



迈瑞医疗 (300760.CH)：3Q25 业绩有望实现复苏，但复苏力度仍有不确定性

公司 1Q25 & 2024 年业绩整体仍稍显疲软，国内业务复苏节奏及力度仍将是公司 2025 年业绩的决定性因素。随着各省医疗设备更新项目招投标陆续启动，我们认为迈瑞国内业务 3Q25 起开始复苏的能见度明显提高（2Q25 因去年同期基数较高且设备更新项目招标至发货时间有所延长，2Q25 业绩仍将承受较大压力），但复苏力度有较大不确定性。维持“买入”评级，降目标价至人民币 300 元。

· 医疗设备更新影响仍有待显现，1Q25 & 2024 年业绩稍显疲软：

(i) **1Q25**：收入人民币 82.4 亿元（同比-12%/环比+14%），归母净利润 26.3 亿元（同比-17%/环比+155%）。分地区看：1) 国内收入同比下滑超 20%，主因 2024 年招标大幅下滑在收入确认端的延后反映，但环比增长 50% 以上；2) 国际收入同比+4%，增速相对平缓，主要受到去年同期高基数影响（1Q24 海外同比+30%）。分产线看，生命信息与支持/IVD/医学影像收入分别同比-30%/-15%/-7%。

(ii) **2024 年**：收入人民币 367 亿元（同比+5%），归母净利润 117 亿元（同比+0.7%）。分地区看：1) 国内收入同比-5%，主因 2024 年设备招标疲软一直持续到 11 月，同时 DRG 2.0 从 3Q24 开始影响 IVD 板块；2) 国际收入同比+21%，增长稳健，其中发展中国家增长约 25%，发达国家增长约 15%。分产线看：1) IVD 收入同比+11%，其中国际增长 30%+，国内增长 1%；2) 医学影像收入同比+7%，其中国际+15%，国内-2%；3) 生命信息与支持收入同比-11%，其中国际+13%、国内-31%。

· **3Q25 起公司业绩或可逐步复苏**。迈瑞产品相关的首次设备更新招标已于 2024 年 12 月启动，目前有近 6 省启动了相关招标（根据众成数科数据，1Q25 医疗设备整体招投标市场规模同比+67%），从招标到发货时间近期有所延长，整体需约 6 个月，随着更多省份的招标启动、完成及发货，预计 3Q25 起设备更新项目相关收入将逐步拉动公司国内业务复苏。

· **关税对毛利率或有一定影响**：自 2018 年中美贸易战以来，公司已加快海外布局，目前已在 13 个国家启动或规划生产基地，未来供应美国的产品将选择 1-2 个进入美国关税较低的基地进行生产。短期看，公司目前在美国有 1 年左右的备货，2025 年海外收入将不会受到明显影响。此外，目前公司有一部分原材料源自美国，受我国反制关税影响可能会提高公司原材料采购成本，短期或对毛利率有影响。

· **公司首次承诺未来三年每年分红比例不低于 65%**。继年内 2 次宣布派中期息后，公司宣布派末期息 0.56 元/股，全年累计派息 6.27 元/股，派息率达 65%（vs 2023 年：61%），若按目前股价计算，对应全年股息率约 3%。此外，公司拟派发 2025 年首次中期息 1.41 元/股，并首次承诺未来三年每年分红比例不低于 65%。

· **维持“买入”评级，降目标价至人民币 300 元**。我们预计 1H25 收入及净利仍将明显承压，但自 2H25 起将实现复苏，预期 2025 年收入/归母净利润增速 9%/6%，2026 年收入及净利增速将进一步提升。维持“买入”评级，降目标价至人民币 300 元，对应 24x 2026E PE，较过去 3 年 PE 均值低 0.4 个标准差。

· **投资风险**：设备更新力度小于预期，集采政策风险、行业整顿影响持续、医疗新基建放缓、地缘政治影响。

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2025 年 4 月 29 日

评级

买入

目标价 (人民币)	300.00
潜在升幅/降幅	+39%
目前股价 (人民币)	215.85
52 周内股价区间 (人民币)	206-352
总市值 (百万人民币)	261,705
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,446

注：数据截至 2025 年 4 月 29 日

市场预期区间



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	34,932	36,726	39,881	47,197	55,351
同比变动 (%)	15.0%	5.1%	8.6%	18.3%	17.3%
归母净利润	11,582	11,668	12,360	15,138	18,371
同比变动 (%)	20.6%	0.7%	5.9%	22.5%	21.4%
PE (X)	22.6	22.4	21.2	17.3	14.2

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 迈瑞医疗

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34,932	36,726	39,881	47,197	55,351
营业成本	-11,821	-13,548	-15,285	-18,166	-21,406
毛利润	23,111	23,178	24,596	29,031	33,945
税金及附加	-366	-401	-435	-515	-604
销售费用	-5,703	-5,283	-5,338	-5,963	-6,440
管理费用	-1,524	-1,600	-1,697	-1,867	-2,190
研发费用	-3,433	-3,666	-3,781	-4,239	-4,695
财务费用	855	400	400	350	350
其他收益	831	820	798	897	996
投资净收益	-10	69	69	69	69
公允价值变动净收益	79	126	126	101	101
资产减值损失	-530	-238	-190	-152	-122
信用减值损失	-244	-300	-240	-192	-153
资产处置收益	2	4	4	5	5
营业利润	13,070	13,112	14,312	17,525	21,263
营业外收入	56	37	40	47	55
营业外支出	-115	-129	-140	-166	-194
利润总额	13,011	13,020	14,212	17,406	21,125
所得税	-1,433	-1,280	-1,776	-2,176	-2,641
净利润	11,578	11,740	12,435	15,231	18,484
减：少数股东损益	-4	71	76	93	113
归母净利润	11,582	11,668	12,360	15,138	18,371

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,787	16,644	22,022	27,514	33,725
现金及等价物	18,402	14,908	20,285	25,777	31,989
其他	385	1,736	1,736	1,736	1,736
应收票据及应收账款	3,297	3,226	3,541	4,191	4,915
存货	3,979	4,757	4,928	5,857	6,902
其他流动资产	813	1,020	1,117	1,256	1,409
流动资产合计	26,875	25,647	31,608	38,818	46,951
固定资产	5,490	7,086	7,782	8,398	8,945
在建工程	2,461	2,675	2,728	2,783	2,839
无形资产	2,225	6,723	5,090	3,976	3,215
商誉	5,062	11,093	11,093	11,093	11,093
其他非流动资产	5,827	3,420	3,661	3,924	4,212
非流动资产合计	21,065	30,997	30,355	30,174	30,303
短期借款	8	5	5	5	5
应付票据及应付账款	2,690	2,793	2,674	2,681	2,572
合同负债	1,973	2,166	2,491	2,864	3,294
应付职工薪酬	2,267	2,447	2,792	3,304	3,875
应交税费	653	428	428	428	428
其他应付款	2,041	2,053	2,053	2,053	2,053
其他流动负债	470	536	544	553	561
流动负债合计	10,103	10,427	10,987	11,888	12,788
长期借款	1	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	2,943	3,298	3,581	4,238	4,970
其他非流动负债	1,547	2,160	2,235	2,315	2,401
非流动负债合计	4,491	5,458	5,816	6,554	7,372
实收资本(或股本)	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212
资本公积金	7,091	6,752	6,752	6,752	6,752
其它综合收益	157	2	2	2	2
盈余公积金	608	608	608	608	608
未分配利润	24,680	27,621	31,947	37,245	43,675
少数股东权益	261	4,902	4,978	5,070	5,183
所有者权益合计	33,346	40,758	45,160	50,551	57,094

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	11,578	11,740	12,435	15,231	18,484
固定资产折旧	512	626	806	885	955
无形资产摊销	384	713	2,132	1,615	1,261
财务费用	-217	97	-400	-350	-350
存货的减少	-201	-782	-171	-929	-1,045
经营性应收项目的减少	-681	-347	-363	-733	-816
经营性应付项目的增加	-769	402	510	1,175	1,195
其他	456	-17	121	149	182
经营活动现金流量净额	11,062	12,432	15,071	17,043	19,865
资本开支	-2,689	-1,959	-2,000	-2,000	-2,000
其他	1,996	-5,424	-63	-65	-67
投资活动现金流量净额	-693	-7,383	-2,063	-2,065	-2,067
取得借款收到的现金	0	3	0	0	0
偿还债务支付的现金	-19	-6	0	0	0
分配股利或偿付利息	-10,670	-8,843	-7,634	-9,490	-11,591
其他	-87	-35	4	4	4
筹资活动现金流量净额	-10,776	-8,882	-7,630	-9,486	-11,588
现金及现金等价物净增加额	-305	-3,761	5,378	5,492	6,211
期初现金及现金等价物	18,707	18,668	14,908	20,285	25,777
期末现金及现金等价物	18,402	14,908	20,285	25,777	31,989

财务和估值比率

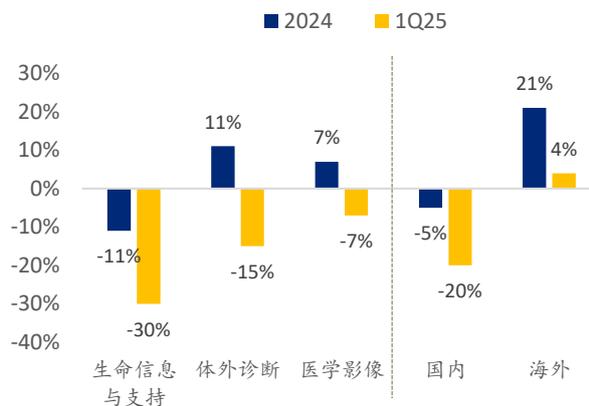
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	9.56	9.63	10.19	12.48	15.15
每股销售额	28.83	30.32	32.88	38.92	45.64
每股股息	5.80	6.27	6.63	8.12	9.85
同比变动					
收入	15.0%	5.1%	8.6%	18.3%	17.3%
经营溢利	18.9%	0.3%	9.2%	22.4%	21.3%
归母净利润	20.6%	0.7%	5.9%	22.5%	21.4%
费用与利润率					
毛利率	66.2%	63.1%	61.7%	61.5%	61.3%
经营利润率	37.4%	35.7%	35.9%	37.1%	38.4%
归母净利率	33.2%	33.2%	31.0%	32.1%	33.2%
回报率					
平均股本回报率	35.4%	31.5%	28.8%	31.6%	34.1%
平均资产回报率	24.5%	22.5%	21.0%	23.3%	25.3%
资产效率					
应收账款周转天数	31.1	32.4	32.4	32.4	32.4
库存周转天数	123.6	117.7	117.7	117.7	117.7
应付账款周转天数	76.9	73.9	63.9	53.9	43.9
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.7	2.5	2.9	3.3	3.7
速动比率 (x)	2.3	2.0	2.4	2.8	3.1
现金比率 (x)	1.9	1.6	2.0	2.3	2.6
负债/权益	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率 (x)	22.6	22.4	21.2	17.3	14.2
市销率 (x)	7.5	7.1	6.6	5.5	4.7
股息率	2.7%	2.9%	3.1%	3.8%	4.6%

图表 2: 迈瑞营业收入及同比变动



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 迈瑞核心业务板块收入同比增速



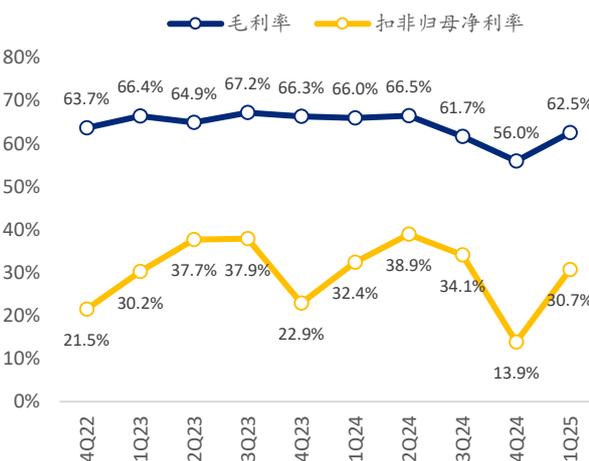
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 迈瑞扣非归母净利润及同比变动



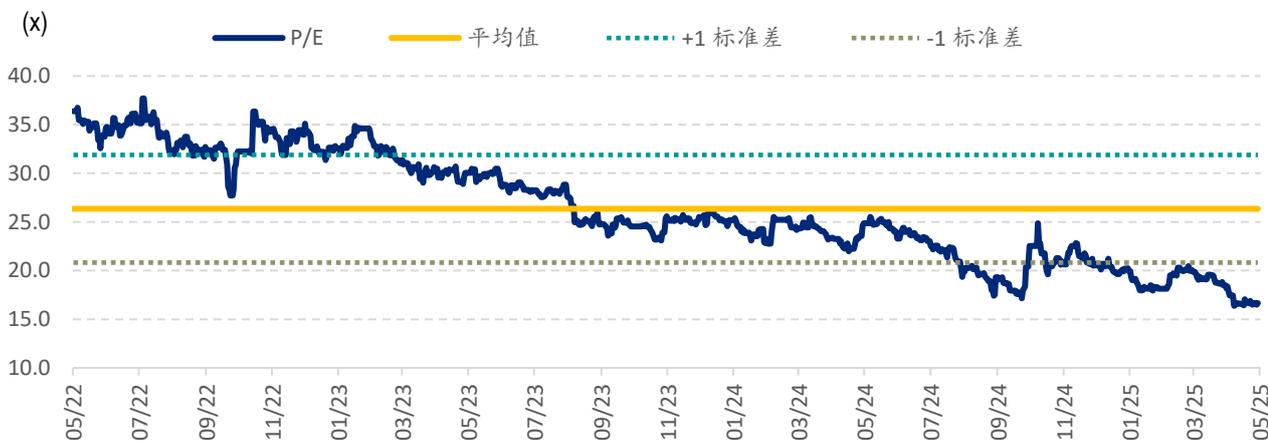
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 迈瑞毛利率&扣非归母净利率



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 迈瑞医疗 12 个月前瞻市盈率



注: 数据截至 2025 年 4 月 29 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 迈瑞医疗



资料来源: Bloomberg、浦银国际

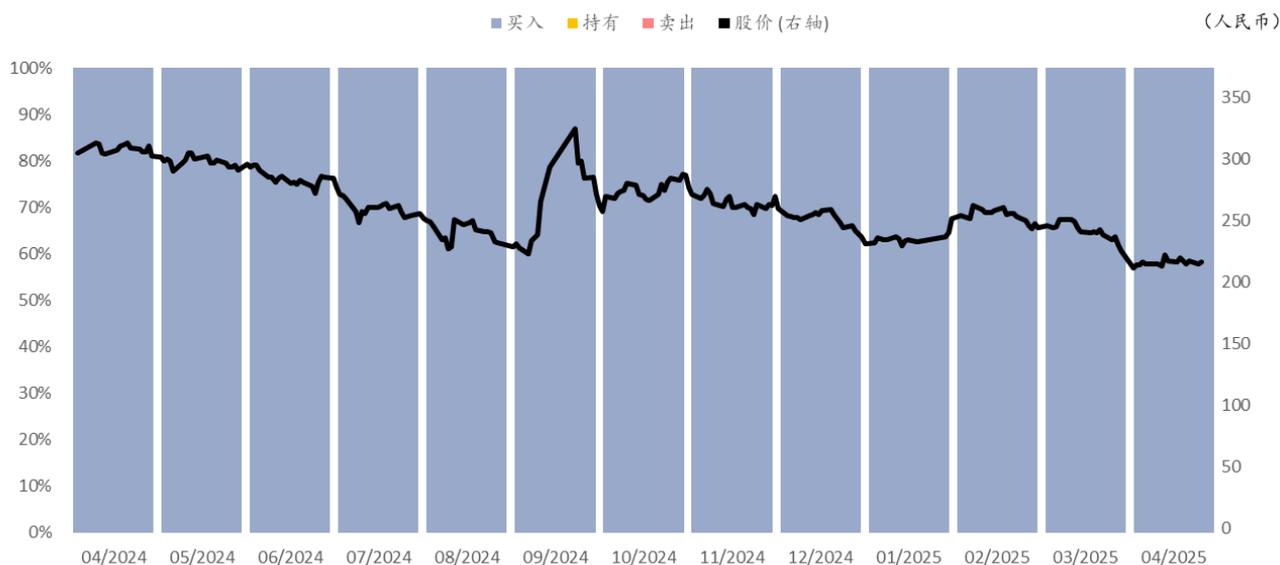
图表 8: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	332.0	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.5	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.1	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.6	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	32.4	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	249.5	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	149.0	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	246.9	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.0	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	49.0	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	37.0	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	50.7	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.8	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	20.8	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	53.7	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.9	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	87.3	买入	90.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	6.7	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	45.0	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	38.4	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	47.7	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	25.3	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.7	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.6	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	49.6	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.9	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	60.7	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	60.5	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.7	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.5	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	23.1	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	37.9	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	215.9	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	17.1	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.1	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.4	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	20.2	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	18.2	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	424.0	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	14.3	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	8.7	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.7	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.1	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.9	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.5	持有	6.6	互联网医疗

注: 港股及A股数据截至2025年4月29日收盘, 美股数据截至2025年4月28日收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

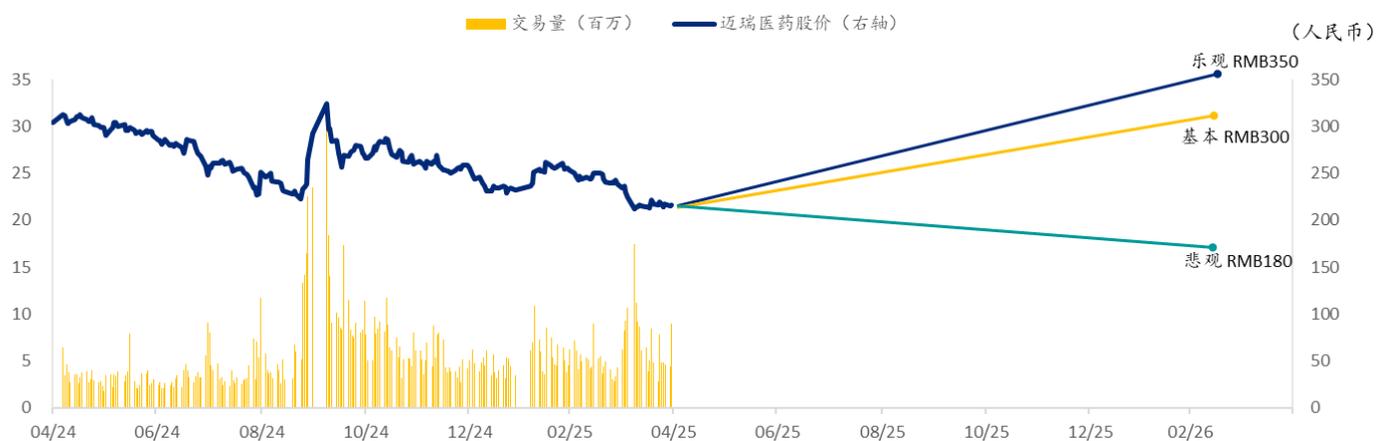
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 迈瑞医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 迈瑞医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 人民币 350.0 元

概率: 30%

- 2024-2027E 收入复合增速 >25%;
- 毛利率提至 >67%;
- 2024-2027E 归母净利润复合增速 >30%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 180.0 元

概率: 20%

- 2024-2027E 收入复合增速 <10%;
- 毛利率降至 <60%;
- 2024-2027E 归母净利润复合增速 <10%;

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

