

国内业务拐点至，海外业务占比持续提升

——迈瑞医疗（300760）2025年中报业绩点评



买入(首次)

行业： 医药生物
日期： 2025年09月18日

分析师： 彭波
E-mail： pengbo@yongxingsec.com
SAC编号： S1760524100001
分析师： 徐昕
E-mail： xuxin@yongxingsec.com
SAC编号： S1760523100002

■ 事件

公司发布2025年中报业绩，实现营收167.43亿元（yoy-18.45%），实现归母净利润50.69亿元（yoy-32.96%），实现扣非归母净利润49.49亿元（yoy-32.94%）。分季度看，2025Q2公司实现营收85.06亿元，同比（yoy-23.77%），实现归母净利润24.40亿元（yoy-44.55%），实现扣非归母净利润24.19亿元（yoy-44.31%）。

■ 核心观点

海外营收占比提升，国内业务下半年有望改善。2025年上半年，公司国际业务同比增长5.39%，国际业务收入占公司整体收入的比重进一步提升至约50%，预计受益于公司海外高端客户群的持续突破、本地化平台建设能力的逐步完善；国内业务收入同比下滑超过30%，预计受国内公开招标到收入确认的周期拉长，叠加去年上下半年收入基数分布偏离的影响。随着医疗设备更新项目逐渐启动，医疗设备招标活动迎来复苏，国内市场Q3将明显改善，有望迎来拐点。

IVD业务海外增长亮眼，医学影像业务高端产品快速放量。分业务条线看，2025年上半年，公司体外诊断类产品实现营业收入64.24亿元（yoy-16.11%），其中国际体外诊断业务实现双位数增长，国际化学发光业务增长超过20%，预计受益于海外中大样本量客户的渗透速度持续加快；生命信息与支持业务实现营业收入54.79亿元（yoy-31.59%），公司依托一流的产品竞争力，正加速渗透海外高端客户群体；医学影像业务实现营业收入33.12亿元（yoy-22.51%），公司超高端超声系列实现近4亿元销售，高端及超高端型号在国内超声收入的占比已超过六成。

研发投入持续加大，AI应用布局领先。公司保持高研发投入，2025年上半年研发投入17.77亿元，设备与耗材类产品持续丰富，如体外诊断领域，公司新推出幽门螺杆菌IgG抗体检测试剂盒、可溶性生长刺激表达基因2蛋白测定试剂等产品；生命信息与支持领域，公司推出了全新一代BeneVision V系列高端监护仪等产品。此外，公司向高端化、智能化加速迈进，已经完成了“设备+IT+AI”的数智医疗生态系统搭建，同时发布了启元重症医疗大模型，积极推广下游应用。

■ 投资建议

公司为国内医疗器械龙头，我们看好公司三大业务板块稳定增长潜力，基于公司在主营业务领域持续提升的核心竞争优势，叠加海外市场持续拓展及AI领域创新布局，公司国内外市场份额有望持续提升。我们预计2025年-2027年公司归母净利润分别为117.52亿元、132.53亿元、153.89亿元，截至9月15日收盘价，对应PE分别为24.72X、21.92X、18.88X，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

行业政策变化风险，经营管理风险，产品研发的风险，海外市场拓展不及预期风险。

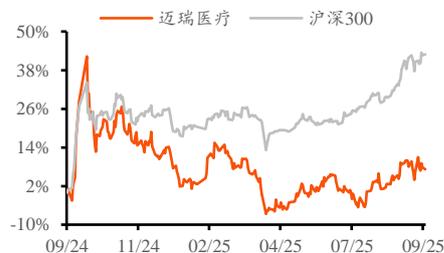
■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,726	37,666	42,202	48,682

基本数据

09月15日收盘价(元)	239.60
12mthA股价格区间(元)	206.80-351.60
总股本(百万股)	1,212.44
无限售A股/总股本	100.00%
流通市值(亿元)	2,904.92

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

年增长率 (%)	5.1%	2.6%	12.0%	15.4%
归属于母公司的净利润	11,668	11,752	13,253	15,389
年增长率 (%)	0.7%	0.7%	12.8%	16.1%
每股收益 (元)	9.64	9.69	10.93	12.69
市盈率 (X)	26.46	24.72	21.92	18.88
净资产收益率 (%)	32.5%	26.2%	24.4%	23.5%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2025 年 09 月 15 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	26,875	25,647	34,761	46,434	60,087	
货币资金	18,787	16,644	25,342	35,921	48,026	
应收及预付	3,565	3,523	3,615	4,040	4,652	
存货	3,979	4,757	5,039	5,641	6,501	
其他流动资产	545	722	765	831	908	
非流动资产	21,065	30,997	30,139	29,353	28,666	
长期股权投资	67	197	217	238	260	
固定资产	5,490	7,086	6,973	6,762	6,468	
在建工程	2,461	2,675	2,587	2,509	2,438	
无形资产	2,225	6,723	5,986	5,235	4,469	
其他长期资产	10,822	14,316	14,376	14,609	15,031	
资产总计	47,940	56,644	64,900	75,787	88,752	
流动负债	10,103	10,427	11,015	12,288	14,091	
短期借款	8	5	6	7	9	
应付及预收	2,691	2,793	3,012	3,377	3,892	
其他流动负债	7,404	7,629	7,997	8,903	10,190	
非流动负债	4,491	5,458	4,116	4,115	4,114	
长期借款	1	0	4	6	7	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	4,490	5,458	4,111	4,108	4,106	
负债合计	14,594	15,885	15,130	16,403	18,205	
股本	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212	
资本公积	7,091	6,752	6,752	6,752	6,752	
留存收益	25,288	28,229	36,719	46,253	57,323	
归属母公司股东权益	33,085	35,856	44,797	54,331	65,402	
少数股东权益	261	4,902	4,973	5,053	5,146	
负债和股东权益	47,940	56,644	64,900	75,787	88,752	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	34,932	36,726	37,666	42,202	48,682	
营业成本	12,513	13,548	14,397	16,118	18,574	
营业税金及附加	366	401	411	460	531	
销售费用	5,010	5,283	5,273	5,908	6,816	
管理费用	1,524	1,600	1,642	1,840	2,123	
研发费用	3,433	3,666	3,763	4,220	4,868	
财务费用	-855	-400	-179	-274	-391	
资产减值损失	-530	-238	-21	-21	-21	
公允价值变动收益	79	126	0	0	0	
投资净收益	-10	69	38	42	49	
营业利润	13,070	13,112	13,209	14,885	17,268	
营业外收支	-59	-92	-94	-94	-95	
利润总额	13,011	13,020	13,115	14,790	17,173	
所得税	1,433	1,280	1,292	1,457	1,692	
净利润	11,578	11,740	11,823	13,333	15,482	
少数股东损益	-4	71	71	80	93	
归属母公司净利润	11,582	11,668	11,752	13,253	15,389	
EBITDA	13,457	14,034	14,976	16,638	18,851	
EPS (元)	9.56	9.64	9.69	10.93	12.69	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	11,062	12,432	14,281	15,707	17,872	
净利润	11,578	11,740	11,823	13,333	15,482	
折旧摊销	1,039	1,503	2,040	2,122	2,069	
营运资金变动	-1,398	-806	157	167	242	
其它	-158	-5	261	85	79	
投资活动现金流	-693	-7,383	-1,437	-1,404	-1,444	
资本支出	-2,667	-1,929	-1,402	-1,397	-1,438	
投资变动	-2,182	-5,562	-42	-36	-39	
其他	4,156	107	7	29	33	
筹资活动现金流	-10,776	-8,882	-4,182	-3,724	-4,323	
银行借款	9	-3	5	3	2	
股权融资	79	79	0	0	0	
其他	-10,864	-8,957	-4,187	-3,727	-4,325	
现金净增加额	-305	-3,761	8,698	10,579	12,105	
期初现金余额	18,974	18,668	14,908	23,606	34,185	
期末现金余额	18,668	14,908	23,606	34,185	46,290	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	15.0%	5.1%	2.6%	12.0%	15.4%
营业利润增长	18.9%	0.3%	0.7%	12.7%	16.0%
归母净利润增长	20.6%	0.7%	0.7%	12.8%	16.1%
获利能力					
毛利率	64.2%	63.1%	61.8%	61.8%	61.8%
净利率	33.1%	32.0%	31.4%	31.6%	31.8%
ROE	35.0%	32.5%	26.2%	24.4%	23.5%
ROIC	32.8%	27.5%	23.3%	21.9%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	30.4%	28.0%	23.3%	21.6%	20.5%
净负债比率	-55.5%	-40.1%	-50.3%	-60.0%	-67.6%
流动比率	2.66	2.46	3.16	3.78	4.26
速动比率	2.21	1.93	2.62	3.24	3.73
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.70	0.62	0.60	0.59
应收账款周转率	11.73	11.28	11.57	12.11	12.30
存货周转率	3.13	3.10	2.94	3.02	3.06
每股指标 (元)					
每股收益	9.56	9.64	9.69	10.93	12.69
每股经营现金流	9.12	10.25	11.78	12.96	14.74
每股净资产	27.29	29.57	36.95	44.81	53.94
估值比率					
P/E	30.40	26.46	24.72	21.92	18.88
P/B	10.65	8.62	6.48	5.35	4.44
EV/EBITDA	24.81	20.87	17.73	15.32	12.88

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。