



苹果 (AAPL.US) 首次覆盖：AI 浪潮如何打开成长天花板？

买入

首次覆盖

科技巨头苹果有望继续引领 AI 技术落地。生成式 AI 带动的本轮科技浪潮有望打开苹果的成长天花板。作为全球高端手机排名第一的玩家以及包括真无线耳机等多个电子产品的创新引领者，苹果有较为丰富和成熟的场景落地端侧 AI，反哺云侧 AI，大力推动并引领 AI 技术。苹果的软件服务生态闭环，很有可能是本轮生成式 AI 落地端侧、形成商业闭环的最有利应用场景。苹果在这个过程中可以较好地链接厂商供应端和消费者的需求端。我们首次覆盖苹果 (AAPL.US)，给予“买入”评级。

沈岱（首席科技分析师）
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

马智焱（科技分析师）
ivy_ma@spdbi.com
(852) 2809 0300

黄佳琦（科技分析师）
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355



欢迎关注
浦银国际研究

苹果 (AAPL.US) 首次覆盖：AI 浪潮如何打开成长天花板？

我们首次覆盖苹果 (AAPL.US)，首予“买入”评级，目标价为 264.9 美元，潜在升幅 19.5%。

- **科技巨头有望继续引领 AI 技术落地：**生成式 AI 带动的本轮科技浪潮有望打开苹果的成长天花板。作为全球高端手机排名第一的玩家以及包括真无线耳机等多个电子产品的创新引领者，苹果有较为丰富和成熟的场景落地端侧 AI，反哺云侧 AI，大力推动并引领 AI 技术。展望明年，iPhone 等硬件产品出货量将维持增长，服务业务规模和利润有望持续扩张。我们预计公司 2025 财年和 2026 年财年净利润增速有望达到 10% 左右，对应市盈率 36.0x 和 32.9x，首次覆盖予以“买入”评级。
- **Apple Intelligence 落地和扩张在即，iPhone 等硬件产品成长动能可期：**1) 短期维度，苹果借助 iPhone 载体推出 Apple Intelligence，发力 AI，有望拉动自身 iPhone 换机需求以及价值量增长。预计 2025 财年和 2026 财年 iPhone 收入将同比增长 3% 和 8%。2) 长期维度，AI 有望在 Apple Watch、AirPods、Apple Vision Pro 等硬件产品落地，并带来新的产品应用，进一步拓宽公司业务边界。
- **苹果生态有望享受 AI 落地行业红利：**苹果的软件服务生态闭环，很有可能是本轮生成式 AI 落地端侧、形成商业闭环的最有利应用场景。苹果在这个过程可以较好地链接厂商供应端和消费者的需求端。借助苹果的生态，AI 大模型厂商可以尽快将自身产品触达客户，而消费者则在可以使用中提供一手的体验反馈，反向促进 AI 功能的改善。我们预计苹果服务收入 2025 财年和 2026 财年均将同比增长 11.5%，规模效应将带动毛利率向上改善。
- **估值：**我们采用 DCF 估值法对苹果进行估值，假设公司 2029 财年到 2033 财年的成长率为 7%，永久增长率为 3%，WACC 为 7.4%，得到苹果目标价 264.9 美元，对应 2025 财年目标市盈率 36.0x，潜在升幅 19.5%。
- **投资风险：**全球经济持续疲软，智能手机等需求不及预期；地缘冲突影响公司全球业务布局；AI 对于业务增量贡献不显著；终端产品价格提振不及预期，硬件成本提升挤压利润率；行业竞争加剧，拖累公司利润；公司服务业务不及预期；公司在 AI 等领域研发投入较大。

图表 1：盈利预测和财务指标 (FY2022-FY2026E)

百万美元	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	394,328	383,285	386,513	421,561	450,491
营收同比增速	8%	-3%	1%	9%	7%
净利润	99,803	96,995	102,488	112,022	122,494
净利润增速	5%	-3%	6%	9%	9%
目标 P/E (x)	42.2	41.5	39.3	36.0	32.9

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师
ivy_ma@spdbi.com
(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2024 年 10 月 10 日

苹果 (AAPL.US)

买入

目标价 (美元)	264.9
潜在升幅/降幅	+19.5%
目前股价 (美元)	221.7
52 周内股价区间 (美元)	163.7-236.9
总市值 (百万美元)	3,370,597
近 3 月日均成交额 (百万美元)	11,881

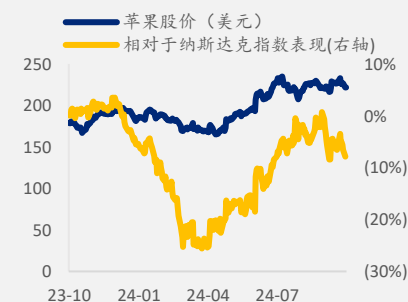
注：截至 2024 年 10 月 7 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

苹果 (AAPL.US) 首次覆盖

目录

苹果投资要点	5
科技的 AI 浪潮有望打开苹果成长天花板	8
供应端推动生成式 AI 快速向 C 端落地	8
苹果加速生成式 AI 布局，并有望引领行业	10
苹果：软硬件垂直一体化，业务线成长逻辑清晰	13
作为核心业务稳定器，iPhone 短期成长确定性高	13
硬件品类扩张，捕捉潜在科技浪潮机遇	27
服务收入逐年增长，有望容纳 AI 业态增量	32
财务预测与估值	35
财务分析与预测	35
估值：首予“买入”评级，目标价 264.9 美元	36
可比公司财务比较	39
SPDBI 乐观与悲观情景假设	41
风险提示	42
财务报表	43

财务报表

财务报表分析与预测

利润表					
美元百万	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	394,328	383,285	386,513	421,561	450,491
营业成本	223,546	214,137	207,970	225,976	238,126
毛利	170,782	169,148	178,543	195,585	212,365
营业支出	(51,345)	(54,847)	(56,910)	(62,057)	(66,324)
销售、行政及一般费用	(25,094)	(24,932)	(25,850)	(28,189)	(30,125)
研发费用	(26,251)	(29,915)	(31,060)	(33,868)	(36,198)
重组及其他费用/收入	-	-	-	-	-
营业利润	119,437	114,301	121,633	133,528	146,041
营业外收支	(334)	(565)	320	384	389
利息收入/(支出)净额	-	-	-	-	-
其他收益/(支出)净额	(334)	(565)	320	384	389
税前利润	119,103	113,736	121,953	133,912	146,430
所得税	(19,300)	(16,741)	(19,465)	(21,890)	(23,936)
净利润(不含少数股东权益)	99,803	96,995	102,488	112,022	122,494
少数股东和可赎回少数股东损益	-	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	99,803	96,995	102,488	112,022	122,494
基本股数(百万)	15,908	15,204	15,204	15,204	15,204
摊销股数(百万)	16,326	15,813	15,204	15,204	15,204
基本每股收益(美元)	6.27	6.38	6.74	7.37	8.06
稀释每股收益(美元)	6.11	6.13	6.74	7.37	8.06

现金流量表					
美元百万	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动产生的现金流量净额	122,151	110,543	111,749	121,353	135,666
净利润	99,803	96,995	102,488	112,022	122,494
折旧及摊销	11,104	11,519	11,519	11,519	11,519
其他营业活动现金流	3,144	310	-	-	-
营运资金变动	8,100	1,719	(2,258)	(2,188)	1,653
应收账款(增加)/减少	(1,906)	(1,324)	(248)	(2,698)	1,241
存货(增加)/减少	1,634	(1,385)	182	(532)	345
应付账款增加/(减少)	9,352	(1,504)	(1,803)	5,265	3,552
其他经营资金变动	(980)	5,932	(389)	(4,222)	(3,485)
利息收入(支出)	-	-	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	(22,354)	3,705	(11,317)	(14,942)	(13,977)
资本支出	(10,708)	(10,959)	(11,051)	(12,053)	(11,593)
投资	(76,923)	(29,513)	(266)	(2,889)	(2,384)
其他	65,277	44,177	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(110,749)	(108,488)	(92,022)	(86,571)	(87,620)
借款	-	-	133	1,445	1,193
发行股份	(89,402)	(77,550)	(77,550)	(77,550)	(77,550)
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(14,841)	(15,025)	(15,025)	(15,025)	(15,025)
其他	(6,506)	(15,913)	420	4,558	3,762
现金及现金等价物净流量	(10,952)	5,760	8,409	19,840	34,070
期初现金及现金等价物	35,929	24,977	30,737	39,146	58,986
期末现金及现金等价物	24,977	30,737	39,146	58,986	93,056

资产负债表					
美元百万	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
货币资金	23,646	29,965	38,374	58,214	92,284
现金及其等价物	24,658	31,590	31,856	34,745	37,129
应收账款	28,184	29,508	29,756	32,455	31,214
存货	4,946	6,331	6,149	6,681	6,336
其他流动资产	53,971	46,172	46,561	50,783	54,268
流动资产合计	135,405	143,566	152,696	182,878	221,231
固定资产-物业, 厂房及设备	42,117	43,715	43,247	43,782	43,855
无形资产	-	-	-	-	-
商誉	120,805	100,544	100,544	100,544	100,544
租赁权	-	-	-	-	-
其他非流动资产	54,428	64,758	64,758	64,758	64,758
资产总计	352,755	352,583	361,246	391,961	430,388
短期借款	21,110	15,807	15,940	17,386	18,579
应付账款	64,115	62,611	60,808	66,073	69,625
其他流动负债	68,757	66,890	66,890	66,890	66,890
流动负债合计	153,982	145,308	143,638	150,348	155,094
长期借款	98,959	95,281	95,281	95,281	95,281
其他非流动负债	49,142	49,848	50,268	54,826	58,588
负债合计	302,083	290,437	289,187	300,455	308,963
实收资本	64,849	73,812	73,812	73,812	73,812
资本公积	-	-	(77,550)	(155,100)	(232,650)
留存收益	(14,177)	(11,666)	75,797	172,794	280,263
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益合计	50,672	62,146	72,059	91,506	121,425
负债及股东权益合计	352,755	352,583	361,246	391,961	430,388

主要财务比率					
	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营运指标增速					
营业收入增速	8%	(3%)	1%	9%	7%
毛利润增速	12%	(1%)	6%	10%	9%
营业利润增速	10%	(4%)	6%	10%	9%
净利润增速	5%	(3%)	6%	9%	9%
盈利能力					
净资产收益率	197.0%	156.1%	142.2%	122.4%	100.9%
总资产报酬率	28.3%	27.5%	28.4%	28.6%	28.5%
投入资本回报率	58.6%	56.3%	55.8%	54.7%	51.9%
利润率					
毛利率	43.3%	44.1%	46.2%	46.4%	47.1%
营业利润率	30.3%	29.8%	31.5%	31.7%	32.4%
净利润率	25.3%	25.3%	26.5%	26.6%	27.2%
营运能力					
现金流周期					
应收账款周转天数	25	27	28	27	26
存货周转天数	9	10	11	10	10
应付账款周转天数	97	108	108	102	104
净债务(净现金)	96,423	81,123	72,847	54,452	21,576
自由现金流	108,299	99,274	100,698	109,300	124,074

注：E=浦银国际预测，苹果财年（FY, Fiscal Year）为上一年10月至当年9月

资料来源：公司公告，浦银国际

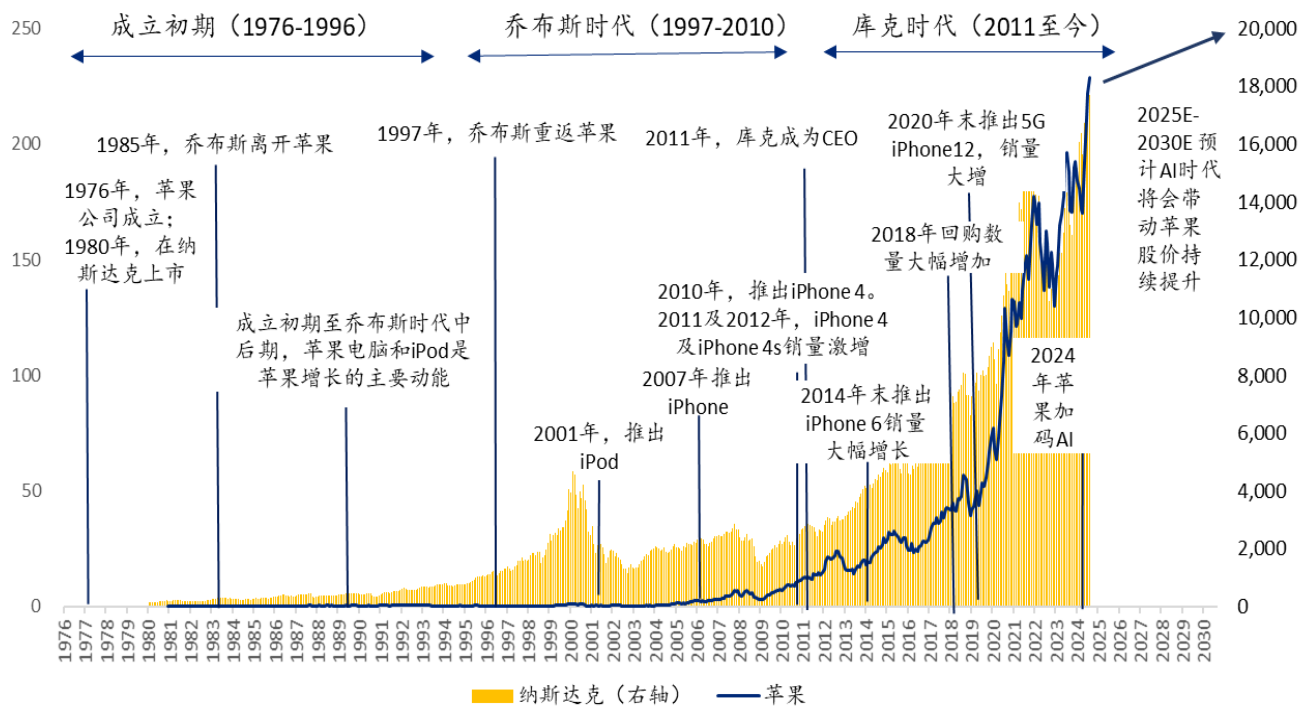
苹果投资要点

苹果，作为全球科技企业龙头之一，开启了智能手机时代，并在该时代中长期保持全球市值第一。苹果以产品为基石，搭建上下游的供应链体系，实现产品品类的扩张以及生态体系的融合，引领技术方向。

回溯苹果发展历史，在公司 2005 财年之前，虽然有 iPod 等成功的产品，但是其自身的营收和利润规模存在波动（图表 3 和图表 8）。此后几年，苹果进入快速增长的时代。首先，2005 年发布的 Mac 电脑增长强劲，在全球取得可观的份额。其次，苹果在 2007 年发布第一代 iPhone，并借助随后的 2010 年 iPhone 4，开始强势增长（图表 4）。最后，近十年，围绕 iPhone 等多个电子终端构建的生态体系贡献的服务收入成为越来越重要的利润增长点（图表 5）。

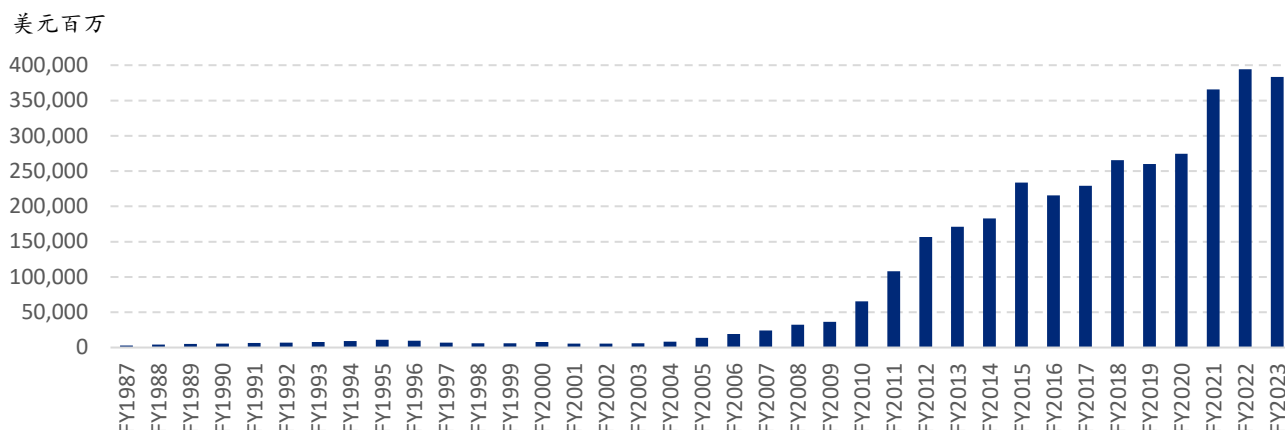
进入 AI 时代，苹果快速响应，将技术能力转换为产品，并提升用户体验。我们认为当前阶段苹果的 iPhone 依然是用户基数最大的电子终端之一，是云侧和端侧 AI 最重要的落地场景之一。近十年，苹果在研发上的投入及比例逐年提升（图表 10），构建芯片、算法、生态等护城河。因此，苹果有能力借助 AI 巩固并提升现有的业务板块，并且去引领 AI 时代，享受行业红利。

图表 2：苹果股价复盘



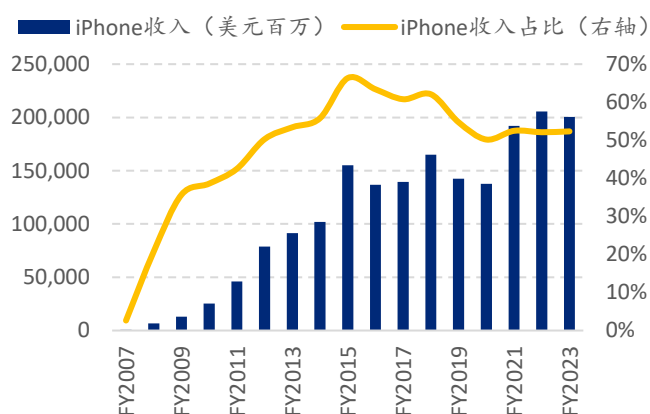
资料来源：苹果、Wind、公开资料、浦银国际整理

图表 3：苹果历年收入：2005 财年后收入保持大体增长趋势



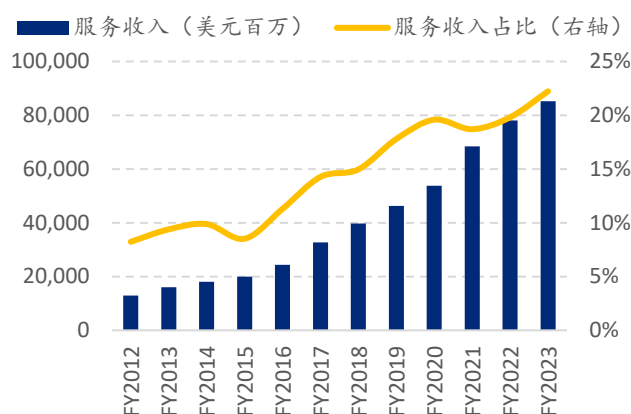
资料来源：Bloomberg、苹果、浦银国际

图表 4：苹果历年 iPhone 收入及占比：收入占比 2015 财年达到峰值，近三年维持稳定



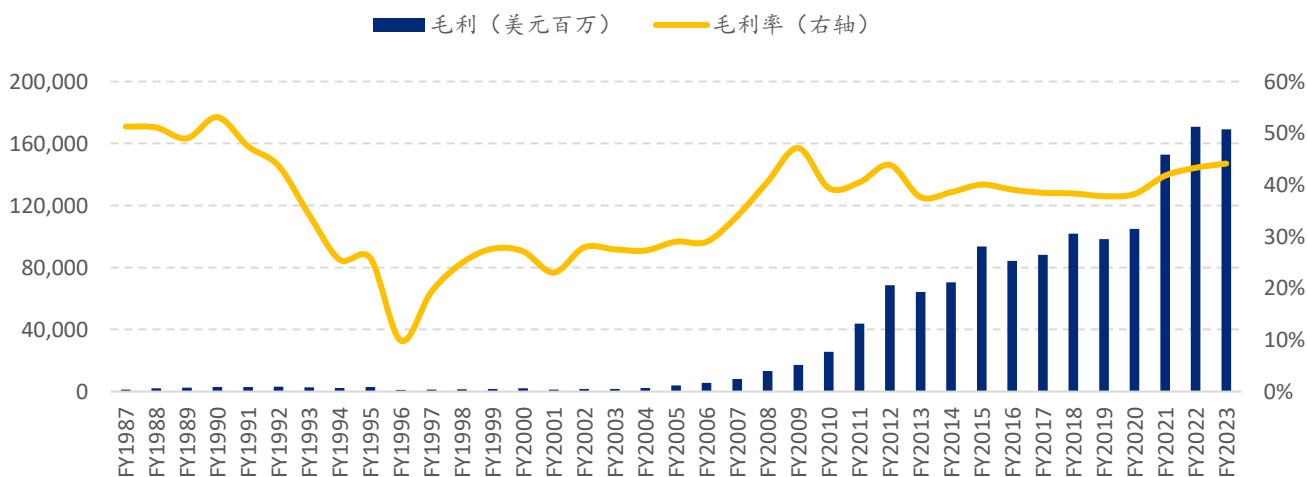
资料来源：Bloomberg、苹果、浦银国际

图表 5：苹果历年服务收入及占比：均保持逐年提升趋势



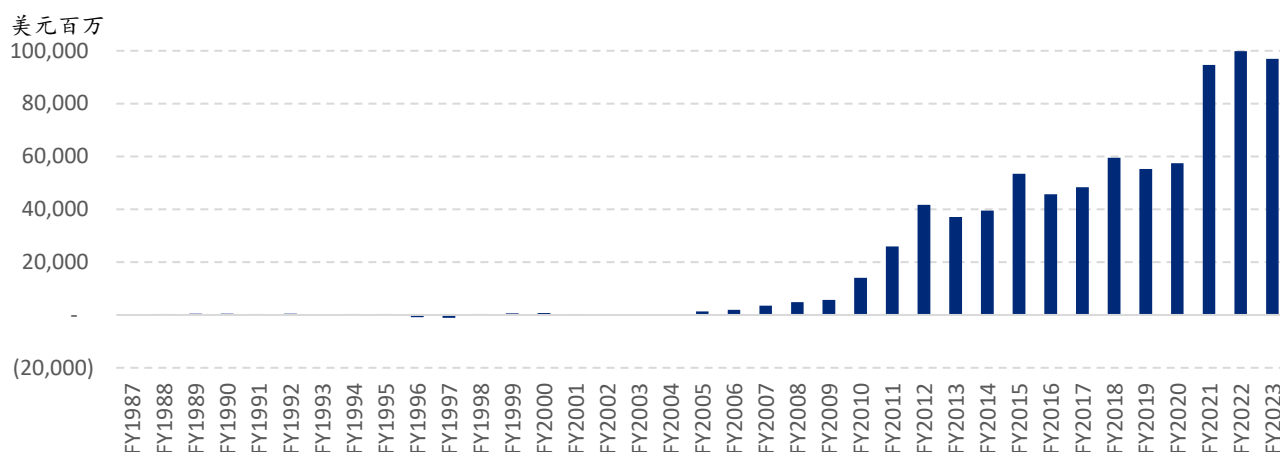
资料来源：Bloomberg、苹果、浦银国际

图表 6：苹果历年毛利及毛利率：近三个财年毛利率上行



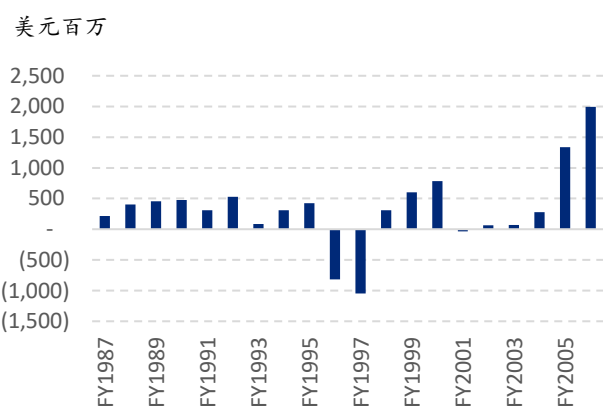
资料来源：Bloomberg、苹果、浦银国际

图表 7：苹果历年净利润：2005 财年后净利润保持大体增长趋势



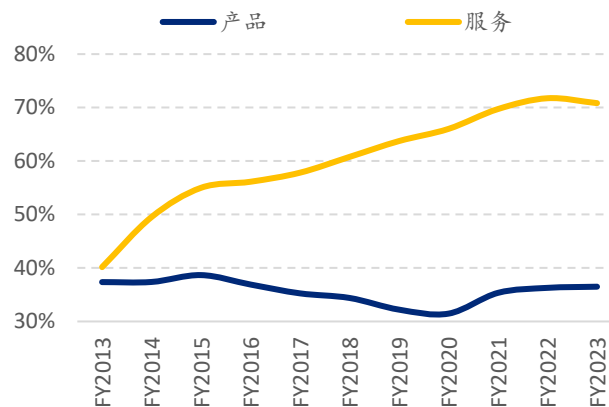
资料来源：Bloomberg、苹果、浦银国际

图表 8：苹果历年净利润(1987 财年至 2006 财年)：2005 财年之前利润有大幅波动



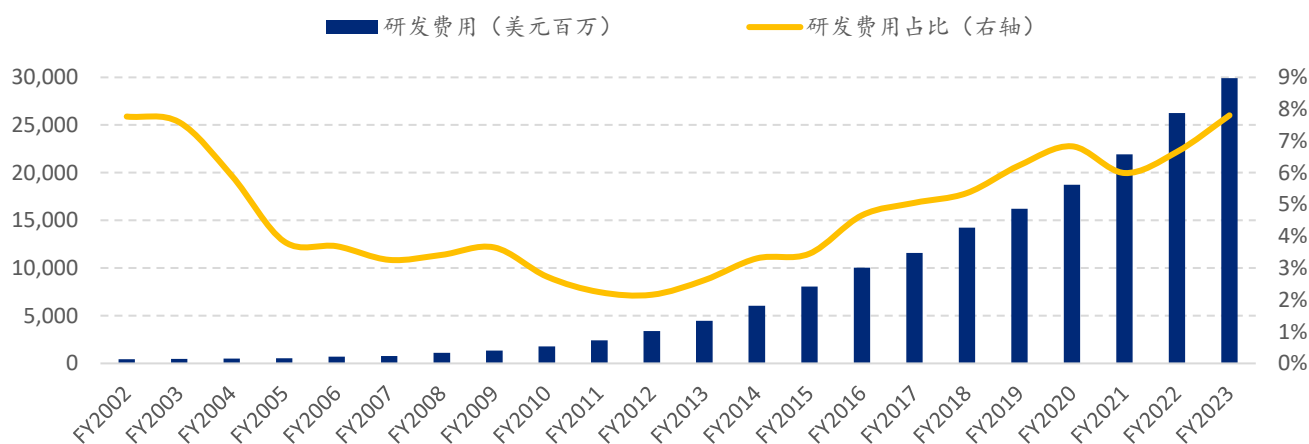
资料来源：Bloomberg、苹果、浦银国际

图表 9：苹果历年毛利率按产品与服务业务拆分：服务业务毛利率逐年增长



资料来源：Bloomberg、苹果、浦银国际

图表 10：苹果历年研发费用及占比：近十年保持增长



资料来源：Bloomberg、苹果、浦银国际

科技的 AI 浪潮有望打开苹果成长天花板

供应端推动生成式 AI 快速向 C 端落地

AI 手机一般通过端云结合的方式来提供更好的服务。端侧大模型主要适用于离线服务，满足用户隐私保护需求，但如果需要更加精细复杂的理解和处理能力，则仍然需要云侧模型。云侧模型可以为用户提供更高精度的服务，但是对于用户隐私、商业信息的风险较高。除了隐私问题，云侧算力消耗给手机厂商带来额外的成本。

目前，手机厂商端侧多采用自研 AI 模型，而三星选择采用谷歌的 Gemini Nano。手机厂商云侧 AI 除了自研外通常还会接入三方大模型，例如苹果接入 Chat GPT 4o。其他厂商中，OPPO 2023 年 11 月发布自研安第斯大模型，包含十亿到千亿不同参数规模的多种模型。同期，vivo 也发布了自研蓝心大模型。

考虑到端侧的存储及算力有限，手机端侧 AI 一般内置 70 亿参数以内的大模型。当前大模型压缩技术加速突破，手机端运行 AI 大模型可以通过量化、压缩等方法，在不牺牲太多精度的前提下对模型进行缩减。

芯片厂商、大模型厂商、手机厂商都在快速全力发展 AI，并将 AI 大模型的应用向端侧渗透。这种现象在 AI 算力芯片首次覆盖时有提及。当前 AI 行业仍然处于发展的初期阶段，是由供应端向需求端提供产品，快速迭代的阶段。

根据 Statista 数据，当前全球智能手机用户数已经接近 70 亿。手机作为使用基数最广的电子终端，有较高覆盖度和传播度。手机用户体验的提升可以大幅增加端侧 AI 的渗透率，并有望形成商业闭环。目前高通、联发科、苹果的手机 SoC 都在推动端侧 AI 算力的快速增长；Open AI、谷歌快速推进适应端侧的小参数 AI 模型。

我们预期供应端驱动的端侧 AI 手机将会提升用户体验。例如，AI 提供的翻译、照片搜索等功能，可以提升生产力，或满足娱乐刚需（图表 13）。这些功能会进一步促进非 AI 手机用户的换机需求。随着端侧 AI 技术进步、成本下降、用户规模提升，未来几年换机需求有望逐渐凸显。

图表 11：各 AI 大模型公司纷纷推出小模型

公司	小模型	参数 (亿)	训练思路
Meta	Llama-3	80	训练数据量 15 万亿，远高于平均值
微软	Phi-3	38/70/140	保证高质量数据
Open AI	GPT-4o mini	-	-

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 12：手机品牌端侧 AI 模型

手机品牌	端侧模型	端侧参数（亿）	自研/合作
苹果	AFM	30	自研
三星	Gemini Nano	20/70	合作
谷歌	Gemini Nano	20/70	自研
OPPO	AndesGPT	70	自研
vivo	BlueLM	10/70	自研
小米	MiLM	13/64	自研
华为	盘古		自研
荣耀	魔法大模型	70	自研

资料来源：Wind、浦银国际整理

图表 13：苹果、安卓、Open AI 功能对比

功能	苹果	安卓	Open AI
通过对话生成问题答案	具备	具备	具备
AI 生成图片及文字	具备	具备	具备
AI 修改文字	具备	具备	具备
翻译	具备	具备	具备
图片识别	具备	具备	具备
AI 识屏并智能添加行程、跳转应用	具备	具备	-
AI 路人消除	具备	具备	-
AI 照片搜索	具备	具备	-
通话录音、转写摘要	具备	具备	-
AI 英文教学	-	具备	具备
AI 照片睁眼	-	具备	-
重要信息优先显示	具备	-	-
显示信息摘要	具备	-	-
在系统级 App 内可直接使用 AI 功能	具备	-	-
根据日程规划做出行安排	具备	-	-
跨应用调用文件、索引个人信息	具备	-	-

资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 14：当前安卓系手机旗舰 SoC 性能对比

发布日期	AI 手机芯片	品牌	AI 生成速度(Token/秒)
2023 年 10 月 25 日	骁龙 8 Gen 3	高通	20
2023 年 11 月 6 日	天玑 9300	联发科	20
2024 年 5 月 7 日	天玑 9300+	联发科	22

资料来源：公开资料、浦银国际整理

苹果加速生成式 AI 布局，并有望引领行业

Apple Intelligence 为苹果硬件注入新成长动能。苹果在今年 6 月的 WWDC 推出了大量 AI 功能，包括图像生成、更加智能的书写、邮件总结，以及更加聪明的 Siri 等，苹果将其命名为 Apple Intelligence。Apple Intelligence 可以在 iPhone、iPad、Mac 上接入，通过端云结合大模型来实现这些 AI 功能。目前与 Open AI 联手接入 ChatGPT4o 大模型，用来处理 Apple Intelligence 无法较好处理的问题。

苹果采用 30 亿参数的自研大模型，但是根据苹果，其测试结果好于谷歌 Gemma-7B 等开源的 70 亿参数模型。苹果的 AI 模型主要通过优化参数质量、为不同的应用方向增加适配器、对模型采用基于人类反馈的算法进行强化（图表 15）。此外，苹果通过 AI 模型分层，优化不同层级 AI 的使用效率及用户体验（图表 16）。

在今年苹果 iPhone 16 系列秋季发布会上，苹果再次强调了其 Apple Intelligence 带来的手机端侧的 AI 能力。iPhone 16 进入 AI 时代，跨平台调用带动生产效能提升。iPhone 的 AI 功能主要包括几个方面（图表 17）：

- 1) 强大的跨平台调用能力：例如，语音助手 Siri 的能力可以变得更强大，包括 Siri 可以抓取聊天信息中的机票信息并进行提醒。同时，可以结合 AI 对用户收到的信息进行总结，并根据其重要性与紧急性进行排序。
- 2) 生成式 AI 能力：在 AI 写作方面，Apple Intelligence 可以生成短信、邮件，具备文字润色、语音转文字等功能。
- 3) AI 影音能力：在影音图片方面，苹果手机具备照片搜索、智能混音等功能。

我们预计，Apple Intelligence 功能和更强大的 Siri 有可能实现定制化个人助手功能，并切实提高工作效率。

目前，Apple Intelligence 仅支持英文，公司预期中文及其他语种的 AI 能力将在明年陆续上线。今年 Apple Intelligence 将率先在美国推出，预计正式版 10 月份发布，并在今年 12 月拓展至澳洲、加拿大、新西兰、英国等英文国家。苹果计划在 2025 年开始支持中文、日语、法语、西班牙语等语种的用户使用。

在当前阶段，我们看到苹果在手机端侧 AI 大模型的功能体验发展稍快于安卓阵营，这主要体现在苹果在系统级 AI 功能的进展较快。比如，苹果通过在邮件等系统级应用中内置 AI 功能，减少用户调用的时间，大幅提升用户便利程度（图表 18）。

苹果表示除了 ChatGPT 未来还可能集成更多的第三方大模型。我们认为苹果 AI 大模型的布局存在梯度和梯级（图表 16）。部分需要快速响应、需要较高隐私等级的需求可以通过端侧小模型实现，这部分模型能力可能会由公司自身搭建。部分需要更加精准更大算力的需求则可以借助 Open AI 等云端大模型能力实现。这也是苹果擅长的合作生态构建能力。

我们预计 Apple Intelligence 将会拉动北美地区的换机需求。美国用户可以率先体验苹果 AI 能力，也是重要的试验田。通过美国地区的初步尝试，Apple Intelligence 有望更好地向英文国家推广，并推及到其他国家和地区。

iPhone 只是苹果 Apple Intelligence 的第一个终端尝试，未来 Apple Intelligence 有望向笔记本电脑、平板、手表、耳机、XR 等产品渗透。而且，苹果构建的服务生态体系，最有可能在 AI 初期发展阶段带来商业价值，形成商业闭环。

与安卓手机阵营相比，苹果在 AI 方面拥有优势。第一，苹果在拥抱 AI 技术时，自身芯片、硬件、软件、生态一体化，可以让公司更快打通环节，从而实现功能落地和体验提升。而安卓端需要协调的厂商更多，复杂度更高。第二，苹果手机几乎都是高端机型，因此可以更快地全面铺开 AI 的产品。从一定程度上看，相比安卓手机厂商，苹果初期的规模效应可能会更加显著。

图表 15：苹果 AI 模型优化方向

苹果优化方向	具体方法
参数质量	采取混合策略，选择用人工标注的数据和苹果自己生成的数据一起训练。同时，专门挑选出来增强模型特定功能的数据
适配器	适配器为一些模型权重的小集合，可以让模型能够快速适应不同的任务。例如，LoRA 的适配器帮助模型更好地处理邮件和通知的总结之间的不同
模型训练	基于人类反馈的强化学习（RLHF），用特殊策略和算法来调整模型，让模型能更好地估计自己的输出是否准确

资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 16：苹果 AI 模型分层

苹果模型分层	功能
本地模型	经过微调的 3B 小模型，专用于摘要、润色等任务
私有云计算	本地模型满足不了要求的，会加密后传到云端运算
第三方大模型	用于泛用的知识问答聊天，如 Siri 等应用接入了 GPT-4o 等外部模型

资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 17：Apple Intelligence 正式功能及测试版本功能对比

正式版功能 (预计 2024 年 12 月推出)	测试版功能 (已于 2024 年 10 月发布)
写作工具	写作工具
Siri 跨应用调用，语境理解能力加强	Siri 跨应用调用，语境理解能力加强
邮件的新功能，优先显示最紧急的信息、显示全文概要	邮件的新功能，优先显示最紧急的信息、显示全文概要
专注模式，只显示需要立即被看到的通知	专注模式，只显示需要立即被看到的通知
语音转录文字并总结	语音转录文字并总结
照片文字搜索、根据指令生成短片	照片文字搜索、根据指令生成短片
新信息推送按照优先级排序	
照片转成绘画	
创建表情包	
Siri 屏幕识别功能更强，如告诉 Siri 保存朋友新发的地址	
将 ChatGPT 融入系统，减少用户调用时间	

资料来源：苹果、公开资料、浦银国际整理

图表 18：iPhone 16 系列的 AI 功能

具体功能	具体功能
智能写作	借用 AI 工具来写短信、写邮件，文字润色、语音转文字
优先级通知	AI 总结收到的信息，并且将高时效、高重要性的信息放到收件夹顶部
照片搜索	输入文字，相册会自动匹配到用户想要的照片或者视频
Siri	Siri 理解能力、跨平台信息调用能力将变强。例如，提醒航班信息
照片优化	AI 清除照片中背景干扰
图片生成	输入文字，AI 生成图片表情包
混音功能	在进行视频拍摄的时候，手机可以智能识别现场乱入的其他人声音，并且提供不同的混音选项
视觉智能	对相机所捕捉到的画面展开分析。例如，将镜头对准一只狗，即可显示其品种等相关信息

资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际

苹果：软硬件垂直一体化，业务线成长逻辑清晰

作为核心业务稳定器，iPhone 短期成长确定性高

2023 财年苹果有超过一半的收入来自于 iPhone。iPhone 占比的历史峰值是在 2015 财年，苹果有 66% 的收入来自于 iPhone。iPhone 不只占据苹果营收的半壁江山，也是其他硬件及服务收入增长的基石，是苹果最重要的硬件产品。

我们复盘 iPhone 的历史表现，主要分为两个的阶段（图表 19）：第一阶段，2008 年至 2015 年，销量高速增长，推动营收规模快速成长；第二阶段，2016 年至 2023 年，销量下行之后回暖，平均单价上行，收入规模保持大体上行。

2008 年至 2015 年是 iPhone 成长的第一阶段，也是全球智能手机的成长期，这一阶段的增长来自于出货量。根据 IDC，全球智能手机出货量由 2008 年约 1.5 亿部增长至 2015 年的 14.4 亿部，增长接近十倍。同期，iPhone 在全球智能手机市占率由 8.3% 增长至 16.1%，iPhone 销量由 1,160 万部提升至 2.31 亿部，增长约 20 倍。根据 IDC，iPhone 平均售价由 2008 年的 621 美元增长至 2015 年的 716 美元。

2016 年至 2023 年是 iPhone 成长的第二阶段，这一阶段的营收增长主要来自平均售价的提升。全球智能手机出货量由 2016 年的巅峰 14.7 亿部下滑到 2023 年的 11.6 亿部。同期 iPhone 出货量由 2.15 亿部下行至 2019 年的 1.91 亿部的低点后，于 2023 年重新回到 2.34 亿部。iPhone 全球智能手机市占率由 14.7% 增长至 20.1%。在这一阶段，iPhone 的营收增长了近 50%。根据 IDC，iPhone 平均售价由 2016 年的 690 美元增长至 2023 年的 1,045 美元，涨幅超过 50%。

在 2008 年至 2023 年的十六年之间，iPhone 有三个销售高潮。

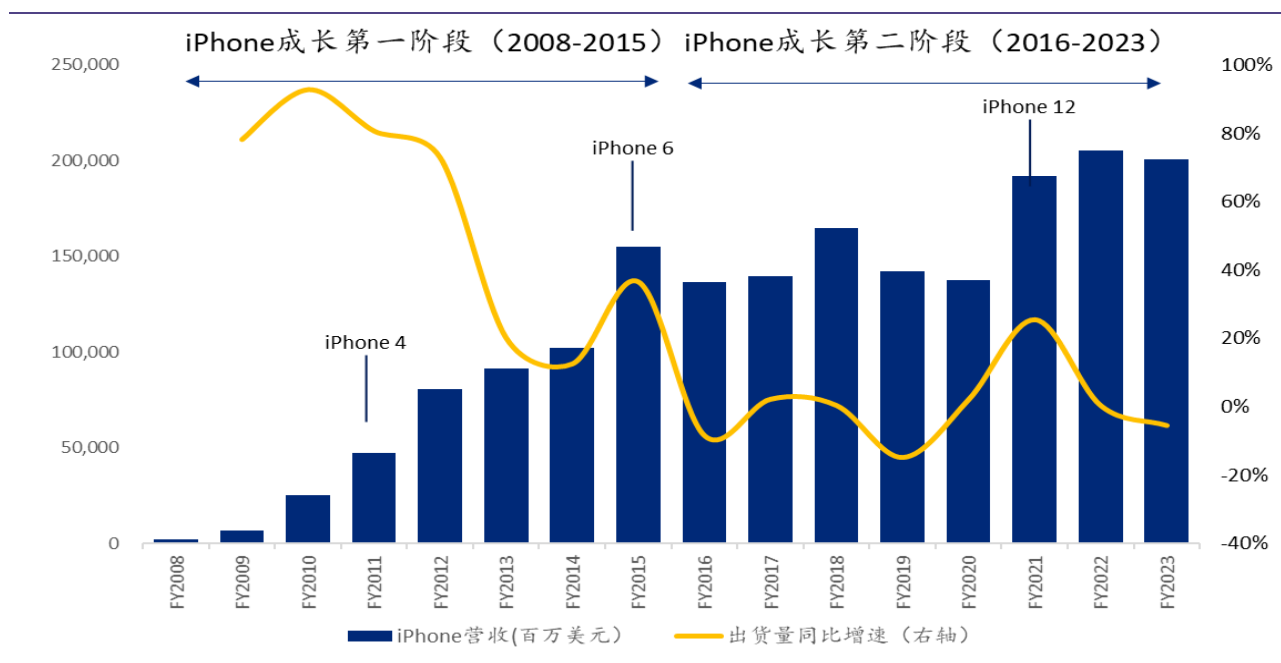
第一，iPhone 4 和 iPhone 4s 的销售周期，苹果的创新引领市场，全面开启智能手机时代。iPhone 4 在设计、硬件、用户体验上都为当时的手机市场带来了跨时代的革新。外观采用玻璃和金属结合，搭载前置摄像头及 500 万像素的后置摄像头。搭载 A4 芯片、视网膜屏幕，结合 iOS 系统交互流畅完整。iPhone 4s 除了摄像头升级至 800 万像素等硬件升级外，还首次引入了 Siri 语音助手。同期，其他品牌手机在外观、屏幕体验、系统流畅度均不及 iPhone。在 2011 和 2012 财年，苹果公司 iPhone 的营收分别增长 87% 和 71%，带动苹果整体净利润增长 85% 和 61%。

第二，iPhone 6 销售周期，苹果大幅改动外观并全面支持 4G。其一，iPhone 6 采用了全新前后玻璃与金属边框设计，机身纤薄流畅；首次使用 4 英寸以

上大屏幕、分辨率提升、引入 Touch ID、搭载 A8 芯片，游戏机操作体验更加流畅。其二，iPhone 6 支持的 4G 频段更加全面。以中国台湾市场为例，当时只有中华电信可以为 iPhone 5 提供 1800MHz 的 4G 服务，但主流运营商均可为 iPhone 6 提供 4G 服务。iPhone 6 拉动苹果 2015 财年 iPhone 营收增长了 52%，整体净利润增长 35%。

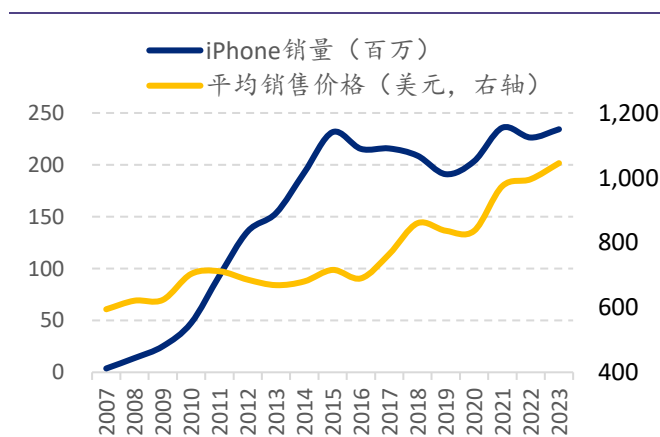
第三，iPhone 12 的销售周期拉动苹果手机全球份额大幅提升。2020 年末苹果推出 iPhone12 系列，这是苹果推出的首款 5G 手机。同时，从外部环境看，由于美国制裁导致华为手机出货量大幅下降，留下大量高端市场，苹果因此充分受益。因此，苹果在 2021 财年的 iPhone 营收增长了 39%，整体净利润增长 65%。

图表 19：iPhone 成长的两个阶段和三个销售高峰



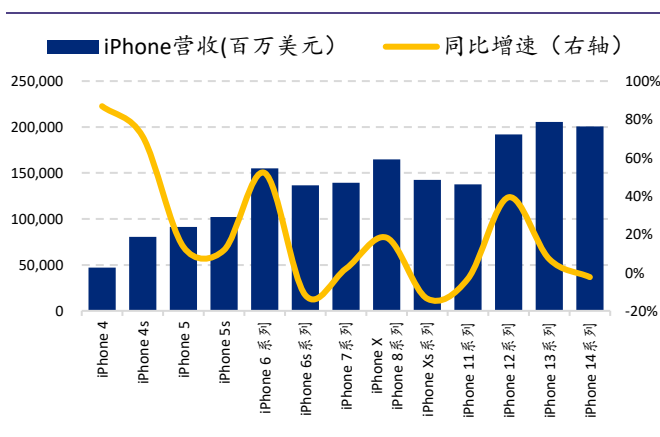
资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 20：iPhone 销量及平均售价



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 21：历代 iPhone 发布及当年营收



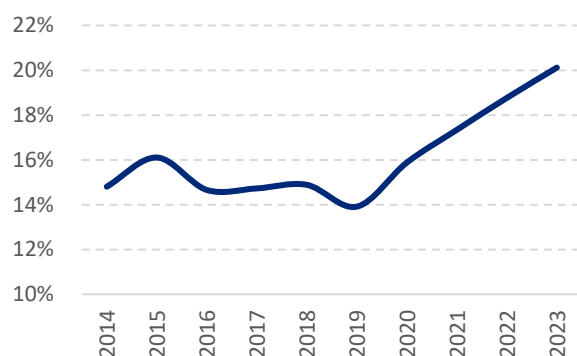
注：数据为新款 iPhone 发布财年手机总营收

资料来源：Wind、苹果、浦银国际

虽然过去十年 iPhone 全球市占率有波动，但是还是从 2014 年的 14.8% 提升至 2023 年的 20.1%，几个主要区域的份额都保持了增长。其中，iPhone 在北美的市占率由 2014 年的 38% 提升到 2023 年 53%，提升幅度最为显著。iPhone 在中国的市占率也由 2014 年 9% 提升至约 17%，份额增长主要发生在 2020 年华为手机销量下滑之后。

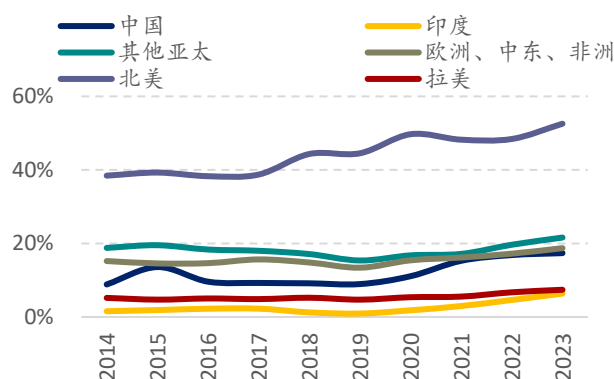
展望未来，我们对于苹果的 iPhone 有如下基本判断：1) 虽然份额不一定可以在近 10 年的 20%+ 的高位继续增长，但是苹果在高端手机市场的地位稳定，份额不会出现大幅变化的风险。2) 最为激烈的竞争是来自于中国品牌的竞争，但是这部分竞争基本局限于中国市场，且苹果在中国市场地位也是相对稳定的，份额基本能维持在 15% 以上。3) 由于缺少竞争对手，苹果在北美大本营的份额已经稳定在 50% 以上。AI 有望带动欧美发达地区的换机需求，上行空间大于下行风险。4) 苹果的 iPhone 在印度等新兴地区的出货量是保持增长的。例如，苹果的 iPhone 印度地区出货量在 2023 年增长 39%，并有望在未来三年保持两位数的增长。这将是 iPhone 出货量的增量来源。

图表 22：2019-2023 年，iPhone 全球市占率提升了近 5 个百分点



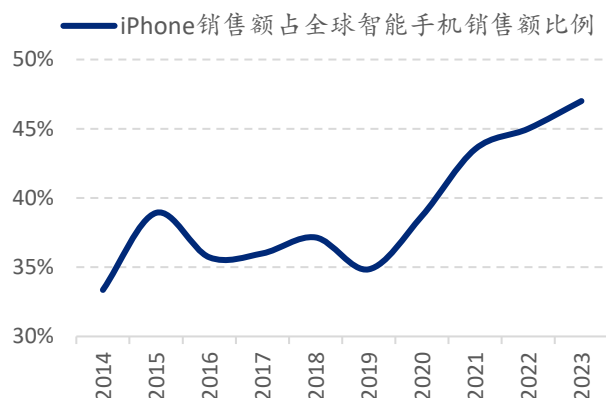
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 23：iPhone 全球市占率提升主要得益于在北美和中国市场市占率提升



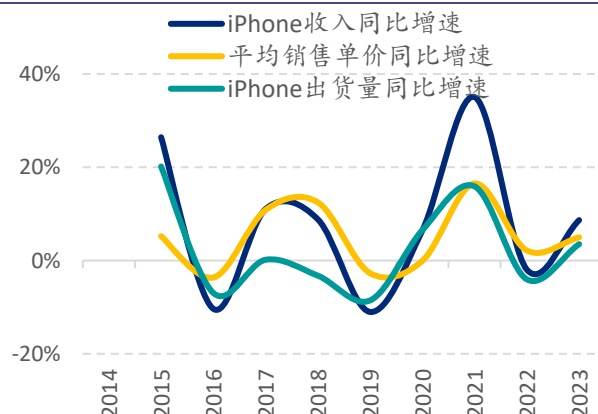
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 24：iPhone 全球销售额占比持续提升



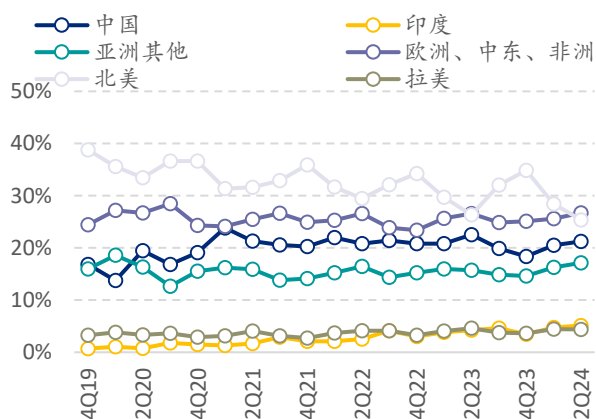
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 25：iPhone 过去十年每年平均单价增长近 5%



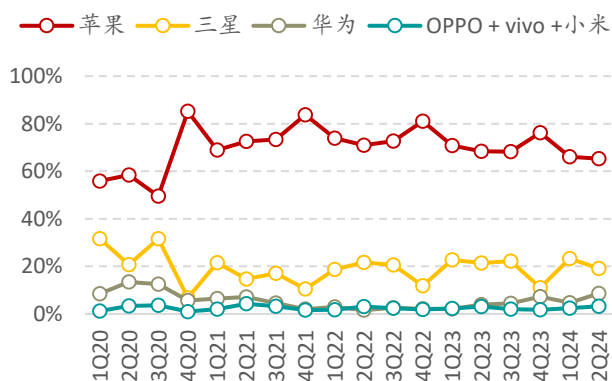
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 26: iPhone 分地区出货量占比



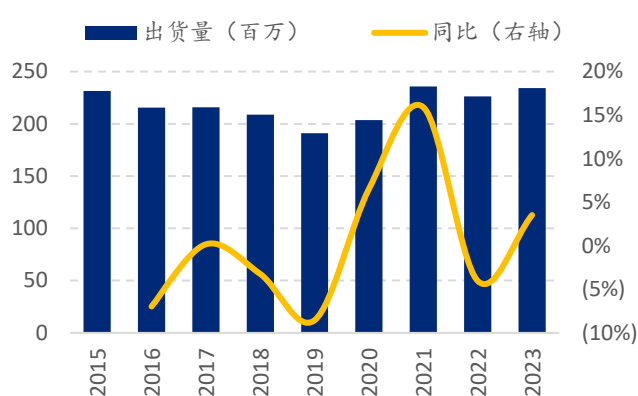
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 28: 苹果在单价 5,000 元人民币以上手机市场市占率最高



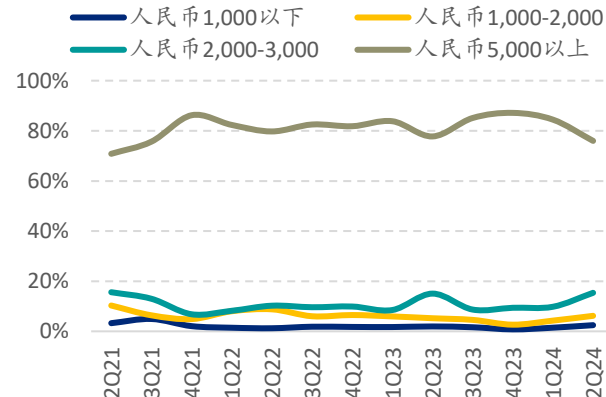
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 27: iPhone 出货量及同比增速



资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 29: iPhone 销售价格分布



资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

在今年 9 月 10 日，苹果正式发布了其 iPhone 16 系列。在 iPhone 16 上 Apple Intelligence 功能可以实现跨平台调用等能力。iPhone 16 系列在硬件上也有明显升级。iPhone 16 全系列新增了侧边按钮，提供一键启动相机、视频拍摄、设置变焦等控制选项功能。

iPhone 16 标准版硬件提升显著，主要升级点在于（图表 34、图表 35 和图表 37）：1）处理器从 A16 升级为 A18，CPU 性能提升 30%，GPU 性能提升 40%。2）后置双摄的布局从前一代的对角线布局改为垂直布局。

iPhone 16 Pro 系列作为旗舰款，配置升级强劲（图表 33、图表 32 和图表 37）：1）Pro 系列处理器升级为 A18 Pro，CPU/GPU 整体性能较 A17 Pro 提升 15%，并且 NPU 能力提升，增强 AI 运算能力。2）后置摄像头中的超广角从 1200 万像素升级至 4800 万像素，后置三颗摄像头中有两颗为 4800 万像素。其中，Pro 版本机型长焦镜头升级为 5 倍光学变焦。3）iPhone 16 Pro/Pro Max 屏幕尺寸更大，从上一代的 6.1/6.7 英寸增加到 6.3/6.9 英寸，是迄今最大的 iPhone。4）电池续航能力提升，iPhone 16 Pro 最高视频播放时长由 23 小时增加到 27 小时。

本次跟随 iPhone 16 系列发布的 A18 系列芯片升级明显，A18 两款芯片采用均采用第二代 3nm 工艺。

- A18 芯片采用 6 核 CPU、5 核 GPU、16 核 NPU 设计，相比 A17 CPU 性能提升 30%，GPU 性能提升 40%。
- A18 Pro 芯片采用 6 核 CPU、6 核 GPU、16 核 NPU 设计，相比 A17 Pro CPU 性能提升 15%，功耗降低了 20%，GPU 性能提升 20%。AI 算力达到 35 TOPS。

从 iPhone 14 系列完成四个大机型的布局，即两款 Pro、两款标准版，迭代至 iPhone 16 系列，苹果已经较好地完成机型的布局。今年 iPhone 在苹果官网在售机型的数量达到 28 个，较去年同期的 25 个增加了 3 款（图表 30）。这更好地保障苹果在 429 美元至 1,599 美元价格段的产品布局和产品密度，也有助于帮助苹果巩固市场份额和抢夺高端手机细分需求。

在今年 9 月底的苹果供应链调研中，我们观察到当前果链对于客户的备货是符合预期的，大体稳定。我们预计今年下半年 iPhone 总出货量略有下降，这也大体符合目前市场看到的情况。

展望明年，市场预期明年上半年苹果新一代“SE”有望与市场见面，而明年下半年苹果有望推出一款“大改款”机型。同时，苹果的 AI，即 Apple Intelligence，有望持续在更多机型，更多国家和地区普及。因此，我们对于明年 iPhone 的销量，尤其是明年下半年的销量，保持相对乐观。

我们预计 iPhone 在 2024 年、2025 年的出货量有望分别达到 2.27 亿部、2.34 亿部，比较接近过去 2021 年、2023 年的 2.36 亿部、2.34 亿部的峰值。苹果手机出货量增长以及其中部分零部件的升级有望带动苹果供应链处于景气度上行阶段（图表 31）。苹果的增长红利也有望与供应链共享。

图表 30：苹果 iPhone 产品线和价格段比较：2024 年 vs 2023 年

2024				2023			
机型	存储	售价 (人民币)	售价 (美元)	机型	存储	售价 (人民币)	售价 (美元)
iPhone 16 Pro Max	1TB	13,999	1,599	iPhone 15 Pro Max	1TB	13,999	1,599
	512GB	11,999	1,399		512GB	11,999	1,399
	256GB	9,999	1,199		256GB	9,999	1,199
iPhone 16 Pro	1TB	12,999	1,499	iPhone 15 Pro	1TB	12,999	1,499
	512GB	10,999	1,299		512GB	10,999	1,299
	256GB	8,999	1,099		256GB	8,999	1,099
	128GB	7,999	999		128GB	7,999	999
iPhone 16 Plus	512GB	9,999	1,199	iPhone 15 Plus	512GB	9,999	1,199
	256GB	7,999	999		256GB	7,999	999
	128GB	6,999	899		128GB	6,999	899
iPhone 16	512GB	8,999	1,099	iPhone 15	512GB	8,999	1,099
	256GB	6,999	899		256GB	6,999	899
	128GB	5,999	799		128GB	5,999	799
iPhone 15 Plus	512GB	8,999	1,099	iPhone 14 Plus	512GB	8,999	1,099
	256GB	6,999	899		256GB	6,999	899
	128GB	5,999	799		128GB	5,999	799
iPhone 15	512GB	8,999	1,099	iPhone 14	512GB	8,399	999
	256GB	6,999	899		256GB	6,399	799
	128GB	5,999	799		128GB	5,399	699
iPhone 14 Plus	512GB	8,399	999	iPhone 13	512GB	7,699	899
	256GB	6,399	799		256GB	5,699	699
	128GB	5,399	699		128GB	4,699	599
iPhone 14	512GB	7,699	899	iPhone SE	256GB	4,699	579
	256GB	5,699	699		128GB	3,899	479
	128GB	4,699	599		64GB	3,499	429
iPhone SE	256GB	4,699	579				
	128GB	3,899	479				
	64GB	3,499	429				

资料来源：苹果官网、浦银国际

图表 31：iPhone16 新功能及受益方向

新功能	升级零部件	受益公司
Apple Intelligence 增强语音互动能力	麦克风	瑞声科技、歌尔股份
iPhone 16 Pro 系列摄像头升级至双 48MP、潜望镜 5 倍光学变焦	光学镜头	高伟电子、LG、水晶光电（潜望式微棱镜）
iPhone 16 系列采用新型电池，提升电池容量及能效，提升充电功率	钢壳电池	信维通信（钢壳）、ATL 新能源科技（电芯）、德赛电池/欣旺达/台湾新普（电池模组价值量提升）
更强劲的 AI 功能及电池需要散热升级	散热升级	领益智造（散热方案及电池结构件升级）、中石科技（石墨散热材料升级）
为节约内部空间，采用更多的 FPC 软板替换硬板 PCB	FPC 软板价值量提升	鹏鼎控股、东山精密
iPhone 16 Pro 系列屏幕尺寸提升	屏幕面板	三星、LG

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 32: iPhone Pro Max 系列配置比较

	2024	2023	2022
	iPhone 16 Pro Max	iPhone 15 Pro Max	iPhone 14 Pro Max
发布日期	10/9/2024	13/9/2023	8/9/2022
开售日期	20/9/2024	22/9/2023	16/9/2022
售价（美元）	1,199/1,399/1,599	1,199/1,399/1,599	1,099/1,199/1,399/1,599
售价（人民币）	9,999/11,999/13,999	9,999/11,999/13,999	8,999/9,899/11,699/13,499
存储	256GB/512GB/1TB	256GB/512GB/1TB	128GB/256GB/512GB/1TB
运行内存	8GB	8GB	6GB
处理器	A18 Pro	A17 Pro	A16
主频	4.04GHz	3.78GHz	3.46GHz
制程	3nm	3nm	4nm
屏幕	OLED	OLED	OLED
尺寸	6.9"	6.7"	6.7"
分辨率	2868 x 1320	2796 x 1290	2796 x 1290
刷新率	120Hz	120Hz	120Hz
摄像头			
后置	三摄	三摄	三摄
像素	48MP, 48MP, 12MP	48MP, 12MP, 12MP	48MP, 12MP, 12MP
光圈	f/1.78, f/2.2, f/2.8	f/1.78, f/2.2, f/2.8	f/1.78, f/2.2, f/2.8
光学变焦	5倍（放大）， 2倍（缩小）	5倍（放大）， 2倍（缩小）	3倍（放大）， 2倍（缩小）
防抖	第二代传感器位移式 与光学图像防抖	第二代传感器位移式 与光学图像防抖	第二代传感器位移式 与光学图像防抖
前置	12MP	12MP	12MP
电池容量	4,676mAh	4,422mAh	4,323mAh
视频播放（小时）	33	29	29
有线充电	20w	20w	20w
无线充电	15w	15w	15w
尺寸（mm）	163x77.6x8.25	159.9x76.7x8.25	160.7x77.6x7.85
重量	227g	221g	240g
颜色	黑色钛金属、白色钛金属、 原色钛金属、沙漠色钛金属	黑色钛金属、白色钛金属、 蓝色钛金属、原色钛金属	深空黑色、银色、金色、暗 紫色
通信技术	5G	5G	5G

机型图



注：“-”表示相关信息尚未公布
资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际

图表 33：iPhone Pro 系列配置比较

	2024	2023	2022
	iPhone 16 Pro	iPhone 15 Pro	iPhone 14 Pro
发布日期	10/9/2024	13/9/2023	8/9/2022
开售日期	20/9/2024	22/9/2023	16/9/2022
售价（美元）	999/1,099/1,299/1,499	999/1,099/1,299/1,499	999/1,099/1,299/1,499
售价（人民币）	7,999/8,999/10,999/12,999	7,999/8,999/10,999/12,999	7,999/8,899/10,699/12,499
存储	128GB/256GB/512GB/1TB	128GB/256GB/512GB/1TB	128GB/256GB/512GB/1TB
运行内存	8GB	8GB	6GB
处理器	A18 Pro	A17 Pro	A16
主频	4.04GHz	3.78GHz	3.46GHz
制程	3nm	3nm	4nm
屏幕	OLED	OLED	OLED
尺寸	6.3"	6.1"	6.1"
分辨率	2622 x 1206	2556 x 1179	2556 x 1179
刷新率	120Hz	120Hz	120Hz
摄像头			
后置	三摄	三摄	三摄
像素	48MP, 48MP, 12MP	48MP, 12MP, 12MP	48MP, 12MP, 12MP
光圈	f/1.78, f/2.2, f/2.8	f/1.78, f/2.2, f/2.8	f/1.78, f/2.2, f/2.8
光学变焦	5倍（放大）， 2倍（缩小）	3倍（放大）， 2倍（缩小）	3倍（放大）， 2倍（缩小）
防抖	第二代传感器位移式 与光学图像防抖	第二代传感器位移式 与光学图像防抖	第二代传感器位移式 与光学图像防抖
前置	12MP	12MP	12MP
电池容量	3,577mAh	3,274mAh	3,200mAh
视频播放（小时）	27	23	23
有线充电	20w	20w	20w
无线充电	15w	15w	15w
尺寸（mm）	149.6x71.5x8.25	146.6x70.6x8.25	147.5x71.5x7.85
重量	199g	187g	206g
颜色	黑色钛金属、白色钛金属、 原色钛金属、沙漠色钛金属	黑色钛金属、白色钛金属、 蓝色钛金属、原色钛金属	深空黑色、银色、金色、暗 紫色
通信技术	5G	5G	5G

机型图



注：“/”表示相关信息尚未公布
资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际

图表 34：iPhone 系列配置比较

	2024	2023	2022
	iPhone 16	iPhone 15	iPhone 14
发布日期	10/9/2024	13/9/2023	8/9/2022
开售日期	20/9/2024	22/9/2023	16/9/2022
售价（美元）	799/899/1,099	799/899/1,099	799/899/1,099
售价（人民币）	5,999/6,999/8,999	5,999/6,999/8,999	5,999/6,899/8,699
存储	128GB/256GB/512GB	128GB/256GB/512GB	128GB/256GB/512GB
运行内存	8GB	6GB	4GB
处理器	A18	A16	A15
主频	4.04GHz	3.46GHz	3.23GHz
制程	3nm	4nm	5nm
屏幕	OLED	OLED	OLED
尺寸	6.1"	6.1"	6.1"
分辨率	2556 x 1179	2556 x 1179	2532 x 1170
刷新率	60Hz	60Hz	60Hz
摄像头			
后置	双摄	双摄	双摄
像素	48MP, 12MP	48MP, 12MP	12MP, 12MP
光圈	f/1.6, f/2.2	f/1.6, f/2.4	f/1.5, f/2.4
光学变焦	2倍（放大）， 2倍（缩小）	2倍（放大）， 2倍（缩小）	2倍（缩小）
防抖	传感器位移式 光学图像防抖	传感器位移式 光学图像防抖	传感器位移式 光学图像防抖
前置	12MP	12MP	12MP
电池容量	3,561mAh	3,349mAh	3,279mAh
视频播放（小时）	22	20	20
有线充电	20w	20w	20w
无线充电	15w	15w	15w
尺寸（mm）	147.6x71.6x7.8	147.6x71.6x7.80	146.7x71.5x7.80
重量	170g	171g	172g
颜色	黑色、白色、粉色、深青色、 群青色	黑色、蓝色、绿色、黄色、 粉色	午夜色、紫色、星光色、红 色、蓝色
通信技术	5G	5G	5G

机型图



注：“-”表示相关信息尚未公布

资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际

图表 35：iPhone Plus 系列配置比较

	2024	2023	2022
	iPhone 16 Plus	iPhone 15 Plus	iPhone 14 Plus
发布日期	10/9/2024	13/9/2023	8/9/2022
开售日期	20/9/2024	22/9/2023	7/10/2022
售价（美元）	899/999/1,199	899/999/1,199	899/999/1,199
售价（人民币）	6,999/7,999/9,999	6,999/7,999/9,999	6,999/7,899/9,699
存储	128GB/256GB/512GB	128GB/256GB/512GB	128GB/256GB/512GB
运行内存	8GB	6GB	6GB
处理器	A18	A16	A15
主频	4.04GHz	3.46GHz	3.23GHz
制程	3nm	4nm	5nm
屏幕	OLED	OLED	OLED
尺寸	6.7"	6.7"	6.7"
分辨率	2796 x 1290	2796 x 1290	2778 x 1284
刷新率	60Hz	60Hz	60Hz
摄像头			
后置	双摄	双摄	双摄
像素	48MP, 12MP	48MP, 12MP	12MP, 12MP
光圈	f/1.6, f/2.2	f/1.6, f/2.4	f/1.5, f/2.4
光学变焦	2倍（放大）， 2倍（缩小）	2倍（放大）， 2倍（缩小）	2倍（缩小）
防抖	传感器位移式 光学图像防抖	传感器位移式 光学图像防抖	传感器位移式 光学图像防抖
前置	12MP	12MP	12MP
电池容量	4,006mAh	4,383mAh	4,325mAh
视频播放（小时）	27	26	26
有线充电	20w	20w	20w
无线充电	15w	15w	15w
尺寸（mm）	160.9x77.8x7.8	160.9x77.8x7.80	160.8x78.1x7.80
重量	199g	201g	203g
颜色	黑色、白色、粉色、深青色、群青色	黑色、蓝色、绿色、黄色、粉色	午夜色、紫色、星光色、红色、蓝色
通信技术	5G	5G	5G

机型图



注：“/”表示相关信息尚未公布
资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际

苹果在比较早期的阶段就接入自研手机 SoC，并且借助自研芯片的能力保持其 iPhone 的性能优势，保障功能的快速落地。自研芯片也是其硬件产品毛利率的保障。

在 iPhone 4 上面首次使用了自研的 A 系列处理器。苹果初代 A4 处理器使用 ARM 架构，而 A5 是苹果第一款双核芯片。A6 延续双核，由于采用了独特架构，在跑分上好于多款同期 4 核处理器。早期苹果芯片由三星代工。从 A7 开始，苹果转向台积电代工，在 A10 后由台积电独供。从 2020 年开始，A14 系列芯片就比较注重 AI 算力的提升（图表 37）。

根据公开信息，高通骁龙 8 Gen 4 的价格可能会达到 250 美元，较上一代 8 Gen 3 涨幅达到 25%。相比安卓手机品牌购买高通旗舰芯片所要支付的成本，苹果自研芯片成本具备优势。为了提供足够的 AI 算力以支撑端侧模型的需求，AI 时代手机 SoC 的 AI 性能将不断提升，最新的端侧 AI 算力芯片成本还有可能继续上升。

苹果自身的芯片自研能力，不仅仅可以支撑自身 AI 算力的需求，也可以最大程度节省成本。我们认为，iPhone 销售均价有望跟随市场持续提升，但成本相对可控，因而苹果手机毛利率具备上行的空间。

图表 36：苹果 A18 Pro 及其他新一代旗舰 SoC 性能对比

	联发科天玑 9400	高通骁龙 8 Gen 4	苹果 A18 Pro
发布时间	2024.10	预计 2024.10	2024.9
制程(nm)	3	3	3
NPU 算力 (TOPS)	-	-	35
CPU 主频 (GHz)	3.63	4.32	4.04

资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 37：苹果各代际 A 系列手机芯片及性能

A 系列	发布年份	代工厂	主要应用机型	核心参数			
				晶体管数量 (亿颗)	半导体制程 (纳米)	CPU 主频 (GHz)	NPU (TOPS)
A4	2010	三星	iPhone 4	-	45	0.8-1.0GHz	-
A5	2011	三星	iPhone 4s	-	32-45	0.8-1.0GHz	-
A5X	2012	三星	iPad 第三代	-	45	1.0GHz	-
A6	2012	三星	iPhone 5/5c	-	32	1.3GHz	-
A6X	2012	三星	iPad 第四代	-	32	1.4GHz	-
A7	2013	三星/台积电	iPhone 5s	10	28	1.3-1.4GHz	-
A8	2014	三星/台积电	iPhone 6/6 Plus	20	20	1.1-1.5GHz	-
A8X	2014	三星/台积电	iPad Air2	30	20	1.5GHz	-
A9	2015	三星/台积电	iPhone 6s/6s Plus/SE	20	14-16 (FinFET)	1.85GHz	-
A9X	2015	三星/台积电	iPad Pro	30	16 (FinFET)	2.16- 2.26GHz	-
A10 Fusion	2016	台积电	iPhone 7/7 Plus	33	16 (FinFET)	2.34GHz	-
A10X Fusion	2017	台积电	iPad Pro	40	10 (FinFET)	2.36GHz	-
A11 Bionic	2017	台积电	iPhone 8/8 Plus/X	43	10 (FinFET)	2.39GHz	-
A12 Bionic	2018	台积电	iPhone XS/XS Max/XR	69	7 (FinFET)	2.49GHz	-
A12X/Z Bionic	2018	台积电	iPad Pro	100	7 (FinFET)	2.49GHz	-
A13 Bionic	2019	台积电	iPhone 11 全系列	85	7 (FinFET)	2.65GHz	-
A14 Bionic	2020	台积电	iPhone 12 全系列	118	5 (FinFET)	2.99GHz	11
A15 Bionic	2021	台积电	iPhone 13 全系列 iPhone 14 系列	150	5 (FinFET)	2.93- 3.23GHz	15.8
A16 Bionic	2022	台积电	iPhone 14 Pro iPhone 15 系列	160	N4	3.46GHz	17
A17 Pro	2023	台积电	iPhone 15 Pro iPhone 15 Pro Max	190	N3	3.78GHz	35
A18	2024	台积电	iPhone 16/16 Plus	-	N3E/N3P	4.04GHz	-
A18 Pro	2024	台积电	iPhone 16 Pro iPhone 16 Pro Max	-	N3E/N3P	4.04GHz	35

注：“-”表明未找到相关资料；

资料来源：苹果、公开资料、浦银国际整理

苹果具备强大的供应链管理能力和保障新机型上市之后的供货安全，也可以优化 iPhone 的硬件成本，从而支撑毛利率的扩张。

基于中国大陆的电子制造优势，苹果通过调整供应商厂商，从而不断优化供应链成本。以苹果的 iPhone 组装为例。2020 年及以前，iPhone 组装全部由台系工厂完成。2021 年，立讯精密收购纬创中国大陆地区 iPhone 组装业务，进入了苹果组装链条。自此，立讯精密在苹果组装的份额开始增长，台系厂商份额开始下滑。2024 年，立讯精密又收购和硕中国大陆地区 iPhone 组装业务。根据新闻报道，2024 年将有 40% 左右的 iPhone 16 系列手机在立讯精密完成。

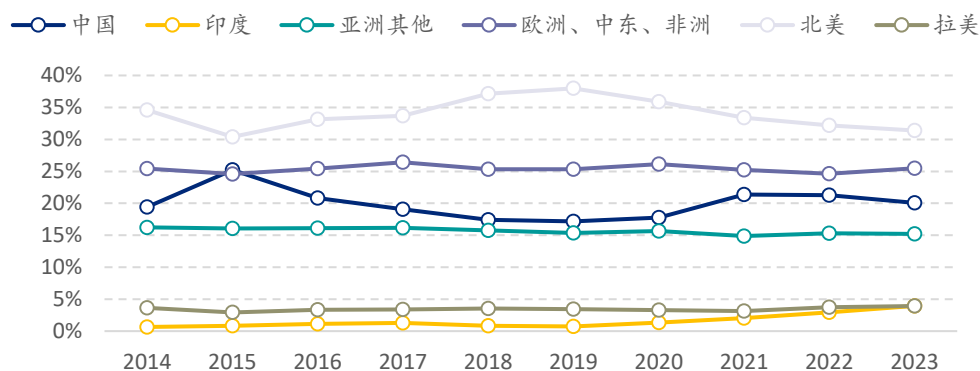
为减少地缘风险对于自身业务的影响，苹果打造海外供应链体系。2022 年末，苹果开始将 iPhone 的组装业务向印度迁移，并计划于 2025 年将全球 25% 的 iPhone 在印度组装。而且，借助印度公司 Tata 集团收购纬创、和硕印度组装厂，苹果进一步加深印度本土化厂商在苹果组装产业链的参与度。苹果选取印度作为其第三大组装地区，主要是考虑到印度庞大的潜在用户、本土组装减少高额关税和大量的廉价劳动力。印度在 2023 年贡献 iPhone 的整体出货量 3.9%（图表 38），较 2019 年的 0.7% 显著提升。

进一步看，苹果的供应链保障其创新能力。

在上文提到的，iPhone 16 系列中（图表 31）的摄像头、电池等零部件均有升级，以增强摄影、续航等功能，从而实现用户体验的改善。对于这些局部的创新，苹果需要来自于供应链共同的投入和配合，从而实现创新的落地和大规模的量产。

目前，得益于中国的工程师红利，大量的零部件供应商有能力为苹果提供技术创新和新品量产落地。这对于以产品为驱动力的苹果来讲至关重要。因此，我们预期在未来较长的时间内，中国大陆仍然是苹果最重要的组装基地和新品上量的大本营。

图表 38：iPhone 销量拆分-按地区



资料来源：IDC、浦银国际整理

图表 39：iPhone 组装份额变迁

国家/地区	公司名称	2020	2021	2022	2023	2024
		iPhone 12 系列	iPhone 13 系列	iPhone 14 系列	iPhone 15 系列	iPhone 16 系列
中国台湾	富士康	65%	60%	60%	60%	55%
中国台湾	纬创	5%	3%	3%	0%	0%
中国台湾	和硕	30%	27%	20%	20%	0%
中国大陆	立讯	0%	10%	17%	17%	40%
印度	Tata	0%	0%	0%	3%	5%

资料来源：公开资料、浦银国际估算

图表 40：苹果在印度的组装厂份额拆分

苹果印度组装厂	2022	2023
全球总份额占比	5%	13%
富士康	66%	66%
纬创	17%	0%
和硕	17%	17%
Tata	0%	17%
合计	100%	100%

资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 41：iPhone 组装变迁历程

时间	重要事件
2020	2020 年及以前，iPhone 组装全部由台系工厂完成
2021	立讯收购纬创中国大陆地区 iPhone 组装业务
2022	2022 年末，苹果开始在印度进行 iPhone 组装
2023	Tata 收购纬创印度地区 iPhone 组装业务
2024	立讯收购和硕中国大陆地区 iPhone 组装业务
2024	Tata 收购和硕印度地区 iPhone 组装业务
2024	印度首次组装 iPhone Pro 系列
2025E	苹果计划全球 25% 的 iPhone 在印度组装

资料来源：公开资料、浦银国际整理

硬件品类扩张，捕捉潜在科技浪潮机遇

借助 iPhone 带来的巨大用户体量，苹果还成功打造 iPad、Mac、可穿戴设备及家居配件（如 AirPods）等硬件产品，这些硬件产品分别贡献苹果约 10% 的收入，合计贡献苹果约 30% 的收入。这些 iPhone 周边硬件产品已经成为苹果业务增长的重点部分。

1984 年苹果推出个人电脑 Macintosh，1994 年苹果推出第一台基于 PowerPC 架构的个人电脑。2001 年苹果首次推出 iPod。2006 年苹果推出 MacBook Pro。2008 年苹果推出 MacBook Air。2009 年苹果推出 iPad。2014 年苹果推出 Apple Watch。2016 年苹果推出 AirPods。2023 年新一代计算平台 Apple Vision Pro 正式发布。

这些硬件产品大都具备创造新行业、引领新行业的特质，主要得益于苹果的产品驱动力。新的硬件产品的发展支撑苹果业务的稳定扩张，并保障苹果可享受参与潜在的技术变革带来的红利。

在今年秋季发布会上，苹果也发布了新一代的 AirPods 和 Apple Watch。

AirPods 4（图表 42）分为标准版和支持主动降噪版本，售价分别为人民币 999 及 1,399 元。AirPods 4 搭载 H2 芯片，新加入了头部动作识别功能，用户可以通过点头来接听电话，摇头来挂断电话。主动降噪版本结合 AI 功能，能够识别环境变化、佩戴者是否在对话中，自动开启或关闭降噪功能。此前具备主动降噪功能的入耳式 AirPods-Pro 2 售价为 1,899 元，当前新发布的 AirPods 4 支持主动降噪款售价为 1,399 元，便宜了近 30%，同时结合 AI 具备更好的使用体验，有望带动 AirPods 换新浪潮并同时吸引更多新用户。

Apple Watch 10（图表 43）搭载 S10 芯片、有更大的显示面积、有倾斜亮度提升功能，较 Apple Watch 9 减重了 10%，充电更快。更多的传感器及 AI 功能使得 Apple Watch 10 具备了更强的健康监测功能，如监测睡眠呼吸暂停、心脏房颤提醒等。

从更长期的维度看，苹果有望将其 AI 能力向 iPhone 以外的电子终端普及，包括但不限于笔记本电脑、手表、耳机等。从我们与供应链交流的反馈来看，XR 等智能眼镜类产品有望与当前 AI 大模型有较好的结合和应用。我们也对围绕 iPhone 的周边硬件的 AI 生态体系保持较为乐观的判断。

图表 42: AirPods 配置比较

	AirPods 4	AirPods 4（支持主动降噪）	AirPods Pro 2	AirPods 3
发布日期	20/9/2024	20/9/2024	8/9/2022	19/10/2021
起售价（美元）	129	179	249	179
起售价（人民币）	999	1,399	1,899	1,399
聆听时间(小时)				
单次充电	5	5	6	6
搭配充电盒	30	30	30	30
重量				
每只耳机	4.3g	4.3g	5.3g	4.28g
充电盒	32.3g	32.3g	50.8g	37.91g
尺寸（毫米）				
每只耳机	30.2*18.3*18.1	30.2*18.3*18.1	30.9*21.8*24.0	30.8*18.3*19.2
充电盒	46.2*50.1*21.2	46.2*50.1*21.2	45.2*60.6*21.7	46.4*54.4*21.4
特性				
主动降噪	-	支持	支持(效果最高提升至 2 倍)	-
对话感知	-	支持	支持	-
其他功能	-	-	降低高音量、对话增强、背景音	-
抗汗抗水	IP54	IP54	IPX4	IPX4
芯片	H2	H2	H2	H1
机型图				

注：“-”表示相关信息尚未公布
资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际

图表 43: Apple Watch 配置比较

	Apple Watch 10	Apple Watch Ultra	Apple Watch SE2
发布日期	11/9/2024	8/9/2022	8/9/2022
开售日期	20/9/2024	23/9/2022	16/9/2022
起售价 (美元)	399/699	799	249/299
起售价 (人民币)	2999/5799	6,299	1,999/2,399
尺寸	42mm/46mm	49mm	40mm/44mm
芯片	四核 S10 SiP 芯片	双核 S8 SiP 芯片	双核 S8 SiP 芯片
存储	64GB	32GB	32GB
其他芯片	U2 超宽频芯片	U1 超宽频芯片	W3 无线芯片
屏幕	LTPO3 OLED	LTPO OLED	LTPO OLED
分辨率	374x446/416x496	401x502	324x394/368x448
显示面积 (平方毫米)	989/1,220	1,164	759/977
健康功能	血氧 移动心电图房颤提示软件 经期跟踪, 支持回推估算排卵日 心率过高或过低时的预警提示 心律不齐提示用药 正念, 支持心理状态跟踪	血氧 心率过高或过低时的预警 有氧适能通知 经期跟踪, 支持回推估算排卵日 体温感应	心率过高或过低时的预警通知 经期跟踪
传感器	电极式心率传感器 第三代光学心率传感器 体温传感器1 血氧传感器 指南针 全天候高度计 高 g 值加速感应器 高动态范围陀螺仪 环境光传感器 深度计 水温传感器	深度计 (精度为 ±1 米) 水温传感器 体温感应 血氧传感器和血氧 app 第三代光学心率传感器 心率过高或过低时的预警通知 指南针 全天候高度计	第三代光学心率传感器
蜂窝版本通信技术	5G	5G	5G
材质	铝/钛金属	钛金属	铝
颜色	铝: 银色、玫瑰金色、亮黑色 钛: 原色、金色、石板色	钛金属原色	铝: 午夜、星光、银
机型图			

注: “-”表示相关信息尚未公布

资料来源: 苹果官网、公开资料、浦银国际

苹果自研芯片是推动终端产品升级的重要因素。发布于 2010 年的 A4 芯片，是苹果的第一颗自研手机 SoC 芯片，应用于 iPhone 4 和 iPad 等产品上。2021 年，苹果已将自家最重要的 A 系列芯片迭代至 A18。从 A7 到 A17 Pro，SoC 的晶体管的数量从 10 亿攀升至 190 亿（图表 37）。

而且，近几年苹果也在逐步将自身在 A 系列芯片设计的能力向其他硬件产品芯片迁移。例如，2020 年，在 MacBook 产品中，苹果就开始用自研的性能更加强大的 Mac 系列的芯片替换原来的英特尔芯片。其 M 系列芯片在今年更新迭代到第四代 M4(图表 44), AI 算力得到大幅提升。其他硬件产品，如手表、无线耳机等，也都采用了苹果自研的芯片。

苹果的芯片与硬件产品相互支撑，构成强劲的产品力平台。由于苹果自身硬件产品销量基数较大，足够支撑并有效摊薄其芯片的持续研发投入。而自研芯片反过来可以支撑苹果的产品力，打造差异化，并确保各类产品在竞争中保持性能领先，从而推升销量。

图表 44：苹果各代际 M 系列电脑/平板芯片

	M4	M1	M2	M3
发布日期	2024 年 5 月 7 日	2020 年 11 月 11 日	2022 年 6 月 7 日	2023 年 10 月 31 日
晶体管数量	280 亿	160 亿	200 亿	250 亿
制程工艺	台积电 N3B	台积电 N5	台积电 N5P	台积电 N3B
CPU 性能	4.4GHz 10 核	3.2GHz 8 核	3.5GHz 8 核	4.1GHz 8 核
GPU 性能	10 核	7/8 核 (2.6TFLOPS)	8/10 核 (3.6TFLOPS)	8/10 核
NPU 性能	16 核 (38TOPS)	16 核 (11TOPS)	16 核 (15.8TOPS)	16 核 (18TOPS)
内存带宽	120GB/s	68.25GB/s	100GB/s	100GB/s
应用机型	24 年 iPad Pro、预计 24 年 11 月推出 MacBook Pro	20 年 Macbook Pro、20 年 Macbook Air、21 年 iPad Pro	22 年 Macbook Pro、22 年 Macbook Air、22 年 iPad Pro	23 年 Macbook Pro、24 年 Macbook Air

资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际整理

图表 45：苹果 M4 及 A18 Pro 芯片性能对比

	M4	A18 Pro
发布日期	2024 年 5 月	2024 年 9 月
晶体管数量	280 亿	-
制程工艺	台积电 N3B	台积电 N3P
CPU 性能	4.4GHz	4.04GHz
	10 核	6 核
GPU 性能	10 核	6 核
NPU 性能	16 核（38TOPS）	16 核（35TOPS）
内存带宽	120GB/s	7500 Mb/s

资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际整理

图表 46：品牌旗舰笔记本电脑芯片的 AI 性能对比

芯片公司	型号	NPU 算力（TOPS）
英特尔	Meteor Lake	11
	Lunar Lake	45
AMD	Hawk point	16
高通	高通骁龙 8cx Gen 3	29
	高通骁龙 X Elite	45
苹果	M3	18
	M4	38

资料来源：公开资料、浦银国际整理

服务收入逐年增长，有望容纳 AI 业态增量

苹果的服务收入主要来自订阅服务、AppleCare、广告收入和手续费收入。订阅服务主要包括 iCloud、Apple Music、Apple TV 等订阅服务。AppleCare 主要包含售后服务。广告收入主要来自苹果搜索引擎及 App Store。谷歌和苹果自 2002 年起开始合作，为确保苹果将其列为默认搜索引擎，2005 年起谷歌签订协议将一定比例的广告收入分给苹果。手续费收入方面，用户在 App Store 中购买应用或者在 App 内部购买数字商品或服务时，苹果会抽取 15%-30% 的抽成。

苹果的这些服务性收入主要基于其自身的硬件产品上构建的软件和系统生态。其中最典型的就是应用于手机等多个终端的 iOS 系统。2014 年至今，iOS 维持每年更新的节奏，不断完善，添加了许多的重要功能。其中重点功能包括 Apple Pay、Apple Touch、ARKit、锁屏页面定制、灵动岛等等。iOS 18 围绕 AI 集成进行了更新，包括照片按主题分类、游戏模式增强游戏体验、智能家居连接访客权限、笔记整理等等。iOS 系统增加用户对于手机等硬件产品的粘性，同时也提供服务收入的基础。

2023 财年苹果服务收入达到 852 亿美元的新高，占整体收入比例为 22%。2015 财年至 2023 财年期间的复合增长率高达 20%，远超同期硬件收入增长。

一方面，苹果拥有比较庞大的用户基数。iPhone 用户数量保持稳定增长，在 2023 年已经达到 13.8 亿（图表 47）。2015 年，苹果活跃设备（包括 iPhone、iPad、Mac、Apple Watch、Apple TV 等所有硬件设备）首次超过 10 亿大关；2024 年 2 月，苹果在业绩会中表示其活跃设备突破 22 亿大关，期间复合增长率达到 10%。

另一方面，苹果 iPhone 在高端客群中较高的市占率、不断增长的优质存量用户，拉动苹果 ARPU 及营收快速增长。苹果的服务业 ARPU（Average price per user）收入由 2015 财年的人均 20 美元增长至 2023 财年的人均 39 美元，期间复合增长率近 9%。

我们认为苹果的 ARPU 增长主要来自于：1) C 端用户付费能力和意愿较强。2023 年苹果在全球单价 5,000 元以上智能手机出货量占比超过 70%，在北美发达市场整体市占率接近 53%。苹果用户客单价较高、服务付费意愿更强，驱动订阅服务客单价增长。2) 苹果借助 iPhone 的市场地位对于 B 端的溢价能力较强。例如，苹果在和 App 收取广告费用及手续费时就拥有较强的话语权。

近几年，欧美的反垄断倾向可能会影响苹果的服务业务收入。在今年 1 月，为配合欧盟《数字市场法案》，苹果宣布将在欧盟地区允许其他企业在 iOS 系统上建立第三方应用商店，但开发者需要接受新条款。新条款中苹果 App Store 佣金比例由 30% 降低至 17%，中小开发者佣金比例由 15% 下降至 10%，

但是对于 100 万次下载量以上的 App，将会对每次下载收取额外的 0.5 欧元的核心技术费，对于较大型的开发者来说，在 iOS 系统上使用第三方应用商店反而会增加成本。

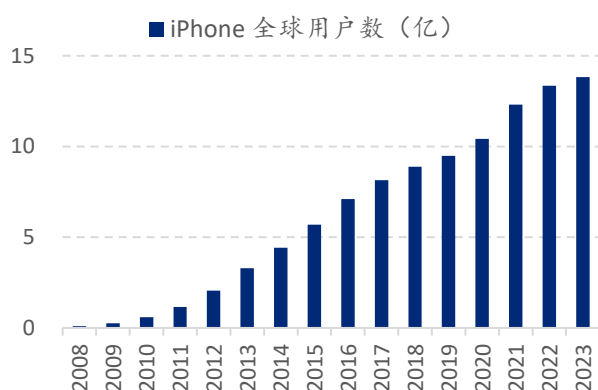
2020 年，美国司法部指控谷歌通过给苹果、三星等公司支付巨额资金成为其浏览器默认选项，来非法巩固自己的市场地位。2024 年 8 月，谷歌在反垄断案中败诉，谷歌表示将对此裁决提出上诉。根据美国哥伦比亚特区地方法院裁决书，2022 年谷歌向苹果支付了约 200 亿美元。

我们认为，从长期来看，苹果服务业务营收增长的核心动能在于其不断扩大的优质活跃用户群以及其为苹果带来的强大话语权。因此，我们认为苹果服务业务长期不改增长势头。

进一步看，苹果的软件服务生态闭环很有可能是本轮生成式 AI 落地端侧并形成商业闭环的最有利应用场景。除了苹果自身在芯片、产品、生态的支持，苹果在这个过程中可以较好地链接厂商供应端和消费者的需求端。借助苹果的生态，AI 大模型厂商可以尽快将自身产品触达客户，而消费者则在可以使用过程中提供一手的体验反馈，反向促进 AI 功能的改善。

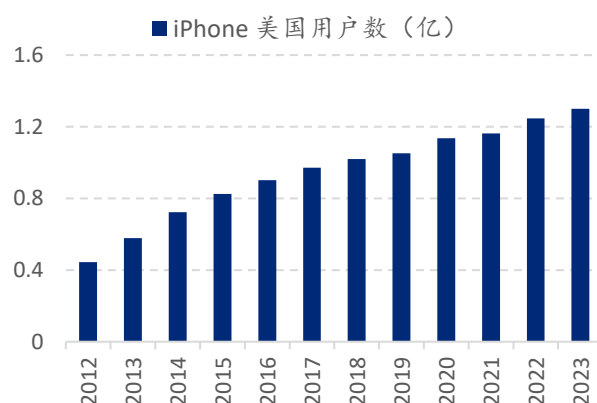
在这个生态闭环中，苹果有机会同时向 B 端的 AI 模型供应商和 C 端消费者收取费用，促进 AI 商业落地。我们看到苹果生态对于端侧 AI 大模型、云侧 AI 大模型，甚至未来潜在更多的垂直行业领域的细分 AI 大模型都可以做到较好支撑。

图表 47：2023 年 iPhone 全球用户数量约 14 亿



资料来源：Statista、浦银国际

图表 48：2023 年 iPhone 美国用户数量约 1.3 亿



资料来源：Statista、浦银国际

图表 49: iOS 18 新功能

iOS 18 新功能	
主屏幕	个性化自定义主屏幕，App 图标换新颜
控制中心	控制中心大升级，所有控制项都在资源库里集中展示
照片	实用的主题分类浏览，按喜好自定义照片集
信息	定时发送，可以收发 RCS 信息（比如语音信息）
密码 App	各种密码、验证码和安全提示，全都安全存储在密码 App 中
地图	保存徒步路线以备离线使用
游戏模式	游戏模式会尽量减少后台的其他活动，长时间连续游戏始终能保持高帧率
钱包	自带全新活动指南
备忘录	可通过折叠章节、只显示标题的方式来简化排版和隐藏内文，整理篇幅较长的笔记
手记	手记 App 中可加入用户的心理状态、目标进度分析一目了然
家庭 App	和智能家居连接可为访客设定权限，管理他们进入用户住处的方式和时间

资料来源：苹果官网、浦银国际整理

图表 50: iOS 历代功能更新

	iOS 代际	主要新增功能
2014	iOS 8	Apple Pay 支付服务、连续互通、第三方输入法支持、以及新的健康应用等
2015	iOS 9	加入了 3D Touch 、护眼模式、实况照片等，原生地图支持公交查询
2016	iOS 10	Messages 应用的动画效果，Live Photos 编辑和 Memories 功能，Home 应用控制智能家居
2017	iOS 11	ARKit 首次亮相，推动了增强现实应用的发展
2018	iOS 12	重点在运行效率提升上
2019	iOS 13	支持夜间模式
2020	iOS 14	加强个性化和信息展示，App Library 自动整理应用，增强的 Siri、来电显示和翻译功能
2021	iOS 15	FaceTime 的 SharePlay 功能，Focus 模式帮助用户集中注意力，隐私报告和 Safari 扩展功能
2022	iOS 16	锁屏界面深度定制，Messages 应用的编辑和撤销发送功能，实况文本和视觉查找功能
2023	iOS 17	优化隐私保护、性能和用户体验。灵动岛再度升级，控制中心设计大改
2024	iOS 18	强调 AI 功能的集成，支持 RCS 消息服务，提升游戏体验

资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际整理

财务预测与估值

财务分析与预测

图表 51：苹果财务模型主要假设

苹果主要预测	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
智能手机数据					
全球智能手机销量（百万台）	1,273	1,141	1,225	1,209	1,243
苹果市占率	19%	20%	19%	19%	19%
苹果手机销量（百万台）	239	226	232	227	234
苹果手机平均销售单价（美元）	859	887	855	897	942
营业收入（百万美元）					
产品收入	316,199	298,085	290,324	314,330	330,909
服务收入	78,129	85,200	96,189	107,231	119,581
合计	394,328	383,285	386,513	421,561	450,491
营收增速					
产品收入	6.3%	-5.7%	-2.6%	8.3%	5.3%
服务收入	14.2%	9.1%	12.9%	11.5%	11.5%
合计	7.8%	-2.8%	0.8%	9.1%	6.9%
毛利率					
产品收入	36%	37%	37%	37%	37%
服务收入	72%	71%	73%	73%	74%
合计	43%	44%	46%	46%	47%

注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司公告、浦银国际

估值：首予“买入”评级，目标价 264.9 美元

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法对苹果进行估值。我们假设苹果 2029 财年到 2033 财年的成长率为 7%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）为 7.4%。其他基本假设可以参考下方两个表格。基于以上，我们得到苹果目标价 264.9 美元，对应 2025 财年目标市盈率 36x。目前公司正处于端侧 AI 带来的新一轮上升周期起点，估值有望维持高位。首予“买入”评级，目标价潜在升幅 19.5%。

图表 52：苹果 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.1	债务成本	7.1%
无风险利率	3.8%	债务股本比	64.1%
股权风险溢价	5.6%	所得税率	16.3%
股本成本	10.1%	WACC	7.4%

注：WACC，Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本；资料来源：浦银国际预测

图表 53：苹果自由现金流预测

（美元百万）	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2029E	FY2030E	FY2031E	FY2032E	FY2033E	FY2034 往后
营业收入	386,513	421,561	450,491	486,531	518,931	555,256	594,124	635,713	680,213	727,827	
营收增速	1%	9%	7%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	
经营利润	121,633	133,528	146,041	182,081	191,845	206,385	222,020	238,833	256,911	276,351	
经营利润率	31.5%	31.7%	32.4%	37.4%	37.0%	37.2%	37.4%	37.6%	37.8%	38.0%	
加：折旧及摊销	11,519	11,519	11,519	11,519	11,519	12,325	13,188	14,111	15,099	16,156	
EBITDA	133,152	145,047	157,560	193,600	203,364	218,710	235,208	252,944	272,010	292,507	
EBITDA 率	34.4%	34.4%	35.0%	39.8%	39.2%	39.4%	39.6%	39.8%	40.0%	40.2%	
所得税率	16.0%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	
资本支出	(11,051)	(12,053)	(11,593)	(11,268)	(10,816)	(11,574)	(12,384)	(13,251)	(14,178)	(15,171)	
资本支出率	2.9%	2.9%	2.6%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	
净营运资本变动	(2,258)	(2,188)	1,653	(4,258)	2,709	4,348	6,978	7,467	7,989	8,549	
自由现金流	100,429	108,978	123,748	148,310	163,896	177,747	193,510	208,119	223,826	240,711	5,990,448
永续增长率											3.0%

资料来源：浦银国际预测

图表 54：苹果 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 （百万美元）	净现金 （百万）	权益价值 （百万）	股数（百万）	每股价值（美元）
7.4%	4,100,325	(72,847)	4,027,478	15,204	264.9

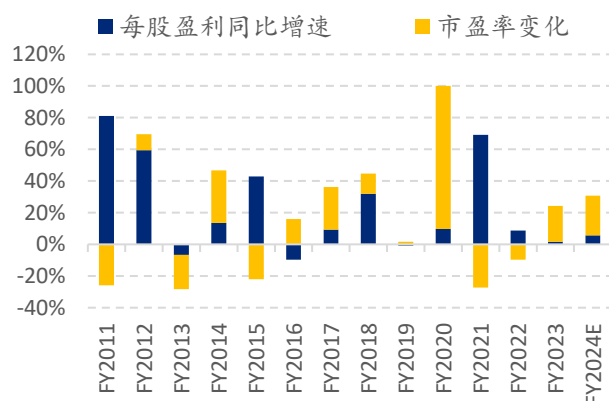
资料来源：浦银国际预测

拆解苹果 2011 年至今的股价，股价变化主要由于每股盈利和市盈率变化的共同作用，但是不同时间段的影响程度不同。在苹果几轮大的 iPhone 销售周期 2011、2012、2015 和 2021 年中，每股盈利驱动占了主导。但是，2016-2020、2023-2024 年间，主要受益于市盈率的提升。

2017 年 4 月，特朗普政府通过税收优惠法案，回流美国的资金获得大额税收减免，大量资金流回美国国内。2018 年，苹果大幅加码股票回购计划，FY2018 股票回购金额达到 700 多亿美元。2020 年由于疫情影响，全球央行开启降息周期，苹果估值显著抬升。同年 8 月，苹果进行了 1:4 拆股。这些有利的非经营因素促进苹果市盈率由 2017 年的 15.2x 上涨至 2024 年的 33.4x。

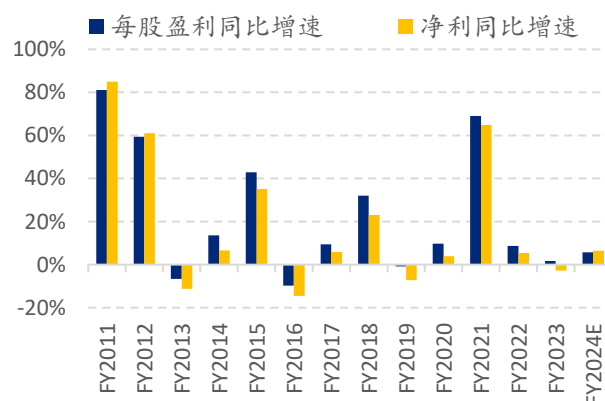
同时，由于多次回购，苹果 2018 年至今的每股盈利增速好于净利润增速，期间每股盈利平均增速为 18%，净利平均增速为 13%。

图表 55：苹果股价变化拆分



资料来源：Wind、浦银国际

图表 56：2014 年开启回购后苹果每股盈利（EPS）同比增速好于净利润



资料来源：Wind、浦银国际

图表 57：苹果市盈率估值 (x)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 58：浦银国际目标价：苹果 (AAPL.US)

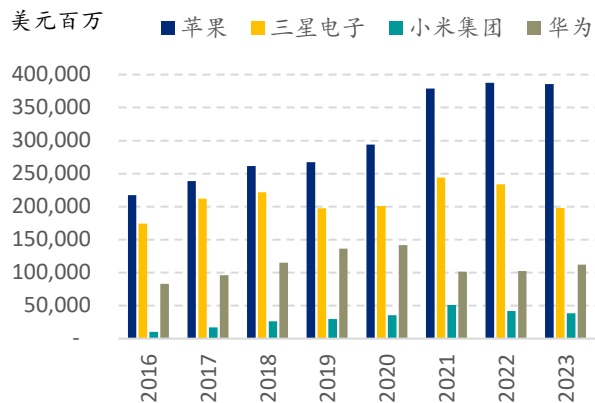


注：截至 2024 年 10 月 7 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

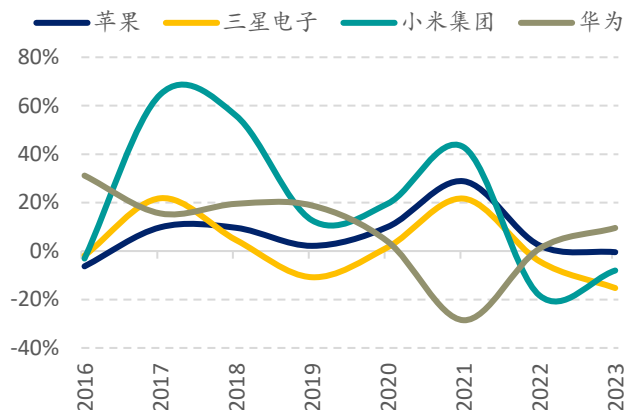
可比公司财务比较

图表 59：主要玩家营收规模对比



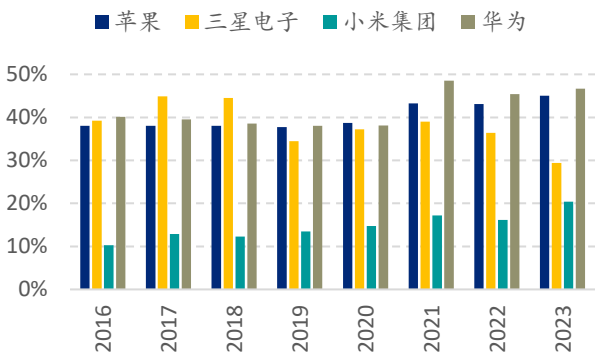
注：采用日历年；资料来源：公司财报、Factset、浦银国际

图表 60：主要玩家营收增速对比



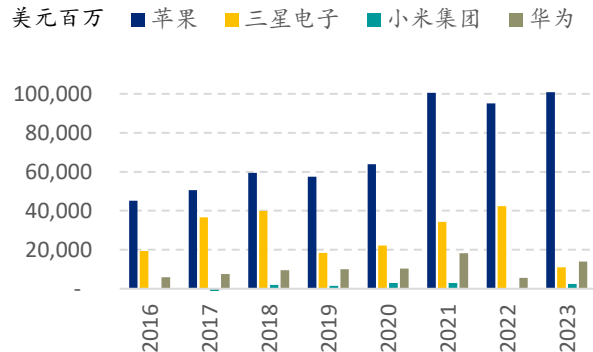
注：采用日历年；资料来源：公司财报、Factset、浦银国际

图表 61：主要玩家综合毛利率对比



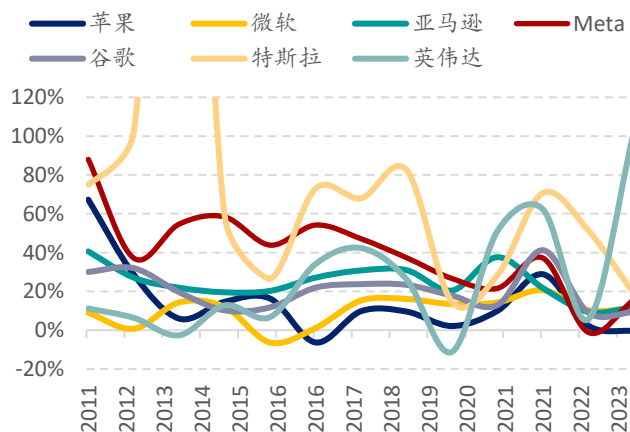
注：采用日历年；资料来源：公司财报、Factset、浦银国际

图表 62：主要玩家净利润对比



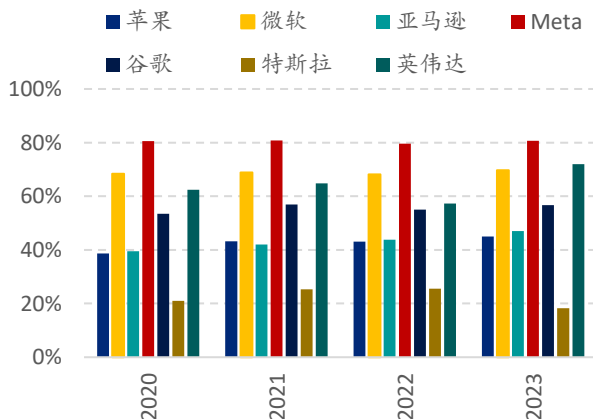
注：采用日历年；资料来源：公司财报、Factset、浦银国际

图表 63：美国 M7 营收同比增速对比



注：采用日历年；资料来源：公司财报、Factset、浦银国际

图表 64：美国 M7 毛利率对比



注：采用日历年；资料来源：公司财报、Factset、浦银国际

图表 65：苹果可比公司估值

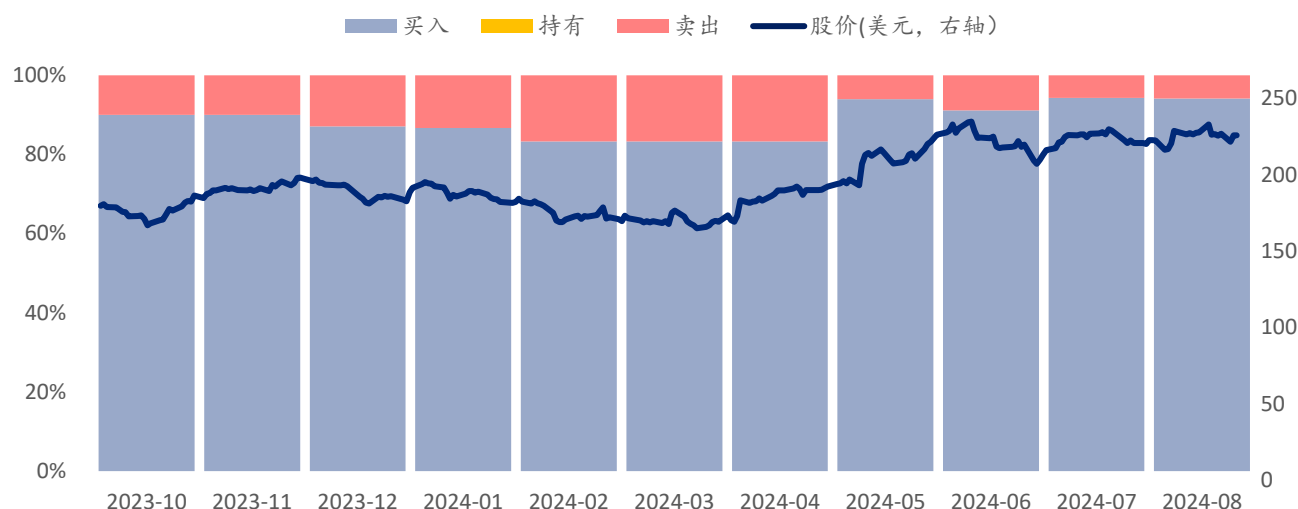
股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今(%)	EPS同比增长			P/E (市盈率)			P/S (市销率)			P/B (市净率)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
手机品牌																
AAPL US Equity	苹果	3,370,605	221.7	15%	10%	11%	6%	33.1	29.8	28.0	8.6	8.0	7.4	53.7	41.8	22.3
1810 HK Equity	小米	83,045	25.9	66%	20%	(84%)	19%	25.0	22.1	18.5	1.6	1.4	1.2	2.9	2.6	2.3
005930 KS Equity	三星	270,879	61,000.0	(22%)	234%	(100%)	14%	10.9	8.5	7.4	1.2	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
688036 CH Equity	传音控股	19,017	118.8	20%	8%	(83%)	18%	23.2	19.7	16.7	1.8	1.6	1.4	6.3	5.1	4.1
平均																
美国 M7																
AAPL US Equity	苹果	3,370,605	221.7	15%	10%	11%	6%	33.1	29.8	28.0	8.6	8.0	7.4	53.7	41.8	22.3
NVDA US Equity	英伟达	3,132,972	127.7	158%	278%	128%	43%	102.9	45.1	31.6	52.8	25.0	17.4	72.6	33.1	17.4
META US Equity	脸书	1,479,564	584.8	65%	45%	14%	15%	27.1	23.8	20.7	9.2	8.0	7.1	8.1	6.4	5.3
GOOGL US Equity	谷歌	2,014,769	163.0	17%	30%	13%	15%	20.7	18.3	15.9	6.9	6.1	5.5	5.9	4.9	4.0
TSLA US Equity	特斯拉	769,365	240.8	(3%)	(27%)	38%	39%	106.9	77.7	56.0	7.7	6.6	5.5	11.3	10.0	8.3
AMZN US Equity	亚马逊	1,897,598	180.8	19%	50%	17%	16%	31.6	27.0	23.2	3.0	2.7	2.4	6.9	5.4	4.4
MSFT US Equity	微软	3,044,127	409.5	9%	23%	12%	16%	34.7	31.0	26.7	12.4	10.8	9.4	11.4	8.9	7.0
平均																
半导体设计-海外																
QCOM US Equity	高通公司	185,971	166.9	15%	21%	10%	10%	16.6	15.0	13.7	4.8	4.4	4.1	7.3	6.2	5.4
NVDA US Equity	英伟达	3,132,972	127.7	158%	278%	128%	43%	102.9	45.1	31.6	52.8	25.0	17.4	72.6	33.1	17.4
2454 TT Equity	联发科	62,261	1,250.0	24%	40%	(96%)	18%	19.3	17.2	14.6	3.8	3.3	2.8	5.1	4.5	4.4
AMD US Equity	AMD公司	276,712	171.0	16%	28%	60%	36%	50.4	31.5	23.2	10.8	8.4	7.0	4.7	4.3	3.9
平均																
组装																
002475 CH Equity	立讯精密	47,312	46.3	34%	24%	(82%)	21%	24.1	19.2	15.9	1.3	1.1	1.0	4.7	3.9	3.2
2317 TT Equity	鸿海精密	85,143	197.5	89%	20%	(96%)	13%	17.0	12.9	11.4	0.4	0.3	0.3	1.6	1.5	1.3
002241 CH Equity	歌尔股份	11,845	24.5	16%	51%	(81%)	21%	31.8	24.1	19.8	0.8	0.7	0.7	2.5	2.3	2.1
300433 CH Equity	蓝思科技	17,159	24.3	84%	25%	(82%)	15%	31.4	24.3	21.1	1.8	1.5	1.3	2.5	2.3	2.2
285 HK Equity	比亚迪电子	10,459	36.1	(2%)	19%	(81%)	18%	14.0	10.6	9.0	0.4	0.3	0.3	2.0	1.7	1.5
601231 CH Equity	环旭电子	5,267	16.8	11%	7%	(82%)	21%	17.1	13.6	11.2	0.6	0.5	0.5	2.0	1.8	1.6
平均																
声学																
002475 CH Equity	立讯精密	47,312	46.3	34%	24%	(82%)	21%	24.1	19.2	15.9	1.3	1.1	1.0	4.7	3.9	3.2
002241 CH Equity	歌尔股份	11,845	24.5	16%	51%	(81%)	21%	31.8	24.1	19.8	0.8	0.7	0.7	2.5	2.3	2.1
2018 HK Equity	瑞声科技	5,486	35.6	53%	153%	(82%)	15%	21.1	16.4	14.2	1.3	1.2	1.1	1.5	1.4	1.3
平均																
结构件																
002475 CH Equity	立讯精密	47,312	46.3	34%	24%	(82%)	21%	24.1	19.2	15.9	1.3	1.1	1.0	4.7	3.9	3.2
300433 CH Equity	蓝思科技	17,159	24.3	84%	25%	(82%)	15%	31.4	24.3	21.1	1.8	1.5	1.3	2.5	2.3	2.2
285 HK Equity	比亚迪电子	10,459	36.1	(2%)	19%	(81%)	18%	14.0	10.6	9.0	0.4	0.3	0.3	2.0	1.7	1.5
300115 CH Equity	长盈精密	3,162	16.5	25%	301%	(84%)	34%	28.7	25.2	19.0	1.3	1.1	0.9	3.0	2.7	2.3
平均																
光学镜头																
2382 HK Equity	舜宇光学科技	8,782	62.3	(12%)	86%	(82%)	19%	22.1	17.9	15.1	1.4	1.3	1.1	2.2	2.0	1.8
3008 TT Equity	大立光	10,480	2,525.0	(12%)	29%	(97%)	5%	13.9	13.2	12.5	5.6	5.0	4.8	1.8	1.7	1.6
002456 CH Equity	欧菲光	5,138	11.0	26%	NM	(78%)	(34%)	63.3	40.1	62.6	1.6	1.4	1.4	8.7	8.3	7.9
2018 HK Equity	瑞声科技	5,486	35.6	53%	153%	(82%)	15%	21.1	16.4	14.2	1.3	1.2	1.1	1.5	1.4	1.3
3406 TT Equity	玉晶光	1,718	490.0	17%	54%	(97%)	(7%)	12.0	11.7	12.4	2.1	2.0	2.0	2.2	2.0	1.8
053450 KS Equity	SEKONIX	63	5,690.0	(19%)	(0%)	(100%)	(6%)	7.5	5.1	5.4	0.2	0.2	0.1	0.6	0.6	0.5
平均																
光学模组																
2382 HK Equity	舜宇光学科技	8,782	62.3	(12%)	86%	(82%)	19%	22.1	17.9	15.1	1.4	1.3	1.1	2.2	2.0	1.8
011070 KS Equity	LG INNOTEK	3,723	211,500.0	(12%)	32%	(100%)	10%	6.4	5.7	5.2	0.2	0.2	0.2	0.9	0.8	0.7
002456 CH Equity	欧菲光	5,138	11.0	26%	NM	(78%)	(34%)	63.3	40.1	62.6	1.6	1.4	1.4	8.7	8.3	7.9
2018 HK Equity	瑞声科技	5,486	35.6	53%	153%	(82%)	15%	21.1	16.4	14.2	1.3	1.2	1.1	1.5	1.4	1.3
1478 HK Equity	丘钛科技	946	6.2	40%	134%	(81%)	23%	18.4	13.2	10.9	0.4	0.3	0.3	1.1	1.1	1.0
平均																
盖板面板																
000725 CH Equity	京东方	24,986	4.7	21%	71%	(76%)	26%	30.3	17.9	14.0	0.9	0.8	0.7	1.3	1.3	1.2
000100 CH Equity	TCL科技	12,752	4.8	11%	(11%)	(75%)	35%	22.0	12.7	9.4	0.5	0.5	0.4	1.6	1.5	1.4
300433 CH Equity	蓝思科技	17,159	24.3	84%	25%	(82%)	15%	31.4	24.3	21.1	1.8	1.5	1.3	2.5	2.3	2.2
285 HK Equity	比亚迪电子	10,459	36.1	(2%)	19%	(81%)	18%	14.0	10.6	9.0	0.4	0.3	0.3	2.0	1.7	1.5
000050 CH Equity	深天马	3,045	8.7	(18%)	(72%)	NM	467%	N/A	136.6	24.1	0.6	0.6	0.5	0.8	0.8	0.7

注：E=Bloomberg 一致预期；A 股/港股/台股数据截至 2024 年 10 月 8 日收盘，美股数据截至 2024 年 10 月 7 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际估算

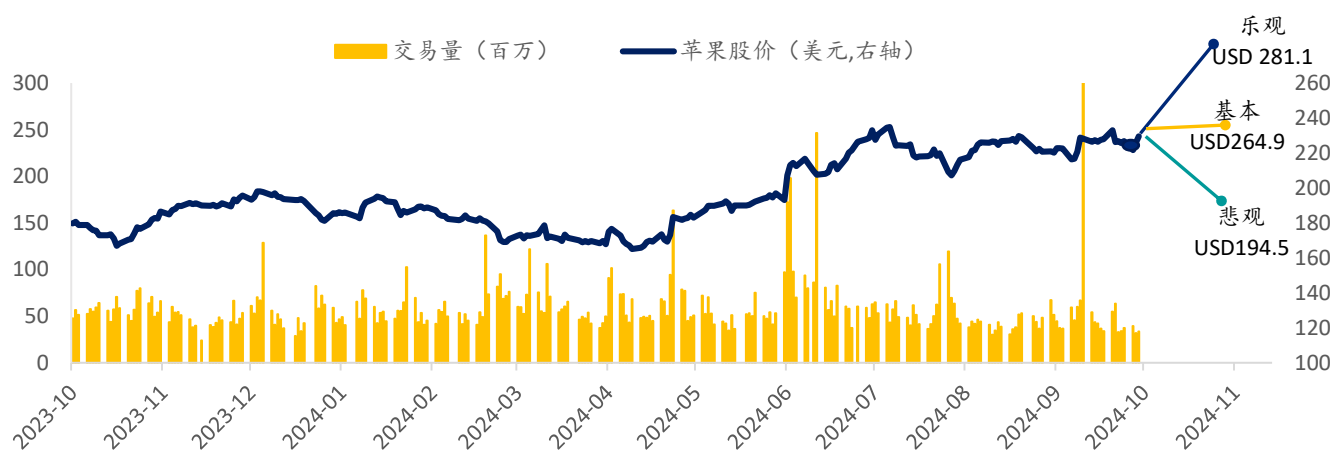
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 66：苹果（AAPL.US）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 67：苹果（AAPL.US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：281.1 美元（概率：15%）

- 全球智能手机市场需求增速高于预期，美元降息周期全球经济回暖，AI 拉动换机需求提升；
- 公司维持竞争优势，iPhone 市占率维持高位；
- 公司活跃设备及话语权不断提升，服务业务加速扩张；
- 盈利能力表现稳健，利润释放快于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：194.5 美元（概率：15%）

- 全球智能手机市场需求增速不及预期，全球经济持续疲软，AI 拉动不及预期；
- 行业竞争加剧，iPhone 市占率下滑；
- 公司服务业务话语权不如预期，同时受反垄断调查影响，服务业务收入不及预期；
- 价格提振不及预期，硬件成本提升挤压利润率。

资料来源：浦银国际预测

风险提示

下行风险

- 全球经济持续疲软，智能手机等消费电子终端需求及出货量不及预期；
- 地缘冲突影响公司全球业务布局，延缓战略落地；
- AI 对于换机需求拉动不显著，对于业务增量贡献不显著；
- 终端产品价格提振不及预期，硬件成本提升挤压利润率；
- 行业竞争加剧，拖累公司利润；
- 公司服务业务不及预期；
- 公司在 AI 等领域研发投入较大，影响利润释放。

财务报表

图表 68：苹果：损益表

美元百万	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	394,328	383,285	386,513	421,561	450,491
营业成本	223,546	214,137	207,970	225,976	238,126
毛利润	170,782	169,148	178,543	195,585	212,365
营业支出	(51,345)	(54,847)	(56,910)	(62,057)	(66,324)
销售、行政及一般费用	(25,094)	(24,932)	(25,850)	(28,189)	(30,125)
研发费用	(26,251)	(29,915)	(31,060)	(33,868)	(36,198)
重组及其他费用/收入					
营业利润	119,437	114,301	121,633	133,528	146,041
营业外收支	(334)	(565)	320	384	389
利息收入/(支出)净额	-	-	-	-	-
其他收益/(支出)净额	(334)	(565)	320	384	389
税前利润	119,103	113,736	121,953	133,912	146,430
所得税	(19,300)	(16,741)	(19,465)	(21,890)	(23,936)
净利润	99,803	96,995	102,488	112,022	122,494
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	99,803	96,995	102,488	112,022	122,494
基本股数(百万)	15,908	15,204	15,204	15,204	15,204
摊销股数(百万)	16,326	15,813	15,204	15,204	15,204
基本每股收益(美元)	6.27	6.38	6.74	7.37	8.06
稀释每股收益(美元)	6.11	6.13	6.74	7.37	8.06

注：E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 69：苹果：资产负债表

百万美元	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
货币资金	23,646	29,965	38,374	58,214	92,284
受限制资金	24,658	31,590	31,856	34,745	37,129
应收账款	28,184	29,508	29,756	32,455	31,214
存货	4,946	6,331	6,149	6,681	6,336
其他流动资产	53,971	46,172	46,561	50,783	54,268
流动资产合计	135,405	143,566	152,696	182,878	221,231
固定资产-物业, 厂房及设备	42,117	43,715	43,247	43,782	43,855
无形资产	-	-	-	-	-
商誉	120,805	100,544	100,544	100,544	100,544
租赁权	-	-	-	-	-
其他非流动资产	54,428	64,758	64,758	64,758	64,758
资产总计	352,755	352,583	361,246	391,961	430,388
短期借款	21,110	15,807	15,940	17,386	18,579
应付账款	64,115	62,611	60,808	66,073	69,625
其他流动负债	68,757	66,890	66,890	66,890	66,890
流动负债合计	153,982	145,308	143,638	150,348	155,094
长期借款	98,959	95,281	95,281	95,281	95,281
其他非流动负债	49,142	49,848	50,268	54,826	58,588
负债合计	302,083	290,437	289,187	300,455	308,963
实收资本	64,849	73,812	73,812	73,812	73,812
资本公积	-	-	(77,550)	(155,100)	(232,650)
留存收益	(14,177)	(11,666)	75,797	172,794	280,263
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益合计	50,672	62,146	72,059	91,506	121,425
负债及股东权益和计	352,755	352,583	361,246	391,961	430,388

注：E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 70：苹果：现金流量表

百万美元	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动产生的现金流量净额	122,151	110,543	111,749	121,353	135,666
净利润	99,803	96,995	102,488	112,022	122,494
折旧及摊销	11,104	11,519	11,519	11,519	11,519
其他营业活动现金流	3,144	310	-	-	-
营运资金变动	8,100	1,719	(2,258)	(2,188)	1,653
应收账款(增加)/减少	(1,906)	(1,324)	(248)	(2,698)	1,241
存货(增加)/减少	1,634	(1,385)	182	(532)	345
应付账款增加/(减少)	9,352	(1,504)	(1,803)	5,265	3,552
其他经营资金变动	(980)	5,932	(389)	(4,222)	(3,485)
利息收入(支出)	-	-	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	(22,354)	3,705	(11,317)	(14,942)	(13,977)
资本支出	(10,708)	(10,959)	(11,051)	(12,053)	(11,593)
投资	(76,923)	(29,513)	(266)	(2,889)	(2,384)
其他	65,277	44,177	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(110,749)	(108,488)	(92,022)	(86,571)	(87,620)
借款	-	-	133	1,445	1,193
发行股份	(89,402)	(77,550)	(77,550)	(77,550)	(77,550)
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(14,841)	(15,025)	(15,025)	(15,025)	(15,025)
其他	(6,506)	(15,913)	420	4,558	3,762
现金及现金等价物净流量	(10,952)	5,760	8,409	19,840	34,070
期初现金及现金等价物	35,929	24,977	30,737	39,146	58,986
期末现金及现金等价物	24,977	30,737	39,146	58,986	93,056

注：E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 71: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	23.7	买入	23.6	26/8/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	118.8	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	221.7	买入	264.9	10/10/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	31.1	买入	34.2	2/9/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	36.0	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	46.3	买入	46.1	26/8/2024	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	24.3	买入	18.6	27/8/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	31.8	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	54.5	买入	57.0	26/8/2024	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.5	买入	5.1	13/8/2024	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	117.9	买入	108.4	20/8/2024	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	6.8	买入	7.0	26/9/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	46.6	买入	54.5	26/9/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	13.1	买入	8.5	21/8/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	45.1	买入	33.2	21/8/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	30.5	买入	22.7	29/8/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	104.8	买入	88.2	29/8/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	33.3	买入	28.5	16/8/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	240.8	持有	210.8	24/7/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	291.0	买入	280.5	2/9/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	327.4	买入	297.5	2/9/2024	新能源汽车
MBLY US Equity	Mobileye	12.3	买入	16.2	9/9/2024	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	27.2	买入	19.3	12/8/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	72.0	买入	56.7	12/8/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	25.0	买入	23.3	9/8/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	45.3	买入	43.7	9/8/2024	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,010.0	买入	1,167.7	26/7/2024	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	184.5	买入	197.6	26/7/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	56.6	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	24.9	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	54.5	买入	43.4	26/8/2024	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	60.7	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	35.1	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	100.4	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	37.9	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	21.3	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	127.7	买入	147.6	30/8/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	166.9	买入	240.7	5/8/2024	AI 芯片

注: A 股/港股/台股数据截至 2024 年 10 月 8 日收盘, 美股数据截至 2024 年 10 月 7 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义)，即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

