

## 证券研究报告/行业报告简版

医药生物

2024 年 3 月 6 日

分析师：谢木青

电话：021-20315895

邮件：xiemq@zts.com.cn

执业证书编号：S0740518010004

分析师：于佳喜

邮件：yujx03@zts.com.cn

执业证书编号：S0740523080002

## 投资要点

- **量价齐升推动全年业绩较快增长。**公司 2023 年实现营业收入 204.98 亿美元，同比增长 11.1%，固定汇率下增长 11.6%。剔除收购和资产剥离的 0.1% 影响后，公司全年内生增长 11.5%，其中销量增加贡献 10.9%，价格上涨贡献 0.6%。2023 年公司净利润 31.65 亿美元，同比增长 34.22%。基于健康需求的持续释放以及逐渐稳定的宏观经济环境，公司预计 2024 年营业收入有望实现内生增长 7.5%-9%。
- **分季度看**，公司 2023 财年 Q4 营业收入 58.15 亿美元，同比增长 11.78%，内生增长 11.4%；实现净利润 11.43 亿美元，同比增长 103.02%，主要与 2022Q4 同期低基数有关。
- **分地区看**，2023 年公司美国业务实现营业收入 152.57 亿美元，同比增长 11.87%，国际业务营业收入 52.41 亿美元，同比增长 8.94%。其中，欧洲、中东、非洲 23 年营业收入 26.18 亿美元，占比 13%，同比增长 11.50%，亚太地区 19.46 亿美元，占比 10%，同比增长 3.24%，其他地区 6.77 亿美元，占比 3%，同比增长 17.13%。
- **盈利能力持续稳定，期间费用稳中有降。**2023 财年公司毛利率为 63.70%，同比 2022 年增长 0.94pp，主要因较高的销售定价和有利的销量抵消较高的制造和供应链成本；2023 财年公司期间费用率 41.64%，同比下降 1.15pp，主要得益于收入规模扩大带来的摊薄效应，其中研发和工程费用率 6.77% (-1.11pp)、销售、行政及一般费用率 34.78% (-0.21pp)、召回费用率 0.09% (+0.17pp)。
- **医疗手术及神经产品：内窥镜等多业务实现双位数增长，神经血管整合效果显著。**2023 年公司医疗手术及神经产品营收 118.36 亿美元，按报告增长 11.54%。按固定汇率计算增长 12.1%，剔除收购和资产剥离的 0.3% 影响后，2023 年该业务因销量增加增长 10.2%，因价格上涨而增长 1.6%。**分区域来看**，2023 年公司美国地区收入 90.67 亿美元，同比增长 13%，国际收入 27.69 亿美元，同比增长 7.04%。**分业务来看**，2023 年
  - ① **医疗业务收入** 34.59 亿美元，同比增长约 14.12%，其中 Vocera、ProCuity（智能互联病床系统）、Sage 贡献主要业绩，2023Q1 公司新推出 Xpedition 动力楼梯椅，为急救人员提供集成工作流程，取得良好成效；
  - ② **内窥镜业务收入** 30.33 亿美元，同比增长 11.3%，2023Q3 推出 17884K 新品，可应用于泌尿外科、神经病学和耳鼻喉科，性能显著提升，产品需求旺盛，目前客户订单等待已超过 6 个月，未来有望获得 10%-15% 的定价提升；
  - ③ **仪器业务收入** 25.69 亿美元，同比增长 12.72%，主要增长来自 System9（全联合电动工具）、Neptune S（市场上首个持续封闭的低流体废物管理系统）和烟雾疏散产品；
  - ④ **神经颅业务收入** 15.49 亿美元，同比增长 12.57%，主要由 bonemill+ 和关键客户转化驱动；
  - ⑤ **神经血管业务收入** 12.26 亿美元，同比增长 2.17%，2023 年公司完成对 Cerus 的收购（神经介入器械治疗颅内动脉瘤行业领先企业），未来有望加强在相关领域的产品竞争力，中国业务受集采政策影响较大。
- **骨科：创伤、关节条线持续强劲，2024 年 Mako 有望拓展到脊柱和肩领域。**2023 年公司骨科营收 86.62 亿美元，按报告增长 10.5%，按固定汇率计算增长 11.1%，因销量增长贡献 11.9%，因定价降低抵消 0.8%。**分区域来看**，2023 年公司美国地区收入 61.90 亿美元，同比增长 10.26%，国际收入 24.72 亿美元，同比增长 11.15%。**分业务来看**，
  - ① **创伤和四肢业务收入** 31.47 亿美元，同比增长 12.11%，主要得益于整体脚踝替换推动足部和脚踝业务高速增长；
  - ② **膝关节业务收入** 22.73 亿美元，同比增长 13.82%，公司的 Triathlon Hinge 膝关节系统 2023 年首次展开临床应用，预计 24 年有望全面商业化；
  - ③ **髋关节业务收入** 15.44 亿美元，同比增长 9.27%，2023 年公司 Insignia 髋关节系统在日本获批，12 月投入临床，有望牵引细分市场业绩增长；
  - ④ **脊柱业务收入** 11.89 亿美元，同比增长 3.75%，主要由机器人手术驱动；
  - ⑤ **其他业务收入** 5.09 亿美元，同比增长 7.16%。
- **风险提示事件：政策及行业监管风险，市场竞争风险，产品降价风险，新产品研发失败及注册风险，产品质量及潜在责任风险，研报使用信息数据更新不及时的风险等**

## 内容目录

量价齐升推动全年业绩较快增长 .....	- 3 -
医疗手术、骨科增速可观，1788 内镜等新品需求旺盛 .....	- 4 -
医疗手术及神经产品：内镜等多业务实现双位数增长，神经血管整合效果显著 .....	- 4 -
骨科：创伤、关节条线持续强劲，Mako 肩脊柱应用即将上市 .....	- 5 -
风险提示 .....	- 6 -

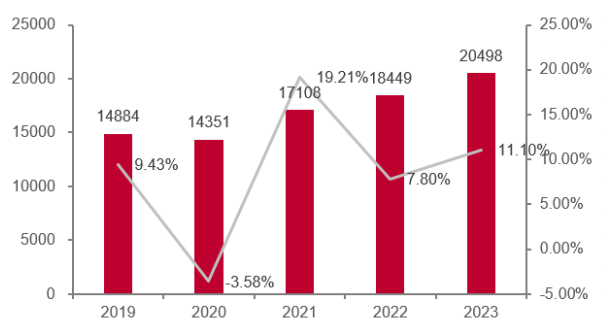
## 图表目录

图表 1：2019-2023 财年公司营收变化（百万美元，%） .....	- 3 -
图表 2：2019-2023 财年公司净利润变化（百万美元，%） .....	- 3 -
图表 3：分季度营业收入变化（百万美元，%） .....	- 3 -
图表 4：分季度净利润变化（百万美元，%） .....	- 3 -
图表 5：2023 财年收入按地区拆分（百万美元） .....	- 4 -
图表 6：近三年美国和国际业务收入变化（百万美元，%） .....	- 4 -
图表 7：公司盈利能力变化情况（%） .....	- 4 -
图表 8：公司费用率变化情况（%） .....	- 4 -
图表 9：2023 年美国地区和国际地区医疗手术及神经技术分业务收入及增速（百万美元，%） .....	- 5 -
图表 10：2021-2023 年医疗手术及神经技术收入按地区拆分（百万美元，%） .....	- 5 -
图表 11：2023 年医疗手术及神经技术产品收入构成（百万美元） .....	- 5 -
图表 12：近三年医疗手术及神经技术收入拆分（百万美元，%） .....	- 5 -
图表 13：2023 年美国地区和国际地区骨科分业务收入及增速（百万美元，%） .....	- 6 -
图表 14：2021-2023 年骨科收入按地区拆分（百万美元，%） .....	- 6 -
图表 15：2023 年骨科业务收入构成（百万美元） .....	- 6 -
图表 16：近三年骨科收入拆分（百万美元，%） .....	- 6 -

## 量价齐升推动全年业绩较快增长

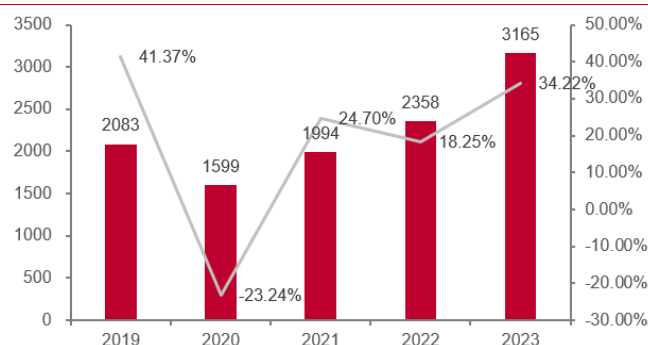
- 公司 2023 年实现营业收入 204.98 亿美元，同比增长 11.1%，固定汇率下增长 11.6%。剔除收购和资产剥离的 0.1% 影响后，公司全年内生增长 11.5%，其中销量增加贡献 10.9%，价格上涨贡献 0.6%。2023 年公司净利润 31.65 亿美元，同比增长 34.22%。基于健康需求的持续释放以及逐渐稳定的宏观经济环境，公司预计 2024 年营业收入有望实现内生增长 7.5%-9%。

图表 1：2019-2023 财年公司营收变化（百万美元，%）



来源：公司官网，中泰证券研究所

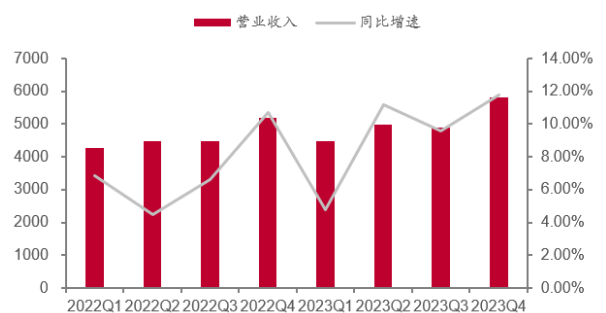
图表 2：2019-2023 财年公司净利润变化（百万美元，%）



来源：公司官网，中泰证券研究所

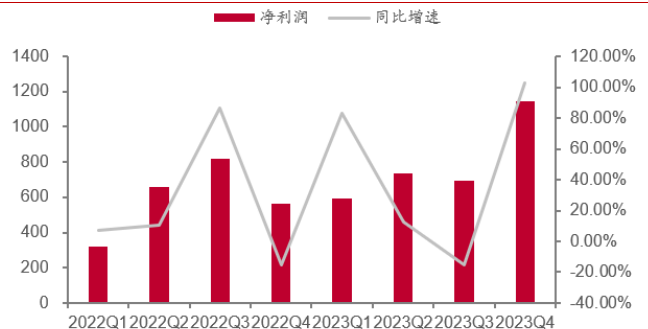
- 分季度看，公司 2023 财年 Q4 营业收入 58.15 亿美元，同比增长 11.78%，内生增长 11.4%；实现净利润 11.43 亿美元，同比增长 103.02%，主要与 2022Q4 同期低基数有关。

图表 3：分季度营业收入变化（百万美元，%）



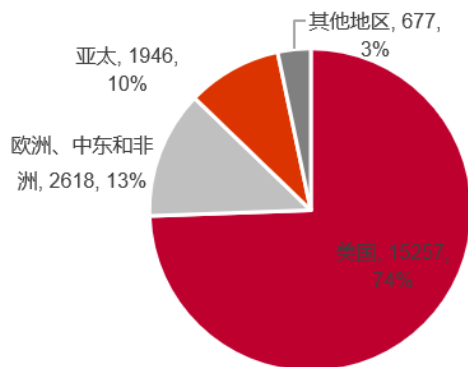
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 4：分季度净利润变化（百万美元，%）

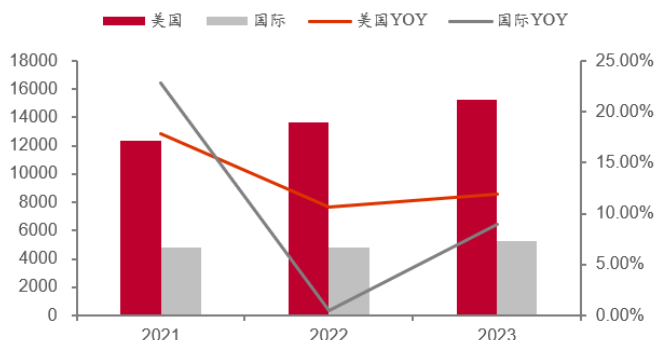


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 分地区看，2023 年公司美国业务实现营业收入 152.57 亿美元，同比增长 11.87%，国际业务营业收入 52.41 亿美元，同比增长 8.94%。其中，欧洲、中东、非洲 23 年营业收入 26.18 亿美元，占比 13%，同比增长 11.50%，亚太地区 19.46 亿美元，占比 10%，同比增长 3.24%，其他地区 6.77 亿美元，占比 3%，同比增长 17.13%。

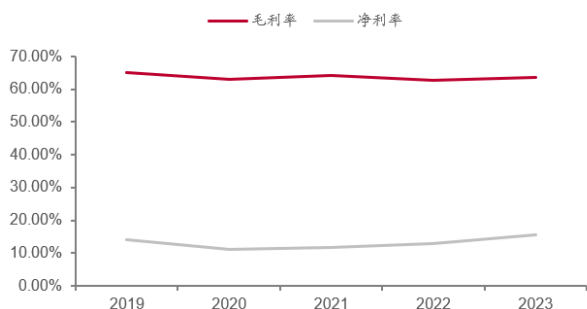
**图表 5: 2023 财年收入按地区拆分 (百万美元)**


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

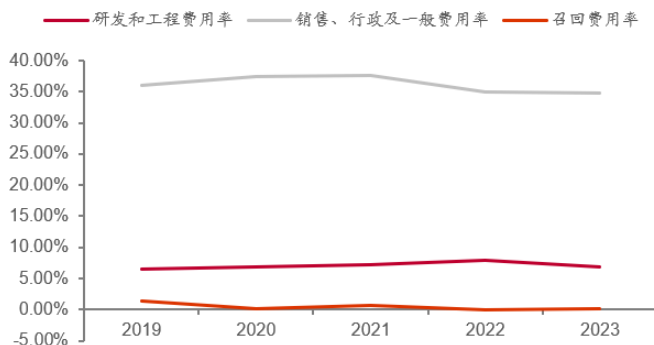
**图表 6: 近三年美国和国际业务收入变化 (百万美元, %)**


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 盈利能力持续稳定, 期间费用稳中有降。**2023 财年公司毛利率为 63.70%, 同比 2022 年增长 0.94pp, 主要因较高的销售定价和有利的销量抵消较高的制造和供应链成本; 2023 财年公司期间费用率 41.64%, 同比下降 1.15pp, 主要得益于收入规模扩大带来的摊薄效应, 其中研发和工程费用率 6.77% (-1.11pp)、销售、行政及一般费用率 34.78% (-0.21pp)、召回费用率 0.09% (+0.17pp)。

**图表 7: 公司盈利能力变化情况 (%)**


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

**图表 8: 公司费用率变化情况 (%)**


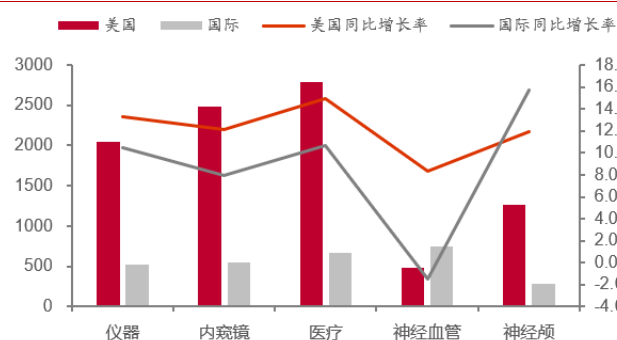
来源: 公司官网, 中泰证券研究所 (注: %CER 表示恒定汇率增速)

## 医疗手术、骨科增速可观, 1788 内镜等新品需求旺盛

**医疗手术及神经产品: 内窥镜等多业务实现双位数增长, 神经血管整合效果显著**

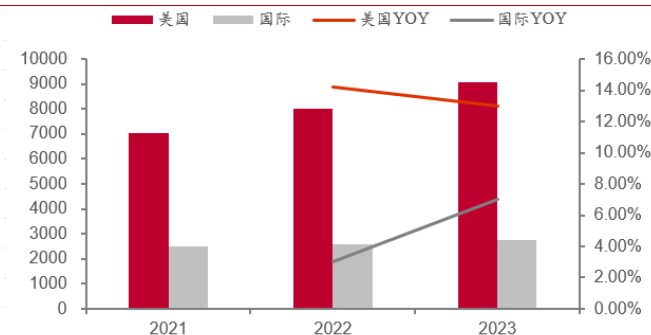
- 2023 年公司医疗手术及神经产品营收 118.36 亿美元, 按报告增长 11.54%。按固定汇率计算增长 12.1%, 剔除收购和资产剥离的 0.3% 影响后, 2023 年该业务因销量增加增长 10.2%, 因价格上涨而增长 1.6%。
- 分区域来看, 2023 年公司美国地区收入 90.67 亿美元, 同比增长 13%, 国际收入 27.69 亿美元, 同比增长 7.04%。

**图表 9：2023 年美国地区和国际地区医疗手术及神经技术分业务收入及增速（百万美元，%）**



来源：公司官网，中泰证券研究所

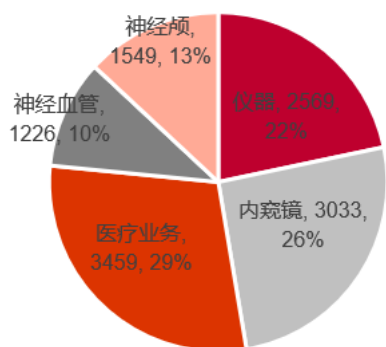
**图表 10：2021-2023 年医疗手术及神经技术收入按地区拆分（百万美元，%）**



来源：公司官网，中泰证券研究所

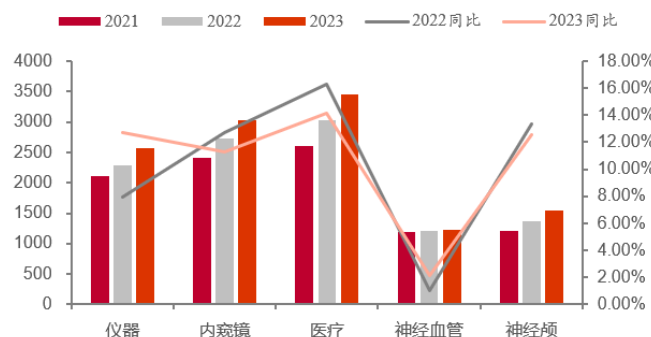
- **分业务来看，2023 年**
- **医疗业务收入 34.59 亿美元，同比增长约 14.12%，其中 Vocera、ProCuity（智能互联病床系统）、Sage 贡献主要业绩，2023Q1 公司新推出 Xpedition 动力楼梯椅，为急救人员提供集成工作流程，取得良好成效**
- **内窥镜业务收入 30.33 亿美元，同比增长 11.3%，2023Q3 推出 17884K 新品，可应用于泌尿外科、神经病学和耳鼻喉科，性能显著提升，产品需求旺盛，目前客户订单等待已超过 6 个月，未来有望获得 10%-15% 的定价提升；**
- **仪器业务收入 25.69 亿美元，同比增长 12.72%，主要增长来自 System9（全联合电动工具）、Neptune S（市场上首个持续封闭的低流体废物物管理系统）和烟雾疏散产品；**
- **神经颅业务收入 15.49 亿美元，同比增长 12.57%，主要由 bonemill+（自体骨移植加工和研磨机）和关键客户转化驱动；**
- **神经血管业务收入 12.26 亿美元，同比增长 2.17%，2023 年公司完成对 Cerus 的收购（神经介入器械治疗颅内动脉瘤行业领先企业），未来有望加强在相关领域的产品竞争力，中国业务受集采政策影响较大。**

**图表 11：2023 年医疗手术及神经技术产品收入构成（百万美元）**



来源：公司官网，中泰证券研究所

**图表 12：近三年医疗手术及神经技术收入拆分（百万美元，%）**

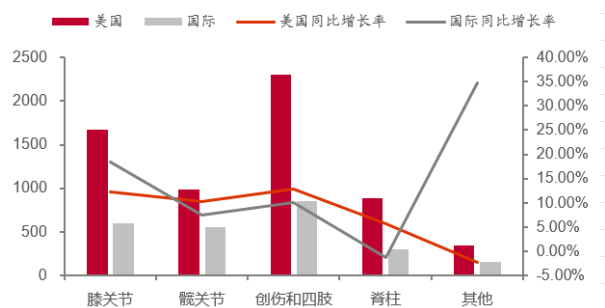


来源：公司官网，中泰证券研究所

**骨科：创伤、关节条线持续强劲，2024 年 Mako 有望拓展到脊柱和肩领域**

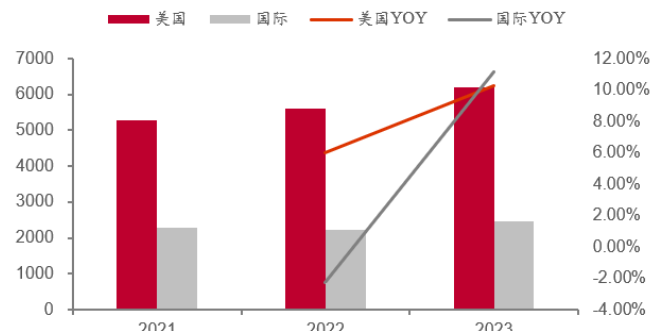
- 2023 年公司骨科营收 86.62 亿美元，按报告增长 10.5%，按固定汇率计算增长 11.1%，因销量增长贡献 11.9%，因定价降低抵消 0.8%。累计使用 Mako 手术机器人完成超过 100 万台手术，2024 年 Mako 有望拓展至脊柱和肩领域，打开更广阔的成长空间。
- 分区域来看，2023 年公司美国地区收入 61.90 亿美元，同比增长 10.26%，国际收入 24.72 亿美元，同比增长 11.15%。

图表 13: 2023 年美国地区和国际地区骨科分业务收入及增速 (百万美元, %)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

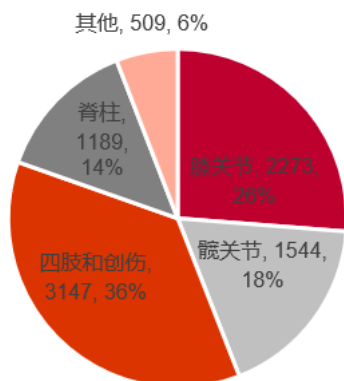
图表 14: 2021-2023 年骨科收入按地区拆分 (百万美元, %)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

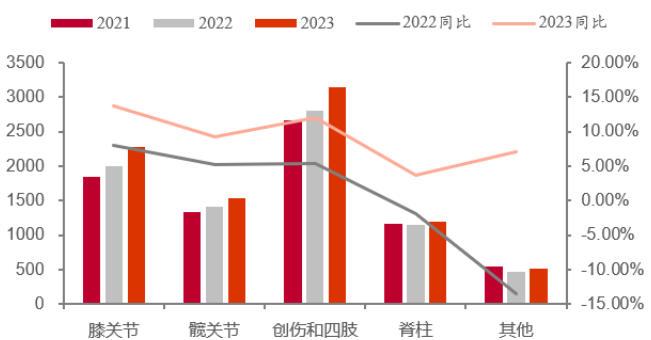
- 分业务来看，2023 年
  - 创伤和四肢业务收入 31.47 亿美元，同比增长 12.11%，整体脚踝替换推动足部和脚踝业务高增长；其中
  - 膝关节业务收入 22.73 亿美元，同比增长 13.82%，公司的 Triathlon Hinge 膝关节系统首次展开临床应用，预计 24 年有望全面商业化；
  - 髌关节业务收入 15.44 亿美元，同比增长 9.27%，2023 年 Insignia 髌关节系统日本获批，12 月投入临床，有望牵引当地市场增长；
  - 脊柱业务收入 11.89 亿美元，同比增长 3.75%，主要由机器人手术驱动；
  - 其他业务收入 5.09 亿美元，同比增长 7.16%。

图表 15: 2023 年骨科业务收入构成 (百万美元)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 16: 近三年骨科收入拆分 (百万美元, %)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

风险提示

- 风险提示：政策及行业监管风险，市场竞争风险，产品降价风险，新产品研发失败及注册风险，产品质量及潜在责任风险，研报使用信息数据更新不及时的风险等。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。



## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。