

上半年国内收入承压，Q3 将迎来业绩拐点

迈瑞医疗 (300760.SZ)

核心观点

公司中报业绩符合预期。上半年业绩下滑主要受国内业务拖累，25Q3 国内收入增速有望改善，海外收入有望增速提升，25Q3 将迎来业绩拐点，整体收入预计回到正增长。Q4 有望在低基数下延续增长趋势。展望明年，公司有望回归业绩稳健增长轨道。中长期来看，公司重视研发创新和国际化，拥有高效的研发体系和优秀的渠道管理能力，外延并购有望进一步拓展布局，加上公司国际化进度持续推进，我们看好公司未来加快迈向全球医疗器械 Top10 公司的步伐。

事件

公司发布 2025 年中报

2025 年上半年公司实现收入 167.43 亿元，同比-18.45%；归母净利润 50.69 亿元，同比-32.96%；扣非归母净利润 49.49 亿元，同比-32.94%。基本每股收益为 4.18 元/股。拟实施第二次中期分红，每 10 股派发现金股利 13.10 元（含税），合计派发 15.88 亿元。

动态信息评述

业绩符合预期，国内业务对业绩有所拖累，Q3 将迎来拐点

2025 年上半年公司实现收入 167.43 亿元，同比-18.45%；归母净利润 50.69 亿元，同比-32.96%；扣非归母净利润 49.49 亿元，同比-32.94%。Q2 单季度实现收入 85.06 亿元，同比-23.77%；归母净利润 24.40 亿元，同比-44.55%；扣非归母净利润 24.19 亿元，同比-44.31%。业绩符合预期，收入、利润同比下降主要受国内业务影响，上半年国内收入下降 33.4%，主要由于招标虽有改善，但收入确认周期较长，且去年同期基数较高。上半年海外业务增长 5.4%，其中独联体及中东非实现了双位数增长，国际业务收入占总收入比重提升至约 50%。

经公司初步测算，公司 2025 年 Q3 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。其中：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。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

喻胜锋

yushengfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524110002

发布日期：2025 年 10 月 10 日

当前股价：242.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.41/-1.94	12.83/1.27	-18.43/-38.01
12 月最高/最低价 (元)		298.02/211.59
总股本 (万股)		121,244.14
流通 A 股 (万股)		121,240.56
总市值 (亿元)		2,934.11
流通市值 (亿元)		2,934.02
近 3 月日均成交量 (万)		857.23
主要股东		
Smartco Development Limited		26.98%

股价表现



分产品线来看，生命信息与支持板块承压，IVD 及医学影像板块保持稳健增长

1) IVD 业务上半年实现收入 64.24 亿元，同比-16.1%。其中国际 IVD 业务增长 12%，国际化学发光业务增长超过 20%。公司持续加大对国际 IVD 业务生产制造、物流配送、临床支持、IT 服务等本地化平台建设的支持力度，已在全球 14 个国家布局本地化生产项目，其中已有 11 项启动生产且其中大部分项目涉及体外诊断产品。国内 IVD 行业受政策影响，试剂检测量和价格均出现一定幅度下滑，预计随着政策影响初步出清，公司有望凭借化学发光新试剂项目的持续升级、高端检验设备的逐步推出，实现核心 IVD 业务的份额提升。

2) 生命信息支持业务上半年收入 54.79 亿元，同比-31.6%。其中海外收入占比提升至 67%，尽管公司监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机的市场份额已位列全球前三，但在海外市场的市占率仍有较大提升空间。国内该产线仍然受专项债发行规模下滑、医疗新基建项目周期拉长、招标到收入确认周期延长等因素影响，上半年国内生命信息支持业务承压。公司有望凭借数智化解决方案持续巩固国内行业第一的地位。

3) 医学影像业务上半年收入 33.12 亿元，同比-22.5%。其中国际增长 6%，国际营收占比提升至 62%。上半年超高端超声系列实现近 4 亿元收入，公司有望依托 Resona A20 超高端系列的持续放量，进一步巩固国内市占率第一的地位，并持续突破海外高端客户市场。

Q3 有望迎来拐点，海外收入有望加速

国内医疗设备招标需求自 24 年 12 月以来持续改善，但考虑到招标到收入确认的滞后以及渠道库存等因素，上半年业绩仍有承压。随着 Q3 公司收入、利润基数回归正常、招标订单逐步落地并转化为收入，预计今年公司全年收入呈“前低后高”节奏。根据公司公告内容，预计 Q3 整体收入将实现正增长，迎来业绩拐点，其中海外收入增速有望提速。Q4 有望在低基数下延续收入增长趋势，利润有望实现较高增长。展望明年，我们预计公司将走出行业外部压力带来的影响，回归收入、利润稳健增长轨道。

毛利率有所下降，预计医疗设备、试剂价格有所承压

2025 年上半年公司销售毛利率 61.67% (-4.58pp)，三大业务板块毛利率均有所下降，预计受国内医疗设备、试剂降价等因素影响。销售费用率 14.48% (+0.18pp)，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% (-0.57pp)，费用率均基本保持稳定。2025 年上半年经营活动现金流净额 39.22 亿元 (-53.8%)，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。应收账款周转天数 36.9 天，同比增加 5.1 天，预计与公司收入规模下降有关，其他财务指标基本正常。

短期建议关注 Q3 业绩拐点，中长期看好并购、创新、国际化持续带来成长动力

短期来看，国内医疗设备行业招标持续恢复，公司业绩 Q3 有望迎来拐点，海外业务有望增速提升。中长期来看，公司拥有高效的研发体系和优秀的渠道管理能力，外延并购有望进一步拓展布局，随着 IVD 海外供应链的完善，公司国际化步伐有望进一步加快。我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 366.92 亿元、413.79 亿元、466.99 亿元，增速分别为-0.1%、12.8%、12.9%。归母净利润分别为 110.84 亿元、124.28 亿元、141.77 亿元，增速分别为-5.0%、12.1%、14.1%。维持买入评级。

风险分析

- 1) 部分行业政策具有不可预见性，存在我们的盈利预测无法实现的风险，例如若集采政策超预期，可能导致 IVD 试剂终端价格下降，若价格触及出厂价，可能对公司利润率带来不利影响；
- 2) 行业竞争加剧风险：公司部分产品在国内市占率较高，若未来国产企业竞争加剧，可能导致公司市场份额提升不及预期；
- 3) 海外市场风险：地缘政治及贸易战可能影响公司海外业务收入、利润率，汇率波动可能对公司业绩产生影响；
- 4) 新产品研发及推广风险：公司的新产品研发、新业务拓展进度若低于预期，可能对公司未来增长带来不利影响；
- 5) 医疗行业合规要求提升等政策导致招投标进度延后风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,726	36,692	41,379	46,699
增长率(%)	5.1%	-0.1%	12.8%	12.9%
归属母公司股东净利润	11,668	11,084	12,428	14,177
增长率(%)	0.7%	-5.0%	12.1%	14.1%
每股收益(EPS)	9.62	9.15	10.25	11.70
市盈率(P/E)	25	26	24	21

资料来源: Wind, 中信建投 注: 收盘日期截至2025年10月10日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	23186	18787	16644	22462	25666	28071
应收款项	2810	3492	3431	3497	3944	4451
存货净额	4025	3979	4757	4718	5256	5887
其他流动资产	553	576	770	681	768	867
流动资产合计	30606	26875	25647	31402	35678	39319
固定资产	6064	7951	9761	11938	13572	15572
无形资产及其他	1977	2225	6723	6454	6185	5916
投资性房地产	8038	10822	14316	14316	14316	14316
长期股权投资	61	67	197	254	311	368
资产总计	46745	47940	56644	64364	70062	75491
短期借款及交易性金融负债	97	112	121	110	110	114
应付款项	2291	2690	2793	2874	3202	3586
其他流动负债	9382	7300	7514	11437	12749	14282
流动负债合计	11770	10103	10427	14422	16061	17981
长期借款及应付债券	0	1	0	0	0	0
其他长期负债	2976	4490	5458	6442	7426	7427
长期负债合计	2976	4491	5458	6442	7426	7428
负债合计	14746	14594	15885	20864	23487	25409
少数股东权益	18	261	4902	4961	5026	5101
股东权益	31981	33085	35856	38540	41549	44982
负债和股东权益总计	46745	47940	56644	64364	70062	75491
利润表（百万元）						
营业收入	30366	34932	36726	36692	41379	46699
营业成本	10885	11821	13548	13728	15422	17322
营业税金及附加	348	366	401	402	446	508
销售费用	4802	5703	5283	5210	5834	6538
管理费用	42	50	53	5332	5896	6573
财务费用	(451)	(855)	(400)	(386)	(476)	(532)
投资收益	(5)	(10)	69	0	0	0
资产减值及公允价值变动	50	609	364	341	(30)	(30)
其他收入	(3793)	(5377)	(5164)	0	0	0
营业利润	10991	13070	13112	12747	14227	16260
营业外净收支	(37)	(59)	(92)	(63)	(71)	(75)
利润总额	10954	13011	13020	12684	14155	16185
所得税费用	1343	1433	1280	1399	1504	1753
少数股东损益	4	(4)	71	200	223	255
归属于母公司净利润	9607	11582	11668	11084	12428	14177

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表 (百万元)						
净利润	9607	11582	11668	11084	12428	14177
资产减值准备	(18)	666	(236)	(392)	19	23
折旧摊销	779	896	1339	1176	1408	1602
公允价值变动损失	(50)	(609)	(364)	(341)	30	30
财务费用	(451)	(855)	(400)	(386)	(476)	(532)
营运资本变动	3884	(2945)	(3358)	4659	1571	705
其它	20	(666)	254	450	47	52
经营活动现金流	14223	8924	9303	16637	15502	16589
资本开支	(1925)	(4016)	(2917)	(2351)	(2822)	(3386)
其它投资现金流	(5)	(10)	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(1965)	(4032)	(3050)	(2408)	(2879)	(3443)
权益性融资	114	101	79	0	0	0
支付股利、利息	(4233)	(10670)	(8843)	(8401)	(9419)	(10745)
其它融资现金流	3919	11945	9214	(11)	0	4
融资活动现金流	(4433)	(9290)	(8396)	(8411)	(9419)	(10741)
现金净变动	7825	(4398)	(2143)	5818	3204	2405
货币资金的期初余额	15361	23186	18787	16644	22462	25666
货币资金的期末余额	23186	18787	16644	22462	25666	28071

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

喻胜锋

北京大学药学硕士，2022 年加入中信建投医药团队

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk