



# 国内逐步筑底企稳，国际收入持续增长

## 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年度报告, 2025 年实现营业收入 332.82 亿元(-9.38%), 归母净利润 81.36 亿元(-30.28%), 扣非归母净利润 80.69 亿元(-29.48%)。其中, Q4 单季度实现营业收入 74.48 亿元, 归母净利润 5.66 亿元。
- **国际业务稳健增长, 国内市场短期承压。** 国际市场方面, 公司持续加快高端战略客户渗透和本地化平台建设, 实现收入 176.50 亿元, 同比增长 7.40%, 占公司整体收入比重提升至 53%。其中, 欧洲市场进一步实现 17% 的增长, 国际新兴业务实现同比增长近 30%。国内市场方面, 受多重政策影响及设备行业调整等因素, 实现收入 156.32 亿元, 同比下降 22.97%。尽管如此, 国内新兴业务表现出高增长潜力, 与体外诊断业务的合计营收占国内业务营收的比例达到近七成。
- **新兴业务高速增长, 超高端影像与流水线装机表现突出。** 分业务来看, 体外诊断业务实现收入 122.41 亿元, 同比下降 9.41%, 占集团整体收入比重超过 36%, 连续第二年成为占比最大的产线; MT 8000 全实验室智能化流水线装机进展迅速, 国际市场装机 20 余套, 国内市场新增订单超过 360 套、新增装机近 270 套。生命信息与支持业务实现收入 98.37 亿元, 同比下降 19.80%, 国际收入占该产线比重提升至 74%。医学影像业务实现收入 57.17 亿元, 同比下降 18.02%, 国际收入占比提升至 65%; 超高端系列超声产品上市第二年即实现营收超 7 亿元, 同比增长超过 70%。新兴业务(微创外科、微创介入及动物医疗等)实现收入 53.78 亿元, 同比增长 38.85%, 占整体业务收入比重约 16%。
- **持续高研发投入, 数智化创新成果不断落地。** 公司继续保持高研发投入, 2025 年研发投入达 39.29 亿元, 占同期营业收入的比重达 11.80%。公司在“设备+IT+AI”数智医疗生态系统战略上持续取得成果。在体外诊断领域, 正式发布启元检验大模型, 构建四大智能体实现全流程智能化闭环。在生命信息与支持领域, 瑞智重症决策辅助系统&启元重症医学大模型在国内实现装机医院 30 家。在医学影像领域, 发布了“瑞影·AI+”解决方案和启元超声大模型, “瑞影生态”全国累计装机超 20,100 套, 2025 年新增装机超 4,500 套。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2026~2028 年归母净利润分别为 92、103.9、121 亿元, 对应 EPS 为 7.59、8.57、9.98 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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	33282.16	36015.34	40820.24	46575.89
增长率	-9.38%	8.21%	13.34%	14.10%
归属母公司净利润(百万元)	8135.78	9201.53	10385.42	12104.11
增长率	-30.28%	13.10%	12.87%	16.55%
每股收益 EPS(元)	6.71	7.59	8.57	9.98
净资产收益率 ROE	19.65%	18.90%	18.12%	17.96%
PE	24	21	18	16
PB	5.04	4.23	3.56	3.00

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: duxy@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)	12.11
52 周内股价区间(元)	158.4-248.24
总市值(亿元)	1,920.51
总资产(亿元)	592.67
每股净资产(元)	31.42

## 相关研究

1. 迈瑞医疗(300760): 25Q3 收入同比增速转正, 国际收入增长提速 (2025-11-07)
2. 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)
3. 迈瑞医疗(300760): 24 年国内短期承压, 海外收入高增长 (2025-05-07)

## 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（传导到业绩端在 25H2），且国内超声刀和腔镜吻合器等高值耗材从 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。国际平均市占率仍然较低，未来将持续平稳快速增长。因此预计后续 2026-2028 年销量分别同比 1.8%、8.3%、10.4%。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 26-28 年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，整体呈现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 2026-2028 年收入同比 5.5%、13.4%、14%（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 25Q3 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，超高端系列超声显著提升综合竞争力与品牌影响力，国际 MIS 将实现长期可持续的快速增长。预计 2026-2028 年销量同比 9.9%、12.3%、12.5%。预计 26 年开始价格及毛利率短期内保持稳定。

**假设 4：新兴业务：**含微创外科、微创介入、动物医疗等。预计 2026 年新兴业务增速将显著快于公司平均。预计 2026-2028 年销量将上涨 24.3%、21.9%、20.7%。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 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
生命信息与支持	收入	9837	10016	10844	11975
	增速	-19.8%	1.8%	8.3%	10.4%
	毛利率	59.4%	59.7%	59.7%	59.7%
体外诊断	收入	12241	12917	14649	16699
	增速	-9.4%	5.5%	13.4%	14.0%
	毛利率	58.3%	58.1%	58.5%	59.0%
医学影像	收入	5,717	6,284	7,059	7,939
	增速	-18.0%	9.9%	12.3%	12.5%
	毛利率	63.1%	63.1%	63.2%	63.3%
新兴业务	收入	5378	6683	8146	9836
	增速	38.8%	24.3%	21.9%	20.7%
	毛利率	63.7%	63.7%	63.8%	64.2%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
其他业务	收入	110	116	121	127
	增速	8.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	56.4%	56.4%	56.4%	56.4%
合计	收入	33,282	36,015	40,820	46,576
	增速	-9.4%	8.2%	13.3%	14.1%
	毛利率	60.3%	60.5%	60.1%	60.4%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	33282.16	36015.34	40820.24	46575.89	净利润	8451.47	9584.93	10818.14	12608.45
营业成本	13207.84	14243.84	16294.28	18435.93	折旧与摊销	1600.97	1042.37	1213.73	1383.78
营业税金及附加	389.48	432.18	489.84	558.91	财务费用	-262.91	-300.00	-300.00	-299.00
销售费用	5145.14	5402.40	6050.68	6837.27	资产减值损失	-335.84	-250.00	-250.00	-250.00
管理费用	1550.68	1705.75	1893.38	2101.65	经营营运资本变动	367.89	-3023.74	-365.03	-396.97
财务费用	-262.91	-300.00	-300.00	-299.00	其他	323.38	-23.75	-157.23	511.02
资产减值损失	-335.84	-250.00	-250.00	-250.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>10144.97</b>	<b>7029.82</b>	<b>10959.62</b>	<b>13557.28</b>
投资收益	114.95	100.00	100.00	100.00	资本支出	-6472.38	-4000.00	-4500.00	-3000.00
公允价值变动损益	0.49	5.00	5.00	5.00	其他	5962.98	144.39	105.00	105.00
其他经营损益	527.36	600.00	600.00	600.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-509.40</b>	<b>-3855.61</b>	<b>-4395.00</b>	<b>-2895.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>9794.89</b>	<b>11016.97</b>	<b>12418.35</b>	<b>14452.78</b>	短期借款	-5.07	4.67	-1.50	2.50
其他非经营损益	-120.93	-125.00	-125.00	-125.00	长期借款	3.72	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>9673.97</b>	<b>10891.97</b>	<b>12293.35</b>	<b>14327.78</b>	股权融资	-670.90	0.00	0.00	0.00
所得税	1222.49	1307.04	1475.20	1719.33	支付股利	-5310.49	-1627.16	-1840.31	-2077.08
净利润	8451.47	9584.93	10818.14	12608.45	其他	-740.94	-83.92	300.00	299.00
少数股东损益	315.70	383.40	432.73	504.34	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-6723.68</b>	<b>-1706.40</b>	<b>-1541.81</b>	<b>-1775.58</b>
归属母公司股东净利润	8135.78	9201.53	10385.42	12104.11	<b>现金流量净额</b>	<b>2717.18</b>	<b>1467.80</b>	<b>5022.81</b>	<b>8886.69</b>
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	17690.37	19158.17	24180.98	33067.68	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3884.04	3985.83	4544.84	5217.74	销售收入增长率	-9.38%	8.21%	13.34%	14.10%
存货	5003.72	5478.75	6785.37	7443.96	营业利润增长率	-25.30%	12.48%	12.72%	16.38%
其他流动资产	832.03	837.16	915.43	1009.19	净利润增长率	-28.01%	13.41%	12.87%	16.55%
长期股权投资	179.69	179.69	179.69	179.69	EBITDA 增长率	-20.96%	5.63%	13.37%	16.54%
投资性房地产	31.87	31.87	31.87	31.87	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	10824.45	14398.81	18301.81	20534.77	毛利率	60.32%	60.45%	60.08%	60.42%
无形资产和开发支出	18074.94	17467.87	16860.79	16253.72	三费率	19.33%	18.90%	18.73%	18.55%
其他非流动资产	2745.66	2736.00	2726.34	2716.68	净利率	25.39%	26.61%	26.50%	27.07%
<b>资产总计</b>	<b>59266.77</b>	<b>64274.15</b>	<b>74527.14</b>	<b>86455.30</b>	ROE	19.65%	18.90%	18.12%	17.96%
短期借款	0.33	5.00	3.50	6.00	ROA	14.26%	14.91%	14.52%	14.58%
应付和预收款项	6156.89	6404.51	7321.28	8339.69	ROIC	14.78%	14.87%	14.36%	15.38%
长期借款	4.06	4.06	4.06	4.06	EBITDA/销售收入	33.45%	32.65%	32.66%	33.36%
其他负债	10094.17	7151.75	7511.62	7887.51	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16255.45</b>	<b>13565.33</b>	<b>14840.47</b>	<b>16237.27</b>	总资产周转率	0.57	0.58	0.59	0.58
股本	1212.44	1212.44	1212.44	1212.44	固定资产周转率	4.51	3.90	3.25	2.98
资本公积	6080.77	6080.77	6080.77	6080.77	应收账款周转率	8.20	8.53	9.04	8.97
留存收益	30750.42	38324.80	46869.91	56896.94	存货周转率	2.48	2.49	2.56	2.55
归属母公司股东权益	38093.33	45407.44	53952.55	63979.58	销售商品提供劳务收到现金营业收入	110.84%	—	—	—
少数股东权益	4917.99	5301.39	5734.11	6238.45	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>43011.32</b>	<b>50708.83</b>	<b>59686.67</b>	<b>70218.03</b>	资产负债率	27.43%	21.11%	19.91%	18.78%
负债和股东权益合计	59266.77	64274.15	74527.14	86455.30	带息债务/总负债	0.03%	0.07%	0.05%	0.06%
					流动比率	2.36	3.31	3.58	4.04
					速动比率	1.93	2.69	2.91	3.39
					股利支付率	65.27%	17.68%	17.72%	17.16%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	11132.96	11759.34	13332.08	15537.57	每股收益	6.71	7.59	8.57	9.98
PE	23.61	20.87	18.49	15.87	每股净资产	31.42	37.45	44.50	52.77
PB	5.04	4.23	3.56	3.00	每股经营现金	8.37	5.80	9.04	11.18
PS	5.77	5.33	4.70	4.12	每股股利	4.38	1.34	1.52	1.71
EV/EBITDA	15.40	14.45	12.37	10.04					
股息率	2.77%	0.85%	0.96%	1.08%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn