

持有

2023年10月31日

23年3季度公司歸母利潤+28%

- **23年3季度公司收入同比增長12%，利潤同比上升28%：** 2023年Q3公司的收入為17.4億美元，+12%，其中美國收入同比+9%至11.8億美元，占總收入的68%，海外業務+19%至5.6億美元。公司收入分為三部分：（1）23年3季度公司**系統收入**同比下降11%至3.8億美元，系統銷售收入占總收入的22%，Q2交付了312台系統，同比+2%，其中美國-9%至159台，而國際市場則同比+18%至153台，其中中國因為反腐影響只銷售了10台。雖然銷售機器數略有增加，但是系統收入下降主要是因為根據運營租賃安排部署的系統比例從22年Q3的37%大幅提升至23年Q3的52%。（2）Q3**配件收入**同比增長23%至10.7億美元，占收入比為61%。截至2023年9月30日，達芬奇系統的安裝基數+13%至8285套，ION機器人（肺內微創活檢系統）的安裝基數達490台。其中大醫療集團的增長更為迅猛，如擁有20台以上醫療集團的Q3銷售增長達19%，7台以上系統醫院的增長達45%。23年3季度公司手術量同比增長19%，其中美國手術量同比+17%，海外手術量同比+24%。美國除普通外科手術外，在膽囊切除術和結腸切除術方面表現強勁。至於減肥手術，雖然市場擔心GLP-1藥物的影響，但管理層表示這只占全部手術的約4%。國際市場上前列腺手術和婦科仍然是重要的增長動力。（3）Q3**服務收入**同比增長13%至2.9億美元，占總收入比17%。公司Q3毛利率同比下降0.6個百分點至66.9%，這是因為更高的ION收入組合（目前利潤率明顯較低），以及較低的系統平均售價，抵消了配件價格的上漲。公司S&GA費率-2個百分點至26%，研發費率持平至14%。再加上利息收入的增加和2200萬美元的超額稅收優惠（去年同期為1800萬美元），導致23年Q3公司GAAP淨利潤為4.2億美元，同比+28%。公司每股攤薄EPS增長29%至1.16美元。3季度公司收入略低於預期，利潤超預期。2023年Q3末，公司現金、現金等價物和投資總額為75億美元。23年前三季度公司收入+14%至52.0億美元，歸母利潤同比+19%至11.9億美元。
- **目標價273.3美元，持有評級：**公司預計23年手術量增長21-22%，經營費用同比+12-14%，股份薪酬約6-6.1億美元，其他收入（主要為利息收入）為1.9-2億美元，資本支出9-10億美元。中期看直覺外科仍將維持市場領導地位，且手術機器人全球仍有較大滲透率提升空間，22年達芬奇手術量為188萬台，而世界每年大手術量在2-3億台，即使只考慮現有覆蓋滲透到30%則年手術量也可以提升到600萬台。我們以8%折現率和3.5%永續增長率為公司估值，得出目標價273.3美元，維持持有評級。

但玉翠

852-25321539

tracy.dan@firstshanghai.com.hk
曲佳宜

852-25321597

coco.qu@firstshanghai.com.hk
主要資料

| | |
|---------|--|
| 行業 | 醫療器械 |
| 股價 | 258.5 美元 |
| 目標價 | 273.3 美元 (+5.7%) |
| 股票代碼 | ISRG |
| 已發行股本 | 3.52 億股 |
| 市值 | 910.07 億美元 |
| 52 周高/低 | 358.07/222.6 美元 |
| 每股淨資產 | 35.6 美元 |
| 主要股東 | 普信集團 9.0% Vanguard 7.7% Blackrock 7.4% |

盈利摘要

| 截止12月31日止財政年度 | 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% |

股價表現


附錄 1：主要財務報表

| 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 | 盈利能力 | | | | | |
| 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 | 营运表现 | | | | | |
| 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 | 财务状况 | | | | | |
| 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 | 营运现金流 | 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 | 投资活动现金流 | -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 |
| 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 |
| 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 | 1,600.70 | 1,600.70 | 1,536.96 |
| 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 |
| 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 |
| 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 | | | | | | |

資料來源：公司資料、第一上海預測

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。