时代天使（06699.HK）

双引擎战略助推国内国际市场高速增长

随着家长对儿童青少年口腔健康关注度的提升，青少年儿童早期矫治市场迎来快速增长，时代天使利用最新的 AI 技术为医生和患者提供全周期支持。

- **公司通过“数字化和全球化”双引擎驱动的发展战略，进一步扩大市场份额，提升全球范围内的隐形矫治服务网络布局。**（1）2024 年上半年，公司在中国市场的达成案例数同比增长 10.8%，达到约 95,300 例，继续保持市场领先地位；（2）2024 年上半年，公司在国际市场上取得了显著进展，成功触达全球 50 多个国家和地区的上千名牙科医生，国际市场的达成案例数大幅增加 512.8%，占报告期间达成案例总数的 37.7%。
- **公司 2024 年上半年毛利率显著提升，主要得益于产品结构优化和成本控制。**（1）2024 年上半年，公司毛利率达到 62.4%，较 2023 年同期的 59.3%增加了 3.1 个百分点，毛利率的提升主要得益于隐形矫治解决方案的单位成本降低，以及国际业务扩张带来的规模经济效应；（2）隐形矫治解决方案的毛利率从 2023 年上半年的 61.7%提升至 2024 年上半年的 65.0%。
- **期间费用率有所上升，主要由于国际业务扩张和营销投入增加。**（1）公司的销售及营销开支达到 3.43 亿元（yoy+68.1%），主要由于国际业务扩张导致的营销开支增加。公司通过加大市场推广力度，进一步提升品牌知名度和市场份额，尤其是在国际市场上的投入显著增加；（2）行政开支达到 1.58 亿元（yoy+30.9%），主要由于业务扩张带来的管理成本上升；（3）研发开支为 7490 万元（yoy-13.0%），主要由于研发效率的提高和部分研发项目的阶段性完成，占总收入的 8.7%。
- **公司在国际市场上持续深耕，通过本地化运营和学术推广，进一步提升品牌影响力和市场份额。**（1）2024 年 3 月，公司在西班牙召开了第一届“欧洲时代天使学术论坛”，探讨隐形矫治技术的临床应用与发展，吸引了 200 多位正畸医生的参与；（2）2024 年 5 月，在第 124 届美国正畸医师协会（AAO）上，美国正畸意见领袖首次通过公司患者病例分享了公司产品的差异化功能；（3）在亚太市场，公司通过本地业务团队和区域经销商网络相结合的方式，进一步覆盖至马来西亚、泰国等国家；（4）在巴西市场，公司通过对 Aditek 在医学设计、智能制造等方面的赋能，有力支撑自有品牌“Self”的增长，并筹备“时代天使”产品系列的正式上市，未来将以“Self”+“时代天使”双品牌的形式满足当地市场的多元化需求。
- **随着家长对儿童青少年口腔健康关注度的提升，青少年儿童早期矫治市场迎来快速增长。**根据公司 12 月 26 日公司官方公众平台消息，自 2018 年率先推出国内首个早期矫治解决方案以来，时代天使不断完善早期矫治领域的布局，率先提出“牙骨肌三维一体”的理念，并在分龄而治的指导思想下实现精准应对不同阶段的矫治需求，实现了在累计病例数上的领先优势；同时，秉承“陪伴式服务”理念，时代天使利用最新的 AI 技术为医生和患者提供全周期支持。
- 灼识咨询数据显示，2020 年至 2023 年，中国儿童隐形正畸案例数年复合增长率、以终端价计算的市场规模年复合增长率均超过 60%。与中国市场相比，美国儿童青少年正畸治疗渗透率更高。根据美国 MEPS（Medical Expenditure Panel Survey）数据，2019 年，美国 18 岁以下青少年儿童中，10.9%正在接受各类正畸治疗；据估计，中国同期这一数据约为 1%-2%，二者的差距预示着中国市场未来的广阔增长空间。
- **维持“增持”投资评级。**我们看好公司差异化优势的产品矩阵，以及公司坚定推进数字化和全球化两大战略，我们预计公司 2024-2026 年经调整净利润为 1.16/1.92/3.52 亿元，同比增长率为-35%/66%/83%，对应 PE 为 83.5/50.5/27.5 倍，维持“增持”投资评级。

增持（维持）

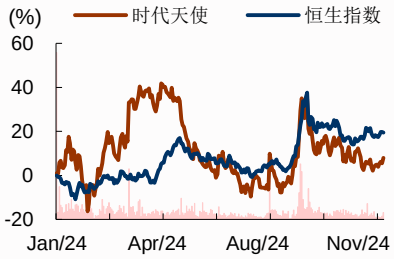
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：60.4 港元

基础数据

总股本（百万股）	170
香港股（百万股）	170
总市值（十亿港元）	10.3
香港股市值（十亿港元）	10.3
每股净资产（港元）	20.8
ROE（TTM）	1.4
资产负债率	35.4%
主要股东	CareCapital Dental Holdings Limited
主要股东持股比例	54.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	4	14
相对表现	-3	-9	-7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《时代天使（06699）—国内市场高质量增长、全球化业务建设进入快车道》2024-03-29
2、《时代天使（06699）—国内加速拓展下沉市场，全球化布局迎来进展》2023-03-26

梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
张语馨 S1090524060002
zhangyuxin3@cmschina.com.cn

- **风险提示：海外业务拓展不及预期、国内市场竞争格局变化风险，消费医疗需求恢复不及预期等。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1273	1476	1774	2129	2554
同比增长	0%	16%	20%	20%	20%
经调整净利润(百万元)	232	179	116	192	352
同比增长	-33%	-23%	-35%	66%	83%
每股收益(元)	1.27	0.32	0.68	1.13	2.06
PE	47.7	190.8	83.5	50.5	27.5
PB	2.8	3.1	3.0	2.9	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3871	3719	3853	3923	4220
现金及现金等价物	3649	2690	2765	2787	3006
交易性金融资产	0	750	750	750	750
其他短期投资	13	0	0	0	0
应收账款及票据	62	114	136	162	194
其它应收款	33	70	83	100	120
存货	113	95	118	125	150
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	615	1038	1134	1240	1386
长期投资	136	271	271	271	271
固定资产	347	429	525	631	777
无形资产	98	259	259	259	259
其他	34	79	79	79	79
资产总计	**4486**	**4757**	**4987**	**5163**	**5606**
流动负债	781	879	1047	1107	1314
应付账款	93	70	86	91	109
应交税金	93	74	74	74	74
短期借款	0	11	0	0	0
其他	596	724	887	942	1131
长期负债	103	470	470	470	470
长期借款	0	6	6	6	6
其他	103	464	464	464	464
负债合计	**884**	**1349**	**1517**	**1577**	**1784**
股本	0	0	0	0	0
储备	3319	3607	3340	3409	3539
少数股东权益	(5)	67	61	47	19
归属于母公司所有者权益	3607	3340	3409	3539	3803
负债及权益合计	**4486**	**4757**	**4986**	**5163**	**5606**

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	147	166	114	79	341
净利润	214	53	72	151	310
折旧与摊销	0	0	0	0	0
营运资本变动	0	0	120	12	129
其他非现金调	(67)	112	(79)	(84)	(98)
投资活动现金流	(160)	(982)	(14)	(26)	(66)
资本性支出	(95)	(115)	(100)	(110)	(150)
出售固定资产短期现金	1	4	4	4	4
投资增减	6258	12241	0	0	0
其它	39	72	82	80	80
筹资活动现金流	(194)	(187)	(24)	(32)	(55)
债务增减	(16)	(39)	(11)	0	0
股本增减	0	(34)	0	0	0
股利支付	176	106	3	22	45
其它筹资	(2)	(8)	(10)	(10)	(10)
其它调整	(352)	(212)	(7)	(43)	(91)
现金净增加额	22	(960)	76	21	220

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	1273	1476	1774	2129	2554
主营收入	1270	1476	1771	2125	2550
营业成本	484	555	680	723	867
毛利	786	921	1091	1403	1683
营业支出	631	949	1098	1318	1403
营业利润	158	(28)	(4)	88	284
利息支出	2	8	10	10	10
利息收入	42	114	110	110	110
权益性投资损益	(0)	0	0	0	0
其他非经营性损益	(2)	(32)	(28)	(30)	(30)
非经常项目损益	55	14	14	14	0
除税前利润	252	61	83	173	355
所得税	39	13	17	36	73
少数股东损益	(1)	(5)	(7)	(14)	(28)
归属普通股东净利润	214	53	72	151	310
调整项目	18	126	44	41	42
经调整净利润	232	179	116	192	352
EPS(元)	1.27	0.32	0.68	1.13	2.06

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	-0%	16%	20%	20%	20%
营业利润	-45%	-118%	-85%	-2262%	222%
净利润	-25%	-75%	35%	109%	105%
获利能力					
毛利率	61.7%	62.4%	61.5%	65.9%	65.9%
净利率	16.8%	3.6%	4.1%	7.1%	12.1%
ROE	5.9%	1.6%	2.1%	4.3%	8.1%
ROIC	4.7%	1.3%	1.8%	3.7%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	28.4%	30.4%	30.5%	31.8%
净负债比率	0.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	5.0	4.2	3.7	3.5	3.2
速动比率	4.8	4.1	3.6	3.4	3.1
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	6.8	5.3	6.4	6.0	6.3
应收帐款周转率	14.7	10.6	8.8	8.8	8.9
应付帐款周转率	5.6	6.8	8.7	8.2	8.6
每股资料(元)					
每股收益	1.27	0.32	0.68	1.13	2.06
每股经营现金	0.87	0.98	0.67	0.47	2.02
每股净资产	21.35	19.77	20.18	20.95	22.51
每股股利	1.89	0.32	0.13	0.27	0.55
估值比率					
PE	47.7	190.8	83.5	50.5	27.5
PB	2.8	3.1	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	45.1	162.8	113.9	52.9	24.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，**仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。**本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。