MIRAE ASSET 미래에셋증권

제약/바이오 중국 탐방기

중국 바이오: 글로벌 신뢰도 확보(licensing boom)

서미화, Ph.D mihwa.seo@miraeasset.com
김승민 sm.kim.a@miraeasset.com
조세은 seeun.jo@miraeasset.com

CONTENTS

[요약] 중국 바이오: 글로벌 신뢰도 확보(licensing boom) 03p

I. 중국 탐방기: 중국 바이오 동향 04p

II. 중국 바이오 연구 동향: Next-generation of IO and ADC 13p

종목 분석 21p

우시 XDC 케이맨 (02268 HK) - Top picks

우시 바이오로직스 (02269 HK)

비원 메디신 (06160 HK/ONC US)

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

이노벤트바이오 (01801 HK)

3SBIO (01530 HK)

석약그룹 (01093 HK)

[요약] 중국 바이오: 글로벌 신뢰도 확보(licensing boom)

기술이전이 증가하는 사이클에 진입

01
중국 탐방기:
중국 바이오 동향

- 중국 바이오 산업을 2000~2012년 1세대(제네릭의약품), 2012~2024년 2세대(혁신신약 출시)로 나눈다면 글로벌 기술이전이 본격적으로 나타나고 있는 25년부터 3세대에 진입했다는 판단
- 중국 기업들의 미국향 기술이전이 지속되고 있음. 2025년 20건 이상의 기술이전이 성사되었으며, 그 중 3SBIO-화이자, 이노벤트-Takeda의 딜은 선급금만 10억 달러가 넘는 빅딜로 전세계 관심 집중. 중국 기업은 빅파마들의 unmet needs를 정확하게 파악하고 있음

02
중국 바이오
연구 동향

- 글로벌 빅파마의 항암시장 내 unmet needs는 여전히 내성 극복과 더 좋은 효능 및 안전성. Next-generation of IO and ADC가 화두. 중국 바이오텍의 연구개발 방향도 크게 Next-generation IO(면역항암제)와 ADC, 2개의 축으로 진행되고 있음
- 면역항암제 + 화학항암제 요법이 면역항암제 + ADC로 전환되고 있음을 정확히 파악 중. 1) 면역항암제를 포함한 이중특이성 항체와 같은 차세대 면역항암제 개발, 2) 면역항암제 병용에 적합한 ADC 개발, 3) 더 좋은 효과를 얻고자 차세대 ADC 개발을 진행 중

03
투자 시사점

- 중국의 정책 지원 및 중국 바이오테크의 기술력 확보를 통해 글로벌 신뢰도를 확보. **향후 지속적인 딜이 나올 수 있는 기반이 마련**되었음. 생물보안법 및 트럼프발 중국 개발 의약품 허가 제재 등의 이슈로 단기적인 투자 위축은 있겠으나 **중장기적 측면으로 볼 때, 중국 바이오텍에 대한 투자 매력도는 높아졌음**
- Top pick: 우시 XDC(목표가 106 HKD/매수)는 ADC 원스탑 서비스가 가능한 유일한 CRDMO. ADC 치료제의 시장 성장으로 수주 증가 예상
- 관심 종목: 26년 중국(유방암) 및 미국(자궁내막암) HER2 ADC 상업화가 예상되는 듀얼리티 바이오테라퓨틱스(09606 HK), Takeda와의 라이선싱 딜로 기술력을 검증한 이노벤트(01801 HK)

I

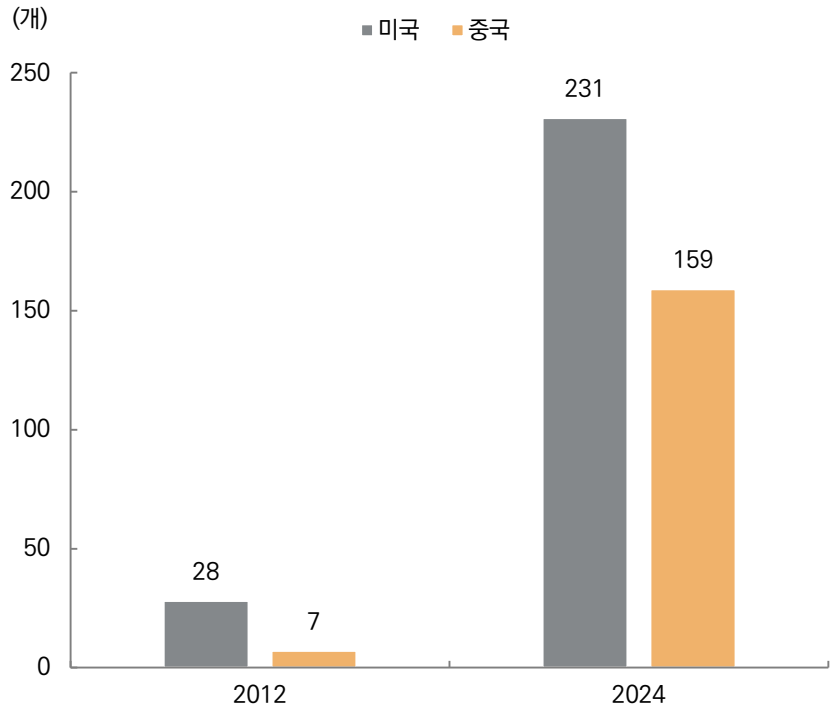
중국 탐방기:
중국 바이오 동향

I. 중국 바이오 동향

중국 바이오의 역사

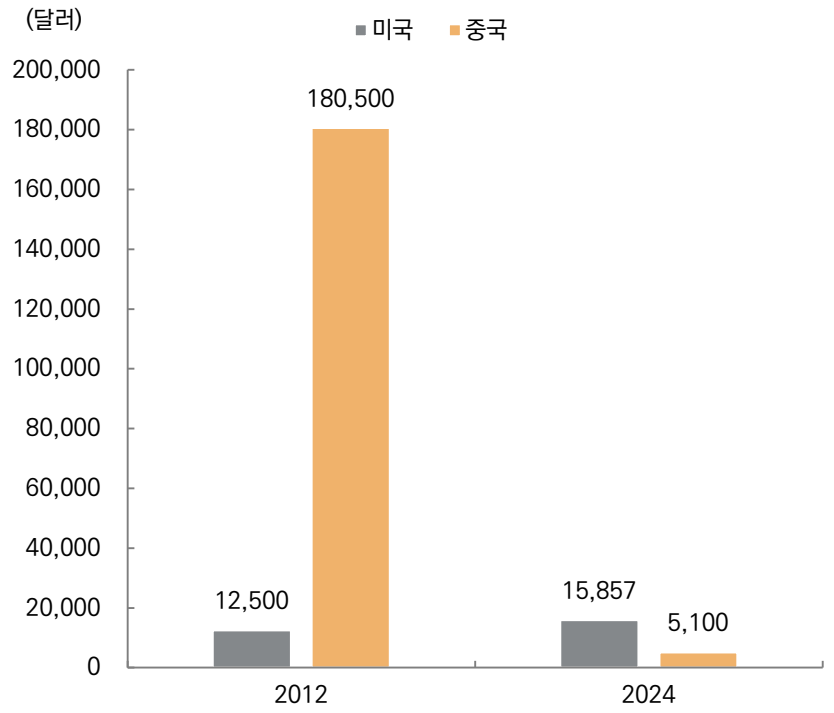
- 2000~2012년 중국 내 제네릭 의약품이 많았으며, 자국 개발 항체 의약품은 없었음. 2012년 기준 중국 리스트에 등재된 항체의약품은 7개(vs.미국 28개). 중국 내 바이오 의약품의 가격은 미국 대비 약 30% 높은 수준에 형성되어 있었음
- 2012~2024년(Innovation 1.0 era): 2012년 이후 중국 내 me-too, me-better 제품이 등장. 미국 의약품 대비 바이오 의약품의 가격 하락. 2024년의 경우 리스트레 등재된 항체의약품 수는 159개로 증가(vs. 미국 231개). 중국 내 바이오 의약품 가격은 미국 대비 3% 수준으로 하락

리스트에 등재된 항체의약품 수 비교



자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

대표적인 항체의약품의 연간 약가 비교



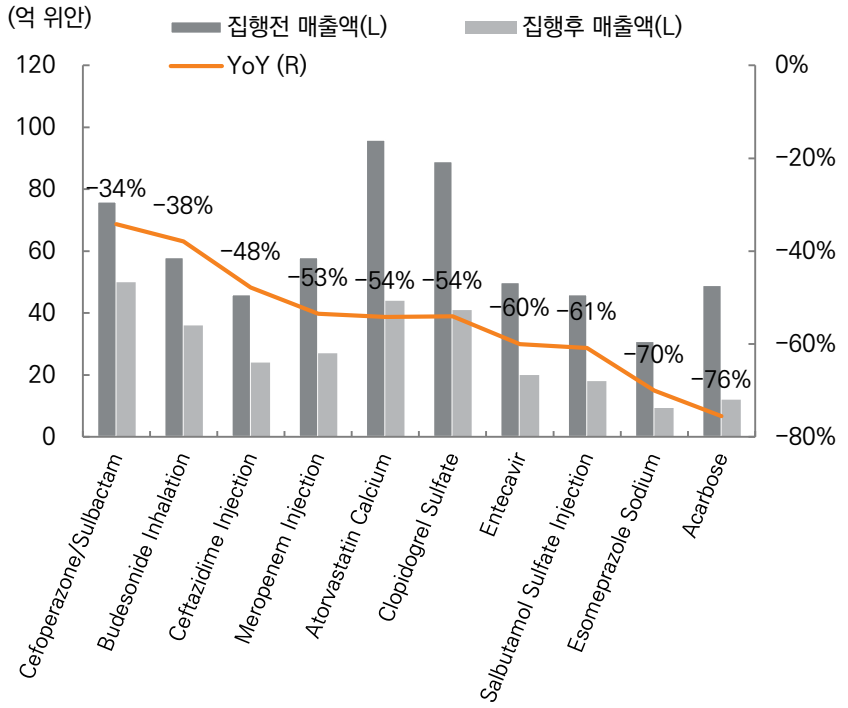
자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

I. 중국 바이오 동향

VBP(Volume-Based Procurement)

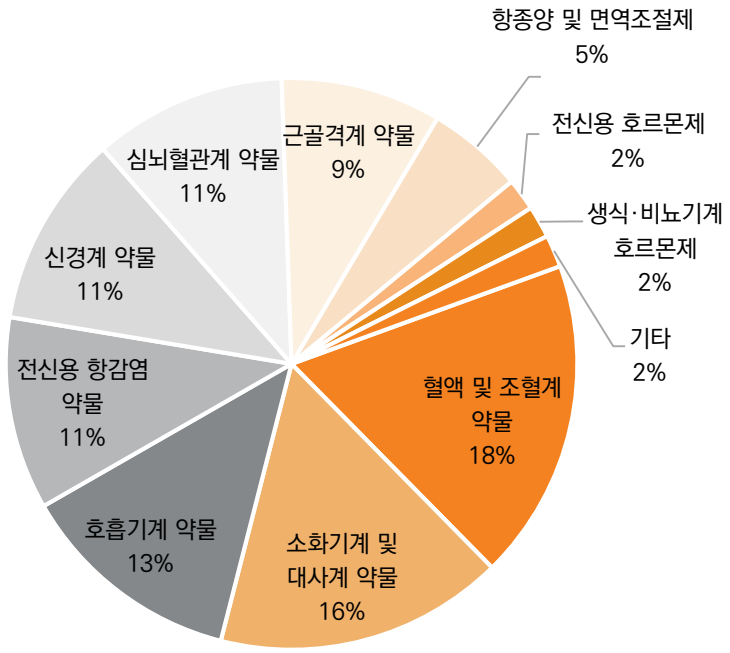
- VBP는 중국 중앙정부가 의약품을 대량으로 공동 구매하는 제도로 약가와 의료비 절감이 목적
- VBP 대상 약품은 보통 출시된 지 오래된 주요 성분의 특허가 만료된 제네릭 의약품이 대상이며 일치성 평가에 통과된 제네릭은 시장의 80% 점유율을 차지하게 됨. 아카보즈(Acarbose)는 α-글루코시다아제를 억제하는 경구 혈당강하제로 VBP 집행 전후의 매출 하락 폭이 76%에 달함
- Innovative drug는 출시 후 5-8년간 집중구매 대상에서 제외. 따라서 중국 기업들의 **Innovative drug에 대한 개발 증가**

VBP 정책 전후 매출액 인하 폭 Top10 품목



자료: PharmaCube, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 VBP 품목 치료 영역별 분포



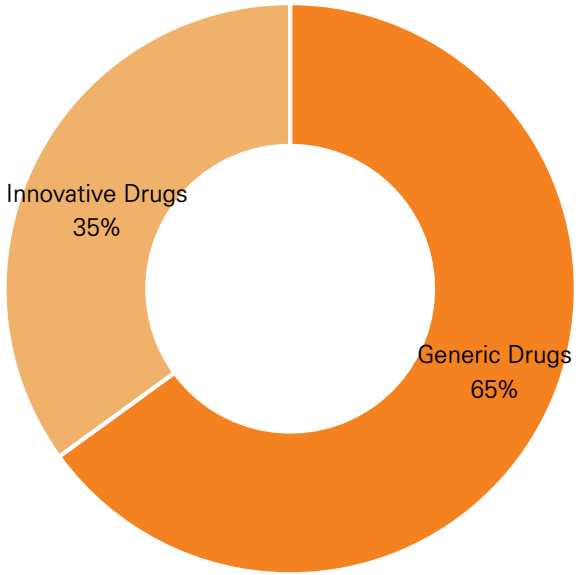
자료: MENET, 미래에셋증권 리서치센터

I. 중국 바이오 동향

중국 바이오: Innovation 1.0

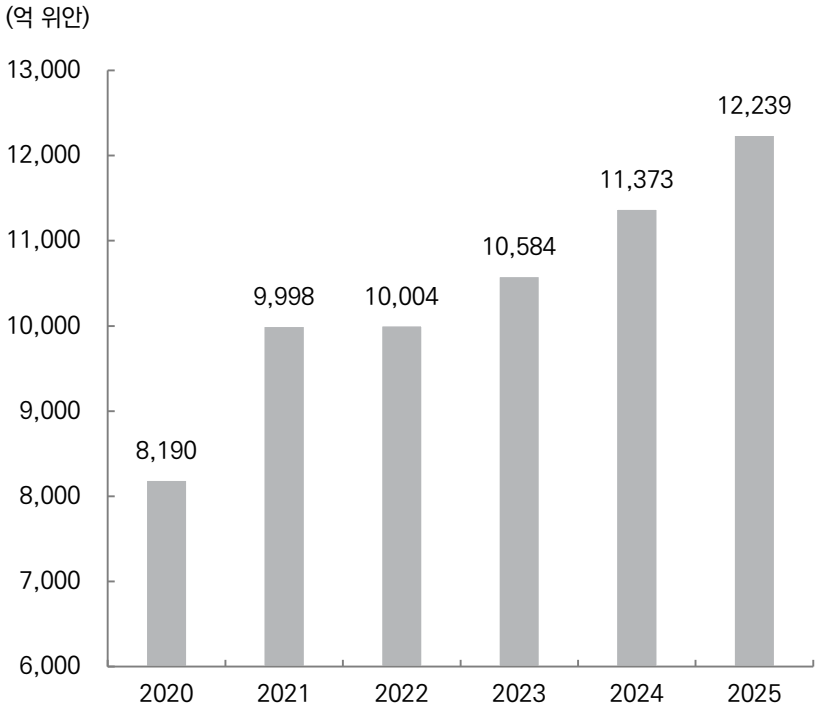
- Innovative drug는 새로운 작용기전 혹은 새로운 적응증을 가진 신약을 의미
- 중국 헬스케어 기업이 과거 제네릭의 매출 비중이 높았다면 점점 **Innovative drugs라고 통칭하는 신약의 비중이 늘어나고 있음**
- 혁신 신약의 의료보험 지출액은 24년 920억 위안에서 25년 1,000억 위안을 돌파했고, 2025년 중국 혁신 신약 시장 규모는 대략 1조 2,239억 위안으로 추정
- Innovative drug는 제네릭 개발이 가능한 리스트에 포함된 사례가 거의 없음(ex. NBP)

2023년 중국 제네릭 vs. innovative drugs(신약) 비중



자료: Frost & Sullivan, 미래에셋증권 리서치센터

중국 혁신 신약 시장규모 추세



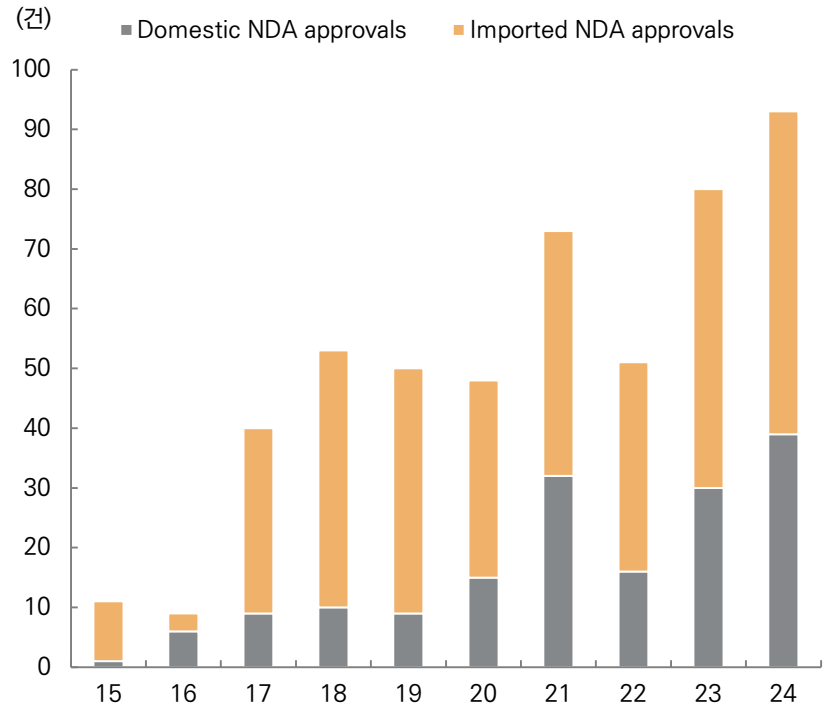
자료: ASKCI Consulting, 미래에셋증권 리서치센터

I. 중국 바이오 동향

중국 바이오: Innovation 2.0 진입

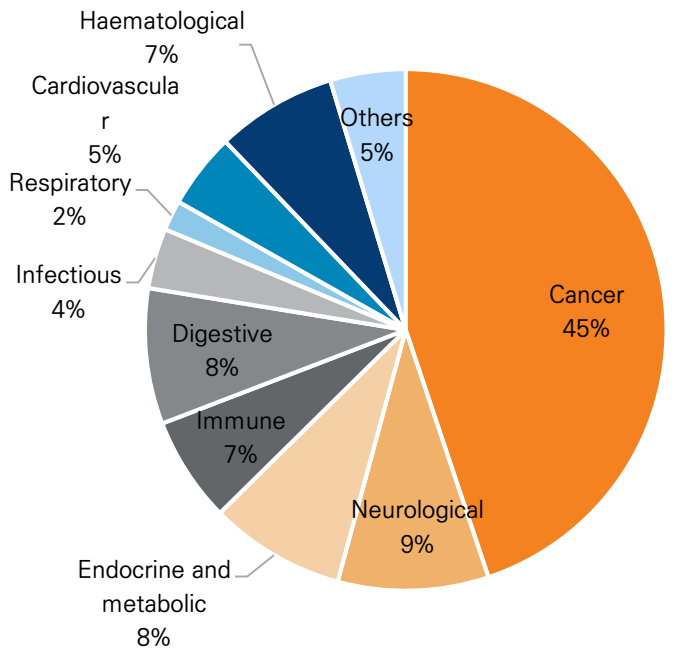
- VBP의 영향이 없는 Innovative drug를 개발하는 것이 기업의 입장에서 중장기적인 매출 성장에 기여
- 이외에도 정책지원, 인재증가, 자금증가 등의 이유로 중국 내 신약 승인 수가 증가. 2012년 6건에서 2024년 89건으로 13배 증가했음
- 중국 내 혁신신약의 매출 또한 2012년 650억 위안에서 2024년 4,000억 위안으로 6배 증가
- 중국 내 신약 수 증가와 함께 중국 바이오 3세대인 Innovation 2.0에 진입한 것으로 판단

중국 최초 NDA 승인 혁신 신약 현황



자료: Nature(2025), 미래에셋증권 리서치센터

2024년 Domestic NDA 승인 혁신 신약의 질환별 비중



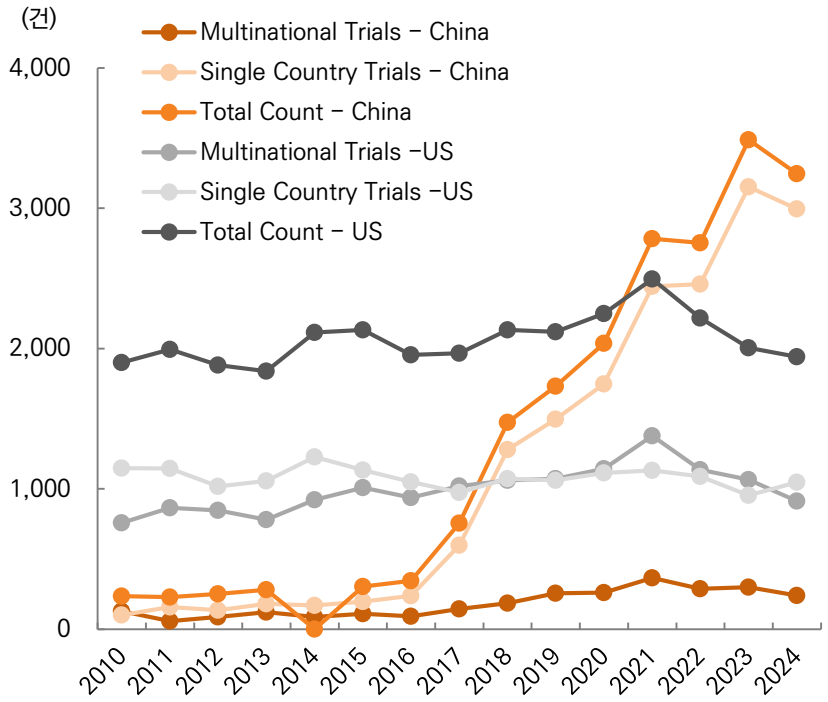
자료: Nature(2025), 미래에셋증권 리서치센터

I. 중국 바이오 동향

헬스케어 부양정책으로 중국 바이오 레벨 업

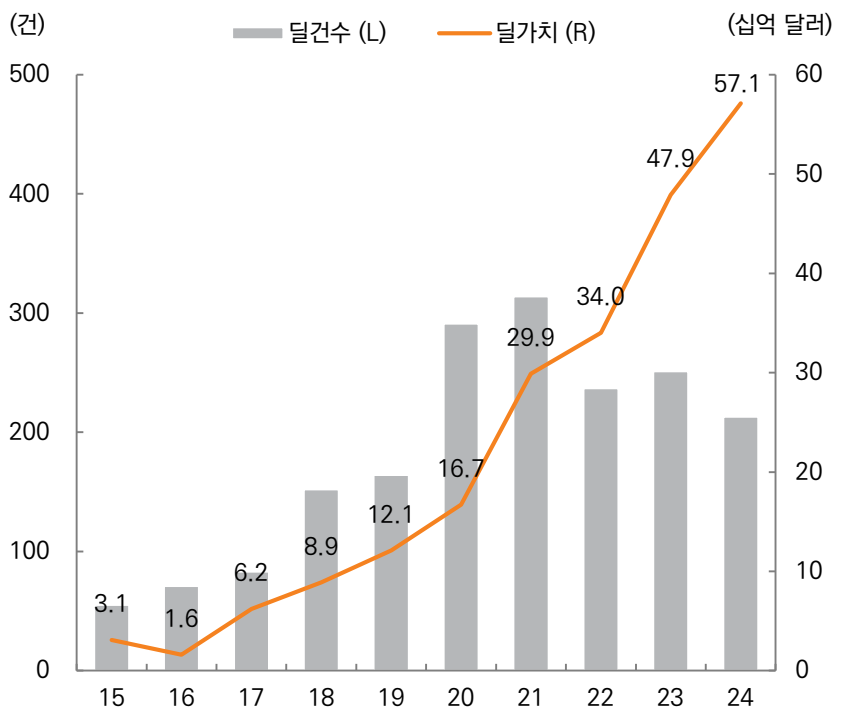
- 바이오텍 산업에 연구개발 자금 지원, 세제 혜택 등 지원 정책으로는 일반 기업의 법인세가 25%인 반면, 『중화인민공화국 기업소득세법(2019)』에 따라 신약 개발 바이오 기업은 15%의 세율이 적용
- 25년 중국 메디컬 학사 졸업생은 80만 명이며, 제약 기업의 대졸자 연봉은 4년간 4% CAGR 증가
- 『중국 혁신약 고품질 발전 방안(25.07)』에 따르면 신약 중 80%는 출시 후 2년 이내 의료보험 급여 범위에 포함할 수 있고 지급 기준은 비공개로 운영
- 2015년부터 2024년까지 중국 내 전체 라이선스 아웃 딜 건수는 약 4배(55건 → 213건) 증가

미국·중국 혁신 신약 임상 시험 건수 추이



자료: Global Data, 미래에셋증권 리서치센터

중국 라이선스 아웃 딜 건수 추이



자료: NextPharma Database, 미래에셋증권 리서치센터

I. 중국 바이오 동향

중국의 주요 헬스케어 부양정책

구분	주요 내용	세부요약
1. 신약심사 가속화 정책	2025년 9월 9일 CDE(药品审评中心), 혁신신약 심사기간 단축 정책 발표	- NMPA 혁신신약 임상시험 승인 목표: 30영업일 내 완료 - 최대 60일 이내 (전문가 검토 시) - 대상: 국가 임상가치 신약, 소아용/희소질환/중의약 혁신신약, 글로벌 동시개발 임상 1~2기 품목 - 승인 후 12주 이내 임상 개시 의무
2. 법인세 인하	바이오 기업 세율 15%로 인하	- 일반 기업 세율 25% - 신약 개발 바이오기업은 15% 적용(기업소득세법 2019)
3. 정부 헬스케어 펀드 설립	정부가 핵심 산업(바이오 포함)에 직접 투자	- 발전개혁위, 2025년 7월 30일 펀드 가이드라인 발표 - 핵심 분야: 제약·바이오, AI, 로봇, BCI 등 - 2024년 말 기준 정부 주도 펀드 2,178개 (총 12.84조 위안) - 2024년 상반기 정부 자금투입 5,478억 위안 - 생명과학/헬스케어 투자 579건, 총 314.93억 위안 - M&A 중 국유자본 비중 22%
4. 인력 및 R&D 효율성 향상	핵심 인력 양성 및 연구 품질 개선	- 기술직 양성기간: 평균 3.2년 (5년 전 대비 20% 단축) - 스톡옵션 인센티브: 18%(2019) → 34%(2024) - 대형 제약사 R&D 인력: 137만명 (석사 이상 19%) - 상위사 R&D 투자율: 15~20% (업계 평균 6.3%) - 특허 효율: 1.8건/100명·연
5. 임상 데이터 관리체계 강화	약전(中国药典)을 기반으로 국제 기준과의 정합성 강화	- ICH 국제 표준 연계 강화 - 데이터 품질 및 임상 관리 수준 국제화

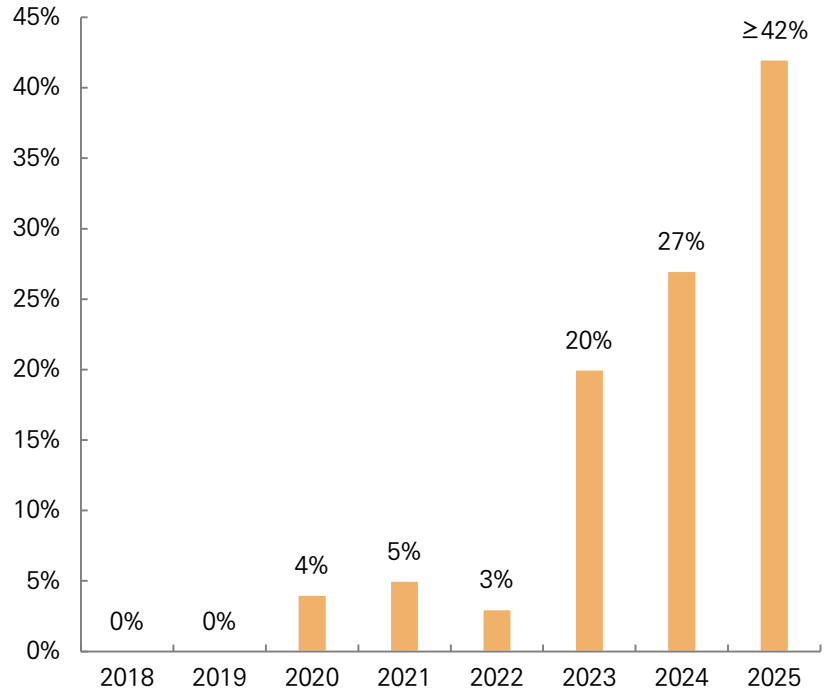
자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

I. 중국 바이오 동향

중국 기업의 글로벌 기술이전 수 증가

- 중국 기업들의 미국향 기술이전이 지속되고 있음. 2025년 20건이상의 기술이전이 성사됨
- 선급금 5,000만 달러 이상의 딜 비중이 25년 기준 40% 이상으로 급증. 그 중 3SBIO-화이자, 이노벤트-Takeda의 딜은 선급금만 10억 달러가 넘는 빅딜로 전세계 관심 집중
- 중국 기업들이 빅파마들의 unmet needs를 정확하게 파악하고 있다는 것이 핵심이며, 이로 인해 빠른 시간 내에 대형 딜이 성사된 것으로 판단. 여전히 종양학 분야는 주목받는 질환이며, 항암제 중 차세대 면역항암제와 ADC는 관심이 높은 모달리티

중국 바이오텍의 $50mn 이상 선급금 딜 급증



자료: CNBC, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 중국 라이선싱 딜: 질환별 딜 건수 및 선급금 규모

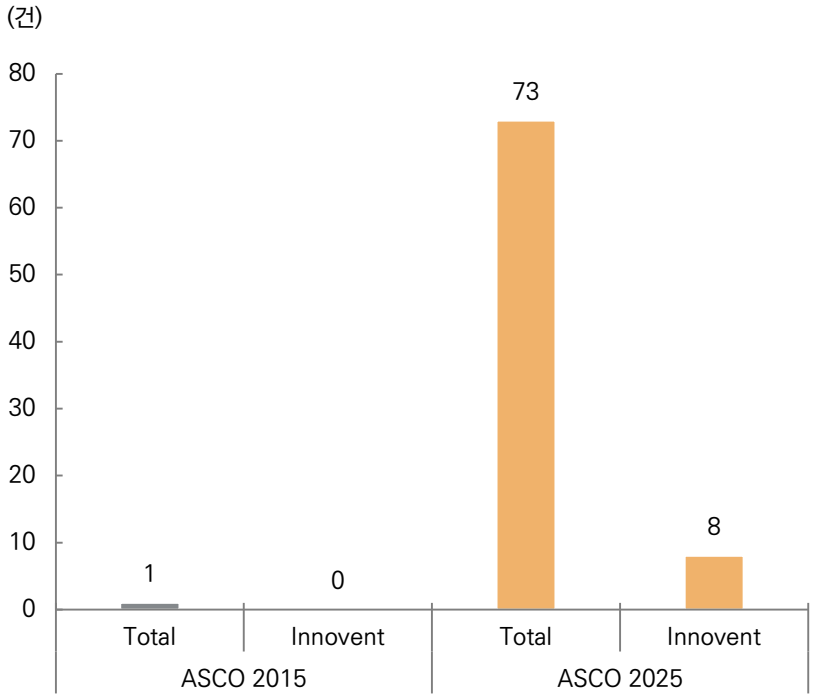
주: 해당 연도에 해외 인허가 또는 기술이전을 완료한 파이프라인 기준
자료: Nature(2025), 미래에셋증권 리서치센터

I. 중국 바이오 동향

중국 바이오: 글로벌 포지션의 변화

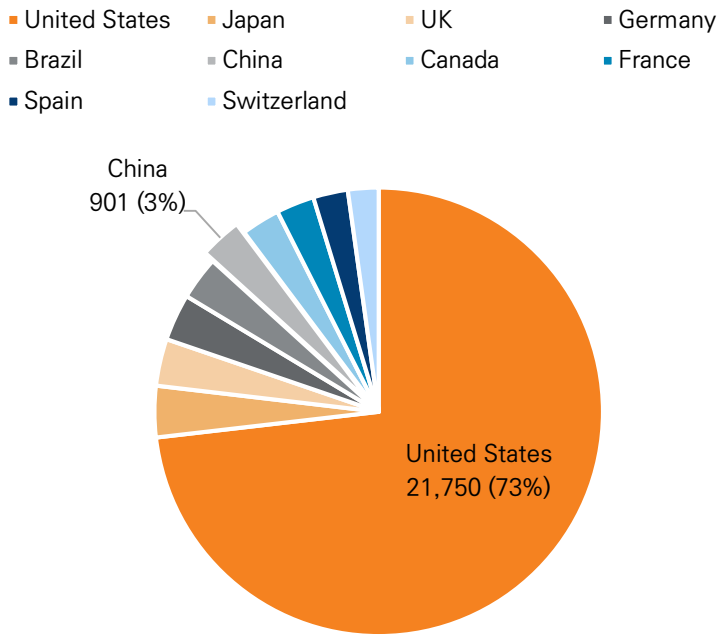
- 중국 바이오 기술력 및 기업에 대한 신뢰도가 높아짐
- 2015년의 경우 미국종양학회(ASCO)에 구두 발표를 진행했던 중국 기업은 1개. 하지만 10년이 지난 올해(2025 ASCO)에서는 73개의 중국 기업이 구두 발표를 진행
- 3SBIO-화이자의 이중항체 딜 또한 딜 개시부터 계약 완료까지 약 2달이 걸렸다는 점을 통해 중국기업의 데이터 신뢰도도 크게 향상 되었다는 판단

ASCO 참석 및 발표 중국 기업의 증가



자료: Innovent, ASCO, 미래에셋증권 리서치센터

ASCO 2025: 국가별 참석자 수 통계



자료: ASCO, 미래에셋증권 리서치센터

II

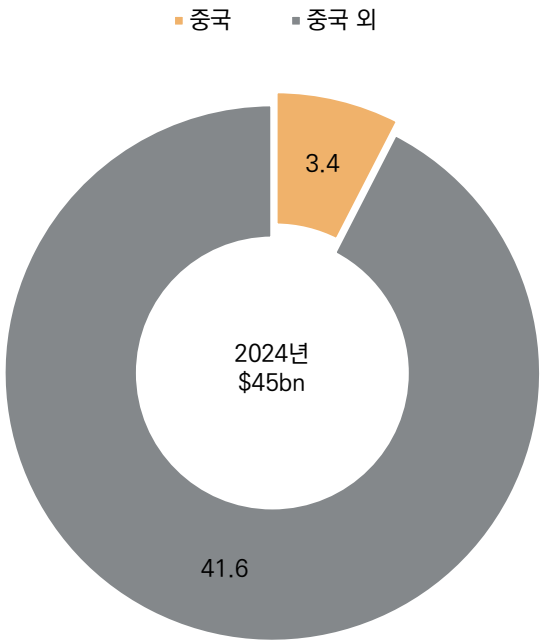
중국 바이오 연구 동향: Next-generation of IO and ADC

II. 중국 면역항암제 연구 동향

중국 면역항암제 시장

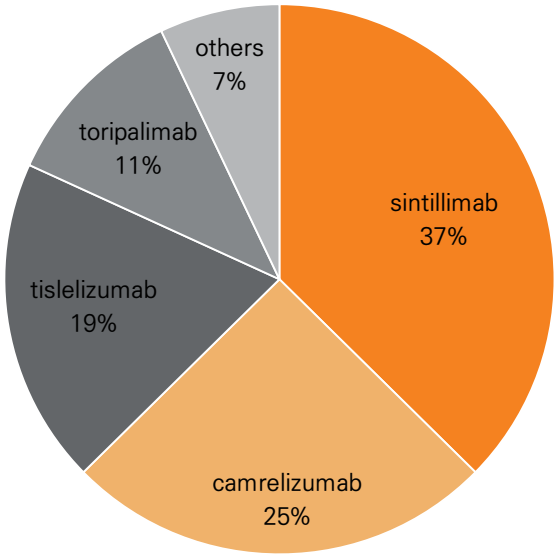
- 글로벌 PD-1/PD-L1 면역항암제 시장은 24년 기준 약 450억 달러 규모로 추산. 이 중 중국 시장은 약 8%로 34억 달러 규모로 파악. 중국 시장은 베이진, 이노벤트, 준시, 항서제약 등 로컬 업체들이 90% 이상의 점유율을 차지
- 로컬 업체들의 점유율이 높은 이유는 중국 정부 보험 목록(National Reimbursement Drug List, NRDL)에 빅파마 약품이 포함되어 있지 않기 때문
- 22년 중국 PD-1/PD-L1 시장 규모는 22억 달러였으나 2년 만에 +55% 성장한 34억 달러 규모

2024년 전세계 PD-1/PD-L1 면역항암제 시장 규모



자료: PharmaCube, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 처방 건수 기준 중국 PD-1/PD-L1 시장 점유율



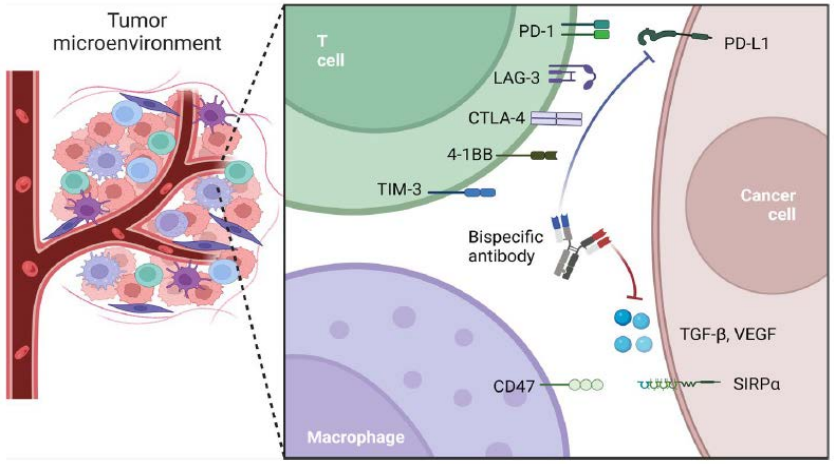
자료: PharmaCube, 미래에셋증권 리서치센터

II. 중국 면역항암제 연구 동향

PD-1 특허 만료: 중국 바이오텍의 주요 먹거리

- 현재 글로벌 항암 치료의 표준요법(Standard of Care)은 여전히 PD-1 면역항암제 + 화학요법 조합
- 많은 기업들이 화학요법을 ADC로 대체하고자 함(replace chemo with ADC)
- 다이이찌산쿄의 성공 사례가 ADC가 '화학요법 대체제'로서 효과적일 수 있음을 증명
- **이중특이성 항체, ADC 전략 모두에서 PD-1, PD-L1을 사용하는 전략**. PD-1의 특허가 만료되는 시기가 얼마 남지 않은 상황에서 제네릭 개발도 확대

두 가지 면역억제분자를 동시 표적으로 하는 이중항체의 시너지 효과



자료: Cell Communication and Signaling(2024), 미래에셋증권 리서치센터

PD-1/PD-L1를 포함한 이중항체 파이프라인 현황

Targets	Representative Agents	Highest R&D Stage	Companies
TGFβ×PD-L1	M7824 (Bintrafusp alfa), SHR-1701, PM8001, TQB-2858	Phase 3 (M7824, SHR-1701)	Merck KGaA, Hengrui Pharma, Pumis Biotech, Nanjing Shunxinh
CD47×PD-L1	IBI322	Phase 2	Innovent Biologics
VEGF×PD-L1	AK112 (Ivonescimab), PM8002, B19G2	Market application/ Phase 2/3	Akeso Biopharma, Pumis Biotech, Tasly Pharma
4-1BB×PD-L1	GEN1046	Phase 2	Genmab
LAG-3×PD-L1	IBI323, Tebotelimab (MGD013), RO7247669 (Tebostomig)	Phase 3 (RO7247669)	Innovent Biologics, MacroGenics, Roche
CTLA-4×PD-1	MGD019 (Lorigerlimab), QL1706	Phase 2/3	MacroGenics, Qilu Pharma
CTLA-4×PD-L1	KN046, MEDI5752	Phase 3	Alphamab Bio, AstraZeneca
TIM-3×PD-L1	LY3415244, RO7121661 (Leramilimab)	Phase 2	Eli Lilly, Roche
PD-1×PD-L1	LB1410, IBI318	Phase 2	L&I Biopharma, Innovent Biologics
TIGIT × PD-L1	ADG296 (Rivocotamab)	Phase 3	AstraZeneca

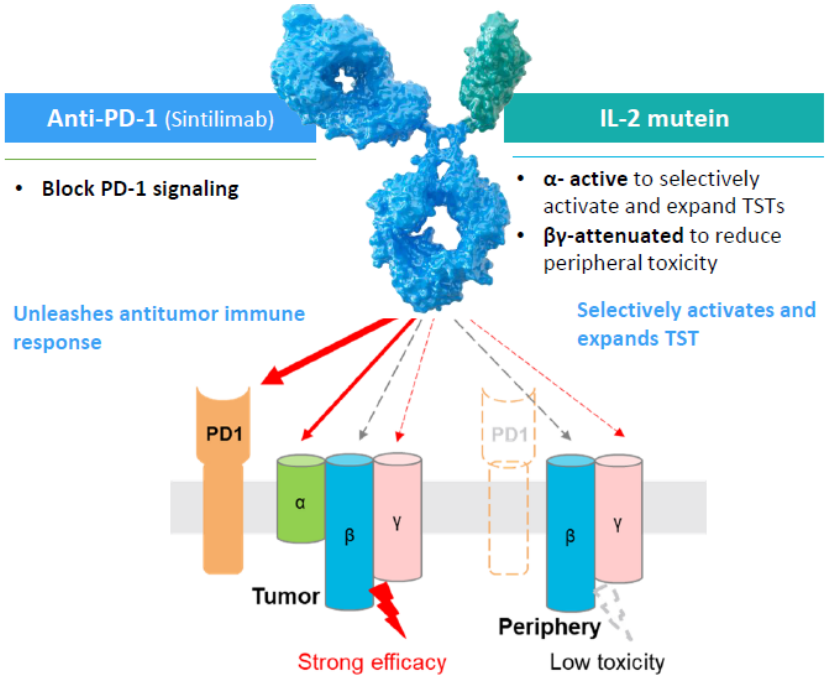
자료: Cell Communication and Signaling(2024), 미래에셋증권 리서치센터

II. 중국 면역항암제 연구 동향

이중특이성 면역항암제

- PD-1/CTLA4, PD-1/TIGIT, PD-1/VEGF, PD-1/IL 2 이중특이성 항체는 모두 비소세포폐암에서 긍정적인 효과
- 다케다-이노벤트 기술이전 파이프라인 중 하나인 IBI363도 PD-1/IL 2 이중항체(글라우딘18.2 ADC를 포함한 전체 딜 규모 102억 달러)
- 3S바이오-화이자 딜의 파이프라인 SSGJ-707도 PD-1과 VEGF에 동시에 결합 가능한 이중특이성 항체로 총 규모 60억 달러의 딜

IBI363(PD-1/IL 2 이중항체)



자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

PD-1 이중항체 딜 정리

시기	인수자 -바이오텍	약물명	기전	적용범위	선급금/마일스톤
24.11	MSD(머크) -LaNova	LM-299	PD-1 × VEGF	1상 진행/ 확장	선급금 $588 mn, 마일스톤 $2.7 bn
25.05	Pfizer -3SBio	SSGJ-707	PD-1 × VEGF	Ex-China, 2/3상 예정	선급금 $1.25 bn, 마일스톤 $4.8 bn, 로열티
25.6	BMS -BioNTech	BNT327	PD-L1 × VEGF	다수 암종, 3상 진행	선급금 $1.5 bn, 마일스톤 총 $11.1 bn, 50:50 프로핏 쉐어
25.10	Takeda -Innnovent	IBI363	PD-1 × IL 2	임상 3상	선급금 $1.2bn, 마일스톤 $ 11.4 bn * 단, 추가 2건 파이프라인 포함 금액

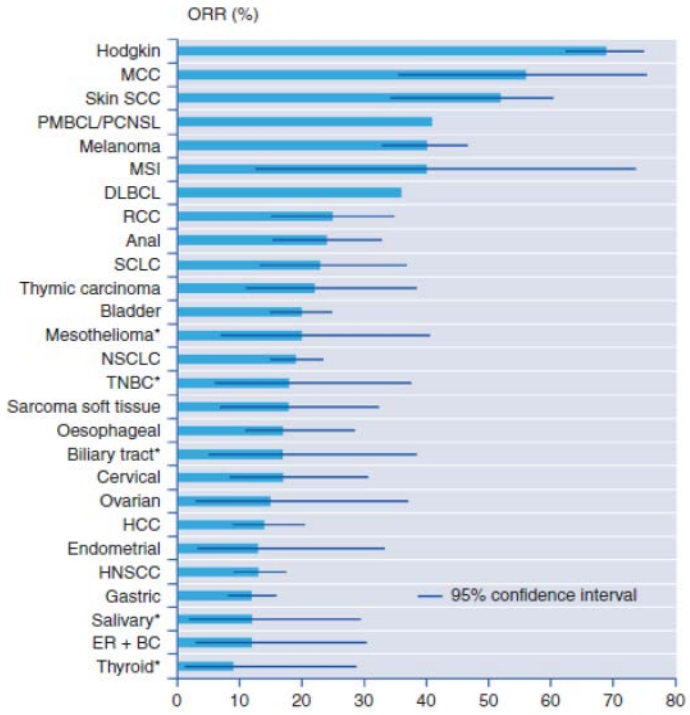
자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

II. 중국 면역항암제 연구 동향

면역항암제+ADC 병용

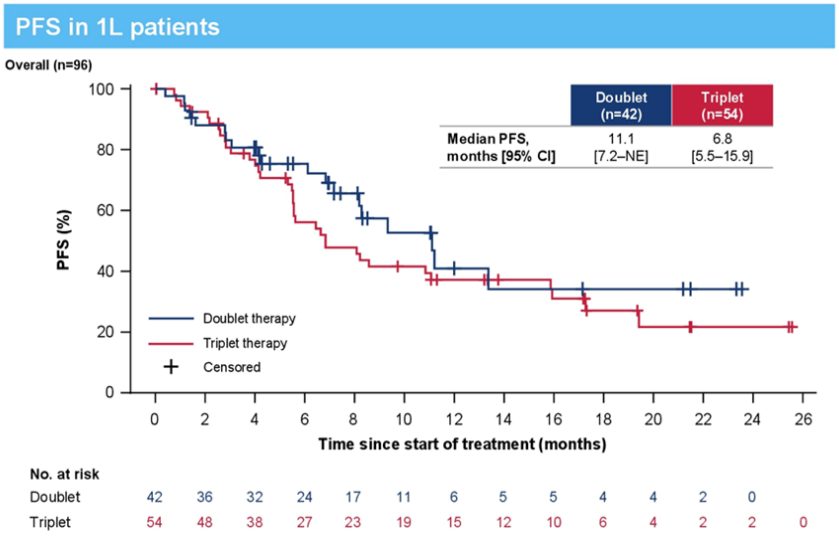
- 24년 기준 전세계 면역항암제 매출은 450억 달러. 그럼에도 불구하고 특정 암종에서의 면역항암제 단독 효능은 여전히 낮음. 면역항암제의 효능을 더 높일 수 있는 방법은 여전히 중요함
- 다이이찌산쿄가 발표한 면역항암제 + 화학요법 + Trop2 ADC 요법은 비소세포폐암 1차 치료에서 중앙 무진행 생존기간(PFS) 11.1개월(vs. 대조군 6.6개월)

특정 종양에서 여전히 낮은 면역항암제의 효능



자료: Innovent, ASCO, 미래에셋증권 리서치센터

면역항암제+ADC 병용으로 효능 증가가 가능함을 제시



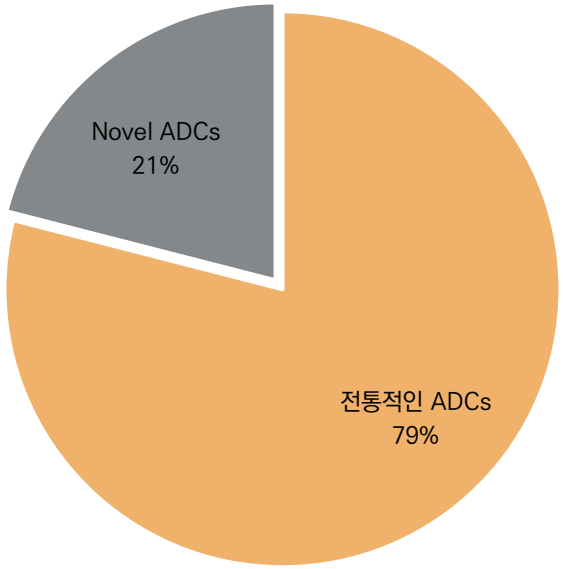
자료: Daiichi Sankyo, 미래에셋증권 리서치센터

II. 중국 ADC 연구 동향

차세대 ADC

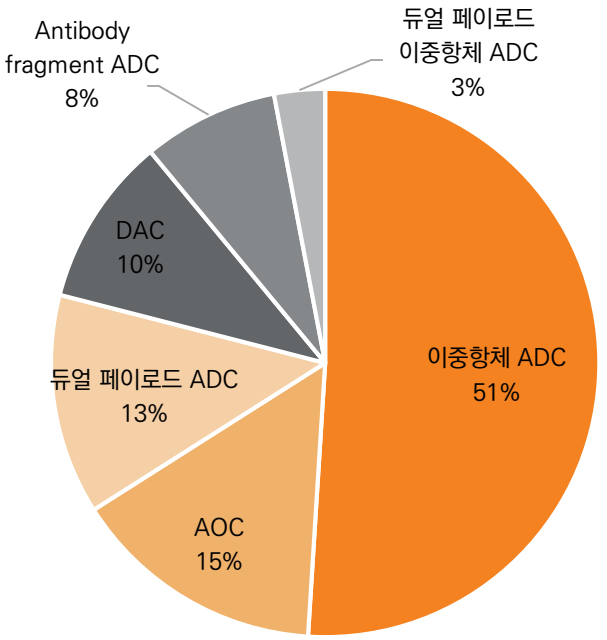
- ADC는 면역항암제 병용이 아닌 단독으로도 충분히 높은 효능을 보이고 있음
- 더불어 기존, 일반적 ADC 형태에서 이중특이성 항체 ADC, 멀티 페이로드 ADC 등 새로운 ADC 형태로 진화하며 다양한 연구가 진행 중
- 이중특이성 항체의 경우 전체 novel ADC 연구의 51% 비중을 차지하며, 임상 파이프라인 수가 증가하는 추세

