

国内业务稳步发展，海外业务快速放量

2024 年 08 月 26 日

➤ **事件：**8 月 22 日公司发布 2024 年中报，国内业务平稳增长，海外业务快速放量。**案例数：**2024H1 公司总案例数达到 15.29 万例 (yoy+60.3%)，其中，国内案例数达到 9.53 万例 (yoy+10.8%)，海外案例数达到 5.76 万例 (yoy+512.8%)，海外案例数占比提升至 37.67%。**营业收入：**公司营业收入达到 8.61 亿元 (yoy+39.8%)，其中，国内营业收入达到 6.33 亿元 (yoy+10.1%)，而海外营业收入达到 2.28 亿元 (yoy+452.5%)，占收入比重进一步提升至 26.5%。**盈利能力：**公司上半年毛利率提升至 62.4% (同期增长 3.1%)。公司上半年经调整净利润达到 0.72 亿元 (yoy+95.8%)，由于海外案例快速增长，规模效应带来国内经调整净利率达到 17.7% (同期提升 6%)；国际市场的经调整分部经营亏损约为人民币 1.14 亿元，主要系公司国际市场持续扩张带来高成本所致。

➤ **国际市场上，公司持续深耕欧洲、北美、亚太及巴西等战略市场。**海外触达区域以及医生数量快速增长，截至 2024H1，公司已成功触达全球 50 多个国家和地区的上千名牙科医生，相较年底新入 20 个国家。

➤ **国内公司业务高质量发展，各产品线价格保持稳定。**2024H1，在公司国内案例数稳定增长的情况下，公司每条产品线的平均销售价格均保持稳定。公司持续扩展各城市层级的销售渠道，上半年，公司累计覆盖患者超过 15 万人次。报告期间，公司在国内市场仍然保持领先的市场份额，对各城市层级的口腔诊所覆盖率持续提升。

➤ **投资建议：**国际布局持续推进，国内积极开拓三、四线市场，品牌影响力逐渐提升，叠加产品持续创新，后续增长可期。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 17.48/22.80/26.70 亿元，分别同比增长 18.4%/30.4%/17.1%；归母净利润预测为 0.86/2.53/3.89 亿元，分别同比增长 61.2%、193.6%、53.8%。我们预计 2024 年经调整净利润为 1.81 亿元，同比增长 1.2%，对应经调整 EPS 为 1.07 元，现价对应经调整 PE 为 53 倍。我们考虑公司在隐形正畸行业拥有不亚于全球龙头隐适美的产品力，后续成功出海的确定性也相对较高，相较于其他医疗消费品标的，公司具备一定的稀缺性，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 行业竞争加剧的风险；2) 营销模式无法顺应市场变化的风险；3) 低线城市扩张不及预期；4) 技术迭代不及预期风险；5) 海外市场拓展风险。

推荐

维持评级

当前价格：

61.40 港元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 乐妍希

执业证书：S0100523060003

邮箱：yueyanxi@mszq.com

相关研究

1.时代天使 (06699.HK) 深度报告：国内份额稳步增长，国际业务加速推进-2024/08/13

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,476	1,748	2,280	2,670
增长率(%)	16.2	18.4	30.4	17.1
经调整净利润	179	181	253	389
增长率(%)	-23	1	40	54
EPS(基于经调整净利润)	1.05	1.07	1.49	2.29
P/E(基于经调整净利润)	54	53	38	25
P/B	2.9	2.9	2.8	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 08 月 23 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	3,719	3,780	4,298	4,778
现金及现金等价物	2,690	2,744	3,176	3,593
应收账款及票据	114	105	136	160
存货	95	115	150	174
其他	820	816	836	851
非流动资产合计	1,038	1,053	1,066	1,086
固定资产	429	429	439	456
商誉及无形资产	205	208	211	214
其他	404	415	415	415
资产合计	4,757	4,833	5,364	5,863
流动负债合计	879	1,045	1,359	1,589
短期借贷	11	11	11	11
应付账款及票据	70	104	135	157
其他	798	931	1,214	1,421
非流动负债合计	470	459	459	459
长期借贷	6	6	6	6
其他	464	453	453	453
负债合计	1,349	1,504	1,819	2,048
普通股股本	0	0	0	0
储备	3,340	3,260	3,474	3,741
归属母公司股东权益	3,340	3,260	3,474	3,741
少数股东权益	67	68	71	75
股东权益合计	3,408	3,329	3,545	3,815
负债和股东权益合计	4,757	4,833	5,364	5,863

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	166	338	577	656
净利润	53	86	253	389
少数股东权益	-5	1	3	4
折旧摊销	85	91	92	95
营运资金变动及其他	32	160	229	168
投资活动现金流	-982	-117	-105	-115
资本支出	-115	-95	-105	-115
其他投资	-867	-22	0	0
筹资活动现金流	-187	-170	-44	-127
借款增加	-39	0	0	0
普通股增加	-34	0	0	0
已付股利	-106	-170	-43	-127
其他	-8	0	-1	-1
现金净增加额	-960	55	432	418

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,476	1,748	2,280	2,670
其他收入	0	0	0	0
营业成本	555	662	861	1,000
销售费用	493	621	686	719
管理费用	280	296	337	369
研发费用	174	171	194	214
财务费用	-106	-110	-119	-129
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-20	0	0	0
除税前利润	61	108	321	497
所得税	13	21	66	103
净利润	49	87	256	393
少数股东损益	-5	1	3	4
归属母公司净利润	53	86	253	389
EBIT	-45	-2	202	367
EBITDA	40	90	295	462
EPS (元)	0.31	0.51	1.49	2.29

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	16.24	18.44	30.41	17.10
归属母公司净利润	-74.99	61.18	193.64	53.83
盈利能力(%)				
毛利率	62.38	62.16	62.25	62.53
净利率	3.62	4.93	11.10	14.58
ROE	1.60	2.64	7.28	10.41
ROIC	-1.04	-0.04	4.51	7.59
偿债能力				
资产负债率(%)	28.36	31.13	33.91	34.93
净负债比率(%)	-78.42	-81.92	-89.10	-93.72
流动比率	4.23	3.62	3.16	3.01
速动比率	4.12	3.51	3.05	2.90
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.36	0.45	0.48
应收账款周转率	16.70	15.97	18.93	18.04
应付账款周转率	6.83	7.62	7.22	6.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.51	1.49	2.29
每股经营现金流	0.98	1.99	3.39	3.86
每股净资产	19.66	19.19	20.45	22.02
估值比率				
P/E	179	111	38	25
P/B	2.9	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	222.66	100.20	30.47	19.41

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026