

# 时代天使 (06699.HK)

买入 (首次评级)

## 国内隐形正畸龙头，海外市场加速突破

当前价格：67.40 港元

### 投资要点：

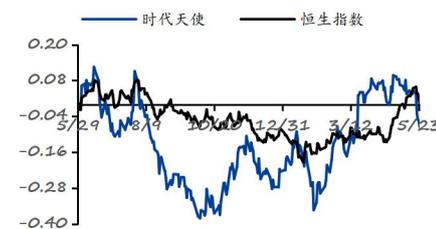
### 基本数据

我们认为公司基本面正在发生非常积极的变化，公司产品力在海外医生中的认可度、公司海外市场营销策略的有效性均已逐步得到验证。海外市场成为公司第二成长曲线的预期正快速兑现落地，业绩也将有望随着海外市场的放量实现高弹性增长。

总股本/流通股本(百万股)	169.22/169.22
流通市值(百万港元)	11,405.49
每股净资产(港元)	21.81
资产负债率(%)	28.36
一年内最高/最低价(港元)	85.00/43.70

国内市场渗透率提升空间巨大，基层市场快速释放增长潜力。

### 一年内股价相对走势



对比美国，国内隐形正畸治疗渗透率仍处于较低水平，2020年仅有美国渗透率的1/20，行业成长空间巨大。分区域来看，基层市场（三线及以下城市）渗透率更低，而近年来随着产品可及性提升、基层市场经济水平发展等多重因素推动下，基层市场需求逐渐释放，通过打造差异化的产品矩阵，均衡的销售网络渠道，更深入的医学支持及市场服务，公司正加速渗透至基层市场。随着国内基层市场的市场潜力持续释放，公司在基层市场布局所带来的渠道、品牌、产品力优势将持续兑现，驱动公司国内业务持续稳健增长。

### 团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn  
联系人：何展聪(S0210123040010)  
hzc30081@hfzq.com.cn

海外市场星辰大海，强大产品力助力公司乘风破浪。

### 相关报告

从占比来看，2022年国内隐形正畸案例数占全球案例数的比例仅约为11%，海外市场空间广阔。自2022年公司正式启动国际化业务的筹备以来，公司不断加速突破海外市场，2023年进入全球化组织+本地化运营阶段，2023年海外收入占比和案例数占比已分别达到10%和13%。目前，公司已经在欧洲、澳新、北美等市场搭建了具有丰富正畸市场经验的本地业务团队，并上市了符合本地需求的创新产品，并通过收购Aditek切入巴西市场，公司强大的产品力获得了国际专业正畸关键意见领袖(KOL)的认可，为公司品牌形成强力背书，帮助公司加速扩张海外市场。

### 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入分别为18.1/21.4/25亿元，同比增长22.6%/18.2%/16.7%，归母净利润分别为0.77/1.54/2.46亿元，分别同比增长44.7%/99%/59.5%，对应当前PS分别为6/5/4倍，PE分别为134/67/42倍。我们选取同样具有消费医疗属性的产品公司爱博医疗、欧普康视、爱美容、明月镜片、隐适美(阿莱技术)作为可比公司，考虑到公司因海外业务扩张导致费用投放较大，采用PS估值进行对比，时代天使估值低于可比公司平均水平。公司作为国内领先的隐形正畸龙头企业，品牌和产品力强大，国内市场发力基层区域，海外市场加速突破，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期风险、海外市场监管风险、竞争加剧风险

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	1,270	1,476	1,809	2,139	2,496
增长率	0%	16%	23%	18%	17%
归母净利润(百万元)	214	53	77	154	246
增长率	-25%	-75%	45%	99%	60%
EPS(元/股)	1.26	0.32	0.46	0.91	1.45
市盈率(P/E)	48.6	194.2	134.2	67.5	42.3
市净率(P/B)	2.9	3.1	3.2	3.2	3.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

币种：人民币



## 正文目录

1 时代天使：国内隐形正畸龙头，深耕行业二十余载.....	3
1.1 国内隐形正畸龙头企业.....	3
1.2 业绩增长稳健，海外市场收入占比快速提升.....	4
1.3 毛利率有所波动但维持高位，净利率受业务拓展影响有所下滑.....	6
2 国内隐形正畸行业：治疗渗透率低，行业空间广阔.....	7
2.1 国内隐形正畸治疗渗透率远低于美国，行业成长空间广阔.....	7
2.2 竞争格局：双寡头垄断，公司连续三年行业第一.....	10
2.3 基层市场增长潜力巨大，公司加速布局，助力国内业务维持稳健增长.....	10
3 海外市场：星辰大海，强大产品力助力公司乘风破浪.....	11
4 盈利预测与投资建议.....	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 投资建议.....	14
5 风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：时代天使股权结构图（截止 2023 年 12 月 31 日）.....	3
图表 2：松柏投资业务范围.....	4
图表 3：2018-2023 年公司收入情况.....	4
图表 4：2018-2023 年公司达成案例数情况.....	4
图表 5：2018-2023 年公司归母净利润情况.....	5
图表 6：2018-2023 年公司经调整净利润情况.....	5
图表 7：2018-2023 年隐形矫治解决方案收入情况.....	5
图表 8：2018-2023 年公司国内隐形正畸案例数情况.....	5
图表 9：2023 年公司国内和海外收入占比情况.....	6
图表 10：2023 年公司国内和海外案例数占比情况.....	6
图表 11：2018-2023 年公司整体毛利率情况.....	6
图表 12：2018-2023 年公司不同业务毛利率情况.....	6
图表 13：2018-2023 年公司整体费用率情况.....	7
图表 14：2018-2023 年公司净利率和经调整净利率.....	7
图表 15：剔除海外业务亏损后公司整体净利率和经调整净利率情况.....	7
图表 16：2015-2030 年国内正畸行业规模.....	8
图表 17：主要正畸矫治器的对比.....	8
图表 18：2015-2022 年国内隐形正畸案例数.....	9
图表 19：2015-2022 年国内隐形正畸行业规模.....	9
图表 20：国内与美国隐形正畸治疗渗透率比较.....	9
图表 21：2022-2030 年国内隐形正畸案例数.....	10
图表 22：2022-2030 年国内隐形正畸行业规模.....	10
图表 23：2020-2022 年国内隐形正畸行业竞争格局.....	10
图表 24：2021、2022 年国内不同等级城市隐形正畸案例数变化情况.....	11
图表 25：2015-2030 年全球隐形正畸行业规模.....	11
图表 26：2022-2030 年全球隐形正畸案例数.....	11
图表 27：2018-2023 年公司研发费用率.....	12
图表 28：公司不同海外市场经营策略.....	12
图表 29：隐适美与公司业务体量比较.....	13
图表 30：公司业绩拆分预测表.....	14
图表 31：可比公司估值表.....	14
图表 32：财务预测摘要.....	16



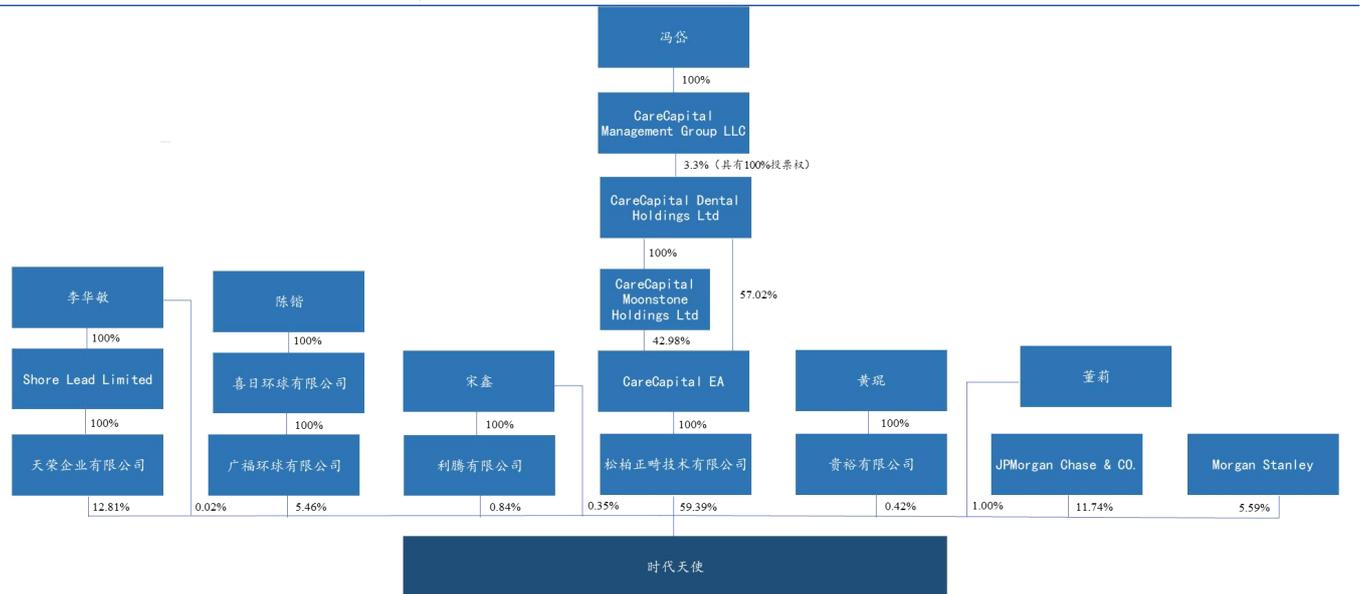
## 1 时代天使：国内隐形正畸龙头，深耕行业二十余载

### 1.1 国内隐形正畸龙头企业

国内领先的口腔隐形正畸技术、隐形矫治器生产及销售的服务提供商。时代天使成立于2003年，成立以来公司长期与全国各大口腔专业院校长期开展学术科研合作，并建立了庞大、多样的国内牙齿矫治病例数据库，在隐形矫治器的研发、应用方面已申请过百项专利技术，在临床口腔医学、生物力学、计算机科学、材料学和智能制造五大学科上取得了革命性的创新技术以达成案例数计算，2021-2023年时代天使在中国的隐形矫治解决方案市场份额连续位居第一。

松柏投资为控股股东，核心人员通过持股与公司利益绑定。从股权结构来看，公司控股股东为松柏正畸技术有限公司，其直接持有公司59.39%股权，松柏正畸由松柏投资（CareCapital）全资拥有，公司总经理冯岱被视为于松柏投资持有的全部股权中拥有权益。公司首席执行官李华敏通过天荣企业有限公司及自身合计持有12.83%股权，首席运营官宋鑫通过利腾有限公司及自身合计持有1.19%股权，首席财务官董莉直接持有公司1.00%股权。

图表 1：时代天使股权结构图（截止 2023 年 12 月 31 日）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

松柏投资深耕全球口腔产业链，充分赋能公司国内外业务扩张。松柏资本是全球牙科领域广泛布局的产业建设者，也是规模领先的口腔产业集团之一，旗下控股经营和战略投资的牙科企业近50家，覆盖亚洲、北美、欧洲等全球重要区域。松柏资本在口腔产业链上下游均有业务布局，业务领域包括教育培训、正畸、种植、影像、数字化设备、生物再生材料、修复材料、诊所管理软件、分销服务、医疗服务、口腔预防护理等，能与公司现有业务产生良好的协同效应，一方面帮助公司持续深耕国内市场，另一方面能够利用自身在全球市场的品牌和影响力帮助公司更好开拓

海外市场。

图表 2：松柏投资业务范围



数据来源：公司官网，华福证券研究所

1.2 业绩增长稳健，海外市场收入占比快速提升

收入端整体实现快速增长，利润端受海外市场拓展影响有所波动。2018 年以来公司在收入端整体实现了快速增长，从 2018 到 2023 年，公司收入从 4.9 亿元增至 14.8 亿元，CAGR 为 24.8%；达成案例数从 7.8 万例增至 24.5 万例，CAGR 为 25.8%。除了 2022 年因疫情导致增长阶段放缓，其余年份均维持了稳健的增速。利润端从 2018 到 2021 年整体实现了高速增长，归母净利润 18-21CAGR 为 68.3%，经调整净利润 18-21CAGR 为 55.6%，而 2022 年后净利润出现下滑，我们认为核心原因为国际业务前期投入对利润端造成较大影响。

图表 3：2018-2023 年公司收入情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 4：2018-2023 年公司达成案例数情况



