

의료기기

VBP is back

박종현

의료기기|alex.park@daolfn.com

● 임플란트·교정 2차 집중구매(VBP 2.0) 개시 예정

중국이 임플란트·교정 2차 VBP 시행을 위한 절차를 시작. 임플란트는 쓰촨성 주도로 제품 신고가 7/27 일 종료됐고, 교정은 산시성 주도로 의견수렴 단계. 1차 대비 제품 범위가 넓어졌으나, 낙찰 규칙과 대상 성(省) 범위는 아직 공개되지 않음

1차 낙찰 제품의 평균 인하율은 임플란트 55%(최고 80% 근접), 교정 43.2%(최고 88%)에 달했음(Fig.2). 2차 인하폭은 아직 공개된 규칙이 없으나, 인하폭은 10% 수준으로 추정

● 시가총액 괴리는 VBP 익스포저

VBP 품목 의존도가 높고 중국 매출 의존도 높은 사업구조가 디레이팅의 실질 기준선으로 작동. 2차 VBP는 가격 충격을 다시 주기보다 이 구분선을 더 선명하게 드러내는 이벤트로 판단

중국 로컬 상장사 2개사(앤젤얼라인·아이디트)의 시가총액은 2025년 이후 우상향을 보인 반면 글로벌·국내 피어는 하락(Fig.3). 시가총액 흐름의 차이는 VBP의 수혜가 아니라 'VBP 밖 성장'의 결과. 앤젤얼라인은 2025년 중국 본토가 시술 건수 YoY +26.3%에 매출 YoY +10.1%로 단가 하락을 보여주었으나, 반대로 해외는 시술 건수 YoY +82.1%·매출 YoY +102.5%로 해외 비중이 30%에서 44%로 상승(Fig.1). 아이디트도 해외 비중 66.3%에 VBP 품목 비중은 7.4%에 그침. 즉 두 회사의 실적·주가 개선은 VBP 수혜가 아니라 해외 매출이 견인한 결과

● Big4의 대응은 방어가 아니라 '국산화' 자격 확보

2025.11월 스트라우만 상하이 공장 가동으로 글로벌 Big 4가 전원 중국 생산 체제를 갖추. 엔비스타의 1Q26 잉여현금흐름은 -1,600만 달러로 전년 대비 1,100만 달러 악화됐는데, 중국·핀란드 신규 설비 CAPEX가 주 원인. 투명교정 VBP 신고의 실질 자격요건은 외국계 기업 포함 전량 중국 국내 생산이었던 점을 감안하면 현지 생산 체제 구축은 불가피. 한국 업체는 로컬과 '중국 내 설비를 갖춘 외국계'를 동시에 상대하는 구도

2026YTD로 한국 업체의 대중국 익스포저도 여전히 큰 상태. 임플란트 수출의 약 1/3(월평균 34%)이 중국으로 최대 수출처이며 러시아(~16%)가 그 뒤. 다만 1H26 대중국 수출은 -6% YoY로 전체 수출(YoY +3.9%)을 밀돌아 비중이 축소되는 등 'VBP 외 지역' 다변화 시도 중

● 체크포인트 및 Implication

1차 VBP 시행을 거치면서 글로벌 Big 4 업체는 현지 생산 구축을 통해 VBP에 대응하였으며, 로컬 기업들은 해외 매출 비중을 높여가며 실적과 기업가치 우상향을 기록. **국내 기업 또한 중국 현지 생산 구축 및 매출 다변화가 필수 불가결.** ① 임플란트 2.0 낙찰 규칙과 실제 인하율, ② 앤젤얼라인 1H26 해외 매출 비중 50% 돌파 여부, ③ 엔비스타 2Q26(8/5일 현지 시각)의 VBP 개시 시점 가정 유지 여부