ADC vs. XDC 연구 비중



자료: Frost & Sullivan, WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

다양해지는 XDC 연구



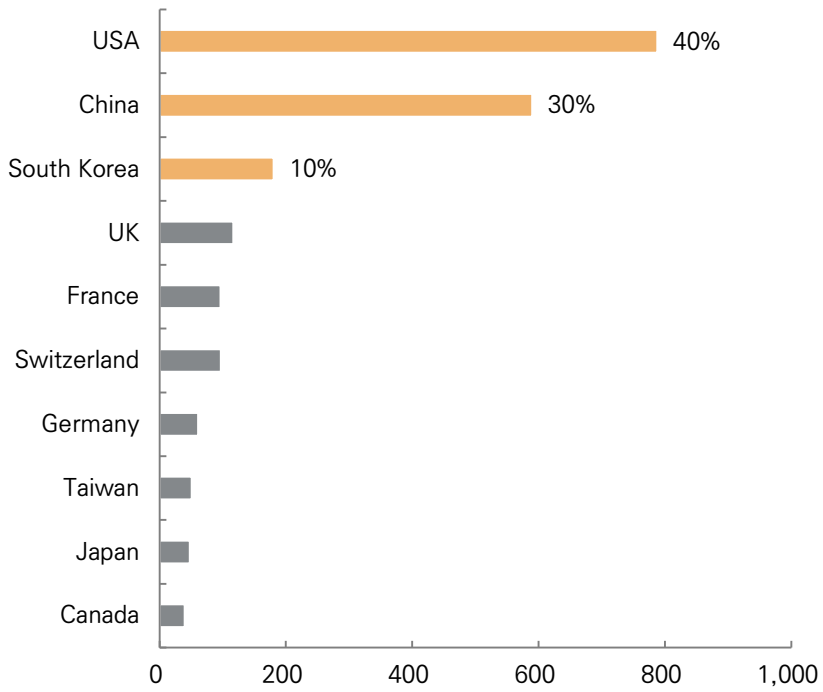
자료: Frost & Sullivan, WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

II. 중국 ADC 연구 동향

ADC 분야에도 발을 넓히는 중국

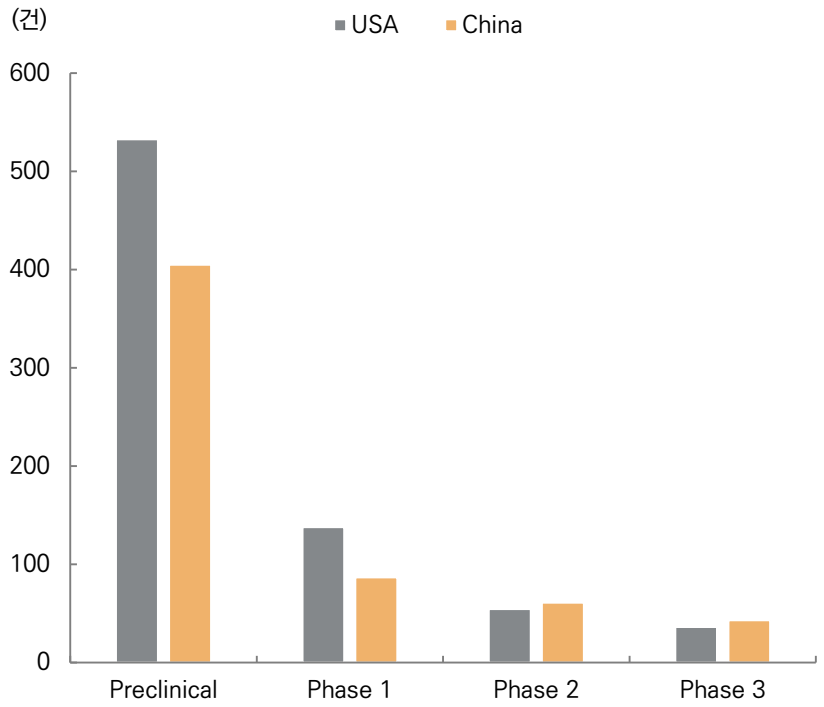
- Beacon 자료에 의하면, ADC의 국가별 프로그램 수 비중은 미국 40%, 중국 30%, 한국 10%
- 임상 2상, 3상 단계의 프로그램 수는 중국이 미국을 소폭 앞섬. 중국의 이노벤트, 듀얼리티 바이오테라퓨틱스, 항서제약 등을 중심으로 ADC 파이프라인 수가 증가
- 2025년 중국 제약 회사들은 8건의 ADC 관련 계약을 체결. 이중항체 ADC 2건이 포함

국가별 ADC 프로그램 수 및 비중



자료: Beacon, 미래에셋증권 리서치센터

미국 vs. 중국 임상 단계별 ADC 프로그램 수



자료: Beacon, 미래에셋증권 리서치센터

II. 중국 ADC 연구 동향

주요 중국 바이오텍 ADC 라이선싱 딜 (최근 3개년)

발표일	개발사	라이센시	업프론트	딜 밸류	에셋	타깃	WW 임상
2023-02-01	Sichun Kelun-Biotech	MSD	175	9,475	SKB-571	Unclassified	Phase 1
2023-02-13	CSPC Pharmaceutical	Corbus	8	693	CRB-701	Nectin-4	Phase 2
2023-02-23	KYM Biosciences	AstraZeneca	63	1,163	CMG901	CLDN18.2	Phase 3
2023-04-03	Duality Biologics	BioNTech	170	1,670	DB-1311	B7-H3	Phase 3
					DB-1303	HER2	Phase 2
2023-04-13	GeneQuantum	Pyramid Biosciences	20	1,020	GQ1010	TROP2	Phase 2
2023-05-07	Bliss Bio	Eisai	비공개	2,000	BB-1701	HER2	Phase 2
2023-05-12	LaNova Medicines	AstraZeneca	55	600	LM-305	GPRC5D	Phase 2
2023-10-12	MediLink Therapeutics	BioNTech	70	1,070	BNT326	HER3	Phase 2
2023-10-20	Hansoh Pharma	GSK	85	1,570	HS-20089	B7-H3	Phase 2
2023-10-30	Hengrui Pharma	Merck KGaA	170	1,480	SHR-A1904	CLDN18.2	Phase 3
2023-12-11	Biokin Pharmaceutical (SystImmune)	BMS	800	8,400	BL-B01D1	EGFR/HER3	Phase 2
2023-12-15	Harbour BioMed (Nona Biosciences)	Pfizer	53	1,103	HBM9033	MSLN	Phase 1
2023-12-20	Hansoh Pharma	GSK	185	1,710	HS-20093	B7-H3	Phase 2
2024-01-02	MediLink Therapeutics	Roche	50	1,000	YL211	c-MET	Phase 1
2024-06-06	Alphamab Oncology	ArriVent Biopharma	비공개	616	ADC Program	Unclassified	-
2024-12-03	Duality Biologics	GSK	30	1,005	DB-1324	Unclassified	Pre-clinical
2024-12-20	WuXi Biologics	Whitehawk Therapeutics	44	849	HWK-007	PTK7	Pre-clinical
2025-01-02	Innovent Biologics	Roche	80	1,080	IBI3009	DLL3	Phase 1
2025-01-07	Duality Biologics	Avenzo Therapeutics	50	1,200	DB-1418	EGFR/HER3	Phase 2
2025-01-22	Lepu Biopharma	ArriVent Biopharma	47	1,207	MRG007	CDH17	Pre-clinical
2025-02-19	CSPC Pharmaceutical	Radiance Biopharma	15	1,240	SYS6005	ROR1	Phase 1
2025-05-29	Evopoint Biosciences	Astellas Pharma	130	1,340	XNW27011	CLDN18.2	Phase 1/2
2025-09-03	Novatim Immune Therapeutics	Radiance Biopharma	15	1,165	KY-0301	c-MET/EGFR	Phase 1
2025-09-24	Hengrui Pharma	Glenmark Specialty S.A.	18	1,093	SHR-A1811	HER2	Phase 3
2025-10-22	Innovent Biologics	Takeda	1,200	11,400	IBI363&IBI343 (Options: IBI3001)	CLDN18.2 (IBI343)	Phase 3 (Phase 1)

주: 25년 딜 하이라이트
자료: 이밸류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

—

중국 헬스케어 기업 분석

우시 XDC 케이맨 WuXi XDC Cayman (02268 HK)

WuXi XDC를 보면 ADC 트렌드가 보인다

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(12M, 유지)	**HKD 106**
현재주가(25/10/28)	HKD 73.10
상승여력	45.00%
국가	중국
항셍 종합(p)	26,346.14

EPS 성장률(25F,%)	37.9
P/E(25F,x)	54.8
배당수익률(%)	0.0
시가총액(조원)	16.89
상장주식수(백만주)	1,252.9
60일 평균 거래대금(백만HKD)	480.87
52주 최저가(HKD)	22.60
52주 최고가(HKD)	85.10

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.9	97.3	218.5
상대주가	-2.7	64.5	149.0

기업소개

- WuXi XDC는 항체-약물 접합체(ADC) 및 기타 생물접합체(XDC)에 대한 계약형 연구, 개발, 제조(CRDMO, Contract Research, Development, and Manufacturing Organization) 서비스를 제공하는 기업
- WuXi XDC는 ADC 및 다양한 바이오 컨쥬게이트 개발에 필요한 모든 서비스를 하나의 플랫폼에서 제공할 수 있는 장점을 보유한 기업

투자포인트

- 전통적인 ADC 치료제의 시장 확대 및 DAC, 방사성의약품 등 진화된 형태의 XDC 의약품 연구 증가가 WuXi XDC의 수주 증가로 이어질 것
- WuXi XDC는 원스톱(end-to-end) 솔루션을 제공할 수 있어 고객사 입장에서 매우 효율적인 CRDMO
- 새롭게 부상 중인 이중특이성 ADC, 다중페이로드 ADC 등에 대한 기술력을 확보하고 있음

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만HKD)	1,155	2,349	4,394	6,408	9,013	12,619
영업이익 (백만HKD)	232	399	1,326	1,817	2,576	3,786
영업이익률 (%)	20.1	17.0	30.2	28.4	28.6	30.0
순이익 (백만HKD)	182	314	1,160	1,608	2,360	3,385
EPS (HKD)	0.15	0.31	0.97	1.33	1.96	2.81
ROE (%)	21.3	8.2	17.8	20.1	23.3	26.0
P/E (배)	-	104.4	31.7	54.8	37.3	26.0
P/B (배)	-	6.4	5.2	9.8	7.8	6.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

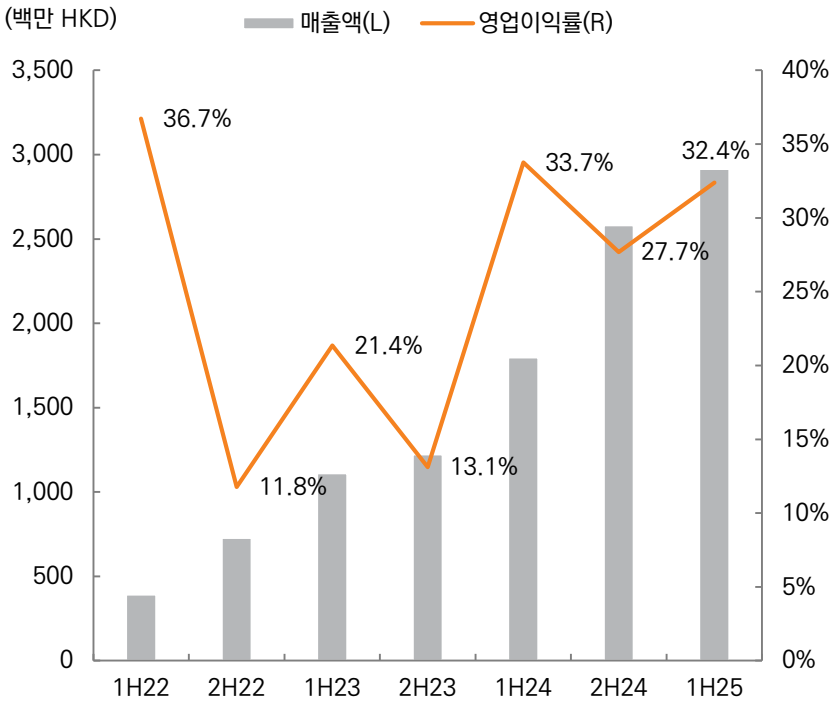
자료: 우시 XDC 케이맨, 미래에셋증권 리서치센터

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

시장 포지셔닝

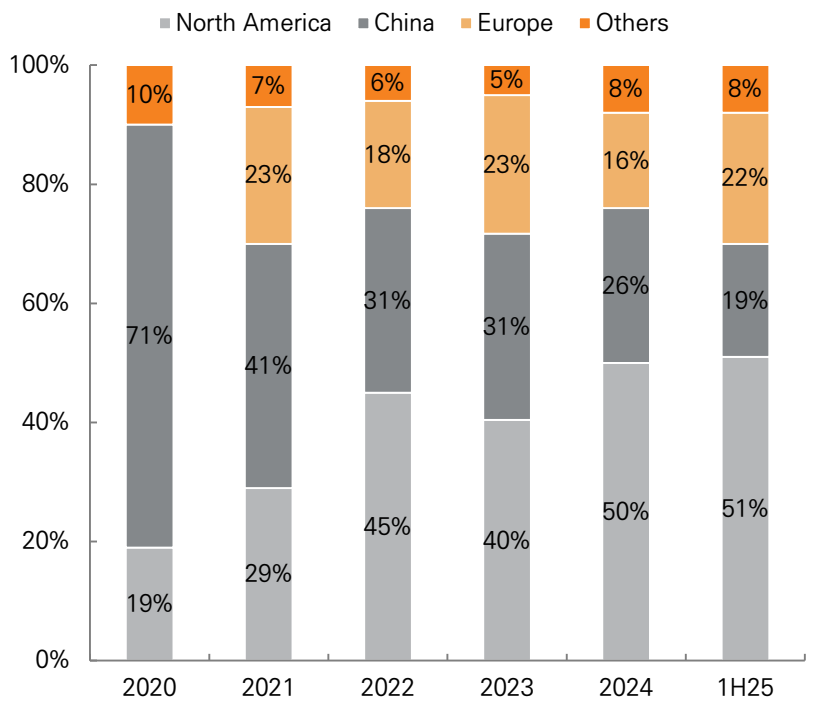
- XDC 분야 글로벌 톱티어 CDMO, Lonza와 유사한 시장점유율을 보유
- 글로벌 매출의 대부분은 미국 고객사로부터 발생, 중국 내수 비중은 미미
- 단가 수준은 “Lonza보다 약간 낮고, 타 글로벌 CDMO보다 높음” → ‘저가 경쟁’보다는 품질 중심
- 인건비 절감 + 공정 효율성으로 수익성 확보가 가능

WuXi XDC 매출액 및 영업이익률 추이



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

WuXi XDC 지역별 매출 비중 추이



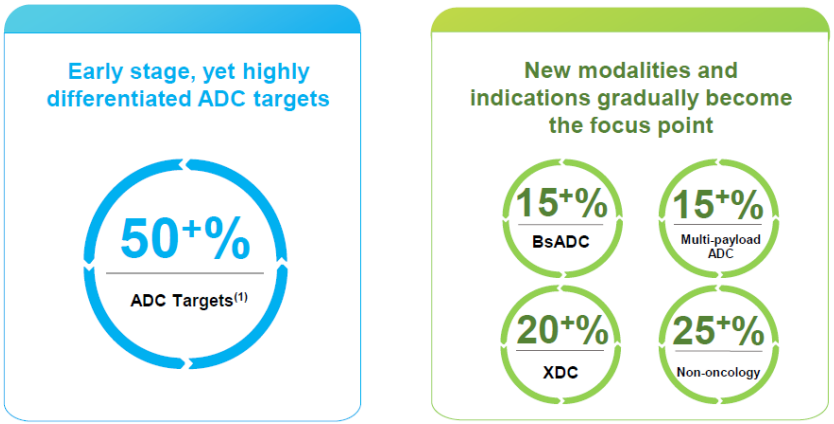
자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

고객사들의 XDC 연구 동향

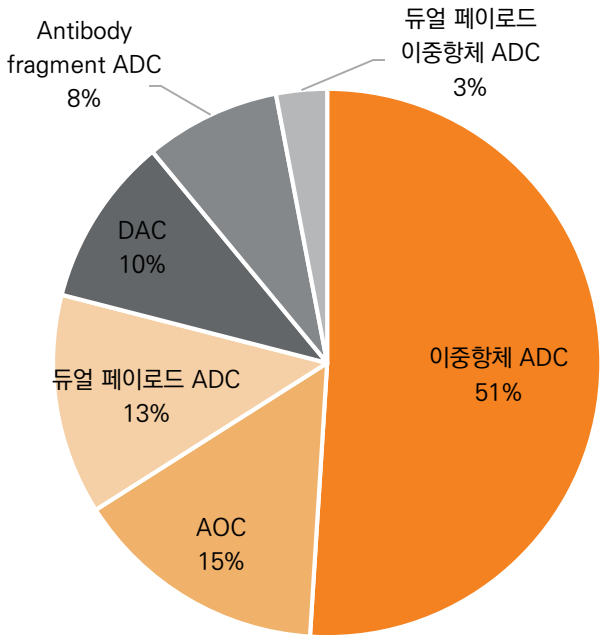
- 고객사들의 XDC 파이프라인에서 신규 타깃이 전체 프로젝트의 50% 이상을 차지 (HER2, TROP2 이외 DLL3, GPRC5D, CEACAM5 등)
- 산업 전반을 살펴보면 PD-(L)1과 같은 타깃에 관심을 갖는 회사들도 많음
- ADC를 넘어 DAC, AOC 등 다양한 형태로 확장 중. 다중 페이로드(multi-payload) ADC와 이중특이성 항체 ADC 개발이 활발함

신규 타깃이 전체 프로젝트의 50% 이상



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

다양해지는 XDC 연구



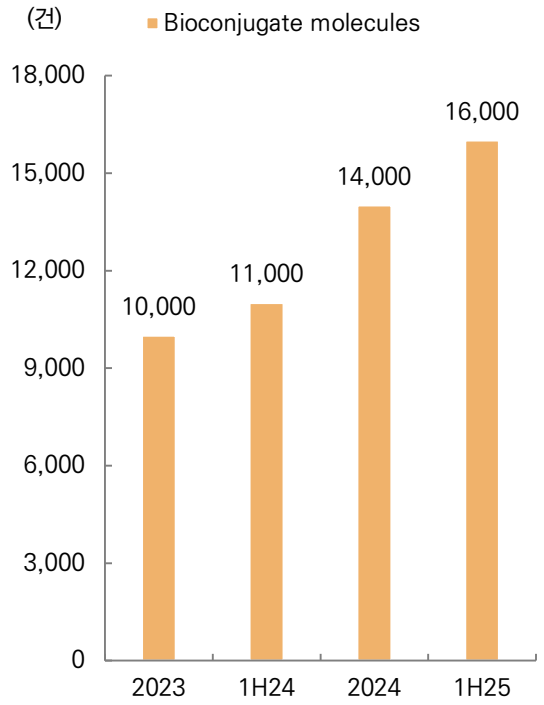
자료: Frost & Sullivan, WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

다수의 프로젝트를 통한 기술력 검증

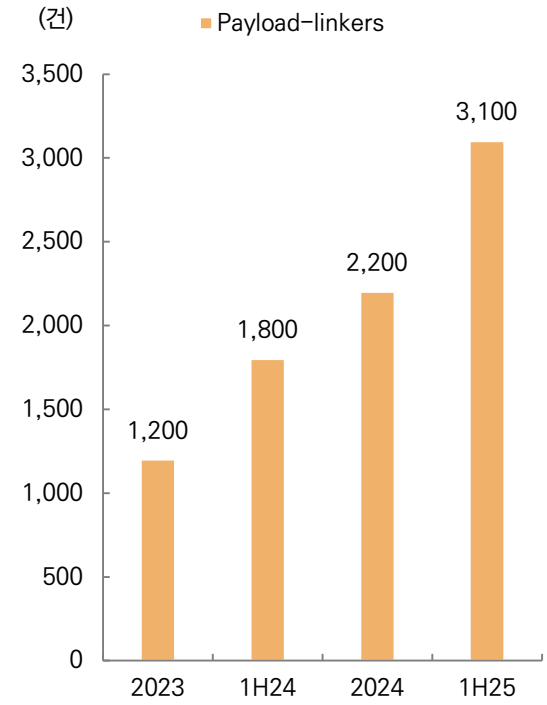
- Dual 또는 Multi Payload ADC 제조의 기술적 난이도 높음. 두 개의 페이로드를 조합할 경우, 독성 밸런스와 반응성을 모두 제어해야 하기 때문에 난이도가 매우 높음
- 핵심은 DAR(Drug-to-Antibody Ratio) 제어이며, 여러 페이로드를 결합할수록 복잡성이 기하급수적으로 증가. 하지만 WuXi XDC는 이러한 복잡한 구조를 다룰 수 있는 공정 역량을 확보
- ADC의 DP(Drug Product) 공정: DP 공정은 그 전에 바이오컨쥬게이션(Bioconjugation) 기술이 안정적으로 이루어져야 가능한 단계로 기술 장벽이 높음

바이오컨쥬게이션 경험



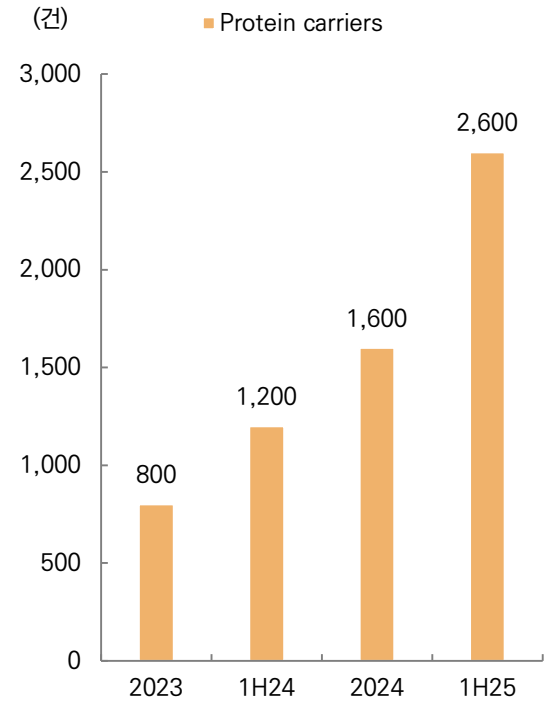
자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

페이로드-링커 경험



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

단백질 캐리어 경험



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만HKD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**4,394**	**6,408**	**9,013**	**12,619**
매출원가	**3,050**	**4,272**	**5,967**	**8,328**
매출총이익	**1,344**	**2,136**	**3,046**	**4,291**
판매비와관리비	**18**	**318**	**471**	**505**
영업이익	**1,326**	**1,817**	**2,576**	**3,786**
비영업손익	**-3**	**0**	**0**	**0**
금융손익	**-3**	**101**	**280**	**280**
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	0	-101	-280	-280
법인세차감전순이익	1,323	1,817	2,576	3,786
법인세	163	201	216	430
당기순이익	1,160	1,608	2,360	3,385
지배주주	1,160	1,608	2,360	3,385
비지배주주	**0**	**0**	**0**	**0**

Growth & Margin (%)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	87.1	45.8	40.7	40.0
매출총이익증가율	117.1	58.9	42.6	40.9
영업이익증가율	232.3	37.0	41.8	47.0
순이익증가율	269.4	38.6	46.8	43.4
EPS증가율	215.7	37.9	46.8	43.4
매출총이익률	30.6	33.3	33.8	34.0
영업이익률	30.2	28.4	28.6	30.0
당기순이익률	26.4	25.1	26.2	26.8

예상 재무상태표 (요약)

(백만HKD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**6,493**	**9,650**	**13,197**	**17,894**
현금성자산	2,049	3,636	4,675	7,061
매출채권	1,995	2,700	3,826	4,863
재고자산	126	171	242	308
기타유동자산	2,323	3,143	4,454	5,662
비유동자산	**3,217**	**3,309**	**3,317**	**3,323**
투자자산	13	17	25	31
유형자산	2,918	3,000	3,000	3,000
무형자산	277	280	280	280
기타비유동자산	**9**	**12**	**12**	**12**
자산총계	**9,710**	**12,960**	**16,514**	**21,217**
유동부채	2,625	3,980	5,172	6,485
매입채무	1,085	1,469	2,082	2,646
단기차입금	509	1,118	1,118	1,336
기타유동부채	**1,031**	**1,393**	**1,972**	**2,503**
비유동부채	19	21	23	28
장기금융부채	32	34	34	38
기타비유동부채	**-13**	**-13**	**-11**	**-10**
부채총계	**2,644**	**4,001**	**5,195**	**6,513**
지배주주지분(연결)	7,066	8,959	11,319	14,704
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	5,211	0	0	0
이익잉여금	**1,845**	**8,958**	**11,318**	**14,703**
기타	**10**	**1**	**1**	**1**
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**7,066**	**8,959**	**11,319**	**14,704**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	31.7	54.8	37.3	26.0
P/S (배)	8.4	13.7	9.8	7.0
P/B (배)	5.2	9.8	7.8	6.0
EV/EBITDA (배)	22.9	43.8	30.0	19.5
EPS (HKD)	1	1	2	3
BPS (HKD)	6	7	9	12
DPS (HKD)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	2.9	2.7	2.8	2.9
재고자산회전율 (회)	49.4	43.1	43.6	45.9
매입채무 회전율 (회)	3.5	3.3	3.4	3.5
ROA (%)	13.6	14.2	16.0	17.9
ROE (%)	17.8	20.1	23.3	26.0
ROIC (%)	47.7	47.3	66.9	92.9
부채비율 (배)	37.4	44.7	45.9	44.3
유동비율 (배)	247.4	242.5	255.2	275.9
순차입금/자기자본 (배)	-52.1	-60.6	-68.0	-74.8

자료: 우시 XDC 케이맨, 미래에셋증권 리서치센터

우시바이오로직스 WuXi Biologics (02269 HK)

항체기반 Research, Development, Manufacturing 통합형 강자

Refinitiv 평균 목표주가	**HKD 38.97**
현재주가(25/10/28)	HKD 36.76
상승여력	6.00%
국가	중국
항셍 종합(p)	26,346.14

투자포인트

- 로열티 중심/상업물량 증가의 고수익 구조 확립: Upfront·Milestone·Sales·Cell line 로열티를 결합한 R&D-linked 수익모델로 전환, 동시에 후기단계 및 상업화 물량 증가
- 플랫폼 다각화 및 글로벌 확장 가속화: WuXiBody™, ADC, SDArBody™ 등 다중 플랫폼 기반으로 864개 프로젝트를 보유. 북미(매출 비중 60.5%) 중심 성장 지속
- Single-Use 시스템 기반 비용 효율성 확보: 일회용 배양 기술로 생산 안정성과 스케일-아웃 능력을 입증하는 중(97% 배치 성공률), 고효율·저비용 대량생산 경쟁력 강화

Risk 요인

- Biosecure Act 등 지정학 리스크 노출 – 미국 내 안보 관련 법안 개정 시(현재 목록에 미포함)
- 미국 설비 확장(비용 4배↑)으로 인한 단기 마진 압박 가능성

EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	-
시가총액(조원)	27.56
상장주식수(백만주)	4,064.9
60일 평균 거래대금(백만HKD)	1,648.23
52주 최저가(HKD)	14.30
52주 최고가(HKD)	42.18

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.9	60.9	111.0
상대주가	-6.7	34.2	65.0

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (백만HKD)	4,521	6,315	12,401	17,798	18,844	20,252
영업이익 (백만HKD)	1,304	2,257	4,860	6,320	4,793	5,413
영업이익률 (%)	28.8	35.7	39.2	35.5	25.4	26.7
순이익 (백만HKD)	1,151	1,900	4,084	5,153	3,761	3,639
EPS (HKD)	0.31	0.48	0.98	1.23	0.90	0.89
ROE (%)	9.8	9.8	12.8	13.0	8.9	8.2
P/E (배)	106.2	213.8	94.6	48.5	32.8	19.7
P/B (배)	8.9	17.2	9.2	6.4	2.8	1.6

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

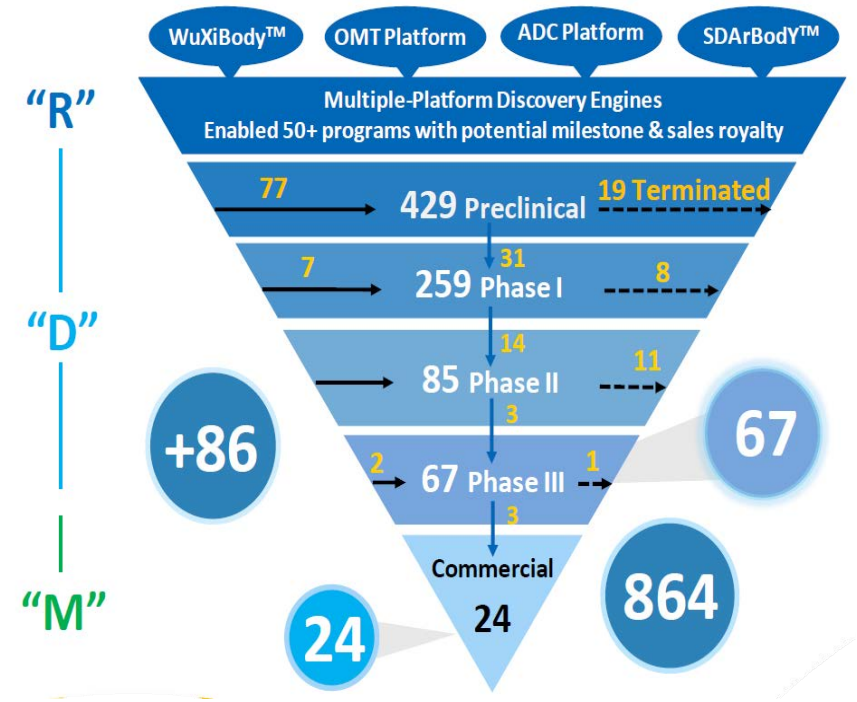
자료: 우시바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

우시바이오로직스 (02269 HK)

기업 개요

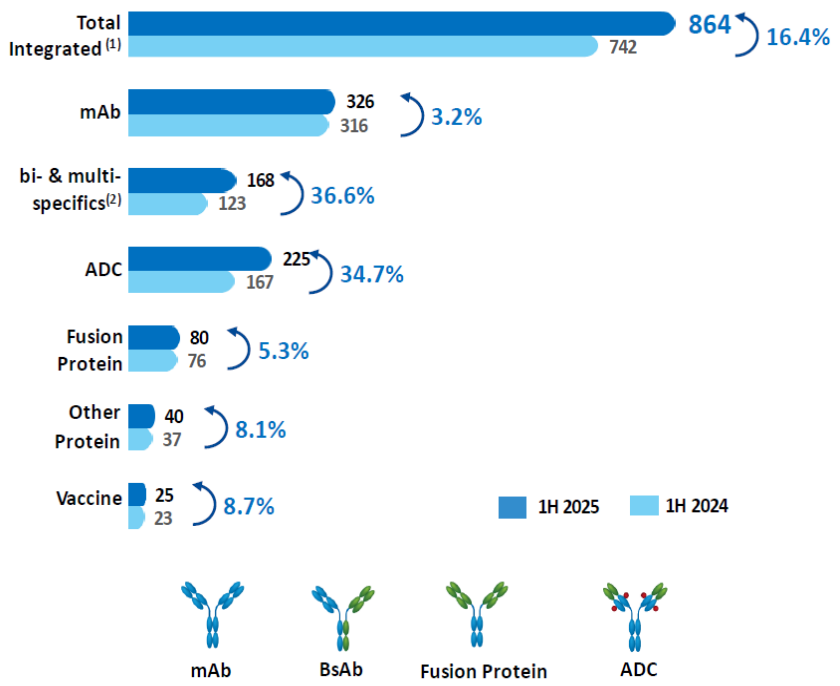
- 항체의약품의 CRDMO 전문 업체. Wuxi XDC의 모회사로 XDC 매출 100%, 순이익 50.7% 인식
- Research → Development → Manufacturing의 단계를 아우르는 Follow-the-molecule 전략
- 과거 Research, Development에 머물렀으나 임상3상(67개), 상업화(24) 프로젝트 증가
- 1H25 기준 86개 신규 프로젝트. 이 가운데 50% 이상이 미국
- 모달리티별, ADC와 이중/다중항체 프로젝트 수주 성장 폭 가파름

WuXi Biologics 개발 단계별 프로젝트 현황



자료: WuXi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

WuXi Biologics 모달리티별 프로젝트 현황



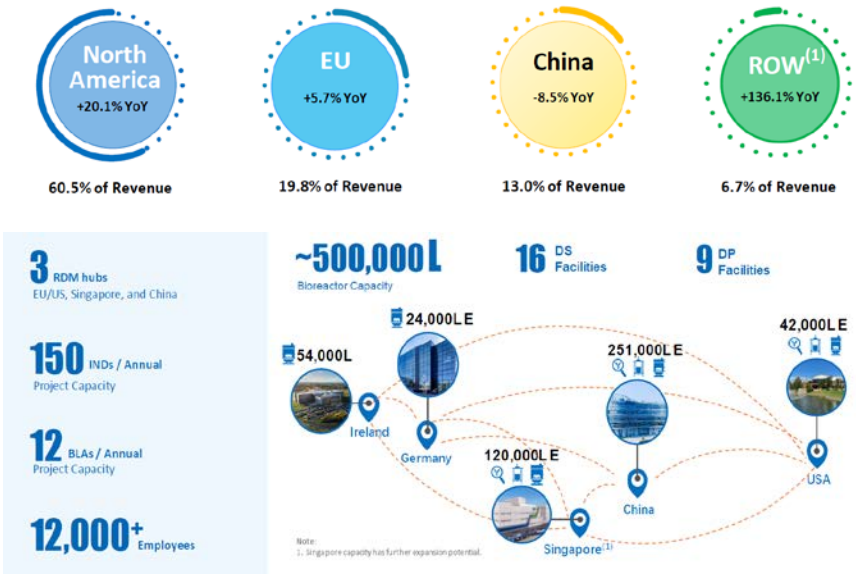
자료: WuXi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

우시바이오로직스 (02269 HK)

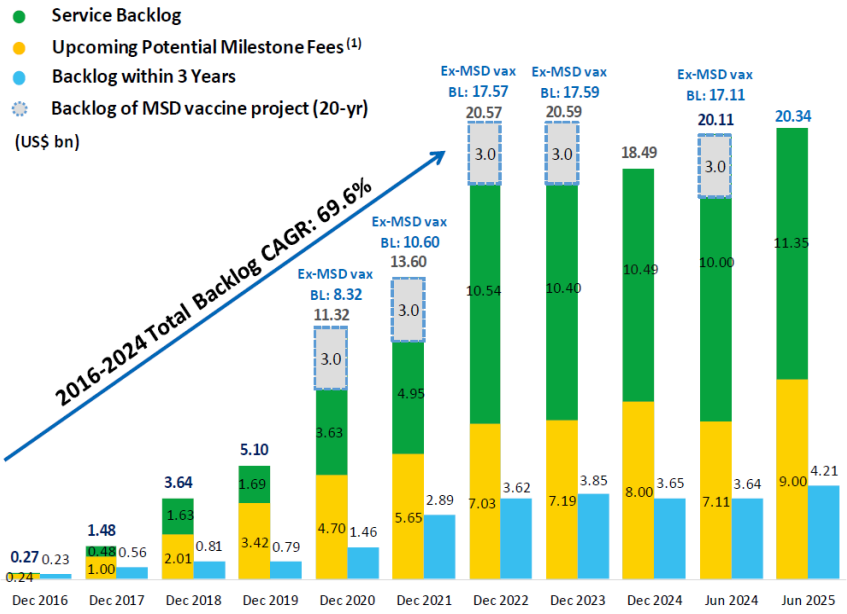
지역별 현황

- 북미: 매출 비중 60.5%, +20% YoY 성장. Pre-IND 부터 상업 생산까지 연속적 협력
- 유럽: 매출 비중 19.8%, +5.7% YoY 성장. 5-8년 전부터 진출을 시작, 신뢰 구축
- 중국: 매출 비중 13%, -8.5% YoY 감소. 중국 기업이 개발한 물질 미국/유럽에 라이선스 아웃하면서 북미/유럽 매출 조정 통한 역성장. 이를 조정하면 한자리 수 성장
- 기타: 매출 비중 6.7%, BD 노력을 통해 +136.1% YoY 급성장. 특히 한국과 중국 고성장
- 미국, 아일랜드, 독일, 싱가포르, 중국을 아우르는 약 50만 리터 캐파의 생산시설 보유

지역별 매출 비중 및 전세계 생산시설



1H25 기준 토탈 백로그는 약 200억 달러 규모



자료: Wuxi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Wuxi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

우시바이오로직스 (02269 HK)

비즈니스 경쟁력

- 로열티 기반 모델 비즈니스. 고객의 약 90%가 세포주 로열티 선택. 지속적인 수익 추구
- 이중항체 역가 5~7g/L. 상업 스케일 mab 세포주 역가 8~10g/L 수준으로 1세대 항체 대비 5배 증가. 효율성 향상 통한 원가 경쟁력 확보
- Single Use 생산 기술 활용해 비용 효율적이고, 소량-대량 제품 모두 신속히 대응 가능
- 다품종 소량 생산이 잦은 CDMO 사업 모델에 최적화 경쟁력

로열티 기반 고수익 구조 전환 / TruSite TI 플랫폼 역가 8.0g/L 초과

	Most programs		CD3 TCEs programs	
	evenue	GPM%	Revenue	GPM%
R		80%+		80%+
Upfront payment(1x)	up to $30+m		up to $40+m	
Milestone (cumulative)	up to $200m+		up to $200m+	
Sales royalties (recurring)	up to $100m/yr for every $1b sales		up to $100m/yr for every $1b sales	
D	fluctuates depending on clinical trial needs	50%+	fluctuates depending on clinical trial needs	50%+
Expect 600+ projects with cell line royalty[1] by YE2025				
M – Manufacturing Services	$50m+/yr per $1b sales	45%+	A few batches/yr for CD3 TCEs	45%+
M – Cell line royalties[1]	typically 0.5% of net drug sales at 80%+ GPM%			

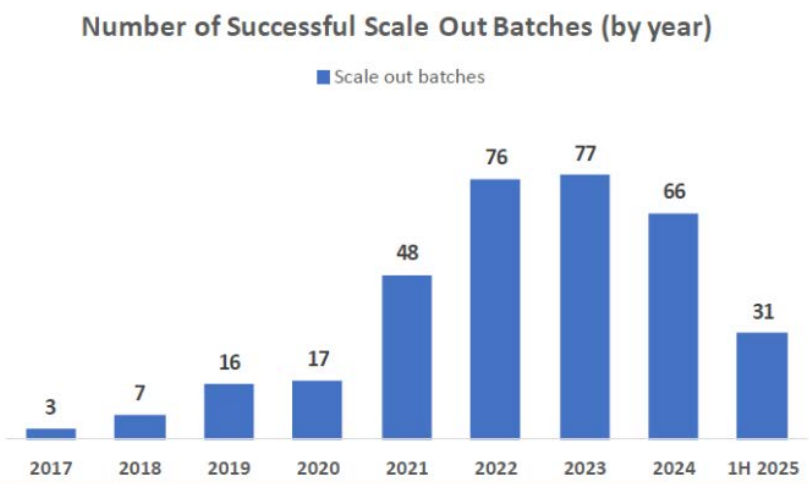
1. Cell line royalties are waived when sponsors manufacture 100% of commercial supply at WXB. Royalties apply to any portion of commercial production conducted outside WXB, providing a meaningful profit stream.

- **Upfront payment, milestone, sales and cell line royalties to become a significant portion of future revenue**
  - **Will drive Group margin expansion**

- TrueSite TI™, the fourth generation of WuXia™ cell line platform, leverages targeted integration technique to streamline clone screening and guarantees expression stability.
- The platform has achieved an average mAb titer exceeding 8.0 g/L with over 99% of clonal cell lines maintaining stable protein expression after passaging for 60 generations, which effectively mitigates the risk of titer drop during scale-up manufacturing to over 20,000 L.
- It enables a 6-month IND timeline, accelerating development of innovative therapies and their path to commercial launch.
- TrueSite TI™ has proved to be ideal for mAb development and demonstrated strong applicability to complex biologics, including bispecific antibodies (BsAb), Fc-fusion proteins, and Fab fragments.

자료: WuXi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

Single Use 배양 시스템으로 높은 생산 안전성 구현



자료: WuXi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

우시바이오로직스 (02269 HK)

관세 및 지적학적 리스크 (Biosecure Act)

- 프린스턴 및 보스턴 근처 미국 사이트 통해 글로벌 확장 중(다만, 미국 시설은 중국보다 비용 4x)
- 싱가포르 낮은 관세와 세제 혜택, 중국에서 교육받은 100명 이상의 탄탄한 인력 보유. 전략적 허브
- Biosecure Act에 따라 WuXi의 직접적 영향은 없을 것. 초안에 WuXi는 제외되었으며, 유전체 데이터와 같은 민감한 비즈니스를 다루지 않음. 실제 제한은 NIH, VH, DOD 등 정부 자금이 투입된 일부 프로젝트에만 적용되어 전체 비즈니스에 미치는 영향 제한적
- 일부 고객이 대안을 검토했으나 결국 WuXi를 다시 선택. 전반적으로 긍정적이고 안정적 추세
- 지정학적 불확실성 지속되는 가운데, 중국 외 지역에서 생산능력을 적극적으로 다각화 하고 있음

10월초 미국 상원 통과된 Biosecure Act 개정안에서 WuXi는 제외

Unlike the previous version of the legislation, which singled out five Chinese life sciences companies by name, the new draft points to a 2021 list of "Chinese military companies" from the U.S. Office of Management and Budget (OMB).

That list (PDF) does include BGI Group from the original roster of targeted companies, but notably, it omits prominent contracting outfits WuXi AppTec and WuXi Biologics, which faced scrutiny under the previous incarnation of the China competition proposal.

The WuXi companies were quick to challenge their characterization in the original Biosecure Act, and concerns mounted last year that a crackdown on certain Chinese companies would hamstring a U.S. industry highly reliant on outsourcing manufacturing and research through such channels.

자료: Fierce Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

우시바이오로직스 (02269 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
매출액	**12,401**	**17,798**	**18,844**	**20,252**
매출원가	**6,582**	**9,960**	**11,291**	**11,955**
매출총이익	**5,819**	**7,838**	**7,553**	**8,297**
판매비와관리비	**1,999**	**2,767**	**3,203**	**3,324**
영업이익	**4,860**	**6,320**	**4,793**	**5,413**
비영업손익	**-48**	**-75**	**-176**	**-170**
금융손익	**-35**	**-63**	**-163**	**-159**
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-13	-12	-13	-11
법인세차감전순이익	4,812	6,245	4,617	5,243
법인세	584	942	667	964
당기순이익	4,228	5,304	3,950	4,279
지배주주	4,084	5,153	3,761	3,639
비지배주주	**145**	**151**	**189**	**639**

Grpwth & Margin(%)	2021	2022	2023	2024
매출액증가율	96.4	43.5	5.9	7.5
매출총이익증가율	104.2	34.7	-3.6	9.9
영업이익증가율	115.3	30.0	-24.2	12.9
순이익증가율	121.9	25.4	-25.5	8.3
EPS증가율	103.5	26.2	-26.8	-1.3
매출총이익률	46.9	44.0	40.1	41.0
영업이익률	39.2	35.5	25.4	26.7
당기순이익률	34.1	29.8	21.0	21.1

예상 재무상태표 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
유동자산	**23,968**	**20,913**	**23,321**	**25,086**
현금성자산	11,050	7,241	10,638	8,810
매출채권	5,953	6,937	7,463	6,823
재고자산	2,071	2,583	1,943	1,619
기타유동자산	4,894	4,152	3,277	7,834
비유동자산	**30,072**	**35,207**	**38,920**	**35,548**
투자자산	2,703	3,068	3,228	2,554
유형자산	24,246	29,344	32,938	30,260
무형자산	2,615	2,354	2,246	2,099
기타비유동자산	**508**	**441**	**508**	**635**
자산총계	**54,040**	**56,120**	**62,241**	**60,634**
유동부채	10,132	10,551	8,401	9,174
매입채무	758	899	917	795
단기차입금	2,604	0	0	0
기타유동부채	**6,770**	**9,652**	**7,484**	**8,379**
비유동부채	3,769	4,566	5,415	3,063
장기금융부채	2,540	3,342	4,214	2,470
기타비유동부채	**1,229**	**1,224**	**1,201**	**593**
부채총계	**13,901**	**15,117**	**13,815**	**12,238**
지배주주지분(연결)	39,615	39,683	44,371	44,503
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	33,191	25,025	26,941	25,042
이익잉여금	**10,258**	**15,291**	**19,333**	**21,083**
기타	**-3,834**	**-633**	**-1,903**	**-1,622**
비지배주주지분(연결)	**525**	**1,320**	**4,055**	**3,893**
자본총계	**40,140**	**41,003**	**48,426**	**48,396**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (배)	94.6	48.5	32.8	19.7
P/S (배)	31.8	14.2	6.6	3.6
P/B (배)	9.2	6.4	2.8	1.6
EV/EBITDA (배)	71.0	34.3	20.2	10.0
EPS (HKD)	1	1	1	1
BPS (HKD)	10	9	11	11
DPS (HKD)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	2.6	2.8	2.6	2.8
재고자산회전율 (회)	7.4	7.6	8.3	11.4
매입채무 회전율 (회)	8.6	12.0	12.4	14.0
ROA (%)	9.6	9.6	6.7	7.0
ROE (%)	12.8	13.0	8.9	8.2
ROIC (%)	17.6	16.8	11.3	11.2
부채비율 (배)	34.6	36.9	28.5	25.3
유동비율 (배)	236.6	198.2	277.6	273.4
순차입금/자기자본 (배)	-20.9	-11.9	-15.2	-12.7

자료: 우시바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

비원 메디슨스 BeOne Medicines (06160 HK/ONC US)

자체 개발 신약 기반 흑자 전환 원년

Refinitiv 평균 목표주가	**HKD 231.10**
현재주가(25/10/28)	HKD 187.80
상승여력	23.10%
국가	중국
항셍 종합(p)	26,346.14

투자포인트

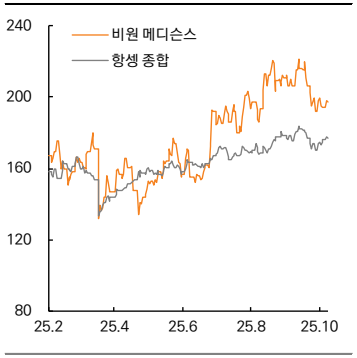
- 브루킨사 독보적 성장세: 브루킨사는 경쟁 약물 대비 우수한 BTK 억제 지속성과 리얼월드 데이터에서 입증된 낮은 중단률, PFS 개선 등을 기반으로 미국 BTKi 시장 점유율 1위를 달성
- 혈액암 파이프라인의 확장성과 병용 시너지: 상업화된 BTKi 브루킨사에 더해 BCL2 억제제 Sonrotoclax, BTK degrader BGB-16673 등 후속 자산이 병용 및 차세대 라인업으로 진입 중으로, CLL 중심 혈액암 영역에서의 지배력 강화 기대
- 신규 타깃 기반 항암 파이프라인의 다변화: Pan-KRASi, EGFR degrader, CDK4/6i, ADC 등 모달리티 다변화 및 2025~26년 PoC 데이터 다수 예정으로 중장기 성장 동력 확보.
- 브루킨사, 테빔브라 등 자체 개발 신약 기반으로 1Q25부터 순이익 흑자 전환 시작

Risk 요인

- 전체 매출의 70% 이상이 BRUKINSA에 집중, Merck·Loxo 등 차세대 비공유결합 BTKi와 BCL2 병용 경쟁 심화 시 중장기 성장 모멘텀 둔화 가능성

EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	0.0
시가총액(조원)	49.37
상장주식수(백만주)	1,425.6
60일 평균 거래대금(백만HKD)	1,057.26
52주 최저가(HKD)	104.60
52주 최고가(HKD)	210.40

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.3	28.0	45.4
상대주가	-5.1	6.8	13.7



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (백만HKD)	3,355	2,396	9,143	11,087	19,248	29,730
영업이익 (백만HKD)	-7,521	-12,857	-11,183	-14,014	-6,614	-4,433
영업이익률 (%)	-224.2	-536.6	-122.3	-126.4	-34.4	-14.9
순이익 (백만HKD)	-7,433	-12,603	-11,331	-15,691	-6,902	-5,031
EPS (HKD)	-9.52	-11.61	-9.39	-11.70	-5.09	-3.68
ROE (%)	-70.4	-67.2	-29.1	-38.3	-22.3	-18.8
P/E (배)	-10.5	-13.5	-17.1	-11.5	-21.6	-29.7
P/B (배)	10.7	6.2	4.5	5.3	5.4	5.9

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

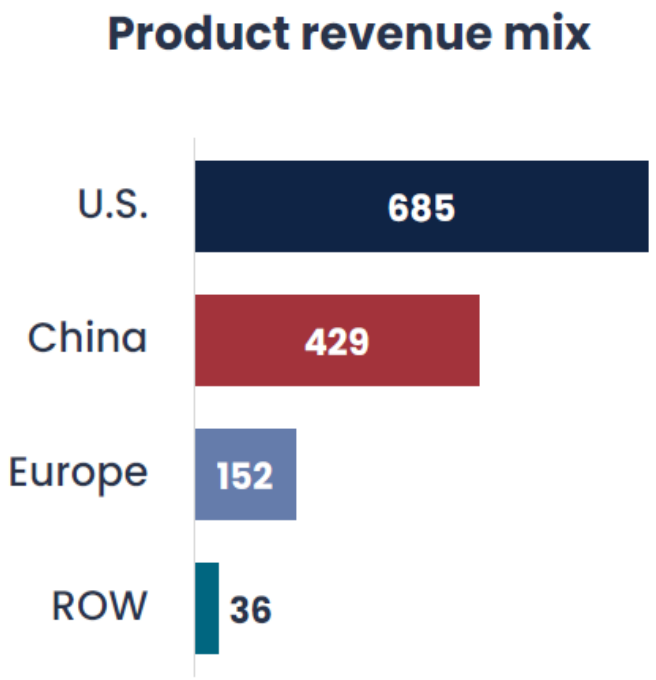
자료: 비원 메디슨스, 미래에셋증권 리서치센터

비원 메디슨스 (06160 HK/ONC US)

기업 개요

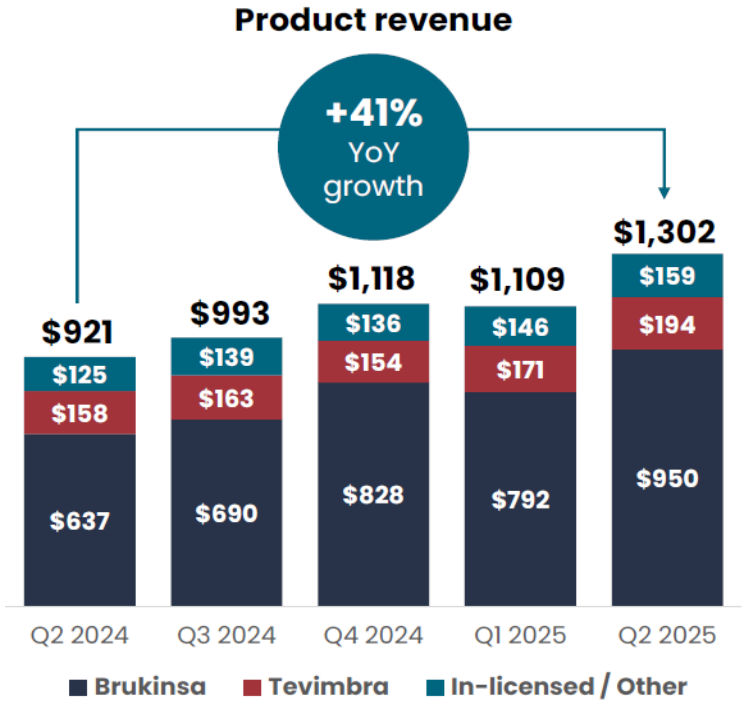
- 시가총액 $39bn 규모의 글로벌 제약/바이오 40위권 업체. 항암제 개발에 집중
- 글로벌 시장 타깃 브루킨사 자체 개발해 전세계 출시 완료.
  중국 시장 타깃 테빔브라 자체 개발해 중국 출시 후 글로벌 출시 시작
- 2Q25 매출액 $1.3bn. 순이익 $94mn. 1Q25부터 제품 판매 통한 순이익 흑자 기조 시작
- 지역별 매출비중: 미국 53%, 중국 33%, 유럽 12%, 기타 3%
- 품목별 매출비중: 혈액암 브루킨사(BTK) 73%, 면역항암제 테빔브라(PD-1) 15%, 도입상품 12%

BeOne Medicines 지역별 매출 구성



자료: BeOne Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

BeOne Medicines 품목별 매출 구성



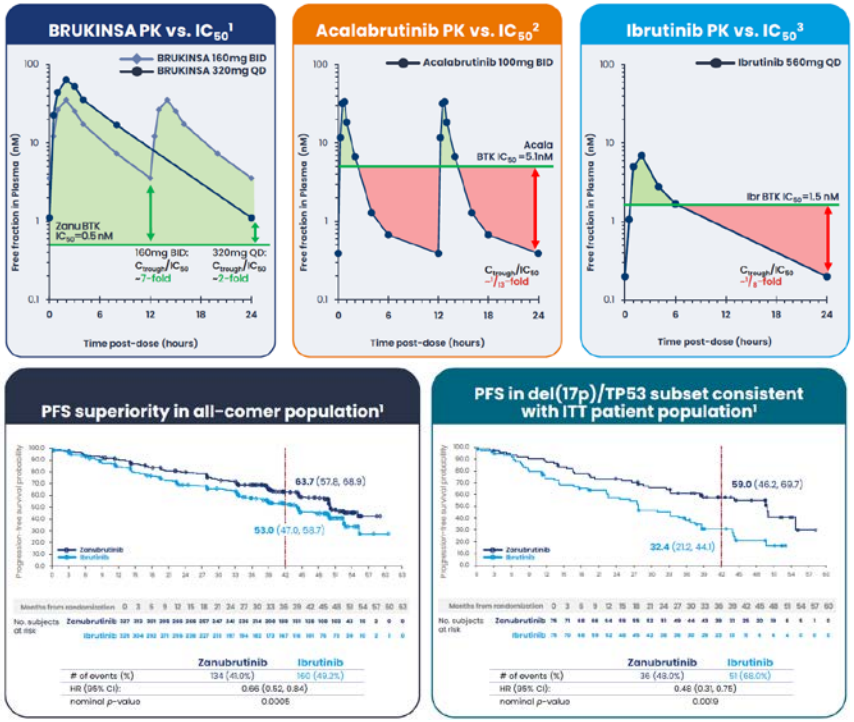
자료: BeOne Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

비원 메디슨스 (06160 HK/ONC US)

혈액암 치료제
브루킨사 시장 침투 지속

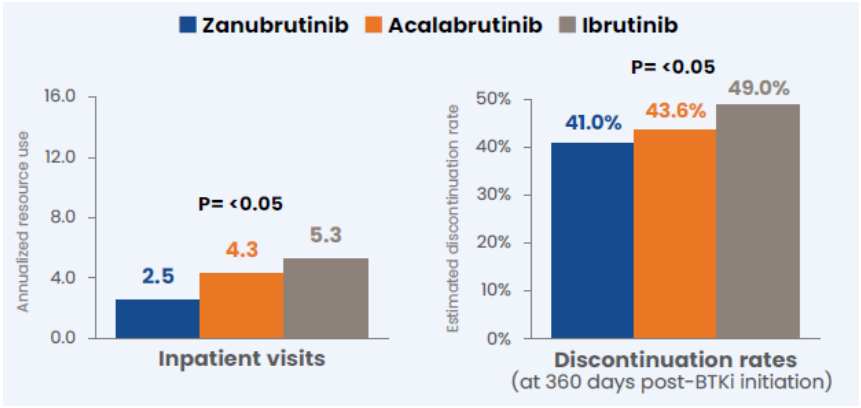
- 출시된 3종의 BTK 저해제(zanubrutinib, acalabrutinib, ibrutinib) 중 가장 강력한 효력과 우수한 약동학 프로파일을 보유
- Ibrutinib과 직접 비교 임상시험에서 무진행생존(PFS) 위험을 34% 감소시킨 데이터 도출
- 리얼 월드 데이터를 통해서도 계열내 가장 우수한 데이터 도출
- 미국 내 BTK 저해제 매출 점유율/성장률 1위

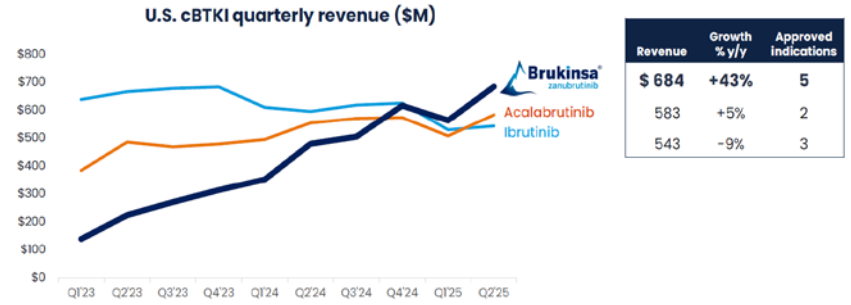
BTK inhibitor의 PK 프로파일 및 무진행생존 데이터(vs. Ibrutinib)



자료: BeOne Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

리얼월드 CCL 환자에서 더 낮은 외래 방문 및 치료 중단율





Revenue	Growth % y/y	Approved indications
$ 684	+43%	5
583	+5%	2
543	-9%	3

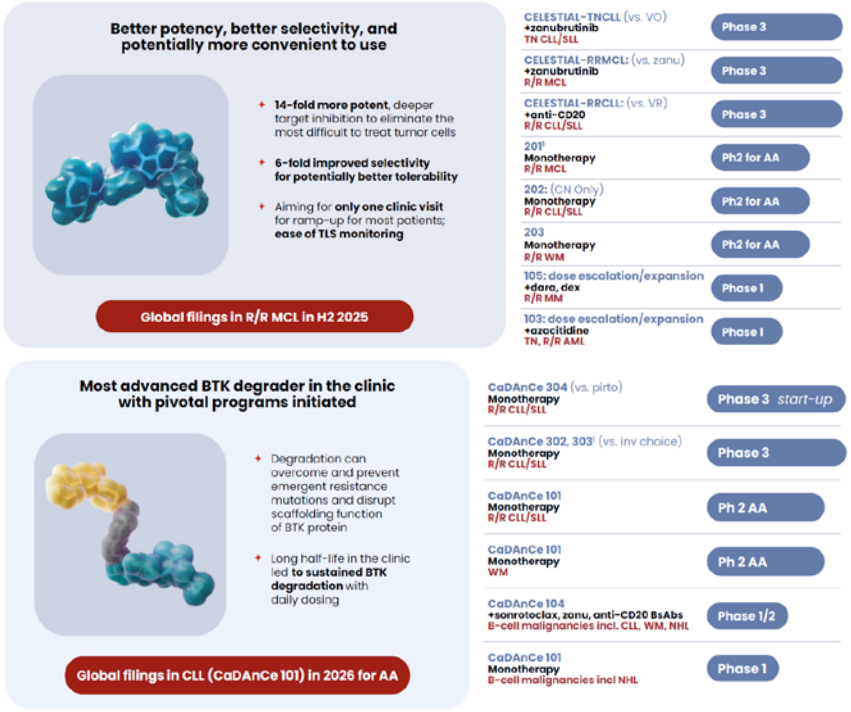
주: CCL: Chronic Lymphocytic Leukemia(만성 림프구성 백혈병)
자료: BeOne Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

비원 메디슨스 (06160 HK/ONC US)

혈액암 파이프라인 강화 중

- 이미 상업화된 BTK inhibitor 브루킨사(zanubrutinib)를 기반으로 BCL2 inhibitor sonrotoclax와 BTK degrader BGB-16673과의 병용요법 등으로 혈액암 분야(특히 CLL) 점유율 확대/유지 전망
- 2H25, sonrotoclax의 첫번째 적응증(R/R MCL) 허가 신청, BGB-16673의 임상 3상 시작
- 2026년, BGB-16673의 pivotal 임상 2상 데이터 도출(CLL)

Sonrotoclax와 BGB-16673



자료: BeOne Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

CLL 및 non-CLL 파이프라인 현황

Indication	Treatment	Study details	Phase 2	Phase 3	Approval
TN CLL/SLL	Continuous use	Zanubrutinib monotherapy vs. BR			Approved
	Fixed duration	Zanubrutinib + sonrotoclax vs. VO	Ongoing		
R/R CLL/SLL	Continuous use	Zanubrutinib vs. ibrutinib			Approved
		Sonrotoclax monotherapy (AA[1])	Filed		
		BGB-16673 monotherapy (AA[2])	Ongoing		
		BGB-16673 monotherapy vs. investigator's choice	Ongoing		
		BGB-16673 monotherapy vs. pirtobrutinib	Start-up		
	Fixed duration	Sonrotoclax + anti-CD20	Ongoing		
		Sonrotoclax + BGB-16673	In planning		

BTKi | BTK CDAC | BCL2i

Indication	Regimen	Early clinical development	Registrational trial	Approval
TN MCL	Zanubrutinib + rituximab	Ongoing		
R/R MCL	Zanubrutinib monotherapy			Approved
	Sonrotoclax monotherapy		Filed*	
	Zanubrutinib + sonrotoclax	Ongoing		
TN WM	Zanubrutinib monotherapy			Approved
R/R WM	Zanubrutinib monotherapy			Approved
	Sonrotoclax monotherapy	Ongoing		
	BGB-16673 monotherapy	Ongoing		
R/R FL	Zanubrutinib + obinutuzumab			Approved
	Zanubrutinib + obinutuzumab	Ongoing - confirmatory		
R/R MZL	Zanubrutinib monotherapy			Approved
	Zanubrutinib + rituximab	Ongoing		
NHL	BGB-16673 monotherapy	Ongoing		
	Sonrotoclax + BGB-16673	Ongoing		
	Zanubrutinib + BGB-16673	Ongoing		
	BGB-16673 + anti-CD20 bispecifics	Ongoing		
R/R MM	Sonrotoclax + dara, dex	Ongoing	In planning	
TN, R/R AML	Sonrotoclax + azacitidine	Ongoing		

BTKi | BTK CDAC | BCL2i

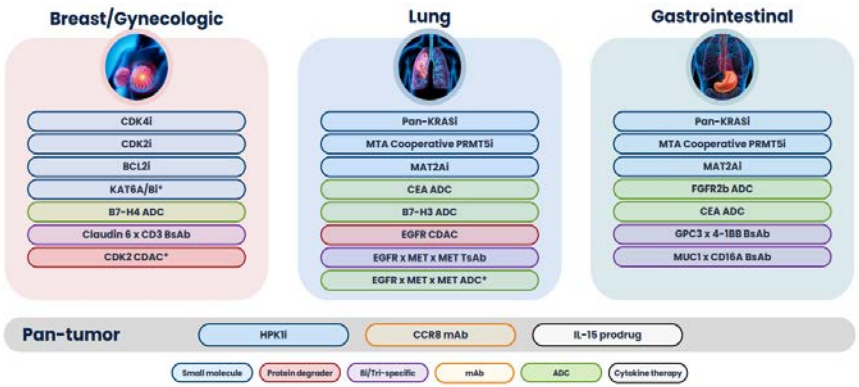
자료: BeOne Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

비원 메디슨스 (06160 HK/ONC US)

신규 타깃/신규 모달리티 항암 신약 다수 개발 중

- 고형암에서도 유방암, 폐암, 위암 등 다양한 적응증에 대해 저분자 화합물, 단백질 분해제, 다중항체, 단일항체, ADC, 사이토카인 요법 등의 다양한 모달리티로 접근하고 있음
- Pan-KRASi, EGFR degrader, CDK4i, CDK2i 등의 인간 검증(PoC) 데이터 발표될 전망

다양한 적응증, 모달리티로 고형암 치료제 개발 접근중



자료: BeOne Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

25년 및 26년 초기단계 에셋의 캐털리스트

Asset	Catalyst	H1 2025	H2 2025	2026
CDK4i	POC Data	✓		
	2L HR+/HER2- mBC Ph3 initiation			●
	1L HR+/HER2- mBC Ph3 initiation			●
B7-H4 ADC[1]	POC Data	✓		
	Ph3 initiation			●
Pan-KRASi	POC Data		●	
EGFR CDAC	POC Data		●	
CDK2i[2]	POC Data		●	
B7-H3 ADC	POC Data		●	
CEA ADC	POC Data		●	
FGFR2b ADC	POC Data		●	
IRAK4 CDAC	POC Data*		●	
PRMT5i	POC Data		●	
PRMT5i + MAT2Ai[3] combination	POC Data			●
EGFRxMETxMET TsAb	POC Data			●

✓ achieved ● ● planned

자료: BeOne Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

비원 메디슨스 (06160 HK/ONC US)

가이던스 상향과 실적 흑자 전환 원년

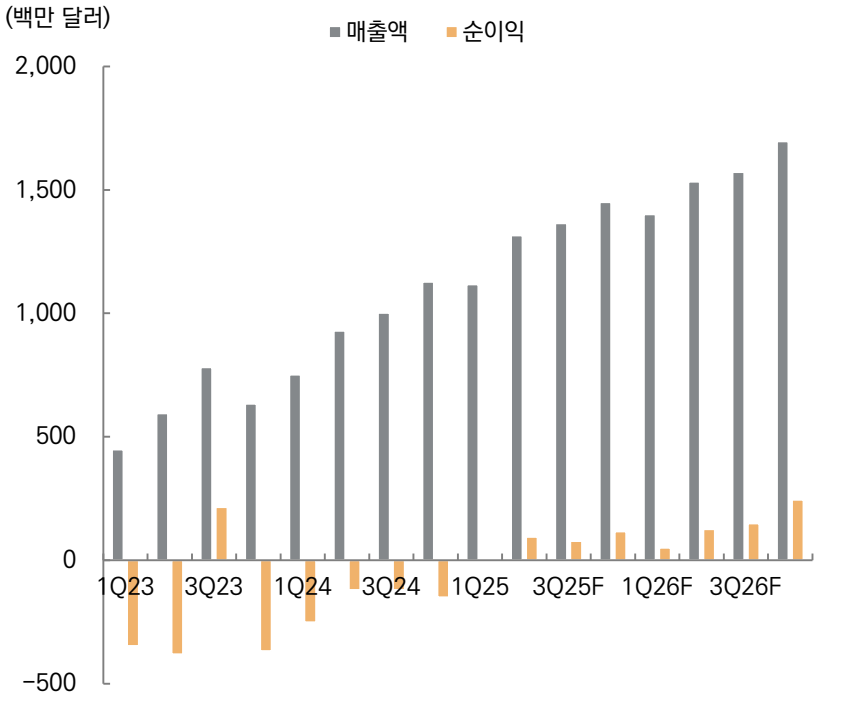
- 지난 2분기 실적을 기반으로 2025년 연간 가이던스 상향
- 연간 매출 $5bn~$5.3bn, GPM mid to high-80%으로 상향 조정
- 라이선스 수익이 아니라, 자체 개발 신약들의 글로벌 지출 증가하면서 실적 개선 상당히 가파를 전망. 2025년, 실적 흑자 전환 원년

2Q25 가이던스 상향

	Prior FY 2025 Guidance[1]	Current FY 2025 Guidance[1]	FY 2025 Commentary
Total Revenue	$4.9 - $5.3B	$5.0 - $5.3B	• U.S. BRUKINSA leadership expansion • Increasing global growth in EU/ROW • Assumes 6/30/2025 foreign exchange rates
GAAP Operating Expenses (R&D and SG&A)	$4.1 - $4.4B	$4.1 - $4.4B	• Disciplined investment for growth with meaningful operating leverage • Non-GAAP reconciling items follow historical approach and tracks overall expense growth[2]
GAAP Gross Margin %	Mid-80% range	Mid to high-80% range	• Accelerated cost of goods efficiencies and benefits from product mix • Includes estimated impact from announced tariff policies
GAAP Operating Income	Positive FY 2025	Positive FY 2025	
Cash Flow Metric	Positive FY 2025 cash flow from operations	Positive FY 2025 free cash flow	• Free cash flow defined as GAAP cash flow from operations minus capital expenditures

자료: BeOne Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

비원 메디슨스, 분기 매출 및 순이익 추이 및 전망



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

비원 메디슨스 (06160 HK/ONC US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
매출액	**9,143**	**11,087**	**19,248**	**29,730**
매출원가	**1,282**	**2,243**	**2,974**	**4,635**
매출총이익	**7,861**	**8,844**	**16,274**	**25,095**
판매비와관리비	**19,044**	**22,858**	**25,729**	**29,528**
영업이익	**-11,183**	**-14,014**	**-6,614**	**-4,433**
비영업손익	**1**	**-1,342**	**149**	**274**
금융손익	**-122**	**411**	**579**	**373**
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	123	-1,753	-430	-99
법인세차감전순이익	-11,182	-15,356	-6,465	-4,159
법인세	149	335	437	872
당기순이익	-11,331	-15,691	-6,902	-5,031
지배주주	-11,331	-15,691	-6,902	-5,031
비지배주주	**0**	**0**	**0**	**0**

Grpwth & Margin(%)	2021	2022	2023	2024
매출액증가율	281.6	21.3	73.6	54.5
매출총이익증가율	325.4	12.5	84.0	54.2
영업이익증가율	-13.0	25.3	-52.8	-33.0
순이익증가율	-10.3	38.5	-56.0	-27.1
EPS증가율	-	-	-	-
매출총이익률	86.0	79.8	84.5	84.4
영업이익률	-122.3	-126.4	-34.4	-14.9
당기순이익률	-123.9	-141.5	-35.9	-16.9

예상 재무상태표 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
유동자산	**59,356**	**40,665**	**32,823**	**31,005**
현금성자산	34,112	30,219	24,767	20,409
매출채권	4,548	1,554	3,091	5,508
재고자산	1,891	2,205	3,249	3,845
기타유동자산	18,805	6,687	1,716	1,243
비유동자산	**7,185**	**9,154**	**12,508**	**14,986**
투자자산	786	717	700	1,002
유형자산	5,496	7,465	11,083	13,343
무형자산	365	318	446	397
기타비유동자산	**538**	**654**	**279**	**244**
자산총계	**66,541**	**49,819**	**45,331**	**45,992**
유동부채	12,470	11,468	14,134	17,205
매입채무	2,046	2,302	2,461	3,146
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	**10,424**	**9,166**	**11,673**	**14,059**
비유동부채	6,263	4,119	3,575	2,903
장기금융부채	1,576	1,633	1,543	1,293
기타비유동부채	**4,687**	**2,486**	**2,032**	**1,610**
부채총계	**18,733**	**15,587**	**17,709**	**20,108**
지배주주지분(연결)	47,808	34,232	27,622	25,884
자본금	1	1	1	1
자본잉여금	87,243	90,129	90,570	93,895
이익잉여금	**-39,624**	**-55,340**	**-62,262**	**-66,960**
기타	**188**	**-558**	**-687**	**-1,052**
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**47,808**	**34,232**	**27,622**	**25,884**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (배)	-17.1	-11.5	-21.6	-29.7
P/S (배)	23.5	16.4	7.8	5.1
P/B (배)	4.5	5.3	5.4	5.9
EV/EBITDA (배)	-17.3	-11.2	-23.0	-47.1
EPS (HKD)	-9	-12	-5	-4
BPS (HKD)	36	25	20	19
DPS (HKD)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	3.4	3.6	8.3	6.9
재고자산회전율 (회)	7.1	5.4	7.1	8.4
매입채무 회전율 (회)	0.7	1.0	1.2	1.7
ROA (%)	-20.6	-27.0	-14.5	-11.0
ROE (%)	-29.1	-38.3	-22.3	-18.8
ROIC (%)	-368.8	-291.7	-89.0	-42.8
부채비율 (배)	39.2	45.5	64.1	77.7
유동비율 (배)	476.0	354.6	232.2	180.2
순차입금/자기자본 (배)	-97.6	-91.2	-64.7	-48.3

자료: 비원 메디슨스, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 Duality Biotherapeutics (09606 HK)

단기 모멘텀과 중장기 성장성 모두 확보

Refinitiv 평균 목표주가	**HKD 448.58**
현재주가(25/10/28)	HKD 283.20
상승여력	58.40%
국가	중국
항셍 종합(p)	26,346.14

기업소개

- 항체-약물 접합체(ADC, Antibody-Drug Conjugate) 의약품을 개발하는 중국 상하이 소재의 바이오텍으로, 2019년에 설립되었으며, 25년 4월 홍콩 시장에 상장
- 4개의 ADC 플랫폼 기술을 보유하고 있으며, 베이진, GSK, 바이오엔텍 등에 기술이전 이력을 보유. 대부분의 임상이 글로벌에서 진행 중으로 허가 후 미국 시장 진입 가능

투자포인트 및 Risk 요인

- 중기: 중국(유방암) 및 미국(자궁내막암) HER2 ADC 상업화 본격화 (2026년 말~2027년 초)
- 장기: Novel Payload 및 Autoimmune ADC 확장에 따른 성장성 확보(차세대 ADC 플랫폼)
- 리스크: 락업 해제 이후 단기 변동 가능성 있으나, 6개월 내 주요 모멘텀 다수

EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	-
시가총액(십억원)	4,597.69
상장주식수(백만주)	88.0
60일 평균 거래대금(백만HKD)	391.01
52주 최저가(HKD)	176.50
52주 최고가(HKD)	510.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-15.7	30.7	0.0
상대주가	-16.4	9.0	0.0

결산기 (12월)	2023	2024	2025F
매출액 (백만HKD)	1,976	2,105	2,437
영업이익 (백만HKD)	864	-205	4
영업이익률 (%)	43.7	-9.7	0.2
순이익 (백만HKD)	-395	-1,139	-2,350
EPS (HKD)	-4.75	-13.70	-26.69
ROE (%)	32.0	67.2	-591.3
P/E (배)	-	-	-
P/B (배)	-	-	8.5

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

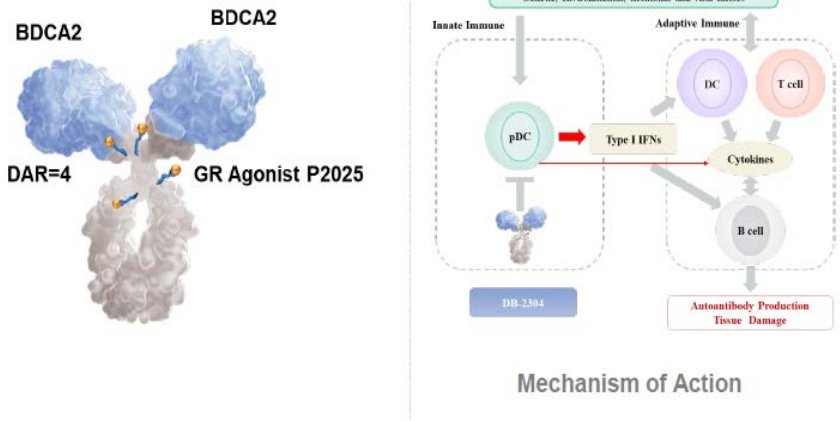
자료: 듀얼리티 바이오테라퓨틱스, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

모달리티와 적응증 모두 확장 중

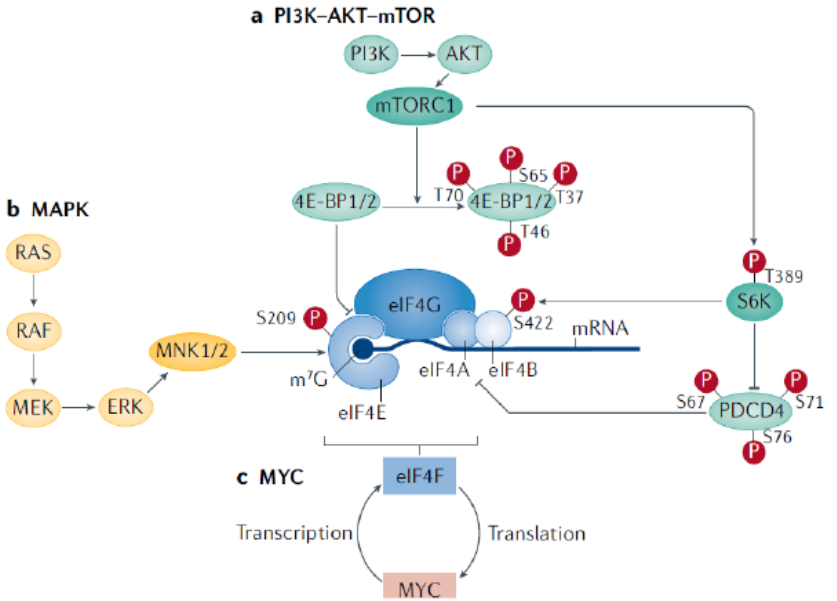
- B7-H3/PD-L1 이중특이성 ADC(DB-1419): 이중특이성 구조를 통해 종양 표적 효과뿐 아니라 면역항암제(IO) 효과까지 동시에 발휘, 경쟁 PD-L1 대비 높은 용량 단계에 있음
- 자가면역질환용 ADC 플랫폼: BDCA2 ADC의 1상 SAD 데이터를 11월 학회에서 발표 예정. Type I Interferon 신호경로 및 면역조절 경로의 상위 신호를 차단하는 작용기전
- 신규 페이로드(Novel Payload): **기존 topoisomerase 기반 페이로드의 내성 문제 해결이 목표**. 1) DP-5: 암 유전자 번역(translation) 억제, 2) DP-9: 암 유전자 전사(transcription) 억제

적응증 확장: 자가면역질환치료제 BDCA2 ADC(DB-2304)



자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

신규 페이로드: Duality Unique Payload(DUP5)의 작용기전



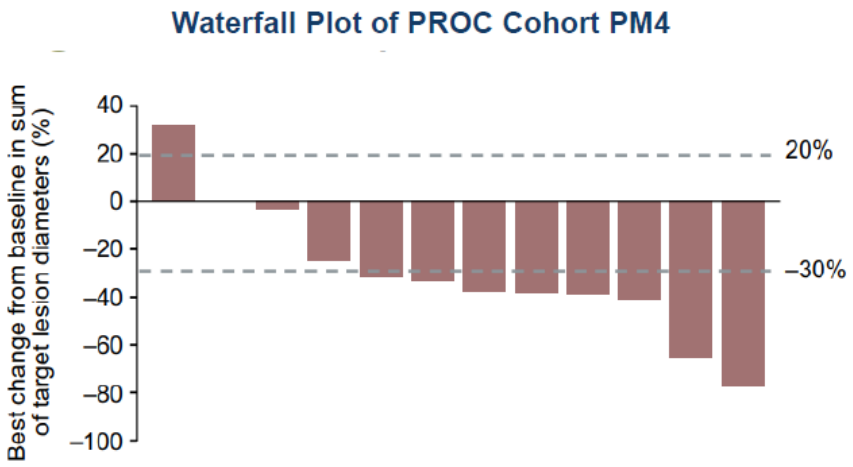
자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

ADC + IO 병용 전략

- VEGF/PD-L1 면역항암제와의 병용 요법으로, 바이오엔텍과 협력 중인 세 가지 ADC 자산 (HER2 ADC, B7-H3 ADC, TROP2 ADC가 포함)이 임상 순항 중
- HER2, B7-H3 등 세 가지 ADC 관련 글로벌 임상시험 4건이 진행 중 (2건은 듀얼리티 주도, 2건은 바이오엔텍 주도)
- TROP2 ADC + PD-1 병용요법 결과 발표(AACR 2025): Grade3 이상 반응 비율 32.8%, 유의미한 부분반응 관찰(2~4차 난소암 환자 대상 7명 PR, 3명 SD; n=13)

AACR 2025 결과(코호트4: 2~4L PROC, 7PR, 3SD)



자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

ADC + PD-L1/VEGF 이중항체(BNT327) 병용 임상 현황

타깃	ADC 코드	임상 번호(NCT)	임상 단계/설계	적응증	주요 일정
HER2	DB-1303/BNT323	NCT06827236	Phase I/II, Multi-site, Open-label, Two-part trial	Advanced Breast Cancer	May '25 First Patient Dosed
B7-H3	DB-1311/BNT324	NCT06892548	Phase I/II, Multi-site	Advanced Lung Cancer	May '25 First Patient Dosed
		NCT06953089	Phase II, Multicenter, Open-label	Advanced/Metastatic Solid Tumors	Jul '25 First Patient Dosed
TROP2	DB-1305/BNT325	NCT05438329	Phase I/IIa, First-in-human, Combination cohorts	NSCLC, TNBC, Cervical, Ovarian Cancers	Clinical Data @ AACR 2025

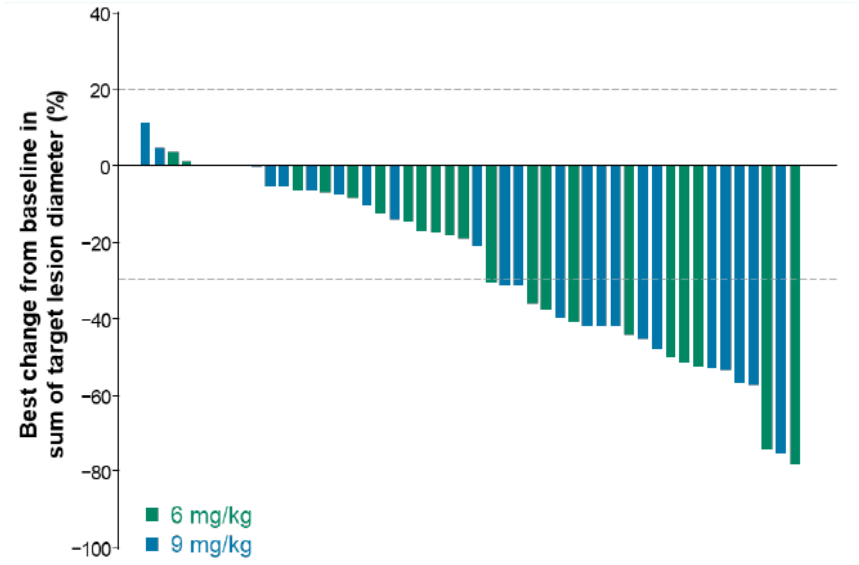
자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

주요 파이프라인의 긍정적인 임상 결과들

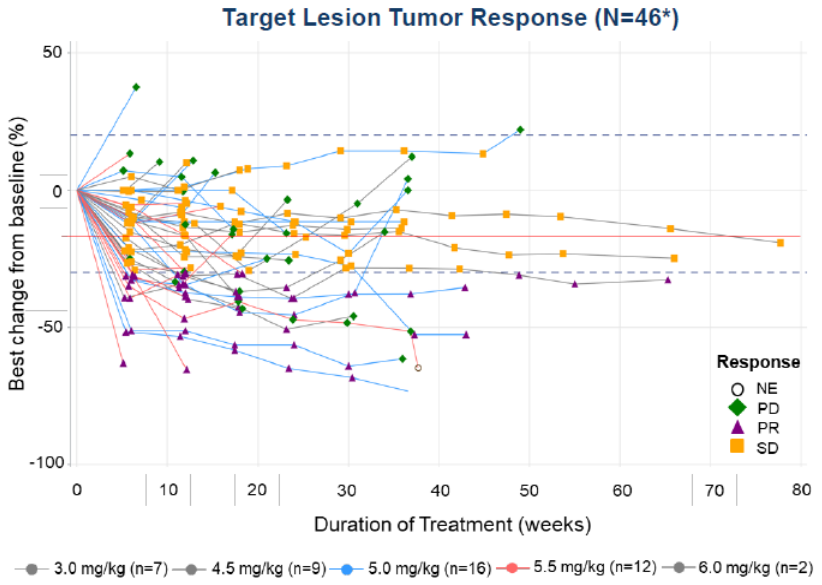
- B7-H3 ADC(DB-1311): 초기 임상 1/2상에서 기존 치료(플루빅토)를 받은 CRPC 환자가 20% 이상 포함되어 있었음에도 ORR 42.3%, 9개월 PFS 67.7%(vs. 플루빅토 PFS 8.7개월), Grade 3 이상 이상반응 42.5%(1Q26 추가 데이터 발표 예정)
- HER3 ADC(DB-1310): EGFR 변이 비소세포폐암(NSCLC) 환자에서 PFS 8.28개월(5mg/kg), Grade3 이상 이상반응은 36%(경쟁약물은 다이이찌산쿄 HER3 ADC)
- ADAM9 ADC(DB-1317): 위암, 대장암에서 우수한 전임상 효능 확인. 25년 9월 첫 환자 투여 완료(경쟁약물 MacroGenics MGC028는 독성문제로 임상 중단)

ASCO 2025: B7-H3 ADC CRPC 대상 ORR 42.3%



자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

ASCO 2025: HER3 ADC NSCLC 대상 ORR 43.5%



자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

핵심 파이프라인

구분	코드명	타깃	적응증	파트너	단계	비고
HER2 ADC	DB-1303	HER2	유방암 (HER2-high, low), 자궁내막암	BioNTech	2/3상	중국 NMPA 허가 준비 중 (25년말), 글로벌 BLA 예정
B7-H3 ADC	DB-1310	B7-H3	전립선암 (CRPC), 기타 고형암	BioNTech	2상	ASCO 2025 구두발표, 12월 ESMO Asia 기타 적응증 결과 구두발표, CRPC 업데이트 예정(1Q26)
TROP2 ADC	DB-1301	TROP2	고형암	BioNTech	1/2상	PD-1 병용 임상 세계 최초 발표
HER3 ADC	DB-1311	HER3	EGFR 변이 폐암, 유방암	-	1/2상	ASCO 2025 발표, 12월 ESMO Asia서 추가 데이터 예정
ADAM9 ADC	DB-1401	ADAM9	위암, 대장암, 췌장암	-	1상 (FPI 완료)	Claudin18.2 대비 전임상 효능 우수, INA 발표
BDCA2 ADC (Autoimmune)	C32	BDCA2	루푸스 등 자가면역질환	-	1상	산업 최초 자가면역용 ADC, 11월 Immunology Annual Meeting 구두발표 예정(1상 SAD)
Novel Payload 계열	DP-5/DP-9/ DP-10	-	-	-	전임상	Topo I 저항 극복, mRNA/전사 억제 메커니즘
Bispecific ADC	B7-H3/ PD-L1	Dual	고형암	-	1상	IO+ADC 결합, 업계 최초 기전 후보

자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만HKD)	2023	2024	2025F
매출액	**1,976**	**2,105**	**2,437**
매출원가	**473**	**1,254**	**1,357**
매출총이익	**1,503**	**851**	**1,080**
판매비와관리비	**639**	**1,056**	**1,076**
영업이익	**864**	**-205**	**4**
비영업손익	**-1,088**	**-895**	**-2,353**
금융손익	**0**	**0**	**-39**
관계기업관련손익	0	0	0
기타이익추가	-1,088	-895	-2,314
법인세차감전순이익	-224	-1,100	-2,349
법인세	172	39	0
당기순이익	-395	-1,139	-2,350
지배주주	-395	-1,139	-2,350
비지배주주	**0**	**0**	**0**

Growth & Margin (%)	2023	2024	2025F
매출액증가율	-	6.5	15.8
매출총이익증가율	-	-43.4	26.9
영업이익증가율	-	-123.7	-102.0
순이익증가율	-	188.4	106.3
EPS증가율	-	-	-
매출총이익률	76.1	40.4	44.3
영업이익률	43.7	-9.7	0.2
당기순이익률	-20.0	-54.1	-96.4

예상 재무상태표 (요약)

(백만HKD)	2023	2024	2025F
유동자산	**1,467**	**2,032**	**4,176**
현금성자산	1,244	1,286	3,362
매출채권	147	478	522
재고자산	0	0	0
기타유동자산	76	268	292
비유동자산	**183**	**192**	**76**
투자자산	0	0	0
유형자산	20	20	0
무형자산	60	49	43
기타비유동자산	**103**	**123**	**33**
자산총계	**1,650**	**2,224**	**4,252**
유동부채	2,818	4,120	1,025
매입채무	258	714	779
단기차입금	2,346	3,242	69
기타유동부채	**214**	**164**	**177**
비유동부채	69	256	280
장기금융부채	5	5	7
기타비유동부채	**64**	**251**	**273**
부채총계	**2,887**	**4,376**	**1,305**
지배주주지분(연결)	-1,236	-2,152	2,946
자본금	0	0	0
자본잉여금	0	0	7,617
이익잉여금	**-1,177**	**-2,054**	**-4,403**
기타	**-59**	**-98**	**-268**
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**
자본총계	**-1,236**	**-2,152**	**2,946**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F
P/E (배)	-	-	-
P/S (배)	-	-	10.2
P/B (배)	-	-	8.5
EV/EBITDA (배)	-	-	5,791.6
EPS (HKD)	-5	-14	-27
BPS (HKD)	-15	-26	33
DPS (HKD)	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0
매출채권회전율 (회)	13.5	6.7	4.9
재고자산회전율 (회)	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	1.8	2.6	1.8
ROA (%)	-24.0	-58.8	-72.6
ROE (%)	32.0	67.2	-591.3
ROIC (%)	-922.2	220.6	-2.2
부채비율 (배)	-233.5	-203.4	44.3
유동비율 (배)	52.1	49.3	407.2
순차입금/자기자본 (배)	-89.8	-82.3	-118.6

자료: 듀얼리티 바이오테라퓨틱스, 미래에셋증권 리서치센터

이노벤트바이오 Innovent Biologics (01801 HK)

포괄적인 항암 포트폴리오를 갖춘 기업(IO+ADC)

Refinitiv 평균 목표주가	**HKD 102.93**
현재주가(25/10/28)	HKD 84.60
상승여력	21.70%
국가	중국
항셍 종합(p)	26,346.14

기업소개

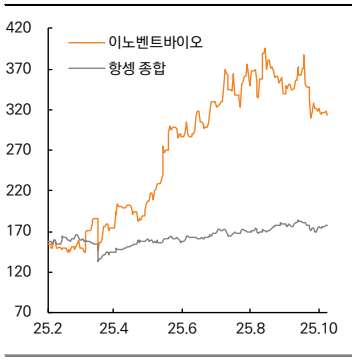
- 항암제, 비만치료제 상업화 제품을 보유하고 있으며, 항체 및 ADC 모달리티를 기반으로 한 항암제 파이프라인 다수 보유
- 16개의 상업화 제품을 보유하고 있으며, 2025년 말까지 2개 제품 추가 상용화를 목표로 함
- 모든 개발 및 생산 공정이 완전한 인하우스 체계로 이루어져 있음. 즉, R&D에서 상업생산까지 전 과정을 자체적으로 수행 가능

투자포인트

- 플랫폼 다변화: PD-1 → ADC → GLP-1/GCG 듀얼제 → siRNA로 기술 확장 중
- 장기 비전: 2030년까지 최소 5개 글로벌 신약 확보 및 “Global Premier Biopharma” 도약 목표
- Takeda와 항암 후보물질(IBI363, IBI343)에 대한 기술이전을 성공함으로써 면역항암제와 ADC에 대한 기술 검증. 총 거래 규모 114억 달러(업프론트 12억 달러, 마일스톤 최대 102억 달러)

EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	0.0
시가총액(조원)	26.73
상장주식수(백만주)	1,713.5
60일 평균 거래대금(백만HKD)	1,858.17
52주 최저가(HKD)	30.00
52주 최고가(HKD)	107.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.3	56.1	118.6
상대주가	-10.0	30.2	70.9



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (백만HKD)	1,189	4,325	5,146	5,311	6,865	10,217
영업이익 (백만HKD)	-1,884	-889	-3,108	-2,411	-1,157	33
영업이익률 (%)	-158.5	-20.6	-60.4	-45.4	-16.9	0.3
순이익 (백만HKD)	-1,952	-1,123	-3,289	-2,540	-1,137	-103
EPS (HKD)	-1.66	-0.83	-2.26	-1.70	-0.73	-0.06
ROE (%)	-38.7	-14.3	-28.5	-20.5	-8.8	-0.7
P/E (배)	-16.0	-99.1	-21.4	-19.7	-58.6	-580.4
P/B (배)	6.3	11.0	5.6	4.2	5.0	4.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

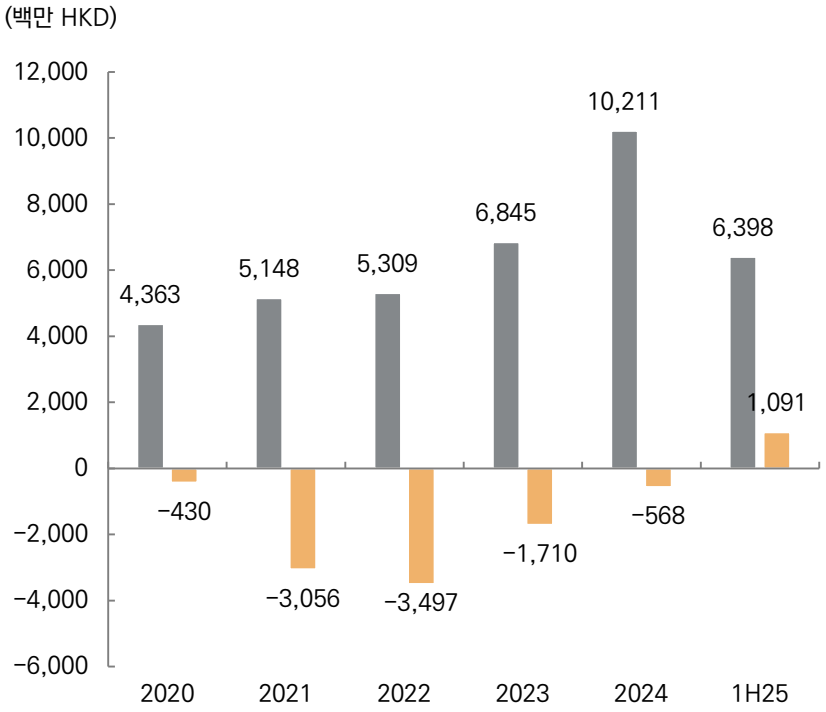
자료: 이노벤트바이오, 미래에셋증권 리서치센터

이노벤트바이오 (01801 HK)

실적: 25년 매출 100억 위안 달성 예상

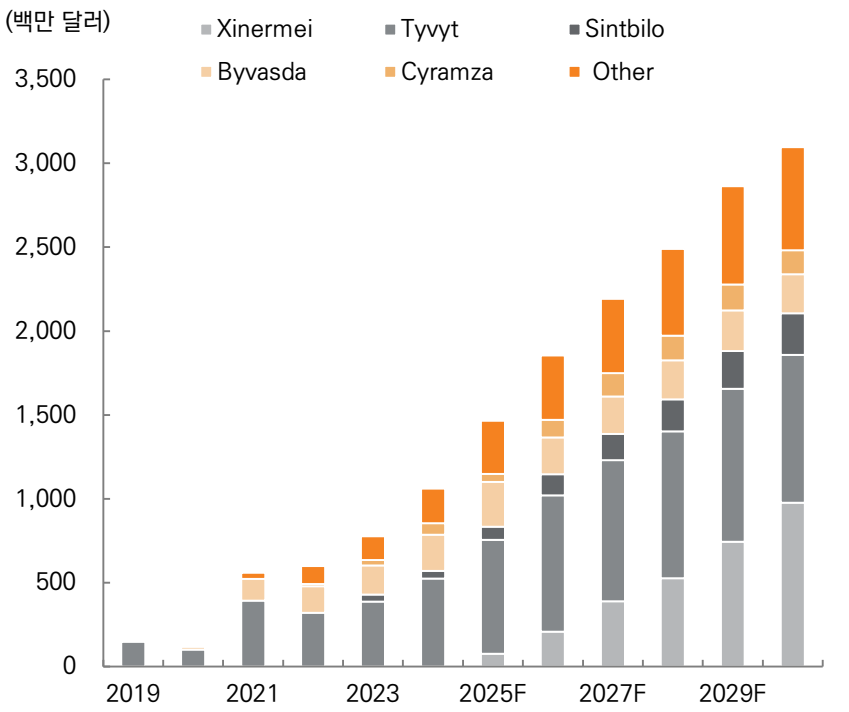
- 1H25 매출액 63.98억 HKD(+49.4% YoY). 연간 성장률은 두 자릿수 후반(High double-digit) 수준의 고성장을 유지
- 고속 성장: 14년 만에 18개 상용 제품 확보(25년 말까지), 25년 매출 100억 RMB 돌파 임박
- 당뇨병 및 비만 치료제 Mazdutide(상품명: 玛仕度肽) 가 올해 7월에 출시되었기 때문에, 하반기에도 높은 성장세가 이어질 것으로 기대

이노벤트 매출액 및 영업이익 추이



자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

주요 제품군 매출액 추이 및 전망



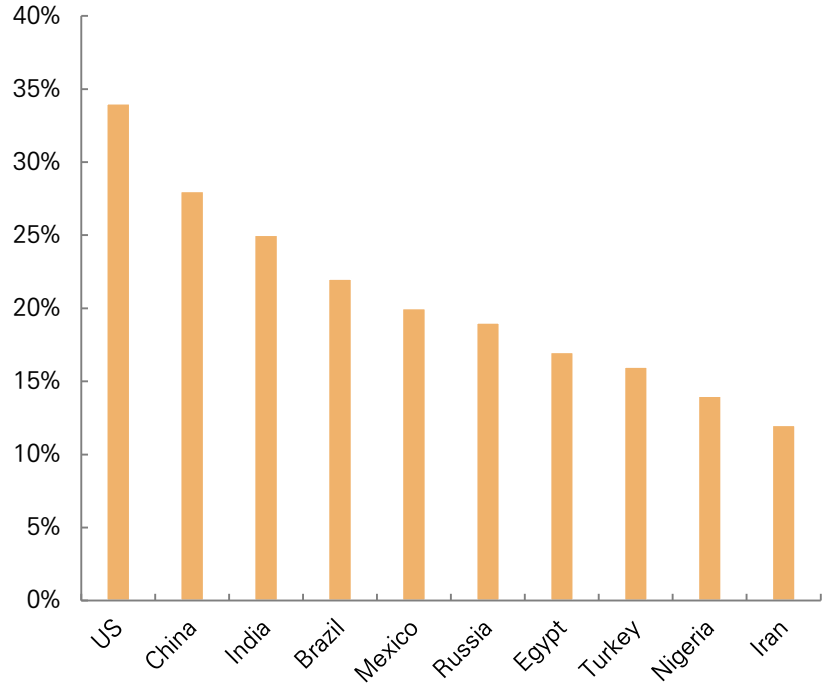
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

이노벤트바이오 (01801 HK)

비만치료제 Mazdutide

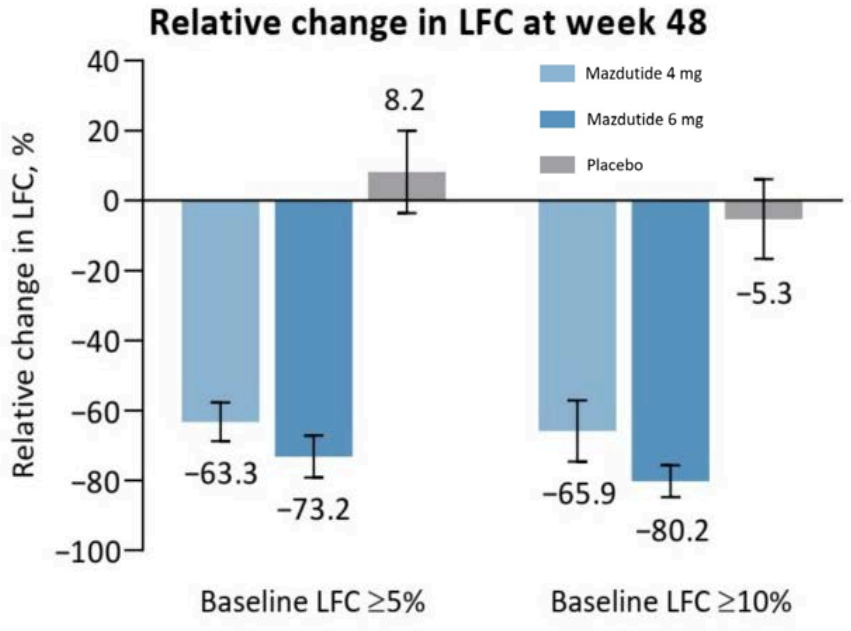
- Novo와 Lilly는 이노벤트보다 약 6개월 먼저 중국 시장에 진입한 상태
- 경쟁사들이 추가로 시장에 들어오기까지는 최소 1년 반(18개월) 정도의 시간 필요
- 경쟁사가 진입하더라도, 이노벤트의 Mazdutide는 여전히 유일한 GLP-1/GCG 듀얼 작용제(GLP-1 + Glucagon dual agonist). 간 지방(liver fat) 감소 효과에서 명확한 차별성을 보유
- 중국 국가위생건강위원회(NHC)는 중국 내 과체중 및 비만 인구가 2030년 약 5억 명(BMI 24 이상을 과체중으로 정의 시)에 달할 것으로 전망

2025년 국가별 성인 비만율 상위 10개국



자료: Healthy Life Bariatrics, 미래에셋증권 리서치센터

Mazdutide: 지방간 감소율 80% 결과



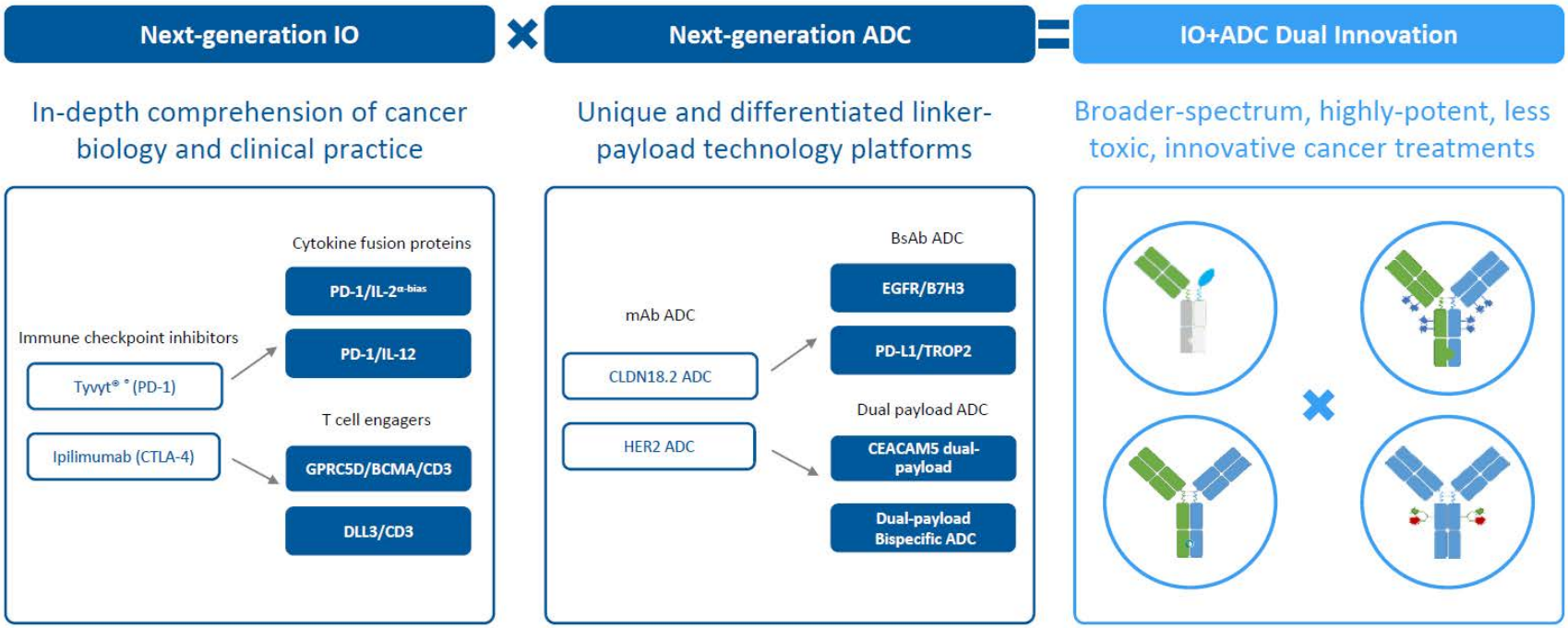
자료: 미래에셋증권 리서치센터

이노벤트바이오 (01801 HK)

종양학 핵심 전략: IO+차세대 ADC

- 이노벤트는 10년동안 단일클론항체(mAb) 생산과 단백질 공학에 집중. 이로 인해 PD-1, Bevacizumab, Rituximab 개발이 가능했음
- 면역항암제 Tyvyt를 보유하고 있으면서 이중특이성 항체를 이용한 차세대 면역항암제 개발 중
- 단일클론 ADC를 통해 자체 플랫폼을 검증 중이며, 이중특이성 ADC 및 듀얼페이로드 ADC 개발 중
- 면역항암제와 ADC를 병용하는 효과를 얻을 수 있는 방법에 대한 연구도 진행하고 있음

차세대 면역항암제 및 차세대 ADC 개발 전략



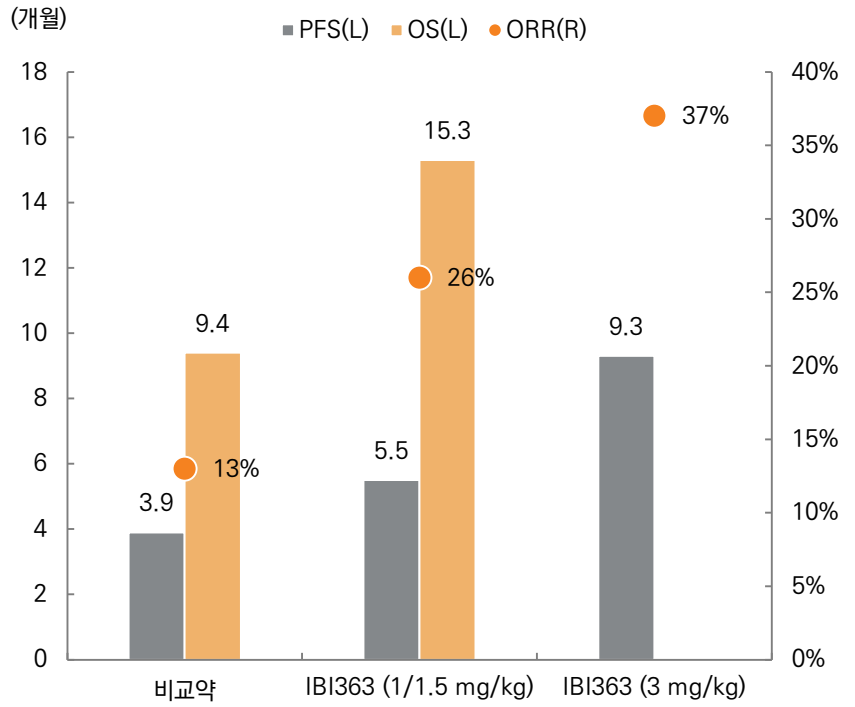
자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

이노벤트바이오 (01801 HK)

IBI363(PD-1/IL-2): 이중특이성 면역항암제

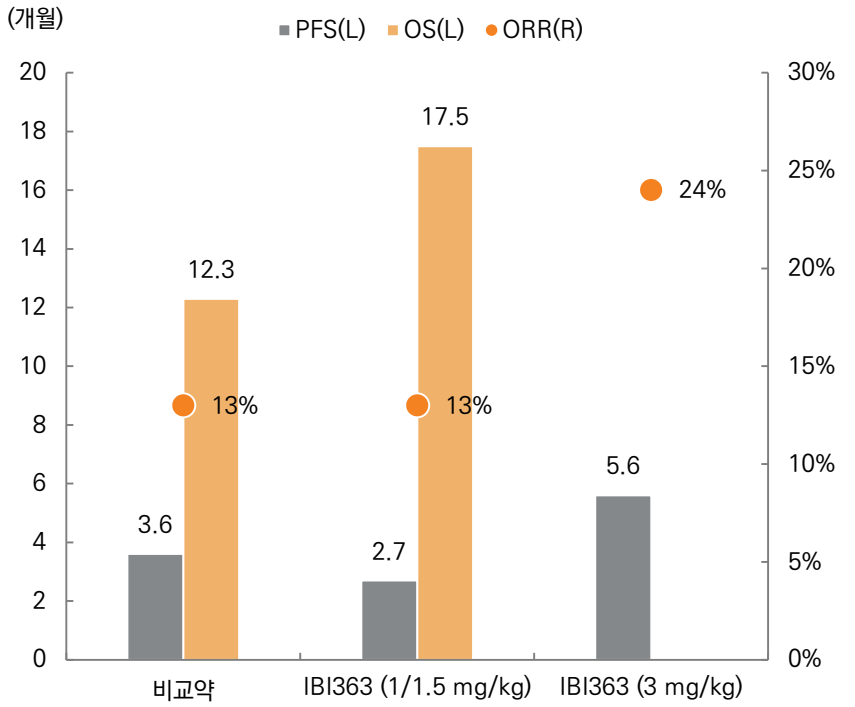
- IBI363은 PD-1과 IL-2 수용체를 동시에 조절하는 이중 작용 면역항암제로, 기존 면역치료제에 반응하지 않던(IO-resistant) 환자에서도 유의미한 반응률과 생존기간 연장을 보임
- IBI363(PD-1/IL-2 $^{\alpha\text{-bias}}$)는 글로벌 최초 α-bias IL-2 면역사이토카인. 차별화된 독성 프로파일로 항종양 효능 극대화할 것으로 예상됨
- 임상을 통해 1,200명 이상 치료, 3건의 등록(3상) 시험 진행 중(IO-refractory NSCLC, MSS CRC, melanoma). 다수의 FDA 및 NMPA FTD/BTD 지정

편평비소세포폐암: Docetaxel 대비 PFS 2.4배 개선, 장기 생존 유지



자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

선암형 비소세포폐암: 고용량군에서 생존기간 연장



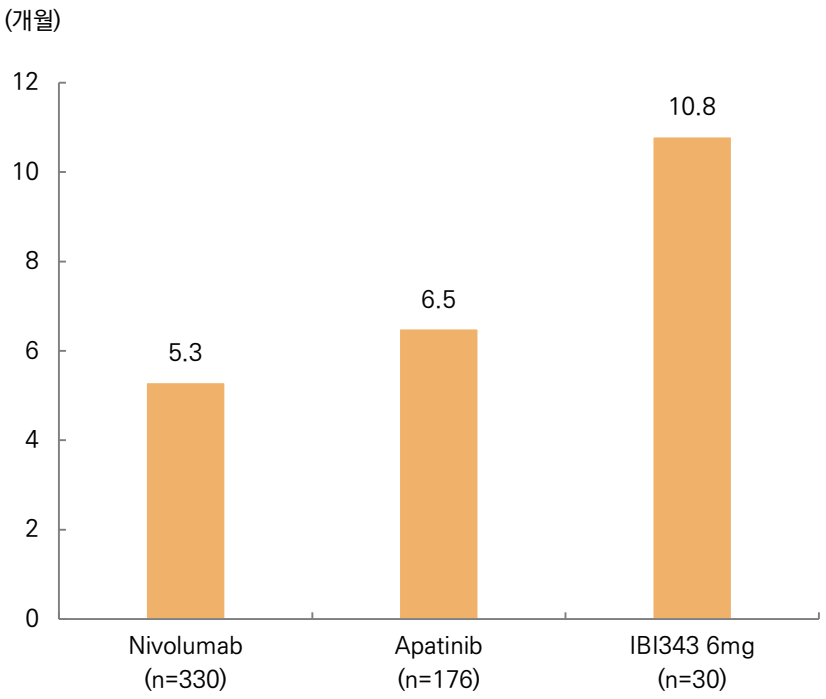
자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

이노벤트바이오 (01801 HK)

차세대 ADC 플랫폼

- IBI343(Claudin 18.2 ADC): Synaffix(Lonza에 인수)와의 협력을 통해 개발된 것으로, 현재 글로벌 개발 속도가 가장 빠른 ADC 중 하나
- 차세대 ADC로는 이중특이성 ADC인 IBI3001(EGFC/B7-H3 ADC) 개발 중. 다국가 1상에 진입. 내부적으로는 자체 개발한 TOP-1 payload 기반 ADC 플랫폼 보유(10개 이상 파이프라인)
- Dual-payload ADC: 특히 폐암(lung cancer)과 대장암(colorectal cancer) 등 글로벌 유병률이 높은 암종에서 강력한 치료 효과 기대. 이 환자군은 기존 치료에 내성이 생기는 경우가 많기 때문에, 약물 내성을 극복하는 새로운 치료 옵션으로 개발 중

IBI343(Claudin 18.2 ADC)의 위장관암에서의 OS 개선 가능성



자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

IBI3001이 타깃할 수 있는 적응증: EGFR/B7H3 발현율

질환명	B7H3 발현율 (% Positive)	EGFR 발현율 (% Positive)
폐암	**85**	**40-80**
유방암	76	14-91
대장암	**40-100**	**45-78**
전립선암	89	40-80
두경부암	100	80-100
방광암	86	31-48
식도암	100	100
췌장암	**66-93**	**62-69**
신장암	99	50-90
난소암	75	35-70
뇌교종	98	40-63

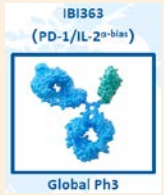
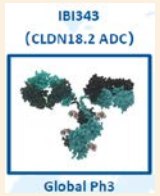
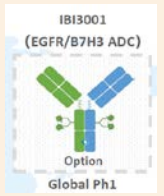
자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

이노벤트바이오 (01801 HK)

차세대 면역항암제 및 ADC 모두 기술이전 성공

- 일본 Takeda가 항암 후보물질(IBI363, IBI343)에 대한 라이선스 확보. 총 거래 규모 114억 달러(업프론트 12억 달러, 마일스톤 최대 102억 달러)
- IBI363은 PD-1 신호를 차단해 IL-2를 통해 종양 특이적 T세포를 활성화 및 확장시켜 항종양 면역반응을 유도하도록 설계된 약물이며, IBI343은 Claudin 18.2 ADC
- Takeda는 염증성 장질환 치료제 Entyvio의 32년 특허 만료에 대한 대응으로 차세대 면역항암제 및 ADC 파이프라인을 확보한 것으로 보임

Takeda-이노벤트 기술이전 계약 주요 내용

	프로그램	타깃 / 형태	계약 구조	주요 조건	수익 구조
	IBI363	PD-1/IL-2α-bias	글로벌 공동개발 및 미국 공동상업화	- 글로벌: 개발비 40(이노벤트)/60(다케다) 분담 - 미국: 손익 40(이노벤트)/60(다케다) 분담 - 중국 외 및 미국 외 지역: Innovent는 매출 로열티(최대 10%대 후반) 수취	- 매출 로열티(최대 10%대 후반) - 개발 및 판매 마일스톤 지급
	IBI343	CLDN18.2 ADC	중국 외 지역에 대한 라이선스 아웃	- 중국 외 지역에 대한 권리 라이선스 아웃	- 마일스톤 지급 - 매출 로열티(최대 10%대 후반)
	IBI3001	EGFR/B7-H3 ADC	중국 외 지역에 대한 옵션 계약	- 옵션이 행사될 경우: Innovent는 옵션 행사 수수료, 마일스톤 지급, 매출 로열티(중간 10%대 수준) 수취	- 옵션 행사 수수료 - 마일스톤 지급 - 매출 로열티(중간 10%대 수준)

자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

이노벤트바이오 (01801 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
매출액	**5,146**	**5,311**	**6,865**	**10,217**
매출원가	**609**	**1,085**	**1,257**	**1,472**
매출총이익	**4,537**	**4,226**	**5,608**	**8,745**
판매비와관리비	**6,928**	**7,341**	**6,597**	**7,902**
영업이익	**-3,108**	**-2,411**	**-1,157**	**33**
비영업손익	**-76**	**-119**	**-109**	**-118**
금융손익	**-75**	**-119**	**-109**	**-73**
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-1	0	0	-45
법인세차감전순이익	-3,184	-2,530	-1,266	-85
법인세	105	10	-129	17
당기순이익	-3,289	-2,540	-1,137	-103
지배주주	-3,289	-2,540	-1,137	-103
비지배주주	**0**	**0**	**0**	**0**

Grpwth & Margin(%)	2021	2022	2023	2024
매출액증가율	19.0	3.2	29.3	48.8
매출총이익증가율	16.7	-6.9	32.7	55.9
영업이익증가율	249.6	-22.4	-52.0	-102.9
순이익증가율	192.9	-22.8	-55.2	-90.9
EPS증가율	-	-	-	-
매출총이익률	88.2	79.6	81.7	85.6
영업이익률	-60.4	-45.4	-16.9	0.3
당기순이익률	-63.9	-47.8	-16.6	-1.0

예상 재무상태표 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
유동자산	**14,176**	**13,029**	**14,773**	**10,932**
현금성자산	1,668	1,151	3,021	2,419
매출채권	1,189	651	1,107	1,260
재고자산	1,653	1,618	1,065	875
기타유동자산	9,666	9,609	9,580	6,378
비유동자산	**5,759**	**6,887**	**7,920**	**12,057**
투자자산	512	714	874	3,859
유형자산	4,143	4,598	5,338	6,166
무형자산	948	1,357	1,397	1,365
기타비유동자산	**156**	**218**	**311**	**667**
자산총계	**19,936**	**19,915**	**22,693**	**22,989**
유동부채	3,743	3,962	4,925	4,649
매입채무	239	369	410	381
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	**3,504**	**3,593**	**4,515**	**4,268**
비유동부채	3,514	3,804	3,986	4,380
장기금융부채	2,589	2,620	2,641	2,572
기타비유동부채	**925**	**1,184**	**1,345**	**1,808**
부채총계	**7,257**	**7,766**	**8,911**	**9,029**
지배주주지분(연결)	12,678	12,149	13,782	13,960
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	27,606	27,973	30,061	29,502
이익잉여금	**-14,783**	**-15,667**	**-16,141**	**-15,503**
기타	**-145**	**-157**	**-138**	**-39**
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**12,678**	**12,149**	**13,782**	**13,960**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (배)	-21.4	-19.7	-58.6	-580.4
P/S (배)	13.7	9.7	10.1	5.9
P/B (배)	5.6	4.2	5.0	4.3
EV/EBITDA (배)	-22.3	-22.4	-84.9	112.2
EPS (HKD)	-2	-2	-1	0
BPS (HKD)	9	8	8	9
DPS (HKD)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	5.9	5.8	7.8	8.6
재고자산회전율 (회)	4.1	3.2	5.1	10.5
매입채무 회전율 (회)	3.2	3.6	3.2	3.7
ROA (%)	-19.3	-12.7	-5.3	-0.4
ROE (%)	-28.5	-20.5	-8.8	-0.7
ROIC (%)	-68.0	-36.4	-14.8	0.6
부채비율 (배)	57.2	63.9	64.7	64.7
유동비율 (배)	378.7	328.8	299.9	235.1
순차입금/자기자본 (배)	-52.8	-46.9	-51.9	-37.5

자료: 이노벤트바이오, 미래에셋증권 리서치센터

3SBIO 3SBIO (01530 HK)

항체 개발 플랫폼 보유 기업

Refinitiv 평균 목표주가	**HKD 36.90**
현재주가(25/10/28)	HKD 28.26
상승여력	30.60%
국가	중국
항셍 종합(p)	26,346.14

기업소개

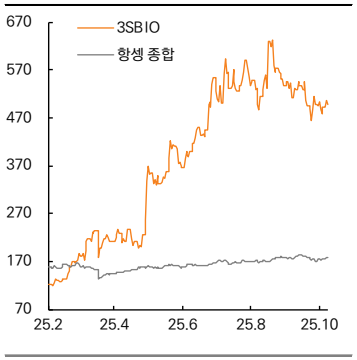
- 3SBIO는 1993년에 설립되어 중국 선양(Shenyang)에 본사를 둔 바이오의약품 전문 제약사
- 항체·이중항체(bispecific antibody), 융합단백질(fusion protein), NGF 항체 및 자가면역 치료제 등 다양한 파이프라인을 보유
- 2015년에 홍콩 증권거래소(HKEX)에 상장. 50개 이상의 제품을 상업화하여 시장에 출시했음

투자포인트

- 25년 5월, 60억 달러 규모로 체결된 화이자와의 대형 딜로 시장의 주목을 받음. SSGJ-707의 주력 적응증은 비소세포폐암(NSCLC), 소세포폐암(SCLC), 대장암(CRC)으로, 이 중 일부는 중국에서 임상 2상 완료. FDA와 브리징 임상 또는 글로벌 임상 3상 진입 여부를 논의 중
- 705, 706 파이프라인도 PD-1 타깃을 포함하는 이중항체로, 빠르면 26년 2상 결과를 확보한 이후 라이선싱 딜에 대한 논의 가능할 것으로 판단

EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	4.1
시가총액(조원)	12.68
상장주식수(백만주)	2,432.6
60일 평균 거래대금(백만HKD)	1,270.51
52주 최저가(HKD)	5.52
52주 최고가(HKD)	35.90

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.8	139.9	355.8
상대주가	-3.6	100.1	256.4



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (백만HKD)	6,035	6,287	7,691	8,003	8,646	9,877
영업이익 (백만HKD)	1,525	1,227	2,377	2,817	2,456	2,776
영업이익률 (%)	25.3	19.5	30.9	35.2	28.4	28.1
순이익 (백만HKD)	1,105	940	1,990	2,233	1,714	2,267
EPS (HKD)	0.44	0.37	0.78	0.91	0.70	0.94
ROE (%)	10.7	8.0	14.4	15.1	11.4	14.2
P/E (배)	23.2	19.1	8.3	9.1	10.7	6.5
P/B (배)	2.4	1.4	1.1	1.3	1.1	0.9

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 3SBIO, 미래에셋증권 리서치센터

3SBIO (01530 HK)

기업소개

- TPIAO는 1H25기준 매출 비중 54.4%를 차지하는 제품. 24년 매출액 51억 위안(약 1조원). 혈소판 생성을 조절하는 당단백질 호르몬으로 혈소판 수치가 떨어진 환자에게 사용되는 제품
- Mandi는 미녹시딜 주성분의 탈모 치료제 브랜드 중 중국 본토 판매량 1위 브랜드. 중국에서 OTC(일반의약품) 인증을 받은 제품. 중국 내 시장 점유율은 60~70% 수준
- 자회사인 Sunshine Guojian은 여러 항체 의약품을 보유

3S바이오의 주요 제품

TPIAO

Recombinant human thrombopoietin (rhTPO) injection

Revenue: 2.4 Bn RMB

-4.2% YOY

Mandi

Minoxidil tincture, foam , and extended products like Mandi shampoo

Revenue: 680 Mn RMB

24.0% YOY

Sunshine Guojian

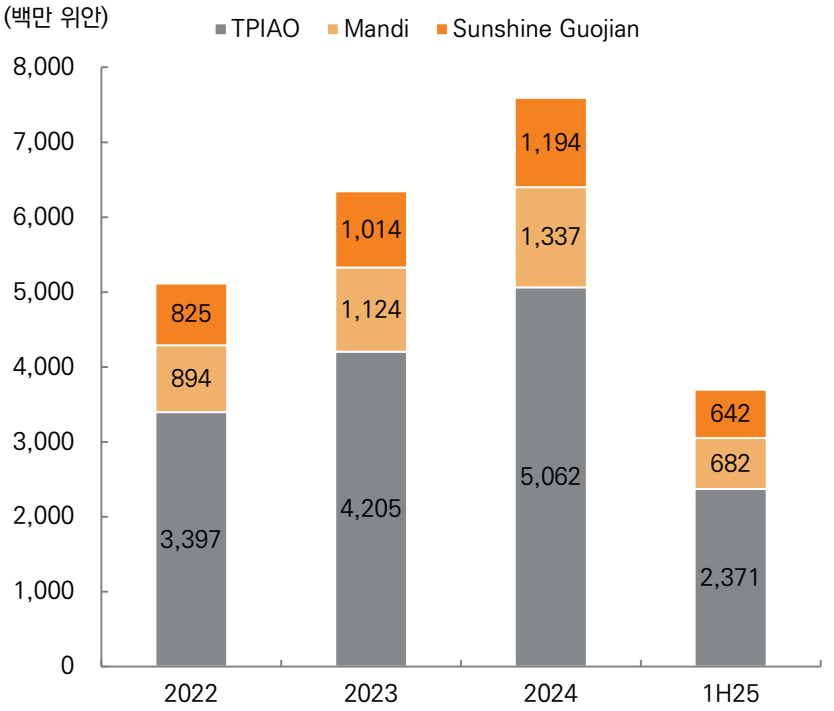
Subsidiary Sunshine Guojian products including Yisaipu, Cipterbin, and Xenopax

Revenue: 642 Mn RMB

7.6% YOY

자료: 3SBIO, 미래에셋증권 리서치센터

3S바이오의 주요 제품별 매출액 추이



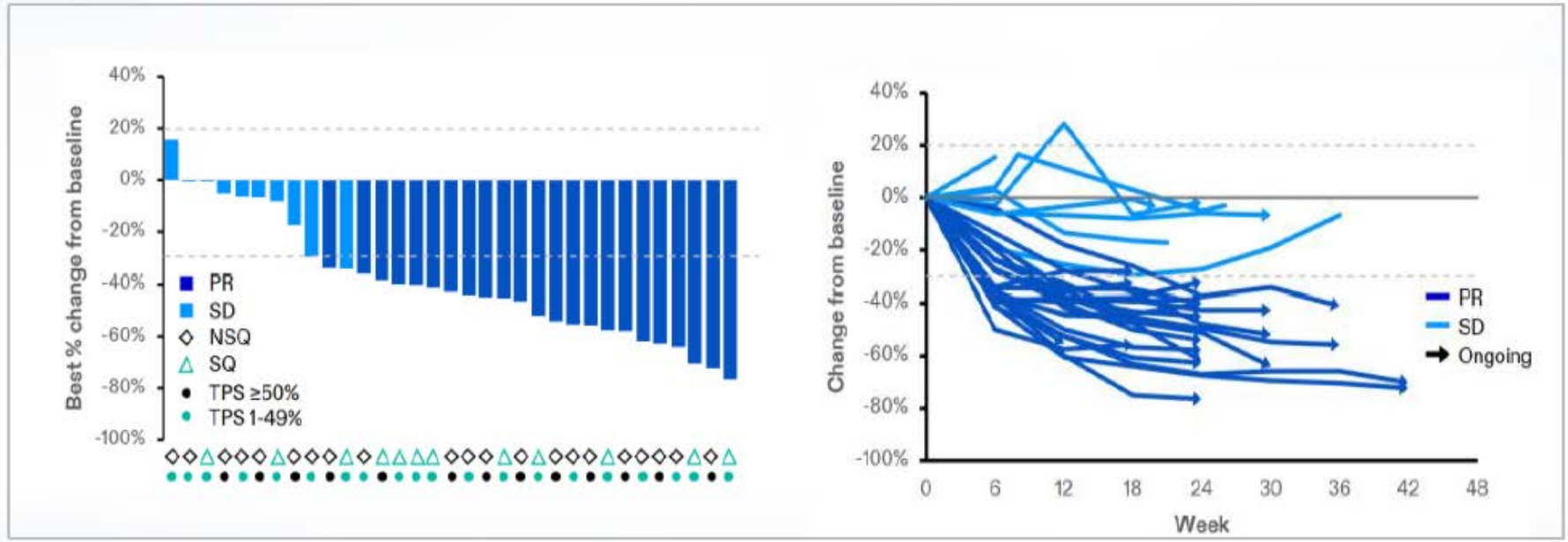
주: Sunshine Guojian은 자회사 매출액
자료: 3SBIO, 미래에셋증권 리서치센터

3SBIO (01530 HK)

화이자와의 파트너십: 바이오텍 딜 중 업프론트 금액 기준으로 최대 규모

- SSGJ-707: PD-1과 VEGF에 동시에 결합 가능한 이중특이성 항체(Next-gen IO)
- 선급금(upfront) 12억 500만 달러. 향후 받을 수 있는 총 마일스톤은 48억 달러. 별도로 두 자릿수 로열티 수령 가능. 707이 미국에서만 35만 명 이상의 환자를 치료할 수 있을 것으로 예상하며, 최종적으로 100억~200억 달러 규모의 제품이 될 것으로 전망
- 비소세포폐암(NSCLC) 환자 대상 2상 단독요법(monotherapy) 결과: 반응률이 크고, 반응이 오랜 기간 유지. 안전성(safety) 측면에서도 Grade 3 이상 이상반응(TEAE) 비율이 20% 미만

임상 2상 결과: 64.7%의 ORR로 깊고 지속적인 반응률 확보



자료: Pfizer, 미래에셋증권 리서치센터

3SBIO (01530 HK)

핵심 파이프라인

후보명	기전 / 적응증	단계	비고
705	PD-1 × HER2 이중항체	Ph2 (China)	HER2+ 고형암
706	PD1 x PD-L1 이중항체	Ph2 (China)	고형암 대상
SPGL-008/3S-59	B7H3 Ab/IL15 Fusion Protein	Ph1 (China)	신규 타깃
B7-H3 mAb/IL-15 fusion	방광암	Ph1	내년 데이터 예상
MUC7/CD3/CD28 TCE	삼중특이성항체 / 고형암	Ph1	용량상승 중
3S-40 (NGF mAb)	통증(pain)	Ph2	FDA 거절 이슈 無
3S-6 (EPO LA)	지속형 EPO	Ph2	주 2회 → 3주 1회
HIF inhibitor LA	지속형 제형	Preclinical	반감기 연장형
Autoimmune portfolio (608/613/611/6MALL)	자가면역질환	Ph3	총 매출 잠재력 ≥6bn RMB
3S-627	Autoimmune / FIC	Ph1 예정	중국 내 FIC
Vilvi (Kosmo license-in)	여드름 치료 크림	Bridging trial (China)	美 Sun Pharma 판매 중

자료: 3SBIO, 미래에셋증권 리서치센터

3SBIO (01530 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
매출액	**7,691**	**8,003**	**8,646**	**9,877**
매출원가	**1,333**	**1,392**	**1,299**	**1,388**
매출총이익	**6,358**	**6,611**	**7,347**	**8,489**
판매비와관리비	**4,287**	**4,335**	**4,709**	**5,623**
영업이익	**2,377**	**2,817**	**2,456**	**2,776**
비영업손익	**-125**	**-160**	**-267**	**172**
금융손익	**-80**	**-120**	**-235**	**-207**
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-45	-40	-32	379
법인세차감전순이익	2,252	2,657	2,189	2,948
법인세	291	432	434	543
당기순이익	1,961	2,225	1,755	2,405
지배주주	1,990	2,233	1,714	2,267
비지배주주	**-29**	**-8**	**41**	**138**

Grpwth & Margin(%)	2021	2022	2023	2024
매출액증가율	22.3	4.1	8.0	14.2
매출총이익증가율	24.9	4.0	11.1	15.5
영업이익증가율	93.7	18.5	-12.8	13.0
순이익증가율	125.9	13.5	-21.1	37.0
EPS증가율	110.9	16.8	-23.1	33.1
매출총이익률	82.7	82.6	85.0	85.9
영업이익률	30.9	35.2	28.4	28.1
당기순이익률	25.5	27.8	20.3	24.3

예상 재무상태표 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
유동자산	**9,561**	**11,040**	**10,113**	**9,947**
현금성자산	3,520	2,435	2,872	1,722
매출채권	2,290	1,485	1,552	1,792
재고자산	847	807	855	846
기타유동자산	2,904	6,313	4,834	5,587
비유동자산	**14,018**	**13,880**	**15,878**	**15,820**
투자자산	1,622	1,563	3,446	3,127
유형자산	4,698	5,098	5,670	5,944
무형자산	6,987	6,475	6,330	6,318
기타비유동자산	**711**	**744**	**432**	**431**
자산총계	**23,579**	**24,920**	**25,991**	**25,766**
유동부채	1,743	2,088	4,101	5,814
매입채무	283	283	233	191
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	**1,460**	**1,805**	**3,868**	**5,623**
비유동부채	3,847	5,437	3,723	759
장기금융부채	3,029	4,634	2,989	74
기타비유동부채	**818**	**803**	**734**	**685**
부채총계	**5,590**	**7,524**	**7,824**	**6,573**
지배주주지분(연결)	15,006	14,636	15,439	16,427
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	5,096	4,182	3,870	2,904
이익잉여금	**9,798**	**10,687**	**11,908**	**13,791**
기타	**112**	**-233**	**-339**	**-268**
비지배주주지분(연결)	**2,983**	**2,760**	**2,728**	**2,767**
자본총계	**17,989**	**17,396**	**18,167**	**19,194**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (배)	8.3	9.1	10.7	6.5
P/S (배)	2.1	2.5	2.1	1.4
P/B (배)	1.1	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA (배)	6.0	6.2	7.0	4.7
EPS (HKD)	1	1	1	1
BPS (HKD)	6	6	7	7
DPS (HKD)	0	0	0	0
배당성향 (%)	25.6	0.0	0.0	26.7
배당수익률 (%)	3.1	0.0	0.0	4.1
매출채권회전율 (회)	3.7	4.2	5.7	5.9
재고자산회전율 (회)	9.7	9.7	10.4	11.6
매입채무 회전율 (회)	5.1	4.9	5.0	6.5
ROA (%)	8.8	9.2	6.9	9.3
ROE (%)	14.4	15.1	11.4	14.2
ROIC (%)	15.6	17.0	14.4	16.2
부채비율 (배)	31.1	43.3	43.1	34.2
유동비율 (배)	548.6	528.8	246.6	171.1
순차입금/자기자본 (배)	-14.6	-16.2	-7.0	-12.4

자료: 3SBIO, 미래에셋증권 리서치센터

석약그룹 CSPC Pharmaceutical (01093 HK)

다양한 적응증과 모달리티에 대한 연구 수행 중

Refinitiv 평균 목표주가	**HKD 11.03**
현재주가(25/10/28)	HKD 7.69
상승여력	43.50%
국가	중국
항셍 종합(p)	26,346.14

기업소개

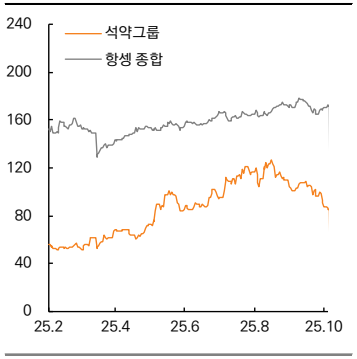
- CSPC는 1938년 중국 허베이성 스자좡에 설립된 제약기업으로, 1994년 홍콩 증권거래소에 상장
- 원료의약품(API) 중심으로 성장했으나, 이후 완제의약품과 혁신 신약 개발을 강화하면서 현재는 신경계, 항암, 항감염, 심혈관 등 다양한 치료 영역에 걸쳐 제품 포트폴리오를 보유

투자포인트 및 Risk 요인

- 2026~2027년 다수의 신제품 출시 및 매출 전환 본격화 예상. 1) KM026(위암/유방암): 2026년 출시 예정. 2) EGFR ADC: 고형암 타깃 ADC, 2026~2027년 시장 진입. 3) NBP(뇌졸중 치료제): 병원 시장 점유율 압도적. 특허 만료되었으나 제네릭 등록 불가로 독점적 지위 유지. 4) GLP-1계열(비만): 자체 신약 QZ103 + Semaglutide 제네릭 투 트랙 전략
- 2027년부터 10% 이상의 두 자릿수 성장률 예상. 26년부터 출시되는 비만치료제, 심혈관계질환 치료제 등의 성과로 2027년 높은 매출 증가 예상됨
- 리스크: 플랫폼 및 임상 파이프라인이 많아 실패에 대한 리스크도 높음

EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	5.4
시가총액(조원)	16.34
상장주식수(백만주)	11,522.5
60일 평균 거래대금(백만HKD)	1,600.57
52주 최저가(HKD)	4.34
52주 최고가(HKD)	11.48

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-15.4	27.3	24.2
상대주가	-16.1	6.2	-2.9



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (백만HKD)	25,084	28,064	33,584	36,062	34,791	31,459
영업이익 (백만HKD)	5,221	7,189	8,234	8,885	8,263	6,194
영업이익률 (%)	20.8	25.6	24.5	24.6	23.8	19.7
순이익 (백만HKD)	4,215	5,805	6,755	7,101	6,497	4,693
EPS (HKD)	0.35	0.49	0.57	0.60	0.55	0.40
ROE (%)	22.3	24.6	23.1	21.5	18.4	13.2
P/E (배)	27.4	16.3	15.0	13.8	13.3	12.0
P/B (배)	5.6	3.6	3.2	2.9	2.3	1.6

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

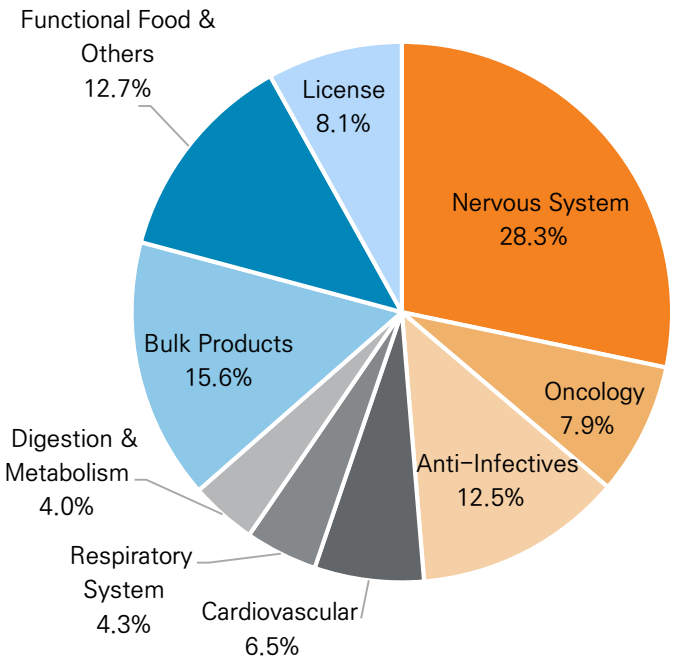
자료: 석약그룹, 미래에셋증권 리서치센터

석약그룹 (01093 HK)

실적 및 가이던스

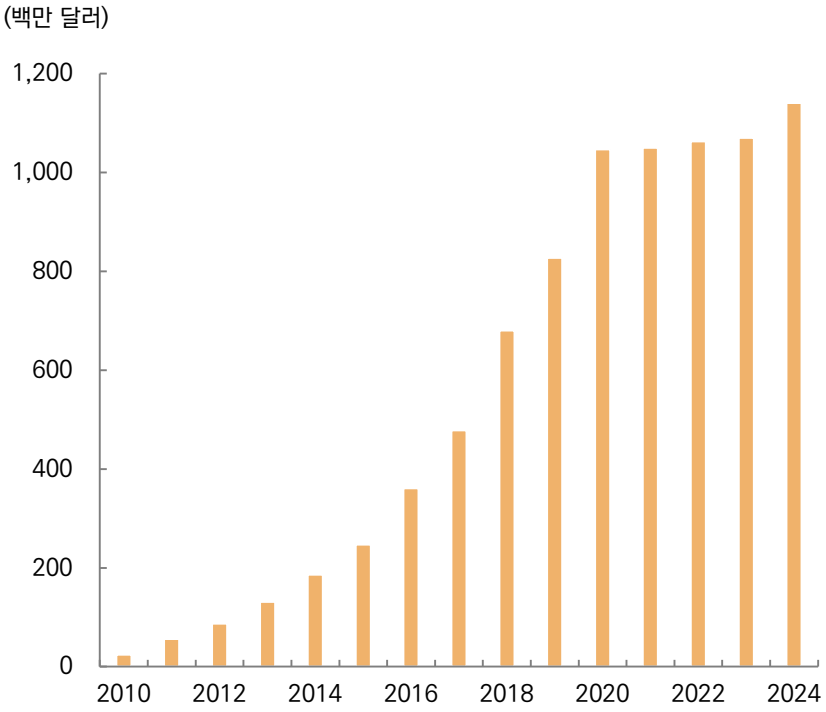
- 1H25 매출액 132.7억 위안(-18.5% YoY), 영업이익 23.2억 위안(-27.9% YoY). 상반기 시행된 VBP(Volume-Based Procurement) 영향으로 Duomeisu, Jinyouli 등 완제품 매출 감소
- NBP 제품군(급성 뇌졸중 치료제): 향후 3년간 VBP 영향 제한적. 뇌졸중 치료제의 병원 사용 점유율은 매우 높음. 특허는 만료되었으나 제네릭 개발 불가 (규제 리스트 미포함). 올해 매출 10억 위안이 예상되며, 장기적으로 30억 위안까지 판매할 계획
- R&D 투자: 2024년 기준 51억 RMB(~$700mn), 지속 확대 추세

석약그룹의 매출 구성(1H25 기준)



자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터

NBP 매출 추정치



주: Evaluate에서 제공되는 자료로 회사 수치와 일부 차이 있음. 회사 자체 제공 수치는 없음
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

석약그룹 (01093 HK)

단기 마일스톤: 비만 치료 시장 진입

- 비만 치료 시장 진입: Semaglutide 제네릭 + 자체 GLP-1 신약(QZ103) 개발을 병행하는 구조, 피하 서방 주사 플랫폼 기술을 통해 월 1회 제형으로 진화 중
- 중국 비만 치료제 시장 확대로 경쟁이 치열하지만, 원가·생산 능력 측면 우위 보유
- 2026년 말부터 비만치료제에 대한 수익을 창출할 수 있을 것으로 예상
- KN026은 위암 및 유방암 적응증으로 2026년 출시 예정이며, 두 적응증 합산 피크 매출이 약 50억 위안에 이를 전망

중국 비만 시장 경쟁 상황(27년까지 중국 출시 예정인 제품)

약품명/코드	회사	기전 (활성 성분)	개발 단계/ 출시 예정
TG103	Hansoh Pharma	Semaglutide 주사 (제네릭/바이오시밀러)	3상 완료/ NMPA 허가 심사 중 (2026-2027년)
Semaglutide inj.	Jiuyuan Gene	Semaglutide 주사 (제네릭/바이오시밀러)	3상 완료/ 허가 심사 중 (2026-2027년)
HRS9531	Hengrui Pharma	GLP-1/GIP 듀얼 아고니스트	3상 완료/ 허가 예정 (2026-2027년)
Semaglutide biosimilars (10~15社)	CSPC, Hansoh, Jiuyuan 등	Semaglutide (Wegovy) 제네릭/바이오시밀러	다수 제품 2026-2027년 출시 예정

자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

CSPC의 비만치료제 임상 진행 현황

프로그램	적응증	임상단계	NDA(신약허가신청) 예상 시기
TG103 (Fc-GLP1)	비만 (Obesity)	임상 3상	2025 H2
	제2형 당뇨병 (T2DM)	임상 3상	2026 H1
Semaglutide Injection	비만 (Obesity)	임상 3상	2025 H2
	제2형 당뇨병 (T2DM)	임상 3상	2025 H2
Others	Semaglutide Long-acting Injection	Enrolling	2029
	SYH2067	Enrolling	2029

자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터

석약그룹 (01093 HK)

중장기 투자포인트: 기술이전 트랙레코드

- 글로벌 전략: 현재는 중국 중심, 그러나 해외 라이선스 아웃 및 파트너십 검토 중. 올해 2건의 BD 거래(총 50억 위안 규모) 체결, Madrigal 및 AstraZeneca와 협업 진행
- AstraZeneca로부터 계약금 수령 완료, 내년부터 마일스톤 유입 예정. 상업화 단계에서 대규모 수익 구조로 설계되어 있음. AI 신약 발굴 플랫폼을 자체 구축 및 외부 협력으로 고도화 중.
- Madrigal과 임상 전 자산 대상 계약금 1.2억 달러 규모 계약 체결. CSPC의 소분자 후보물질 4종을 기반으로 협력 단계에서 대규모 수익 발생 구조

기술이전 트랙레코드

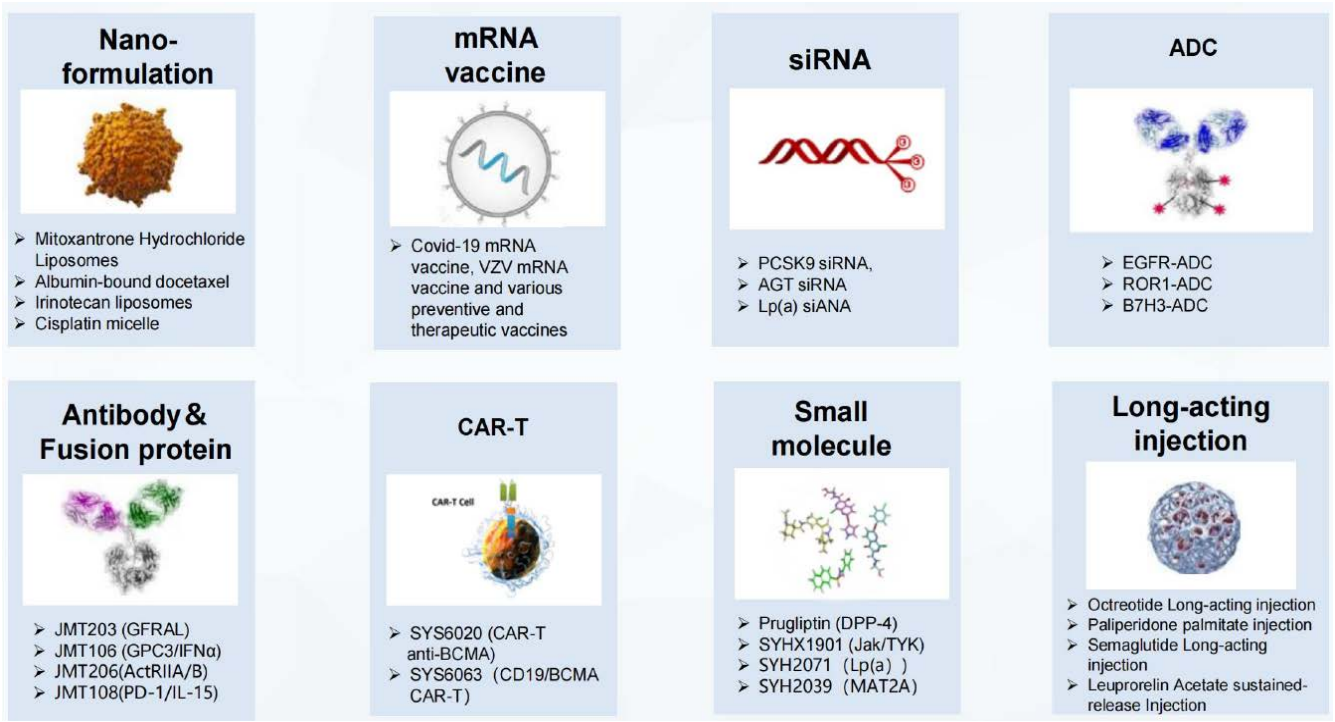
자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터

석약그룹 (01093 HK)

중장기 투자포인트: 다수의 플랫폼 보유

- CSPC는 8개 기술 플랫폼을 보유 중이며, 핵심은 ADC, mRNA/siRNA, GLP-1 비만 치료제
- 나노 포뮬레이션 기술과 단백질 기반 전달체 기술로 약물을 차별화
- 1H25 3개 제품 허가 승인, 26개 제품 임상시험 허가 승인. BTD 4건 승인
- 약 90개 파이프라인이 임상 단계에 있으며, 30개 이상이 핵심 임상 단계에 진입

8개의 이노베이티브 R&D 플랫폼



자료: CSPC, 미래에셋증권 리서치센터

석약그룹 (01093 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
매출액	**33,584**	**36,062**	**34,791**	**31,459**
매출원가	**8,113**	**10,119**	**10,259**	**9,446**
매출총이익	**25,471**	**25,943**	**24,532**	**22,013**
판매비와관리비	**17,945**	**18,034**	**16,792**	**16,211**
영업이익	**8,234**	**8,885**	**8,263**	**6,194**
비영업손익	**18**	**-47**	**-89**	**-144**
금융손익	**-9**	**-29**	**-29**	**-47**
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	27	-18	-60	-97
법인세차감전순이익	8,252	8,838	8,174	6,050
법인세	1,397	1,574	1,457	1,345
당기순이익	6,855	7,264	6,718	4,705
지배주주	6,755	7,101	6,497	4,693
비지배주주	**100**	**164**	**221**	**12**

Grpwth & Margin(%)	2021	2022	2023	2024
매출액증가율	19.7	7.4	-3.5	-9.6
매출총이익증가율	21.2	1.9	-5.4	-10.3
영업이익증가율	14.5	7.9	-7.0	-25.0
순이익증가율	16.5	6.0	-7.5	-30.0
EPS증가율	16.4	5.4	-8.1	-26.9
매출총이익률	75.8	71.9	70.5	70.0
영업이익률	24.5	24.6	23.8	19.7
당기순이익률	20.4	20.1	19.3	15.0

예상 재무상태표 (요약)

(백만HKD)	2021	2022	2023	2024
유동자산	**24,959**	**27,126**	**29,423**	**23,293**
현금성자산	11,119	9,059	11,541	6,297
매출채권	8,037	7,740	10,827	10,238
재고자산	3,044	2,893	3,453	3,331
기타유동자산	2,759	7,434	3,602	3,427
비유동자산	**17,679**	**20,169**	**21,494**	**23,945**
투자자산	4,119	4,283	5,121	6,733
유형자산	11,738	12,429	12,809	13,305
무형자산	758	2,426	2,677	3,027
기타비유동자산	**1,064**	**1,031**	**887**	**880**
자산총계	**42,638**	**47,295**	**50,917**	**47,237**
유동부채	8,868	10,143	11,202	10,252
매입채무	1,818	1,929	2,721	2,174
단기차입금	0	0	0	417
기타유동부채	**7,050**	**8,214**	**8,481**	**7,661**
비유동부채	844	1,325	1,190	946
장기금융부채	68	325	118	60
기타비유동부채	**776**	**1,000**	**1,072**	**886**
부채총계	**9,712**	**11,468**	**12,392**	**11,198**
지배주주지분(연결)	31,893	34,192	36,528	34,336
자본금	13,377	12,341	11,991	11,741
자본잉여금	57	223	430	627
이익잉여금	**18,599**	**21,698**	**24,451**	**22,646**
기타	**-140**	**-70**	**-344**	**-678**
비지배주주지분(연결)	**1,033**	**1,635**	**1,997**	**1,704**
자본총계	**32,926**	**35,827**	**38,525**	**36,040**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (배)	15.0	13.8	13.3	12.0
P/S (배)	3.0	2.7	2.5	1.8
P/B (배)	3.2	2.9	2.3	1.6
EV/EBITDA (배)	9.6	8.4	7.9	6.4
EPS (HKD)	1	1	1	0
BPS (HKD)	3	3	3	3
DPS (HKD)	0	0	0	0
배당성향 (%)	31.9	35.2	51.2	65.0
배당수익률 (%)	2.1	2.6	3.9	5.4
매출채권회전율 (회)	4.9	4.6	3.7	3.0
재고자산회전율 (회)	12.8	12.1	11.0	9.3
매입채무 회전율 (회)	5.0	5.4	4.4	3.9
ROA (%)	17.5	16.2	13.7	9.6
ROE (%)	23.1	21.5	18.4	13.2
ROIC (%)	44.6	43.0	35.6	22.7
부채비율 (배)	29.5	32.0	32.2	31.1
유동비율 (배)	281.4	267.4	262.7	227.2
순차입금/자기자본 (배)	-39.5	-41.8	-35.3	-22.7

자료: 석약그룹, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

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.