

买入

2025 年 3 月 4 日

高速增长的远程医疗平台

➤ **高速增长的远程医疗平台：**HIMS & HERS 是一家美国/英国远程医疗公司，创办于 2017 年。美国医疗面临看病贵、看病难问题，公司的技术平台让消费者能够更频繁地与医疗提供商互动，在数小时内（而不是数周）获得护理，并越来越多地帮助提供商为消费者匹配针对其独特问题而定制的价格实惠的高度个性化解决方案。

➤ **不断扩展的业务范围，快速增长的会员人数：**HIMS & hers 的订阅者在公司平台上接受五大核心专业的治疗：性健康、男性和女性皮肤病学、心理健康和减肥。无菌环境以及近期获得的实验室能力，为公司未来进军睡眠问题、低睾酮问题和更年期护理、维生素缺乏、疼痛管理、延缓衰老和肌肉恢复等等其他领域奠定了基础。24 年末公司订阅人数+45%至 223 万人，其中个性化订阅用户同比+172%至 125 万人，客户长期保留率达到 85%+。24 年 Q4 平均订阅者月收入同比+38%至 73 美元。

➤ **坚定成为减肥领域的领导品牌：**司美格鲁肽于 25 年 2 月 21 日退出短缺状态，公司商用复合司美格鲁肽将于 2 季度禁止销售引发市场担忧。但公司仍预计 2025 年口服解决方案、利拉鲁肽和个性化司美格鲁肽等减肥产品将使得减肥业务收入至少达到 7.25 亿美元，减肥业务预计收入占比约 30%，这个预期不包括商业可用的 semaglutide 剂量的任何贡献。通过整体解决方案和应用程序工具，计划使 Hims & Hers 的减肥专科成为稳固持久的长期市场领导者。

➤ **公司业绩指引：**2025 年收入 23-24 亿美元，收入增速 56-63%。25 年调整后 EBITDA 为 2.7 亿美元至 3.2 亿美元，调整后 EBITDA 利润率为 12% 至 13%。未来 5-6 年会员人数升至千万左右，2030 年前达成 20% 的长期调整后 EBITDA 利润率目标。

➤ **目标价 66.0 美元，首次覆盖给予买入评级：**公司的关键能力在于将更多消费者转化为 Hims & Hers 的订阅用户，并让他们更长时间地使用公司平台。因为每增加一位新订阅用户，其生态系统就会得到强化，例如通过 MediMatch 技术公司可获取更多结构化数据和更深入的洞察，再基于数据驱动提供个性化的解决方案和服务，能带来更高质量的结果，进而吸引更多用户订阅并提升领先地位，各环节相互促进的关系将带动飞轮运行。我们将折现率提升至 12%，永续增长率设为 3%进行 DCF 估值，得出目标价为 66.0 美元，相当于公司 25 年的 6.2 倍 PS，较昨日收市价有 62%的上升空间，给予买入评级。

➤ **风险：**监管加强、政策变化、商业领域竞争加剧。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

行业	远程医疗
股价	40.68 美元
目标价	66 美元 (+62%)
股票代码	HIMS
已发行股本	2.22 亿股
总市值	90.38 亿美元
52 周高/低	11.2 美元/72.98 美元
每股净资产	2.15 美元
主要股东	贝莱德 (13.86%) 领航集团 (9.48%) Andrew Dudum (4.79%)

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
营业收入(百万美元)	872	1477	2359	3147	4027
变动(%)	65.5%	69.3%	59.7%	33.4%	28.0%
净利润(百万美元)	-24	126	114	181	303
净利率(%)	-2.7%	8.5%	4.8%	5.7%	7.5%
每股收益(美元)	-0.11	0.58	0.51	0.79	1.29
变动(%)	65.6%	627.3%	-12.0%	54.7%	62.8%
经调整EBITDA(百万美元)	50	177	299	433	620
经调整EBITDA率	5.7%	12.0%	12.7%	13.8%	15.4%
基于40.68美元的市销率(倍)	10.4	6.1	3.8	2.9	2.2

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



高速发展的美国远程医疗公司

公司简介

HIMS & HERS 是一家美国远程医疗公司，创办于 2017 年，公司认为其快速的发展势头是站在整个医疗行业变革前沿能力的直接结果，这种变革正在使历史上只有少数人才能获得的护理水平平权化。

HIMS & HERS 是一家美国远程医疗公司，创办于 2017 年，创始人 Andrew Dudum 注意到了男性护理行业的困境：当代男性在面临脱发、皮肤护理、性健康等常见问题时，通常难以启齿，既不愿意约见医生，长期使用原研产品也太贵。因此，他决定创立 HIMS，为男性提供预防保健咨询建议和个护方案的平台，帮助男性解决这份尴尬。最初，HIMS 以售卖男性脱发产品和 ED 药品为用户所知，后来才将业务扩展到男士护肤领域，为男性提供保湿、抗皱、治疗粉刺等针对性产品。随着成功进入男性健康市场，HIMS 进军女性健康市场，推出了专门针对女性需求的健康个护品牌 Hers。2021 年 1 月公司在纽约证券交易所上市，股票代码为 NYSE:HIMS。

HIMS & HERS 的愿景是：“身心愉悦会改变你的生活，这就是为什么我们要肩负起使命，通过更健康的力量，让世界感觉更美好。”公司的技术平台让消费者能够更频繁地与医疗提供商互动，在数小时内（而不是数周）获得护理，并越来越多地帮助提供商为消费者匹配针对其独特问题而定制的针对性解决方案。价格实惠的高度个性化解决方案使 Hims & Hers 平台在全国范围内得到了广泛采用，消费者的快速接受带来了强劲的业务表现。

公司认为其快速的发展势头是站在整个医疗行业变革前沿能力的直接结果，这种变革正在使历史上只有少数人才能获得的护理水平平权化。技术平台使消费者能够更快、更深入、定制化地访问众多行业的服务，公司的平台为消费者提供了医疗领域内的相同好处。

图表 1：公司业务发展历程

- 2017 年，Hims 成立，最初销售治疗勃起功能障碍的西地那非以及米诺地尔、生物素维生素和防脱发洗发水等防脱发产品。
- 2018 年，推出针对女性的品牌 Hers，销售避孕药和氟班色林等产品。
- 2019 年，Hims 在英国推出受欧洲法规限制的产品目录。
- 2020 年，推出包括匿名团体治疗在内的心理健康服务。
- 2024 年，宣布将复合 GLP - 1 注射剂添加到产品组合中，为客户提供减肥治疗途径

资料来源：公司资料、第一上海整理

公司管理层介绍。

公司联合创始人 Andrew Dudum 是 Hims & Hers Health, inc. 的联合创始人之一，董事会成员。他在医疗健康和科技领域有着丰富经验。此前他是专注于医疗健康创新的 Atomic 公司的合伙人，参与孵化多个医疗相关项目。创立 Hims & Hers 前，Andrew Dudum 在医疗投资等领域有所耕耘。

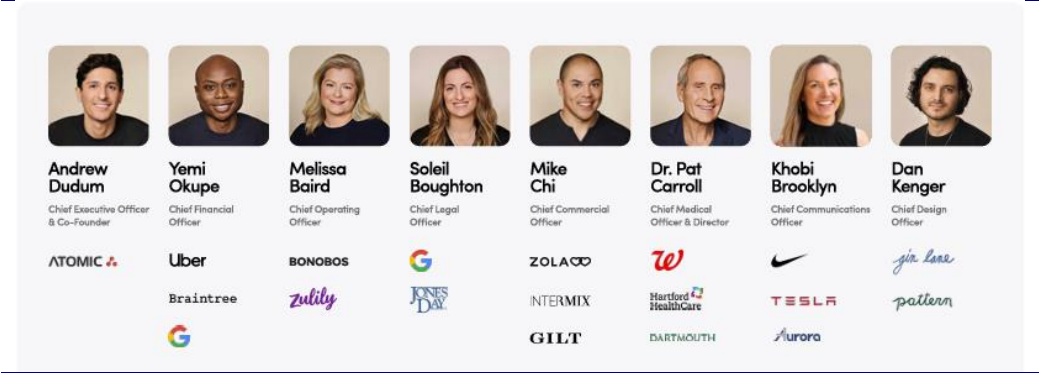
公司首席运营官 Melissa Baird 领导工程师团队设计了远程医疗体验，让患者能参与服务并获得护理，在她带领下，团队努力确保远程医疗各环节让客户感到安全、有信心。

首席商务官 Mike Chi 任职期间推动了公司业务增长，在公司从男性远程医疗业务拓展到女性健康业务，以及在疫情期间扩展初级护理等业务方面发挥了重要作用。Mike 曾担任在线婚礼登记平台 Zola 的首席营销官，还曾任 Intermix 的营销和数字体验副总裁，在 Gilt Groupe 担任过营销和综合管理方面的多个高级职位。

首席医疗官和董事会成员 Dr. Pat Carroll:负责领导临床运营，确保平台上的每位消费者都能获得高质量的医疗服务。其曾担任沃尔格林公司首席医疗官，负责零售诊所、医疗战略、卫生系统合作、质量项目以及沃尔格林社区健康计划的开发，也担任过马萨诸塞州昆西市花岗岩医疗集团首席医疗官，拥有家庭医学和青少年医学委员会认证。

同时公司有超过 15 位顶尖专家帮助提出高度可靠的医疗服务建议、卓越的治疗方案和改善护理的工具应用机会。

图表 2：公司管理层介绍



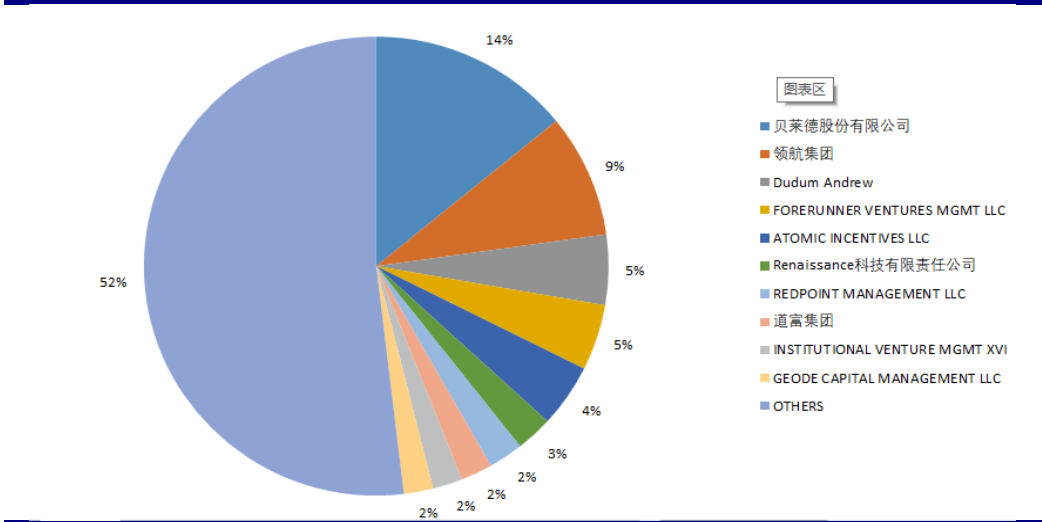
资料来源：公司资料、第一上海整理

基于公司未来的发展和要求，公司新增了技术、政策、制药和合规等方面的新董事会成员。

基于公司未来的发展和要求，HIMS & HERS 的新董事会成员介绍如下：1、克里斯托弗·佩恩（Christopher Payne）：在多个行业利用颠覆性技术平台进行创新，曾任职于 DoorDash、eBay。2、安雅·曼努埃尔（Anja Manuel）：擅长应对外交政策以及不同地区的监管动态，曾任职于瑞银、美国国务院。3、卡雷·舒尔茨（Kåre Schultz）：具备拓展能服务数百万人群的制药业务运营的专业能力，曾任职于梯瓦制药 Teva。4、黛布·奥托（Deb Autor）：专长于质量把控、合规事务以及监管合规卓越管理，曾任职于美国食品药品监督管理局 FDA、辉瑞生物制药集团。

HIMS 的主要股东为贝莱德有限公司、领航集团和 Dudum Andrew，分别持有公司 13.86%、9.48%和 4.79%的股权。其他主要股东包括 FORERUNNER VENTURES MGMT LLC、ATOMIC INCENTIVES LLC、Renaissance 科技有限责任公司、REDPOINT MANAGEMENT LLC、道富集团、INSTITUTIONAL VENTURE MGMT XVI、GEODE CAPITAL MANAGEMENT LLC。

图表 3：公司股权结构



资料来源：彭博、第一上海整理

美国医疗体系的问题

根据美国政府医疗保险和医疗补助服务中心数据，美国 2023 年的医疗支出达 4.9 万亿，占 GDP 的 17.6%，人均医疗支出 14570 美元，大幅度领先于全球国家，但美国的人均寿命却只有 78.4 岁。

相比 12 个可比的经合组织国家，美国的医疗支出超额约 60%，主要的影响因素包括更高的行政费用（约 30%）、更高的医生和护士工资（约 15%）、处方药价格（约 10%）、医疗器械和设备（不到 5%）。

根据刊登在《Commonwealth Fund》上的一项研究，相比 12 个可比的经合组织国家，美国的医疗支出超额约 60%。主要的影响因素包括更高的行政费用（约 30%）、更高的医生和护士工资（约 15%）、处方药价格（约 10%）、医疗器械和设备（不到 5%）。1、美国医疗保健系统非常复杂，拥有极多不同的医疗保险计划，各自的规则、费用、投保都不相同。供应商需要处理大量数据来确定最终赔付金额，从而导致行政费用很高。医疗保险和医疗供应商两方面的高昂行政费用成为了推高美国医疗支出的主要因素之一。2、根据 Medscape Physician Compensation Report 统计，美国医生的平均薪酬超过 35 万美金，位列全球第一。美国医生的薪酬除了劳动力薪资水平本身处于较高水平外，医师执业资格的高门槛以及高昂的培养成本也是重要的驱动因素。在发达国家中，美国的人均医师数量也偏低，根据世卫组织数据，2022 年美国每一万人仅有 36.81 名医生。3、此外，药品价格也是导致美国医疗支出过高的主要因素之一，具体原因如下：1）政府无法直接进行药品价格谈判，药品福利管理组织 PBM 以盈利为驱动。美国六大 PBM 合计管理约 94% 的处方药，PBM 的收入来自保险公司服务费和药企回扣，且运行不透明和缺乏监管，导致其不断从增长的药品支出和将低价药品从报销范围中剔除等方式获益，据测算 2023 年 PBM 收入超过 3000 亿美元。针对这一问题，美国政府已经开始着手解决。美国前总统拜登于 2022 年 8 月签署的《2022 年通胀削减法案》（即 IRA 法案）。该法案的关键政策是让卫生与公众服务部（United States Department of Health and Human Services，即 HHS）与制药公司直接谈判 Medicare Part D（医疗保险处方药计划）（从 2026 年开始实施）和 Medicare Part B（补充性医疗保险）（从 2028 年开始落地）中涵盖的部分药物价格。2024 年 9 月，美国联邦贸易委员会（FTC）对三大 PBM 提起诉讼，指控参与不公平回扣，人为抬高胰岛素价格。目前 PBM 改革还在初期，潜在的提案包括强制分拆药品和药房业务、禁止 PBM 通过药品的实际支付和报销金额之间的差额赚取利润、全额将药品回扣和折扣转交给雇主或健康计划等，迫使 PBM 提升定价透明度。2）缺乏药品价格上限管制。药企避开法律对商业保险覆盖患者的价格限制以及药品首次进入

市场时的标价限制，美国政府不会进行任何价格管控或干预，而其他国家政府均有所介入如欧盟、加拿大等。以诺和诺德为例，Ozempic 和 Wegovy 美国药品标价是德国的 16.8 和 9.8 倍。3）医保报销制度鼓励使用高价注射药。美国医疗机构通过集团采购组织（Group Purchase Organization, GPO）或批发商购买处方药并为患者进行注射，随后向联邦医保或者商业保险索取赔付，联邦医保将会赔付标准价格的 106%（商业保险赔付比例更高）。因此药物价格越高，超额赔付部分绝对额越高。因此，当存在多种疗效相当的药物可选择，医生和医疗机构有动力开高价处方药以获得更高利润。4）长期专利垄断维持高药价。1994 年世界贸易组织 WTO 达成《与贸易有关的知识产权协议》（TRIPS），此后 WTO 成员国必须执行至少 20 年的药品专利期，期间低价仿制药无法进入市场销售。然而，制药企业经常通过各种方式延长专利垄断时间，例如修美乐在获批后递交超过 260 个专利涉及创新药物配方、新适应症专利和大量给药方法、制备方法、制剂剂量等外围专利。同时当其专利到期后，新的改良版药物可继续通过专利保护，再次实现垄断销售。

针对以上问题，如何通过科技手段达到提高行政效率、医疗工作者的诊疗效率，且在保证疗效的情况下提供更有性价比的治疗方案，是颠覆美国医疗体系的关键。

图表 4：美国医疗支出超额的组成和比例

Components of Excess U.S. Health Spending and Estimated Shares	
Component	Share of excess spending
U.S. pays more in administrative costs of insurance	~15%
U.S. providers spend more on administrative activities	~15%
U.S. pays more for prescription drugs	~10%
U.S. physicians earn more	~10%
U.S. registered nurses earn more	~5%
U.S. invests more in medical machinery and equipment	<5%
Sum of components estimated	~60%

资料来源：Ani Turner, George Miller, and Elise Lowry, High U.S. Health Care Spending: Where Is It All Going? (Commonwealth Fund, Oct. 2023).

具体到看病环节，Hims & Hers 平台无论是价格还是便利性上都更有优势。

具体到看病环节，如果采用线下面诊，美国平均面对面看诊费用为 176 美元。若算上交通成本，会增加 20%，因请假看诊损失的工资平均约为日薪的 15%，若需照顾孩子，每次看诊可能还需额外花费 30 美元的儿童看护费用。此外，还需考虑医保自付部分，通常在 20-50 美元之间。而如果采用 Hims & Hers 远程医疗，以 Hims & Hers 平台的部分服务为例，其心理健康在线服务为 99 美元 / 次；节育服务订阅费用每月 12 美元起，含线上咨询。比如针对性健康和头发问题的多症状综合治疗方案，公司能以每月低至 49 美元的价格为这两种症状提供服务。2024 年上半年美国约有 2620 万人没有医保，多数医保计划不覆盖减肥、脱发、皮肤等视为美容问题的药物。

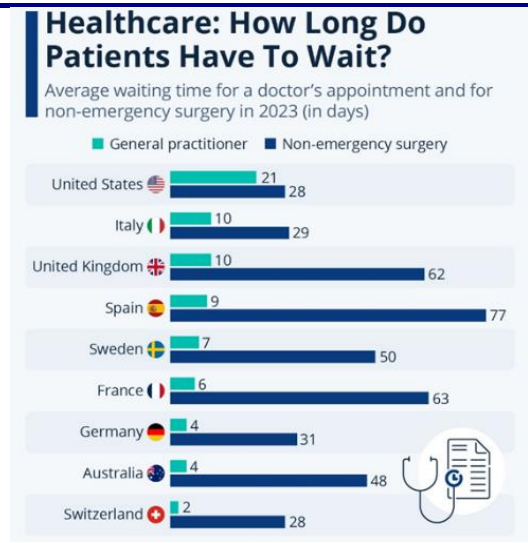
图表 5：HIMS 药物和原研仿制药药物价格对比

药品名	Viagra	Cialis	非那雄胺/米诺地尔喷雾	Victoza	Saxenda	Wegovy
主要成分	西地那非	他达拉非	非那雄胺/米诺地尔	利拉鲁肽	利拉鲁肽	司美格鲁肽
原研	辉瑞	礼来	默克/强生	诺和诺德	诺和诺德	诺和诺德
规格	50mg, 1片	5mg, 30片	每月	每月	每月	每月
原研价格	91.58	310.17	/	815.27	1349.02	1349.02
仿制药价格	0.38-20.58	18.82-126.21	35-55	704.40	/	/
Hims价格	4	40	35	/	/	169

资料来源：Drugs.com， Hims 官网， 第一上海整理

除了费用问题外，门诊等待时间也是美国患者面临的严重问题之一。根据 statista 的统计，2023 年美国全科医生门诊的平均等待时间长达 21 天，远超欧洲，专科门诊方面也不容乐观。门诊漫长的预约等待时间源于医生数量不足，以及预约系统和病历数据管理方面的低效。而 Hims & Hers 用户平均从就诊提交到开始治疗用时少于 24 小时，全国有 1300 多名高质量的医疗服务人员，透明的定价机制，让客户清楚知晓具体花费，也帮助消除人们对情感敏感类健康问题的偏见。

图表 6：美国与欧洲门诊预约等待时间



资料来源：Statista

图表 7：23 座大城市 11 项专科第三次可预约门诊平均等待时间



资料来源：医疗保健记者协会

公司产品与服务

HIMS & hers 的订阅者在公司平台上接受五大核心专业的治疗：性健康、男性和女性皮肤病学、心理健康和减肥。越来越多的消费者将 Hims & Hers 视为个性化护理的领先平台，未来公司将逐步将业务板块拓展至更多有情感共鸣且属于慢性健康挑战的领域。无菌环境以及近期获得的实验室能力，为公司未来进军睡眠问题、低睾酮问题和更年期护理、维生素缺乏、疼痛管理、延缓衰老和肌肉恢复等其他领域奠定了基础。

目前，HIMS & Hers 的订阅者在公司平台上接受五大核心专业的治疗：性健康、男性和女性皮肤病学、心理健康和减肥。越来越多的消费者将 Hims & Hers 视为个性化护理的领先平台，未来公司将逐步将业务板块拓展至更多有情感共鸣且属于慢性健康挑战的领域。无菌环境以及近期获得的实验室能力，为公司未来进军睡眠问题、低睾酮问题和更年期护理、维生素缺乏、疼痛管理、延缓衰老和肌肉恢复等其他领域奠定了基础。

公司拥有专有的电子病历（EMR, Electronic Medical Record）系统，它是驱动供应商和消费者之间联系的中央大脑。自成立以来，公司构建并发展了一种使用和利用

结构化数据的 EMR，其功能包括可记录笔记并总结关键要点的自动化工具，标记患者风险等级和需要进一步关注领域的机制，快速识别潜在药物相互作用的功能。这种结构化数据提供了多种好处：1、减少管理负担：平台能够自动生成主客观评估和规划（SOAP）注释以记录医患互动，一致的表格可在需要时在医生间提供更无缝的过渡。2、安全防护：不适合远程医疗的患者通常会在与线上医生接触之前被转介到实体设施。该平台还有助于突出显示某些患者风险，以确保医生知道他们需要在哪些方面花费更多时间来解决潜在问题。3、提高效率：一致的格式、指南、直观的工具和结构化数据可提高平台上医生效率。标记潜在药物相互作用以及潜在关注领域的安全工具使医生能够专注于安全。

未来公司的用户规模加上技术实力，将使其能够通过人工智能（AI）和机器学习继续发展平台，以帮助医疗服务提供者提供更好的护理，这对于心理健康和减肥等较为复杂的专业尤其有价值。Hims & Hers 于 23 年第三季度推出的 MedMatch 是实现这一愿景的首批工具之一。MedMatch 利用人工智能和机器学习来分析数千次患者互动中的去识别数据，并向医生提供数据，帮助他们确定针对每位患者的最佳建议。这项技术能够在公司减肥专业领域得到充分利用，以帮助支持提供商确定药物类型、适当的滴定时间表和正确的个性化最终剂量。公司于 2025 年第一季度正式将一家家用实验室检测套件供应商 Trybe Labs 纳入团队，下一阶段是通过实验室诊断能力，将更多洞察融入到公司生态系统中。

另外公司的“智能路由”系统能将用户与最适合满足他们需求的专业人士联系起来。每个请求都标有关键信息，可以更全面地了解患者，并促进高效和个性化的体验。紧急问题或严重副作用可以立即转交给医生采取行动，而非紧急问题或疑问的客户可以转交给 24/7 护理团队的护士。减肥和心理健康领域的客户在前四周平均与他们的提供商互动 3 次，在前十二周平均与提供商互动 5 次。规模使公司能够以高效的方式向消费者提供这些福利，这种效率使传统上只有少数人才能享受到的护理平权化，将消费者等待护理的时间从几天或几周缩短到几个小时。订阅者可以随时向提供商发送消息并获得后续护理，无论他们对自己正在经历的副作用有疑问，还是对如何服用特定药物有疑问，甚至需要调整治疗计划。在减肥等接触程度更高的专业领域，这种能力在促进订阅者保留方面特别有效。

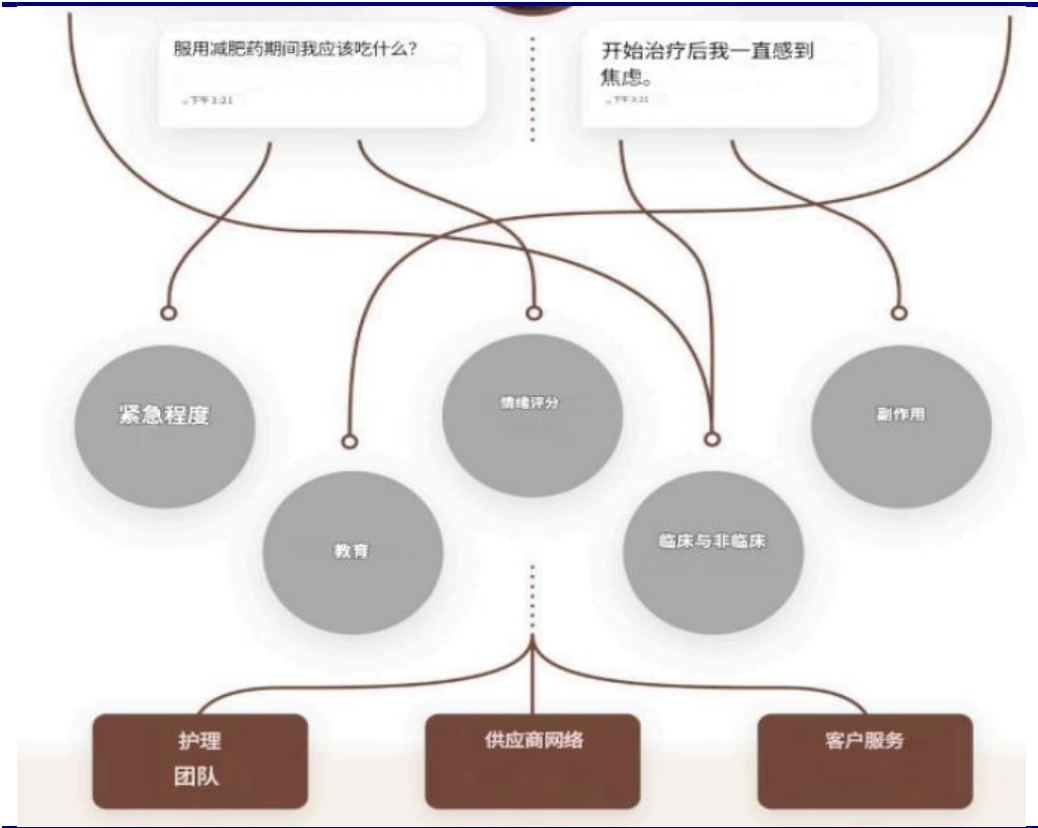
通过高度定制化的个性化医疗服务模式，HIMS 在美国的多个慢性病患者里收获了好评。相比较于传统医疗系统，HIMS 能提供更高频次的问诊、快速的回应、针对个人实际情况的药量配置、居家就能享受的服务以及更注重个人隐私。同时对于医务工作者来说也无需每天浪费大量时间使用低效的工具处理大量管理任务。Hims & Hers 通过周到的商业实践和创新技术消除了这些障碍，这些技术以向患者提供卓越的护理为中心，为医疗服务提供者提供了向患者提供更深层次护理的能力。

目前公司构建了一个垂直整合的专有技术栈，每天支持超过 10,000 次患者就诊，预计未来还会更多，这将构建医疗保健强大的数据集。另外公司建造了近五十万平方英尺的药房和配送中心，提供针对多种疾病和多种创新形式的个性化治疗，通过优化剂量、减轻副作用和维生素补充，帮助支持高质量的临床结果。这套体系将使得超富之人才能够享受到的服务，如治疗师、营养师、健身/冥想教练，通过科技的力量扩展到数千万甚至更多的人。

公司的关键能力在于将更多消费者转化为 Hims & Hers 的订阅用户，并让他们更长时间地使用公司平台。因为每增加一位新订阅用户，其生态系统就会得到强化，例如通过 MediMatch 技术公司可获取更多结构化数据和更深入的洞察，再基于数据驱动提供个性化的解决方案和服务，能带来更高质量的结果，进而吸引更多用户订阅并提升领先地位，各环节相互促进的关系将带动飞轮运行。

图表 8：公司服务流程





资料来源：公司资料

高速增长的会员人数

24 年末公司订阅人数+45%至 223 万人,新老客户 2019-2024 年的 CAGR 都在 70%+。超过 55% 的订阅用户选择个性化治疗方案,预计未来这一比例还会持续增长。

公司主要收入均来自于订阅客户，订阅客户被定义为一个或多个“订阅”的客户，每 30 天或每 90 天计费一次。24 年末公司订阅人数+45%至 223 万人，新老客户 2019-2024 年的 CAGR 都在 70%+。其中个性化订阅用户同比+172%至 125 万人，超过 55% 的订阅用户选择个性化治疗方案，预计未来这一比例还会持续增长。个性化解决方案产品开发的一个关键要素是利用消费者群体的去识别数据来了解阻止用户遵守和/或采用治疗的因素，它会根据用户的健康状况、目标和偏好提供专属建议和产品，通过问卷、咨询等方式收集用户信息，持续调整服务，这将更贴合个人需求以提升满意度和效果。除了吸引更广泛的受众外，公司的个性化解决方案的用户留存率更高。公司客户长期保留率达到 85%+。公司的客户数快速增长和高留存率主要是因为公司以大众市场价格提供高质量、个性化解决方案的战略持续引起消费者的共鸣。虽然公司 GLP-1 产品正在为平台带来增量用户，平台上 GLP - 1 产品的采用率在加速上升，但不包括 GLP-1 用户群同比也增长了约 40%。在 24 年第三季度，近 300,000 名订阅者在平台上接受了两种或两种以上疾病的治疗，订阅者对多专业的采用增加主要是自然增长。

公司平台上超过 40 万名订阅者来自平均家庭收入低于 50,000 美元的邮政编码地区，其中近 8 万名订阅者涉及体重管理和心理健康。美国低收入地区缺乏医疗保健是一个关键问题。医疗服务提供者有限、医疗服务成本高昂、缺乏保险覆盖以及交通障碍，都导致这些社区居民的健康状况较差。公司订阅者中有超过 10 万名年龄在 65 岁以上，其中约 7,000 人正在使用减肥解决方案。

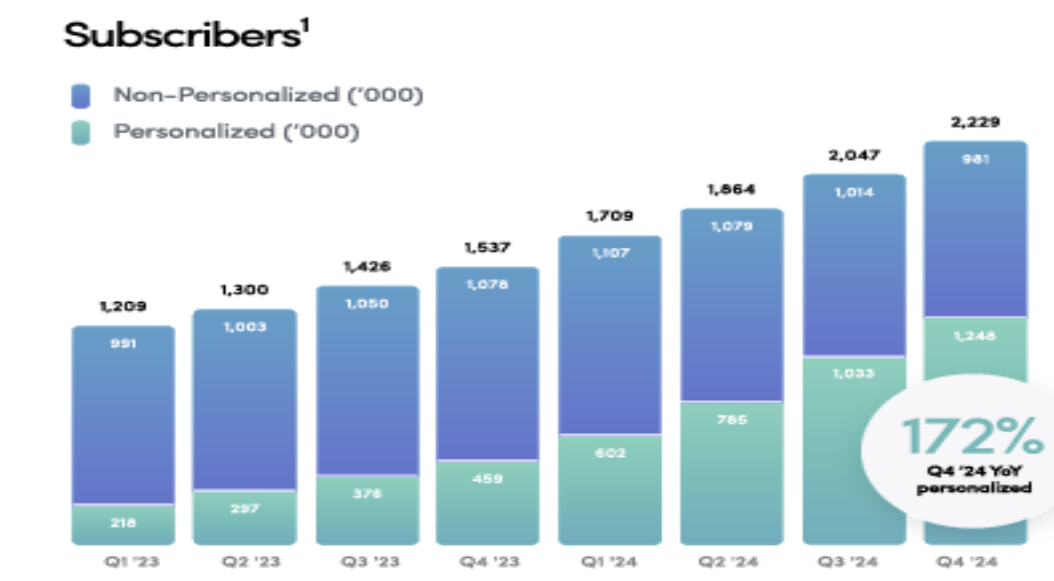
公司的收费方式根据服务类型和产品需求有所不同，通常包括以下几种模式：1、订阅服务：用户按月支付，定期收到产品或服务，如药物或护肤产品，长期订阅可能享

有折扣。2、单次购买；3、咨询服务；4、根据复杂性和产品组合收费的个性化治疗方案，比如公司会提供多病症服务，如 Hims 的“性健康药物 + 头发护理神器”组合，针对性健康和脱发问题的多效解决方案。以及 Hims & Hers 的“平衡混合配方药物”，这会将抗抑郁药物与维生素和补充剂相结合的二合一心理健康解决方案。24 年平均订阅者月度线上收入同比+19%至 64 美元，其中客单价一直上升，如 Q3 达到 67 美元，而 Q4 同比+38%至 73 美元。

在性健康领域，公司正在推动让更多用户能够获得以养成日常习惯为导向的解决方案。24 年 3 季度，超过 50% 的新性健康用户订阅了每日解决方案，使用个性化解决方案的订阅者数量同比增长了 3 倍，并且公司提供多种差异化剂型，如含多种治疗选择的咀嚼式勃起功能障碍解决方案。

24 年第四季度，Hims 皮肤科订阅用户数量同比增长超过 55%，Hers 皮肤科订阅用户数量同比增长超过 100%。男性和女性皮肤病学领域超过 80% 的订阅者正在使用个性化解决方案。在女性皮肤科的一些亚专科中，年度留存率同比增长了 20 多个百分点，因为使用个性化解决方案的患者比例同比增长了 40 个百分点，达到专科的约 70%。同时公司提供多种差异化剂型，如 Hers 的头发护理混合液包括定制维生素、生物素，包括外用制剂。

图表 9：主要用户增长来自个性化解决方案



资料来源：公司资料

减肥业务板块

美国有超过 1 亿人受到体重相关问题的影响，每年有 50 万人死于肥胖，肥胖是美国可预防性死亡的主要原因之一。平均每个美国人想要减去的体重为 42 磅，每年尝试减肥的美国人比例达 47%，其中偶尔尝试占 13%，持续尝试占 24%。

公司现有许多其他专业的订阅者正在采用减肥解决方案，最初为了减肥而访问该平台的订阅者随后也采用了其他专业的解决方案。超过 20 万人在一年内加入 Hims & Hers 平台以满足他们的减肥需求，在 24 年第三季度，购买减肥解决方案的

20,000 名订阅者是现有客户，20% 的减肥订阅者与 Hims & Hers 有多专业关系。

预计 2025 年口服解决方案、利拉鲁肽和个性化司美格鲁肽等减肥产品将使减肥业务收入至少达到 7.25 亿美元，减肥业务预计收入占比约 30%，这个预期不包括商业可用的 semaglutide 剂量的任何贡献，并计划使 Hims & Hers 的减肥专科成为稳固持久的长期市场领导者。

减肥解决方案产品价格具体取决于专业领域和持续时间。23 年 12 月公司推出口服解决方案，旨在解决体重增加的潜在原因，涉及病症包括代谢紊乱、暴饮暴食习惯、胰岛素抵抗、抑郁症。口服业务是平台上发展最快达到年化 1 亿美元营收的业务（7 个月内），该业务以每月 69 美元的价格提供相当于 GLP - 1 药物 70% 的减肥效果，所包含的产品有安非他酮、二甲双胍、纳曲酮、托吡酯和维生素 B12 等。这些口服药业务已经存在了数十年，它们已知的副作用和安全性都经过了广泛的研究，且治疗方式多样，有口服药、咀嚼片。公司认为无论未来 GLP - 1 类药物、利拉鲁肽等情况如何，预计口服药业务都将在减肥业务中占据很大的比重。

司美格鲁肽品牌药注射版的月费高达 1350 美元，且大多数商业保险计划覆盖司美格鲁肽的减肥适应症（商品名 Wegovy）要求患者需要满足一定的 BMI（身体质量指数）标准（如 BMI ≥ 30 或 BMI ≥ 27 且伴有体重相关疾病）才能获得报销，报销比例通常在 50%至 90%之间，具体取决于保险计划。自付费用方面，患者可能需要支付每月数百美元，具体金额取决于保险计划的共付额（copay）和免赔额（deductible）。政府医疗保险（Medicare 和 Medicaid）方面，Medicare（联邦医疗保险，主要为 65 岁及以上的老年人、部分残疾人士和终末期肾病患者提供医疗保障）不覆盖用于减肥的司美格鲁肽或其他 GLP-1 类药物，这些药物仅在批准用于糖尿病治疗时可能获得报销。Medicaid（医疗补助，覆盖人群主要是低收入家庭、孕妇、儿童、老年人、残疾人士等）的报销政策因州而异。截止 2024 年 8 月，美国有 13 个州的医疗补助已覆盖 GLP-1 用于肥胖症治疗，另有 4 个州已覆盖 GLP-1 但未覆盖肥胖症治疗。剩余 34 个州（包括华盛顿特区）未覆盖 GLP-1。一项研究发现，仅 18% 拥有 200 名或更多员工的大公司的保险覆盖 GLP-1 的减重治疗。5000 名或更多员工的公司中，这一比例也只有 28%。

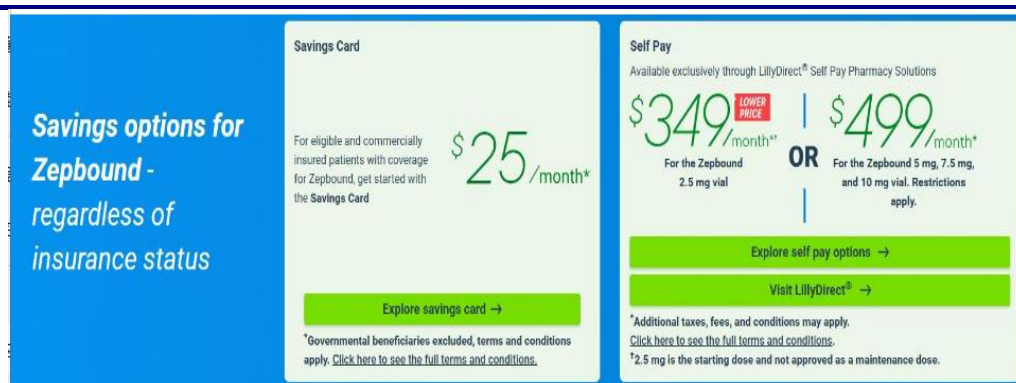
24 年 5 月公司推出司美格鲁肽商用剂量，7 月份推出了针对复方司美格鲁肽的个性化给药和滴定计划。公司优先让客户访问与每种药物相关的分析证书（CoA），每位收到复合 GLP-1 药物的用户都可以通过公司的移动应用程序、网站或扫描其发货中的二维码访问相关的 CoA。GLP-1 产品起始定价为每月 199 美元，24 年 12 月公司进一步将注射式治疗方案的价格降至每月 165 美元。24 年 9 月公司宣布为现役美国军人、退伍军人、教师、护士和急救人员提供 50% 的订阅折扣，这项服务感谢计划定价低至 99 美元/月。规模、数据以及严格的运营管理，使公司能够为自己的解决方案制定具有竞争力的价格。

图表 10：品牌司美格鲁肽减肥版本（Wegovy）的滴定剂量和价格

Wegovy® (semaglutide) injection 2.4 mg				
0.25 mg dose 0.5 mL pen (4 pen package)	0.5 mg dose 0.5 mL pen (4 pen package)	1.0 mg dose 0.5 mL pen (4 pen package)	1.7 mg dose 0.75 mL pen (4 pen package)	2.4 mg dose 0.75 mL pen (4 pen package)
WAC Price \$1,349.02	WAC Price \$1,349.02	WAC Price \$1,349.02	WAC Price \$1,349.02	WAC Price \$1,349.02

资料来源： 诺和诺德网站

图表 11：礼来替而泊肽减肥版本 zepbound 的价格



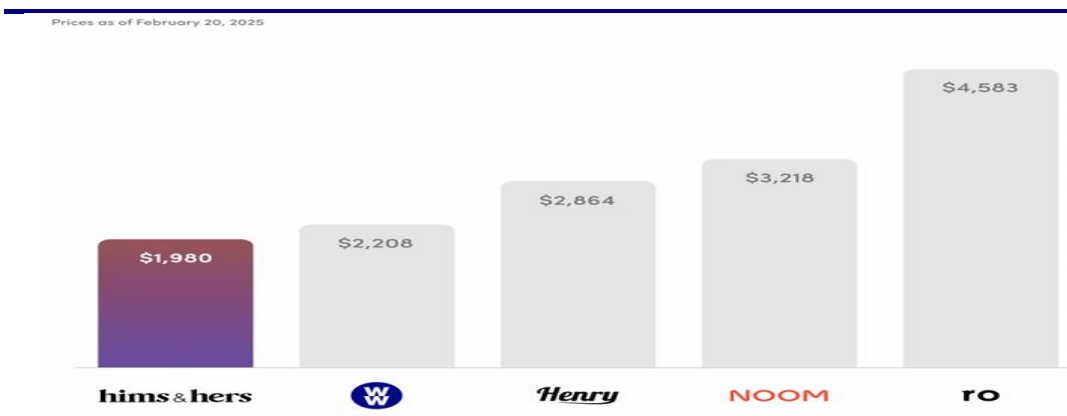
对于符合条件且有商业保险，且保险涵盖 Zepbound 起始剂量的患者，使用此优惠卡每月仅需支付 25 美元。

仅通过礼来直付（LillyDirect®）自费药房解决方案提供：

Zepbound 2.5 毫克小瓶制剂，每月 349 美元（在 SURMOUNT-1 试验中，平均减重约 15%）；Zepbound 5 毫克、7.5 毫克和 10 毫克小瓶制剂，每月 499 美元（在 SURMOUNT-1 试验中，平均减重约 17-19%）。

资料来源：礼来公司网站

图表 12：不同品牌 复方 GLP -1 减肥订阅计划的年度费用（含会员费和其他费用）



资料来源：公司资料

根据 Blue Health Intelligence 24 年的研究，由于难以忍受的副作用（如胃肠道问题和大量肌肉损失）、与提供者接触的频率低于预期以及无法获得负担得起的解决方案，只有 70% 的处方 GLP-1 药物患者在前四周后仍在继续使用这些药物，到第 12 周，这一比例下降到 42%，而一年的治疗依从性只有 10-15%。而在公司平台第 4 周 85% 的复合 GLP-1 用户继续订阅，包括继续护理、完成登记、主动与提供商互动，平均体重变化达 6 磅，初始平均减重 3%。12 周时 70% 的用户继续订阅，平均体重变化达 14 磅，较初始平均减重 7%，普通消费者平均用药 5 个月左右。实现这种差别的有以下四点原因：1、公司平台实现了一致的供应商沟通。在 4 周时，患者通常至少与平台上的供应商进行 3 次互动，而到 12 周时，平均有 5 次互动。一旦患者达到滴定计划（Titration Schedule）末，供应商仍平均每月至少与患者互动一次。在典型的实体环境中，向普通消费者大规模提供这种级别的服务将极具挑战性。2、公司平台上的技术消除了供应商的管理开销，并为他们配备了产品和工具，以更好地满足个人患者的需求。Hims & Hers 平台上的供应商可以使用专有 EMR 工具，这些工具可以自动记录患者信息，以编程方式标记某些风险并利用结构化数据来帮助他们突出供应商的重要关注点和动态。此外，公司的专有

AI 技术（例如 Hims & Hers 的 MedMatch）等功能可帮助供应商确定平衡减肥结果与副作用管理的方法，包括药物和滴定计划调整。3、广泛的个性化剂量选择意味着平台上的供应商可以为更广泛的患者提供服务。标准剂量对许多患者都有效。然而，考虑到美国人口肥胖问题的多样性以及许多人对恶心、呕吐、腹泻、肌肉损失或肌肉减少症等常见副作用的担忧，预计有数百万人将从个性化剂量中受益。4、根据超过 10,000 名个性化减肥计划订阅者（他们已完成 28 天的检查）和数千名已完成 56 天的检查者的客户报告数据，这些患者已经看到了效果，并表示他们很高兴继续实现他们的目标。所以综合而言，个性化剂量、治疗范围广度和频繁沟通都是早期成功的驱动因素。

在美国，针对药品短缺问题，尤其是复方制剂（compounded drugs）的销售，有一系列法律法规和政策框架来确保药品的安全性和可及性。《联邦食品、药品和化妆品法案》（FD&C Act）是美国药品监管的基本法律框架，规定了复方制剂的合法性和监管要求。复方制剂必须由持有执照的药房或药剂师根据医生处方配制。禁止大规模生产未经 FDA 批准的复方制剂，但允许在药品短缺时为满足患者需求进行小规模配制。《药品质量与安全法案》（DQSA，2013 年）将复方药房分为两类：传统复方药房（503A 配药）和外包复方药房（503B 配药）。503A 药房指的是传统的个体化配制药房。这类药房根据医生为患者开具的特定处方，为满足个别患者的需求，将药物活性成分进行混合、调配等操作，制成符合患者特殊需求的药品，如特殊剂型、特殊剂量等。503B 外包药房是依据 FD&C Act 及相关法规设立的一种特殊类型的药房。它主要从事药品的配制工作，但与 503A 药房不同，503B 药房配制的药品不是针对单个患者的特定处方，而是为了满足医疗机构等客户的批量需求，进行更大规模的药品配制和分发。

GLP-1 药物替尔泊肽（Tirzepatide 注射液）于 22 年 12 月 15 日纳入短缺名单，24 年 12 月 19 日结束短缺状态。FDA 表示小型配药房必须在 2 月 18 日之前停止配制替尔泊肽，大型配药设施的停止配药截止日期为 3 月 19 日，否则将面临执法行动的风险。而司美格鲁肽（Semaglutide）于 22 年 8 月 23 日纳入短缺名单，25 年 2 月 21 日退出短缺状态。为实现平稳过渡，FDA 要求两类配药机构逐步停产：503 A 类须在 4 月 22 日前停止生产；503 B 类（外包配药设施）宽限至 5 月 22 日，否则可能面临执法行动。但就短缺状态是否真的结束各方有不同意见，此前礼来旗下替尔泊肽被移出短缺名单后，外包设施协会（代表复方药房的行业组织）曾起诉 FDA，要求重新评估短缺问题。FDA 随后同意暂缓执行对复方药房的限制，允许其在短期内继续生产替尔泊肽复方药物。截至 2025 年 3 月，法律争议仍在进行中。司美格鲁肽美国专利将于 2031 年到期，替尔泊肽美国化合物专利将于 2036 年到期。

为应对新的政策变化，公司的司美格鲁肽商用剂量将在 Q2 逐步禁止销售。但公司的个性化的剂量调整时间表和剂量水平，并非简单复制市售药物，这使医生能够满足个体患者的需求，不受药物短缺的影响，公司将用大规模的去识别化结构化数据去确定这部分最适合这些治疗的人群。

另外 2025 年中或下半年公司将为客户提供利拉鲁肽，这是平台上第一个通用 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）解决方案。利拉鲁肽是诺和诺德研发的产品，其化合物专利已于 23 年 2 月在美国到期，但利拉鲁肽要求每日注射，真实世界数据显示持续使用 4 个月利拉鲁肽的参与者平均体重相比基线下降 6.3%。这与诺和诺德的品牌药司美格鲁肽每周注射一次，68 周平均减重 15%，以及礼来的品牌药替尔泊肽 15mg 每周注射一次，平均体重可下降 22.5%相比，属于上一代产品。因为利拉鲁肽每周需要更多的无菌针头，因此其从原料 API 到包装的成本都更高，预计其定价可能更高。公司已经确认了利拉鲁肽这一新增产品的核心供应商，并有望在未来几个月

内完成测试和批次验证，以及确认真品证书，公司认为有不少患者在寻求肥胖治疗方案时，确实看重性价比。另外当有货时，公司期望在平台上提供 Wegovy 和 Ozempic（诺和诺德司美格鲁肽的减肥和降糖药品牌名）以及 Mounjaro 和 Zepbound（礼来替而泊肽的降糖和减肥药品牌名）等品牌药物，公司一直在努力获得这些药物的稳定供应，公司有能为成百万需要减轻副作用（如肌肉流失、恶心和呕吐）的患者提供高度个性化的服务。

目前 FDA 已经批准了两款 Victoza（利拉鲁肽用于治疗二型糖尿病）仿制药的上市申请，分别由 Teva Pharmaceuticals 和 Hikma Pharmaceuticals 生产（中国翰宇药业授权给 Hikma）。尚无 Saxenda（利拉鲁肽的减重品牌）的仿制药获批上市。不考虑医疗保险，目前 Victoza 18mg 3 支装（可支持最高剂量 30 天治疗）的标价为 815.3 美元。Teva 相同规格的仿制药产品标价为 704.4 美元。而 Saxenda（利拉鲁肽的减肥品牌）18mg 5 支装（可支持最高剂量 30 天治疗）的标价则高达 1349.0 美元。

Hims & Hers 目前拥有两家 503A 药房和一家 503B 药房。24 年 9 月公司收购了第一个 503B 复合外包设施 Medisource，这是一家位于加利福尼亚州的 503B 外包机构，专注于无菌配药等业务，2025 年预计该工厂的产量将会增加。同时还将对 503A 基础设施进行额外投资，以释放更广泛的个性化功能。2025 年 2 月 21 日宣布收购了一家位于加利福尼亚州的肽工厂，从而获得了多肽类药物活性成分的生产能力。这不仅为其推出利拉鲁肽仿制药提供了产能基础，也加强了其国内供应链的效率和稳定性，以满足其控制成本、维持产品高质量的目标。

对于大众市场，公司采用高度个性化的方法来了解导致体重增加的潜在因素，这可能包括胰岛素抵抗性代谢紊乱、暴饮暴食、抑郁状态及相关症状。公司的体重管理高级副总裁克雷格·普里马克博士在这一领域已经钻研了 20 年，公司将原本只有 1% 或 2% 的人能享受到的专业知识，以大众能够承受的价格广泛推广开来。公司将为客户提供整体解决方案，为消费者提供基于应用程序的工具，如身体质量指数（BMI）追踪器、卡路里和水分摄入追踪器、用药提醒、饮食推荐计划、日程安排器以及锻炼计划等，并扩充补充产品，帮助订阅用户养成更健康的生活习惯。25 年公司将聘请到一位在人工智能方面有深厚专业知识的 CTO，预计 2025 年口服解决方案、利拉鲁肽和个性化司美格鲁肽等减肥产品将使得减肥业务收入至少达到 7.25 亿美元，减肥业务预计收入占比约 30%，这个预期不包括商业可用的 semaglutide 剂量的任何贡献，并计划使 Hims & Hers 的减肥专科成为稳固持久的长期市场领导者。

市场竞争概况

无论从客户数还是收入，过去几年 HIMS & HERS 的市场占有率都在快速提升。按客户数，HIMS & HERS 的市场占有率从 20 年 6.8% 上升至 24 年的 47.3%。从收入计算，HIMS & HERS 的市场占有率从 20 年 10.1% 上升至 24 年的 47.5%。同时其 GLP-1 药物管理治疗的月费用也为最低，最新月费用降至 165 美元。

在线上医疗领域，以下公司是 HIMS 的竞争对手：

Thirty Madison 是一家健康科技公司，成立于 2017 年。它旗下有多个专注不同健康领域的品牌，比如针对男性脱发的 Keeps，专注偏头痛的 Cove 等。通过数字医疗服务，为患者提供个性化的健康解决方案，涵盖诊断、治疗和药物配送等环节。致力于利用技术简化医疗保健流程，让患者更便捷地获取专业医疗服务，在健康科技领域有一定影响力。按客户数，Thirty Madison 的市场占有率从 20 年 4.5% 下降至 24 年的 3.8%。从收入计算，Thirty Madison 的市场占有率从 20 年 4.3% 下降至 24 年的 2.8%。

Roman Health Ventures 通常被称为 Ro，Ro 是一家美国纽约的远程医疗公司，由

撒迦利亚·雷伊塔诺（Zachariah Reitano）于 2017 年在美国纽约创立。它同样有着年轻化的品牌视觉，靠在线销售性障碍药物起家。作为病患和医生联络的平台，患者可通过平台预约，医生以视频方式诊断，每次咨询或诊疗约 5 分钟，费用 15 美元。之后业务拓展到女性健康、体重管理等一般轻微疾病的医疗服务，其司美格鲁肽复方制剂的月费用约 382 美元。提供端到端服务，从在线诊断、制定方案、开处方药、配送药物、长期护理的整套方案，23 年 12 月，Ro 还上线了按需上门的医疗诊断服务。2021 年获得 8.76 亿美元融资，估值飙升至 50 亿美元。2022 年 2 月公司完成 D-2 轮融资，融资金额 1.5 亿美元。按客户数，Ro 的市场占有率从 20 年 10.4% 上升至 24 年的 15.4%。从收入计算，Ro 的市场占有率从 20 年 15.1% 下降至 24 年的 13.5%。

Noom 是一家领先的数字健康公司，2008 年成立，业务范围包括：1、健康管理 App 服务：提供多种功能助力用户健康管理，如食物记录，其食物数据库包含超 100 万种食物；根据用户减肥目标设定推荐卡路里区间；有超 1000 个互动课程，涵盖减肥心理学、正念饮食、目标设定等主题；提供数千种简单健康的食谱；设有社区功能，用户可交流互动；可跟踪饮水量；能与健康应用程序连接，帮助用户掌握运动进展趋势；为达到目标体重想维持的用户设置了维持模式。2、疾病管理项目：推出糖尿病预防项目，是首个被美国疾病控制与预防中心认可的此类移动应用程序。2024 年，Noom 推出了包含复方 GLP-1 药物的减重产品，核心成分为复方 semaglutide，与诺和诺德的 Wegovy 和 Ozempic 有相同活性成分，其月治疗费用约 268 美元。3、企业健康服务：为企业提供员工健康管理解决方案，帮助企业提升员工整体健康水平，降低与健康相关的成本，如压力和体重相关疾病管理等。2024 年 4 月以 265 亿人民币的企业估值入选《2024·胡润全球独角兽榜》，排名第 249 名。按客户数，Noom 的市场占有率从 20 年 41% 下降至 24 年的 11%。从收入计算，Noom 的市场占有率从 20 年 29.9% 下降至 24 年的 6.2%。

Curology 是一家专注于皮肤护理的公司，成立于 2014 年，用户需填写包含病史、当前治疗方案及治疗期望等内容的医疗问卷，并上传至少三张高分辨率皮肤照片。公司的皮肤科专家会据此定制诊疗方案并配出处方用药，通常采用局部痤疮及抗老化治疗方式。2022 年 12 月与 Target 达成批发合作，2024 年在亚马逊推出 18 款由专业皮肤科医生研发的非处方护肤品，如痤疮洁面乳、保湿凝胶、保湿霜、紧急祛斑贴片、黑斑精华液等。Curology 2024 年的年收入为 1.25 亿美元。按客户数，Curology 的市场占有率从 20 年 30.6% 下降至 24 年的 11%。从收入计算，Curology 的市场占有率从 20 年 19% 下降至 24 年的 6.2%。

BetterHelp 是 Teladoc 旗下的心理健康服务商，拥有超过 7800 名持证治疗师。该平台可以为用户匹配专业的持证治疗师，用户可以随时随地通过各种设备与治疗师交流，可无限制地发送文本消息，也能根据自己的时间安排电话或视频实时聊天，解决如抑郁、焦虑、人际关系、创伤等各类个体心理问题。同时也可以通过 Teencounseling 平台，专门为 13-19 岁的青少年提供在线咨询服务。以及为企业提供员工心理健康解决方案，帮助企业提升员工整体健康水平，降低与健康相关的成本，如避免员工职业倦怠、提高工作效率等。按客户数，BetterHelp 的市场占有率从 20 年 6.7% 上升至 24 年的 11.6%。从收入计算，BetterHelp 的市场占有率从 20 年 21.6% 上升至 24 年的 23.7%。由于 BetterHelp 业绩未达预期，Teladoc 在 2024 年第二季度计提了 7.9 亿美元的商誉减值。

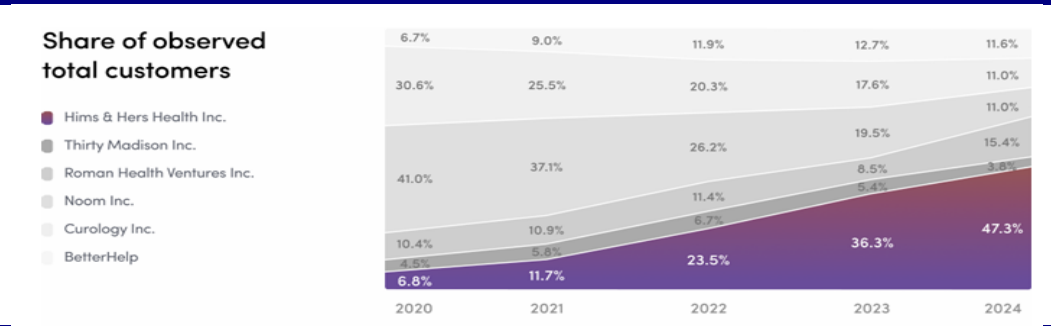
WW（Weight Watchers）是一家知名的健康管理与体重管理公司，其采用积分系统，根据食物的营养成分赋予相应积分，会员通过控制每日积分摄入来管理体重。同时提供线上线下课程、专业指导和社区支持服务，帮助用户改变生活方式和饮食

习惯。在全球多个国家和地区运营，拥有庞大的会员群体，在体重管理领域有较高知名度和市场份额。其司美格鲁肽复方药物月费用约 184 美元。

Henry Meds 是一家提供医疗订阅服务的公司，其 GLP-1 药物管理治疗的月费用约为 239 美元。患者需在线填写医疗表格，回答一些医疗问题，完成信息录入。患者与专业临床医生进行一对一的定期视频远程医疗问诊，医生根据患者情况制定个性化治疗方案。患者的药物会每两个月从合作药房邮寄给患者。

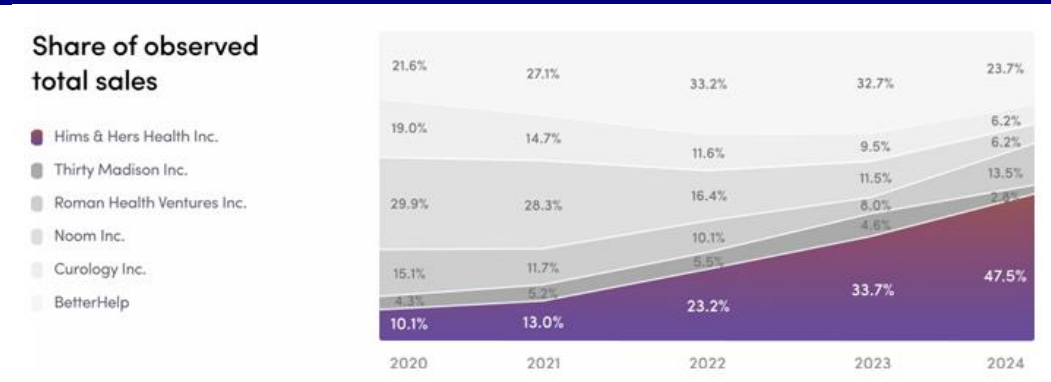
无论从客户数还是收入，过去几年 HIMS & HERS 的市场占有率都在快速提升，按客户数，HIMS & HERS 的市场占有率从 20 年 6.8% 上升至 24 年的 47.3%。从收入计算，HIMS & HERS 的市场占有率从 20 年 10.1% 上升至 24 年的 47.5%。同时其 GLP-1 药物管理治疗的月费用也为最低，最新月费用降至 165 美元。

图表 13：行业市场份额趋势（按照客户数）



资料来源：公司资料

图表 14：收入市场份额趋势（按照收入）



资料来源：公司资料

同时我们也将亚马逊最近推出的远程医疗平台 One Medical 和第一家远程医疗公司 Teladoc 与 HIMS 进行比较：

亚马逊 One Medical 成立于 2007 年，总部位于美国，是一家会员制初级医疗服务提供商，拥有线下诊所网络（截至 2024 年在全美 29 个州运营超过 208 个服务点）和线上服务。One Medical 被亚马逊在 2023 年以 39 亿美元收购后，整合进亚马逊的健康服务生态系统，其会员数在 2023 年约为 836,000 人，收入增长较稳定，但尚未实现整体盈利。One Medical 的药物主要来源于其与美国授权的药房和药品分销商的合作网络。其在被收购前持续亏损，亚马逊正通过成本控制（目标到 2028 年将固定成本占比降至 20%）努力改善其盈利能力。

Teladoc Health 成立于 2002 年，总部位于美国，是全球领先的远程医疗公司之一，拥有超过 8000 万人次的全球用户和 5600 万付费会员。2024 年 Teladoc 的收入为 25.7 亿美元，预计增速低于 5%，但仍处于亏损状态。Teladoc 主要面向企业，为企业员工提供更广泛的综合远程医疗服务，覆盖初级医疗、专科咨询和心理健康，但不直接运营线下诊所。Teladoc 只为患者开具处方，不生产药物，患者需要自行去线下药房领取。

图表 15: Hims 与亚马逊 ONE Medical 和 Teladoc 的区别

	HIMS	亚马逊 One Medical	Teladoc
成立时间	2017年	2024年	2002年
模式	ToC	ToC	主要B2B2C，很小一部分ToC
是否接受保险	否	是	是
业务	收购药房、生产实惠的复合药物，卖药的同时附带个性化治疗解决方案，帮助患者制定用药计划，并随时提供免费咨询服务。通过第三方物流提供送货上门	销售One Medical会员来给患者提供低廉的现场或远程问诊服务，同时自带的亚马逊药房和物流，提供低价药物的同时还提供快速配送到家	与大型企业或保险公司签约并由其支付订阅会员费，同时也通过产品组合中的消费者平台直接面向消费者提供服务
会员数	222万	截至2022年底收购前，约83万名会员	美国地区会员9380万
会员收费	无会员费，所有的价格都包含在了药费里	收取会员费，若拥有Prime会员：每月9美元，每年99美元，家庭套餐每人每月6美元不拥有Prime会员则每年199美元	无会员费，业务按次收费
服务收费	免问诊费，所有的价格都包含在了药费里	非会员文字交流29美元/次，视频49美元/次；会员文字交流14美元/次，视频34美元/次 药物另外收费	分不同业务收取问诊费，例如皮肤病每次89美元。只开具处方，不提供药物
药品来源	采购名牌原研药以及自有药房生产的复合药物	所有的药物均来自在美国国家药房委员会协会（NABP）注册的美国批发商	不提供药物，只为患者开具处方，患者自行到药房领取药物
覆盖地区	美国、英国	美国	全球175个国家
特点	深入了解患者需求，收购药房自产低价复合药摆脱医保	低价问诊与药物	在多个国家提供服务，与企业签约提供初级保健服务
员工数	2024Q4拥有1637位员工	考虑到One Medical在全美拥有超过208个服务点（截至2024年数据），其员工数量可能在数千人左右	截至2023年，Teladoc报告称其拥有超过5,000名员工
最新季度收入	4.81亿美元	在被亚马逊收购前，2022年第四季度收入为2.742亿美元	6.4亿美元
运营状况	毛利79%，营销费用高，已盈利	截止被收购前，未盈利	毛利72%，营销和行政费用高，未盈利
风险	FDA监管风险，非短缺药物恐无法在生产复合药物	问诊需要预约，线下门诊只适合在大城市	收购效果不佳，客户粘性不高，持续亏损

资料来源：公司网站，第一上海证券整理

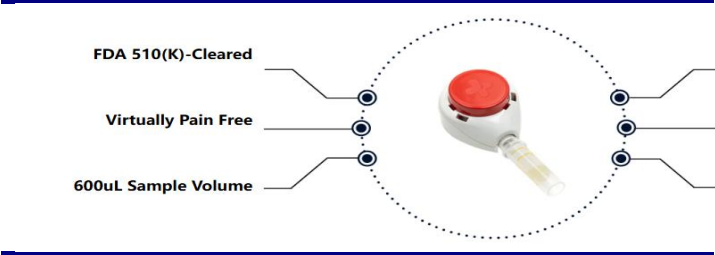
发展空间和未来规划

公司有能力在其服务领域帮助超过 1 亿+人，而高达 90% 的适用人群尚未寻求治疗。其个性化解决方案仍处于早期阶段，未来十年，目标是通过投资基础设施和技术能力，以及在扩展诊断支持、定制治疗和治疗的深度、后续护理的质量和连贯性和将平台能力拓展到 Hims & Hers 之外等四个关键领域拓展大众市场消费者可获取的资源，来改变人们实现健康改善的方式。

广泛人群面临着不同的医疗需求，如 65 岁的男性希望改善性健康和心血管健康，45 岁的女性正处于更年期，希望对抗脱发。25 岁的男性首次出现性健康和脱发问题。

Hims & hers 的订阅者在公司平台上接受五大核心专业的治疗：性健康、男性和女性皮肤病学、心理健康和减肥。2025 年 2 月宣布收购了家庭实验室检测机构 Trybe Labs。Trybe Labs 采用了一种独特的采血设备，以满足客户居家自行采样的需求。该设备仅需在进行皮肤消毒后，吸附在上臂，通过按压开关，即可开始采集血样。相比其它居家采血中常见的手指刺破采样，该方法无痛，也避免了样品环境暴露导致污染的风险。仅需 600 μL 血液，就可以支持公司实验室对全部指标的检测。通过此次收购，Hims & Hers 能够支持客户在家自行抽血，以进行更全面的全身检测，收集如激素水平、心脏风险、甲状腺功能、肝功能、血脂与胆固醇、高血压指标及前列腺癌相关生物标志物的检测，从而更好地确定适合客户的个性化治疗方案，丰富和拓展了公司原有的业务范围。预计此次收购将使客户能够通过更深入的洞察掌控自己的健康，并使医疗提供商能够访问广泛的数据和生物标记，以帮助在疾病发展之前识别疾病风险，从而做出更精确的临床决策。未来公司希望将实验室诊断能力整合到平台中，以便以低成本或在某些情况下免费提供给订阅者。

图表 16: Trybe Labs 采血设备



资料来源：公司网站

图表 17: Trybe Labs 与竞争对手对比

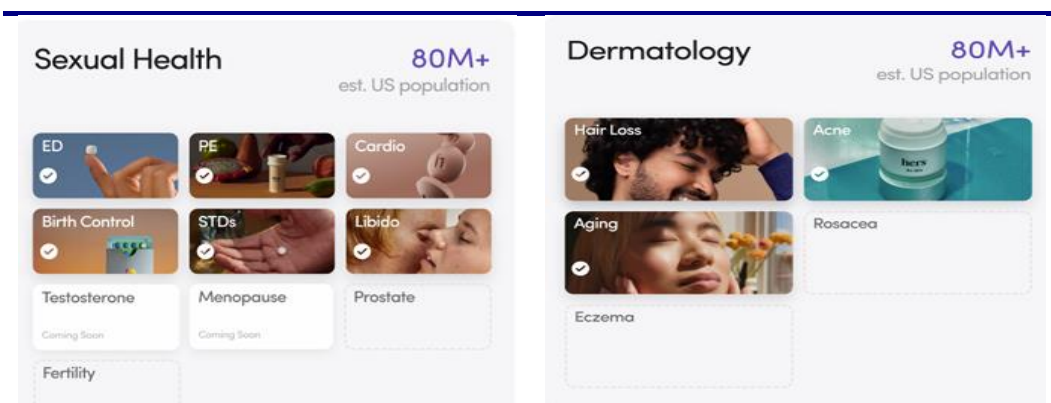
		Trybe Labs	Everlywell	LetsGetCh
采血方式		特制无针头采血设备	指尖刺破采血	指尖刺破
采样地点		家中	家中	家中
对比		自有实验室，独特采血设备，广泛的测试，快速准确的结果	不被视为黄金标准的替代技术 依赖实验室合作伙伴/中间商，导致总体测试成本更高	自有实验室 不被视为黄金标准
测试价格 (美元)	总睾酮	109	69	89
	皮质醇	/	/	99
	TSH	/	/	119 (额外包括 TGAB、TPO/TI)
	三项组合	159	99	/
男性健康 套餐	内容	激素：睾酮、SHBG、雌二醇、FAI 前列腺：PSA 肝功能：ALT、AST、ALP 心脏病风险：hsCRP 血脂：胆固醇、甘油三酯 血压指标：皮质醇 甲状腺功能：TSH	(唾液样本) 激素：游离睾酮、DHEA、雌二醇 血压指标：皮质醇	(血液和唾液) 激素：睾酮、DHEA、SHBG、乳素 血压指标：
	价格 (美元)	229	249	199
女性健康 套餐	内容	激素：睾酮、SHBG、雌二醇、孕酮 肝功能：ALT、AST、ALP 心脏病风险：hsCRP 血脂：胆固醇、甘油三酯 血压指标：皮质醇 甲状腺功能：TSH	激素：游离睾酮、DHEA、雌二醇、孕酮、LH、FSH 血压指标：皮质醇 甲状腺功能：TSH、FT4、FT3、TPO/TPEX	激素：FSH、LH、催乳素
	价格 (美元)	229	249	139

资料来源：各公司网站资料，第一上海整理

2025 年 2 月公司收购的美国本土肽类设施，进一步实现垂直整合，强化国内供应链。这也将肽类创新领域提供机遇，包括疼痛管理、延长寿命和肌肉恢复等方面。

公司有能力在其服务领域帮助超过 1 亿+人，而高达 90% 的适用人群尚未寻求治疗。公司各版块覆盖健康领域的美国人数有：1、美国性健康领域的人群数约有 8 千万+：其中勃起功能障碍（ED, 4000 万人，每年新发约 62 万人）、早泄（PE, 5000 万人）、性传播疾病人数（STDs, 如生殖器疱疹约 200 万例新发/年）、避孕药、生育能力等，即将上线低睾酮问题和更年期护理，美国大约有 40% 的 40 岁以上男性中存在不同程度的睾酮水平低下情况（约 2900 万人），美国约有 2500 万女性有更年期症状。2、美国皮肤领域的患者人群数预计在 8000 万+：其中脱发（5600 万人，其中男性 3500 万、女性 2100 万）、痤疮（5000 万人）、湿疹（2600 万）、酒渣鼻（1600 万）和皮肤衰老等。3、美国心理健康领域受众超过 1 亿人：其中情绪焦虑（4500 万人）、抑郁（6000 万人），未来覆盖人群有创伤后应激障碍（770 万人）、失眠（1.1 亿人）、药物滥用（6 千万）等。4、美国减肥人群约有 1 亿人以上，美国大约有 1510 万儿童、2140 万青少年和 1.72 亿成年人超重或肥胖，目前公司已经开展的领域有代谢紊乱、胰岛素抵抗和食欲控制，未来将开展的业务有消化和糖尿病。而英国人口 6830 万人是美国人口 3.47 亿人的约 20%，故相关疾病人口可以约按同比例估算，如英国约有 430 万男性受勃起功能障碍影响，约有 1540 万人正在经历某种形式的脱发，英格兰估计有 63.8% 的 18 岁以上成年人超重或肥胖。

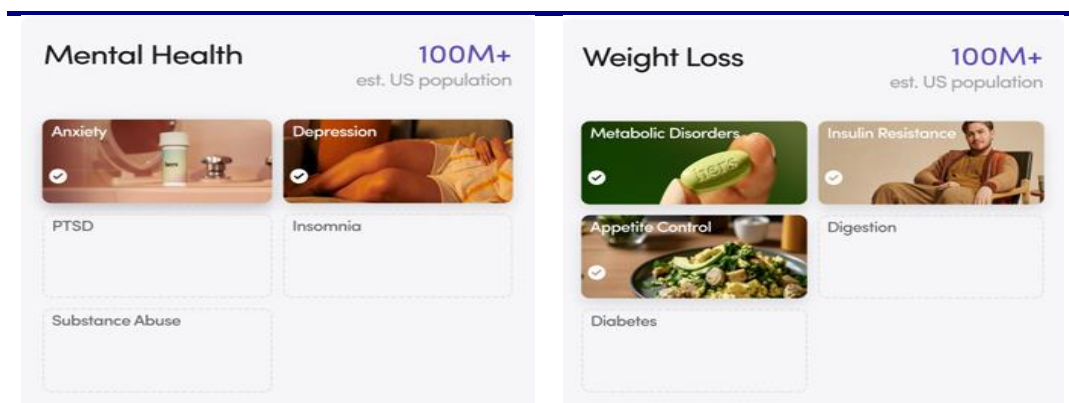
图表 18：性健康预计美国受众超 8 千万 图表 19：皮肤科预计美国受众超 8 千万



资料来源：公司资料

资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 20：心理健康美国受众超 1 亿人 图表 21：减肥预计美国受众超 1 亿人



资料来源：公司资料

资料来源：公司资料，第一上海整理

公司认为其个性化解决方案仍处于早期阶段，未来十年，目标是通过投资基础设施和技术能力，以及在四个关键领域拓展大众市场消费者可获取的资源，来改变人们实现健康改善的方式。

1、扩展诊断支持：在平台上增加诊断实验室功能，能持续拓展消费者可获取的健康洞察的广度和质量。2025 年公司预计将实验室诊断功能整合到服务中，作为一项免费或低成本的增值服务提供给订阅用户，继续扩大平台提供的个性化服务水平。

2、定制治疗和服务的深度：附属药房是生态系统的核心组成部分，它使平台上的洞察转化为对订阅用户的价值。未来几年对这些药房的持续投资，将帮助消费者获得更多剂型和个性化剂量的药物，并增加为订阅用户提供的多病种治疗方案数量。公司平台提供超过 300 种个性化产品，对设施的投入有可能使公司未来提供数千种高度定制化的产品。未来公司计划拓展平台上可供订阅用户使用的工具种类。目前平台为订阅用户提供身体质量指数（BMI）计算器、帮助用户监测水分摄入、营养、运动和睡眠的追踪工具，以及用药时间表和提醒功能。高参与度需要在对消费者有高价值的领域进一步投资。实验室检测、结构化数据、不断扩展的人工智能能力以及一流的医生网络，所有这些结合起来，能够为订阅用户匹配真正个性化的解决方案和服务。

3、后续护理的质量和连贯性：当解决方案送达消费者手中时，需要持续且高质量的后续跟进，以确保良好的治疗效果，并最终留住消费者。公司利用人工智能和机器学习技术，帮助在网络中智能处理订阅用户的咨询，并提高平台上医生的工作效率，并有机会将这些效率提升扩展到平台上的绝大多数流程中。未来人工智能可以让消费者更高效地获得更深入的护理，使医生能够更专注于处理特定的患者问题，并提供更贴心的服务。人工智能能够迅速在越来越复杂的领域为订阅用户带来巨大价值。如在减肥专科领域，配备人工智能教练，帮助用户每周优化饮食和训练计划。按需提供聊天机器人，帮助消费者改善心理健康。针对订阅用户个性化治疗计划的拟议变更，提供更深入的按需治疗解释。

4、将平台能力拓展到 Hims & Hers 之外：公司已经构建并将继续拓展一个生态系统，为医生和订阅用户提供价值，包括其电子病历（EMR）系统和 MedMatch 技术，公司将继续拓展医生可用的功能，同时增加订阅用户可选择的方案范围。未来公司将 Hims & Hers 平台上医生喜爱的基础设施功能和医疗服务推广到更广泛的医疗领域。

财务概况

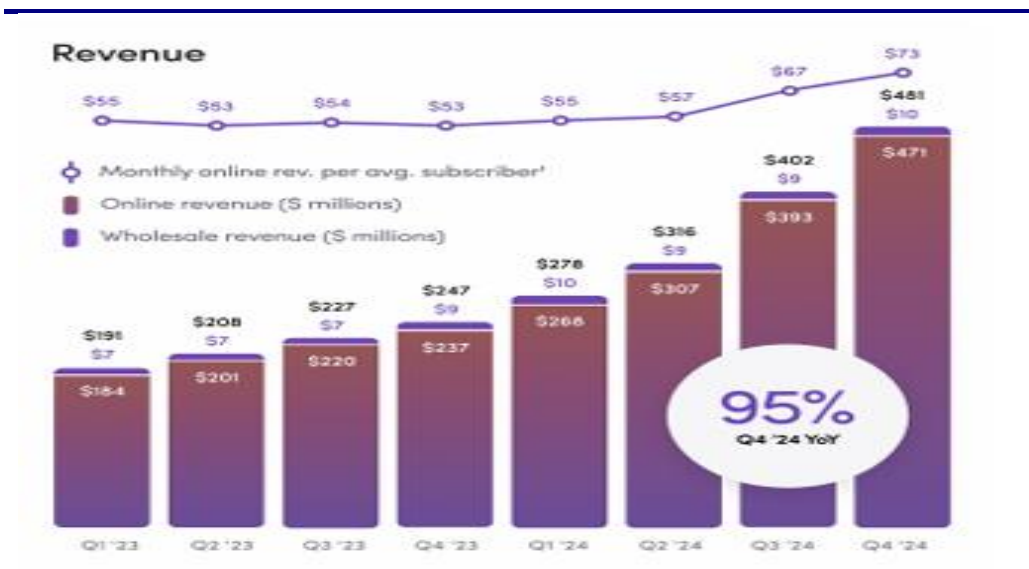
收入高速增长

HIMS 的收入主要来自于在线医疗，公司总收入从 2021 年到 2023 年稳步增长，从 2.72 亿美元增长到 8.72 亿美元，增长主要得益于公司在业务上的不断拓展以及个性化医疗订阅者的增加。

24 年公司收入+69%至 14.8 亿美元，非 GLP-1 业务收入同比增长 43%至 12.1 亿美元，GLP-1 业务收入达 2.3 亿美元。

得益于用户数量增加和每位用户每月平均在线收入增加带来的在线收入增长，24 年公司收入+69%至 14.8 亿美元，在线收入同比增长 71%至 14.4 亿美元，批发收入同比增长 30%至 0.4 亿美元。24 年公司非 GLP-1 业务收入同比增长 43%至 12.1 亿美元，GLP-1 业务收入达 2.3 亿美元。其中公司第四季度营收同比增长 95%，达到 4.81 亿美元。2024 年超过 25% 的收入与 Hers 品牌相关，这得益于在女性皮肤科、心理健康和减肥领域的投入，且 Hers 品牌在第四季度收入占比超过 30%。

图表 22：公司营业收入及同比增速（千美元）



资料来源：公司资料

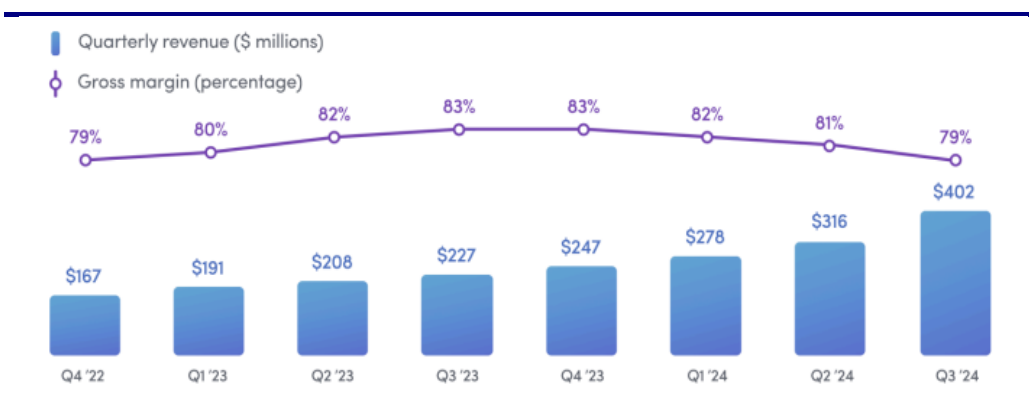
成本优化，但减肥业务拉低毛利率水平

24 年毛利率同比下降约 2.5 个百分点，从上年的 81.5% 降至 79%，毛利率下降主要是由于公司推出的新减肥产品因战略定价（低价吸引新客户）导致成本上升，直接影响毛利率，但附属药店销量增长带来的成本分摊效益部分缓解了毛利率下滑。

收入成本主要为运输产品和提供的服务的成本，包括购买和制造产品的成本、包装材料、运输成本、与创收活动直接相关的劳动力成本以及与制造的产品相关的间接成本。

2023 年公司收入成本同比增长 33%，其中运输成本同比增加了 49%，供应商相关成本同比增加了 48%，以及产品和包装成本同比增加了 20%，这些增长都是由于新订户的增加导致整体业务活动增加。毛利率从 2022 年的 77.6% 上升到 2023 年的 82.0%。24 年毛利率同比下降约 2.5 个百分点，从上年的 81.5% 降至 79%，2024 年第四季度毛利率同比下降约 6 个百分点，从上年同期的 83% 降至 77%。毛利率下降主要是由于公司推出的新减肥产品因战略定价（低价吸引新客户）导致成本上升，直接影响毛利率，但附属药店销量增长带来的成本分摊效益部分缓解了毛利率下滑。毛利率下降是产品生命周期早期常见的动态，预计随着产品不断扩大，公司能够通过自动化和垂直化来提高效率，以抵消部分毛利率阻力。

图表 23：公司毛利率情况



资料来源：公司资料

经营杠杆效应明显

2024 年第四季度和全年技术与开发费用均占收入的 5%。

按公认会计准则计算，2024 年第四季度和全年技术与开发费用均占收入的 5%。按非公认会计准则计算，24 年第四季度和全年技术与开发费用占收入的比例从 5% 小幅降至 4%。这方面的投资仍然集中在增加发展个性化产品所需的人才，同时扩大机器学习和数据科学组织，使供应商能够有效地将消费者与合适的产品配对。

24 年第四季度和全年的营销费用占收入的比例从 51% 降至 46%。公司实现了显著的营销杠杆，这得益于新产品推出带来的效率提升，以及自然客户获取趋势的改善，这两个因素使公司营销费用投入的回收期少于一年。

2023 年公司营销开支为 4.5 亿美元，同比增长 64%。这一增长主要是由于营销费用中最重要的组成部分是客户获取成本，2023 年客户获取成本增加到 3.8 亿美元，2022 为 2.3 亿美元，增幅为 65%。获客成本的增加是由于管理层决定增加对展示广告、搜索以及线性和流媒体电视营销的投资，继续寻找机会来推动新客户增长。按公认会计准则计算，24 年第四季度和全年的营销费用占收入的比例从 51% 降至 46%。按非公认会计准则计算，24 年第四季度营销费用占收入的比例从 50% 降至 45%，2024 年全年营销费用占收入的比例从 51% 降至 45%。公司实现了显著的营销杠杆，这得益于新产品推出带来的效率提升，以及自然客户获取趋势的改善，这两个因素使公司营销费用投入的回收期少于一年。公司的目标是让 Hims & Hers 成为获得高质量个性化治疗和服务的代名词，所以将持续确保在社会中一些最具文化影响力的时刻，从各种不同角度发声。这既包括直接获取新用户的努力，也涵盖更广泛地提升人们对公司服务能力以及使命的认知。在不到五年的时间里，公司从推出第一支全国性电视广告，发展到凭借强大的优化能力，登上美国最大的舞台——超级碗进行宣传。

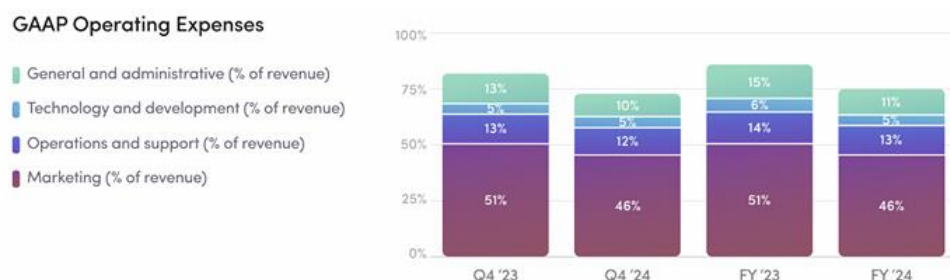
一般及行政费用在 24 年占比从 15% 降至 11%。

2023 年公司行政开支为 1.3 亿美元，同比增长 32%。由于出色的执行和严格的费用管理，按公认会计准则计算，一般及行政费用在 24 年第四季度占收入的比例从 13% 降至 10%，全年占比从 15% 降至 11%。按非公认会计准则计算，24 年第四季度一般及行政费用占收入的比例从 8% 降至 7%，全年占比从 10% 降至 7%。

运营与支持费用在 24 年占比从 14% 降至 13%。

按公认会计准则 (GAAP) 计算，运营与支持费用在 24 年第四季度占收入的比例从 13% 降至 12%，全年占比从 14% 降至 13%。按非公认会计准则 (Non - GAAP) 计算，24 年第四季度和全年运营与支持费用占收入的比例均从 13% 降至 12%。业务增长超过了在人员配备、订单履行和处理等方面的投资，而这些投资主要是为了应对附属药房业务量的增加。

图表 24：公司 GAAP 经营费用分析和变化



资料来源：公司资料

2024Q1 开始扭亏为盈

在 2021 至 2023 年期间，HIMS 记录的净亏损率保持收窄，2021-2023 亏损分别为 1.1 亿美元、6571 万美元以及 2355 万美元。过去几年公司亏损主要由于获客成本太高，公司销售、服务仍在优化。随着公司向更多慢性病领域拓展、推出足够吸引人的个性

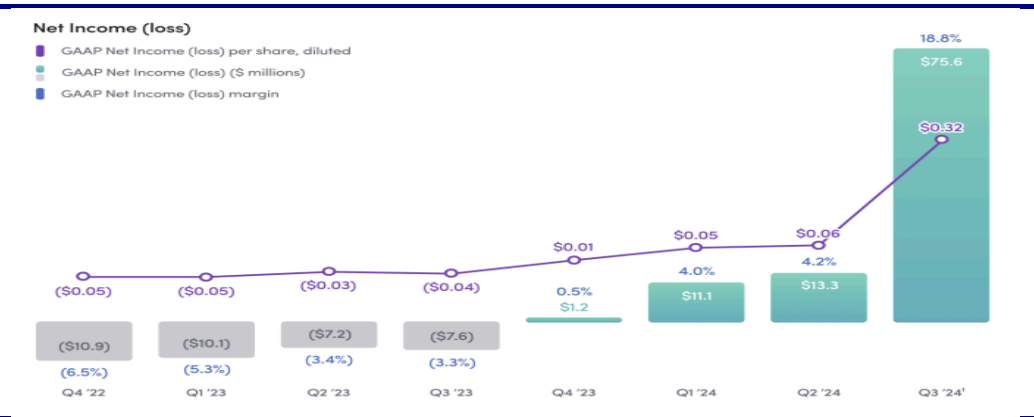
公司在 2024 年第一季度迎来扭亏为盈，2024 年公司已经实现盈利 1.26 亿美元（含 6800 万美元递延所得税资产估值备抵转回影响）。2024 年第四季度实现了 2600 万美元的公认会计准则（GAAP）净利润，较上一年同期 100 万美元的净利润有了显著提升。

过去两年中调整后息税折旧摊销前利润（Adjusted EBITDA）利润率显著提高。24 年第四季度，调整后息税折旧摊销前利润同比增长 163%至 5400 万美元，24 年公司调整后 EBITDA 同比+257%至 1.77 亿美元，而 2023 年为 4950 万美元。24 年第四季度和全年的调整后息税折旧摊销前利润率分别同比提高了近 300 个和 630 个基点。

24 年公司经营性现金流同比+242%至 2.51 亿美元，而 2023 年为 7,350 万美元。24 年第四季度，经营活动提供的净现金为 8600 万美元，同比增长 293%。自公司成立以来，公司一直采取严谨的投资方式，并将业务定位为利用规模经济获益。公司 24 年自由现金流同比+322%至 1.98 亿美元，而 23 年为 4700 万美元。四季度的自由现金流为 6000 万美元，同比增长 452%。这两项指标的同比增长主要得益于收入增长、净收入利润率提高以及一些营运资本利好。

在 24 年第四季度末，公司拥有超过 3 亿美元的现金、现金等价物和短期投资，资产负债表上无债务。2024 年 7 月，公司宣布授权回购 1 亿美元的 A 类普通股，可在未来 3 年内使用。三季度和 4 季度回购了约 3000 万和 500 万美元的 A 类普通股，授权金额剩余 6500 万美元。

图表 25：公司净利润/亏损和净利率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 26：调整后 Non GAAP EBITDA 和 EBITDA 率



资料来源：公司资料，第一上海整理

盈利预测

我们预计公司 25-27 年收入同比+60%、33%和 28%至 23.6、31.5 和 40.3 亿美元，25-27 年的利润为 1.1 亿、1.8 亿和 3.0 亿美元。

公司的短期业绩指引：
公司预计 2025 年第一季度收入为 5.2 亿至 5.4 亿美元，调整后 EBITDA 为 5500 万至 6500 万美元，调整后 EBITDA 利润率为 11% 至 12%。25 年收入为 23 亿至 24 亿美元，公司每个专业领域在 2025 年的创收目标均超过 1 亿美元，减肥业务收入至少达到 7.25 亿美元（不包括商业可用的 semaglutide 剂量的任何贡献）。25 年调整后 EBITDA 为 2.7 亿美元至 3.2 亿美元，调整后 EBITDA 利润率为 12% 至 13%。

公司长期业绩指引：
未来 5-6 年会员人数升至千万左右，毛利率降至 75%左右，公司大部分营销支出用于获取新用户。随着用户基础不断成熟，用户在平台上的平均使用期限增加，预计将从中获得优势，公司未来 5 年内有信心将营销费用占比优化至 30%。由于执行力强、费用管理严谨，公司将持续提高一般和行政费用的杠杆率。从中长期来看，受益于规模效率这些领域的效率将继续提高，并进一步利用智能路由等技术来提高客户支持和护理团队的绩效。2030 年前达成 20% 的长期调整后 EBITDA 利润率的目标。

我们预计公司 25-27 年收入同比+60%、33%和 28%至 23.6、31.5 和 40.3 亿美元，毛利率降至 76%、75%和 75%，随着经营效率的提升，公司的 25-27 年的利润为 1.1 亿、1.8 亿和 3.0 亿美元，利润率为 4.8%、5.7%和 7.5%。25-27 年经调整 EBITDA 为 3.0 亿、4.3 亿和 6.2 亿美元，经调整 EBITDA 率为 12.7%、13.8%和 15.4%。

估值

我们将折现率提升至 12%，永续增长率设为 3%进行自由现金流折现，得出目标价为 66.0 美元，相当于公司 25 年的 6.2 倍 PS，较昨日收市价有 62%的上升空间，给予买入评级。

虽然公司短期面临商业司美格鲁肽禁用的压力，令市场担心其高速增长能否维持？而我们认为在美国看病贵、看病难的背景下，公司利用科技和运营解决的有情感共鸣且属于慢性健康挑战领域的痛点和难点，令之前只有少数人才能获得的护理水平平权化是平台增长的根基。

虽然管理层认为其可以在 2030 年做到千万客户量和 20%的 EBITDA margin，但是我们基于保守测算，长期预估公司 2032 年达到千万客户订阅量（1068 万），2031 年公司调整后 EBIDA margin 升至 20%，公司进行 DCF 估值。考虑到公司近期所面临的商用复合同司美格鲁肽即将禁用的压力，我们将折现率提升至 12%，永续增长率设为 3%进行自由现金流折现，得出目标价为 66.0 美元，相当于公司 25 年的 6.2 倍 PS，较昨日收市价有 62%的上升空间，给予买入评级。

图表 27：预测自由现金流

以千美元计除每股	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E	FY 2029E	FY 2030E	FY 2031E	FY 2032E	FY 2033E	FY 2034E	FY 2035E
12个月结束	2025/12/31	2026/12/31	2027/1/1	2028/1/2	2029/1/2	2030/1/2	2031/1/2	2032/1/2	2033/1/2	2034/1/2	2035/1/2
收入	2,358,626	3,146,918	4,027,272	5,070,944	6,280,625	7,649,495	9,159,132	10,778,020	12,461,022	14,150,129	15,776,705
YoY	59.7%	33.4%	28.0%	25.9%	23.9%	21.8%	19.7%	17.7%	15.6%	13.6%	11.5%
净利润	113,559	180,936	303,440	472,593	697,440	959,983	1,203,934	1,480,860	1,786,241	2,112,562	2,449,275
利润率	4.8%	5.7%	7.5%	9.3%	11.1%	12.5%	13.1%	13.7%	14.3%	14.9%	15.5%
折旧摊销	31,399	53,286	63,730	73,019	81,873	92,169	103,462	116,283	128,284	139,551	150,163
经营现金流变动	76,636	13,327	74,253	15,199	75,694	12,060	67,146	91,000	75,931	94,576	73,107
经营性现金流	221,594	247,549	441,423	560,811	855,007	1,064,212	1,374,541	1,688,143	1,990,456	2,346,688	2,672,545
资本开支	(168,789)	(102,819)	(106,601)	(130,261)	(134,837)	(165,221)	(170,758)	(176,849)	(183,549)	(190,919)	(199,026)
自由现金流	52,806	144,730	334,822	430,550	720,170	898,991	1,203,783	1,511,294	1,806,907	2,155,769	2,473,519
折现值	52,806	129,223	266,918	306,457	457,681	510,112	609,874	683,633	729,779	777,392	796,407

资料来源：第一上海预测

风险因素

1. FDA 监管加强
2. 政策变化
3. 商业领域竞争加剧

主要财务报表:

损益表						财务分析						
<千美元>, 财务年度截止至<十二月三十一日>												
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
收入	872,000	1,476,514	2,358,626	3,146,918	4,027,272	盈利能力						
毛利	714,949	1,173,135	1,792,556	2,360,188	3,020,454	毛利率(%)	81.99%	79.45%	76.00%	75.00%	75.00%	
销售/营销/广告开支	446,435	678,844	1,061,382	1,368,909	1,691,454	EBITDA利率(%)	-3.56%	4.11%	4.94%	5.77%	7.54%	
运营与支持	119,857	185,802	259,449	343,014	434,945	净利率(%)	-2.70%	8.54%	4.81%	5.75%	7.53%	
研发开支	48,227	78,819	117,931	157,346	201,364	营运表现						
行政与其他开支	129,883	167,767	235,863	298,957	362,454		研发/收入(%)	5.53%	5.34%	5.00%	5.00%	5.00%
营运收入	-29,453	61,903	117,931	191,962	330,236		实际税率(%)	9.16%	75.76%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
财务开支	7,882	9,808	15,668	20,904	26,752	应收账款天数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
税前盈利	-21,571	71,711	133,599	212,866	356,988	应付账款天数	15.79	14.65	20.60	16.00	15.00	
所得税	-1,975	54,327	-20,040	-31,930	-53,548	总负债/总资产	0.22	0.27	0.33	0.31	0.28	
净利润	-23,546	126,038	113,559	180,936	303,440	收入/净资产	2.53	3.36	4.95	4.54	3.93	
非控股权益	-23,393	125,838	113,559	180,936	303,440	经营性现金流/收入	0.11	0.08	0.10	0.08	0.08	
折旧与摊销	9,515	11,027	17,088	31,399	53,286							
EBITDA	-31,086	60,684	116,511	181,467	303,702							
增长												
总收入(%)	65.5%	69.3%	59.7%	33.4%	28.0%							
EBITDA(%)		295.2%	92.0%	55.8%	67.4%							

资产负债表						现金流量表					
<千美元>, 财务年度截止至<十二月三十一日>						<千美元>, 财务年度截止至<十二月三十一日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	96,663	165,518	220,584	392,290	688,612	净利润	-23,546	126,038	113,559	180,936	303,440
应收账款	0	0	0	0	0	营运资金变化	97,029	125,046	246,079	238,205	341,470
总流动资产	265,053	326,375	395,831	574,502	941,090	营运现金流	73,483	251,084	359,638	419,141	644,909
固定资产	36,143	52,144	82,083	145,439	173,710	资本开支	-157,239	-160,564	0	0	0
其他资产	91	138	147	147	147	其他投资活动	145,133	141,516	-168,788	-102,819	-106,601
总资产	441,186	602,261	707,539	1,007,059	1,423,180	投资活动现金流	-12,106	-19,048	-168,788	-102,819	-106,601
应付账款	43,070	75,444	91,180	115,604	143,047	普通股期权收益	0	333	0	0	0
应计费用	28,972	43,224	53,013	67,213	83,169	其他融资活动	-11,475	-108,178	-20,000	-20,000	-20,000
总短期负债	88,468	152,645	221,367	304,968	388,561	融资活动现金流	-11,475	-107,845	-20,000	-20,000	-20,000
经营租赁负债	8,667	9,565	9,456	9,456	9,456	现金变化	49,902	124,191	170,850	296,322	518,308
总负债	97,157	162,210	230,823	314,424	398,017	期初持有现金	47,628	97,519	221,440	392,290	688,612
股东权益	344,029	440,051	476,716	692,634	1,025,162	汇兑变化	-11	191	-270	0	0
						期末持有现金	97,519	221,901	392,020	688,612	1,206,920

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。