



时代天使 (06699.HK)

买入 (上调评级)

公司深度研究

证券研究报告

隐形矫治龙头，出海打开成长空间

前言:复盘公司的发展历程,截止 23 年底公司在国内市占率第一,我们认为公司在国内已经取得的成功不是意外。随着公司在海外渠道的不断拓展,患者口碑提升,我们认为公司在海外有望复刻国内成功。因此本篇主要聚焦于公司海外逻辑突破及兑现的讨论。

国内市场:业务形成正循环,国内市场占据绝对优势。

隐形矫治行业集“医疗+科技+消费”于一体,厂家需要做到在产品和服务流程环节都拔得头筹。灼识咨询数据显示,按销售案例数计,23 年中国隐形正畸市场主要由公司(42%)和隐适美(30%)占据。公司在先发优势下国内业务已经形成正循环,市占率占据绝对优势,我们认为未来先发优势将持续赋能行业领跑者。

海外市场:欧洲快速上量,其他区域增长趋势良好。

复盘海外巨头隐适美发展,我们发现其通过对 1) 渠道“横+纵”双向拓展;2) 全球化策略。拆解各个细分市场,我们发现隐形矫治市场发展呈现明显区域性特点,发达国家及新兴经济体隐形矫治市场均存在较大的市场潜力与机会,我们认为公司有望参考隐适美发展路径,并以更加适宜当地市场的方式进行突破。

- ① 巴西:巴西整体行业需求受益于政策以及供需双旺的驱动,市场处于高速发展阶段。市场策略上,巴西隐形矫治市场以隐适美为主,公司产品定位中端,成功补全市场缺口。
- ② 欧洲:欧洲国家散而多,公司抓住欧洲 DS0 占比高的特点,对市场拓展从合作 KOL,占领学术高地开始。在强学术推广下,公司在欧洲快速放量,成为公司在海外增长最快的区域之一。
- ③ 北美:北美市场医生更加重视产品及配套服务质量。我们认为公司有望凭借产品力、服务及交付能力,逐步导入患者及医生,实现正循环,提升品牌影响力。
- ④ 亚太:2022 年公司收购澳洲经销商模式正式导入澳大利亚市场。23 年公司将原先的经销模式转为直销模式,组建本地业务团队。本土直销模式在欧美已经初步跑通,预计未来亚太市场有望进一步贡献增量。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司国际布局持续推进,国内业务稳健增长,后续增长可期。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 17.86/21.60/26.01 亿元;预计归母净利润为 0.71/1.05/1.50 亿元。采用市销率对公司进行估值,给予公司 5.5 倍 PS,给予“买入”评级。

风险提示

关税风险、行业竞争加剧风险、汇率波动风险、公司业务发展不及预期风险等。

医药组

分析师:袁维(执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(港币): 59.000 元

相关报告:

1.《时代天使港股公司点评:海外案例数超预期,国内稳健增长》, 2024.8.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,270	1,476	1,786	2,160	2,601
营业收入增长率	-0.15%	16.24%	20.98%	20.97%	20.44%
归母净利润(百万元)	214	53	71	105	150
归母净利润增长率	-25.21%	-74.99%	33.60%	46.67%	43.18%
摊薄每股收益(元)	1.257	0.315	0.420	0.616	0.882
每股经营性现金流净额	0.86	0.98	0.75	0.25	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.93%	1.60%	2.09%	2.97%	4.08%
P/E	90.02	165.45	130.08	88.69	61.95
P/B	5.34	2.65	2.72	2.64	2.53

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、国内市占率第一，商业模式形成正循环.....	4
2、海外龙头启示：渠道拓展叠加全球化布局，造就隐形正畸龙头.....	6
横向拓展：始于正畸医生，拓展至全科医生.....	6
纵向拓展：加强医生粘性，活跃医生数稳定增长.....	7
全球化策略：全球化思维+本土化行动，产品覆盖全球超 100 个国家.....	7
3、细分市场研究：出海进入加速期，打开后续成长空间.....	8
3.1、巴西：小而美市场，口腔文化建设完善.....	9
3.2、欧洲：医疗条件成熟，DSO 占比高，新品接受度高.....	12
3.3、北美：市场成熟，偏好高端化、强品牌力本土产品.....	13
3.4、亚太：经济分化，澳新为主要市场.....	16
3.5、未来展望：中短期利润承压，中长期 ROE 有较大提升空间.....	18
盈利预测与投资建议.....	20
盈利预测.....	20
风险提示.....	22

图表目录

图表 1：收入稳健增长，利润逐步修复（百万元）.....	4
图表 2：隐形矫治解决方案为公司贡献主要收入（百万元）.....	4
图表 3：公司业务模式实现正反馈，产品市占率国内第一.....	5
图表 4：公司达成案例数持续提升.....	5
图表 5：24H1 海外案例数占比达 38%.....	5
图表 6：隐适美 2006-2024H1 收入（百万美金）按照地区拆分.....	6
图表 7：2001-2023 年美国正畸&全科医生数量（万人）.....	6
图表 8：隐适美达成患者数（百万人）节点.....	6
图表 9：2006-2024H1 隐适美案例数拆解（千例）.....	7
图表 10：2015-2023 年隐适美活跃医生数（人次）.....	7
图表 11：Align 全球化进展.....	7
图表 12：2023-24H1 公司海外业务收入（百万元）.....	8
图表 13：2023-24H1 公司海外业务案例数（例）.....	8
图表 14：全球部分主要市场 2023 年人均 GDP（美元）及对应行业驱动拆解.....	8
图表 15：2019-2025 年拉美地区隐形矫治规模（百万美金）.....	9
图表 16：2019 年和 2025 年拉美细分市场规规模及 CAGR.....	9
图表 17：巴西齿科政策发展进程.....	10



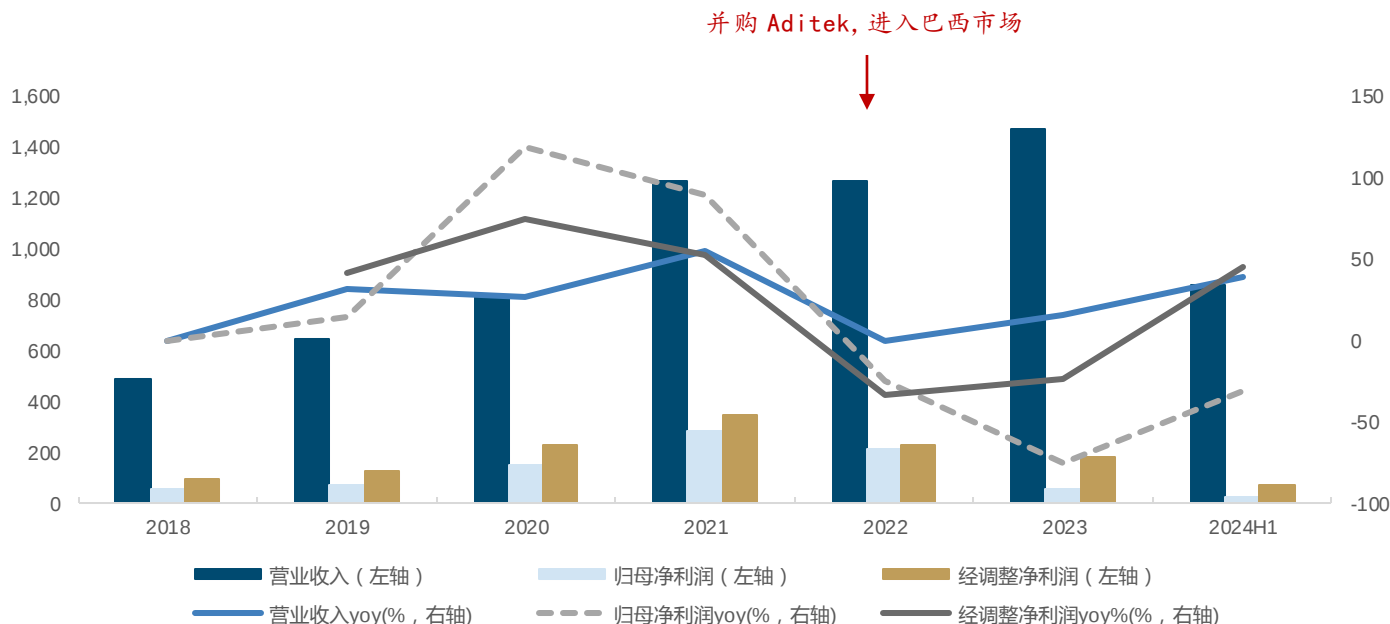
图表 18:	2023 年全球部分国家人口数对比 (百万人)	11
图表 19:	巴西隐形矫治器市场规模 (百万美金) 及增速	11
图表 20:	2021 年全球各国每万人对应牙医数量 (名)	11
图表 21:	Aditek 发展历程梳理	12
图表 22:	2019-2025 年欧洲隐形矫治器市场规模 (百万美元)	12
图表 23:	2019 年和 2025 年欧洲细分市场规模及 CAGR	12
图表 24:	2015-2018 年各国 DS0 占比	13
图表 25:	欧洲齿科市场趋势	13
图表 26:	2023-2024 年公司部分欧洲学术活动梳理	13
图表 27:	2018-2023 年中美人均年收入对比 (美金)	14
图表 28:	2003-2024H1 隐适美北美隐形矫治器发展复盘	14
图表 29:	2018-2030E 年美国隐形矫治渗透率	15
图表 30:	2018-2030 美国隐形矫治器规模 (十亿美金)	15
图表 31:	2015-2023E 隐适美在美国市占率	15
图表 32:	2022-2023 年美国隐形矫治竞争格局	15
图表 33:	DS0 网站展示公司产品差异化特点	16
图表 34:	DS0 网站展示公司产品优势	16
图表 35:	公司隐形矫治牵引系统	16
图表 36:	亚太部分主要国家及地区人均 GDP (万美元/人) & 总人口 (亿人)	17
图表 37:	2018-2030E 澳大利亚隐形矫治市场规模 (亿美元)	17
图表 38:	2018-2025E 澳大利亚隐形矫治渗透率 (%)	17
图表 39:	澳大利亚隐形矫治单价 (美元)	18
图表 40:	澳大利亚正畸出货量 (万例)	18
图表 41:	2017-2023 公司&阿莱技术毛利率对比 (%)	18
图表 42:	2017-2023 公司&阿莱技术销售&管理费用率对比 (%)	18
图表 43:	公司&阿莱科技杜邦分析对比	19
图表 44:	公司收入拆分及预测	20
图表 45:	公司费用率预测	21
图表 46:	可比公司估值 (市销率法)	21



1、国内市占率第一，商业模式形成正循环

公司是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。2018-2021年公司收入 CAGR 为 38%，实现高速增长。2022 年公司收入同比略有下降主要系终端需求收到外部因素干扰有所放缓。22 年之后前期积压需求逐步释放，公司收入端增速重回上升通道。

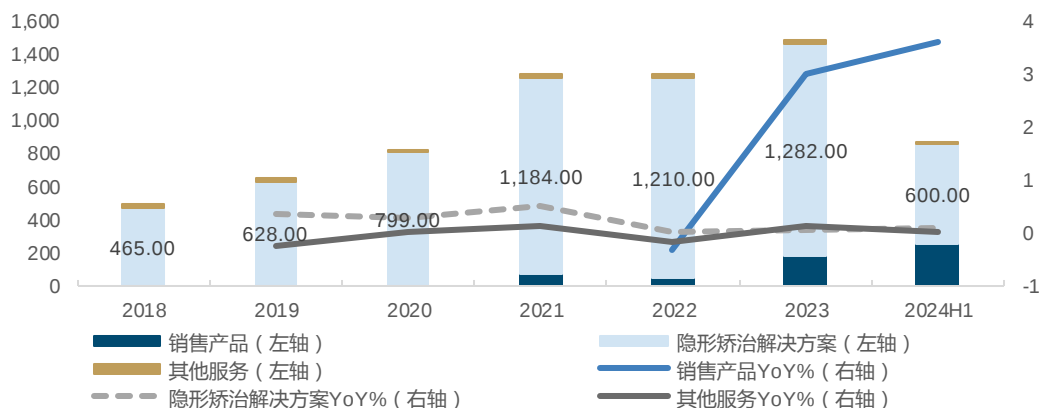
图表1：收入稳健增长，利润逐步修复（百万元）



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

将产品结构进行拆分，公司收入以隐形矫治产品为主。隐形矫治解决方案目前销售四种隐形矫治器，包括标准版、冠军版、儿童版以及 COMFOS。多元化的隐形矫治器协同公司的医学及技术服务满足更多消费者需求。截至 2024H1 公司隐形矫治解决方案收入（向中国国内市场客户提供隐形矫治解决方案服务产生的收入）占比 70%，此外销售产品产生的收入也有一部分来自国际市场中销售矫治器产生的收入。

图表2：隐形矫治解决方案为公司贡献主要收入（百万元）



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

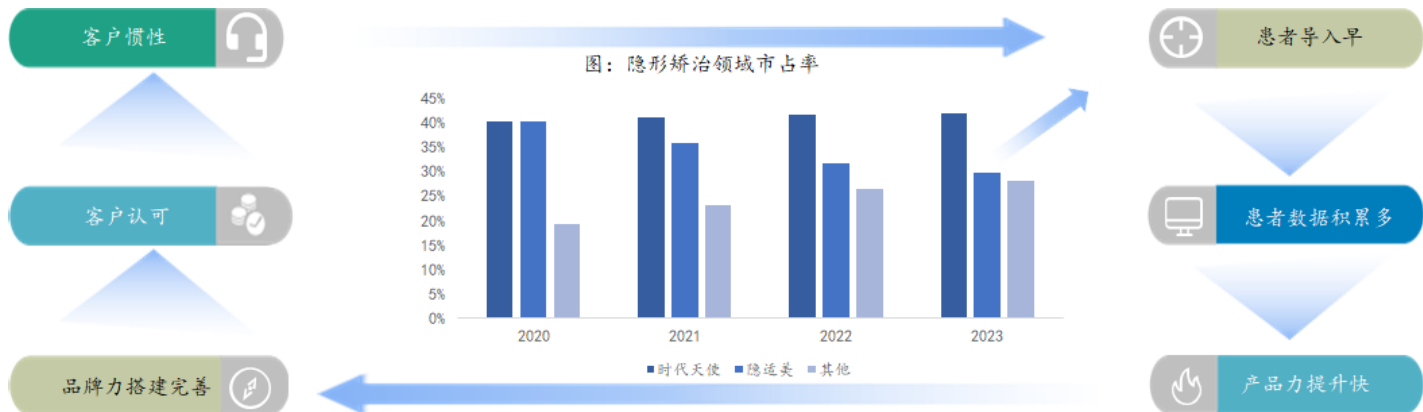
国内经营成效上看，根据灼识咨询数据，按照 2020 年达成案例计量，前两大市场参与者的市场占有率总计为 82.4%，公司的市场份额约为 41%，市占率排名第二。同时据灼识咨询，2021-2023 年，公司在国内市场份额保持第一，2023 年市占率约为 41.9%。

我们认为，在国内市场公司依托研发积累保障产品质量；高质量的产品有助公司建立品牌



口碑，加速终端拓展；通过完善的售后服务通过收集终端客户使用反馈反哺技术研发，使公司产品不断贴近用户需求，形成良性正反馈。

图表3：公司业务模式实现正反馈，产品市占率国内第一

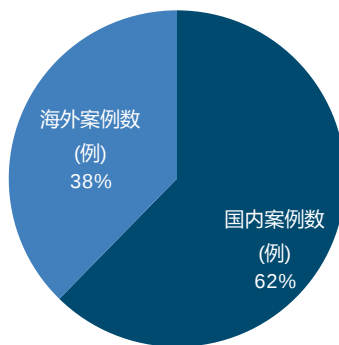
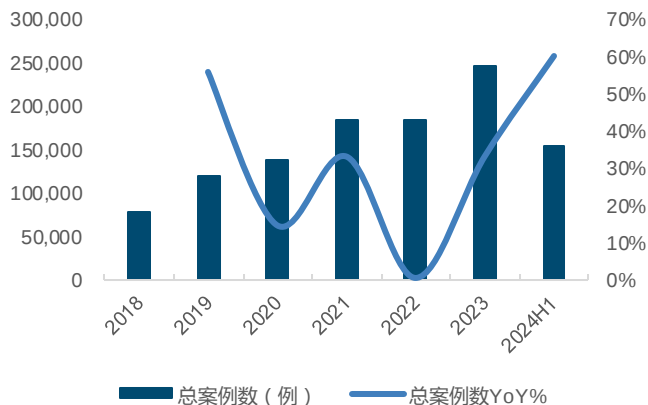


来源：灼识咨询、国金证券研究所绘制

海外经营成效上，公司达成案例数持续提升带动收入增长，2018-2021 年公司达成案例数 CAGR 为 33%。2022 年公司通过并购巴西 Aditek，正式进军海外市场，同时欧洲、北美、亚太等市场也在逐步推进。2023 年公司海外业务布局初有成效，海外案例数为 3.3 万例。截止 24H1，公司海外案例数达 5.76 万例，海外案例数占比 38%，海外业务加速放量。

图表4：公司达成案例数持续提升

图表5：24H1 海外案例数占比达 38%



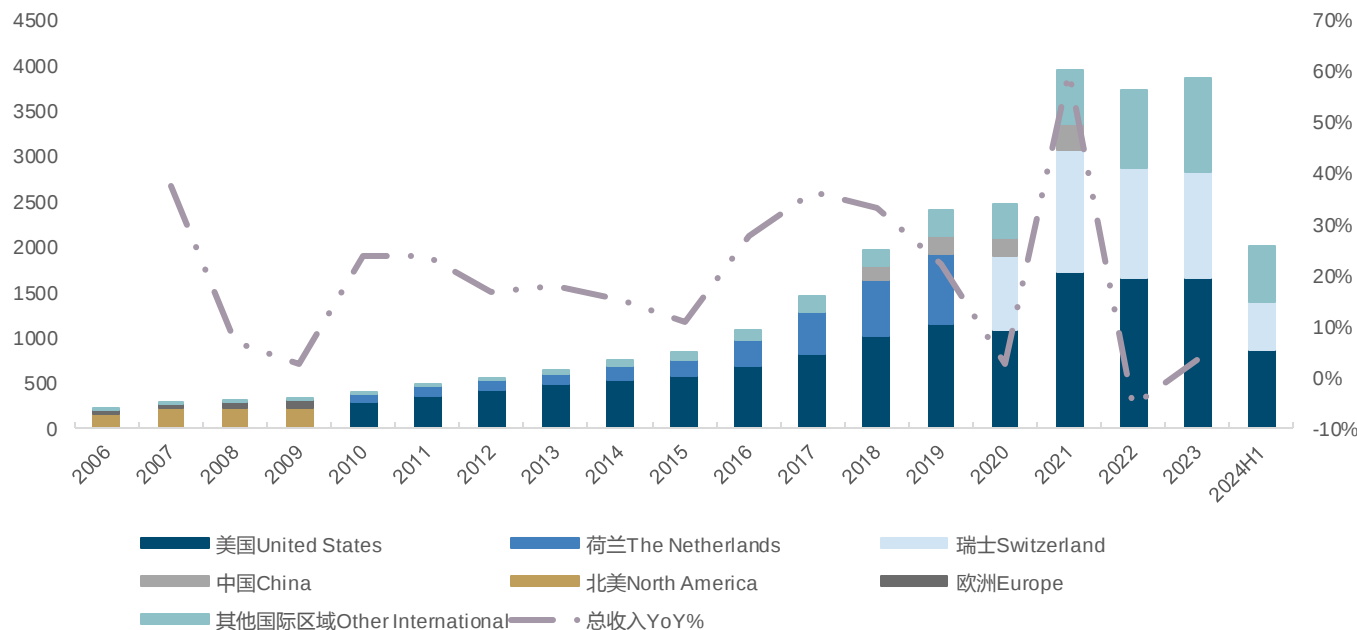
来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所



2、海外龙头启示：渠道拓展叠加全球化布局，造就隐形正畸龙头

图表6：隐适美 2006-2024H1 收入（百万美金）按照地区拆分



来源：Align Technology 年报，国金证券研究所

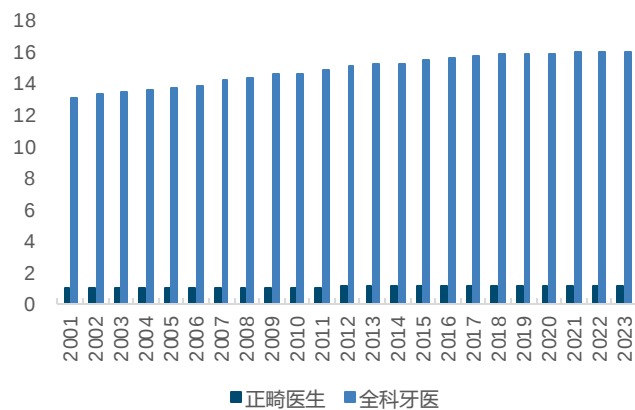
复盘爱奇科技（Align Technology）的发展逻辑，我们发现其通过对 1）渠道“横+纵”双向拓展；2）全球化策略，实现了收入体量的持续高增。

横向拓展：始于正畸医生，拓展至全科医生

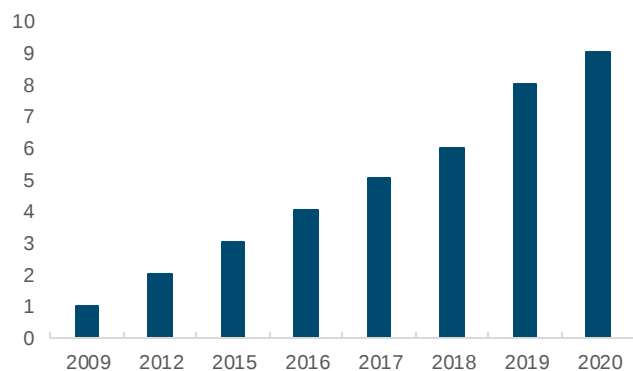
Align 成立于 1997 年，次年 FDA 批准销售隐适美（Invisalign）系统，产品于 1999 年 7 月首次向北美正畸医生进行商业销售，开创了隐形正畸市场。在美国正畸医生属于隐形矫治器的主流适用人群，从单个医生贡献度角度，2024 年 Q3 北美正畸医生贡献度可以达到全科医生的 5.7 倍。正畸医生的顺利导入让隐适美快速放量，截至 2001 年，Align 已经生产了 100 万个透明矫正器，并培训了超过一万名医生。

产品上市三年后，Align 将视角放眼到体量更大的全科医生市场。因此 Align 在 2002 年将 Invisalign 推广至全科牙医，并于 2008 年推出转为全科牙医设计的 Invisalign Assist™，实现更完善的医生覆盖，产品更好满足医生需求。

图表7：2001-2023 年美国正畸&全科医生数量（万人）



图表8：隐适美达成患者数（百万人）节点



来源：American Dental Association, Health Policy Institute analysis of

来源：Align 官网，国金证券研究所

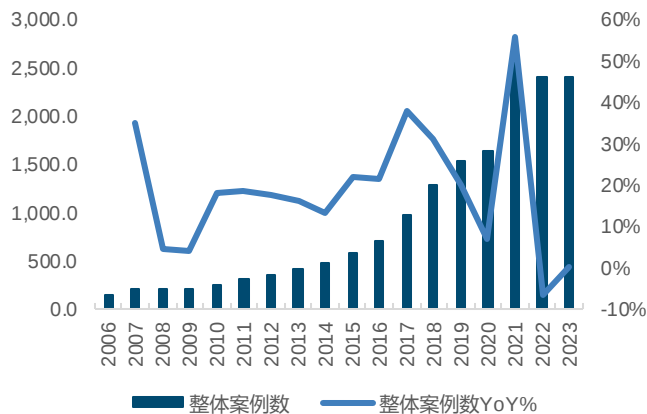
ADA masterfile，国金证券研究所



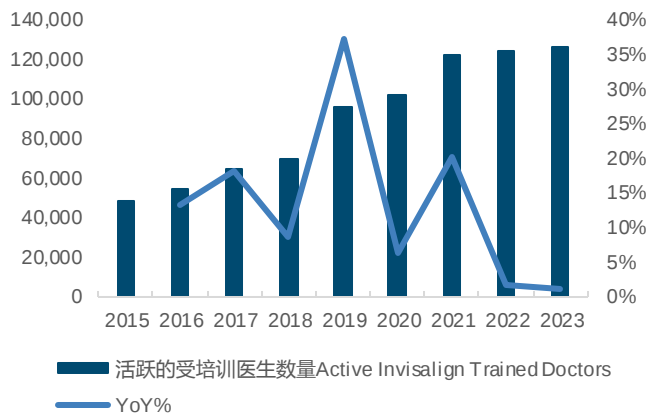
纵向拓展：加强医生粘性，活跃医生数稳定增长

对比隐适美案例数及活跃医生数增长趋势，我们发现二者强相关。在正畸过程中，全科牙医/正畸医生有着较强的决定权，隐适美抓住核心驱动点，通过先发优势、产品优势及服务优势，加强合作医生的粘性。截至 2023 年，隐适美合作的活跃医生数量为 12.58 万人次，2015-2023 年活跃医生数量 CAGR 为 13%。

图表9：2006-2024H1 隐适美案例数拆解（千例）



图表10：2015-2023 年隐适美活跃医生数（人次）



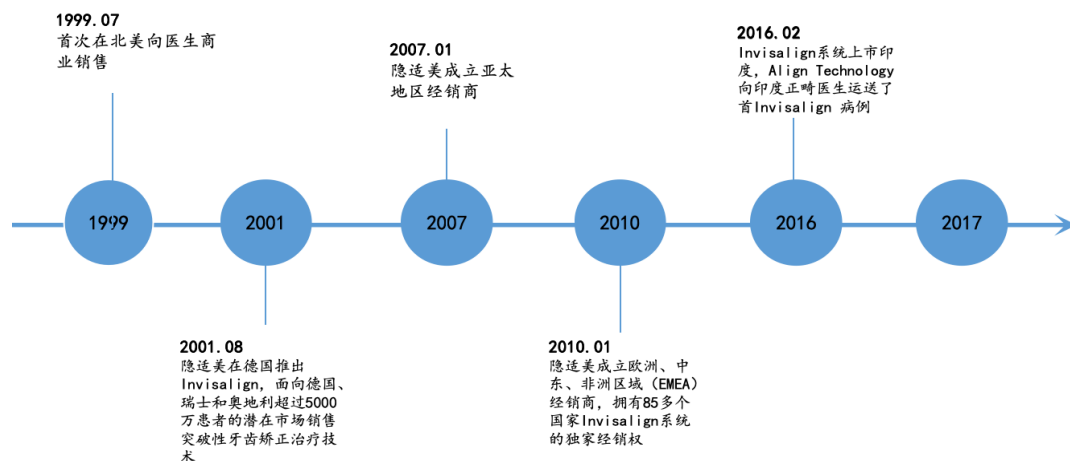
来源：Align 官网，国金证券研究所

来源：Align 官网，国金证券研究所

全球化策略：全球化思维+本土化行动，产品覆盖全球超 100 个国家

公司在北美市场取得成功后开始逐步向海外扩张。2001 年公司在德国推出 Invisalign，开始进军海外市场。2007 年，公司成立亚太地区经销商正式开始布局亚洲市场，并于 2009 年在日本成功获批上市。2010 年公司成立欧洲、中东和非洲（EMEA）区域经销商，为收入增长注入新动力。从 2011 年开始，公司系统性地布局欧洲、中东、亚太的渠道网络，全面展开全球化战略，截至目前公司产品覆盖全球超 100 个国家。Align 通过建立本地化的服务体系和与当地医疗机构合作，快速渗透当地市场，进一步加强其在全球隐形正畸市场的竞争优势。

图表11：Align 全球化进展



来源：Align 官网，国金证券研究所

从 Align 在全球范围内的拓展策略上来看，公司用本土化的形式对产品进行推广，更好解决进口产品在引入其他国家后的“水土不服”问题。以隐适美在中国市场的拓展为例：

- 学术推广：隐适美于 2010 年底得到中国食品药品监督管理局(SFDA)的正式批准。2011 年 4 月，北京大学口腔医学院正畸科举办了“2011 隐适美专题研讨会”。该研讨会定调为国家级继续教育项目，为参会人员授予 I 类学分 4 分。研讨会的举办为隐适美在



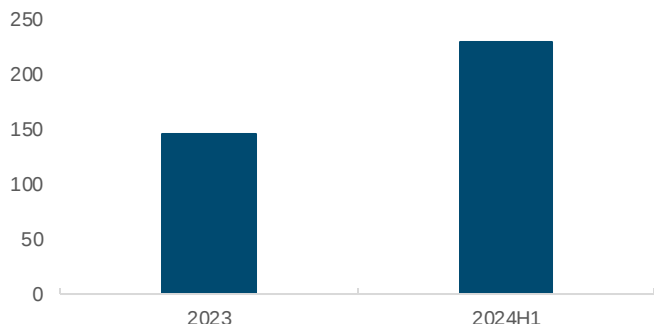
国内市场拓展奠定基础。

- 建厂：2017 年在成都开设第一家隐适美中国方案设计中心和临床培训中心，专门为亚洲用户研发相应的隐形矫治方案。2017 年 11 月，Align 投资 1.4 亿美元在四川资阳投资建厂，生产隐适美定制式矫治器和 iTero 口腔数字印模仪。截至 2020 年，资阳工厂的产能已覆盖了澳大利亚、新西兰、马来西亚、新加坡、越南等国家的生产订单。目前 Align 在中国同时设有商业团队、方案设计中心（成都）、工厂（四川资阳），团队搭建完善。

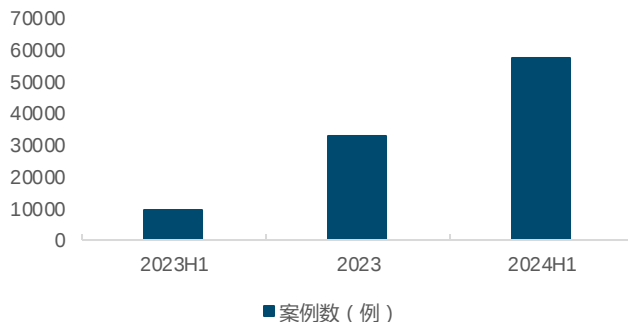
3、细分市场研究：出海进入加速期，打开后续成长空间

截至目前，公司海外布局覆盖北美、欧洲、亚太及拉美四个隐形矫治器主要市场，海外布局逐步完善。截至 2024H1 公司在海外达成案例 5.76 万例，同比增长 513%。

图表12：2023-24H1 公司海外业务收入（百万元）



图表13：2023-24H1 公司海外业务案例数（例）



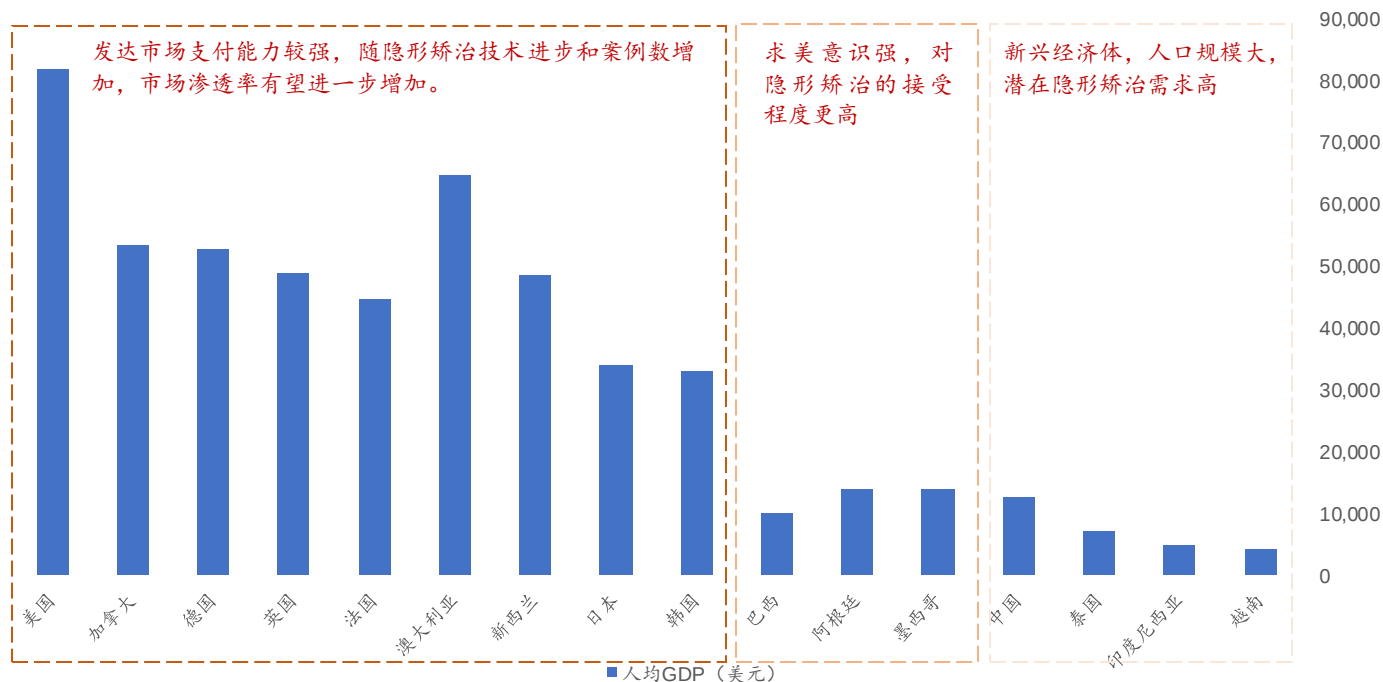
来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

市场容量角度，若将隐形矫治器市场规模按照区域拆解，据 Arizton 数据，预计到 2025 年北美隐形矫正器规模占比 63%、欧洲占比 24%、亚太占比 10%、拉美占比 2%、中东及非洲占比 1%。

拆解各个细分市场，我们发现隐形矫治市场发展呈现明显区域性特点，发达国家及新兴经济体隐形矫治市场均存在较大的市场潜力与机会。

图表14：全球部分主要市场 2023 年人均 GDP（美元）及对应行业驱动拆解



来源：同花顺 iFind，灼识咨询，国金证券研究所绘制

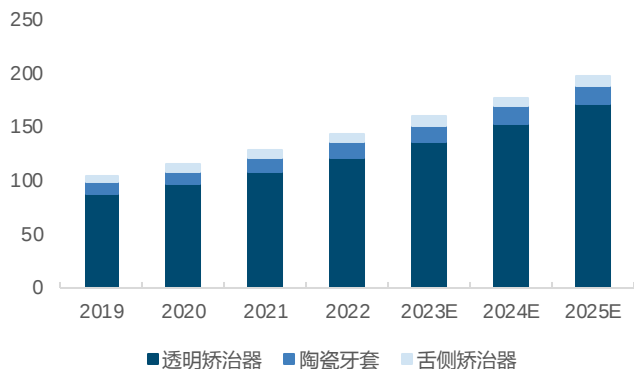


3.1、巴西：小而美市场，口腔文化建设完善

拉丁美洲是隐形矫治产品的第四大市场，预计到 2025 年拉丁美洲隐形矫治器市场规模为 1.97 亿美金。拉美地区隐形矫治器规模占全球的 2%，其中巴西市场贡献的收入体量较大且增速较高，因此我们选取巴西市场为主要研究对象。

图表15：2019-2025 年拉美地区隐形矫治规模（百万美金）

图表16：2019 年和 2025 年拉美细分市场规模及 CAGR



国家	2019	2025E	复合年增长率
巴西	3660万美元	7382万美元	12.40%
墨西哥	2090万美元	4491万美元	13.60%
阿根廷	1050万美元	1975万美元	11.10%

来源：Arizton, 国金证券研究所

来源：Arizton, 国金证券研究所

1) 从政策端来看，巴西政府制定了一系列的法规和计划来促进牙科服务的普及与质量提升。2004 年，巴西联邦政府启动“微笑巴西”(Brasil Sorridente)项目，作为国家口腔健康政策的一部分，通过巴西联合医疗系统(SUS)，提供一系列免费的牙科治疗。

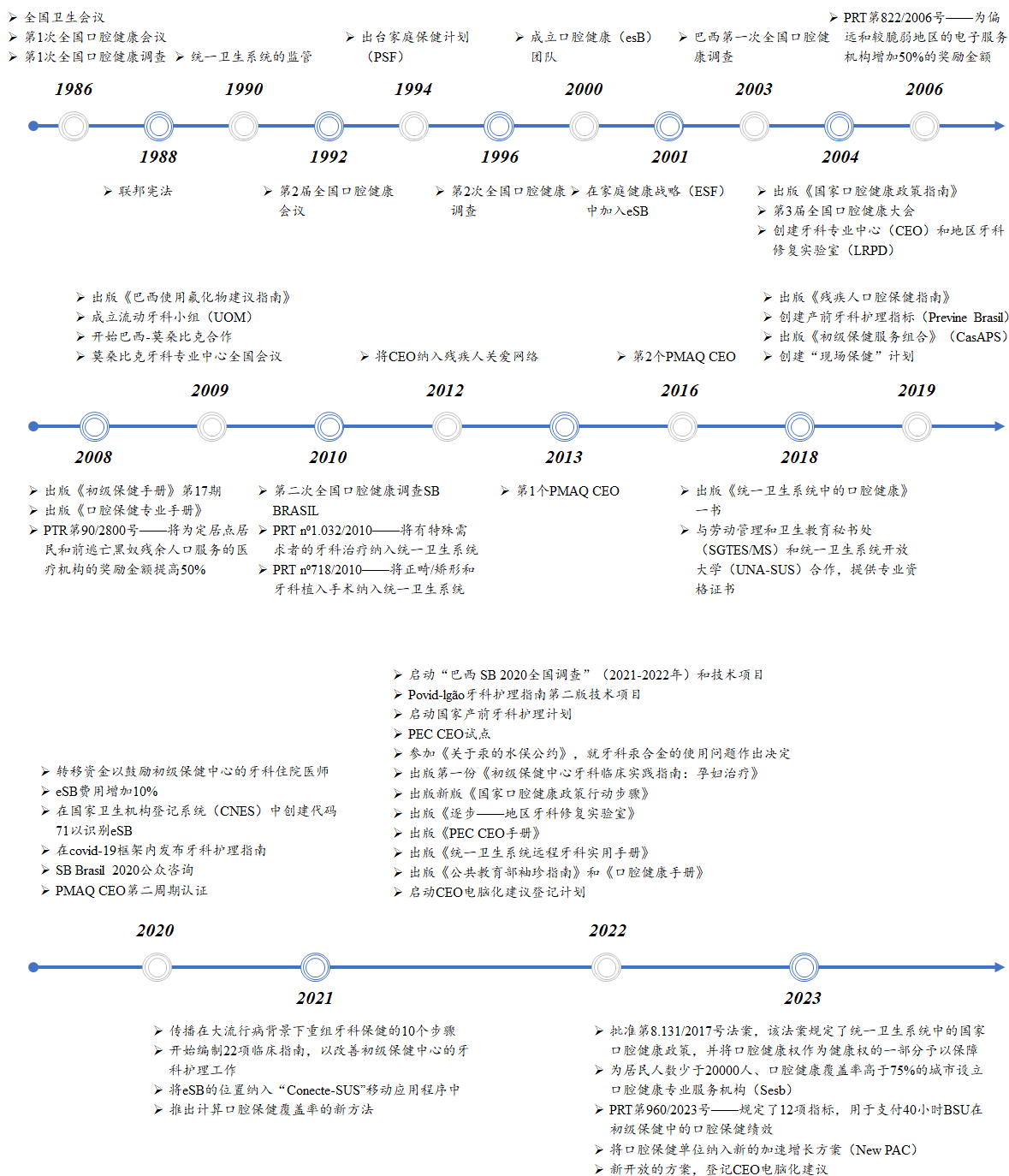
该计划主要在两个方面开展工作：

- 基本护理：专注于为民众提供基本牙科服务，主要目的是防止因缺乏口腔保健而出现更严重的问题。这些服务由基本卫生单位(UBS)提供。
- 专业护理：由牙科专业中心(CEO)和地区假牙实验室(LRPD)组成。该行动系列致力于治疗需要专门程序的更复杂的病例。

2023 年，通过第 14,572/23 号法律，巴西 Sorridente 计划正式纳入 SUS 国家口腔健康政策。此前，该计划仅得到卫生部法令的支持，但现在它已成为公共卫生系统提供的服务的组成部分。至此，巴西所有人都有权在 SUS 单位享受免费牙科治疗。



图表17: 巴西齿科政策发展进程



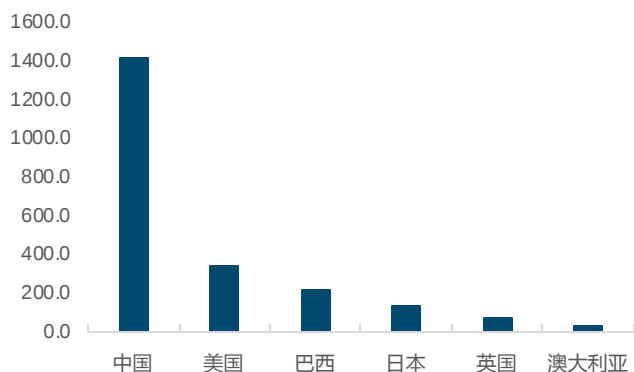
来源: Dentista Grátis, 国金证券研究所

2) 需求: 作为南美最大的经济体, 巴西经济总量和人口基数较大。据 World Bank 数据, 2023 年巴西人口数超过 2.16 亿人。

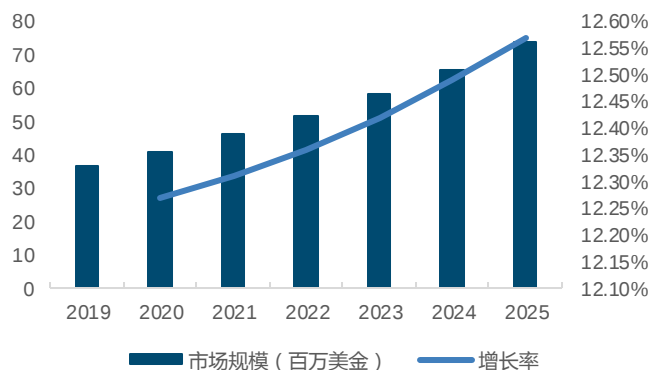
庞大的人口基数为巴西消费市场提供了坚实的基础, 因此巴西市场也是拉丁美洲最大的隐形矫治器市场, 据 Arizton 数据, 预计巴西占拉丁美洲隐形矫治器市场占比将从 2019 年的 35% 提升到 2025 年的 37%, 市场规模超过 7 千万美金。



图表18: 2023 年全球部分国家人口数对比 (百万人)



图表19: 巴西隐形矫治器市场规模 (百万美金) 及增速

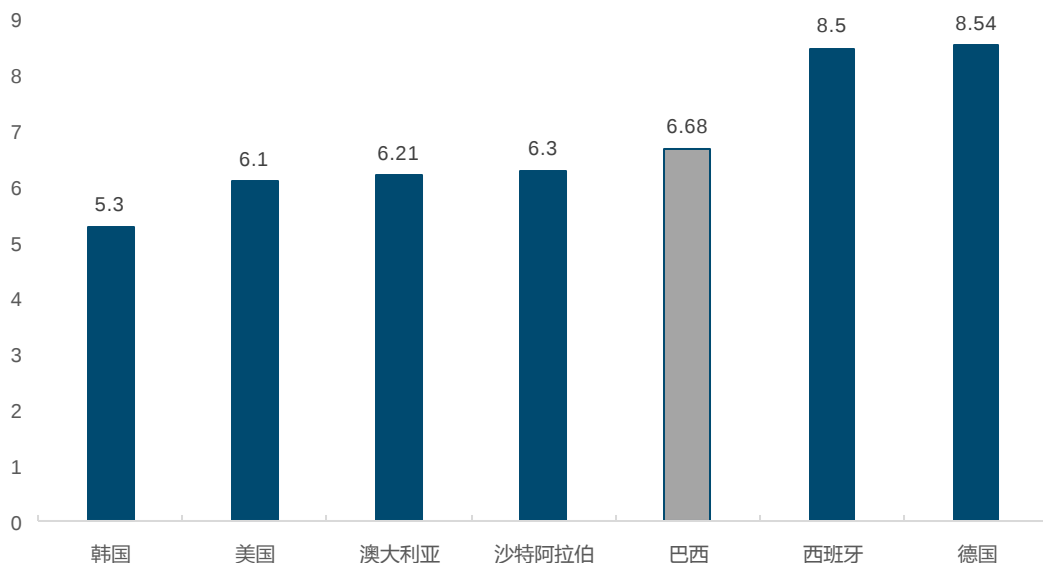


来源: World Bank, 国金证券研究所

来源: Arizton, 国金证券研究所

3) 供给: 巴西医生资源在全球处于领先水平。据 WHO 数据, 2021 年巴西每 1 万人对应 6.68 名牙医, 2022 年全球维度每 1 万人对应牙医数为 3.3 名, 巴西人均牙医数为全球均值的一倍。根据 IDS 数据, 巴西目前有超过 30 万名注册牙医, 每 713 人就有一名牙医, 超过世界卫生组织标准。丰富医生资源供给得以更好满足消费者需求, 促进行业长期发展, 同时也体现了巴西人民对于口腔健康的重视程度之高。

图表20: 2021 年全球各国每万人对应牙医数量 (名)



来源: WHO, 国金证券研究所

4) 公司布局: 多品牌战略加速规模扩张

根据前文梳理, 巴西牙齿矫正市场供需双旺。但就隐形矫治市场而言, 进口高端的隐适美占主导地位, 中低端产品区间仍有较大空白。

2022 年 10 月公司以约为 1940 万美元收购巴西正畸产品制造商 Aditek 51% 的股权。Aditek 产品包括固定矫正 (包括正畸手术中要用到的弓丝、颊管和托槽), 以及自有品牌 SELF 隐形矫治器。截至 23 年底, Aditek 为公司贡献收入达到约 6500 万人民币。

2024 年 10 月公司自有产品 Angel Aligner 品牌系列产品在 Orto SP0 正畸展会展出。至此, 公司在巴西市场实现了 Aditek 固定矫治器+公司自有产品的多品牌战略, 同时也有望补全巴西隐形矫治中低端产品的空缺, 实现海外高端低端同步突破。



图表21: Aditek 发展历程梳理

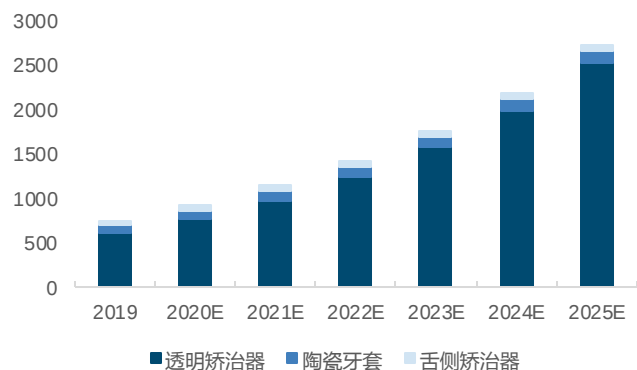


来源：中国隐形正畸白皮书，国金证券研究所

3.2、欧洲：医疗条件成熟，DSO 占比高，新品接受度高

欧洲的隐形矫治器市场是全球第二大市场，预计 2025 年欧洲隐形矫治器市场规模为 27.3 亿美金，占全球隐形矫治器市场的 23.84%。其中德国、英国、法国、西班牙和意大利是该地区的主要收入来源。这五个国家在 2019 年共占欧洲隐形矫治器市场的 75%左右。

图表22: 2019-2025 年欧洲隐形矫治器市场规模 (百万美元)



图表23: 2019 年和 2025 年欧洲细分市场规模及 CAGR

国家	2019	2025	复合年增长率
德国	1.441亿美元	5.3152亿美元	24.30%
英国	1.214亿美元	4.1027亿美元	22.50%
法国	1.138亿美元	4.2383亿美元	24.50%
西班牙	9860万美元	3.5759亿美元	23.95%
意大利	9100万美元	3.2448亿美元	23.60%

来源：Arizton，国金证券研究所

来源：Arizton，国金证券研究所

1) 竞争格局

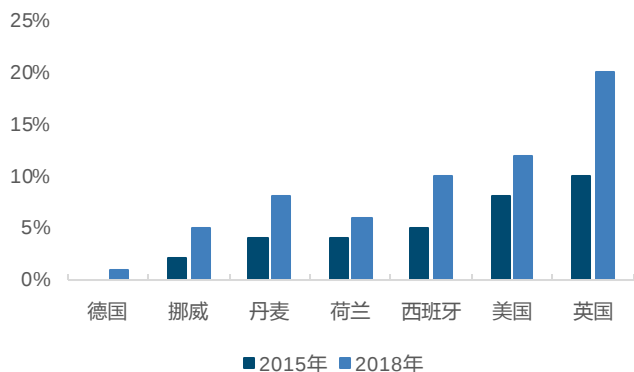
从欧洲竞争格局趋势来看，据灼识咨询数据，隐适美在欧洲的绝对优势并没有像在美国那么大，随着行业竞争加剧，隐适美市场份额略有下降趋势。

2) 终端诊所分散，西班牙&英国 DSO 占比高。

据动脉网数据，大多数欧洲国家的牙科诊所一般以小规模单体诊所为主，平均由 1 至 3 名牙医组成，呈现高度分散化特点。在欧洲较大市场规模的国家中，只有英国和西班牙有很大比例的连锁店。根据 KPMG 数据，2018 年英国牙科诊所辅助组织（Dental Service Organizations, 后简称 DSOs）占比最大，达到 20%，西班牙 DSOs 占比则为 10%。



图表24：2015-2018 年各国 DSO 占比



图表25：欧洲牙科市场趋势



来源：KPMG，国金证券研究所

来源：动脉网，国金证券研究所

3) 公司布局：占领学术高地，海外中高端国产替代有望加速

从市场背景来看，欧洲受益于市场成熟度较高，因此医生与患者对于产品认知较为全面。公司选在成熟市场进行突破可以免去从 0 到 1 的市场教育。

从市场特点来看，欧洲国家散而多，逐个市场突破前期难度较大且需要投入较大精力。于是公司在市场策略上与隐适美进入中国的推广路径相似，从占领学术高地开始突破。

如通过组织学术活动，以及合作 KOL 等本地化运营策略，加深与当地正畸医生的联系。2023 年，公司总计参加了 20 多场欧洲各国顶级学术会议。2024 年 3 月，公司在西班牙成功举办了第一届“欧洲时代天使学术论坛”，展示产品与医学技术服务能力。适宜的切入模式叠加优质的产品力双重驱动下，公司产品在欧洲市场快速放量。截至 2023 年底，欧洲为公司增长最快的市场。

图表26：2023-2024 年公司部分欧洲学术活动梳理

时间	事件
2023. 5. 11-13	公司在意大利都灵作为头部赞助方亮相欧洲规模最大、专业度最高的正畸展会之一 European Aligner Society (EAS)。同时，公司向众多口腔医生分享了公司的数字化正畸解决方案在各类适应症中的应用，吸引了上百名新医生开始尝试公司正畸产品与技术服务。
2023. 9	参加了西班牙 SEDOA、瑞士 SGAO、德国 DGKFO、英国 BOC 等正畸行业学术会议。
2023. 10	亮相了意大利 SIDO、葡萄牙 SPO 等正畸行业学术会议。
2023. 11	参加了英国 TIO 和法国 JO；在德国最大的数字化正畸学术展会 TPAO 2023 大会上向与会正畸医生介绍了创新的隐形矫治解决方案，以及针对儿童青少年的早期矫治解决方案，并分享如何通过数字化技术助力医生实现更精准高效的诊断治疗。
2024. 3. 21-3. 23	在西班牙举办了第一届“欧洲时代天使学术论坛”。

来源：公司投资者关系公众号，国金证券研究所

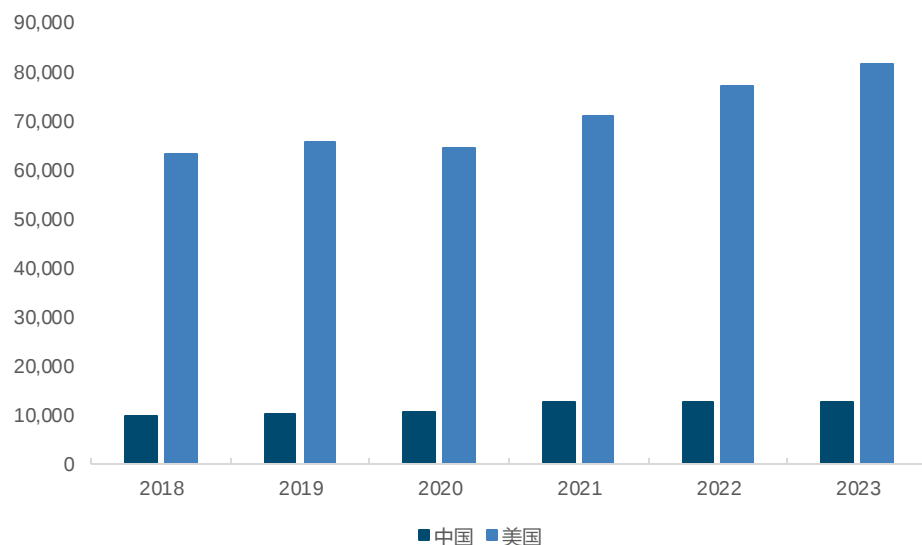
3.3、北美：市场成熟，偏好高端化、强品牌力本土产品

北美市场作为隐形正畸的发源地，市场较为成熟，北美市场中，美国为主要隐形矫治器消费国，因此我们选取美国作为样本。

据同花顺 iFind 数据，2023 年美国人均可支配收入 8.2 万美金，而我国人均可支配收入仅为 1.3 万美金，美国整体人均可支配收入为我国的 6.3 倍。人均可支配收入的差异也对应着美国强居民消费力下的巨大需求。



图表27：2018-2023 年中美人均年收入对比（美金）

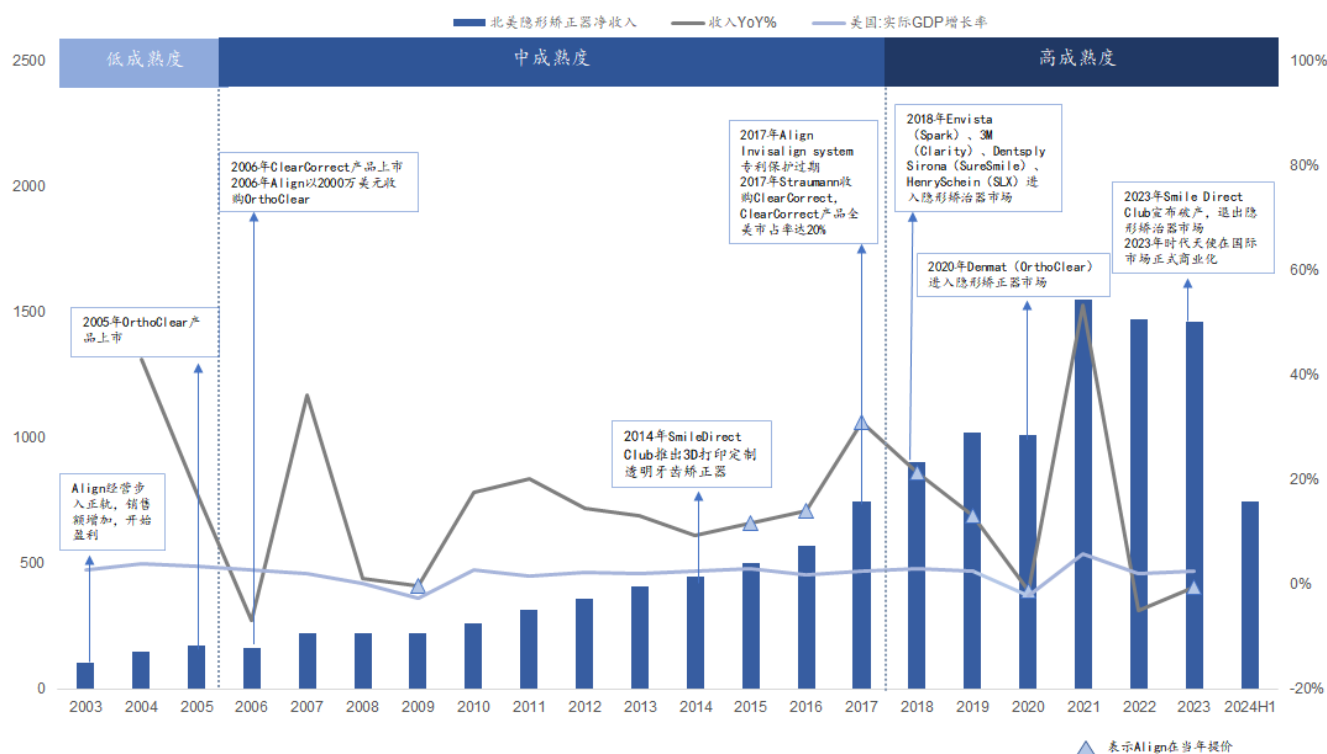


来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

1) 竞争格局

纵观美国隐形矫治器发展，整体以 2017 年为界。2017 年以前龙头公司主力市场清晰，市场新进入者较少，隐适美在市场占据主导地位。2017 年 12 月隐适美早期部分专利到期后，竞争者大批涌现，但隐适美依然具备较强定价权，2016-2020 年期间多次提价。因此我们可以看到，优质产品力才是市场竞争的关键。

图表28：2003-2024H1 隐适美北美隐形矫治器发展复盘



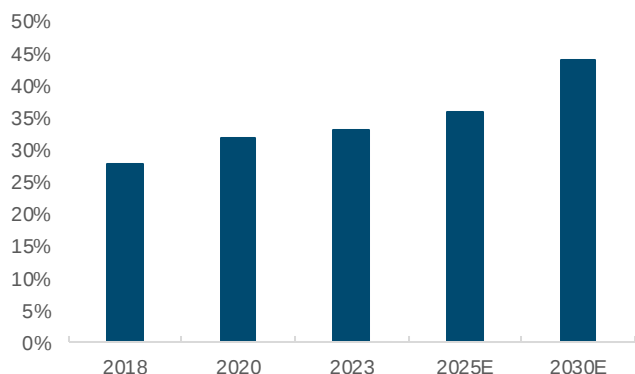
来源：各公司年报、同花顺 iFind、Journal of the American Orthodontic Society、国金证券研究所

随隐形矫治行业发展，一方面美国整体隐形矫治渗透率提升到了新高度，预计到 2030 年美国隐形矫治渗透率有望达到 44%。另一方面，2017 年隐适美早期专利到期，随后大量品

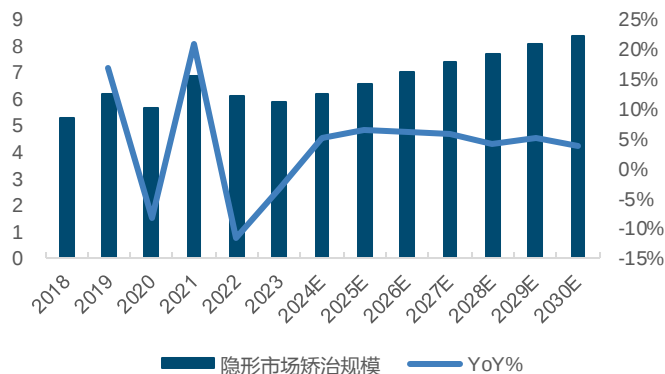


牌进入隐形矫治赛道，如 Spark、Clarity、Suresmile 等品牌的隐形矫治器相继在 2018 年上市，供给侧持续丰富也推动行业发展。据灼识咨询数据，预计到 2030 年美国隐形矫治器市场规模约为 84 亿美金。

图表29：2018-2030E 年美国隐形矫治渗透率



图表30：2018-2030 美国隐形矫治器规模（十亿美金）



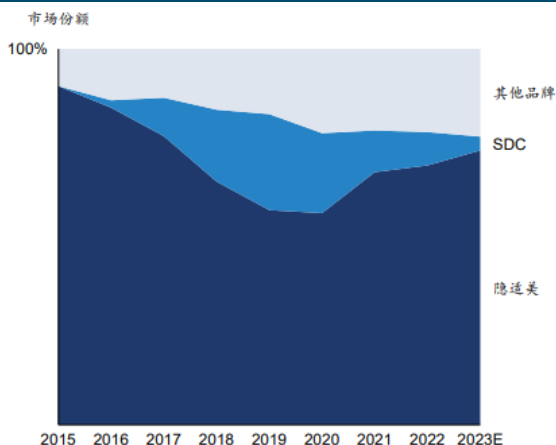
来源：灼识咨询、国金证券研究所

来源：灼识咨询、国金证券研究所

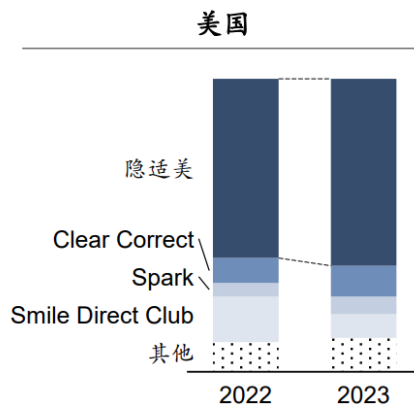
虽然随着新的品牌上市，行业供给侧持续丰富，欧洲、澳大利亚等其他地区市场竞争格局有一定分散，但针对美国市场而言，虽然短期内新进品牌（Clear Correct、Spark、Smile Direct Club 等）上市对隐适美的市场份额有一定瓜分，小型品牌市场份额一度达到近 40%，但是近年我们也观测到，23 年隐适美在美国的市场份额有一定修复。

深究隐适美在美国专利保护期后仍能保持竞争优势的原因，我们认为主要系：1）针对发达国家，相较于产品价格，医生对于产品及配套服务质量更加看重；2）隐适美品牌始于美国，品牌力优势更强。

图表31：2015-2023E 隐适美在美国市占率



图表32：2022-2023 年美国隐形矫治竞争格局



来源：灼识咨询，国金证券研究所。注：按照案例数统计。

来源：灼识咨询，国金证券研究所。注：按照案例数统计。

2) 公司布局

目前公司已经在欧洲、澳大利亚和美国成立子公司，组建了具有丰富正畸市场经验且熟悉本地市场的人才团队。在产品推广方面，公司在北美同样从医生患者教育两方面入手。患者教育方面，我们可以看到美国许多 DSO 机构会对公司产品进行宣传，宣传内容围绕公司产品的优势及差异化竞争力进行，更加直观的展现产品美观、便捷、卫生、灵活等特点。

医生推广方面，公司同样积极参与学术会议，展示公司正畸产品、技术和解决方案，并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。



图表33: DSO 网站展示公司产品差异化特点

图表34: DSO 网站展示公司产品优势



来源: Loudoun Orthodontics, 国金证券研究所

来源: Loudoun Orthodontics, 国金证券研究所

我们认为不管是从产品力, 还是服务&交付能力, 公司都有较强的竞争力。公司在美国有望凭借该优势, 逐步导入患者及医生, 实现正循环, 提升品牌影响力。

- 1) 材料方面, 公司 master control S 新一代口腔医用高分子材料, 具备出色回弹、耐磨、牢固定位、耐受腐蚀等特点, 同时美观隐形。同时在天使扣等配件的配合下, 可以进一步解决隐形矫治牵引方式单一的问题。
- 2) 服务&交付能力上, 据公司招股书, 公司通常会在案例提交后的 3-4 个营业日内提出接近确定的矫治方案, 相比下, 据灼识咨询报告, 其他市场参与者通常需要大约 10 个营业日。据公司年报, 23 年公司在全球服务的所有国家及地区, 从医生提交订单到拿到定制的矫治器平均只需 8.5 个工作日。

图表35: 公司隐形矫治牵引系统



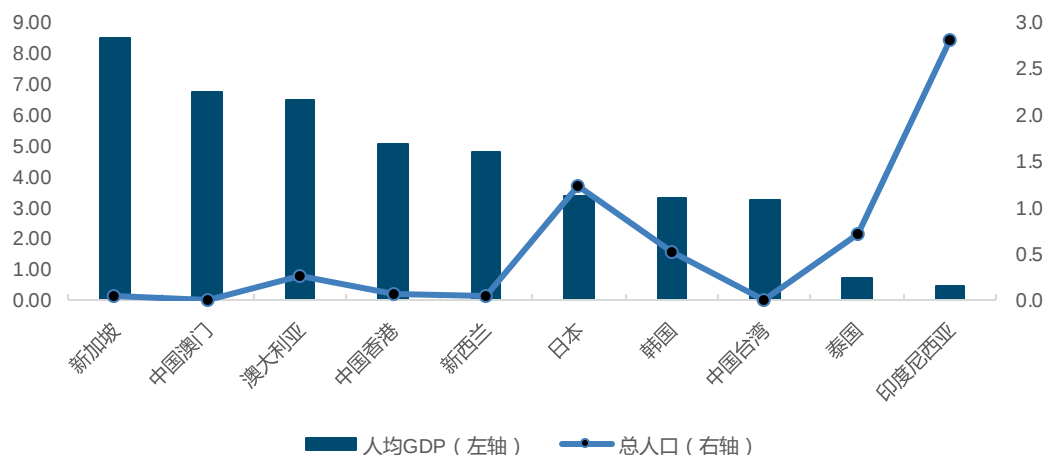
来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.4、亚太: 经济分化, 澳新为主要市场

亚太各个国家及地区经济、人口分布不均, 以澳新为代表的成熟市场隐形矫治渗透率较高, 市场规模体量相对而言更大, 预计 2025 年澳大利亚隐形矫治渗透率达到 41%, 2030 年澳大利亚市场规模约为 7.7 亿美元。

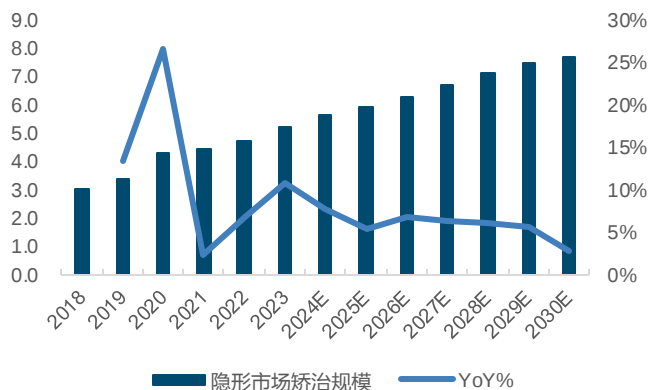


图表36: 亚太部分主要国家及地区人均GDP (万美元/人) &总人口 (亿人)

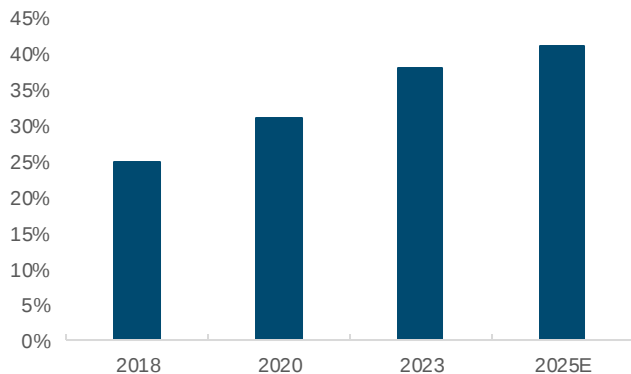


来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表37: 2018-2030E 澳大利亚隐形矫治市场规模 (亿美元)



图表38: 2018-2025E 澳大利亚隐形矫治渗透率 (%)



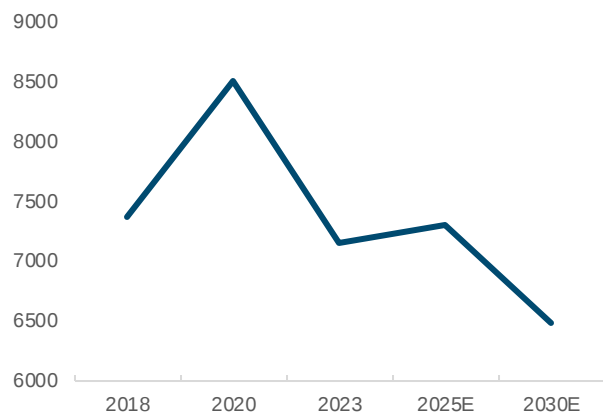
来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

来源: 灼识咨询, 国金证券研究所。注: 按照出货量统计。

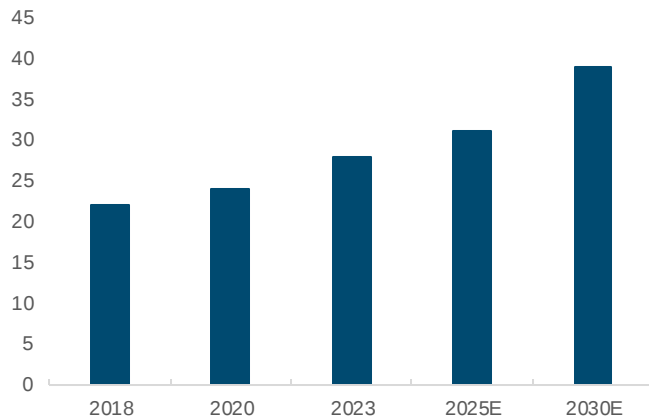
从量价拆解来看, 2018-2023 年澳大利亚隐形矫治器整体单价较为稳定, 均价基本在 7300 澳元左右, 行业规模的增长主要来自出货量上的增加。根据澳大利亚行业量价的特点, 我们判断澳大利亚市场仍处于扩张时期, 同时也意味着行业竞争没有进入到以价换量的白热化阶段。



图表39：澳大利亚隐形矫治单价（美元）



图表40：澳大利亚正畸出货量（万例）



来源：灼识咨询，国金证券研究所。注：单价受美元-澳元汇率影响

来源：灼识咨询，国金证券研究所

公司布局：经销转直销

2022年公司收购Orthodontic Aligners Australia Pty Ltd.的100%权益，代价为949,000澳元，以经销模式拓展澳大利亚市场。23年公司将原先的经销模式转为直销模式，组建本地业务团队。本土直销模式在欧美已经初步跑通，预计未来亚太市场有望进一步贡献增量。

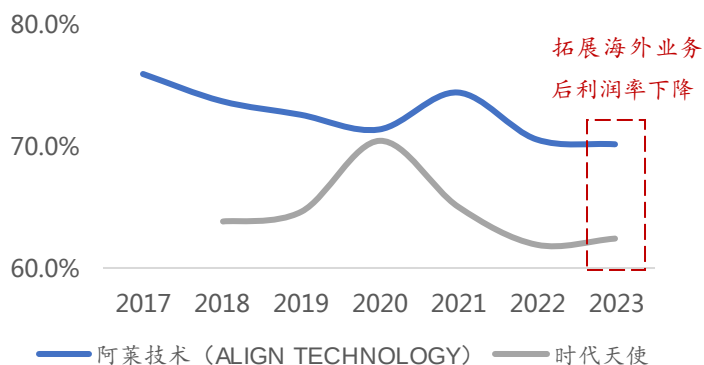
3.5、未来展望：中短期利润承压，中长期ROE有较大提升空间

1) 中短期：出海后成本增加，利润端暂时承压

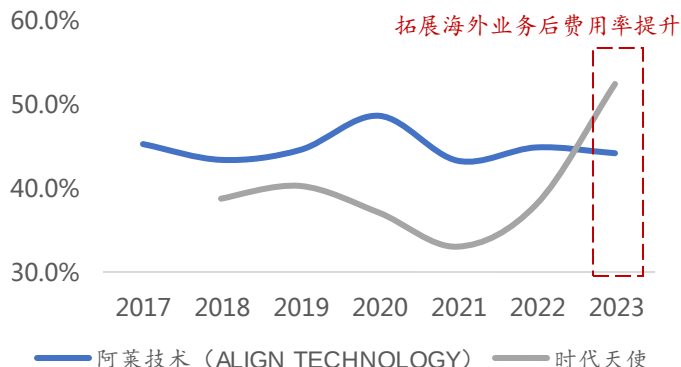
公司毛利率以2020年为节点，2020年公司毛利率达到70%，与隐适美毛利率相当。2022年国内终端需求受到外部因素影响，带来固定成本摊薄压力，对应毛利率有所下滑。

2023年公司海外业务逐步起量后，毛利率逐渐下行，同时销售及管理费用率也逐步增加。主要系目前公司海外业务仍处于前期投入阶段，产品销售体量仍在爬坡，规模效应未完全显现。预计后续随海外销量逐步扩大，公司利润有望逐步回升。

图表41：2017-2023 公司&阿莱技术毛利率对比（%）



图表42：2017-2023 公司&阿莱技术销售&管理费用率对比（%）



来源：同花顺 iFind, Bloomberg, 国金证券研究所

来源：同花顺 iFind, Bloomberg, 国金证券研究所

2) 中长期：ROE 有望持续提升

随着公司海外业务的推进，公司短期 ROE 受到一定影响，但中长期来看，我们认为公司 ROE 仍有较大提升空间。

- 资产周转率&销售净利率方面，公司处于出海扩张期，资产周转率有所下滑，同时前期投入成本增加，2023 年 ROE 仅有 1.5%。对比阿莱科技 (Align) 资产周转率及销售净利率，我们认为随着公司海外收入规模扩大，公司资产周转率和净利率仍有提升空间。
- 权益乘数方面，预计随着公司对产业链上下游的话语权变强，我们预计整体权益乘数



有望持平略增。

图表43：公司&阿莱科技杜邦分析对比

时代天使	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
净资产收益率ROE (%)					29.7	37.7	15.0	6.2	1.5
净资产收益率-同比增减 (%)					-17.3	27.1	-60.3	-58.7	-75.1
因素分解									
①销售净利率 (%)					10.5	18.5	22.5	16.8	3.3
净利润/利润总额 (%)					80.1	78.9	86.0	84.7	79.6
利润总额/息税前利润 (%)					100.8	101.6	105.0	119.2	-230.8
息税前利润/营业总收入 (%)					13.0	23.1	24.9	16.6	-1.8
②总资产周转率 (次)					1.0	0.8	0.5	0.3	0.3
③权益乘数					2.9	2.6	1.4	1.3	1.3
阿莱科技	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
净资产收益率ROE (%)	17.99	20.58	21.57	33.25	34.1	77.6	22.5	10.0	12.3
净资产收益率-同比增减 (%)	-14.44	14.37	4.81	54.17	2.5	127.6	-71.0	-55.6	23.0
因素分解									
①销售净利率 (%)	17.03	17.57	15.71	20.35	18.4	71.8	19.5	9.7	11.5
净利润/利润总额 (%)	77.39	78.74	64	87.4	79.8	468.6	76.3	60.4	69.4
利润总额/息税前利润 (%)	100	100	100	101.91	102.3	100.8	100.3	100.9	102.8
息税前利润/营业总收入 (%)				22.85	22.6	15.2	25.5	15.9	16.2
②总资产周转率 (次)	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
③权益乘数	1.3	1.4	1.5	1.6	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所



盈利预测与投资建议

盈利预测

收入预测底层逻辑：国内/海外收入=对应案例数*对应案例平均价格

- (1) 国内业务：公司在国内主要销售四款隐形矫治器产品，分别为标准版、冠军版、儿童版及 Comfos 版。案例数方面，据灼识咨询数据，2023 年公司在国内市场份额保持第一，2023 年市占率约为 41.9%。我们预计公司有望凭借强产品力与优质服务持续保持竞争优势，预计 2024-2026 年公司案例数 CAGR 为 9%。单价方面，受托槽国产化进程加速、隐形矫治产品组合变化等因素影响，我们预计公司案例平均价格将小幅下降。我们预计公司 24-26 年国内的收入增长分别为 1%、7%、7%。

利润端，预计随公司国内销售结构的变化。毛利率有小幅下降。预计公司 24-26 年国内的毛利率分别为 63%、62%、62%。

- (2) 海外业务：目前公司海外业务主要布局在巴西、欧洲、北美以及亚太地区。案例数方面，目前公司海外业务仍在早期爬坡阶段，市占率较低，我们认为未来有望保持高增，预计 2024-2026 年公司案例数 CAGR 为 52%。单价方面，随着海外医生粘性增加，及品牌认知度提升，随着公司市场规模扩大会逐步减少产品折扣，长期价格走势预计稳定增长。我们预计公司 24-26 年海外的收入增长分别为 254%、62%、46%。

利润端，参考阿莱科技毛利率基本在 70%-75%区间，二者在毛利率上差异大概在 10-15pct。对于公司而言，预计公司营业成本有望随着销售规模扩大而摊薄，毛利率逐步提升。我们预计 24-26 年公司海外的毛利率分别为 58%、59%、60%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入同比增长分别为 23%、22%、21%，预计 2024-2026 年销售毛利率分别为 62%、61%、61%。

图表44：公司收入拆分及预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1270	1476	1786	2160	2601
YoY%		16%	23%	22%	21%
毛利率%	62%	62%	62%	61%	61%
一、国内业务	1261	1331	1329	1421	1520
YoY%		5%	0%	7%	7%
毛利率%	62%	64%	63%	62%	62%
二、海外业务		145	457	739	1082
YoY%			231%	62%	46%
毛利率%		50%	58%	59%	60%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所。注：红色为推测值。

费用方面，参考隐适美 SG&A 均值基本在 44%，考虑到公司仍处于前期投入阶段，销售+管理费用率略高，预计随海外收入体量加大，后续销售费用率及管理费用率逐年递减。研发费用率参考隐适美均值在 8%，预计公司研发费用率保持在 8-9%水平。


图表45：公司费用率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用	237	298	493	670	767	884
%销售收入	18.6%	23.5%	33.4%	37.5%	35.5%	34.0%
管理费用	183	185	280	321	356	416
%销售收入	14.4%	14.6%	18.9%	18.0%	16.5%	16.0%
研发费用	123	148	174	157	190	229
%销售收入	9.7%	11.6%	11.8%	8.8%	8.8%	8.8%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

我们采用相对估值法对公司进行估值。考虑到隐形矫治行业集“医疗+科技+消费”于一体，我们选取爱博医疗（医疗板块）、明月镜片（轻工消费板块）及欧普康视（医疗板块）作为可比公司。

2024-2026 年三家企业市销率平均数分别为 11、9、7 倍，采用相对估值法对公司进行估值。参考行业平均值，给予公司 2025 年 PS 5.5X，目标价 69.87 元，给予“买入”评级。

图表46：可比公司估值（市销率法）

代码	名称	股价（元）	SPS					PS（倍）		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688050.SH	爱博医疗	92.55	5.51	9.04	7.33	9.96	12.85	12.6	9.3	7.2
301101.SZ	明月镜片	46.77	4.64	3.72	3.97	4.50	5.05	11.8	10.4	9.3
300595.SZ	欧普康视	20.12	1.70	1.94	2.27	2.62	3.00	8.9	7.7	6.7
	平均数							11.1	9.1	7.7
6699.HK	时代天使	55.49	7.52	8.73	10.50	12.70	15.30	5.3	4.4	3.6

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所。注：爱博医疗、欧普康视采用国金证券研究所预测值，明月镜片采用同花顺一致预期，股价为 24 年 12 月 27 日收盘价。



风险提示

关税风险：

目前公司在海外业务没有关税影响。若未来海外市场对中国产品加征关税，或影响公司海外业务利润。

行业竞争加剧风险：

未来若更多厂家进入本行业，公司无法保持现有竞争优势，公司或会面临市占率下降、产品价格下降导致毛利率下降等风险，进而影响盈利能力的风险。

汇率波动风险：

公司业务主要以人民币进行，且拥有主要以美元、巴西雷亚尔（‘巴西雷亚尔’）及欧元经营的实体。公司面临以外币计值的未来商业交易以及确认资产及负债所产生的外汇风险及海外业务的投资净额。截至2023底，公司确认汇兑收益净额人民币1140万元（同比+61%）。公司对于汇率波动并未实施任何对冲安排，透过密切监察外汇汇率的变动管理外汇风险。因此，若汇率大幅波动，或会对公司盈利能力造成一定影响。

公司业务发展不及预期风险：

目前全球隐形矫治器市场需求和行业景气度的不断提升，为公司高速发展提供了良好的外部环境。未来，如果行业景气度下降导致隐形矫治器需求大幅下滑，将在一定程度上限制公司的快速发展，对公司盈利水平造成影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,272	1,270	1,476	1,786	2,160	2,601
增长率	55.7%	-0.2%	16.2%	21.0%	21.0%	20.4%
主营业务成本	445	484	555	684	839	1,016
%销售收入	35.0%	38.1%	37.6%	38.3%	38.8%	39.0%
毛利	827	786	921	1,102	1,321	1,586
%销售收入	65.0%	61.9%	62.4%	61.7%	61.2%	61.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	237	298	493	670	767	884
%销售收入	18.6%	23.5%	33.4%	37.5%	35.5%	34.0%
管理费用	183	185	280	321	356	416
%销售收入	14.4%	14.6%	18.9%	18.0%	16.5%	16.0%
研发费用	123	148	174	157	190	229
%销售收入	9.7%	11.6%	11.8%	8.8%	8.8%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	286	158	-28	-46	8	56
%销售收入	22.5%	12.4%	n.a	n.a	0.4%	2.2%
财务费用	-16	-41	-106	-94	-73	-79
%销售收入	-1.2%	-3.2%	-7.2%	-5.3%	-3.4%	-3.1%
-	0	0	0	0	0	0
-	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	-1	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.8%	n.a	n.a	n.a
营业利润	286	158	-28	-46	8	56
营业利润率	22.5%	12.4%	n.a	n.a	0.4%	2.2%
营业外收支	32	54	-17	30	35	35
税前利润	332	252	61	77	116	170
利润率	26.1%	19.8%	4.1%	4.3%	5.3%	6.5%
所得税	47	39	13	12	18	27
所得税率	14.0%	15.3%	20.4%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	286	213	49	65	97	143
少数股东损益	0	-1	-5	-6	-8	-7
归属于母公司的净利润	286	214	53	71	105	150
净利率	22.5%	16.8%	3.6%	4.0%	4.9%	5.8%

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	286	214	53	71	105	150
少数股东损益	0	-1	-5	-6	-8	-7
非现金支出	-10	-38	-33	-35	-42	-41
非经营收益						
营运资金变动	127	-94	60	92	-21	9
经营活动现金净流	442	147	166	128	42	117
资本开支	-200	-95	-115	-67	-155	-155
投资	3	-105	-943	-1,394	626	626
其他	14	40	76	16	-15	35
投资活动现金净流	-182	-160	-982	-1,445	455	505
股权募资	2,635	0	-34	0	0	0
债权募资	-12	-16	-39	0	0	0
其他	-100	-178	-114	-12	0	0
筹资活动现金净流	2,523	-194	-187	-12	0	0
现金净流量	2,749	22	-960	-1,324	501	626

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,627	3,649	2,690	1,365	1,866	2,492
应收款项	78	95	184	317	387	472
存货	28	113	95	118	140	164
其他流动资产	0	13	750	2,100	1,450	800
流动资产	3,733	3,871	3,719	3,900	3,843	3,927
%总资产	90.2%	86.3%	78.2%	77.3%	74.3%	72.3%
长期投资	15	14	19	48	58	68
固定资产	248	347	429	492	642	792
%总资产	6.0%	7.7%	9.0%	9.7%	12.4%	14.6%
无形资产	38	43	205	209	214	219
非流动资产	408	615	1,038	1,148	1,328	1,507
%总资产	9.8%	13.7%	21.8%	22.7%	25.7%	27.7%
资产总计	4,141	4,486	4,757	5,048	5,171	5,434
短期借款	0	0	11	0	0	0
应付款项	80	93	70	85	108	134
其他流动负债	619	689	798	1,030	1,080	1,171
流动负债	698	781	879	1,116	1,188	1,304
长期贷款	0	0	6	6	6	6
其他长期负债	128	103	464	450	400	400
负债	826	884	1,349	1,572	1,594	1,711
普通股股东权益	3,319	3,607	3,340	3,416	3,524	3,678
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	3,352	3,409	3,097	3,172	3,281	3,435
少数股东权益	-4	-5	67	61	53	46
负债股东权益合计	4,141	4,486	4,757	5,048	5,171	5,434

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.681	1.257	0.315	0.420	0.616	0.882
每股净资产	19.521	21.213	19.646	20.088	20.727	21.632
每股经营现金净流	2.598	0.864	0.976	0.753	0.248	0.689
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.61%	5.93%	1.60%	2.09%	2.97%	4.08%
总资产收益率	6.90%	4.77%	1.12%	1.42%	2.03%	2.76%
投入资本收益率	7.15%	3.60%	-0.57%	-0.98%	0.17%	1.14%
增长率						
主营业务收入增长率	55.74%	-0.15%	16.24%	20.98%	20.97%	20.44%
EBIT 增长率	60.29%	-44.86%	-117.81%	64.00%	-117.43%	600.06%
净利润增长率	89.69%	-25.21%	-74.99%	33.60%	46.67%	43.18%
总资产增长率	242.18%	8.34%	6.03%	6.13%	2.43%	5.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.2	17.9	28.3	28.3	29.0	29.7
存货周转天数	23.2	85.3	62.6	62.9	60.8	58.9
应付账款周转天数	65.2	69.9	46.0	45.6	46.8	48.0
固定资产周转天数	71.1	99.6	106.1	100.5	108.5	111.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-105.57%	-98.46%	-86.82%	-43.40%	-53.38%	-64.06%
EBIT 利息保障倍数	-18.3	-3.9	0.3	0.5	-0.1	-0.7
资产负债率	19.95%	19.71%	28.36%	31.14%	30.82%	31.48%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	10
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-24	增持		N/A
2	2023-08-27	增持		N/A
3	2024-08-23	增持		N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究