

迈瑞医疗 (300760.CH)：3Q25 收入同比增速如期转正，短期仍面临一定去库存及 IVD 量价下行压力

公司 3Q25 收入同比增速如期转正，其中国内业务收入同比下滑幅度有所收窄，国际业务表现相对稳健，收入增长有所提速。公司初步测算 4Q25 收入同比增速将相较 3Q25 同比增速有所提升，但考虑到公司短期仍有一定去库存及 IVD 量价下行压力，我们预计增速回暖一定程度上受益于去年同期低基数影响。叠加年内设备招标项目有相当一部分将在明年发货并确认收入，我们预期公司 2026 年收入及净利复苏将更为明显。维持“买入”评级，下调目标价至人民币 267 元。

• **3Q25 收入增速同比转正，净利同比下滑幅度有所收窄：**3Q25 收入人民币 91 亿元(同比+1.5%)，扣非归母净利润 25 亿元(同比-17.8%；vs 1H25：同比-33%)。

(i) **分地区看：**1) 国内收入同比-7%，随着设备招投标复苏逐步在收入中反映，3Q25 下滑幅度相较 1H25 降幅收窄(1H25：同比-33%)；2) 国际收入同比+12%（占公司收入比例提升至 51%），增速相较 1H25 有所提速，其中欧洲+29%，独联体及中东非+18%。

(ii) **分产线看：**1) IVD 收入同比-3%，国内业务继续受到试剂集采降价以及 DRG/DIP 政策推进导致部分检测项目检测量降低影响；国际业务则相对稳健，同比增长 11%；2) 生命信息与支持/医学影像收入同比+3%/同比基本持平，因医疗设备更新招标复苏逐步在收入中反映，两个板块 3Q25 国内收入下滑幅度均明显收窄，国际收入同比+14%/+9%。

• **短期面临消化设备类渠道库存及 IVD 量价下行压力。**目前公司仍在消化设备类产品渠道库存，公司预计去库存将于 2025 年底基本完成。此外，IVD 量、价下滑趋势仍在继续，且有较大概率延续至明年。受到去库存及 IVD 量价持续下滑影响，我们预计 4Q25 收入同比增速虽将有明显提速，但一定程度是受益于去年同期低基数。利润率层面，由于公司为了保证国内市场份额，对部分产品国内出厂价进行了调整，叠加 4Q 利润率通常为全年最低，我们预计全年归母净利润率仍将录得较明显的同比下滑。

• **维持“买入”评级，下调目标价至人民币 267 元。**公司 3Q25 收入同比增速如期转正，4Q25 同比增长虽有望提速，但一定程度上受益于去年同期低基数影响，4Q25 公司仍面临去库存及 IVD 量价下行压力，我们预期 2026 年收入及净利增长复苏将更为明显。维持“买入”评级，下调目标价至人民币 267 元，对应 29x 2026E PE。

• **投资风险：**设备更新利好小于预期，集采政策风险、行业整顿影响持续、医疗新基建放缓、地缘政治影响。

图表 1：盈利预测和财务指标

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	34,932	36,726	34,954	41,524	48,179
同比变动 (%)	15.0%	5.1%	-4.8%	18.8%	16.0%
归母净利润	11,582	11,668	8,962	11,173	13,582
同比变动 (%)	20.6%	0.7%	-23.2%	24.7%	21.6%
PE (x)	23.3	23.1	30.2	24.2	19.9

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2025 年 10 月 30 日

评级

买入

目标价 (人民币)	267.00
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (人民币)	222.83
52 周内股价区间 (人民币)	206-296
总市值 (百万人民币)	270,168
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	2,003

注：数据截至 2025 年 10 月 29 日

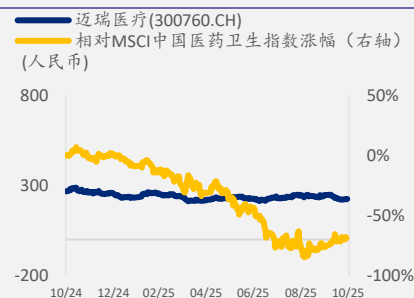
市场预期区间



注：数据截至 2025 年 10 月 29 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 迈瑞医疗

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34,932	36,726	34,954	41,524	48,179
营业成本	-11,821	-13,548	-14,076	-17,058	-19,899
毛利	23,111	23,178	20,879	24,467	28,280
税金及附加	-366	-401	-384	-457	-530
销售费用	-5,703	-5,283	-5,593	-6,021	-6,504
管理费用	-1,524	-1,600	-1,573	-1,661	-1,783
研发费用	-3,433	-3,666	-3,495	-3,945	-4,336
财务费用	855	400	400	360	324
其他收益	831	820	629	706	771
投资净收益	-10	69	140	140	140
公允价值变动净收益	79	126	2	2	2
资产减值损失	-530	-238	-210	-168	-134
信用减值损失	-244	-300	-190	-152	-122
资产处置收益	2	4	13	14	14
营业利润	13,070	13,112	10,617	13,284	16,122
营业外收入	56	37	28	25	48
营业外支出	-115	-129	-122	-145	-169
利润总额	13,011	13,020	10,523	13,164	16,002
所得税	-1,433	-1,280	-1,284	-1,645	-2,000
净利润	11,578	11,740	9,239	11,518	14,002
减：少数股东损益	-4	71	277	346	420
归母净利润	11,582	11,668	8,962	11,173	13,582

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,787	16,644	19,085	23,224	27,900
现金及等价物	18,402	14,908	17,349	21,488	26,163
其他	385	1,736	1,736	1,736	1,736
应收票据及应收账款	3,297	3,226	3,831	4,551	5,280
存货	3,979	4,757	4,538	5,500	6,416
其他流动资产	813	1,020	1,544	1,689	1,843
流动资产合计	26,875	25,647	28,998	34,964	41,438
固定资产	5,490	7,086	7,782	8,398	8,945
在建工程	2,461	2,675	3,100	3,162	3,225
无形资产	2,225	6,723	5,090	3,976	3,215
商誉	5,062	11,093	11,093	11,093	11,093
其他非流动资产	5,827	3,420	3,409	3,645	3,904
非流动资产合计	21,065	30,997	30,474	30,274	30,381
短期借款	8	5	5	5	5
应付票据及应付账款	2,690	2,793	2,463	2,517	2,391
合同负债	1,973	2,166	2,491	2,864	3,294
应付职工薪酬	2,267	2,447	2,447	2,907	3,373
应交税费	653	428	428	428	428
其他应付款	2,041	2,053	1,900	1,900	1,900
其他流动负债	470	536	466	473	480
流动负债合计	10,103	10,427	10,199	11,094	11,871
长期借款	1	0	4	4	4
长期应付职工薪酬	2,943	3,298	2,622	3,114	3,613
其他非流动负债	1,547	2,160	2,530	2,615	2,707
非流动负债合计	4,491	5,458	5,155	5,733	6,324
实收资本(或股本)	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212
资本公积金	7,091	6,752	6,200	6,200	6,200
其它综合收益	157	2	372	409	450
盈余公积金	608	608	608	608	608
未分配利润	24,680	27,621	30,757	34,668	39,421
少数股东权益	261	4,902	5,179	5,525	5,945
所有者权益合计	33,346	40,758	44,118	48,411	53,625

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

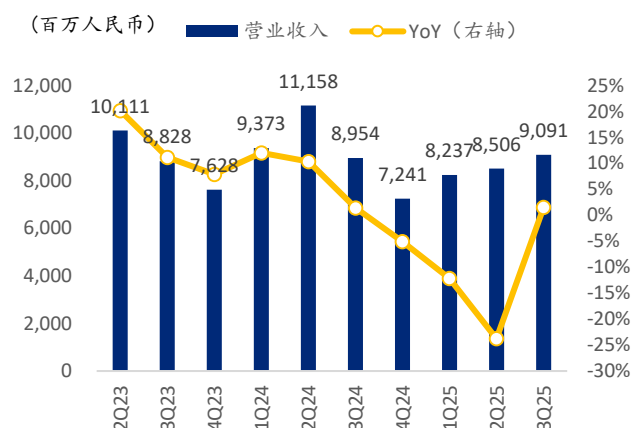
现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	11,578	11,740	9,239	11,518	14,002
固定资产折旧	512	626	804	883	953
无形资产摊销	384	713	2,132	1,615	1,261
财务费用	-217	97	-400	-360	-324
存货的减少	-201	-782	219	-961	-916
经营性应收项目的减少	-681	-347	-679	-810	-822
经营性应付项目的增加	-769	402	-1,160	1,007	839
其他	456	-17	523	179	215
经营活动现金流量净额	11,062	12,432	10,679	13,072	15,208
资本开支	-2,689	-1,959	-2,000	-2,000	-2,000
其他	1,996	-5,424	-835	-72	-74
投资活动现金流量净额	-693	-7,383	-2,835	-2,072	-2,074
取得借款收到的现金	0	3	0	0	0
偿还债务支付的现金	-19	-6	4	0	0
分配股利或偿付利息	-10,670	-8,843	-5,425	-6,902	-8,504
其他	-87	-35	18	42	46
筹资活动现金流量净额	-10,776	-8,882	-5,403	-6,860	-8,458
现金及现金等价物净增加额	-305	-3,761	2,441	4,139	4,676
期初现金及现金等价物	18,707	18,668	14,908	17,349	21,488
期末现金及现金等价物	18,402	14,908	17,349	21,488	26,163

财务和估值比率

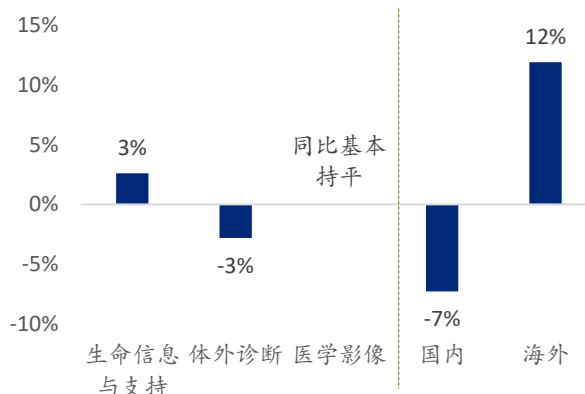
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	9.56	9.63	7.39	9.21	11.20
每股销售额	28.83	30.32	28.82	34.24	39.73
每股股息	5.80	6.27	4.80	5.99	7.28
同比变动					
收入	15.0%	5.1%	-4.8%	18.8%	16.0%
经营溢利	18.9%	0.3%	-19.0%	25.1%	21.4%
归母净利润	20.6%	0.7%	-23.2%	24.7%	21.6%
费用与利润率					
毛利率	66.2%	63.1%	59.7%	58.9%	58.7%
经营利润率	37.4%	35.7%	30.4%	32.0%	33.5%
归母净利率	33.2%	33.2%	25.6%	26.9%	28.2%
回报率					
平均股本回报率	35.4%	31.5%	28.8%	31.6%	34.1%
平均资产回报率	24.5%	22.5%	21.0%	23.3%	25.3%
资产效率					
应收账款周转天数	31.1	32.4	40.0	40.0	40.0
库存周转天数	123.6	117.7	117.7	117.7	117.7
应付账款周转天数	76.9	73.9	63.9	53.9	43.9
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.7	2.5	2.8	3.2	3.5
速动比率 (x)	2.3	2.0	2.4	2.7	3.0
现金比率 (x)	1.9	1.6	1.9	2.1	2.4
负债/权益	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率 (x)	23.3	23.1	30.2	24.2	19.9
市销率 (x)	7.7	7.3	7.7	6.5	5.6
股息率	2.6%	2.8%	2.2%	2.7%	3.3%

图表 2：迈瑞营业收入及同比变动



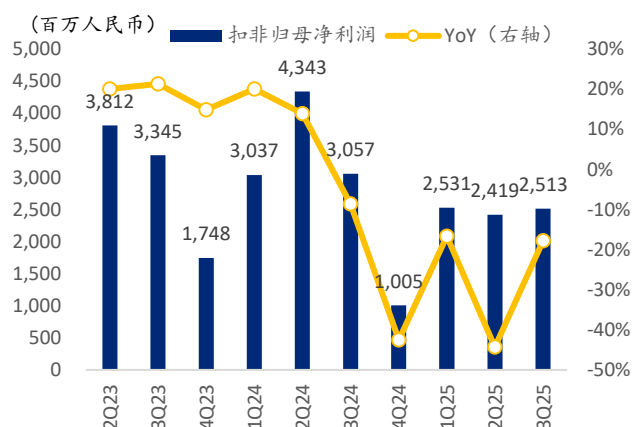
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：迈瑞核心业务板块收入同比增速（3Q25）



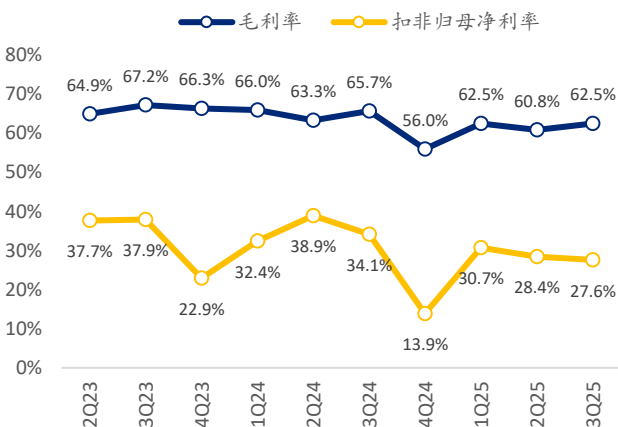
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 4：迈瑞扣非归母净利润及同比变动



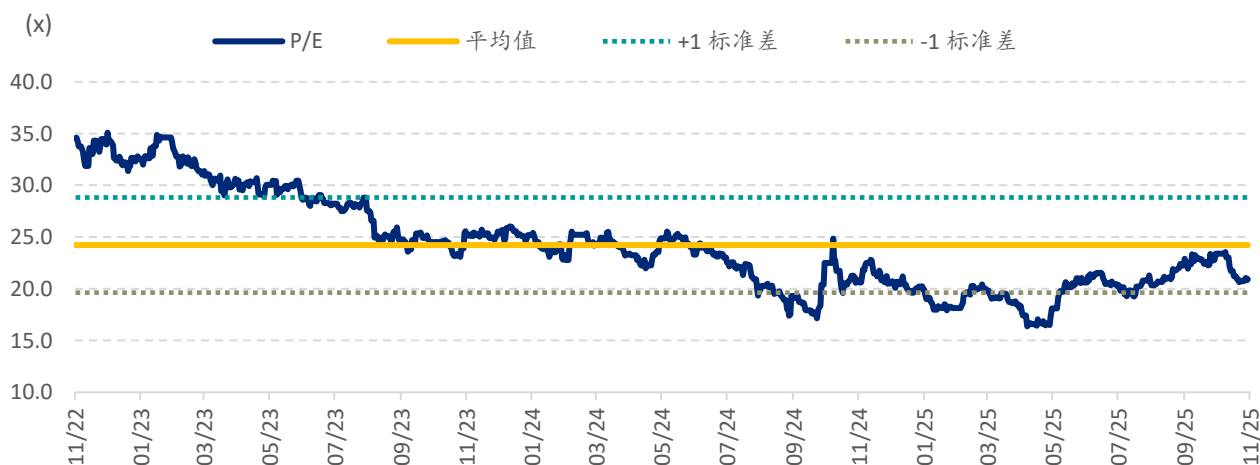
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 5：迈瑞毛利率&扣非归母净利润率



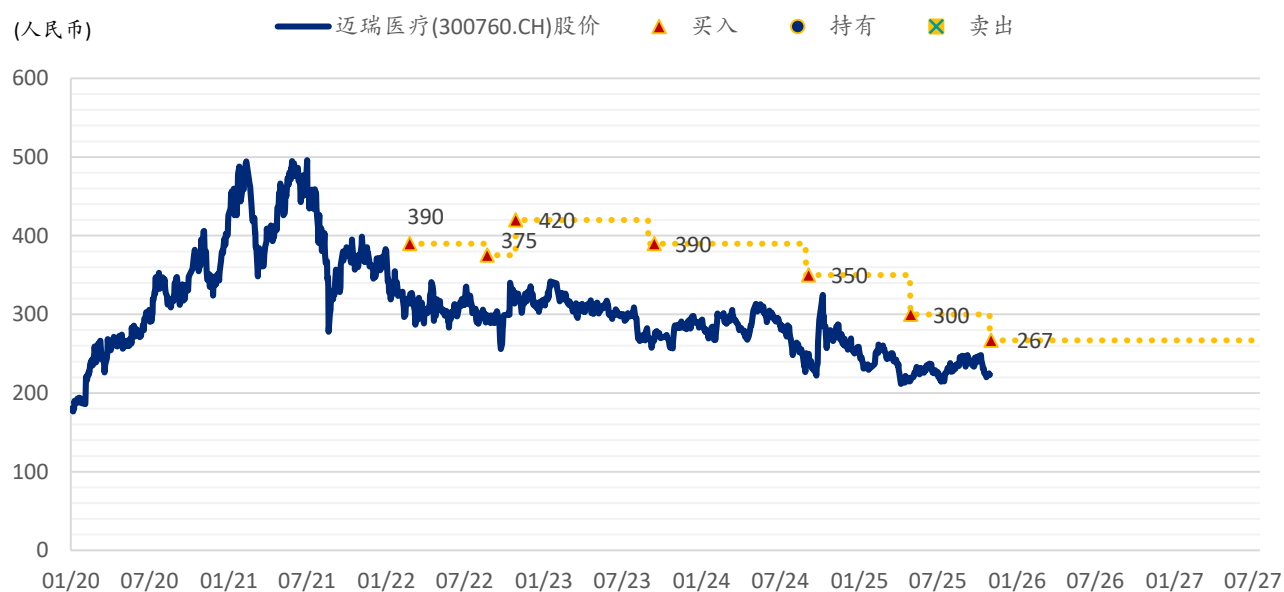
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 6：迈瑞医疗 12 个月前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 10 月 29 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 迈瑞医疗 (300760.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 医药行业覆盖公司

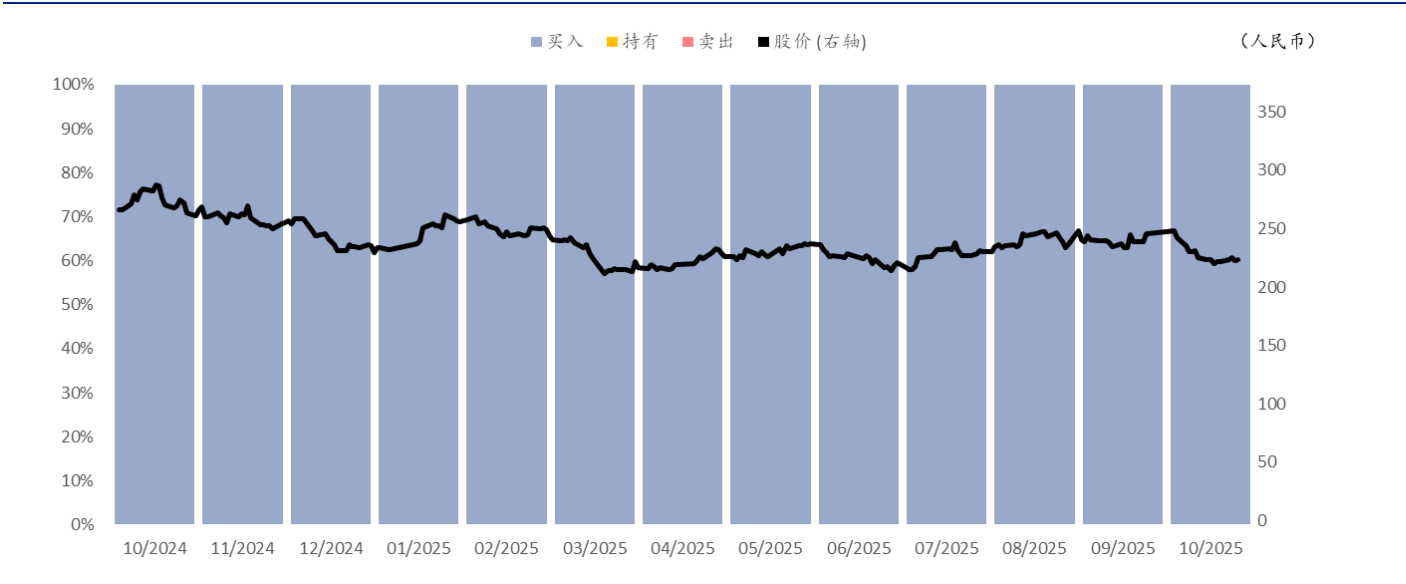
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	421.8	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.1	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.7	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	20.4	买入	36.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	25.3	买入	46.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	314.9	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	187.8	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	285.0	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.9	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	48.8	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	87.4	持有	65.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	90.8	持有	85.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	13.8	买入	21.0	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	23.2	买入	34.0	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	84.6	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.0	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	6.3	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	114.0	买入	174.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	11.8	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	56.5	买入	77.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	4.6	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	69.7	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	66.1	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	33.4	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	14.4	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	13.1	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	63.6	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	75.6	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	7.0	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	112.7	买入	134.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	104.0	买入	124.4	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	25.0	买入	27.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	32.0	买入	39.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	36.8	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	73.1	买入	69.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	225.1	买入	267.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	27.1	持有	23.7	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.8	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.8	买入	9.6	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.2	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	11.8	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.6	买入	29.0	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	24.2	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	278.0	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	26.9	买入	27.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	17.7	买入	20.0	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.8	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	1.0	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	6.0	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	14.3	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	7.7	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2025 年 10 月 29 日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

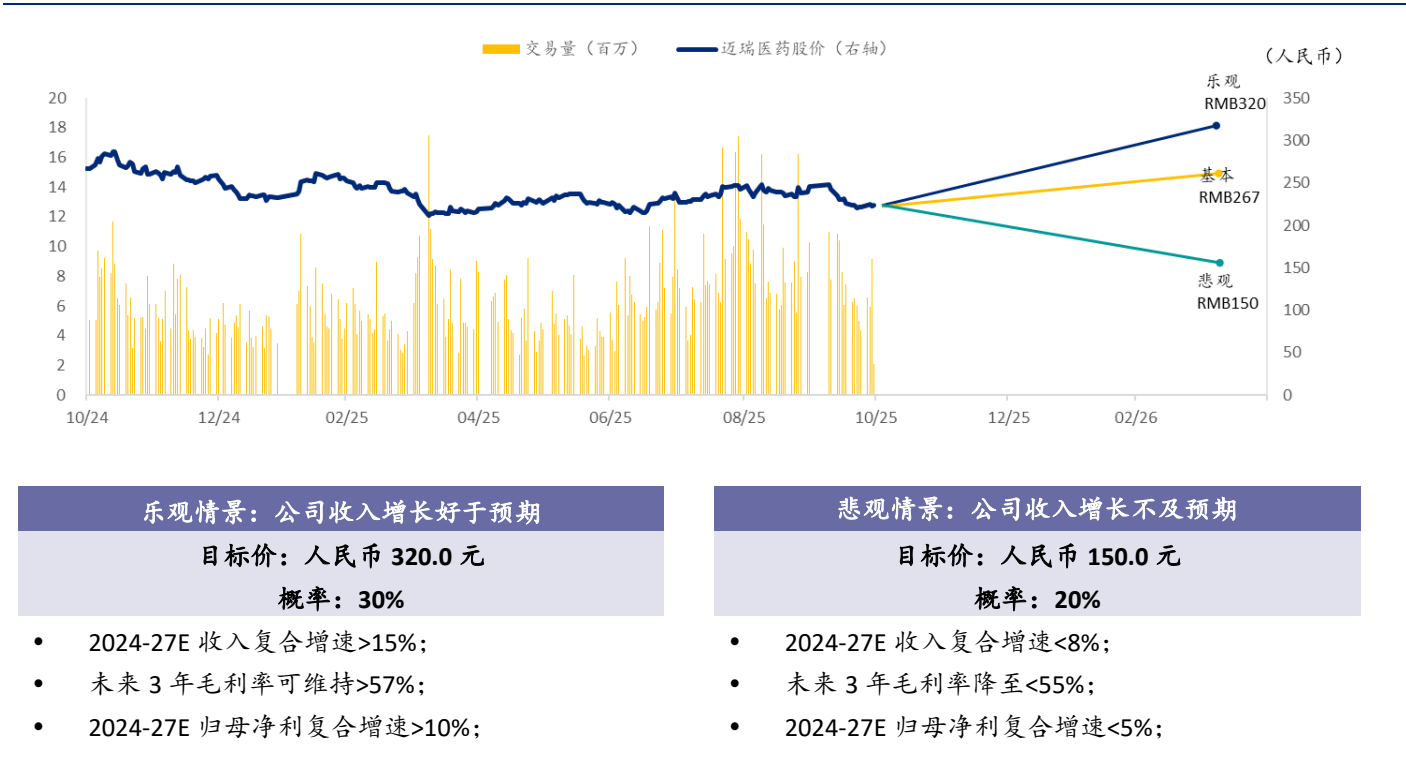
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9：迈瑞医疗市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：迈瑞医疗 SPDBI 情景假设



资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

