

持有

2024年12月10日

Q3 增长强劲，DV5 明年有望实现广泛推广

手术量高速增长，装机量持续提升： 公司 2024Q3 实现收入 20.4 亿元，同比增长 17%。Q3 增速相比 Q2 进一步提升 2.5pts。其中，仪器与配件收入增长 18% 至 12.6 亿美元。尽管减肥手术量在持续下降，且韩国医生罢工对韩国地区手术量产生了较大影响，但得益于美国地区普外科以及日本、德国、法国、英国等地区手术量的高速增长，总体手术量同比增速达到 18%。系统收入增长 17% 至 4.45 亿美元。公司于 2024Q3 共安装了 379 台达芬奇手术系统，相比 2023Q3 增加 67 台。2024 年 3 月推出的 DV5 延续了强劲的表现，继 Q2 安装 70 台后，Q3 安装量进一步提升至 110 台。此外，ION 系统也实现了 58 的安装量。截止 2024 年 9 月 30 日。公司的达芬奇手术系统装机基数达到 9539 套，较 2023Q3 末增加 15%。公司 Q3 Non-GAAP 归母净利润 6.69 亿美元，同比增长 28%。

DV5 计划 2025 年中期实现广泛推出： DV5 作为更新换代的全新产品，通过其独特的力反馈技术、高质量 3D 手术成像系统以及强大的 Case Insights 术后报告分析工具进一步完善了用户体验，提升手术精准性、便利性。新系统的推出也将持续巩固公司在高端手术机器人领域的护城河。公司目前仍然采取“有节制地推出”计划，DV5 的投放量仍然受到控制。但通过该计划，公司已经积累一定的用户反馈以调整系统，对软硬件进行更新，从而更好地满足客户的需求。公司正逐步增加 DV5 的投放，并计划在 2025 年中期实现更广泛的推出。各市场的监管审批工作也持续进行中。10 月，DV5 获韩国监管部门批准用于泌尿科、普通科、妇科、胸腔镜、胸腔镜辅助心脏切术和经耳鼻喉科手术。日本审批也在进行中。欧洲方面，公司也已于 Q3 提交了 CE 认证技术文件，预计于 2025 年年底获得 CE 标志。随着 DV5 在美国以旧换新的模式持续投放，以及更多市场的准入，尤其是 2025 年下半年 DV5 投放限制解除后，公司营收增长空间仍然巨大。

目标价 558.63 美元，持有评级： 公司预计 2024 年全年手术增长率将在 16%-17%，毛利率将维持在 68.5%-69%，经营费用同比增长 10-12%，非现金股票薪酬支出将为 6.7-6.9 亿美元，主要由利息收入构成的其它收入预计将提升至 3.25-3.45 亿美元，资本支出维持在 10-12 亿美元。公司仍将保持领先地位，并不断提升渗透率，手术量的增长空间仍然巨大。我们采用 DCF 为公司估值，分别取折现率 8%，永续增长率 5%，计算出公司目标价 558.63 美元，较现价有 3.7% 上升空间，持有评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk
但玉翠

852-25321956

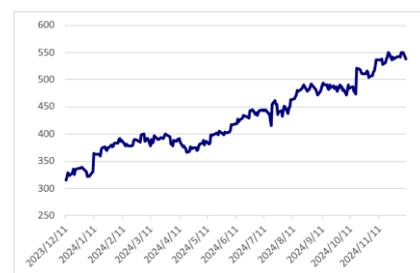
tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	538.86 美元
目标价	558.63 美元 (+3.7%)
股票代码	ISRG
总股本	3.56 亿股
市值	1919.31 亿美元
52 周高/低	556.23/309.80 美元
每股净资产	43.75 美元
主要股东	Vanguard (8.94%) Blackrock (8.48%)

表：盈利摘要

截止12月31日止财政年度	23年预测	24年预测	25年预测	26年预测	27年预测
收入 (百万美元)	7,124	8,235	9,625	11,100	12,583
yoy	14.5%	15.6%	16.9%	15.3%	13.4%
净利润 (百万美元)	1,798	2,495	3,088	3,789	4,460
每股盈利	4.92	6.76	8.28	10.06	11.72
yoy	36.0%	38.8%	23.8%	22.7%	17.7%
基于258.5美元的市盈率	109.6	79.8	65.1	53.6	46.0
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%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

主要财务报表

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	5,710.10	6,222.20	7,124.10	8,234.64	9,624.95	11,100.21	12,582.52
毛利	3,958.50	4,196.00	4,729.50	5,660.78	6,644.29	7,723.52	8,807.76
销售及管理费用	-1,466.50	-1,739.90	1,963.90	2,141.01	2,406.24	2,664.05	2,893.98
研发费用	-671.00	-879.00	998.80	989.80	1,060.67	1,167.74	1,298.52
营运收入	1,821.00	1,577.10	1,766.80	2,529.97	3,177.38	3,891.72	4,615.26
财务开支	69.30	29.70	192.10	192.10	192.10	192.10	192.10
联营公司等	2.00	3.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
税前盈利	1,890.30	1,606.80	1,958.90	2,722.07	3,369.48	4,083.82	4,807.36
所得税	-162.20	-262.40	-141.60	-196.77	-243.56	-295.20	-347.50
净利润	1,728.10	1,344.40	1,817.30	2,525.31	3,125.92	3,788.62	4,459.86
少数股东应占利润	23.50	22.10	19.30	30.30	37.51	0.00	0.00
本公司股东应占利润	1,704.60	1,322.30	1,798.00	2,495.00	3,088.41	3,788.62	4,459.86
折旧及摊销	-1,595.01	-1,265.30	-1,595.01	-1,867.08	-2,405.63	-2,943.95	-3,482.07
EBITDA	3,418	2,845	3,366	4,401	5,587	6,840	8,101
增长							
总收入 (%)	31.0%	9.0%	14.5%	15.6%	16.9%	15.3%	13.4%
股东应占利润	60.7%	-22.4%	36.0%	38.8%	23.8%	22.7%	17.7%
EBITDA (%)	185.0%	-16.8%	18.3%	30.8%	26.9%	22.4%	18.4%

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	1,290.90	1,581.20	2,750.10	2,622.82	6,085.36	13,302.93	19,384.51
应收账款	2,913.10	2,536.70	2,473.10	2,473.10	2,473.10	2,473.10	2,473.10
存货	782.70	942.10	1,130.20	900.26	1,473.02	1,264.02	1,838.52
其他流动资产	858.20	1,193.00	1,534.60	785.80	1,802.09	1,046.21	2,063.82
总流动资产	5,844.90	6,253.00	7,888.00	6,781.98	11,833.56	18,086.26	25,759.95
固定资产	1,876.40	2,374.20	3,537.60	4,758.39	5,712.48	6,666.56	7,620.65
无形资产	976.80	1,058.60	985.40	1,354.12	1,467.61	1,576.19	1,680.08
长期投资	4,856.90	3,288.20	3,030.50	2,910.50	910.50	910.50	910.50
总固定资产	7,710.10	6,721.00	7,553.50	9,023.01	8,090.59	9,153.26	10,211.23
总资产	13,555.00	12,974.00	15,441.50	15,804.99	19,924.15	27,239.52	35,971.17
应付账款	471.30	548.60	625.10	600.28	680.83	654.53	735.35
递延收益	377.20	397.30	446.10	446.10	446.10	446.10	446.10
其他短期负债	301.30	476.20	587.50	587.50	587.50	587.50	587.50
总短期负债	1,149.80	1,422.10	1,658.70	1,633.88	1,714.43	1,688.13	1,768.95
总长期负债	439.30	385.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总负债	1,589.10	1,807.60	1,658.70	1,633.88	1,714.43	1,688.13	1,768.95
少数股东权益	50.40	70.70	89.70	120.00	157.51	157.51	157.51
股东权益	11,915.50	11,115.70	13,703.10	13,785.60	17,824.23	25,165.88	33,816.72
每股账面值(摊薄)	26.49	20.83	22.00	20.49	22.94	28.52	34.30
营运资产	4,695.10	4,830.90	6,229.30	5,148.09	10,119.14	16,398.13	23,990.99

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力							
毛利率 (%)	69.3%	67.4%	66.4%	68.7%	69.0%	69.6%	70.0%
EBITDA 利率 (%)	59.9%	45.7%	47.2%	53.4%	58.0%	61.6%	64.4%
净利率 (%)	30.3%	21.6%	25.5%	30.7%	32.5%	34.1%	35.4%
营运表现							
销售及管理费用/收入 (%)	-25.7%	-28.0%	27.6%	26.0%	25.0%	24.0%	23.0%
研发费用率	-11.8%	-14.1%	14.0%	12.0%	11.0%	10.5%	10.3%
实际税率 (%)	-8.6%	-16.3%	-7.2%	-7.2%	-7.2%	-7.2%	-7.2%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	123.8	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
应收账款天数	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
应付账款天数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
财务状况							
总负债/总资产	0.12	0.14	0.11	0.10	0.09	0.06	0.05
收入/净资产	0.48	0.56	0.53	0.60	0.54	0.44	0.37
经营性现金流/收入	0.37	0.24	0.25	0.73	0.50	0.77	0.59
税前盈利对利息倍数	27.28	54.10	10.20	14.17	17.54	21.26	25.03

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
净利润	1,728.10	1,344.40	1,817.30	2,525.31	3,125.92	3,788.62	4,459.86
折旧摊销	1,595.01	1,265.30	1,595.01	1,867.08	2,405.63	2,943.95	3,482.07
股权激励费用	-142.30	513.20	592.80	667.01	770.00	876.92	981.44
其他利润调整	-1,452.71	-1,778.50	-2,187.81	-2,534.09	-3,175.63	-3,820.87	-4,463.50
营运资金变化	-204.90	-619.10	-777.60	953.93	-1,508.51	938.59	-1,511.29
营运现金流	2,089.40	1,490.80	1,813.80	6,013.32	4,793.04	8,548.08	7,412.07
购买/处置投资	-2,099.30	1,916.00	-2,143.80	-2,000.00	0.00	0.00	0.00
购买物业厂房设备	-353.50	-532.40	-1,487.50	-1,487.50	-1,487.50	-1,487.50	-1,487.50
其他投资活动	-8.70	-12.80	156.80	157.00	157.00	157.00	157.00
投资活动现金流	-2,461.50	1,370.80	-3,474.50	-3,330.50	-1,330.50	-1,330.50	-1,330.50
融资活动现金流	43.00	-2,572.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金变化	-332.50	289.30	-1,660.70	2,682.82	3,462.54	7,217.58	6,081.57
期初持有现金	1,638.50	1,306.00	1,600.70	60.00	2,622.82	6,085.36	13,302.93
汇率变化	-3.40	5.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
期末持有现金	1,306.00	1,600.70	-60.00	2,622.82	6,085.36	13,302.93	19,384.51

资料来源：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。