

迈瑞医疗 (300760.SZ)

国内静候业绩拐点，国际化布局持续发力

公司发布 2024 年报：2024 全年实现营业收入 367.26 亿元 (+5.14%)；归母净利润 116.68 亿元 (+0.74%)；扣非归母净利润 114.42 亿元 (+0.07%)。

同日，公司发布 2025 一季报：2025Q1 实现营业收入 82.37 亿元 (-12.12%)；归母净利润 26.29 亿元 (-16.81%)；扣非归母净利润 25.31 亿元 (-16.68%)。

□ 国内招采恢复静候业绩拐点，海外市场持续发力。

国内：2024 年实现营业收入 202.9 亿元 (-5.1%)，主要由于医院设备招标采购疲软持续到了 2024 年 11 月份，同时体外诊断市场自 2024Q3 开始受到 DRG2.0 落地的暂时影响。2025Q1，国内业务收入同比下降超 20%，环比增长 50%以上，主要系 2024 年 12 月份以来医疗设备的月度招标数据呈现持续复苏态势，但在当前的竞争环境下从公开招标到收入确认的时间差显著拉长，因此 2025 年上半年国内收入实际反映的是 2024 年招标的大幅下滑。随着 2025Q1 以来医疗设备更新项目逐步启动，2025 年医疗设备的月度招标数据呈现出持续改善的趋势，公司 2025 年下半年收入有望回归到“前低后高”的历史常态分布，并呈现出逐季度环比改善的趋势，国内业务有望于 2025Q3 起迎来重大拐点。

海外：2024 年实现营业收入 164.3 亿元 (+21.3%)，主要得益于公司海外高端客户群的持续突破、本地化平台能力建设的逐步完善，以及全球各主要地区收入的均衡分布，特别是在发展中国家和欧洲市场的强劲表现。按地区拆分，发展中国家营收 109.1 亿元 (+24.6%)，亚太市场营收 36.6 亿元 (+38.7%)，欧洲市场营收 28.9 亿元 (+31.8%)。2025Q1，国际业务同比增长不到 5%，主要系 2024Q1 国际业务基数高。2025Q1 国际业务收入占公司整体收入的比重提升至约 47%，随着持续深入的本地化平台建设，未来国际业务的收入占比有望不断提升，尤其发展中国家将维持快速增长的趋势。

□ 体外诊断业务领跑，生命信息与支持业务短期承压。

体外诊断业务：2024 年实现营业收入 137.6 亿元 (+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%。

国内市场方面，受益于安徽化学发光试剂和江西生化试剂等联盟集采、以及医疗行业整顿带来更加合规的采购环境，体外诊断各项子产品的市场占有率仍在不断提升。根据公司统计，公司化学发光业务的市场排名首次实现国内第三，生化业务的市场占有率首次超过 15%，并仍在持续提升。此外，公司体外诊断仪器的装机速度维持了较高水平，2024 年 MT 8000 全实验室智能化流水线全年装机近 190 套，化学发光仪器装机达 1,800 台，其中近六成为高速机，为后续国内体外诊断业务的复苏奠定了基础。

海外市场方面，海外中大样本量客户的渗透速度仍在持续加快，2024 年突破了 115 家海外第三方连锁实验室，并完成了 2 套 MT 8000 全实验室智能化流水线的装机。预计 2025 年 MT 8000 全实验室智能化流水线在海外的装机将开始逐步放量，国际体外诊断业务有望继续维持高速增长的趋势。

医学影像业务：2024 年实现营业收入 75.0 亿元 (+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。

国内市场方面，因地方财政资金紧张、医疗专项债发行规模大幅减少及医疗

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药

目标估值：NA

当前股价：224.0 元

基础数据

总股本 (百万股)	1212
已上市流通股 (百万股)	1212
总市值 (十亿元)	271.6
流通市值 (十亿元)	271.6
每股净资产 (MRQ)	31.8
ROE (TTM)	28.9
资产负债率	25.4%
主要股东	Smartco Development
主要股东持股比例	26.98%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-20	-24
相对表现	0	-14	-29

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《迈瑞医疗 (300760) —Q3 国内短期承压，海外战略客户持续突破》
2024-11-12
- 2、《迈瑞医疗 (300760) —IVD 业务增长强劲，数智化赋能优势显著》
2024-09-13

梁广楷 S1090524010001

✉ liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

郭子娴 研究助理

✉ guozixian@cmschina.com.cn

设备更新项目等因素导致超声常规招标延误，使得国内超声行业市场规模整体出现了双位数同比下滑。但受益于 Resona A20 的放量，以及行业集中度的进一步提升，公司国内超声业务市场占有率首次超过 30%，巩固了市占率第一的行业地位，同时高端及超高端型号占国内超声收入的比重达到了六成。海外市场方面，Resona A20 在海外各个主要国家陆续发布上市，有望进一步提升公司超声的品牌形象，全面打开海外高端市场。随着海外高端市场的覆盖力度的加大，国际医学影像产线有望实现长期可持续的快速增长。

生命信息与支持业务：2024 年实现营业收入 135.6 亿元（-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。

国内市场方面，受地方财政资金紧张、医疗专项债发行规模大幅减少及医疗设备更新项目使得常规招标延误等因素影响，监护仪、除颤仪、呼吸机、输液泵等相关产品的市场规模在报告期内出现了大幅度下滑。但得益于招标采购流程的日益合规化和集中化，及公司数智化整体解决方案带来的独特竞争优势，在上述这些品类中公司巩固了国内市场占有率第一的行业地位。2025 年，随着 2024 年被推迟的医疗新基建项目逐渐复苏，公司生命信息与支持业务也有望迎来修复。

海外市场方面，得益于产品竞争力已经全面达到世界一流水平，公司生命信息与支持业务加速渗透高端客户群，产品和数智化解决方案的优势均在不断扩大，拉动国际生命信息与支持业务全年实现了同比双位数增长。同时鉴于公司生命信息与支持产品在海外市场的占有率仍然较低，未来国际生命信息与支持业务有望长期保持平稳快速增长。

□ 毛利水平阶段性承压，费用率管控良好。

2024 年的综合毛利率为 63.11%（-3.05pts），主要系：（1）体外诊断产品线 2024Q4 以来受到全国医疗服务价格调整的影响，导致试剂的价格承压。同时，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，使得 2024Q4 国内体外诊断试剂收入的占比有所下降；（2）国内医疗设备市场竞争激烈，导致中低端市场的低价竞争现象普遍，因此使得中低端市场的产品价格承压；净利率为 31.97%（-1.18pts），销售费用率为 14.38%（-1.94pts），管理费用率为 4.36%（-0.01pts），研发费用率为 9.98%（+0.15pts），财务费用率为 -1.09%（+1.36pts）。其中，2024Q4 的综合毛利率为 55.96%（-10.36pts），净利率为 14.33%（-8.52pts），销售费用率为 22.35%（-0.12pts），管理费用率为 6.63%（+1.29pts），研发费用率为 14.83%（+2.72pts），财务费用率为 -3.01%（+0.27pts）。

2025Q1 的综合毛利率为 62.53%（-3.44pts），净利率为 32.69%（-1.05pts），销售费用率为 14.30%（-1.54pts），管理费用率为 4.15%（-0.90pts），研发费用率为 9.31%（-0.80pts），财务费用率为 -1.97%（-0.65pts）。

□ 盈利预测与投资建议：考虑到宏观环境因素以及国内招采节奏尚不确定，我们下调公司 2025-2027 年营业收入分别为 404.90/462.07/529.21 亿元，同比增速分别为 10%/14%/15%；归母净利润分别为 128.07/145.89/167.69 亿元，分别增长 10%/14%/15%。考虑到国内招投标呈转暖趋势，海外收入持续保持高增长态势，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：行业政策变化风险，汇率波动风险，经营管理风险，产品研发的风险，产品价格下降的风险，中美贸易摩擦相关风险，经销商销售模式的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	34932	36726	40490	46207	52921
同比增长	15%	5%	10%	14%	15%
营业利润(百万元)	13070	13112	14383	16372	18806
同比增长	19%	0%	10%	14%	15%
归母净利润(百万元)	11582	11668	12807	14589	16769
同比增长	21%	1%	10%	14%	15%
每股收益(元)	9.55	9.62	10.56	12.03	13.83
PE	23.4	23.3	21.2	18.6	16.2
PB	8.2	7.6	6.6	5.7	4.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26875	25647	32114	39661	48323
现金	18787	16644	22108	28286	35375
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	6	7	8	9
应收款项	3295	3219	3549	4050	4639
其它应收款	195	206	227	259	296
存货	3979	4757	5321	6031	6832
其他	617	814	902	1027	1171
非流动资产	21065	30997	30584	30194	29825
长期股权投资	67	197	197	197	197
固定资产	5490	7086	8501	9754	10864
无形资产商誉	7629	18169	16352	14717	13245
其他	7880	5545	5534	5526	5519
资产总计	47940	56644	62698	69855	78148
流动负债	10103	10427	10943	11747	12651
短期借款	8	5	0	0	0
应付账款	2690	2793	3123	3540	4010
预收账款	1974	2166	2423	2746	3111
其他	5430	5463	5397	5460	5531
长期负债	4491	5458	5458	5458	5458
长期借款	1	0	0	0	0
其他	4490	5458	5458	5458	5458
负债合计	14594	15885	16401	17205	18109
股本	1212	1212	1212	1212	1212
资本公积金	6427	6414	6414	6414	6414
留存收益	25445	28230	33690	39954	47240
少数股东权益	261	4902	4980	5070	5172
归属于母公司所有者权益	33085	35856	41316	47580	54866
负债及权益合计	47940	56644	62698	69855	78148

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11062	12432	13739	15309	17379
净利润	11578	11740	12886	14678	16871
折旧摊销	925	1373	2635	2613	2591
财务费用	(217)	97	(400)	(400)	(400)
投资收益	10	(69)	(1016)	(1016)	(1016)
营运资金变动	(592)	(269)	(366)	(566)	(667)
其它	(642)	(440)	0	0	0
投资活动现金流	(693)	(7383)	(1207)	(1207)	(1207)
资本支出	(2689)	(1959)	(2223)	(2223)	(2223)
其他投资	1996	(5424)	1016	1016	1016
筹资活动现金流	(10776)	(8882)	(7068)	(7925)	(9083)
借款变动	(2408)	4359	(121)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(81)	(14)	0	0	0
股利分配	(10669)	(13955)	(7347)	(8325)	(9483)
其他	2383	728	400	400	400
现金净增加额	(407)	(3833)	5464	6178	7090

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	34932	36726	40490	46207	52921
营业成本	11821	13548	15151	17175	19454
营业税金及附加	366	401	442	504	577
营业费用	5703	5283	5824	6647	7612
管理费用	1524	1600	1764	2013	2305
研发费用	3433	3666	4042	4612	5282
财务费用	(855)	(400)	(400)	(400)	(400)
资产减值损失	(771)	(533)	(300)	(300)	(300)
公允价值变动收益	79	126	126	126	126
其他收益	831	820	820	820	820
投资收益	(10)	69	69	69	69
营业利润	13070	13112	14383	16372	18806
营业外收入	56	37	37	37	37
营业外支出	115	129	129	129	129
利润总额	13011	13020	14291	16280	18714
所得税	1433	1280	1405	1602	1842
少数股东损益	(4)	71	78	89	103
归属于母公司净利润	11582	11668	12807	14589	16769

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	5%	10%	14%	15%
营业利润	19%	0%	10%	14%	15%
归母净利润	21%	1%	10%	14%	15%
获利能力					
毛利率	66.2%	63.1%	62.6%	62.8%	63.2%
净利率	33.2%	31.8%	31.6%	31.6%	31.7%
ROE	35.6%	33.9%	33.2%	32.8%	32.7%
ROIC	33.2%	30.8%	28.9%	29.1%	29.4%
偿债能力					
资产负债率	30.4%	28.0%	26.2%	24.6%	23.2%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.5	2.9	3.4	3.8
速动比率	2.3	2.0	2.4	2.9	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0
应收账款周转率	11.7	11.3	11.9	12.1	12.2
应付账款周转率	4.7	4.9	5.1	5.2	5.2
每股资料(元)					
EPS	9.55	9.62	10.56	12.03	13.83
每股经营净现金	9.12	10.25	11.33	12.63	14.33
每股净资产	27.29	29.57	34.08	39.24	45.25
每股股利	5.80	6.27	6.87	7.82	8.99
估值比率					
PE	23.4	23.3	21.2	18.6	16.2
PB	8.2	7.6	6.6	5.7	4.9
EV/EBITDA	20.9	20.0	16.0	14.3	12.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。