

## 阿莱技术公司：高景气赛道下的隐形矫治龙头

被称为“中国隐适美”的时代天使 IPO 揭开了隐形正畸行业的神秘面纱，而全球范围内，隐适美母公司阿莱技术是该领域当之无愧的龙头企业，2020 年全年股价累计涨幅高达 91.5%，过去 20 年间股价涨幅更是高达 30 倍。

今年年初受疫情影响，非必需消费收紧，公司业务量极剧下滑。随后，依靠庞大的医生网络和数字化转型，阿莱技术公司迅速回归常态，消费者可支配收入的增加释放了被压抑的需求，市场普遍预计未来 12 个月营收将创下纪录。

### | 投资要点

#### ➤ 面向医生的“to doctors”商业模式

近年来，人们对口腔健康和牙齿美观的关注度不断提升，尤其是老龄化加深的发达国家，各类牙科医用材料的市场需求快速上升，隐适美还是凭借成功的营销策略成为过去十年隐形正畸市场的绝对龙头。

值得注意的是，隐适美不直接接触 C 端，而是通过向牙医提供牙套的形式切入 C 端市场，同时，面向牙医开展培训。数量庞大的认证医生是商业模式的核心环节。

#### ➤ 坚持国际化和用户年轻化增长策略

1) 公司增长主要依赖国际扩张。2017 年之后，全球第二大市场的中国隐形矫治市场逐渐发力，中国的隐形矫治市场在整个

### 一周个股分析

ALGN

#### 阿莱技术公司

市值	483 亿美元
流通市值	445 亿美元
市盈率 TTM	107.10
市净率	14.26
ROE	77.55%
ROA	48.45%
52 周最高	647.20
52 周最低	241.573

### 近期股价走势



### 往期回顾

- 《网易：游戏核心稳健，有道增长迅速，云音乐提升估值》

20200601

正畸市场中的市场份额从 2015 年的 6.9% 增到 2020 年的 19.0%，预计到 2030 年将达到 40.3%；2) 阿莱技术公司近年来的另一个增长策略是扩大未成年人对隐适美的使用量。

### ➤ 护城河稳固，专利过期或成痛点

由于其行业需求持续增长，且对于传统托槽牙套具有明显的替代性竞争，且行业地位稳固。2017 年之后，隐适美专利不断到期的弱点逐渐暴露，市场价格亦没有竞争力，市场份额被国内外同行不断蚕食。

不过，凭借先发优势以及庞大的医生网络，隐适美拥有了强大的护城河。此外，就竞争战略而言，阿莱技术公司专注于高端市场，这保护了它免受低端直接面向消费者的竞争。总之，技术优势以及差异化竞争起到了极大的缓冲作用。

### ➤ 风险提示

- 同行展开低价竞争的风险；
- 专利过期的风险；
- 国际化扩张过程中的汇率风险。

## 一、“to doctors” 商业模式

阿莱技术公司成立于 1997 年，是美国一家牙科医疗设备公司，其产品主要包括隐形矫治器（隐适美）和 iTero 口腔扫描仪，市场份额位居行业第一。除了销售医疗器械之外，公司还提供涵盖整个矫正过程的服务，并为牙科从业人员提供培训。由于隐适美医生必须由阿莱技术进行培训和认证，这就保证了公司对整个治疗过程的控制，最终公司、医生、患者形成一个生态体系，从而实现利润最大化。

隐适美是公司旗下最知名、最成功的隐形正畸品牌，于 1998 年在美获批上市，2011 年正式进入中国。其实在 2011 年的中国，隐形正畸赛道已有时代天使、上海正雅等颇具实力的品

牌。不过，隐适美还是凭借成功的营销策略成为过去十年隐形正畸市场的绝对龙头。迄今为止，全球有超过 960 万人接受了隐适美系统的治疗。

图 1：隐适美产品



数据来源：公司官网，老虎证券

由于隐适美的成功，过去五年间阿莱技术公司年均复合收入增长率高达 24%，2020 年达到了 25 亿美元。截至 2020 年 12 月 31 日，隐适美收入约占总收入的 85%，而口腔扫描仪收入占总收入的 15%。

隐形正畸并不是一个新产物，它最早可以追溯到由阿莱技术公司推出的第一款隐适美 Invisalign 无托槽矫治器。近年来，人们对口腔健康和牙齿美观的关注度不断提升，尤其是老龄化加深的发达国家，各类牙科医用材料的市场需求快速上升，管理层预计的潜在市场人群已经从之前的 3 亿人增长到现在的 5 亿人。青少年牙齿矫正市场也正在快速增长，阿莱技术公司在 2020 年已经治疗了 200 万名青少年患者。

更重要的是，公司由此积累了超过 900 万个病例数据，这对后续产品的研发和确立市场领先

地位非常重要。值得注意的是，隐适美不直接触达 C 端，而是通过向牙医提供牙套的形式切入 C 端市场，同时，面向牙医开展培训。数量庞大的认证医生作为和患者交流的第一窗口，可以推荐隐形正畸治疗方案，构成了企业的关键壁垒之一。

资金也认可了行业增长机会，并追逐行业贝塔收益，目前阿来技术的估值约为 480 亿美元，在过去 20 年里增长了近 30 倍。仅去年一年，公司的股价就翻了一番，因为疫情使其数字牙科平台的效益更加明显。

图 2：隐适美牙齿矫正流程



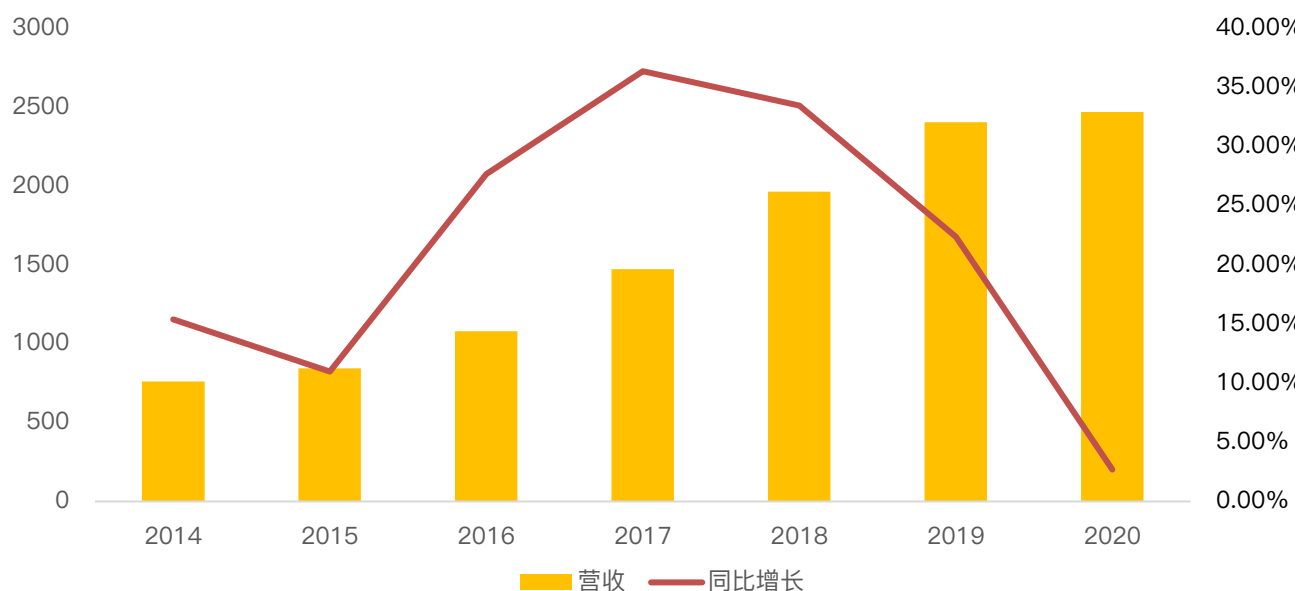
数据来源：公司官网，老虎证券

## 二、坚持国际化和用户年轻化增长策略

2020 年，公司总收入达到创纪录的 25 亿美元，同比增长 2.7%，由于消费者在疫情期间对自我形象改善的需求增加，阿莱技术公司 Invisalign 牙齿矫直器收入飙升，从而推动阿莱

技术 2020 财年第四季度营收同比大增 27.7%至 8.3 亿美元，隐形矫正器和 iTero 扫描仪的收入和销量均创下历史新高。

图 3：营收及同比增长



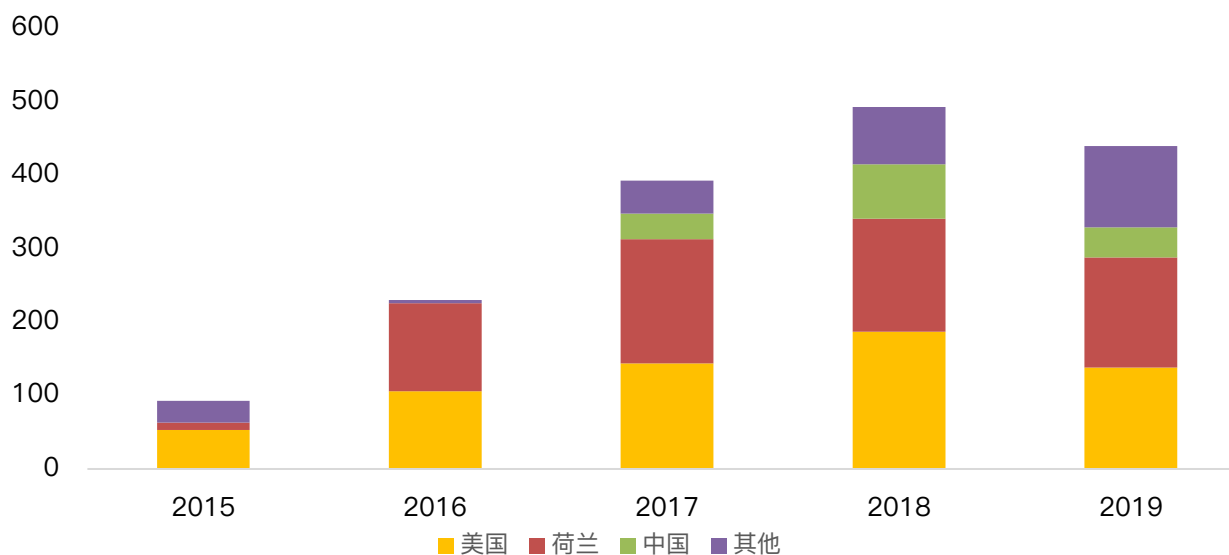
数据来源：Bloomberg，老虎证券

阿莱技术的强劲业绩表明，美国的牙科业务正在持续复苏。2020 年，阿来技术经历了低谷到重生，坚持了两大增长策略。

1) 公司增长主要依赖国际扩张。 2015 年之前，美国市场是主要增长动力，2016 年开始荷兰的绝对量超过美国，2017 年开始中国和其他市场开始发力。

根据灼识咨询报告，作为全球第二大市场的中国整体隐形矫治市场，其零售销售收入预期将由 2020 年的 15 亿美元增至 2030 年的 119 亿美元，复合年增长率为 23.1%。此外，以零售销售收入计，中国的隐形矫治市场在整个正畸市场中的市场份额从 2015 年的 6.9% 增到 2020 年的 19.0%，预计到 2030 年将达到 40.3%。

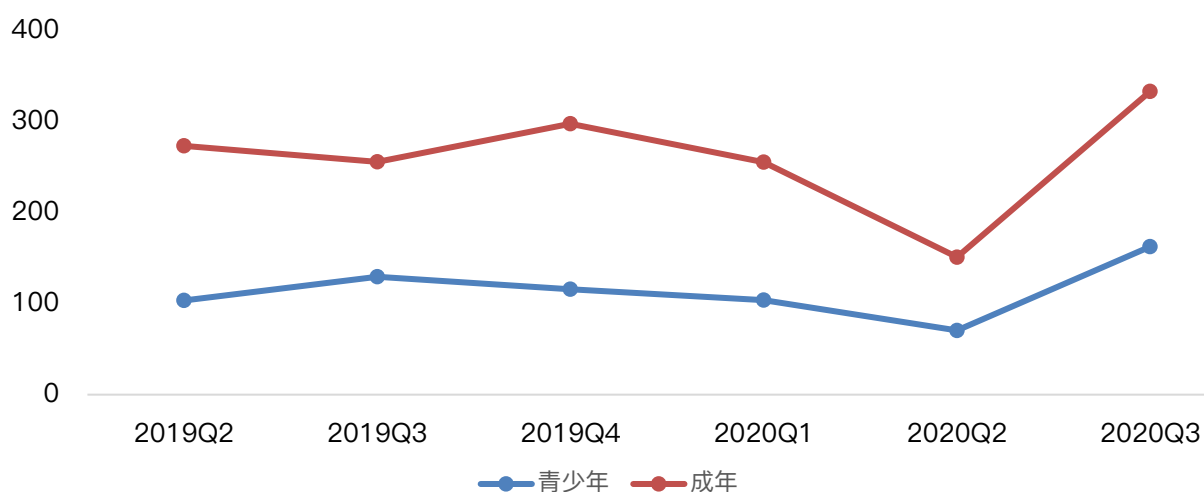
图 4: 各地区收入分布



数据来源: 公司文件, 老虎证券

2) 阿莱技术公司近年来的另一个增长策略是扩大未成年人对隐适美的使用量。牙齿矫正一般来说越早做越好, 未成年人牙齿变漂亮也会在随后的求学求职生涯中获得更多好感。2016年一季度, 未成年人的隐适美病例数为 3.7 万, 成人的隐适美病例数则为 12.7 万, 两者大致为 1: 3.4。到 2020 年三季度, 未成年人的隐适美病例数为 16.3 万, 成年人为 33.3 万, 两者之比大致为 1: 2。可以看到, 未成年人的隐适美病例数增长更快。

图 5: 青少年和成年用户变化



数据来源: 公司招股书, 老虎证券

财务数据来看, 营销和研发支出高企是一大亮点。为了继续投资开发和改进其产品, 公司去年投入 1.75 亿美元用于研发, 约占净收入的 7%, 这一水平与过去四年的平均水平基本一致。

阿来技术还在营销上投入巨资。营销支出主要用于广告、贸易展览和其他行业活动。在过去几年里, 公司不断在电视、社交媒体和平面媒体上投放广告, 以及与专业运动队和其他有影响力的人合作来推广品牌。

尽管这种研发和营销支出伴随着风险, 并不总能保证得到回报。然而, 一个处于快速增长领域的医疗技术企业确实需要在研发上投入资金以保持领先地位, 而牙科产品一般不会通过口碑来销售, 所以广告对于建立品牌认知度很重要。

### 三、专利过期将是最大痛点

隐形正畸市场是一个快速发展的朝阳行业。由于价格相对高昂 (传统正畸的 2-3 倍), 对于包括中国在内的众多新兴市场, 无托槽隐形矫正技术的普及程度是在近几年居民消费能力大



幅提高的情况下才开始迅速发展的。

由于其行业需求持续增长,且对于传统托槽牙套具有明显的替代性竞争,而其行业地位稳固,作为隐形矫正技术的开拓者,隐适美在全球无托槽隐形牙套市场中占据 90%的市场份额。

行业高景气和高利润也加剧了竞争,而专利不会永远持续下去,因此阿来技术正面临一系列公司日益激烈的竞争,这些公司既有医疗领域的老牌企业,也有通过远程牙科模式绕过从业人员、直接面向消费者的企业。

图 6: 美国市场隐形矫治主要竞争对手

## The Market is Evolving Rapidly



数据来源: 公司官网, 老虎证券

阿莱技术公司最大的竞争对手是 SmileDirect Club。SDC 属于当下流行的远程医疗公司,完全绕开了爱齐科技构建的护城河。过去两年, SDC 的增速分别高达 190.0%、77.3%, 远超阿莱技术公司的 33.5%、22.4%的增速。

SDC 成立于 2014 年,策略是直接把隐形牙套卖给给患者。患者可以到公司线下直营的 Smile Shop, 由 SDC 的员工进行口内扫描获得牙齿图像, 或者线上预约并自己制作牙齿的印模然



后寄回给 SDC。

然而,专利陆续过期才是隐适美最大的痛点。由于隐适美牙套使用一种高弹性塑料制作而成,作为该种材料和相应技术的发明者,公司享有这种塑料成分的专利,专利技术中的核心部分于 2017 年到期。2017 年之后,隐适美专利不断到期的弱点逐渐暴露,市场价格亦没有竞争力,市场份额被国内外同行不断蚕食。公司在 2019 年的财报中就曾提与 3Shape 之间的专利纷争。按照 19 财报的最新自述,Align Technology 目前拥有 489 项美国现行专利,462 项外国现行专利和 559 项正在申请的全球专利;2020 年,隐适美又有一些美国现行专利过期。

失去专利的结果,就是失去了定价权。从最初聚焦性价比、下沉市场到如今激战中高端市场,正雅、时代天使及隐适美频繁调整产品布局和定价策略,时代天使的上市势必会推动整个行业的发展,当然,“内卷”也会更严重,我们认为,拥有高利润率的三家企业之间将继续大打价格战。

不过,凭借先发优势以及庞大的医生网络,隐适美拥有了强大的护城河。此外,就竞争战略而言,阿莱技术公司专注于高端市场,这保护了它免受低端直接面向消费者的竞争。总之,技术优势以及差异化竞争起到了极大的缓冲作用。

#### 四、小结

近阿莱技术公司继续受益于国际化的扩张战略,即便面临 SDC、时代天使等同行更加激烈的竞争,公司依然可以利用先发优势和庞大的销售网络加深护城河,保持 25%左右的年均复合增长速度,奠定其在高景气的赛道中确定性较高的行业龙头地位。

## 风险提示

- 同行展开低价竞争的风险；
- 专利过期的风险；
- 国际化扩张过程中的汇率风险。

## 重要声明

### 免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

### 其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：  
[newsletter@itiger.com](mailto:newsletter@itiger.com)。