

**持有**

2023年10月31日

**23年3季度公司归母利润+28%**

**23年3季度公司收入同比增长12%，利润同比上升28%：** 2023年Q3公司的收入为17.4亿美元，+12%，其中美国收入同比+9%至11.8亿美元，占总收入的68%，海外业务+19%至5.6亿美元。公司收入分为三部分：（1）23年3季度公司**系统收入**同比下降11%至3.8亿美元，系统销售收入占总收入的22%，Q2交付了312台系统，同比+2%，其中美国-9%至159台，而国际市场则同比+18%至153台，其中中国因为反腐影响只销售了10台。虽然销售机器数略有增加，但是系统收入下降主要是因为根据运营租赁安排部署的系统比例从22年Q3的37%大幅提升至23年Q3的52%。（2）Q3**配件收入**同比增长23%至10.7亿美元，占收入比为61%。截至2023年9月30日，达芬奇系统的安装基数+13%至8285套，ION机器人（肺内微创活检系统）的安装基数达490台。其中大医疗集团的增长更为迅猛，如拥有20台以上医疗集团的Q3销售增长达19%，7台以上系统医院的增长达45%。23年3季度公司手术量同比增长19%，其中美国手术量同比+17%，海外手术量同比+24%。美国除普通外科手术外，在胆囊切除术和结肠切除术方面表现强劲。至于减肥手术，虽然市场担心GLP-1药物的影响，但管理层表示这只占全部手术的约4%。国际市场上前列腺手术和妇科仍然是重要的增长动力。（3）Q3**服务收入**同比增长13%至2.9亿美元，占总收入比17%。公司Q3毛利率同比下降0.6个百分点至66.9%，这是因为更高的ION收入组合（目前利润率明显较低），以及较低的系统平均售价，抵消了配件价格的上涨。公司S&GA费率-2个百分点至26%，研发费率持平至14%。再加上利息收入的增加和2200万美元的超额税收优惠（去年同期为1800万美元），导致23年Q3公司GAAP净利润为4.2亿美元，同比+28%。公司每股摊薄EPS增长29%至1.16美元。3季度公司收入略低于预期，利润超预期。2023年Q3末，公司现金、现金等价物和投资总额为75亿美元。23年前三季度公司收入+14%至52.0亿美元，归母利润同比+19%至11.9亿美元。

**目标价273.3美元，持有评级：**公司预计23年手术量增长21-22%，经营费用同比+12-14%，股份薪酬约6-6.1亿美元，其他收入（主要为利息收入）为1.9-2亿美元，资本支出9-10亿美元。中期看直觉外科仍将维持市场领导地位，且手术机器人全球仍有较大渗透率提升空间，22年达芬奇手术量为188万台，而世界每年大手术量在2-3亿台，即使只考虑现有覆盖渗透到30%则年手术量也可以提升到600万台。我们以8%折现率和3.5%永续增长率为公司估值，得出目标价273.3美元，维持持有评级。

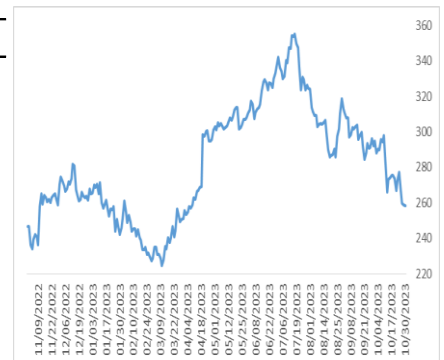
**但玉翠**
**852-25321539**
**tracy.dan@firstshanghai.com.hk**
**曲佳宜**
**852-25321597**
**coco.qu@firstshanghai.com.hk**
**主要数据**

行业	医疗器械
股价	258.5 美元
目标价	273.3 美元 (+5.7%)
股票代码	ISRG
已发行股本	3.52 亿股
市值	910.07 亿美元
52周高/低	358.07/222.6 美元
每股净资产	35.6 美元
主要股东	普信集团 9.0% Vanguard 7.7% Blackrock 7.4%

**盈利摘要**

截止12月31日止财政年度	21年实际	22年实际	23年预测	24年预测	25年预测
收入 (百万美元)	5,710	6,222	7,120	8,040	8,965
yoy	31.0%	9.0%	14.4%	12.9%	11.5%
净利润 (百万美元)	1,705	1,322	1,639	2,015	2,299
每股盈利	4.66	3.65	4.48	5.46	6.16
yoy	60.7%	-22.4%	24.0%	22.9%	14.1%
基于258.5美元的市盈率	55.5	70.8	57.7	47.4	41.9
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%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：Bloomberg

# 附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
截至<12月31日>,百万美元						截至<12月31日>,百万美元					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
收入	5,710.10	6,222.20	7,120.30	8,040.39	8,965.48	<b>盈利能力</b>					
毛利	3,958.50	4,196.00	4,740.27	5,425.52	6,125.06	毛利率 (%)	69.3%	67.4%	66.6%	67.5%	68.3%
销售及管理费用	-1,466.50	-1,739.90	1,941.35	2,090.50	2,331.02	EBITDA 利率 (%)	43.3%	45.7%	34.1%	36.7%	37.3%
研发费用	-671.00	-879.00	1,018.62	1,101.53	1,219.30	净利率 (%)	30.3%	21.6%	23.3%	25.4%	26.0%
营运收入	1,821.00	1,577.10	1,780.31	2,233.48	2,574.73	<b>营运表现</b>					
财务开支	69.30	29.70	195.00	195.00	195.00	销售及管理费用/收入 (%)	-25.7%	-28.0%	27.3%	26.0%	26.0%
联营公司等	2.00	3.00	4.00	4.00	4.00	研发费用率	-11.8%	-14.1%	14.3%	13.7%	13.6%
税前盈利	1,890.30	1,606.80	1,975.31	2,428.48	2,769.73	实际税率 (%)	-8.6%	-16.3%	-16.0%	-16.0%	-16.0%
所得税	-162.20	-262.40	-316.05	-388.56	-443.16	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	1,728.10	1,344.40	1,659.26	2,039.92	2,326.57	库存周转	123.8	120.0	120.0	120.0	120.0
少数股东应占利润	23.50	22.10	19.91	24.48	27.92	应收账款天数	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
本公司股东应占利润	1,704.60	1,322.30	1,639.35	2,015.45	2,298.65	应付账款天数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
折旧及摊销	-647.07	-1,265.30	-647.07	-709.54	-762.08	<b>财务状况</b>					
EBITDA	2,470	2,845	2,431	2,947	3,341	总负债/总资产	0.12	0.14	0.07	0.06	0.06
增长						收入/净资产	0.48	0.56	0.51	0.47	0.45
总收入 (%)	31.0%	9.0%	14.4%	12.9%	11.5%	经营性现金流/收入	0.37	0.24	0.45	0.33	0.46
股东应占利润	60.7%	-22.4%	24.0%	22.9%	14.1%	税前盈利对利息倍数	27.28	54.10	10.13	12.45	14.20
EBITDA (%)	106.0%	15.2%	-14.6%	21.2%	13.4%						
资产负债表						现金流量表					
截至<12月31日>,百万美元						截至<12月31日>,百万美元					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金	1,290.90	1,581.20	1,536.96	413.30	750.28	净利润	1,728.10	1,344.40	1,659.26	2,039.92	2,326.57
应收账款	2,913.10	2,536.70	2,536.70	2,536.70	2,536.70	折旧摊销	647.07	1,265.30	647.07	709.54	762.08
存货	782.70	942.10	813.59	1,168.97	1,041.69	股权激励费用	-142.30	513.20	605.00	651.27	717.24
其他流动资产	858.20	1,193.00	971.55	1,347.42	1,119.85	其他利润表调整	-504.77	-1,778.50	-1,252.07	-1,360.81	-1,479.31
总流动资产	5,844.90	6,253.00	5,858.80	5,466.39	5,448.52	营运资金变化	-204.90	0.00	317.93	-731.39	324.09
固定资产	1,876.40	2,374.20	3,948.04	4,226.88	4,458.31	<b>营运现金流</b>	2,089.40	1,490.80	3,229.26	2,669.34	4,129.98
无形资产	976.80	1,058.60	1,235.29	1,353.92	1,467.41	购买/处置投资	-2,099.30	1,916.00	-2,500.00	-3,000.00	-3,000.00
长期投资	4,856.90	3,288.20	9,580.10	12,580.10	15,580.10	购买物业厂房设备	-353.50	-532.40	-950.00	-950.00	-950.00
总固定资产	7,710.10	6,721.00	14,763.43	18,160.89	21,505.82	其他投资活动	-8.70	-12.80	157.00	157.00	157.00
总资产	13,555.00	12,974.00	20,622.23	23,627.29	26,954.34	<b>投资活动现金流</b>	-2,461.50	1,370.80	-3,293.00	-3,793.00	-3,793.00
应付账款	471.30	548.60	580.63	580.77	611.53	融资活动现金流	43.00	-2,572.30	0.00	0.00	0.00
递延收益	377.20	397.30	397.30	397.30	397.30	现金变化	-332.50	289.30	-63.74	-1,123.66	336.98
其他短期负债	301.30	476.20	476.20	476.20	476.20	期初持有现金	1,638.50	1,306.00	1,600.70	1,536.96	413.30
总短期负债	1,149.80	1,422.10	1,454.13	1,454.27	1,485.03	汇兑变化	-3.40	5.40	0.00	0.00	0.00
总长期负债	439.30	439.30	0.00	0.00	0.00	期末持有现金	1,306.00	1,600.70	1,536.96	413.30	750.28
总负债	1,589.10	1,861.40	1,454.13	1,454.27	1,485.03						
少数股东权益	50.40	70.70	90.61	115.09	143.01						
股东权益	11,951.50	11,112.60	14,046.81	16,933.50	20,117.21						
每股账面值(摊薄)	26.49	20.83	23.07	25.82	27.85						
营运资产	4,695.10	4,830.90	4,404.66	4,012.12	3,963.50						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。