

3Q25 收入端拐点已如期显现

华泰研究

2025 年 10 月 30 日 | 中国内地

季报点评

医疗器械

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

313.62

公司 1-3Q25 收入/归母净利 258.34/75.70 亿元 (yoy-12.4%/-28.8%)，其中 3Q25 收入/归母净利 90.91/25.01 亿元 (yoy+1.5%/-18.7%)，3Q25 公司收入端如期迎来拐点且利润端边际积极修复。经公司初步测算，4Q25 收入同比增长较 3Q25 将进一步提速。考虑公司产品矩阵丰富且性能行业领先，国内设备更新政策落地边际加速，海外市场销售网络持续完善，看好公司后续业绩进一步改善。维持“买入”。

积极强化商业化及研发能力，持续提升竞争力水平

公司 1-3Q25 毛利率 62.0% (yoy-2.9pct)，我们推测主因国内行业外部因素短期扰动。公司 1-3Q25 销售/管理/研发费用率分别为 14.5%/4.1%/9.4% (yoy+2.0/+0.3/+0.6pct)，公司着眼长远发展，战略性强化商业化能力及新品研发投入，持续提升行业竞争力水平。

生命信息与支持板块领衔 3Q25 整体收入增长

1) 生命信息与支持：3Q25 收入 29.52 亿元 (yoy+2.6%)，其中微创外科业务收入同增超 25%，板块海外同期收入同增超 10%，前三季度板块海外收入占比提升至 70%；考虑国内设备招采节奏持续复苏且海外高端客户开发顺利，看好板块中长期发展空间。2) 医学影像：3Q25 收入 16.89 亿元，同比基本持平，板块海外同期收入同比实现高个位数增长，前三季度板块海外收入占比达 61%；考虑板块产品矩阵齐备且超高端超声持续放量（前三季度收入实现翻倍增长），板块长期向好可期。3) IVD：3Q25 收入 36.34 亿元 (yoy-2.8%)，板块海外同期收入同增超 10%，前三季度板块海外收入占比达 37%；考虑公司高端 IVD 流水线推广顺利（前三季度 MT8000 国内新增装机 180 套/海外销售超 20 套，分别接近 24 全年水平/提前完成 25 全年任务），带动板块竞争力进一步提升，板块后续发展有望提速。

海外业务增长提速，国内业务明显改善

1) 海外：3Q25 收入 46.0 亿元 (yoy+11.9%，较 1H25 进一步提速)，其中欧洲市场同期收入同增超 20%，独联体及中东非地区市场同期收入同增超 10%。考虑海外高端客户持续突破，且有序推进发展中国家市场开发，看好公司海外业务持续实现积极发展。2) 国内：3Q25 收入 44.9 亿元 (yoy-7.3%)，得益于 1H25 医疗设备招标活动的陆续恢复，3Q25 起国内设备类业务积极复苏，国内季度收入同比降幅已明显收窄。考虑公司产品力行业领先且认可度高，看好公司国内业务后续持续修复。

盈利预测与估值

综合考虑国内设备行业招投标复苏传导至公司业绩仍存一定周期对收入增速的影响，国内医疗行业集采对毛利率的影响，叠加公司内部投入对期间费用率的影响，我们调整公司 25-27 年归母净利预测至 90.08/100.07/110.12 亿元（相比前值调整-18%/-19%/-21%）。公司为国产医疗器械行业领头羊，产品布局丰富且海内外渠道持续拓展，给予公司 26 年 38x PE（可比公司 Wind 一致预期均值 29x），对应目标价 313.62 元（前值 333.91 元，对应 25 年 37x PE vs 可比公司均值 28x PE）。

风险提示：核心产品销售不达预期，核心产品招标降价风险。

代雯, PhD

SAC No. S0570516120002
SFC No. BF1915

研究员

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

孔垂岩*, PhD

SAC No. S0570520010001

研究员

kongchuiyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

高鹏*

SAC No. S0570520080002

研究员

gaopeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

杨昌源

SAC No. S0570523060001
SFC No. BTX488

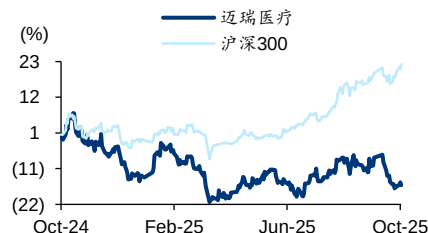
研究员

yangchangyuan@htsc.com
+(86) 21 3847 6751

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 29 日)	222.83
市值 (人民币百万)	270,168
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,657
52 周价格范围 (人民币)	211.59-287.12

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	36,726	33,437	36,784	40,463
+/-%	5.14	(8.95)	10.01	10.00
归属母公司净利润 (百万)	11,668	9,008	10,007	11,012
+/-%	0.74	(22.80)	11.08	10.05
EPS (最新摊薄)	9.62	7.43	8.25	9.08
ROE (%)	33.85	24.64	25.44	25.23
PE (倍)	23.15	29.99	27.00	24.53
PB (倍)	7.53	7.25	6.53	5.89
EV EBITDA (倍)	19.35	23.77	21.11	18.84
股息率 (%)	2.81	2.17	2.41	2.66

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测与估值

我们调整公司盈利预测，主要基于：

- 1) 收入增速：考虑国内设备行业招投标复苏传导至公司业绩仍存一定周期，我们下调公司 25-27 年收入增速预测。
- 2) 毛利率：考虑国内医疗行业集采对产品价格体系的影响，我们下调公司 25-27 年毛利率预测
- 3) 销售费用率、管理费用率、研发费用率：考虑公司积极强化相关业务能力建设，我们上调公司 25-27 年销售费用率、管理费用率、研发费用率预测。

图表1：盈利预测调整表

(人民币百万元)		2025E	2026E	2027E
营业收入	调整前	36729	41189	46190
	调整后	33437	36784	40463
	(+/-) %	-9.0%	-10.7%	-12.4%
毛利	调整前	22393	25254	28443
	调整后	20100	22129	24407
	(+/-) %	-10.2%	-12.4%	-14.2%
毛利率	调整前	61.0%	61.3%	61.6%
	调整后	60.1%	60.2%	60.3%
	(+/-) pct	-0.86	-1.15	-1.26
销售费用	调整前	5539	6261	7113
	调整后	5517	6143	6838
	(+/-) %	-0.4%	-1.9%	-3.9%
销售费用率	调整前	15.1%	15.2%	15.4%
	调整后	16.5%	16.7%	16.9%
	(+/-) pct	1.42	1.50	1.50
管理费用	调整前	1469	1606	1755
	调整后	1538	1655	1821
	(+/-) %	4.7%	3.0%	3.7%
管理费用率	调整前	4.0%	3.9%	3.8%
	调整后	4.6%	4.5%	4.5%
	(+/-) pct	0.60	0.60	0.70
研发费用	调整前	3710	4243	4850
	调整后	3578	3936	4410
	(+/-) %	-3.6%	-7.2%	-9.1%
研发费用率	调整前	10.1%	10.3%	10.5%
	调整后	10.7%	10.7%	10.9%
	(+/-) pct	0.60	0.40	0.40
归母净利润	调整前	10942	12360	13976
	调整后	9008	10007	11012
	(+/-) %	-17.7%	-19.0%	-21.2%

资料来源：华泰研究预测

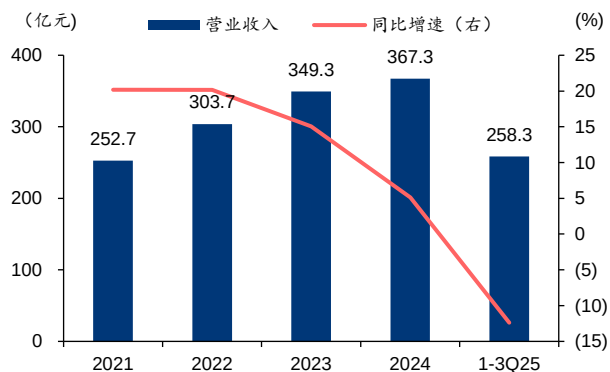
图表2：迈瑞医疗可比公司估值

公司	代码	市值 (亿元)	PE(x)		
			2025E	2026E	2027E
开立医疗	300633 CH	131	46	32	25
惠泰医疗	688617 CH	382	43	33	26
欧普康视	300595 CH	149	27	23	20
理邦仪器	300206 CH	80	40	33	27
新产业	300832 CH	476	26	22	19
平均值		221	36	29	23

注：均采用 Wind 一致性预期；定价日是 2025 年 10 月 29 日

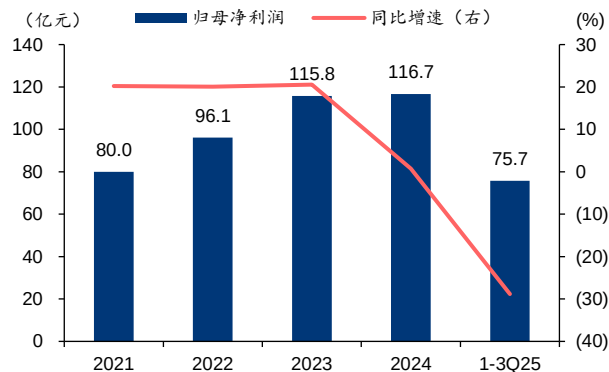
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：迈瑞医疗季度经营情况总结

			4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ
总收入	Net Revenue	Rmb mn	7,241	8,237	8,506	9,091	1.5%	6.9%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	3,189	3,087	3,331	3,411	11.0%	2.4%
毛利率	Gross margin	%	56.0%	62.5%	60.8%	62.5%	-3.2pct	1.6pct
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	2,099	1,520	1,586	1,676	21.1%	5.7%
研发费用	R&D	Rmb mn	1,074	767	840	828	1.4%	-1.4%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	-218	-162	-173	43	-61.4%	-124.6%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	1,016	3,048	2,874	3,025	-13.9%	5.2%
税前利润	PBT	Rmb mn	969	3,054	2,863	2,985	-14.9%	4.3%
所得税	Tax	Rmb mn	-68	362	323	404	5.5%	25.1%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	6	64	100	80	58.7%	-20.0%
归母净利润	Attributable Net Profit	Rmb mn	1,031	2,629	2,440	2,501	-18.7%	2.5%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	26	98	21	-12	-162.5%	-156.3%
扣非归母净利润	Attributable Net Profit (recurring)	Rmb mn	1,005	2,531	2,419	2,513	-17.8%	3.9%
EPS	EPS	Rmb/sh	0.85	2.17	2.01	2.06	-18.7%	2.5%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	0.83	2.09	1.99	2.07	-17.8%	3.9%
核心财务指标(core financial indicators)								
销售费用率	Sales expense ratio	%	22.3%	14.3%	14.6%	14.4%	2.3pct	-0.2pct
管理费用率	Administrative expense ratio	%	6.6%	4.2%	4.0%	4.0%	0.7pct	0.01pct
研发费用率	R&D expense ratio	%	14.8%	9.3%	9.9%	9.1%	-0.01pct	-0.8pct

资料来源：Wind，华泰研究

图表6：迈瑞医疗分季度业绩拆分及预测

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
营业收入 (百万元)	8,237	8,506	9,091	7,603
yoy	-12.1%	-23.8%	1.5%	5.0%
营业成本 (百万元)	3,087	3,331	3,411	3,508
yoy	-8.0%	-15.2%	11.0%	10.0%
总毛利 (百万元)	5,150	5,175	5,680	4,095
yoy	-14.4%	-28.4%	-3.4%	1.1%
总毛利率	62.5%	60.8%	62.5%	53.9%
费用率	27.8%	28.5%	27.5%	44.9%
归母净利润 (百万元)	2,629	2,440	2,501	1,438
yoy	-16.8%	-44.6%	-18.7%	39.5%
EPS (元)	2.17	2.01	2.06	1.19

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表7：迈瑞医疗实际季度业绩和预测季度业绩的比较

			2Q25	3Q25	YoY	3Q25E	A vs E
总收入	Net Revenue	Rmb mn	8506	9091	1.5%	9963	-8.8%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	3331	3411	11.0%	3840	-11.2%
毛利率	Gross margin	%	60.8%	62.5%	-3.2pct	61.5%	1.0pct
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	1586	1676	21.1%	1697	-1.3%
研发费用	R&D	Rmb mn	840	828	1.4%	915	-9.5%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	-173	43	-61.4%	-81	-152.5%
归母净利润	Attributable Net Profit	Rmb mn	2440	2501	-18.7%	3348	-25.3%
EPS	EPS	Rmb/sh	2.01	2.06	-18.7%	2.76	-25.3%

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表8：迈瑞医疗年度预测

			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
驱动概览(Driver)							
全球医疗器械市场规模	Global medical device market size	亿美元	5,952	6,292	6,651	7,031	7,432
体外诊断业务收入增速	IVD revenue growth rate	%	21.1%	10.8%	-9.4%	8.9%	8.9%
分部收入(segment revenue)							
体外诊断	IVD	Rmb mn	12421	13765	12472	13576	14791
医学影像	Medical imaging	Rmb mn	7034	7498	6769	7566	8457
生命信息与支持	Patient monitoring & life support	Rmb mn	15252	13557	11231	11884	12486
其他主营业务	Other main businesses	Rmb mn	168	365	439	548	685
其他	Other	Rmb mn	57	1540	2527	3209	4044
分部毛利率(segment Gross margin)							
体外诊断	IVD	%	64.3%	62.0%	58.0%	57.8%	57.9%
医学影像	Medical imaging	%	69.1%	66.9%	63.9%	64.0%	64.1%
生命信息与支持	Patient monitoring & life support	%	66.8%	62.6%	59.8%	59.9%	60.0%
其他主营业务	Other main businesses	%	33.4%	42.0%	42.1%	42.2%	42.3%
其他	Other	%	40.0%	64.7%	64.9%	65.1%	65.3%
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	EBIT	Rmb mn	12202.25	12481.60	9102.06	9993.35	10896.03
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	13,457.02	14,033.53	10,970.21	12,127.10	13,285.89
归母净利润	Attributable Net Profit	Rmb mn	11,582.23	11,668.49	9008.37	10006.53	11011.80
EPS	EPS	Rmb/sh	9.55	9.62	7.43	8.25	9.08
BVPS	BVPS	Rmb/sh	27.29	29.57	30.73	34.15	37.85
销售费用率	Sales expense ratio	%	16.33%	14.38%	16.50%	16.70%	16.90%
管理费用率	Administrative expense ratio	%	4.36%	4.36%	4.60%	4.50%	4.50%
研发费用率	R&D expense ratio	%	9.83%	9.98%	10.70%	10.70%	10.90%

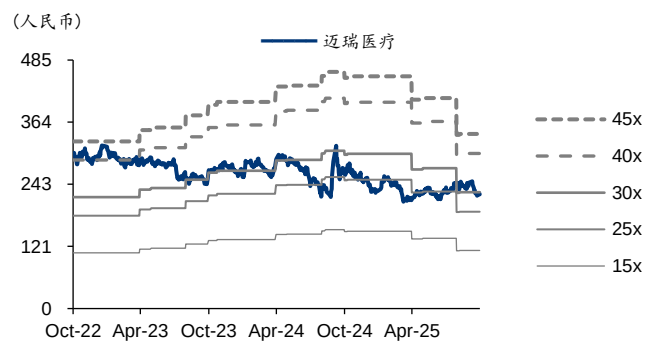
资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

1) **核心产品销售不达预期。**产品认可度是公司商业化推广进度的关键因素，若产品使用性能表现不佳，则会造成产品接受度大幅下降。

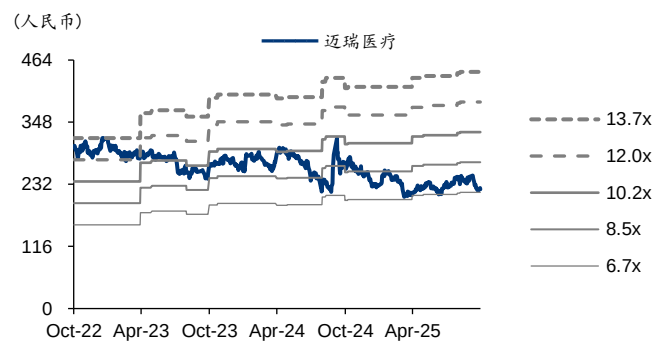
2) **核心产品招标降价风险。**公司部分产品已纳入医保报销范围；考虑医保存在控费需求，可能存在产品招标降价风险。

图表9: 迈瑞医疗 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表10: 迈瑞医疗 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,875	25,647	26,923	32,524	39,048
现金	18,787	16,644	18,398	23,287	29,037
应收账款	3,295	3,219	2,939	3,243	3,576
其他应收账款	195.10	205.53	187.12	205.85	226.44
预付账款	267.79	297.47	292.86	321.80	352.55
存货	3,979	4,757	4,583	4,944	5,332
其他流动资产	351.40	522.83	522.27	522.84	523.48
非流动资产	21,065	30,997	30,790	30,119	28,939
长期投资	66.56	197.20	197.20	197.20	197.20
固定投资	5,490	7,086	5,391	3,746	2,139
无形资产	2,225	6,723	8,437	10,958	12,577
其他非流动资产	13,284	16,991	16,765	15,219	14,026
资产总计	47,940	56,644	57,713	62,643	67,987
流动负债	10,103	10,427	10,035	10,766	11,550
短期借款	7.75	5.40	4.92	5.41	5.95
应付账款	2,690	2,793	2,749	3,021	3,310
其他流动负债	7,404	7,629	7,281	7,740	8,234
非流动负债	4,491	5,458	5,458	5,458	5,458
长期借款	1.38	0.34	0.29	0.26	0.21
其他非流动负债	4,490	5,458	5,458	5,458	5,458
负债合计	14,594	15,885	15,493	16,225	17,008
少数股东权益	260.65	4,902	4,957	5,018	5,086
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
留存公积	25,288	28,229	29,635	33,772	38,265
归属母公司股东权益	33,085	35,856	37,263	41,400	45,893
负债和股东权益	47,940	56,644	57,713	62,643	67,987

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	11,062	12,432	10,477	11,619	12,721
净利润	11,578	11,740	9,064	10,068	11,079
折旧摊销	925.20	1,373	1,894	2,156	2,409
财务费用	(854.91)	(400.03)	(499.60)	(554.81)	(708.61)
投资损失	9.84	(69.39)	(69.39)	(69.39)	(69.39)
营运资金变动	(1,652)	(726.99)	(5.11)	(74.46)	(84.45)
其他经营现金	1,055	515.47	93.03	94.03	95.03
投资活动现金	(692.93)	(7,383)	(1,619)	(1,417)	(1,160)
资本支出	(2,689)	(1,959)	(1,672)	(1,471)	(1,214)
长期投资	(1,312)	211.61	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3,307	(5,635)	52.37	54.60	53.49
筹资活动现金	(10,776)	(8,882)	(7,103)	(5,314)	(5,810)
短期借款	7.75	(2.35)	(0.48)	0.49	0.54
长期借款	1.38	(1.04)	(0.05)	(0.04)	(0.05)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(418.11)	(339.11)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(10,367)	(8,539)	(7,102)	(5,314)	(5,811)
现金净增加额	(305.22)	(3,761)	1,754	4,888	5,750

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	34,932	36,726	33,437	36,784	40,463
营业成本	11,821	13,548	13,337	14,656	16,056
营业税金及附加	366.08	400.54	364.67	401.18	441.30
营业费用	5,703	5,283	5,517	6,143	6,838
管理费用	1,524	1,600	1,538	1,655	1,821
财务费用	(854.91)	(400.03)	(499.60)	(554.81)	(708.61)
资产减值损失	(529.51)	(237.84)	(240.00)	(170.00)	(170.00)
公允价值变动收益	79.40	126.03	126.03	126.03	126.03
投资净收益	(9.84)	69.39	69.39	69.39	69.39
营业利润	13,070	13,112	10,144	11,257	12,379
营业外收入	56.35	36.76	36.76	36.76	36.76
营业外支出	115.28	128.89	128.89	128.89	128.89
利润总额	13,011	13,020	10,052	11,165	12,287
所得税	1,433	1,280	987.98	1,097	1,208
净利润	11,578	11,740	9,064	10,068	11,079
少数股东损益	(3.81)	71.48	55.18	61.30	67.46
归属母公司净利润	11,582	11,668	9,008	10,007	11,012
EBITDA	12,982	13,568	10,970	12,127	13,286
EPS (人民币, 基本)	9.56	9.64	7.43	8.25	9.08

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	15.04	5.14	(8.95)	10.01	10.00
营业利润	18.92	0.32	(22.64)	10.98	9.96
归属母公司净利润	20.56	0.74	(22.80)	11.08	10.05
获利能力 (%)					
毛利率	66.16	63.11	60.11	60.16	60.32
净利率	33.15	31.97	27.11	27.37	27.38
ROE	35.60	33.85	24.64	25.44	25.23
ROIC	70.32	49.85	37.70	42.87	49.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.44	28.04	26.85	25.90	25.02
净负债比率 (%)	(45.12)	(30.82)	(33.91)	(41.37)	(48.95)
流动比率	2.66	2.46	2.68	3.02	3.38
速动比率	2.21	1.93	2.15	2.48	2.84
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.70	0.58	0.61	0.62
应收账款周转率	11.73	11.28	10.86	11.90	11.87
应付账款周转率	4.75	4.94	4.81	5.08	5.07
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	9.55	9.62	7.43	8.25	9.08
每股经营现金流(最新摊薄)	9.12	10.25	8.64	9.58	10.49
每股净资产(最新摊薄)	27.29	29.57	30.73	34.15	37.85
估值比率					
PE (倍)	23.33	23.15	29.99	27.00	24.53
PB (倍)	8.17	7.53	7.25	6.53	5.89
EV EBITDA (倍)	19.67	19.35	23.77	21.11	18.84

免责声明

分析师声明

本人，代雯、孔垂岩、高鹏、杨昌源，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、孔垂岩、高鹏、杨昌源本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 迈瑞医疗（300760 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司