증 허가를 제시했다. 진행되는 임상의 수가 많은 만큼 추가 라이선스아웃이 나올 수 있는 가능성도 높아 보인다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (CNY 100mn)	279	309	315	290	260
영업이익 (CNY 100mn)	68	76	75	57	49
영업이익률 (%)	24.4	24.6	23.8	19.7	18.8
순이익 (CNY 100mn)	56	61	59	43	39
EPS	0.47	0.51	0.49	0.37	0.34
ROE (%)	23.2	21.7	18.5	13.2	11.9
P/E (배)	18.1	16.0	14.7	13.0	24.8
P/B (배)	3.9	3.2	2.6	1.7	2.9

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 석약그룹, 미래에셋증권 리서치센터

1. 기술이전 딜: 자산에서 플랫폼으로, 다시 생산으로

2026년 CSPC는 아스트라제네카와 세 건의 협력을 체결했다. 장기지속형 펩타이드 플랫폼에 대한 전략적 R&D 협력은 계약 규모 최대 185억 달러이며 선금금 12억 달러는 이미 수령했다. siRNA 플랫폼에 대해서도 별도의 전략적 R&D 협력을 맺었고, 바이오의약품 생산을 위한 합작회사를 CSPC 51%, 아스트라제네카 49% 지분으로 설립하기로 했다.

이는 개별 자산 라이선스아웃에서 플랫폼 단위 협력으로, 다시 글로벌 공급망 구축으로 협력 범위가 확대된 사례다. 빅파마가 후보물질 하나가 아니라 플랫폼과 생산 능력을 함께 확보하는 구조이며, 이런 형태가 표준이 되면 기술이전 협상의 단위 자체가 바뀔 가능성이 높다.

2. R&D: 플랫폼 8개, 2H26 R&D 리드아웃 15건

R&D 비용은 1H26 약 30억 위안으로 전사 매출 대비 16.1% 수준이나, 라이선스 수익을 제외한 의약품 매출 기준으로는 29.5%에 해당한다. 회사는 플랫폼 8개를 보유하고 R&D 인력이 2,000명 이상이다. 상반기에만 IND 30건을 취득하고 7개 제품이 승인되었으며, 연간 IND 50건 이상을 목표로 한다. 2H26에는 약 15건의 주요 임상 데이터 리드아웃이 예정돼 있다. 26~28년 30개 이상의 주요 제품 출시 계획과 함께 27년 11개 제품·12개 적응증, 28년 14개 의약품·15~16개 적응증 허가를 제시했다.

1) mRNA: 개인 맞춤형이 아닌 범용, 그리고 병용

HPV16/18형 고등급 편평상피내병변(CIN2/3) 대상 mRNA 치료백신이 임상 2상 단계다. 임상 1상에서는 CIN2/3 병변 환자의 약 80%가 CIN1 이하로 회귀했다. 치료용 mRNA 암 백신 병용 과제는 폐암과 흑색종을 대상으로 임상 1상 중이고, 대장암 과제도 7월 IND를 신청했다.

대장암 과제는 여러 회사가 축적한 암 샘플 데이터를 비교해 공통 항원 30여 개를 선별한 것이 특징이며, 폐암 과제는 AI 알고리즘으로 공통성을 대량 계산하는 방식이다. 즉, 개인 맞춤형 신항원 접근이 아니라 범용 백신에 중점을 둔 전략이다. 하지만 아직 3상이 없어 mRNA 자체 비중은 크지 않다.

2) 체내 CAR-T: 바이러스 벡터가 먼저 임상에 들어갔다

회사가 개발 중인 체내(in vivo) CAR-T는 바이러스 벡터 방식을 사용한다. 바이러스 벡터 방식은 CAR 발현 효율이 높다. 회사에 따르면 중국에서 처음으로 이 방식으로 임상 1상에 진입했다. 현재 최저 용량 단계이고 적격 환자는 2명으로 초기 단계다.

3) ADC와 PD-1×IL-15

ADC는 SYS6010(EGFR, 식도암·유방암·다수 NSCLC), SYS6043(B7-H3 ADC, 백금저항성 난소암 3상 진입), SYS6002(Nectin-4)로 구성된다. 2H26에는 SYS6010과 PD-1 병용의 폐암 데이터, SYS6002·SYS6043의 학회 발표, Anbenitamab과 알부민 결합 도세탁셀 병용의 HER2 양성 유방암·위암 추가 데이터가 예정돼 있다.

SYS6090(PD-1×IL-15)에 대해 회사는 대장암에서 확보된 데이터가 양호하며 특히 서구권 환자에서 그렇다고 밝혔다. 간암과 흑색종에서도 신호를 확보했고 하반기 구두 발표 예정이다. 안전성에 대해서는 여러 경로를 함께 활성화하므로 회사에 따르면 PD-1 단독 대비 독성 관리 필요성이 높다. 회사는 다수 글로벌 제약사와 협력 가능성을 논의 중이라고 밝혔다.

그림 23. CSPC 보유 기술 플랫폼



자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. CSPC 실적 추정

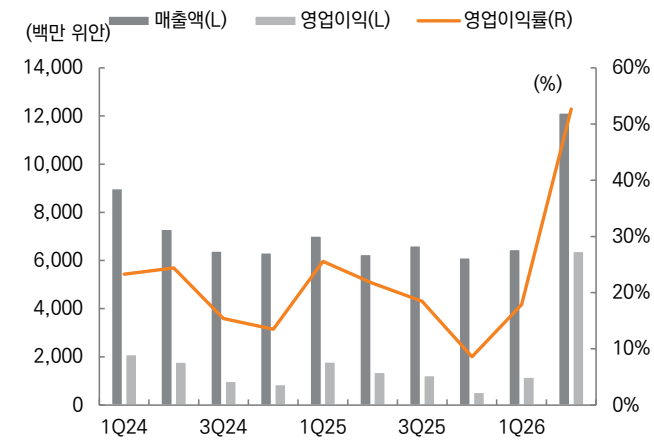
(백만 위안)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	7,015	6,259	6,618	6,115	6,465	12,129	6,860	7,824	29,009	26,006	33,278
YoY	-21.9%	-14.3%	3.4%	-3.3%	-7.8%	93.8%	3.7%	28.0%	-7.8%	-10.4%	28.0%
Finished Drugs	5,500	4,747	5,203	5,133	5,224	10,836	5,598	6,554	23,736	20,584	28,212
Nervous System	1,908	1,847	1,914	2,148	2,331	2,459	2,400	2,512	9,645	7,817	9,702
Oncology	552	498	595	556	565	441	612	572	4,400	2,201	2,190
Anti-Infectives	922	735	826	841	838	843	826	817	4,086	3,324	3,324
Cardiovascular	411	457	473	492	538	495	490	504	2,079	1,834	2,027
Respiratory System	326	250	320	327	271	250	260	283	1,199	1,223	1,064
Digestion & Metabolism	299	229	248	167	248	287	270	283	1,051	943	1,089
Licence Fee	718	357	465	249	146	5,749	430	1,257	18	1,789	7,582
Others	364	375	361	353	287	313	310	324	1,258	1,453	1,234
Vitamin C	608	588	592	442	494	516	521	521	1,994	2,231	2,052
Antibiotics	464	415	339	209	302	349	305	328	1,589	1,426	1,284
Functional Food & Others	443	508	484	331	445	428	435	421	1,690	1,765	1,730
매출원가	2,310	2,254	2,279	2,105	2,197	2,237	2,332	2,660	8,711	8,947	9,426
판관비	2,913	2,646	3,117	3,484	3,113	3,502	3,087	3,130	14,587	12,159	12,831
영업이익	1,793	1,359	1,222	525	1,156	6,391	1,441	2,034	5,712	4,899	11,021
YoY	-14.3%	-23.7%	24.0%	-38.4%	-35.5%	370.1%	17.9%	287.3%	-23.5%	-14.2%	125.0%
영업이익률	25.6%	21.7%	18.5%	8.6%	17.9%	52.7%	21.0%	26.0%	19.7%	18.8%	33.1%

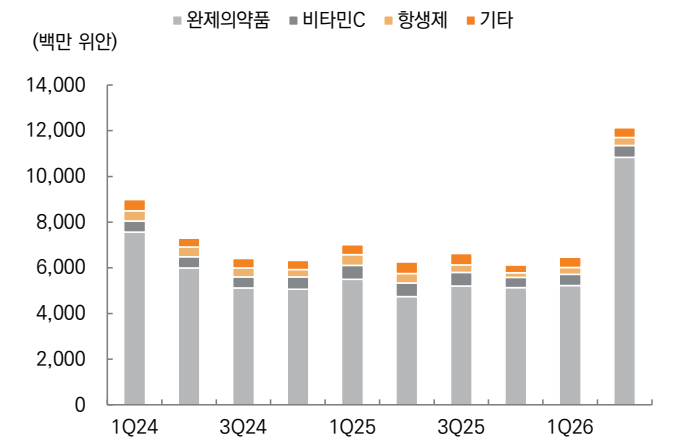
자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 24. CSPC 분기별 매출액 및 영업이익 추이

그림 25. CSPC 분기별 세부 매출액 추이



자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터



자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 2H26 주요 데이터 발표

학회	프로그램	자산/후보물질	적응증 / 주요 데이터	임상 단계
EASD	TG103	TG103	제2형 당뇨병	임상 3상
IGCS	SYS6002	Nectin-4 ADC		임상 1상
ESMO	SYS6043	B7-H3 ADC	유방암	임상 1상
ESMO	SYS6090	PD-1/IL-15	진행성 고형암	임상 1상
ESMO		Anbenitamab	1L 진행성 HER2+ 유방암	임상 3상
		+Docetaxel (albumin-bound)	위암 OS 데이터 업데이트	임상 3상
ESMO	SYS6010	EGFR ADC	유방암	
ESMO		Docetaxel (albumin-bound) + FOLFOX	진행성 위암	임상 1b/3상

자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. RNA 및 CAR-T 파이프라인 임상 현황

후보물질	모달리티	표적	주요 적응증	임상단계
Duentai	mRNA	BA.5 변이	COVID-19 예방	출시
Duentai2		XBB1.5/BQ.1 변이	COVID-19 예방	출시
SYS6017		VZV mRNA	대상포진 바이러스 감염 예방	임상 2상
SYS6026		HPV mRNA	진행성 고형암 (+SG001)	임상 2상
SYS6026		HPV mRNA	HPV 16/18형 고등급 편평상피내병변	임상 2상
SYH2053	siRNA	PCSK9	원발성 고콜레스테롤혈증·혼합형 이상지질혈증; 이형접합 가족성 고콜레스테롤혈증	임상 3상
SYH2068		Lp(a)	고지단백(a)혈증	임상 2상
SYH2070		ANGPTL3	동형접합 가족성 고콜레스테롤혈증	임상 2상
SYH2062		AGT	고혈압	임상 2상
SYH2061		C5	보체 관련 신장질환	임상 1상
SYS6020	CAR-T	BCMA	중증근무력증(MG)	임상 1상
SYS6055		CD19	B세포 림프종	임상 1상
SYS6063		BCMA&CD19	재발·불응성 전신홍반루푸스	임상 1상

자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터

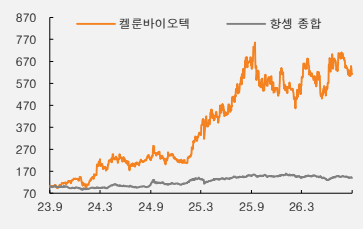
Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	HKD 633
현재주가(26/9/25)	HKD 467.00
상승여력	35.5%

항생 종합(p)	24,510.09
EPS 성장률(26F, %)	-
P/E(26F, x)	-
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억HKD)	111.62
시가총액(조원)	19.35
상장주식수(백만주)	239.0
60일 평균 거래대금(백만HKD)	445.73
52주 최저가(HKD)	348.00
52주 최고가(HKD)	577.50

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-10.8	9.7	-8.1
상대주가	-7.1	13.4	-0.7



[글로벌 바이오텍]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

켈론바이오텍

파이프라인 회사에서 상업화 회사로 전환

분쟁 합의 관련 수익으로 영업이익 흑자 전환

켈론바이오텍의 1H26 매출액은 9.78억 위안(+2.9% YoY), 영업이익은 2.50억 위안으로 흑자를 기록했다. 이익에는 MediLink Therapeutics(이연생물)와의 분쟁 합의에 따른 수익 7.03억 위안이 포함되어 있다.

의약품 매출액은 6.57억 위안(+112.1% YoY)으로 2025년 연간 의약품 매출 5.43억 위안을 상반기에 이미 넘어섰다. sac-TMT와 trastuzumab botidotin 등 3개 의약품의 5개 적응증의 NRDL 등재와 병원 접근성 확대 등이 매출 성장에 기여했다.

반면 비의약품 매출은 3.21억 위안(라이선스·협력 수입 3.15억 위안, 연구개발 서비스 0.07억 위안)으로 전년 동기 6.41억 위안 대비 약 50% 감소했다. 의약품 매출이 2배로 증가했으나, 비의약품 매출이 감소하면서 전체 매출액은 2.9% 증가했다.

지금도 미래에도 중요한 ADC 파이프라인

켈론바이오텍은 2022년 5월 sac-TMT의 중화권 외 독점 권리를 MSD에 이전했으며, MSD는 현재 글로벌 3상 17건을 진행 중이다. 주목할 점은 일부 경쟁 TROP2 ADC의 주요 안전성 이슈인 ILD(간질성 폐질환) 발생이 sac-TMT 병용군에서 거의 보고되지 않았다는 점이다. 이러한 안전성 프로파일은 키트루다 등 다른 의약품과의 병용요법에서 차별화 요인이 될 것으로 보인다.

켈론은 sac-TMT의 1차 폐암 적응증 확대, 제품 승인 증가, 상업화 매출 성장 등 펀더멘털이 지속적으로 개선됐다. 하지만 2025년 초부터 주가가 이미 3배 이상 상승한 상태였기 때문에 이후에는 임상 호재보다 밸류에이션 조정, 증자 희석, 차익 실현의 영향이 크게 나타났다. 현 단계에서는 후기 임상에 진입한 sac-TMT의 3상 결과와 허가 여부가 가장 중요하다.

sac-TMT, SKB315 등 NDA 심사 결과 및 신규 적응증 허가, 2상/3상 데이터 발표 및 상업화 여부가 향후 주가 핵심 모멘텀이 될 것으로 보인다. 중장기적으로는 차세대 ADC 기술력 확보 및 비종양 영역 진출이 기업 가치 상승을 견인할 전망이다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (CNY 100mn)	0	8	15	19	21
영업이익 (CNY 100mn)	-8	-4	-4	-1	-3
영업이익률 (%)	-	-50.0	-26.7	-5.3	-14.3
순이익 (CNY 100mn)	-9	-6	-6	-3	-4
EPS	-4.12	-2.85	-2.62	-1.20	-1.66
ROE (%)	-	-	-	-	-
P/E (배)	-	-	-	-	-
P/B (배)	0.0	0.0	9.7	11.2	18.8

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 켈론바이오텍, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. sac-TMT 중국 승인·심사 현황

구분	적응증	라인	상태
승인	삼중음성유방암	2차 이상	승인
승인	EGFR-TKI+platinum 이후	3차	승인
승인	EGFR-TKI 이후	2차	승인
승인	유방암 HR+/HER2-	2차 이상	승인
NDA 심사	비소세포폐암 PD-L1 양성	1차	펄브롤리주맙 병용, 접수 완료
NDA 심사	삼중음성유방암	1차	접수 완료

자료: Kelun-Biotech, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 켈룬바이오텍 실적 추정

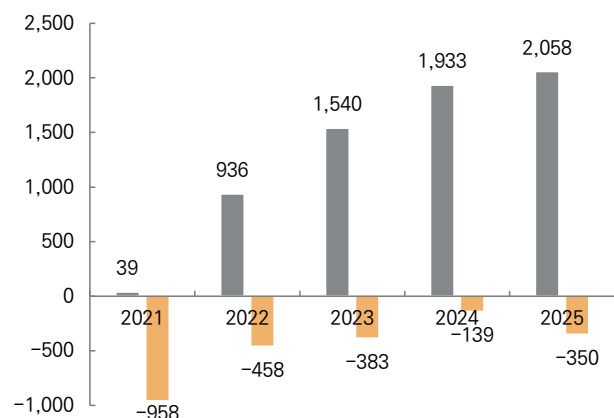
(백만 위안)

	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26F	2024	2025	2026F
매출액	1,046	494	1,383	550	950	1,107	978	1,163	1,933	2,058	2,141
YoY	203%	8%	32%	11%	-31%	101%	3%	5%	25%	6%	4%
License & Collaboration	1,040	492	1,378	485	628	870	315	914	1,863	1,498	1,228
% of Revenue	99%	99%	100%	88%	66%	79%	32%	79%	96%	73%	57%
Provision of Research & Development	6	3	5	13	13	5	7	5	18	17	12
% of Revenue	1%	1%	0%	2%	1%	0%	1%	0%	1%	1%	1%
Sales of Pharmaceutical Products				52	310	233	657	245	52	543	902
% of Revenue				9%	33%	21%	67%	21%	3%	26%	42%
매출원가	371	411	306	353	290	289	241	279	659	579	521
영업이익	120	-503	412	-551	-173	-177	250	302	-139	-350	552
YoY	흑전	적지	243%	적지	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
영업이익률	11%	-102%	30%	-100%	-18%	-16%	26%	26%	-7%	-17%	26%

자료: Kelun-Biotech, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 26. 켈룬바이오텍 연간 매출액 및 영업이익 추이

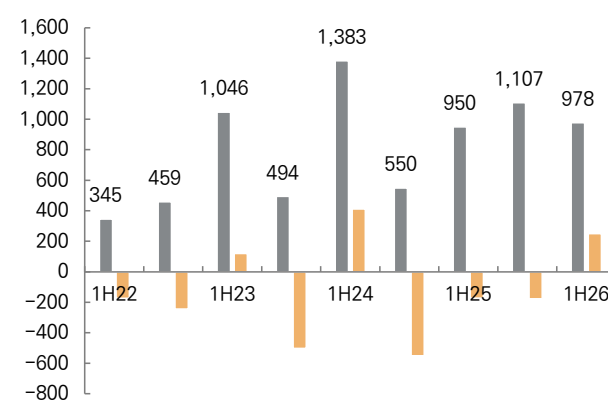
(백만 위안)



자료: Kelun-Biotech, 미래에셋증권 리서치센터

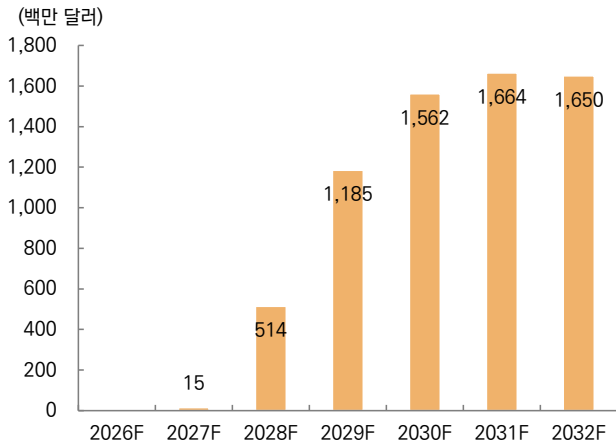
그림 27. 켈룬바이오텍 반기별 매출액 및 영업이익 추이

(백만 위안)



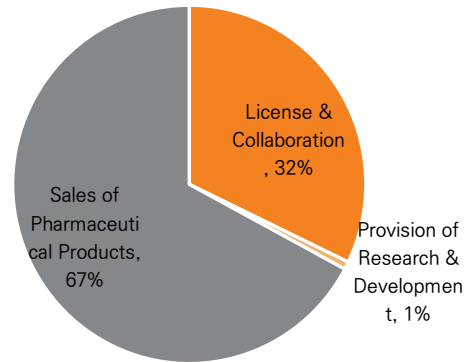
자료: Kelun-Biotech, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. sac-TMT 글로벌 매출 전망



주: 중화권 외 권리는 MSD 보유
자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 켈론바이오텍의 매출 비중(1H26)



자료: Kelun-Biotech, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. sac-TMT 중국 3상 데이터 및 글로벌 대응 임상 현황

Positive Phase 3 trials					
Kelun China-only studies	OptiTROP-Breast01	OptiTROP-Breast03	OptiTROP-Breast02	OptiTROP-Lung04 ¹	OptiTROP-Lung05
	Locally recurrent or metastatic TNBC post at least two prior chemotherapies	1L locally recurrent or metastatic TNBC	Previously treated LA or metastatic HR+ /HER2- breast cancer	EGFRm NSCLC following progression on EGFR-TKI	1L PD-L1 positive advanced NSCLC
	✓ mPFS : 6.7 vs 2.5 mo HR 0.32 (95% CI 0.24-0.44) ✓ mOS : 14.3 vs 9.4 mo HR 0.53 (95% CI 0.36-0.78)	✓ PFS : statistically significant and clinically meaningful improvement ✓ OS : Positive trend	✓ mPFS : 8.3 vs 4.1 mo HR 0.35 (95% CI 0.26-0.48) ✓ mOS : Positive trend HR 0.33 (95% CI 0.18-0.61)	✓ mPFS : 8.3 vs 4.3 mo HR 0.49 (95% CI 0.39-0.62) ✓ mOS : NR vs 17.4 mo HR 0.60 (95% CI 0.44-0.82)	✓ mPFS : NR vs 5.7 mo HR 0.35 (95% CI 0.26, 0.47) ✓ mOS : Positive trend HR 0.55 (95% CI 0.36, 0.85)
Ongoing Global Phase 3 trials					
Merck Global studies	TroFuse-011		TroFuse-010	TroFuse-004	TroFuse-007
	TroFuse-012			TroFuse-009	TroFuse-019
	TroFuse-032				TroFuse-023

자료: MSD, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 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.