

## 预计全年业绩重回增长

### 核心要点:

#### □ 美国呼吸机市场库存出清, 2025Q1 业绩持续回暖

近期公司发布了2025年一季报, 根据公司一季报, 2025年Q1公司实现营业收入2.65亿元, 同比增加38.11%, 实现归母净利润0.72亿元, 同比增加44.11%, 实现扣非净利润0.60亿元, 同比增加43.18%。

#### □ 费用率大幅改善, 净利率同比提升1.17pct

根据Wind数据显示, 2025年Q1公司销售费用率7.99%, 同比下降2.80pct, 管理费用率17.80%, 同比下降1.24pct, 财务费用率-3.42%, 同比下降2.59pct, 研发费用率10.24%, 同比下降2.85pct。2025Q1公司毛利率49.57%, 较上年同期下降2.18pct, 净利率27.49%, 同比提升1.17pct。

#### □ 呼吸机市场恢复稳态, 国内外业务稳定向好

根据公司投资者关系活动记录表, 2025Q1家用呼吸机诊疗业务收入1.76亿元(+62.80%), 呼吸机市场恢复稳态, 毛利率43.20%; 耗材收入0.81亿元, 同比增长7.46%, 耗材业务毛利率64.39%, 呼吸机和耗材毛利率均较稳定。2025Q1国内市场收入同比增长43.03%, 环比增长48.79%, 毛利率同比增长7.10pct, 国内经营稳定向好; 境外业务收入1.70亿元, 同比增长35.48%, 境外毛利率48.47%, 其中美国市场毛利率环比提升4.56pct。

#### □ 拟更名“瑞迈特”提升品牌竞争力, 积极探索脑机接口寻找增长点

当前公司与RH公司合作已达成, 预计2025年公司业绩将重回增长。此外公司拟将公司名称由“怡和嘉业”更名为“瑞迈特”, 预计在资本市场品牌加持下, 将进一步提升公司品牌渗透率和影响力。在新业务探索方面公司未来公司产品有可能通过集成脑机接口模块, 在接触皮肤处增加电极, 多维度采集数据, 为用户睡眠呼吸问题提供更好的监测及解决方案。

#### □ 投资建议

公司2025年Q1业绩持续转好, 考虑业绩略超预期, 我们上调公司2025/2026年营收分别为10.22/12.00亿元(此前分别为9.62/11.29亿元), 上调归母净利润分别为2.08/2.56亿元(此前分别为2.03/2.48亿元), 新增2027年营收及归母净利润预测分别为13.67/3.08亿元, 评级由“增持”调整至“买入”。

#### □ 风险提示

市场竞争风险; 经销模式风险; 海外销售的政策风险。

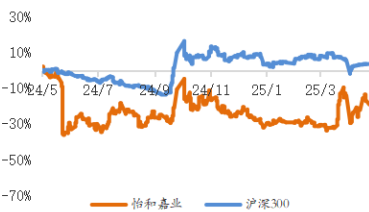
### 相关研究:

1.《推出限制性股票激励计划, 预计营收将重回增长》

2025.03.31

### 公司评级: 买入 (上调)

#### 近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-6	17	10
绝对收益	-9	16	15

注: 相对收益与沪深300相比

分析师: 蒋栋

证书编号: S0500521050001

Tel: (8621) 50295368

Email: jiangdong@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	843	1022	1200	1367
同比	-24.9%	21.1%	17.5%	13.9%
归母净利润 (百万元)	155	208	256	308
同比	-47.7%	33.6%	23.2%	20.5%
毛利率	48.3%	49.2%	49.5%	50.0%
ROE	5.5%	6.9%	8.0%	8.9%
每股收益 (元)	1.73	2.32	2.85	3.44
PE	41.63	31.16	25.30	21.00
EV/EBITDA	21.07	16.16	13.20	11.07

资料来源: 天软、湘财证券研究所

**附表 1 财务报表以及相应指标**

利润表(单位: 百万元)						财务指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1122.4	843.5	1021.7	1200.1	1366.6	成长性					
减: 营业成本	606.7	435.7	519.2	605.9	682.8	营业收入增长率	-20.7%	-24.9%	21.1%	17.5%	13.9%
营业税费	6.4	7.8	9.5	11.1	12.7	净利润增长率	-21.3%	-47.1%	32.2%	23.2%	20.5%
销售费用	104.4	112.7	126.3	142.3	157.9	归母净利增长率	-21.8%	-47.7%	33.6%	23.2%	20.5%
管理费用	40.3	61.5	64.3	69.5	73.7	EBITDA增长率	-18.6%	-47.7%	30.4%	22.4%	19.2%
财务费用	-4.1	-13.7	-9.8	-13.5	-19.3	EBIT增长率	-20.4%	-50.7%	36.9%	22.3%	19.2%
研发费用	117.0	124.6	140.7	159.3	174.6	NOPLAT增长率	-18.4%	-50.6%	36.9%	22.3%	19.2%
资产减值损失	-10.2	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	投资资本增长率	173.2%	-31.9%	46.9%	24.0%	14.7%
信用减值损失	-2.3	-3.2	-3.1	-3.1	-3.1	净资产增长率	6.5%	1.8%	6.1%	7.0%	7.8%
加: 公允价值变动收益	0.0	10.4	10.4	10.4	10.4	利润率					
投资和汇兑收益	57.2	49.9	49.9	49.9	49.9	毛利率	45.9%	48.3%	49.2%	49.5%	50.0%
营业利润	337.8	178.1	234.9	288.9	347.6	营业利润率	30.1%	21.1%	23.0%	24.1%	25.4%
加: 营业外净收支	-3.8	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	净利率	26.5%	18.4%	20.3%	21.3%	22.5%
利润总额	334.0	176.1	232.9	286.9	345.6	EBITDA/营业收入	31.0%	21.6%	23.2%	24.2%	25.3%
减: 所得税	34.2	17.5	23.2	28.6	34.4	EBIT/营业收入	29.7%	19.5%	22.0%	22.9%	24.0%
净利润	299.8	158.6	209.7	258.4	311.2	运营效率					
减: 少数股东损益	2.5	3.2	2.1	2.6	3.2	固定资产周转天数	10	14	16	21	24
归属母公司净利润	297.3	155.4	207.6	255.7	308.1	流动营业资本周转天数	75	74	79	83	83
资产负债表(单位: 百万元)						流动资产周转天数	904	1265	1134	1035	996
货币资金	670.4	524.6	622.1	865.5	1165.9	应收账款周转天数	34	67	77	78	79
交易性金融资产	1812.5	2285.7	2285.7	2285.7	2285.7	存货周转天数	98	104	93	94	96
应收账款	108.6	186.5	225.9	265.3	302.1	总资产周转天数	937	1354	1240	1133	1086
应收票据	19.1	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	86	78	94	99	100
预付账款	9.0	12.3	14.7	17.1	19.3	投资回报率					
存货	118.0	102.4	134.3	152.0	169.5	ROE	10.7%	5.5%	6.9%	8.0%	8.9%
其他流动资产	49.3	10.9	10.9	10.9	10.9	ROA	10.2%	4.5%	5.7%	6.5%	7.1%
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	112.2%	81.5%	76.0%	74.9%	77.8%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
长期股权投资	12.7	156.6	156.6	156.6	156.6	销售费用率	9.3%	13.4%	12.4%	11.9%	11.6%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	3.6%	7.3%	6.3%	5.8%	5.4%
固定资产	35.4	30.2	58.4	80.6	99.7	财务费用率	-0.4%	-1.6%	-1.0%	-1.1%	-1.4%
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	三费/营业收入	12.5%	19.0%	17.7%	16.5%	15.6%
无形资产	6.3	5.9	6.6	6.1	6.0	偿债能力					
其他非流动资产	4.4	8.3	8.3	8.3	8.3	资产负债率	4.5%	17.1%	16.7%	18.2%	19.4%
资产总额	2918.5	3424.8	3614.3	3937.0	4311.0	负债权益比	4.7%	20.7%	20.0%	22.2%	24.1%
短期债务	0.0	384.5	384.5	484.5	584.5	流动比率	24.9	5.4	5.6	5.1	4.8
应付账款	39.7	85.9	104.1	122.3	139.2	速动比率	23.8	5.2	5.3	4.9	4.6
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	246.0	57.7	49.3	54.4	54.1
其他流动负债	2.4	25.6	13.7	13.9	17.7	分红指标					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	DPS(元)	1.0	0.4	0.5	0.7	0.8
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	21.5%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
负债总额	131.6	587.3	602.9	715.1	836.8	股息收益率	1.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%
少数股东权益	7.6	9.3	11.4	14.0	17.2	业绩和估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	64.0	89.6	89.6	89.6	89.6	EPS(元)	3.32	1.73	2.32	2.85	3.44
留存收益	942.5	1033.8	1205.6	1413.5	1662.5	BVPS(元)	31.02	31.57	33.48	35.80	38.58
股东权益	2786.9	2837.5	3011.4	3221.9	3474.1	PE(X)	21.76	41.63	31.16	25.30	21.00
负债和股东权益合计	2918.5	3424.8	3614.3	3937.0	4311.0	PB(X)	2.33	2.29	2.16	2.02	1.87
现金流量表(单位: 百万元)						P/FCF	47.3	27.8	52.8	34.8	26.0
经营活动产生现金流量	151.1	154.1	92.4	153.8	216.7	P/S	5.76	7.67	6.33	5.39	4.73
投资活动产生现金流量	301.9	-601.1	31.2	23.9	23.4	EV/EBITDA	11.03	21.07	16.16	13.20	11.07
融资活动产生现金流量	-139.8	239.9	-26.1	65.6	60.3	PEG	-99.7	-87.2	92.7	109.1	102.7
现金流净额	312.8	-202.7	97.5	243.4	300.4	ROIC/WACC	12.12	8.81	8.21	8.09	8.41

资料来源: 天软、湘财证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。