Company Note Overseas

2024. 4.18

항서제약 '23연간&1Q24 실적 리뷰 (600276.SH)

N/R

느린 실적 개선, 아직은 부족한 모멘텀

Analyst 여태경

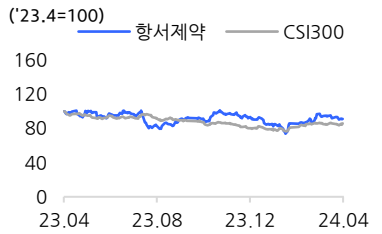
02) 6106-2750

Tk.yeo@hmsec.com

현재주가(4/17, CNY)	44.4CNY
Wind 목표주가(CNY)	54.0CNY
시가총액(억 CNY)	2,832 억 CNY
산업분류	제약
상장거래소	상해거래소
기업성격	민영기업
52 주최고가/최저가	50.5/35.5 CNY
일평균 거래대금(60 일)	1212.4 백만 CNY

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	(5.8)	10.7	2.3
상대주가(%p)	(2.9)	8.1	6.7

최근 12개월 주가수익률



자료: Wind, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 중국의 항암제에 강점을 가진 대표 제약사
- 중국 정부의 집중구매 및 의료보험 항목 편입이라는 약가 인하정책 지속과 제약 유통과정의 리베이트 관행에 대한 적극적 단속이라는 제약산업 전반적 어려움에 동사 역시 노출되어 있음
- 구조조정, 비용 효율화를 통한 수익성 개선 노력은 긍정적
- 높은 R&D투자 수준 유지, 혁신신약 파이프라인 확대, 주요 제품의 해외 라이선스 판매 등 성장 모멘텀 확보를 위한 노력은 지속 중이지만 시간이 필요

주요이슈 및 실적리뷰

- 연간 매출액 228.2억 위안(YoY +7.26%), 영업이익 49.1억 위안(YoY +19.41%), 지배주주귀속순이익 43.02억 위안(YoY +10.14%)으로 컨센서스 소폭 하회
- 1Q24 매출액 59.98억 위안(YoY +9.20%), 영업이익 16.36억 위안(YoY +21.69%), 지배주주귀속순이익 13.69억 위안(YoY +10.48%)으로 컨센서스 소폭 하회
- '23년 동사의 항암제, 마취제, 조영제 매출 규모는 각각 113억/37억/27억 위안 수준으로 전년 동기대비 각각 +8/+12.2/+0.5%를 기록했지만 '21년 대비 -6.5/-23.9/-16.1%에 그침
- 중국 정부의 지속적인 집중구매 정책 및 의료보험 항목 편입에 따른 주요 제품의 약가 인하가 큰 폭으로 발생한 반면, 제로코로나 정책 완화에도 불구하고 수요 회복은 느린 점이 주요 원인
- '21년부터 영업 인력 수를 1.7만명에서 감원한 결과 '23년 말 9,134명 수준으로 대폭 축소됨
- '23년 판매비용율은 33.2%로 전년대비 -1.3%p, '22년 대비 -3%p로 지속 감소
- R&D투자 규모는 49.5억 위안으로 매출액 대비 21.7%를 기록하며 '21년이후 3년 연속 20%대의 높은 수준을 유지

주가전망 및 Valuation

- 동사의 현 주가는 P/E 67.3배로 과거 5년 평균 69.5배 수준이며, P/B 7.1배로 과거 5년 평균 11.6배의 -1표준편차 수준으로 밸류에이션 부담은 없는 상황
- 밸류에이션 Re-rating을 위해서는 중국 증시 전반적 분위기 전환이 필요

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억 위안)	영업이익 (억 위안)	순이익 (억 위안)	증감율 (%)	EBITDA (억 위안)	EPS (위안)	BPS (위안)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	259	47	45	-28.4	46	0.7	5.5	51.3	9.5	12.9	0.4
2022	213	41	39	-13.8	42	0.6	5.9	54.3	6.7	10.3	0.4
2023	228	49	43	10.1	50	0.7	6.3	73.9	7.3	10.6	0.5
2024F	273	60	56	30.2	61	0.9	7.2	50.5	6.1	12.1	
2025F	318	72	68	20.8	74	1.1	8.2	41.8	5.4	13.0	

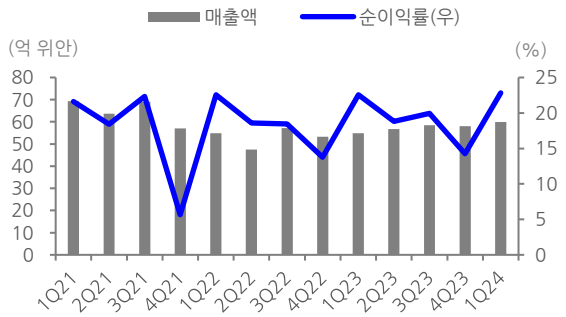
* Wind기준

'22-'24년 1분기 실적 추이

매출액(억CNY)			순이익(억CNY)			EPS(위안, %)			
1Q22	1Q23	1Q24	1Q22	1Q23	1Q24	1Q22	1Q23	1Q24	YoY증가율(%)
54.8	54.9	60.0	12.4	12.4	13.7	0.2	0.2	0.2	10.5

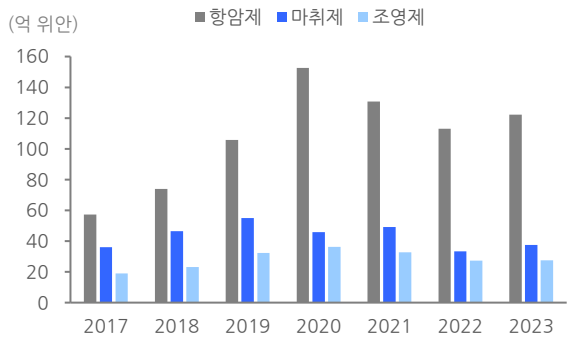
출처: 항서제약, 현대차증권

<그림1> 각 분기별 매출액 및 순이익률 추이



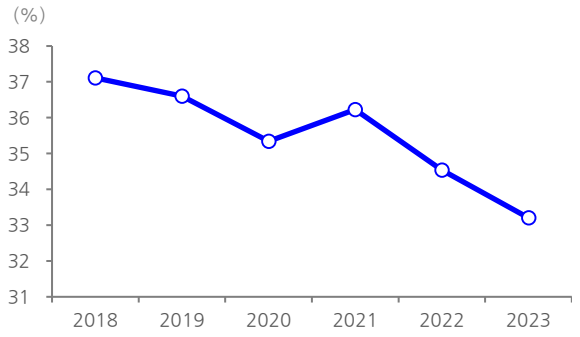
자료: 항서제약, 현대차증권

<그림2> 주요 제품군 매출액 연간 추이



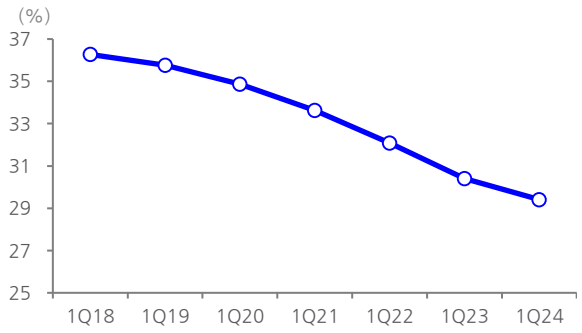
자료: 항서제약, 현대차증권

<그림3> 판매비용/매출액 비중 연간 추이



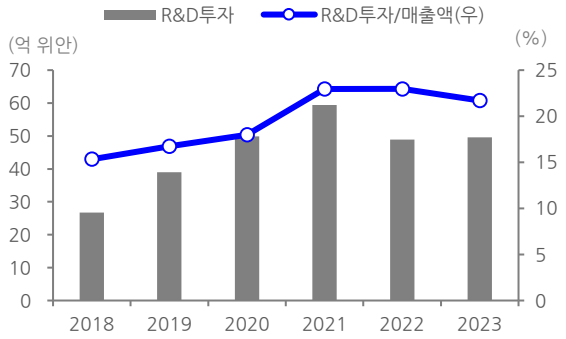
자료: 항서제약, 현대차증권

<그림4> 판매비용/매출액 비중 매년 1분기 추이



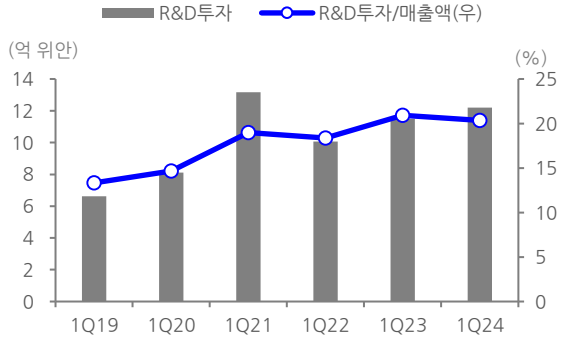
자료: 항서제약, 현대차증권

<그림5> R&D투자규모 및 매출액대비 비중 연간 추이



자료: 항서제약, 현대차증권

<그림6> R&D투자규모 및 매출액대비 비중 각 1분기 추이



자료: 항서제약, 현대차증권

<그림7> 과거5년 PER Valuation 추이

자료: 항서제약, 현대차증권

<그림8> 과거5년 PBR Valuation 추이

자료: 항서제약, 현대차증권

▶Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 여태경의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.