

买入

2025年8月8日

Q2 受 GLP-1 影响收入环比下降，扩展新领域和全球化

► **25 年 Q2 收入同比+73%:** 25 年 Q2 收入同比+73%至 5.45 亿美元（环比-7%）。Q2 收入中 GLP-1 收入约为 2 亿美元，非 GLP-1 收入增长约 16%。主要由于减重以外专科业务的增长，公司毛利率同比下降 4.9 个百分点至 76.4%（环比+2.9 个百分点）。由于规模经济效应，公司销售、运营、研发和管理费率同比下降了 5.9、0.9、-1.0 和 0.5 个百分点至 40.0%、12.2%、6.9%和 12.3%，研发费率的上升反映了公司在技术人才方面的投资增加。净利润 4251 万美元，净利率同比增长 3.6 个百分点至 7.8%。调整后 EBITDA 8224 万美元，调整后 EBITDA 率同比上升 2.6 个百分点至 15.1%。公司预计 Q3 收入为 5.7-5.9 亿美元，调整后 EBITDA 为 6-7 千万美元。2025 年维持营收预期为 23 至 24 亿美元，调整后 EBITDA 维持预期 2.95 亿 至 3.35 亿美元。25 年 Q2 公司发行 9.7 亿美元可转换优先票据，票面利率 0%，2030 年到期，转股价 51.4 美元，可转债发行使公司 2 季度末在手现金升至 11.2 亿美元。

► **2 季度业务介绍:** 25 年 Q2 末公司订阅人数+31%至 244 万人（环比+3.1%），其中个性化订阅用户同比+89%至 148 万人（占比 61%）。主要由于部分 GLP-1 订阅用户的停用，平均订阅者月收入同比+30%至 74 美元（环比-12%）。HIMS & hers 在性健康、皮肤健康、心理健康和减肥四大领域持续深耕，性健康板块按需性健康订阅用户基数下降，每日性健康产品保持了 55%+的同比订阅用户增长率（占比达该板块的 40%+），管理层预计按需性健康业务将继续下滑，但随着每日性健康订阅用户的高留存率显现，其影响将在 2026 年显著减弱。减重预计今年将实现 7.25 亿+美元收入。25 年底将推出低睾酮和更年期护理，26 年将推出独立的实验室检测服务，未来拓展至以长寿为核心的健康管理领域。26 年由于加拿大的司美格鲁肽专利到期，公司将依托该机会于加拿大推出减肥业务。7 月公司完成收购了欧洲领先数字健康服务提供商 ZAVA Global，这将帮助公司扩大英国的业务版图，并获得了服务德国、法国和爱尔兰客户的基础设施，预计 ZAVA 收购在 2025 年剩余时间内至少带来 5000 万美元的净增量营收。

► **目标价 62.1 美元，买入评级:** 公司平台将从“患者为治疗疾病而进入系统”向“为预防疾病而使用平台”转型。借助覆盖更多领域和患者、全球化和智能化达到 2030 年至少实现 65 亿美元营收和 13 亿美元调整后息税折旧摊销前利润的目标。我们采用 dcf 模型，wacc 设为 11%（考虑个性化 GLP-1 的法律风险），永续增长为 3%，维持公司目标价 62.1 美元，较昨日收市价有 22%的上升空间，维持买入评级。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业 远程医疗

股价 51.05 美元

目标价 62.1 美元

(+22.0%)

股票代码 HIMS.US

已发行股本 2.26 亿股

市值 115.4 亿美元

52 周高/低 13.47 美元/72.98 美元

每股净现值 2.5 美元

主要股东 贝莱德 (13.86%)

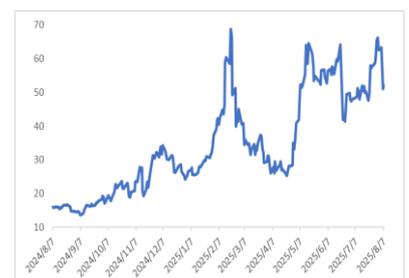
领航集团 (9.48%)

Andrew Dudum (4.79%)

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
营运收入(百万美元)	872	1477	2353	3016	3728
变动(%)	65.5%	69.3%	59.3%	28.2%	23.6%
净利润(百万美元)	-24	126	135	199	309
净利率(%)	-2.7%	8.5%	5.7%	6.6%	8.3%
每股收益(美元)	-0.11	0.58	0.61	0.87	1.31
变动(%)	65.6%	627.3%	4.9%	42.9%	50.9%
经调整EBITDA(百万美元)	50	177	322	434	596
经调整EBITDA率	5.7%	12.0%	13.7%	14.4%	16.0%
基于51.05美元的市销率(倍)	13.2	7.8	4.9	3.8	3.1

股价表现



来源: 公司资料, 第一上海预测

来源: 彭博

附录：主要财务报表

损益表

<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
收入	872,000	1,476,514	2,352,822	3,016,246	3,728,080
毛利	714,949	1,173,135	1,788,145	2,262,185	2,796,060
销售/营销/广告开支	446,435	678,844	938,776	1,158,238	1,375,662
运营与支持	119,857	185,802	282,339	358,933	439,913
研发开支	48,227	78,819	164,698	214,153	268,422
行政与其他开支	129,883	167,767	258,810	316,706	372,808
营运收入	-29,453	61,903	143,522	214,153	339,255
财务开支	7,882	9,808	15,629	20,036	24,764
税前盈利	-21,571	71,711	159,151	234,189	364,020
所得税	-1,975	54,327	-23,873	-35,128	-54,603
净利润	-23,546	126,038	135,278	199,061	309,417
非控股权益	-23,393	125,838	135,278	199,061	309,417
折旧与摊销	9,515	11,027	17,088	37,998	52,899
EBITDA	-31,086	60,684	142,063	196,191	311,121
增长					
总收入(%)	65.5%	69.3%	59.3%	28.2%	23.6%
EBITDA(%)		295.2%	134.1%	38.1%	58.6%

资产负债表

<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
现金	96,663	165,518	220,584	1,263,918	1,596,086
应收账款	0	0	0	0	0
总流动资产	265,053	326,375	395,831	1,488,153	1,829,957
固定资产	36,143	52,144	82,083	242,738	270,033
其他资产	91	138	147	147	147
总资产	441,186	602,261	707,539	2,048,947	2,440,671
应付账款	43,070	75,444	91,180	115,095	132,816
应计费用	28,972	43,224	53,013	66,917	77,221
总短期负债	88,468	152,645	221,367	301,979	363,830
经营租赁负债	8,667	9,565	9,456	71,786	71,786
总负债	97,157	162,210	230,823	1,343,232	1,405,083
股东权益	344,029	440,051	476,716	705,716	1,035,589

财务分析

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	81.99%	79.45%	76.00%	75.00%	75.00%
EBITDA利率(%)	-3.56%	4.11%	6.04%	6.50%	8.35%
净利率(%)	-2.70%	8.54%	5.75%	6.60%	8.30%
营运表现					
研发/收入(%)	5.53%	5.34%	7.00%	7.10%	7.20%
实际税率(%)	9.16%	75.76%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
应收账款天数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款天数	15.79	14.65	20.60	16.00	15.00
总负债/总资产	0.22	0.27	0.33	0.66	0.58
收入/净资产	2.53	3.36	4.94	4.27	3.60
经营性现金流/收)	0.11	0.08	0.06	0.08	0.07

现金流量表

<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
净利润	-23,546	126,038	135,278	199,061	309,417
营运资金变化	97,029	125,046	139,394	255,926	244,824
营运现金流	73,483	251,084	274,672	454,987	554,241
资本开支	-157,239	-160,564	0	0	0
其他投资活动	145,133	141,516	-176,907	-102,819	-106,601
投资活动现金流	-12,106	-19,048	-176,907	-102,819	-106,601
普通股股权收益	0	333	969,467	0	0
其他融资活动	-11,475	-108,178	-24,754	-20,000	-20,000
融资活动现金流	-11,475	-107,845	944,713	-20,000	-20,000
现金变化	49,902	124,191	1,042,478	332,168	427,640
期初持有现金	47,628	97,519	221,440	1,263,918	1,596,086
汇兑变化	-11	191	-270	0	0
期末持有现金	97,519	221,901	1,263,648	1,596,086	2,023,726

数据来源：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。