

iPhone 表现好于预期，关注 AI OS 迭代对手机放量的催化

买入|维持

——苹果 2024FQ3 财报点评

报告要点:

FY24Q3 (6 月季) 苹果实现收入 857.8 亿美元，同比+4.9%，EPS 1.4 美元，均超出市场预期。盈利能力来看，FY24Q3 (6 月季) 毛利率为 46.3%，环比下降，我们推测主要受到 iPad 等新品推出、部分产品的降价和汇率方面的影响。有几点值得关注：1) 刨除汇率影响因素，iPhone 表现整体好于预期；2) Apple Intelligence 公司将持续加大研发投入，后续仍然有望在中国落地；3) 服务业务继续创新高，我们预计 AI 的逐步融合和落地有望维持服务收入的高速增长；4) iPad 在首款 AI 驱动新品发布的带动下实现 24% 的同比增长。

展望 FY24Q4 (9 月季)，苹果预计将维持 6 月季 (+4.9%) 的同比增速，其中服务将继续维持在两位数增长，有望高于目前市场一致预期。盈利方面，公司预计 9 月季毛利率将维持在 45.5%-46.5% 之间，符合市场目前一致预期。

保有量和市场占有率是 APPLE 股价的重要支持依据，Apple intelligence 让市场看到 iPhone 保有量提升的可能。在对保有量和换机率的谨慎假设下，我们给出 25 年 2.55 亿部的 iPhone 销量预期，同比 24 实现+11.4% 的出货量增长。iOS 的持续迭代和 AI 功能的逐步落地，有望对苹果各条线产品销量逐步起到正向影响。北美地区用户体验和销售情况的先行反馈值得持续跟踪。

投资建议与盈利预测

随 AI 产品逐步落地，硬件端有望从中受益，我们持续看好苹果产业链，重点推荐果链核心供应商立讯精密。我们预测公司 24-25 年归母净利润 137.16 亿元和 175.47 亿。给予 25 年 23x 的 PE，对应目标股价 56.35 元，维持“买入”投资评级。

● 风险提示

下行风险：全球经济复苏缓慢，国产手机竞争加剧，大客户对供应链政策风险，业务扩张带来的内部管理的风险。上行风险：持续改善的全球宏观经济环境；手机 AI 化进程加快；XR 销售情况超预期；新型可穿戴式产品销售超预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	231905.46	279109.45	322943.11	360897.27
增长率(%)	8.35%	20.35%	15.70%	11.75%
归母净利润(百万元)	10952.66	13716.27	17546.57	23984.61
增长率(%)	19.53%	25.23%	27.93%	36.69%
EPS (元/股)	1.54	1.91	2.44	3.34
市盈率 (P/E)	22.37	19.45	15.21	11.12
市净率 (P/B)	4.38	3.81	3.05	2.39

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：37.83 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 43.17 / 25.49

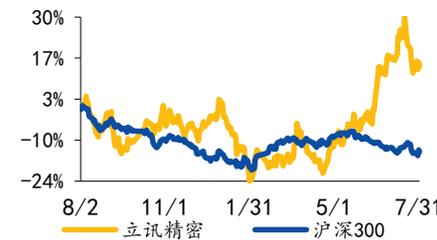
A 股流通股 (百万股): 7187.75

A 股总股本 (百万股): 7203.32

流通市值 (百万元): 271912.44

总市值 (百万元): 272501.43

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券电子行业 2024 年中期策略报告：科技硬件迎来估值重塑，端侧 AI 带动消费新周期》2024.07.12

《国元证券行业研究-技术硬件与设备行业研究报告：Apple intelligence 将带动 iPhone 换机需求》2024.06.17

报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021) 51097188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

分析师 沈晓涵

执业证书编号 S0020524010002

电话 (021) 51097188

邮箱 shenxiaohan@gyzq.com.cn

1. 苹果 FY24Q3 财报点评：iPhone 表现好于预期，服务收入有望在 AI 加持下保持高增

北京时间 8 月 2 日凌晨苹果发布 FY24Q3 (6 月季) 财报。4-6 月苹果实现收入 857.8 亿美元，同比+4.9%，EPS 1.4 美元，同比+11.1%，均超出市场预期。有几点值得关注：1) 剔除汇率影响因素，iPhone 表现整体好于预期；2) Apple Intelligence 后续仍然有望在中国落地；3) 服务业务继续创新高，我们预计 AI 的逐步融合和落地有望维持服务收入的高速增长；4) iPad 在首款 AI 驱动新品发布的带动下实现 24% 的同比增长。

盈利能力来看，FY24Q3 (6 月季) 毛利率为 46.3%，其中硬件毛利率 35.3%，环比下降 1.3 个百分点；服务业务毛利率 74%，环比下降 0.6 个百分点。毛利率下降我们推测主要受到 iPad 等新品推出、部分产品的降价和汇率方面的影响。根据公司表述，内存成本相对增加对硬件端毛利率也产生一定影响。

● FY24Q3 (6 月季) 分产品来看：

1) iPhone 收入 393 亿美元，同比-0.9%，剔除汇率的负面影响，iPhone 可实现整体正增长，iPhone15 系列整体表现优于 iPhone14 系列。

2) Mac 收入 70 亿美元，同比增长 2%。M3 芯片驱动的 MacBook Air 在拉丁美洲、印度、南亚等新兴市场表现较好，但由于去年同期发布 Macbook Air 导致基数较高，叠加报告期内未发布新品，我们预计 FY24 Mac 整体承压。

3) iPad 收入 72 亿元，同比增长 24%，受益于春季发布会发布的 iPad pro 和 iPad Air，iPad 表现整体超出市场预期。其中配备 M4 芯片的 iPad pro 生态迎来了重大更新和配件的升级，成为首款由 AI 驱动的苹果产品。

4) 可穿戴设备及其他方面收入为 81 亿美元，同比-2%，主要由于报告期内 AirPods、Watch 等产品暂无新品发布。

5) 服务方面实现营收 242 亿美元，同比+14%，收入占比提升至 28.2%，超出公司预期。其中在广告、云和支付服务方面实现新高，付费账户实现两位数增长。公司在 Apple TV +、Apple Arcade 上进行大量投资，并持续推出新的节目、新的游戏，以增加生态系统的互动机会和客户粘性。

图 1：苹果收入季度变动 (百万美元)



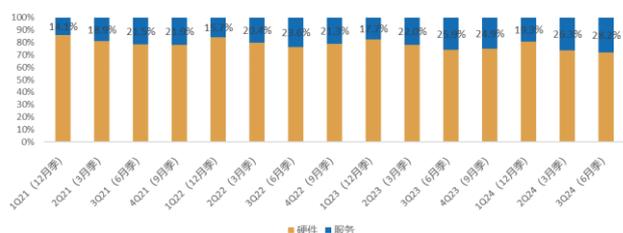
图 2：分产品收入变动 (百万美元)



资料来源：Wind，国元证券研究所

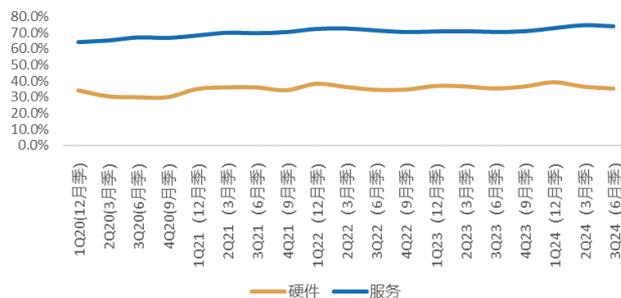
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：硬件和服务占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：产品毛利率变动



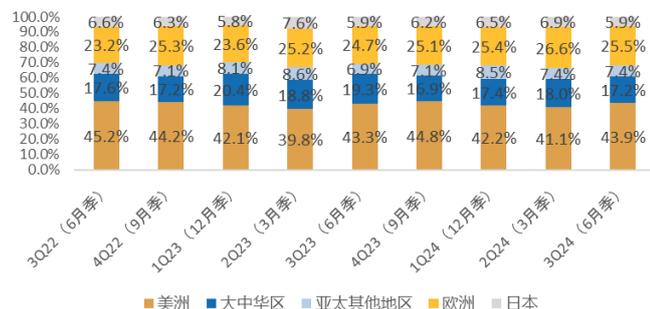
资料来源：Wind，国元证券研究所

● FY24Q3 (6 月季) 分地区来看：

美洲地区收入 377 亿美元，同比+6.5%；欧洲地区收入 219 亿美元，同比+8.3%；大中华区 147 亿美元，同比-6.5%；日本地区收入 51 亿美元，同比+5.7%；亚太其他地区收入 64 亿美元，同比+13.5%。

其中大陆市场竞争加剧导致销售下滑，同时受到汇率的不利影响。若剔除汇率的影响，大中华区销售额下降幅度不到 3%，相较于 FY24H1 有所改善。公司在法说会中表示仍对中国的长期机会充满信心。

图 5：分地区收入占比 (百万美元)



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：大中华区收入变动 (百万美元)



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. Apple Intelligence: 未来持续加大 AI 投入，苹果仍全力推动落地中国

从本次财报中，我们可以看到苹果在 Apple Intelligence 上的如下进展：

- 1) 部分功能的测试版已在本周开始推出，公司将在今年秋季推出英文版本，后续将逐步落地更多功能和覆盖更多地区；
- 2) 2024 年内可实现与 ChatGPT 的功能整合；
- 3) 公司正在考虑如何在各种应用程序中部署 AI Intelligence，以便能以更自然的方式向用户呈现 AI 功能；
- 4) 苹果仍在尽全力推进 AI 功能在中国大陆的落地。苹果目前在与欧盟和中国的相关监管机构进行接触，以了解监管要求并尽快推进后续进程；
- 5) 研发投入方面，公司未来将逐年增加对 AI 方面的投资。

3. 后续展望：AI 催化换机周期，让市场看到保有率提升的可能

● 展望 FY24Q4 (9 月季)

苹果预计 9 月季将维持 6 月季 (+4.9%) 的同比增长速度，其中服务将继续维持在两位数增长。盈利方面，公司预计 9 月季，毛利率将维持在 45.5%-46.5% 之间，符合市场一致预期 (45.9%)。我们按苹果预测来计算，FY24Q3 (9 月季) 营业收入有望达 939 亿元，高于市场预期 932 亿元。

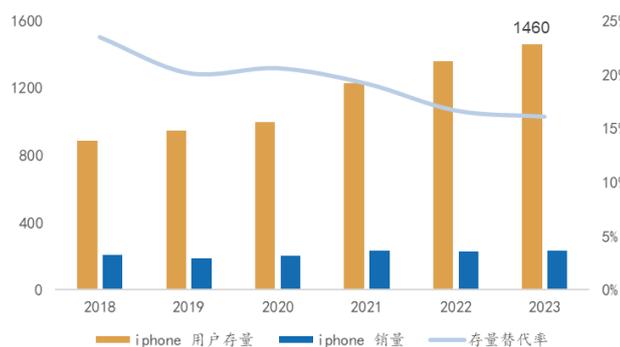
● 展望更长的周期维度

保有量和市场占有率是 APPLE 股价的重要支持依据，Apple intelligence 让市场看到 iPhone 保有量提升的可能。我们对 25 年 iPhone 销量加以测算，假设以 15 亿部的保有量为计准，在 Apple intelligence 的催化下，谨慎预计换机率达 17%，则对应 25 年 2.55 亿部的 iPhone 销量，同比 24 年实现+11.4% 的出货量增长。

25-26 年苹果也有望迎来硬件端创新大年：除 Apple Intelligence 的催化，平价版 iPhone SE4 和折叠屏相关产品也有望在明后年推出；可穿戴方面，新款 AI 蓝牙耳机和新型 AI 健康检测手表也有望发布；Vision pro 我们预测不排除明年推出低阶版本的可能性，并于有望于今年进入 NPI 阶段。

iOS 的持续迭代和 AI 功能的逐步落地，有望对苹果各条线产品销量逐步起到正向影响。北美地区用户的 AI 体验和销售情况的先行反馈值得持续跟踪。

图 7: iPhone 用户保有量和换机率 (百万部)



资料来源: Demandsage, 国元证券研究所测算

图 8: iOS 市占率变化



资料来源: Demandsage, 国元证券研究所测算

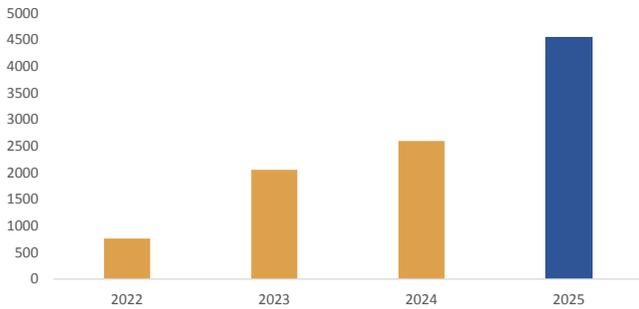
4. 推荐标的：立讯精密——基本面稳健增长的低估值果链龙头

苹果重新定义提了 AI 在端侧部署的新形式，随 AI 产品逐步落地，硬件端有望从中受益，我们持续看好苹果产业链，重点推荐果链核心供应商立讯精密。

● 消费电子业务

手机组装业务方面，在 Apple intelligence 带动的换机需求下，我们测算今年立臻 iPhone16 系列的出货量有望达 5800-6000 万只，实现同比约 23% 的增长。同时，公司有望拿到 iPhone 16 pro max 的 NPI，单机价值量较 iPhone 15 plus 实现提升。我们预计 24 年手机组装业务贡献的归母净利润将实现 26% 的同比增长。

图 9：手机组装业务归母净利润测算（百万元）



资料来源：国元证券研究所预测

图 10：iPhone 出货量测算（百万部）

mn units	24Q1e	2Q24e	3Q24e	4Q24e	2024e	2025e
iPhone SE3 / SE5G/SE4	2.0	2.0	2.5	2.5	9.0	21.0
iPhone 13 (6.1")						
iPhone 13 Pro (6.1")						
iPhone 13 Pro Max (6.7")						
iPhone 14 (6.1")	2.1	1.0	0.3		3.4	
iPhone 14 Plus (6.7")	0.8	0.6	0.3	0.1	1.8	
iPhone 14 Pro (6.1")	2.5	2.2	0.8	0.3	5.8	
iPhone 14 Pro Max (6.7")	1.5	1.0	0.2	0.1	2.8	
iPhone 15	11.0	10.8	6.0	3.0	30.8	2.0
iPhone 15 plus	5.0	5.2	3.0	2.0	15.2	1.0
iPhone 15 pro	11.0	9.5	9.0	6.0	35.5	4.5
iPhone 15 ultra	8.6	8.7	6.0	3.5	26.8	5.5
iPhone16			9.5	15.0	24.5	25.0
iPhone16 plus			5.0	12.0	17.0	15.0
iPhone16 pro			10.0	18.0	28.0	26.0
iPhone 16 promax			10.0	13.5	23.5	22.0
iPhone17						30.0
iPhone17 plus						20.0
iPhone17 pro						42.0
iPhone 17 promax						41.0
整体出货量	44.5	41.0	62.6	76.0	224.1	255.0

资料来源：国元证券研究所预测

模组业务方面，公司主要受益于 Top module 和 Bottom module 在大客户上的份额增长，预计公司今年份额可提升至 40%-50%，我们测算将带动公司 24 年在大客户的模组业务上实现 278 亿的收入增量。

Vision pro 组装方面，苹果的一代产品主要定位于开发者和 to B 端客户，我们给到 24 年 Vision Pro 整体出货量在 65 万套的预期。同时预计苹果 2025 年有望推出一款低配版本的 Vision Pro，整体 BOM 成本有望降到 1000 美金左右。公司紧密绑定大客户做新品开发，有望在 MR 放量过程中收入端弹性逐步显现。

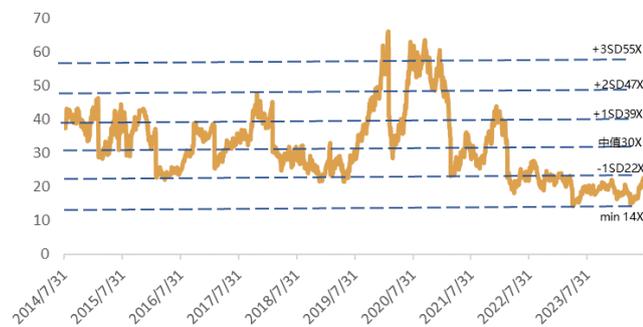
● 其他业务

汽车业务方面，公司产品布局完善，智能座舱和相关域控制器产品在重点客户上形成出货，且公司与奇瑞、华为、广汽的业务合作逐步深入，预计汽车业务今年有望实现近 50% 的收入成长。

通信和数据中心方面，公司已经形成了深厚的技术积累，所覆盖的的铜连接、光连接、散热模块、服务器以及通讯射频等领域呈现出显著的增长态势。今年在服务器业务的推动下，整体通信业务有望实现 30-40% 成长。

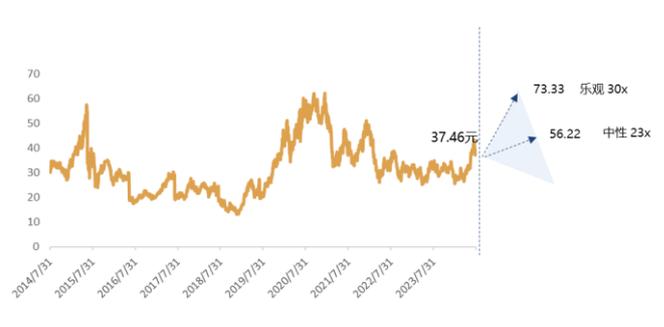
我们预测公司 24-25 年归母净利润 137.16 亿元和 175.47 亿，同比增长 25% 和 28%。给予 25 年 23x 的 PE，对应 25 年目标股价 56.35 元。维持“买入”投资评级。

图 11：立讯 Forward P/E Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：25 年立讯目标价



资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 风险提示

下行风险：全球经济复苏缓慢，国产手机竞争加剧，大客户对供应链政策风险，业务扩张带来的内部管理的风险

上行风险：持续改善的全球宏观经济环境；手机 AI 化进程加快；XR 销售情况超预期；新型可穿戴式产品销售超预期

财务预测
资产负债表 单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	33620	57150	75121	74102
交易性金融资产	1721	1721	1721	1721
应收账款及应收票据	23766	39716	33735	38324
存货	29758	37349	31624	40492
预付账款	487	490	566	632
其他流动资产	4878	4707	4636	4873
流动资产合计	94228	141134	147403	160142
长期股权投资	4233	4233	4233	4233
投资性房地产	23	23	23	23
固定资产合计	44561	50341	55468	59979
无形资产	2663	2663	2663	2663
商誉	1729	4542	7900	13216
递延所得税资产	873	873	873	873
其他非流动资产	13682	13125	12708	12395
资产总计	161992	216935	231271	253525
短期借款	20514	29514	29514	29514
应付票据及应付账款	46401	70198	64427	59485
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	2330	2967	3425	3728
应交税费	1021	837	904	1011
其他流动负债	4568	5021	5107	5245
流动负债合计	74835	108538	103378	98982
长期借款	12039	18039	18039	18039
应付债券	2799	2799	2799	2799
递延所得税负债	884	884	884	884
其他非流动负债	1150	1150	1150	1150
负债合计	91707	131410	126250	121854
归属于母公司的所有者				
权益	56310	70026	87573	111558
少数股东权益	13975	15499	17448	20113
股东权益	70285	85525	105021	131671
负债及股东权益	161992	216935	231271	253525

现金流量表 单位:百万元

	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	27605	20524	30213	11044
投资	-9599	0	0	0
资本性支出	-10889	-12843	-13388	-15346
其他	928	2813	3358	5316
投资活动现金流净额	-19560	-10030	-10030	-10030
债权融资	8533	15000	0	0
股权融资	547	0	0	0
支付股利及利息	-2531	-1964	-2212	-2033
其他	-2478	0	0	0
筹资活动现金流净额	4070	13036	-2212	-2033
现金净流量	12372	23531	17971	-1020
经营活动现金流净额	27605	20524	30213	11044

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表 单位:百万元

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	231905	279109	322943	360897
%同比增速	8%	20%	16%	12%
营业成本	205041	245185	283090	315922
毛利	26864	33924	39853	44975
%营业收入	12%	12%	12%	12%
税金及附加	535	642	743	830
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	889	1033	1227	1263
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	5543	6420	7105	7579
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	8189	9769	11303	10827
%营业收入	4%	4%	4%	3%
财务费用	483	2260	2026	1532
%营业收入	0%	1%	1%	0%
资产减值损失	-1319	-1100	-900	-900
信用减值损失	23	0	0	0
其他收益	825	558	646	722
投资收益	1771	2813	3358	5316
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	210	0	0	0
资产处置收益	123	0	0	0
营业利润	12860	16072	20552	28082
归属于母公司的净利润	10953	13716	17547	23985
%同比增速	20%	25%	28%	37%

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	1.54	1.91	2.44	3.34
BVPS	7.86	9.76	12.20	15.54
PE	22.37	14.48	11.32	8.28
PEG	1.15	0.57	0.41	0.23
PB	4.38	2.84	2.27	1.78
EV/EBITDA	11.49	9.17	7.00	5.77
ROE	19%	20%	20%	21%
ROIC	10%	11%	12%	13%

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027