

更名瑞迈特加强品牌影响力，看好 Q2 高增长趋势

瑞迈特 (301367.SZ)

核心观点

公司 2024 年和 25Q1 业绩符合预期，24Q3-25Q1 收入环比逐季提升，主要由于美国市场去库存影响逐渐消退，订单环比持续改善。展望二季度，公司美国业务在低基数下有望延续 Q1 的增长态势，国内市场随着公司持续加大品牌推广和渠道建设有望实现较好的增长。展望全年，公司在国内外市场将加大品牌推广和渠道建设力度，在研发端将保持较高投入水平，持续提升产品性能，助力公司国内外市场份额稳步提升，全年完成股权激励目标的确定性较强。公司名称由“怡和嘉业”更名为“瑞迈特”，将进一步提升品牌影响力。

事件

近期公司公告，自 5 月 21 日起，证券简称由“怡和嘉业”变更为“瑞迈特”。此前，公司已发布 2024 年年报和 2025 年一季报。公司 2024 年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 8.43 亿元（-24.85%）、1.55 亿元（-47.74%）和 0.92 亿元（-61.79%），基本每股收益为 1.74 元/股。2024 年度利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税），本次利润分配不送红股，不以公积金转增股本。2025Q1 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 2.65 亿元（+38.11%）、0.72 亿元（+44.11%）和 0.60 亿元（+43.18%），基本每股收益为 0.81 元/股。

简评

2024 年业绩符合预期，Q1 业绩同比环比改善显著

2024 年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 8.43 亿元（-24.85%）、1.55 亿元（-47.74%）和 0.92 亿元（-61.79%），业绩符合预期。2024 年前三季度受海外美国市场呼吸机设备去库存的影响，公司销售订单显著减少，进而导致整体收入下降；净利润下滑幅度大于收入端，主要系收入规模下降、费用投入增加，导致净利率下滑所致。24Q4 收入同比增长 36.29%、环比增长 9.77%，主要由于美国市场去库存影响逐渐消退，订单环比提升。分地区来看，2024 年境内收入为 3.02 亿元（-22.47%），同比下滑主要由于 23 年基数较高；境外收入为 5.42 亿元（-26.12%），主要系美国业务收入下滑所致。分业务来看，家用呼吸诊疗产品收入为 5.27 亿元（-38.15%）；耗材产品收入为 2.84 亿元（+46.22%），主要来自美国和欧洲地区的贡献；医用产品收入 0.30 亿元（-57.86%）。

调升

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2025 年 05 月 29 日

当前股价：85.71 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
15.90/14.33	36.11/36.09	0.36/-7.99	
12 月最高/最低价 (元)			92.60/56.99
总股本 (万股)			8,960.00
流通 A 股 (万股)			5,652.48
总市值 (亿元)			76.80
流通市值 (亿元)			48.45
近 3 月日均成交量 (万)			194.10
主要股东			

庄志 13.10%

股价表现



2025Q1 公司营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 2.65 亿元、0.72 亿元和 0.60 亿元，同比增速分别为 38.11%、44.11%、43.18%，环比增速分别为 9.90%、137.70% 和 763.58%，业绩符合预期。Q1 业绩同比环比均改善显著，主要由于美国呼吸机市场库存出清，公司订单恢复正常交付节奏。分地区来看，境外业务收入为 1.70 亿元（+35.48%）；境内业务收入为 0.96 亿元（+43.03%）。分产品来看，家用呼吸机诊疗业务收入为 1.76 亿元（+62.80%）；耗材类业务收入为 0.81 亿元（+7.46%），其中美国和欧洲地区贡献较多。

Q2 有望延续 Q1 的高增长态势，全年股权激励目标完成确定性较强

随着去年上半年美国渠道去库存周期结束，公司 24Q3-25Q1 收入环比逐季提升，目前美国市场订单保持正常交付水平。展望二季度，公司美国业务在低基数下有望延续 Q1 的增长态势，国内市场随着公司持续加大品牌推广和渠道建设有望实现较好的增长。展望全年，公司在国内外市场将加大品牌推广和渠道建设力度，提升品牌影响力；在研发端将保持较高投入水平，持续提升产品性能，助力公司国内外市场份额稳步提升，全年完成股权激励目标的确定性较强。在关税影响方面，公司表示美国对华关税政策对公司和美国独家代理商 React Health 在美国地区的收入、净利润、毛利率等核心指标基本无影响。在对外合作方面，建议关注公司跟强脑科技未来在技术和产品方面合作的可能性。

证券简称由“怡和嘉业”变更为“瑞迈特”，品牌影响力有望加强

“瑞迈特”源自公司首款家用无创呼吸机 Resmart，其名称融合“respiratory（呼吸）”与“smart（智慧）”，基于前沿的产品与优质的服务，瑞迈特早已在全球崭露头角。本次更名，将实现企业名称、证券简称与核心品牌的统一，有助于患者端积累的口碑与资本市场的价值实现协同发展，也有助于通过上市公司的品牌影响力，促进品牌宣传、销售推广和市占率提升。

AI 和脑机接口等新技术赋能，未来呼吸机产品有较多创新空间

目前无创家用呼吸机产品的改进方向主要包括以下方面：更便携、更静音、更舒适；通过云端管理和远程监控，以及与智能床垫等设备互联构建生态圈，可形成睡眠健康管理闭环，实现精准诊疗；AI 及脑机接口等新技术的应用，有助于提升呼吸机功能：如智能算法可使呼吸机动态调整压力、减少压力不足或过度通气问题，通过机器学习技术可预测呼吸事件并提前干预，非侵入式脑机接口技术可监测睡眠过程中的脑电、眼电和肌电等生理信号，联动呼吸机调压等。参考全球呼吸机龙头瑞思迈的发展历程，预计未来公司将通过自研、并购、合作等形式，持续提升家用呼吸机产品功能、丰富睡眠呼吸机健康管理生态圈。此前公司曾认购邦勤达睿基金、无锡辰元德等基金的份额，发挥专业投资机构的力量，布局睡眠呼吸、慢病管理等领域的新兴技术。

股权激励落地，彰显公司业绩增长信心

2025 年 3 月 28 日，公司公告 2025 年限制性股权激励草案。本次公司公告的 2025 年限制性股权激励草案要点包括：1) 授予数量：拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 70.4 万股，对应标的总股本为 8960 万股，约占总股本的 0.79%。公司 2023 年限制性股票激励计划尚在有效期内，2023 年股权激励计划授予 64 万股，加上本次授予，合计 134.4 万股，约占总股本的 1.50%。2) 授予对象：共计 54 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含控股子公司，下同）任职的高级管理人员及核心技术（业务）人员。3) 授予价格：38.66 元/股。4) 公司层面业绩考核：2025 年营业收入不低于 10.10 亿元，2026 年营业收入不低于 12.10 亿元。5) 费用摊销：假设公司 2025 年 4 月底授予限制性股票，预计摊销的股份支付总费用为 2831.80 万元，25-27 年分别摊销 1410.94 万元、1182.40 万元、238.47 万元，且在经常性损益中列支。股权激励计划实施后，预计将进一步提升核心技术人员

工的积极性，有效激发管理团队的积极性，提高经营效率。

毛利率变化主要受产品结构调整，营销和研发投入持续加大

2024 年公司毛利率为 48.34%，同比提升 2.20 个百分点，主要系产品结构调整（高毛利率的耗材收入占比提升）所致。公司整体费用率有所增加，主要系收入规模下降、费用投入增加所致。其中销售费用率为 13.36%，同比提升 3.86 个百分点，预计主要系公司持续加大品牌推广力度所致；管理费用率为 7.29%，同比提升 3.70 个百分点，主要系中介服务费以及人员薪酬费用增加所致；研发费用率为 14.77%，同比提升 4.35 个百分点，主要系公司加大研发投入，增加技术和研发人才所致；财务费用率为-1.62%，同比下降 1.25 个百分点，主要系利息收入和率变动影响所致。2024 年经营活动产生的现金流净额为 1.54 亿元，同比增长 1.97%。应收账款周转天数为 62.96 天，同比增加 30.69 天，主要系客户回款减少所致；存货周转天数为 91.06 天，同比下降 4.62 天，基本保持稳定。其他财务指标基本正常。

2025 年第一季度，公司毛利率为 49.57%，同比下降 2.18pct，主要系产品结构调整（高毛利率的耗材收入占比下降）所致。销售费用率和研发费用率分别为 7.99% 和 10.24%，分别同比下降 2.80 和 2.85 个百分点，主要由于费用增速低于收入增速；管理费用率为 7.56%，同比增长 1.61 个百分点，主要系薪酬及中介费用增加所致；财务费用率为-3.42%，同比下降 2.59 个百分点，主要系汇率变动影响所致。经营活动产生的现金流净额为 0.42 亿元，同比下降 44.82%，主要系公司采购支出和费用类支出增加所致。应收账款周转天数为 61.35 天，同比减少 7.13 天，基本维持稳定；存货周转天数为 60.87 天，同比减少 46.53 天，库存管理效率有所提升。其他财务指标基本正常。

国产家用呼吸机龙头，看好公司长期发展空间

公司是国产家用呼吸机龙头，长期成长空间广阔。短期来看，随着去年上半年美国渠道库存影响消退，公司 24Q3 开始订单交付逐季改善，目前美国市场订单保持正常交付水平，25Q2 预计在低基数下有望延续高增长态势。展望 2025 年，公司在国内外市场将加大市场推广力度，提升品牌影响力；在研发端将保持较高投入水平，持续提升产品性能，助力公司国内外市场份额稳步提升。中期来看，公司产品管线持续拓展，有望贡献新的盈利增长；长期来看，OSA 和 COPD 患者渗透率提升有望带来行业高景气增长，公司有望凭借在性价比、品牌、渠道等方面的优势，在全球进一步抢占市场份额。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别同比增长为 26.39%、25.05% 和 25.41%，预计归母净利润分别同比增长 68.16%、24.17% 和 23.13%，2025 年利润增速预计高于收入端，主要考虑去年利润基数较低。按照 2025 年 5 月 26 日收盘价 85.71 元/股计算，2025-2027 年 PE 分别为 29、24、19 倍，上调为“买入”评级。

风险提示

(1) 市场竞争风险：国际大型医疗器械厂商不断深化市场，国内其他医疗器械厂商逐渐进入海外市场，国内及国际医疗器械行业市场竞争加剧。(2) 知识产权风险：一方面，公司正在开发或未来拟开发的产品可能存在被指控侵犯第三方专利权的风险，导致公司面临知识产权侵权索赔、申诉或其他法律上的质疑；另一方面，其他品牌可能存在侵犯公司知识产权的行为，进而损害公司的竞争优势。(3) 经销商模式风险：公司仅与部分经销商签订长期合作协议，亦没有通过协议约束经销商专门销售本公司产品，存在无法与经销商保持长期稳定合作关系的风险。(4) 海外销售风险：关税风险；汇率波动风险；关税风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	843	1,066	1,333	1,672
增长率(%)	-24.85%	26.39%	25.05%	25.41%
归属母公司股东净利润	155	261	324	399
增长率(%)	-47.74%	68.16%	24.17%	23.13%
每股收益(元/股)	1.73	2.92	3.62	4.46
市盈率(P/E)	49	29	24	19

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2025 年 5 月 26 日

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）					
流动资产	2,791	3,136	2,961	3,280	3,667
现金	670	525	333	551	818
应收账款	128	186	172	233	300
其他应收款	4	5	4	5	6
预付账款	9	12	10	13	16
存货	118	102	124	154	195
其他流动资产	1,862	2,305	2,318	2,325	2,332
非流动资产	128	289	276	262	253
长期投资	13	157	156	154	153
固定资产	60	47	40	32	25
无形资产	6	6	5	4	3
其他非流动资产	49	79	76	72	72
资产总计	2,919	3,425	3,237	3,542	3,920
流动负债	112	579	194	250	321
短期借款	0	385	0	0	0
应付账款	40	86	78	102	133
其他流动负债	73	108	116	148	187
非流动负债	19	9	5	2	-1
长期借款	16	8	4	1	-1
其他非流动负债	3	1	1	1	1
负债合计	132	587	199	252	320
少数股东权益	8	9	12	15	19
股本	64	90	90	90	90
资本公积	1,773	1,747	1,747	1,747	1,747
留存收益	942	991	1,189	1,438	1,744
归属母公司股东权益	2,779	2,828	3,026	3,275	3,580
负债和股东权益	2,919	3,425	3,237	3,542	3,920
利润表（百万元）					
营业收入	1,122	843	1,066	1,333	1,672
营业成本	605	436	553	692	867
营业税金及附加	6	8	8	10	13
营业费用	107	113	117	147	184
管理费用	40	61	37	53	67
研发费用	117	125	112	140	172
财务费用	-4	-14	7	-1	-2
资产减值损失	-10	-15	-10	-11	-14
信用减值损失	-2	-3	-2	-2	-3
其他收益	41	21	32	32	32

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动收益	0	10	0	0	0
投资净收益	57	50	46	59	69
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	338	178	298	370	455
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	4	2	2	2	2
利润总额	334	176	296	368	453
所得税	34	18	32	40	49
净利润	300	159	264	328	404
少数股东损益	2	3	3	3	4
归属母公司净利润	297	155	261	324	399

现金流量表 (百万元)

经营活动现金流	151	154	228	245	302
净利润	300	159	264	328	404
折旧摊销	23	27	12	12	8
财务费用	-4	-14	7	-1	-2
投资损失	-57	-50	-46	-59	-69
营运资金变动	-131	16	-17	-45	-50
其他经营现金流	20	17	8	9	10
投资活动现金流	302	-601	39	51	60
资本支出	25	18	0	0	0
长期投资	268	-605	0	0	0
其他投资现金流	9	-15	39	51	60
筹资活动现金流	-140	240	-459	-78	-94
短期借款	0	385	-385	0	0
长期借款	-1	-8	-4	-3	-2
其他筹资现金流	-139	-136	-70	-74	-92
现金净增加额	313	-203	-192	218	267

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。3 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk