

迈瑞医疗（300760.SZ）

优于大市

国际业务增长稳健，第四季度营收同比增长有望提速

核心观点

第二季度营收同比增速转正，利润表现仍然承压。2025 年前三季度公司实现营收 258.34 亿元（-12.4%），归母净利润 75.70 亿元（-28.8%）；其中单三季度实现营收 90.91 亿元（+1.5%），环比增长 6.9%，归母净利润 25.01 亿元（-18.7%），环比增长 2.5%。经公司初步测算，2025 年第四季度营业收入同比增长相较第三季度将有所提速。公司审议通过 2025 年第三次中期分红方案，拟合计派发现金股利 16.37 亿，今年累计分红率达 65%。

国际收入占比超过一半，生命信息与支持产线恢复增长。分产品看，25Q3 生命信息与支持产线实现收入 29.52 亿元（+2.60%），其中微创外科增长超过 25%；医学影像产线收入 16.89 亿元，同比基本持平，超高端超声前三季度收入实现翻倍增长；体外诊断产线收入 36.34 亿元（-2.81%），其中国际 IVD 同比双位数增长，化学发光、生化、凝血等重点业务市占有仍稳步提升，前三季度全实验室自动化流水线国内装机 180 套，装机量已接近去年全年水平。分区域看，25Q3 国内设备类业务均开始复苏，营收同比降幅明显收窄；国际收入同比增长 12%，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，前三季度国际业务收入比重已超过 50%，公司将继续深入建设全球化供应链和本地化生产。

净利率下滑，经营性现金流保持健康。2025 年前三季度公司毛利率为 62.0%（-2.9pp），主要是因为国内市场的价格压力。销售费用率 14.5%（+2.0pp），主要是公司在持续加大对国际业务的投入力度；管理费用率 4.1%（+0.3pp），研发费用率 9.4%（+0.6pp），财务费用率-1.1%（-0.5pp），销售净利率 30.3%（-6.1pp）。2025 年前三季度公司经营性现金流净额为 72.7 亿（-34.3%），与归母净利润的比值为 96%，保持健康水平。

投资建议：考虑国内业务仍处于市场环境和医疗政策影响下的调整期，下调盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 98.79/111.53/131.29 亿（原为 110.93/126.16/145.01 亿），同比增速-15.3%/12.9%/17.7%，当前股价对应 PE 为 25.3/22.4/19.0x。公司作为国产医疗器械龙头，研发实力强劲，“设备+IT+AI”的数智化布局有望重新定义中国医疗器械的全球坐标，维持“优于大市”评级。

风险提示：集采政策风险，汇率波动风险，医疗设备招采进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	34,932	36,726	34,954	38,844	43,856
(+/-%)	15.0%	5.1%	-4.8%	11.1%	12.9%
净利润(百万元)	11582	11668	9879	11153	13129
(+/-%)	20.6%	0.7%	-15.3%	12.9%	17.7%
每股收益(元)	9.55	9.62	8.15	9.20	10.83
EBIT Margin	34.6%	33.3%	31.9%	32.4%	33.9%
净资产收益率 (ROE)	35.0%	32.5%	25.1%	25.8%	27.5%
市盈率 (PE)	21.6	21.4	25.3	22.4	19.0
EV/EBITDA	20.4	19.6	21.9	19.6	16.8
市净率 (PB)	7.56	6.97	6.36	5.79	5.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn chenxibing@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	206.27 元
总市值/流通市值	250090/250083 百万元
52 周最高价/最低价	296.00/204.55 元
近 3 个月日均成交额	2084.72 百万元

市场走势

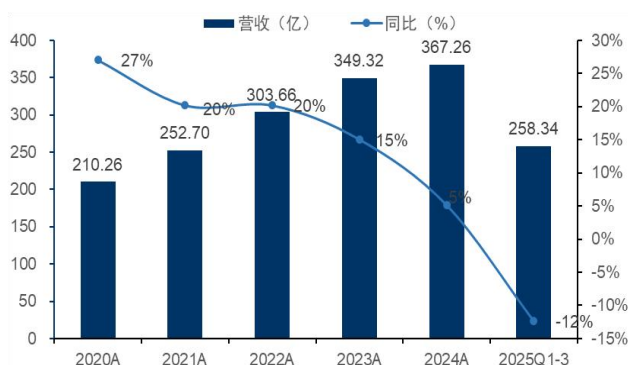


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

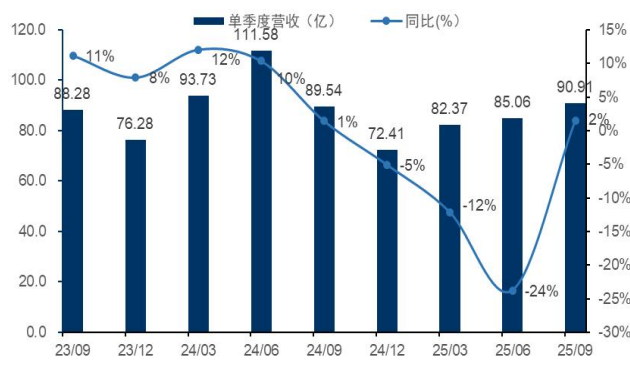
- 《迈瑞医疗（300760.SZ）-国际业务同比稳健增长，第三季度国内市场有望迎来拐点》——2025-09-04
- 《迈瑞医疗（300760.SZ）-2025 年一季度业绩环比快速增长，国内业务有望逐季改善》——2025-05-15
- 《迈瑞医疗（300760.SZ）-单三季度营收增长 1.4%，国际市场保持良好增长》——2024-11-13
- 《迈瑞医疗（300760.SZ）-单二季度归母净利润增长 14%，体外诊断业务表现亮眼》——2024-09-09
- 《迈瑞医疗（300760.SZ）-“创新+全球化”器械龙头，引领产业数智化转型》——2024-07-14

图1: 迈瑞医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 迈瑞医疗单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



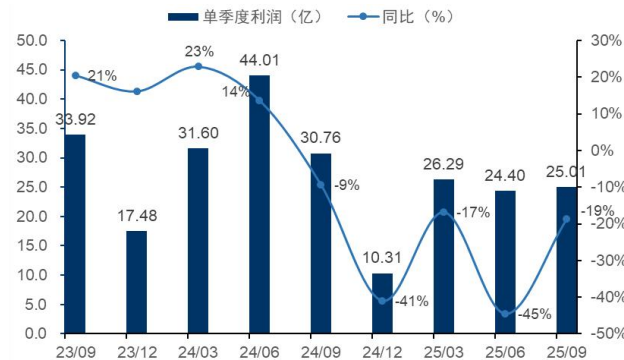
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 迈瑞医疗归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 迈瑞医疗单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



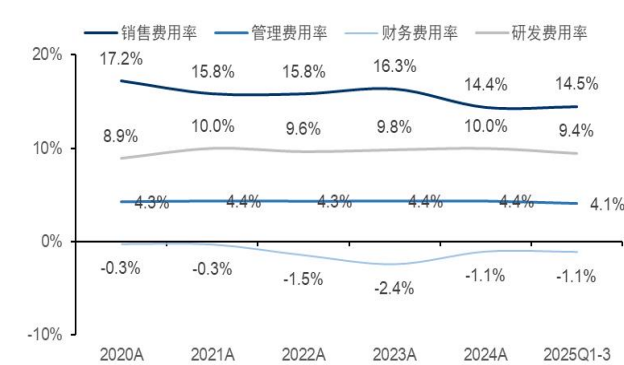
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 迈瑞医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2024 年会计政策变更, 2023 年数据未追溯调整

图6: 迈瑞医疗四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2024 年会计政策变更, 2023 年数据未追溯调整

图7: 迈瑞医疗经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司第三季度如期迎来拐点, 公司预计第四季度营收同比增长相较第三季度将有所提速。体外诊断业务市占率提升潜力大, 医学影像业务由高端产品驱动增长, 生命信息与支持业务景气度逐步回升, 微创外科、心血管等种子业务高速放量, “设备+IT+AI”数智化引领行业。考虑国内业务仍处于调整期, 下调盈利预测, 预计2025-27年归母净利润为98.79/111.53/131.29亿(原为110.93/126.16/145.01亿), 同比增速-15.3%/12.9%/17.7%, 当前股价对应PE为25.3/22.4/19.0x。公司作为国产医疗器械龙头, 研发实力强劲, “设备+IT+AI”的数智化布局有望重新定义中国医疗器械的全球坐标, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			ROE（扣非）		PEG	投资评级
		(25/11/5)	亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)	
300760	迈瑞医疗	206.27	2501	9.62	8.15	9.20	10.83	21.4	25.3	22.4	19.0	33%	6.3	优于大市
688271	联影医疗	138.98	1145	1.53	2.36	2.88	3.36	90.8	58.8	48.3	41.4	5%	2.0	优于大市
300832	新产业	62.72	493	2.33	2.27	2.62	3.02	27.0	27.6	24.0	20.7	21%	2.6	优于大市
300633	开立医疗	28.49	123	0.33	0.72	0.92	1.12	86.0	39.4	31.1	25.5	4%	0.8	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	18787	16644	20282	24078	29375	营业收入	34932	36726	34954	38844	43856
应收款项	3492	3431	3639	4150	4806	营业成本	11821	13548	13404	14888	16506
存货净额	3979	4757	4443	5032	5663	营业税金及附加	366	401	384	427	482
其他流动资产	576	770	629	699	789	销售费用	5703	5283	5173	5671	6184
流动资产合计	26875	25647	29043	34019	40703	管理费用	1524	1600	1737	1862	2023
固定资产	7951	9761	9916	9821	9350	研发费用	3433	3666	3391	3690	4057
无形资产及其他	2225	6723	6455	6187	5919	财务费用	(855)	(400)	(419)	(427)	(439)
投资性房地产	10822	14316	16463	18110	19015	投资收益	(10)	69	130	100	100
长期股权投资	67	197	202	207	212	资产减值及公允价值变动	(450)	(112)	(560)	(520)	(510)
资产总计	47940	56644	62080	68344	75200	其他收入	(2844)	(3141)	(2622)	(2871)	(3263)
短期借款及交易性金融负债	112	121	150	200	200	营业利润	13070	13112	11624	13132	15426
应付款项	2690	2793	2843	3066	3354	营业外净收支	(59)	(92)	(92)	(92)	(92)
其他流动负债	7300	7514	8798	10374	11918	利润总额	13011	13020	11531	13039	15334
流动负债合计	10103	10427	11791	13640	15472	所得税费用	1433	1280	1326	1565	1840
长期借款及应付债券	1	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	71	327	321	364
其他长期负债	4490	5458	5958	6358	6658	归属于母公司净利润	11582	11668	9879	11153	13129
长期负债合计	4491	5458	5958	6358	6658	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	14594	15885	17750	19998	22131	净利润	11582	11668	9879	11153	13129
少数股东权益	261	4902	5016	5129	5256	资产减值准备	458	(292)	36	19	0
股东权益	33085	35856	39314	43218	47813	折旧摊销	896	1339	1085	1237	1359
负债和股东权益总计	47940	56644	62080	68344	75200	公允价值变动损失	450	112	560	520	510
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(855)	(400)	(419)	(427)	(439)
每股收益	9.55	9.62	8.15	9.20	10.83	营运资本变动	(3153)	(3413)	(29)	(600)	(150)
每股红利	4.50	5.80	5.30	5.98	7.04	其它	(460)	320	78	94	127
每股净资产	27.29	29.57	32.43	35.65	39.44	经营活动现金流	9774	9734	11609	12423	14976
ROIC	36%	33%	26%	29%	35%	资本开支	0	(2033)	(1569)	(1412)	(1130)
ROE	35%	33%	25%	26%	27%	其它投资现金流	(10)	(3)	(6)	(10)	(10)
毛利率	66%	63%	62%	62%	62%	投资活动现金流	(16)	(2166)	(1579)	(1427)	(1145)
EBIT Margin	35%	33%	32%	32%	34%	权益性融资	101	79	0	0	0
EBITDA Margin	37%	37%	35%	36%	37%	负债净变化	1	(1)	0	0	0
收入增长	15%	5%	-5%	11%	13%	支付股利、利息	(5456)	(7032)	(6421)	(7250)	(8534)
净利润增长率	21%	1%	-15%	13%	18%	其它融资现金流	(3349)	4276	29	50	0
资产负债率	31%	37%	37%	37%	36%	融资活动现金流	(14157)	(9711)	(6392)	(7200)	(8534)
息率	2.2%	2.8%	2.6%	2.9%	3.4%	现金净变动	(4398)	(2143)	3638	3796	5297
P/E	21.6	21.4	25.3	22.4	19.0	货币资金的期初余额	23186	18787	16644	20282	24078
P/B	7.6	7.0	6.4	5.8	5.2	货币资金的期末余额	18787	16644	20282	24078	29375
EV/EBITDA	20.4	19.6	21.9	19.6	16.8	企业自由现金流	-	6920	9341	10291	13167
						权益自由现金流	-	11196	9773	10822	13747

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032