

## 持有

2023年8月31日

### 消费电子行业见底，iPhone 与 Mac 市占率提升

**财务摘要：**本季度公司总收入为 818 亿美元，同比下降 1.4%，但高于彭博一致预期的 816 亿美元。其中产品收入为 606 亿美元，同比下降 4.3%；服务收入为 212 亿美元，同比增长 8.2%。收入的下滑主要由于外汇带来的超过 4pct 的负面影响及 iPad 和 Mac 销售收入的同比下降。公司的毛利为 364 亿美元，毛利率为 44.5%，同比增长 130 个基点。毛利率的上升主要是由于服务业务收入增长带来的结构性变化。公司的净利润为 199 亿美元，同比增加 2.3%，高于彭博一致预期的 188 亿美元。摊薄每股盈利为 1.26 美元，高于彭博一致预期的 1.21 美元。公司预计 Q4 业绩同比表现将与 Q3 相似，汇率将带来近 2pct 的负面影响。公司共向股东返还超过 240 亿美元，季度股息为 0.24 美元/股。

**iPhone ASP 稳定提升，消费电子逆风尚未结束：**本季度 iPhone 业务收入为 397 亿美元，同比下降 2%。ASP 为 933 美元，同比增长 38 美元。据 IDC 数据，2023Q2 全球手机出货量 2.7 亿台，同比下降 7.8%；其中 iPhone 为 4250 万台，同比下降 6.3%，出货量占比 16%。iPhone 的销量在整体逆风中调整幅度较小，今年的 iPhone15 加入了多项更新，包括 3nm 处理器、潜望式摄像头等技术，有望拉动整体销量及均价。消费电子下滑趋势尚未结束。iPad 收入为 58 亿美元，同比下降 20%，仍未见扭转趋势。

**高利润软件服务助力稳定增长：**本季度服务收入为 212 亿美元，同比增长 8%，毛利率为 70.5%。目前共有 10.1 亿付费订阅用户以及超 20 亿台苹果活跃设备量。受益于软件生态功能的不断完善，我们认为苹果订阅制软件服务的 ARPPU 有望在从当前的 40 美元/年左右提升至 100 美元/年以上。

**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，设定 WACC 为 8.5%。我们预计公司的利润率将获得持续提升，但全球消费电子市场的周期性下滑带来逆风。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 1.25% 的上涨空间，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

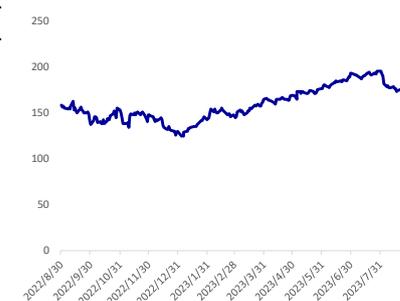
行业	TMT
股价	187.65 美元
目标价	190.00 美元 (+1.25%)
股票代码	AAPL
总股本	156.34 亿股
市值	29338 亿美元
52 周高/低	197.99 美元 / 123.46 美元
每股账面值	3.85 美元
主要股东	Vanguard Group 8.3% Blackrock 6.7% Berkshire Hathaway 5.9% State Street Corp 3.7%

### 盈利摘要

截至9月24日止财政年度	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
总营业收入 (美元百万元)	365,817	394,328	384,495	408,254	433,004
变动	33.26%	7.79%	-2.49%	6.18%	6.06%
净利润	94,680	99,803	95,483	101,216	108,261
摊薄每股盈利 (美元)	5.7	6.2	6.1	6.6	7.3
变动	71.30%	8.55%	-0.93%	8.61%	9.70%
基于187.65美元的市盈率 (估)	33.1	30.5	30.8	28.3	25.8
每股派息 (美元)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
股息现价比	0.46%	0.48%	0.50%	0.51%	0.52%

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：彭博

## FY2023Q3 业绩摘要

收入同比下降 1.4%，但高于一致预期

本季度公司总收入为 818 亿美元，同比下降 1.4%，但高于彭博一致预期的 816 亿美元。其中产品收入为 606 亿美元，同比下降 4.3%；服务收入为 212 亿美元，同比增长 8.2%。收入的下滑主要由于外汇带来的超过 4pct 的负面影响及 iPad 和 Mac 销售收入的同比下降。

毛利率为 44.5%

本季度公司的毛利为 364 亿美元，毛利率为 44.5%，环比增长 20 个基点，同比增长 130 个基点。其中产品毛利率为 35.4%，服务毛利率为 70.5%。毛利率的上升主要是由于服务业务收入增长带来的结构性变化。

净利润同比增加 2.3%，高于预期

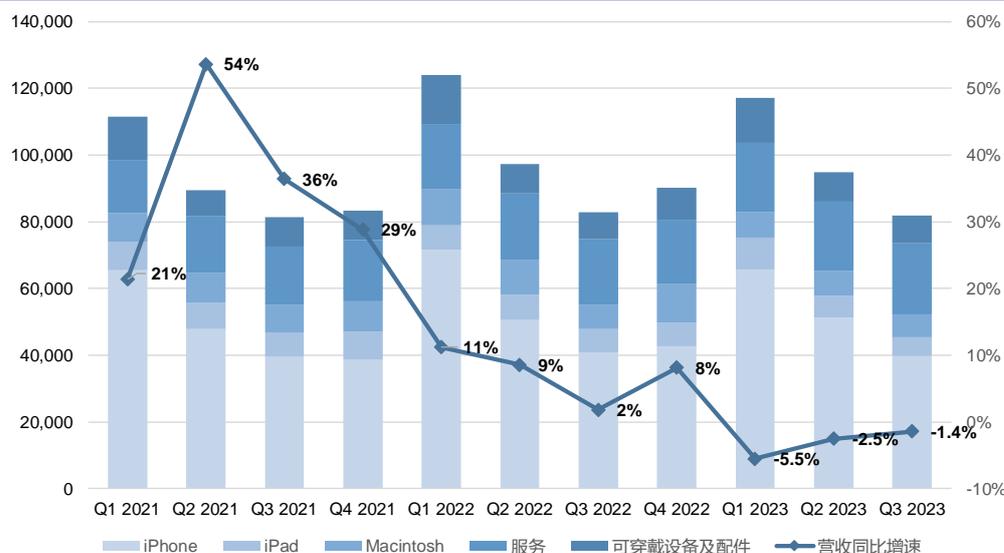
本季度公司的净利润为 199 亿美元，同比增加 2.3%，高于彭博一致预期的 188 亿美元。摊薄每股盈利为 1.26 美元，高于彭博一致预期的 1.21 美元，去年同期为 1.20 美元。

本季度，公司的现金及可交易证券结余为 1660 亿美元，净现金为 570 亿美元。公司共向股东返还超过 240 亿美元，包 180 亿美元的股票回购及 38 亿美元的股息，季度股息为 0.24 美元/股。

预期下一季度的收入同比下滑速度将持平本季度，外汇带来 2pct 的负面影响

公司预计 Q4 业绩同比表现将与 Q3 相似，汇率将带来近 2pct 的负面影响。服务业务将继续维持同比增长趋势，但 Mac 及 iPad 销售额同比将继续下降双位数。公司 Q3 的毛利率将在 44%-44.5% 之间，经营支出为 135-137 亿美元，税率约为 16%。

图表 1: FY2021Q1-FY2023Q3 收入及增速（百万美元）



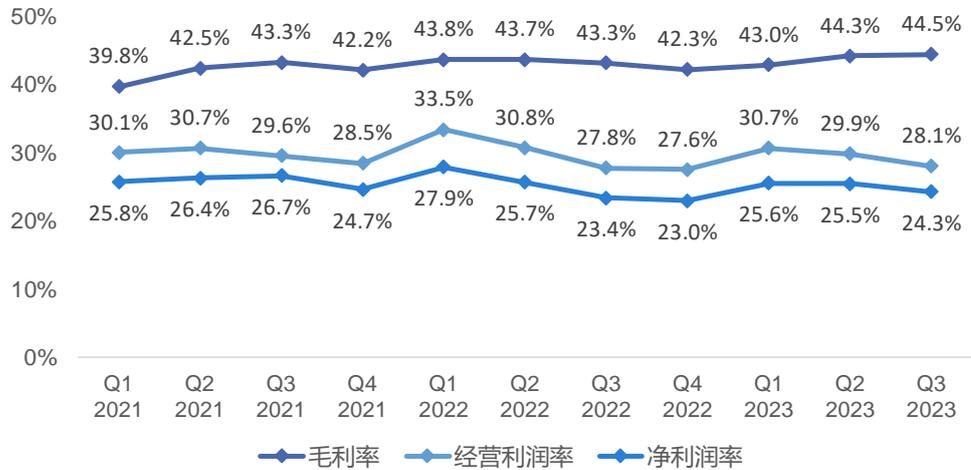
资料来源：公司披露，第一上海整理

按产品划分，iPhone、iPad、Mac、服务、可穿戴设备及配件本季度的收入分别为 397、58、68、212、83 亿美元。iPhone 收入占比为 48.5%，略低于去年同期的 49%。

按区域划分，公司在美洲、大中华、欧洲、日本及亚太其他地区本季度的收入分别为 354、158、202、48、56 亿美元。本季度公司欧美市场的服务收入创造了历史记录。公司在业绩会上多次提到新兴市场的表现良好，在中国智能手机整体销量下滑 8% 的情况下，硬件销量实现两位数增长。此外，印度、印尼、墨西哥、菲律宾等国家销售也创下新高。按印度 2023 年 H1 智能手机销量 0.64 亿台，苹果印度 iPhone

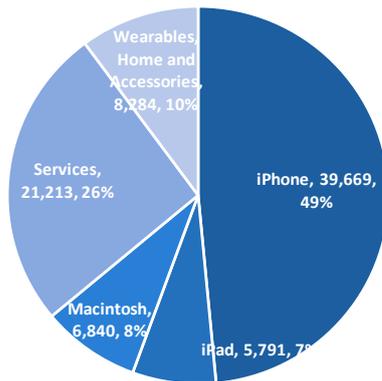
出货量目前占比约 6%，未来参考中国市场达到 15%左右计算，印度市场将能贡献 107 亿美元的硬件销售增量。

图表 2: FY2021Q1-FY2023Q3 各项利润率



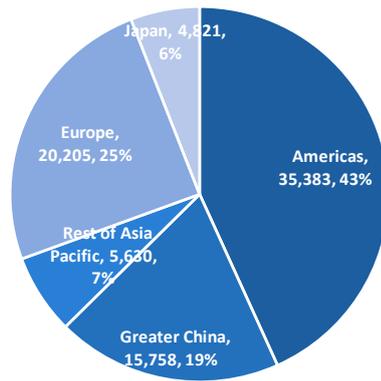
资料来源: 公司披露, 第一上海整理

图表 3: FY2023Q3 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: FY2023Q3 按区域划分收入占比



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

## iPhone ASP 稳定提升, 销量略微下滑

iPhone 收入同比下降 2% 本季度 iPhone 业务收入为 397 亿美元, 同比下降 2%。ASP 为 933 美元, 同比增长 38 美元。据 IDC 数据, 2023Q2 全球手机出货量 2.7 亿台, 同比下降 7.8%; 其中 iPhone 为 4250 万台, 同比下降 6.3%, 出货量占比 16%。中国区手机出货量共 6570 万台, 同比下降 2.1%; 其中 iPhone 出货量 1005 万台, 同比上升 6%。

图表 5: 2023Q2 全球智能手机销量

Company	2Q23 Shipments	2Q23 Market Share	2Q22 Shipments	2Q22 Market Share	YoY Change
Samsung	53.5	20.2%	63.1	21.90%	-15.2%
Apple	42.5	16.0%	45.4	15.80%	-6.3%
Xiaomi	33.2	12.5%	39.5	13.80%	-16.0%
OPPO	25.4	9.6%	27.4	9.50%	-7.6%
Transsion	25.3	9.5%	18.8	6.50%	34.1%
Others	85.4	32.2%	93.3	32.40%	-8.4%
<b>Total</b>	<b>265.3</b>	<b>100%</b>	<b>287.5</b>	<b>100%</b>	<b>-7.7%</b>

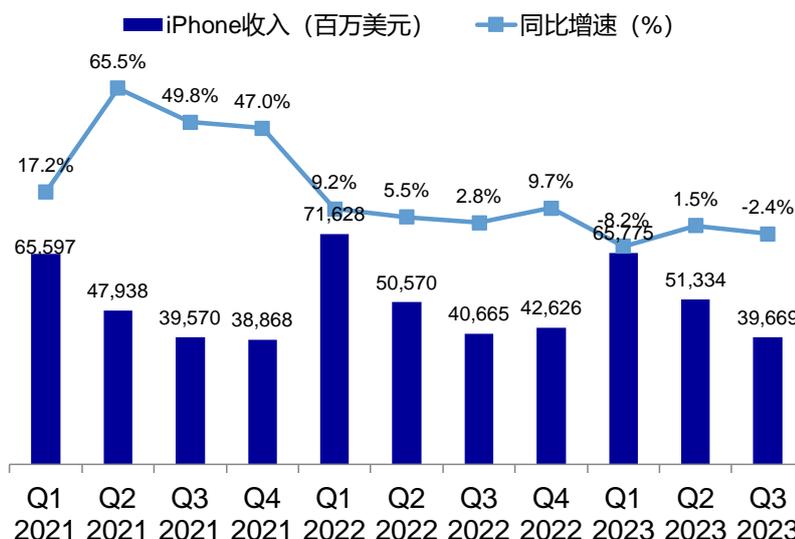
资料来源: IDC, 第一上海整理

iPhone 销量小幅调整

相比于智能手机市场出货量高个位数的下滑，iPhone 的销量在整体逆风仅有小幅调整，可以看出在高端手机市场苹果用户的粘性仍高于其他品牌。同时公司逐渐在新兴市场如印度扩张，苹果手机仍然处于较低份额的新兴市场将是公司未来 iPhone 销量的主要增长来源。我们预计 2023 年 iPhone 出货量将达到 2.2 亿台。

目前市场上约有 12 亿台 iPhone，其中已经到达更换周期的手机占比约 30%。如果按照留存比率 80%，换机周期 4 年计算，我们认为每年将有约 2.7 亿旧 iPhone 用户的换机需求。如果考虑 iPhone 吸引安卓手机用户的影响，我们认为 iPhone 的销量还有巨大的提升空间。今年的 iPhone15 加入了多项更新，包括 3nm 处理器、潜望式摄像头等技术，有望拉动整体销量及均价。

图表 6: iPhone FY2021Q1-FY2023Q3 收入及增速



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

## 服务业务稳定增长

服务收入同比增长 8%

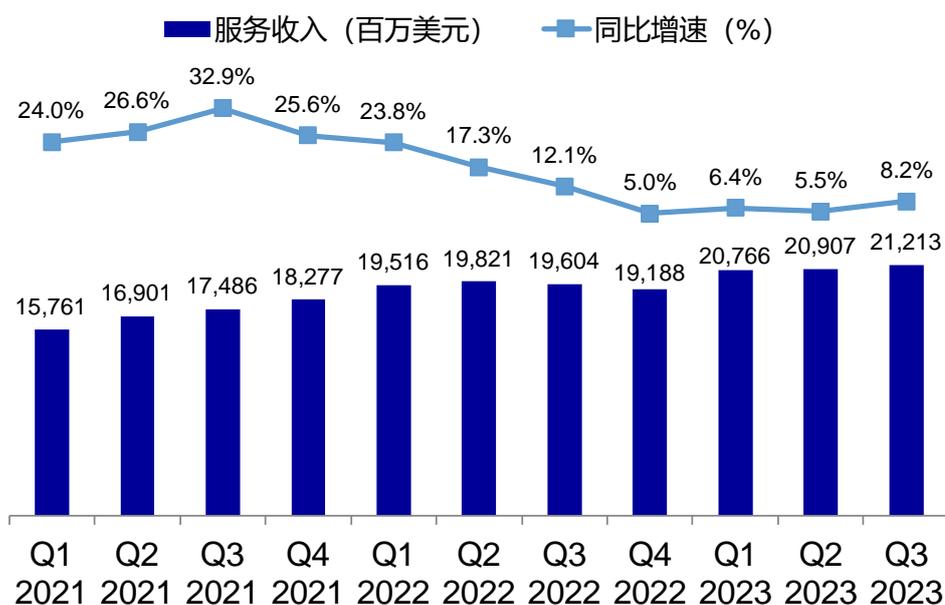
本季度，服务收入为 212 亿美元，同比增长 8%，收入占比为 26%。服务业务的增长主要受益于 Apple TV, iCloud, Apple Care。公司目前共有 10.1 亿付费订阅用户，同比增加 1.5 亿。公司将继续提高当前服务产品的广度和质量。目前苹果活跃设备量超过 20 亿台。

付费订阅用户超 10 亿

目前公司服务产品主要包括 Apple TV+、iCloud、Apple Care 和 Apple Pay 等多个类别，全家桶 Apple One 定价为 16.95 美元/月，公司服务生态的逐步完善推进订阅用户增长。今年 4 月推出的 Apple Card 储蓄账户，存款年化利息为 4.15%，并为购买美国大部分商品用户提供 2-3% 的现金返利，目前客户存款已超过 100 亿美元。其利率虽高于全国平均水平，但在面对大额储户时，相比其他商业银行的同类型产品并不占优势（如花旗银行白金储蓄账户提供 4.5% 的利率，但有 5000 美元的最低存款限制）。我们认为该功能主要目的为增加当前 Apple Card、Apple Cash 用户的使用粘性，同时吸引部分小额储蓄新用户。

Apple One 的捆绑销售策略将提升付费用户数量和 ARPPU，同时试错成本较低。苹果软件服务的货币化速度正处于高速增长期，我们认为苹果订阅制软件服务的 ARPPU 有望从当前的 40 美元/年左右提升至 100 美元/年以上。同时，苹果也将尝试在其系统自带应用程序中加入更多的广告以提升广告收入。

图表 7：服务 FY2021Q1-FY2023Q3 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

## 消费电子周期性下滑仍未结束

可穿戴设备收入同比增长 3%

iPad 收入同比下降 20%，Mac 收入同比下降 7%

本季度，可穿戴设备及配件收入为 83 亿美元，同比增长 3%。本季度购买 Apple Watch 的客户中有近三分之二是该产品的新客户。

由于通胀、疫情结束、加息紧缩等宏观经济因素，消费电子下滑趋势尚未结束。本季度，iPad 收入为 58 亿美元，同比下降 20%，仍未见扭转趋势。Mac 收入为 68 亿美元，同比下降 7%，但据 IDC 数据，Q2 出货量却增长 10.3%。主要由于去年中国疫情导致的供应链停工导致的低基数原因。

图表 8：可穿戴设备 FY2021Q1-FY2023Q3 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 9: iPad FY2021Q1-FY2023Q3 收入及增速



图表 10: Mac FY2021Q1-FY2023Q3 收入及增速



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

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。设定 WACC 为 8.5%。由于公司的付费订阅用户数量持续增长, iPhone 销售收入稳健, 我们预计公司的利润率将获得持续提升, 但消费电子市场的下滑带来阶段性逆风。预测公司未来三年收入 CAGR 为 3.2%, 对应 EPS CAGR 为 5.7%。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 1.25% 的上涨空间, 持有评级。

图表 11: DCF 估值模型

折现年限	高速增长期					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	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
自由现金流量	96,088	111,102	126,453	140,363	154,399	166,751	178,424	189,129	198,586	206,529	212,725
自由现金流增长率		15.6%	13.8%	11.0%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%
折合至2023年的现金流量	96,088	102,398	107,416	109,891	111,411	110,897	109,364	106,844	103,398	99,109	1,856,044
永续期折现值											3,983,760
<b>基本参数:</b>											
WACC	8.5%										
长期增长率	3.0%										
债券价值	0										
<b>公司价值计算</b>											
现金流折现	2,912,861										
减: 净金融负债	-80,473										
股本价值	2,993,334										
股本数量 (预期)	15,754										
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。
- 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。
- 供应链风险** 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。苹果的硬件代工集中在中国大陆，芯片采购集中于中国台湾的台积电，疫情封锁等情况将影响供货。苹果也在未雨绸缪，开始将产业链转移到北美及部分东南亚国家。
- 宏观环境风险** 当前宏观经济环境正面临滞胀压力，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，智能手机与 PC 需求下滑严重，对公司收入增长造成压力。

## 主要财务报表

## 损益表

单位: 百万美元, 财务年度: 9月24日

	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
主营业务收入	365,817	394,328	384,495	408,254	433,004
- 主营业务收入成本	212,981	223,546	216,471	229,031	242,050
毛利	152,836	170,782	168,024	179,224	190,955
营业开支	43,887	51,345	55,560	58,584	61,920
销售总务及管理开支	21,973	25,094	25,377	26,741	28,578
研究和开发开支	21,914	26,251	30,183	31,844	33,341
营业利润	108,949	119,437	112,465	120,639	129,035
- 利息支出	258	-334	0	0	0
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0
税前利润	109,207	119,103	112,465	120,639	129,035
- 所得税支出	14,527	19,300	16,982	19,423	20,775
非常项目前收入	94,680	99,803	95,483	101,216	108,261
净利润	94,680	99,803	95,483	101,216	108,261
普通股股东所得净利润	94,680	99,803	95,483	101,216	108,261
折旧与摊销	70,283	72,340	80,186	87,722	95,600
EBITDA	120,233	130,541	120,311	128,175	136,914
主营业务收入增长 (%)	33.3%	7.8%	-2.5%	6.2%	6.1%
EBITDA 增长率 (%)	35.7%	7.9%	-8.5%	6.1%	6.4%

## 资产负债表

	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
+ 现金与现金等同	34,940	23,646	15,437	31,502	67,009
+ 短期投资	27,699	24,658	24,658	24,658	24,658
+ 应收账款与票据	26,278	28,184	23,012	26,202	23,623
+ 库存	6,580	4,946	6,441	5,732	5,939
+ 其他流动资产	39,339	53,971	53,971	53,971	53,971
总计流动资产	134,836	135,405	123,519	142,065	175,200
+ 长期投资与应收	127,877	120,805	120,805	120,805	120,805
+ 总固定资产	109,723	114,457	125,700	137,506	149,902
- 累计折旧	70,283	72,340	80,186	87,722	95,600
+ 净固定资产	39,440	42,117	45,514	49,784	54,301
+ 其他长期资产	48,849	54,428	54,428	54,428	54,428
总计长期资产	216,166	217,350	220,747	225,017	229,534
总资产	351,002	352,755	344,266	367,082	404,735
+ 应付账款	54,763	64,115	54,381	59,821	67,696
+ 短期借款	15,613	21,110	21,110	21,110	21,110
+ 其他短期负债	55,105	68,757	68,757	68,757	68,757
总计流动负债	125,481	153,982	144,248	149,688	157,563
+ 长期借款	109,106	98,959	98,959	98,959	98,959
+ 其他长期负债	53,325	49,142	49,142	49,142	49,142
总长期负债	162,431	148,101	148,101	148,101	148,101
总负债	287,912	302,083	292,349	297,789	305,664
总股东权益	63,090	50,672	51,917	69,293	99,071

## 财务能力分析

	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	41.8%	43.3%	43.7%	43.9%	44.1%
EBITDA 利率 (%)	32.9%	33.1%	31.3%	31.4%	31.6%
净利率 (%)	25.9%	25.3%	24.8%	24.8%	25.0%
<b>营运表现</b>					
销售及管理费用/收入 (%)	-6.0%	-6.4%	-6.6%	-6.6%	-6.6%
研发费用/收入 (%)	-6.0%	-6.7%	-7.9%	-7.8%	-7.7%
实际税率 (%)	13.3%	16.2%	15.1%	16.1%	16.1%
股息支付率 (%)	15.3%	14.8%	15.6%	14.4%	13.4%
库存周转	9.1	9.4	9.6	9.7	8.8
应收账款天数	21.2	25.2	24.3	22.0	21.0
应付账款天数	83.2	97.1	99.9	91.0	96.1
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	82.0%	85.6%	84.9%	81.1%	75.5%
经营性现金流/收入	29.8%	30.3%	29.3%	29.6%	29.8%
ROE	150.1%	197.0%	183.9%	146.1%	109.3%
ROA	27.0%	28.3%	27.7%	27.6%	26.7%

## 现金流量表

	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
+ 净利润	94,680	99,803	95,483	101,216	108,261
+ 折旧、摊销	11,284	11,104	7,846	7,536	7,878
+ 其他非现金调整	2,985	10,044	0	0	0
+ 非现金资本变动	-2,578	9,080	-6,057	2,959	10,248
经营活动现金流量	106,371	130,031	97,272	111,710	126,387
+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 资本支出	-11,085	-10,708	-11,243	-11,806	-12,396
+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	0	0	0	0	0
投资活动现金	-14,545	-22,354	-11,243	-11,806	-12,396
+ 已付股利	-14,467	-14,841	-14,895	-14,575	-14,507
+ 短期拆借变动	-893	3,795	0	0	0
+ 长期借款增加	20,393	5,465	0	0	0
+ 长期借款减少	-8,750	-9,543	0	0	0
+ 股本增加	1,105	0	0	0	0
+ 股本减少	-85,971	-89,402	-89,402	-80,462	-76,439
+ 其他融资活动	-6,556	-6,223	0	0	0
融资所得现金	-93,353	-110,749	-104,297	-95,037	-90,946
现金净增减	-3,860	-10,952	-8,209	16,065	35,508
现金剩余	35,929	24,977	15,437	31,502	67,009

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。

©2023 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。