时代天使 (6699 HK)

隐形正畸龙头加速驶向全球

时代天使成立于 2003 年，是中国领先的隐形矫治解决方案提供商，自 2021 年起，已连续四年成为中国隐形矫正市场市占率第一的品牌。2019-2024 年公司收入复合增长率高达 23.8%（按历史汇率换算为美元计算）。我们预期公司将受益于国内市场竞争环境的改善和海外市场的快速开拓，继续保持快速增长。预计 2024-2027 年收入复合年增速将达到 18.0%。我们基于 SOTP 分部估值法，分别对国内业务给予 18 倍 2025E PE，对海外业务基于 6 倍 2025E PS，对应目标价 69.55 港元。

- **中国市场增长稳健，公司龙头地位稳固。**中国错颌畸形患者基数庞大，随着居民收入提升和健康美学意识增强，隐形正畸渗透率有望持续提升。时代天使作为行业龙头，市占率稳中有升。据灼识咨询，2023 年公司国内市场份额已达 42%，稳居行业第一。由于宏观环境承压，国内隐形正畸案例数增长放缓，中小品牌加速出清。我们预计，市场份额将向龙头集中。凭借完善的产品线布局，公司积极拓展三四线城市并深耕儿童/青少年早期矫治市场。在宏观经济环境承压的情况下，公司的国内案例数在 2024 年仍实现 3.2%的稳健增长。尽管短期受产品结构调整和渠道下沉影响，毛利率承压，但公司通过工艺优化和成本管理，使得国内业务的盈利能力保持稳定。我们认为，隐形矫治行业的品牌粘性巨大，公司凭借优秀产品力及优质的临床服务能力可深度绑定医生资源，有望强者恒强，持续拓展市场份额。
- **国际化快速推进，全球化布局初见成效。**据 Grand View Research，2024 年，全球隐形矫治市场规模达到 65 亿美元， 2030 年有望增长至 323.5 亿美元，2024-2030E 的 CAGR 达到 30.7%。公司自 2022 年起开始扩张海外市场，已覆盖全球超 50 个国家，2024 年海外案例数超 14 万例，实现收入 8,055 万美元，海外收入占比快速提升至 30%。公司通过“本地化运营+投资并购”模式，建立全球供应链和本地团队，在欧洲、巴西等重点市场迅速扩大影响力。我们认为，海外业务已经基本完成了早期高投入获客的阶段，盈利能力正快速改善，ASP 和毛利率持续提升。鉴于国际市场的庞大规模，有望成为公司长期增长的核心驱动力。
- **技术创新与数字化赋能，构筑高壁垒竞争优势。**公司持续高研发投入，拥有丰富专利和先进的数字化正畸平台，产品价格带覆盖宽泛。公司的 iOrtho 平台和数字化工具提升医生效率，并帮助应对复杂病例，强化医生粘性。技术壁垒、产品创新和数字化能力不仅巩固了公司的国内领先地位，也为全球市场拓展提供核心竞争力。
- **首次覆盖给予“买入”评级，目标价 69.55 港元。**我们看好时代天使的海外业务保持强劲增长，预计 2024-27E 海外收入复合增速 42.8%。我们预计 2024-27E 国内收入的复合增速 3.3%，经营利润率基本保持稳定。基于 SOTP 分部估值法，对成熟的国内业务给予 18 倍 2025E PE，对处于快速扩张阶段的海外业务给予 6 倍 2025E PS，对应目标价 69.55 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万美元)	210	269	320	377	442
同比增长 (%)	16.2	28.2	19.1	17.9	17.1
调整后净利润 (百万美元)	26	27	27	39	55
同比增长 (%)	(16.0)	2.9	2.2	40.3	42.4
调整后每股收益 (美元)	0.16	0.16	0.16	0.23	0.32
市盈率 (倍)	154.1	95.9	96.9	53.5	31.8
调整后市盈率 (倍)	44.5	43.3	42.8	30.5	21.4

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (首次覆盖)

目标价	69.55 港元
潜在升幅	29.0%
当前股价	53.90 港元

中国医药

王云逸
(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

武 煜, CFA
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	9,164.4
3 月平均流通量(百万港元)	58.2
52 周内股价高/低(港元)	76.30/46.65
总股本 (百万)	170.0

资料来源：FactSet

股东结构

松柏正畸	51.3%
天荣企业有限公司	12.6%

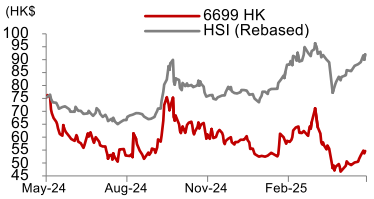
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	10.8%	1.4%
3 -月	-8.0%	-11.3%
6 -月	-11.8%	-26.9%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

目录

目录 2
投资亮点 3
中国市场空间广大，竞争格局有望改善，行业龙头强者恒强 3
全球隐形正畸市场长坡厚雪，国际业务锻造第二增长曲线 3
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 69.55 港元 4
投资风险 4
时代天使：以数字化和全球化战略构建市场竞争力 5
案例数和收入增长稳健，利润因海外市场投入承压 8
海外营销投入初见成效，盈利能力前低后高 10
中国市场：市场逐步出清，渗透率持续提升 12
需求端：下沉市场及儿童需求持续增长 12
供给端：小品牌逐步出清，强者恒强 15
海外市场：市场空间广阔，时代天使稳步前进 18
整体市场稳定增长，市场格局呈现一超多强 18
美国市场：加强本土生产建设，做美国市场的长期主义者 19
欧洲市场：具备快速增长潜力 20
拉美市场：全球第四大隐形正畸市场，增长空间广阔 21
盈利预测 24
预计 2024-27 年收入复合增速 18.0%，归母净利润复合增速 45.1% 24
估值 28
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 69.55 港元 28
投资风险 29
附录：公司资料 30

投资亮点

中国市场空间广大，竞争格局有望改善，行业龙头强者恒强

中国拥有庞大的错颌畸形患者基础，且 II/III 类复杂畸形占比高。根据灼识咨询，2022 年中国错颌畸形患者超过 10 亿人，是美国患者规模的四倍以上，其中更为复杂的 II 类和 III 类畸形患病率达到 45-50%，II/III 类错颌畸形患者数是美国的近九倍。虽然患者基数庞大，但中国正畸诊疗渗透率和人均口腔消费支出仍远低于发达国家，行业增长空间广阔。近年来，居民收入提升和健康审美意识增强，持续推动隐形正畸渗透率提升和案例数增长。根据灼识咨询的数据，2018-2023 年，中国隐形正畸案例数从 21 万例增长至 51 万例，5 年 CAGR 达 19.2%，预计 2030 年将进一步增长至 186 万例，2023-2030E 的 CAGR 达到 20.3%。政策层面，2022 年的陕西省联盟集采推动隐形正畸价格下行，有助于释放三四线城市等下沉市场的需求，行业渗透率有望加速提升。具体来看，时代天使有三款产品中选，价格降幅较为温和，最高降幅不超过 30%。我们认为集采对于时代天使的利润影响较为有限。2023-2024 年，公司国内业务的分部利润率均维持稳定。

此外，儿童/青少年早期矫治逐渐成为市场增长的重要驱动力。在宏观经济导致整体医疗消费市场不景气的情况下，父母对儿童口腔医疗的支付意愿相较成人口腔医疗更强，需求更为刚性。据灼识咨询，2021-2023 年，儿童/青少年隐形正畸案例数占全国的总案例的比重从 30%增长至 40%。时代天使在 2019 年推出了中国首个儿童早矫产品时代天使儿童版，并持续保持强劲增长。我们预期，时代天使儿童版的案例数占公司国内总案例数的比重将持续上升，从而增强公司业绩增长的韧性。

中小品牌出清，时代天使巩固龙头地位。受疫情及宏观经济环境影响，中国隐形正畸案例数增长短期承压，初创隐形正畸品牌难以获得进一步融资以维持高昂的销售费用和维护成本，价格竞争的策略也难以支撑盈利。因此，行业开始出清，smilelab、微笑公式、vvsmile 等品牌相继出现经营异常或停止运营。时代天使的国内市场份额稳中有升，龙头地位稳固。尽管宏观经济存在波动，消费医疗的决策趋于理性，但隐形正畸作为兼具美观与功能改善的消费医疗品类，儿童/青少年早期矫治的刚性需求突出且渗透率稳步提升，逐渐成为公司业绩增长的新引擎。公司不断加大对三四线城市和儿童/青少年早矫赛道的投入，通过产品创新与渠道下沉，成功把握基层市场和新兴细分市场的成长机遇。与此同时，时代天使以“产品+培训+服务”模式深度绑定医生资源，持续提高医生粘性和品牌壁垒，强化 To Doctor 商业模式的优势。此外，中国正畸医生供给紧缺、品牌更替意愿低，进一步巩固了头部厂商的市场份额。

我们认为，时代天使依托庞大的患者基数、强劲的品牌和渠道能力、领先的数字化服务、深度绑定医生资源，并积极布局下沉市场和儿童业务，具备高质量增长的基础。在行业回归理性、强者恒强趋势下，时代天使的中国市场龙头地位有望进一步稳固，实现穿越周期的长期成长。

全球隐形正畸市场长坡厚雪，国际业务锻造第二增长曲线

随着全球经济增长、居民口腔健康和审美意识提升，全球隐形正畸市场正以高于传统正畸的速度持续扩容。据 Grand View Research 的统计，2024 年，全球隐形矫治市场规模达到

65 亿美元，2025 年预计将进一步同比增长 27.7%至 83 亿美元。随着全球经济增长和审美意识的提升，人们对美容和牙齿健康愈加关注，全球隐形矫治市场有望在 2030 年达到 323.5 亿美元，2024-2030E 的 CAGR 达到 30.7%。北美、欧洲等成熟市场对高质量医疗服务和数字化正畸的需求持续增长，发展中国家则凭借庞大人口基数和快速增长的医疗消费能力，成为新增长引擎。

隐适美（Invisalign）占据全球隐形矫治行业的绝对主导地位。时代天使自 2023 年正式加速国际化布局，凭借中国市场 20 余年积淀的技术、产品、数字化平台及智能制造能力，进入欧美及新兴市场。公司采取“本地化运营+投资并购”双轮驱动模式，在欧洲、澳大利亚等地组建本地团队，落地本地化服务体系，并通过并购巴西的 Aditek，迅速完善在巴西等市场的渠道和服务网络。公司还积极推进全球供应链建设，布局巴西和美国工厂，将有效提升海外交付能力和抗风险能力。

公司全球市场的开拓初见成效，2024 年海外案例数超 14 万例，实现收入 8,055 万美元。我们认为，海外业务已经基本完成了早期高投入获客的阶段，案例强劲增长，带来经营杠杆效应，盈利能力正快速改善，ASP 和毛利率持续提升。此外，时代天使聚焦以医生为核心的 To Doctor 模式，强化本地医生教育和学术推广，借助数字化平台为全球医生赋能，提升品牌粘性和产品力，逐步树立国际高端品牌形象。

分区域看，在欧洲，依托学术推广和高技术含量产品，公司快速提升市场份额，EMEA 成为公司最大海外收入来源。在拉美市场，公司通过并购本地龙头 Aditek 快速切入巴西市场，借助人口和消费升级红利打开增长空间。在北美市场，公司计划建设本地工厂、加强学术推广，尽管短期内面临市场需求疲软及贸易摩擦挑战，但随着供应链本地化和品牌认知提升，北美业务有望逐步成长。

全球隐形正畸需求持续扩容，赛道品牌粘性强。主流市场高度重视技术、服务和数字化能力，时代天使凭借深厚的产品力和“本地化+全球化”双驱动，有望持续提升全球市占率，成为继隐适美之后全球隐形正畸行业的核心玩家。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 69.55 港元

我们看好时代天使的海外业务保持强劲增长，预计 2024-27E 海外收入复合增速 42.8%。我们预计公司国内业务将保持稳健，2024-27E 国内收入的复合增速 3.3%，经营利润率基本保持稳定。我们基于 SOTP 分部估值法，对成熟的国内业务给予 18 倍 2025E PE，对处于快速扩张阶段的海外业务给予 6 倍 2025E PS，对应目标价 69.55 港元。

投资风险

（1）海外市场拓展不及预期；

（2）海外市场投入巨大，盈利能力承压；

（3）国内市场竞争加剧；

（4）宏观环境持续影响国内市场需求。

时代天使：以数字化和全球化战略构建市场竞争力

时代天使成立于 2003 年，是中国领先的隐形矫治解决方案提供商。2024 年，时代天使的中国案例数达到 21.9 万例。据灼识咨询的统计，自 2021 年起，时代天使已连续四年在中国隐形矫治市场排名第一，市场份额由 2021 年的 41.1%上升至 2023 年的 41.9%。

2003 年，公司创始人李华敏女士与清华大学 3D 打印之父颜永年、首都医科大学口腔医学院院长王邦康组建研究团队，共同开发了中国首款隐形矫治解决方案。2006 年，公司的时代天使标准版获得了国家食品药品监督管理局批准，并获得中国首个隐形矫治器治疗相关专利，开启了商业化进程。2010 年，全球隐形正畸龙头 Align Technology（ALGN US）旗下的“隐适美”隐形矫治器在中国获批并在 2011 年正式进入中国市场，形成了中国市场的“双寡头”局面。2021 年，时代天使超越隐适美，成为中国隐形矫治市场份额第一的品牌。2022-2023 年，新冠疫情期间，受限于宏观经济不景气和中国市场竞争加剧，公司业绩承压。同时，公司在 2022 年开始启动全球化战略，并在 2023 年正式进入“全球化组织+本地化运营”阶段。随着海外市场运营成果逐渐显现，公司业绩重回快速增长轨道。2024 年，时代天使实现收入 2.7 亿美元，同比增长 28.2%。

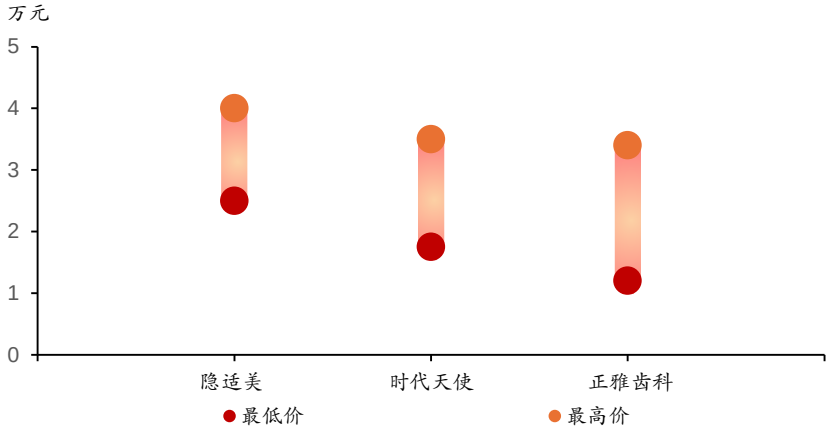
在产品方面，公司为牙科医生提供了自研的数字化正畸解决方案——时代天使隐形矫治系统，包括数字化辅助案例评估支持及矫治方案设计服务、隐形矫治器和云服务平台 iOrtho，能够为牙科医生提供全面的案例评估、矫治方案设计和技术支持服务。公司已推出四款产品线：经典版、冠军版、儿童版和 COMFOS，价格带覆盖宽泛，可满足从低端到高端市场的多元化需求。在价格定位上，竞争对手隐适美主打高端市场，价格最为昂贵；时代天使则主要聚焦中高端市场，进行差异化布局。其他国产品牌，如正雅齿科、适美乐、象贝等，价格定位较时代天使更低，更聚焦于下沉市场。

图 1: 公司主要产品和竞争对手主要产品对比

品牌	产品	特点	终端价格（人民币）
时代天使	时代天使冠军版	全球首个多模式隐形矫治器，采用 7+3 双膜交替矫治，适用于多种矫治类型，且可处理更复杂的病例，并将治疗周期缩短约 30%。	~3-4 万元
	时代天使经典版	价格适中，适用于多种错颌畸形，如牙齿过于拥挤或牙间距过宽、深覆牙合、错咬、龅牙等。	~2-3.5 万元
	时代天使儿童版	适用于 6-12 岁儿童。	~1.1-2.5 万元
	COMFOS	适用于多种矫治类型。	~1.5-2 万元
隐适美	Full 经典版	适用于大部分需求，包括轻度、中度和重度的牙齿问题	~4+万元
	Teen 青少年版	适用于 13 岁以上青少年	~3.5+万元
	Moderate 中等难度版	适用于中等难度的畸形牙，如旋转、翘起或后退的牙齿，更大力度和选项	~3.2+万元
	First 儿童版	适用于 6-10 岁牙齿正在生长的儿童	~2.5+万元
	Lite	适用于简单病例，主要针对前牙美观问题，提供轻微矫正和调整	~2.5+万元
	IGO 极速版	针对轻微错位的快速矫正，通常仅需 6-12 个月	~2.5+万元
正雅齿科	航天版	适合需要在不同阶段定制专门矫正器的患者	~3.4+万元
	GII 版	可定制个性化的矫正方案，适合对矫正效率和舒适度有更高追求的患者	~3.2+万元
	经典版（GE 版）	适用于广泛的牙齿问题	~2.6+万元
	GS 版	适合骨性畸形患者，可改善面型	~2+万元
	早期矫治版	适用于儿童和青少年	~1.5+万元
	咬合诱导版	适用于牙齿发育期且出现错颌畸形问题的儿童及青少年	~1.2+万元

资料来源：公司官网及招股书，贝色口腔，招银国际环球市场
注：正雅还有 GI 版、悦享版及六要素版，但未查到价格

图 2: 隐形矫治头部品牌在中国的终端价格区间对比



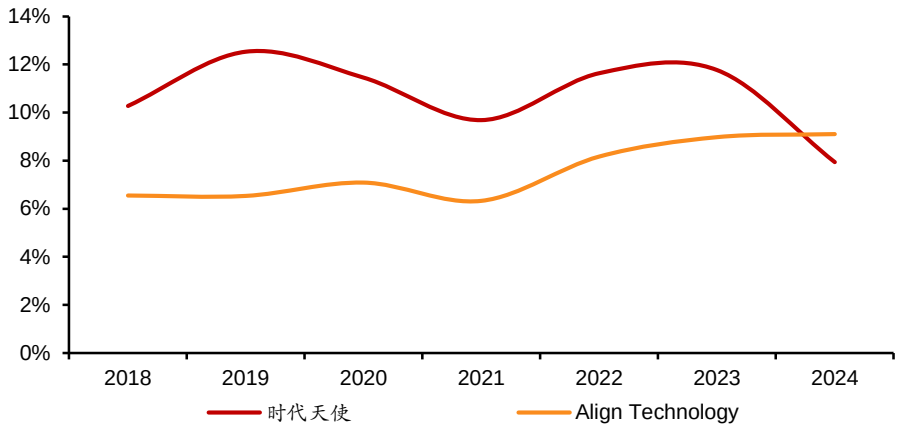
资料来源：贝色口腔，招银国际环球市场

在技术方面，公司和多家中国知名高校保持深度合作，持续保持较高研发投入，2018-2023 年研发费用率普遍超过 10%，高于 Align Technology（隐适美品牌母公司）。2024 年，时代天使的研发费用率为 8%，与 Align Technology 相近。

凭借 masterForce 生物力学平台、masterControl 隐形矫治器材料平台和 masterEngine 人工智能多模态生物数据平台，时代天使持续开发多种解决方案以适应不同的矫治需求如功能矫治、拔牙病例、磨牙远移等，满足复杂病例的需要。比如，1）A6 前导下颌隐形矫治解决方案，针对下颌后退型凸面型，可在纠正骨性畸形的同时，完成错位牙的矫正与咬合重建，大大提高了矫治效率，缩短矫正周期。2024 年，公司发布新版 A6殆板，使矫治器殆板的受力更加均匀、强度更大，从而全面加强在颌位纠偏、下前牙转矩控制等临床应用的治疗效果。2）A7 拔除前磨牙解决方案，基于 masterForce 的正畸生物力学测试与分析，通过优化磨牙支抗设计、磨牙垂直控制、尖牙远中平动控制以及前牙转矩控制，显著提升拔除前磨牙病例的牙移动控制精度。3）A8 推磨牙远移隐形矫治解决方案，利用 masterForce 的精准计算，结合 masterControl 和 master Control S 材料推出渐进分步模式、附件体系和牵引方式相匹配的系统化集成方案，可有效保护支抗，减少牵引导致的对颌磨牙伸长力和前牙唇倾力，实现精准可控的推磨牙远移方案。此外，公司建立了最大的亚洲人种口腔医学数据库，积累案例数量持续增加，使得公司数据库不断增大，帮助公司持续改进和升级产品。

此外，公司还推出多种辅助手段，如放置于牙齿的实体附件和放置于矫治器上的阴性附件，可辅助牙齿矫正，以及牵引系统天使扣，帮助矫治器更精准地施加力量，从而更好的控制牙齿移动方向和角度。

图 3: 2018-2024 年研发费用率对比



资料来源：Wind，招银国际环球市场

数字化赋能可以打破医生不足对行业的掣肘。根据中华口腔医学会正畸专业委员会，中国每十万人不足 0.7 名正畸医生，而美国每十万人有 3.3 名，并且正畸医生培养周期需 8-11 年。时代天使选择用数字化赋能医生，可以降低牙科医生提供正畸服务的专业门槛、提高医生服务患者的效率。时代天使打造了优秀的全流程数字化正畸能力，从而提升医生的品牌粘性。公司不断迭代“iOrtho 数字化正畸智能服务平台”，能够在初诊阶段模拟矫治效果、在辅助诊断阶段识别牙齿问题、在方案设计阶段实时生成矫治方案、在生产阶段智能制造个性化订制牙套、在过程监控阶段辅助对比牙齿移动偏差。2024 年公司上线了 iOrtho App 国际版，并发布了一系列数字化工具和方案设计的新功能模块，包括 1）微笑运营家，2）口腔智能分析，3）方案实施生成，4）牙移动难度评估，5）牙移动进展监控，6）咬合跳跃切换展示步骤，7）多压步修改，8）输入数值修改牙齿移动量，9）天使扣与对颌的碰撞检测，10）自动暂存，可以从患者初诊、辅助诊断、方案设计、生产到过程监控，全流程增强口腔医生的诊疗能力。

图 4: 时代天使价值链

资料来源：时代天使招股书，招银国际环球市场

图 5: 时代天使数字化正畸工具

患者初诊	辅助诊断	方案设计	过程监控
•iSmile Maker 微笑运营家 •Make it	•iDiagnose口腔智能分析 •iPano-Analysis 智能全景片分析 •iCeph-analysis 投影测量分析	•Live Now 方案实时生成 •Movement Evaluation 牙移动难度评估 •咬合跳跃切换展示步骤 •多压步修改 •输入数值修改牙齿移动量 •天使扣与对颌的碰撞检测 •自动暂存	•Progress Analysis 牙移动进展监控 •口腔数字化远程解决方案 MOOELI

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

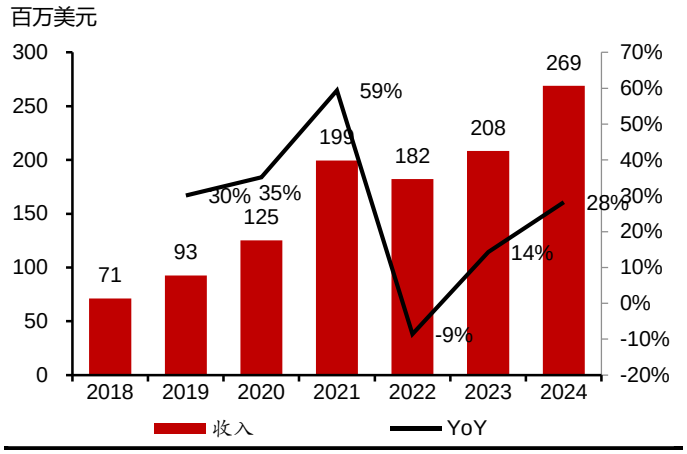
在海外市场方面，公司已触达全球超过 50 个国家及地区的数千位口腔医生，耕耘欧洲、亚太、巴西和北美等市场，其中 EMEA 地区的案例数占比最大，是公司的核心战略市场。公司于 2023 年 1 月完成收购巴西领先的正畸产品制造商 Aditek 的 51%股权，通过公司先进的数字化和云服务平台，赋能 Aditek 的医学设计和智能制造，助力 Aditek 升级巴西智能制造基地，为公司的全球化拓展奠定基础。目前，巴西生产基地已进入规模化扩产阶段。2025 年 3 月，时代天使宣布，将在美国威斯康星州大密尔沃基地区建设 52,000 平方英尺的隐形矫治器制造中心，通过构建灵活可靠的全球供应链体系，应对地缘政治的风险。公司也在欧洲、澳新等市场搭建了本地化运营服务和临床支持团队，因地制宜地提供产品和服务，通过直销模式打开海外市场，逐步获得了国际专业正畸关键意见领袖（KOL）的认可。

案例数和收入增长稳健，利润因海外市场投入承压

公司收入整体稳健增长，展现出较强的韧性。2018 年至 2023 年，受益于隐形矫治器渗透率和公司市占率的提升，公司案例数从 7.8 万例快速增长 24.5 万例，CAGR 达到 25.8%。2024 年，公司案例数同比增长 46.7%至 35.9 万例。海外市场成为了公司案例数增长的主要动力，2024 年海外市场达成案例数 14.1 万例，同比增长 326%，海外案例数占比快速上升至 39.1%。中国市场案例数稳健增长，2024 年达成 21.9 万例，同比增长 3.2%。

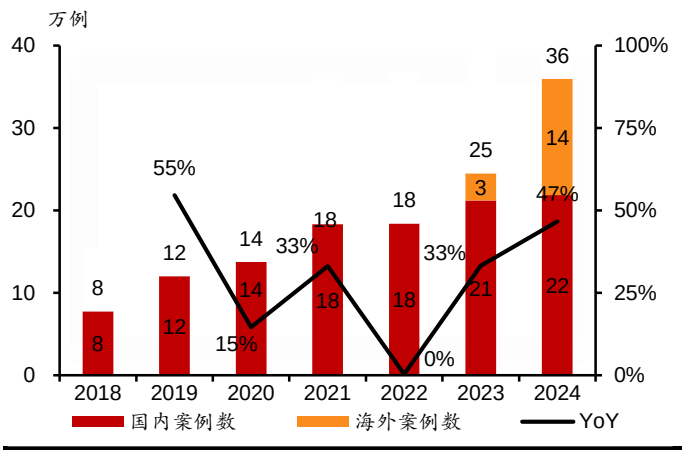
得益于案例数的快速增长，时代天使收入从 2018 年的 4.9 亿元增长至 2023 年的 14.8 亿元，CAGR 达 24.8%。2023 年是公司的出海元年，实现海外收入 1.5 亿元，占公司整体收入的 9.8%。由于公司加快推进全球化业务，公司在 2024 年将财务报表口径从人民币改为美元。2024 年，公司实现收入 2.7 亿美元，同比增长 28.2%；其中国际市场收入 8,055 万美元，同比增长 290%，收入占比上升至 30.0%，国际市场推动公司营收强劲增长。

图 6: 2018-2024 年收入及增速



资料来源：WIND，招银国际环球市场
注：按历史汇率换算为美元

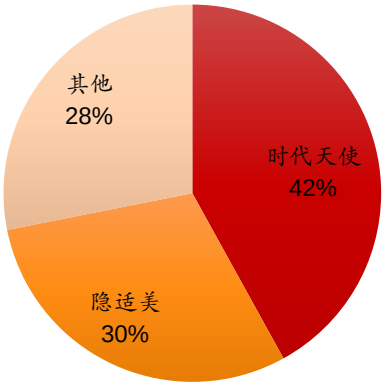
图 7: 2018-2024 年案例数及增速



资料来源：时代天使，招银国际环球市场

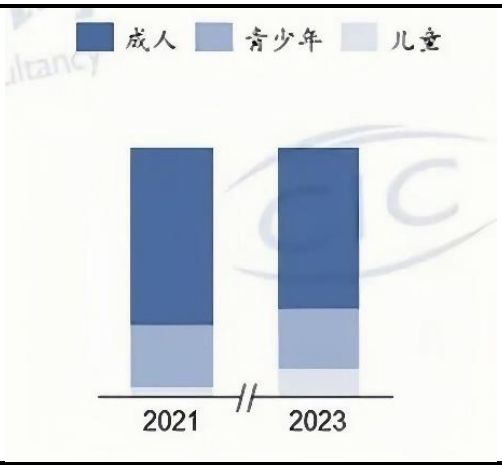
公司在中国隐形矫治市场的份额保持领先，并持续挖掘下沉市场潜力。根据灼识咨询的统计，2023 年公司在中国隐形矫治市场的份额达到 42%，遥遥领先于第二名隐适美的 30%。同时，公司也在持续挖掘下沉市场的潜力。公司过去主要布局在一、二线城市。从 2022 年开始，公司加大了在三、四线城市的布局力度，推出了大量面向基层医生的培训计划，推广偏经济型的 COMFOS 产品。此外，面对当前宏观经济环境的挑战，公司重点发展儿童及青少年早矫市场，不断丰富早矫产品线，推出儿童/青少年专属设计方案，并加强针对于儿童/青少年市场的医生教育和医生支持服务。2024 年公司儿童版产品线继续保持强劲增长，收入占比持续提升。比如，公司在 2023 年推了新一代 KiD 前牵引解决方案，在实现上颌骨前牵引的同时进行牙齿排齐，为口腔医生提供矫形与矫治二合一的全新治疗选择。公司在 2024 年推出 Kid Max，通过 K1、K1 Pro 和 KiD Max 构建涵盖全生命周期的早期矫治产品矩阵，可满足患者在不同生长发育阶段中针对牙齿、颌骨、口腔功能等方面的全周期管理需求。针对儿童与青少年口腔健康的痛点，公司还推出了 KiD 防龋版，赋予隐形矫治器牙齿矫正与防护的双重功能，进一步扩展了儿童版产品矩阵。同时，公司还推出了口腔智能分析报告（儿童版）、专属医学团队支持以及数字化远程解决方案 Mooeli（儿童版），为口腔医生在矫治的全流程提供诊疗支持。我们认为，儿童及青少年的正畸需求相较于成人正畸更加刚性，受宏观经济环境影响相对较小。根据灼识咨询的数据，2021-2023 年，儿童青少年隐形矫治案例数占比提升。因此儿童版产品已逐步成为公司国内业务的主要增长引擎。

图 8: 2023 年中国隐形矫治市占率



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

图 9:中国隐形矫治案例数的人群分布变化



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

海外营销投入初见成效，盈利能力前低后高

时代天使毛利率长期维持在 60%以上，但低于全球龙头隐适美，主要是因为隐适美主攻高端市场。公司毛利率受到综合平均售价（ASP）影响和单位生产及设计成本影响而产生波动。

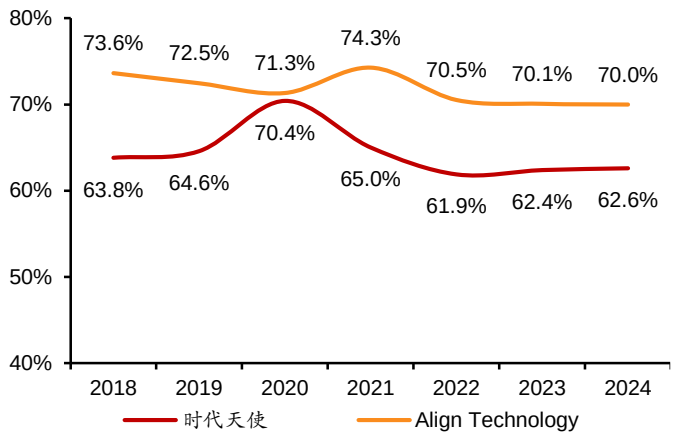
2022 年，隐适美宣布在中国市场降价，青少年和成人款产品的医疗机构端采购价分别降价 23%和 15%。时代天使自 2021 年 9 月开始布局三四线市场，渠道下沉和产品结构的变化，使得公司的综合平均出厂价有所下滑。同时，疫情导致国内市场案例数增长放缓，单位设计成本上升，导致毛利率降低。但公司持续通过工艺改进，优化成本结构，降低单位生产成本，2023-24 年公司毛利率得到改善。同时，国际市场案例数的快速增长摊薄了固定成本，以及国际市场综合平均售价（ASP）小幅提升，2024 年国际市场毛利率同比增长 11.1ppts 至 60.9%，与国内市场的毛利率差距缩小至 2.4 个百分点。

短期看，我们认为时代天使的毛利率在 2025 年仍将承压，主要是由于：1）国内市场：市场竞争压力持续，且宏观经济环境具有挑战的情况下，价格相对亲民的 COMFOS 版占比预计将持续提升。此外，公司不断拓展三、四线城市，带来产品结构变化，将对国内 ASP 带来压力，从而影响国内业务的毛利率。2）海外市场：我们预计随着公司在海外市场教育、品牌认知度的提升，产品折扣将持续减少，带动海外 ASP 上升。但考虑到巴西和美国工厂逐渐投入使用，产能爬坡阶段生产成本高于国内。因此，我们预计海外市场的毛利率在海外生产基地投产初期将有所下滑。长远看，我们认为国际市场毛利率有望逐步改善，最终与国内市场一致。我们预计未来随着海外业务的贡献占比逐步增加，公司综合毛利率自 2026 年起将逐步改善。

2022 年、2023 年公司的经调整净利润分别同比减少 38.7%和 16.0%，经调整净利率为 16.8%和 12.5%，分别同比下降 10.5 和 4.2 个百分点。2022-23 年盈利下滑主要因为：1）国际市场早期投入导致销售费用率大幅上升；2）对中国下沉市场的投入导致市场教育、医生培训成本上升；3）渠道及产品结构变化导致综合 ASP 有所下降，毛利率下滑。2024 年，公司净利润恢复正增长，经调整净利润同比增长 2.9%至 2,686 万美元。中国市场保持稳健，2024 年经调整分部利润率为 19.5%，与 2023 年持平。国际市场经营成效初步显现，2024 年经调整分布亏损率同比大幅收窄 109 个百分点至 36.8%。由于国际市场仍处于投入期，

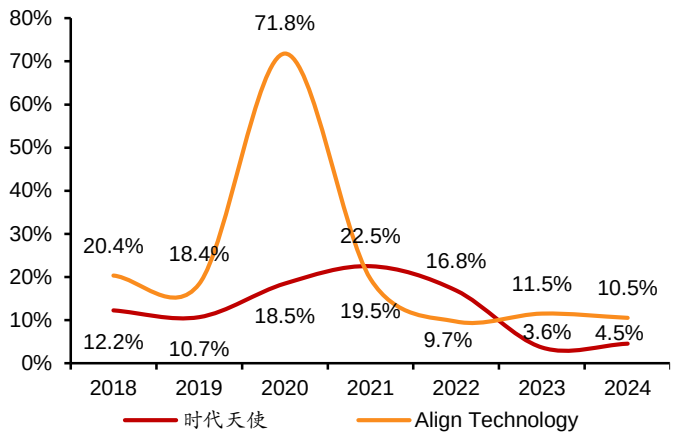
海外生产基地将逐渐开始生产供应，在产能爬坡阶段也将对毛利率产生阶段性的负面影响，因此公司的国际业务在 2025E-2026E 预计仍将亏损。管理层目标将在 2027 年上半年实现国际业务的月度盈亏平衡。

图 10: 2018-2024 年毛利率对比



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 11: 2018-2024 年净利率对比

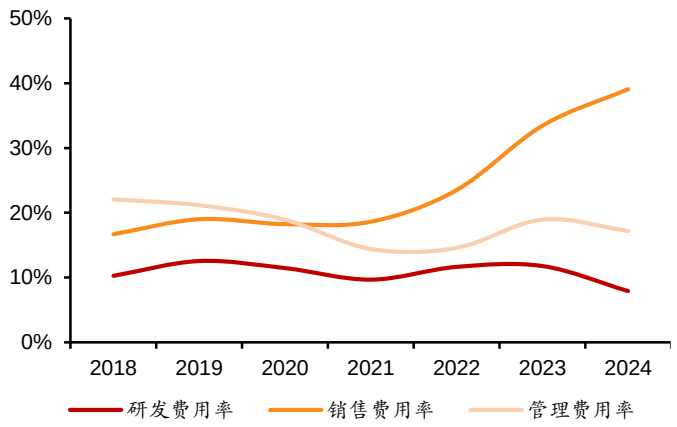


资料来源：Wind，招银国际环球市场

注：时代天使为归母净利润率口径，Align Technology 为净利润率口径。2020 年，由于税收优惠，Align Technology 的净利润大幅上升。

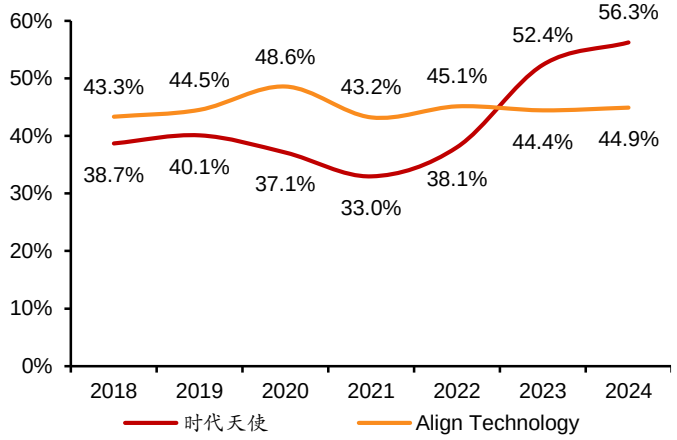
公司积极开拓海外市场，销售费用率大幅上升。2018 年至 2024 年，公司研发费用率和行政费用率整体维持平稳，但是销售费用率大幅度上升，主要原因是公司对海外市场进行了较大的投入。公司在海外市场采取“全球化组织+本地化运营”策略，以直销为主，需要在当地搭建自有团队，前期投入规模较大。

图 12: 2018-2024 年费用率情况



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 13: 2018-2024 年 SG&A 费用率对比



资料来源：Wind，招银国际环球市场

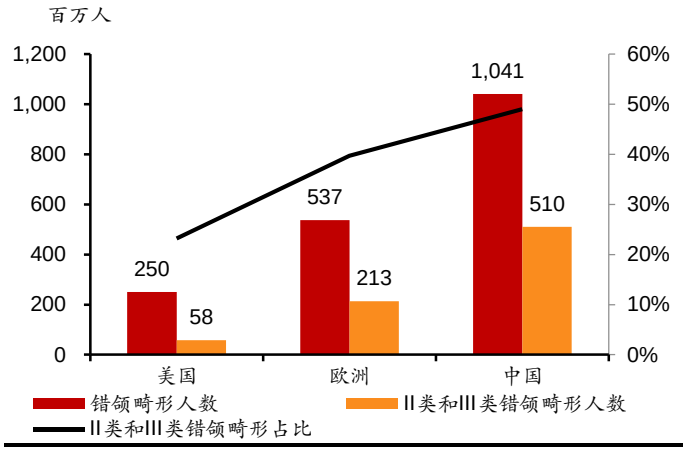
注：时代天使的 SG&A 费用率=销售费用率+管理费用率。

中国市场：市场逐步出清，渗透率持续提升

需求端：下沉市场及儿童需求持续增长

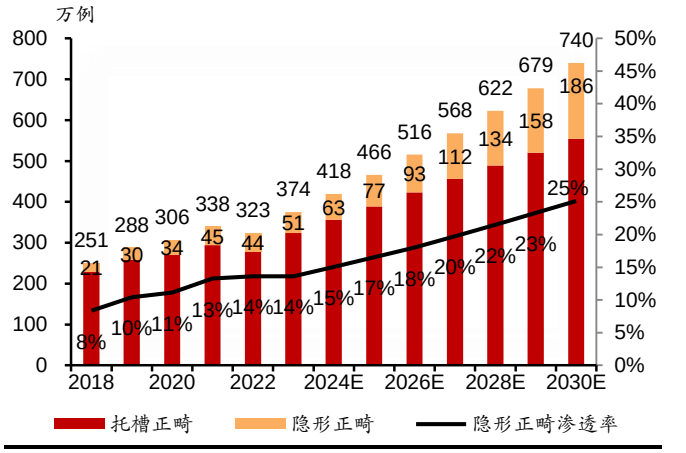
中国有较大规模的错颌畸形患病人群。根据世卫组织的定义，错颌畸形是指在生长发育过程中，由先天遗传因素或后天环境因素导致的牙齿、颌骨和颌面的畸形，如牙弓形态异常、牙齿排列不齐，上下牙弓咬合关系异常等，既影响美观，也影响咀嚼等功能，对生活质量产生不利影响。根据安氏错颌畸形分类法（Angle Classification），错颌畸形可按照上下牙弓失状向关系可以分为三类：1）安氏 I 类：中性错颌，磨牙关系为中性关系。牙列中存在错位牙，可表现出牙列拥挤、双牙弓前突、上牙弓前突、前牙深覆盖、前牙反颌、后牙颊舌向错位等。2）安氏 II 类：远中错颌，磨牙关系为远中颌关系，无法正常咬合。表现为前牙深覆盖、深覆颌、下巴后缩和开唇露齿等。3）安氏III 类：近中错颌，无法正常咬合。表现为地包天、偏颌等。一般 II 类和 III 类畸形更为复杂，治疗难度更高。根据灼识咨询的《中国隐形正畸行业白皮书》，2022 年中国有超过 10 亿的错颌畸形患者，是美国患者规模的四倍以上，其中更为复杂的 II 类和 III 类畸形患病率达到 45-50%，II/III 类错颌畸形患者数是美国的近九倍。

图 14: 2022 年各国或地区错颌畸形患者数



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

图 15: 2018-2030 年中国正畸案例数及隐形正畸渗透率



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

正畸治疗主要分为传统正畸治疗法和隐形矫治疗法。传统正畸采用金属牙套、舌侧矫治器或陶瓷牙套等，是目前最为主流的治疗方法，但是具有口腔不适、不美观、口腔卫生不良和对牙医技术要求高等缺点。隐形矫治疗法于 1998 年在美国首次推出，使用透明热塑聚合物材料制造，具有美观舒适、良好的口腔自洁性、数字化诊断设计更精确、疗效可预测性及临床复诊少等优势，但是普遍比传统矫治疗法更加昂贵。

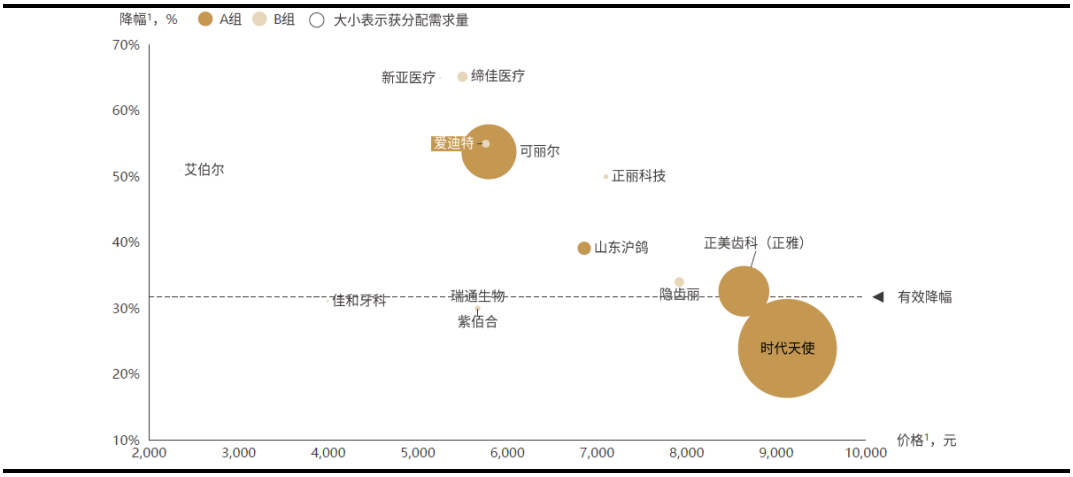
居民收入增长以及居民对审美和健康意识提升，将带动正畸行业增长和隐形正畸渗透率提升。中国人均可支配收入从 2018 年的 2.8 万元上升至 2024 年的 4.1 万元，CAGR 为 6.6%。口腔诊疗具有一定的消费医疗属性，因此居民支付能力的持续提升驱动其对口腔诊疗消费和支付意愿的提升。根据中国卫生健康统计年鉴，2018-2022 年，医疗卫生机构口腔科的年就诊人次从 1.6 亿增长至 1.9 亿，CAGR 达 5.2%。根据通策医疗的披露，2021 年中国人均口腔消费支出仅为 16.7 美元，相比于日本的 246 美元和美国的 474 美元仍有巨大提升空间。近年来，公众健康和审美意识的增强不断推动中国正畸渗透率的提升和案例数的快速增长。2018-2023 年，中国正畸案例数从 251 万例增长至 374 万例，5 年 CAGR 达 8.3%，

预计 2030 年将进一步增长至 740 万例，2023-2030E 的 CAGR 达到 10.2%。与此同时，在中国正畸市场，隐形正畸的渗透率逐步提升，已从 2018 年的 8%上升至 2023 年的 14%，有望在 2030 年提升至 25%。

集采推动渗透率提升。2022 年 12 月，陕西、山西、内蒙古等 15 个省（区、兵团）首次完成正畸材料托槽类耗材集中带量采购，其中隐形正畸出乎意料地被纳入集采品种范围。在这轮集采中，隐形正畸的价格降幅较为温和，时代天使有三款产品中选，降价幅度最高不超过 30%，而隐适美未中选。我们认为集采对于时代天使的利润影响较为有限。2023-2024 年，公司国内业务的分部利润率均维持稳定。

值得注意的是，隐形正畸案例数主要分布在一、二线城市。据灼识咨询统计，2023 年一线、新一线及二线城市的隐形正畸案例数占全国案例数的 71%。但 2022 年陕西省联盟集采区域并未包括将京津冀、江浙沪和广东省经济强省，而是主要集中在三、四线城市。因此，我们认为，集采降价能够进一步释放基层市场需求，有助于市场渗透率的提升。

图 16: 陕西 16 省（区、兵团）联盟正畸集采隐形正畸中标情况



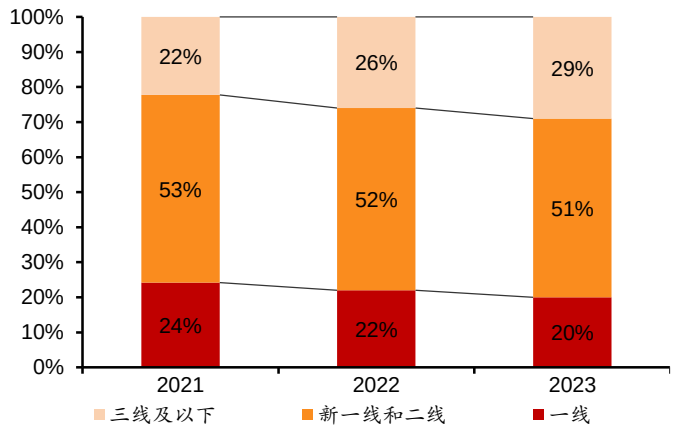
资料来源：陕西省公共资源交易中心，灼识咨询，招银国际环球市场

下沉市场具有巨大的增长潜力。据灼识咨询，中国三线及以下城市（“低线城市”）的正畸渗透率处于较低水平，且隐形正畸占比低于 10%。尽管低线城市正畸渗透率低于一线城市，但由于人口众多，2022 年低线城市的正畸总案例数已超过一线城市。因此我们认为低线城市具有广阔市场空间，随着各家头部品牌推出经济款式，价格下降至 1-2 万元左右，隐形正畸在低线城市渗透率有望持续提升。从中国隐形正畸案例量分布来看，2021 年低线城市占比为 22%，2023 年低线城市案例数占比已提升至 29%，下沉市场需求持续释放。

此外，隐形正畸龙头品牌在（新）一线及二线城市的市场份额已趋近饱和。据灼识咨询，2023 年，时代天使和隐适美在一线城市和新一线/二线城市的市场份额合计已分别达到约 80%和 70%，而在三、四线城市仅为 60%。因此，头部品牌在下沉市场的份额仍有增长空间。中国的小型隐形正畸厂商主要集中在下沉市场，主要采取低价+高营销的市场竞争策略，利润空间小。但由于正畸治疗周期时间长，基层市场医生的诊疗经验相对欠缺，医生对厂商的医学服务支持和经营稳定性通常要求较高。而对厂商而言，后续的案例和医生维护成本高，因此高营销投入和价格竞争的商业模式不可持续。随着小型厂商的低价格和高培训维护成本导致初期投资消耗殆尽，我们认为低线城市将出现小品牌出清，市场集中度将会上升。

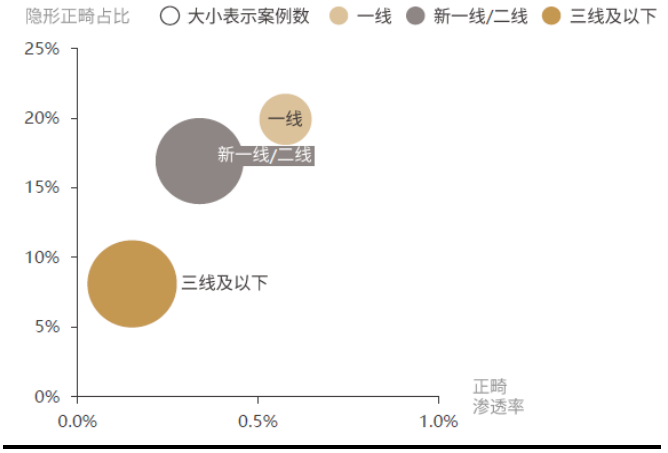
时代天使在近几年加大了对三四线城市市场的投入。公司针对三四线城市医疗资源不足的特点，推出了大量面向基层医生的培训计划，吸引医生选择时代天使的产品。公司也使用了分销渠道增强低线城市的覆盖。此外，针对三四线城市正畸医生不足，诊疗能力有限的痛点，公司聚焦口腔诊疗全流程的数字化平台建设，可降低医生的工作量和技术难度，显著提升诊疗效率。

图 17: 中国隐形正畸案例数，按城市线级分布



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

图 18: 2022 年中国正畸渗透率，按城市线级分布



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

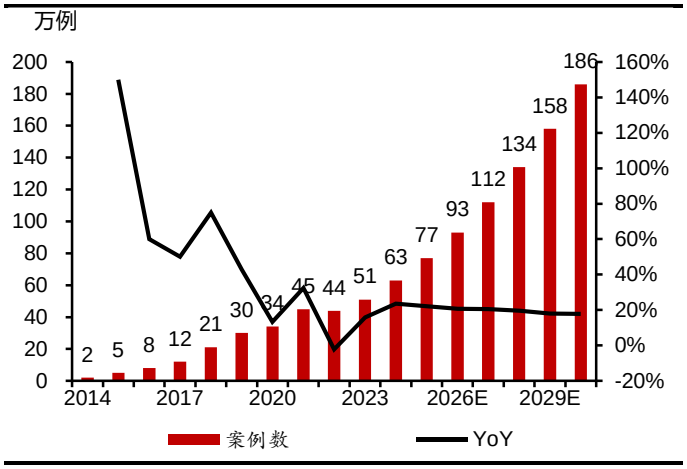
儿童/青少年早期矫治成为重要的增长驱动。随着中国父母对孩子口腔健康的重视程度不断提升，儿童及青少年早期矫治的需求日益增长。《华西口腔医学杂志》的文章认为对牙弓关系异常进行早期塑形矫治，可以降低错颌畸形的复杂度，减轻矫治难度，减少拔牙比例。《中国儿童错颌畸形早期矫治专家共识》中提倡 4 岁前后就可选择舒适安全的矫治产品进行治疗，在 12 岁之前的替牙期、恒牙列初期都可及时采取相应治疗措施。目前，口腔学界对隐形正畸技术在儿童早期矫治的作用逐渐形成共识。在儿童和青少年早期错畸形诊治策略的专家共识》中，无托槽隐形矫治技术可用于 II 类及 III 类错颌的多种细分情形。在宏观经济导致整体医疗消费市场不景气的情况下，父母对儿童口腔医疗的支付意愿相对更强，需求更为刚性。据灼识咨询，2021-2023 年，儿童/青少年隐形正畸案例数占全国的总案例的比重从约 30%增长至约 40%。时代天使在 2019 年推出了中国首个儿童早矫产品时代天使儿童版，并持续保持强劲增长。我们预期，时代天使儿童版的案例数占公司国内总案例数的比重将持续上升。

此外，在当前宏观经济压力下，患者对于消费医疗的选择趋于谨慎，对性价比提出了更高的要求。同时，由于正畸主要针对中青年群体，他们擅长使用的互联网社群成为了重要的信息来源，影响他们的品牌感知和医生选择。这也间接推动了医生和医疗机构对于案例成功率的重视和口碑维护，从而更加关注隐形正畸的医学方案设计质量及产品品质。医学方案设计质量与品牌的综合技术水平、医学设计人才队伍、数字化程度均息息相关，而龙头品牌在技术和服务能力方面较为领先。我们认为，龙头品牌在案例数积累、医学服务、品牌建设、智能制造、数字化与算法优化等各领域均建立了较高的品牌壁垒，将进一步巩固市场地位。

供给端：小品牌逐步出清，强者恒强

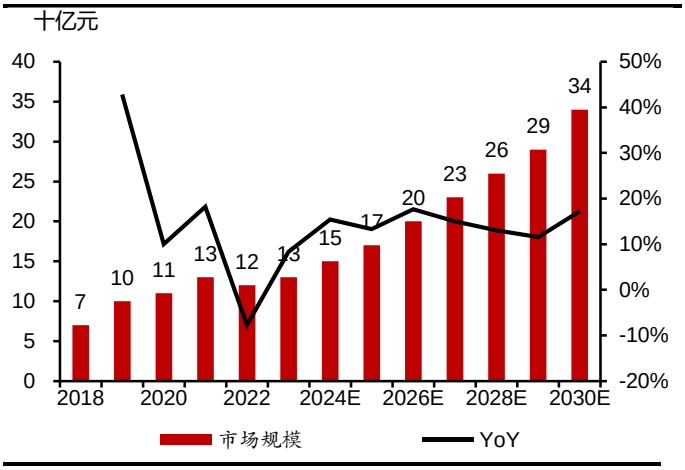
中国隐形正畸产业化始于 2006 年，时代天使经典版获批上市。2006 年至 2016 年，中国隐形正畸市场均处于产业化初期阶段，在 2015 年底累计达成 10 万个隐形正畸案例。2017 年，《医师注册管理办法》明确医师“一次注册、区域有效”，全面放开多点执业。2019 年，《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》降低了民营口腔诊所准入门槛。至此，隐形正畸行业在 2017 年到 2021 年进入了高速发展期，行业井喷式增长。2022 年，受制于疫情和宏观经济条件，年案例数量首次下滑，行业逐渐回归理性。2023 年隐形正畸案例市场表现出韧性，年案例数突破 50 万例，行业重回增长。灼识咨询预测，至 2030 年中国隐形正畸案例数有望达到 186 万例，市场规模（按终端价）有望增长至 340 亿元，2023-2030E 的 CAGR 分别为 20.3%和 14.7%。

图 19: 2014-2023 年中国隐形正畸案例数



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

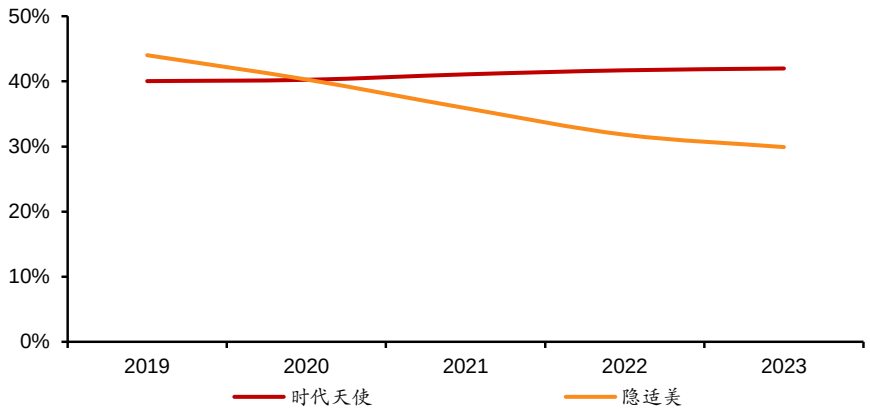
图 20: 2014-2023 年中国隐形正畸市场规模（按终端价）



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

在中国市场，时代天使和隐适美长期以来呈现双寡头局面。2011 年隐适美进入中国市场前，时代天使在中国市场一家独大，随后隐适美和时代天使共同主导中国市场。2021 年时代天使的市场份额超越隐适美，连续四年稳坐中国市场头把交椅，市场份额稳中有升。我们认为，隐适美在中国的市场份额不断缩水，主要由于隐适美主打高端市场，在消费降级的宏观背景下，患者对价格更加敏感。

图 21: 2019-2023 年中国隐形矫治市场占有率（案例数口径）

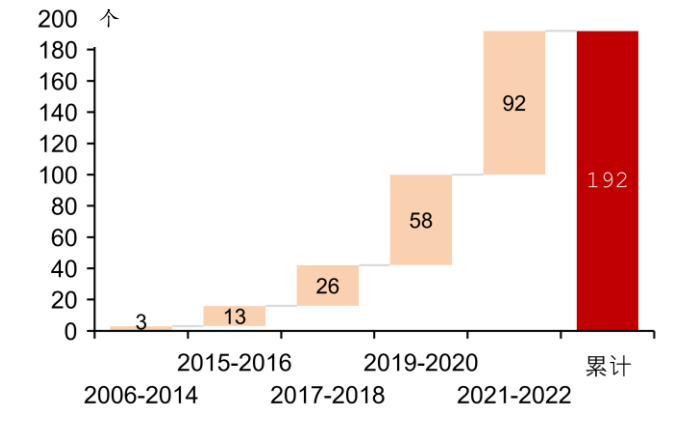


资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

注：2019 年数据是通过时代天使招股书披露的案例数与灼识咨询的全国案例数来计算。

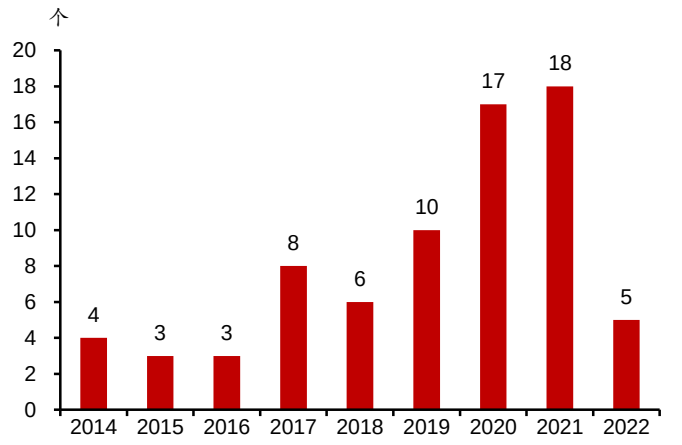
隐形正畸市场的高成长性受到了资本市场的青睐，更多品牌加入竞争，通过低价或差异化竞争获得市场份额。比如部分企业探索 DTC 的商业模式，部分企业聚焦于隐形舌侧矫治或儿童矫治的细分赛道，另有部分企业涉足数字化或 3D 打印的上下游赛道等。仅 2021 年就有 18 起隐形正畸行业额的投融资案例，可见行业的火热程度。无托槽隐形矫治器的注册证数量也大幅上升，仅 2021 年和 2022 年就有 92 个产品获批。但是，自 2022 年后，受疫情和宏观经济环境影响，全国隐形正畸案例数下滑，企业“融资热”降温，初创企业难以获得进一步融资以维持高昂的销售费用和维护成本。同时，初创企业的产品售价往往较低，盈利困难。因此，小品牌开始出清，如 smilelab、微笑公式、vvsmile 等品牌相继出现经营异常或停止运营。

图 22: 2006-2022 年中国无托槽隐形矫治器注册证数量



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

图 23: 2014-2022 中国隐形正畸行业融资案例数



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

时代天使处于隐形正畸行业产业链的上游和中游。隐形正畸行业的上游包括解决方案提供商和口腔影像设备，时代天使属于解决方案的提供商。行业的中游有综合服务商、电商平台及数字化和信息化提供商，通过提供服务提升行业效率。时代天使可提供 iOrthor、微笑运营家、Live Now 方案实时生成、口腔数字化远程解决方案 MOOELI 等一系列数字化解决方案。行业的下游包括公立/民营医疗机构。

图 24: 隐形正畸行业产业链

资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

DTC 模式被证伪，To Doctor 仍是主流的商业模式。DTC 指 Direct To Costumer，DTC 模式在 2016 年于美国兴起，由 Smile Direct Club（SDC）公司首先开展。在 DTC 模式下，患者不需要寻求牙科医生的服务，只需要购买牙印套件为自己的口腔建模，将模型发送给公司，之后便能收到公司寄来的牙套。极其优惠的价格使得 DTC 模式迅速红火，一度曾经对隐适美的市占率造成巨大打击。中国也有微笑公式、xixilab 等公司模仿。但是缺乏牙科医生的专业帮助，仅靠远程医疗，导致 DTC 模式有巨大的治疗风险，甚至有患者出现骨开裂的情况出现。随着 SDC 公司在 2023 年 9 月宣布破产，DTC 模式基本宣告失败。

隐形正畸中上游厂商渠道仍以“To Doctor”为主，不仅向医生提供隐形矫治器，还向医生提供医学设计服务及临床支持，而患者在选择治疗产品时通常会参考医生的意见。中国的正畸医生是稀缺资源，且目前仍缺乏全国性的正畸专科认证制度。据《中国卫生健康统计年鉴》，2022 年中国口腔执业（助理）医师共 33.4 万人，较 2021 年的 31.1 万人同比增长 7.4%。但接受过正畸专业教育的正畸医生较少，大多数为没有接受过研究生专科教育的口腔全科医生，他们通常通过接受继续教育或正畸培训后开始从事正畸行业，并在执业过程中不断学习。据灼识咨询，2021 年中国具有正畸专科招生资格的院校仅占开设口腔教育院校的 30%。截至 2021 年 11 月，经中华口腔医学会口腔正畸专业委员会认证的正畸医生数量仅为 6,041 人。因此，正畸继续教育的需求旺盛，除口腔医学官方组织如中华口腔医学会开设多项口腔正畸专科培训再教育活动，正畸厂商也在正畸医生的继续教育和培养中发挥重要作用，会针对其产品的理论和临床诊疗操作开展各类医学培训和学术交流活动。比如，时代天使基于不同产品线，围绕口腔医生的实际诊疗流程定期推出个性化医学培训课程，并开展线上线下学术沟通会。此外，时代天使还通过临床教育团队为医生提供贴身的医学设计服务，通过各类技术服务和培训持续赋能医生。

“产品+培训+服务”的销售模式极大的培养了医生的使用习惯，从而让品牌与医生建立牢固的品牌粘性。头部正畸品牌往往拥有更强大的医学服务团队，可提供更为全面和专业的医学技术服务及培训；不断迭代升级的数字化平台也能更好的赋能正畸医生，帮助他们高效精准的治疗患者。因此，头部品牌往往更易与正畸医生培养较高的品牌粘性。大多数正畸医生在执业过程中只会使用 2-3 个品牌的产品，且更换品牌的意愿不高。根据灼识咨询的调研，43%的医生惯常使用 2 个品牌，43%的医生使用 3 个品牌，只有 14%的医生使用 4 个及以上，并且 79%的医生在未来一年并无更换品牌的打算。尤其是在三四线城市的下沉市场，大部分提供正畸服务的医生都是在接受厂商培训后上岗的全科口腔医生。因此，他们更信赖、也更依赖大型厂商提供的培训服务、医学支持和数字化平台。

我们认为，医生资源是隐形正畸厂商的护城河。头部品牌在医生资源的争夺和巩固方面将强者恒强。由于医生较强的使用黏性，时代天使和隐适美两大巨头稳稳占据一线城市龙头地位，2023 年市场份额合计达 80%。新参与者只能角逐三四线城市的下沉市场，采取以量换价的模式竞争。但是基层市场面临优质医疗资源不足的痛点，更加需要上游厂商的赋能。此外，三四线城市地域广阔，隐形正畸技术尚处发展初期，需要较大的市场教育投入和渠道覆盖，导致正畸厂商往往需要投入更高的销售费用以进行市场拓展。因此，在近年来新进入厂商在融资“弹药”逐步耗尽后，逐步出清。我们认为，行业竞争将重新回归理性，头部品牌强者恒强。时代天使将始终维持中国第一的市场地位：1）医生使用粘性强，公司

通过数字化平台赋能医生，降低医生的操作时间和难度；2）受益于下沉市场和儿童市场增长机遇。

海外市场：市场空间广阔，时代天使稳步前进

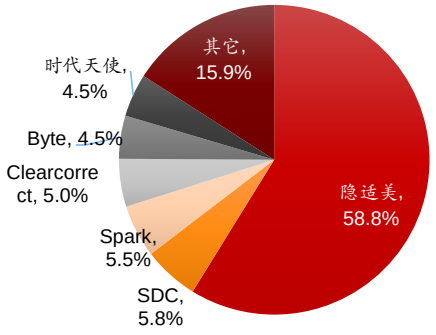
整体市场稳定增长，市场格局呈现一超多强

全球隐形正畸市场呈现稳定增长趋势。据 Grand View Research 的统计，2024 年，全球隐形矫治市场规模达到 65 亿美元，2025 年预计将进一步同比增长 27.7%至 83 亿美元。随着全球经济增长和审美意识的提升，人们对美容和牙齿健康愈加关注，全球隐形矫治市场有望在 2030 年达到 323.5 亿美元，2024-2030E 的 CAGR 达到 30.7%，其中发展中国家是推动市场规模增长的主要动力。北美是隐形正畸的最大市场，2024 年市场规模约 35 亿美元，占全球隐形矫治市场的 54.3%，不仅因为美国是世界最大的经济体，还因为美国社会拥有完善的医疗系统和基础设施，并重视口腔健康。美国牙医学会（ADA）的一项调查显示，85%的美国人重视牙齿健康，并将口腔健康视为个人健康的重要组成部分。在美国，有 400 万人佩戴牙套，其中 25.0%是成年人。欧洲是全球隐形矫治的第二大市场，2024 年市场规模约 15 亿美元，占全球市场的 23.1%。市场教育、牙科设施的普及以及社交媒体对于大众追求完美外貌的引导推动了欧洲市场的增长。中国及亚太地区是隐形正畸的增长最快的市场。日本是亚太地区正畸治疗的主要市场之一，Journal of the World Federation of Orthodontics 发表的一篇文章显示，在该研究的调查人群中，46.5%的日本儿童存在错颌，女孩的错颌患病率是男孩的 1.56 倍。庞大的青少年患者群体持续推动市场增长。印度的牙科旅游蓬勃发展，根据印度牙科协会（IDA）估计，牙科旅游占总医疗旅游行业的 14%。拉丁美洲的主要市场包括巴西、墨西哥和阿根廷，Grand View Research 预计拉美市场将实现 28.4%的年复合增长。

图 25:全球隐形矫治市场分布

资料来源：Grand View Research，招银国际环球市场

图 26: 2022 年全球隐形正畸市场占有率（按出货量）



资料来源：Medical 科技资讯，招银国际环球市场

在全球隐形矫治市场中，隐适美占据半壁江山，遥遥领先与其他品牌。根据 Medical 科技资讯的数据，以出货量统计，2022 年隐适美全球市场份额为 58.8%，主导全球隐形矫治市场。时代天使市场份额排名第五，为 4.5%。但 2022 年，时代天使刚刚启动全球化战略布局，海外几乎尚未贡献收入。自 2023 年公司正式进入国际市场后，海外收入高速增长，我们预计公司的全球市场份额将不断上升，我们推测 2024 年公司的市场份额已攀升至全球第二。

时代天使全球化业务布局长远且务实。全球牙科市场差异巨大，公司决定率先从欧洲、澳大利亚和美洲等国际主流市场切入。在北美及欧洲成熟市场，尽管正畸治疗的渗透率相对较高，但也仍处于隐形矫治替代固定托槽矫治的趋势中。据灼识咨询的数据，2022 年隐形正畸占美国整体正畸案例数不到 40%，在欧洲的占比仅约 20%。同时，在成熟市场，医生和患者对技术和服务的要求更高，更符合公司产品的定位。经过 20 余年在中国市场的磨砺发展，时代天使在研发、智能制造、临床支持、治疗方案设计和专业销售等方面不断沉淀和迭代，更易获得成熟市场医生及患者的认可。

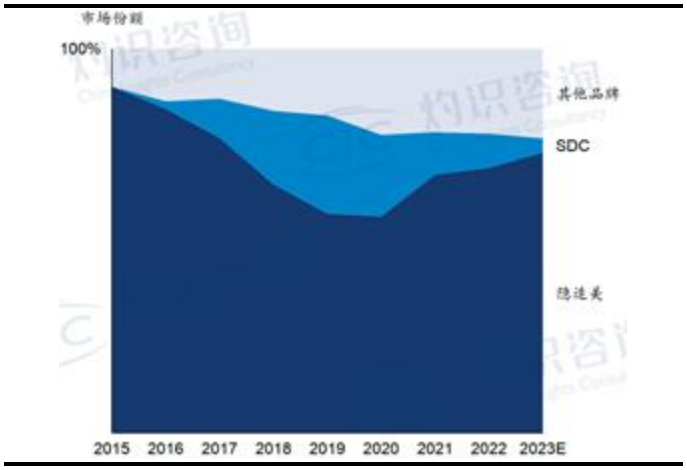
由于隐形正畸业务高度依赖服务，因此，时代天使采取“本地化运营+投资并购”的双引擎模式加速海外布局。公司在欧洲和澳大利亚等地搭建本地化团队并因地制宜开发本地化产品组合，为当地医生提供长期稳定的服务。通过本地化的服务及产品，公司可更好的满足当地医生的使用习惯。同时，公司正在构建全球供应链体系，比如公司计划在美国威斯康星州建设生产基地，以更好的应对地缘政治风险，保证稳定的交付能力。

时代天使国际市场开拓已初见成效。截至 2024 年底，时代天使已经覆盖超 50 个海外国家，2024 年达成海外案例数快速攀升至 14.1 万例，海外收入达 8,055 万美元。我们认为，海外业务已经基本完成了早期高投入获客的阶段，盈利能力正快速改善，ASP 和毛利率持续提升。以海外收入和案例数进行测算，2024 年公司的海外 ASP 为 526 美元，同比显著提升 16.8%。2025 年 1-2 月，公司海外业务的 ASP 较去年同期继续保持小幅上涨。得益于 ASP 的提升以及案例数高速增长带来的单位设计成本的降低。2024 年，公司海外业务毛利率大幅改善 11.1 个百分点至 60.9%，已接近国内业务毛利率水平（63.3%），经营杠杆初步显现。我们预计，长期看，国内外业务的毛利率有望趋同。

美国市场：加强本土生产建设，做美国市场的长期主义者

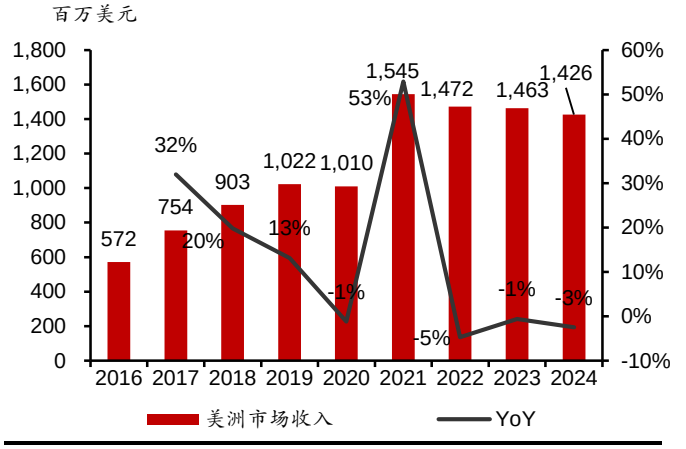
美国市场竞争格局在经历了震动后回归了传统。2017 年，隐适美的隐形正畸专利保护过期，大量新品牌相继进入了隐形正畸这一条高利润率赛道，其中既包括传统齿科龙头通过自研或收购推出的隐形正畸品牌，如士卓曼（Straumann）旗下的 ClearCorrect、奥美科（Ormco）旗下的 Spark 和登士柏（Dentsply Sirona）旗下的 Byte，也包含新品牌如 Smile direct club（SDC）和 Candid。这些新品牌为隐形正畸行业带来了新业态，如 DTC 模式和远程正畸模式。DTC 模式下，消费者可以在线购买牙印套件（impression kit），自行取模并接受远程诊断、治疗方案设计以及复查，从而打破地域限制并降低患者到诊所就医的频率。同时，由于 DTC 模式省去了中间商环节，因此 DTC 模式的隐形正畸产品较传统的 To Doctor 模式有较大的价格优势，价格普遍低 30-40%。在巨大的价格差异和便捷的诊疗过程的冲击下，隐适美的市场份额持续下滑，中小品牌市场份额在 2019-2020 年左右提升至约 40%。但重营销、轻医学的商业模式无法保障正畸治疗方案的准确性和有效性。因此，DTC 模式在经历发展初期的快速拓展阶段后快速退潮，SDC 在 2023 年宣告破产，Byte 也在 2024 年暂停销售。隐适美重拾在美国市场的霸主地位，市场份额企稳回升，这也进一步反映产品和医学技术服务的综合能力才是隐形正畸行业的核心竞争壁垒。

图 27: 2015-2023 年美国隐形正畸市场份额



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

图 28: Align Technology 美洲市场收入及增速



资料来源：Align Technology，招银国际环球市场
注：美洲市场（Americas）包含北美及南美市场收入

美国短期市场需求疲软。美国市场作为全球最大单一市场，是正畸医学发展和产品创新的重要源头，但高利率、高昂的住房成本和牙医保险减少可能正在导致美国消费者需求下降。隐适美母公司 Align Technology 在 2024 年业绩电话会上提及过去三年美国牙科市场基本持平。Align Technology 的美洲市场收入自 2022 年持续下滑，其中拉美市场表现强劲而北美市场较为疲弱。管理层对美国市场 2025 年的展望偏保守，预计美国业务增长低于国际市场，因正畸市场需求未见改善。其他牙科企业 2024 年的业绩也反映出美国牙科需求的疲软。例如，Envista 的特种产品和技术业务（Specialty Products & Technologies，含植入物、正畸托槽、假体等业务）2024 年在北美市场的收入同比减少 2.6%。Straumann 在北美市场 2024 年的收入同比增长 1.2%，大幅低于 EMEA（同比增长+9.0%）、亚太（同比增长+18.0%）和拉美（同比增长+4.3%）。Dentsply Sirona 在监管压力下关闭了 DTC 模式的隐形正畸子公司 Byte，2024 年美国收入同比减少 6.2%。

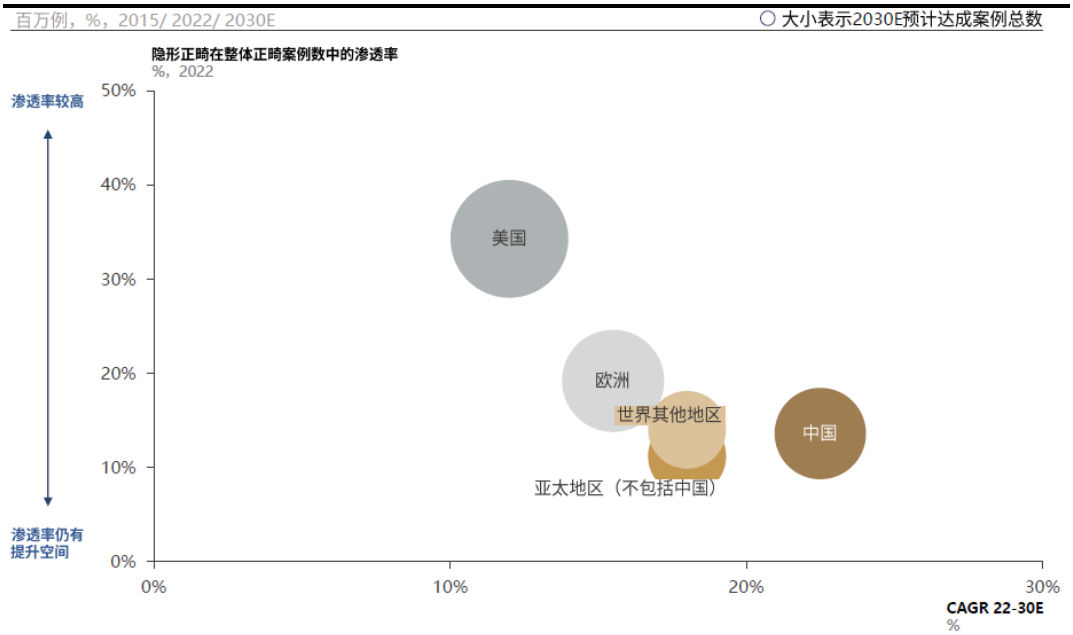
时代天使在 2023 年进入美国市场，并在 2023 年和 2024 年两次参加美国正畸医师协会（AAO）年会，邀请众多业界知名专家和正畸意见领袖分享产品使用体验和差异化功能。2025 年，时代天使宣布将在美国威斯康星州大密尔沃基地区建设 52,000 平方英尺的隐形矫治器制造中心。我们认为，时代天使在美国建设生产基地可以更好地应对地缘政治风险，也帮助公司树立长期深耕北美市场的品牌形象，从而更好地获得北美客户的信赖。目前公司在北美市场的销售规模较小。考虑到中美贸易摩擦，时代天使目前的全球供应链体系尚处于建设早期，海外供应仍依赖国内生产，我们认为公司在北美的业务拓展将在短期面临挑战。但随着公司全球供应链体系的完善，巴西和美国的生产基地投入使用，公司在北美市场仍具备长期增长潜力。

欧洲市场：具备快速增长潜力

欧洲作为另一个成熟市场，增长潜力比美国市场更大。Grand View Research 预计到 2030 年，欧洲隐形正畸市场将达到 63.7 亿美元，2024 年至 2030 年的复合年增长率为 26.0%。欧洲正畸市场的增长动力主要源于更高的错𬌗畸形患病率。根据灼识咨询的数据，2022 年欧洲每百万人错𬌗畸形患病人数为 537 人，远高于美国。此外，欧洲具备良好的牙科基础设施，人们对于牙科疾病的认识度和治疗意愿高。 WHO 的数据显示，2022 年欧洲每万人

拥有 6.3 名牙医（数据库链接），与美国相当（每万人 6 名），远高于世界平均水平（每万人 3.3 名）。《ATLAS DENTAL Europa 2024》的数据显示，2020 年，欧盟成员国、英国和 EFTA 国家（冰岛、列支敦士登、挪威、瑞士）牙科总支出约为 840 亿欧元，人均牙科支出约为 158 欧元，且呈持续增长趋势，处于世界领先水平。而相较于美国，欧洲市场的隐形正畸渗透率较低，仅为 20%左右，增长潜力更大。

图 29: 全球隐形正畸渗透率



资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

公司以学术推广为抓手，快速进入欧洲正畸市场。欧洲牙科市场相对较为分散，据《ATLAS DENTAL Europa 2024》，欧洲的牙科以私人诊所为主导，超过 80%的牙医选择在私人诊所执业，34 万名执业牙医分布在 23 万家诊所。同时，欧洲市场更青睐产品技术和临床设计更加优秀的正畸产品。时代天使在欧洲市场依靠强大的技术实力，借助学术会议、临床科研文章等占领学术高地，辐射欧洲广阔的牙医网络。2024 年，时代天使亮相于西班牙 SEDO、英国伦敦 BOC、德国 DGKFO 和法国 JO 等主流正畸年会，并合作 KOL 在国际期刊发表论文，展示时代天使的产品和医学技术方案的临床应用及数据结果。2024 年 2 月，公司在西班牙马拉加举办了首届时代天使隐形矫治欧洲学术论坛，邀请了 14 位正畸领域的权威专家登台演讲，吸引了 200 多位正畸医生参与。在论坛上，多位医生分享了时代天使数字化正畸平台 iOrtho 的使用体验，可见时代天使的技术能受到了欧洲医生的认可。目前，EMEA（欧洲、中东及非洲）为公司最大的海外收入来源，我们预计未来 EMEA 市场仍将成为公司海外增长的主要驱动力。

拉美市场：全球第四大隐形正畸市场，增长空间广阔

据 Grand View Research 的数据，2024 年拉美隐形矫治市场规模达到 3.3 亿美元，是全球第四大隐形矫治市场，占全球隐形矫治市场的 5.1%，预计到 2030 年将增长至 14.5 亿美元，复合年增长率将达到 28.4%。

巴西是拉丁美洲隐形矫治市场规模最大也是增长最快的国家。据 Grand View Research，2024 年巴西隐形矫治市场规模达 1.2 亿美元，预计到 2030 年将增长至 5.3 亿美元，25-30

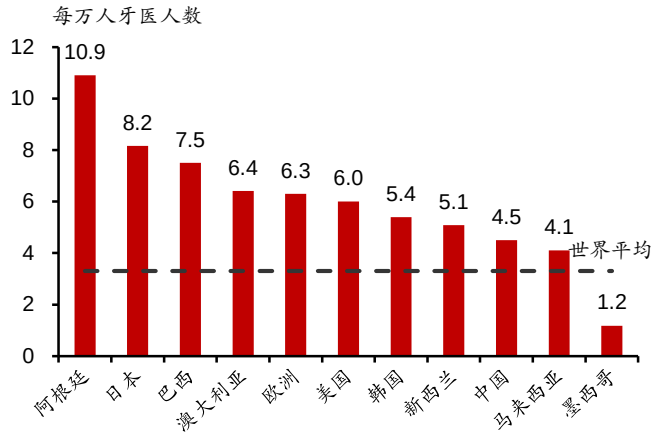
复合年增长率达 29%。我们认为，巴西的牙科市场基础设施较为完善但科技水平不高，为时代天使的海外扩张提供了一个良好的市场环境。

巴西从国家层面支持牙科的发展。1988 年的《国家宪法》将口腔卫生纳入公共卫生体系，2004 年巴西联邦政府和卫生部发起巴西国家口腔健康计划“微笑巴西”（Brasil Sorridente），将口腔健康纳入基本医疗体系。巴西政府一方面在全国范围内设立“口腔健康家庭团队”（Equipe de Saúde Bucal），使基础牙科服务覆盖社区和学校；另一方面在各地建设“口腔保健专科中心”（Centros de Especialidades Odontológicas），提供更复杂的口腔治疗，如根管、正畸、外科手术等。同时，积极开展口腔健康教育项目，向民众普及预防知识。2023 年，“微笑巴西”被正式纳入《国家卫生基本法》，所有民众将有权获得统一公立医院系统（SUS）提供的免费牙科保健服务。

巴西的牙医资源丰富，口腔医学需求旺盛。根据世卫组织的数据，2023 年巴西每万人拥有 7.5 名牙医，高于美国、欧洲和世界平均水平。此外，巴西社会较为追求美貌和个人形象。据巴西最大智库瓦加斯基金会的一项社会调查，巴西劳动力市场高度重视外貌，甚至会将外貌与个人工作能力挂钩。因此，具备一定医美消费属性的正畸产业在巴西拥有肥沃的发展土壤，而隐形正畸因其透明属性而更加美观，更能满足爱美人士的需求。

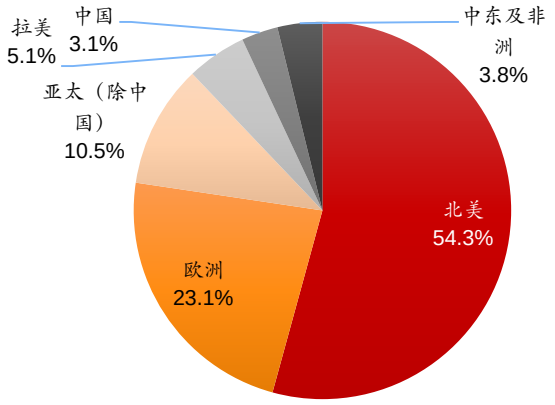
巴西庞大的人口基数和持续提升的人均卫生支出也为巴西隐形正畸市场的增长奠定基础。根据世界银行的数据，2023 年巴西总人口 2.1 亿人，居全球第七位，人口数量次于中国、印度、美国、印度尼西亚、巴基斯坦和尼日利亚。2022 年巴西人均卫生支出达 1,696 美元，同比增长 4.5%，基本达到世界平均水平，在人口基数前七位的国家中，仅低于美国。但是巴西的正畸技术发展仍相对落后，正畸市场仍以传统的托槽矫治为主，隐形正畸市场尚有待开发。巴西牙科教育协会的研究表明，巴西的牙科培训课程质量不受监管，存在无序扩张的问题。因此，我们认为巴西牙科市场空间广阔，但是隐形矫治渗透率较低，时代天使可以利用其数字化赋能医生的优势，把握巴西市场的高增长机遇。

图 30: 全球牙医密度（每万人）



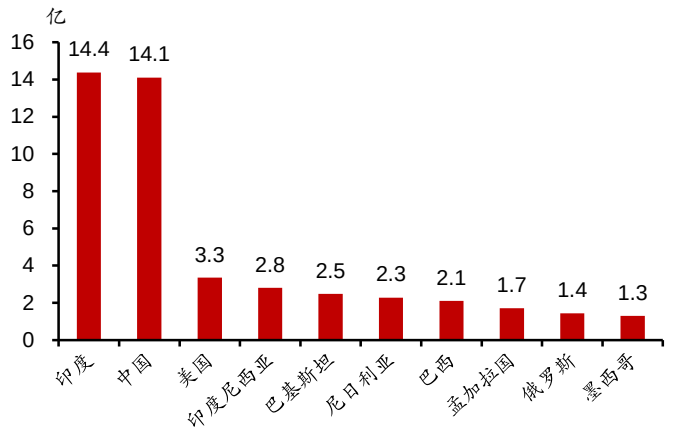
资料来源：WHO，招银国际环球市场
注：阿根廷、巴西和马来西亚为 2023 年的数据，中国为 2017 年的数据，墨西哥为 2021 年的数据，其余国家和世界平均的数据均为 2022 年。

图 31: 2024 年全球各地区隐形矫治市场规模占比



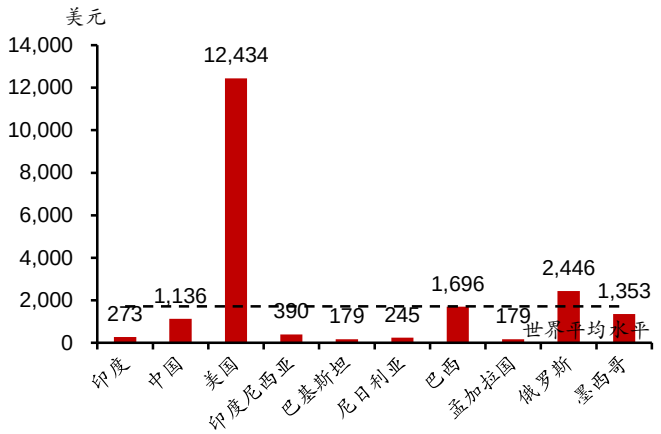
资料来源：Grand View Research，招银国际环球市场

图 32: 全球各国人口数



资料来源：世界银行，招银国际环球市场

图 33: 2022 年各国人均卫生支出



资料来源：世界银行，招银国际环球市场

2023 年 1 月，时代天使完收购 Aditek 51%的股权，进军巴西正畸市场。Aditek 是巴西最大的托槽矫治器制造商之一，产品远销 40 多个国家，在巴西、南美乃至全球都具有非常坚实的品牌基础，市场占有率长期稳居巴西前三位。近年来，Aditek 开始涉足隐形矫治业务，成立了自有品牌 Self，并迅速成为本土品牌中的第一名。时代天使和 Aditek 可以在南美市场实现优势互补，强强联合。一方面，Aditek 拥有丰富的本土医生服务网络和渠道，可为临床正畸医生提供医学技术培训和临床支持，助力时代天使快速拓展巴西和其他南美市场。另一方面，时代天使拥有行业领先的软件、数字化和先进制造技术，可在医学设计、智能制造等方面赋能 Aditek，大幅提升其方案设计和制造水平。2023 年，公司协助 Aditek 搭建的数字化工厂已顺利竣工。2024 年 10 月，公司在拉丁美洲最大正畸展会 Orto SPO 上正式推出“Angel Aligner”品牌系列产品。

全球隐形正畸市场长坡厚雪，时代天使的海外业务增长潜力巨大。隐形正畸仍是蓝海市场，相较于传统正畸技术，隐形正畸具备美观和舒适的独特优势，且数字化技术让正畸治疗过程更为高效。全球市场除隐适美外并无绝对龙头，小品牌缺乏在产品研发、制造、材料、软件、临床支持、治疗方案设计和专业销售等方面沉淀和迭代。时代天使采用“本地化运营+投资并购”的双引擎模式加速全球布局，以医生为核心，在多个国家和地区设立了本地团队，直接为医生提供临床支持。同时，公司总部强大的医学设计和中后台团队为全球医生提供支持。时代天使有着 20 余年在中国市场的沉淀，作为国内市场的绝对龙头，具备核心竞争优势：专业的医学设计服务、创新的产品技术、高效交互的数字化正畸平台 iOrtho 以及强大的智能制造能力。这些竞争优势能够迁移到全球市场，为服务全球医生和患者提供坚实基础，助力海外收入快速增长。

盈利预测

预计 2024-27 年收入复合增速 18.0%，归母净利润复合增速 45.0%

我们预计时代天使的海外业务将继续强劲增长，盈利能力持续改善，成为公司增长的核心驱动因素。我们预计时代天使在 2024-27 年将实现 18.0%的收入年复合增长率，2025E/ 2026E/ 2027E 的收入将达到 3.2/ 3.8/ 4.4 亿美元。

我们认为，受到国内宏观经济环境的影响，成人矫治市场对价格更为敏感，价格相对较高的冠军版和经典版需求可能承压。而儿童/青少年的正畸需求更加刚性，受经济波动的影响相对较小，有望继续成为公司国内业务的增长引擎。整体而言，我们预计公司国内植入量将保持稳健，2025E/ 2026E/ 2027E 的植入量将分别同比增长 3.1%/ 3.0%/ 5.0%至 22.5/ 23.2/ 24.4 万例。考虑到国内宏观环境承压，公司 COMFOS 产品线的案例数占比预计将提升，且公司在持续推进渠道下沉，我们预计国内隐形矫治业务的 ASP 和毛利率将持续小幅下滑。2025E/ 2026E/ 2027E 的国内矫治器销售业务，即财报披露口径的隐形矫治器解决方案业务收入将分别同比变化 0.0%/ -0.1%/ 1.9%至 1.8/ 1.8/ 1.8 亿美元。国内业务毛利率将分别为 62.5%/ 62.4%/ 62.3%。

我们预计，公司海外业务将保持强劲增长势头，国际市场份额持续提升，2025E/ 2026E/ 2027E 的植入量将分别同比增长 50.0%/ 40.0%/ 30.0%至 21.1/ 29.5/ 38.4 万例。海外业务拓展初期，公司为吸引用户采取价格竞争策略，给予价格折扣。随着公司逐渐在海外市场积累品牌口碑，折扣力度有望持续下降，我们预计海外隐形矫治业务的 ASP 将保持小幅上升趋势。2025E/ 2026E/ 2027E 的海外矫治器销售业务，即财报披露口径的销售隐形矫治器业务收入，将分别同比增长 65.8%/ 44.2%/ 32.6%至 1.2/ 1.8/ 2.3 亿美元。目前，海外业务所需的矫治器和设计服务主要由国内生产及设计基地提供。公司已在积极提升巴西生产基地的生产产能，并计划建设美国隐形矫治器制造中心，以满足海外尤其是美洲市场的需求。由于巴西和美国生产基地在投产初期和产能爬坡阶段，单位生产成本较高，我们预计将对海外业务的毛利率产生阶段性负面影响，2025E/ 2026E/ 2027E 的海外业务毛利率将分别为 54.0%/ 58.0%/ 60.0%。

此外，我们预计公司销售 MOOELI、口腔消费品等其他产品，以及牙科诊所等服务业务将保持稳健增长。2025E/ 2026E/ 2027E 销售其他产品收入将分别同比增长 20.0%/ 19.0%/ 18.0%至 1,527/ 1,818/ 2,145 万美元。其他服务收入将分别同比增长 10.0%/ 9.0%/ 8.0%至 267/ 291/ 314 万美元。

随着公司海外业务规模化效应逐渐显现，我们预计公司的销售、管理费用率将持续下降。具体来看，我们预计公司国内业务的盈利水平将维持稳健，2025E/ 2026E/ 2027E 经营利润率分别为 14.2%/ 14.1%/ 14.0%。海外业务的亏损率将快速收窄，预计 2025E/ 2026E/ 2027E 经营利润率分别为-26.4%/ -11.0%/ -1.3%。我们预期公司海外业务的经营利润将于 2028E 转正。公司整体的归母净利率有望持续改善，2025E/ 2026E/ 2027E 的归母净利率分别为 3.8%/ 5.8%/ 8.3%，归母净利润将分别同比增长 1.0%/ 81.0%/ 68.2%至 1,212/ 2,194/ 3,689 万美元。

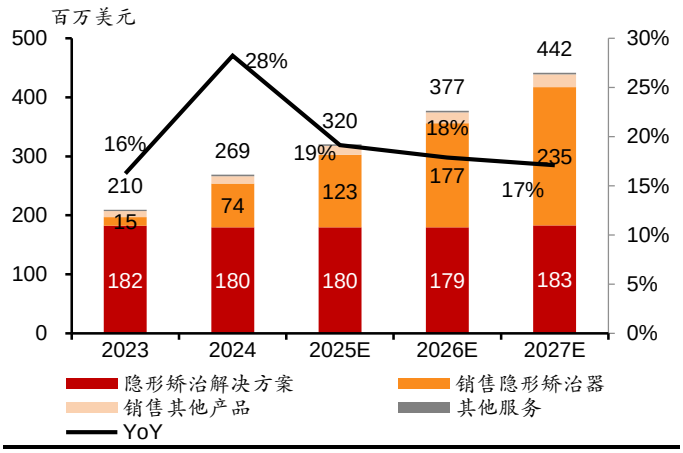
图 34: 公司收入预测（2023-2027E）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
按业务板块						
隐形矫治解决方案	收入（百万美元）	182	180	180	179	183
	YoY	6.0%	-1.3%	0.0%	-0.1%	1.9%
销售隐形矫治器	收入（百万美元）	15	74	123	177	235
	YoY	1651.4%	397.8%	65.8%	44.2%	32.6%
销售其他产品	收入（百万美元）	10	13	15	18	21
	YoY	-14.9%	25.7%	20.0%	19.0%	18.0%
其他服务	收入（百万美元）	3	2	3	3	3
	YoY	14.1%	-4.9%	10.0%	9.0%	8.0%
按地区						
中国内地	案例数（例）	212,000	218,700	225,480	232,244	243,856
	YoY	15.3%	3.2%	3.1%	3.0%	5.0%
	收入（百万美元）	189	188	198	201	207
	YoY	5.5%	-0.4%	5.0%	1.5%	3.4%
其他国家及地区	案例数	33,000	140,700	211,050	295,470	384,111
	YoY		326.4%	50.0%	40.0%	30.0%
	收入（百万美元）	21	81	123	177	235
	YoY	1651.4%	290.4%	52.3%	44.2%	32.6%
总收入（百万美元）		**210**	**269**	**320**	**377**	**442**
YoY		***16.2%***	***28.2%***	***19.1%***	***17.9%***	***17.1%***

资料来源：时代天使，招银国际环球市场预测

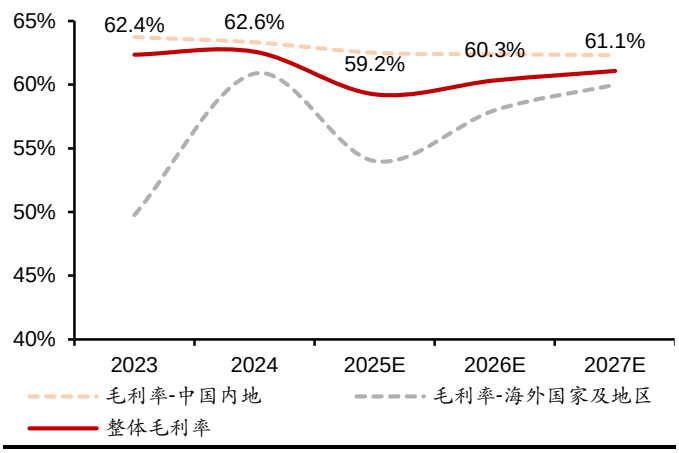
注：1）隐形矫治解决方案产生的收入主要指向中国市场客户提供隐形矫治解决方案服务产生的收入。销售隐形矫治器产生的收入主要指向中国以外全球市场客户销售隐形矫治器产生的收入。2）2023 年的同比增速是根据 2023 年年报计算，披露口径为人民币口径，金额是 2024 年年报披露的美元口径。3）2025E-2027E 的中国内地收入是通过隐形矫治解决方案+销售其他产品+其他服务收入估算，其他国家及地区收入是用销售隐形矫治器收入估算。

图 35: 公司收入预测（2023-2027E）



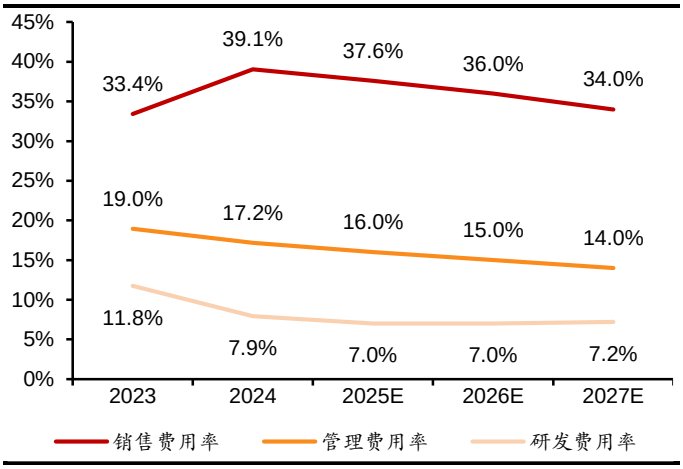
资料来源：时代天使，招银国际环球市场预测

图 36: 公司毛利率预测（2023-2027E）



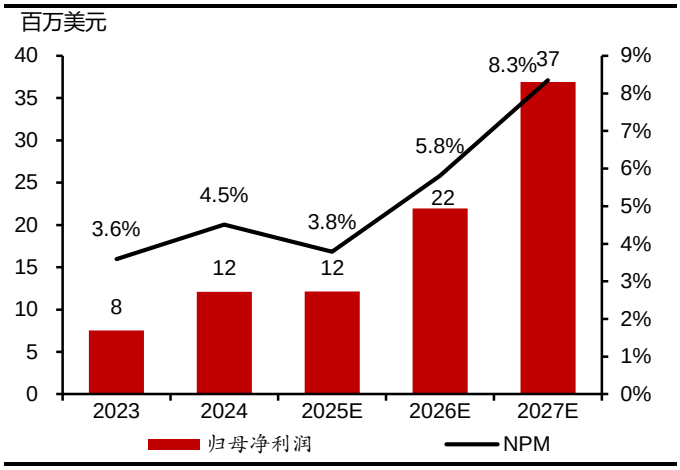
资料来源：时代天使，招银国际环球市场预测

图 37: 公司费用率预测（2023-2027E）



资料来源：时代天使，招银国际环球市场预测

图 38: 公司归母净利润预测（2023-2027E）



资料来源：时代天使，招银国际环球市场预测

图 39: 公司盈利预测

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**210**	**269**	**320**	**377**	**442**
年同比增长率	*16.2%*	*28.2%*	*19.1%*	*17.9%*	*17.1%*
营业成本	-79	-101	-131	-150	-172
占营收比重	*-37.6%*	*-37.4%*	*-40.8%*	*-39.7%*	*-38.9%*
毛利	**131**	**168**	**190**	**228**	**270**
毛利率	*62.4%*	*62.6%*	*59.2%*	*60.3%*	*61.1%*
销售费用	-70	-105	-120	-136	-150
销售费用率	*33.4%*	*39.1%*	*37.6%*	*36.0%*	*34.0%*
管理费用	-40	-46	-51	-57	-62
管理费用率	*19.0%*	*17.2%*	*16.0%*	*15.0%*	*14.0%*
研发费用	-25	-21	-22	-26	-32
研发费用率	*11.8%*	*7.9%*	*7.0%*	*7.0%*	*7.2%*
金融资产减值损失净额	-1	-0	0	0	0
占营收比重	*-0.3%*	*-0.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
其他收入	5	12	10	9	8
占营收比重	*2.3%*	*4.6%*	*3.2%*	*2.3%*	*1.9%*
其他开支	0	-0	0	0	0
占营收比重	*0.0%*	*-0.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
其他亏损-净额	-4	-2	0	0	0
占营收比重	*-2.1%*	*-0.6%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
经营利润	**-4**	**6**	**6**	**18**	**34**
经营利润率	*-1.9%*	*2.3%*	*1.8%*	*4.7%*	*7.7%*
财务收入-净额	12	5	6	6	7
占营收比重	*5.9%*	*2.0%*	*1.9%*	*1.5%*	*1.5%*
应占按权益法入账之投资业绩	0	-0	0	0	0
占营收比重	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
税前利润	9	12	12	23	41
税前利润率	*4.1%*	*4.3%*	*3.7%*	*6.2%*	*9.3%*
所得税	-2	-2	-2	-4	-6
所得税率	*-20.3%*	*-14.2%*	*-15.0%*	*-15.0%*	*-15.0%*
净利润	**7**	**10**	**10**	**20**	**35**
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-2
归属于上市公司股东的净利润	**8**	**12**	**12**	**22**	**37**
净利润率	*3.6%*	*4.5%*	*3.8%*	*5.8%*	*8.3%*
年同比增长	*–*	*60.9%*	*0.1%*	*81.0%*	*68.2%*
经调整净利润	**26**	**27**	**27**	**39**	**55**
经调整净利润率	*12.5%*	*10.0%*	*8.6%*	*10.2%*	*12.4%*

资料来源：时代天使，招银国际环球市场预测

注：经调整净利润口径：剔除股份支付费用、非上市股权投资相关损益中确认的未变现公允价值变动、与收购相关的摊销及外汇收益净额。

图 40: 招银国际与市场预测对比

	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
人民币 百万元	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	320	377	442	301	363	391	6.3%	4.0%	13.1%
毛利	190	228	270	183	221	243	3.5%	3.0%	10.9%
营业利润	6	18	34	7	18	49	-22.8%	-0.4%	-30.6%
归母净利润	12	22	37	16	28	41	-25.8%	-21.7%	-9.6%
基本每股收益 (元)	0.07	0.13	0.22	0.10	0.17	-	-25.7%	-23.2%	-
毛利率	59.24%	60.34%	61.08%	60.81%	60.93%	62.28%	-1.56ppt	-0.59ppt	-1.2ppt
营业利润率	1.80%	4.68%	7.74%	2.48%	4.89%	12.61%	-0.68ppt	-0.21ppt	-4.87ppt
净利润率	3.78%	5.81%	8.35%	5.42%	7.72%	10.44%	-1.63ppt	-1.91ppt	-2.09ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

估值

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 69.55 港元

我们首次覆盖时代天使，给予“买入”评级，基于 SOTP 分部估值法，目标价为 69.55 港元。

由于时代天使在中国内地市场和海外市场处于不同的发展阶段，其国内业务发展成熟，行业地位稳固，盈利能力稳健；而海外业务尚处于培育阶段，初期产能建设、市场推广等投入较大，收入体量较小但增长强劲。因此，我们对成熟的国内业务采取 PE 估值法，对处于快速扩张阶段的海外业务采取 PS 估值法。

国内业务

我们预计，公司国内业务的盈利水平将维持稳健，2025E/ 2026E/ 2027E 经营利润分别为 2,806/ 2,828/ 2,903 万美元。假设所得税率为 15%，税后经营利润分别为 2,385/ 2,404/ 2,468 万美元。参考可比公司 Align Technology，给予 18 倍 2025E PE，对应市值 4.3 亿美元。

图 41: 时代天使国内业务经营利润预测

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国市场					
经营利润	27	27	28	28	29
经营利润率	14.3%	14.3%	14.2%	14.1%	14.0%
所得税率	20.3%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
所得税	5	4	4	4	4
税后经营利润	22	23	24	24	25

资料来源：时代天使，招银国际环球市场预测
注：经营利润=毛利润-(销售费用+研发费用+管理费用)

海外业务

我们预计，公司海外业务将继续保持强劲增长，2025E/ 2026E/ 2027E 收入分别为 1.2/ 1.8/ 2.3 亿美元。参考可比公司，给予 6 倍 2025E PS，对应市值 7.4 亿美元。

图 42: 时代天使海外业务收入预测

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
海外市场					
收入	21	81	123	177	235
经营利润	-31	-31	-32	-19	-3
经营利润率	-149.1%	-38.7%	-26.4%	-11.0%	-1.3%

资料来源：时代天使，招银国际环球市场预测
注：经营利润=毛利润-(销售费用+研发费用+管理费用)

图 43: 同业估值对比

公司	代码	评级	市值（百万美元）	当前股价（LC）	市盈率 (x) FY25E	市盈率 (x) FY26E	市销率 (x) FY25E	市销率 (x) FY26E
海外市场								
爱尔康	ALC US	未评级	47,367	94.8	29.4	24.8	4.6	4.2
Align 科技	ALGN US	未评级	13,700	189.0	18.4	16.8	3.3	3.1
斯特劳曼	STMN SW	未评级	21,123	111.8	32.3	28.2	6.6	6.0
Envista	NVST US	未评级	3,144	18.6	18.6	16.2	1.2	1.2
史赛克	SYK US	未评级	148,311	388.1	29.0	26.2	6.0	5.5
波士顿科学	BSX US	未评级	152,191	102.9	35.3	31.2	7.8	7.1
Dexcom	DXCM US	未评级	33,349	85.1	42.6	34.5	7.2	6.3
STAAR Surgical	STAA US	未评级	1,004	20.3	NA	65.8	3.9	3.1
		平均			**29.4**	**30.5**	**5.1**	**4.6**
港股及 A 股市场								
心通医疗	2160 HK	未评级	263	0.9	NA	25.4	3.7	3.0
归创通桥	2190 HK	未评级	776	18.6	34.9	23.2	5.2	3.9
沛嘉医疗	9996 HK	未评级	448	5.2	NA	438.8	4.0	3.1
微创脑科学	2172 HK	未评级	812	11.0	20.6	16.4	6.5	5.2
欧普康视	300595 CH	未评级	1,887	15.2	19.4	17.4	6.5	5.8
鱼跃医疗	002223 CH	未评级	4,946	35.6	16.9	14.6	4.1	3.6
爱博医疗	688050 CH	未评级	2,082	79.1	31.2	24.3	8.3	6.5
惠泰医疗	688617 CH	未评级	5,376	399.0	42.9	32.8	14.4	11.1
		平均			**27.6**	**74.1**	**6.6**	**5.3**
		整体平均			**28.6**	**52.3**	**5.8**	**4.9**

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2025 年 5 月 13 日

图 44: 时代天使：SOTP 分部估值

	2025E 经营利润（百万美元）	2025E 收入（百万美元）	2025E PE (x)	2025E PS (x)	股权价值（百万美元）	价值占比（%）	每股价值（港元）
国内业务	24		18x		429	28.3	19.7
海外业务		123		6x	736	48.5	33.8
净现金					351	23.1	16.1
股权价值（百万美元）					**1,516**		
美元/港元					7.8		
股权价值（百万港元）					11,826		
股份数（百万股）					**170**		
每股价值（港元）					**69.55**		

资料来源：时代天使，招银国际环球市场预测

投资风险

（1）海外市场拓展不及预期；

（2）海外市场投入巨大，盈利能力承压；

（3）国内市场竞争加剧；

（4）宏观环境持续影响国内市场需求。

附录：公司资料

图 45: 主要股东（截至 2024 年 12 月 31 日）

股东	持股比例	备注
松柏正畸技术有限公司	51.27%	松柏投资集团通过松柏正畸控制时代天使的业务
天荣企业有限公司	12.63%	由创始人李华敏全资拥有的公司 Shore Lead Limited 控制
JPMorgan Chase & Co.	9.48%	-

资料来源：时代天使，招银国际环球市场

图 46: 管理层名单（截至 2024 年 12 月 31 日）

姓名	年龄	职位
冯岱	49	董事会主席、非执行董事
胡杰章	50	首席执行官、首席技术官
黄琨	42	执行董事、中国以外全球业务总裁
宋鑫	38	执行董事、首席运营官
董莉	54	执行董事、首席财务官
Richard Hirschland	63	高级副总裁、全球首席商务官
朱凌波	41	高级副总裁、董事会秘书、公司秘书

资料来源：时代天使，招银国际环球市场

财务分析

损益表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（百万美元）					
销售收入	**210**	**269**	**320**	**377**	**442**
销售成本	(79)	(101)	(131)	(150)	(172)
毛利润	**131**	**168**	**190**	**228**	**270**
销售费用	(70)	(105)	(120)	(136)	(150)
行政费用	(40)	(46)	(51)	(57)	(62)
研发费用	(25)	(21)	(22)	(26)	(32)
其他	(1)	(0)	0	0	0
其他收入	5	12	10	9	8
其他费用	0	(0)	0	0	0
其他盈亏	(4)	(2)	0	0	0
运营利润	**(4)**	**6**	**6**	**18**	**34**
净利息收入(支出)	12	5	6	6	7
其他	0	(0)	0	0	0
税前利润	**9**	**12**	**12**	**23**	**41**
所得税	(2)	(2)	(2)	(4)	(6)
税后利润	**7**	**10**	**10**	**20**	**35**
非控股权益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
归母净利润	**8**	**12**	**12**	**22**	**37**
调整后净利润	**26**	**27**	**27**	**39**	**55**
总股息	24	8	7	13	22

资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（百万美元）					
流动资产	**525**	**492**	**516**	**550**	**599**
现金与现金等价物	380	227	239	261	298
受限制现金	0	0	0	0	0
应收账款	26	36	47	55	64
存货	13	18	21	24	27
短期银行存款	0	112	112	112	112
以公允价值计入损益的资产	106	98	98	98	98
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	**147**	**186**	**220**	**232**	**238**
物业及厂房及设备（净额）	61	75	109	122	129
使用权资产	14	18	16	15	13
递延税项	5	7	7	7	7
合资及联营公司投资	3	5	5	5	5
无形资产	23	18	19	20	21
以公允价值计入损益的资产	36	39	39	39	39
其他非流动资产	6	24	24	24	24
总资产	**672**	**678**	**736**	**782**	**838**
流动负债	**124**	**128**	**171**	**196**	**225**
与关联方往来款项余额	0	0	0	0	0
短期债务	2	3	3	3	3
应付账款	53	63	75	86	98
其他流动负债	3	1	1	1	1
租赁负债	2	4	4	4	4
合同负债	64	57	88	102	119
非流动负债	**66**	**70**	**70**	**70**	**70**
长期债务	1	0	0	0	0
递延收入	5	4	4	4	4
其他非流动负债	61	65	65	65	65
总负债	**190**	**198**	**241**	**266**	**294**
股本	0	0	0	0	0
其他	507	492	504	518	533
其他储备	(36)	(18)	(13)	(4)	11
股东权益总额	**471**	**474**	**491**	**514**	**544**
少数股东权益	10	6	4	2	(0)
总负债和股东权益	**672**	**678**	**736**	**782**	**838**

现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（百万美元）					
经营现金流					
税前利润	**9**	**12**	**12**	**23**	**41**
折旧摊销	12	16	12	14	14
税款	(7)	(7)	(2)	(4)	(6)
营运资金变化	7	1	30	14	16
其他	1	(4)	0	3	4
净经营现金流	**22**	**17**	**53**	**50**	**69**
投资现金流					
资本开支	(13)	(27)	(45)	(25)	(20)
收购与投资	0	(3)	0	0	0
其他	(125)	(109)	13	11	11
净投资现金流	**(139)**	**(139)**	**(32)**	**(14)**	**(9)**
融资现金流					
已支付股息	(15)	(24)	(7)	(13)	(22)
净借贷	(3)	1	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0
其他	(8)	(6)	(1)	(1)	(1)
净融资现金流	**(26)**	**(28)**	**(8)**	**(14)**	**(23)**
净现金流变动					
年初现金	524	380	227	239	261
汇率变动	(1)	(2)	0	0	0
年末现金	**380**	**227**	**239**	**261**	**298**

增长率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日					
销售收入	16.2%	28.2%	19.1%	17.9%	17.1%
毛利润	17.2%	28.7%	12.8%	20.0%	18.5%
经营利润	na	na	(8.0%)	206.0%	93.5%
EBITDA	(78.8%)	164.6%	(16.7%)	72.4%	54.9%
净利润	(75.0%)	60.9%	0.1%	81.0%	68.2%
调整后净利润	(16.0%)	2.9%	2.2%	40.3%	42.4%

盈利能力比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日					
毛利率	62.4%	62.6%	59.2%	60.3%	61.1%
营业利益率	(1.9%)	2.3%	1.8%	4.7%	7.7%
税息折旧及摊销前利润	3.9%	8.1%	5.7%	8.3%	11.0%
调整后净利润率	12.5%	10.0%	8.6%	10.2%	12.4%
股本回报率	0.4%	2.6%	2.5%	4.4%	7.0%

资产负债比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日					
净负债/股东权益比率（倍）	(0.8)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.8)
流动比率（倍）	4.2	3.8	3.0	2.8	2.7
应收账款周转天数	43.1	52.5	53.0	53.0	53.0
存货周转天数	68.5	57.7	58.0	58.0	58.0
应付帐款周转天数	243.5	211.3	210.0	209.0	208.0

估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日					
市盈率	154.1	95.9	96.9	53.5	31.8
市盈率（调整后）	44.5	43.3	42.8	30.5	21.4
市帐率	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2
股息（%）	2.1	0.7	0.6	1.1	1.9
企业价值 / 销售额	3.8	3.2	2.6	2.1	1.7
企业价值 / EBIT	(304.3)	189.2	203.4	66.4	34.3
企业价值 / EBITDA	142.2	53.7	64.5	37.4	14.2

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 **电话:** (852) 3900 0888 **传真:** (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（“FINRA”）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。