

持有

2022年8月12日

iPhone 销量稳健，宏观环境继续对业绩造成影响

- 财务摘要：** 本季度公司总收入为 830 亿美元，同比增长 1.9%，高于彭博一致预期的 823 亿美元。其中产品收入为 634 亿美元，同比下降 1%；服务收入为 196 亿美元，同比增长 11%。公司的毛利为 359 亿美元，毛利率为 43.3%，环比下降 40 个基点，同比增长 120 个基点。毛利环比下降主要受到汇率及季节性经营开支的影响，其中产品毛利率为 34.5%，服务毛利率为 71.5%。净利润为 194 亿美元，同比下降 10.6%，高于彭博一致预期的 190 亿美元。摊薄每股盈利为 1.20 美元，高于彭博一致预期的 1.15 美元，去年同期为 1.30 美元。公司预计在宏观环境不继续恶化的情况下，Q3 的收入增速将回升，同时环比 Q2 收入增长。同时，汇率将带来约 600 个基点的增速影响。
- iPhone 销量稳健：** 本季度 iPhone 业务收入为 407 亿美元，同比增长 3%。据 IDC 数据，2022Q2 全球手机出货量 2.9 亿台，同比下降 8.7%；其中 iPhone 为 4460 万台，同比增长 0.5%，出货量占比 15.6%。在智能手机市场整体销售下滑的大环境下，iPhone 对顾客依然维持了较高的吸引力，出货量基本持平去年。同时，iOS 生态的吸引力日渐强大，本季度切换者数量同比增长两位数。苹果对于 iPhone 14 系列的备货也稳定在 9000 万到 1 亿台的水平。
- 宏观环境继续对业绩造成影响：** 本季度，iPad、Mac 及可穿戴设备收入均同比下降，服务业务降速较多，主要由于消费者更加审慎的消费观、汇率及宏观环境因素等导致。考虑到短期内宏观形势难以发生较大改善，我们预测公司的收入增速将有所降低，成本将上升。
- 目标价 190.00 美元，持有评级：** 我们采用 DCF 模型对公司进行估值，近期通胀放缓，美国十年期国债收益率回落，设定 WACC 为 8.5%。未来三年预测收入 CAGR 为 6.5%，预测 EPS CAGR 为 10.5%。我们维持公司的永续增长率 3%，求得合理股价为 190.00 美元，相比较当前股价有 12.77% 的上涨空间，下调至持有评级。

韩啸宇
+852-25222101
Peter.han@firstshanghai.com.hk
李倩
+852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

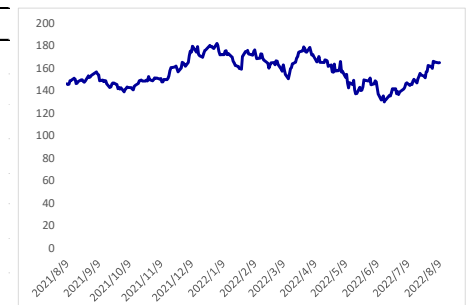
行业	TMT
股价	168.49 美元
目标价	190.00 美元 (+12.77%)
股票代码	AAPL
总股本	161 亿股
市值	27061 亿美元
52 周高/低	182.94 美元/129.04 美元
每股账面值	3.61 美元
主要股东	Vanguard Group 7.9%
	Blackrock 6.4%
	Berkshire Hathaway 5.5%
	State Street Corp 3.8%

盈利摘要

截至9月25日止财政年度	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
总营业收入 (美元百万)	274,515	365,817	393,770	417,407	441,787
变动	5.51%	33.26%	7.64%	6.00%	5.84%
净利润	57,411	94,680	104,026	109,043	115,783
摊薄每股盈利 (美元)	3.3	5.7	6.4	7.0	7.6
变动	10.70%	71.30%	13.76%	8.41%	9.36%
基于168.49美元的市盈率 (估)	50.9	29.7	26.1	24.1	22.0
每股派息 (美元)	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
股息现价比	0.47%	0.51%	0.55%	0.58%	0.61%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

FY2022Q3 业绩摘要

收入同比增长 1.9%

本季度公司总收入为 830 亿美元，同比增长 1.9%，高于彭博一致预期的 823 亿美元。其中产品收入为 634 亿美元，同比下降 1%；服务收入为 196 亿美元，同比增长 11%。

毛利率为 43.3%

本季度公司的毛利为 359 亿美元，毛利率为 43.3%，环比下降 40 个基点，同比增长 120 个基点。毛利环比下降主要受到汇率及季节性经营开支的影响，其中产品毛利率为 34.5%，服务毛利率为 71.5%。

净利润同比下降 10.6%

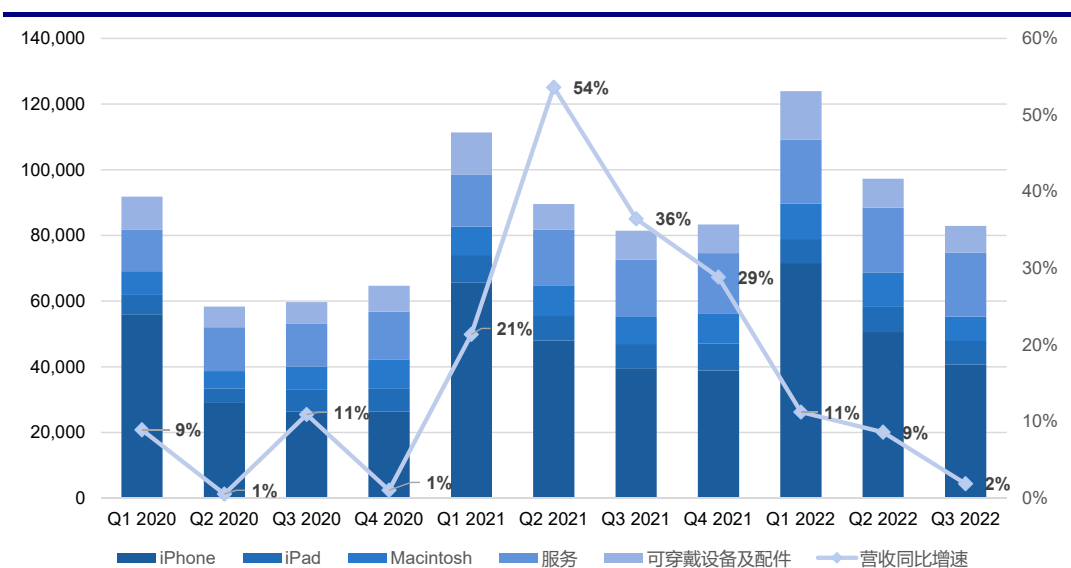
本季度公司的净利润为 194 亿美元，同比下降 10.6%，高于彭博一致预期的 190 亿美元。摊薄每股盈利为 1.20 美元，高于彭博一致预期的 1.15 美元，去年同期为 1.30 美元。

本季度，公司的现金及可交易证券结余为 1790 亿美元，净现金为 600 亿美元。公司共向股东返还超过 280 亿美元，包括近 217 亿美元的股票回购及 38 亿美元的股息。

公司预期下一季度的收入增速将回升

公司预计在宏观环境不继续恶化的情况下，Q3 的收入增速将回升，同时环比 Q2 收入增长。同时，汇率将带来约 600 个基点的增速影响。因此，公司 Q3 的毛利将在 41.5%-42.5%之间，经营支出为 129-131 亿美元，税率约为 16%。

图表 1: FY2020Q1-FY2022Q3 收入及增速（百万美元）

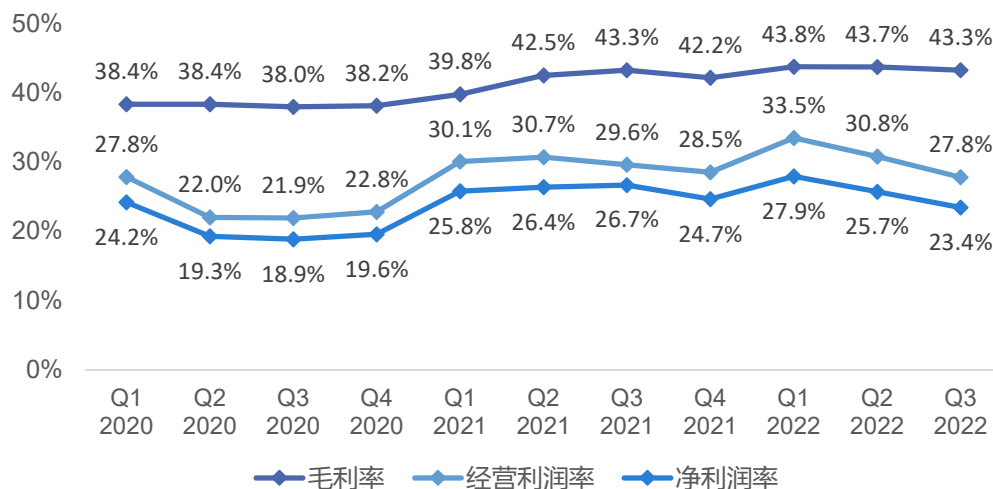


资料来源：公司披露，第一上海整理

按产品划分，iPhone、iPad、Mac、服务、可穿戴设备及配件的收入分别为 407、72、74、196、81 亿美元。iPhone 收入占比为 49%，高于去年同期的 48.6%。

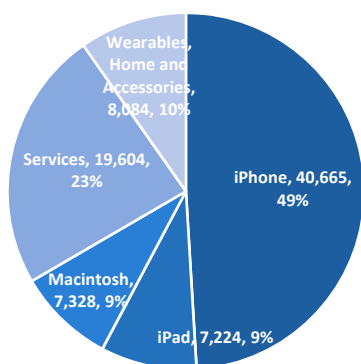
按区域划分，公司在美洲、大中华、欧洲、日本及亚太其他地区的收入分别为 374、146、193、54、62 亿美元。其中，美洲及亚太地区收入为历史最高。

图表 2: FY2020Q1-FY2022Q3 各项利润率



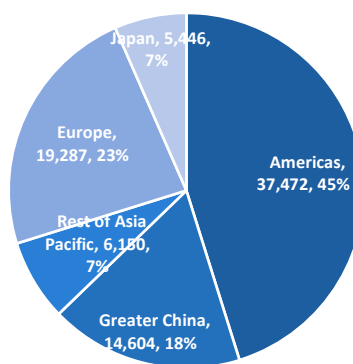
资料来源: 公司披露, 第一上海整理

图表 3: FY2022Q3 按业务划分收入占比



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

图表 4: FY2022Q3 按区域划分收入占比



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

iPhone 销量稳健

iPhone 收入同比增长 3% 本季度 iPhone 业务收入为 407 亿美元, 同比增长 3%。据 IDC 数据, 2022Q2 全球手机出货量 2.9 亿台, 同比下降 8.7%; 其中 iPhone 为 4460 万台, 同比增长 0.5%, 出货量占比 15.6%。中国区手机出货量 6720 万台, 同比下降 14.7%; 其中 iPhone 出货量 950 万台, 同比增长 0.1%。本财季 iPhone 的 ASP 达到 912 美元。

图表 5: 2022Q2 全球智能手机销量

Company	2Q22 Shipment Volumes	2Q22 Market Share	2Q21 Shipment Volumes	2Q21 Market Share	Year-Over-Year Change
1. Samsung	62.4	21.8%	59.1	18.9%	5.6%
2. Apple	44.6	15.6%	44.4	14.2%	0.5%
3. Xiaomi	39.5	13.8%	53.1	16.9%	-25.5%
4. vivo*	24.8	8.7%	31.7	10.1%	-21.8%
4. OPPO*	24.7	8.6%	32.8	10.5%	-24.6%
Others	89.9	31.5%	92.3	29.5%	-2.6%
Total	286.0	100.0%	313.4	100.0%	-8.7%

资料来源: IDC

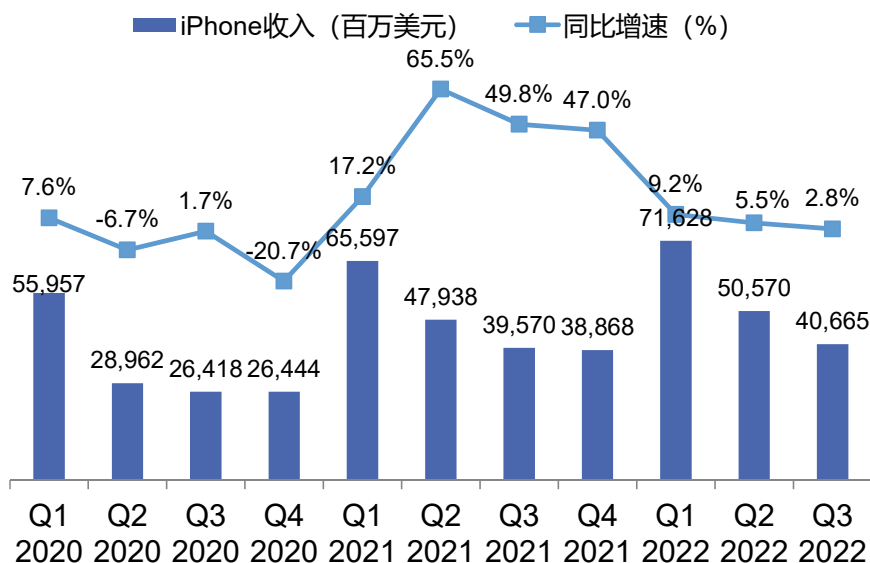
iPhone 13 系列具备吸引力

在智能手机市场整体销售下滑的大环境下，iPhone 对顾客依然维持了较高的吸引力，出货量基本持平去年。同时，iOS 生态的吸引力日渐强大，本季度切换者数量同比增长两位数。苹果对于 iPhone 14 系列的备货也稳定在 9000 万到 1 亿台的水平。

未来 2 年仍将是换机高峰期

目前市场上约有 11 亿台 iPhone，其中已经达到更换周期的 iPhone7、iPhone8、iPhone X、iPhone Xs、iPhone XR 占比约 30%。而全世界 5G 手机的更换周期刚刚开始，如果按照留存比率 80%计算，我们认为近 3 年每年将有约 2.4 亿旧 iPhone 用户的换机需求。如果考虑 iPhone 吸引其他安卓手机用户的影响，我们认为 iPhone 的销量天花板将达到 3 亿台/年。

图表 6: iPhone FY2020Q1-FY2022Q3 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

服务付费用户渗透率持续提升

服务收入同比增长 12%

本季度，服务收入为 196 亿美元，同比增长 12%，收入占比为 24%。服务业务的增长主要受益于 App Store，云服务，音乐，Apple Care 服务。

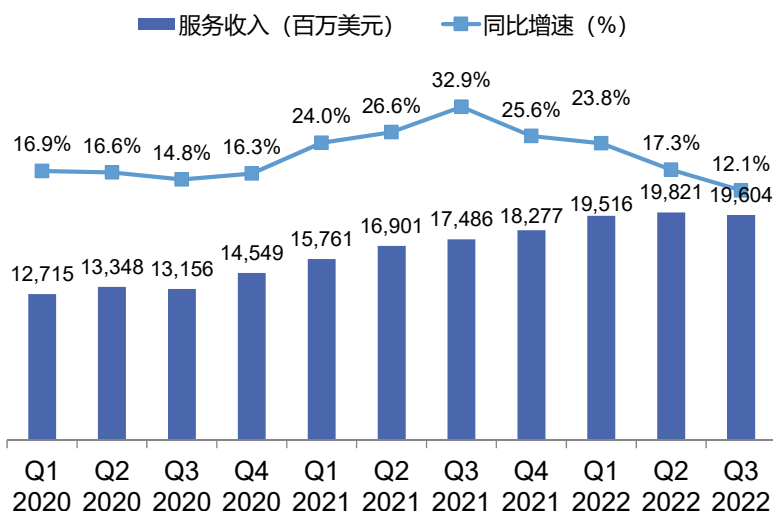
付费订阅用户达到 8.6 亿

新服务产品 Apple TV +, Apple Arcade, Apple News +, Apple Card, Apple Fitness +以及 Apple One 正在逐步推进订阅用户增长。Apple TV+ 中的 13 部影片获得了 52 项艾美奖提名。目前平台上共有 8.6 亿付费订阅用户，同比增加 1.6 亿。公司将继续提高当前服务产品的广度和质量。

同时，WWDC2022 大会上公司发布了下一代 Carplay 的预览，从手机镜像屏幕发展至可控制汽车功能及包括仪表盘在内的多屏，首批具备这种 CarPlay OS 兼容性的车辆应该会在 2023 年底发布。

目前，苹果拥有 18 亿台设备，7 亿个服务订阅用户。加之 Apple One 的捆绑销售策略将提升付费用户数量，我们认为苹果软件服务的货币化速度正处于高速增长期，并且将继续成为公司收入的主要增长动力。

图表 7：服务 FY2020Q1-FY2022Q3 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

消费电子受宏观因素影响走弱

可穿戴设备收入同比下降 8%

iPad 收入同比下降 2%

Mac 收入同比下降 11%

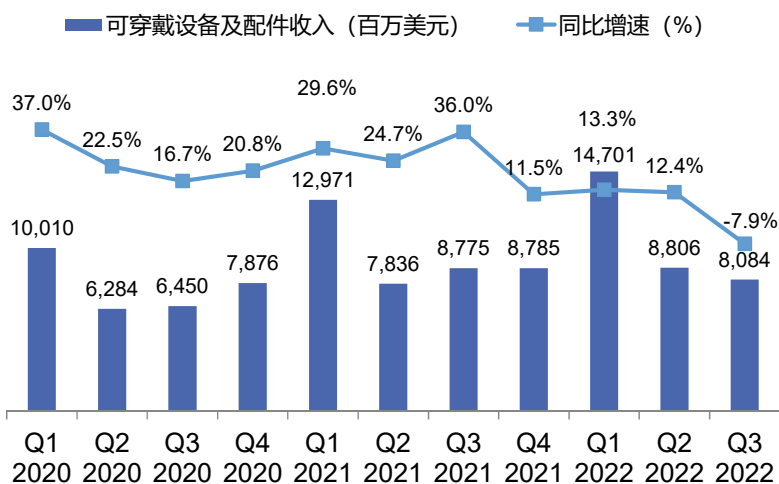
本季度，可穿戴设备及配件收入为 81 亿美元，同比下降 8%。主要由于汇率及产品发布周期因素。

本季度，iPad 收入为 72 亿美元，同比下降 2%。

本季度，Mac 收入为 73 亿美元，同比下降 11%。主要由于上海的供应链受限及汇率因素。本季度公司发布了搭载了 M2 处理器的 MacBook Air 及 MacBook Pro。

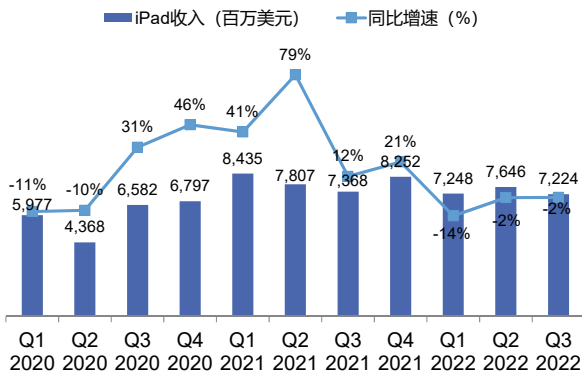
由于 M 系列芯片的专用设计，其在视频渲染及图像处理领域的表现极其出色。同时其低功耗的特性也大幅提升了笔记本的噪音、发热及续航表现。随着软件厂商对 M 系列芯片的优化，我们认为 M 系列芯片将在为公司产品带来强大的处理能力的同时，也能同时搭载到多款产品以摊薄设计成本。

图表 8：可穿戴设备 FY2020Q1-FY2022Q3 收入及增速



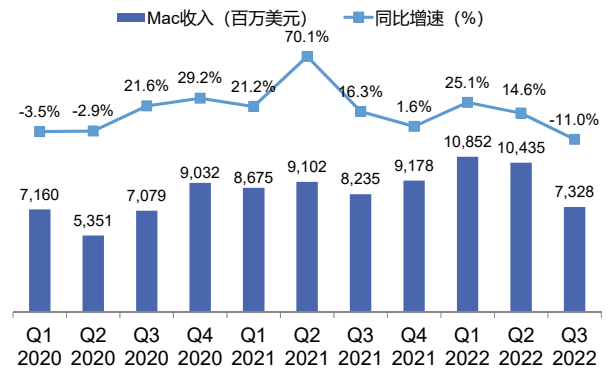
资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 9: iPad FY2020Q1-FY2022Q3 收入及增速



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

图表 10: Mac FY2020Q1-FY2022Q3 收入及增速



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

估值

目标价 190.00 美元, 持有评级

我们采用 DCF 模型对公司进行估值, 近期通胀放缓, 美国十年期国债收益率有所回落, 设定 WACC 为 8.5%。由于公司的付费订阅用户数量持续增长, iPhone 销售收入增长稳健, 自研 M 系列桌面处理器构筑生态优势, 将持续提升收入及利润率。未来三年预测收入 CAGR 为 6.5%, 预测 EPS CAGR 为 10.5%。我们维持公司的永续增长率 3%, 求得合理股价为 190.00 美元, 相比较当前股价有 12.77% 的上涨空间, 持有评级。

图表 11: DCF 估值模型

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
现金流量预测	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
自由现金流量	109,205	119,861	131,194	142,345	153,733	165,263	176,831	188,325	199,625	211,602	217,950
自由现金流增长率	11.6%	9.8%	9.5%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	6.0%	3.0%
折合至2020年的现金流量	109,205	110,471	111,443	111,443	110,930	109,907	108,388	106,390	103,938	101,544	1,901,633
永续期折现值											4,081,611
基本参数:											
WACC	8.5%										
长期增长率	3.0%										
债券价值	0										
公司价值计算											
现金流折现	2,985,291										
减: 净金融负债	-106,926										
股本价值	3,092,217										
股本数量 (预期)	16,275										
DCF 法之每股价值 (美元)	190.00										

资料来源: 第一上海预测

风险因素

- 市场竞争风险** 智能手机市场已经接近饱和，手机销量来自于更新用户。目前安卓手机性价比优势凸显，如果公司的产品竞争力减弱，将会对公司的收入造成较大影响，并影响 iOS 生态中的用户量。
- 订阅业务风险** Apple TV+、New+、Arcade、Fitness+都面临较强的市场竞争对手，可能会影响公司新订阅业务的增长与收入。
- 自研处理器业务风险** 公司过去曾与 IBM 合作打造 PowerPC 平台，但最终不敌 Wintel 联盟。本次推行桌面平台的 M 系列处理器虽然在 iOS 生态已证明可行，但在 PC 领域尚且有待考验，应用迁移的工作仍在进行。
- 汇率风险** 受宏观环境影响，汇率波动会影响公司以美元计价的财务数据。当前美元强势，海外收入以美元计算会有额外亏损。
- 地缘政治风险** 中美关系紧张，苹果一直被担心成为中方报复美国的替罪羊。已经有中国应用商店下架大量游戏的举措，不排除后续还有更多更严厉的措施，负面影响苹果在中的生产和销售。苹果也在未雨绸缪，开始将产业链部分产能转移到东南亚国家。但是仍然需要紧密关注。
- 宏观环境风险** 当前宏观经济环境正面临滞涨压力，消费者更加审慎，同时疫情带来的个人计算机高需求已经过去，对公司收入增长造成压力。

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美元, 财务年度: 9月25日											
	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	
	实际	实际	预测	预测	预测	实际	实际	预测	预测	预测	
损益表						盈利能力					
主营业务收入	274,515	365,817	393,839	418,960	445,579	毛利率 (%)	38.2%	41.8%	43.5%	43.3%	43.5%
- 主营业务收入成本	169,559	212,981	222,519	237,550	251,752	EBITDA 利率 (%)	28.2%	32.9%	32.2%	31.9%	0.0%
毛利	104,956	152,836	171,320	181,410	193,827	净利率 (%)	20.9%	25.9%	26.4%	26.1%	26.2%
营业开支	38,668	43,887	47,458	51,113	54,806	营运表现					
销售总务及管理开支	19,916	21,973	23,236	25,138	27,180	销售及管理费用/收入 (%)	-7.3%	-6.0%	-5.9%	-6.0%	-6.1%
研究和开发开支	18,752	21,914	24,221	25,976	27,626	研发费用/收入 (%)	-6.8%	-6.0%	-6.2%	-6.2%	-6.2%
营业利润	66,288	108,949	123,862	130,296	139,021	实际税率 (%)	14.4%	13.3%	16.0%	16.0%	16.0%
- 利息支出	803	258	0	0	0	股息支付率 (%)	24.5%	15.3%	14.6%	14.0%	13.6%
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0	库存周转	8.8	9.1	10.5	9.7	9.4
税前利润	67,091	109,207	123,862	130,296	139,021	应收账款天数	26.0	21.2	24.5	23.4	22.5
- 所得税支出	9,680	14,527	19,818	20,847	22,243	应付账款天数	95.3	83.2	90.0	89.0	94.8
非常项目前收入	57,411	94,680	104,044	109,449	116,777	财务状况					
净利润	57,411	94,680	104,044	109,449	116,777	总负债/总资产	79.8%	82.0%	79.5%	76.2%	72.2%
普通股股东所得净利润	57,411	94,680	104,044	109,449	116,777	经营性现金流/收入	24.1%	29.8%	31.5%	31.1%	31.2%
折旧与摊销	66,760	70,283	73,225	76,456	79,978	ROE	87.9%	150.1%	139.7%	119.3%	100.2%
EBITDA	77,344	120,233	126,804	133,528	142,543	ROA	17.7%	27.0%	28.7%	28.4%	27.8%
主营业务增长 (%)	5.5%	33.3%	7.7%	6.4%	6.4%						
EBITDA 增长率 (%)	1.1%	35.7%	5.2%	5.0%	6.3%						
资产负债表						现金流量表					
	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	
	实际	实际	预测	预测	预测	实际	实际	预测	预测	预测	
+ 现金与现金等同	38,016	34,940	43,009	61,891	91,212	+ 净利润	57,411	94,680	104,044	109,449	116,777
+ 短期投资	52,927	27,699	27,699	27,699	27,699	+ 折旧、摊销	11,056	11,284	2,942	3,231	3,522
+ 应收账款与票据	16,120	26,278	26,593	27,125	27,809	+ 其他非现金调整	12,207	2,985	0	0	0
+ 库存	4,061	6,580	6,222	6,403	6,563	+ 非现金资本变动	6,423	-2,578	251	5,189	8,222
+ 其他流动资产	32,589	39,339	39,339	39,339	39,339	经营活动现金流量	87,097	106,371	107,237	117,869	128,522
总计流动资产	143,713	134,836	142,863	162,458	192,622	+ 固定资产清理	0	5	0	0	0
+ 长期投资与应收	100,887	127,877	127,877	127,877	127,877	+ 资本支出	-7,309	-11,085	-6,507	-6,832	-7,174
+ 总固定资产	103,526	109,723	116,230	123,062	130,236	+ 投资增加	-210	0	0	0	0
- 累计折旧	66,760	70,283	73,225	76,456	79,978	+ 投资减少	92	0	0	0	0
+ 净固定资产	36,766	39,440	43,005	46,606	50,258	+ 其他投资活动	3,138	0	0	0	0
+ 其他长期资产	42,522	48,849	48,849	48,849	48,849	投资活动现金	-4,289	-14,545	-6,507	-6,832	-7,174
总计长期资产	180,175	216,166	219,731	223,332	226,984	+ 已付股利	-14,081	-14,467	-15,190	-15,323	-15,882
总资产	323,888	351,002	362,594	385,790	419,606	+ 短期拆借变动	-1,089	-893	0	0	0
+ 应付账款	42,296	54,763	54,972	60,874	69,941	+ 长期借款增加	16,091	20,393	0	0	0
+ 短期借款	13,769	15,613	15,613	15,613	15,613	+ 长期借款减少	-12,629	-8,750	0	0	0
+ 其他短期负债	49,327	55,105	55,105	55,105	55,105	+ 股本增加	880	1,105	0	0	0
总计流动负债	105,392	125,481	125,690	131,592	140,659	+ 股本减少	-72,358	-85,971	-85,971	-85,971	-85,971
+ 长期借款	98,667	109,106	109,106	109,106	109,106	+ 其他融资活动	-3,634	-6,556	0	0	0
+ 其他长期负债	54,490	53,325	53,325	53,325	53,325	融资所得现金	-86,820	-93,353	-101,161	-101,294	-101,853
总长期负债	153,157	162,431	162,431	162,431	162,431	现金净增减	-10,435	-3,860	8,069	18,882	29,321
总负债	258,549	287,912	288,121	294,023	303,090	现金剩余	39,789	35,929	43,009	61,891	91,212
总股东权益	65,339	63,090	74,473	91,767	116,516						

数据来源: 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。

©2022 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。