

买入

2024 年 5 月 24 日

iPhone15 降价迎接竞争，长期增长看硬件创新

- **财务摘要：**本季度公司总收入为 908 亿美元，同比下降 4.3%，高于一致预期的 903 亿美元。2022 年第四季度公司 iPhone 收入受中国供应链的疫情影响有所递延，因此 2023 年一季度基数较高导致本季度 iPhone 收入下滑明显。产品收入为 669 亿美元，同比下降 9.5%；服务收入为 239 亿美元，同比增长 14.2%。毛利为 424 亿美元，毛利率为 46.6%。公司的净利润为 236 亿美元，同比下降 2.2%，高于彭博一致预期的 232 亿美元。摊薄每股盈利为 1.52 美元，高于彭博一致预期的 1.50 美元。本季度公司董事会授权了额外的 1100 亿美元的回购计划，同时季度股息将提升至 0.25 美元。公司预计 FY24Q3 的整体收入将以同比低个位数增长。
- **iPhone15 销量表现较差：**本季度 iPhone 业务收入为 460 亿美元，同比下降 10.5%。ASP 为 917 美元，同比下降 13 美元。iPhone 出现量价齐跌的情况，一方面是由于去年的基数效应产生的 50 亿美元影响，另一方面是手机市场整体竞争加剧，对 iPhone 需求产生影响。
- **AI 正在成为苹果长期故事的重要部分：**我们认为，苹果在 2024WWDC 大会上的发布会成为公司股价走势重要的节点。如果不能在 iOS 中植入较为有竞争力的大模型 AI 应用，包括 Siri 与 AI 的增强功能，AI 编辑照片及视频功能及 iMessage 相关的 AI 生成功能等，可能引发市场的担忧。苹果作为唯一一家掌握硬件层，中间层，操作系统层与应用层的公司，在 AI 技术与产品的融合方面有望成为其新增长点。
- **目标价 220.00 美元，买入评级：**我们采用 DCF 模型对公司进行估值。考虑到近期美国接近进入降息周期，下调 WACC 至 8%。由于公司的付费订阅用户数量持续增长，消费电子市场回暖，新型 AI 相关设备逐步出现，费用率控制得当，我们预计公司的收入及利润率将获得持续提升。预测公司未来三年收入 CAGR 为 4.3%，对应 EPS CAGR 为 9.1%。我们维持公司的永续增长率 3%，求得合理股价为 220.00 美元，相比较当前股价有 15.24% 的上涨空间，上调至买入评级。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

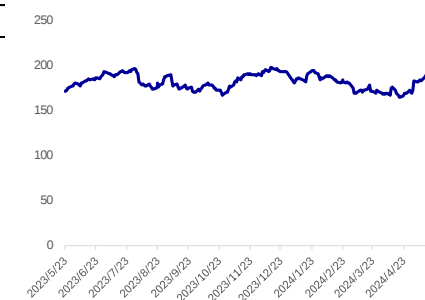
行业	TMT
股价	190.90 美元
目标价	220.00 美元 (+15.24%)
股票代码	AAPL
总股本	153.24 亿股
市值	29273 亿美元
52 周高/低	199.13 美元 / 163.83 美元
每股账面值	4.84 美元
主要股东	Vanguard Group 8.6% Blackrock 6.8% Berkshire Hathaway 5.2% State Street Corp 3.8%

盈利摘要

截至9月30日止财政年度	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
总营业收入 (美元百万元)	394,328	383,285	389,082	412,246	435,473
变动	7.79%	-2.80%	1.51%	5.95%	5.63%
净利润	99,803	96,995	102,829	109,988	117,099
摊薄每股盈利 (美元)	6.2	6.2	6.7	7.3	8.0
变动	8.55%	0.10%	8.64%	9.71%	9.08%
基于190.9美元的市盈率 (估)	31.0	31.0	28.5	26.0	23.8
每股派息 (美元)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
股息现价比	0.47%	0.50%	0.52%	0.54%	0.57%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

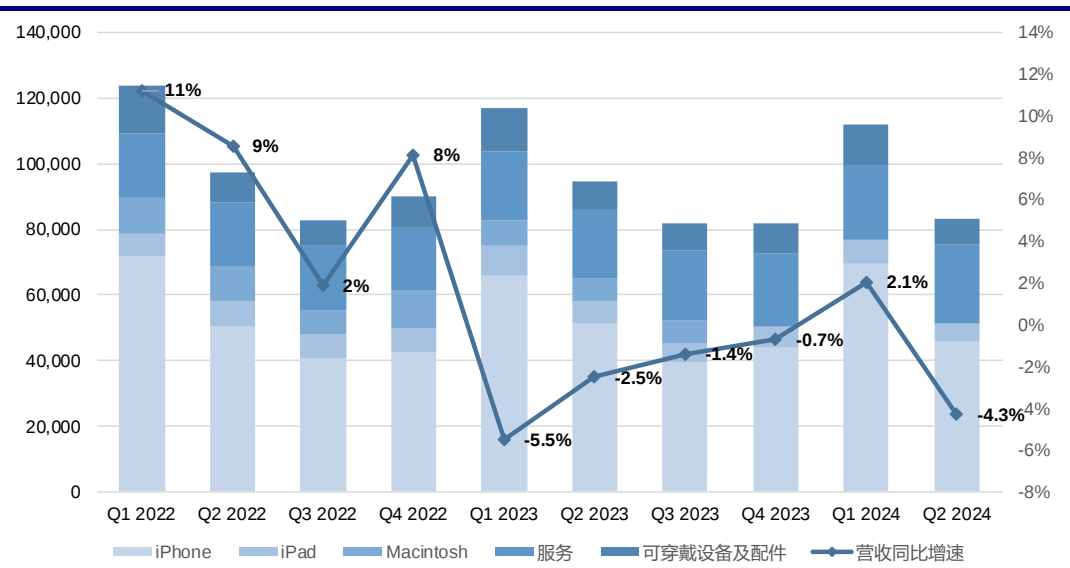


来源：彭博

FY2024Q2 业绩摘要

收入同比下降 4.3%，高于预期	本季度公司总收入为 908 亿美元，同比下降 4.3%，高于彭博一致预期的 903 亿美元。2022 年第四季度公司 iPhone 收入受中国供应链的疫情影响有所递延，因此 2023 年一季度基数较高导致本季度 iPhone 收入下滑明显。产品收入为 669 亿美元，同比下降 9.5%；服务收入为 239 亿美元，同比增长 14.2%。
毛利率为 46.6%	本季度公司的毛利为 424 亿美元，毛利率为 46.6%，环比增长 70 个基点，同比增长 230 个基点。其中产品毛利率为 36.6%，服务毛利率为 74.6%。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，但被硬件季节性销售下滑所部分抵消。
净利润同比下降 2.2%，高于预期	本季度公司的净利润为 236 亿美元，同比下降 2.2%，高于彭博一致预期的 232 亿美元。摊薄每股盈利为 1.52 美元，高于彭博一致预期的 1.50 美元，去年同期为 1.52 美元。
授权 1100 亿股票回购计划	本季度，公司的现金及可交易证券结余为 1620 亿美元，净现金为 580 亿美元。公司共向股东返还超过 270 亿美元，包括 235 亿美元的股票回购及 37 亿美元的股息。本季度公司董事会授权了额外的 1100 亿美元的回购计划，同时季度股息将提升至 0.25 美元。
公司预计下一季度的收入同比低个位数增长	公司预计 FY24Q3 的整体收入将以同比低个位数增长，iPad 收入实现双位数同比增长。公司 Q3 的毛利率将在 45.5%-46.5%之间，经营支出为 143-145 亿美元，税率约为 16%。

图表 1：FY2021Q4-FY2024Q1 收入及增速（百万美元）



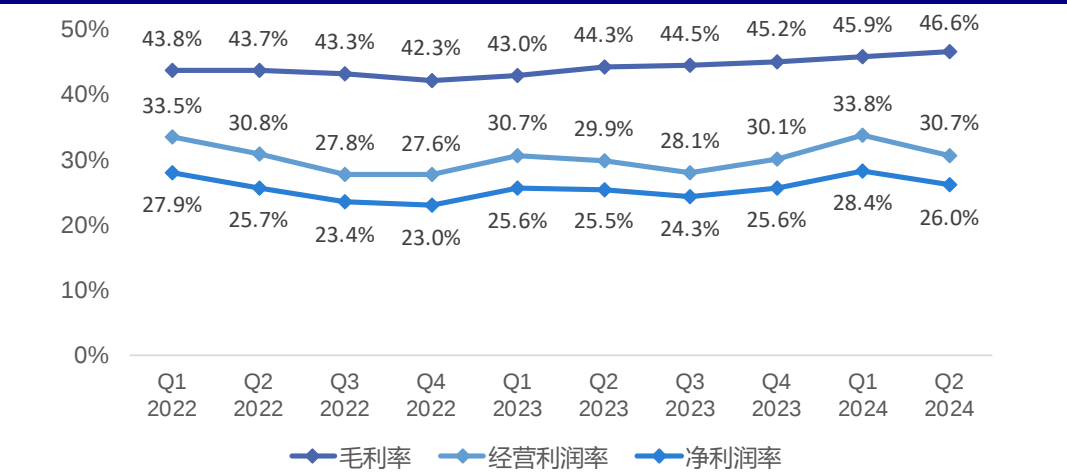
资料来源：公司披露，第一上海整理

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 460、56、75、239、79 亿美元。iPhone 收入占比为 50.6%，去年同期为 54.1%。

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 373、164、241、63、67 亿美元。公司在大中华区的业务受到华为出货及整体市场情况影响下滑 8.1%，但好于一致预期的 152 亿美元。

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，同时印度整体市场销量增长，我们预计印度市场将能贡献 200 亿美元以上的硬件销售增量。

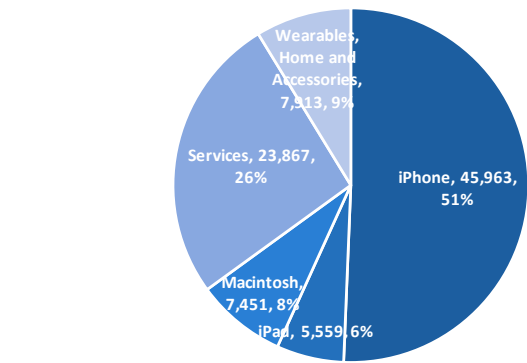
图表 2: FY2022Q1-FY2024Q2 各项利润率



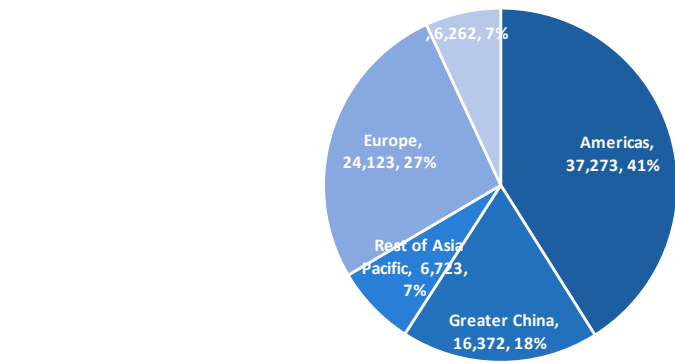
资料来源: 公司披露, 第一上海整理

图表 3: FY2024Q2 按业务划分收入占比

图表 4: FY2024Q2 按区域划分收入占比



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

iPhone 收入同比下降 11%

iPhone15 销量虽有季节性影响但仍然疲软

本季度 iPhone 业务收入为 460 亿美元, 同比下降 10.5%。ASP 为 917 美元, 同比下降 13 美元。据 IDC 数据, 2024Q1 全球手机出货量 2.9 亿台, 同比增长 7.8%; 其中 iPhone 为 5010 万台, 同比下降 9.6%, 出货量占比 20.7%。中国区手机出货量共 6926 万台, 同比增长 6.5%; 其中 iPhone 出货量 1080 万台, 同比下降 6.6%。

图表 5: 2024Q1 全球智能手机销量

Company	1Q24 Shipments	1Q24 Market Share	1Q23 Shipments	1Q23 Market Share	Year-Over-Year Change
1. Samsung	60.1	20.8%	60.5	22.5%	-0.7%
2. Apple	50.1	17.3%	55.4	20.7%	-9.6%
3. Xiaomi	40.8	14.1%	30.5	11.4%	33.8%
4. Transsion	28.5	9.9%	15.4	5.7%	84.9%
5. OPPO	25.2	8.7%	27.6	10.3%	-8.5%
Others	84.7	29.3%	79.0	29.4%	7.2%
Total	289.4	100.0%	268.5	100.0%	7.8%

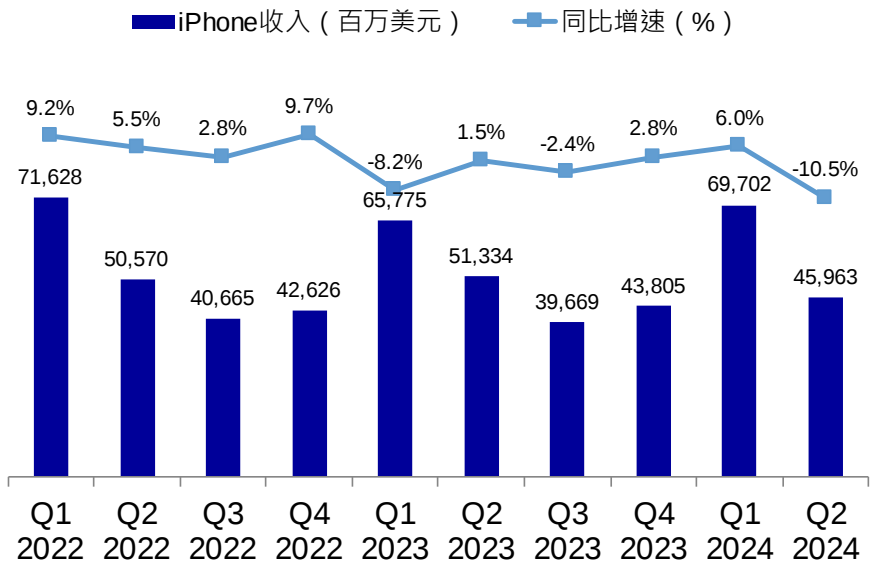
资料来源: IDC, 第一上海整理

iPhone15 销售表现较差 本季度 iPhone 出现量价齐跌的情况，销售表现较差。一方面是由于去年的基数效应产生的 50 亿美元影响，另一方面是手机市场整体竞争加剧，华为回归，高通 8gen3 处理器竞争力增强等因素均对 iPhone 需求产生影响。

考虑到 iOS 的粘性较强，我们认为短期内市场竞争加剧较难对 iOS 的基本盘造成影响，但长期来看苹果需要推出更具备吸引力的 iPhone。目前市场上约有 13 亿台 iPhone，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 2.6 亿旧 iPhone 用户的换机需求。

我们认为，苹果在 2024WWDC 大会上的发布会成为公司股价走势重要的节点。如果不能在 iOS 中植入较为有竞争力的大模型 AI 应用，包括 Siri 与 AI 的增强功能，AI 编辑照片及视频功能及 iMessage 相关的 AI 生成功能等，可能引发市场的担忧。苹果作为唯一一家掌握硬件层，中间层，操作系统层与应用层的公司，在 AI 技术与产品的融合方面有望成为其新增长点。

图表 6：iPhone FY2022Q1-FY2024Q2 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

服务业务仍然稳健增长

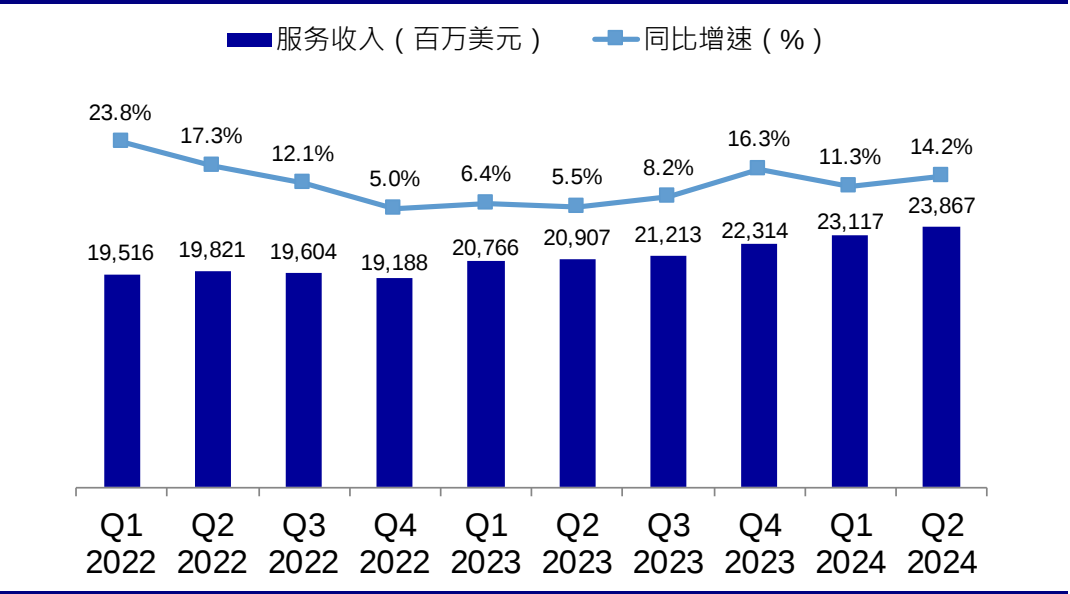
服务收入同比增长 14%

付费订阅用户超 10 亿

本季度，服务收入为 239 亿美元，同比增长 14%，收入占比为 26%。交易账户和付费账户均创下历史新高，付费账户同比增长两位数。公司目前共有超过 10 亿付费订阅用户，活跃苹果设备量超过 22 亿台。AppleTV+的收入增长表现良好，增速超过 50%，预计季度收入超过 7.5 亿美元。Apple TV+作品已获得 2100 多项奖项提名和 480 项奖项。今年在 Apple TV+上苹果将推出一些精彩的院线影片，其中包括乔治·克鲁尼和布拉德·皮特再度联手的《狼队》。

目前公司订阅类服务产品主要包括 Apple TV+、Music、iCloud、Arcade、News+等多个类别。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 FY2022Q1-FY2024Q2 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

消费电子下滑周期结束，但增长仍然疲软

可穿戴设备收入同比下降 10%

本季度，可穿戴设备及配件收入为 79 亿美元，同比下降 10%。结合高通的 IoT 业务下降 10%来看，整体可穿戴市场表现均较为低迷。

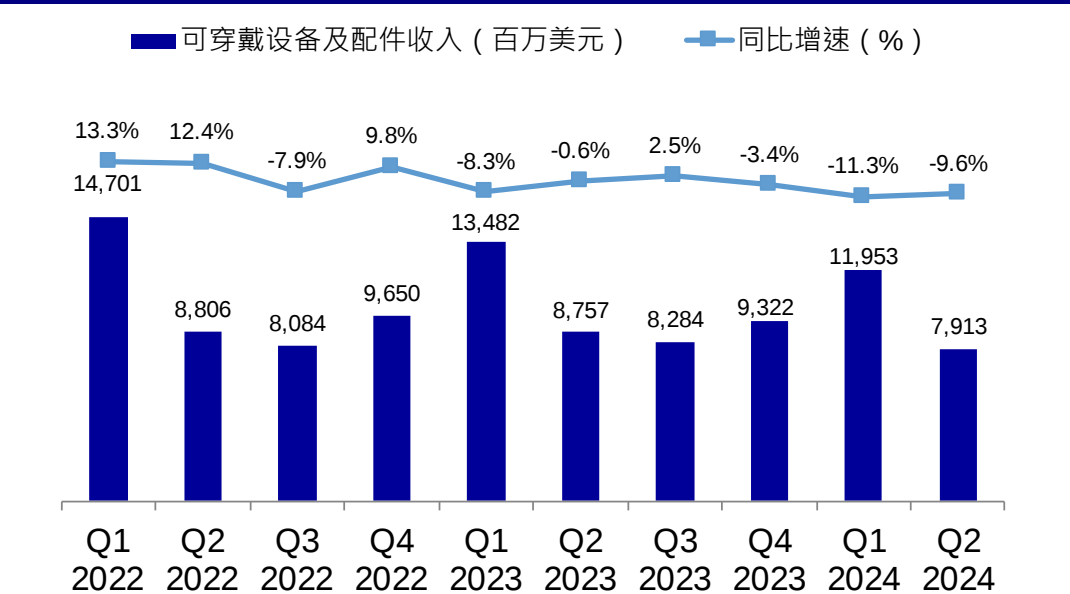
iPad 收入同比下降 17%

本季度，iPad 收入为 56 亿美元，同比下降 17%，仍未见扭转趋势。5 月份公司推出了搭载 M4 处理器的新一代 iPad Pro，重量减轻了 1/4，厚度降至最低 5.1 毫米。M4 处理器大幅提升了 AI 算力（16Tflops 至 38Tflops），同时采用台积电 N3E 工艺，搭载 4 大核与 6 小核，性能上较 M3 有较大提升。

Mac 收入同比增长 4%

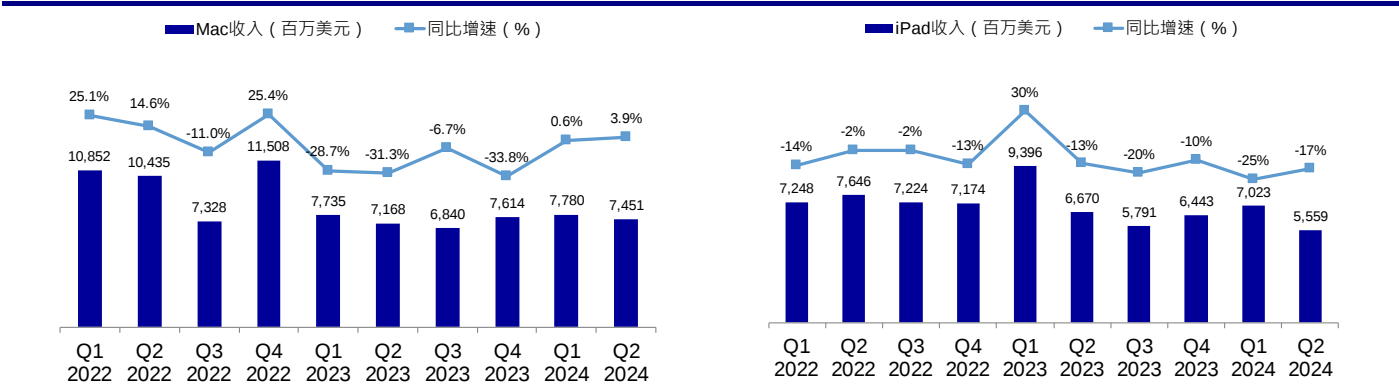
Mac 收入为 75 亿美元，同比增长 4%。3 月初公司推出了新款的 13 英寸和 15 英寸 MacBook Air。

图表 8：可穿戴设备 FY2022Q1-FY2024Q2 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 9： iPad FY2022Q1-FY2024Q2 收入及增速 图表 10： Mac FY2022Q1-FY2024Q2 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 220.00 美元，买入评级

我们采用 DCF 模型对公司进行估值。考虑到近期美国接近进入降息周期，下调 WACC 至 8%。由于公司的付费订阅用户数量持续增长，消费电子市场回暖，新型 AI 相关设备逐步出现，费用率控制得当，我们预计公司的收入及利润率将获得持续提升。预测公司未来三年收入 CAGR 为 4.3%，对应 EPS CAGR 为 9.1%。我们维持公司的永续增长率 3%，求得合理股价为 220.00 美元，相比较当前股价有 15.24% 的上涨空间，上调至买入评级。

图表 11： DCF 估值模型

	高速成长期					稳定成长期					永续期
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
现金流量预测	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
自由现金流量	110,686	125,022	137,435	149,859	161,907	173,241	183,635	192,817	200,530	207,548	213,775
自由现金流增长率		13.0%	9.9%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.5%	3.0%
折合至2023年的现金流量	110,686	115,761	117,828	118,963	119,007	117,905	115,721	112,507	108,340	103,826	2,138,813
永续期折现值											4,403,761
基本参数：											
WACC	8.0%										
长期增长率	3.0%										
债券价值	0										
公司价值计算											
现金流折现	3,279,357										
减：净金融负债	-114,314										
股本价值	3,393,671										
股本数量（预期）	15,426										
DCF法之每股价值（美元）	220.00										

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。同时，如果公司不能在 AI 时代继续保持手机市场份额，整体业务逻辑将有较大改变风险。

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。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						财务能力分析					
单位: 百万美元,财务年度: 9月30日											
	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年		2022财年	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力											
主营业务收入	394,328	383,285	389,082	412,246	435,473	毛利率 (%)	43.3%	44.1%	46.0%	46.2%	46.4%
- 主营业务收入成本	223,546	214,137	210,104	221,788	233,631	EBITDA 利率 (%)	33.1%	32.8%	33.7%	33.9%	34.1%
毛利	170,782	169,148	178,978	190,458	201,842	净利率 (%)	25.3%	25.3%	26.4%	26.7%	26.9%
营业开支	51,345	54,847	56,417	59,363	62,273	营运表现					
销售总务及管理开支	25,094	24,932	25,679	27,208	28,523	销售及管理费用/收入 (%)	-6.4%	-6.5%	-6.6%	-6.6%	-6.6%
研究和开发开支	26,251	29,915	30,737	32,155	33,749	研发费用/收入 (%)	-6.7%	-7.8%	-7.9%	-7.8%	-7.8%
营业利润	119,437	114,301	122,561	131,094	139,569	实际税率 (%)	16.2%	14.7%	16.1%	16.1%	16.1%
- 利息支出	-334	-565	0	0	0	股息支付率 (%)	14.8%	15.5%	15.0%	14.2%	13.6%
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0	库存周转	9.4	9.6	10.8	10.6	10.2
税前利润	119,103	113,736	122,561	131,094	139,569	应收账款天数	25.2	27.5	26.5	25.0	25.6
- 所得税支出	19,300	16,741	19,732	21,106	22,471	应付账款天数	97.1	108.0	105.0	102.0	110.0
非常项目前收入	99,803	96,995	102,829	109,988	117,099	财务状况					
净利润	99,803	96,995	102,829	109,988	117,099	总负债/总资产	85.6%	82.4%	76.9%	71.0%	64.9%
普通股股东所得净利润	99,803	96,995	102,829	109,988	117,099	经营性现金流/收入	30.3%	29.8%	31.5%	31.8%	32.1%
折旧与摊销	72,340	70,884	79,635	88,401	97,168	ROE	197.0%	156.1%	119.8%	91.9%	71.5%
EBITDA	130,541	125,820	131,312	139,860	148,336	ROA	28.3%	27.5%	27.6%	26.6%	25.1%
主营业务增长 (%)	7.8%	-2.8%	1.5%	6.0%	5.6%						
EBITDA 增长率 (%)	7.9%	-3.8%	4.2%	6.1%	5.7%						

资产负债表						现金流量表					
	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年		2022财年	2023财年	2024财年	2025财年	2026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	23,646	29,965	49,228	84,153	132,673	+ 净利润	99,803	96,995	102,829	109,988	117,099
+ 短期投资	24,658	31,590	31,590	31,590	31,590	+ 折旧、摊销	11,104	11,519	8,751	8,766	8,767
+ 应收账款与票据	28,184	29,508	26,989	29,483	31,543	+ 其他非现金调整	10,044	0	0	0	0
+ 库存	4,946	6,331	6,103	6,779	6,278	+ 非现金资本变动	9,080	-4,213	-1,592	4,245	7,885
+ 其他流动资产	53,971	46,172	46,172	46,172	46,172	经营活动现金流量	130,031	104,301	109,987	122,999	133,751
总计流动资产	135,405	143,566	160,081	198,177	248,256	+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 长期投资与应收	120,805	100,544	100,544	100,544	100,544	+ 资本支出	-10,708	-10,959	-11,607	-11,955	-12,194
+ 总固定资产	114,457	114,599	126,206	138,161	150,355	+ 投资增加	0	0	0	0	0
- 累计折旧	72,340	70,884	79,635	88,401	97,168	+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	42,117	43,715	46,570	49,759	53,186	+ 其他投资活动	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	54,428	64,758	64,758	64,758	64,758	投资活动现金	-22,354	3,705	-11,607	-11,955	-12,194
总计长期资产	217,350	209,017	211,872	215,061	218,488	+ 已付股利	-14,841	-15,025	-15,424	-15,618	-15,925
总资产	352,755	352,583	371,954	413,239	466,744	+ 短期拆借变动	3,795	-5,303	0	0	0
+ 应付账款	64,115	62,611	58,271	65,687	75,131	+ 长期借款增加	5,465	5,228	0	0	0
+ 短期借款	21,110	15,807	15,807	15,807	15,807	+ 长期借款减少	-9,543	-11,151	0	0	0
+ 其他短期负债	68,757	66,890	66,890	66,890	66,890	+ 股本增加	0	8,963	0	0	0
总计流动负债	153,982	145,308	140,968	148,384	157,828	+ 股本减少	-89,402	-77,550	-75,999	-74,479	-72,989
+ 长期借款	98,959	95,281	95,281	95,281	95,281	+ 其他融资活动	-6,223	-5,431	0	0	0
+ 其他长期负债	49,142	49,848	49,848	49,848	49,848	融资所得现金	-110,749	-104,828	-91,423	-90,097	-88,915
总长期负债	148,101	145,129	145,129	145,129	145,129	现金净增减	-10,952	9,420	19,263	34,925	48,520
总负债	302,083	290,437	286,097	293,513	302,957	现金剩余	24,977	30,737	49,228	84,153	132,673
总股东权益	50,672	62,146	85,857	119,725	163,786						

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。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。