

买入

2025 年 11 月 12 日

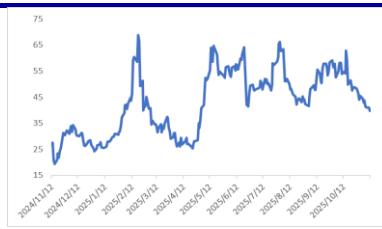
持续扩展新领域和全球化

- 25 年 Q3 收入同比+49%:** 25 年 Q3 收入同比+49%至 6.0 亿美元（环比+10%）。由于部分减肥产品因发货周期缩短而导致的季度内单次发货收入下降，公司毛利率同比下降 5.4 个百分点至 73.8%。销售费率下降，但运营、研发和管理费率上升。净利润 1577 万美元，净利率同比下降 16.2 个百分点至 2.6%。调整后 EBITDA 同比+53%至 7837 万美元，调整后 EBITDA 率同比上升 0.4 个百分点至 13.1%。公司预计 25 年维持营收预期为 23.35 至 23.55 亿美元，调整后 EBITDA 3.07-3.17 亿美元。
- 业务介绍和展望:** 25 年 Q3 末公司订阅人数同比+21%至 247 万人（环比+1.3%），其中个性化订阅用户同比+50%至 155 万人（占比 63%）。若不计入当前性健康转型的影响，第三季度用户数量同比增长超过 40%，公司预计此次转型影响将在 26 年下半年显著减弱。公司在性健康、皮肤、心理和减肥四大领域持续深耕，减重预计今年将实现 7.25 亿+美元收入，近期公司将个性化 GLP-1 治疗方案的价格降低了 20%。公司正与诺和诺德积极洽谈，计划通过公司平台提供 Wegovy 注射剂和诺和口服 Wegovy（待 FDA 批准后）。25 年 Q3 公司推出低睾酮业务，Q4 计划推出更年期护理和实验室检测业务，美国每年约有 130 万女性进入绝经期，公司正在努力弥补女性健康领域最大的缺口之一。26 年将推出长寿业务，包括市面上已有的肽类、辅酶、GLP 和 GIP 疗法，所有这些疗法都将以运动表现恢复和心血管代谢长寿为核心优化目标，并进行设计和融合。在加拿大市场，公司正与领先的仿制药生产商积极洽谈，以确保一旦司美格鲁肽仿制药于 2026 年上市，公司就能通过平台提供便捷的获取途径。最近公司对 GRAIL 公司进行了战略投资，标志公司未来有望进入癌症早筛和全基因组测序领域。ZAVA Global 的收购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，并带来每季 2500 万美元的净增量营收，进一步将释放未来在巴西、澳大利亚以及其他拉丁美洲和亚洲市场的扩张潜力，国际市场未来将有望带来年收入 10 亿美元+的市场机遇。
- 目标价 56.8 美元，买入评级:** 未来客户将可以通过公司平台了解从营养缺乏到遗传风险标记等所有信息时，公司调整产品组合、SKU 和高度个性化的能力将大大提升。公司预计 HERs 将在 26 年达到 10 亿美元规模，虽然公司短期利润率提升可能陷入停滞，但仍重申 2030 年实现至少 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 10%，永续增长为 3%，维持公司目标价 56.8 美元，较昨日收市价有 43% 的上升空间，维持买入评级。

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
营运收入(百万美元)	872	1477	2346	3005	3821
变动(%)	65.5%	69.3%	58.9%	28.1%	27.2%
净利润(百万美元)	-24	126	111	98	173
净利率(%)	-2.7%	8.5%	4.7%	3.3%	4.5%
每股收益(美元)	-0.11	0.58	0.50	0.43	0.73
变动(%)	65.6%	627.3%	-14.0%	-14.4%	71.8%
经调整EBITDA(百万美元)	50	177	312	403	534
经调整EBITDA率	5.7%	12.0%	13.3%	13.4%	14.0%
基于 39.75 美元的市销率(倍)	10.4	6.1	3.9	3.0	2.4

股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

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		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	2,345,720	3,004,875	3,820,720	盈利能力					
毛利	714,949	1,173,135	1,732,392	2,193,559	2,808,229	毛利率(%)	81.99%	79.45%	73.85%	73.00%	73.50%
销售/营销/广告开支	446,435	678,844	923,844	1,168,422	1,447,450	EBITDA利率(%)	-3.56%	4.11%	3.91%	2.57%	2.39%
运营与支持	119,857	185,802	283,219	359,800	446,026	净利率(%)	-2.70%	8.54%	4.73%	3.26%	4.53%
研发开支	48,227	78,819	148,916	210,341	286,554						
行政与其他开支	129,883	167,767	277,235	352,134	440,099						
营运收入	-29,453	61,903	99,178	102,861	188,100						
财务开支	7,882	9,808	9,560	12,246	15,571						
税前盈利	-21,571	71,711	108,738	115,108	203,671						
所得税	-1,975	54,327	2,193	-17,266	-30,551						
净利润	-23,546	126,038	110,931	97,842	173,121						
非控股权益	-23,393	125,838	110,931	97,842	173,121						
折旧与摊销	9,515	11,027	17,088	37,998	112,431						
EBITDA	-31,086	60,684	91,650	77,109	91,240						
增长											
总收入(%)	65.5%	69.3%	58.9%	28.1%	27.2%						
EBITDA(%)	295.2%	51.0%	-15.9%	18.3%							

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		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	357,729	582,386	净利润	-23,546	126,038	110,931	97,842	173,121
应收账款	0	0	0	0	0	营运资金变化	97,029	125,046	149,752	334,635	382,419
总流动资产	265,053	326,375	395,831	882,637	1,105,525	营运现金流	73,483	251,084	260,683	432,476	555,540
固定资产	36,143	52,144	82,083	292,738	398,533	资本开支	-157,239	-160,564	0	0	0
其他资产	91	138	147	3,877	3,877	其他投资活动	145,133	141,516	-1,070,663	-187,819	-191,601
总资产	441,186	602,261	707,539	2,295,285	2,593,561	投资活动现金流	-12,106	-19,048	-1,070,663	-187,819	-191,601
应付账款	43,070	75,444	91,180	140,179	147,960	普通股期权收益	0	333	971,023	0	0
应计费用	28,972	43,224	53,013	81,501	86,025	其他融资活动	-11,475	-108,178	-24,754	-20,000	-20,000
总短期负债	88,468	152,645	221,367	341,284	387,199	融资活动现金流	-11,475	-107,845	946,269	-20,000	-20,000
经营租赁负债	8,667	9,565	9,456	143,578	143,578	现金变化	49,902	124,191	136,289	224,657	343,939
总负债	97,157	162,210	230,823	1,455,885	1,501,800	期初持有现金	47,628	97,519	221,440	357,729	582,386
股东权益	344,029	440,051	476,716	839,399	1,091,760	汇兑变化	-11	191	-270	0	0
						期末持有现金	97,519	221,901	357,459	582,386	926,325

资料来源：公司资料，第一上海预测

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%	73.85%	73.00%	73.50%
EBITDA利率(%)	-3.56%	4.11%	3.91%	2.57%	2.39%
净利率(%)	-2.70%	8.54%	4.73%	3.26%	4.53%
营运表现					
研发/收入(%)	5.53%	5.34%	6.35%	7.00%	7.50%
实际税率(%)	9.16%	75.76%	2.02%	-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	18.00	17.50
负债/总资产					
总负债/总资产	0.22	0.27	0.33	0.63	0.58
收入/净资产	2.53	3.36	4.92	3.58	3.50
经营性现金流/收入	0.11	0.08	0.06	0.11	0.10

现金流量表

	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	110,931	97,842	173,121
营运资金变化	97,029	125,046	149,752	334,635	382,419
营运现金流	73,483	251,084	260,683	432,476	555,540
资本开支	-157,239	-160,564	0	0	0
其他投资活动	145,133	141,516	-1,070,663	-187,819	-191,601
投资活动现金流	-12,106	-19,048	-1,070,663	-187,819	-191,601
普通股期权收益	0	333	971,023	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	946,269	-20,000	-20,000
现金变化	49,902	124,191	136,289	224,657	343,939
期初持有现金	47,628	97,519	221,440	357,729	582,386
汇兑变化	-11	191	-270	0	0
期末持有现金	97,519	221,901	357,459	582,386	926,325

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。