

苹果股价重挫，受中美贸易战影响几何

——通信行业快评报告

强于大市（维持）

日期：2019年01月04日

行业事件：

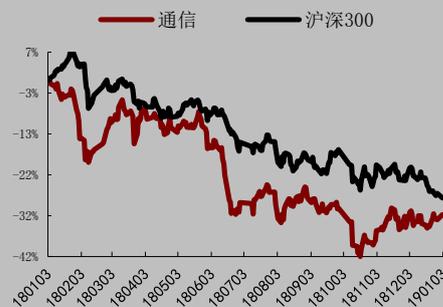
美国苹果公司（AAPL.O）CEO 库克在 1 月 2 日盘后发布一封《致投资者信》中将苹果 2019Q1 业绩预计调整至 840 亿美元，低于原先公司指引的 890-930 亿美元；同时《信》中还指出业绩下滑的主要原因是由于新兴市场宏观经济的下滑，特别是中美贸易争端所导致的。过去 12 个月，苹果股价已累计下跌 17%，2018 年 10 月份以来，股价更是一路下行跌至 2017 年 7 月后的新低 142 美元，最大跌幅高达 39%，市值蒸发 4453 亿美元。

事件点评：

- **iPhone 出货严重低于预期，拖累公司业绩增长：** iPhone 产品在过去的 2017Q1 和 2018Q1 分别实现营收 544 亿美元和 616 亿美元，皆高于 2019Q1 预计的 534 亿美元，2019Q1 同期环比增速也分别低于 2017Q1 的 53% 和 2018Q1 的 61%。2019Q1 预计实现总营收 840 亿美元，低于去年同期的 883 亿美元；一季度环比增速仅 34%，大幅低于过去 2 年同期 67%-68% 的增速。
- **盈利能力下降，毛利润同期环比增速大幅放缓，且放缓幅度大于总营收放缓幅度：** 2019Q1 预计实现毛利润 319 亿美元，低于去年同期的 339 亿美元；一季度环比增速仅 32%，大幅低于过去 2 年同期 70% 的增速。毛利润同期环比增速放缓幅度高达 54%，高于总营收同期环比增速放缓的 50% 幅度。
- **“中美贸易战”有影响，但不是业绩增速下降的主要原因：** 首先，大中华地区营收在苹果总营收中仅排第三位；其次，不仅大中华地区，苹果主要的营收来源美洲地区同期环比增速开始放缓；最后，“中美贸易战”影响以外的欧洲地区营收同比增速也开始放缓。
- **未来的苹果充满不确定性：** 和高通的全面决裂、英特尔 XMM8060 5G 基带芯片的发热问题，或让苹果错失 5G 先机。在 2019 年市场主流手机厂商都在供应 5G 手机的情况下，苹果的掉队极有可能使 iPhone 的出货进一步下滑。

风险提示： iPhone 销量进一步下滑，除 iPhone 以外业务在新兴国家增长乏力，中美贸易战加剧影响苹果供应链体系。

通信行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年01月03日

相关研究

万联证券研究所 20190102_通信行业周观点_AAA
万联证券研究所 20181223_行业周观点_AAA
万联证券研究所 20181219_通信行业策略 - 年报_AAA

分析师： 缴文超

执业证书编号： S0270518030001

电话： 010-66060126

邮箱： jiaowc@wlzq.com

研究助理： 徐益彬

电话： 0755-83220315

邮箱： xuyb@wlzq.com.cn

目录

1、正在变化的苹果公司.....	3
1.1 股价，创近 1 年新低.....	3
1.2 业绩，增长乏力.....	3
1.3 iPhone，严重低于预期.....	4
2、失意中仍然高傲的苹果公司.....	5
2.1 “中美贸易战”有影响，但不是主要原因.....	5
2.2 高傲的定价策略.....	6
3、未来或错失 5G 先机的苹果公司.....	7
图表 1：股价日均 K 线图（近 12 个月）.....	3
图表 2：总营收走势（近 9 个季度）.....	3
图表 3：毛利润走势（近 9 个季度）.....	4
图表 4：除 iPhone 以外产品营收走势（近 9 个季度）.....	4
图表 5：iPhone 产品营收走势（近 9 个季度）.....	4
图表 6：2017 财年各地区营收占比.....	5
图表 7：2018 财年各地区营收占比.....	5
图表 8：各地区营收环比增速（近 8 个季度）.....	5
图表 9：欧洲地区营收同比增速（近 7 个季度）.....	错误!未定义书签。
图表 10：全球 CR5 手机品牌旗舰手机售价（元/人民币）.....	6
图表 11：全球手机出货情况（2017Q1-2018Q3）.....	6
图表 12：iPhone 出货占比情况（2017Q1-2018Q3）.....	6
图表 13：5G 基带芯片商进度情况.....	7

1、正在变化的苹果公司

1.1 股价，创近1年新低

自 2018 年 10 月份以来，苹果股价从顶部 232.66 美元一路下行走至 2019 年 1 月 3 日的 142 美元，最大跌幅高达 39%，市值蒸发 4453 亿美元。目前，苹果市值 6747 亿美金，在纳斯达克交易所个股中市值排名第五，低于微软（7477 亿美元）、亚马逊（7336 亿美元）、谷歌 A（7132 亿美元）、谷歌 C（7066 亿美元）。值得一提的是，美国五大高科技龙头股 FAANG 自 2018 年 10 月以来，均有不同程度的下跌。

图表1：股价日均K线图（近12个月）

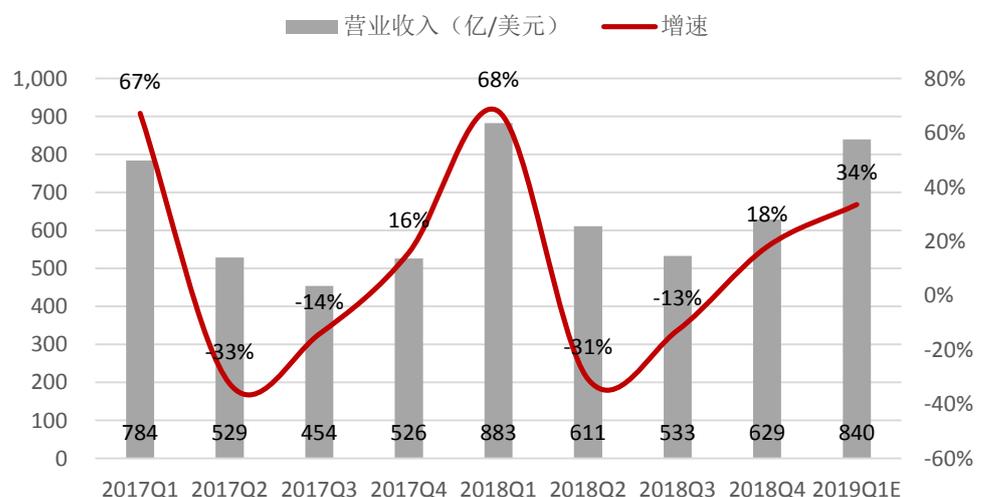


资料来源：Wind、万联证券研究所

1.2 业绩，增长乏力

总营收额低于去年同期，同期环比增速大幅放缓。2019Q1 预计实现总营收 840 亿美元，低于去年同期的 883 亿美元；一季度环比增速仅 34%，大幅低于过去 2 年同期 67%-68%的增速。

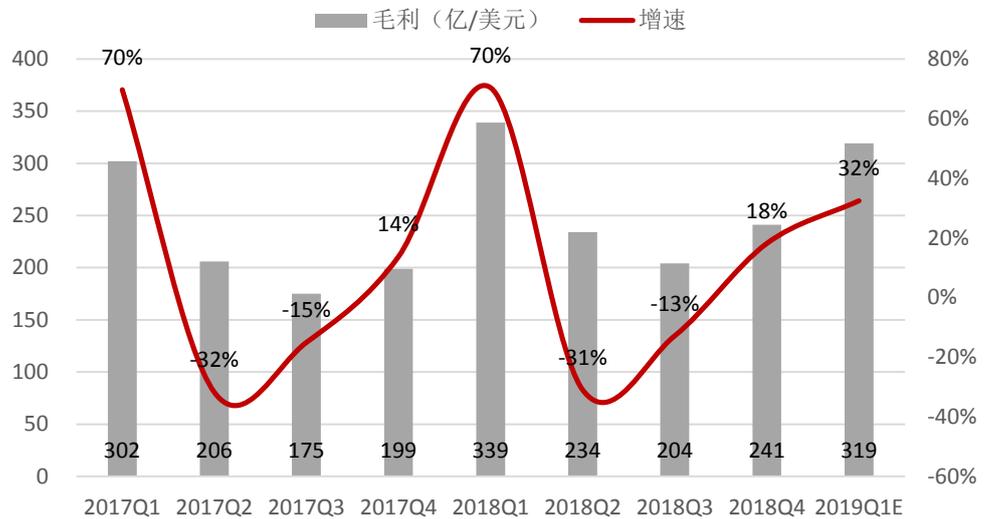
图表2：总营收走势（近9个季度）



资料来源：Wind、万联证券研究所

盈利能力下降，毛利润同期环比增速大幅放缓，且放缓幅度大于总营收放缓幅度。2019Q1 预计实现毛利润 319 亿美元，低于去年同期的 339 亿美元；一季度环比增速仅 32%，大幅低于过去 2 年同期 70% 的增速。毛利润同期环比增速放缓幅度高达 54%，高于总营收同期环比增速放缓的 50% 幅度。

图表3：毛利润走势（近9个季度）



资料来源：Wind、万联证券研究所

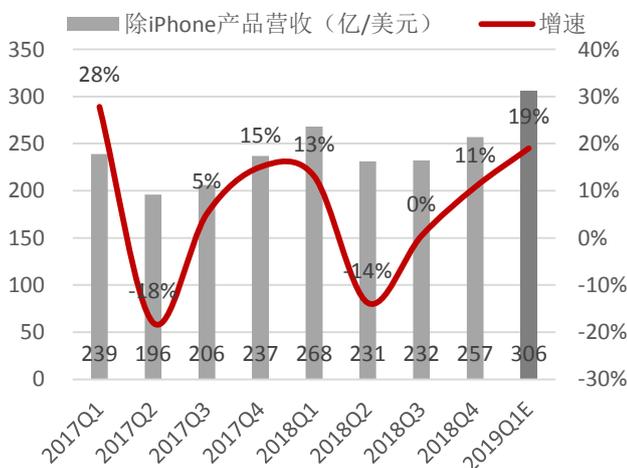
1.3 iPhone，严重低于预期

从《致投资者信》中来看，苹果除 iPhone 以外的业务（服务，Mac，iPad，可穿戴设备/家庭/配件）合计增长近 19%，可以推算 2019Q1 预计除 iPhone 以外产品营收约 306 亿美元，iPhone 产品营收约 534 亿美元。

除 iPhone 以外产品营收符合预期。2019Q1 预计高于去年同期 38 亿美元，同比增长 14%，高于去年同期环比增速 46%。

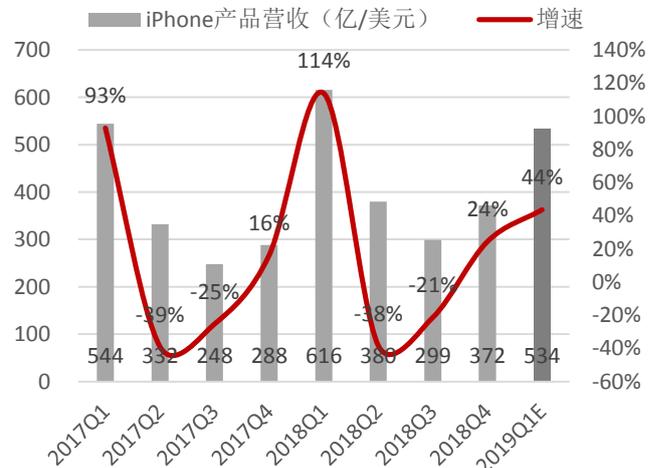
iPhone 产品营收严重下滑，连续低于过去 2 年同期营收。iPhone 产品在过去的 2017Q1 和 2018Q1 分别实现营收 544 亿美元和 616 亿美元，皆高于 2019Q1 预计的 534 亿美元，2019Q1 同期环比增速也分别低于 2017Q1 的 53% 和 2018Q1 的 61%。

图表4：除iPhone以外产品营收走势（近9个季度）



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表5：iPhone产品营收走势（近9个季度）



资料来源：Wind、万联证券研究所

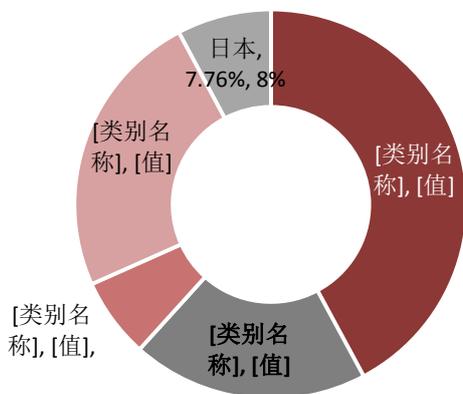
2、失意中仍然高傲的苹果公司

苹果 CEO 库克在《致投资者信》中认为，某些新兴市场出现的经济疲软是造成 2019Q1 业绩低于原先预期的主要原因。特别提到由于：(1) 中国经济从 2018 年下半年以来开始放缓；(2) 中国的经济环境已经受到与美国贸易紧张局势升级的进一步影响；(3) 中国外部不确定性增加对金融市场产生的影响也传导到了消费者。造成了大中华地区的 iPhone、Mac 和 iPad 营收同比下降都超过 100%。

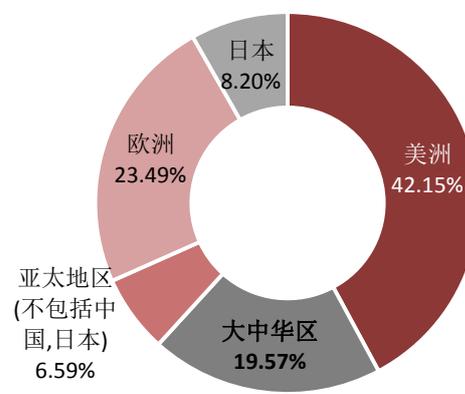
2.1 “中美贸易战”有影响，但不是主要原因

首先，大中华地区营收在苹果总营收中仅排第三位。苹果 2017 和 2018 财年各地区营收占比，大中华地区营收占比始终维持在 19.5% 左右，远低于美洲地区的 42% 和欧洲地区的 23%。主要由新兴市场构成的亚太地区（不包括中国和日本）营收占比也仅仅是 6.6% 左右，远构不成对苹果业绩产生如此大的影响。

图表6：2017财年各地区营收占比



图表7：2018财年各地区营收占比



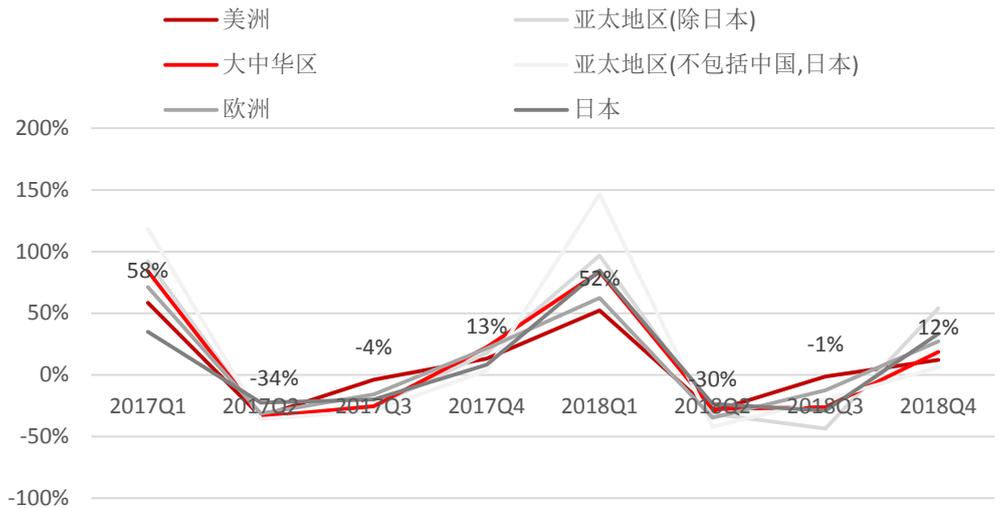
资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

其次，不仅大中华地区，苹果主要的营收来源美洲地区同期环比增速开始放缓。2018Q4 美洲地区实现营收 275 亿美元，环比增速 12%，低于 2017Q4 同期 13%；大中华地区实现营收 114 亿美元，环比增速 19%，低于 2017Q4 同期 23%。

最后，“中美贸易战”影响以外的欧洲地区营收同比增速也开始放缓。2018Q4 欧洲地区实现营收 154 亿美元，环比增速 27%，但同比增速只有 18%，低于 2017Q4 同期同比增速 20%。

图表8：各地区营收环比增速（近8个季度）



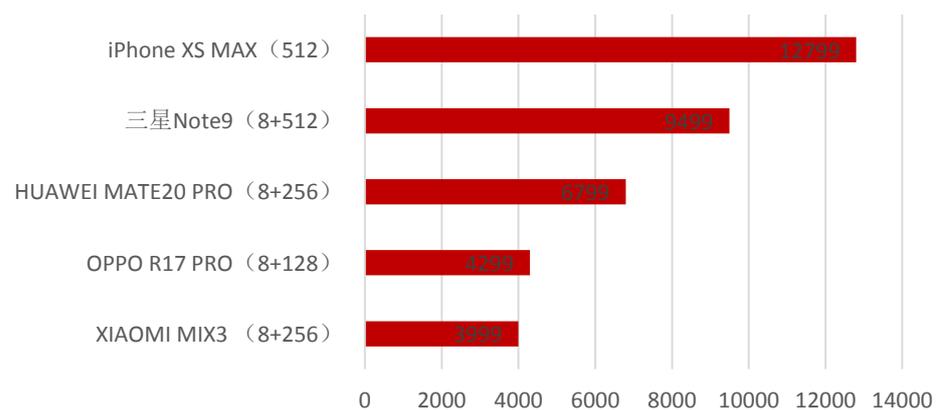
资料来源: Wind、万联证券研究所

2.2 高傲的定价策略

缺乏创新导致卖点不再突出，性价比急降。横向对比 iPhone XS 系列手机的主要卖点功能诸如支持双卡、OLED 全面屏、IP68 防水和 1.4 微米摄像头等，其他品牌旗舰手机皆也具备，有些甚至性能超越 iPhone XS 系列，比如华为的徕卡摄像头等。

其他品牌手机价格均低于 iPhone XS 系列，有些售价甚至只有 iPhone XS 的三分之一。对比其他各品牌旗舰手机售价，三星 Note9 (8G+512G) 是其 74%、华为 MATE 20 PRO (8G+256G) 是其 53%、OPPO R17 PRO (8G+128G) 是其 34%、小米 MIX3 (8G+256G) 是其 31%。

图表9：全球CR5手机品牌旗舰手机售价（元/人民币）

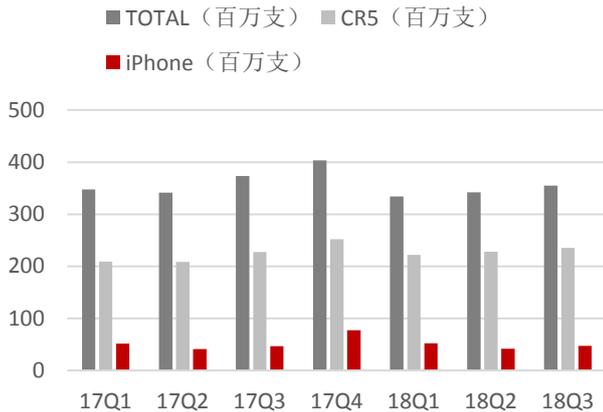


资料来源：公司官网、市场调研、万联证券研究所

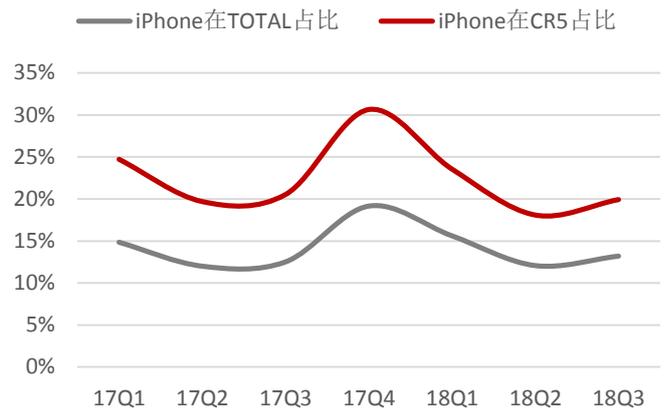
iPhone 出货量早已滞涨。从出货量来看，早在 2018Q1 就已经开始出现滞涨，2018Q1 出货 52.2 百万支，同比仅增长 1%。2018 财年前三季度，iPhone 共计出货 140.4 百万支，而去年同期出货量是 139.3 百万支，几乎没有增长。

图表10：全球手机出货情况（2017Q1-2018Q3）

图表11：iPhone 出货占比情况（2017Q1-2018Q3）



资料来源: Wind、万联证券研究所



资料来源: Wind、万联证券研究所

3、未来或错失5G先机的苹果公司

和高通决裂，有可能错失5G先机。2018年10月底高通正式起诉苹果拖欠专利费高达70亿美元，双方关系彻底决裂，同时苹果转用英特尔基带芯片。从目前手机基带芯片商的进度来看，高通将会继续引领市场率先推出5G商用基带，手机行业头部品牌OPPO、VIVO、小米都宣布将和高通合作在2019年上半年推出5G手机。

和三星、华为相比，苹果在主要器件上处于劣势。近期，三星和华为分别确认他们将在2019年正式推出使用自家基带的5G手机，以保证其在移动通信终端的领先地位。其中华为的5G手机将采用华为Balong 5000基带；三星将推出4款采用自家Exynos Modem 5100基带的5G手机。

目前看，苹果最早2020年才能推出5G iPhone。早在2017年苹果就已经在部分iPhone上采用英特尔的基带芯片以摆脱高通对其的钳制，随着2018年和高通的决裂，使苹果又不得不全面转向英特尔。通过调研了解来看，英特尔之前为苹果准备的5G基带芯片8060在苹果原型机的测试过程中有“散热问题”无法解决，故而使苹果又不得不等待新款的8061基带芯片，但由于8061是10纳米制程，所以可能最早要等到2020年才能大规模向苹果供货。

在2019年市场主流手机厂商都在供应5G手机的情况下，苹果的掉队极有可能使iPhone的出货进一步下滑。

图表12: 5G基带芯片商进度情况

芯片商	推出时间	型号	预计商用时间
高通	2017年10月	Snapdragon X50	2019年上半年
三星	2018年8月	Exynos 5100	2019年上半年
华为	2018年9月	Balong 5000	2019年上半年
联发科	2018年6月	Helio M70	2019年
英特尔	-	XMM 8061	2020年
紫光展锐	-	-	2020年

资料来源: Wind、万联证券研究所

4、风险提示

iPhone销量进一步下滑，除iPhone以外业务在新兴国家增长乏力，中

美贸易战加剧影响苹果供应链体系。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心