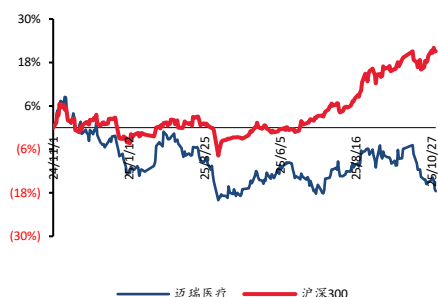


## 迈瑞医疗：营收拐点如期而至，海外市场稳步增长

### 走势比较



### 股票数据

|                 |                   |
|-----------------|-------------------|
| 总股本/流通(亿股)      | 12.12/12.12       |
| 总市值/流通(亿元)      | 2,607.23/2,607.16 |
| 12 个月内最高/最低价(元) | 296/206.8         |

### 相关研究报告

<<迈瑞医疗：国际持续高端突破，国内即将迎来拐点>>—2025-09-03

<<迈瑞医疗点评报告：海外高速增长，看好国内全年复苏>>—2025-05-12

<<迈瑞医疗点评报告：国际业务保持高速增长，看好后续国内业务增长提速>>—2024-11-08

### 证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

### 研究助理：李啸岩

电话：17717408201

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

**事件：**2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年第三季度报告：2025 年前三季度，公司实现营业收入 258.34 亿元，同比下降 12.38%；归母净利润 75.70 亿元，同比下降 28.83%；扣非归母净利润 74.63 亿元，同比下降 28.50%。其中，公司第三季度实现营业收入 90.91 亿元，同比增长 1.53%；归母净利润 25.01 亿元，同比下降 18.69%；扣非归母净利润 25.13 亿元，同比下降 17.78%。

### 国际市场稳步增长，国内业务迎来拐点

国际市场方面，局部仍然面临着宏观环境变化和地缘政治冲突带来的挑战，但得益于海外高端客户群的持续突破、本地化平台能力建设的逐步完善以及全球各主要地区收入的均衡分布，第三季度公司国际业务同比增长 12%，相较上半年增长有所提速，其中欧洲市场表现亮眼，同比增长超过 20%，独联体及中东非地区也实现了双位数增长。前三季度国际业务占公司收入的比重已经超过了一半，其中体外诊断比重达 28%，国际动物医疗、微创外科等高潜力业务比重达 11%。未来发展中国家将维持快速增长的趋势，并且伴随收入结构中高端客户占比持续提升，国际业务的盈利水平有望稳步提升。

国内市场方面，得益于上半年医疗设备招标活动的恢复，从第三季度开始国内设备类业务均开始复苏，营收同比降幅明显收窄。更重要的是，公司在众多优势产品领域保持了领先的市场地位与高赢单水平。结合公司打造的“设备+IT+AI”生态系统优势，将为未来的智慧医院建设与医疗卫生系统的数智化创新贡献独一无二的价值。

### 生命信息与支持、医学影像业务逐步恢复，体外诊断暂时承压

体外诊断产线第三季度实现收入 36.34 亿元，同比下降 2.81%，其中国际体外诊断产线同比实现了双位数增长，前三季度国际收入占该产线的比重已达 37%。生命信息与支持产线第三季度实现收入 29.52 亿元，同比增长 2.60%，其中微创外科业务增长超过 25%，国际生命信息与支持产线实现了双位数增长，前三季度国际收入占该产线的比重进一步提升至 70%。医学影像产线第三季度实现收入 16.89 亿元，同比基本持平，其中国际医学影像产线实现了高个位数增长，前三季度国际收入占该产线的比重达 61%，重点产品超高端超声前三季度收入实现了翻倍增长。

### 毛利率承压，销售费用率受海外投入加大影响

2025 年前三季度，公司的综合毛利率同比下降 2.92pct 至 61.95%，主要受国内市场的价格压力影响。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.46%、4.05%、9.43%、-1.13%，同比变动幅度分别为 +2.03pct、+0.25pct、+0.64pct、-0.51pct，销售费用率的变动主要系公司海外投入加大。

其中，2025 年第三季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研

发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 62.48%、14.42%、4.01%、9.11%、0.47%、27.51%，分别变动+0.79pct、+6.27pct、+0.70pct、-0.01pct、-0.76pct、-6.85pct。

**盈利预测及投资评级：**我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 339.64/380.23/435.62 亿元，同比增速为-7.52%/11.95%/14.57%；归母净利润分别为 96.76/109.88/128.08 亿元，同比增速为-17.08%/13.56%/16.56%；EPS 分别为 7.98/9.06/10.56 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 26/23/20 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**集采降价的风险，海外贸易波动的风险，产品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

|            | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 36,726 | 33,964  | 38,023 | 43,562 |
| 营业收入增长率(%) | 5.14%  | -7.52%  | 11.95% | 14.57% |
| 归母净利（百万元）  | 11,668 | 9,676   | 10,988 | 12,808 |
| 净利润增长率(%)  | 0.74%  | -17.08% | 13.56% | 16.56% |
| 摊薄每股收益（元）  | 9.64   | 7.98    | 9.06   | 10.56  |
| 市盈率（PE）    | 26.46  | 25.94   | 22.84  | 19.60  |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

#### 资产负债表（百万元）

|          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 18,787 | 16,644 | 18,862 | 22,227 | 26,382 |
| 应收和预付款项  | 3,565  | 3,523  | 2,960  | 3,025  | 3,217  |
| 存货       | 3,979  | 4,757  | 4,178  | 4,350  | 4,722  |
| 其他流动资产   | 545    | 722    | 776    | 874    | 980    |
| 流动资产合计   | 26,875 | 25,647 | 26,776 | 30,476 | 35,300 |
| 长期股权投资   | 67     | 197    | 247    | 297    | 347    |
| 投资性房地产   | 41     | 32     | 30     | 28     | 26     |
| 固定资产     | 5,490  | 7,086  | 8,192  | 9,284  | 10,358 |
| 在建工程     | 2,461  | 2,675  | 2,725  | 2,675  | 2,525  |
| 无形资产开发支出 | 2,567  | 7,076  | 7,161  | 7,291  | 7,521  |
| 长期待摊费用   | 75     | 53     | 43     | 33     | 23     |
| 其他非流动资产  | 37,239 | 39,524 | 40,797 | 44,928 | 50,183 |
| 资产总计     | 47,940 | 56,644 | 59,195 | 64,537 | 70,984 |
| 短期借款     | 8      | 5      | 4      | 3      | 2      |
| 应付和预收款项  | 2,691  | 2,793  | 2,552  | 2,669  | 2,858  |
| 长期借款     | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他负债     | 11,894 | 13,087 | 11,456 | 12,264 | 13,374 |
| 负债合计     | 14,594 | 15,885 | 14,012 | 14,936 | 16,235 |
| 股本       | 1,212  | 1,212  | 1,212  | 1,212  | 1,212  |
| 资本公积     | 7,091  | 6,752  | 6,102  | 6,102  | 6,102  |
| 留存收益     | 25,288 | 28,229 | 32,914 | 37,309 | 42,432 |
| 归母公司股东权益 | 33,085 | 35,856 | 40,262 | 44,657 | 49,780 |
| 少数股东权益   | 261    | 4,902  | 4,921  | 4,943  | 4,969  |
| 股东权益合计   | 33,346 | 40,758 | 45,183 | 49,600 | 54,749 |
| 负债和股东权益  | 47,940 | 56,644 | 59,195 | 64,537 | 70,984 |

#### 现金流量表（百万元）

|        | 2023A   | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金流 | 11,062  | 12,432 | 11,602 | 12,913 | 14,881 |
| 投资性现金流 | -693    | -7,383 | -2,807 | -2,938 | -3,025 |
| 融资性现金流 | -10,776 | -8,882 | -6,521 | -6,610 | -7,701 |
| 现金增加额  | -305    | -3,761 | 2,218  | 3,365  | 4,155  |

#### 利润表（百万元）

|         | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 34,932 | 36,726 | 33,964 | 38,023 | 43,562 |
| 营业成本    | 12,513 | 13,548 | 13,122 | 14,558 | 16,592 |
| 营业税金及附加 | 366    | 401    | 374    | 418    | 479    |
| 销售费用    | 5,010  | 5,283  | 5,095  | 5,703  | 6,534  |
| 管理费用    | 1,524  | 1,600  | 1,698  | 1,901  | 2,178  |
| 财务费用    | -855   | -400   | -237   | -271   | -322   |
| 资产减值损失  | -530   | -238   | -217   | -125   | -69    |
| 投资收益    | -10    | 69     | 34     | 19     | 22     |
| 公允价值变动  | 79     | 126    | 82     | 68     | 93     |
| 营业利润    | 13,070 | 13,112 | 10,834 | 12,429 | 14,492 |
| 其他非经营损益 | -59    | -92    | -62    | -58    | -73    |
| 利润总额    | 13,011 | 13,020 | 10,772 | 12,371 | 14,419 |
| 所得税     | 1,433  | 1,280  | 1,077  | 1,361  | 1,586  |
| 净利润     | 11,578 | 11,740 | 9,695  | 11,010 | 12,833 |
| 少数股东损益  | -4     | 71     | 19     | 22     | 26     |
| 归母股东净利润 | 11,582 | 11,668 | 9,676  | 10,988 | 12,808 |

#### 预测指标

|              | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 毛利率          | 64.18% | 63.11% | 61.36%  | 61.71% | 61.91% |
| 销售净利率        | 33.16% | 31.77% | 28.49%  | 28.90% | 29.40% |
| 销售收入增长率      | 15.04% | 5.14%  | -7.52%  | 11.95% | 14.57% |
| EBIT 增长率     | 17.59% | 0.91%  | -15.93% | 14.86% | 16.51% |
| 净利润增长率       | 20.56% | 0.74%  | -17.08% | 13.56% | 16.56% |
| ROE          | 35.01% | 32.54% | 24.03%  | 24.61% | 25.73% |
| ROA          | 24.16% | 20.60% | 16.35%  | 17.03% | 18.04% |
| ROIC         | 32.85% | 27.52% | 20.85%  | 21.58% | 22.80% |
| EPS(X)       | 9.56   | 9.64   | 7.98    | 9.06   | 10.56  |
| PE(X)        | 30.40  | 26.46  | 25.94   | 22.84  | 19.60  |
| PB(X)        | 10.65  | 8.62   | 6.23    | 5.62   | 5.04   |
| PS(X)        | 10.09  | 8.42   | 7.39    | 6.60   | 5.76   |
| EV/EBITDA(X) | 24.81  | 20.87  | 19.81   | 17.08  | 14.49  |

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；  
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；  
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；  
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。