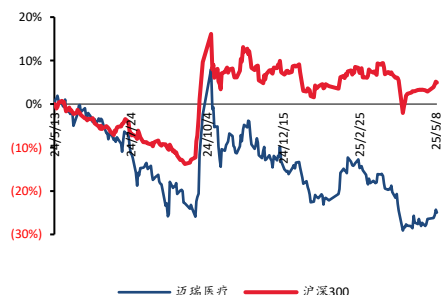


## 迈瑞医疗点评报告：海外高速增长，看好国内全年复苏

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 12.12/12.12  
总市值/流通(亿元) 2,715/2,715  
12 个月内最高/最低价 (元) 351.6/206.8

### 相关研究报告

<<迈瑞医疗点评报告：国际业务保持高速增长，看好后续国内业务增长提速>>—2024-11-08

<<迈瑞医疗点评报告：IVD 和国际业务增长强劲，“三瑞”数智化建设稳步推进>>—2024-09-04

<<迈瑞医疗点评报告：业绩符合预期，各产线均实现重大突破>>—2024-04-28

### 证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

### 研究助理：李啸岩

电话：0755-83683312

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

**事件：**近日，公司发布 2024 年年度报告：2024 年实现营业收入 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%，剔除财务费用影响后，归母净利润同比增长 4.36%；扣非归母净利润 114.42 亿元，同比增长 0.07%。其中，2024 年第四季度营业收入 72.41 亿元，同比下降 5.08%；归母净利润 10.31 亿元，同比下降 40.99%，主要系行业短暂承压对毛利率的影响；扣非归母净利润 10.05 亿元，同比下降 42.49%。

同日，公司发布 2025 年第一季度报告：2025 年一季度实现营业收入 82.37 亿元，同比下降 12.12%；归母净利润 26.29 亿元，同比下降 16.81%；扣非归母净利润 25.31 亿元，同比下降 16.68%。

### 国际业务快速增长，国内业务短暂承压

国际市场全年增长 21.28%。其中，在澳大利亚、泰国、印度等国家的带动下，亚太区 2024 年同比增长近 40%，拉动发展中国家整体增长近 25%；欧洲市场逐渐走出了受局部冲突影响的阴霾，实现了 30% 以上的反弹式增长，带动发达国家整体增长约 15%。全年国际收入占公司整体收入的比重进一步提升至约 45%，其中国际业务中的微创外科、动物医疗、心血管等高潜力业务占国际收入的比重已接近 10%。

国内市场全年下降 5.10%。收入下降主要由于医院设备招标采购疲软持续到了 2024 年 11 月份，同时体外诊断市场三季度开始受到 DRG 2.0 落地的暂时影响。随着 2025 年以来地方财政资金紧张的缓解、医疗专项债发行规模的反弹、发改委主导的医疗设备更新项目启动，预计国内市场将于今年第三季度增速回正，实现反弹。

### IVD 晋升为第一大业务板块，影像业务稳步增长

体外诊断产线收入首次超越生命信息与支持产线，晋升第一大业务板块，全年增长 10.82%，其中国际同比增长超过 30%。海外中大样本量客户渗透速度持续加快，2024 年成功突破 115 家海外第三方连锁实验室，并完成了 2 套 MT 8000 装机。国内虽受到 DRG 2.0 落地、检查检验结果互认、检验项目价格下调等多重因素的影响，但受益于集采、医疗行业整顿带来的头部集中化，公司各项子产品的市场占有率仍在不断提升。

医学影像产线全年增长 6.60%，其中国际同比增长超过 15%。当前，公司超声在海外的占有率仅有个位数，并且收入主要来自于中端和入门级型号。随着公司持续加大海外高端市场的覆盖力度，业务有望快速增长。国内受益于超高端超声 Resona A20 首年上市即放量 4 亿元的贡献，以及行业集中度的进一步提升，国内业务在艰难的市场环境下实现了持平，市场占有率首次超过 30%，进一步巩固了市占率第一的行业。

生命信息与支持产线全年下滑 11.11%，其中国际实现了同比双位数增长。公司高端客户群渗透提速，在美国、英国、法国等国家进入了更多高端医院，目前公司海外市场的占有率较低，未来有望长期保持平稳快速增长。国内市场方面，随着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，此前推迟的医疗新基建项目也有望得到复苏，截至 2024 年底，待释放的市场空间仍有超过 200 亿元。

#### 毛利率短暂承压，费用率维持稳定

2024 年，公司的综合毛利率同比下降 3.05pct 至 63.11%，主要系 DRG/DIP 落地、服务价格调整、检测量下降、设备竞争恶化等因素影响。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.38%、4.36%、9.98%、-1.09%，同比变动幅度分别为 -1.95pct、+0.00pct、+0.05pct、+1.36pct。综合影响下，公司整体净利率同比下降 1.18pct 至 31.97%。

2024 年第四季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 55.96%、22.35%、6.63%、14.83%、-3.01%、14.33%，分别变动 -10.35pct、-0.11pct、+1.28pct、+2.72pct、+0.27pct、-8.52pct。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 404.89 亿/456.68 亿/525.03 亿元，同比增速分别为 10%/13%/15%；归母净利润分别为 129.48 亿/149.62 亿/174.76 亿元；分别增长 11%/16%/17%；EPS 分别为 10.68/12.34/14.41，按照 2025 年 5 月 9 日收盘价对应 2025 年 21 倍 PE。维持“买入”评级。

**风险提示：**贸易战下海外客户订单波动的风险，国内集采降价的风险，新品研发进度不及预期的风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标

|            | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 36,726 | 40,489 | 45,668 | 52,503 |
| 营业收入增长率(%) | 5.14%  | 10.25% | 12.79% | 14.97% |
| 归母净利（百万元）  | 11,668 | 12,948 | 14,962 | 17,476 |
| 净利润增长率(%)  | 0.74%  | 10.97% | 15.56% | 16.80% |
| 摊薄每股收益（元）  | 9.64   | 10.68  | 12.34  | 14.41  |
| 市盈率（PE）    | 26.46  | 20.97  | 18.15  | 15.54  |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 资产负债表（百万）

|          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 18,787 | 16,644 | 25,687 | 30,741 | 36,870 |
| 应收和预付款项  | 3,565  | 3,523  | 3,543  | 3,667  | 3,918  |
| 存货       | 3,979  | 4,757  | 4,769  | 5,035  | 5,478  |
| 其他流动资产   | 545    | 722    | 816    | 920    | 1,033  |
| 流动资产合计   | 26,875 | 25,647 | 34,815 | 40,364 | 47,298 |
| 长期股权投资   | 67     | 197    | 247    | 297    | 347    |
| 投资性房地产   | 41     | 32     | 30     | 28     | 26     |
| 固定资产     | 5,490  | 7,086  | 8,192  | 9,284  | 10,358 |
| 在建工程     | 2,461  | 2,675  | 2,725  | 2,675  | 2,525  |
| 无形资产开发支出 | 2,567  | 7,076  | 7,186  | 7,316  | 7,546  |
| 长期待摊费用   | 75     | 53     | 43     | 33     | 23     |
| 其他非流动资产  | 37,239 | 39,524 | 49,052 | 55,032 | 62,397 |
| 资产总计     | 47,940 | 56,644 | 67,475 | 74,665 | 83,222 |
| 短期借款     | 8      | 5      | 4      | 3      | 2      |
| 应付和预收款项  | 2,691  | 2,793  | 2,896  | 3,062  | 3,284  |
| 长期借款     | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他负债     | 11,894 | 13,087 | 12,429 | 13,439 | 14,750 |
| 负债合计     | 14,594 | 15,885 | 15,329 | 16,505 | 18,037 |
| 股本       | 1,212  | 1,212  | 1,212  | 1,212  | 1,212  |
| 资本公积     | 7,091  | 6,752  | 6,735  | 6,735  | 6,735  |
| 留存收益     | 25,288 | 28,229 | 39,483 | 45,468 | 52,459 |
| 归母公司股东权益 | 33,085 | 35,856 | 47,218 | 53,203 | 60,193 |
| 少数股东权益   | 261    | 4,902  | 4,928  | 4,958  | 4,993  |
| 股东权益合计   | 33,346 | 40,758 | 52,145 | 58,160 | 65,186 |
| 负债和股东权益  | 47,940 | 56,644 | 67,475 | 74,665 | 83,222 |

### 现金流量表（百万）

|        | 2023A   | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
|--------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 经营性现金流 | 11,062  | 12,432 | 15,008 | 16,960 | 19,624  |
| 投资性现金流 | -693    | -7,383 | -2,964 | -2,911 | -2,993  |
| 融资性现金流 | -10,776 | -8,882 | -3,018 | -8,995 | -10,502 |
| 现金增加额  | -305    | -3,761 | 9,043  | 5,054  | 6,129   |

### 利润表（百万）

|         | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 34,932 | 36,726 | 40,489 | 45,668 | 52,503 |
| 营业成本    | 12,513 | 13,548 | 14,894 | 16,702 | 19,066 |
| 营业税金及附加 | 366    | 401    | 445    | 502    | 578    |
| 销售费用    | 5,010  | 5,283  | 5,790  | 6,531  | 7,508  |
| 管理费用    | 1,524  | 1,600  | 1,761  | 1,987  | 2,284  |
| 财务费用    | -855   | -400   | -237   | -373   | -449   |
| 资产减值损失  | -530   | -238   | -217   | -125   | -69    |
| 投资收益    | -10    | 69     | 40     | 46     | 53     |
| 公允价值变动  | 79     | 126    | 82     | 68     | 93     |
| 营业利润    | 13,070 | 13,112 | 14,478 | 16,716 | 19,530 |
| 其他非经营损益 | -59    | -92    | -62    | -58    | -73    |
| 利润总额    | 13,011 | 13,020 | 14,416 | 16,658 | 19,457 |
| 所得税     | 1,433  | 1,280  | 1,442  | 1,666  | 1,946  |
| 净利润     | 11,578 | 11,740 | 12,974 | 14,992 | 17,511 |
| 少数股东损益  | -4     | 71     | 26     | 30     | 35     |
| 归母股东净利润 | 11,582 | 11,668 | 12,948 | 14,962 | 17,476 |

### 预测指标

|              | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率          | 64.18% | 63.11% | 63.21% | 63.43% | 63.69% |
| 销售净利率        | 33.16% | 31.77% | 31.98% | 32.76% | 33.29% |
| 销售收入增长率      | 15.04% | 5.14%  | 10.25% | 12.79% | 14.97% |
| EBIT 增长率     | 17.59% | 0.91%  | 13.15% | 14.86% | 16.72% |
| 净利润增长率       | 20.56% | 0.74%  | 10.97% | 15.56% | 16.80% |
| ROE          | 35.01% | 32.54% | 27.42% | 28.12% | 29.03% |
| ROA          | 24.16% | 20.60% | 19.19% | 20.04% | 21.00% |
| ROIC         | 32.85% | 27.52% | 24.34% | 25.08% | 26.13% |
| EPS(X)       | 9.56   | 9.64   | 10.68  | 12.34  | 14.41  |
| PE(X)        | 30.40  | 26.46  | 20.97  | 18.15  | 15.54  |
| PB(X)        | 10.65  | 8.62   | 5.75   | 5.10   | 4.51   |
| PS(X)        | 10.09  | 8.42   | 6.71   | 5.95   | 5.17   |
| EV/EBITDA(X) | 24.81  | 20.87  | 16.01  | 13.71  | 11.50  |

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。