

海外市场表现亮眼，看好下半年美国新产品放量

瑞迈特 (301367.SZ)

核心观点

展望下半年，公司无降噪棉呼吸机新品已在美国市场投放，下半年有望开始放量；在欧洲市场，公司已基本完成云平台建设，通过本土化运营策略，公司产品开始进入主流医保市场；在国内市场，公司持续进行渠道政策和销售政策调整，并加大品牌推广力度，国内市场经营稳定向好。展望 2025 全年，公司收入和净利润均有望实现高增长，全年完成股权激励目标的确定性较强。

事件

公司发布 2025 年半年报

2025 年上半年，公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 5.44、1.31、0.99 亿元，分别同比增长 42.30%、42.19% 和 49.34%。基本每股收益为 1.48 元/股，同比增长 43.69%。

简评

Q2 业绩符合预期，海外市场高增长，利润波动与费用增加有关

公司 2025H1 营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 5.44、1.31 和 0.99 亿元，分别同比增长 42.30%、42.19% 和 49.34%；2025Q2 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 2.79、0.59 和 0.39 亿元，分别同比增长 46.54%、39.92% 和 59.94%，环比增速分别为 5.00%、-17.40%、-34.98%。公司连续四个季度收入实现环比增长，Q2 收入在去年同期低基数下同比实现高增长，业绩符合预期，Q2 利润端环比下降，主要系销售费用投入环比增加较多所致。

分地区来看，上半年境内业务稳健增长，实现收入 1.91 亿元，同比增长 16.87%，收入占比为 35.15%；境外业务收入为 3.53 亿元，同比增长 61.33%，收入占比为 64.85%，其中 Q2 境外业务收入为 1.83 亿元（+95.97%）。海外市场分区域来看，上半年美国地区收入同比增长 230.35%（去年同期受渠道去库存影响业绩基数较低），欧洲地区收入同比增长 8.60%。

维持

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 10 月 13 日

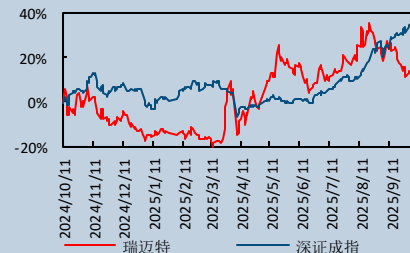
当前股价：84.53 元

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
-6.71/-9.07	4.45/-7.12	12.95/-6.64
12 月最高/最低价 (元)		99.35/59.20
总股本 (万股)		8,960.00
流通 A 股 (万股)		5,652.48
总市值 (亿元)		75.74
流通市值 (亿元)		47.78
近 3 月日均成交量 (万)		130.10
主要股东		
庄志		13.10%

股价表现



分业务来看，上半年家用呼吸机诊疗业务收入为 3.49 亿元，同比增长 51.49%，占总收入比重为 64.19%；耗材类业务收入为 1.78 亿元，同比增长 30.26%，占总收入比重为 32.67%；医用产品收入为 0.17 亿元，同比增长 12.96%，占总收入比重为 3.05%。

看好下半年美国市场新产品放量，全年股权激励目标完成确定性较强

展望下半年，公司无降噪棉呼吸机新品已在美国市场投放，下半年有望开始放量；在欧洲市场，公司已基本完成云平台建设，通过本土化运营策略，公司产品开始进入主流医保市场；在国内市场，公司持续进行渠道政策和销售政策调整，并加大品牌推广力度，国内市场经营稳定向好。展望 2025 全年，公司收入和净利润均有望实现高增长，全年完成股权激励目标的确定性较强。考虑下半年业绩基数高于上半年，全年业绩增速节奏或呈现前高后低的态势。此外，脑机接口技术与公司呼吸机等产品在场景上具有适配性，建议关注公司对外合作的可能性。

毛利率稳中有升，营收高增长带动期间费用率下降显著

2025 年上半年，公司综合毛利率为 52.16%，同比提升 0.46 个百分点，其中家用呼吸机诊疗业务毛利率为 45.02%（同比提升 2.25 个百分点），耗材类业务毛利率为 65.83%（同比基本持平）。2025H1 期间费用率为 27.56%，同比下降 6.61 个百分点，费用率下降显著，主要系营收规模实现高增长，费用增速低于收入增速所致。其中销售费用率为 10.43%，同比下降 2.24 个百分点，销售费用同比增加 20.88%，主要系公司增加品牌宣传和推广支出所致；管理费用率为 7.10%，同比下降 0.80 个百分点，管理费用同比增加 27.90%，主要系公司中高层储备人员增加所致；研发费用率为 10.64%，同比下降 4.57 个百分点；财务费用率为 -0.61%，同比提升 1.00 个百分点，主要系汇率变动影响所致。上半年经营活动产生的现金流净额为 0.89 亿元，同比下降 23.54%，主要系公司采购及费用支出增长所致。存货周转天数为 74.60 天，同比下降 39.98 天，库存周转效率有所提升。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

短期来看，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，不断推出新产品（如美国无降噪棉呼吸机新品），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点，同时设备和耗材协同发展，耗材收入占比有望稳步提升；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。维持“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；汇率波动风险；关税风险。（5）公司海外收入占比较高，容易受到国际形势变化的影响，存在本报告给出的盈利预测达不到的风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	843	1066	1333	1672
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)	48	29	23	19

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2025 年 09 月 30 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

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。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

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