

迈瑞医疗（300760.SZ）

优于大市

国际业务同比稳健增长，第三季度国内市场有望迎来拐点

核心观点

国内市场在较高基数下同比下滑，第二季度营收进一步环比增长。2025年上半年公司实现营业收入167.43亿元（-18.5%），归母净利润50.69亿元（-32.96%）；其中单二季度实现营收85.06亿元（-23.8%），归母净利润24.40亿元（-44.6%）。尽管去年末以来，国内市场医疗设备的月度招标数据持续改善，但在当前的竞争环境下，从公开招标到收入确认的周期被显著拉长，叠加去年上下半年收入基数分布偏离的影响，使得2025年上半年国内业务同比下滑超过30%。公司预计2025年第三季度整体营收将实现同比正增长，同时延续营收逐季度环比改善的趋势，其中国际市场第三季度同比增长加速；国内市场将明显改善，如期迎来拐点。

各业务板块均有不同程度下滑，国际收入占比进一步提升。2025年上半年体外诊断业务实现营收64.23亿元（-16.11%），其中国际体外诊断业务同比增长实现双位数增长，国际化学发光业务增长超过20%。生命信息与支持业务实现营收54.79亿元（-31.6%），其中国际营收占比进一步提升至67%。医学影像业务实现营收33.12亿元（-22.51%），其中国际营收占比进一步提升至62%。惠泰医疗实现并表收入12.14亿，收入占比约7.2%。国际业务收入占比提升至约50%，预计发展中国家将维持快速增长趋势，并且伴随更多高端客户突破，国际业务盈利水平有望稳步提升。

毛净利率下滑，经营性现金流保持健康。2025年上半年公司毛利率为61.67%（经追溯调整-2.85pp），各核心业务均有不同程度下滑。销售费用率14.48%（经追溯调整+1.92pp），管理费用率4.07%（+0.07pp），研发费用率9.60%（+0.95pp），财务费用率-2.00%（-0.58pp），销售净利率31.25%（-5.65pp）。2025年上半年公司经营性现金流净额为39.22亿（-53.83%），与归母净利润的比值为77%，保持健康水平。

投资建议：国内业务在第三季度有望迎来拐点，国际业务延续稳健增长趋势。考虑国内业务仍处于市场环境和医疗政策影响下的调整期，下调盈利预测，预计2025-27年归母净利润为110.93/126.16/145.01亿（原为124.11/141.03/161.88亿），同比增速-4.9%/13.7%/14.9%，当前股价对应PE为26.9/23.7/20.6x。公司作为国产医疗器械龙头，研发实力强劲，“设备+IT+AI”的数智化布局有望重新定义中国医疗器械的全球坐标，维持“优于大市”评级。

风险提示：集采政策风险，汇率波动风险，医疗设备招采进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	34,932	36,726	36,824	41,068	46,415
(+/-%)	15.0%	5.1%	0.3%	11.5%	13.0%
净利润(百万元)	11582	11668	11093	12616	14501
(+/-%)	20.6%	0.7%	-4.9%	13.7%	14.9%
每股收益(元)	9.55	9.62	9.15	10.41	11.96
EBIT Margin	34.6%	33.3%	33.0%	33.7%	34.4%
净资产收益率(ROE)	35.0%	32.5%	27.9%	28.6%	29.5%
市盈率(PE)	25.8	25.6	26.9	23.7	20.6
EV/EBITDA	24.1	23.2	23.9	21.2	18.6
市净率(PB)	9.03	8.33	7.52	6.77	6.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

cnchenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

238.81元

总市值/流通市值

289543/289535百万元

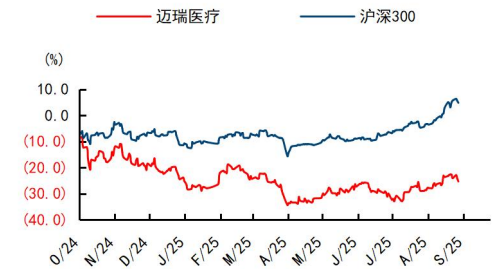
52周最高价/最低价

351.60/206.80元

近3个月日均成交额

1644.60百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《迈瑞医疗（300760.SZ）-2025年一季度业绩环比快速增长，国内业务有望逐季改善》——2025-05-15

《迈瑞医疗（300760.SZ）-单三季度营收增长1.4%，国际市场保持良好增长》——2024-11-13

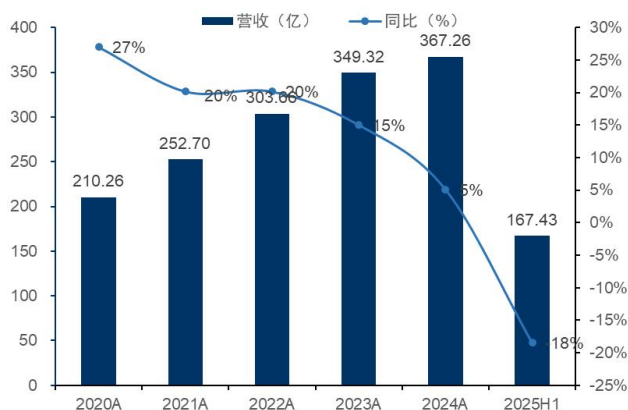
《迈瑞医疗（300760.SZ）-单二季度归母净利润增长14%，体外诊断业务表现亮眼》——2024-09-09

《迈瑞医疗（300760.SZ）-“创新+全球化”医械龙头，引领产业数智化转型》——2024-07-14

《迈瑞医疗（300760.SZ）-业绩稳健增长，引领数智化转型升级》——2024-05-12

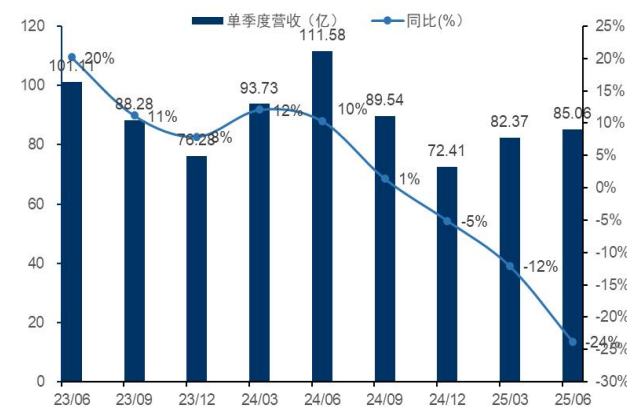
国内市场在较高基数下同比下滑，第二季度营收进一步环比增长。2025 年上半年公司实现营业收入 167.43 亿元（-18.5%），归母净利润 50.69 亿元（-32.96%）；其中单二季度实现营收 85.06 亿元（-23.8%），归母净利润 24.40 亿元（-44.6%）。尽管去年末以来，国内市场医疗设备的月度招标数据持续改善，但在当前的竞争环境下，从公开招标到收入确认的周期被显著拉长，叠加去年上下半年收入基数分布偏离的影响，使得 2025 年上半年国内业务同比下滑超过 30%。公司预计 2025 年第三季度整体营收将实现同比正增长，同时延续营收逐季度环比改善的趋势，其国际市场第三季度同比增长加速，国际体外诊断产线有望实现较快增长；国内市场将明显改善，如期迎来拐点。

图1：迈瑞医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



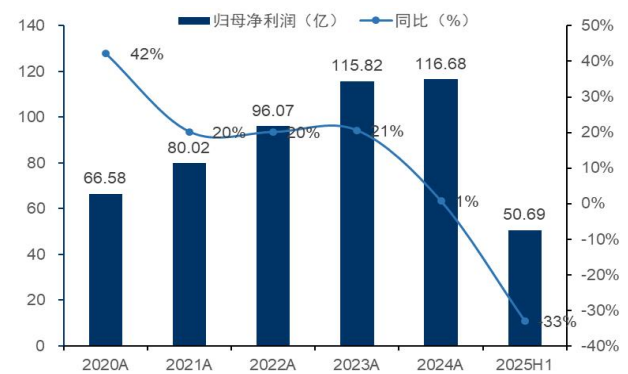
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：迈瑞医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



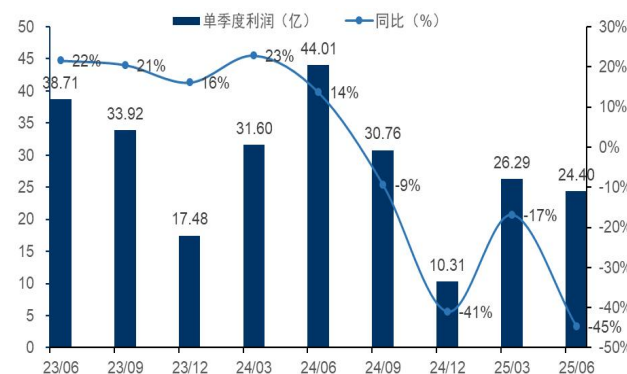
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：迈瑞医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：迈瑞医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产线看：2025 年上半年生命信息与支持产线、体外诊断产线和医学影像产线的收入占比分别为 32.7%、38.4%和 19.8%。公司并购的惠泰医疗实现并表收入 12.14 亿，收入占比约 7.2%。

体外诊断业务实现营收 64.23 亿元，同比下降 16.11%，其中国际体外诊断业务同比增长实现双位数增长，国际化学发光业务增长超过 20%。受到日益激烈的市场竞争和政策因素的多重影响，试剂的检测量和价格均出现下滑。但核心业务如化学发光、生化、凝血在国内的平均市占率仅为 10%，当前环境为公司加速提升

市场份额创造历史性契机。MT 8000 流水线上半年新增订单 185 套、新增装机近 100 套，2025 年全年装机有望达到 200 套。公司已在全球 14 个国家布局本地化生产项目，目前已有 11 项启动生产且大部分涉及体外诊断产品，同时 DiaSys 原有工厂的产品导入进展顺利。公司上半年完成 13 套 MT 8000 流水线的装机、累计销售达 15 套，预计下半年国际体外诊断业务收入增长将进一步提速。

生命信息与支持业务实现营收 54.79 亿元，同比下降 31.6%，其中国际营收占比进一步提升至 67%。上半年招标活动呈现一定复苏态势，但用于医院新改扩建的医疗专项债的发行规模连续两年同比下滑，导致不少医疗新基建项目的建设周期拉长，同时公开招标至收入确认的周期延长，使得国内业务今年上半年承压。国际业务正加速渗透高端客户群体，但在海外市场的占有率仍显著低于国内水平，叠加高潜力业务微创外科的逐步发力，未来国际业务有望长期保持平稳快速增长。

医学影像业务实现营收 33.12 亿元，同比下降 22.51%，其中国际营收占比进一步提升至 62%。上半年国内医学影像业务同样由于招标节奏和同期基数等原因有所承压，但依托超高端 A20 的持续放量以及行业集中度的提升稳固了市占率第一的行业地位，同时高端及超高端型号在国内超声收入占比已超过六成，未来仍有较大的份额提升空间。超声业务在海外市场的占有率尚处于个位数水平，且收入主要来源于中端和入门级型号，正全面开启海外高端突破的征程，推动国际医学影像业务实现长期可持续的快速增长。

图5：生命信息与支持业务收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：体外诊断业务收入及增速（单位：亿元、%）



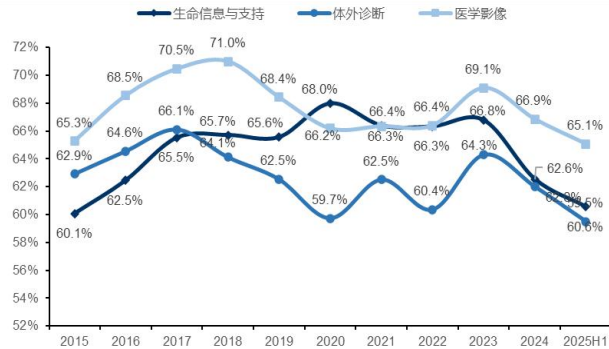
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：医学影像业务（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：三大类业务毛利率



