

买入

2025 年 8 月 18 日

2025 年 Q2 延续强劲增长，业务扩展稳步推进

➤ **25 年 Q2 公司收入同比+21%:** 直觉外科 2025 年 Q2 收入同比+21%至 24.4 亿美元，其中仪器及备件收入 14.7 亿美元 (+18.5%，增长主要得益于达芬奇手术量增长约 17%，以及 Ion 手术量增长约 52%)，系统收入 5.8 亿美元 (+28.2%)，服务收入 3.9 亿美元 (+23.3%)。公司毛利率同比下降 0.4 个百分点至 67.9%，下滑反映了设施成本的增加，包括与新制造产能相关的折旧、Ion 和达芬奇 5 收入中低利润率产品占比增加，以及与达芬奇 5 相关的服务成本上升。经营费用同比+9%至 8.8 亿美元，归母利润同比+25%至 6.6 亿美元，利润率同比+0.8 个百分点至 27%。

➤ **25 年 2 季度销售 395 台达芬奇手术机器人和 54 台 Ion 系统:** 25 年 Q2 销售 395 台达芬奇手术机器人，其中美国+45%至 216 台，这反映了达芬奇 5 机器人在 Q2 全面上线，以及市场对其的强劲需求和浓厚兴趣。海外销售 179 台（其中：欧洲 73 台，日本 15 台，中国 13 台，其他 79 台）。分产品来看，2 季度达芬奇 5 系统安装 180 台，达芬奇 5 系统进行了 150 多项升级，核心改进包括：力反馈技术（首次引入）、AI 手术辅助系统、3D 成像升级、机械臂优化、人机工程学改进和 workflows 优化。达芬奇 SP 系统安装 23 台，Ion 系统销售 54 台。截止 25 年中，达芬奇系统安装基数+14%至 10488 台，其中美国 6087 台，海外为 4401 台，达芬奇 5 累计安装基数为 689 台，在美国的有限推广中已成功实施了超过 10 万例手术。Ion 累计安装基数为 905 台。平均系统利用率提高了 2%，每次手术仪器和配件的收入约为 1800 美元，与上一年相对一致。系统的平均售价为 150 万美元，而去年为 144 万美元，这反映了达芬奇 5 系统组合比例的增加，但部分被以旧换新交易比例的增加所抵消。手术量同比+17%，其中美国+14%，这得益于良性普通外科手术的持续强劲表现，尤其是胆囊切除术和阑尾切除术的显著增长，这在一定程度上反映了公司与客户合作以支持非工作时间手术增长的努力。海外+23%，这反映了在结直肠手术、良性普通外科手术、胸肾手术和肝胆胰手术 (HPB) 方面均实现了强劲增长。REAL 研究发现，与腹腔镜手术相比，机器人辅助手术组 3 年局部区域复发风险降低了 55%，机器人手术显著改善了中低位直肠癌患者的长期肿瘤学结果。

➤ **目标价 581.17 美元，买入评级:** 公司预计 2025 年全年手术增长率将在 15.5%-17%，non-gaap 毛利率将维持在 66%-67% (此范围包含预计关税对收入 1.0% 的影响)，non-gaap 经营费用同比增长 10-14%，有效税率 22-23%，资本支出将在 6.5-7.25 亿美元。我们采用 DCF 为公司估值，分别取折现率 7.5%，永续增长率 5%，计算出公司目标价 581.17 美元，较现价有 21.0% 上升空间，给予买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要数据

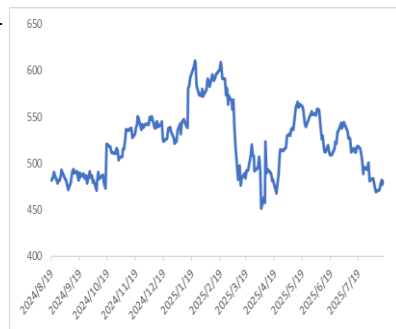
行业	医药
股价	480.26 美元
目标价	581.17 美元 (+21%)
股票代码	ISRG
总股本	3.58 亿股
市值	1721.62 亿美元
52 周高/低	616.00/425 美元
每股净资产	50.15 美元
主要股东	Vanguard (9.03%) Blackrock (8.80%)

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	9,868	11,437	12,998
yoy	14.5%	17.2%	18.2%	15.9%	13.7%
净利润 (百万美元)	1,798	2,323	2,307	2,924	3,501
每股盈利	5.03	6.42	6.31	7.92	9.39
yoy	36.0%	29.2%	-0.7%	26.7%	19.7%
基于480.26美元的市盈率	95.5	74.9	76.1	60.7	51.2
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

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	9,868.44	11,436.71	12,997.85
毛利	4,729.50	5,634.20	6,409.08	7,538.62	8,678.62
销售及管理费用	1,963.90	2,140.00	2,457.24	2,801.99	3,054.49
研发费用	998.80	1,145.30	1,263.16	1,406.72	1,572.74
营运收入	1,766.80	2,348.90	2,688.68	3,329.92	4,051.38
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	3,013.58	3,654.82	4,376.28
所得税	-141.60	-336.30	-678.05	-730.96	-875.26
净利润	1,817.30	2,337.50	2,335.52	2,923.85	3,501.03
少数股东应占利润	19.30	14.90	28.03	0.00	0.00
本公司股东应占利润	1,798.00	2,322.60	2,307.50	2,923.85	3,501.03
折旧及摊销	-1,582.20	-1,898.00	-2,131.99	-2,597.02	-2,822.27
EBITDA	3,353	4,251	4,825	5,931	6,878
增长					
总收入 (%)	14.5%	17.2%	18.2%	15.9%	13.7%
股东应占利润	36.0%	29.2%	-0.7%	26.7%	19.7%
EBITDA (%)	17.8%	26.8%	13.5%	22.9%	16.0%

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	6,510.16	12,717.64	19,262.60
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	1,557.86	1,667.71	1,998.16
其他流动资产	1,534.60	1,872.30	2,344.40	2,309.40	2,763.98
总流动资产	7,888.00	7,111.00	12,398.33	18,680.64	26,010.64
固定资产	3,537.60	4,646.60	5,843.80	6,069.11	6,534.14
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	13,320.48	13,914.20
总资产	15,441.50	18,743.20	25,362.04	32,001.12	39,924.84
应付账款	625.10	729.00	828.54	790.68	887.75
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	1,844.84	1,806.98	1,904.05
总长期负债	468.30	468.30	468.30	468.30	468.30
总负债	2,127.00	2,213.60	2,313.14	2,275.28	2,372.35
少数股东权益	89.70	95.90	123.93	123.93	123.93
股东权益	13,397.30	16,529.60	20,130.41	26,915.68	34,921.88
每股账面值(摊薄)	22.10	24.05	25.34	29.65	34.32
营运资产	6,229.30	5,365.70	10,553.49	16,873.66	24,106.59

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%	64.9%	65.9%	66.8%
EBITDA 利率 (%)	47.1%	50.9%	48.9%	51.9%	52.9%
净利率(%)	25.5%	28.0%	23.7%	25.6%	26.9%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	27.6%	25.6%	24.9%	24.5%	23.5%
研发费用率	14.0%	13.7%	12.8%	12.3%	12.1%
实际税率 (%)	-7.2%	-12.6%	-22.5%	-20.0%	-20.0%
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	0.49	0.42	0.37
经营性现金流/收入	0.25	0.29	0.46	0.55	0.51
税前盈利对利息倍数	10.20	8.23	9.28	11.25	13.47

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	2,335.52	2,923.85	3,501.03
折旧摊销	1,582.20	1,898.00	2,131.99	2,597.02	2,822.27
股权激励费用	592.80	676.80	789.47	903.50	1,013.83
其他利润表调整	-2,175.00	-2,574.80	-2,921.47	-3,500.52	-3,836.10
营运资金变化	-777.60	-919.30	-705.03	-112.70	-687.97
营运现金流	1,813.80	2,415.00	4,551.96	6,311.67	6,649.16
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	-687.50	-687.50	-687.50
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	-533.60	-533.60	-533.60
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	4,447.76	6,207.47	6,544.96
期初持有现金	1,600.70	2,770.10	2,062.40	6,510.16	12,717.64
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	6,510.16	12,717.64	19,262.60

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。