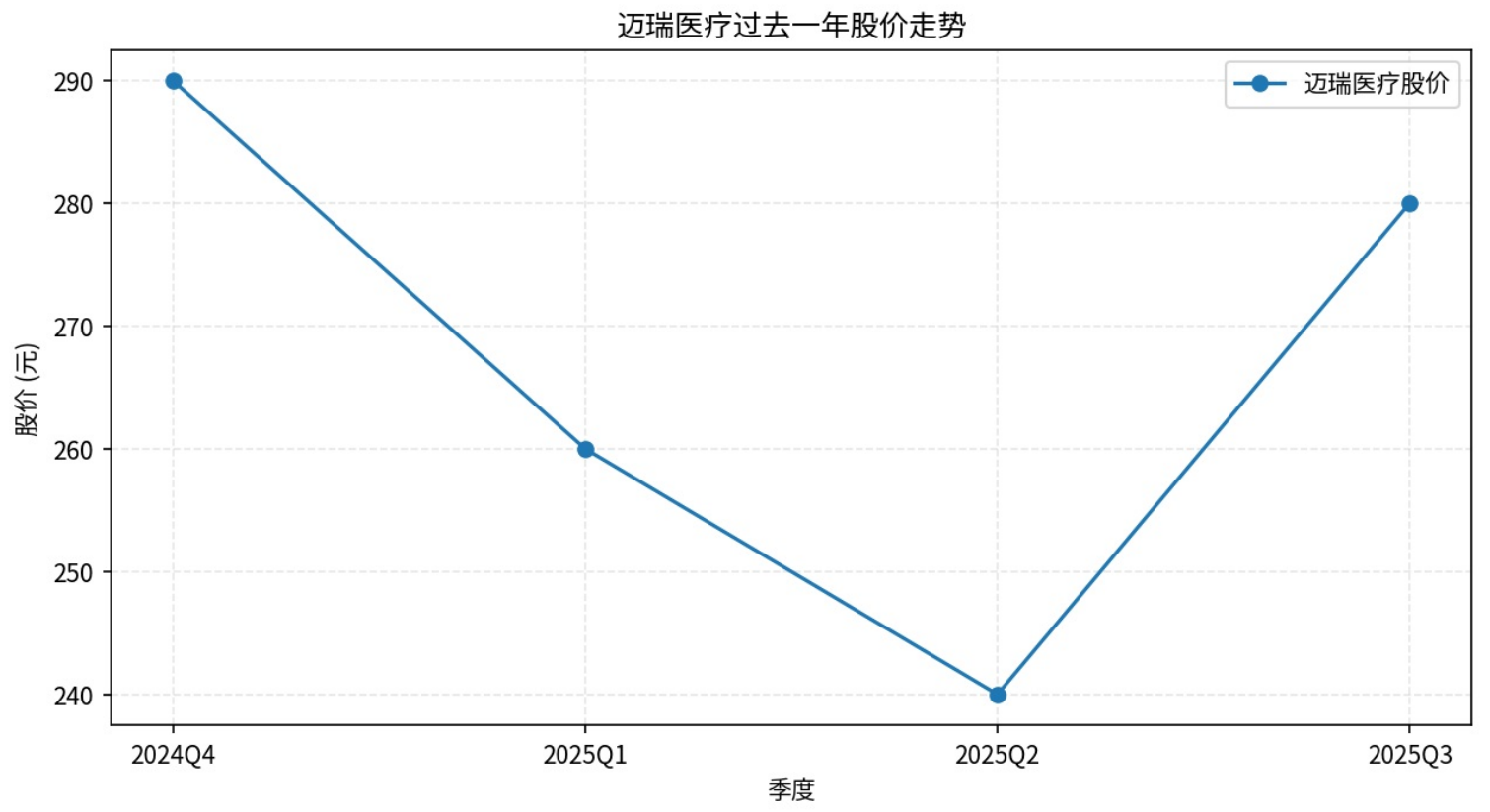


研报摘要

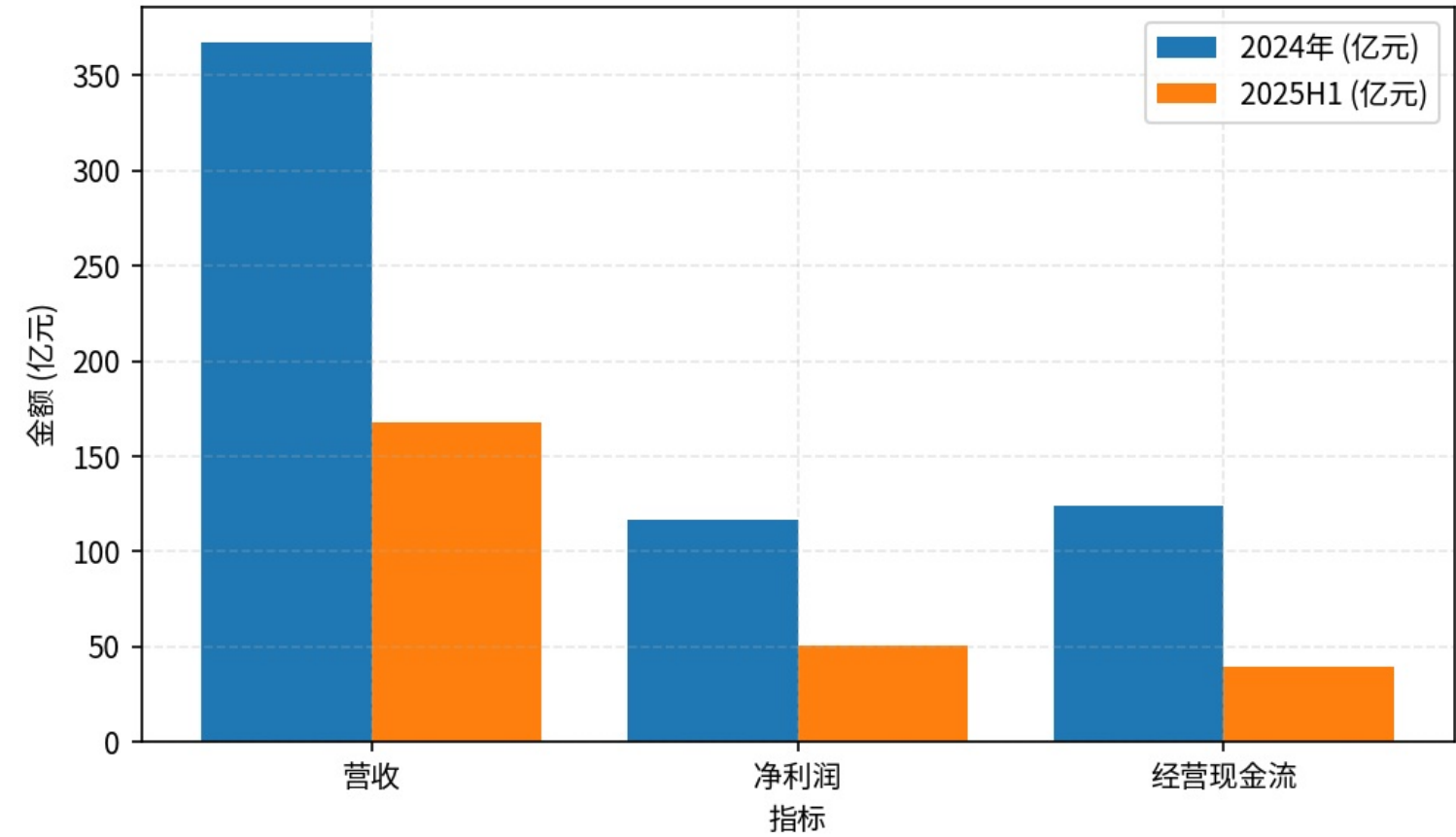
迈瑞医疗（300760.SZ）作为国内医疗器械领军企业，凭借创新驱动的全产业链布局（研发-制造-销售-服务），构建技术领先壁垒，海外收入占比近50%，现金流质量卓越（经营现金流/净利润>1，ROE稳定25%以上），支撑高分红与回购。

核心投资逻辑：

- **商业模式稳健：**全产业链覆盖影像、监护、诊断等领域，高端产品毛利率超65%，服务业务占比提升驱动复购。
- **创新驱动强劲：**研发投入占比稳定10%，专利数万件，AI+超声、电生理新品迭代赋能品牌向上。
- **出海提速拐点：**2025H1海外收入占比49.8%，新兴市场高速增长，2025Q3预计营收/净利转正（营收+5-10%，净利国际驱动）。
- **财务质量优异：**2024年营收367亿、净利117亿，经营现金124亿；2025H1净利增速33%，自由现金流正向。



迈瑞医疗近期财务关键指标



盈利预测与投资建议：

年份	营收 (亿元)	净利 (亿元)	EPS (元)	PE (x)	目标价 (元)
2025	380-400	130-140	10.5-11.5	35	380-450
2026	420-450	145-160	12.0-13.0	32	420-500
2027	460-500	160-180	13.5-14.5	30	450+

投资结论：买入，目标均价420元。核心催化：2025Q3业绩拐点+出海加速。风险：集采扩围、海外壁垒、研发不及预期。

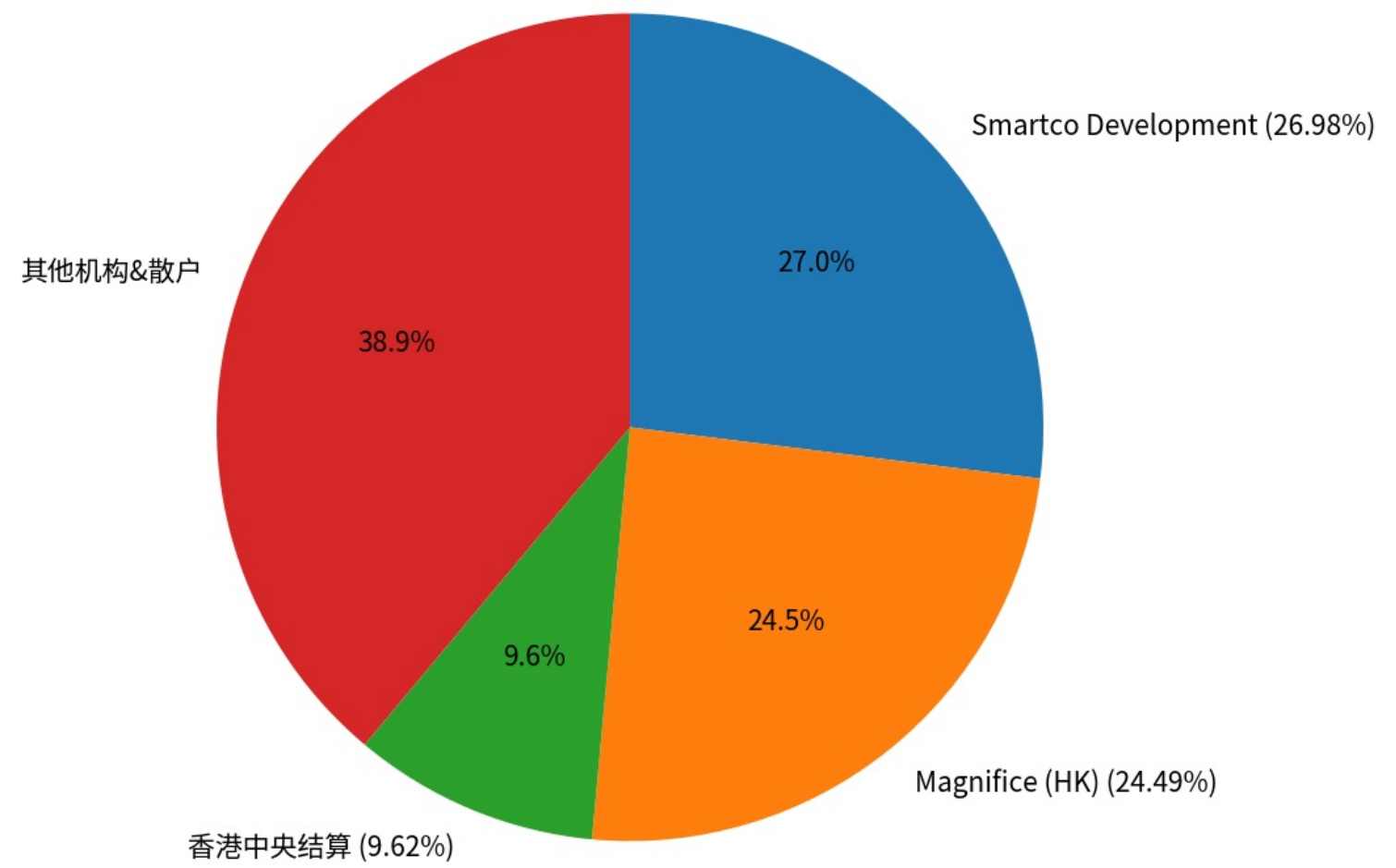
一、公司发展历程与商业模式剖析：创新驱动的全产业链布局

迈瑞医疗（300760.SZ）成立于1991年，从代理进口设备起步，历经萌芽、快速发展与全面领先三个阶段，已成长为全球医疗器械百强国内首位企业。凭借“研发-制造-销售-服务”全产业链布局，公司实现国产替代与全球化扩张，2025H1海外收入占比达49.8%，高端产品驱动毛利率稳定62.9%。

发展历程关键节点

阶段	时间	关键事件
萌芽期	1991-2010	推出首款国产监护仪DC系列，进入IVD领域；2008年美股上市。
快速发展期	2011-2020	产品线全覆盖，2018年A股IPO募资百亿；疫情受益营收破200亿，海外占比升至40%。
全面领先期	2021至今	收购惠泰医疗进军电生理，海外占比近50%；累计研发投入超400亿元，全球监护/超声市占率Top3/Top10。

迈瑞医疗股权架构 (前三大股东占比)

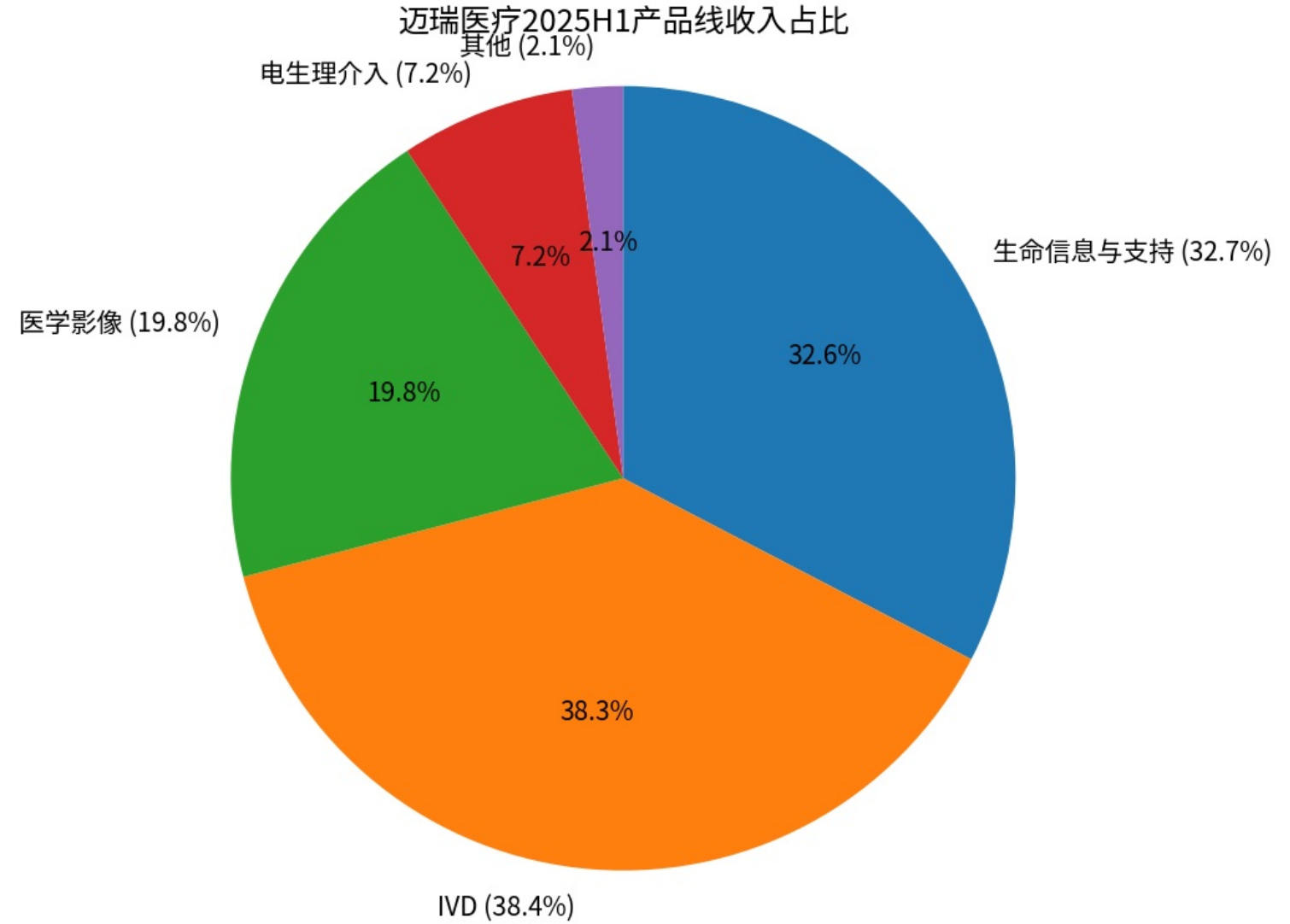


股权架构稳定：创始人李西廷（Smartco Development，26.98%）、徐航（Magnifice (HK)，24.49%）合计控制超

50%，机构持仓高，支持长期战略执行。2024年以66亿元收购惠泰医疗（688617.SH）控制权，补齐心血管介入短板（2025H1收入占比7.2%，毛利率71.9%）。

1.1 产品线全覆盖与市场份额领先

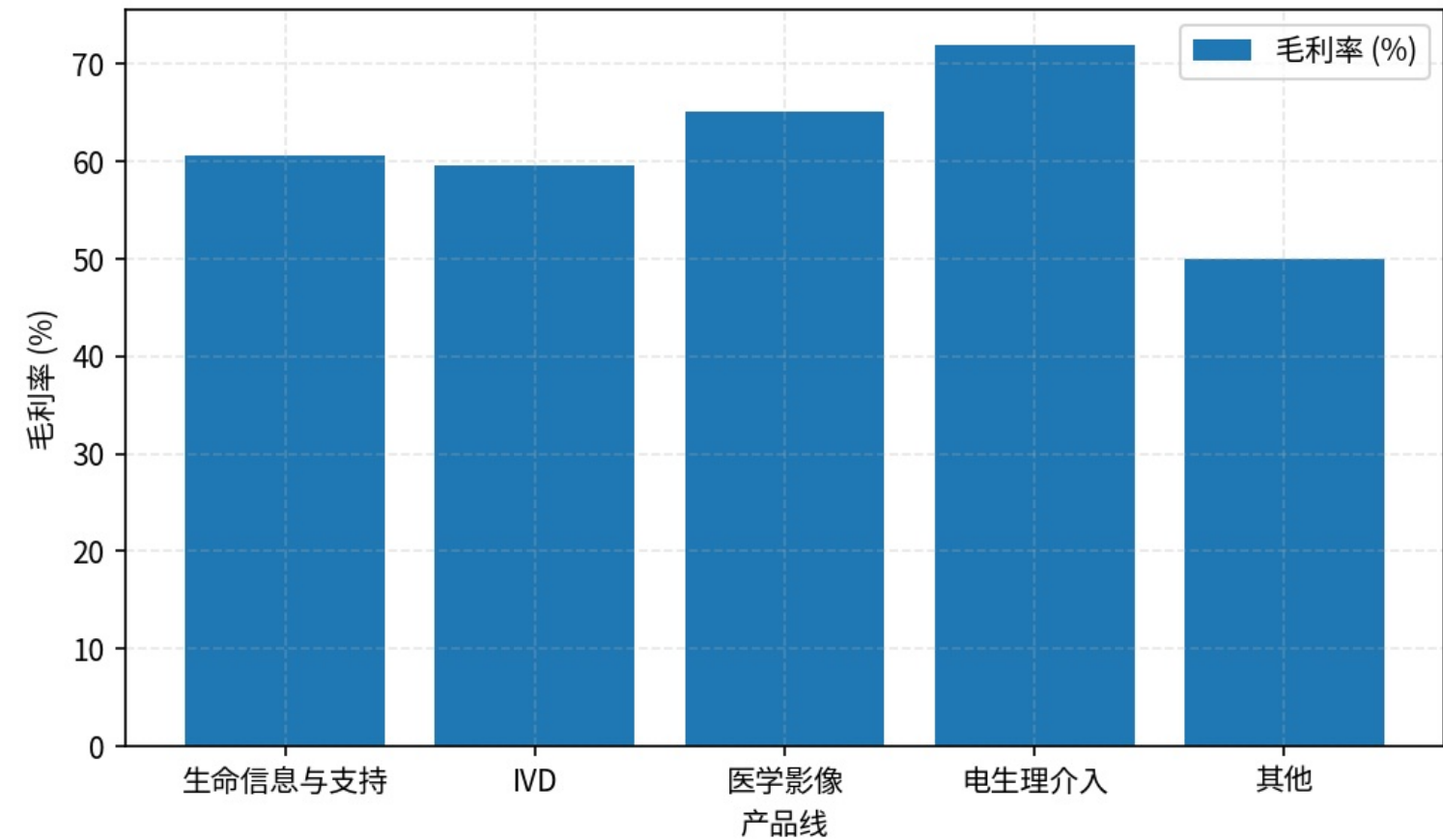
公司五大产品线覆盖生命信息与支持（监护仪/呼吸机）、IVD（体外诊断）、医学影像（超声）、电生理&介入及其他，2025H1收入结构均衡，高端化趋势明显。



产品线	收入占比	毛利率	国内份额	全球份额
生命信息与支持	32.7%	60.6%	>30% (第一)	Top3
IVD	38.4%	59.5%	>25% (第一)	Top10
医学影像	19.8%	65.1%	>20% (第一)	Top10
电生理介入	7.2%	71.9%	~10%	成长中
其他	2.1%	~50%	-	-

全产业链垂直整合自研核心芯片/传感器，规模效应降低成本，提升定价权；服务&耗材复购贡献稳定现金流。

迈瑞医疗2025H1产品线毛利率



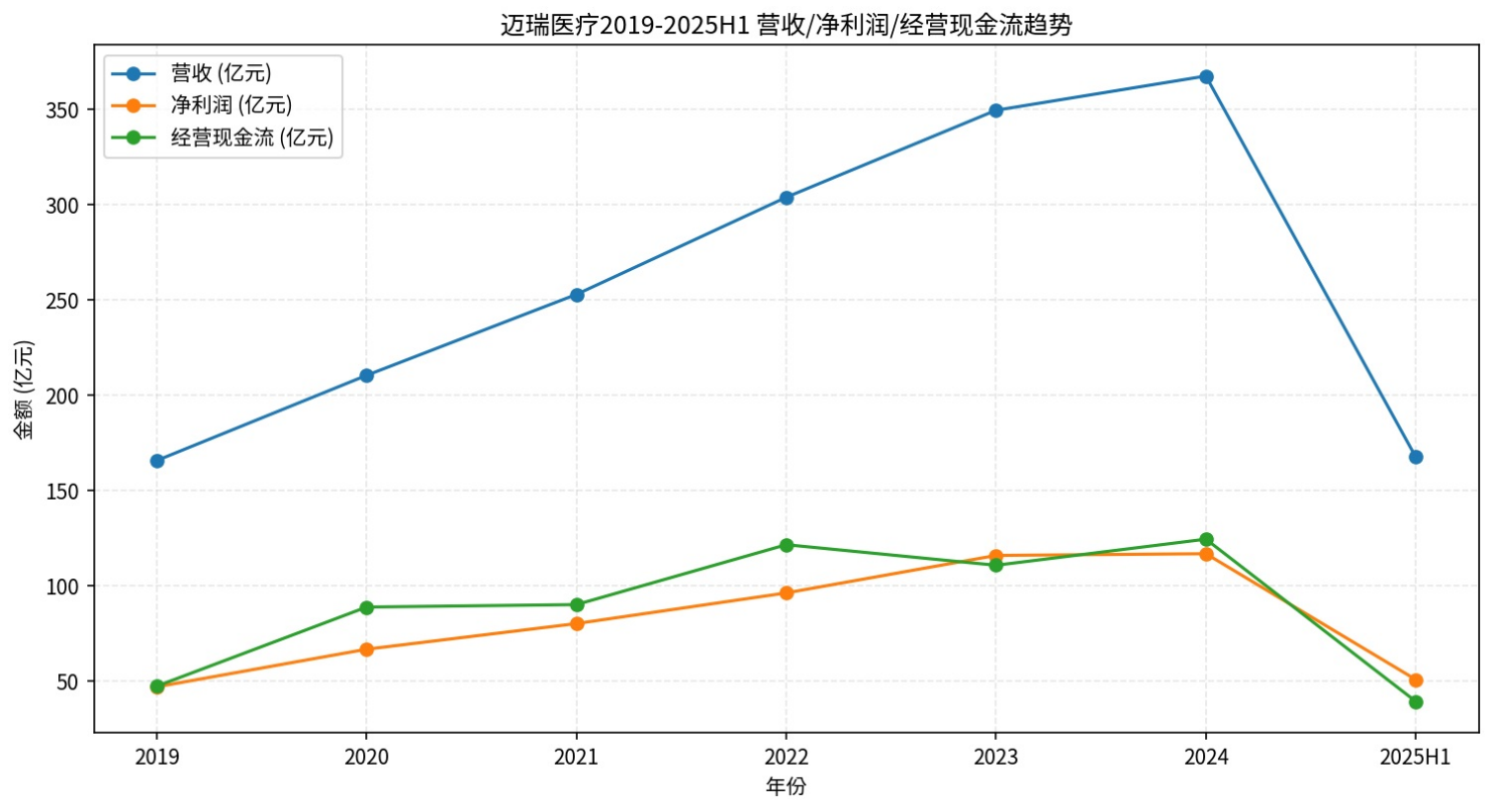
1.2 渠道与产能布局：服务网络支撑复购

渠道模式：国内直销（三级医院80%）+经销商（基层20%），海外经销商为主（覆盖150国）+直销高端客户。单店效率高，渗透率国内领先。

产能&本地化：中国产能占80%（深圳/扬州），海外美国（监护）、新加坡（超声）工厂占比20%，年产能超10亿件，利用率高。全球2万服务工程师网络，确保快速响应，耗材/售后复购率超50%，支撑长期盈利。

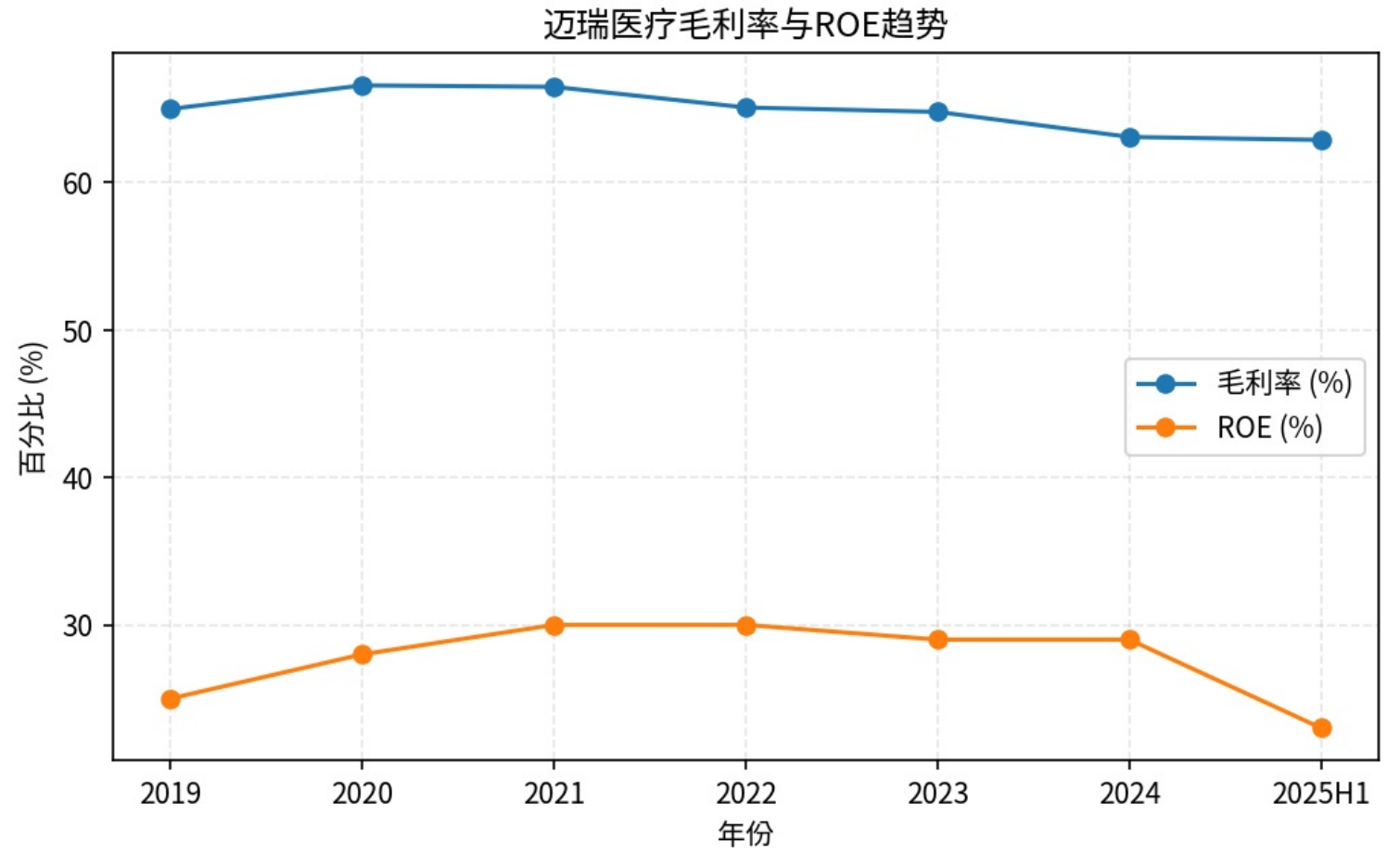
二、财务质量卓越：现金流强劲&费用高效控制

迈瑞医疗财务质量行业领先，2025H1营收167.43亿元（YoY+2.3%）、归母净利润50.69亿元（YoY+33.1%），经营现金流39.22亿元持续高于净利润，自由现金流约33亿元正向，ROE年化约23%。低负债率（~25%）、货币资金充裕（~170亿元），支撑扩张、分红与回购，实现“现金为王”的高质量增长。



盈利能力与效率指标稳定高位

毛利率高位震荡于62-66%，得益于高端产品占比提升（影像65%、电生理72%）；ROE持续25-30%，资本利用效率远超行业。

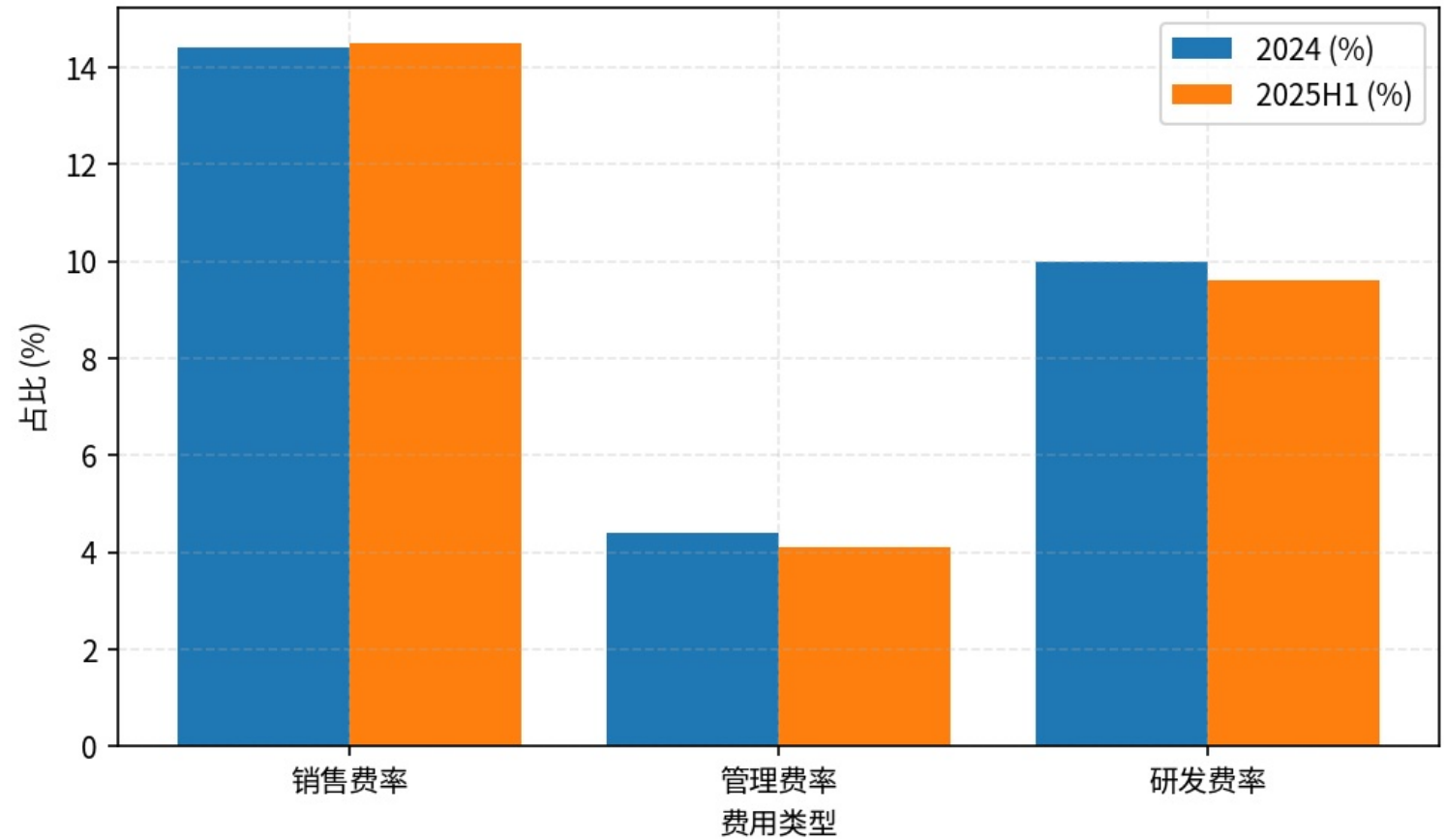


关键指标	2024年	2025H1	趋势
毛利率	63.1%	62.9%	稳定
ROE (年化)	~29%	~23%	高位
经营现金/净利润	>1	>0.77	优秀
自由现金流 (亿元)	~36	~33	正向

费用高效控制：规模效应显现

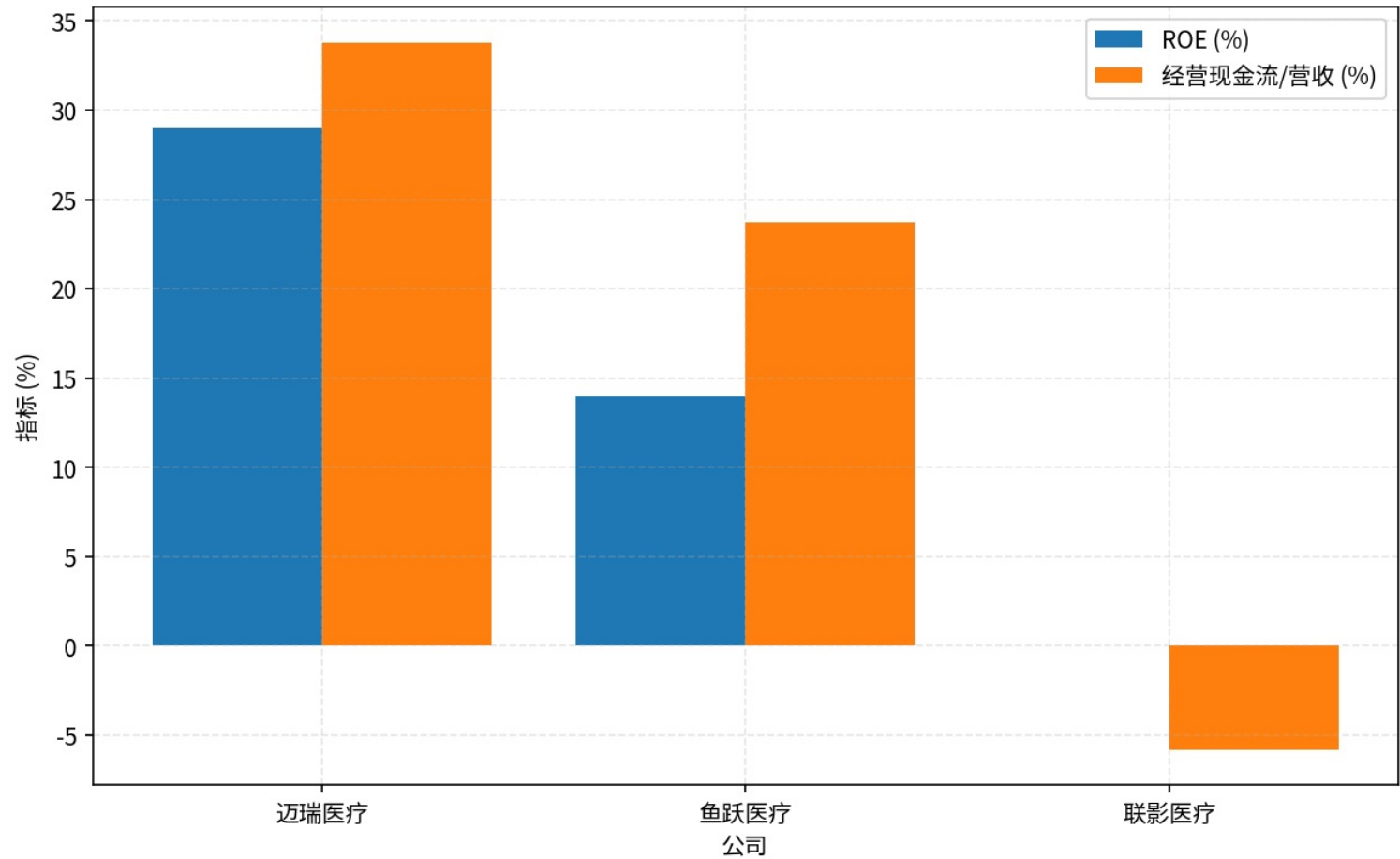
三费率优化明显，总费率降至~19%，研发占比稳定9.6-10%（累计超400亿元），销售/管理费率受益渠道优化与规模扩张而下降。

迈瑞医疗三费率控制 (2024 vs 2025H1)



单机指标优异：低折旧（2025H1~4亿元）、CAPEX强度2-3%，在建工程~73亿元聚焦产能扩张；与鱼跃医疗（002223）、联影医疗（688271）对比，迈瑞规模、现金流、ROE全面领先。

迈瑞医疗与竞品财务质量对比 (2024)

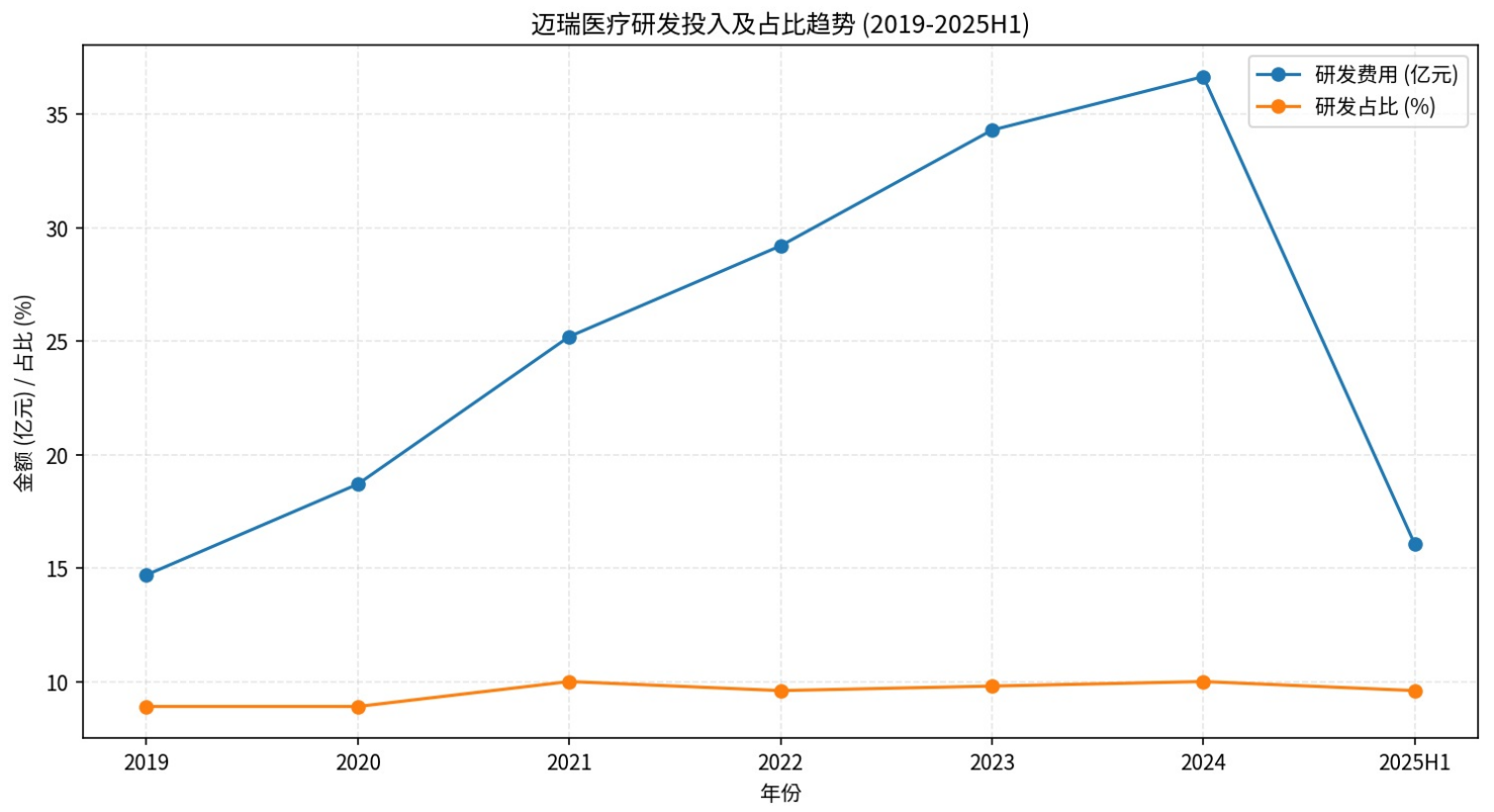


现金流构成：经营活动净现金流入强劲，非应收驱动；投资现金流净正（2025H1+6亿元），高效配置。2025Q3预计

经营现金~30亿元，全年财务拐点确立。

三、创新驱动与技术鱼池：研发领先赋能品牌向上

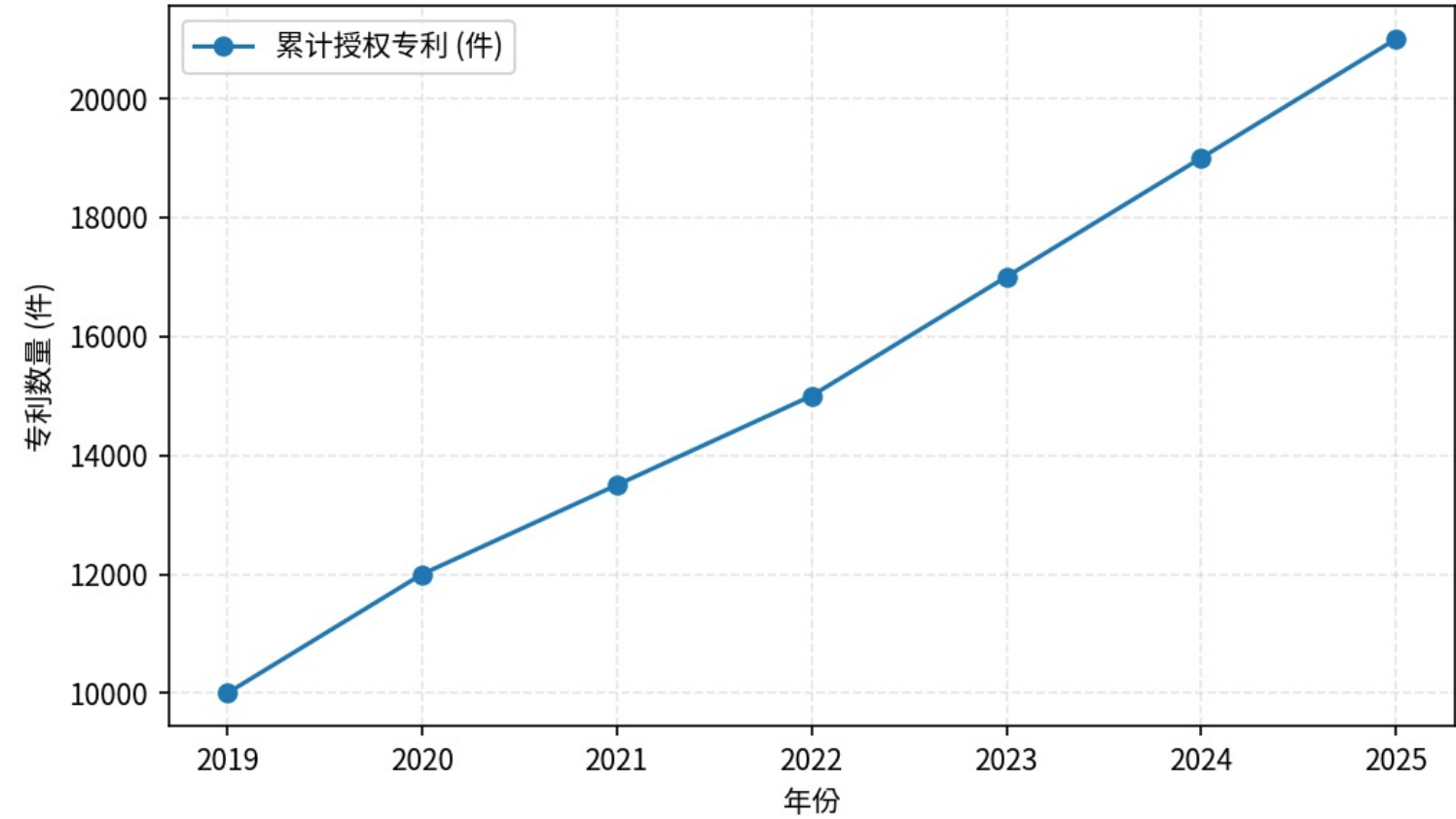
迈瑞医疗构建深厚“技术鱼池”，累计研发投入超400亿元，2025H1研发占比9.6%，研发人员约1.2-1.6万名（总员工占比超60%），全球8大研发中心支撑AI融合创新。专利授权超2万件，形成核心壁垒，赋能高端产品迭代，驱动毛利率稳定高位（电生理71.9%、影像65.1%）。



研发投入与专利积累领先行业

研发费用CAGR超20%，占比稳定9-10%，聚焦AI算法、芯片自研，确保技术自主可控。专利申请/授权年增15-20%，覆盖影像、监护、IVD全线。

迈瑞医疗专利累计授权趋势



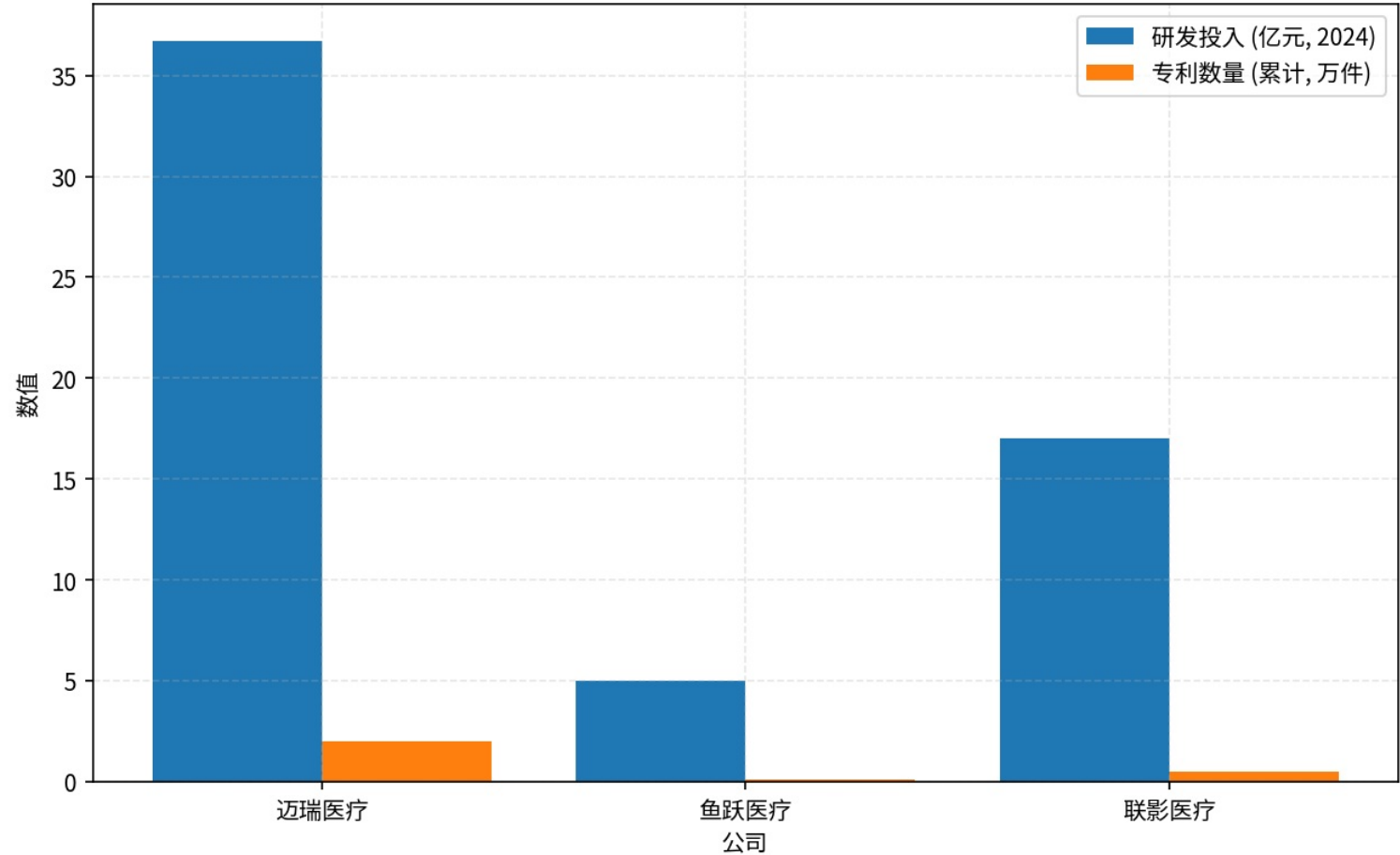
年份	研发费用 (亿元)	占比 (%)	累计授权专利 (件)
2024	36.66	10.0	~1.9万
2025H1	16.07	9.6	~2万+

技术亮点与产品迭代赋能品牌向上

核心创新： - **AI超声：** Resona系列（Resona 9X/A20），集成AI穿刺引导/宽景成像，年迭代，全球Top10份额。 - **高端监护：** PM/BeneVision N系列，全球市占Top3，AI预警功能领先。 - **电生理&心血管：** 惠泰协同，EP系统/射频消融，2025商业化加速，高毛利72%。 - **动物医疗：** iVet/iScan系列，海外占比80%，新兴高增长。

产品迭代节奏快，年均10+新品，3-5年大代更新，支撑品牌从“高性价比” 向 “高端技术” 转型。

迈瑞医疗与竞品研发投入&专利对比 (2024)

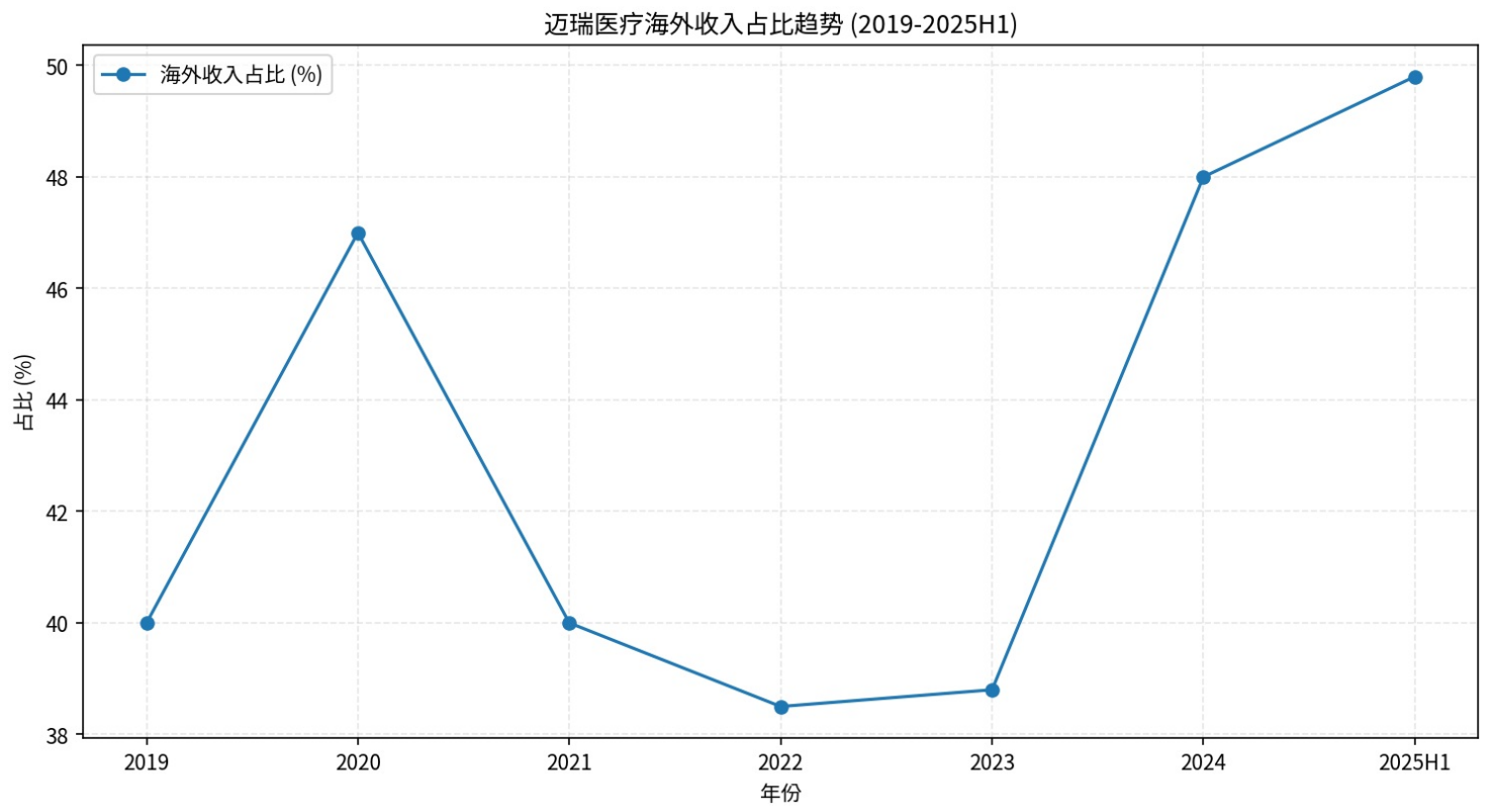


竞品对比：研发投入/专利规模远超鱼跃医疗（~5亿元/千件）、联影医疗（~17亿元/5千件），效率更高，订单转化领先（海外高端大单频现）。

技术鱼池驱动创新闭环：自研核心部件降低成本，提升定价权与全球竞争力，2025Q3新品放量预期强劲。

四、出海加速与2025Q3业绩拐点：全球化机遇把握

全球医疗器械市场规模超5000亿美元，CAGR~5-7%，受益老龄化与新兴市场渗透，中国企业出海空间广阔。迈瑞医疗海外收入占比由2019年的40%升至2025H1的49.8%，新兴市场（亚太10.5%、拉美8.3%）增速25-30%，属地化工厂（美国监护、新加坡超声）规避关税，提升服务响应与复购率。

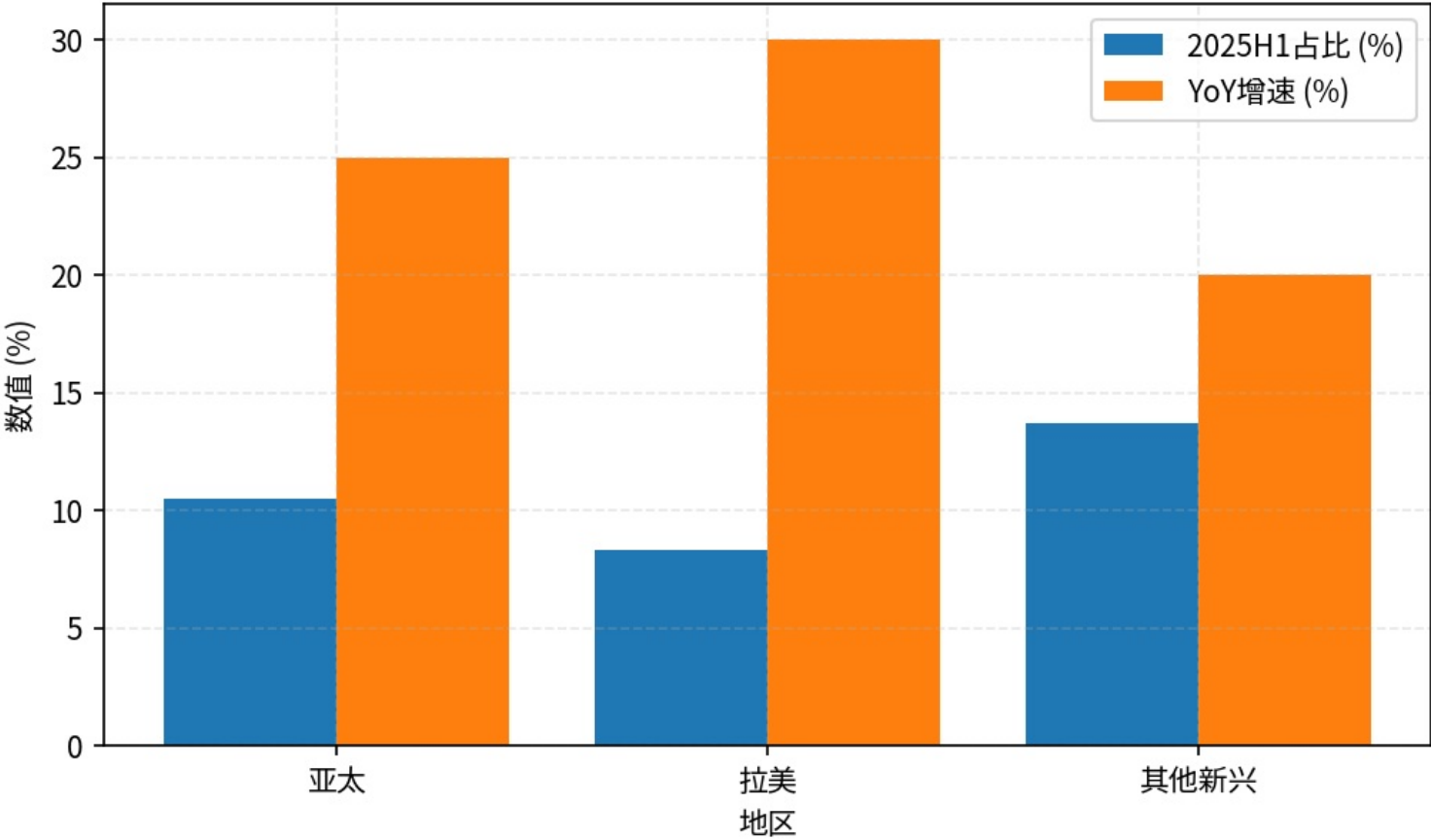


出海三阶段与大事记

公司出海历经跟随者（1991-2010代理起步）、挑战者（2011-2020并购扩张）、领导者（2021至今占比50%），本地化产能占比20%，覆盖150国，经销商+直销模式成熟。

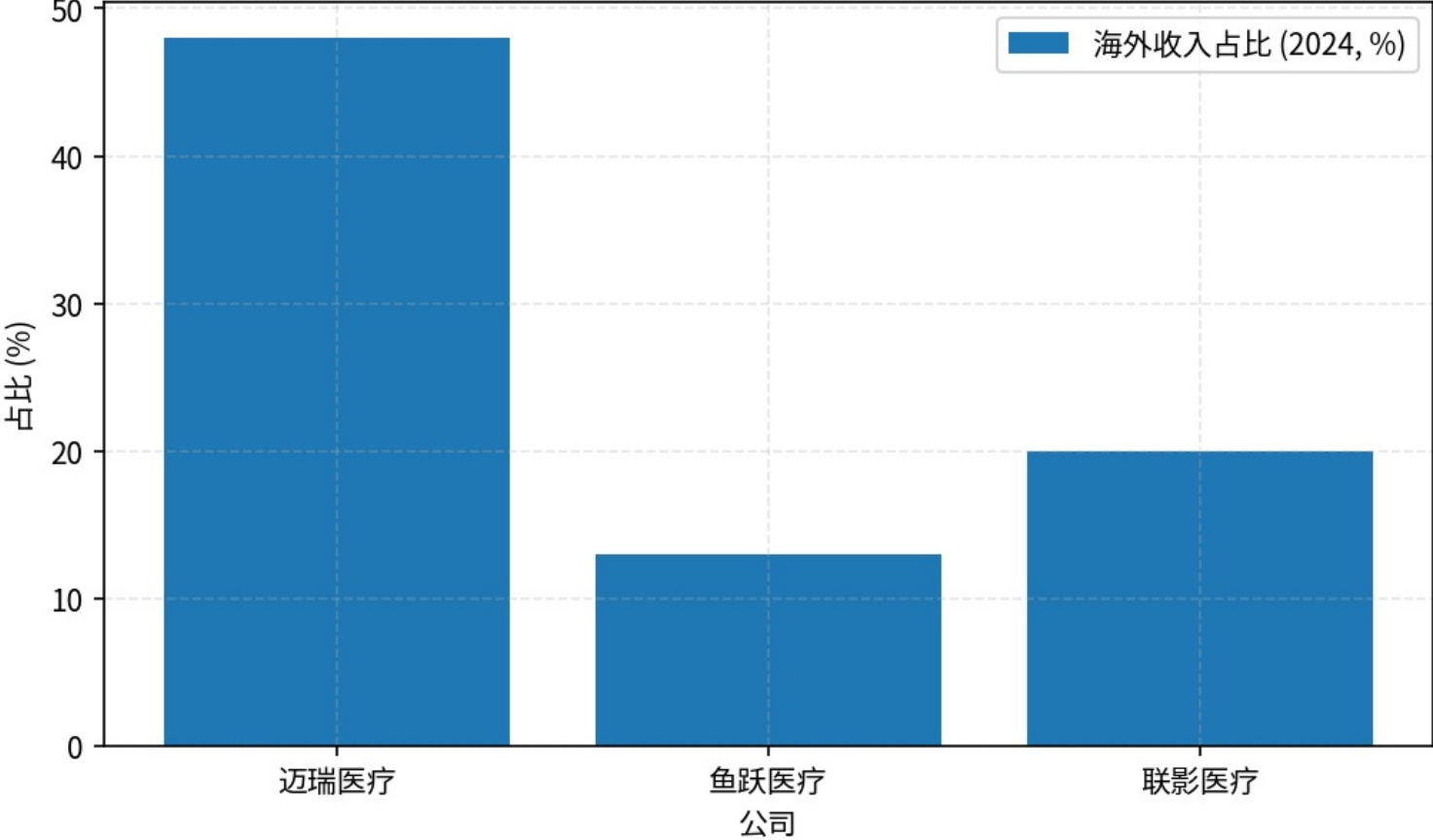
阶段	时间	关键布局
跟随者	1991-2010	FDA首证，代理积累渠道
挑战者	2011-2020	新加坡/美国工厂，疫情订单50万台
领导者	2021至今	惠泰协同，海外超50%，拟港股上市

迈瑞医疗新兴市场布局 (2025H1)



海外优势领先竞品：占比远超鱼跃医疗（13%）、联影医疗（20%），新兴市场订单驱动2025增长15%+。

迈瑞医疗与竞品海外占比对比 (2024)

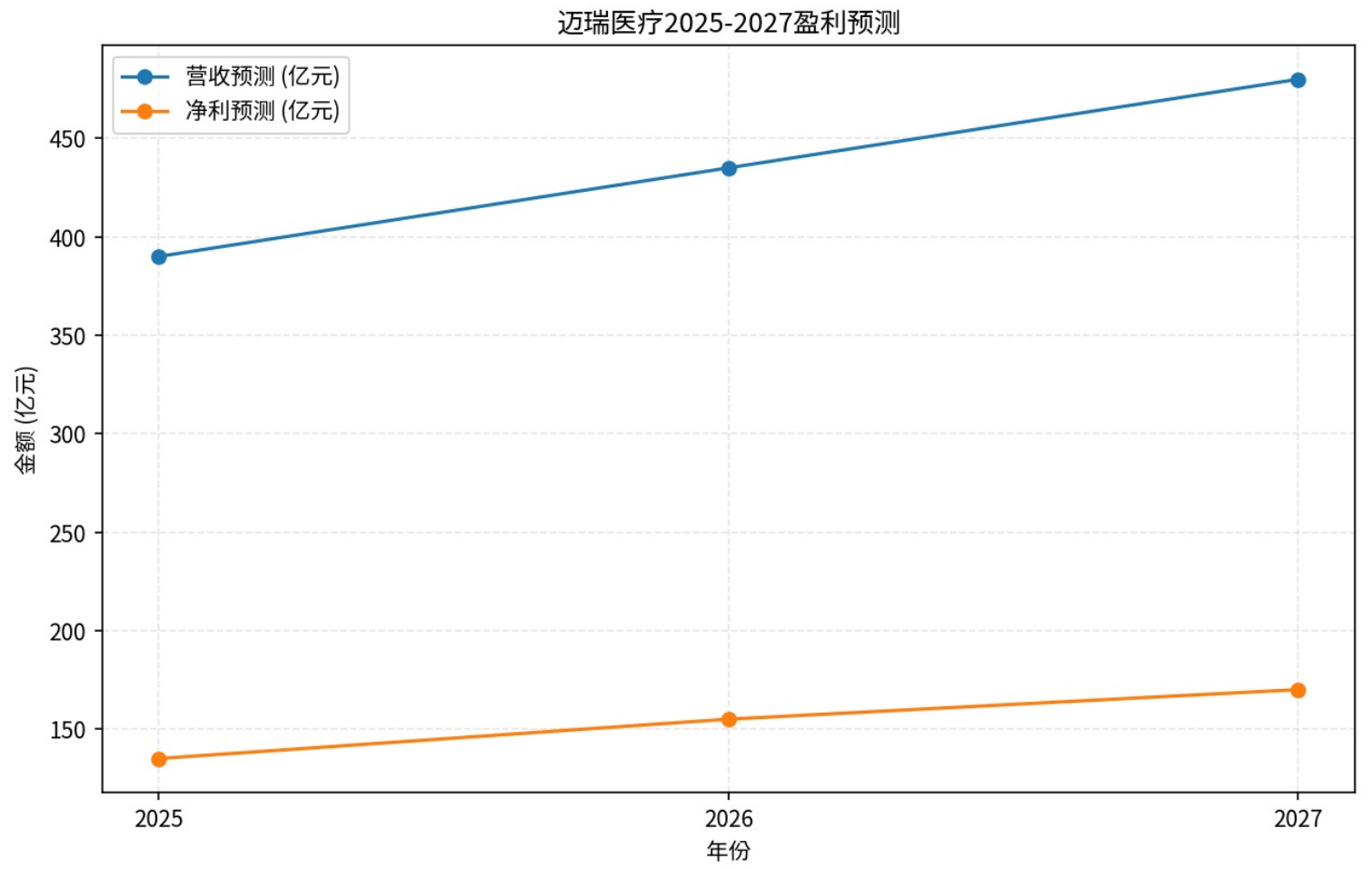


2025Q3业绩拐点确立

集采趋稳背景下，出海提速催化业绩转正：Q3营收预计~90亿元（YoY+5-10%）、净利~28亿元（国际增速20%+），全年营收380-400亿元、净利130-140亿元，拐点逻辑清晰。

五、投资建议与盈利预测

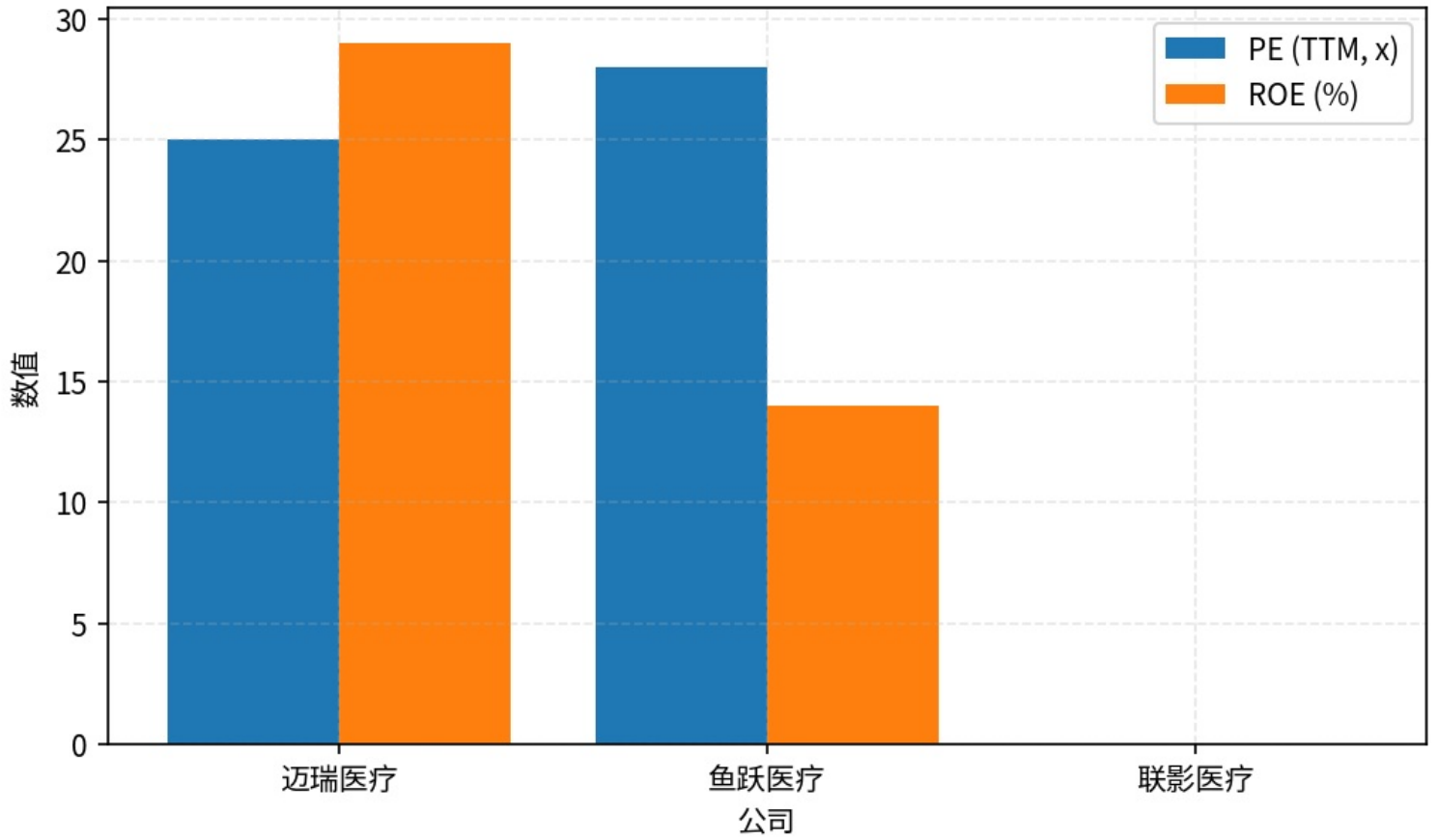
基于创新驱动、出海提速及现金流高质量，预计迈瑞医疗2025-2027业绩稳健增长。核心假设：海外占比稳定50%+，高端产品渗透提升毛利率至64%，集采影响趋稳。共识预测如下：



年份	营收 (亿元)	净利 (亿元)	EPS (元)	PE (x)	目标价 (元)
2025	380-410	130-145	10.7-12.0	25-30	350-420
2026	420-460	150-170	12.4-14.0	22-28	380-450
2027	460-520	170-200	14.0-16.5	20-25	420-500

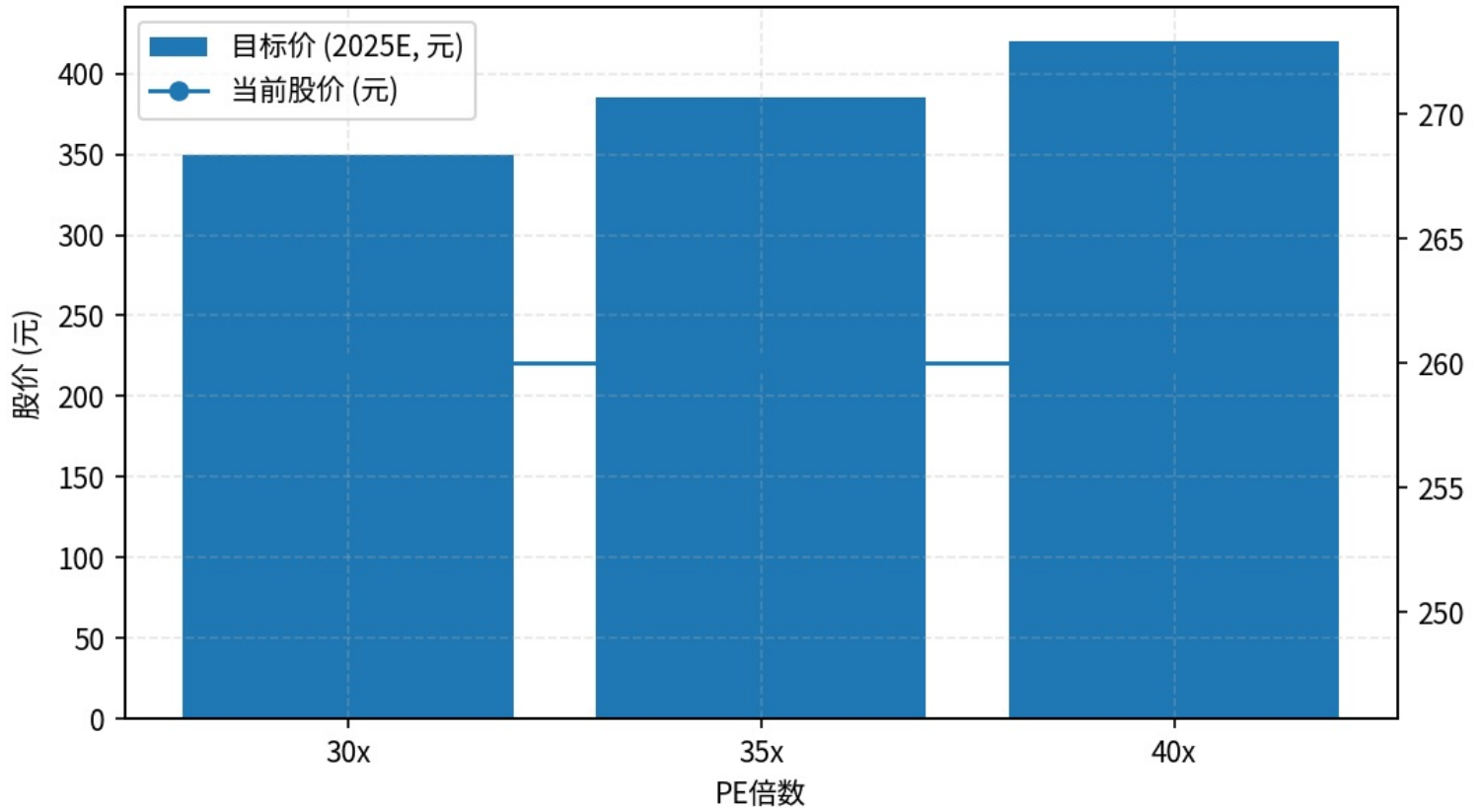
估值分析：当前PE(TTM)~25x，历史均值30x。给予2025E EPS 11元、35x PE（龙头溢价，考虑现金流/创新），目标价385元，上行空间~48%（当前股价~260元）。

可比公司估值对比 (2025)



与鱼跃医疗 (PE28x, ROE14%)、联影医疗 (亏损) 对比, 迈瑞溢价合理 (ROE29%、海外50%)。

2025E PE敏感性分析 (目标价)



敏感性: 若海外增速超预期 (+20%) , 目标价可达420元; 集采拖累下行至350元。

投资建议: 买入。催化剂: 2025Q3业绩拐点确认、出海订单落地、港股二次上市。

六、风险提示

- **集采扩围风险：**国内医疗器械集采进一步覆盖高端产品或压低价格，预计影响营收增速2-5ppt，若超预期将拖累2025净利增长。
- **海外壁垒与渗透不及预期：**贸易摩擦、地缘政治风险或本地竞争加剧，导致海外收入占比低于50%、增速降至10%以下。
- **研发创新不及预期：**新品迭代放缓或AI/高端技术突破延迟，研发产出效率下降，影响毛利率与长期增长。
- **宏观需求放缓：**全球医疗支出增速低于预期（<5%），经济下行抑制医院采购，叠加汇率波动影响汇兑损益。
- **并购整合风险：**惠泰医疗等并购协同效应不及预期，增加商誉减值压力。