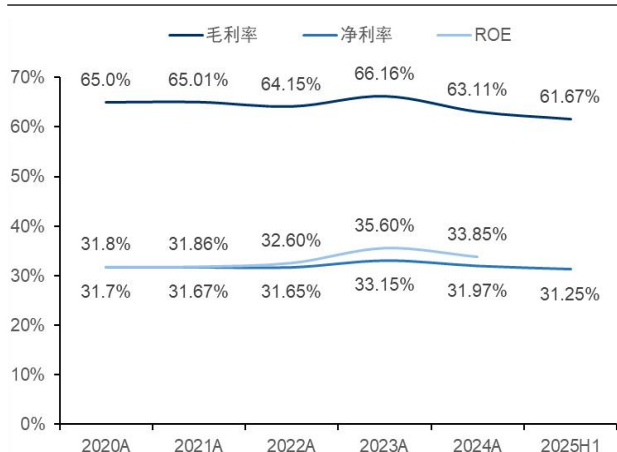
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2024 年会计政策变更，2023 年数据未追溯调整

分区域看：2025 年上半年国内市场收入 84.11 亿元（-33.4%），海外市场收入

83.32 亿元（+5.4%）。尽管国际市场局部仍然面临宏观环境变化和地缘政治冲突带来的挑战，但得益于公司海外高端客户群持续突破、本地化平台能力建设逐步完善，以及全球各主要地区收入的均衡分布，国际业务收入占整体收入比重提升至约 50%。未来几年国际业务的收入占比有望不断提升，其中发展中国家将维持快速增长趋势，并且伴随更多高端客户突破，国际业务盈利水平有望稳步提升。

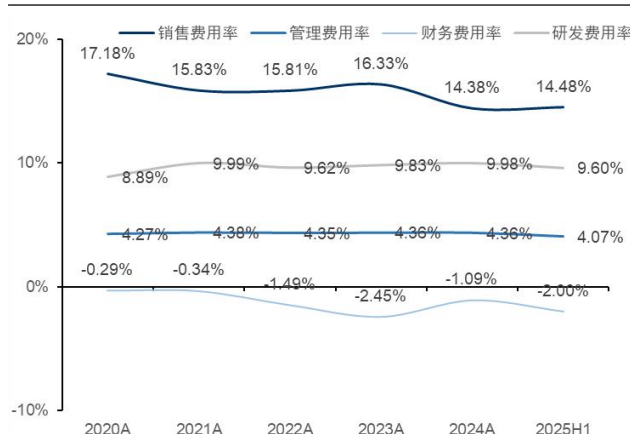
毛净利率下滑。2025 年上半年公司毛利率为 61.67%（经追溯调整-2.85pp），各核心业务均有不同程度下滑。销售费用率 14.48%（经追溯调整+1.92pp），管理费用率 4.07%（+0.07pp），研发费用率 9.60%（+0.95pp），财务费用率-2.00%（-0.58pp），销售净利率 31.25%（-5.65pp）。

图9：迈瑞医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2024 年会计政策变更，2023 年数据未追溯调整

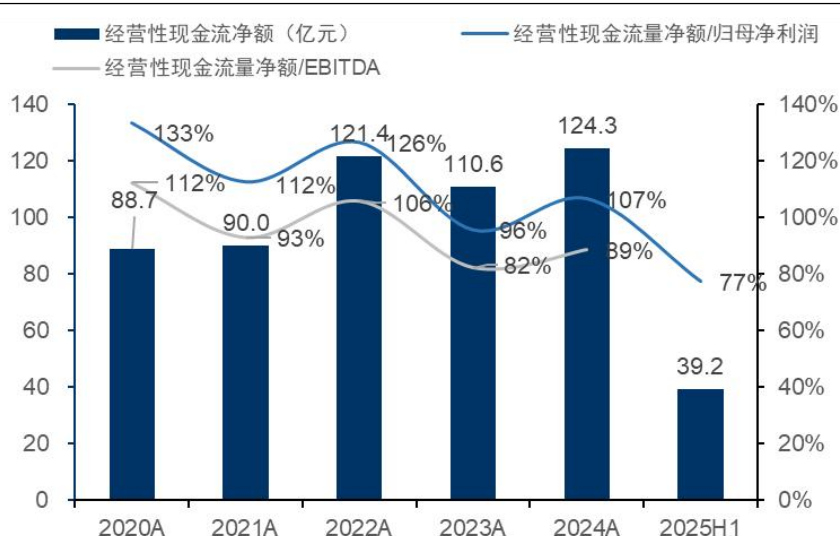
图10：迈瑞医疗四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2024 年会计政策变更，2023 年数据未追溯调整

经营性现金流保持健康。2025 年上半年公司经营性现金流净额为 39.22 亿（-53.83%），经营性现金流与归母净利润的比值为 77%，保持健康水平。截至 2025 年半年末，公司货币资金账面余额为 169.67 亿。

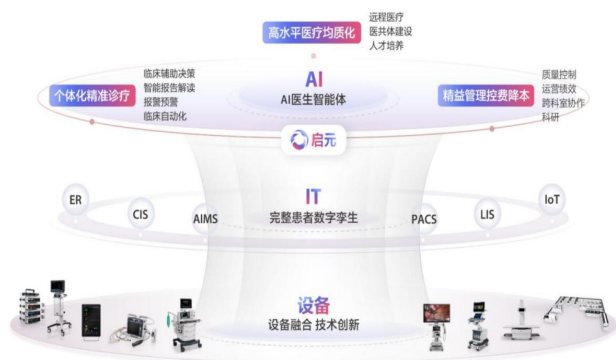
图11：迈瑞医疗经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

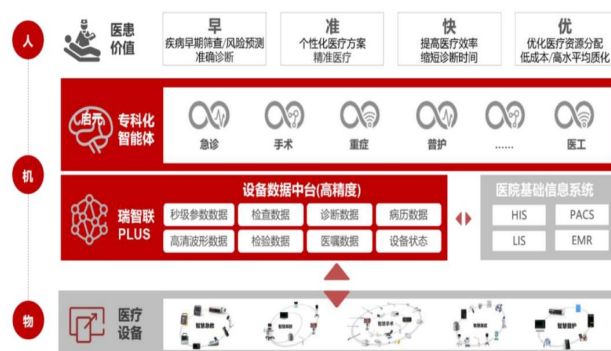
公司完成“设备+IT+AI”的数智医疗生态系统搭建。截至 2025 年半年末，“瑞智联”生态系统在国内实现装机医院数量累计超千家，2025 年上半年新增项目 108 个，其中新增三甲医院 38 家；“迈瑞智检”实验室解决方案在全国实现近 800 家医院装机，其中约 80%为三级医院，2025 上半年年新增装机 210 家；“瑞影云++”项目已经覆盖全国，实现累计装机超过 17,700 套，其中 2025 年上半年新增装机超 2100 套。公司的数智化整体解决方案已经在国内外高端客户群中积累了大量的成熟案例。

图12: 迈瑞医疗“设备+IT+AI”数智医疗生态系统



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 迈瑞医疗“瑞智生态”



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司国内业务在第三季度有望迎来拐点，国际业务延续稳健增长趋势。体外诊断业务市占率提升潜力大，医学影像业务由高端产品驱动增长，生命信息与支持业务景气度逐步回升，微创外科、心血管等种子业务高速放量，“设备+IT+AI”数智化引领行业。考虑国内业务仍处于调整期，下调 2025-26 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 110.93/126.16/145.01 亿（原为 124.11/141.03/161.88 亿），同比增速-4.9%/13.7%/14.9%，当前股价对应 PE 为 26.9/23.7/20.6x。公司作为国产医疗器械龙头，研发实力强劲，“设备+IT+AI”的数智化布局有望重新定义中国医疗器械的全球坐标，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (25/9/1)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (扣非)		PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)		
300760	迈瑞医疗	246.48	2988	9.62	9.15	10.41	11.96	25.6	26.9	23.7	20.6	33%	3.6		优于大市
688271	联影医疗	152.10	1254	1.53	2.05	2.53	2.94	99.3	74.3	60.2	51.7	5%	3.1		优于大市
300832	新产业	62.52	491	2.33	2.59	3.09	3.67	26.9	24.1	20.2	17.0	21%	1.2		优于大市
300633	开立医疗	32.86	142	0.33	0.72	0.92	1.12	99.2	45.4	35.8	29.4	4%	0.9		优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	18787	16644	20707	25038	30966	营业收入	34932	36726	36824	41068	46415
应收款项	3492	3431	3834	4388	5087	营业成本	11821	13548	14136	15510	17233
存货净额	3979	4757	4701	5258	5931	营业税金及附加	366	401	405	452	511
其他流动资产	576	770	663	739	835	销售费用	5703	5283	5229	5832	6545
流动资产合计	26875	25647	29954	35483	42889	管理费用	1524	1600	1705	1891	2126
固定资产	7951	9761	9945	9850	9379	研发费用	3433	3666	3461	3819	4293
无形资产及其他	2225	6723	6455	6187	5919	财务费用	(855)	(400)	(552)	(575)	(603)
投资性房地产	10822	14316	16463	18110	19015	投资收益	(10)	69	100	53	74
长期股权投资	67	197	202	207	212	资产减值及公允价值变动	(450)	(112)	(530)	(520)	(510)
资产总计	47940	56644	63020	69837	77414	其他收入	(2844)	(3141)	(2543)	(2815)	(3332)
短期借款及交易性金融负债	112	121	150	200	200	营业利润	13070	13112	12928	14676	16838
应付款项	2690	2793	3008	3204	3513	营业外净收支	(59)	(92)	(92)	(92)	(92)
其他流动负债	7300	7514	9146	10775	12527	利润总额	13011	13020	12836	14584	16746
流动负债合计	10103	10427	12305	14179	16240	所得税费用	1433	1280	1412	1604	1842
长期借款及应付债券	1	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	71	331	363	402
其他长期负债	4490	5458	5958	6358	6658	归属于母公司净利润	11582	11668	11093	12616	14501
长期负债合计	4491	5458	5958	6358	6658	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	14594	15885	18263	20538	22899	净利润	11582	11668	11093	12616	14501
少数股东权益	261	4902	5018	5145	5286	资产减值准备	458	(292)	37	19	0
股东权益	33085	35856	39739	44154	49230	折旧摊销	896	1339	1085	1237	1359
负债和股东权益总计	47940	56644	63020	69837	77414	公允价值变动损失	450	112	530	520	510
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(855)	(400)	(552)	(575)	(603)
每股收益	9.55	9.62	9.15	10.41	11.96	营运资本变动	(3153)	(3413)	(0)	(592)	(12)
每股红利	4.50	5.80	5.95	6.76	7.77	其它	(460)	320	79	109	141
每股净资产	27.29	29.57	32.78	36.42	40.60	经营活动现金流	9774	9734	12823	13908	16499
ROIC	36%	33%	28%	33%	38%	资本开支	0	(2033)	(1569)	(1412)	(1130)
ROE	35%	33%	28%	29%	29%	其它投资现金流	(10)	(3)	(6)	(10)	(10)
毛利率	66%	63%	62%	62%	63%	投资活动现金流	(16)	(2166)	(1579)	(1427)	(1145)
EBIT Margin	35%	33%	33%	34%	34%	权益性融资	101	79	0	0	0
EBITDA Margin	37%	37%	36%	37%	37%	负债净变化	1	(1)	0	0	0
收入增长	15%	5%	0%	12%	13%	支付股利、利息	(5456)	(7032)	(7210)	(8200)	(9426)
净利润增长率	21%	1%	-5%	14%	15%	其它融资现金流	(3349)	4276	29	50	0
资产负债率	31%	37%	37%	37%	36%	融资活动现金流	(14157)	(9711)	(7181)	(8150)	(9426)
息率	1.8%	2.4%	2.4%	2.7%	3.2%	现金净变动	(4398)	(2143)	4063	4331	5928
P/E	25.8	25.6	26.9	23.7	20.6	货币资金的期初余额	23186	18787	16644	20707	25038
P/B	9.0	8.3	7.5	6.8	6.1	货币资金的期末余额	18787	16644	20707	25038	30966
EV/EBITDA	24.1	23.2	23.9	21.2	18.6	企业自由现金流	-	6920	10335	11544	14437
						权益自由现金流	-	11196	10774	12096	15052

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032