数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

图表 5: 2018-2023 年公司归母净利润情况



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 6: 2018-2023 年公司经调整净利润情况



数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华福证券研究所

隐形矫治方案业务为主要收入来源, 收入和案例数保持较快增速。分业务类型来看, 公司最主要的收入来源为隐形矫治方案 (即隐形矫治器), 2023 年收入占比达 87%, 其次为海外产品销售 (10%)、口内扫描仪销售 (2%) 和其他业务 (1%)。从 2018 到 2023 年, 隐形矫治解决方案收入从 4.7 亿元增至 12.8 亿元, CAGR 为 22.5%, 隐形正畸案例数从 7.8 万例增至 21.2 万例 (不包括海外案例数), CAGR 为 22.2%, 收入和案例数均保持较快增速。

图表 7: 2018-2023 年隐形矫治解决方案收入情况



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 8: 2018-2023 年公司国内隐形正畸案例数情况

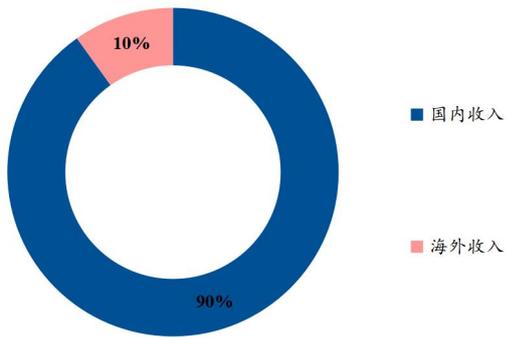


数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华福证券研究所

海外市场快速拓展, 收入和案例数占比均已达 10%。2022 年 10 月公司通过收购巴西当地的正畸品牌 Aditek, 正式发力海外市场, 到 2023 年, 公司海外收入占比已达 10%, 海外案例数占比已达 13%。

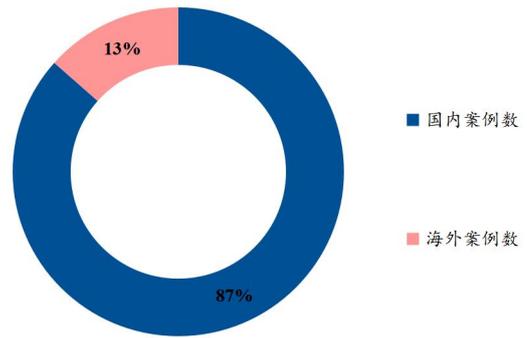


图表 9：2023 年公司国内和海外收入占比情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 10：2023 年公司国内和海外案例数占比情况

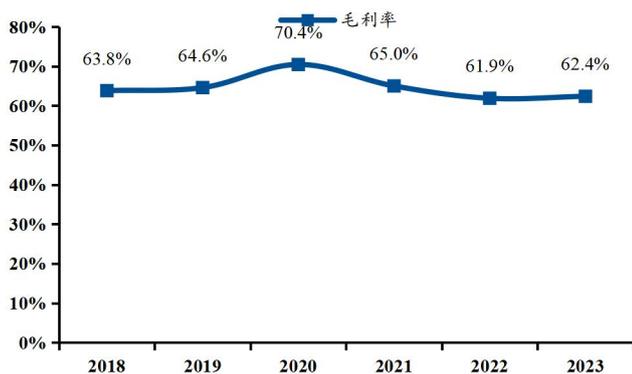


数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 1.3 毛利率有所波动但维持高位，净利率受业务拓展影响有所下滑

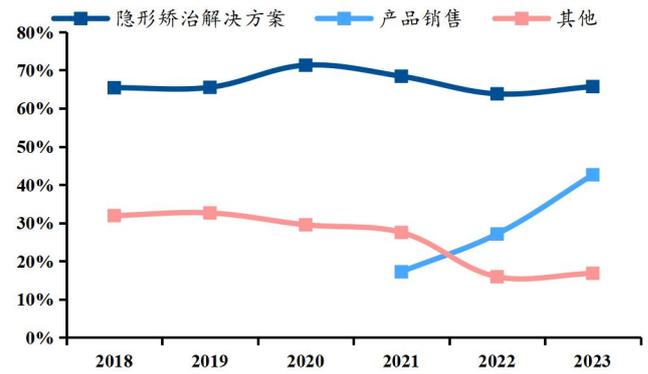
毛利率受业务结构变化和新产能投放影响有所波动，但整体维持较高水平。从 2018 年到 2023 年，公司整体毛利率均在 60% 以上，整体维持较高水平。2020 年以来整体毛利率有所下降，原因我们认为主要有几点：（1）由于产品结构变化（Comfos 等系列产品占比提升）导致的客单价下降，以及新产能投产（2022 起创美基地投产）导致的成本上升，隐形矫治解决方案毛利率有所下降；（2）2021 年之后开展的产品销售业务毛利率较低（2023 年产品销售毛利率大幅提升主要系海外销售产品的毛利率比原有的口内扫描仪毛利率高）；（3）其他业务受疫情影响毛利率有所波动。2023 年整体毛利率有所回升。

图表 11：2018-2023 年公司整体毛利率情况



数据来源：iFinD，公司招股说明书，华福证券研究所

图表 12：2018-2023 年公司不同业务毛利率情况

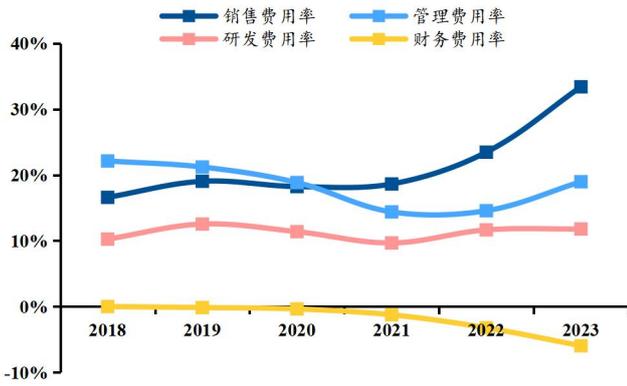


数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

净利率受业务拓展影响有所下降。从 2018 年到 2021 年，公司净利率和经调整净利率整体实现了快速的提升，2021 年公司净利率和经调整净利率分别高达 22.5% 和 27.3%，2021 年后公司净利率出现下滑，我们认为核心原因为国内新兴市场和海外市场的拓展导致销售费用率和管理费用率明显提升。从 2021 年到 2023 年，公司销售费用率从 18.6% 提升至 33.4%，管理费用率从 14.4% 提升至 19%。随着新拓展区

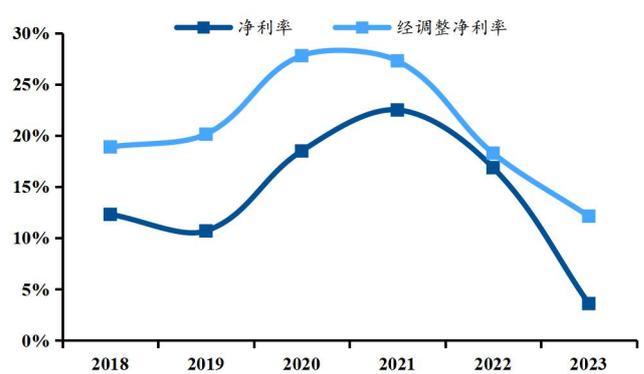
域业务逐步度过培育期，我们认为净利率有望实现明显反弹。

图表 13: 2018-2023 年公司整体费用率情况



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

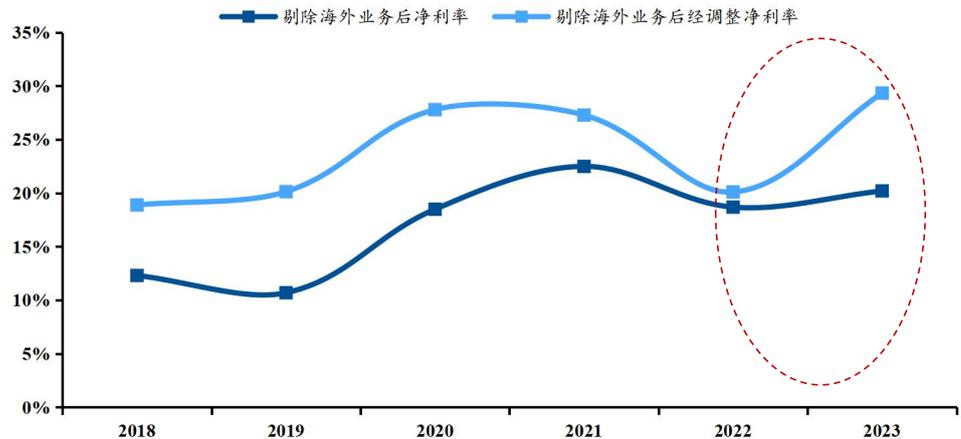
图表 14: 2018-2023 年公司净利率和经调整净利率



数据来源: iFinD, 公司招股说明书, 公司公告, 华福证券研究所

若剔除海外业务扩张导致的亏损，公司业务盈利能力整体维持平稳。2022-2023 年，公司海外业务分别亏损 0.23 亿元、2.16 亿元，若剔除海外业务的亏损，公司整体净利率和经调整净利率仍然维持在较高水平。

图表 15: 剔除海外业务亏损后公司整体净利率和经调整净利率情况



数据来源: 公司公告, 公司招股说明书, 华福证券研究所

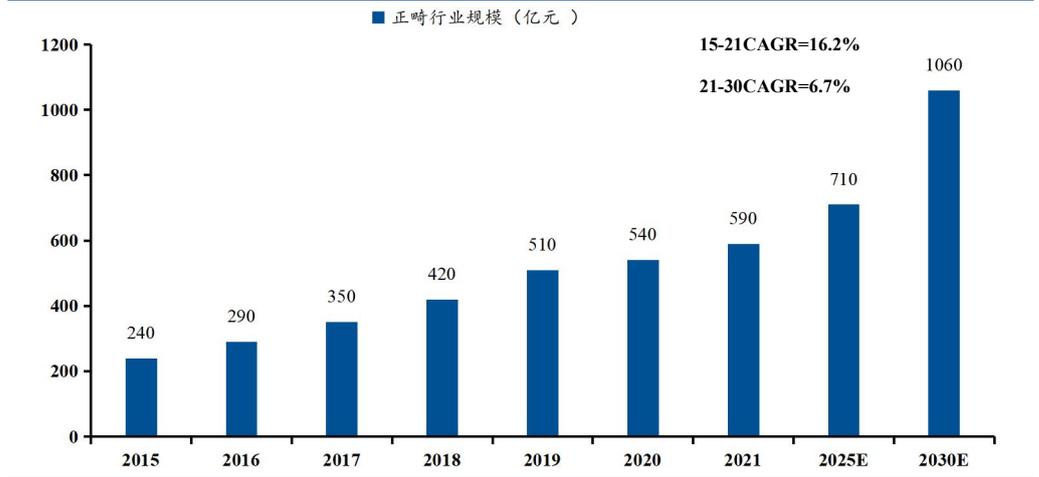
## 2 国内隐形正畸行业：治疗渗透率低，行业空间广阔

### 2.1 国内隐形正畸治疗渗透率远低于美国，行业成长空间广阔

预计 2030 年国内正畸行业规模约为 1060 亿元，21-30CAGR 为 6.7%。正畸是牙科下对错颌畸形进行诊断、预防及矫正的专科，国内错颌畸形整体患病率极高，2020 年国内整体错颌畸形患病率约为 74%（对应 10.4 亿人），其中复杂型错颌畸形患病率为 49%（同期美国为 23%）。受益于居民支付能力的提升和口腔健康意识的提升，过去国内正畸行业实现了快速的增长，2015-2021 年行业 CAGR 为 16.2%，随着行业规模增加，行业逐渐步入稳健成长期，根据灼识咨询，预计 2030 年国内正畸行业规模约为 1060 亿元，21-30CAGR 为 6.7%。



图表 16: 2015-2030 年国内正畸行业规模



数据来源: 灼识咨询, 《中国隐形正畸行业白皮书》, 华福证券研究所

隐形正畸为正畸治疗方法一种, 具有美观、便捷、舒适、卫生等优点。正畸治疗可分为传统正畸治疗和隐形正畸治疗两种, 传统正畸治疗一般采用金属牙套、舌侧矫治器、陶瓷牙套及其他可见矫治器, 隐形正畸治疗一般采用更为先进的, 定制生产的可摘隐形矫治器。相比于传统正畸治疗, 隐形正畸具有更美观、穿戴更舒适、更卫生、就诊次数更少、更便捷等优点。

图表 17: 主要正畸矫治器的对比

主要正畸矫治器的对比

在保证疗效的基础上, 无托槽隐形矫治器为患者提供了兼顾美观、便捷、舒适、卫生的更优选择

技术发展	固定托槽矫治器			无托槽隐形矫治器
	金属唇侧固定托槽矫治器	舌侧固定托槽矫治器	陶瓷唇侧固定矫治器	无托槽隐形矫治器
介绍	用粘剂将金属托槽粘附于牙冠表面, 弓丝通过托槽对牙齿以各种类型的矫治力	将个性化托槽与弓丝放置于牙齿舌侧面, 通过托槽与弓丝之间的相互作用力进行矫治	与金属固定矫治器原理相同, 但与牙齿颜色接近的陶瓷等材料制成	通过透明弹性材料施加矫治力于牙齿上, 将牙齿推向特定方向
美观度	美观度较差	美观度高	美观度较高	美观度高
舒适度	口内异物感较明显	口内异物感明显, 对咀嚼影响较大	口内异物感较明显	口内异物感小
卫生状况	不易清洁	不易清洁	不易清洁	清洁方便
治疗周期	每天24小时佩戴 治疗周期约2-3年	每天24小时佩戴 治疗周期约2-3年	每天24小时佩戴 治疗周期约2-3年	每天佩戴20小时以上 治疗周期约2-3年
复诊频率及时间	每4-8周 (自锁托槽间隔周期更长) 每次45-60分钟	每3-5周 每次~60分钟	每4-8周 (自锁托槽间隔周期更长) 每次45-60分钟	每8-12周 每次~15分钟
市场价格	人民币0.5-3万元	人民币3.5-6万元	人民币2-3.5万元	人民币1.2-5.5万元

○ 对用户/牙医更有益

数据来源: 《中国隐形正畸行业白皮书》, 华福证券研究所

国内隐形正畸行业过去实现了高速增长, 但相比美国, 国内隐形正畸渗透率仍处于较低水平, 未来成长空间可期。

从2015到2022年, 国内隐形正畸案例数从5万例增至44万例, CAGR高达36.4%,

隐形正畸行业规模从 17 亿元增至 120 亿元，CAGR 高达 32.2%。

图表 18: 2015-2022 年国内隐形正畸案例数



数据来源: 灼识咨询, 《中国隐形正畸行业白皮书》, 华福证券研究所

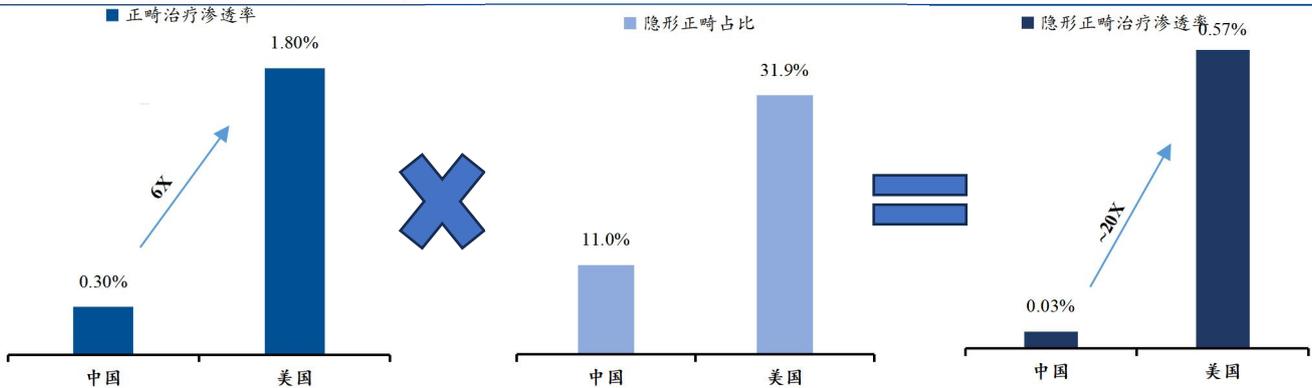
图表 19: 2015-2022 年国内隐形正畸行业规模



数据来源: 灼识咨询, 《中国隐形正畸行业白皮书》, 华福证券研究所

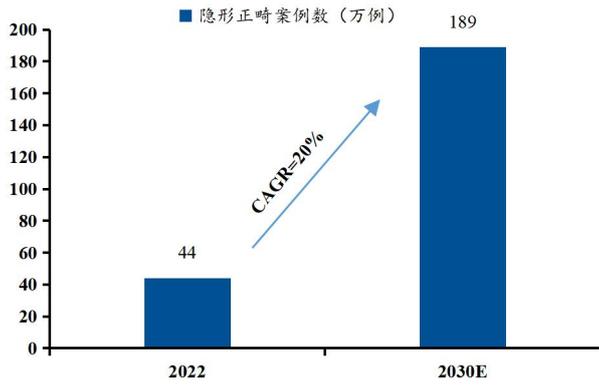
国内隐形正畸渗透率相比美国还有极大提升空间。根据公司招股说明书及我们测算, 2020 年国内接受隐形正畸治疗人数为 34 万人, 占当年国内错颌畸形病例总人数的比例仅有 **0.03%**, 同期美国接受隐形正畸治疗人数为 140 万人, 占当年美国错颌畸形病例总人数的比例为 **0.57%**, 国内隐形正畸治疗的渗透率仅有美国约 1/20。

图表 20: 国内与美国隐形正畸治疗渗透率比较

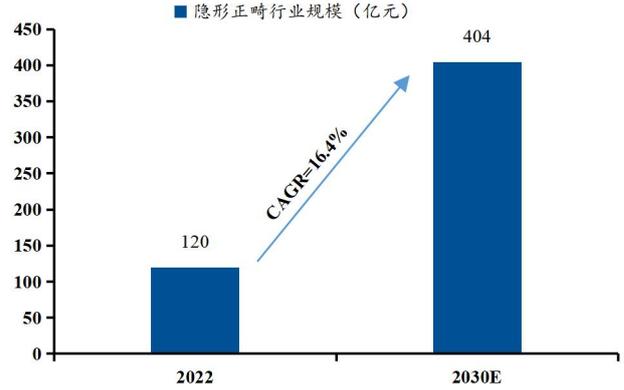


数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

受益于隐形正畸技术持续发展和渗透率持续提升, 预计国内隐形正畸行业将维持快速的增长势头。根据灼识咨询, 预计从 2022 到 2030 年, 国内隐形正畸案例数年复合增速将保持在 20% 以上, 行业规模年复合增速有望达 16.4%。


**图表 21：2022-2030 年国内隐形正畸案例数**


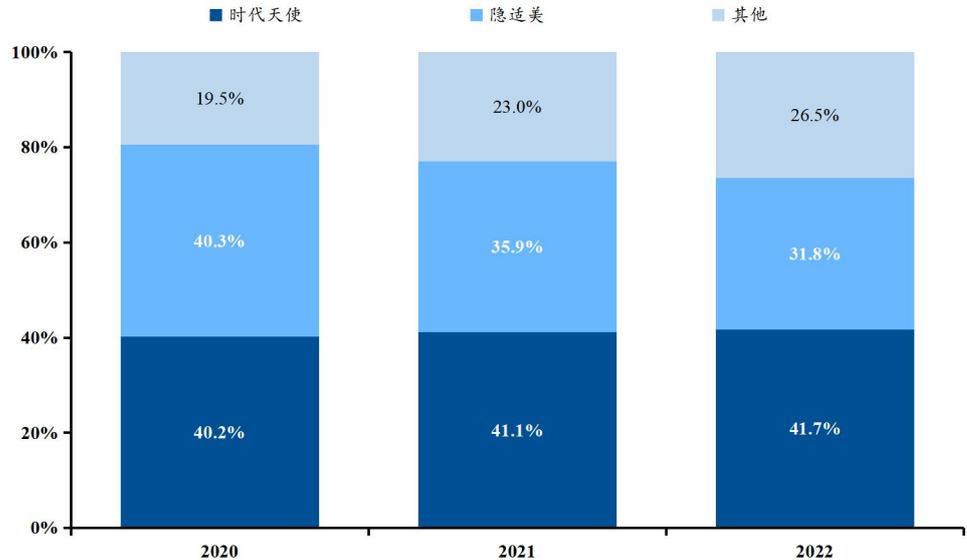
数据来源：灼识咨询，《中国隐形正畸行业白皮书》，华福证券研究所

**图表 22：2022-2030 年国内隐形正畸行业规模**


数据来源：灼识咨询，《中国隐形正畸行业白皮书》，华福证券研究所

## 2.2 竞争格局：双寡头垄断，公司连续三年行业第一

国内隐形正畸行业呈现双寡头垄断格局，公司份额连续三年行业第一。以达成案例数计算，2022 年国内市场份额前两大玩家为公司和隐适美，市占率分别为 41.7% 和 31.8%，合计 73.5%，2020 年以来呈现稳定的双寡头竞争格局。此外，根据公司 2023 年年报，从 2021 到 2023 年，公司市场份额稳居国内第一，竞争实力突出。

**图表 23：2020-2022 年国内隐形正畸行业竞争格局**


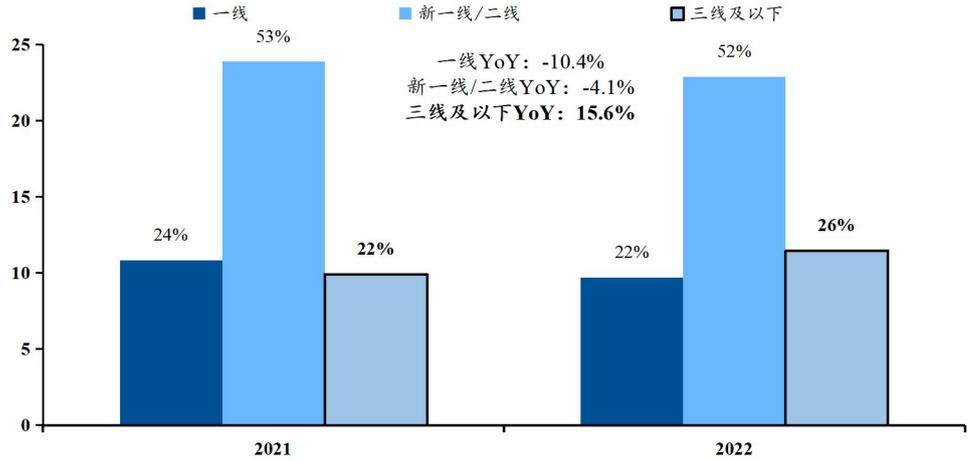
数据来源：NMPA，公司官网，公司公告，灼识咨询《中国隐形正畸行业白皮书》，华福证券研究所

## 2.3 基层市场增长潜力巨大，公司加速布局，助力国内业务维持稳健增长

相比一线、新一线/二线城市，三级及以下城市（基层市场）正畸治疗和隐形正畸治疗渗透率均处于较低水平，而近年来随着产品可及性提升、基层市场经济水平发展等多重因素推动下，基层市场需求逐渐释放。2022 年国内基层市场隐形正畸案例数为 11.4 万例，同比增长 15.6%，案例数占比从 2021 年的 22% 提升至 26%。



图表 24：2021、2022 年国内不同等级城市隐形正畸案例数变化情况



数据来源：《中国隐形正畸行业白皮书》，华福证券研究所

通过打造差异化的产品矩阵，均衡的销售网络渠道，更深入的医学支持及市场服务，公司正加速渗透至基层市场。2023 年公司国内业务达成案例数 21.2 万例，其中三四线市场的达成案例数占比稳健提升。我们认为，随着国内基层市场的市场潜力持续释放，公司在基层市场布局所带来的渠道、品牌、产品力优势将持续兑现，驱动公司国内业务持续稳健增长。

### 3 海外市场：星辰大海，强大产品力助力公司乘风破浪

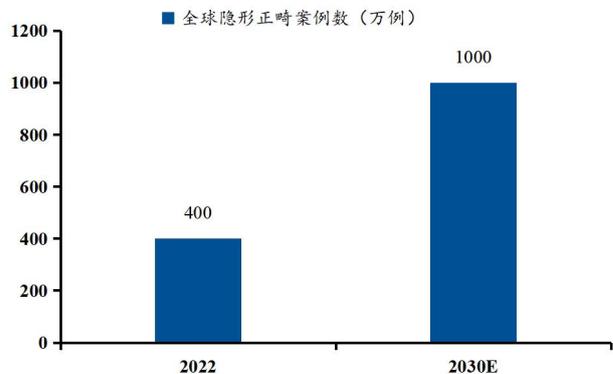
2030 年全球隐形正畸行业规模预计为 462 亿美元，20-30 年 CAGR 为 14.2%。从 2020 年到 2030 年，全球隐形正畸市场规模有望从 122 亿美元增至 462 亿美元，CAGR 为 14.2%。从地区分布来看，美国为全球最大单一市场，2030 年市场份额预计为 33%。案例数方面，全球隐形正畸案例数 2030 年有望增至约 1000 万例，2022-2030 年 CAGR 约为 12%。

图表 25：2015-2030 年全球隐形正畸行业规模



数据来源：公司招股说明书，上市公司年报，WHO，美国牙科协会，灼识咨询，华福证券研究所

图表 26：2022-2030 年全球隐形正畸案例数



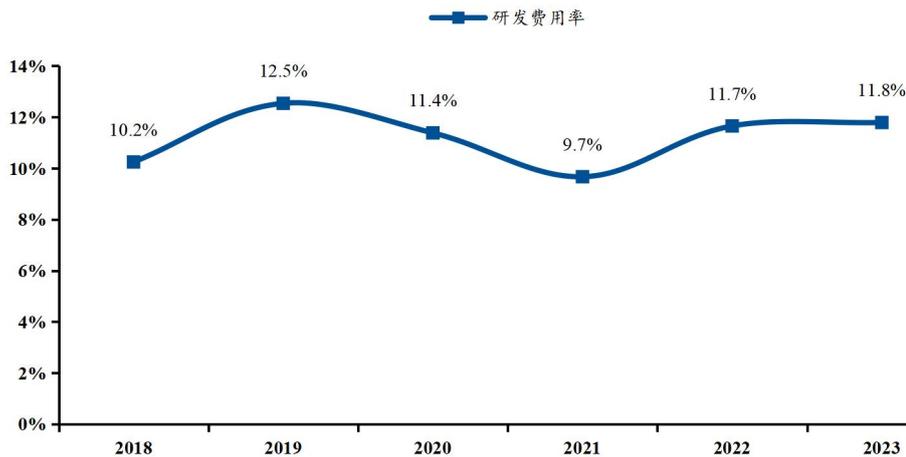
数据来源：灼识咨询，《中国隐形正畸行业白皮书》，华福证券研究所

持续研发投入叠加高质量患者数据反馈，公司形成强大产品力。公司一直以来



保持着高强度的研发投入，从2018年到2023年，公司研发费用率基本保持着10%以上，截止2023年12月31日，公司已注册185项专利及16项软件著作权，建立了材料、生物力学及计算机科学研发平台，持续推动产品革新。同时，由于国内错颌畸形患病率高、复杂病例占比高，患者数据质量往往更高，更有利于厂家更新迭代产品。公司作为国内隐形正畸龙头，在其发展过程中积累了大量高质量的患者数据，并以此不断反馈迭代产品，最终形成强大的产品力。

图表 27：2018-2023 年公司研发费用率



数据来源：iFinD，华福证券研究所

**强大产品力助力，公司加速突破海外市场。**自2022年公司正式启动国际化业务的筹备以来，公司不断加速突破海外市场，2023年进入全球化组织+本地化运营阶段。目前，公司已经在欧洲、澳新、北美等市场搭建了具有丰富正畸市场经验的本地业务团队，并上市了符合本地需求的创新产品，**公司强大的产品力获得了国际专业正畸关键意见领袖（KOL）的认可**，为公司品牌形成强力背书。此外，公司通过收购Aditek切入巴西市场，有序推进在医学设计、智能制造方面的协同赋能，有力支持Aditek隐形矫治业务的高速增长。

图表 28：公司不同海外市场经营策略

地区	经营策略
欧洲	围绕头部正畸意见领袖开展深度合作与培训教育，成立了时代天使欧洲科学专家委员会和临床专家委员会。2023年公司总计参加了20多场欧洲各国顶级学术会议，包括西班牙 SEDO、德国 DGKFO、英国伦敦 BOC、法国 JO 和意大利 EAS，产品深受正畸 KOL 认可。
美国	相继亮相于第123届美国正畸医师协会 AAO 和 OP 峰会，与全球正畸专家开展前沿技术交流，根据医生需求和反馈迅速推动产品技术和医学服务的适配。
澳新	由原先的经销模式转为直销模式，组建起具有多年正畸市场经验的本地业务团队。
巴西	有序推进与 Aditek 在医学设计、智能制造等方面的协同赋能，协助 Aditek 搭建数字化工厂并顺利竣工，大幅提升其智能制造水平。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

对比海外龙头隐适美，公司成长空间巨大。对比海外龙头隐适美，公司无论是



案例数、收入规模、利润规模、总市值均有非常显著的成长空间。我们认为，公司在国内市场能够反超隐适美实现份额第一，证明其在产品质量、服务水平、生产能力、技术实力等核心竞争要素上并不差于隐适美，随着公司海外市场的拓展成功走出了第一步，海外市场的增长预期将打开公司长期成长空间。

图表 29：隐适美与公司业务体量比较

	隐适美	时代天使	空间
收入 (亿元)	274	15	19X
净利润 (亿元)	32	3 (剔除海外亏损后)	12X
案例数 (万例)	241	25	10X
总市值 (亿元)	1368	104	13X

数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所，注：总市值截止 2024/5/26

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

(1) 隐形矫治解决方案：公司隐形矫治解决方案业务主要为国内隐形正畸业务，考虑到国内业务短期内或受到宏观经济影响，但随着基层市场开发需求有加速释放可能，我们假设 24-26 年案例数增速分别为 13%/15%/13%，客单价方面考虑到基层市场开放或会带来产品结构变化，假设 24-26 年客单价增速分别为 -2%/-2%/-2%，综合 24-26 年隐形矫治解决方案收入增速分别为 11%/13%/11%，毛利率假设维持不变，24-26 年为 65.7%/65.7%/65.7%。

(2) 产品销售：公司产品销售包括口内扫描仪销售和海外产品销售，考虑到海外业务或将进入高速放量期，我们假设 24-26 年产品销售收入增速分别为 131%/43%/38%，毛利率假设随着海外业务放量持续爬坡，24-26 年毛利率分别为 48.7%/53.8%/58.9%。

(3) 费用率：假设随着公司销售规模扩大和前期业务投入逐步结束，整体费用率将快速下降，其中，我们假设 24-26 年销售费用率分别为 31.1%/28.5%/26.7%，管理费用率分别为 17.9%/16.9%/15.9%。

图表 30：公司业绩拆分预测表

亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1272	1270	1476	1809	2139	2496
同比增速	55.74%	-0.15%	16.24%	22.55%	18.24%	16.72%
毛利率	65.00%	61.88%	62.38%	61.70%	62.33%	63.33%
隐形矫治解决方案	1184	1210	1282	1420	1600	1772
同比增速	48.16%	2.18%	5.99%	10.74%	12.70%	10.74%
毛利率	63.80%	65.70%	65.70%	65.70%	65.70%	0.00%
产品销售	68	44	176	369	517	701
同比增速		-34.82%	296.41%	109.88%	39.98%	35.52%
毛利率	17.20%	27.10%	42.60%	48.71%	53.82%	58.92%
其他	20	16	18	20	22	24
同比增速	12.90%	-20.48%	14.18%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	27.50%	15.90%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%

数据来源：iFinD，华福证券研究所

#### 4.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 18.1/21.4/25 亿元，同比增长 22.6%/18.2%/16.7%，归母净利润分别为 0.77/1.54/2.46 亿元，分别同比增长 44.7%/99%/59.5%，对应当前 PS 分别为 6/5/4 倍，PE 分别为 134/67/42 倍。我们选取同样具有消费医疗属性的产品公司爱博医疗、欧普康视、爱美容、明月镜片、隐适美（阿莱技术）作为可比公司，考虑到公司因海外业务扩张导致费用投放较大，采用 PS 估值进行对比，时代天使估值低于可比公司平均水平。公司作为国内领先的隐形正畸龙头企业，品牌和产品力强大，国内市场发力基层区域，海外市场加速突破，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值表

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688050.SH	爱博医疗	149	14	18	23	10.88	8.15	6.35
300595.SZ	欧普康视	163	20	24	28	7.98	6.84	5.86
300896.SZ	爱美容	638	39	52	65	16.31	12.31	9.81
301101.SZ	明月镜片	54	9	10	12	6.18	5.23	4.48
ALGN.O	阿莱技术	1,368	295	322		4.64	4.24	
	平均值					9.20	7.36	6.62
6699.HK	时代天使	104	18	21	25	5.74	4.85	4.16

数据来源：Wind，华福证券研究所，可比公司营业收入预测均为 Wind 一致预期，预测时间为 2024/5/26

## 5 风险提示

**经济复苏不及预期风险：**公司产品属于单价较高的可选类消费医疗产品，需求情况与宏观经济情况、居民收入预期相关，若宏观经济复苏不及预期，或会对公司产品需求造成负面影响。

**海外市场监管风险：**海外市场为公司未来业绩增长的重要驱动力，若海外市场在法律法规、政策上出现不利的变化，或会对公司海外扩张造成较大不利影响，从而影响公司未来业绩增长。

**竞争加剧风险：**随着公司进一步开拓国内基层市场和海外市场，面临的竞争品牌或将增多，激烈的竞争或会影响公司产品定价和盈利能力，从而影响整体业绩。



图表 32：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,690	2,765	2,789	2,911	营业总收入	1,476	1,809	2,139	2,496
应收款项合计	184	163	209	262	主营业务收入	1,476	1,809	2,139	2,496
存货	95	108	151	157	营业总支出	1,504	1,783	2,008	2,236
其他流动资产	750	750	749	750	营业成本	555	693	806	915
流动资产合计	3,719	3,786	3,898	4,080	营业开支	949	1,090	1,203	1,321
固定资产净额	429	472	519	572	营业利润	-28	26	130	260
权益性投资	19	19	19	19	净利息支出	-106	-72	-64	-50
其他长期投资	252	252	252	252	权益性投资损益	0	0	0	0
商誉及无形资产	205	213	220	228	其他非经营性损益	-32	0	0	0
土地使用权	54	57	60	63	非经常项目前利润	47	98	195	310
其他非流动资产	79	78	80	79	非经常项目损益	14	-1	-1	-1
非流动资产合计	1,038	1,091	1,150	1,213	除税前利润	61	97	193	308
资产总计	4,757	4,877	5,048	5,293	所得税	13	20	40	63
应付账款及票据	70	115	130	138	少数股东损益	-5	0	0	0
循环贷款	11	0	0	0	持续经营净利润	53	77	154	245
其他流动负债	798	977	1,148	1,309	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	879	1,092	1,278	1,447	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	6	6	6	6	归属普通股股东净利润	53	77	154	246
其他非流动负债	464	464	464	464	EPS (最新股本摊薄)	0.32	0.46	0.91	1.45
非流动负债合计	470	470	470	470					
负债总计	1,349	1,562	1,748	1,917					
归属母公司所有者权益	3,340	3,248	3,233	3,309					
少数股东权益	67	67	67	67					
股东权益总计	3,408	3,315	3,300	3,377					
负债及股东权益总计	4,757	4,877	5,048	5,293					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	166	342	302	428	成长能力				
净利润	53	77	154	246	营业收入增长率	16.0%	22.6%	18.2%	16.7%
折旧和摊销	85	106	114	123	归母公司净利润增长率	-75.0%	44.7%	99.0%	59.5%
营运资本变动	77	256	85	99	获利能力				
其他非现金调整	-50	-98	-51	-40	毛利率	62.4%	61.7%	62.3%	63.3%
投资活动现金流	-982	-159	-173	-187	净利率	3.6%	4.3%	7.2%	9.8%
资本支出	-115	-159	-173	-187	ROE	1.5%	2.3%	4.8%	7.5%
长期投资	-135	0	0	0	ROA	1.2%	1.6%	3.1%	4.7%
其他长期资产	-732	0	0	0	偿债能力				
融资活动现金流	-187	-108	-105	-119	资产负债率	28.4%	32.0%	34.6%	36.2%
借款增加	17	-11	0	0	流动比率	4.2	3.5	3.1	2.8
股利分配	-106	-169	-169	-169	速动比率	4.1	3.4	2.9	2.7
普通股增加	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他融资活动现金流	-98	73	64	50	每股收益	0.3	0.5	0.9	1.5
					每股经营现金流	1.0	2.0	1.8	2.5
					每股净资产	19.7	19.2	19.1	19.6
					估值比率				
					P/E	194	134	67	42
					P/B	3	3	3	3
					EV/EBITDA	245	76	41	26

数据来源：公司公告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn