

2025 年利润增速超预期，海外案例数占比进一步提升

核心观点

公司 2025 年实现收入 3.70 亿美元，同比增长 37.8%；净利润 2633 万美元，同比增长 163.0%；经调整净利润 4377 万美元，同比增长 63.0%。2025 年全年达成隐形矫治案例数 53.24 万例，同比增长 48.1%，其中海外市场案例数 25.62 万例（同比+82.1%），接近国内市场案例数的 27.62 万例。2026 年公司将持续产品创新、IT 法务基础设施、知识产权合规、全球销售网络及产能扩张方面的投入，以巩固全球隐形正畸龙头的市场地位，有望继续保持案例数的快速增长，并且积极推进海外业务分部扭亏为盈。

事件

公司发布 2025 年度全年业绩公告

2025 年公司实现收入 3.70 亿美元，同比增加 37.8%；经调整净利润 4377 万美元，同比+63.0%；净利润 2633 万美元，同比+163.0%；归母净利润 2844 万美元，同比+134.8%。EPS 为 0.17 美元。公司董事会建议派发末期股息每股 0.48 港元及特别股息每股 4.99 港元。

简评

2025 年净利润超预期，下半年案例数增长进一步加速

2025 年公司实现收入 3.70 亿美元，同比增加 37.8%；经调整净利润 4377 万美元，同比+63.0%；净利润 2633 万美元，同比+163.0%。净利润增速超预期、显著高于收入增速，主要是由于海外分部收入实现快速增长，亏损大幅减少所致。

公司的调整项目主要包括股份支付 913 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 658 万美元、与收购相关的摊销 98 万美元，以及汇兑亏损净额 75 万美元。

2025 年公司共达成隐形矫治案例数 53.24 万例，同比增加 48.1%。分地区来看，中国内地市场达成案例数 27.62 万例，同比+26.3%，得益于公司在下沉市场及早期矫治领域持续扩大市场占有率；全球市场（中国内地除外）达成案例数 25.62 万例，同比+82.1%。

时代天使 (6699.HK)

维持

买入

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

吴严

SAC 编号:S1440524060003

朱红亮

SAC 编号:S1440521080001

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 04 月 29 日

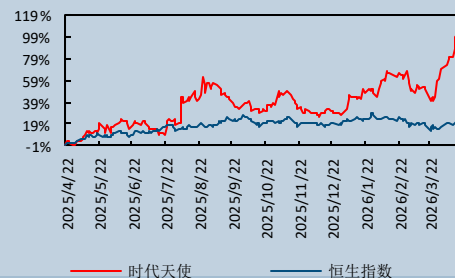
当前股价：89.20 港元

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
31.18/26.39	27.16/27.16	90.60/66.80
12 月最高/最低价 (港元)		90.85/48.65
总股本 (万股)		17,089.64
流通 H 股 (万股)		17,089.64
总市值 (亿港元)		152.44
流通市值 (亿港元)		152.44
近 3 月日均成交量 (万)		80.12
主要股东		
松柏正畸技术有限公司		51.05%

股价表现



2025H2 案例数增速进一步提速，2025H1、2025H2 公司达成案例数分别为 22.58 万例、30.66 万例，分别同比增长 47.7%、71.6%，H2 较 H1 提速约 24 个百分点。2025H1 海外市场达成案例数 11.72 万例，同比+103.5%；2025H2 达成案例数约 13.9 万例，同比增长 67.3%，保持高速增长。2025H1 国内市场达成案例数 10.86 万例，同比+14.0%；2025H2 国内市场达成案例数约 16.76 万例，同比增长约 35.8%，较 H1 大幅提速，主要得益于公司在下沉市场及早期矫治领域的深耕，以及"Angelcare 计划"等品牌公信力建设举措的成效显现。

2025 年公司在全球市场（中国内地除外）的经调整分部亏损 1054 万美元，同比收窄 64%，主要受益于公司成熟的全球专业销售网络、国际一流的服务及临床支持基础设施带来的运营杠杆效应，以及若干中国以外生产工厂的投产成本进度延迟。2025 年中国内地市场的经调整分部利润达 5131 万美元，同比增长 40%，主要归因于中国内地业务持续实现收入稳健增长，并受益于全公司的规模效应，行政及研发投入更多的分摊到全球业务营运中去。

盈利能力显著提升，费用率大幅下降

2025 年公司整体毛利率 62.9%，同比提升 0.3 个百分点；净利率 7.1%，同比提升 3.4 个百分点；经调整净利率 11.8%，同比提升 1.8 个百分点。盈利能力的显著提升主要得益于收入增长带来的规模效应，以及各项费用率的大幅下降。

2025 年公司销售及营销开支为 1.21 亿美元，同比+15.7%，销售费用率从 2024 年的 39.1% 大幅下降至 32.8%，主要得益于集团成熟的全球销售网络推动运营杠杆效应的发挥。行政开支为 5222 万美元，同比+13.0%，行政费用率从 2024 年的 17.2% 下降至 14.1%，反映了集团全球业务规模的扩大推动行政职能共享的协同效应持续发挥。研发开支为 2764 万美元，同比+29.6%，研发费用率从 2024 年的 7.9% 微降至 7.5%。

2025 年物业、厂房及设备折旧 1086 万美元、使用权资产折旧 517 万美元、无形资产摊销 240 万美元，合计折旧摊销 1843 万美元，较 2024 年的 1566 万美元增加约 277 万美元。

全球供应链建设稳步推进，资本支出持续投入

公司持续推进全球供应链建设，以应对复杂多变的全球地缘政治环境，强化供应链韧性。2025 年公司资本支出总额为 2820 万美元，主要包括购买生产工厂的物业、厂房及设备所支付的现金，较 2024 年的 2744 万美元增加约 76 万美元，同比增长约 2.8%。

在全球布局方面，公司已在巴西与东南亚完成医学设计中心及生产基地布局：巴西制造中心已开始生产天使品牌隐形矫治器，为南美市场的业务扩张奠定了坚实的产能基础；巴西和东南亚医学设计中心团队的招聘及专业培训均按计划达成，设计质量符合预期，目前已开始为美国市场提供高质量的医学设计支持服务。

同时，公司正在美国制造基地建设小规模矫治器生产运营能力，以探索自动化生产路径。公司始终恪守患者隐私与数据安全的最高标准，主动邀请专业第三方咨询机构、律所、审计机构进行数据合规评估，最大限度保证业务全流程符合美国 HIPAA、欧盟 GDPR 及中国 PIPL 和 DSL 等全球数据合规标准。

中国隐形正畸龙头走向国际，经营优势持续扩大

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。在国内，公司案例数市场份额稳居第一，公司通过前瞻性布局早期矫治与下沉市场，尽管消费环境波动，但保持增长韧性。"时代天使儿童版"占比持续提升，在主流社交平台的搜索指数位列品类第一。

在国际市场，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。2025年，公司凭借在纽约、伦敦、巴黎、东京、马德里、悉尼、洛杉矶、波士顿、科隆以及圣保罗等全球一线城市中顶级正畸医生的优质临床体验，品牌声誉持续提升。

公司的经营优势主要体现在：（1）组织与全球协同：发挥开放式的组织文化，汇聚全球一流的 KOL 团队，通过总部战略管控与区域本地化授权的平衡，构建能高效响应全球多元市场差异化临床需求的组织体系；（2）营运与服务卓越：始终致力于提供稳定可预期的服务交付，并取得优异的净推荐值（NPS），通过持续优化临床执行能力，成功将医生满意度转化为主动转介绍，这已成为业务增长的核心动力；（3）临床驱动的创新：坚持打造以正畸医生为核心的产品创新模式，在特定市场推出了“天使锁口导板”及“天使曲面导板”等专业工具，行业首创的时代天使儿童防龋矫治器在实现牙齿矫治的同时有效预防龋齿，获得医生和家长的好评；（4）数字化能力领先：将计算机前沿技术与长期积累的医学规则融合，推动方案设计效率持续提升，实现医生诊疗效率、患者治疗体验和公司内部运营效益的价值共赢。

展望 2026 年，公司持续加大战略投入，构建长期增长壁垒

展望未来，公司将继续聚焦支撑长期增长与运营韧性的战略方向：（1）强化研发能力，继续创新隐形正畸解决方案，不断拓展临床适应证，提升治疗效果；（2）增加在 IT、法务和运营团队及基础设施的投资，以确保完全符合主要司法权区的数据安全与隐私法规要求；（3）提升法务能力、增加法务开支，进一步加强知识产权合规、知识产权创新，并积极维护公司的知识产权；（4）优化医学服务能力，提升用户体验满意度，进一步建设全球销售、培训及客户支持团队与基础设施；（5）扩大产能规模，提升生产效率，以应对不断增长的市场需求，特别是建立并运作在全球市场的医学设计中心及生产基地，以确保供应链的韧性和可靠性；（6）拓展销售网络，提升品牌影响力，以及在关键意见领袖与学术领域的市场影响力。

随着全球范围内隐形矫治使用率的持续提升，全球隐形矫治行业继续受益于长期结构性增长。2026 年公司通过持续的产品创新、临床能力提升与全球运营扩张，有望继续保持案例数的快速增长，并且积极推进海外业务分部扭亏为盈，上下半年经营节奏差异不大。

盈利预测与投资建议

我们预测 2026-2028 年，公司营收分别为 4.42、5.37、6.39 亿美元，分别同比增长 19.34%、21.43%、19.16%；归母净利润分别为 0.29、0.45、0.60 亿美元，分别同比增长 2.41%、52.83%、34.31%。2026 年归母净利润增速低于收入增速，主要是考虑到公司海外若干地区的研发、生产、营销地区建设投入加大可能会带来短期运营成本增加。以 2026 年 4 月 21 日收盘价计算，2026-2028 年 PE 分别为 67、44、33 倍。维持“买入”评级。

图表1: 预测及比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万美元）	268.79	370.28	441.89	536.60	639.44
YoY(%)	29.76	37.76	19.34	21.43	19.16
归母净利润（百万美元）	12.11	28.44	29.12	44.51	59.78
YoY(%)	61.42	134.74	2.41	52.83	34.31
毛利率(%)	62.59	62.90	61.00	61.31	61.61
净利率(%)	3.73	7.11	6.10	7.68	8.66
ROE(%)	2.56	5.69	6.04	9.74	14.16
EPS(摊薄/美元)	0.07	0.17	0.17	0.26	0.35
P/E(倍)	160.68	68.45	66.84	43.73	32.56

资料来源: Wind, 中信建投

风险分析

1. 海外布局不及预期的风险：海外医生对公司数字化正畸解决方案的认可需要时间与案例积累，可能导致拓展进度低于预期。
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，消费优先级偏低，国内需求复苏偏慢，或对短期业绩造成压力。
3. 正畸方案设计人才流失的风险：公司方案设计团队涵盖医疗、工程、信息化等多领域人才，若出现核心人才流失，可能影响经营。
4. 行业风险：海内外隐形正畸市场竞争加剧、国内正畸耗材集采、行业合规等政策与市场风险。
5. 专利诉讼风险：2025年9月23日，美国 Align Technology, Inc 依据《美国 1930 年关税法》337 条款，向美国国际贸易委员会提出申请，主张公司对美出口的透明牙套及其组件涉侵权。海外专利诉讼周期较长，短期内暂无法准确判断对美国出口及当地制造 / 设计中心建设的影响。
6. 以上部分风险具有不可预测性，存在我们的盈利预测无法实现的风险。

图表2：财务报表预测
资产负债表（百万美元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	491.67	500.83	523.70	545.79	574.04
现金	227.20	127.22	228.89	197.26	167.25
应收票据及应收账款合计	14.44	30.28	31.37	38.10	45.40
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	16.54	24.43	24.61	29.89	35.61
存货	18.36	16.98	27.45	33.07	39.09
其他流动资产	215.13	301.93	211.38	247.48	286.68
非流动资产	186.44	263.62	270.33	262.87	242.91
长期投资	5.24	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	75.30	94.76	79.91	65.07	50.22
无形资产	29.39	35.67	42.23	54.62	54.50
其他非流动资产	76.52	133.19	148.19	143.19	138.19
资产总计	678.11	764.45	794.03	808.66	816.95
流动负债	128.09	168.12	216.68	260.31	307.55
短期借款	2.86	1.78	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	11.43	11.13	18.43	22.20	26.24
其他流动负债	113.81	155.22	198.26	238.11	281.31
非流动负债	69.78	92.16	92.16	92.16	92.16
长期借款	0.49	0.74	0.74	0.74	0.74
其他非流动负债	69.29	91.42	91.42	91.42	91.42
负债合计	197.87	260.29	308.84	352.47	399.71
少数股东权益	6.14	4.82	2.66	-0.65	-5.08
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
资本公积	474.09	499.33	499.33	499.33	499.33
留存收益	0.00	0.00	-16.81	-42.51	-77.03
归属母公司股东权益	474.10	499.34	482.53	456.83	422.32
负债和股东权益	678.11	764.45	794.03	808.66	816.95

现金流量表（百万美元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	16.92	78.57	179.03	57.72	74.58
净利润	10.02	26.33	26.96	41.21	55.34
折旧摊销	15.66	0.00	23.29	27.46	29.96
财务费用	-5.46	-1.95	-4.11	-4.97	-4.25
其他经营现金流	-3.30	54.19	132.89	-5.97	-6.47
投资活动现金流	-138.83	-156.11	-33.75	-24.13	-14.54
资本支出	24.07	6.04	30.00	20.00	10.00
其他投资现金流	-162.90	-162.16	-63.75	-44.13	-24.54

筹资活动现金流	-28.46	-26.42	-43.61	-65.23	-90.05
短期借款	1.31	-1.08	-1.78	0.00	0.00
长期借款	-0.39	0.25	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-29.37	-25.58	-41.83	-65.23	-90.05
现金净增加额	-150.37	-103.96	101.68	-31.64	-30.01

利润表（百万美元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	268.79	370.28	441.89	536.60	639.44
营业成本	100.56	137.39	172.34	207.64	245.47
营业税金及附加	0.14	0.14	0.13	0.16	0.19
销售费用	105.00	121.46	143.50	172.52	203.52
管理费用	67.53	79.79	94.18	107.87	123.66
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-5.46	-1.95	-4.11	-4.97	-4.25
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	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.93	33.45	36.85	54.39	71.85
其他非经营损益	10.73	-1.76	-4.50	-4.95	-5.45
利润总额	11.67	31.69	32.35	49.44	66.41
所得税	1.65	5.37	5.39	8.24	11.06
净利润	10.02	26.33	26.96	41.21	55.34
少数股东损益	-2.10	-2.11	-2.16	-3.30	-4.44
归属母公司净利润	12.11	28.44	29.12	44.51	59.78
EBITDA	21.87	29.75	51.53	71.93	92.12
EPS（美元）	0.07	0.17	0.17	0.26	0.35

资料来源：Wind，中信建投

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 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。

朱红亮

中信建投证券医药分析师，上海交通大学生物学硕士，研究医疗器械公司。

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。

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