

迈瑞医疗 (300760 CH)

数智化+流水化转型，打造增长新引擎

迈瑞医疗于近期举行投资者日，重点介绍了公司设备业务的数智化转型及流水型业务的拓展战略，致力于构建覆盖全科室的“设备+IT+AI”和“设备+耗材”整体解决方案。核心亮点包括：1) 三大产线基于 IT+AI 技术构建数智医疗生态。2) 持续拓展业务边界，丰富流水型业务布局，为长期增长提供支撑。

- **生命信息与支持业务：**公司以设备为载体，通过“瑞智联”设备数据中台整合信息，构建患者数字画像，并利用 AI 专科智能体赋能临床诊疗。未来还有望形成辅助决策与医疗设备的反馈回环。公司的 AI 医疗布局主要聚焦急诊、手术和重症，启元重症大模型已在 24 年 12 月发布，预计今年可完成超 30 家医院的装机。25 年底，公司预计将发布麻醉垂类大模型，急诊、心血管、超声和检验的专科大模型也有望在未来 1-2 年内陆续发布。我们认为，IT+AI 业务发展周期较长，短期内难以产生实质收入贡献，但长期将进一步提升产品性能，以更优质的解决方案赋能临床，从而增强产品粘性和竞争力。
- **超声业务：**公司的全栈全景超声 AI 智能解决方案可提升检查效率和诊断质量。以 Neuwa A20 的妇产智能解决方案为例，可覆盖孕期全周期筛查及产前诊断，通过 1) 自动测量等提升检查效率，2) 图像自动获取、切面质量评分等赋能质控，3) 远程解决方案和 AI 训练模型等功能可助力基层医生能力提升。展望未来，公司的超声垂类大模型将优化扫描策略和工作流，实现智能撰写与质控。
- **体外诊断业务：**自动化流水线是 IVD 业务高端突破的尖刀，2024 年全球新增装机超 200 套。我们预计，2025 年流水线新增装机将达到约 300 套。完善的 IVD 布局支持公司的多学科流水线全面自产，因此具备成本与迭代效率优势。例如，公司有望在 25-26 年相继推出 MT 8000 迭代版本和面向基层/急诊的紧凑型流水线。化学发光试剂方面，通过整合海肽生物的 SEMS 和高亲和力抗体开发等技术，公司加速追赶进口品牌，计划年增至少 15 项化学发光项目，并在心肌（如心肌长肌钙蛋白复合物）、激素（如 HCG、PRL 和 E2/Testo/Prog）检测项目实现突破。此外，公司持续拓宽 IVD 领域新业务。2025 年 6 月，全自动核酸检测一体机 MN2880 发布，聚焦于门急诊场景，可与血球、生化等优势项目协同。公司的临床质谱也在研发中，未来或将与流水线业务融合创新。
- **新兴业务：**公司流水型业务主要聚焦于介入治疗、微创治疗和 IVD。介入治疗领域方面，除心血管外，公司还将在呼吸、泌尿等领域全面布局治疗设备、导航设备及相应耗材，构建泛介入治疗生态。至于微创治疗领域方面，依托腔镜系统、能量平台、手术器械研发经验，公司将布局手术机器人，剑指世界一流水平。
- **维持买入评级，目标价 272.90 元人民币。**我们认为，数智化转型将助推公司的全球高端突破，而新兴业务的高速发展将驱动业绩增长。因此，我们小幅上调公司盈利预期，并基于 9 年的 DCF 模型，上调目标价至 272.90 元人民币（WACC：9.2%，永续增长率：3.0%）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	34,932	36,726	40,163	44,686	49,573
同比增长 (%)	15.0	5.1	9.4	11.3	10.9
归母净利润 (百万人民币)	11,582	11,668	12,431	13,560	14,952
同比增长 (%)	20.6	0.7	6.5	9.1	10.3
市盈率 (倍)	24.8	24.6	23.1	21.2	19.2
净负债比率 (%)	(56.8)	(46.4)	(52.2)	(57.4)	(62.8)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价272.90 人民币

(此前目标价249.19 人民币)

潜在升幅15.0%

当前股价237.28 人民币

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	287,688.1
3 月平均流通量(百万人民币)	1,352.1
52 周内股价高/低(人民币)	324.50/211.59
总股本 (百万)	1212.4

资料来源：FactSet

股东结构

Smartco Development Limited	27.0%
Magnifice (HK) Limited	24.5%

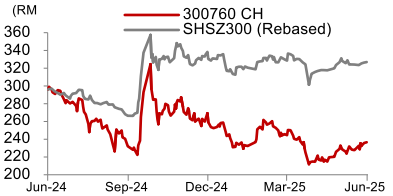
资料来源：深交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	1.8%	2.0%
3 - 月	-3.0%	-2.5%
6 - 月	-8.4%	-7.5%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币 百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	40,163	44,686	49,573	40,163	43,952	48,033	0.00%	1.67%	3.21%
毛利	24,953	27,805	30,929	24,953	27,339	29,951	0.00%	1.70%	3.27%
营业利润	14,631	16,134	18,018	14,631	15,880	17,483	0.00%	1.60%	3.07%
归母净利润	12,431	13,560	14,952	12,431	13,332	14,505	0.00%	1.72%	3.08%
基本每股收益 (元)	10.25	11.18	12.33	10.25	11.00	11.96	0.00%	1.72%	3.08%
毛利率	62.13%	62.22%	62.39%	62.13%	62.20%	62.35%	0ppt	+0.02ppt	+0.04ppt
营业利润率	36.43%	36.11%	36.35%	36.43%	36.13%	36.40%	0ppt	-0.03ppt	-0.05ppt
净利率	30.95%	30.35%	30.16%	30.95%	30.33%	30.20%	0ppt	+0.01ppt	-0.04ppt

资料来源：迈瑞医疗，招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	13,986	15,587	17,369	19,279	21,363	23,624	26,008	28,536	31,190
税率	9.83%	9.83%	9.83%	9.83%	9.83%	9.83%	9.83%	9.83%	9.83%
息税前利润*(1-税率)	12,611	14,055	15,661	17,384	19,263	21,302	23,452	25,731	28,124
+折旧与摊销	1,542	1,651	1,741	1,778	1,834	1,875	1,899	1,914	1,918
- 营运资金变化	-251	-608	-651	-701	-757	-814	-857	-899	-934
- 资本支出	-1,969	-1,869	-1,769	-1,669	-1,569	-1,469	-1,369	-1,269	-1,169
自由现金流	11,932	13,229	14,982	16,793	18,771	20,894	23,125	25,477	27,939
终值									461,233

永续增长率	3.0%
加权平均资本成本 WACC	9.2%
股本成本	12.5%
债务成本	3.8%
市场风险系数 β	0.95
无风险利率	2.5%
市场风险溢价	10.5%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	15.0%

终值	208,215
现值	315,506
净负债	-20,946
少数股东权益	5,580
股权价值	330,872
股份数 (百万股)	1,212
DCF 每股价值 (人民币)	272.90

资料来源：招银国际环球市场预测

图 3: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%
永续增长率	4.0%	382.69	341.18	307.66	280.04	256.89
	3.5%	352.25	317.44	288.76	264.74	244.33
	3.0%	327.62	297.84	272.90	251.71	233.50
	2.5%	307.28	281.38	259.38	240.48	224.08
	2.0%	290.20	267.36	247.74	230.71	215.79

图 4: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	40,163	44,686	49,573	39,926	45,226	51,264	0.59%	-1.19%	-3.30%
毛利	24,953	27,805	30,929	25,016	28,376	32,204	-0.25%	-2.01%	-3.96%
营业利润	14,631	16,134	18,018	14,058	16,066	18,387	4.07%	0.42%	-2.00%
归母净利润	12,431	13,560	14,952	12,505	14,046	15,754	-0.59%	-3.46%	-5.09%
基本每股收益 (元)	10.25	11.18	12.33	10.57	11.90	13.30	-3.01%	-6.01%	-7.27%
毛利率	62.13%	62.22%	62.39%	62.66%	62.74%	62.82%	-0.53ppt	-0.52ppt	-0.43ppt
营业利润率	36.43%	36.11%	36.35%	35.21%	35.52%	35.87%	+1.22ppt	+0.58ppt	+0.48ppt
净利润率	30.95%	30.35%	30.16%	31.32%	31.06%	30.73%	-0.37ppt	-0.71ppt	-0.57ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	30,366	34,932	36,726	40,163	44,686	49,573
销售成本	(10,885)	(12,513)	(13,548)	(15,209)	(16,881)	(18,644)
毛利	19,480	22,419	23,178	24,953	27,805	30,929
运营费用	(8,941)	(9,478)	(10,549)	(11,105)	(12,453)	(13,693)
销售费用	(4,802)	(5,010)	(5,283)	(5,623)	(6,211)	(6,841)
行政费用	(1,320)	(1,524)	(1,600)	(1,741)	(1,929)	(2,130)
研发费用	(2,923)	(3,433)	(3,666)	(3,856)	(4,281)	(4,739)
其他	103	489	(1)	115	(32)	17
运营利润	10,991	13,070	13,112	14,631	16,134	18,018
以公允价值计量的盈亏	(21)	79	126	126	126	126
投资盈亏	(5)	(10)	69	69	69	69
其他盈亏	478	60	287	587	587	587
其他	(37)	(59)	(92)	(92)	(92)	(92)
税前利润	10,954	13,011	13,020	14,539	16,042	17,926
所得税	(1,343)	(1,433)	(1,280)	(1,429)	(1,577)	(1,762)
非控股权益	(4)	4	(71)	(679)	(905)	(1,212)
归母净利润	9,607	11,582	11,668	12,431	13,560	14,952
调整后净利润	9,525	11,434	11,442	12,262	13,393	14,787
总股息	5,456	7,032	7,602	8,161	8,970	9,965

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	30,606	26,875	25,647	30,538	36,197	42,768
现金与现金等价物	23,186	18,787	16,644	20,952	25,660	31,217
应收账款	2,661	3,297	3,226	3,566	3,968	4,402
存货	4,025	3,979	4,757	5,000	5,550	6,130
预付款项	289	268	297	297	297	297
其他流动资产	445	545	722	722	722	722
非流动资产	16,139	21,065	30,997	31,386	31,566	31,556
物业及厂房及设备 (净额)	4,261	5,490	7,086	8,291	9,286	10,090
递延税项	755	1,313	1,697	1,697	1,697	1,697
无形资产	1,977	2,225	6,723	6,010	5,297	4,585
商誉	4,403	5,062	11,093	11,093	11,093	11,093
其他非流动资产	4,743	6,976	4,397	4,295	4,193	4,090
总资产	46,745	47,940	56,644	61,925	67,763	74,324
流动负债	11,770	10,103	10,427	10,760	11,103	11,466
短期债务	0	8	5	5	5	5
应付账款	2,291	2,690	2,793	3,125	3,469	3,831
应付税款	573	653	428	428	428	428
其他流动负债	8,906	6,751	7,202	7,202	7,202	7,202
非流动负债	2,976	4,491	5,458	5,458	5,458	5,458
长期债务	0	1	0	0	0	0
递延收入	93	109	127	127	127	127
其他非流动负债	2,883	4,381	5,331	5,331	5,331	5,331
总负债	14,746	14,594	15,885	16,218	16,562	16,924
股本	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212
资本盈余	608	608	608	608	608	608
其他	30,161	31,265	34,036	38,306	42,896	47,883
股东权益总额	31,981	33,085	35,856	40,126	44,717	49,703
少数股东权益	18	261	4,902	5,580	6,485	7,697
总负债和股东权益	46,745	47,940	56,644	61,925	67,763	74,324

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	9,611	11,578	11,740	13,110	14,465	16,164
折旧摊销	911	1,039	1,503	1,542	1,651	1,741
税款	(1,343)	(1,433)	(1,280)	(1,429)	(1,577)	(1,762)
营运资金变化	1,524	(1,652)	(727)	(251)	(608)	(651)
其他	1,438	1,528	1,196	914	1,160	1,242
净经营现金流	12,141	11,062	12,432	13,885	15,092	16,735
投资现金流						
资本开支	(1,916)	(2,689)	(1,959)	(2,000)	(1,900)	(1,800)
收购与投资	0	(871)	(5,773)	0	0	0
其他	(1,304)	2,867	350	31	31	31
净投资现金流	(3,220)	(693)	(7,383)	(1,969)	(1,869)	(1,769)
融资现金流						
已支付股息	(4,233)	(10,670)	(8,843)	(7,608)	(8,515)	(9,408)
净借贷	0	(19)	(3)	0	0	0
发行股票所得现金	0	79	79	0	0	0
其他	(961)	(166)	(114)	0	0	0
净融资现金流	(5,194)	(10,776)	(8,882)	(7,608)	(8,515)	(9,408)
净现金流变动						
年初现金	15,133	18,974	18,668	16,644	20,952	25,660
汇率变动	114	101	72	0	0	0
年末现金	19,087	18,770	14,980	20,952	25,660	31,217
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	20.2%	15.0%	5.1%	9.4%	11.3%	10.9%
毛利润	18.6%	15.1%	3.4%	7.7%	11.4%	11.2%
经营利润	21.2%	18.9%	0.3%	11.6%	10.3%	11.7%
归母净利润	20.1%	20.6%	0.7%	6.5%	9.1%	10.3%
调整后净利润	21.3%	20.0%	0.1%	7.2%	9.2%	10.4%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	64.2%	64.2%	63.1%	62.1%	62.2%	62.4%
营业利益率	36.2%	37.4%	35.7%	36.4%	36.1%	36.3%
调整后净利润率	31.4%	32.7%	31.2%	30.5%	30.0%	29.8%
股本回报率	32.6%	35.6%	34.1%	34.5%	34.1%	34.2%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
流动比率 (倍)	2.6	2.7	2.5	2.8	3.3	3.7
应收账款周转天数	26.8	31.1	32.4	32.4	32.4	32.4
存货周转天数	127.3	116.7	117.7	120.0	120.0	120.0
应付帐款周转天数	76.6	72.6	73.9	75.0	75.0	75.0
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	29.9	24.8	24.6	23.1	21.2	19.2
市盈率 (摊薄)	29.9	24.8	24.6	23.1	21.2	19.2
市帐率	23.2	26.8	26.0	25.3	24.6	23.8
股息 (%)	1.9	2.4	2.6	2.8	3.1	3.5
企业价值 / 销售额	8.7	7.7	7.5	6.8	6.0	5.3
企业价值 / EBITDA	23.2	20.4	19.5	17.5	15.6	13.8
企业价值 / EBIT	25.2	22.1	21.9	19.5	17.2	15.2

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。