

300760.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 233.50

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.8)	(4.4)	3.4	5.0
相对深圳成指	(35.8)	(12.2)	(27.2)	(57.3)

发行股数 (百万)	1,212.44
流通股 (百万)	1,212.41
总市值 (人民币 百万)	283,105.07
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,838.83
主要股东持股比例	
Smartco Development Limited	26.98%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2025年9月23日收市价为标准

相关研究报告

《迈瑞医疗》20241031
《迈瑞医疗》20240830
《迈瑞医疗》20231029

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗器械

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

迈瑞医疗

上半年业绩依旧承压, 期待公司三季度表现

公司公布25年中报情况, 上半年实现营业收入167.43亿元, 同比减少18.45%; 归母净利润为50.69亿元, 同比减少32.96%; 扣非归母净利润为49.49亿元, 同比减少32.94%。虽然公司上半年业绩依旧承压, 但公司三季有望达到经营拐点, 且我们看好公司国际化业务的趋势, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **上半年业绩依旧承压, 三季度有望恢复正增长。**分季度看, 公司二季度单季实现收入85.06亿元, 同比减少23.77%, 归母净利润为24.20亿元, 同比减少44.55%, 扣非归母净利润为24.19亿元, 同比减少44.31%。上半年业绩承压我们认为主要与医疗反腐、地方财政资金紧张、医疗专项债发行规模减少等因素, 导致国内医疗设备更新招标延误有关。国内市场虽然去年12月份以来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, 因此国内2025年上半年的收入实际反映的是去年招标下滑的时间段, 叠加去年上半年公司收入基数偏高的影响, 使得2025年上半年国内业务同比下滑。但随着2025年上半年医疗设备招标活动迎来复苏, 公司预计第三季度整体营业收入将实现同比正增长, 同时延续营业收入金额逐季度环比改善的趋势, 叠加国际市场产品销售的加速, 期待公司三季度的业绩表现。
- **国际市场收入占比进一步提高, 国际体外诊断业务销售有望提速。**上半年, 公司国际业务收入同比增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%。公司体外诊断业务持续深入本地化平台建设, 一方面, 体外诊断国际业务伴随更多的高端客户突破, 国际业务的盈利水平有望迎来稳步提升; 另一方面, 公司通过结合并购、自建和对外合作等方式, 持续加大对于国际体外诊断业务的生产制造、物流配送、临床支持、IT服务等本地化平台建设的支持力度, 上半年, 公司已在全球14个国家布局本地化生产项目, 实现MT 8000全实验室智能化流水线销售13套, 对应累计销售已达15套, 未来伴随MT 8000全实验室智能化流水线在海外的销售放量, 国际体外诊断业务销售有望进一步提速。
- **“设备+IT+AI”生态布局, 看好公司未来发展机遇。**公司已成功发布全球首个临床落地的重症医疗大模型——启元重症医疗大模型, 这标志着在通用大模型向垂直领域加速落地的关键时期, 迈瑞率先实现了AI系统对临床诊疗思维的深度内化, 完成了医疗人工智能认知能力的突破。同时, 启元重症医疗大模型也成功地验证了大模型在医疗领域所蕴含的巨大技术可行性和不可估量的临床价值, 公司通过对“设备+IT+AI”的数智医疗生态系统搭建, 以“瑞智、瑞检、瑞影”专科信息系统为载体, 并结合持续进化的启元AI垂域大模型, 最终实现精准诊疗个体化, 助力高水平医疗均质化, 我们看好公司未来的发展机遇。

估值

- 考虑到医疗反腐、财政支出、医疗专项债及当下医疗设备招标周期拉长等因素的影响, 我们对公司盈利预测做了一定的调整, 我们预计公司25-26年归母净利润为134.42/160.89亿元(原25-26年预测为167.23/200.99亿元), 预测27年归母净利润为172.13亿元, 对应EPS分别为11.09/13.27/14.20元, 当前股价对应PE分别为21.1/17.6/16.4倍, 由于公司三季度有望进入经营拐点, 且我们看好公司国际化业务的发展趋势, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 国际化销售进展不及预期; 反腐、财政支出、医疗专项债等因素影响超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	34,932	36,726	37,393	40,552	43,250
增长率(%)	15.0	5.1	1.8	8.4	6.7
EBITDA(人民币 百万)	12,351	13,195	15,408	18,010	19,146
归母净利润(人民币 百万)	11,582	11,668	13,442	16,089	17,213
增长率(%)	20.6	0.7	15.2	19.7	7.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	9.55	9.62	11.09	13.27	14.20
原股本摊薄每股收益(人民币)			13.79	16.58	
调整比例(%)			(19.62)	(19.95)	
市盈率(倍)	24.4	24.3	21.1	17.6	16.4
市净率(倍)	8.6	7.9	6.6	5.5	4.6
EV/EBITDA(倍)	26.7	21.6	16.2	13.4	12.0
每股股息(人民币)	5.8	6.3	5.5	5.9	5.9
股息率(%)	2.0	2.5	2.4	2.5	2.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	34,932	36,726	37,393	40,552	43,250
营业收入	34,932	36,726	37,393	40,552	43,250
营业成本	11,821	13,548	12,812	13,377	14,240
营业税金及附加	366	401	408	406	433
销售费用	5,703	5,283	5,235	5,272	5,623
管理费用	1,524	1,600	1,496	1,541	1,644
研发费用	3,433	3,666	3,590	3,650	3,893
财务费用	(855)	(400)	(320)	(456)	(605)
其他收益	831	820	923	1,000	1,000
资产减值损失	(530)	(238)	(104)	(102)	(93)
信用减值损失	(244)	(300)	(20)	(17)	(25)
资产处置收益	2	4	4	4	4
公允价值变动收益	79	126	103	114	109
投资收益	(10)	69	69	100	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	13,070	13,112	15,148	17,862	19,120
营业外收入	56	37	67	100	100
营业外支出	115	129	82	50	50
利润总额	13,011	13,020	15,133	17,912	19,170
所得税	1,433	1,280	1,670	1,791	1,917
净利润	11,578	11,740	13,464	16,121	17,253
少数股东损益	(4)	71	22	31	40
归母净利润	11,582	11,668	13,442	16,089	17,213
EBITDA	12,351	13,195	15,408	18,010	19,146
EPS(最新股本摊薄, 元)	9.55	9.62	11.09	13.27	14.20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,875	25,647	35,156	44,027	56,343
现金及等价物	18,787	16,644	26,544	34,637	46,511
应收帐款	3,295	3,219	2,909	4,008	3,371
应收票据	2	6	2	7	2
存货	3,979	4,757	4,851	4,387	5,512
预付账款	268	297	289	311	317
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	545	722	560	677	629
非流动资产	21,065	30,997	29,103	28,729	28,150
长期投资	1,480	395	395	395	395
固定资产	5,490	7,086	7,889	8,404	8,799
无形资产	2,225	6,723	6,137	5,508	4,850
其他长期资产	11,870	16,793	14,682	14,421	14,105
资产合计	47,940	56,644	64,259	72,756	84,493
流动负债	10,103	10,427	11,762	11,005	12,748
短期借款	8	5	0	0	0
应付账款	2,690	2,793	2,475	3,042	2,788
其他流动负债	7,404	7,629	9,287	7,963	9,960
非流动负债	4,491	5,458	4,972	5,215	5,093
长期借款	1	0	0	0	0
其他长期负债	4,490	5,458	4,972	5,215	5,093
负债合计	14,594	15,885	16,734	16,220	17,841
股本	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212
少数股东权益	261	4,902	4,923	4,955	4,995
归属母公司股东权益	33,085	35,856	42,602	51,581	61,657
负债和股东权益合计	47,940	56,644	64,259	72,756	84,493

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	11,578	11,740	13,464	16,121	17,253
折旧摊销	1,039	1,503	1,679	1,822	1,845
营运资金变动	(2,341)	(596)	1,735	(1,538)	1,302
其它	785	(215)	(207)	(819)	(746)
经营活动现金流	11,062	12,432	16,671	15,586	19,654
资本支出	(2,689)	(1,959)	(560)	(1,060)	(1,460)
投资变动	(1,338)	1,220	103	114	109
其他	3,334	(6,643)	74	104	104
投资活动产生的现金流	(693)	(7,383)	(384)	(841)	(1,247)
银行借款	9	(3)	(6)	0	0
股权融资	(11,689)	(9,285)	(6,697)	(7,110)	(7,136)
其他	904	407	315	458	604
筹资活动现金流	(10,776)	(8,882)	(6,387)	(6,652)	(6,532)
净现金流	(407)	(3,833)	9,900	8,093	11,874

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	15.0	5.1	1.8	8.4	6.7
营业利润增长率(%)	18.9	0.3	15.5	17.9	7.0
归属于母公司净利润增长率(%)	20.6	0.7	15.2	19.7	7.0
息税前利润增长(%)	13.3	3.4	17.4	17.9	6.9
息税折旧前利润增长(%)	13.4	6.8	16.8	16.9	6.3
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	20.6	0.7	15.2	19.7	7.0
获利能力					
息税前利润率(%)	32.4	31.8	36.7	39.9	40.0
营业利润率(%)	37.4	35.7	40.5	44.0	44.2
毛利率(%)	66.2	63.1	65.7	67.0	67.1
归母净利润率(%)	33.2	31.8	35.9	39.7	39.8
ROE(%)	35.0	32.5	31.6	31.2	27.9
ROIC(%)	97.2	62.0	85.6	97.3	116.9
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
净负债权益比	(0.6)	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(0.7)
流动比率	2.7	2.5	3.0	4.0	4.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	11.7	11.3	12.2	11.7	11.7
应付账款周转率	14.0	13.4	14.2	14.7	14.8
费用率					
销售费用率(%)	16.3	14.4	14.0	13.0	13.0
管理费用率(%)	4.4	4.4	4.0	3.8	3.8
研发费用率(%)	9.8	10.0	9.6	9.0	9.0
财务费用率(%)	(2.4)	(1.1)	(0.9)	(1.1)	(1.4)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	9.6	9.6	11.1	13.3	14.2
每股经营现金流(最新摊薄)	9.1	10.3	13.7	12.9	16.2
每股净资产(最新摊薄)	27.3	29.6	35.1	42.5	50.9
每股股息	5.8	6.3	5.5	5.9	5.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	24.4	24.3	21.1	17.6	16.4
P/B(最新摊薄)	8.6	7.9	6.6	5.5	4.6
EV/EBITDA	26.7	21.6	16.2	13.4	12.0
价格/现金流(倍)	25.6	22.8	17.0	18.2	14.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371