

持有

2024 年 11 月 26 日

iPhone 量价小幅增长，AI 为未来软硬件收入成长关键

- 财务摘要：** 本季度公司总收入为 949 亿美元，同比增长 6.1%，高于彭博一致预期的 944 亿美元。产品收入为 700 亿美元，同比增长 4.1%；服务收入为 250 亿美元，同比增长 11.9%。公司的毛利为 439 亿美元，毛利率为 46.2%，高于彭博一致预期的 46.0%。由于记录了一次性的 102 亿美元补缴税款费用，本季度公司的净利润为 147 亿美元，同比下降 35.8%，低于彭博一致预期的 243 亿美元。如果排除一次性费用的影响，本季度公司净利润同比增长 12%。摊薄每股盈利为 0.97 美元，低于彭博一致预期的 1.60 美元。公司预计 FY25Q1 的整体收入增速为低至中个位数，下季度的毛利率将在 46%-47% 之间，经营支出为 153-155 亿美元，税率约为 16%。
- iPhone16 全系内存升级：** 本季度 iPhone 的量价有小幅增长。9 月苹果发布了新一代的 iPhone16，主要亮点为全系配备 N3P 工艺的 A18 系列处理器及 8GB 内存。iPhone16 售价不变，目前官网订购发货时间和去年 iPhone15 一致，但我们认为 iPhone16 的 ASP 将受益于更高端的机型组合及更低的终端优惠而略有上升。
- 12 月 AI 将带来重磅更新：** 目前推送的 iOS18.1 上 Apple Intelligence 具备系统级写作工具、更自然的对话式 Siri、更智能的照片应用程序等功能。12 月苹果将推出更强大的写作工具和基于 Apple Intelligence 和 ChatGPT 集成的视觉智能体验。2025 年 4 月预计将支持更多语言。目前 iPhone 销量暂时未受 AI 功能的正向影响，随着 Apple Intelligence 的更新，更加完善的功能将有概率助力 iPhone 未来几年的销量成长。
- 目标价 255.00 美元，持有评级：** 我们采用 DCF 模型对公司进行估值。考虑到美国接近进入降息周期，维持 WACC 为 8%。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 5.9%，对应 EPS CAGR 为 13.3%。我们维持公司的永续增长率 3%，求得合理股价为 255.00 美元，相比较当前股价有 9.50% 的上涨空间，维持持有评级。

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	232.87 美元
目标价	255.00 美元 (+9.50%)
股票代码	AAPL
总股本	151.16 亿股
市值	35200 亿美元
52 周高/低	237.24 美元 / 163.33 美元
每股账面值	3.77 美元
主要股东	Vanguard Group 8.9% Blackrock Inc. 7.2% State Street Corp 3.9% Geode Capital 2.2%

盈利摘要

截至9月28日止财政年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总营业收入 (美元百万)	383,285	391,035	415,567	442,322	464,028
变动	-2.80%	2.02%	6.27%	6.44%	4.91%
净利润	96,995	93,736	110,874	119,311	126,529
摊薄每股盈利 (美元)	6.2	6.1	7.4	8.2	8.9
变动	0.10%	-0.84%	21.29%	10.26%	8.66%
基于232.87美元的市盈率 (估)	37.8	38.1	31.4	28.5	26.2
每股派息 (美元)	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
股息现价比	0.41%	0.42%	0.44%	0.46%	0.48%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

FY2024Q4 业绩摘要

收入同比增长 6.1%，高于彭博一致预期

本季度公司总收入为 949 亿美元，同比增长 6.1%，高于彭博一致预期的 944 亿美元。产品收入为 700 亿美元，同比增长 4.1%；服务收入为 250 亿美元，同比增长 11.9%。

毛利率为 46.2%

本季度公司的毛利为 439 亿美元，毛利率为 46.2%，高于彭博一致预期的 46.0%；毛利率环比下降 10 个基点，同比增长 100 个基点。其中产品毛利率为 36.3%，服务毛利率为 74.0%。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。

由于一次性的 102 亿美元费用，净利润同比下降 35.8%，低于预期

由于记录了一次性的 102 亿美元补缴税款费用，本季度公司的净利润为 147 亿美元，同比下降 35.8%，低于彭博一致预期的 243 亿美元。如果排除一次性费用的影响，本季度公司净利润为 250 亿美元，同比增长 12%。摊薄每股盈利为 0.97 美元，低于彭博一致预期的 1.60 美元，去年同期为 1.46 美元。

公司预计下一季度的收入同比低至中个位数增长

本季度，公司的现金及可交易证券结余为 1570 元，净现金为 50 亿美元。公司共向股东返还超过 290 亿美元，包括 250 亿美元的股票回购及 38 亿美元的股息。

公司预计 FY25Q1 的整体收入增速为低至中个位数。公司下季度的毛利率将在 46%-47%之间，经营支出为 153-155 亿美元，税率约为 16%。

图表 1: FY2022Q4-FY2024Q4 收入及增速 (百万美元)



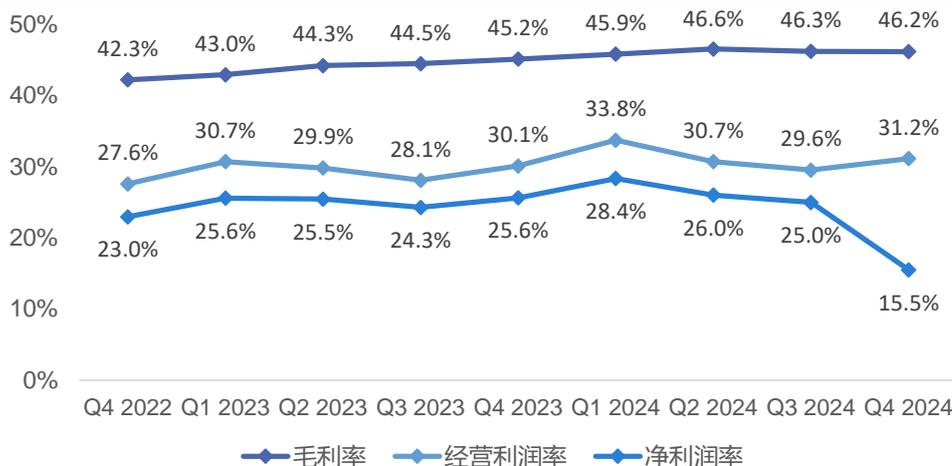
资料来源: 公司披露, 第一上海整理

按产品划分, iPhone、Mac、iPad、服务、可穿戴设备及配件本季度的收入分别为 462、77、70、90、250 亿美元。iPhone 收入占比为 48.7%，去年同期为 48.9%。

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 417、150、249、59、74 亿美元。

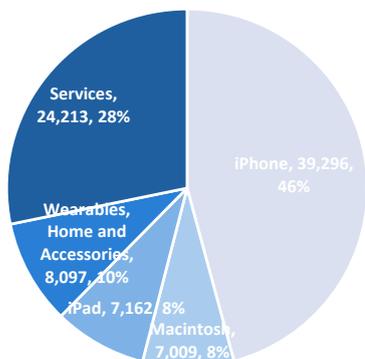
2023 年苹果印度 iPhone 出货量约 900 万部, 占比接近 7%，2024 年前三季度苹果印度 iPhone 出货量已达 880 万部, 接近去年全年。未来参考中国市场苹果市占率 15% 左右计算, 同时印度整体智能手机市场销量增长, 我们预计印度市场将能贡献 200 亿美元以上的硬件销售增量。2024 财年苹果在印度的收入为 79.6 亿美元, 同比增长 48%，预计 2025 财年将继续增长 38%至 110 亿美元。

图表 2: FY2022Q4-FY2024Q4 各项利润率



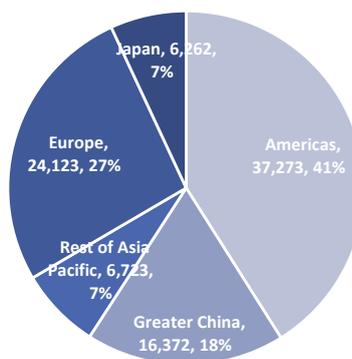
资料来源: 公司披露, 第一上海整理

图表 3: FY2024Q4 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: FY2024Q4 按区域划分收入占比



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

iPhone16 发布, 手机量价小幅上涨

iPhone 收入同比增长 6% 本季度 iPhone 业务收入为 462 亿美元, 同比增长 6%。ASP 为 825 美元, 同比增长 8 美元。据 IDC 数据, 2024Q3 全球手机出货量 3.16 亿台, 同比增长 4.0%; 其中 iPhone 为 5600 万台, 同比增长 3.5%, 出货量占比 17.8%。中国区手机出货量共 6880 万台, 同比增长 3.2%; 其中 iPhone 的市场份额为 15.6%, 市占率同比下滑 0.3ppts。

图表 5: 2024Q3 全球智能手机销量

Company	3Q24 Shipments	3Q24 Market Share	3Q23 Shipments	3Q23 Market Share	Year-Over-Year Change
Samsung	57.8	18.3%	59.5	19.6%	-2.8%
Apple	56.0	17.7%	54.1	17.8%	3.5%
Xiaomi	42.8	13.5%	41.5	13.6%	3.3%
OPPO	28.8	9.1%	27.2	8.9%	5.9%
vivo	27.0	8.5%	22.0	7.2%	22.8%
Others	103.7	32.8%	99.6	32.8%	4.1%
Total	316.1	100.0%	303.9	100.0%	4.0%

Source: IDC Worldwide Quarterly Mobile Phone Tracker, October 14, 2024

资料来源: IDC

iPhone16 全系 8G 内存，售价不变

本季度 iPhone 的量价有小幅增长。9 月苹果发布了新一代的 iPhone16，主要亮点为全系配备 N3P 工艺的 A18 系列处理器及 8GB 内存。iPhone16 售价不变，目前官网订购发货时间和去年 iPhone15 一致，但我们认为 iPhone16 的 ASP 将受益于更高端的机型组合及更低的终端优惠而略有上升。

目前市场上约有 13 亿台 iPhone，如果按照留存比率 80%，换机周期 5 年计算，我们认为每年将有约 2.6 亿旧 iPhone 用户的换机需求，考虑用户流失率，我们认为 iPhone 在 2025 年的出货量可能达到 2.4 亿台。

图表 6: iPhone FY2022Q4-FY2024Q4 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 12%

付费订阅用户超 10 亿

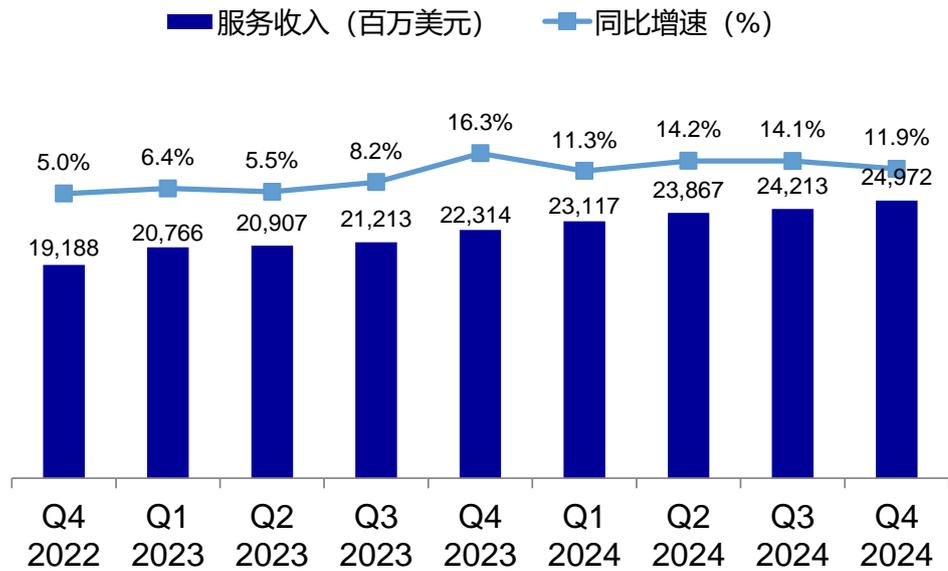
本季度，服务收入为 250 亿美元，同比增长 12%，收入占比为 26%。交易账户和付费账户均创下历史新高，付费账户同比增长两位数。公司目前共有超过 10 亿付费订阅用户，活跃苹果设备量超过 22 亿台。Apple TV+付费订阅数量实现两位数增长。

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。

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。相比于其他 AI App，苹果强调了其 AI 服务的数据安全性，所有的数据都在设备本地或苹果私有云进行运算，依据用户的私人数据创建专属的个人 AI 服务。

目前推送的 iOS18.1 上 Apple Intelligence 具备系统级写作工具、更自然的对话式 Siri、更智能的照片应用程序等功能。12 月苹果将推出更强大的写作工具和基于 Apple Intelligence 和 ChatGPT 集成的视觉智能体验。2025 年 4 月预计将支持更多语言。目前 iPhone 销量暂时未受 AI 功能的正向影响，随着 Apple Intelligence 的更新，更加完善的功能将有概率助力 iPhone 未来几年的销量成长。

图表 7：服务 FY2022Q4-FY2024Q4 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

iPad 及 Mac 销量持续回暖，可穿戴设备仍旧疲软

可穿戴设备收入同比下降 3%

本季度，可穿戴设备及配件收入为 90 亿美元，同比下降 3%。9 月苹果推出新款 Apple Watch S10、具有开放式降噪功能的耳机 AirPods 4。Vision Pro 目前包含 2500 多个原生空间应用程序及 150 万兼容的 VisionOS 2 应用。

iPad 收入同比增长 8%

本季度，iPad 收入为 70 亿美元，同比增长 8%。本季度全球平板出货量同比增长 20.4 至 3960 万台，iPad 出货量同比增长 1.4%，主要由于 Pro 定价高影响新兴市场销量。

Mac 收入同比增长 2%

Mac 收入为 77 亿美元，同比增长 2%。公司近期发布了搭载 M4 系列处理器的 Mac 产品线，我们预计将吸引部分 M1/M2 的用户更换。

图表 8：可穿戴设备 FY2022Q4-FY2024Q4 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 9: iPad FY2022Q4-FY2024Q4 收入及增速

图表 10: Mac FY2022Q4-FY2024Q4 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 255.00 美元, 持有评级

我们采用 DCF 模型对公司进行估值。考虑到美国接近进入降息周期, 维持 WACC 为 8%。由于公司的付费订阅用户数量持续增长, 20-21 年手机用户的换机潮来临, 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 5.9%, 对应 EPS CAGR 为 13.3%。我们维持公司的永续增长率 3%, 求得合理股价为 255.00 美元, 相比较当前股价有 9.50% 的上涨空间, 维持持有评级。

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	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
自由现金流量	119,878	134,216	149,001	163,961	178,783	193,131	206,727	219,213	230,174	239,381	246,562
自由现金流量增长率		12.0%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%
折合至 2025 年的现金流量	119,878	124,274	127,745	130,158	131,411	131,441	130,273	127,909	124,356	119,750	2,466,851
永续期折现值											5,079,183
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	3,734,045										
减: 净金融负债	-96,776										
股本价值	3,830,821										
股本数量 (预期)	15,023										
DCF 法之每股价值 (美元)	255.00										

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28日											
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027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	383,285	391,035	415,567	442,322	464,028	毛利率 (%)	44.1%	46.2%	46.2%	46.4%	46.8%
- 主营业务收入成本	214,137	210,352	223,575	237,306	246,863	EBITDA 利率 (%)	32.8%	34.4%	33.4%	33.7%	34.0%
毛利	169,148	180,683	191,992	205,016	217,165	净利率 (%)	25.3%	24.0%	26.7%	27.0%	27.3%
营业开支	54,847	57,467	59,842	62,810	66,356	营运表现					
销售总务及管理开支	24,932	26,097	27,012	28,530	30,162	销售及管理费用/收入 (%)	-6.5%	-6.7%	-6.5%	-6.5%	-6.5%
研究和开发开支	29,915	31,370	32,830	34,280	36,194	研发费用/收入 (%)	-7.8%	-8.0%	-7.9%	-7.8%	-7.8%
营业利润	114,301	123,216	132,150	142,206	150,809	实际税率 (%)	14.7%	24.1%	16.1%	16.1%	16.1%
- 利息支出	-565	269	0	0	0	股息支付率 (%)	15.5%	16.3%	14.0%	13.1%	12.6%
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0	库存周转	9.6	11.8	12.0	11.8	11.7
税前利润	113,736	123,485	132,150	142,206	150,809	应收账款天数	27.5	29.4	30.0	29.0	28.0
- 所得税支出	16,741	29,749	21,276	22,895	24,280	应付账款天数	108.0	114.2	113.0	110.0	115.5
非常项目前收入	96,995	93,736	110,874	119,311	126,529	财务状况					
净利润	96,995	93,736	110,874	119,311	126,529	总负债/总资产	82.4%	84.4%	81.0%	75.7%	69.9%
普通股股东所得净利润	96,995	93,736	110,874	119,311	126,529	经营性现金流/收入	29.8%	31.5%	31.8%	32.2%	32.5%
折旧与摊销	70,884	73,448	80,203	87,151	94,298	ROE	156.1%	164.6%	152.8%	119.2%	91.4%
EBITDA	125,820	134,661	138,905	149,155	157,955	ROA	27.5%	25.7%	29.1%	28.9%	27.5%
主营业务增长 (%)	-2.8%	2.0%	6.3%	6.4%	4.9%						
EBITDA 增长率 (%)	-3.8%	6.6%	3.1%	6.9%	5.6%						
资产负债表						现金流量表					
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027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	29,965	29,943	41,297	68,635	112,387	+ 净利润	96,995	93,736	110,874	119,311	126,529
+ 短期投资	31,590	35,228	35,228	35,228	35,228	+ 折旧、摊销	11,519	11,445	6,755	6,948	7,146
+ 应收账款与票据	29,508	33,410	34,902	35,384	35,809	+ 其他非现金调整	0	0	0	0	0
+ 库存	6,331	7,286	7,415	7,929	7,897	+ 非现金资本变动	-4,213	1,492	-1,108	3,092	8,719
+ 其他流动资产	46,172	47,120	47,120	47,120	47,120	经营活动现金流量	104,301	106,673	116,521	129,352	142,394
总计流动资产	143,566	152,987	165,962	194,296	238,441	+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 长期投资与应收	100,544	91,479	91,479	91,479	91,479	+ 资本支出	-10,959	-9,447	-9,919	-10,217	-10,523
+ 总固定资产	114,599	119,128	129,047	139,264	149,788	+ 投资增加	0	0	0	0	0
- 累计折旧	70,884	73,448	80,203	87,151	94,298	+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	43,715	45,680	48,844	52,113	55,490	+ 其他投资活动	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	64,758	74,834	74,834	74,834	74,834	投资活动现金	3,705	2,935	-9,919	-10,217	-10,523
总计长期资产	209,017	211,993	215,157	218,426	221,803	+ 已付股利	-15,025	-15,234	-15,474	-15,689	-15,885
总资产	352,583	364,980	381,120	412,722	460,244	+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0
+ 应付账款	62,611	68,960	69,473	73,561	82,673	+ 长期借款增加	5,228	0	0	0	0
+ 短期借款	15,807	20,879	20,879	20,879	20,879	+ 长期借款减少	-11,151	-9,958	0	0	0
+ 其他短期负债	66,890	86,553	86,553	86,553	86,553	+ 股本增加	0	0	0	0	0
总计流动负债	145,308	176,392	176,905	180,993	190,105	+ 股本减少	-77,550	-94,949	-93,050	-91,189	-89,365
+ 长期借款	95,281	85,750	85,750	85,750	85,750	+ 其他融资活动	-5,431	-5,441	0	0	0
+ 其他长期负债	49,848	45,888	45,888	45,888	45,888	融资所得现金	-108,488	-121,983	-108,524	-106,878	-105,250
总长期负债	145,129	131,638	131,638	131,638	131,638	现金净增减	5,760	-794	11,354	27,338	43,752
总负债	290,437	308,030	308,543	312,631	321,743	现金剩余	30,737	29,943	41,297	68,635	112,387
总股东权益	62,146	56,950	72,577	100,091	138,501						

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。