

迈瑞医疗 (300760.SZ)

政策扰动下 25Q1 短期承压，招标恢复趋势下看好业绩逐季改善

迈瑞医疗发布 2024 年度报告。2024 年公司实现营业收入 367.26 亿元，同比增长 5.14%；归母净利润 116.68 亿元，同比增长 0.74%；扣非后归母净利润 114.42 亿元，同比增长 0.07%。分季度看，2024Q4 实现营业收入 72.41 亿元，同比下滑 5.08%；归母净利润 10.31 亿元，同比下滑 40.99%；扣非后归母净利润 10.05 亿元，同比下滑 42.49%。

迈瑞医疗发布 2025 年度一季报。2025Q1 公司实现营业收入 82.37 亿元，同比下滑 12.12%；归母净利润 26.29 亿元，同比下滑 16.81%；扣非后归母净利润 25.31 亿元，同比下滑 16.68%。

观点：2024 年体外诊断业务稳健增长，高端超声 A20 放量驱动医学影像板块增长，种子业务蓄势待发，多产品线各放异彩。2025Q1 业绩阶段性承压，主要系国内政策扰动及海外同期高基数影响，预计 2025Q3 迎来重大拐点。海外收入占比持续提升，高端客户群不断突破，奠定长远增长基础。

2024 年受政策扰动影响业绩增速放缓，体外诊断稳健增长，超声高端新品快速放量。2024 年公司业绩增速有所放缓，主要系国内政策扰动影响。分业务看：生命信息与支持业务，收入 135.57 亿元（同比下滑 11.11%），主要受国内行业整顿和医疗设备更新导致招标采购推迟影响。海外高端客户群加速渗透，海外收入实现双位数增长。体外诊断，收入 137.65 亿元（同比增长 10.82%），国内市场受 DRG 2.0 落地、检查检验结果互认等因素影响短期承压。海外中大样本量客户加速渗透，DiaSys 产品导入进展顺利，驱动海外体外诊断业务增长超 30%。医学影像，实现收入 74.98 亿元（同比增长 6.60%），其中海外收入增长超 15%，高端超声 A20 上市首年实现超 4 亿元收入。种子业务，电生理与血管介入实现收入 14.39 亿元，微创外科增长超 30%，高值耗材业务如超声刀开始逐步放量。

2025Q1 收入阶段性承压，主要系国内设备更新节奏与海外同期高基数影响，Q3 有望迎来重大拐点。国内市场：医疗设备更新项目逐步启动，月度招标数据呈现持续复苏态势，国内业务收入环比增长 50% 以上，Q3 有望迎来重大拐点。海外市场：2025Q1 收入同比增长不足 5%，主要系去年同期高基数影响。2025Q1 公司毛利率 62.53%（同比-3.43pp），销售费用率 14.30%（同比-1.54pp），管理费用率 4.15%（同比-0.90pp），研发费用率 9.31%（同比-0.80pp），毛利率波动主要系：1）全国医疗服务价格调整导致试剂价格承压；2）DRG 全面落地与推进检验结果互认等政策导致检测量有所下降，国内体外诊断试剂收入占比下降；3）国内医疗设备市场竞争激烈，中低端市场的产品价格承压。

海外收入占比持续提升，高端客户群不断突破。2024 年海外收入 164.34 亿元（同比增长 21.28%），收入占比提升至约 45%，其中微创外科、动物医疗、心血管等高潜力业务占海外收入的比重已接近 10%，2025Q1 海外收入占比进一步提升至约 47%。2024 年海外各区域经营情况如下，亚太：在澳大利亚、泰国、印度等国家的带动下，实现收入 36.59 亿元（同比+38.73%），拉动发展中国家整体增长近 25%。欧洲：逐渐走出局部冲突影响的阴霾，实现收入 28.87 亿元（同比+31.81%），带动发达国家整体增长约 15%。拉丁美洲：实现收入 28.04 亿元（同比+15.77%）。北美：实现收入 26.36 亿元（同比+1.28%）。其他：实现收入 44.46 亿元（同比+20.29%）。

盈利预测与投资建议。考虑国内政策扰动，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 400.23、456.94、521.36 亿元，分别同比增长 9.0%、14.2%、14.1%；归母净利润分别为 128.07、150.90、176.39 亿元，分别同比增长 9.8%、17.8%、16.9%。

风险提示：行业政策风险，市场推广不及预期，国际贸易摩擦风险。

| 财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 34,932 | 36,726 | 40,023 | 45,694 | 52,136 |
| 增长率 yoy (%) | 15.0 | 5.1 | 9.0 | 14.2 | 14.1 |
| 归母净利润 (百万元) | 11,582 | 11,668 | 12,807 | 15,090 | 17,639 |
| 增长率 yoy (%) | 20.6 | 0.7 | 9.8 | 17.8 | 16.9 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 9.55 | 9.62 | 10.56 | 12.45 | 14.55 |
| 净资产收益率 (%) | 34.7 | 28.8 | 24.2 | 23.3 | 22.1 |
| P/E (倍) | 23.0 | 22.8 | 20.8 | 17.6 | 15.1 |
| P/B (倍) | 8.0 | 7.4 | 5.6 | 4.4 | 3.6 |

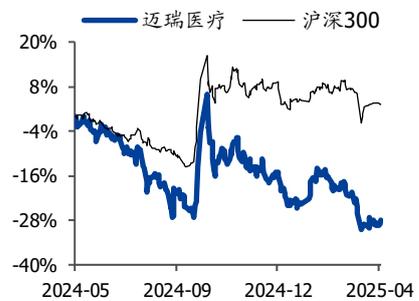
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

| | |
|------------------|------------|
| 行业 | 医疗器械 |
| 前次评级 | 买入 |
| 04 月 30 日收盘价 (元) | 219.66 |
| 总市值 (百万元) | 266,324.88 |
| 总股本 (百万股) | 1,212.44 |
| 其中自由流通股 (%) | 100.00 |
| 30 日日均成交量 (百万股) | 6.44 |

股价走势



作者

| | |
|--------|-----------------------|
| 分析师 | 张金洋 |
| 执业证书编号 | S0680519010001 |
| 邮箱 | zhangjinyang@gszq.com |
| 分析师 | 杨芳 |
| 执业证书编号 | S0680522030002 |
| 邮箱 | yangfang@gszq.com |
| 分析师 | 王震 |
| 执业证书编号 | S0680525040002 |
| 邮箱 | wangzhen1@gszq.com |

相关研究

- 《迈瑞医疗 (300760.SZ)：Q3 海外市场表现靓丽，看好国内后续复苏》 2024-11-03
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ)：海外高端客户持续突破奠定持续增长基础，高分红重视股东回馈》 2024-09-02
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ)：磨砾创新铸辉煌，迈步全球谱华章》 2024-07-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 26875 | 25647 | 38087 | 50030 | 65133 |
| 现金 | 18787 | 16644 | 28373 | 38584 | 52638 |
| 应收票据及应收账款 | 3297 | 3226 | 3882 | 4233 | 5026 |
| 其他应收款 | 195 | 206 | 231 | 267 | 301 |
| 预付账款 | 268 | 297 | 319 | 385 | 418 |
| 存货 | 3979 | 4757 | 4766 | 6044 | 6234 |
| 其他流动资产 | 350 | 517 | 517 | 517 | 517 |
| 非流动资产 | 21065 | 30997 | 31338 | 32127 | 32900 |
| 长期投资 | 67 | 197 | 321 | 444 | 566 |
| 固定资产 | 5490 | 7086 | 7550 | 8246 | 8933 |
| 无形资产 | 2567 | 7076 | 7224 | 7391 | 7471 |
| 其他非流动资产 | 12941 | 16638 | 16243 | 16046 | 15930 |
| 资产总计 | 47940 | 56644 | 69425 | 82157 | 98033 |
| 流动负债 | 10103 | 10427 | 11061 | 11723 | 12670 |
| 短期借款 | 8 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 应付票据及应付账款 | 2690 | 2793 | 3184 | 3600 | 4106 |
| 其他流动负债 | 7404 | 7629 | 7871 | 8117 | 8559 |
| 非流动负债 | 4491 | 5458 | 5458 | 5458 | 5458 |
| 长期借款 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 4490 | 5458 | 5458 | 5458 | 5458 |
| 负债合计 | 14594 | 15885 | 16519 | 17181 | 18128 |
| 少数股东权益 | 261 | 4902 | 4922 | 4952 | 4993 |
| 股本 | 1212 | 1212 | 1212 | 1212 | 1212 |
| 资本公积 | 7091 | 6752 | 6752 | 6752 | 6752 |
| 留存收益 | 25288 | 28229 | 36511 | 46583 | 59061 |
| 归属母公司股东权益 | 33085 | 35856 | 47984 | 60024 | 74912 |
| 负债和股东权益 | 47940 | 56644 | 69425 | 82157 | 98033 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 11062 | 12432 | 14127 | 15184 | 18576 |
| 净利润 | 11578 | 11740 | 12827 | 15119 | 17680 |
| 折旧摊销 | 925 | 1373 | 1699 | 1981 | 2294 |
| 财务费用 | -855 | -400 | -379 | -779 | -1215 |
| 投资损失 | 10 | -69 | -14 | -17 | -23 |
| 营运资金变动 | -1652 | -727 | 37 | -1070 | -102 |
| 其他经营现金流 | 1055 | 515 | -43 | -51 | -58 |
| 投资活动现金流 | -693 | -7383 | -1983 | -2703 | -2986 |
| 资本支出 | 2689 | 1959 | 217 | 666 | 651 |
| 长期投资 | -1312 | 212 | -124 | -122 | -122 |
| 其他投资现金流 | 684 | -5212 | -1891 | -2159 | -2457 |
| 筹资活动现金流 | -10776 | -8882 | -415 | -2270 | -1536 |
| 短期借款 | 8 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -418 | -339 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -10367 | -8539 | -415 | -2270 | -1536 |
| 现金净增加额 | -305 | -3761 | 11729 | 10211 | 14054 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 34932 | 36726 | 40023 | 45694 | 52136 |
| 营业成本 | 12513 | 13548 | 14768 | 16764 | 19040 |
| 营业税金及附加 | 366 | 401 | 440 | 501 | 565 |
| 营业费用 | 5010 | 5283 | 5723 | 6443 | 7320 |
| 管理费用 | 1524 | 1600 | 1741 | 1988 | 2268 |
| 研发费用 | 3433 | 3666 | 3962 | 4487 | 5088 |
| 财务费用 | -855 | -400 | -379 | -779 | -1215 |
| 资产减值损失 | -530 | -238 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 831 | 820 | 656 | 692 | 716 |
| 公允价值变动收益 | 79 | 126 | 39 | 47 | 54 |
| 投资净收益 | -10 | 69 | 14 | 17 | 23 |
| 资产处置收益 | 2 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 营业利润 | 13070 | 13112 | 14480 | 17050 | 19865 |
| 营业外收入 | 56 | 37 | 38 | 42 | 43 |
| 营业外支出 | 115 | 129 | 92 | 96 | 101 |
| 利润总额 | 13011 | 13020 | 14426 | 16996 | 19807 |
| 所得税 | 1433 | 1280 | 1599 | 1877 | 2128 |
| 净利润 | 11578 | 11740 | 12827 | 15119 | 17680 |
| 少数股东损益 | -4 | 71 | 21 | 29 | 41 |
| 归属母公司净利润 | 11582 | 11668 | 12807 | 15090 | 17639 |
| EBITDA | 13373 | 13894 | 15450 | 17974 | 20733 |
| EPS (元) | 9.55 | 9.62 | 10.56 | 12.45 | 14.55 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 15.0 | 5.1 | 9.0 | 14.2 | 14.1 |
| 营业利润(%) | 18.9 | 0.3 | 10.4 | 17.8 | 16.5 |
| 归属于母公司净利润(%) | 20.6 | 0.7 | 9.8 | 17.8 | 16.9 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 64.2 | 63.1 | 63.1 | 63.3 | 63.5 |
| 净利率(%) | 33.2 | 31.8 | 32.0 | 33.0 | 33.8 |
| ROE(%) | 34.7 | 28.8 | 24.2 | 23.3 | 22.1 |
| ROIC(%) | 29.9 | 28.1 | 23.5 | 22.2 | 20.8 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 30.4 | 28.0 | 23.8 | 20.9 | 18.5 |
| 净负债比率(%) | -44.6 | -30.4 | -45.8 | -53.0 | -60.7 |
| 流动比率 | 2.7 | 2.5 | 3.4 | 4.3 | 5.1 |
| 速动比率 | 2.2 | 1.9 | 2.9 | 3.7 | 4.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 11.7 | 11.3 | 11.3 | 11.3 | 11.3 |
| 应付账款周转率 | 5.0 | 4.9 | 4.9 | 4.9 | 4.9 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 9.55 | 9.62 | 10.56 | 12.45 | 14.55 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 9.12 | 10.25 | 11.65 | 12.52 | 15.32 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 27.29 | 29.57 | 39.58 | 49.51 | 61.79 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 23.0 | 22.8 | 20.8 | 17.6 | 15.1 |
| P/B | 8.0 | 7.4 | 5.6 | 4.4 | 3.6 |
| EV/EBITDA | 18.8 | 18.6 | 16.0 | 13.2 | 10.7 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com