

2025 年 11 月 02 日

证券研究报告•2025 年三季度点评

迈瑞医疗（300760）医药生物

当前价：215.04 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

25Q3 收入同比增速转正，国际收入增长提速

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季度报告，2025 年前三季度实现营业总收入 258.34 亿元（-12.38%），归母净利润 75.70 亿元（-28.83%）。其中，Q3 单季度实现营业收入 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%。公司 Q3 收入增速如期转正，迎来业绩拐点，并预计第四季度营业收入同比增长相较第三季度有所提速。
- **Q3 国内业务改善，国际业务加速增长。**国内市场方面，虽然前三季度收入同比下滑，但主要受去年同期高基数及招标恢复传导至收入确认的滞后性影响。随着医疗设备招标活动持续复苏，以及渠道库存的进一步消化，公司国内业务在 Q3 迎来改善。国际市场方面，Q3 增长显著提速，实现同比增长 11.93%。其中，欧洲市场表现亮眼，同比增长 29%，独联体及中东非地区也实现了双位数增长。
- **三大产线分化，微创外科与高端影像表现突出。**分业务来看，生命信息与支持业务 Q3 实现收入 29.52 亿元，同比增长 2.60%，主要得益于微创外科业务超过 25% 的高速增长。医学影像业务 Q3 实现收入 16.89 亿元，同比基本持平，其中超高端超声产品前三季度收入实现翻倍增长，高端化战略成效显著。体外诊断业务 Q3 实现收入 36.34 亿元，同比下降 2.81%，主要受国内行业规模萎缩影响。尽管如此，公司化学发光、生化、凝血等重点业务市占率稳步提升，全实验室自动化流水线装机进展迅速，前三季度国内装机 180 套，已接近去年全年水平；国际销售超过 20 套，提前完成全年任务，为未来试剂上量奠定坚实基础。
- **持续高研发投入，数智化创新成果不断落地。**Q3 公司在“数智化”战略方向上持续取得进展，推出了瑞智围术期决策辅助系统、瑞智设备管理信息系统等新产品，进一步完善“设备+IT+AI”的数智医疗生态系统。在体外诊断领域，推出了高敏心肌肌钙蛋白 T 等 3 项化学发光试剂。截至三季度末，化学发光免疫试剂 NMPA 已上市产品达 91 个。在医学影像领域，推出了多功能术中可视化超声系统 Eagus TEX20 系列等新产品，高端产品矩阵不断丰富。
- **盈利预测：**预计 2025~2027 年归母净利润分别为 100、112.3、127.1 亿元，对应 EPS 为 8.25、9.26、10.49 元。考虑到公司未来几年的稳健增长，以及作为最具国际化的医疗器械龙头之一，建议持续关注。
- **风险提示：**汇率波动风险，政策控费风险，海外经营风险，新产品研发不及预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	36725.75	33142.48	35732.37	40100.75
增长率	5.14%	-9.76%	7.81%	12.23%
归属母公司净利润（百万元）	11668.49	9997.46	11225.79	12713.81
增长率	0.74%	-14.32%	12.29%	13.26%
每股收益 EPS（元）	9.62	8.25	9.26	10.49
净资产收益率 ROE	28.80%	20.83%	19.59%	18.74%
PE	22	26	23	21
PB	7.27	5.99	4.94	4.12

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰

执业证号：S1250524120002

电话：021-68416017

邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.12
流通 A 股(亿股)	12.12
52 周内股价区间(元)	211.59-287.12
总市值(亿元)	2,607.23
总资产(亿元)	592.65
每股净资产(元)	32.41

相关研究

1. 迈瑞医疗（300760）：25H1 业绩短期承压，国际营收占比提升至约 50%（2025-09-04）
2. 迈瑞医疗（300760）：24 年国内短期承压，海外收入高增长（2025-05-07）
3. 迈瑞医疗（300760）：24Q3 短期承压，海外 IVD 增长较快（2024-11-07）

请务必阅读正文后的重要声明部分

盈利预测

关键假设：

假设 1：生命信息与支持类业务：25 年国内地方政府资金紧张，导致医院新改扩建项目建设放缓。同时，24/11 月开始招投标有所恢复（传导到业绩端预计在 25H2），且国内超声刀和腔镜吻合器等高值耗材将从 25 年开始放量。此外，海外高端客户群有所突破，海外份额仍然较低，数智化方案优势显著。因此预计 2025-2027 年销量分别同比-13%、12%、11%。由于 25 年设备有终端竞争加剧导致的价格略微下降带来毛利率下滑。随着 AI 的赋能，预计后续毛利率将保持稳定。

假设 2：体外诊断产品：25 年由于 DRG2.0、集采、检验结果互认、检验项目价格下调以及医疗服务价格管控，国内依旧有所承压。预计 26 年开始政策影响逐渐消除，以及集采落地以后，国内端增速预计可以逐渐转好。海外中大样本量客户持续突破，前三季度销售 20 套，提前完成全年任务，加速渗透中大样本量客户，国际 IVD 有望长期维持快速增长。因此预计 2025-2027 年收入同比-10%、-1%、12%（由于政策对价格的不确定性，较难单拆销量和价格的变化）。从 2026 年开始集采影响全面落地后，随着原材料的自产自研，以及整体生产效率的提升，预计后续毛利率稳步上升。

假设 3：医学影像类产品：25 年由于地方财政资金紧张、医疗专项债发行规模减少，县域集采、竞争激烈带来的价格下跌（带来短期毛利率下滑），国内依旧有所承压。但在 Q3 开始医疗设备以旧换新带来的政策刺激逐步落地到业绩端带来收入提振。同时，国际伴随 A20 系列的上市也将开始高端突破，国际 MIS 有望长期维持平稳快速增长。预计 2025-2027 年销量同比-12%、13%、13%。预计 26 年开始价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 4：电生理与血管介入类：自从公司收购惠泰医疗控股权后新列支的品类。预计 2025-2027 年销量将上涨 25%、20%、20%。预计 25 年毛利率略有提升（高毛利的电生理新品放量及成本控制），后续预计价格及毛利率短期内保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
生命信息与支持	收入	13557	11839	13294	14807
	增速	-11.1%	-12.7%	12.3%	11.4%
	毛利率	62.6%	61.3%	61.2%	61.2%
体外诊断	收入	13765	12410	12290	13698
	增速	10.8%	-9.8%	-1.0%	11.5%
	毛利率	62.0%	59.9%	60.4%	61.1%
医学影像	收入	7,498	6,605	7,476	8,465
	增速	6.6%	-11.9%	13.2%	13.2%
	毛利率	66.9%	65.4%	65.4%	65.4%
电生理与血管介入类	收入	1439	1798	2158	2590
	增速		25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	65.5%	67.0%	67.0%	67.0%
其他主营产品	收入	365	384	403	423

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	增速	116.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
其他业务	收入	102	107	112	118
	增速	79.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	53.5%	53.5%	53.5%	53.5%
合计	收入	36,726	33,142	35,732	40,101
	增速	5.1%	-9.8%	7.8%	12.2%
	毛利率	63.1%	61.7%	61.9%	62.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36725.75	33142.48	35732.37	40100.75	净利润	11739.97	10107.46	11335.79	12823.81
营业成本	13547.52	12708.01	13600.50	15149.46	折旧与摊销	1373.01	1415.69	1519.33	1616.15
营业税金及附加	400.54	331.42	357.32	401.01	财务费用	-400.03	-300.00	-300.00	-300.00
销售费用	5282.81	4913.01	5158.66	5726.12	资产减值损失	-237.84	-250.00	-100.00	-100.00
管理费用	1599.75	1311.79	1456.09	1601.70	经营营运资本变动	-854.95	-1513.28	-203.12	-223.11
财务费用	-400.03	-300.00	-300.00	-300.00	其他	811.89	-125.46	-307.55	258.28
资产减值损失	-237.84	-250.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	12432.04	9334.41	11944.46	14075.12
投资收益	69.39	120.00	100.00	100.00	资本支出	-8756.00	-2000.00	-2200.00	-1800.00
公允价值变动损益	126.03	1.00	5.00	5.00	其他	1372.79	165.31	105.00	105.00
其他经营损益	820.33	570.00	600.00	600.00	投资活动现金流净额	-7383.21	-1834.69	-2095.00	-1695.00
营业利润	13111.82	11338.26	12705.69	14368.27	短期借款	-2.35	-0.40	-1.50	2.50
其他非经营损益	-92.13	-45.00	-40.00	-40.00	长期借款	-1.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	13019.70	11293.26	12665.69	14328.27	股权融资	-339.11	0.00	0.00	0.00
所得税	1279.73	1185.79	1329.90	1504.47	支付股利	-8726.79	-2333.70	-1999.49	-2245.16
净利润	11739.97	10107.46	11335.79	12823.81	其他	187.57	183.06	300.00	300.00
少数股东损益	71.48	110.00	110.00	110.00	筹资活动现金流净额	-8881.71	-2151.04	-1700.99	-1942.66
归属母公司股东净利润	11668.49	9997.46	11225.79	12713.81	现金流量净额	-3760.69	5348.69	8148.46	10437.47
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16644.07	21992.76	30141.22	40578.69	成长能力				
应收和预付款项	3728.61	3454.06	3720.18	4158.37	销售收入增长率	5.14%	-9.76%	7.81%	12.23%
存货	4757.43	4463.77	5183.67	5580.06	营业利润增长率	0.32%	-13.53%	12.06%	13.09%
其他流动资产	516.52	426.13	459.43	515.60	净利润增长率	1.40%	-13.91%	12.15%	13.13%
长期股权投资	197.20	197.20	197.20	197.20	EBITDA 增长率	7.19%	-11.58%	11.81%	12.63%
投资性房地产	32.37	32.37	32.37	32.37	获利能力				
固定资产和在建工程	9760.99	11252.68	12840.72	13931.95	毛利率	63.11%	61.66%	61.94%	62.22%
无形资产和开发支出	18168.90	17266.82	16364.75	15462.68	三费率	17.65%	17.88%	17.67%	17.53%
其他非流动资产	2837.46	2832.16	2826.86	2821.56	净利率	31.97%	30.50%	31.72%	31.98%
资产总计	56643.55	61917.96	71766.41	83278.47	ROE	28.80%	20.83%	19.59%	18.74%
短期借款	5.40	5.00	3.50	6.00	ROA	20.73%	16.32%	15.80%	15.40%
应付和预收款项	5667.44	5604.44	5955.17	6603.32	ROIC	24.92%	17.11%	18.15%	19.92%
长期借款	0.34	0.34	0.34	0.34	EBITDA/销售收入	38.35%	37.58%	38.97%	39.11%
其他负债	10212.19	7777.74	7940.66	8223.42	营运能力				
负债合计	15885.37	13387.52	13899.67	14833.08	总资产周转率	0.70	0.56	0.53	0.52
股本	1212.44	1212.44	1212.44	1212.44	固定资产周转率	5.84	4.14	3.67	3.57
资本公积	6751.67	6751.67	6751.67	6751.67	应收账款周转率	9.76	9.11	10.04	10.18
留存收益	28228.51	35892.27	45118.57	55587.22	存货周转率	2.83	2.54	2.71	2.76
归属母公司股东权益	35856.36	43518.62	52744.92	63213.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.30%	—	—	—
少数股东权益	4901.82	5011.82	5121.82	5231.82	资本结构				
股东权益合计	40758.18	48530.44	57866.73	68445.38	资产负债率	28.04%	21.62%	19.37%	17.81%
负债和股东权益合计	56643.55	61917.96	71766.41	83278.47	带息债务/总负债	0.04%	0.04%	0.03%	0.04%
					流动比率	2.46	3.83	4.68	5.42
					速动比率	2.00	3.26	4.07	4.83
					股利支付率	74.79%	23.34%	17.81%	17.66%
					每股指标				
					每股收益	9.62	8.25	9.26	10.49
					每股净资产	29.57	35.89	43.50	52.14
					每股经营现金	10.25	7.70	9.85	11.61
					每股股利	7.20	1.92	1.65	1.85
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	14084.80	12453.95	13925.02	15684.42					
PE	22.34	26.08	23.23	20.51					
PB	7.27	5.99	4.94	4.12					
PS	7.10	7.87	7.30	6.50					
EV/EBITDA	17.13	18.94	16.35	13.85					
股息率	3.35%	0.90%	0.77%	0.86%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn