

迈瑞医疗 (300760.SZ)

优于大市

国际业务收入占比提升至 53%，加快高端战略客户渗透和本地化建设

核心观点

上市以来首次营收利润双降，2026 年国内业务有望实现正增长。2025 年公司实现营业收入 332.82 亿元 (-9.4%)，归母净利润 81.36 亿元 (-30.3%)；其中单四季度实现营收 74.48 亿元 (+2.9%)，归母净利润 5.66 亿元 (-45.2%)。国内医疗设备行业历经了过去连续三年的深度调整，医院当前和未来一段时间仍广泛面临经营压力带来的整体采购预算缩减，设备行业仍处于弱复苏阶段。2026 年国内业务有望实现正增长，2027 年及之后将有望进入更加稳定的持续快速增长阶段。国际业务持续加快高端战略客户渗透和本地化平台建设，有效克服了部分宏观环境的负面影响。2025 年公司累计现金分红将达 53.10 亿元 (含税)，现金分红比例为 65.27%。

国际收入占比达 53%，体外诊断和新兴业务为核心引擎。分产品看，体外诊断业务实现营收 122.41 亿元 (-9.41%)，国内 MT 8000 流水线新增订单超过 360 套、新增装机近 270 套，目标在 3 年时间内将核心业务如免疫、生化、凝血在国内平均占有从 10% 左右提升至 20%；生命信息与支持业务实现营收 98.37 亿元 (-19.8%)，国际收入占该产线比重进一步提升至 74%；医学影像业务实现营收 57.17 亿元 (-18.02%)，其中国际收入占该产线比重进一步提升至 65%；新兴业务实现营收 53.78 亿 (+38.85%)，国际新兴业务实现同比增长近 30%，国内新兴业务收入占国内的比重超过 20%。分区域看，海外实现收入 176.50 亿元 (+7.4%)，欧洲市场在高增长的基础上，2025 年进一步实现 17% 的增长，国际高端战略客户贡献收入占国际比例提升至 15%。

毛净利率下滑，经营性现金流保持健康。2025 年公司毛利率为 60.3% (-2.8pp)，销售费用率 15.5% (+1.1pp)，管理费用率 4.7% (+0.3pp)，研发费用率 10.8% (+0.8pp)，公司保持高强度研发投入；财务费用率 -0.8% (+0.3pp)，主要由于利息收入减少以及汇兑损失增加；销售净利率 25.4% (-6.6pp)，盈利能力阶段性承压。经营性现金流净额为 101.4 亿 (-18.4%)，经营性现金流与归母净利润的比值为 125%，保持健康优质水平。

投资建议：考虑国内业务仍处于恢复期，下调 2026-27 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，预计 2026-28 年归母净利润为 83.28/94.28/107.59 亿 (2026-27 年原为 111.53/131.29 亿)，同比增速 2.4%/13.2%/14.1%，当前股价对应 PE 为 23.0/20.3/17.8x，维持“优于大市”评级。公司作为国产医疗器械龙头，研发实力强劲，数智化转型升级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：政策风险、汇率风险、地缘政治风险、设备招采不及预期。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,726	33,282	36,245	39,761	43,839
(+/--%)	5.1%	-9.4%	8.9%	9.7%	10.3%
净利润(百万元)	11668	8136	8328	9428	10759
(+/--%)	0.7%	-30.3%	2.4%	13.2%	14.1%
每股收益(元)	9.62	6.71	6.87	7.78	8.87
EBIT Margin	33.3%	28.3%	27.1%	28.0%	29.0%
净资产收益率 (ROE)	32.5%	21.4%	20.3%	21.3%	22.4%
市盈率 (PE)	16.4	23.5	23.0	20.3	17.8
EV/EBITDA	15.3	18.9	19.0	17.0	15.1
市净率 (PB)	5.33	5.02	4.66	4.32	3.98

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

S0980522080001

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

cnchenxibing@guosen.com.cn

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	157.76 元
总市值/流通市值	191275/191110 百万元
52 周最高价/最低价	257.00/157.36 元
近 3 个月日均成交额	1409.48 百万元

市场走势



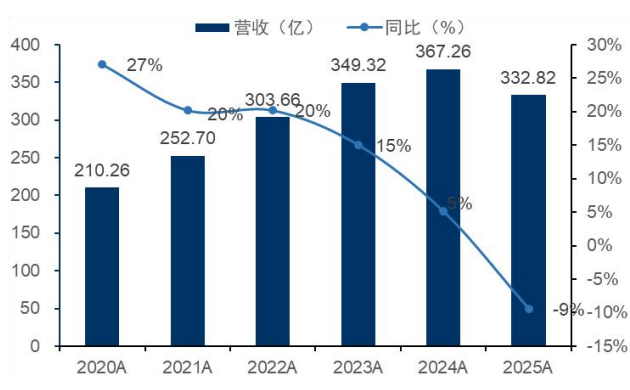
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - 国际业务增长稳健，第四季度营收同比增长有望提速》——2025-11-06
- 《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

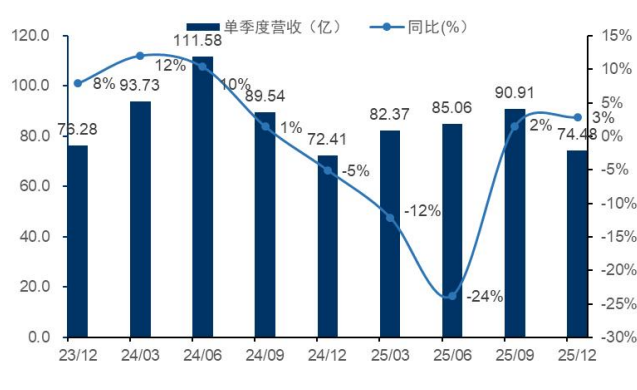
上市以来首次营收利润双降，2026年国内业务有望实现正增长。2025年公司实现营业收入332.82亿元（-9.4%），归母净利润81.36亿元（-30.3%）；其中单四季度实现营收74.48亿元（+2.9%），归母净利润5.66亿元（-45.2%）。国内医疗设备行业历经了过去连续三年的深度调整，医院当前和未来一段时间仍广泛面临经营压力带来的整体采购预算缩减，设备行业仍处于弱复苏阶段。2026年全年国内业务有望实现正增长，2027年及之后将有望进入更加稳定的持续快速增长阶段。国际业务持续加快高端战略客户渗透和本地化平台建设，有效克服了部分宏观环境的负面影响。公司将“以数智化为引擎，以本地化为根基，以生态共建为桥梁”，驱动业务稳健增长。2025年公司累计现金分红将达53.10亿元（含税），现金分红比例为65.27%。

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、%）



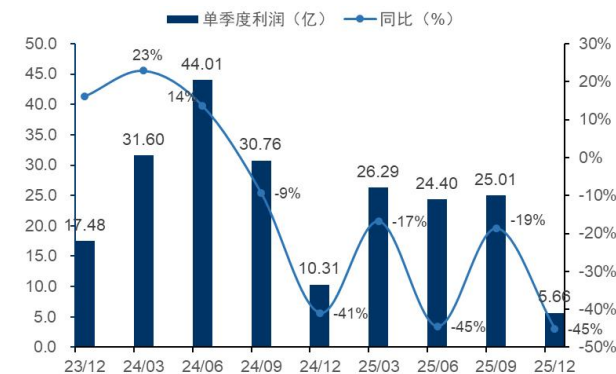
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

分产线看：2025年生命信息与支持产线、体外诊断产线、医学影像产线和新兴业务产下的收入占比分别为29.6%、36.8%、17.2%和16.2%。体外诊断业务成为第一大收入来源，以IVD试剂、微创外科耗材、微创介入耗材等为代表的流水型业务收入在2025年约占整体收入的40%。

体外诊断业务实现营收122.41亿元，同比下降9.41%，连续第二年成为占比最大的产线，国内营收结构中体外诊断业务收入比重达到约48%。国际市场MT8000全实验室智能化流水线装机20余套，迎来流水线装机的初步放量，预计2026

年将继续实现同比大幅增长，持续推进本地化建设和高端战略客群突破，国际体外诊断业务有望长期保持快速增长的趋势。国内 MT 8000 流水线新增订单超过 360 套、新增装机近 270 套，目标在 3 年时间内将核心业务如免疫、生化、凝血在国内市场的平均占有率从 10%左右提升至 20%。

生命信息与支持业务实现营收 98.37 亿元，同比下降 19.8%，国际收入占该产线整体收入的比重进一步提升至 74%。公司监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机的市场占有率均已跻身全球前三，但在海外市场的平均占有率仍低于国内水平，未来国际生命信息与支持业务有望长期保持平稳快速增长态势。截至 2025 年末，瑞智重症决策辅助系统&启元重症医学大模型实现装机医院 30 家。

医学影像业务实现营收 57.17 亿元，同比下降 18.02%，其中国际收入占该产线整体收入的比重进一步提升至 65%。超高端系列超声产品在上市第二年即实现营收超 7 亿元，同比增长超过 70%。国际超声业务的占有率尚处于个位数水平，且收入主要来源于中端和入门级型号，将持续加大海外高端市场的覆盖力度。国内不仅稳固市占率第一的行业地位，而且高端及超高端型号在国内超声收入中的占比已接近七成，未来在国内高端超声市场仍有较大的份额提升空间。

新兴业务实现营收 53.78 亿，同比增长 38.85%，国际新兴业务实现同比增长近 30%，国内新兴业务收入占国内整体业务收入的比重超过 20%。公司将在巩固电生理、冠脉通路和外周血管介入优势的基础上，积极拓展泌尿、消化、妇科及呼吸等新兴介入领域。在手术机器人赛道，公司已完成底层能力布局，在腔镜、能量平台与手术器械等领域构筑了成功的商业化产品和坚实的技术积累。公司的动物医疗收入中海外营收占比已达到约 80%。

图5：生命信息与支持业务收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2025 年公司收入分类调整，部分业务并入新兴业务分部中。

图6：体外诊断业务收入及增速（单位：亿元、%）



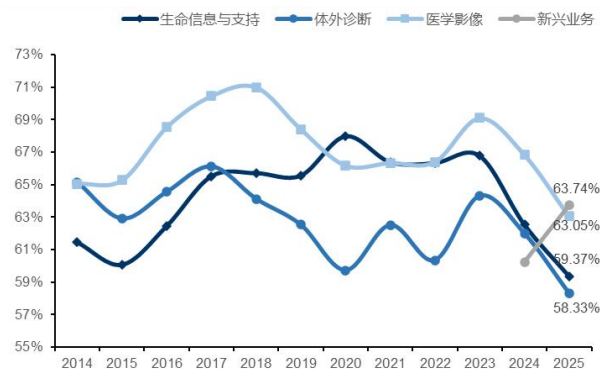
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2025 年公司收入分类调整，部分业务并入新兴业务分部中。

图7：医学影像业务（单位：亿元、%）

图8：三大类业务毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2025年公司收入分类调整，部分业务并入新兴业务分部中。

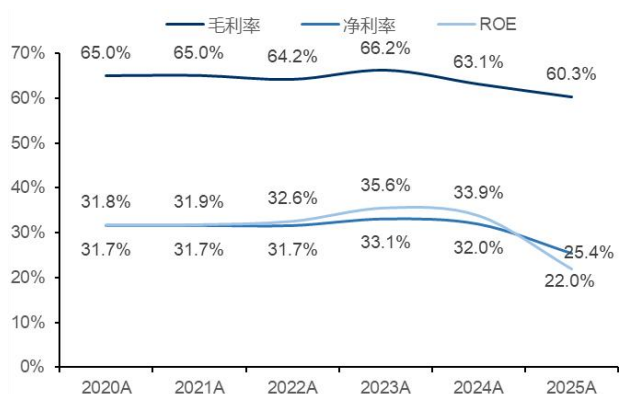


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：新兴业务涵盖微创外科、微创介入、动物医疗、其他产品等。

分区域看：2025年国内市场收入156.32亿元（-23.0%），海外市场收入176.50亿元（+7.4%），欧洲市场在2024年高增长的基础上，2025年进一步实现17%的增长。逆全球化趋势下公司加快本地化步伐，在海外建立5个研发中心，在14个国家规划本地化生产项目，其中11个已经启动生产。在美国与美敦力深化战略合作，将双方在患者监护领域的战略合作伙伴关系从医院拓展至门诊手术中心（ASC）。2026年公司国际业务有望回归快速增长，其中发展中国家和欧洲市场有望引领增长，国际业务收入占公司整体收入的比重也将进一步提升。2025年公司在生命信息与支持、体外诊断和医学影像业务上分别突破超210家、近300家、超过120家全新高端客户。国际高端战略客户贡献收入占国际整体收入比例提升至15%。

毛净利率均下滑。2025年公司毛利率为60.3%（-2.8pp），三大核心业务毛利率均下滑。销售费用率15.5%（+1.1pp），管理费用率4.7%（+0.3pp），研发费用率10.8%（+0.8pp），公司保持高强度研发投入，研发投入达39.29亿；财务费用率-0.8%（+0.3pp），主要由于利息收入减少以及汇兑损失增加；销售净利率25.4%（-6.6pp），盈利能力阶段性承压。

图9: 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

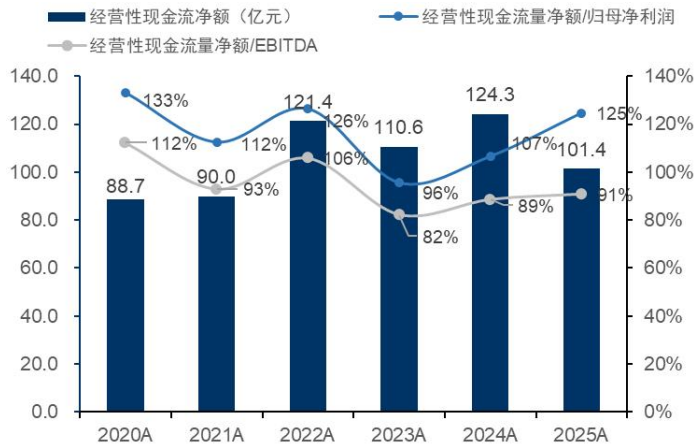
图10: 迈瑞医疗四项费用率变化情况



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

经营性现金流保持健康优质。2025年公司经营性现金流净额为101.4亿（-18.4%），经营性现金流与归母净利润的比值为125%，保持健康优质。截至2025年末，公司货币资金账面余额为176.90亿。

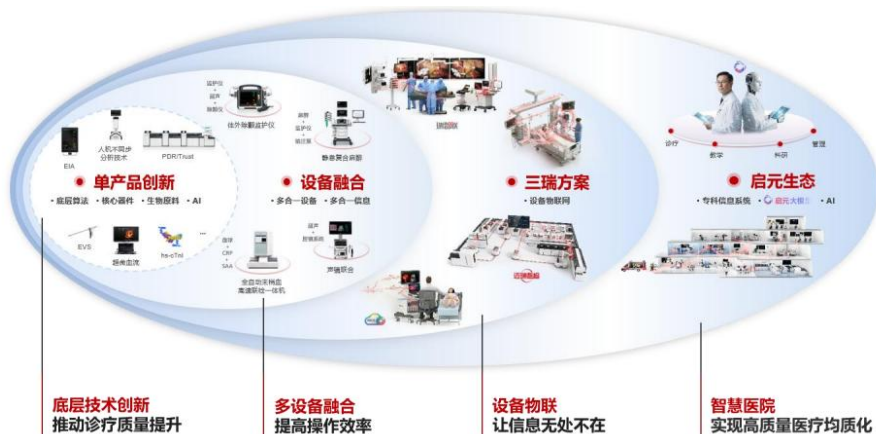
图11: 迈瑞医疗经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

继续向数智化生态方案商转型升级。截至 2025 年末，瑞智生态系统在国内实现装机医院数量累计超千家，2025 年新增项目超 170 个，其中新增三甲医院近 40 家；“迈瑞智检”实验室解决方案在全国实现近 1,100 家医院装机，其中约 80% 为三级医院，2025 年新增装机超 500 家；“瑞影生态”已经覆盖全国，实现累计装机超过 20,100 套，其中 2025 年新增装机接近 4,500 套。公司将数智化分为五个层级：底层技术突破和创新、设备融合创新、设备互联生态、启元生态 AI 大模型、具身智能。迈瑞正着力攻坚第五层，建设黑灯实验室、智能麻醉机器人、智能超声机器人、智能手术机器人等闭环强化的医疗生态。

图12: 迈瑞医疗的数智化转型



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 2026 年公司国内业务有望实现正增长，国际业务有望回归快速增长。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、微创介入等新兴业务高速放量，数智化转型引领行业。考虑国内业务仍处于恢复期，下调 2026-27 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，预计 2026-28 年归母净利润为 83.28/94.28/107.59 亿（2026-27 年原为 111.53/131.29 亿），同比增速 2.4%/13.2%/14.1%，当前股价对应 PE 为 23.0/20.3/17.8x，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 (26/4/7)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (加权)	PEG	投资评级
				24A	25A/E	26E	27E	24A	25A/E	26E	27E	(24/25A)	(26E)	
300760	迈瑞医疗	157.76	1913	9.62	6.71	6.87	7.78	16.4	23.5	23.0	20.3	22%	-	优于大市
688271	联影医疗	109.60	903	1.53	2.29	2.88	3.36	71.6	47.8	38.1	32.6	9%	1.3	优于大市
300832	新产业	46.68	367	2.33	2.15	2.55	2.97	20.1	21.7	18.3	15.7	23%	2.2	优于大市
300633	开立医疗	25.12	109	0.33	0.72	0.92	1.12	75.8	34.7	27.4	22.5	5%	0.5	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 迈瑞医疗 25 年为年报数据, 联影医疗已披露 25 年业绩快报。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	16644	17690	19654	23728	28280	营业收入	36726	33282	36245	39761	43839
应收款项	3431	3611	3773	4248	4804	营业成本	13548	13208	14809	16083	17563
存货净额	4757	5004	4902	5421	6001	营业税金及附加	401	389	399	437	482
其他流动资产	770	815	652	716	789	销售费用	5283	5145	5545	6044	6576
流动资产合计	25647	27410	29282	34413	40174	管理费用	1600	1551	1923	2045	2185
固定资产	9761	10824	11001	10924	10450	研发费用	3666	3579	3987	4294	4559
无形资产及其他	6723	6390	6136	5881	5626	财务费用	(400)	(263)	(217)	(219)	(219)
投资性房地产	14316	14462	16632	18295	19209	投资收益	69	115	100	100	100
长期股权投资	197	180	185	190	195	资产减值及公允价值变动	(112)	(335)	(500)	(450)	(450)
资产总计	56644	59267	63235	69702	75655	其他收入	(3141)	(3237)	(3181)	(3489)	(3754)
短期借款及交易性金融负债	121	124	150	200	200	营业利润	13112	9795	10205	11532	13149
应付款项	2793	3242	3137	3303	3555	营业外净收支	(92)	(121)	(139)	(160)	(184)
其他流动负债	7514	8233	8751	11179	12678	利润总额	13020	9674	10066	11372	12965
流动负债合计	10427	11600	12038	14682	16432	所得税费用	1280	1222	1409	1592	1815
长期借款及应付债券	0	4	4	4	4	少数股东损益	71	316	329	352	390
其他长期负债	5458	4652	5152	5552	5852	归属于母公司净利润	11668	8136	8328	9428	10759
长期负债合计	5458	4656	5156	5556	5856	现金流量表 (百万元)					
负债合计	15885	16255	17193	20238	22288	净利润	11668	8136	8328	9428	10759
少数股东权益	4902	4918	5033	5156	5293	资产减值准备	(292)	98	59	31	3
股东权益	35856	38093	41008	44308	48074	折旧摊销	1339	1574	1150	1319	1451
负债和股东权益总计	56644	59267	63235	69702	75655	公允价值变动损失	112	335	500	450	450
关键财务与估值指标						财务费用	(400)	(263)	(217)	(219)	(219)
每股收益	9.62	6.71	6.87	7.78	8.87	营运资本变动	(3413)	(157)	(1096)	306	(72)
每股红利	4.50	5.80	4.46	5.05	5.77	其它	330	(55)	56	92	134
每股净资产	29.57	31.42	33.82	36.54	39.65	经营活动现金流	9744	9932	8997	11625	12725
ROIC	33%	22%	21%	24%	28%	资本开支	0	(1549)	(1631)	(1468)	(1175)
ROE	33%	21%	20%	21%	22%	其它投资现金流	(3)	(246)	(10)	0	0
毛利率	63%	60%	59%	60%	60%	投资活动现金流	(133)	(1777)	(1646)	(1473)	(1180)
EBIT Margin	33%	28%	27%	28%	29%	权益性融资	72	36	0	0	0
EBITDA Margin	37%	33%	30%	31%	32%	负债净变化	(1)	4	0	0	0
收入增长	5%	-9%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(5456)	(7032)	(5413)	(6128)	(6994)
净利润增长率	1%	-30%	2%	13%	14%	其它融资现金流	(912)	6913	26	50	0
资产负债率	37%	36%	35%	36%	36%	融资活动现金流	(11754)	(7108)	(5387)	(6078)	(6994)
息率	2.9%	3.7%	2.8%	3.2%	3.7%	现金净变动	(2143)	1046	1964	4074	4551
P/E	16.4	23.5	23.0	20.3	17.8	货币资金的期初余额	18787	16644	17690	19654	23728
P/B	5.3	5.0	4.7	4.3	4.0	货币资金的期末余额	16644	17690	19654	23728	28280
EV/EBITDA	15.3	18.9	19.0	17.0	15.1	企业自由现金流	-	8090	6884	9713	11151
						权益自由现金流	-	15006	7305	10223	11703

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 ±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 ±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所提及的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