

集采渐近 三友医疗为何加码超声刀？

本报记者 苏浩 曹学平 北京报道

停牌4个交易日后，骨科龙头三友医疗(688085.SH)官宣并购。近期，三友医疗披露《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》(以下简称“交易预案”)，拟通过发行股

超声刀外企独大

实际上，三友医疗对水木天蓬心仪已久。

据了解，标的公司水木天蓬创立于2010年，是一家超声外科手术设备及耗材研发生产商，其主要产品为超声骨刀系统、超声吸引系统和超声止血刀系统，涉及骨科、脊柱外科、神经外科、整形外科、手足外科和肝胆外科等多项医疗治疗领域。

《交易预案》显示，三友医疗拟发行股份及支付现金购买曹群、徐农合计持有的水木天蓬37.1077%股权及水木天蓬股东上海还瞻LP(有限合伙人)出资份额，并向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金。

交易完成后，三友医疗将直接持有水木天蓬88.9231%的股权，直接和通过拓腾苏州持有上海还瞻100%出资份额，进而间接持有水木天蓬11.0769%的股权。自此，三友医疗将合计控制水木天蓬100%股权。

实际上，三友医疗对水木天蓬心仪已久。

2021年6月，三友医疗以自有资金3.43亿元收购水木天蓬49.8769%的股权，交易完成后，三友医疗合计持有水木天蓬51.8154%的股权，使得其拓展到超声动力设备及耗材领域。并且，三友医疗实控人、董事兼总经理徐农作为共同投资人，以4809.42万元的价格购买了水木天蓬7.0006%的股权。彼时，水木天蓬的估值为6.87亿元，净资产溢价率高达750.71%。

而因交易对方之一徐农为三

友医疗实际控制人，因此，本次交易构成关联交易，但不构成重大资产重组。

三友医疗高溢价收购来的标的后续表现如何？从公司已披露的情况来看，似乎并没有辜负三友医疗期待。

2022年，水木天蓬实现营业收入7383.87万元，实现净利润2785.46万元。到了2023年，水木天蓬分别实现营业收入和净利润9268.77万元、4161.36万元，增幅分别为25.03%、50.17%。其中，耗材收入5699.60万元，增幅136.54%，占收入的比重超过一半以上，公司的超声刀头及其他耗材实现的销售收入首次超过设备。

2022年5月，水木天蓬还与美敦力签署了《独家经销协议》，授权美敦力在中国大陆地区内以独家的方式推广、营销、销售和经销所授权产品，主要有超声骨刀设备FD880A、XD880A和其配套刀头及其他耗材，期限从2022年5月25日至2024年12月31日。

三友医疗方面认为，通过此次交易，能够扩大公司在超声外科临床医疗设备领域的投资，有利于整体战略布局和实施。同时，优化水木天蓬核心管理团队与专业技术人才在上市公司层面的持股与激励，进而促进上市公司与水木天蓬在客户资源、销售渠道、研发技术等层面的资源渠道互通，强化两者的

出资3.43亿元、溢价超7倍收购水木天蓬49.8769%股权，虽然过去两年水木天蓬超声业务增长迅速，并没有辜负三友医疗期待，但国内超声刀集采的步伐也渐行渐近。

与此同时，过去几年，脊柱、关节、创伤三大骨科品类均被国

家集采或大部分省级集采所覆盖，作为骨科龙头的三友医疗，业绩也惨遭“腰斩”。

针对公司此次收购的具体考量及后续经营问题，记者日前向三友医疗方面致函采访，但截至发稿，暂未收到公司方面回应。



2024年，三友医疗更是交出了上市以来最差的一季度报告。

视觉中国/图

战略协同。

值得一提的是，由于交易标的资产的审计、评估工作尚未完成，本次标的资产交易价格是否会与2021年出现溢价尚无定数。并且，三友医疗在此次收购中也并未安排业绩承诺、对赌及回购事项。

根据弗若斯特沙利文发布的数据，全球超声刀市场(以出厂价计算)规模已由2016年的23.2亿美元增长至2020年的28.7亿美元，并预计于2025年达到46.3亿美元。

而根据派尔特医疗招股书，我国超声刀市场(以出厂价计算)由2016年的10.2亿元增长至2020年的20.1亿元，并预计于2025年达到61.1亿元。其中，国产品牌市场增速明显，2016年—2020年的年复合增长率高达102.1%。虽然我国超声刀行业市场规模快速扩张，但因行业门槛相对较高，现阶段国内超声刀市场仍由国外企业占据主要地位。

据了解，目前在超声刀市场，强生、美敦力、奥林巴斯等跨国企业占主导地位，其中，强生在超声刀市场一家独大，在主要市场占比均在90%以上，在国内市场占比超过60%。国内超声刀市场第二梯队为国产头部企业，包括安和加利尔、瑞奇医疗、逸思医疗、武汉半边天等。

业绩大幅下滑

事实上，国内超声刀集采的步伐也渐行渐近。

2023年3月起，脊柱高值耗材集中带量采购在全国各省份逐步落地实施，各大国产骨科龙头均遭重创。

财务数据显示，2023年，三友医疗营业收入、归属净利润双双出现下滑。报告期内，公司实现的营业收入约为4.6亿元，同比下降29.08%；对应实现的归属净利润约为9558.29万元，同比下降49.91%。

2024年，三友医疗更是交出了上市以来最差的一季度报告。报告期内，公司实现营业收入8642.93万元，同比下降46.26%；净利润则直接亏损为-209.58万元，同比下降106.05%。

对于业绩下滑的原因，三友医疗在一季报中表示，主要原因系自2023年3月份开始，脊柱高值耗材带量采购在全国各省市逐步落地实施。报告期内脊柱带量采购已在全国范围内落地执行，集采后脊柱产品终端价格大幅下降，公司业绩受到较大的影响，但报告期内公司整体发货数量持续大幅增加。

在骨科集采持续深入的大环境下，三友医疗选择收购水木天蓬也被业内看做是应对集采降价的措施。

事实上，国内超声刀集采的步伐也渐行渐近。

2024年2月，天津市医疗保障局发布《关于落实京津冀“3+N”医药采购联盟电生理类、超声刀头类、腔镜切割吻合器类医用耗材带量联动采购和使用工作的通知》。

三友医疗也在2024年5月5日发布的投资者关系活动记录表中表示，水木天蓬的超声止血刀部分产品以高位价格联动进入京津冀“3+N”医药集采联盟采购，开启了超声止血刀产品的入院工作。

同时，三友医疗表示，水木天蓬国际市场表现良好，超声骨刀产品凭借更安全、更高效的技术优势，获得国际高端骨科市场的医生及经销商的一致认可，在临床实际使用方面的表现超过国际同行。在欧洲、美国及拉美等国际市场的销售取得突破性进展，在法国、希腊、意大利、瑞士和美国等地都实现了临床销售。

“并表子公司Implanet与水木天蓬的深度协作，将有利于三友医疗进一步拓展欧美高端骨科市场。”三友医疗方面说。

据了解，Implanet是法国骨科上市公司，2023年12月，三友医疗开始对其进行收购；2024年1月，公司通过全资子公司三友(香港)国际医疗控股有限公司完成对Implanet的股份认购。认购完成后，公司持有Implanet的持股比例从41.03%增加到74.56%，自此Implanet成为公司的控股子公司。

据三友医疗规划，Implanet作为其在国际高端骨科市场拥有一个具有独立研发能力、完备质量体系及公司建制的实体控股公司，三友医疗将基于Implanet创立新的国际产品品牌。目前，公司主要产品正在以Implanet为主体进行欧盟MDR及美国FDA认证工作。

值得注意的是，Implanet目前仍处于亏损状态，公司预计完成收购后将进一步对三友医疗2024年的业绩产生不利影响，三友医疗也预计将新增商誉约2500万元—4500万元。

三友医疗方面在公告中提示，若Implanet未来业绩状况未达预期，可能出现商誉减值风险，商誉减值将直接增加资产减值损失并计入当期损益，进而对公司当期净利润产生不利影响。

股价暴涨后 羚锐制药再遭股东“清仓式”减持

本报记者 陈婷 曹学平 深圳报道

从披露减持计划到所有股份减持完毕，羚锐制药(600285.SH)大股东仅用了不到一周时间。

公告显示，截至2024年5月14日，信阳新锐投资发展有限公司(以下简称“新锐投资”)累计减持羚锐制药股份1086.75万股，占公司总股本比例为1.92%。减持完成后，新锐投资不再对羚锐制药持股。5月8日，羚锐制药披露了新锐投资的减持计划，并称其是出于自身资金需求。减持前，新锐投资是羚锐制药第三大股东，由公司实际控制人熊伟控制。

无独有偶，去年11月，羚锐制药前十大股东之一的新县鑫源贸易有限公司(以下简称“鑫源贸易”)历时半年完成所持全部股份的减持，鑫源贸易也是熊伟控制的企业，其减持是因自身业务发展规划需要。

除了公司股东，羚锐制药董事、监事也在今年3月披露了减持股份计划，且所涉管理层人员近三年来持续减持。

羚锐制药接连遭到减持的背后，其股价在近三年不断上涨。Choice数据显示，截至2024年5月16日收盘，公司股价自2021年5月17日以来累计涨幅为192.07%。2024年5月7日，羚锐制药盘中股价达26.89元/股，为当前历史最高点。

一边是股价持续走高，另一边是股东、高管频繁减持，这引起投资者对羚锐制药成长性不足的质疑。对于公司的经营发展规划，《中国经济报》记者致电致函羚锐制药方面，公司证券部相关工作人员称已向领导转达采访需求。但截至发稿，记者未获得回应。

实控人两次减持

随着羚锐制药股价暴涨，股东们的减持价格也不断升高。

公告显示，新锐投资在2024年5月13日—14日通过大宗交易方式减持，减持价格为24.57元/股，总金额约2.67亿元；鑫源贸易在2023年5月5日—11月21日以集中竞价、大宗交易方式减持约753.83万股，价格为15.76元—17.59元/股，总金额约1.25亿元。同为熊伟的一致行动人，其父亲熊维政(羚锐制药创始人)在2021年8月5日—11月17日集中竞价交易245.5万股，价格为11元—12.3元/股，套现总金额约2820万元。

截至目前，熊伟控制的河南羚锐集团有限公司(以下简称“羚锐集团”)对羚锐制药持股

销售费用占比超过45%

2024年一季度显示，羚锐制药营收同比增长15.27%至约9.1亿元，净利润同比增长31.98%至约1.9亿元。与此同时，公司销售费用同比增长10.1%至约4.14亿元，这一规模已超过近五年的每个季度，占当期营收比重达45.5%。

事实上，从2018年开始，羚锐制药的年度销售费用始终保持在10亿元以上，且逐年递增，2023年，这一支出达到约15亿元，是当期营业成本的约1.7倍。2018年，公司销售费用占营收比例为51.46%，此后逐年下降，但直至2023年仍维持45%以上。2018年—2023年，公司销售费用增速分别为19.06%、3.82%、7.72%、10.09%、10.97%、4.18%。

记者查阅年报获悉，2018年，羚锐制药组建了河南羚锐医药有限公司(以下简称“羚锐医

药”)，作为公司及子公司产品销售平台。羚锐制药在2023年年报中表示，公司以羚锐医药为营销平台，采用经分销和直销两种模式进行产品销售，借助经销商、零售药店及电商平台，实现药品的推广。

近年来，羚锐制药在年报中对比同行业公司(包括济川药业、奇正藏药、佐力药业等)销售费用率(销售费用占营业收入比例)时始终表示，公司的费用率在行业中处于合理水平/平均水平。公司在2023年年报中称，未来将继续深化营销管理，进一步优化销售渠道和费效比，提高公司的盈利能力。

分具体构成来看，“产品销售费用”是羚锐制药销售费用占比最高的一笔支出，常年占比达50%以上，2022年达到59.71%，金

通脑胶囊、参芪降糖胶囊；舒腹贴膏、小儿氨酚黄那敏颗粒；咳宁胶囊、小柴胡片；芬太尼透皮贴剂(麻醉类产品)。

熊伟“掌舵”这些年，羚锐制药完成了营销平台整合，并组建大药房连锁公司，逐步形成药品制造、商业流通产业链发展格局，公司营收规模不断攀升。

年报显示，2019年—2023年，羚锐制药营收分别约21.57亿元、23.32亿元、26.94亿元、30.02亿元、33.11亿元，虽然增速在2021年回升至15.52%后逐步降至2023年的10.31%，但还是保持了两位数增长。净利润方面，从2019年的2.94亿元逐年增至2023年的5.68亿元，其间也维持两位数的

增长。与此同时，公司核心产品销售有所突破。羚锐制药在年报中披露称，骨科领域，通络祛痛膏为公司独家产品；壮骨麝香止痛膏、舒腹贴膏等健康消费品在同类产品中销量处于领先地位；心脑血管产品培元通脑胶囊为独家产品。

米内数据显示，2023年上半年，羚锐制药的通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、舒腹贴膏、麝香壮骨膏、舒腹贴膏、伤湿止痛膏等5款产品，入选中国城市实体店终端中成药贴膏剂TOP20品牌。2023年年报显示，公司通络祛痛膏年销售收入超10亿元，“两只老虎”系列年销量超10亿贴。

值得注意的是，羚锐制药对于“产品销售费用”的性质和用途并没有给出具体说明，该公司销售费用的其他构成还包括广告宣传费、推广会费、工资福利及统筹等。对照其他同类企业的信息披露，有业内人士猜测，羚锐制药的“产品销售费用”或为被大众广泛认识的“学术推广费”。对此，记者向羚锐制药方面求证，但没有得到回应。

在如此大手笔的销售投入之下，羚锐制药近年的毛利率却在波动下滑。Wind数据显示，2019年，公司销售毛利率为77.29%，此后逐年下降至2022年的72.28%，2023年略有回升，至73.29%。不过，羚锐制药在今年一季度销售商品、提供劳务收到的现金同比

下降8.85%至7.62亿元，经营活动产生的现金流净额同比下降44.91%，主要是收到的现金回款减少，承兑回款增加所致。2023年，公司经营活动产生的现金流净额同比下降2.57%，约为8.13亿元。

对比高企的销售费用，羚锐制药的研发投入可谓“微不足道”。2019年—2023年，公司研发投入占营收比例始终没能超过4%；2022年，羚锐制药增加研发投入，当期研发费用同比增长45.08%至1.25亿元，已是近五年来的最高水平。2023年，公司研发费用占比同比下降12.32%，今年一季度产生研发费用约2039万元，同比下降3.83%，占当期营收的2.24%。

值得注意的是，羚锐制药的资产负债率在2021年出现大幅增长，并在此后逐年升高。Wind数

据显示，公司资产负债率在2020年的32.84%增至2021年的39.72%，2023年为41.35%，截至2024年一季度末为40.95%。

记者注意到，在羚锐制药的负债中，公司的其他应付款从2020年的约6.6亿元大幅增至2021年的9.1亿元，并在2022年及2023年突破10亿元，2023年达到12.78亿元。

根据年报披露，2022年年末及2023年年末，羚锐制药列示的其他应付款中包含一项“计提产品销售费用”，期末余额分别为7.42亿元、9.23亿元，是公司其他应付款的主要构成。记者查阅往年年报发现，公司其他应付款中的“计提产品销售费用”此前被公司披露为“预提费用”，其在2019年年末的余额为3.08亿元，此后逐年增长。