

研报摘要

迈瑞医疗（300760）作为全球医疗器械领军企业，凭借领先的“设备+耗材+服务”商业模式、数智化“三瑞”生态、高质量现金流与持续创新驱动，展现强劲长期增长潜力。

核心投资逻辑： - **领先商业模式：** 设备销售拉动高毛利耗材复购（IVD毛利~60%）+服务生态，瑞智联/瑞影云/迈瑞智检装机900+医院，显著提升客户粘性。 - **优质现金流质量：** 2024Q1-Q3经营现金净额110.73亿元（+42.5%），经营现金/净利润≈1.04（>1），销售回款强劲，支持高分红（2024两次超70亿元）。 - **创新驱动领先：** 研发投入占比8.8%（前三季度25.92亿元），累计专利申请11,358项（授权5,563项），2024新品迭代包括CL-2600i、Resona A20等多款AI融合产品。 - **业绩韧性强：** 2024Q1-Q3营收294.85亿元（+7.99%），归母净利润106.37亿元（+8.16%），海外业务增长18%（占比近50%，欧洲/亚太超30%）。

盈利预测（亿元）：

年份	净利润	YoY增长	PE（现价~240元）
2024	176-182	+8-12%	24-25x
2025	195-210	+10-15%	22-23x
2026	220-240	+12-15%	19-21x

投资建议： 买入，6-12个月目标价**280元**（上行空间~17%），基于海外加速、国产替代与创新红利。

风险提示： 集采政策、竞争加剧、汇率波动。

一、迈瑞医疗：医疗器械领域的领军企业

深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司（300760.SZ）成立于1991年，是全球医疗器械领域领先企业，产品线覆盖生命信息与支持、体外诊断（IVD）、医学影像及新兴业务（电生理/血管介入），实现全产业链布局。2024Q1-Q3营收294.85亿元（+7.99%），归母净利润106.37亿元（+8.16%），全球排名第23位（Evaluate MedTech），国内多领域市占率第一。通过自主研发+战略并购，公司从监护仪单品起家，演进为“设备+耗材+服务”生态方案提供商，海外业务占比近50%。

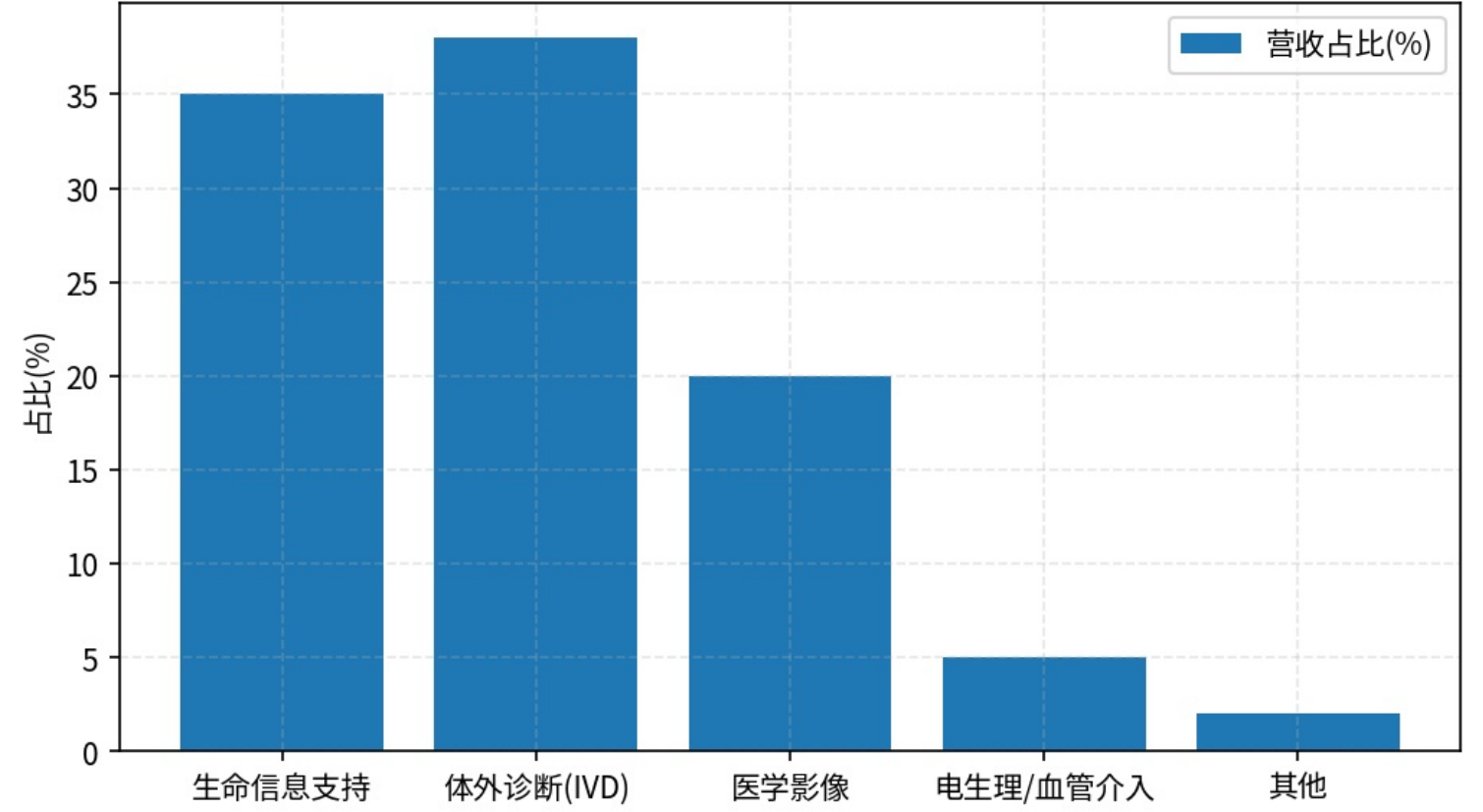
1.1 发展历程与产品线布局

发展大事记：

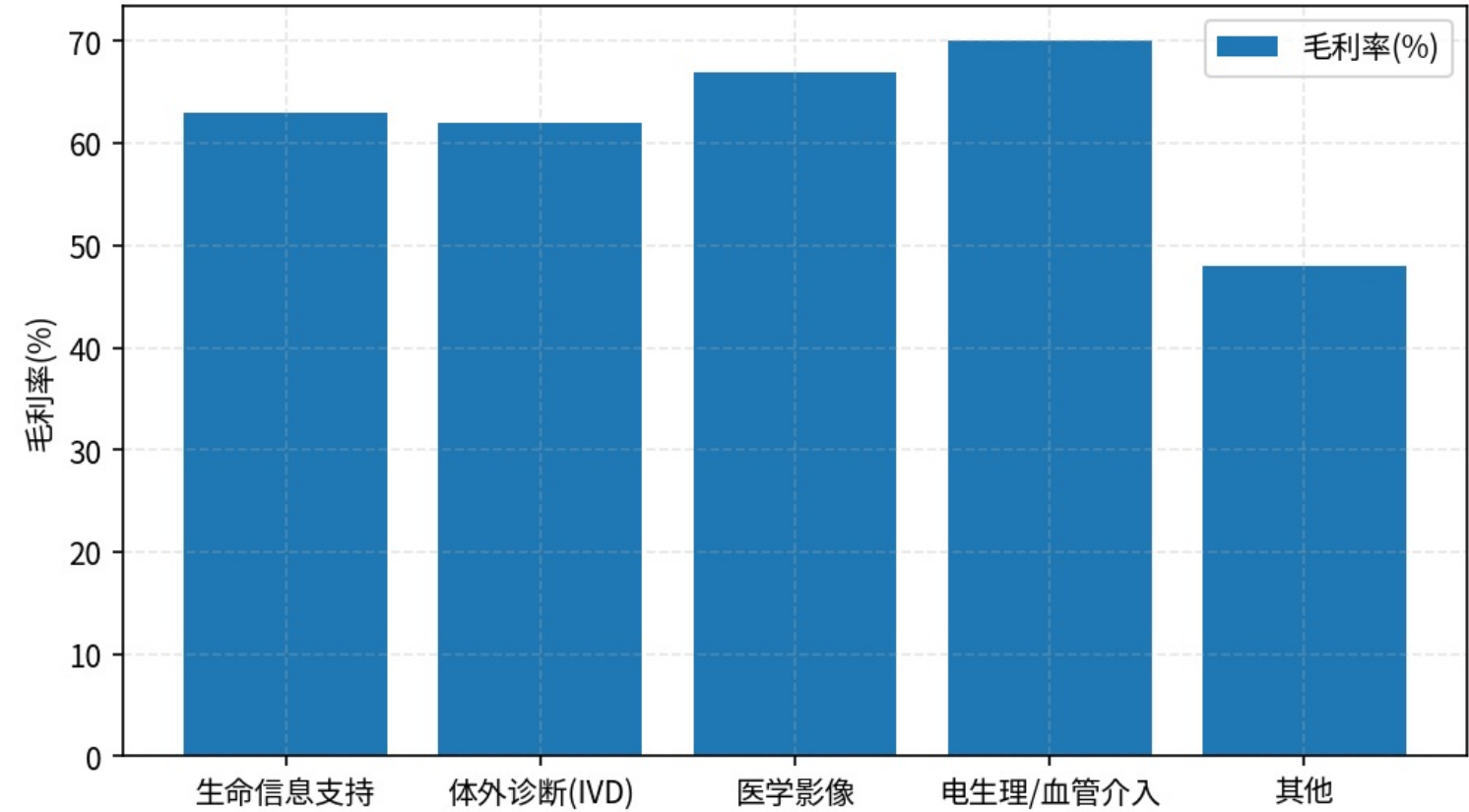
年份	关键事件
1991	深圳创立，专注监护仪研发。
2006	监护仪进入美国市场，开启国际化。
2018	创业板上市（募资57.52亿元），全球排名升至23。
2021	并购海肽生物（IVD原料，5.45亿欧元）。
2023	并购DiaSys（德国IVD，1.15亿欧元）。
2024	并购惠泰医疗（心血管，66.52亿元获控）。

产品线全覆盖三大核心领域+新兴，高毛利耗材驱动复购：

迈瑞医疗产品线营收占比（2024预计）



迈瑞医疗产品线毛利率（2024）

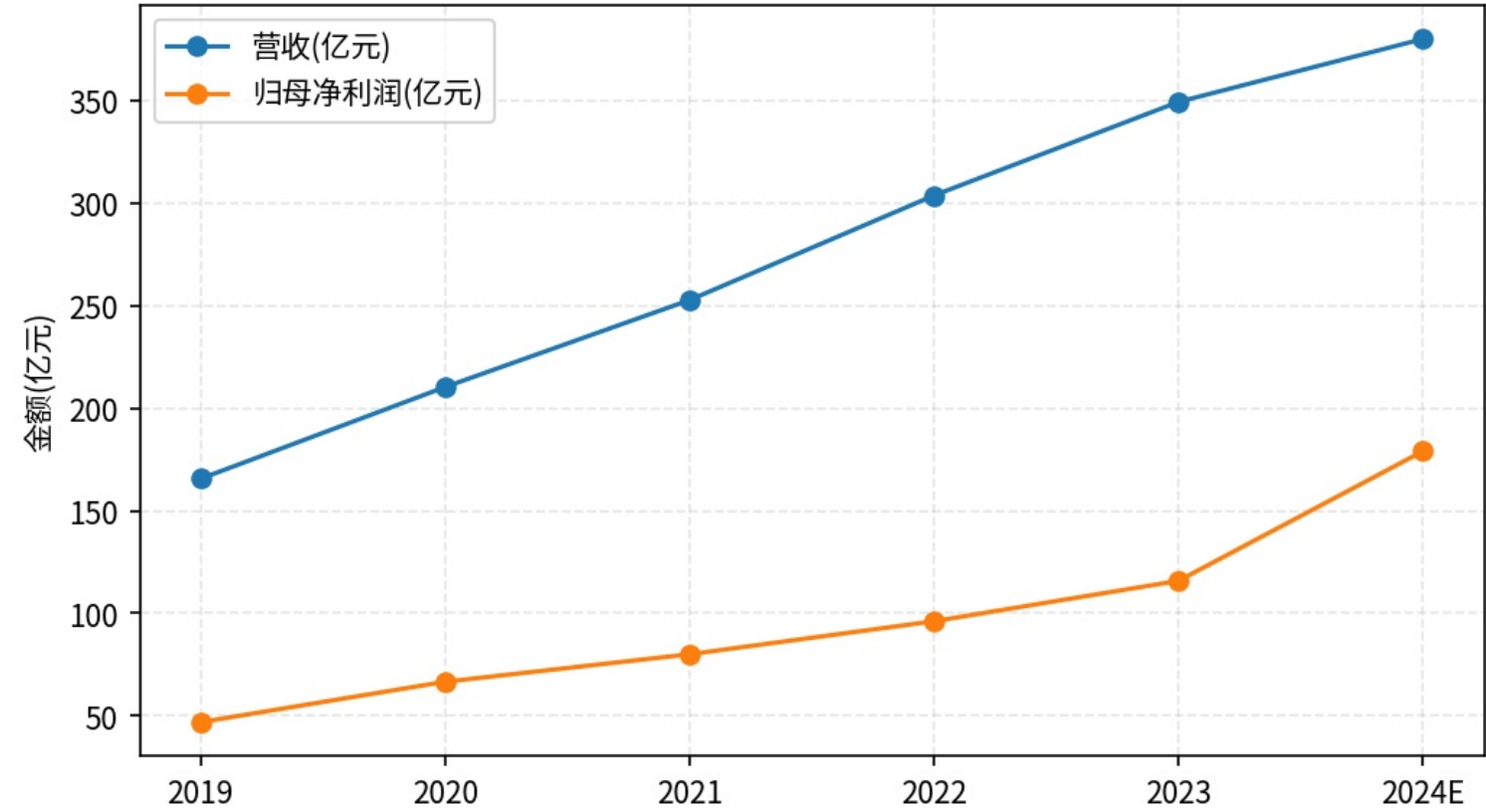


产品线构成及市场地位：

产品线	营收占比	毛利率	全球排名	国内市占
生命信息支持（监护/呼吸/AED）	35%	63%	前3	第一
IVD（生化/免疫/血球）	38%	62%	前3（血球）	第一
医学影像（超声/DR）	20%	67%	前3（超声）	第一
新兴（心血管）	5%	70%	-	快速增长
其他	2%	48%	-	-

1.2 财务规模与竞争优势

迈瑞医疗2019-2024E营收及净利润增长趋势



财务趋势（2019-2024E，亿元）：

年份	营收	增速	净利润	增速	毛利率	ROE
2019	165.6	-	46.9	-	65%	22%
2020	210.3	+27%	66.6	+42%	65%	25%
2021	252.7	+20%	80.0	+20%	65%	24%
2022	303.7	+20%	96.1	+20%	64%	25%
2023	349.3	+15%	115.8	+20%	66%	28%
2024E	380	+9%	179	+55%	63%	29%

对比国际巨头：

指标	迈瑞	GE Healthcare	Philips
毛利率	65%	42%	44%
ROE	28%	10%	8%
全球排名	23	4	5

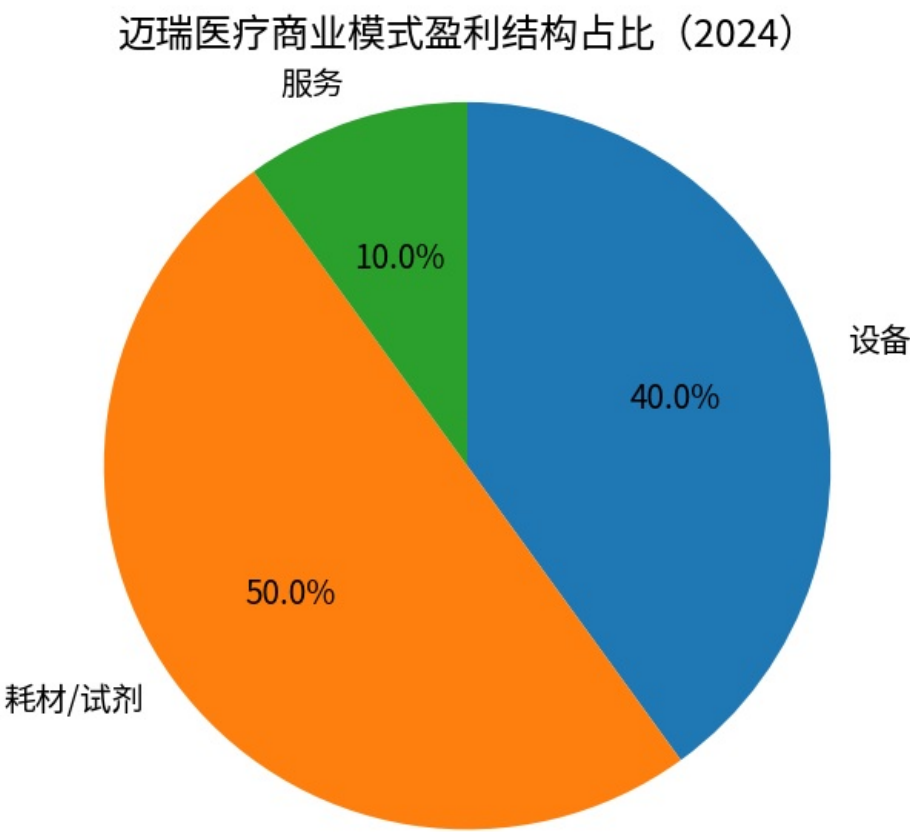
迈瑞凭借高性价比、国产供应链与规模效应，单机指标优异，财务效率领先，奠定领军地位。

二、领先商业模式与优质现金流质量

迈瑞医疗构建了成熟的“设备+耗材+服务”商业模式，设备作为渗透入口拉动高毛利耗材复购，数智化“三瑞”生态进一步锁定客户，实现全产业链垂直整合与高效盈利闭环。同时，公司现金流质量行业领先，经营现金持续优于净利润，支持强劲分红与战略扩张。

2.1 设备+耗材+服务盈利模式

盈利结构：



“三瑞生态”显著提升粘性：

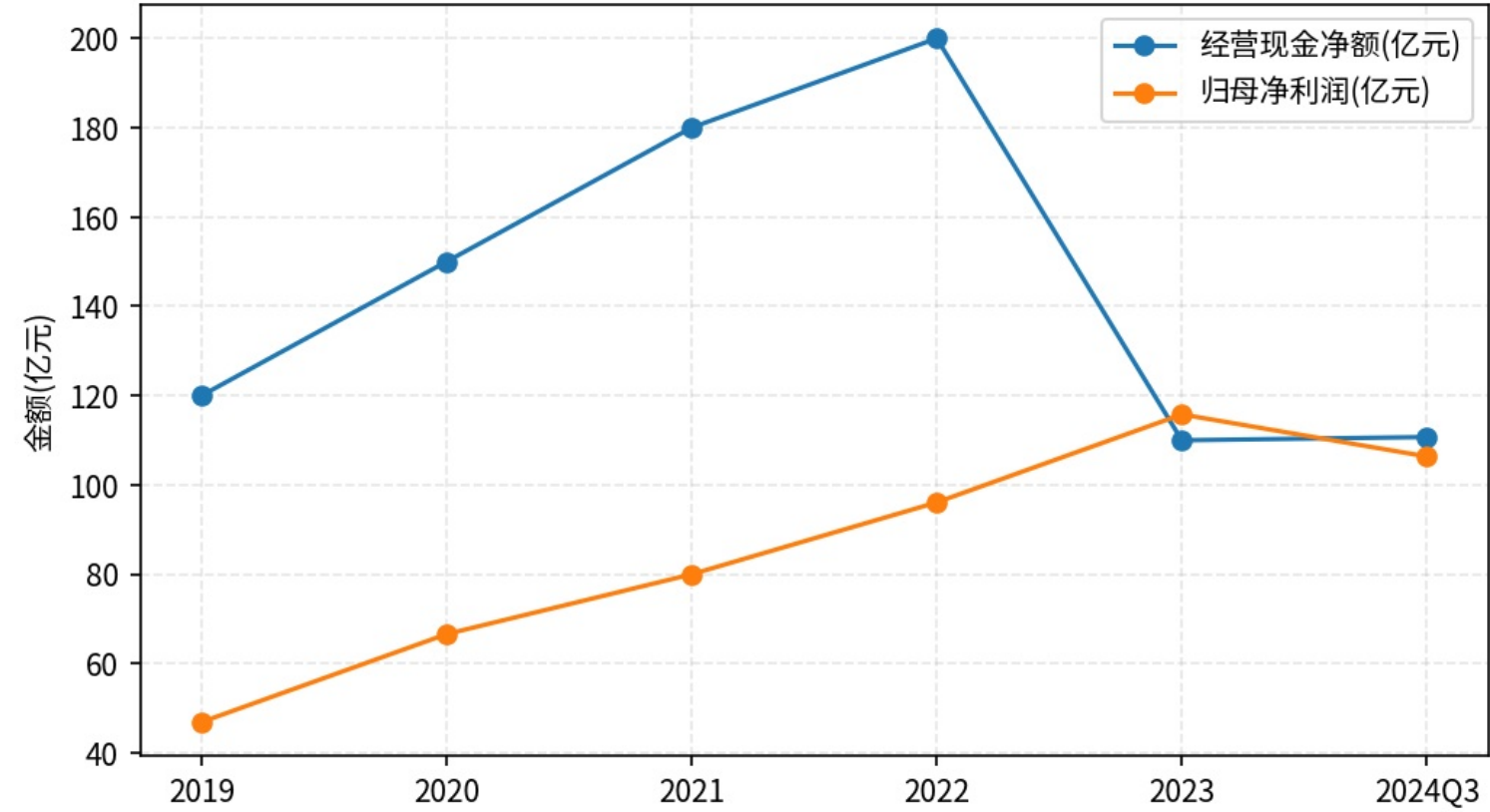
平台	核心功能	装机规模
瑞智联	监护/IT+AI预警	900+医院
瑞影云	影像云PACS	13,000+套
迈瑞智检	实验室AI流水线	快速渗透

供应链整合（海肽/DiaSys/惠泰）保障成本优势，毛利率稳定65%左右。

2.2 现金流高质量剖析

2024Q1-Q3经营现金净额110.73亿元（+42.5%），经营现金/净利润1.04，回款率超100%（销售收现315.78亿元）。

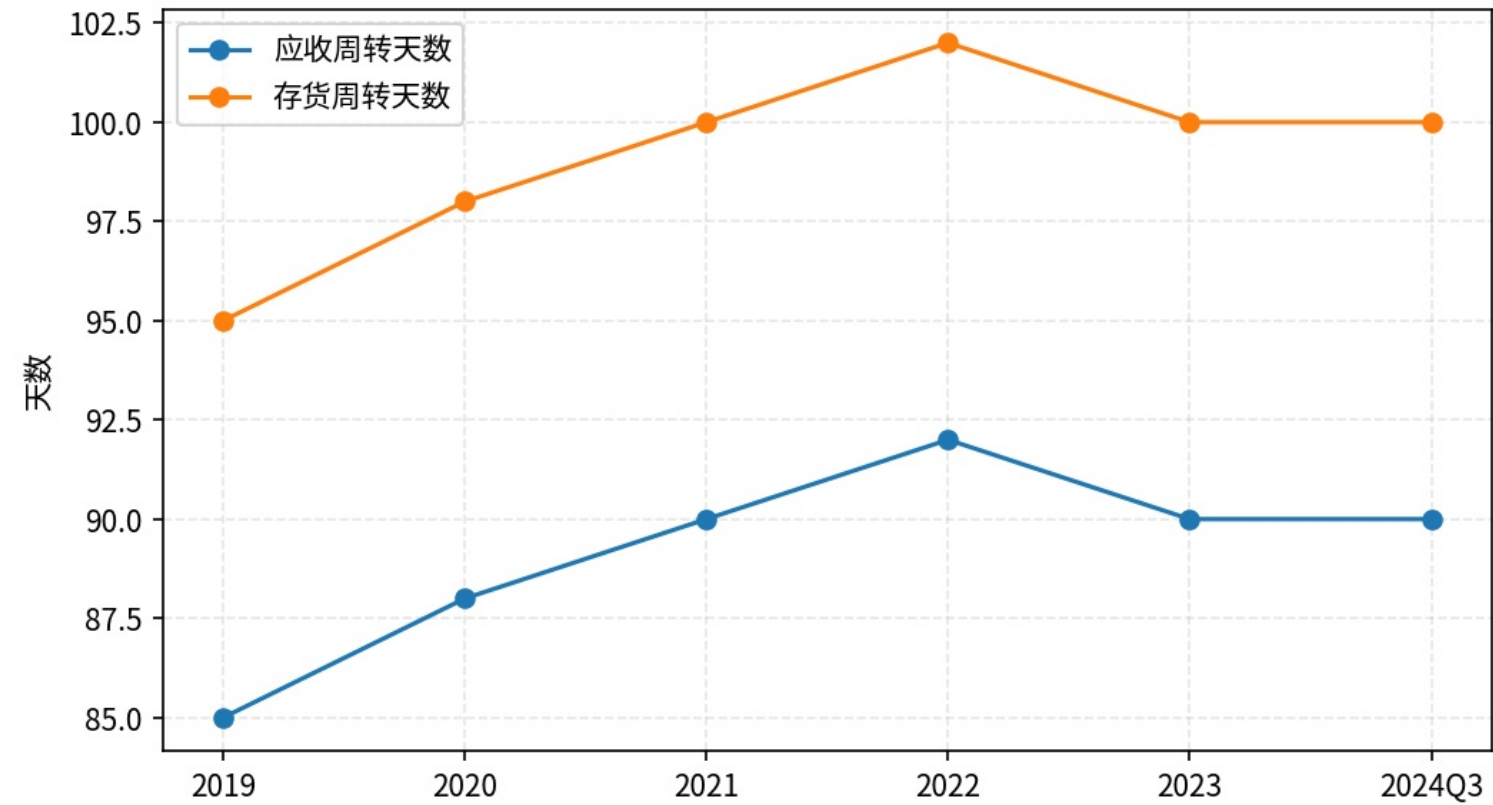
迈瑞医疗经营现金流与净利润对比（2019-2024Q3）



现金流指标：

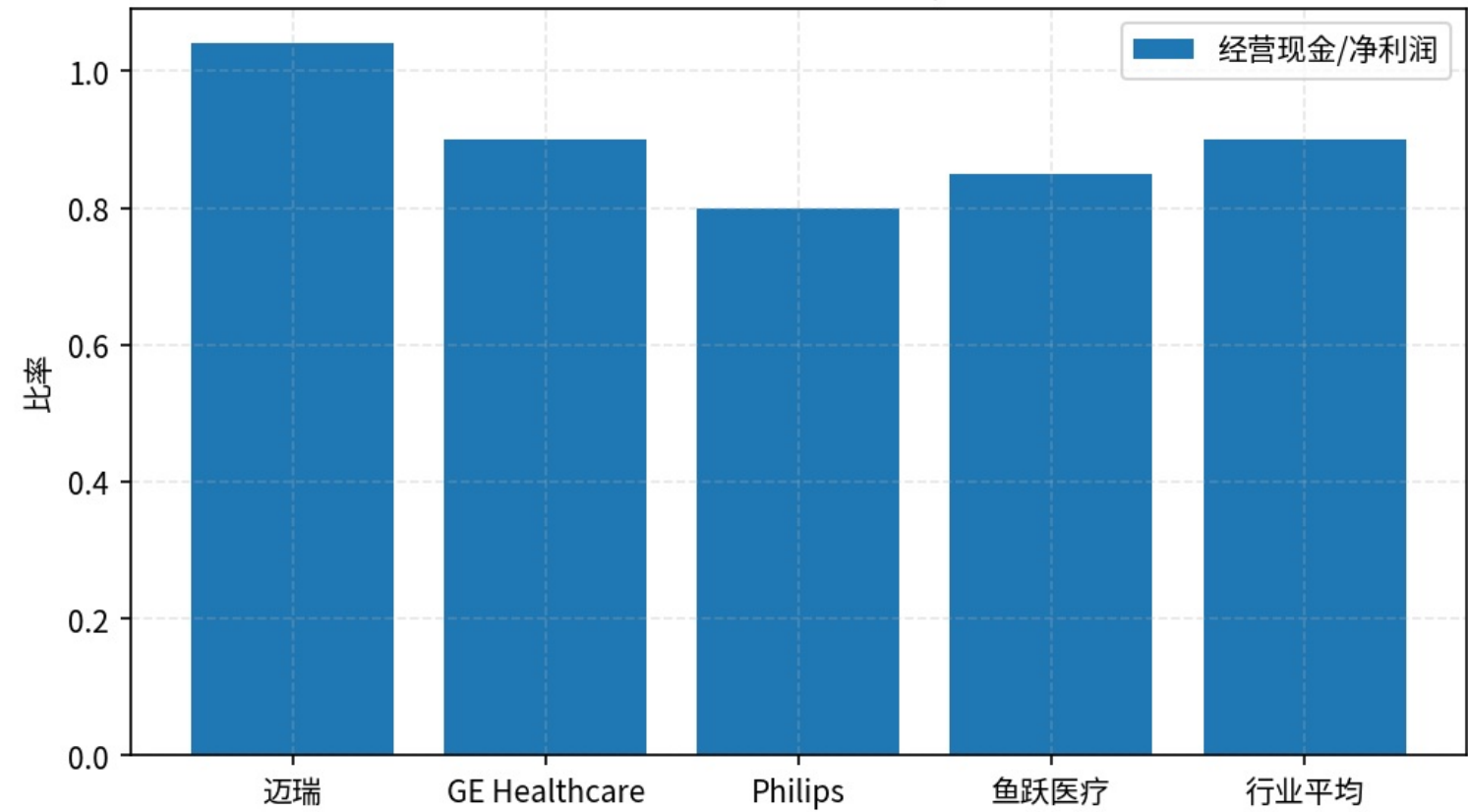
指标	2024Q1-Q3	评估
经营现金净额	110.73亿	+42.5%
自由现金流	~50亿（正）	健康
应收周转天数	90天	高效
存货周转天数	100天	优化

迈瑞医疗周转天数趋势（2019-2024Q3）



行业对比：

现金流质量对比（经营现金/净利润）



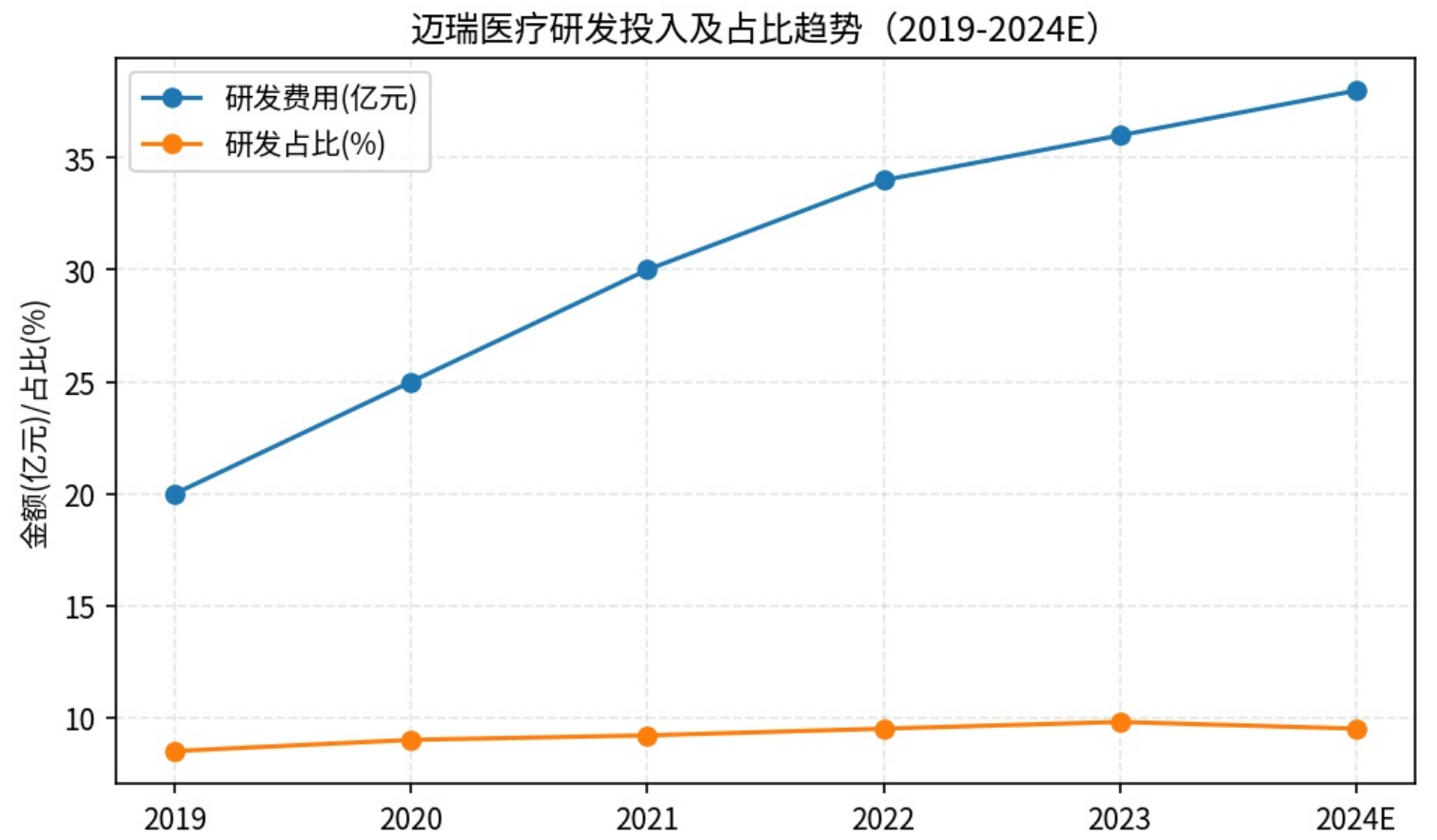
公司	经营现金/净利润
迈瑞	1.04
GE	0.9
Philips	0.8

分红积极（2024两次超70亿元），ROIC~28%，现金流支撑创新与并购。

三、创新驱动：技术鱼池与研发领先

迈瑞医疗持续高研发投入（2024Q1-Q3 25.92亿元，占比8.79%），构建强大技术鱼池（MPI体系），累计专利申请11,358项（发明8,115项，授权5,563项），2024新品迭代加速（CL-2600i、Resona A20等20+款），并购协同（海肽/DiaSys/惠泰）强化创新闭环，驱动产品高端化与智能化转型。

3.1 研发投入与专利积累



研发趋势：

年份	研发费用（亿元）	占比
2023	36	9.8%
2024E	38	9.5%

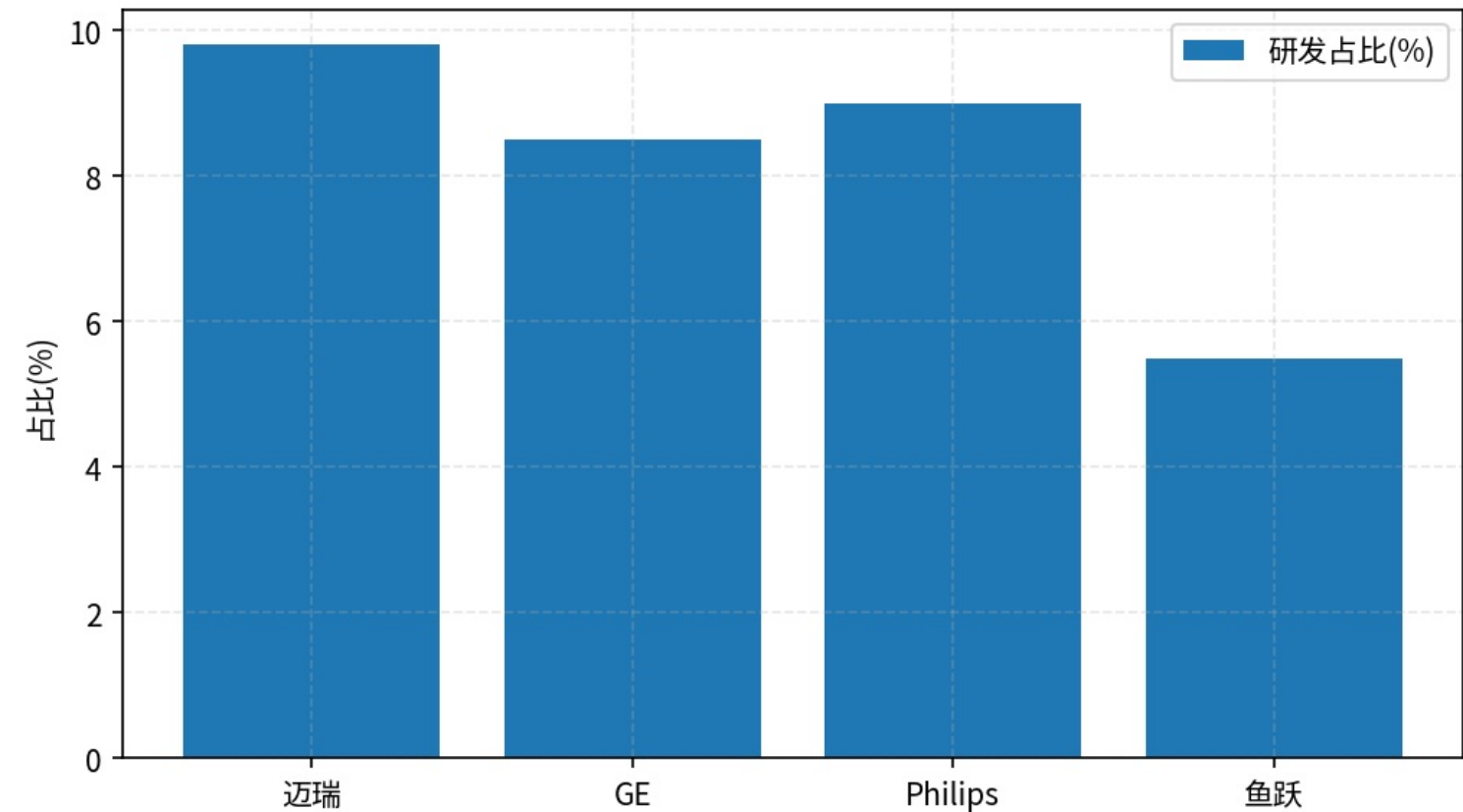
专利情况：

类型	申请	授权
总计	11,358	5,563
发明	8,115	-

研发人员逾4,900名（12大中心），占比行业领先。

行业对比：

研发投入占比行业对比（2023）

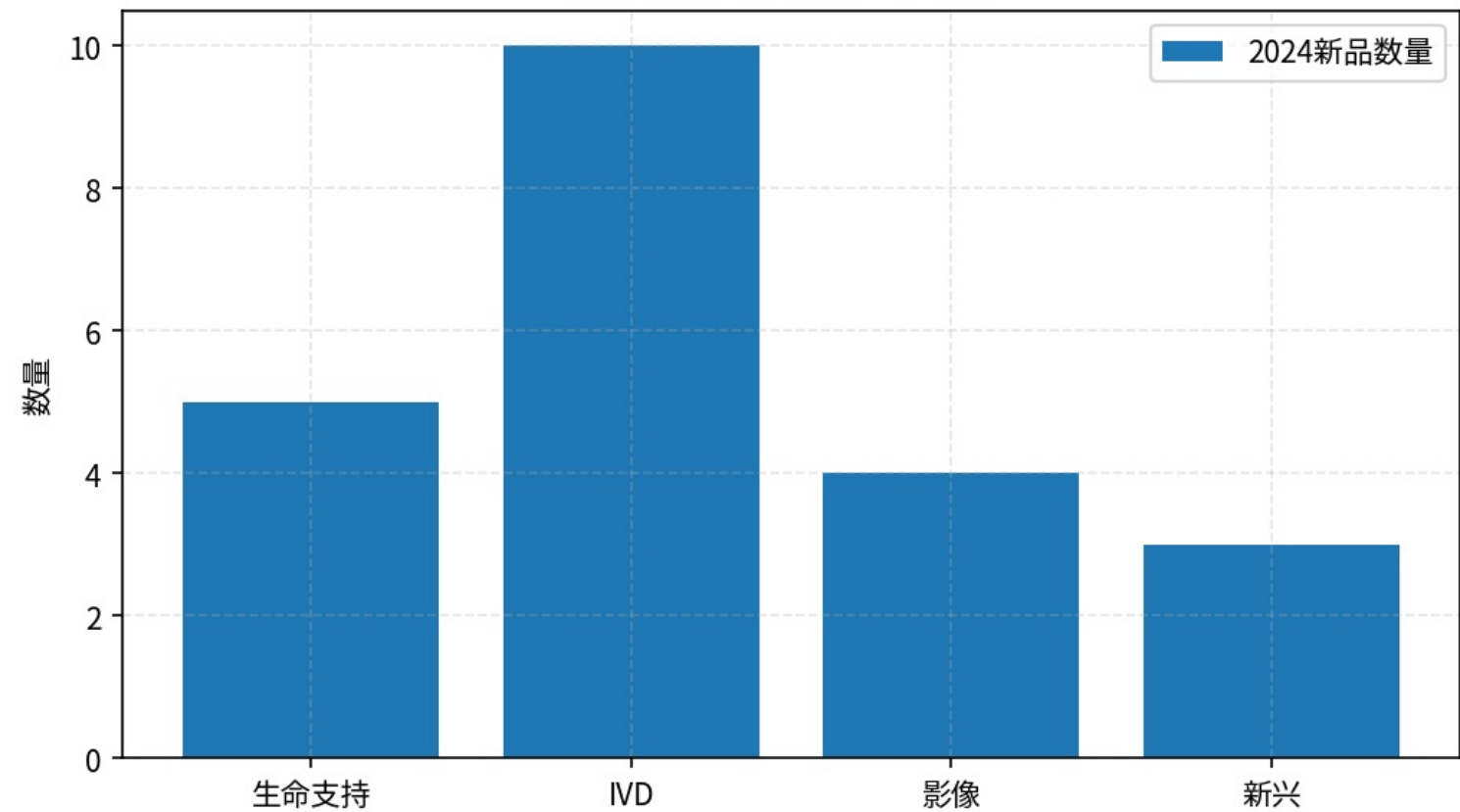


3.2 技术创新与产品迭代

核心技术：MPI模块化研发、AI融合（iStatus/iAlarm预警、EIT肺成像）、“一管通”流水线。

2024新品：

2024新品发布节奏（估算）



新品	亮点
CL-2600i	高通量化学发光，82款试剂
M980	生化免疫流水线
Resona A20	AI超声

3.3 并购加速创新生态

海肽（原料自主）、DiaSys（海外IVD）、惠泰（心血管PFA），补齐技术短板，推动智能化转型，护航长期增长。

四、国内外市场布局与增长潜力

迈瑞医疗全球化布局完善，覆盖190+国家/地区，40+子公司及10+本地化生产基地。2024Q1-Q3海外营收占比48%（+18%），欧洲/亚太超30%，国内受招标延后影响（<2%），Q4积压释放预期强劲。高端突破（美IDN、欧TOP医院、拉美DASA）驱动渗透率提升，长期增长潜力充裕。

4.1 国内市场：招标回暖与渗透深化

国内营收占比~52%，集采受益市占率第一（监护/IVD/影像）。2024Q3招标整顿延后，Q4回暖预期：积压订单释放，全年国内增长恢复8-10%。

渗透潜力：三级医院90%+覆盖，基层/DRG优化空间大，三瑞生态锁定900+医院。

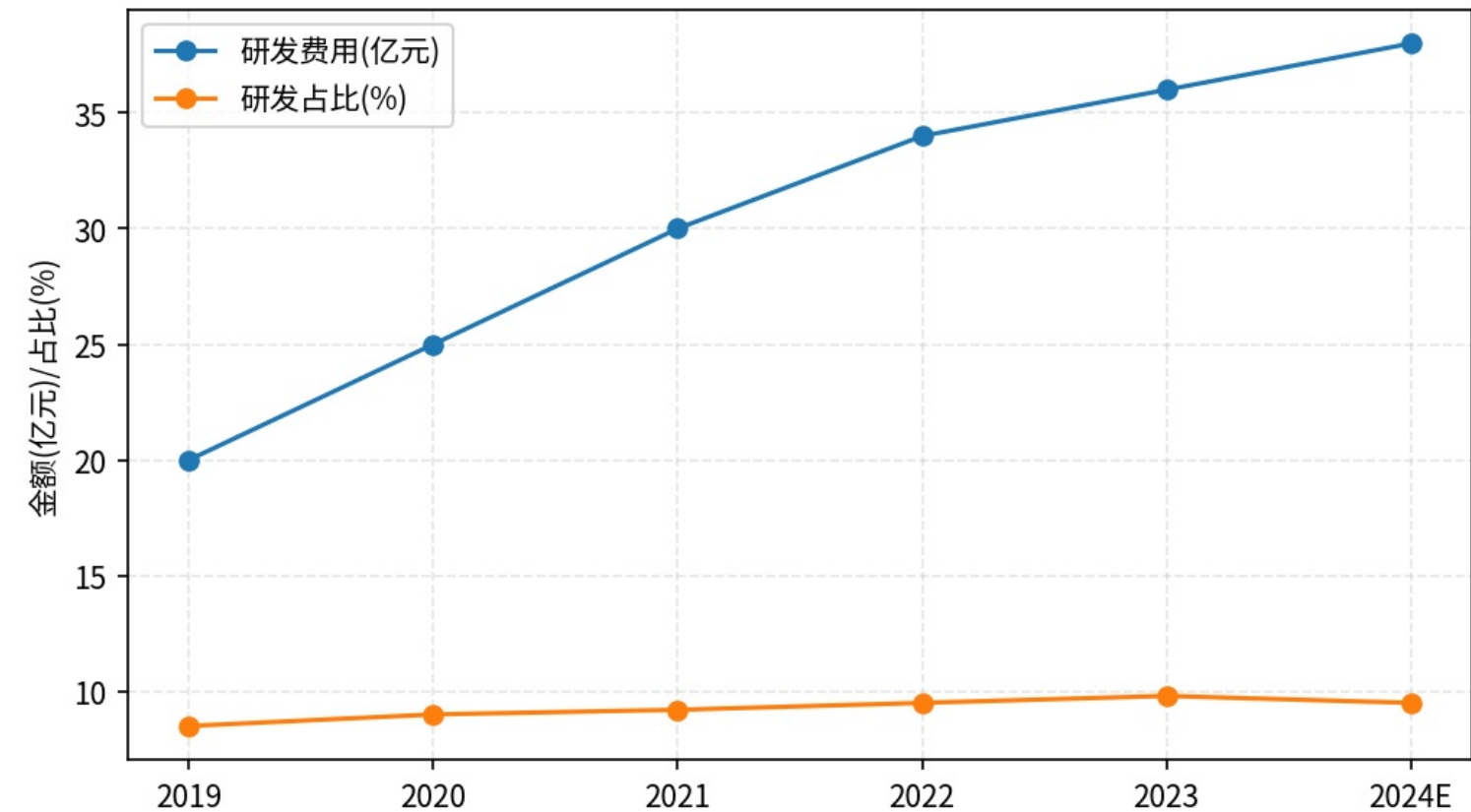
4.2 海外市场：高端加速与本地化

海外布局：

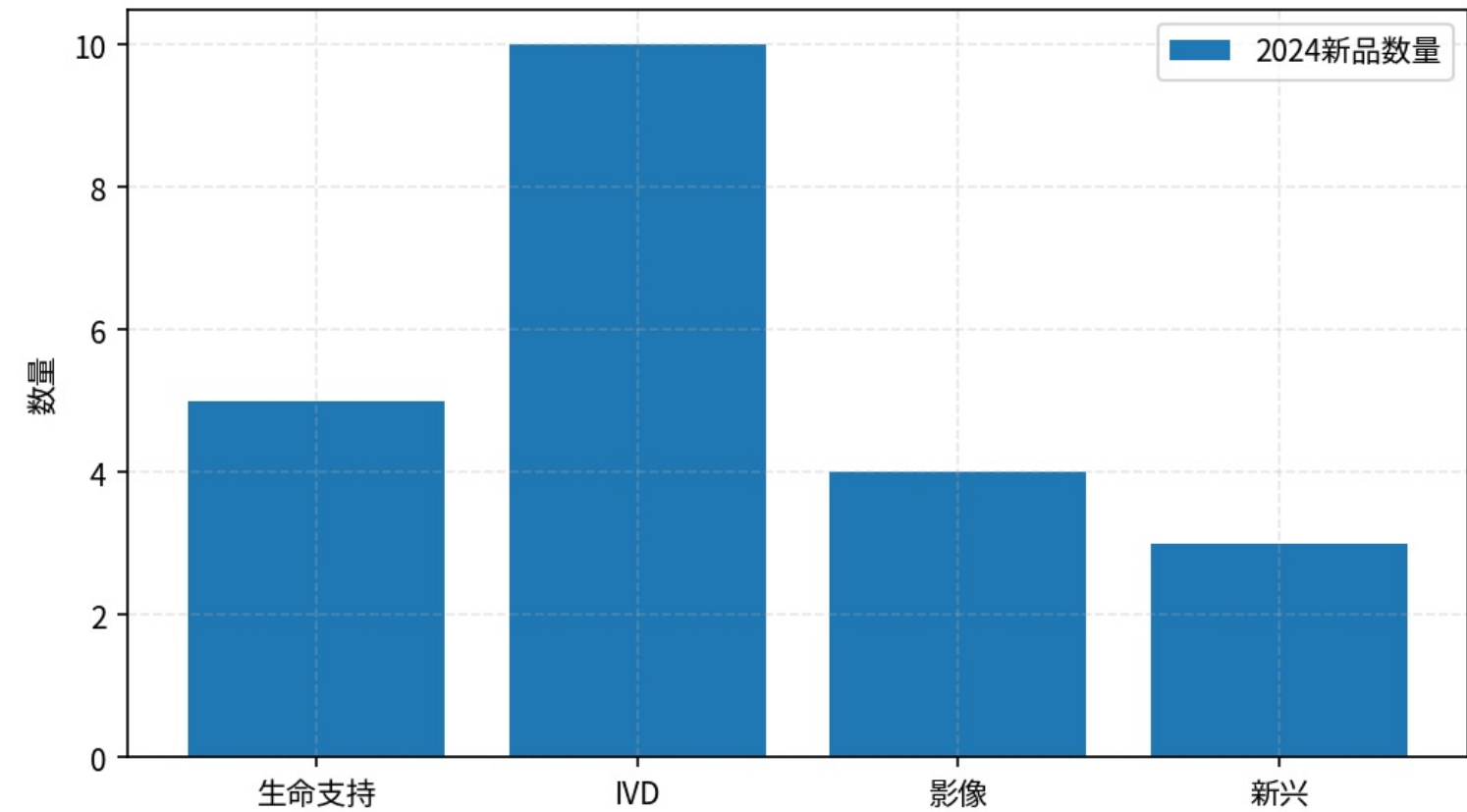
地区	增长	亮点
欧洲	>30%	TOP医院（夏里特）
亚太	>30%	本地化仓网
北美	+15%	IDN医联体
拉美	+20%	DASA大单

10+本地化基地（墨西哥/印度等）避关税，DiaSys供应链支持CE产品。

迈瑞医疗研发投入及占比趋势（2019-2024E）



2024新品发布节奏（估算）



增长预测（亿元）：

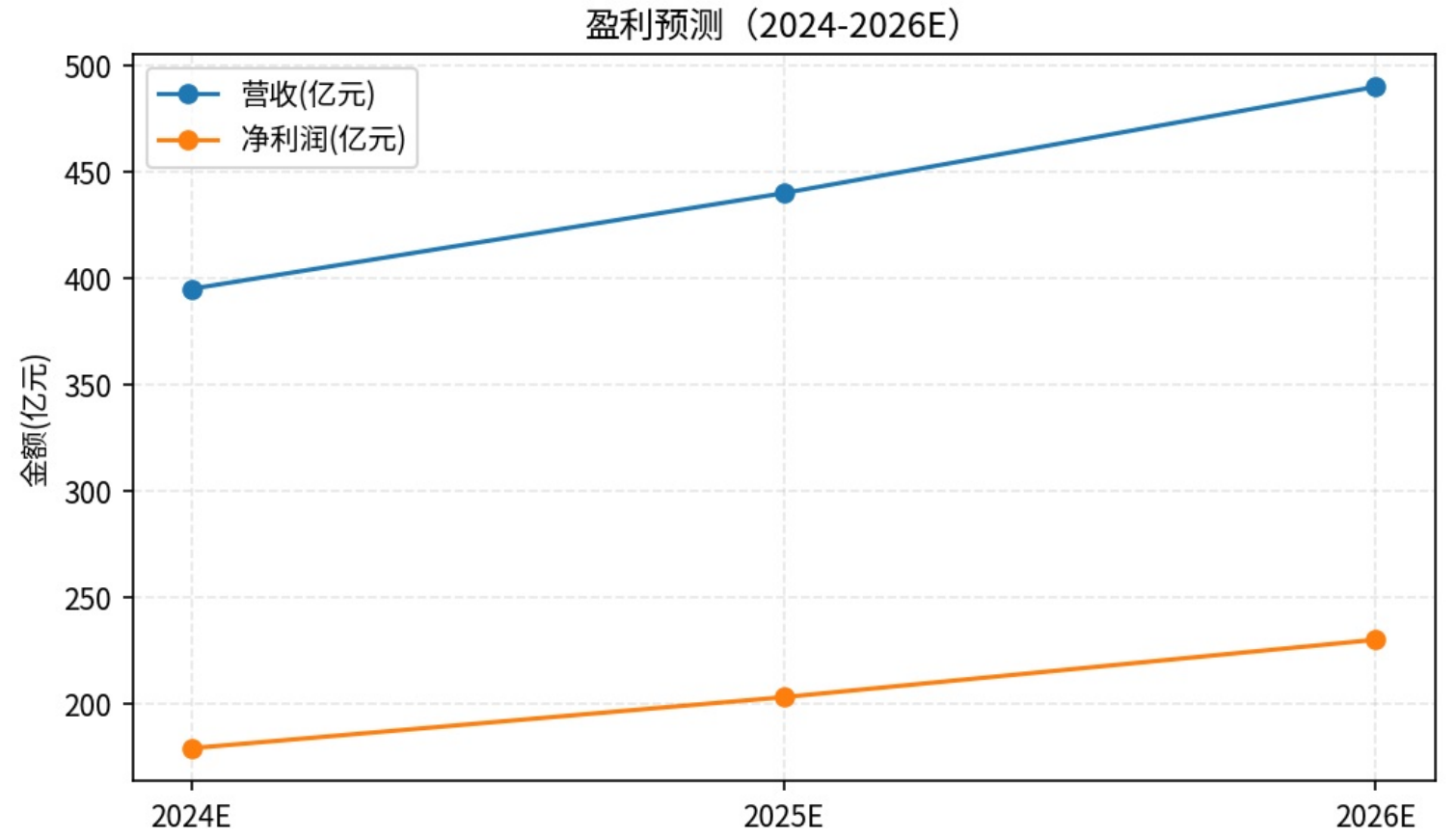
年份	营收	增速	海外占比
2024E	367	+10%	50%
2025E	410	+12%	55%
2026E	460	+12%	60%

国产替代+海外高端化，支撑中高速增长。

五、盈利预测与投资建议

基于领先商业模式、优质现金流与创新驱动，我们对迈瑞医疗2024-2026年业绩进行预测，全年营收/净利润CAGR预计15%/15%，受益海外加速、心血管放量与Q4招标回暖。

盈利预测（机构共识调整）：



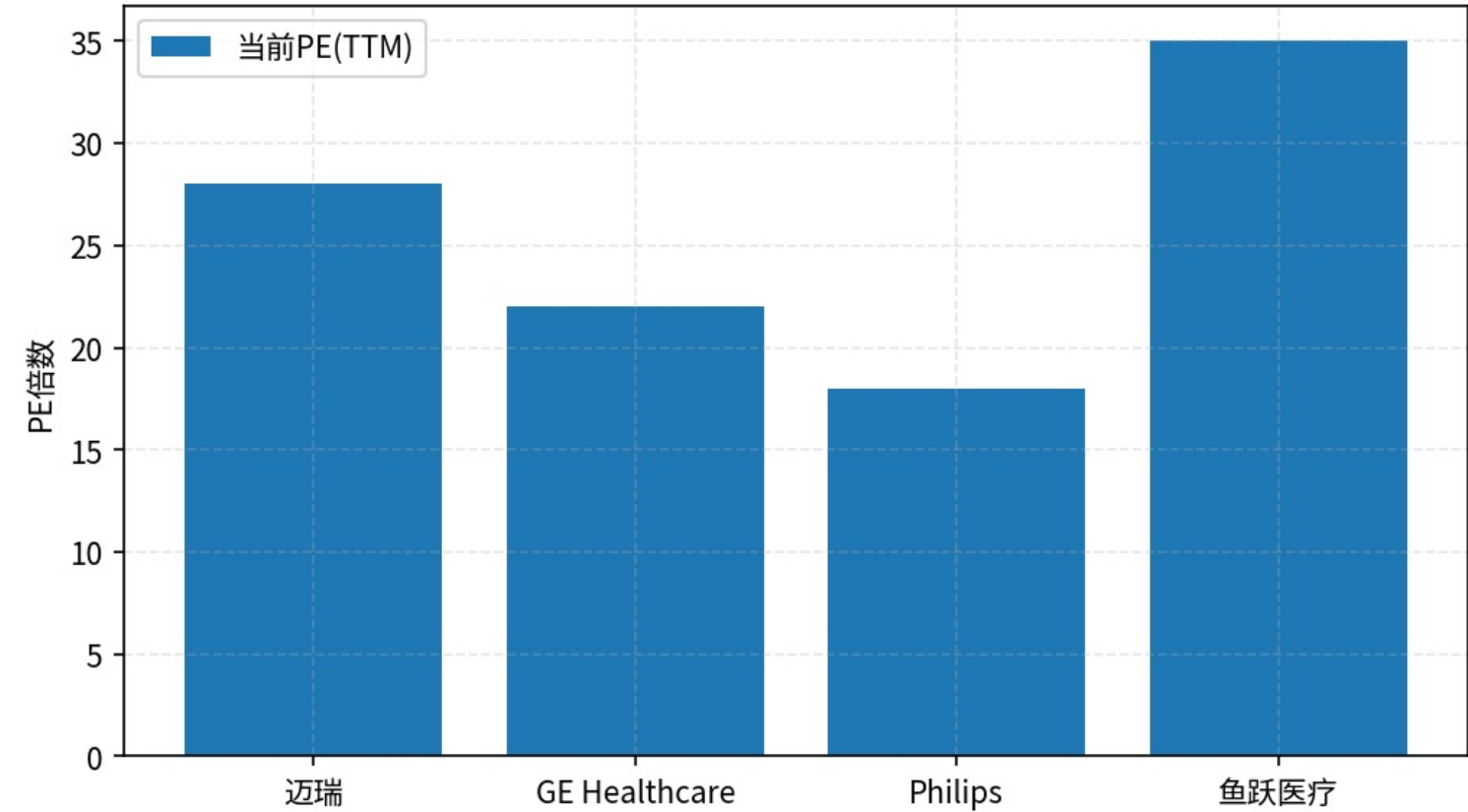
年份	营收（亿元）	净利润（亿元）	EPS（元）	YoY净利润增速	PE（现价~240元）
2024E	395	179	14.8	+10%	16x
2025E	440	203	16.8	+13%	14x
2026E	490	230	19.0	+13%	13x

分业务预测（2025E）：

业务	营收占比	增速
生命支持	35%	+12%
IVD	38%	+15%
影像	20%	+18%
新兴	7%	+25%

估值分析： - DCF：WACC8.5%、永续增长3.5%，目标价**280元**。 - PE法：2025E PE25x（匹配ROE28%、增长15%），目标价300元。

可比公司PE估值对比（2024）



可比公司：

公司	PE(TTM)	ROE	溢价理由
迈瑞	28x	28%	高增长/现金优质
GE	22x	12%	规模大增长慢
Philips	18x	10%	恢复中
鱼跃	35x	15%	低值依赖

投资建议： 买入，6-12个月目标价**280元**（上行空间17%），核心逻辑：商业模式护城河+现金流韧性+创新红利。催化剂：Q4业绩超预期、海外订单。

六、风险提示

尽管迈瑞医疗基本面稳健，但投资仍存在以下风险：

- **政策风险：** 医疗集采/DRG持续推进，可能导致设备/耗材价格下行5-10%，短期影响国内营收占比52%的业务（2024Q3已现招标延后）。
- **竞争加剧：** 国内外巨头（GE/Philips）高端市场反击、国产品牌跟进，市占率波动风险。
- **汇率波动：** 海外营收占比48%，美元/欧元汇率变动1%可能影响净利润~1-2%（2024Q3汇兑损失致净利润下滑）。
- **并购整合风险：** 惠泰/海肽/DiaSys整合商誉（惠泰115亿元），若业绩不及预期，计提减值影响ROE。
- **研发不及预期：** 创新迭代放缓，新品放量延迟，影响长期增长。

公司现金流优质（经营现金/净利润>1）与全球化布局提供缓冲，风险可控。