

海外器械龙头解读系列之三

史赛克SYK.N——2023年年报解读：

业绩增长稳健，自主创新及外延不断拓展

西南证券研究发展中心
2024年2月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

史赛克：业绩增长稳健，自主创新及外延不断拓展

业绩概况：23年营业收入205亿美元（+11.1%报表口径/+11.5%有机增长口径，其中10.9%来自销量增长，0.6%来自价格增长），净利润31.65亿美元（+34.2%），毛利率63.7%（+0.94pp），净利率15.4%（+2.7pp），调整后EPS：\$10.6（+13.5%）。

2024年业绩指引：2024年营业收入有机增长7.5%~9%，调整后EPS：\$11.7~12美元，对应2024年PE为30倍。

按产品看

- **医疗业务 (Medical) 收入34.6亿美元，同比增长14.1%：**新推出了第一个Xpedition动力楼梯椅，为急救人员设计了集成的工作流程，与Stryker的stair-pro保持相同的存储空间，并增强了用户界面，便于使用。Xpedition允许护理人员在各种地形上安全且符合人体工程学的移动患者。公司管理层预计未来Medical业务五年增速快于公司整体业务增速，主要依靠Sage（2016年收购子公司）、Vocera（2022年收购子公司—数字护理协调龙头）、beds（病床）、stretchers（担架）、AEDs（除颤、急救）等业务。
- **内窥镜 (Endoscopy) 收入30.3亿美元，同比增长11.3%：**推出了1788 4K镜头，可应用于泌尿外科、神经病学和耳鼻喉科。此外，1788还可用于吲哚菁绿和Cytalux的可视化。
- **仪器 (Instruments) 收入25.7亿美元，同比增长12.7%：**推出了市场上首个持续封闭的低流体废物管理系统Neptune S。主要增长来自于System 9全联合电动工具。
- **神经-颅 (Neuro Cranial) 收入15.5亿美元，同比增长12.6%；神经血管(Neurovascular)收入12.3亿美元，同比增长2.2%。**
- **四肢创伤(Trauma & Extremities)收入31.5亿美元，同比增长12.1%。**
- **膝关节(Knees)收入22.7亿美元，同比增长13.8%：**Triathlon Hinge膝关节系统首次临床应用，预计24年全面商业化推出。
- **髌关节(Hips)收入15.4亿美元，同比增长9.3%：**2023年Insignia髌关节系统日本获批，目前共计在6个地区获批（美、加、日、新西兰、新加坡及中国香港）。**脊柱 (Spine)收入11.9亿美元，同比增长3.8%。**

按地区看

- **美国：**23年营业收入152.6亿美元，同比增长12%，占比74%。
- **国际：**其中欧洲、中东、非洲23年营业收入26.2亿美元，占比13%，亚太地区19.5亿美元，占比10%，其他地区6.8亿美元，占比3%。剔除中国集采影响后，国际业务增速快于美国地区。其中加拿大、澳大利亚和大多数新兴市场的增长率为两位数，而欧洲和日本的增长率为较高的个位数。

手术机器人：Mako在全球已经实现超100万例手术，涉及40个国家，发表超过330篇学术研究，1500+专利。在美国，60%的膝关节手术和34%的髌关节手术使用MAKO。在全球范围内，23年使用MAKO进行膝关节手术的比例超过40%，髌关节手术的比例接近20%。预计2024+会陆续拓展到脊柱、肩和其他手术领域。

风险提示：行业竞争风险；法规和监管风险；产品研发失败的风险。

1.1 年度业绩回顾

➤ 2023FY 业绩概况

- **营业收入：205亿美元**（+11.1%报表口径/+11.5%有机增长口径，其中10.9%来自销量增长，0.6%来自价格增长）；**净利润：31.65亿美元**（+34.2%）；**毛利率：63.7%**（+0.94pp）；**净利率：15.4%**（+2.7pp）。**调整后EPS：\$10.6**（+13.5%）。

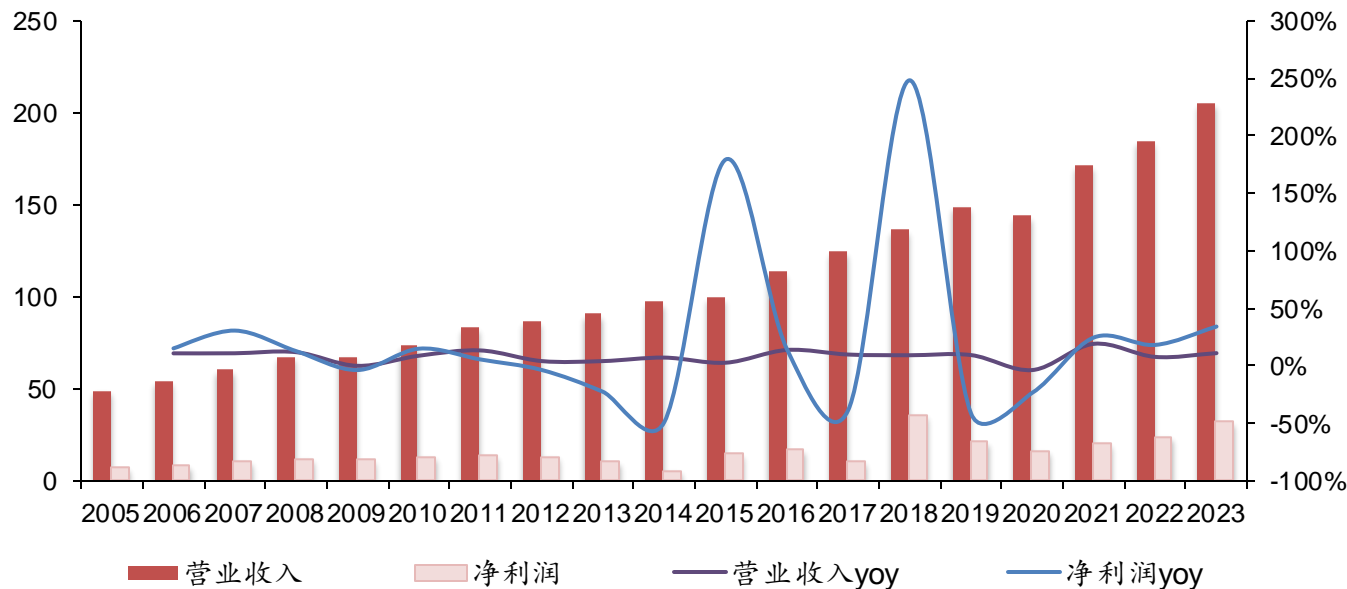
➤ 2024年指引

- **营业收入**：有机增长7.5%~9%；**调整后EPS**：\$11.7~12美元，对应2024年PE为30倍。

➤ 公司概况

- **布局全球75个国家，员工数超5.1万人，每年服务病人超1.3亿人。**

史赛克历史业绩情况（亿美元）



史赛克财务数据及估值

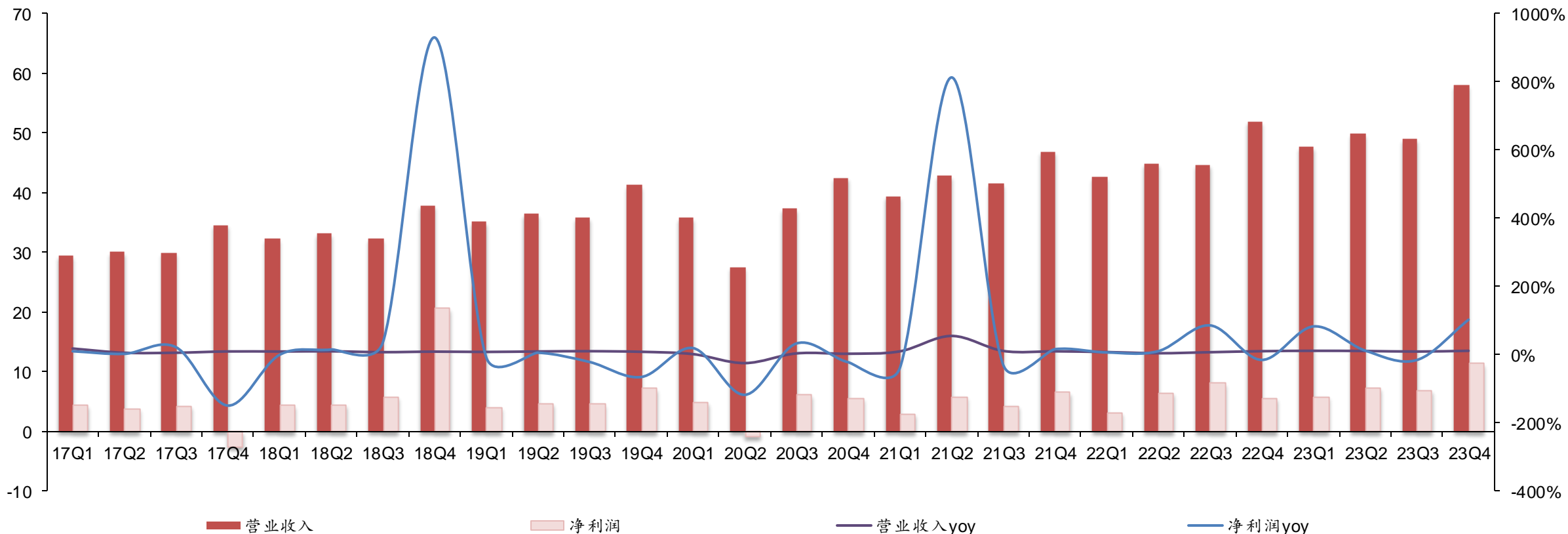
财务数据单位：亿美元						
2023Q4				市值	估值 PE	
收入	YOY%	净利润	YOY%	亿美元	2023	2024E
58.2	+11.8%	11.4	+103%	1328	42	30
2023FY					收入指引	
收入	YOY%	净利润	YOY%	EPS美元	2024	
205	+11.1%	31.7	+34.2%	10.6	220~223	

1.2 单季度重要财务指标回顾

➤ 2023Q4 业绩概况

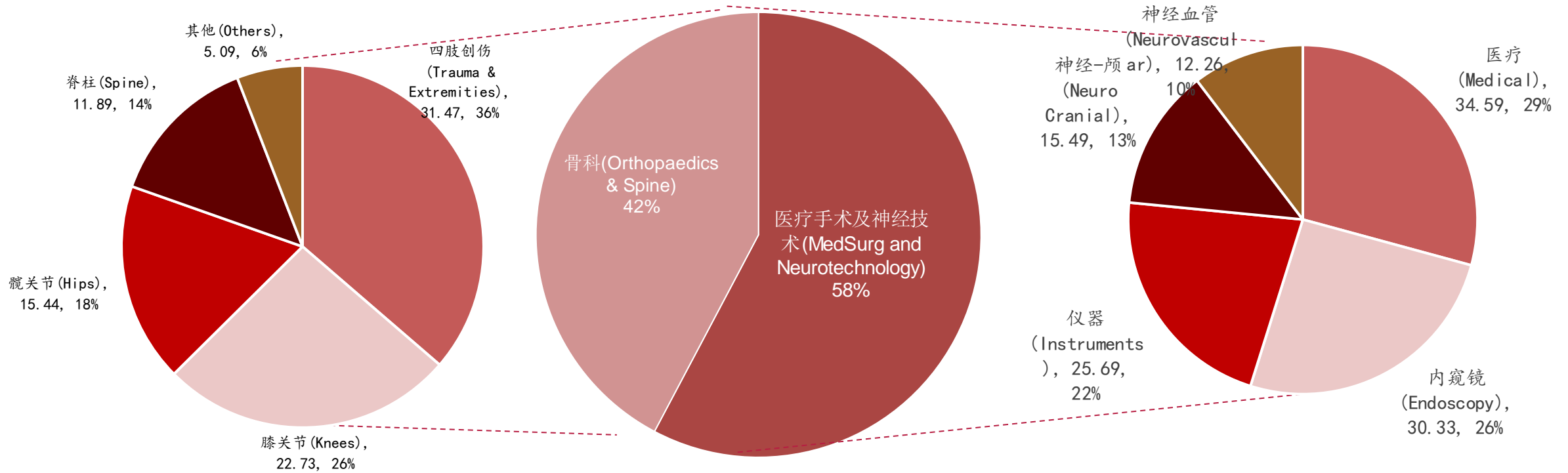
- **营业收入**：58.2亿美元（+11.8%报表口径/+11.4%有机增长口径，其中10.7%来自销量增长，0.7%来自价格增长）；**净利润**：11.4亿美元（+103%）；**净利率**：19.6%。**调整后EPS**：\$3.46（+15.3%）。

史赛克单季度收入情况（亿美元）



2 主营业务23FY收入及占比

主营业务23年收入（亿美元）



2.1 两大板块23FY收入拆分

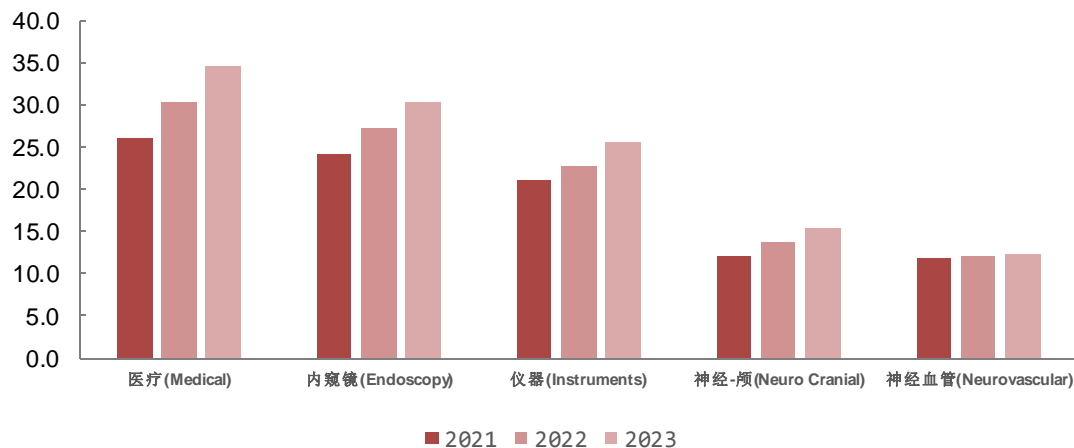
➤ 医疗手术及神经技术(MedSurg and Neurotechnology)

- **医疗业务 (Medical) 收入34.6亿美元，同比增长14.1%**：新推出了第一个Xpedition动力楼梯椅，为急救人员设计了集成的工作流程，与Stryker的stair-pro保持相同的存储空间，并增强了用户界面，便于使用。Xpedition允许护理人员在各种地形上安全且符合人体工程学的移动患者。公司管理层预计未来Medical业务五年增速快于公司整体业务增速，主要依靠Sage (2016年收购子公司)、Vocera (2022年收购子公司—数字护理协调龙头)、beds (病床)、stretchers (担架)、AEDs (除颤、急救)等业务。
- **内窥镜 (Endoscopy) 收入30.3亿美元，同比增长11.3%**：推出了1788 4K镜头，可应用于泌尿外科、神经病学和耳鼻喉科。此外，1788还可用于吲哚菁绿和Cytalux的可视化。
- **仪器 (Instruments) 收入25.7亿美元，同比增长12.7%**：推出了市场上首个持续封闭的低流体废物管理系统Neptune S。主要增长来自于System 9全联合电动工具。
- **神经-颅 (Neuro Cranial) 收入15.5亿美元，同比增长12.6%**；**神经血管(Neurovascular)收入12.3亿美元，同比增长2.2%**。

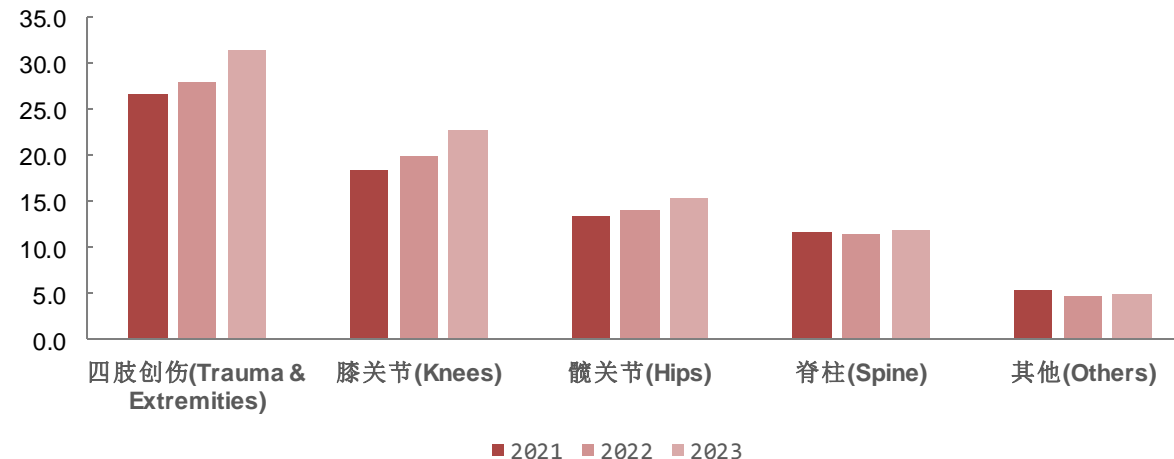
➤ 骨科(Orthopaedics & Spine)

- **四肢创伤(Trauma & Extremities)收入31.5亿美元，同比增长12.1%**。
- **膝关节(Knees)收入22.7亿美元，同比增长13.8%**：Triathlon Hinge膝关节系统首次临床应用，预计24年全面商业化推出。
- **髋关节(Hips)收入15.4亿美元，同比增长9.3%**：2023年Insignia髋关节系统日本获批，目前共计在6个地区获批 (美、加、日、新西兰、新加坡及中国香港)。
- **脊柱(Spine)收入11.9亿美元，同比增长3.8%**。

医疗手术及神经技术21-23年收入拆分 (亿美元)



骨科21-23年收入拆分 (亿美元)



2.2 两大板块23Q4收入拆分

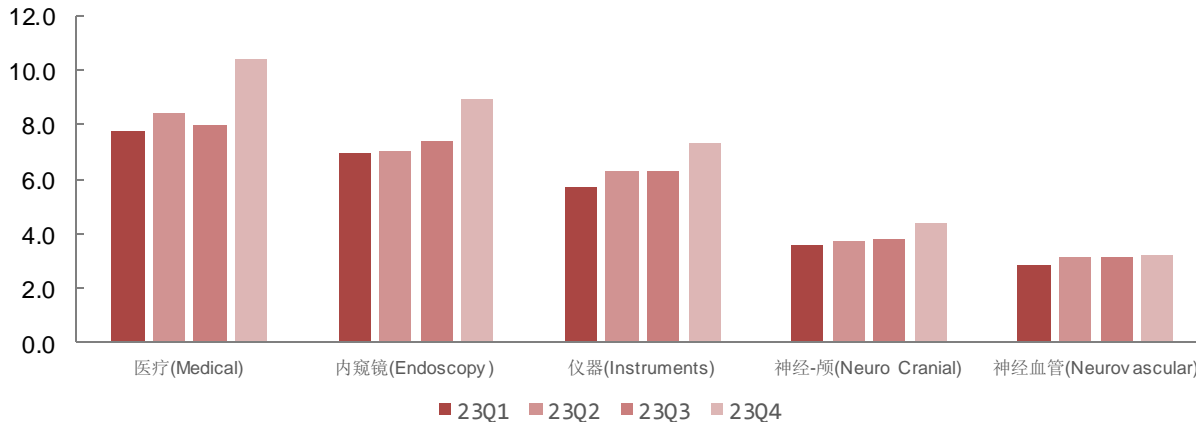
➤ 医疗手术及神经技术(MedSurg and Neurotechnology) :

- **医疗业务 (Medical) 收入10.4亿美元，同比增长11.3%**：其中美国地区有机增长12.9%，主要依靠Vocera badges (护理人员移动交流佩戴设备)、医用病床、移动担架等产品。
- **内窥镜 (Endoscopy) 收入8.9亿美元，同比增长14.5%**：其中美国地区有机增长17.9%，从产品的角度来看，主要依靠视频、光源等强劲增长。以及9月推出的1788平台系统持续放量。
- **仪器 (Instruments) 收入7.4亿美元，同比增长12.7%**：其中美国地区有机增长12.5%。
- **神经-颅 (Neuro Cranial) 收入4.4亿美元，同比增长13.8%**；**神经血管(Neurovascular)收入3.2亿美元，同比增长7%**。

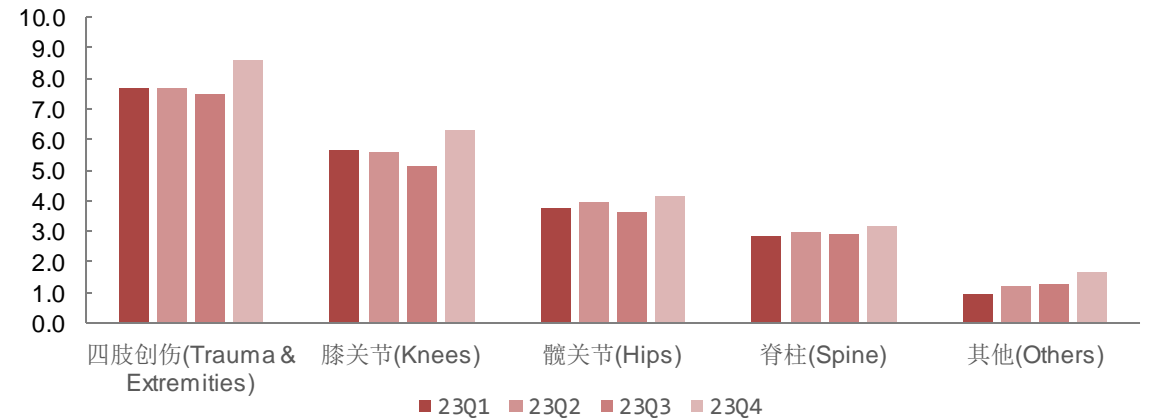
➤ 骨科(Orthopaedics & Spine)

- **四肢创伤(Trauma & Extremities)收入8.6亿美元，同比增长11.1%**：其中美国地区有机增长12.1%。
- **膝关节(Knees)收入6.3亿美元，同比增长14.1%**：其中美国地区有机增长12.9%。
- **髋关节(Hips)收入4.1亿美元，同比增长10.4%**：其中美国地区有机增长12.9%。
- **脊柱(Spine)收入3.2亿美元，同比增长7.1%**：其中美国地区有机增长6%。

医疗手术及神经技术23Q1-4收入拆分 (亿美元)



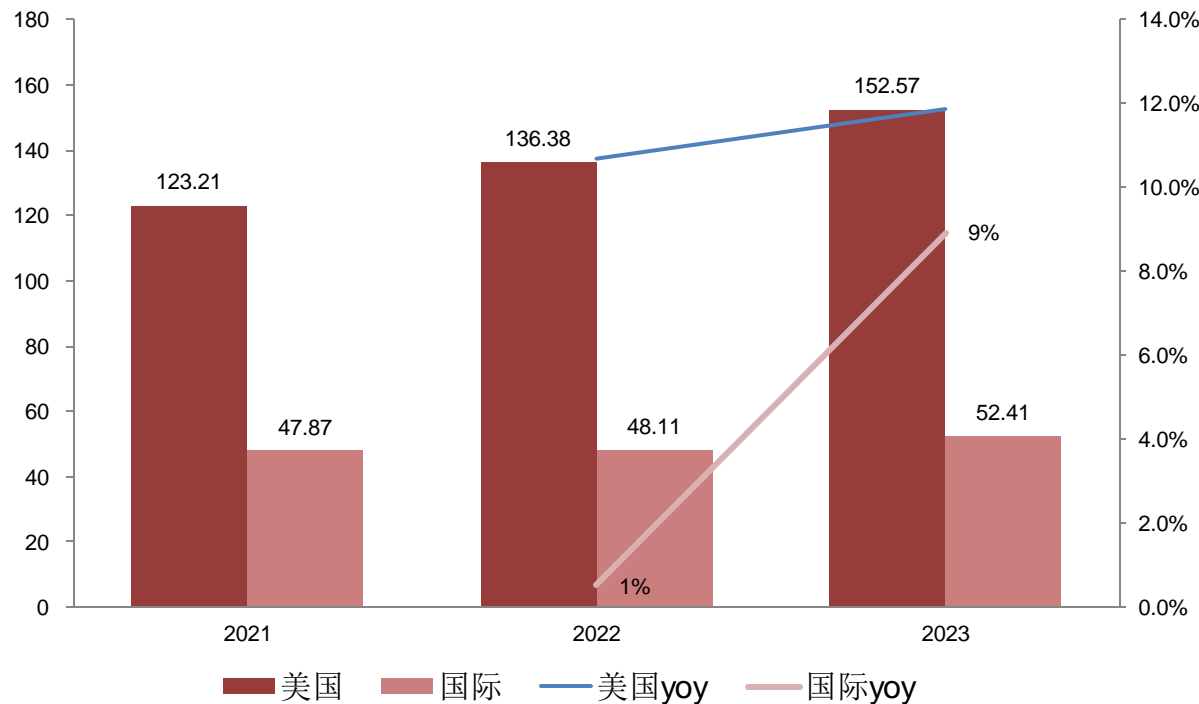
骨科23Q1-4收入拆分 (亿美元)



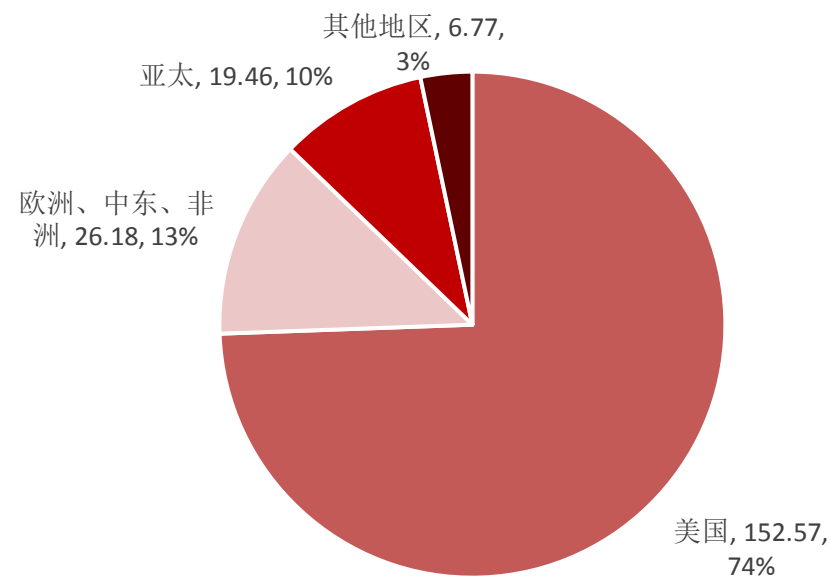
2.3 按地区收入拆分

- **美国**：23年营业收入152.6亿美元，同比增长12%，占比74%。
- **国际**：其中欧洲、中东、非洲23年营业收入26.2亿美元，占比13%，亚太地区19.5亿美元，占比10%，其他地区6.8亿美元，占比3%。剔除中国集采影响后，国际业务增速快于美国地区。其中加拿大、澳大利亚和大多数新兴市场的增长率为两位数，而欧洲和日本的增长率为较高的个位数。

史赛克2021-2023年按地区收入情况（亿美元）



史赛克2023年按地区收入占比



2.4 按地区业务收入拆分

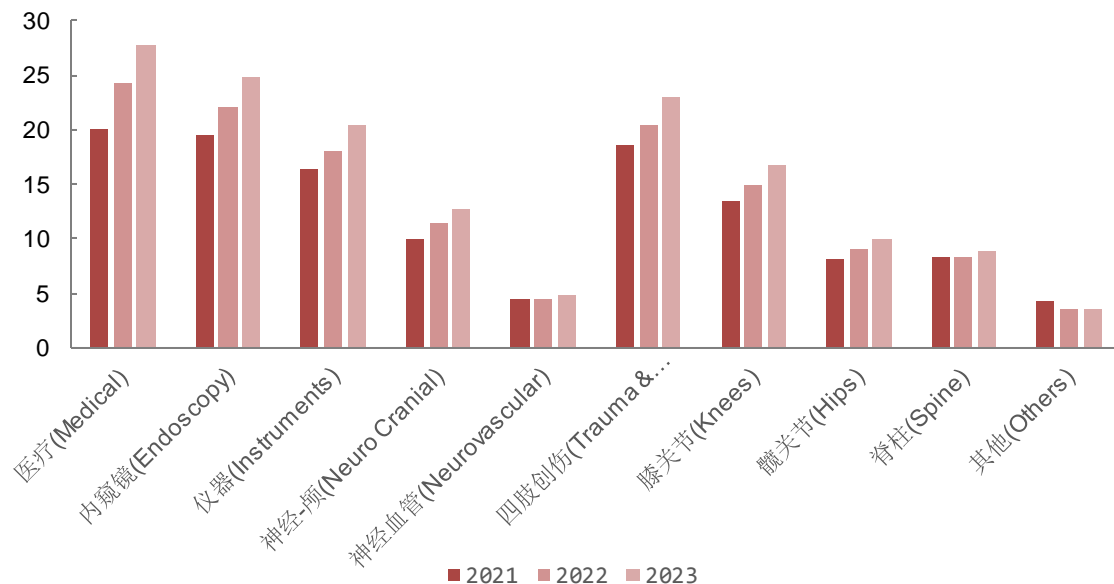
➤ 美国

- 医疗业务 (Medical) 收入27.9亿美元，同比增长15%：其中Vocera、急性护理和Sage业务的表现最为突出。
- 内窥镜业务收入24.8亿美元，同比增长12%：其中Communications, Endo, BEU and Sports Medicine 业务现了两位数的增长。
- 神经-颅业务收入12.7亿美元，同比增长12%：其中包括神经外科和耳鼻喉科业务的两位数增长，高速钻头和球囊扩张产品的增长强劲。

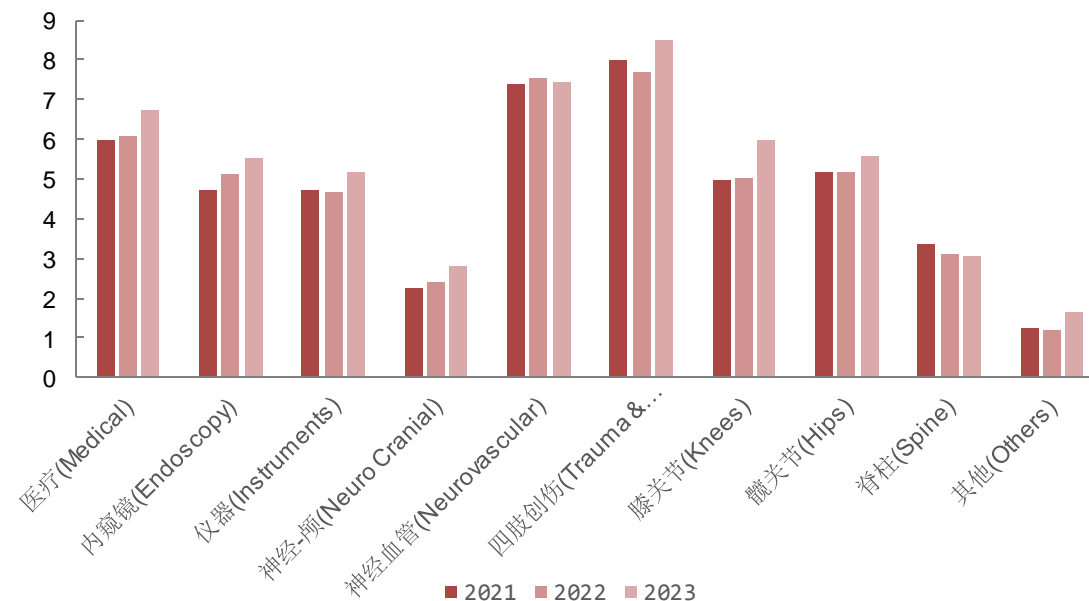
➤ 国际

- 仪器和神经颅骨业务的两位数增长。主要靠澳大利亚、加拿大和日本贡献。
- 膝关节业务增长18%，在Mako和膝关节业务的推动下，加拿大和大多数新兴市场表现强劲。

史赛克2021-2023年美国地区收入情况 (亿美元)



史赛克2021-2023年国际地区收入情况 (亿美元)



➤ 近两年创新产品布局：

- **1788 镜头 (23Q3推出)**：提供更广泛的临床应用以及增强功能，包括泌尿外科、神经病学、耳鼻喉科，此外1788可用于可视化ICG和Cytalux。
- **Xpedition (23Q1推出)**：Stryker第一款电动楼梯椅，与Stryker的stair-pro保持相同的存储空间，改进了使用界面。Xpedition允许护理人员各种地形上安全且符合人体工程学的移动患者。
- **Cranial guidance (23Q3推出)**：颅脑指导软件系统，增强了软件系统以及导航和屏幕。
- **Insignia 髌关节置换 (22Q3推出)**：利用超过1300次CT扫描以及3D建模和分析系统，为不同手术术式髌关节置换设计的新产品。
- **Mako 全膝置换手术机器人 2.0 (23Q3推出)**：通过增加一个数字张力器使得术中可以实时观察膝关节稳定性。

22-23年史赛克重点新产品布局



1788 Camera



Xpedition



Cranial Guidance



Insignia Hip Stem

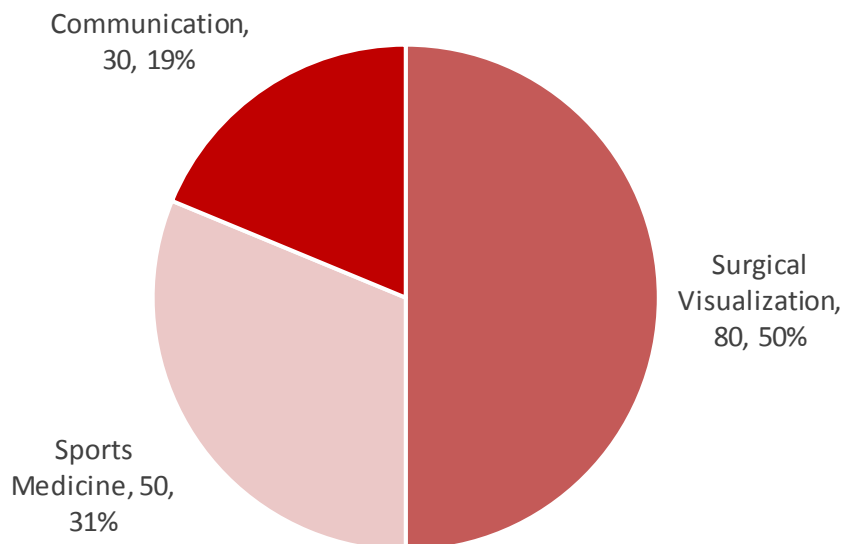


Mako Total Knee 2.0

3.1 Endoscopy (内窥镜业务)

- **主要增长驱动力**：1) 1788 镜头推出；2) “Communication” 板块新订单推动；3) 骨科业务
- **细分应用场景**：1) 外科手术可视化：方便使用和手术室安全而设计；核心产品：1788, SPY-PHI, L12 Lightsource, Surgical Displays
2) “Communication” 板块：定制的集成手术室生态系统，旨在支持患者和护理人员的安全，提高操作效率，并连接手术设备以改善工作流程，从而提高患者和工作人员的满意度；核心产品：iSuite, Surgical Booms, Surgical Lights, Surgical Tables, Integration and Connectivity Solutions
3) 骨科：综合运动医学产品组合，包括关节镜和肩部，髌关节，膝关节和小关节手术；核心产品：InSpace, Pivot Guardian Total Hip System, HipMap, HipCheck, AIR+, AlphaVent
- **24-26年全球内窥镜市场规模CAGR预期**：中个位数增长

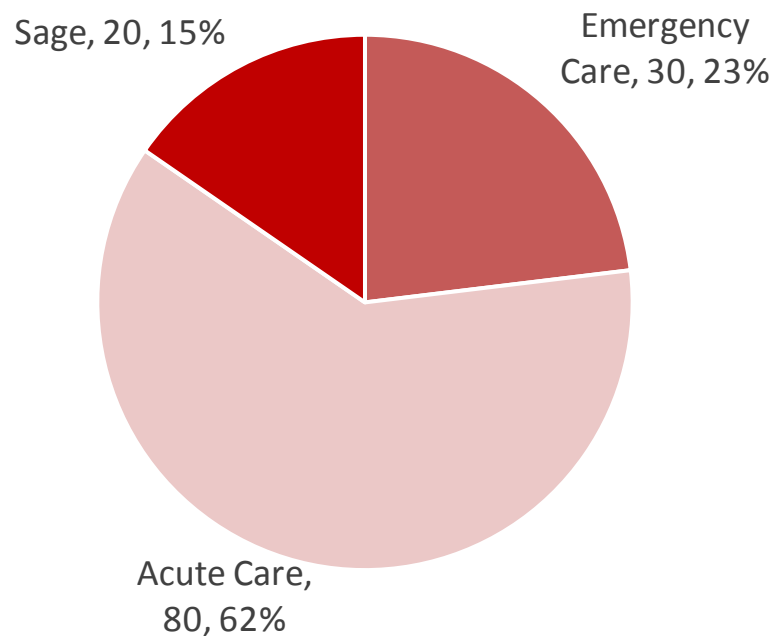
23年全球内窥镜市场规模细分 (亿美元)



3.2 Medical (医疗业务)

- **主要增长驱动力**：1) Xpedition动力楼梯椅推出；2) ProCuity (智能互联病床系统) 多年品牌力支撑；3) 子公司Vocera协同销售；4) 子公司Sage业务快速增长。
- **细分应用场景**：1) 急救护理 (Emergency Care)：核心产品：Xpedition, LUCAS, LIFEPAK, LIFENET, CR2, Power-PRO 2
2) 精准护理 (Acute Care)：提供先进的技术和整体解决方案，以增强临床工作流程和体验，同时在整个护理过程中实现更安全的护理和更好的结果；核心产品：ProCuity, Vocera, Prime, Unity
3) Sage：核心产品：Oral hygiene, Urine management, Pre-opprep

23年全球Medical市场规模细分 (亿美元)



24-26年全球Medical市场规模CAGR预期

医疗业务(Medical)：高个位数增长

急救护理(Emergency Care)：高个位数增长

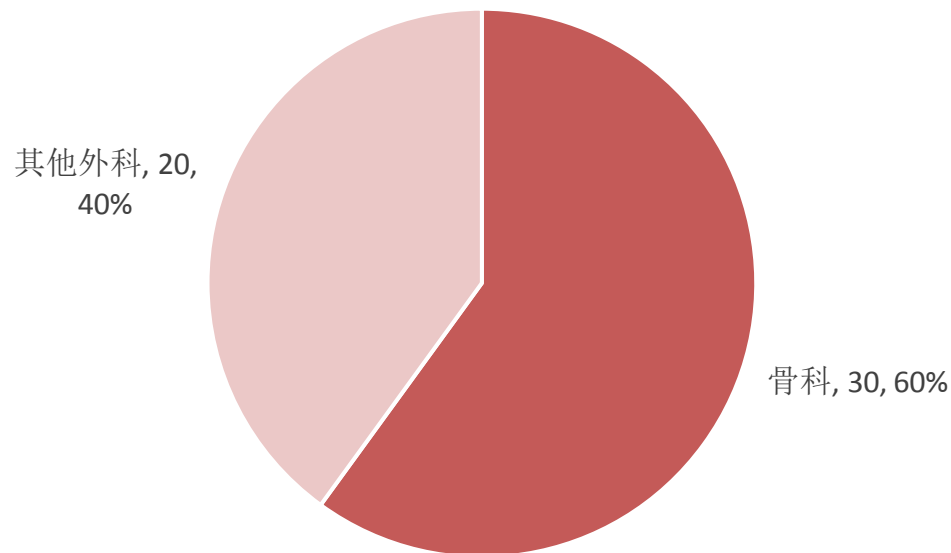
精准护理(Acute Care)：中个位数增长

Sage：高个位数增长

3.3 Instruments (仪器业务)

- **主要增长驱动力**：1) 手术动力设备及废物管理系统多年品牌力支撑；2) 新产品升级；
- **细分应用场景**：1) 骨科 (Orthopaedic Instruments)：核心产品：System 9, CD NXT, TPX, T7
2) 外科 (Surgical)：核心产品：Neptune S, SafeAir, SurgiCount, Triton

23年全球仪器市场规模细分 (亿美元)



24-26年全球仪器市场规模CAGR预期

仪器业务 (Instruments)：高个位数增长
骨科 (Orthopaedic)：中个位数增长
外科 (Surgical)：双位数增长

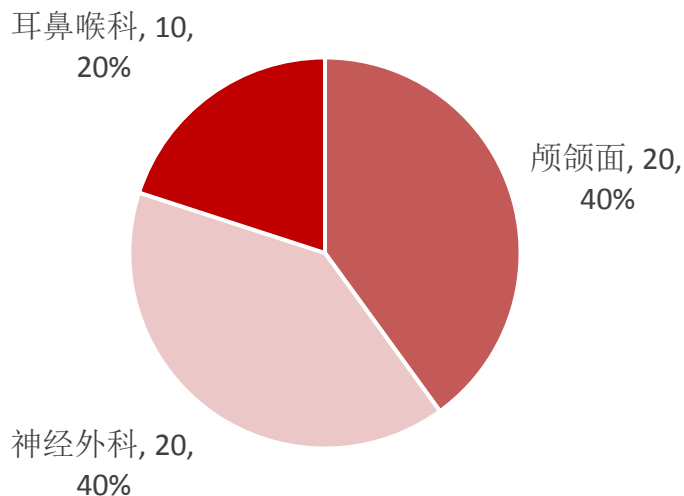
3.4 Neuro Cranial (神经-颅业务)

- **主要增长驱动力**：1) BoneMill+新产品；2) 关键客户转化；
- **细分应用场景**：1) 颅颌面 (Craniomaxillofacial)：核心产品：DuraMatrix, DirectInject, MEDPOR, Universal Mesh
2) 神经外科 (NeuroSurgical)：核心产品：BoneMill+, Maestro Air, Quantum Headlight
3) 耳鼻喉科 (ENT)：核心产品：Audion, FocESS, ClariFix, Cyclone irrigation, ENT Navigation

3.5 Neurovascular (神经血管业务)

- **主要增长驱动力**：1) 收购Cerus；2) Target Tetra coil新产品推出；3) 国际市场增长；4) 中风护理领先龙头；
- **细分应用场景**：1) 出血性：核心产品：Contour Neurovascular System, Target Detachable Coil, Surpass Evolve Flow Diverter, Neuroform Atlas, Synchro Guidewire
2) 缺血性：核心产品：Trevor NXT ProVue Retriever, Trevo Trak 21 Microcatheter, AXS Vecta Catheters
- **神经血管业务23年全球市场规模**：40亿美元
- **神经血管业务24-26年市场规模CAGR预期**：高个位数

23年全球神经-颅市场规模细分 (亿美元)



24-26年全球神经-颅市场规模CAGR预期

神经-颅合计：中个位数增长

颅颌面：中个位数增长

神经外科：高个位数增长

耳鼻喉科：中个位数增长

3.6 Joint replacement (关节置换业务)

- **主要增长驱动力**：1) 手术机器人应用；2) 全球化；3) 无骨水泥膝关节置换
- **细分应用场景**：1) 髌关节：核心产品：Insignia, Restoration Modular, Trident II, Accolade II
2) 膝关节：核心产品：Triathlon Total Knee System, Triathlon TS, Triathlon Hinge, Restoris MCK

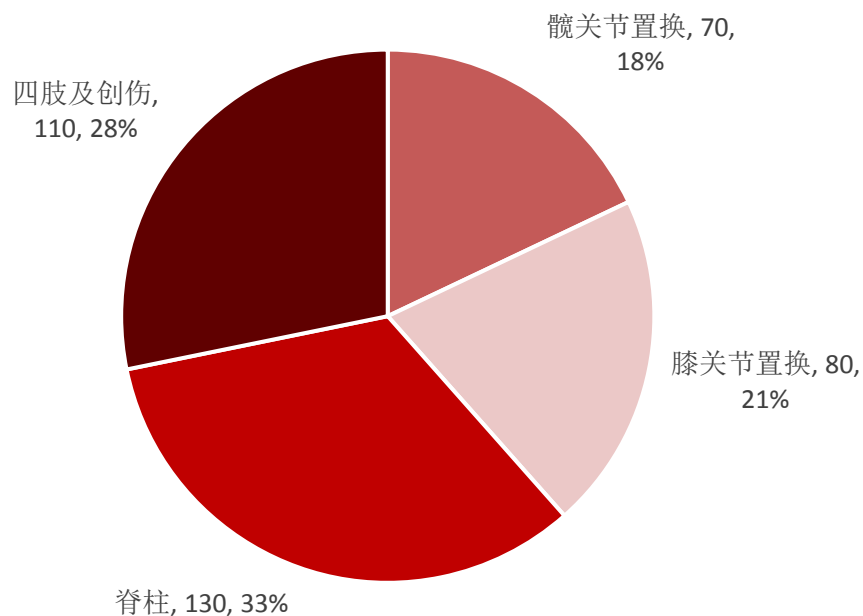
3.7 Spine (脊柱业务)

- **主要增长驱动力**：1) 全球化；2) 市场整合

3.8 Trauma and Extremities (四肢及创伤业务)

- **主要增长驱动力**：1) 全球化；2) 市场整合

23年全球骨科市场规模细分 (亿美元)



24-26年全球骨科市场规模CAGR预期

髌关节：中个位数增长

膝关节：中个位数增长

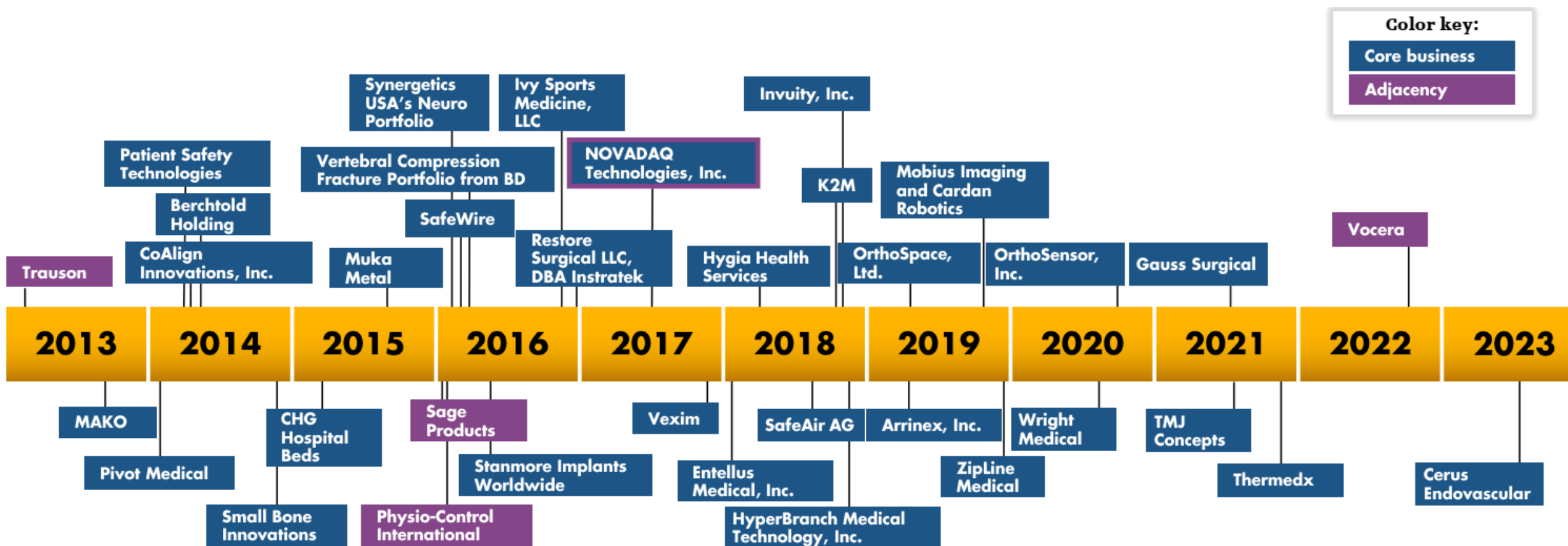
脊柱：低个位数增长

四肢及创伤：中个位数增长

史赛克并购历史

➤ 核心战略为自主产品业务线完善升级+外延协同赛道收并购，过去10年完成超50项收并购。

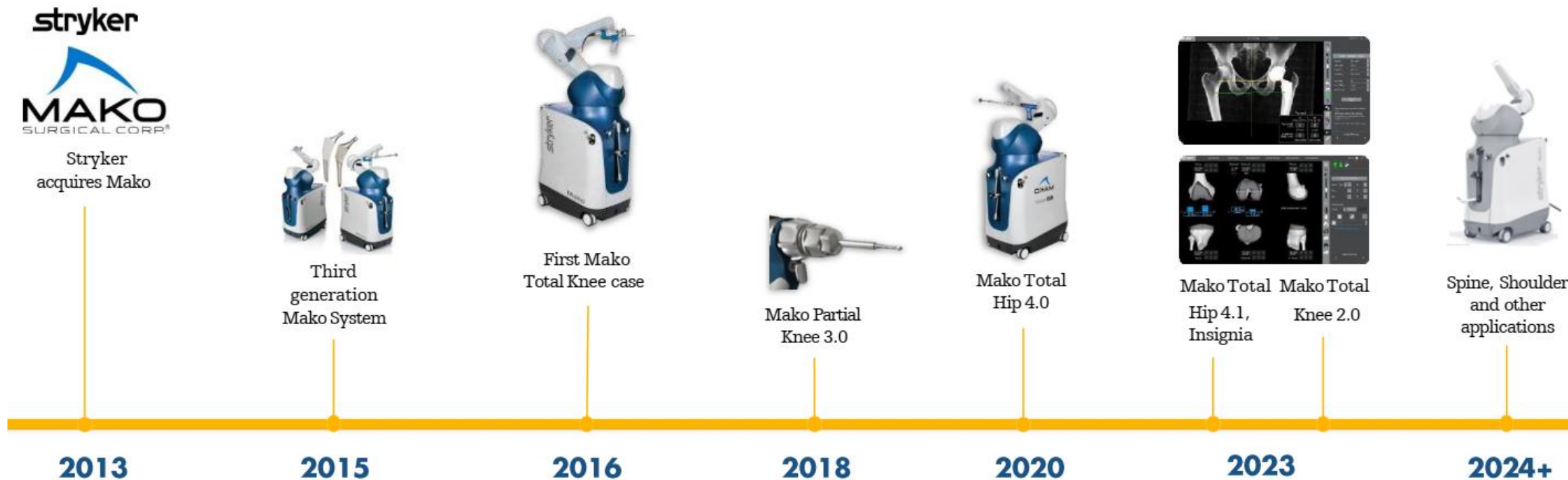
史赛克收并购历史



骨科手术机器人迭代历史

- 收购Mako拓宽骨科手术机器人赛道，目前Mako在全球已经实现超100万例手术，涉及40个国家，发表超过330篇学术研究，1500+专利。在美国，60%的膝关节手术和34%的髌关节手术使用MAKO。在全球范围内，23年使用MAKO进行膝关节手术的比例超过40%，髌关节手术的比例接近20%。预计2024+会陆续拓展到脊柱、肩和其他手术领域。

骨科手术机器人Mako迭代历史



西南证券投资评级说明

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

分析师承诺

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。

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

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	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	高级销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
广深	胡青璇	高级销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				