

2025 年 04 月 30 日

证券研究报告•2024 年年报及 2025 年一季报点评

迈瑞医疗（300760）医药生物

买入（维持）

当前价：219.66 元

目标价：271.50 元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

24 年国内短期承压，海外收入高增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业总收入 367.3 亿元（+5.1%），归母净利润 116.7 亿元（+0.7%）。同日，发布 2025 年一季报，实现营业总收入 82.4 亿元（-12.1%），归母净利润 26.3 元（-16.8%）。
- **24 年国内短期承压，海外收入高增长。**分季度看，2024Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入 93.7/111.6/89.5/72.4 亿元（+12.1%/+10.3%/+1.4%/-5.1%），单季度归母净利润分别为 31.6/44/30.8/10.3 亿元（+22.9%/+13.7%/-9.3%/-41%）。从盈利能力看，24 年毛利率 63.1%，同比下降 3pp（主要系会计准则调整影响，公司计提的保证类质保费用计入主营业务成本，不再计入销售费用）。
- **体外诊断业务条线海外中大样本量客户突破，国内短期有所承压。**分业务来看，生命信息与支持业务实现营业收入 135.6 亿元，同比减少 11.11%，其中微创外科业务同比增长超过 30%，国际生命信息与支持业务实现了同比双位数增长。截至 2024 年 12 月 31 日，“瑞智联”生态系统在国内实现装机医院数量累计超千家，2024 年新增项目超过 600 个，其中新增三甲医院超过 350 家，增长迅猛。公司体外诊断业务实现营业收入 137.7 亿元，同比增长 10.82%，收入体量首次超过生命信息与支持业务，其中国际体外诊断业务同比增长超过 30%，国内市场，受到 DRG 2.0 落地、检查检验结果互认、检验项目价格下调等多重政策因素的影响，部分试剂的检测量和价格均出现了一定幅度的下滑，为国内体外诊断业务的快速增长带来了阶段性挑战。公司医学影像业务实现营业收入 75 亿元，同比增长 6.60%，其中国际医学影像业务同比增长超过 15%，超高端超声系统 Resona A20 上市首年实现超 4 亿元收入。
- **持续高研发投入，产品升级不断。**截至 2024 年 12 月 31 日，公司共计申请专利 11773 件，其中发明专利 8435 件；共计授权专利 5786 件，其中发明专利授权 2850 件。公司在生命信息与支持领域推出了瑞智重症决策辅助系统、UX7 系列 4K 三维荧光内窥镜摄像系统、4K 三维电子胸腔腔内窥镜系统、腔镜吻合器、A3/A1 麻醉系统等产品。在 IVD 领域，公司推出 MT 8000C 智慧凝血流水线、M680 全自动生化免疫流水线、M980 全自动生化免疫流水线、CL2600i 全自动化学发光免疫分析仪、BS-1000M 全自动生化分析仪、BriCyte M 系列流式细胞仪、FA-N 系列全自动微生物培养仪等产品。在医学影像领域主要推出了超高端妇产彩超 Nueva A20、科研专用机 Resona Y、高端台式彩超 Resona/Nueva I9 精英版等产品。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025~2027 年归母净利润分别为 131.7、152.7、175.8 亿元，对应 EPS 为 10.86、12.6、14.5 元。考虑到公司未来几年的稳健增长，以及作为最具国际化的医疗器械龙头，我们认为可以给予公司 2025 年 25 倍估值，对应股价 271.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险，政策控费风险，海外经营风险，新产品研发不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	36725.75	41282.41	47487.74	54639.71
增长率	5.14%	12.41%	15.03%	15.06%
归属母公司净利润（百万元）	11668.49	13169.28	15274.58	17575.37
增长率	0.74%	12.86%	15.99%	15.06%
每股收益 EPS（元）	9.62	10.86	12.60	14.50
净资产收益率 ROE	28.80%	25.63%	3.84%	22.35%
PE	23	20	17	15
PB	7.43	5.70	4.49	3.61

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰
执业证号：S1250524120002
电话：021-68416017
邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.12
流通 A 股(亿股)	12.12
52 周内股价区间(元)	211.59-324.5
总市值(亿元)	2,663.25
总资产(亿元)	583.65
每股净资产(元)	31.83

相关研究

1. 迈瑞医疗（300760）：24Q3 短期承压，海外 IVD 增长较快（2024-11-07）
2. 迈瑞医疗（300760）：24H1 业绩符合预期，IVD 业务持续高增（2024-09-08）
3. 迈瑞医疗（300760）：业绩符合预期，净利率进一步提高（2024-05-04）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：生命信息与支持类业务：24 年医院新扩建项目建设有所放缓。随着地方专项债（尤其是用于支持医院新改扩建和设备采购的医疗专项债）的发行规模同比增加，因资金不足导致的 24 年被推迟的医疗新基建项目也有望得到复苏。此外，海外高端客户群有所突破。预计 25 年随着招投标的恢复，2025-2027 年销量分别上涨 11%、13%、14%。随着 AI 的赋能，预计后续毛利率略有提升。

假设 2：体外诊断产品：24 年国内受到政策影响，国内业务有所承压。海外中大样本量客户持续突破。预计 25 年开始政策影响逐渐消除，以及集采落地以后，预计国内端增速逐渐转好。预计 2025-2027 年销量将上涨 14%、18%、17%。25 年价格和毛利率预计仍受集采影响，从 2026 年开始集采影响全面落地后，随着原材料的自产自研，以及整体生产效率的提升，预计后续毛利率稳步上升。

假设 3：医学影像类产品：24 年国内端需求不足，以及医疗设备以旧换新有所延迟，包括县域集采，竞争激烈等因素导致单价有所下滑。随着公司超高端全身和妇科超声的上市，预计 2025-2027 年销量将上涨 12%、13%、13%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 4：电生理与血管介入类：自从公司收购惠泰医疗控股权后新列支的品类。预计 2025-2027 年销量将上涨 20%、20%、20%。价格及毛利率短期内保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
生命信息与支持	收入	13557	14991	16956	19377
	增速	-11.1%	10.6%	13.1%	14.3%
	毛利率	62.6%	62.9%	63.1%	63.1%
体外诊断	收入	13765	15689	18490	21570
	增速	10.8%	14.0%	17.9%	16.7%
	毛利率	62.0%	61.0%	62.0%	64.7%
医学影像	收入	7,498	8,385	9,455	10,666
	增速	6.6%	11.8%	12.8%	12.8%
	毛利率	66.9%	67.0%	67.0%	67.0%
电生理与血管介入类	收入	1439	1726	2072	2486
	增速		20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	65.5%	65.5%	65.5%	65.5%
其他主营产品	收入	365	384	403	423
	增速	116.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
其他业务	收入	102	107	112	118
	增速	79.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	53.5%	53.5%	53.5%	53.5%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入	36,726	41,282	47,488	54,640
	增速	5.1%	12.4%	15.0%	15.1%
	毛利率	63.1%	62.9%	63.4%	64.4%

数据来源：Wind，西南证券

迈瑞医疗为国内医疗器械绝对龙头，我们选取在医疗器械板块其他细分领域与迈瑞医疗业务相似的几家公司作为可比公司：理邦仪器、新产业、惠泰医疗。理邦仪器与迈瑞医疗都有生命信息与支持业务（尤其是监护线产品）。新产业与迈瑞医疗都有体外诊断业务，新产业在体外诊断属于龙头位置，同时也国际化布局海外业务，与迈瑞医疗相似。惠泰医疗在冠脉通路介入、外周介入、以及电生理领域属于领先企业，与迈瑞医疗一样都在高值耗材有相关的布局。3 家可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 31 倍、25 倍、22 倍。

考虑到公司未来几年的稳健增长，以及作为最具国际化的医疗器械龙头，并且公司 IVD 相关的业务占比逐步提高，我们认为可以给予公司 2025 年 25 倍估值，对应股价 271.5 元。维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300206.SZ	理邦仪器	11.68	0.39	0.47	0.49	30	25	24
300832.SZ	新产业	52.41	2.70	3.22	3.61	19	16	15
688617.SH	惠泰医疗	416.12	9.31	12.09	15.75	45	34	26
平均值						31	25	22

数据来源：Wind，西南证券整理；股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36725.75	41282.41	47487.74	54639.71	净利润	11739.97	13239.28	15344.58	17645.37
营业成本	13547.52	15315.04	17401.75	19450.50	折旧与摊销	1373.01	1398.82	1457.45	1498.02
营业税金及附加	400.54	412.82	474.88	546.40	财务费用	-400.03	-300.00	-300.00	-300.00
销售费用	5282.81	5916.75	6804.26	7824.90	资产减值损失	-237.84	-150.00	-100.00	-100.00
管理费用	1599.75	1759.72	2023.68	2428.42	经营营运资本变动	-853.81	-1907.13	-399.25	-442.51
财务费用	-400.03	-300.00	-300.00	-300.00	其他	810.75	-45.15	-187.18	359.90
资产减值损失	-237.84	-150.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	12432.04	12235.81	15815.61	18660.79
投资收益	69.39	-5.00	-5.00	-5.00	资本支出	-8756.00	-500.00	-450.00	-550.00
公允价值变动损益	126.03	50.00	50.00	50.00	其他	1372.79	89.31	45.00	45.00
其他经营损益	820.33	800.00	800.00	600.00	投资活动现金流净额	-7383.21	-410.69	-405.00	-505.00
营业利润	13111.82	14740.31	17079.54	19635.97	短期借款	-2.35	-0.40	-1.50	2.50
其他非经营损益	-92.13	-30.00	-30.00	-30.00	长期借款	-1.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	13019.70	14710.31	17049.54	19605.97	股权融资	-339.11	0.00	0.00	0.00
所得税	1279.73	1471.03	1704.95	1960.60	支付股利	0.00	-2333.70	-2633.86	-3054.92
净利润	11739.97	13239.28	15344.58	17645.37	其他	-8539.22	183.06	300.00	300.00
少数股东损益	71.48	70.00	70.00	70.00	筹资活动现金流净额	-8881.71	-2151.04	-2335.36	-2752.42
归属母公司股东净利润	11668.49	13169.28	15274.58	17575.37	现金流量净额	-3760.69	9674.09	13075.25	15403.38
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16644.07	26318.16	39393.41	54796.78	成长能力				
应收和预付款项	3728.61	4290.97	4929.17	5639.64	销售收入增长率	5.14%	12.41%	15.03%	15.06%
存货	4757.43	5457.79	6633.03	7219.98	营业利润增长率	0.32%	12.42%	15.87%	14.97%
其他流动资产	516.52	530.79	610.58	702.54	净利润增长率	1.40%	12.77%	15.90%	14.99%
长期股权投资	197.20	197.20	197.20	197.20	EBITDA 增长率	7.19%	12.46%	15.14%	14.24%
投资性房地产	32.37	32.37	32.37	32.37	获利能力				
固定资产和在建工程	9760.99	9769.55	9669.47	9628.82	毛利率	63.11%	62.90%	63.36%	64.40%
无形资产和开发支出	18168.90	17266.82	16364.75	15462.68	三费率	17.65%	17.87%	17.96%	18.22%
其他非流动资产	2837.46	2832.16	2826.86	2821.56	净利率	31.97%	32.07%	32.31%	32.29%
资产总计	56643.55	66695.82	80656.83	96501.56	ROE	28.80%	25.63%	23.84%	22.35%
短期借款	5.40	5.00	3.50	6.00	ROA	20.73%	19.85%	19.02%	18.29%
应付和预收款项	5667.44	6774.58	7645.43	8523.21	ROIC	24.92%	22.66%	25.50%	29.30%
长期借款	0.34	0.34	0.34	0.34	EBITDA/销售收入	38.35%	38.37%	38.40%	38.13%
其他负债	10212.19	8253.65	8634.58	9008.57	营运能力				
负债合计	15885.37	15033.57	16283.86	17538.13	总资产周转率	0.70	0.67	0.64	0.62
股本	1212.44	1212.44	1212.44	1212.44	固定资产周转率	5.84	5.41	5.64	6.25
资本公积	6751.67	6751.67	6751.67	6751.67	应收账款周转率	9.76	10.18	10.35	10.30
留存收益	28228.51	39064.08	51704.81	66225.27	存货周转率	2.83	2.78	2.79	2.77
归属母公司股东权益	35856.36	46690.43	59331.16	73851.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.30%	—	—	—
少数股东权益	4901.82	4971.82	5041.82	5111.82	资本结构				
股东权益合计	40758.18	51662.25	64372.98	78963.44	资产负债率	28.04%	22.54%	20.19%	18.17%
负债和股东权益合计	56643.55	66695.82	80656.83	96501.56	带息债务/总负债	0.04%	0.04%	0.02%	0.04%
					流动比率	2.46	3.82	4.76	5.66
					速动比率	2.00	3.25	4.15	5.06
					股利支付率	0.00%	17.72%	17.24%	17.38%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	14084.80	15839.12	18236.99	20834.00	每股收益	9.62	10.86	12.60	14.50
PE	22.82	20.22	17.44	15.15	每股净资产	29.57	38.51	48.94	60.91
PB	7.43	5.70	4.49	3.61	每股经营现金	10.25	10.09	13.04	15.39
PS	7.25	6.45	5.61	4.87	每股股利	0.00	1.92	2.17	2.52
EV/EBITDA	17.53	14.97	12.29	10.02					
股息率	0.00%	0.88%	0.99%	1.15%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn