

海外案例数占比过半，继续加大出海相关投资

核心观点

公司 25H1 海外市场隐形矫治器收入约为 7170 万美元，同比+123.4%；达成案例数 11.72 万例，同比+103.5%，首次超过国内市场案例数。海外分部经营亏损由去年同期的 1670 万美元大幅收窄至 540 万美元，主要是因为业务规模扩大，以及延缓了海外的医学设计中心、生产基地的运营，暂缓若干区域相关人员招募。25H1 海外市场案例数的高速增长反映了公司全球化战略的初步成功，未来将会继续加大海外业务相关投资，预计 25H2 国际业务案例数将继续保持高速增长，国内业务继续保持良好的市场地位和利润贡献。

事件

公司发布 2025 年度中期报告

2025 年上半年公司实现收入 1.61 亿美元，同比增加 33.1%；经调整净利润 1949 万美元，同比+84.8%；净利润 1417 万美元，同比+583.6%；归母净利润 1464 万美元，同比+362.7%。EPS 为 0.09 美元。公司宣布派发中期特别股息每股 0.46 港元。

简评

2025H1 业绩超预期，海外案例数高速增长

2025 年上半年公司实现收入 1.61 亿美元，同比增加 33.1%；经调整净利润 1949 万美元，同比+84.8%；净利润 1417 万美元，同比+583.6%。调整项目主要包括股份支付 436 万美元，非上市股权投资相关损益中确认的未变现公允价值亏损 455 万美元，与收购相关的摊销 48 万美元，以及外汇收益 409 万美元。

2025 年上半年公司共达成隐形矫治案例数 22.58 万例，同比增加 47.7%。上半年公司整体毛利率 62.4%，同比持平；净利率 8.8%，同比提升 7.1pct。

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：2025 年 10 月 13 日

当前股价：61.75 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
-9.84/-16.34	8.63/-1.00	-13.95/-42.99
12 月最高/最低价 (港元)		75.50/46.65
总股本 (万股)		17,076.22
流通 H 股 (万股)		17,076.22
总市值 (亿港元)		105.93
流通市值 (亿港元)		105.93
近 3 月日均成交量 (万)		153.68
主要股东		
松柏正畸技术有限公司		51.05%

股价表现



分地区来看，中国内地市场实现收入 8970 万美元，同比微增长 0.7%；得益于策略性价格调整，达成案例数同比增长 14.0%至 10.86 万例，在费用控制、经营杠杆提升带动的作用下，国内分部经营利润同比增长 52.1%至 1720 万美元，分部利润率由去年同期的 12.7%提升至 19.2%。

海外市场收入约为 7170 万美元，同比+123.4%；达成案例数 11.72 万例，同比+103.5%，首次超过公司在国内市场的案例数。海外分部经营亏损由去年同期的 1670 万美元大幅收窄至 540 万美元，主要是因为延缓了内地以外地区的医学设计中心及生产基地的运营，暂缓若干区域相关人员招募，也受益于业务规模扩大。

分产品看，隐形矫治解决方案（主要指中国内地的隐形矫治收入）实现收入 8623.4 万美元，同比增长 2.1%，达成案例 10.86 万例，同比增长 14.0%，因应对国内市场竞争进行策略性价格调整，案例数增加但部分被均价下降抵消。销售隐形矫治器收入（主要指中国内地以外的隐形矫治收入）收入 7099.1 万美元，同比增长 122.3%，达成案例 11.72 万例，同比增长 103.5%（含 Angel Aligner、Aditek 品牌及为战略客户定制矫治器）。销售其他产品收入 310.7 万美元，同比下降 13.6%。实现其他服务收入 102.2 万美元，同比下降 19.5%。

各项经营指标向好，账上资金充裕

2025 年上半年公司销售及营销开支为 5376 万美元，同比+11.3%，销售费用率从去年同期的 39.8%下降至 33.3%；行政开支为 2229 万美元，同比+0.3%，行政费用率从 18.3%下降至 13.8%；研发开支为 1281 万美元，同比+21.6%，规模效应及经营效率提升明显。

公司账上资金充裕，截至 2025 年 6 月 30 日，公司现金及现金等价物与定期存款合计 3.44 亿美元。报告期内，存款利息收入及理财产品收益共 880 万美元，对利润形成重要贡献。其他财务指标运行正常。

中国隐形正畸龙头走向国际，验证全球化战略初步成功

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，公司在国内市场格局领先，前瞻性布局早期矫治与下沉市场，尽管近年来国内隐形正畸市场增速较低，但公司国内案例数市场份额超过 41%，稳居第一。

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 Aditek51%的股权；2023 年公司国际市场案例数 3.3 万例，占比达到 13.5%；2024 年国际案例数达到 14 万例，在公司当年新增案例数的占比提升至 39%；2025 上半年海外市场达成案例数 11.72 万例，同比+103.5%，首次超过国内市场案例数，反映了公司全球化战略的初步成功。未来几年公司海外案例数有望继续保持高速增长趋势，并逐步扭亏、贡献利润增量。

2025 年 3 月，公司宣布将在美国威斯康星州奥克里克市的大密尔沃基地区建设一家制造工厂，占地约 4830 平方米，短期来看有可能提升海外业务经营成本，长期来看有助于提升公司成长为全球正畸龙头企业的确定性。2025 上半年，公司综合考虑各方面风险和因素，暂缓若干区域相关人员招募，我们预计随着公司海外业务的不断扩张，海外制造中心计划仍将在未来一两年内稳步推进。

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。

预计 2025H2 国内市场稳健增长，加大国际业务投入构建长期壁垒

短期来看，公司国内市场格局稳定，通过前瞻性布局早期矫治与下沉市场，尽管国内消费环境波动，但公司保持增长韧性，预计 2025 年下半年公司国内收入保持个位数增长。国际业务已成为公司的核心发展动力，上半年海外市场案例数的高速增长反映了公司全球化战略的初步成功。公司计划未来在销售、营销、临床支持以及海外生产基地等方面加大投资，以建立更加稳固及可持续的全球影响力，预计 25H2 及未来，国际业务案例数将继续保持较快增长。

盈利预测与投资建议

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 3.39 亿美元、4.25 亿美元、5.29 亿美元，分别同比增长 26.26%、25.24%、24.35%；归母净利润分别为 0.12、0.20、0.28 亿美元，分别同比增长 0.31%、63.78%、39.43%。以 2025 年 10 月 10 日收盘价（61.75 港币/股）计算，2025-2027 年 PE 分别为 112、68、49 倍。维持“买入”评级。

图表1： 预测及比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	207.14	268.79	339.38	425.05	528.57
YoY(%)	12.91	29.76	26.26	25.24	24.35
归母净利润（百万美元）	7.50	12.11	12.15	19.90	27.75
YoY(%)	-75.70	61.42	0.31	63.78	39.43
毛利率(%)	62.38	62.59	59.00	59.50	60.00
净利率(%)	3.30	3.73	2.96	3.87	4.34
ROE(%)	1.60	2.56	2.61	4.39	6.37
EPS(摊薄/美元)	0.04	0.07	0.07	0.12	0.16
P/E(倍)	180.55	111.85	111.50	68.08	48.83

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 10 月 10 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。
- 5) 专利诉讼风险：2025年9月23日，美国 Align Technology, Inc 根据《美国 1930 年关税法》第 337 节规定向美国国际贸易委员会提出申请，主张对美出口、在美进口及销售的特定透明牙套及其组件(Certain Clear Aligners and Components Thereof)违反了美国 337 条款。对此时代天使发布官微：质疑竞争对手最新申诉为转移视线，对结果充满信心，说隐适美近期推出的下颌前导系统在许多设计元素上与时代天使解决方案相似，而天使发布已有十周年。海外专利诉讼周期较长，无法准确判断这一诉讼对公司在美国出口隐形牙套的影响、以及是否会进一步影响公司在美国开设制造与设计中心的进展。

图表2：财务报表预测

资产负债表（百万美元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	521.90	491.67	538.55	573.32	623.30
现金	377.45	227.20	327.33	333.88	349.87
应收票据及应收账款合计	16.05	14.44	20.41	25.56	31.78
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	8.20	16.54	15.12	18.94	23.55
存货	13.37	18.36	27.27	33.74	41.44
其他流动资产	106.82	215.13	148.42	161.21	176.66
非流动资产	145.65	186.44	197.24	193.88	178.02
长期投资	2.71	5.24	5.24	5.24	5.24
固定资产	60.18	75.30	63.50	51.70	39.91
无形资产	28.11	29.39	36.99	50.43	51.36
其他非流动资产	54.65	76.52	91.52	86.52	81.52
资产总计	667.55	678.11	735.80	767.20	801.32
流动负债	123.37	128.09	195.65	243.21	299.86
短期借款	1.55	2.86	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	9.83	11.43	20.00	24.74	30.38
其他流动负债	111.99	113.81	175.65	218.47	269.47
非流动负债	65.95	69.78	69.78	69.78	69.78
长期借款	0.88	0.49	0.49	0.49	0.49
其他非流动负债	65.07	69.29	69.29	69.29	69.29
负债合计	189.33	197.87	265.42	312.98	369.63
少数股东权益	9.45	6.14	4.03	0.59	-4.22
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
资本公积	468.76	474.09	474.09	474.09	474.09
留存收益	0.00	0.00	-7.76	-20.47	-38.20
归属母公司股东权益	468.78	474.10	466.34	453.63	435.91
负债和股东权益	667.55	678.11	735.80	767.20	801.32

现金流量表（百万美元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23.28	16.92	142.92	46.18	58.23
净利润	6.83	10.02	10.05	16.46	22.94
折旧摊销	11.96	15.66	19.19	23.36	25.86
财务费用	-12.30	-5.46	-6.43	-7.75	-8.01
其他经营现金流	16.79	-3.30	120.11	14.11	17.44
投资活动现金流	-137.77	-138.83	-26.44	-14.77	-4.77
资本支出	-34.18	24.07	30.00	20.00	10.00
其他投资现金流	-103.59	-162.90	-56.44	-34.77	-14.77
筹资活动现金流	-26.25	-28.46	-16.34	-24.87	-37.46

港股公司简评报告

短期借款	1.55	1.31	-2.86	0.00	0.00
长期借款	0.88	-0.39	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-28.69	-29.37	-13.48	-24.87	-37.46
现金净增加额	-140.75	-150.37	100.13	6.54	16.00

利润表（百万美元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	207.14	268.79	339.38	425.05	528.57
营业成本	77.92	100.56	139.15	172.15	211.43
营业税金及附加	0.00	0.14	0.06	0.07	0.09
销售费用	69.21	105.00	126.47	157.55	193.28
管理费用	63.60	67.53	73.39	90.64	111.66
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-12.30	-5.46	-6.43	-7.75	-8.01
资产减值损失	0.00	0.00	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	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.06	-0.07	0.00	0.00	0.00
营业利润	8.77	0.93	7.74	13.39	21.12
其他非经营损益	-0.19	10.73	4.24	6.24	6.24
利润总额	8.58	11.67	11.98	19.62	27.36
所得税	1.75	1.65	1.93	3.17	4.42
净利润	6.83	10.02	10.05	16.46	22.94
少数股东损益	-0.68	-2.10	-2.10	-3.45	-4.81
归属母公司净利润	7.50	12.11	12.15	19.90	27.75
EBITDA	8.24	21.87	24.75	35.24	45.21
EPS（美元）	0.04	0.07	0.07	0.12	0.16

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

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。

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