

持有

2025 年 3 月 20 日

2024Q4 延续强劲增长，业务扩展稳步推进

►Q4 强劲增长进一步推高全年财务表现：直觉外科 2024Q4 收入实现了 25.2% 的同比增长。在 Q4 强劲业绩表现的推动下，公司 2024 年全年实现收入 83.5 亿美元（+17.2%），其中仪器及备件收入 50.8 亿美元（+18.8%），系统收入 19.7 亿美元（+17.0%），服务收入 13.1 亿美元（+11.9%）。得益于美国普外科，尤其是胆囊切除术的增长，以及英国、爱尔兰、日本和德国等地区的强劲表现，全年达芬奇手术量实现了 17% 的高速增长，达到 268 万台。Ion 手术量也获得了 78% 的提升，接近 9.6 万台。系统方面，2024 年全年共安装了 1430 套达芬奇多端口系统、271 套 Ion 系统和 96 套达芬奇 SP 系统。由于出货量增加，产能利用率得以提升，推动全年 non-GAAP 毛利率同比提升 1.0 pts，达到 69.1%。全年净利润 23.4 亿美元（+28.6%），净利率 28.0%，同比升高 2.5 pts。

►DV5 临近全面推出，业务持续扩展：公司最先进的多端口手术机器人系统 DV5 目前仍然处于“有节制地推出”阶段，但其投放速度已经有明显提升。2024 年公司总共投放了 362 台 DV5 系统，其中仅 Q4 就投放了 174 台。公司致力于在 2025 年中实现 DV5 的广泛推出，并正在积极寻求各地监管部门的批准。欧洲方面，公司预计于 2025 年年底获得 CE 标志。此外，公司也宣布与其经销商 ab medica、Abex 和 Excelencia Robotica 签订了协议，收购他们在意大利、西班牙、葡萄牙等相关地区与公司产品相关的业务，从而在上述地区直接开展业务。预计该交易将在 2026 上半年完成，届时将为公司利润带来正面影响。产能方面，公司计划在加利福尼亚州开设新的 DV5 和 Ion 系统制造工厂，并在德国和保加利亚开设新的内窥镜制造工厂。

►目标价 526.85 美元，持有评级：公司预计 2025 年全年手术增长率将在 13%-16%，毛利率将维持在 67%-68%，经营费用同比增长 10-15%，非现金股票薪酬支出将为 7.6-7.9 亿美元，主要由利息收入构成的其它收入预计将提升至 3.7-4 亿美元，资本支出将在 6.5-8 亿美元。不过需要注意特朗普政府针对墨西哥的 25% 关税将在 4 月生效，而墨西卡利工厂负责生产达芬奇系统的绝大多数核心部件和耗材，可能对公司毛利率造成较大的打击。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 526.85 美元，较现价有 7.1% 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	492.06 美元
目标价	526.85 美元 (+7.1%)
股票代码	ISRG
总股本	3.58 亿股
市值	1762.93 亿美元
52 周高/低	616.00/364.17 美元
每股净资产	45.87 美元
主要股东	Vanguard (9.03%) Blackrock (8.80%)

表：盈利摘要

截止12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
收入 (百万美元)	7,124	8,352	9,724	11,275	12,824
yoy	14.5%	17.2%	16.4%	15.9%	13.7%
净利润 (百万美元)	1,798	2,323	2,601	3,152	3,776
每股盈利	5.03	6.42	7.11	8.53	10.12
yoy	36.0%	29.2%	12.0%	21.2%	19.8%
基于492.06美元的市盈率	97.8	76.7	69.2	57.7	48.6
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

财务报表摘要

损益表					
截至<12月31日>,百万美元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	7,124.10	8,352.10	9,724.34	11,275.12	12,824.16
毛利	4,729.50	5,634.20	6,316.62	7,433.32	8,563.70
销售及管理费用	1,963.90	2,140.00	2,394.36	2,776.19	3,029.36
研发费用	998.80	1,145.30	1,236.23	1,377.00	1,540.53
营运收入	1,766.80	2,348.90	2,686.03	3,280.13	3,993.80
财务开支	192.10	324.90	324.90	324.90	324.90
联营公司等	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
税前盈利	1,958.90	2,673.80	3,010.93	3,605.03	4,318.70
所得税	-141.60	-336.30	-378.70	-453.43	-543.19
净利润	1,817.30	2,337.50	2,632.23	3,151.60	3,775.51
少数股东应占利润	19.30	14.90	31.59	0.00	0.00
本公司股东应占利润	1,798.00	2,322.60	2,600.64	3,151.60	3,775.51
折旧及摊销	-1,582.20	-1,898.00	-2,131.99	-2,597.02	-3,061.99
EBITDA	3,353	4,251	4,822	5,881	7,060
增长					
总收入 (%)	14.5%	17.2%	16.4%	15.9%	13.7%
股东应占利润	36.0%	29.2%	12.0%	21.2%	19.8%
EBITDA (%)	17.8%	26.8%	13.4%	22.0%	20.0%

资产负债表					
截至<12月31日>,百万美元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	2,750.10	2,027.40	6,139.37	11,745.12	18,131.37
应收账款	2,473.10	1,985.90	1,985.90	1,985.90	1,985.90
存货	1,130.20	1,225.40	1,517.22	1,662.78	1,954.11
其他流动资产	1,534.60	1,872.30	2,292.96	2,304.76	2,710.07
总流动资产	7,888.00	7,111.00	11,935.45	17,698.55	24,781.46
固定资产	3,537.60	4,646.60	5,843.80	6,809.91	7,776.02
无形资产	985.40	1,121.40	1,255.70	1,387.17	1,515.85
长期投资	3,030.50	5,864.20	5,864.20	5,864.20	5,864.20
总固定资产	7,553.50	11,632.20	12,963.71	14,061.28	15,156.08
总资产	15,441.50	18,743.20	24,899.16	31,759.84	39,937.53
应付账款	625.10	729.00	821.28	790.02	880.14
递延收益	446.10	468.80	468.80	468.80	468.80
其他短期负债	587.50	547.50	547.50	547.50	547.50
总短期负债	1,658.70	1,745.30	1,837.58	1,806.32	1,896.44
总长期负债	468.30	468.30	468.30	468.30	468.30
总负债	2,127.00	2,213.60	2,305.88	2,274.62	2,364.74
少数股东权益	89.70	95.90	127.49	127.49	127.49
股东权益	13,397.30	16,529.60	20,415.59	27,415.84	35,682.98
每股账面值(摊薄)	22.10	24.05	26.08	30.64	35.55
营运资产	6,229.30	5,365.70	10,097.87	15,892.23	22,885.02

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务分析					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	66.4%	67.5%	65.0%	65.9%	66.8%
EBITDA 利率 (%)	47.1%	50.9%	49.6%	52.2%	55.1%
净利率 (%)	25.5%	28.0%	27.1%	28.0%	29.4%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	27.6%	25.6%	24.6%	24.6%	23.6%
研发费用率	14.0%	13.7%	12.7%	12.2%	12.0%
实际税率 (%)	-7.2%	-12.6%	-12.6%	-12.6%	-12.6%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	161.1	181.8	181.8	181.8	181.8
应收账款天数	53.1	51.5	51.5	51.5	51.5
应付账款天数	25.6	25.7	25.7	25.7	25.7
财务状况					
总负债/总资产	0.14	0.12	0.09	0.07	0.06
收入/净资产	0.53	0.51	0.48	0.41	0.36
经营性现金流/收入	0.25	0.29	0.51	0.57	0.56
税前盈利对利息倍数	10.20	8.23	9.27	11.10	13.29

现金流量表					
截至<12月31日>,百万美元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
净利润	1,817.30	2,337.50	2,632.23	3,151.60	3,775.51
折旧摊销	1,582.20	1,898.00	2,131.99	2,597.02	3,061.99
股权激励费用	592.80	676.80	777.95	890.73	1,000.28
其他利润表调整	-2,175.00	-2,574.80	-2,909.94	-3,487.76	-4,062.27
营运资金变化	-777.60	-919.30	-620.20	-188.61	-606.53
营运现金流	1,813.80	2,415.00	4,921.97	6,450.75	7,231.26
购买/处置投资	713.00	-2,160.60	0.00	0.00	0.00
购买物业厂房设备	-1,064.20	-1,111.20	-1,428.30	-1,428.30	-1,428.30
其他投资活动	-8.90	-1.00	153.90	153.90	153.90
投资活动现金流	-360.10	-3,272.80	-1,274.40	-1,274.40	-1,274.40
融资活动现金流	-287.60	150.90	429.40	429.40	429.40
现金变化	1,166.10	-706.90	4,076.97	5,605.75	6,386.26
期初持有现金	1,600.70	2,770.10	2,062.40	6,139.37	11,745.12
汇兑变化	3.30	-0.80	0.00	0.00	0.00
期末持有现金	2,770.10	2,062.40	6,139.37	11,745.12	18,131.37

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。