

持有

2026年3月26日

2026年手術量增速指引調降至13-15%

25年公司收入同比+21%: 直覺外科2025年營收增長21%至101億美元，其中Q4營收同比增長19%至28.7億美元。25年公司儀器及備件收入達到60.2億美元(+18.5%)，系統收入24.7億美元(+25.8%)，服務收入15.7億美元(+20.3%)。公司毛利率同比下降1.5個百分點至66.0%，下滑反映了設施成本的增加，包括與新製造產能相關的折舊、Ion和達芬奇5收入中低利潤率產品占比增加，以及與達芬奇5相關的服務成本上升。經營費用+12.5%至37.0億美元，歸母利潤同比+23.0%至28.6億美元，利潤率同比上升0.6個百分點至28.6%，其中25年Q4公司歸母利潤同比增長15.9%至8.0億美元，利潤率同比下降0.7個百分點至27.7%。25年底公司淨現金為85.3億美元，25年公司以478美元的每股均價回購23億美元。

25年銷售情況: 公司的產品階梯佈局完善，從擁有唯一力回饋（能減少對組織約43%的過度用力）、AI超級能力（其資料處理能力是XI系列的1萬倍）的最高端5系列，到推出為應對日間手術中心簡單手術和價格競爭的XIR系列（XI系統的翻新機，25年安裝42套）。25年公司銷售1721台達芬奇手術機器人，包括870台達芬奇5系統（2024年為362台）、577台XI系統、167台X系統和107台SP系統，另公司銷售195台Ion系統。達芬奇系統安裝基數+12%至11106台，其中達芬奇5已獲得美國、韓國、日本及歐洲等核心市場的監管准入，累計安裝1200+台系統。另Ion系統全球安裝基數+24%至995台。達芬奇系統的手術量增長約18%至315萬例（預計達芬奇可觸及市場手術量為900萬例/年），其中達芬奇5系列累計進行27萬+台手術，在美國市場，da Vinci 5的利用率比上一代Xi系統高出11%，達芬奇5系統自2018年獲得批准以來，公司一直在穩步拓展該平臺的適應症和功能。25年四季度公司又獲得了多項新增適應症的510(k)許可，包括保留乳頭乳房切除術、腹股溝疝修補術、膽囊切除術和闌尾切除術。另Ion平臺手術量增長約51%至14.4萬例（公司預計產品可及市場為70萬例/年）。達芬奇系統的平均售價+6.7%至160萬美元，這反映了達芬奇5系統組合比例的增加，但部分被以舊換新交易比例的增加所抵消。單台手術器械費用同比+3%至1810美元，單系統服務費+7%。一項20年薈萃分析的研究表明，接受機器人輔助手術的患者轉為開放手術的可能性比接受腹腔鏡手術的患者低50%。

目標價482.2美元，持有評級: 公司預計26年全年手術增長率將在13%-15%，該手術量增長較之前年度明顯下降，公司認為該預測考慮了美國平價醫療法案保費補貼和醫療補助資金變化、歐洲/日本資本壓力、中國招標和競爭強度影響，我們採用DCF為公司估值，分別取折現率7.5%，永續增長率4%，計算出公司目標價482.2美元，較現價有2.6%的上升空間，給予持有評級。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要資料

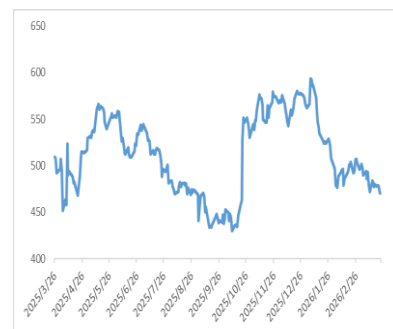
行業	醫藥
股價	469.98 美元
目標價	482.2 美元 (+2.6%)
股票代碼	ISRG
總股本	3.55 億股
市值	1669.23 億美元
52周高/低	603.88/425 美元
每股淨資產	50.54 美元
主要股東	Vanguard (9.47%) Blackrock (8.59%)

表：盈利摘要

截止12月31日止財政年度	24年实际	25年实际	26年预测	27年预测	28年预测
收入 (百万美元)	8,352	10,065	11,430	12,819	14,215
yoy	17.2%	20.5%	13.6%	12.2%	10.9%
净利润 (百万美元)	2,323	2,856	3,202	3,609	4,031
每股盈利	6.42	7.87	8.88	10.00	11.17
yoy	29.2%	23.0%	12.1%	12.7%	11.7%
基于469.98美元的市盈率	73.3	59.7	53.0	47.0	42.1
每股派息 (美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

主要財務報表

損益表

截至<12月31日>,百万美元

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	8,352.10	10,064.70	11,430.12	12,819.16	14,215.28
毛利	5,634.20	6,642.30	7,541.78	8,457.09	9,377.31
销售及管理费用	2,140.00	2,385.00	2,686.08	2,986.87	3,283.73
研发费用	1,145.30	1,311.80	1,451.63	1,589.58	1,720.05
营运收入	2,348.90	2,945.50	3,404.08	3,880.65	4,373.54
财务开支	324.90	365.90	365.00	365.00	365.00
联营公司等	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
税前盈利	2,673.80	3,311.40	3,769.08	4,245.65	4,738.54
所得税	-336.30	-434.80	-546.52	-615.62	-687.09
净利润	2,337.50	2,876.60	3,222.56	3,630.03	4,051.45
少数股东应占利润	14.90	20.60	20.60	20.60	20.60
本公司股东应占利润	2,322.60	2,856.00	3,201.96	3,609.43	4,030.85
折旧及摊销	-476.64	-559.45	-560.60	-629.83	-699.05
EBITDA	2,830	3,509	3,969	4,514	5,077
增长					
总收入 (%)	17.2%	20.5%	13.6%	12.2%	10.9%
股东应占利润	29.2%	23.0%	12.1%	12.7%	11.7%
EBITDA (%)	31.7%	24.0%	13.1%	13.8%	12.5%

资产负债表

截至<12月31日>,百万美元

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	2,027.40	3,403.10	3,368.00	6,986.43	15,779.32
应收账款	1,985.90	1,923.40	2,567.00	2,567.00	2,567.00
存货	1,225.40	1,269.20	1,527.00	1,696.72	2,090.47
其他流动资产	1,872.30	2,150.20	2,318.00	2,511.89	2,986.02
总流动资产	7,111.00	8,745.90	9,780.00	13,762.04	23,422.81
固定资产	3,078.06	4,985.30	5,342.00	5,934.50	6,914.67
无形资产	1,121.40	1,155.70	1,219.00	1,292.65	1,436.60
长期投资	5,864.20	5,276.30	4,118.00	4,118.00	4,118.00
总固定资产	10,063.66	11,417.30	10,679.00	11,345.15	12,469.27
总资产	17,174.66	28,909.10	20,459.00	25,107.20	35,892.08
应付账款	729.00	687.60	903.50	939.95	1,006.85
递延收益	468.80	499.90	506.70	506.70	506.70
其他短期负债	547.50	505.10	596.00	596.00	596.00
总短期负债	1,745.30	1,692.60	2,006.20	2,042.65	2,109.55
总长期负债	510.80	510.80	510.80	510.80	510.80
总负债	2,256.10	2,203.40	2,517.00	2,553.45	2,620.35
少数股东权益	95.90	107.40	117.70	138.30	179.50
股东权益	16,529.60	17,953.10	17,941.70	24,879.37	40,833.01
每股账面值(摊薄)	#DIV/0!	26.12	#DIV/0!	31.39	39.72
营运资产	5,365.70	7,053.30	7,773.80	11,719.39	21,313.26

資料來源：公司資料，第一上海預測

财务分析

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	67.5%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%
EBITDA 利率 (%)	33.9%	34.9%	34.7%	35.2%	35.7%
净利率 (%)	28.0%	28.6%	28.2%	28.3%	28.5%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	25.6%	23.7%	23.5%	23.3%	23.1%
研发费用率	13.7%	13.0%	12.7%	12.4%	12.1%
实际税率 (%)	-12.6%	-13.1%	-14.5%	-14.5%	-14.5%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	181.8	181.8	181.8	181.8	181.8
应收账款天数	51.5	51.5	51.5	51.5	51.5
应付账款天数	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7
财务状况					
总负债/总资产	0.13	0.08	0.12	0.10	0.07
收入/净资产	0.51	0.56	0.64	0.52	0.35
经营性现金流/收入	0.29	0.38	0.38	0.37	0.38
税前盈利对利息倍数	8.23	9.05	10.33	11.63	12.98

现金流量表

截至<12月31日>,百万美元

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
净利润	2,337.50	2,876.60	3,222.56	3,630.03	4,051.45
折旧摊销	476.64	559.45	560.60	629.83	699.05
股权激励费用	676.80	788.10	868.69	935.80	1,023.50
其他利润表调整	-1,153.44	-1,347.55	-1,429.28	-1,565.63	-1,722.55
营运资金变化	-919.30	-486.40	-327.16	-469.97	-331.00
营运现金流	2,415.00	3,794.95	4,324.68	4,725.69	5,443.00
购买/处置投资	-2,160.60	-1,797.00	0.00	0.00	0.00
购买物业厂房设备	-1,111.20	-1,138.50	-1,138.50	-1,138.50	-1,138.50
其他投资活动	-1.00	65.20	88.00	88.00	88.00
投资活动现金流	-3,272.80	-2,870.30	-1,050.50	-1,050.50	-1,050.50
融资活动现金流	150.90	362.60	362.60	362.60	362.60
现金变化	-706.90	1,287.25	3,636.78	4,037.79	4,755.10
期初持有现金	2,770.10	2,062.40	3,349.65	6,986.43	11,024.23
汇兑变化	-0.80	0.00	0.00	0.00	0.00
期末持有现金	2,062.40	3,349.65	6,986.43	11,024.23	15,779.32

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。