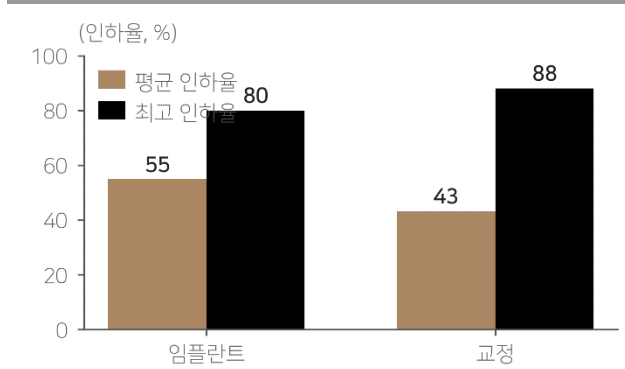
Fig. 1: 앤젤얼라인 2025 년 실적 — 중국 본토 vs 해외 (케이스·매출·YoY)

(천 건, 백만\$, %)

구분	케이스(천 건)	YoY	매출(백만\$)	YoY
중국 본토	276.2	+26.3%	207.3	+10.1%
해외	256.2	+82.1%	163.0	+102.5%
합계	532.4	+48.1%	370.3	+37.8%

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 1 차 VBP 낙찰 제품 인하율 (임플란트·교정, 평균·최고)



Source: 다올투자증권

Fig. 3: 덴탈 기업 상대 시가총액 추이 (2025.01=100)



Source: 다올투자증권

Fig. 4: 치과 글로벌 TOP4 중국 현지 생산 현황

기업	중국 생산	비고
얼라인 테크놀로지	완료	현지 대표 교체(2026)
덴츠플라이 시로나	완료	—
엔비스타	완료·증설	·핀란드 CapEx 확대
스트라우만	완료	상하이 공장(2025.11)

Source: 다올투자증권

Fig. 5: 아이디트 2025 년 매출 구성 (부문별)

구분	매출(억 위안)	YoY
구강수복재료	7.36	+14.0%
구강디지털장비	2.22	+20.5%
기타(임플란트·교정 등)	0.77	+32.0%
합계	10.35	+16.5%
해외(참고)	6.86	+24.9%

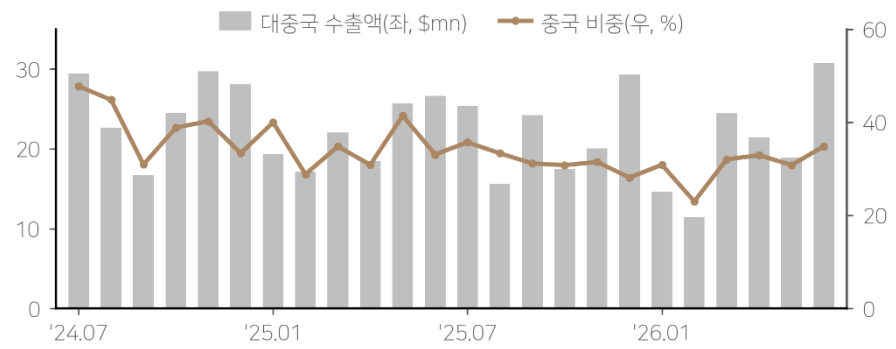
Source: 다올투자증권

Fig. 6: 중국 구강 집중구매 진행 경과

시점	내용
2022	임플란트 VBP 1 차(쓰촨성 주도), 구매주기 3 년
2023.09	교정 브라켓 VBP 1 차(산시성 주도) 다수 성 집행
2025.09	교정 1 차 협약 만료(일부 지역 2025.12 연장)
2025.11	스트라우만 상하이 공장 출시 → TOP4 전원 중국 생산
2026.04	임플란트 1 차 구매주기 만료
2026.06.18	산시성, 교정 브라켓 대량구매 의견수렴 통지
2026.07.13	쓰촨성, 임플란트 제품·조합정보 신고 개시 통지
2026.07.17~27	임플란트 2.0 제품 신고 기간(종료)
2026.08.05	엔비스타 2Q26 실적 — VBP 개시 시점 가정 업데이트 여부

Source: 다올투자증권

Fig. 7: 국내 임플란트 대중국 수출액 및 비중 (2024.07~2026.06)



Source: 관세청 무역통계, 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 93.5%	HOLD : 6.5%	SELL : 0.0%
-------------	-------------	-------------

투자등급 관련사항

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치