한미약품(128940.KS) 매수(유지)

북경한미 회복이 관건

분석의 기본 가정

- 북경한미 전년동기 역기저와 집중구매제도 영향에 역성장

2Q25 Review: 북경한미 부진

2분기 연결기준 매출 3,612억원(-4.5% yoy) 영업이익 604억원(+4.0% yoy) OPM 16.7%, 별도기준 매출 2,764억원(-1.9% yoy) 영업이익 435억원(-35.3% yoy) OPM 15.7%로 매출은 컨센서스를 하회(-5.3%) 하였으나 영업이익은 소폭 상회(+3.8%)하는 실적 기록함. 로수젯 중심의 고마진 주력품목이 꾸준한 성장세를 보이고 있으나 북경한미가 전년동기 호실적의 역기저와 집중구매제도 영향에 매출과 영업이익 모두 하락하며 역성장함. 북경한미는 매출 867억원(-12.2% yoy), 영업이익 167억원(-33.7% yoy)을 기록, 건기식 경쟁심화로 마미아이 실적이 하락(-65.4% yoy)하고 이탄진(-8.8% yoy)과 리똥(-4.0% yoy)이 집중구매제도 품목 선정으로 입찰경쟁이 심화된 영향을 받으며 부진함. 정밀화학은 매출 230억원(-32.9% yoy)으로 Cepha 계열 항생제 경쟁심화 지속에 전년비 역성장였으나 영업이익 20억원(+10.8% yoy)으로 CDMO 부문이 성장하며 분기 흑자전환 달성함

R&D 성과 기대감은 여전하나 실적이 불안하다

HM17321(LA-UCN2), 임상 1상 진입, HM15275(LA-GLP/GIP/GCG) 임상 2상 진입, dual agonist는 임상 2b상 완료 등 R&D 기대감은 연중 지속될 전망이나 실적 둔화의 우려가 있음. 로수젯이 두 자릿수 성장을 지속해오다 9.5%의 성장률을 기록하며 성장 둔화 국면으로 접어들고 있는 지 여부를 지속 확인할 필요가 있으며, 북경한미는 집중구매제도 등 중국 내 경쟁심화에 지속 영향을 받는다면 하반기 예상되는 추가품목 도입에도 실적 부진은 불가피할 전망. 이에 2025년 실적 전망치를 매출 1조 5,646억원(+4.6% yoy), 영업이익 2,237억원(+3.5% yoy)으로 기존 대비 각각 -4.9%, -2.8% 하향 조정함

투자의견 매수, 목표주가 340,000원 유지

하반기 북경한미 중심의 실적 회복이 가시화될 시 파이프라인 임상 모멘텀, 미국발 정책 리스크(약가인하/관세/리쇼어링)가 제한적인 점과 더불어 동사의 투자 매력도는 높을 전망. 하반기부터는 사업확대 및 실적성장을 보여주며 경영권 분쟁 영향을 벗어난 것을 입증할 할 필요가 있을 것. 투자의견 매수, 목표주가 340,000원 유지함

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,491	1,496	1,565	1,690	1,825
영업이익(십억원)	221	216	224	245	274
세전손익(십억원)	194	171	170	193	222
지배순이익(십억원)	146	121	112	126	145
EPS(원)	11,415	9,470	8,709	9,856	11,357
증감율(%)	76.6	-17.0	-8.0	13.2	15.2
ROE(%)	16.0	11.9	9.7	9.7	10.0
PER(배)	30.3	29.6	32.4	28.6	24.8
PBR(배)	4.5	3.2	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA(배)	15.6	12.9	12.1	11.2	10.0

제약/바이오 담당 정유경

T.02)2004-9253 / jamie.choung@shinyoung.com

현재주가(7/25)	282,000원
목표주가(12M, 유지)	340,000원

Key Data (기준일: 2025. 7. 25)

KOSPI(pt)	3196.05
KOSDAQ(pt)	806.95
액면가(원)	2,500
시가총액(억원)	36,127
발행주식수(천주)	12,811
평균거래량(3M,주)	82,826
평균거래대금(3M, 백만원)	23,826
52주 최고/최저	350,500 / 215,000
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(25F,%)	0.4
외국인지분율(%)	11.4
주요주주 지분율(%)	
한미사이언스 외 4 인	50.6 %
국민연금공단	12.3 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	17.5	15.1	-7.5
KOSPI대비 상대수익률	-7.0	-6.4	-8.6	-21.6

Company vs KOSPI composite

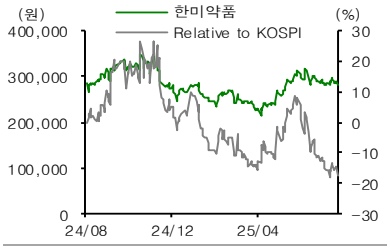
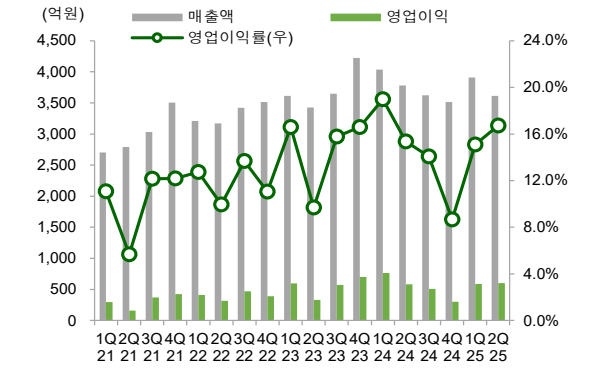
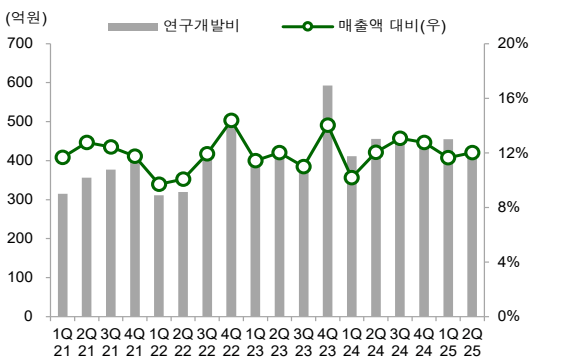


도표 1. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



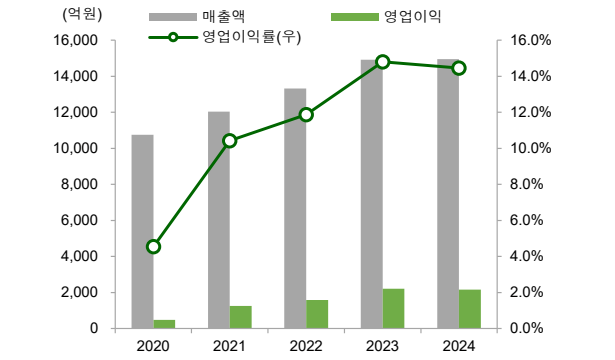
자료: 한미약품, 신영증권 리서치센터

도표 2. 분기 연구개발비 추이



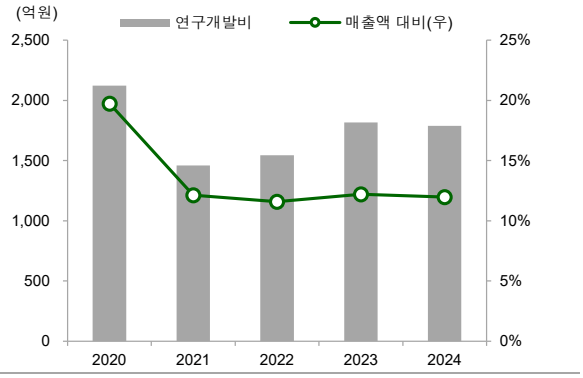
자료: 한미약품, 신영증권 리서치센터

도표 3. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



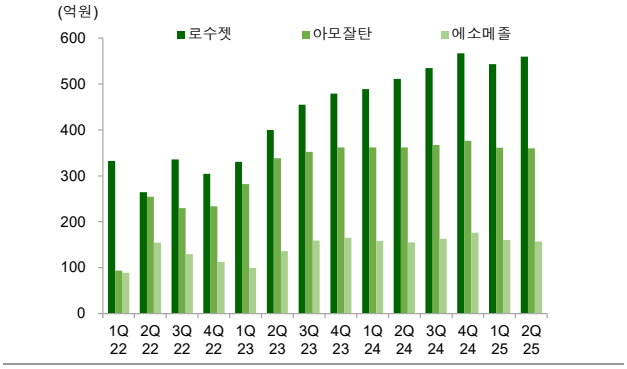
자료: 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 연구개발비 추이



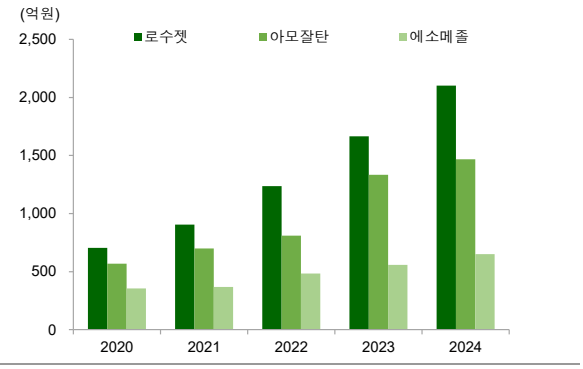
자료: 신영증권 리서치센터

도표 5. 주요 제품 분기 매출액 추이



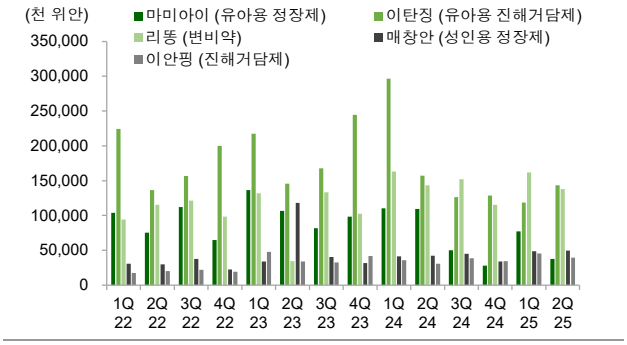
자료: 한미약품, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 제품 연간 매출액 추이



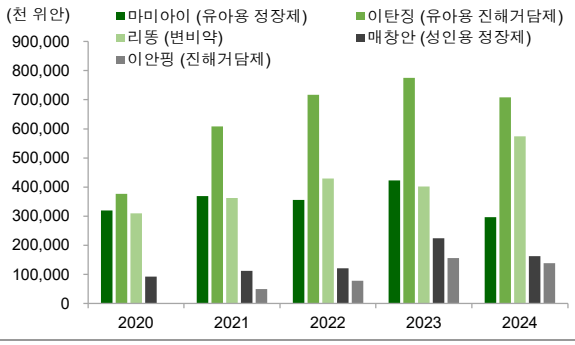
자료: 한미약품, 신영증권 리서치센터

도표 7. 북경한미 주요 제품 분기 매출액 추이



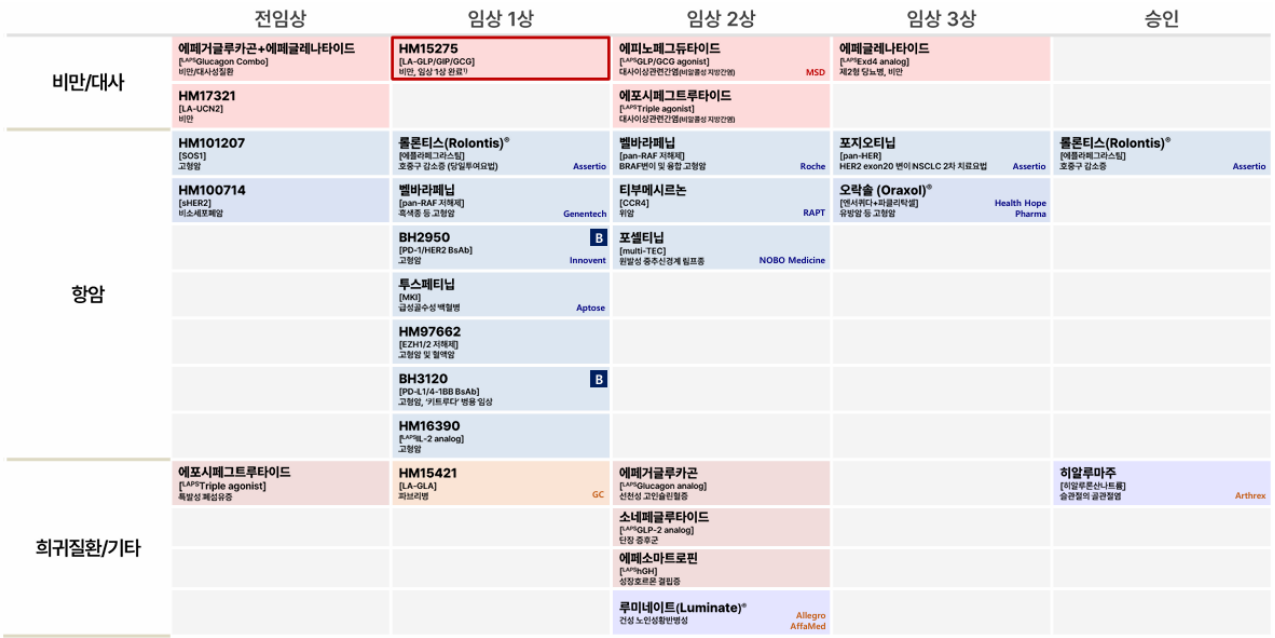
자료: 한미약품, 신영증권 리서치센터

도표 8. 북경한미 주요 제품 연간 매출액 추이



자료: 한미약품, 신영증권 리서치센터

도표 9. R&D 파이프라인 현황



	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	에페거글루카곤+에페글레나타이드 [LAPS]Glucagon Combo] 비만/대사성질환	HM15275 [LA-GLP/GIP/GCG] 비만, 임상 1상 완료[1]	에피노페그듀타이드 [LAPS]GLP/GCG agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염) MSD	에페글레나타이드 [LAPS]Ex04 analog] 제2형 당뇨병, 비만	
	HM17321 [LA-UCN2] 비만		에포시페그트루타이드 [LAPS]Triple agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)		
항암	HM101207 [SOS1] 고형암	롤론티스(Rolontis)® [에플라페그라스팀] 호중구 감소증 (당일투여요법) Assertio	벨바라페닙 [pan-RAF 저해제] BRAF변이 및 융합 고형암 Roche	포지오티닙 [pan-HER] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법 Assertio	롤론티스(Rolontis)® [에플라페그라스팀] 호중구 감소증 Assertio
	HM100714 [sHER2] 비소세포폐암	벨바라페닙 [pan-RAF 저해제] 흑색종 등 고형암 Genentech	티부메시르논 [CCR4] 위암 RAPT	오락솔 (Oraxol)® [면서뮤다+파클리탁셀] 유방암 등 고형암 Health Hope Pharma	
		BH2950 [PD-1/HER2 BsAb] 고형암 Innovent B	포셀티닙 [multi-TEC] 원발성 중추신경계 림프종 NOBO Medicine		
		투스페티닙 [MKI] 급성골수성 백혈병 Aptose			
		HM97662 [EZH1/2 저해제] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 [PD-IL1/4-1BB BsAb] 고형암, '키트루다' 병용 임상 B			
		HM16390 [LAPS]GLP-2 analog] 고형암			
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [LAPS]Triple agonist] 특발성 폐섬유증	HM15421 [LA-GLA] 파브리병 GC	에페거글루카곤 [LAPS]Glucagon analog] 선천성 고인슐린혈증		히알루마주 [히알루론산-나트륨] 슬관절의 골관절염 Arthrex
			소네페글루타이드 [LAPS]GLP-2 analog] 단장 증후군		
			에페소마트로핀 [LAPS]hGH] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate)® 건성 노인성황반병성 Allegro AffaMed		

B 복경한미 업데이트 1) 임상 1상 Part B 진입 → 임상 1상 완료

자료: 한미약품, 신영증권 리서치센터

한미약품(128940.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**14,909**	**14,955**	**15,646**	**16,898**	**18,250**
증가율(%)	12.0	0.3	4.6	8.0	8.0
매출원가	**6,616**	**6,785**	**7,119**	**7,604**	**8,121**
원가율(%)	44.4	45.4	45.5	45.0	44.5
매출총이익	**8,292**	**8,170**	**8,527**	**9,294**	**10,128**
매출총이익률(%)	55.6	54.6	54.5	55.0	55.5
판매비와 관리비 등	**6,086**	**6,009**	**6,290**	**6,844**	**7,391**
판관비율(%)	40.8	40.2	40.2	40.5	40.5
영업이익	**2,207**	**2,162**	**2,237**	**2,450**	**2,737**
증가율(%)	39.6	-2.0	3.5	9.5	11.7
영업이익률(%)	14.8	14.5	14.3	14.5	15.0
EBITDA	**3,191**	**3,135**	**3,163**	**3,262**	**3,448**
EBITDA마진(%)	21.4	21.0	20.2	19.3	18.9
순금융손익	**-222**	**-189**	**-208**	**-229**	**-252**
이자손익	-239	-187	-124	-68	-8
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**-32**	**-260**	**-325**	**-293**	**-263**
종속및관계기업 관련손익	**-13**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**1,940**	**1,713**	**1,704**	**1,928**	**2,222**
계속사업손익법인세비용	**286**	**308**	**412**	**467**	**538**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,654**	**1,404**	**1,291**	**1,462**	**1,684**
증가율(%)	62.8	-15.1	-8.0	13.2	15.2
순이익률(%)	11.1	9.4	8.3	8.7	9.2
지배주주지분 당기순이익	1,462	1,213	1,116	1,263	1,455
증가율(%)	76.6	-17.0	-8.0	13.2	15.2
기타포괄이익	**-547**	**348**	**422**	**422**	**422**
총포괄이익	**1,107**	**1,752**	**1,714**	**1,884**	**2,106**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**7,306**	**7,463**	**9,735**	**12,159**	**14,789**
현금및현금성자산	550	1,923	4,389	6,407	8,597
매출채권 및 기타채권	1,772	2,388	2,131	2,302	2,486
재고자산	2,888	3,009	3,085	3,332	3,598
비유동자산	**11,680**	**12,745**	**11,819**	**11,008**	**10,297**
유형자산	8,332	7,956	7,148	6,440	5,819
무형자산	810	941	823	720	630
투자자산	446	1,725	1,725	1,725	1,725
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**18,987**	**20,208**	**21,554**	**23,167**	**25,086**
유동부채	**7,048**	**6,828**	**6,619**	**6,505**	**6,477**
단기차입금	3,361	3,706	3,706	3,706	3,706
매입채무및기타채무	1,894	2,128	1,919	1,806	1,777
유동성장기부채	1,454	312	312	312	312
비유동부채	**937**	**973**	**973**	**973**	**973**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	820	859	859	859	859
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**7,985**	**7,801**	**7,592**	**7,479**	**7,450**
지배주주지분	**9,554**	**10,849**	**12,228**	**13,755**	**15,473**
자본금	314	320	320	320	320
자본잉여금	4,120	4,113	4,113	4,113	4,113
기타포괄이익누계액	-299	40	462	884	1,306
이익잉여금	5,820	6,809	7,766	8,870	10,167
비지배주주지분	**1,448**	**1,559**	**1,734**	**1,933**	**2,163**
자본총계	**11,002**	**12,408**	**13,963**	**15,688**	**17,636**
총차입금	**5,729**	**4,967**	**4,967**	**4,967**	**4,967**
순차입금	**3,941**	**2,894**	**568**	**-1,450**	**-3,641**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**2,165**	**1,935**	**2,203**	**1,755**	**1,927**
당기순이익	**1,654**	**1,404**	**1,291**	**1,462**	**1,684**
현금유출이없는비용및수익	**1,659**	**1,793**	**1,462**	**1,346**	**1,257**
유형자산감가상각비	860	855	808	708	621
무형자산상각비	124	118	118	103	90
영업활동관련자산부채변동	**-574**	**-903**	**-15**	**-518**	**-468**
매출채권의감소(증가)	-32	-611	256	-170	-184
재고자산의감소(증가)	-169	19	-76	-247	-267
매입채무의증가(감소)	56	-104	-209	-113	-29
투자활동으로인한현금흐름	**-1,835**	**249**	**594**	**594**	**593**
투자자산의 감소(증가)	258	-1,279	0	0	0
유형자산의 감소	26	1	0	0	0
CAPEX	-274	-393	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-177	1,087	0	0	-1
재무활동으로인한현금흐름	**-1,268**	**-938**	**-180**	**-180**	**-180**
장기차입금의증가(감소)	0	299	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**14**	**127**	**-150**	**-150**	**-150**
현금의 증가	**-923**	**1,373**	**2,466**	**2,018**	**2,190**
기초현금	1,473	550	1,923	4,389	6,407
기말현금	550	1,923	4,389	6,407	8,597

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	11,415	9,470	8,709	9,856	11,357
BPS	77,706	88,067	98,834	110,748	124,163
DPS	490	1,250	1,250	1,250	1,250
Multiples (배)					
PER	30.3	29.6	32.4	28.6	24.8
PBR	4.5	3.2	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA	15.6	12.9	12.1	11.2	10.0

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	76.6%	-17.0%	-8.0%	13.2%	15.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	25.2%	-1.8%	0.9%	3.1%	5.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	15.7%	12.0%	9.8%	9.9%	10.1%
ROE(지배순이익 기준)	16.0%	11.9%	9.7%	9.7%	10.0%
ROIC	11.8%	12.9%	14.3%	16.5%	18.9%
WACC	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
안전성(%)					
부채비율	72.6%	62.9%	54.4%	47.7%	42.2%
순차입금비율	35.8%	23.3%	4.1%	-9.2%	-20.6%
이자보상배율	7.7	8.9	9.2	10.1	11.2

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목
- **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업
- **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- **중 립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250630)	매수 : 86.39%	중립 : 12.93%	매도 : 0.68%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
한미약품	-	-	-	-	-	-	-	-

한미약품 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역



추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-07-28	매수	340000		
2025-02-05	매수	340000		