

24H1 海外案例数超预期，中国隐形正畸龙头走向国际

核心观点

公司发布 2024H1 业绩公告，收入与海外案例数超预期。短期来看，公司主要收入、利润由国内市场贡献，预计 2024 年隐形正畸行业增速仍受国内消费环境影响，公司国内新增案例数将会保持个位数增长。国际业务已经成为公司的重要发展动力，公司已在欧洲、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，预计 2024 年公司国际业务案例数将会保持高速增长。

事件

公司发布 2024 年中期业绩公告

24H1 公司实现收入 8.62 亿元（+39.8%），净利润 0.15 亿元（-49.7%），经调整利润 0.72 亿元（+95.8%）。EPS 0.13 元。董事会并无派付任何中期股息。

简评

24H1 收入与海外案例数超预期

公司 24H1 收入与海外案例数超预期。上半年公司收入约为 8.61 亿元（+39.8%），增速超出市场预期，主要是公司隐形托槽海外案例数超预期。分地区来看，中国市场收入约 6.33 亿元（+10.1%），国际市场收入约 2.28 亿元（+452.5%）。24H1 公司达成案例总数约 15.29 万例（+60.3%），其中中国市场达成案例数约 9.53 万例（+10.8%），国际市场达成案例数约 5.76 万例（去年同期 9400 例，同比+512.8%）。

公司上半年净利润 1472.6 万元（同比-49.7%），调整项目主要包括股份支付 3608 万元，与收购相关的摊销 363 万元，非上市公司股权投资相关损益确认的公允价值损益 937 万元以及外汇损益 784 万元，调整项合计约 5692 万元。

24H1 公司经调整净利润约为 7165 万元（+95.8%）。从经营口径来看，中国市场的经调整分部经营利润为 1.12 亿元。国际市场的经调整分部经营亏损约 1.14 亿元，主要是由于公司在国际市场持续扩张。

时代天使 (6699.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

吴严

wuyandcq@csc.com.cn

010-56135318

SAC 编号:S1440524060003

发布日期：2024 年 09 月 21 日

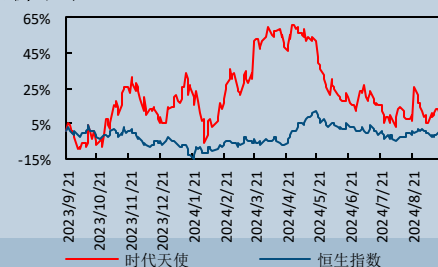
当前股价：59.15 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
12.24/8.32	-2.71/-1.78	11.71/10.26
12 月最高/最低价 (港元)		80.00/45.20
总股本 (万股)		16,990.53
流通 H 股 (万股)		16,990.53
总市值 (亿港元)		100.50
流通市值 (亿港元)		100.50
近 3 月日均成交量 (万)		30.46
主要股东		
松柏正畸技术有限公司		54.96%

股价表现



分业务来看，24H1 公司实现隐形矫治解决方案（主要指国内的隐形矫治方案）收入 6.00 亿元，同比+8.5%，毛利率 65.0%，同比提升 3.3 个百分点。隐形矫治解决方案收入增速（+8.5%）低于案例数增速（+10.8%）的原因预计主要是由于公司产品结构变化，公司每条产品线的国内平均销售价格均保持稳定；毛利率同比提升主要是研发带来的单位成本下降。

销售产品业务收入 2.52 亿元（主要包含口扫仪销售、巴西 Aditek 收入、公司海外销售托槽矫治器等），同比+363.1%，主要系公司海外销售隐形正畸案例数快速增长，上半年共实现 5.76 万例；毛利率为 57%，同比提升 14.9 个百分点，主要是由于国际业务扩张带来的规模效应。

其他服务（主要指公司牙科诊所提供牙科等服务）业务收入 900 万元，同比+4.9%，毛利率 39.8%，同比提升了 23.6 个百分点。

随着上半年公司的业务扩张，销售费用与管理费用增长较多，其中销售费用 3.41 亿元，同比+68.1%，管理开支为 1.58 亿元，同比+30.9%，上半年销售费用率和管理费用率分别为 39.8%（同比+6.72pct）、18.4%（同比-1.25pct）。

中国隐形正畸龙头走向国际市场，看好海外业务长期增长逻辑

公司现已搭建起完整且差异化的产品矩阵，不断对产品进行打磨升级，升级创新数字化正畸整体解决方案，持续加深护城河。短期来看，公司主要收入、利润由国内市场贡献，2024 年国内新增案例数将会保持稳健增速。灼识咨询数据显示，2021-2023 年时代天使国内案例数市场份额超过 41%，位居国内第一。

国际市场空间更大，公司加速海外市场布局、开启第二增长曲线。欧美澳市场隐形正畸行业起步较早、人群消费力更强，隐形正畸渗透率高于国内，市场空间较大。公司是全球第二大隐形正畸案例数厂商，目前隐适美在欧美澳市场份额较高，整体竞争格局良好，时代天使产品有望成为部分诊所的第二选择品牌。

2022 年公司启动全球化策略，开始团队的组建和产品的本地化开发，并收购了巴西领先的正畸产品制造商 Aditek 51% 的股权；2023 年公司国际市场案例数 3.3 万例，占比达到 13.5%，24H1 国际案例数 5.76 万例，占比进一步提升到 37.7%。未来几年公司海外案例数有望超过国内，并逐步扭亏、贡献利润增量。未来公司或将在海外建设生产、研发、设计基地，提高海外业务运营效率和经验稳定性，短期来看有可能提升海外业务经营成本，长期来看公司海外业务贡献主要收入和利润来源，提升公司成长为全球正畸龙头企业的确定性。

国际上越来越多的正畸医生选择时代天使，公司拥有高效优质的隐形矫治解决方案设计、完善且高质量的物流服务、卓越的产品力组合、热忱专业的本地化服务团队。东亚人口腔相对于欧美人更加复杂，体型更小巧，导致牙弓小，正畸难度大。公司已经在中国积累了大量复杂案例的经验，这使得公司走向海外有一定优势。公司结合丰富的经验和数字化流程，沉淀出高效优质的隐形矫治解决方案设计能力，可以提高医生隐形矫治全流程效率。中国人力成本低，公司在生产、案例设计等方面具备成本优势，同时预计产品在海外的交付周期不弱于隐适美。目前公司已经在美国、欧洲、澳洲搭建本地化直销业务团队，加强本地化服务。

2024 年国内案例数预计保持稳健增速，国际案例数高速增长

短期来看，公司主要收入、利润由国内市场贡献，公司已经在一二线城市建立了稳固的市场地位，预计 2024 年隐形正畸行业增速仍受消费环境影响，公司国内新增案例数将会保持个位数增长。国际业务已经成为公司的

重要发展动力，公司已在欧洲、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，预计 2024 年公司国际业务案例数将会实现高速增长。

盈利预测与投资建议

我们预测 2024-2026 年，公司营收分别为 17.81 亿元、20.81 亿元、24.41 亿元，分别同比增长 20.64%、16.89%、17.27%；归母净利润分别为 0.68 亿元、1.04 亿元、1.55 亿元，分别同比增长 26.81%、53.71%、48.24%。以 2024 年 9 月 20 日收盘价（59.15 港币/股）计算，2024-2026 年 PE 分别为 134、87、59 倍。维持“买入”评级。

图表1： 预测及比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,269.71	1,475.96	1,780.67	2,081.41	2,440.77
YoY(%)	-0.15	16.24	20.64	16.89	17.27
归母净利润（百万元）	213.78	53.48	67.81	104.23	154.51
YoY(%)	-25.21	-74.99	26.81	53.71	48.24
毛利率(%)	61.88	62.38	63.07	63.18	63.42
净利率(%)	16.79	3.30	3.68	4.84	6.12
ROE(%)	5.93	1.60	2.03	3.13	4.66
EPS(摊薄/元)	1.26	0.31	0.40	0.61	0.91
P/E(倍)	42	169	134	87	59

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2024 年9 月 20 日

风险分析

- 1) 海外布局不及预期的风险：海外医生对公司的数字化正畸解决方案的认可和信任需要一定时间和案例积累、从而导致进度低于预期。
- 2) 正畸需求复苏较慢的风险：正畸终端价格较高、可择期性较强，可能在消费者选择中排序相对靠后，国内正畸需求复苏较慢，有可能对公司短期的业绩增长造成一定的压力。
- 3) 正畸方案设计相关人才流失的风险：公司的正畸方案设计团队包括医疗、工程、信息化等多方面人才，若相关人才流失，有可能对公司经营带来负面影响。
- 4) 行业风险：海内外隐形正畸市场竞争加剧的风险，国内正畸耗材集采等政策风险，行业合规方面的风险等。

图表2：财务报表预测
资产负债表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,870.80	3,718.81	3,872.29	3,981.71	4,146.13
现金	3,649.38	2,689.54	2,858.44	2,923.69	3,035.86
应收票据及应收账款合计	62.42	114.39	91.74	107.23	125.74
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	41.33	58.41	54.70	63.94	74.97
存货	113.16	95.29	102.79	119.77	139.54
其他流动资产	4.52	761.18	764.63	767.08	770.02
非流动资产	615.41	1,037.85	1,121.61	1,174.03	1,195.13
长期投资	14.45	19.28	19.28	19.28	19.28
固定资产	347.31	428.84	445.99	531.81	586.29
无形资产	95.21	200.32	166.94	133.55	100.16
其他非流动资产	158.44	389.41	489.41	489.41	489.41
资产总计	4,486.21	4,756.65	4,993.90	5,155.74	5,341.26
流动负债	781.49	879.10	1,124.20	1,298.13	1,501.57
短期借款	0.00	11.08	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	92.63	70.04	108.80	126.77	147.69
其他流动负债	688.86	797.98	1,015.41	1,171.37	1,353.88
非流动负债	102.52	469.95	469.95	469.95	469.95
长期借款	0.00	6.27	6.27	6.27	6.27
其他非流动负债	102.52	463.67	463.67	463.67	463.67
负债合计	884.01	1,349.04	1,594.15	1,768.08	1,971.52
少数股东权益	-4.57	67.31	65.06	61.60	56.46
股本	0.11	0.11	1,000.11	2,000.11	3,000.11
资本公积	3,606.66	3,340.19	2,340.19	1,340.19	340.19
留存收益	0.00	0.00	-5.61	-14.23	-27.01
归属母公司股东权益	3,606.77	3,340.30	3,334.69	3,326.06	3,313.28
负债和股东权益	4,486.21	4,756.65	4,993.90	5,155.74	5,341.26

现金流量表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	146.87	165.872	345.6246937	266.6133673	365.3117819
净利润	213.16	48.65	65.56	100.77	149.38
折旧摊销	65.23	85.22	116.24	147.57	178.91
财务费用	-40.61	-87.65	-82.70	-86.43	-89.09
其他经营现金流	-90.90	119.66	246.53	104.70	126.12
投资活动现金流	-159.77	-981.71	-174.94	-174.94	-174.94
资本支出	120.51	-246.56	200.00	200.00	200.00
其他投资现金流	-280.28	-735.14	-374.94	-374.94	-374.94
筹资活动现金流	-193.61	-187.06	-1.79	-26.43	-78.21

短期借款	0.00	11.08	-11.08	0.00	0.00
长期借款	0.00	6.27	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-193.61	-204.41	9.29	-26.43	-78.21
现金净增加额	-206.52	-1,002.90	168.90	65.25	112.17

利润表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,269.71	1,475.96	1,780.67	2,081.41	2,440.77
营业成本	484.02	555.25	657.68	766.32	892.82
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	298.17	493.19	694.46	790.93	903.08
管理费用	332.71	453.17	462.97	520.35	585.78
研发费用	-40.61	-87.65	-82.70	-86.43	-89.09
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.18	0.46	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.18	0.46	0.00	0.00	0.00
营业利润	195.24	62.47	48.26	90.23	148.16
其他非经营损益	56.51	-1.32	29.87	29.87	29.87
利润总额	251.75	61.15	78.13	120.10	178.03
所得税	38.59	12.50	12.58	19.33	28.66
净利润	213.16	48.65	65.56	100.77	149.38
少数股东损益	-0.62	-4.83	-2.25	-3.46	-5.13
归属母公司净利润	213.78	53.48	67.81	104.23	154.51
EBITDA	276.36	58.72	111.67	181.24	267.85
EPS（元）	1.26	0.31	0.40	0.61	0.91

资料来源：Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk