



时代天使：“微笑第一股”能否笑到最后

上市后的时代天使，显然是想从 18 年的跟跑者变成行业的领跑者。

文 | 孙斌

6月16日，国内隐形矫治龙头时代天使(6699.HK)在中国香港上市，并给自己起了“微笑第一股”的名字。当日，时代天使收盘价上涨131.8%，总市值达到664.89亿港元。

成功上市让时代天使有了与国际巨头一争长短的能力。虽然现在的时代天使被比喻成“牙

科茅台”，但在十年前，这家公司并不被资本所关注。那时的口腔行业作为医疗健康的细分领域，因为市场很窄、企业散乱、培育时间较长等因素，很难被资本青睐。

时代天使的脱颖而出，必将让这个赛道受到更多资本的青睐。

“松柏”助力，脱颖而出

2003年，时代天使创始人之一、现任CEO李华敏在帮助父亲管理口腔诊所时，了解到首都医科大学和清华大学的教授正在研发隐形矫治技术。她便和父亲一起出资，并邀请大学教授技术入股，成立了时代天使。

那一年，李华敏同“中国3D打印第一人”——清华大学机械工程系教授颜永年，以及首都医科大学口腔医学院院长王邦康等人共同开发了国内首例隐形矫正器，获得国内第一个与隐形牙套有关的专利。

2006年，时代天使获得《医疗器械注册证》，正式推出首款隐形矫治器产品。但是对当时的中国市场而言，隐形矫治技术太新潮，消费者对时代天使相当陌生，导致市场推广持续受阻。对时代天使而言，技术研发需要高额投入，启动资金很快用完，于是李华敏开始从父亲的口腔医院拿钱来维持运转。时代天使变成时代“无底洞”，股东颜永年、王邦康相继退出。

2009年，时代天使终于获得资本的注意，结缘了投资人冯岱并获得其领投的约1700万美元资金。从2009年年末至2012年年底，时代天使的销售收入实现14倍的惊人增长，公司走上资本运作高速路，至2015年共完成了三轮来自国际投资融资，融资总额为2.42亿美元，松柏投资成为其控股股东。

时代天使的财报显示，公司2018、2019年分别实现营收4.89亿、6.49亿元，同比增速高达32.2%；分别实现净利润0.93亿元、1.30亿元，同比增速高达40.9%。2019年和2020年前三季度，公司实现营收4.85亿和6.01亿元，同比增速达23.9%（受疫情影响），实现净利润1.16亿元和2.04亿元，同比增速达75.1%。

时代天使的成功，其背后更大助力当属松柏投资。2015年，松柏投资的创始人冯岱以6394万美元收购了时代天使的全部股权，松柏投资成为时代天使新的掌舵人。此后，松柏投资转让12.8%的股权来实施员工股权激励池，并转让8.4%的股权给公司首席执行官与运营官。

招股书显示，在时代天使IPO前，松柏投资持有时代天使67.12%股份，为公司控股股东。其中，冯岱为松柏投资集团董事总经理、时代天使集团董事会主席；李华敏则担任公司首席执行官，间接持有公司15.87%的股权。

“牙科茅台”，真材实料？

从默默无闻到短短几年间就成为与隐适美并驾齐驱的行业巨头，被称为“牙科茅台”的时代天使是真材实料，还是资本故事？

此前，不论在中国还是全球市场，这个行业的龙头都是20世纪90年代成立于美国的第一个隐形矫治器品牌“隐适美”。

隐适美背后的公司名为艾利科技。得益于中国消费者对牙齿健康和医疗美容的重视，以及牙科民营诊所的率先铺开，艾利科技在2011年把隐适美带入中国后，发展迅速。

时代天使和隐适美的竞争局面非常胶着。数据显示，时代天使在2020年前三个季度占据了国内41.3%的市场份额，紧随其后的是隐适美，二者合计占有82.3%的市场份额。前者在2020年前九个月的市场份额领先后者0.3个百分点，仅过了三个月，后者就以0.4个百分点的微弱优势实现了反超。

目前，时代天使已经针对不同客户群开发了多元化的产品组合。招股书显示，2020年，该公司四个产品系列中的标准版、冠军版、COMFOS、儿童版系列的收入占比分别

在隐形矫治解决方案领域，目前已经形成显著的双寡头格局——时代天使与隐适美之争。

如果说牙科赛道是资本市场上的一顶皇冠，“正畸”一定是皇冠上闪亮的明珠。

为56%、27%、13%、5%。其中，冠军版于2016年推出，正处于市场平稳快速增长的阶段，从2018年到2020年仍保持了销量的翻倍增长；2017年推出的COMFOS主打性价比，得益于市场下沉增速较快（销量从2018年的1200件增至2020年的2.7万件）；儿童版于2019年推出，仍处于发展初期，正在快速放量。

从营销角度来看，最初的隐适美在美国由于效果不突出、价格昂贵，导致不受市场欢迎，也曾投入巨资做广告，仅在2000年电视广告投放的规模就达到了3100万美元。此举依然没能让隐适美打开市场，艾利科技因此连年亏损。直到后来，艾利科技调整了策略，把营销对象由C端的患者转向了牙科医生，通过和医生共享利益的手法，才打开了市场，也因此走出了困境。

从前辈的经验来看，营销和研发对企业的重要性，似乎已不言而喻，但时代天使在营销和研发之间的资源分配上，目前却并不乐观，甚至有走重营销轻研发路线的苗头。时代天使2018年、2019年及2020年前九个月的研发费用分别为5020万元、8090万元及5890万元，占同期营收比重分别为10.3%、12.5%及11.4%。期内销售及营销开支分别为0.81亿元、1.23亿元、1.49亿元，占总营收比重分别为16.7%、19.0%、18.2%。无论是投入规模还是在营收中的占比，营销费用都高于研发费用。

在员工构成上也是如此。截至2020年9月30日，时代天使的研发团队有120名员工，占员工总数的9.3%，而销售人员的占比接近30%。

或许是为了成功上市迎合资本，上市前时代天使将精力更多集中在营销与渠道之上，未来这一局面或有所改观。

从此次上市募资用途中可以看到，公司约39.9%的募资用于为无锡市创美基地的建设提供

资金；约18.3%用于提升公司的研发能力以及为内部和合作研发项目提供资金等。

扩大产能和提升研发能力并举，上市后的时代天使显然是想从18年的跟跑者变成未来行业的领跑者。

黄金赛道，双头竞争

隐形矫治是口腔正畸的未来，这是一个业内的普遍共识。

根据灼识咨询的报告，2019年中国共有290万例正畸病例，其中隐形矫治病例30.4万例，占比10.5%。结合各类、各品牌矫治器市占率与平均客单价进行测算，2019年的市场规模为755亿元，其中隐形矫治市场规模为106亿元，占比14%。

受益于隐形矫治的多方面优势，消费升级逻辑下，其增速显著高于整体市场增速，占比持续提升。2015年至2019年，中国隐形矫治病例数高速增长、隐形矫治市场复合年均增长率高达58.8%。中国自2019年开始成为全球隐形矫治第三大市场，市场规模由2015年2亿美元增至2020年15亿美元。与之对应，隐形矫治病例数从2015年4.78万例增至2020年33.55万例，复合年均增长率为47.7%。

中国隐形矫治领域的渗透率仅为美国的1/3，未来增长空间巨大。特别是从口腔正畸患者年龄结构来看，2019年美国成人患者占比约68%、青少年及儿童占比为32%。中国同期成人患者占比约19%，青少年及儿童占比为81%。

出于形象需求与依从性的考虑，成人患者将主要使用隐形矫治器（2019年中国近70%的隐形矫治患者为成年人），这有望在短期内成为隐形矫治的增长机遇。

来自中国食品药品监督管理局的数据显示，

中国目前共有 104 家公司持有合计 125 张隐形矫治器注册证，从事隐形矫治服务的公司有 31 家，其中 21 家公司仅有矫治器产品，无配套自研技术系统、附件与装置、矫治器材料。而具有完备隐形矫治产品与技术的仅有 4 家公司，即时时代天使、隐适美、正雅和正丽。

事实上，在隐形矫治解决方案领域，目前已经形成显著的双寡头格局——时代天使与隐适美之争。

按照患者案例计算，两家企业的合计市场份额高达 82.4%，其中时代天使的市场份额约为 41%，排名第二，略低于排名第一的隐适美 0.4 个百分点。

以收入规模计算，2020 年时代天使科技公司收入为 8.17 亿元，几乎全部来自中国大陆；隐适美所属公司总收入为 161.29 亿人民币，其中 13.04 亿元收入来自中国大陆。虽然国内的患者案例数接近，但在收入上时代天使与隐适美仍然存在差距。

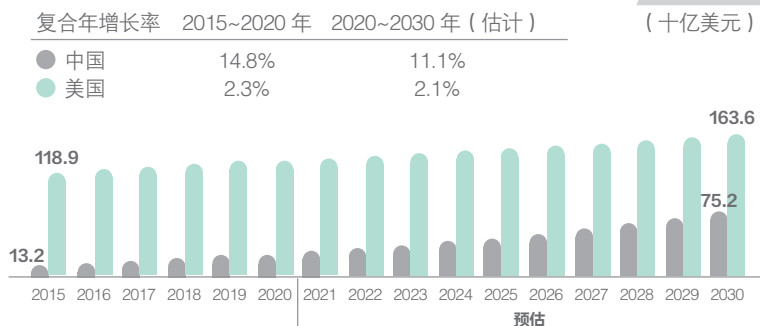
虽然，在市场占有率和总体收入上时代天使略逊一筹，但其在医疗成本、医生资源以及市场拓展方面也有自身优势。

医疗成本方面，隐适美产品的价格虽然在官方渠道未披露（每个案例所需价格不同），但通常情况下，进口隐适美的参考价为 4 万元到 6 万元不等。

招股书介绍，时代天使旗下四款产品治疗期间的建议零售价格分别为 3.2 万元、4 万元、2.6 万元及 2.4 万元。采用时代天使矫正器的方案一般会比采用隐适美的方案便宜 1 万~2 万元。

特别是本次 IPO 募集资金，时代天使将投入无锡创美基地的建设以及研发与营销中。预计 2026 年，该公司的产能将扩大至 1 亿个隐形矫正器（目前产能为 2190 万个隐形矫正器，利用

2015~2030 年（估计）美国及中国的牙科护理服务市场规模



率达 74%)，对应的是 11 条自动化生产线。其中创美基地在 2021 年至 2023 年每年增长两条生产线。

凭借领先的技术系统与专业医学设计团队，时代天使能够给予医生关键的矫治方案设计支持和核心临床技术支持，帮助全科医生开展隐形矫治。

目前，时代天使在全科医生市场中占有率高达 60%，而其主要竞争对手隐适美的市占率仅为 20%。

据灼识咨询调研结果，时代天使在下沉区域隐形矫治市场中占有率平均高达 58.5%，而其主要竞争对手隐适美市占率仅为 21.5%。

可以看出，凭借其出众的成本优势、医生技术支持能力（下沉区域口腔医生主要为全科医生）以及销售布局，时代天使在下沉区域市场占有率较高，发展潜力可观。

如果说牙科赛道是资本市场上的一顶皇冠，“正畸”一定是皇冠上闪亮的明珠。在消费升级的趋势下，在这个“隐形”的千亿级蓝海市场，时代天使能否笑到最后？