

## 国内拐点将近，海外稳健发展

——迈瑞医疗 2025 年中报点评

### 核心观点

- **国际业务稳健增长，国内承压但拐点将近。**2025H1，公司实现营收 167.4 亿元（同比-18.4%）；实现归母净利润 50.7 亿元（同比-33.0%）。分地区来看，25H1 国内业务实现营收 84.1 亿元（同比-33.4%），系国内公开招标到收入确认的周期显著拉长所致，而 2025H1 医疗设备招标活动已逐渐复苏，国内市场第三季度将明显改善，迎来拐点；25H1 国际业务实现营收 83.3 亿元（同比+5.4%），虽海外环境存在诸多挑战，但得益于公司海外高端客户群的持续突破、本地化平台逐步完善等措施，海外业务表现良好。
- **三大业务均有所承压，国际业务占比提升。**25H1 体外诊断产线实现收入 64.2 亿元（同比-16.1%），其中国际产线收入占比提升至 37%；在国内市场，体外诊断市场量价同步承压，但公司核心业务在国内平均市占率仅 10%，提升空间大。25H1，生命信息与支持产线实现收入 54.8 亿元（同比-31.6%），医疗新基建项目的建设周期拉长等导致国内承压；在国际市场，公司已成功进入多国高端医院，国际营收占比提升至 67%，但市占率较低。公司正推出微创外科产品，有望注入强劲新动能。25H1，医学影像产线实现收入 33.1 亿元（同比-22.5%），公司超高端超声系列在海外陆续上市，国际收入占比提升至 62%；在国内市场，高端及超高端型号超声的收入占比超 6 成，高端化带动市占率提升。
- **保持高研发投入，加强产品竞争力。**25H1 公司研发投入为 17.8 亿元，营收占比为 10.6%。公司已完成“设备+IT+AI”的数智医疗生态系统搭建，25H1 公司瑞智重症决策辅助系统&启元重症大模型实现装机医院 8 家，助力精准诊疗。其次，25H1 公司推出多款体外诊断新品，化学发光免疫试剂 NMPA 已上市产品达 88 个，追赶国际一流品牌。在生命信息与支持和医学影像领域，公司推出等离子电切专科方案、中端便携彩超 MX/ME 精英版等多款新品，稳固市场地位。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报，我们下调收入、毛利率假设，上调费用率假设，预测公司 25-27 年每股收益分别为：9.64/10.81/12.40（原 25-27 预测为：10.63/12.13/13.77）元，根据可比公司估值，给予公司 2025 年 32 倍 PE，对应目标价为 308.48 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 新产品放量不及预期、集采政策超预期、海外拓展不及预期等。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	34,932	36,726	38,714	42,851	48,975
同比增长(%)	15.0%	5.1%	5.4%	10.7%	14.3%
营业利润(百万元)	13,070	13,112	13,233	14,770	16,933
同比增长(%)	18.9%	0.3%	0.9%	11.6%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	11,582	11,668	11,694	13,103	15,034
同比增长(%)	20.6%	0.7%	0.2%	12.1%	14.7%
每股收益(元)	9.55	9.62	9.64	10.81	12.40
毛利率(%)	64.2%	63.1%	63.3%	63.7%	63.7%
净利率(%)	33.2%	31.8%	30.2%	30.6%	30.7%
净资产收益率(%)	35.6%	33.9%	29.3%	28.4%	28.9%
市盈率	25.2	25.0	25.0	22.3	19.4
市净率	8.8	8.1	6.7	6.0	5.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2025年09月09日）	241元
目标价格	308.48元
52周最高价/最低价	344.56/203.88元
总股本/流通A股（万股）	121,244/121,241
A股市值（百万元）	292,198
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025年09月10日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.08	5.05	2.8	2.25
相对表现%	1.29	-3.02	-11.38	-36.69
沪深300%	-1.21	8.07	14.18	38.94



### 证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860524020001  
香港证监会牌照：BRX199

### 联系人

陆佳晶 lujiajing@orientsec.com.cn

### 相关报告

业绩环比向好，看好年内复苏：——迈瑞 2025-05-06  
医疗 2024 年报&2025 年一季报点评  
海外业务快速增长，持续关注设备更新执 2024-10-31  
行进展：——迈瑞医疗 2024 年三季报点评  
业绩稳健，IVD 业务驱动增长：——迈瑞 2024-09-01  
医疗 2024 中报点评

**表 1：可比公司估值表（2025 年 9 月 9 日收盘价）**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
安图生物	603658	42.12	2.09	2.18	2.54	20.15	19.32	16.59
开立医疗	300633	36.23	0.33	0.76	1.04	110.09	47.53	34.83
新产业	300832	69.66	2.33	2.46	2.88	29.93	28.37	24.16
理邦仪器	300206	12.46	0.28	0.35	0.42	44.55	35.71	29.60
康龙化成	300759	31.79	1.01	1.00	1.19	31.52	31.81	26.71
	最大值					110.09	47.53	34.83
	最小值					20.15	19.32	16.59
	平均数					47.25	32.55	26.38
	<b>调整后平均</b>						<b>32</b>	<b>27</b>

数据来源：wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,787	16,644	31,463	31,249	39,241	营业收入	34,932	36,726	38,714	42,851	48,975
应收票据、账款及款项融资	3,297	3,226	3,482	3,887	4,383	营业成本	12,513	13,548	14,219	15,563	17,798
预付账款	268	297	326	346	402	销售费用	5,010	5,283	6,122	6,961	7,787
存货	3,979	4,757	4,924	5,268	6,146	管理费用	1,524	1,600	1,687	1,868	2,135
其他	545	722	434	601	638	研发费用	3,433	3,666	3,639	4,007	4,579
<b>流动资产合计</b>	<b>26,875</b>	<b>25,647</b>	<b>40,630</b>	<b>41,350</b>	<b>50,810</b>	财务费用	(855)	(400)	(236)	(311)	(352)
长期股权投资	67	197	60	108	122	资产、信用减值损失	774	537	433	353	374
固定资产	5,490	7,086	8,150	9,122	10,003	公允价值变动收益	79	126	61	20	20
在建工程	2,461	2,675	2,754	2,809	2,848	投资净收益	(10)	69	1	1	1
无形资产	2,225	6,723	6,278	5,798	5,282	其他	467	424	323	339	258
其他	10,822	14,316	7,416	10,806	9,028	<b>营业利润</b>	<b>13,070</b>	<b>13,112</b>	<b>13,233</b>	<b>14,770</b>	<b>16,933</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,065</b>	<b>30,997</b>	<b>24,658</b>	<b>28,643</b>	<b>27,283</b>	营业外收入	56	37	43	45	42
<b>资产总计</b>	<b>47,940</b>	<b>56,644</b>	<b>65,288</b>	<b>69,993</b>	<b>78,093</b>	营业外支出	115	129	105	117	117
短期借款	8	5	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>13,011</b>	<b>13,020</b>	<b>13,171</b>	<b>14,699</b>	<b>16,857</b>
应付票据及应付账款	2,690	2,793	2,994	3,277	3,721	所得税	1,433	1,280	1,453	1,562	1,769
其他	7,404	7,629	8,001	7,872	8,429	<b>净利润</b>	<b>11,578</b>	<b>11,740</b>	<b>11,718</b>	<b>13,137</b>	<b>15,088</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10,103</b>	<b>10,427</b>	<b>10,995</b>	<b>11,149</b>	<b>12,150</b>	少数股东损益	(4)	71	24	34	54
长期借款	1	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>11,582</b>	<b>11,668</b>	<b>11,694</b>	<b>13,103</b>	<b>15,034</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	9.55	9.62	9.64	10.81	12.40
其他	4,490	5,458	5,458	5,458	5,458						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,491</b>	<b>5,458</b>	<b>5,458</b>	<b>5,458</b>	<b>5,458</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>14,594</b>	<b>15,885</b>	<b>16,453</b>	<b>16,607</b>	<b>17,608</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	261	4,902	4,926	4,960	5,014	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212	营业收入	15.0%	5.1%	5.4%	10.7%	14.3%
资本公积	6,427	6,414	6,752	6,752	6,752	营业利润	18.9%	0.3%	0.9%	11.6%	14.6%
留存收益	25,288	28,229	35,945	40,461	47,507	归属于母公司净利润	20.6%	0.7%	0.2%	12.1%	14.7%
其他	157	2	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>33,346</b>	<b>40,758</b>	<b>48,835</b>	<b>53,385</b>	<b>60,485</b>	毛利率	64.2%	63.1%	63.3%	63.7%	63.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>47,940</b>	<b>56,644</b>	<b>65,288</b>	<b>69,993</b>	<b>78,093</b>	净利率	33.2%	31.8%	30.2%	30.6%	30.7%
						ROE	35.6%	33.9%	29.3%	28.4%	28.9%
						ROIC	33.2%	30.8%	25.8%	25.3%	26.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	30.4%	28.0%	25.2%	23.7%	22.5%
净利润	11,578	11,740	11,718	13,137	15,088	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	782	1,196	1,320	1,455	1,575	流动比率	2.66	2.46	3.70	3.71	4.18
财务费用	(855)	(400)	(236)	(311)	(352)	速动比率	2.23	2.00	3.22	3.20	3.62
投资损失	10	(69)	(1)	(1)	(1)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,526)	(179)	(15)	(1,040)	(840)	应收账款周转率	11.7	11.3	11.3	10.9	10.8
其它	2,072	144	319	383	404	存货周转率	2.9	3.0	2.9	2.9	2.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,062</b>	<b>12,432</b>	<b>13,106</b>	<b>13,624</b>	<b>15,873</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
资本支出	(2,498)	(6,736)	(1,979)	(1,979)	(1,979)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(4)	(122)	130	(46)	(13)	每股收益	9.55	9.62	9.64	10.81	12.40
其他	1,809	(526)	6,996	(3,446)	1,748	每股经营现金流	9.12	10.25	10.81	11.24	13.09
<b>投资活动现金流</b>	<b>(693)</b>	<b>(7,383)</b>	<b>5,147</b>	<b>(5,472)</b>	<b>(244)</b>	每股净资产	27.29	29.57	36.22	39.94	45.75
债权融资	9	10	(24)	(91)	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(81)	(14)	338	0	0	市盈率	25.2	25.0	25.0	22.3	19.4
其他	(10,703)	(8,878)	(3,747)	(8,276)	(7,636)	市净率	8.8	8.1	6.7	6.0	5.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(10,776)</b>	<b>(8,882)</b>	<b>(3,433)</b>	<b>(8,367)</b>	<b>(7,636)</b>	EV/EBITDA	21.2	19.8	19.2	17.3	15.2
汇率变动影响	101	72	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.5	21.6	21.2	19.0	16.6
<b>现金净增加额</b>	<b>(305)</b>	<b>(3,761)</b>	<b>14,819</b>	<b>(215)</b>	<b>7,993</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。