

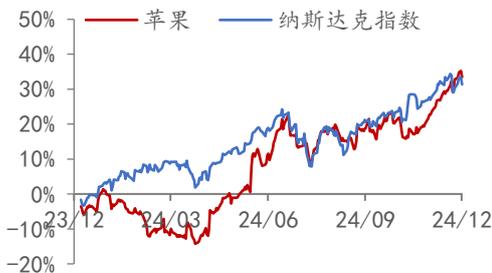
AI 新时代，有望驱动新一轮成长周期

投资评级：增持
首次覆盖

报告日期：2024-12-31

收盘价 (美元)	252.20
近 12 个月最高/最低 (美元)	260.1/163.5
总股本 (百万股)	15,116
流通股本 (百万股)	15,116
流通股比例 (%)	100
总市值 (亿美元)	38,122
流通市值 (亿美元)	38,122

公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 微软深度：拥抱云与 AI，开启新的增长飞轮 2024-06-27
2. Amazon 深度：壁垒高筑，资本投入下带来业绩展望 2024-04-06

主要观点：

● AI 加持下，有望为 iPhone 为首的硬件产品带来新一轮成长周期

苹果在 2024 年 6 月的 WWDC 上推出了 Apple Intelligence，包括系统级 AI—Siri、跨应用信息整合能力以及其他文本、图像生成编辑等 AI 功能。Apple Intelligence 可以在 iPhone、iPad、Mac 上接入，通过端云结合的大模型来实现这些 AI 功能。当前 Apple intelligence 功能仅支持 A17pro 或 M1 以上芯片，因此，AI 功能的推出将有效加速以 iPhone 为首的硬件设备更新周期。

● 苹果端侧及云端模型表现优异，并通过 PCC 部署模式有效保护用户隐私

Apple Intelligence 的架构分为三个层次：苹果自主研发的端侧模型+云端模型+外部的 GPT 模型。在多个基准测试及人工分级的偏好程度中，苹果的端侧模型和云端模型要比很多参数更大的端侧模型甚至大模型表现要更好，处于行业领先地位。其次私有云计算（PCC）首次将 Apple 设备业界领先的安全性和隐私性扩展到云端，确保发送到 PCC 的个人用户数据不会被用户以外的任何人访问，甚至 Apple 也无法访问，最大程度保护用户的数据隐私。

● 苹果所处的竞争环境相较稳定，很大程度上避免了来自安卓厂商的冲击

与安卓不同，iPhone 具备很强的竞争优势。1) 苹果拥有非常强的用户黏性和品牌认同感，这种用户黏性除了来自苹果本身出色的创新力及工业设计和审美能力外，也来自于与安卓系统交互逻辑有很大差异的 iOS 生态；2) iPhone 所处价格带较高，在高端机市场鲜有对手，苹果在全球高端机市场市占率基本呈现一家独大的局面，格局稳定；3) 以美国、日本为代表的发达国家当前的手机销售渠道仍是以运营商为主，国产厂商想要在美国与四大运营商达成合作除了牵涉诸多法律问题，还要投入大量时间和资源重组商业模式，预计短期内很难打破这层障碍，所以苹果在美国本土能很大程度上避免来自中国手机厂商带来的竞争影响。

● 互联互通及人机交互方式不断升级，AI 有望向可穿戴设备普及

WWDC24 推出了针对可穿戴设备、PC 和平板的一系列更新，设备间的互联互通升级，如 macOS Sequoia 更新 iPhone 镜像功能，Airpods 引入头部动作追踪等功能，我们预计 Apple intelligence 在之后有望向可穿戴设备普及。

● 投资建议

我们预计苹果 FY2025-FY2027 收入为 4116.5/4564.2/4862.3 亿美元，同比+5.3%/+10.9%/+6.5%；Non-gaap 净利润为 1105.7/1255.5/1352.3 亿美元，同比+6.3%/+13.5%/+7.7%；Non-gaap Diluted EPS 为 7.36/8.58/9.49 美元，同比+9.1%/+16.6%/+10.6%。苹果近年来一直坚持大额分红和回购（近三财年回购金额分别为 902 亿

美元/766 亿美元/950 亿美元), 股利支付率近四年基本维持在 15% 左右, 首次覆盖, 我们给予“增持”评级。

● **风险提示**

行业竞争加剧; 全球宏观经济扰动风险; AI 进展不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万美元

主要财务指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (百万美元)	391,035	411,645	456,424	486,233
收入同比 (%)	2.0%	5.3%	10.9%	6.5%
Non-gaap 净利润 (百万美元)	103,982	110,571	125,550	135,230
同比 (%)	7.2%	6.3%	13.5%	7.7%
Non-gaap Diluted EPS (美元)	6.75	7.36	8.58	9.49
同比 (%)	10.0%	9.1%	16.6%	10.6%
市盈率 (P/E)	37.37	34.25	29.38	26.57

资料来源: wind、华安证券研究所

正文目录

1 2024 年股价持续走高，市场提前打入高预期.....	6
2 AI 加持下，有望为 IPHONE 为首的硬件产品带来新一轮成长周期.....	8
2.1 业务线梳理：IPHONE 业务为基本盘，SERVICES 业务增长亮眼.....	8
2.2 APPLE INTELLIGENCE 功能梳理.....	11
2.3 端云模型结合，私有云部署有效保障用户数据隐私安全.....	16
2.4 预计 AI 加持下将会加速换机节奏，看好苹果核心竞争优势.....	20
2.5 互联互通及人机交互方式不断升级，AI 有望向可穿戴设备普及.....	29
2.6 活跃用户规模不断扩大，SERVICES 业务持续增长.....	33
3 盈利预测与估值.....	34
财务报表与盈利预测.....	35

图表目录

图表 1 APPLE 重要发展历程及市值情况 (亿美元)	6
图表 2 2024 年 APPLE 股价走势	7
图表 3 APPLE24 年前三季度业绩达成情况	7
图表 4 APPLE 未来盈利预测 (BBG CONSENSUS)	8
图表 5 APPLE PE 情况	8
图表 6 APPLE 历年收入规模	9
图表 7 APPLE 历年 NON-GAAP 净利润规模	9
图表 8 APPLE 季度收入规模	9
图表 9 APPLE 季度 NON-GAAP 净利润规模	9
图表 10 APPLE 业务线拆分	10
图表 11 PRODUCT & SERVICES 季度收入情况	10
图表 12 PRODUCT & SERVICES 占总收入比重	10
图表 13 PRODUCT 中各产品季度收入情况	11
图表 14 PRODUCT 中各产品季度收入增速情况	11
图表 15 WRITING TOOLS	12
图表 16 优先通知	12
图表 17 邮件智能回复	12
图表 18 邮件优先消息	12
图表 19 内容摘要	12
图表 20 减少干扰	12
图表 21 IMAGE PLAYGROUND 图像创建 1	13
图表 22 IMAGE PLAYGROUND 图像创建 2	13
图表 23 GENMOJI	13
图表 24 AI 消除	13
图表 25 照片/视频搜寻	14
图表 26 IMAGE WAND	14
图表 27 更加丰富的语言理解	15
图表 28 个人化协助	15
图表 29 屏幕感知	15
图表 30 横跨多个 APP 执行操作	15
图表 31 全新 SIRI 外观	15
图表 32 快速输入请求	15
图表 33 SIRI 接入 CHATGPT	16
图表 34 CHATGPT 请求	16
图表 35 在 IFEVAL 基准测试下, 苹果端侧和云端模型在提示词精准度上要优于其他模型	17
图表 36 在安全提示词中, 苹果端侧和云端模型的回答更受人们青睐	18
图表 37 苹果端侧和云端模型在针对有害内容、敏感话题等问题回答的更好	18
图表 38 苹果端侧和云端模型在写作方面表现优秀	19
图表 39 APPLE INTELLIGENCE 整体架构	20
图表 40 全球 AI 手机出货量预测	21
图表 41 全球 AI 手机市场格局	21

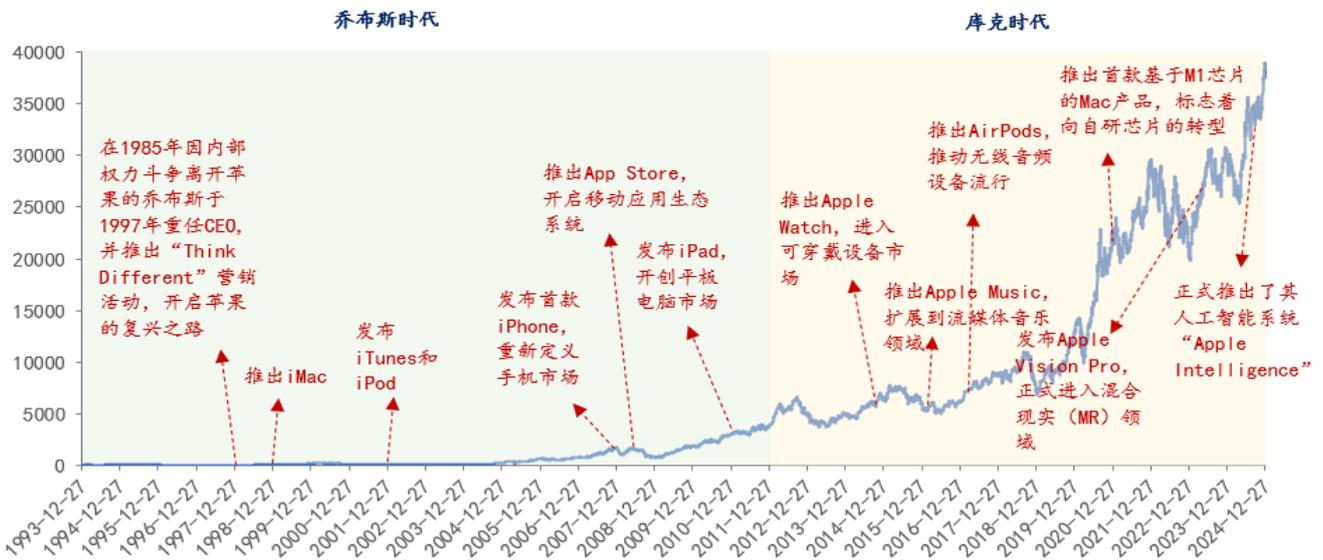
图表 43	IPHONE 业务收入 (百万美元)	23
图表 44	IPHONE 出货量 (百万台)	24
图表 45	全球智能手机出货量 (百万台)	24
图表 46	APPLE 全球市占率近几年持续上升, 三星市占率受国产厂商冲击明显	24
图表 47	APPLE 全球市占率近几年持续上升, 三星市占率受国产厂商冲击明显	25
图表 48	IPHONE 版本迭代	26
图表 49	三星 GALAXY 系列版本迭代	26
图表 50	小米版本迭代	26
图表 51	VIVO X 系列版本迭代	27
图表 52	600 美元以上高端机全球市占率 (按系统)	27
图表 53	600 美元以上高端机全球市占率 (按厂商)	27
图表 54	APPLE 收入分布 (按地区; 百万美元)	28
图表 55	APPLE 收入分布占比 (按地区)	29
图表 56	美国智能手机市占率情况	29
图表 57	新增原生计算器	30
图表 58	数学笔记功能	30
图表 59	IPHONE 镜像	31
图表 60	并列桌面窗口布局	31
图表 61	密码 APP	31
图表 62	SAFARI HIGHLIGHTS 功能	31
图表 63	通过摇头或点头来拒听或接听电话	32
图表 64	新增呼吸暂停通知	32
图表 65	VITALS APP	32
图表 66	孕期检测	33
图表 67	DOUBLE TAP	33
图表 68	APPLE MUSIC 订阅用户 (百万人)	33
图表 69	APPLE APP STORE 应用程序及游戏数量 (个)	33
图表 70	APPLE 业务线盈利预测 (百万美元)	34
图表 71	APPLE 历年分红情况	34

1 2024 年股价持续走高，市场提前打入高预期

苹果公司 (Apple Inc.) 自 1976 年成立以来，经历了从初创公司到全球科技巨头的辉煌历程。1977 年，Apple II 的推出奠定了其在个人电脑市场的地位。1984 年，Macintosh 引领了图形用户界面的普及。1997 年，史蒂夫·乔布斯回归，通过推出 iMac 等产品扭转了公司的颓势。2001 年，iPod 和 iTunes 开启了数字音乐的新时代，而 2007 年发布的 iPhone 彻底颠覆了手机行业，标志着苹果进入移动生态系统的核心。

进入 2010 年代，苹果推出 iPad、Apple Watch 和 AirPods 等产品，拓展了硬件领域，并以 App Store、Apple Music 和 Apple TV+ 推动服务业务发展。2024 年，苹果推出 Apple Intelligence，我们认为 iPhone 是当前端侧 AI 最为重要的落地场景之一，凭借苹果的生态闭环以及庞大的用户规模和极为稳定的用户黏性，在 AI 加持下，我们预计 iPhone 在内的硬件产品换机需求将被明显带动。

图表 1 Apple 重要发展历程及市值情况 (亿美元)

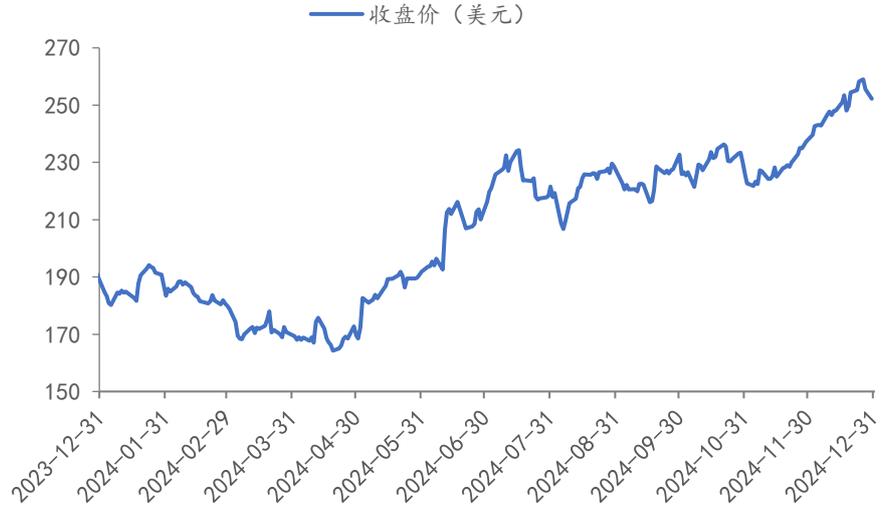


资料来源: iFind、公司官网、Wikipedia、华安证券研究所绘制

今年前三季度苹果的业绩增长并不亮眼，收入和利润两侧维持个位数增长，季度业绩与 Bloomberg 一致预期基本吻合，今年股价上涨也是源于市场对 Apple intelligence 提前打入了高预期。24 年年中，苹果宣布与 OpenAI 合作将 ChatGPT 集成到即将发布的 iOS18 系统中，在 WWDC 2024 中，苹果正式推出 Apple Intelligence，深度集成在 iOS、iPadOS 和 macOS 系统中，未来还计划扩展到 watchOS、tvOS 以及 visionOS，整体来看现阶段 AI 功能符合市场预期，但预计更多的 AI 相关功能会在 2025 年继续迭代。

从估值水平来看，当前 PE 水平高于过去三年中枢，按 BBG 一致预期的 non-GAAP 净利润来看，CY24-CY26 年的 PE 对应在 35x-36x 左右。

图表 2 2024 年 Apple 股价走势



资料来源: iFind、华安证券研究所

图表 3 Apple24 年前三季度业绩达成情况

	vs.BBG consensus			yoy Growth		
	CY24Q1	CY24Q2	CY24Q3	CY24Q1	CY24Q2	CY24Q3
Total Revenues	0.47%	1.56%	0.61%	-4.31%	4.87%	6.07%
Service	2.52%	1.07%	1.20%	14.16%	14.14%	11.91%
Products	-0.10%	1.54%	1.17%	-9.53%	1.62%	4.13%
iPhone	0.50%	0.90%	2.64%	-10.46%	-0.94%	5.52%
iPad	-5.98%	8.03%	-1.74%	-16.66%	23.67%	7.87%
Mac	0.73%	0%	-0.01%	3.95%	2.47%	1.71%
Wearables	-4.52%	3.90%	-1.36%	-9.64%	-2.26%	-3.00%
Non-gaap Net Income	1.85%	3.63%	2.78%	-2.17%	7.88%	8.90%
Non-gaap EPS	1.88%	3.92%	2.65%	0.66%	11.11%	12.33%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

注: 对比 BBG consensus 中红色为 beat, 绿色为 miss

图表 4 Apple 未来盈利预测 (百万美元; BBG consensus)

百万美元	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1E
Total Revenues	391,035	414,137	446,931	473,461	90,753	85,777	94,930	124,557
YoY Growth	2%	6%	8%	6%	-4%	5%	6%	4%
Service	96,169	107,498	114,520	130,687	23,867	24,213	24,972	26,099
YoY Growth	13%	12%	7%	14%	14%	14%	12%	13%
Products	294,866	306,571	328,094	343,282	66,886	61,564	69,958	98,265
YoY Growth	-1%	4%	7%	5%	-10%	2%	4%	2%
iPhone	201,183	210,121	221,647	241,731	45,963	39,296	46,222	71,209
YoY Growth	0%	4%	5%	9%	-10.5%	-0.9%	5.5%	2.16%
iPad	26,694	27,721	27,711	29,174	5,559	7,162	6,950	7,369
YoY Growth	-6%	4%	0%	5%	-16.7%	23.7%	7.9%	4.93%
Mac	29,984	31,035	31,210	33,451	7,451	7,009	7,744	7,955
YoY Growth	2%	4%	1%	7%	4.0%	2.5%	1.7%	2.25%
Wearables	37,005	37,494	38,013	40,949	7,913	8,097	9,042	11,984
YoY Growth	-7%	1%	1%	8%	-9.6%	-2.3%	-3.0%	0.26%
EBIT	123,216	131,892	142,005	155,438	27,900	25,352	29,591	42,568
YoY Growth	8%	7%	8%	9%	-1%	10%	10%	5%
margin%	31.5%	31.8%	31.8%	32.8%	30.7%	29.6%	31.2%	34.2%
Non-gaap Net Income	103,998	110,756	119,276	131,361	23,636	21,448	24,998	35,597
YoY Growth	7%	7%	8%	10%	-2%	8%	9%	5%
margin%	26.6%	26.7%	26.7%	27.7%	26.0%	25.0%	26.3%	28.6%
Non-gaap EPS (美元)	6.75	7.36	8.12	8.99	1.53	1.4	1.6	2.35
YoY Growth	10%	9%	10%	11%	1%	11%	12%	8%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

图表 5 Apple PE 情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PE	14.9	11.2	13.9	17.6	13.0	23.2	36.0
	2021	2022	2023	2024/12/26	2024E	2025E	2026E
PE	29.4	22.1	30.0	38.2	36.6	34.7	35.2

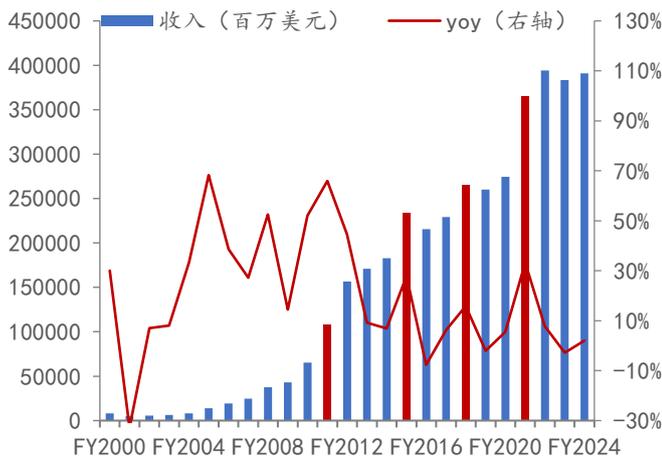
资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

2 AI 加持下, 有望为 iPhone 为首的硬件产品带来新一轮成长周期

2.1 业务线梳理: iPhone 业务为基本盘, Services 业务增长亮眼

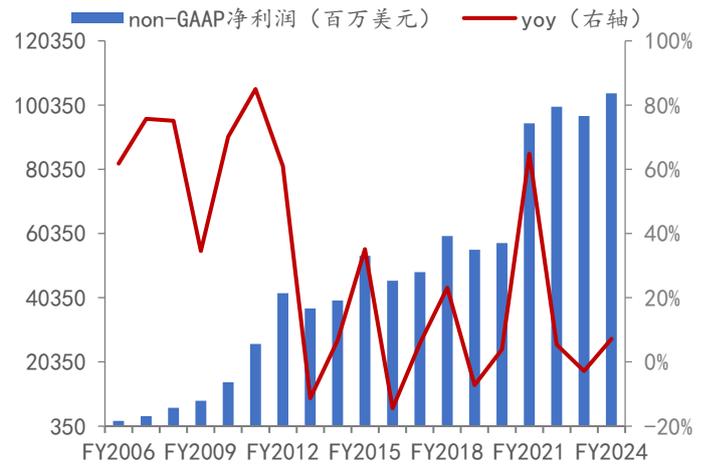
2000 年以来, iPhone 经历了四次大换代 (图中红色柱: iPhone4、iPhone6、iPhoneX、iPhone12), 而这四次换代也大幅提振了 iPhone 的换机需求增长, 苹果在收入和利润端皆有明显增长。

图表 6 Apple 历年收入规模



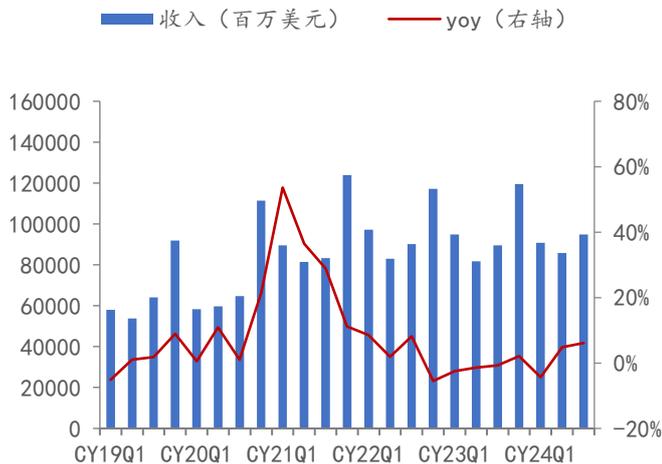
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 7 Apple 历年 non-GAAP 净利润规模



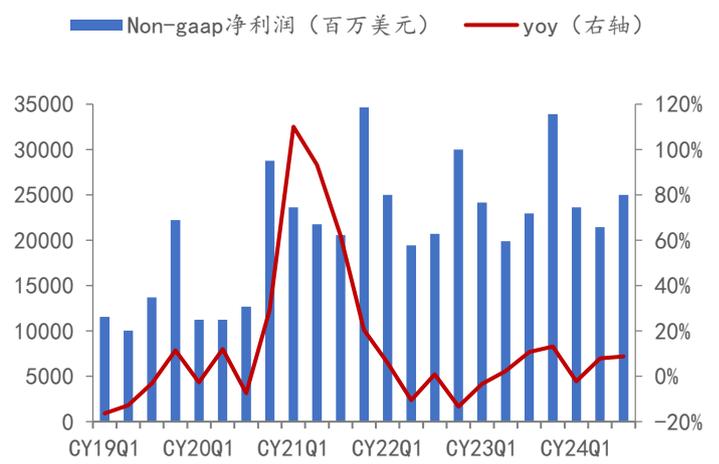
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 8 Apple 季度收入规模



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 9 Apple 季度 non-GAAP 净利润规模



资料来源：公司公告、华安证券研究所

苹果目前的业务线主要有两条，即产品（Product）和服务（Services），其中 product 收入占比基本能维持在 70%-80%之间，近两个财年均维持低个位数的负增长，一方面源于 21 财年的高基数（疫情刺激下的消费电子增长，以及 iPhone12 作为首个支持 5G 的 iPhone 手机大幅拉动了换机需求），另一方面源于 22-23 年宏观环境疲软，全球手机大盘低迷。

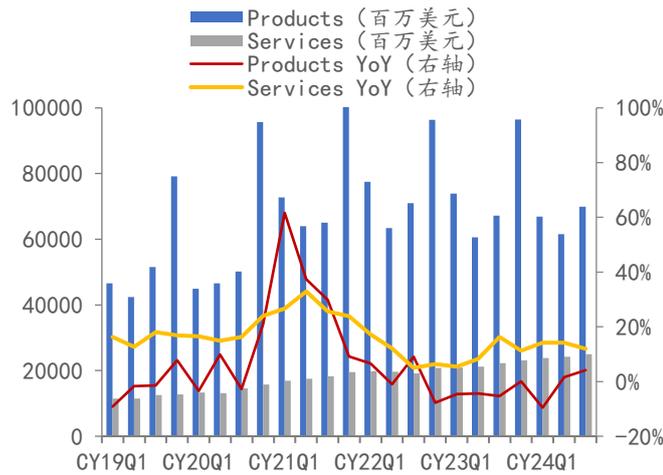
其中，Product 业务线中有近 7 成收入来源是 iPhone，其余为 iPad、Mac 和穿戴设备（iWatch、Airpods 等）。Services 业务线中包含众多产品，如 App store 抽佣、iCloud 付费、Apple music、Apple TV+、Apple news、Apple care，以及谷歌支付给苹果的 TAC 费用等，services 收入增速相对 Product 业务线较高，维持 10% 左右增长。

图表 10 Apple 业务线拆分



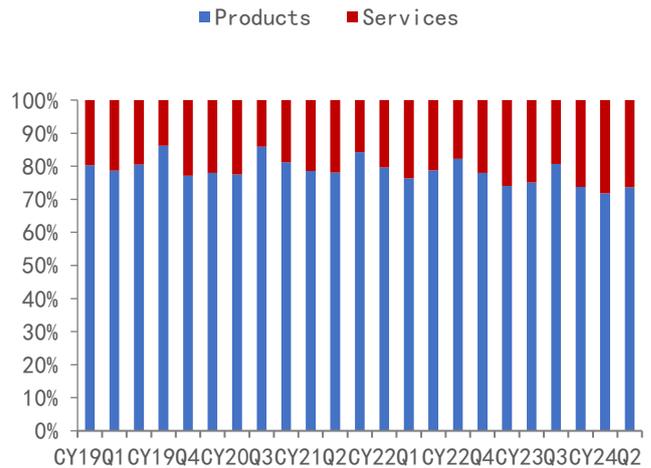
资料来源: 公司公告、公司官网、IT之家、华安证券研究所

图表 11 Product & Services 季度收入情况



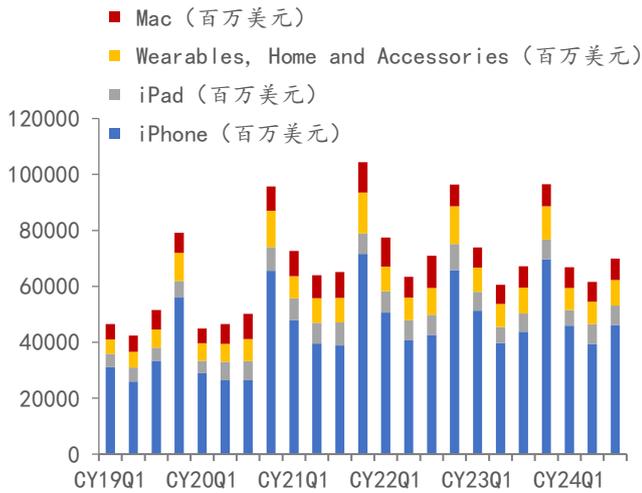
资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 12 Product & Services 占总收入比重



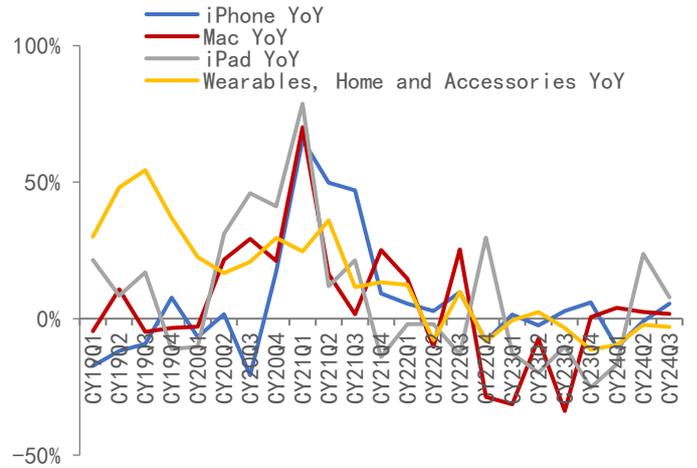
资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 13 Product 中各产品季度收入情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 14 Product 中各产品季度收入增速情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

2.2 Apple intelligence 功能梳理

苹果公司在今年 6 月的 WWDC 上推出了 Apple Intelligence，这些功能包括图像生成、更智能的书写工具、邮件总结，以及更聪明的 Siri 等。Apple Intelligence 可以在 iPhone、iPad、Mac 上接入，通过端云结合的大模型来实现这些 AI 功能。目前，苹果与 OpenAI 合作接入了 ChatGPT4o 大模型，用于处理 Apple Intelligence 无法较好处理的问题。Apple Intelligence 正式版已于 2024 年 10 月份发布，并在 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。

我们可以将 Apple Intelligence 涵盖的 AI 功能总结为四类：

1) 语言工具：

① **Writing Tools:** Apple AI 将能够在您编写的任何地方重写和校对您的文本，包括邮件、备忘录、Pages、或第三方 APP；

② **优先通知:** Apple AI 将根据上下文了解哪些通知是最重要，并将这些通知显示在顶部；

③ **邮件中的优先讯息:** 同样，Apple AI 会优先处理最值得大家注意的电子邮件；

④ **智慧回复:** Apple AI 将为您产生电子邮件回复，大家只需要最后阅读和调整、点击发送即可；

⑤ **减少干扰:** 类似请勿打扰模式，但 Apple AI 会判断并允许重要通知播放；

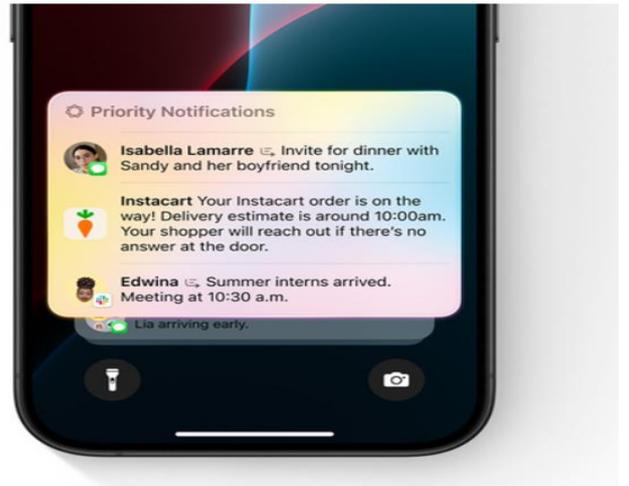
⑥ **内容摘要:** 无论是在会议记录中还是在查看电子邮件时，AI 都会为您总结内容。

图表 15 Writing Tools



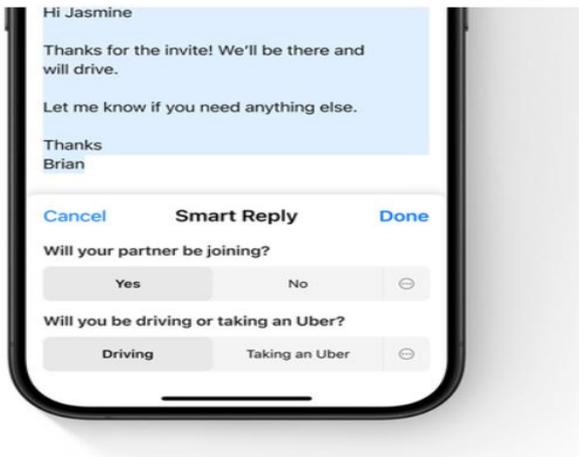
资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 16 优先通知



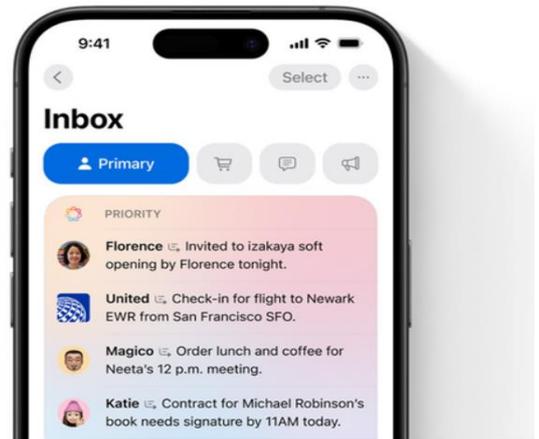
资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 17 邮件智能回复



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 18 邮件优先消息



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 19 内容摘要



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 20 减少干扰



资料来源：公司官网、华安证券研究所

2) 影像工具:

① **Image Playground 图像创建:** 透过简单的输入请求创建完全原创的图像, 可以轻松调整样式并进行更改以匹配消息主题、自由格式板或 Keynote 中的幻灯片;

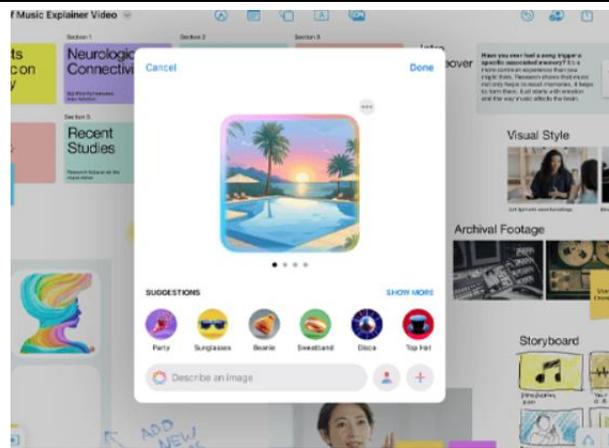
② **Genmoji:** 根据需要任何场合创建完全原创的表情符号;

③ **AI 消除:** 使用照片应用中的清理工具去除照片中的干扰物, Apple Intelligence 可识别背景物体, 因此只需轻点一下即可将其移除, 从而拍出完美的照片, 同时保留原始图像;

④ **强大的搜寻功能:** 只需描述要查找的内容, 即可在照片应用中搜索照片和视频。Apple Intelligence 甚至可以在视频片段中找到符合搜索描述的特定时刻;

⑤ **Image Wand:** 使用 Apple Pencil 在笔记中画一个圆圈, AI 会根据其他笔记内容的感知自动创建一个新图像。

图表 21 Image Playground 图像创建 1



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 22 Image Playground 图像创建 2



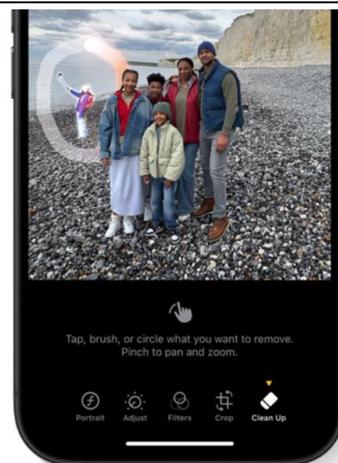
资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 23 Genmoji



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 24 AI 消除



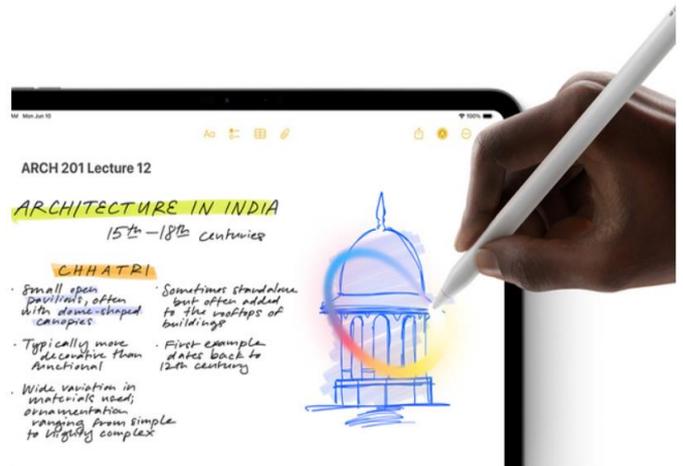
资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 25 照片/视频搜寻



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 26 Image Wand



资料来源：公司官网、华安证券研究所

3) 进化版 Siri:

① **更丰富的语言理解:** 更丰富的语言理解能力和增强的语音功能使与 Siri 的交流更加自然。当您提到之前请求中提到的内容 (例如刚刚创建的日历事件的位置) 并询问“那里的天气怎么样?”时, Siri 可以理解并回答;

② **个人化协助:** 了解您的个人背景使 Siri 能够以您独有的方式为您提供帮助。记不住朋友是否在短信或电子邮件中与您分享过食谱?预订航班时需要您的护照号码?Siri 可以利用其对您设备上信息的了解来帮助您找到所需信息, 而不会侵犯隐私;

③ **屏幕感知:** 现在 Siri 会知道屏幕有什么, 并可以提供相应的帮助。例如, 如果朋友给你发了他们的新地址, 你可以说“将此地址添加到他们的联系人卡片”, Siri 就会处理;

④ **横跨多个 APP 执行操作:** 使用 Siri 在应用程序内和应用程序间无缝执行操作。您可以发出请求, 例如“将我起草的电子邮件发送给 April 和 Lilly”, Siri 知道您引用的是哪封电子邮件以及它在哪个应用程序中;

⑤ **焕然一新的外观:** 启动 Siri 时不会再在某个地方弹出, 而是会在设备的边框周围发出光芒;

⑥ **快速输入请求:** 快速双击 iPhone 或 iPad 屏幕底部, 就会弹出一个键盘, 让用户可以向 Siri 输入请求;

⑦ **深入的 Apple 产品知识:** 大家可以向 Siri 询问有关自己任何 Apple 装置和作业系统功能的问题, 且即时提供协助资讯。

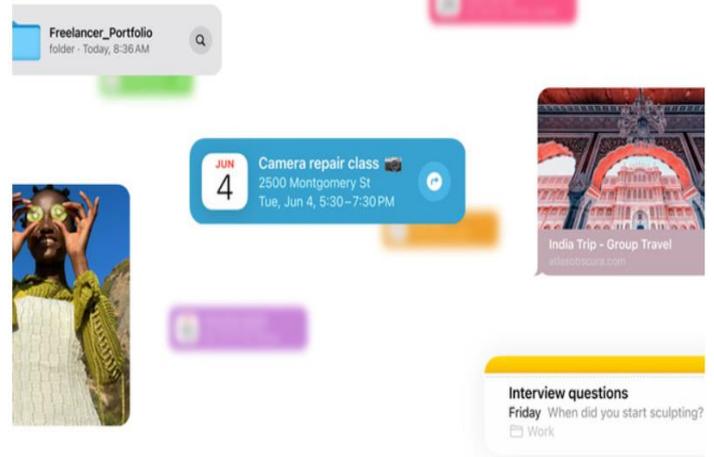
图表 27 更加丰富的语言理解



Siri, 设置一个闹钟——
哦, 等等, 不, 设置一个
10 分钟的定时器。实际
上, 设置为 5 分钟。

资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 28 个性化协助



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 29 屏幕感知



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 30 横跨多个 APP 执行操作



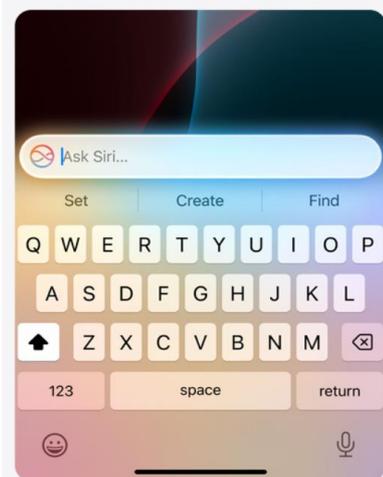
资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 31 全新 Siri 外观 (屏幕四周亮框)



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 32 快速输入请求

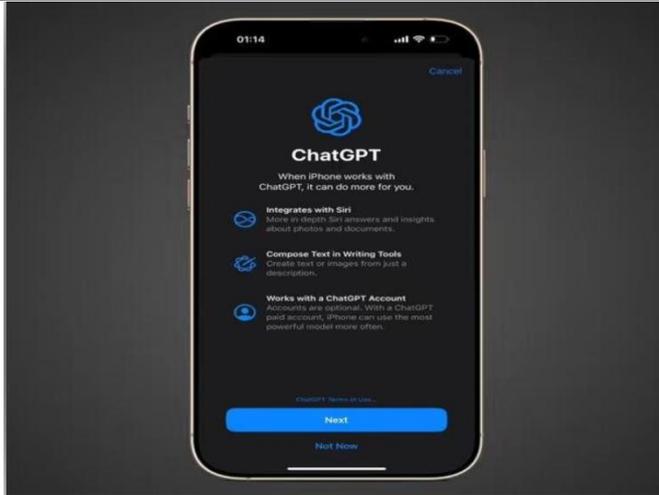


资料来源: 公司官网、华安证券研究所

4) ChatGPT 集成:

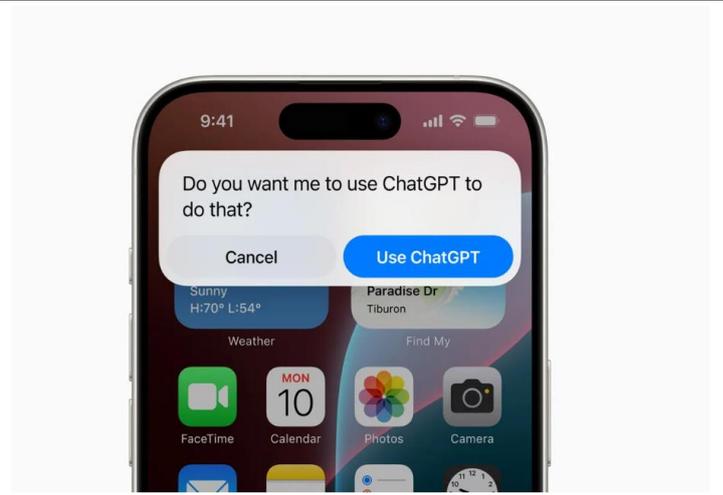
OpenAI 的 ChatGPT 已集成到 Siri 和写作工具中,可以在需要时获得更多专业知识,无需在工具之间切换。Siri 可以利用 ChatGPT 来处理某些请求,包括有关照片或文档的问题。借助写作工具中的 Compose,可以从头开始创建和绘制原创内容,用户可以控制何时使用 ChatGPT。任何人都可以免费访问 ChatGPT,无需创建账户,ChatGPT 订阅者可以连接账户以访问这些体验中的付费功能。

图表 33 Siri 接入 ChatGPT



资料来源: MSN、华安证券研究所

图表 34 ChatGPT 请求



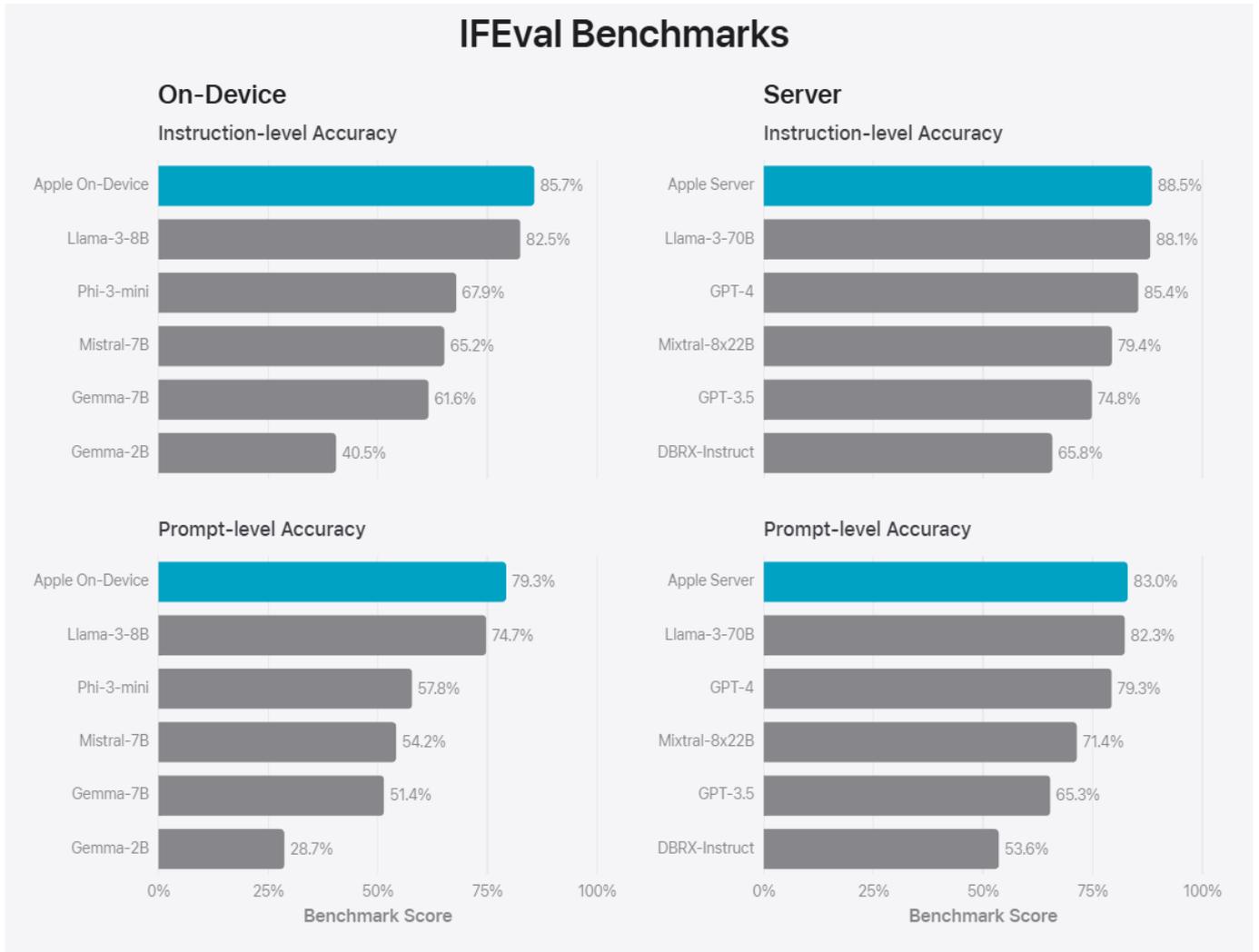
资料来源: NOWRE、华安证券研究所

2.3 端云模型结合,私有云部署有效保障用户数据隐私安全

Apple Intelligence 的架构分为三个层次:首先是苹果自主研发的端侧模型,其次是云端模型,最后是外部的 **GPT** 模型。**Apple Intelligence** 在处理任务时会先评估任务的复杂性和隐私性。对于涉及隐私的任务,系统会优先考虑使用本地模型来处理。如果本地模型无法处理这些任务,系统会将任务交给云端模型进行推理,并最终将结果返回。而 **GPT** 模型作为外部模型,主要负责处理更复杂和专业的任务,以确保任务的高效和准确完成。这种分层处理策略不仅保护了用户的隐私,也确保了任务处理的灵活性和效率。

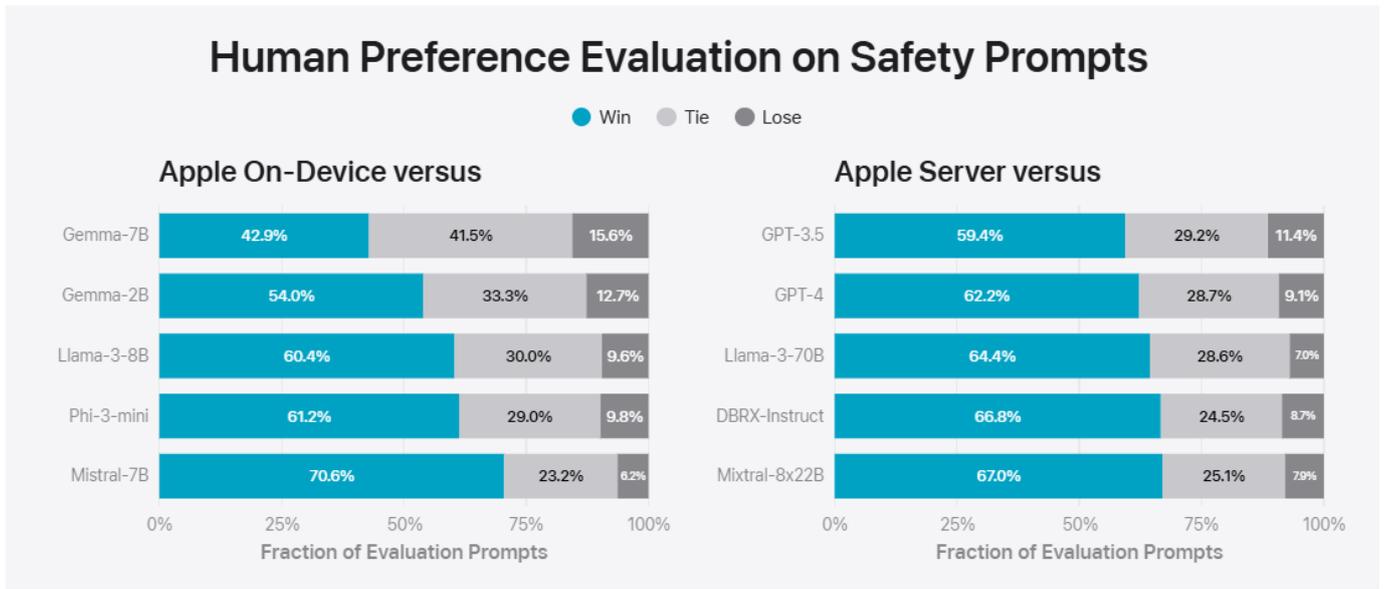
Apple Intelligence 的端侧模型参数量有 30 亿,但在多个基准测试及人工分级的偏好程度中,苹果的端侧模型和云端模型要比很多参数更大的端侧模型甚至大模型表现要更优。

图表 35 在 IFEval 基准测试下，苹果端侧和云端模型在提示词精准度上要优于其他模型



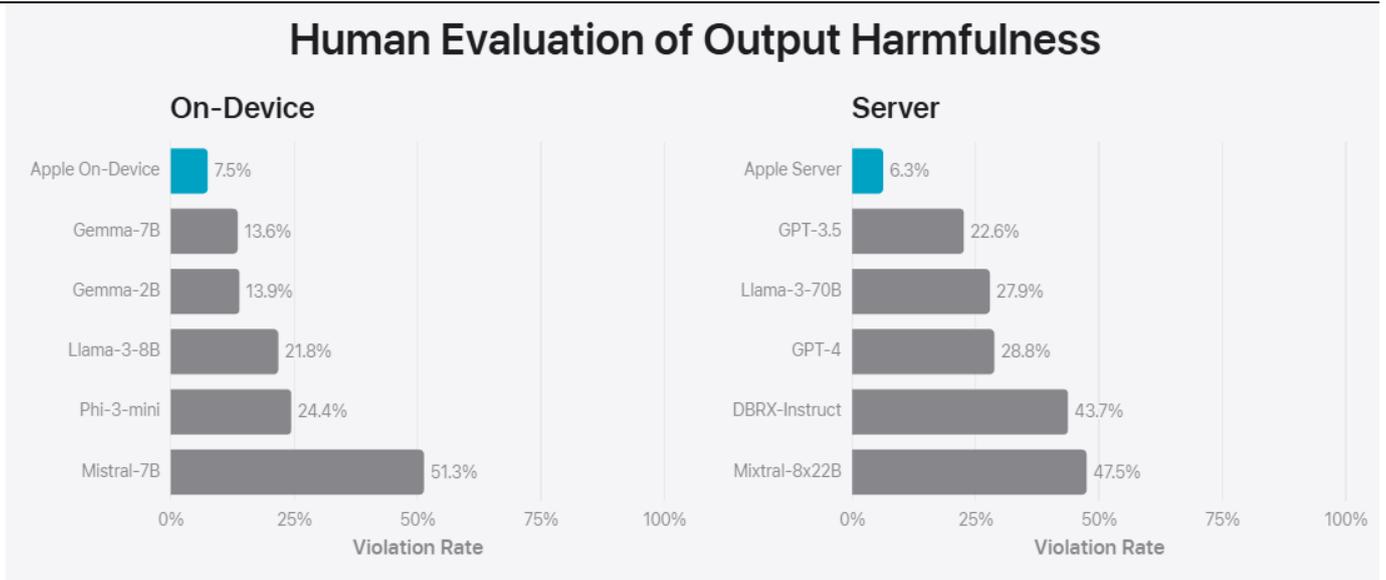
资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 36 在安全提示词中，苹果端侧和云端模型的回答更受人们青睐



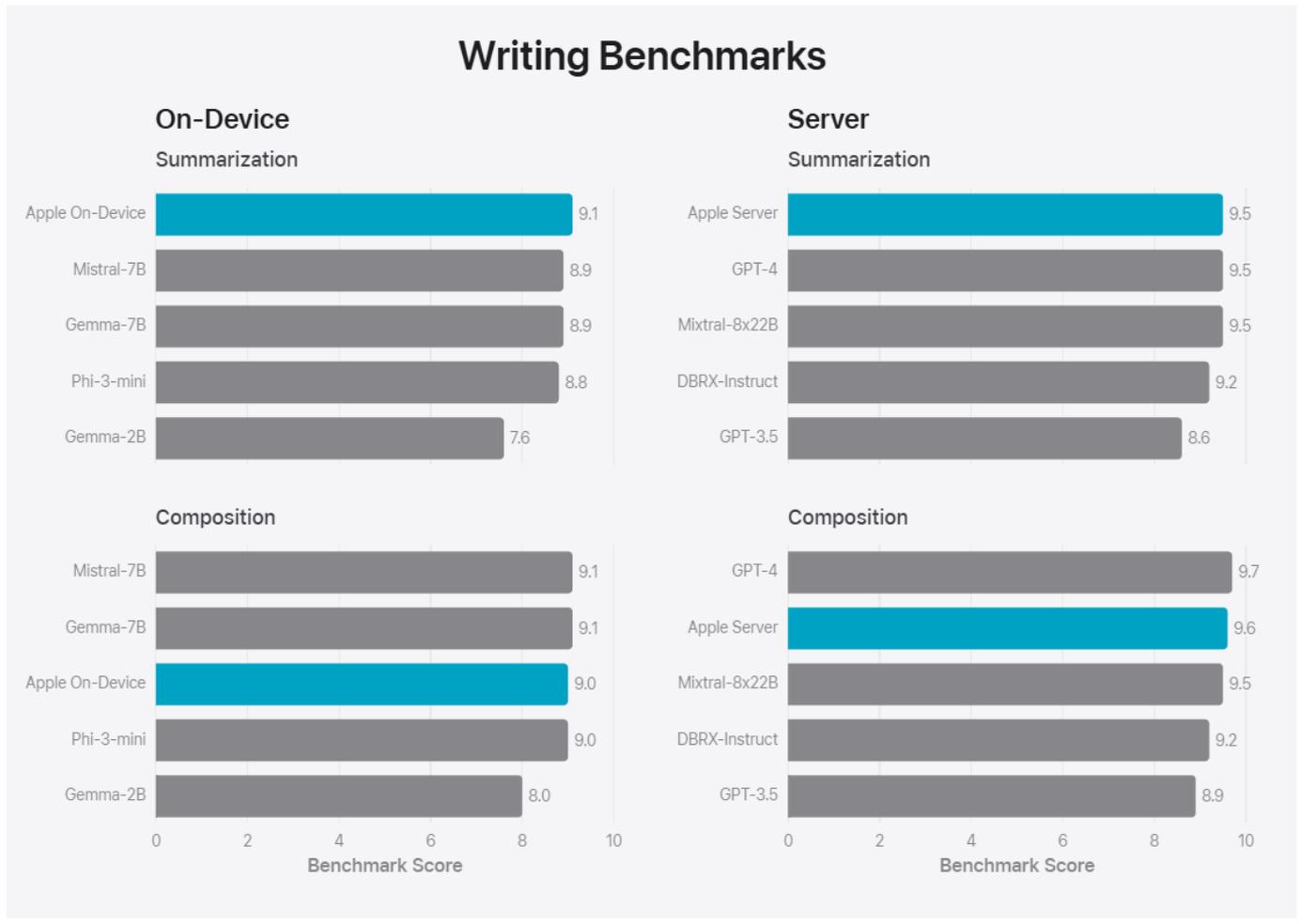
资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 37 苹果端侧和云端模型在针对有害内容、敏感话题等问题回答的更好



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 38 苹果端侧和云端模型在写作方面表现优秀



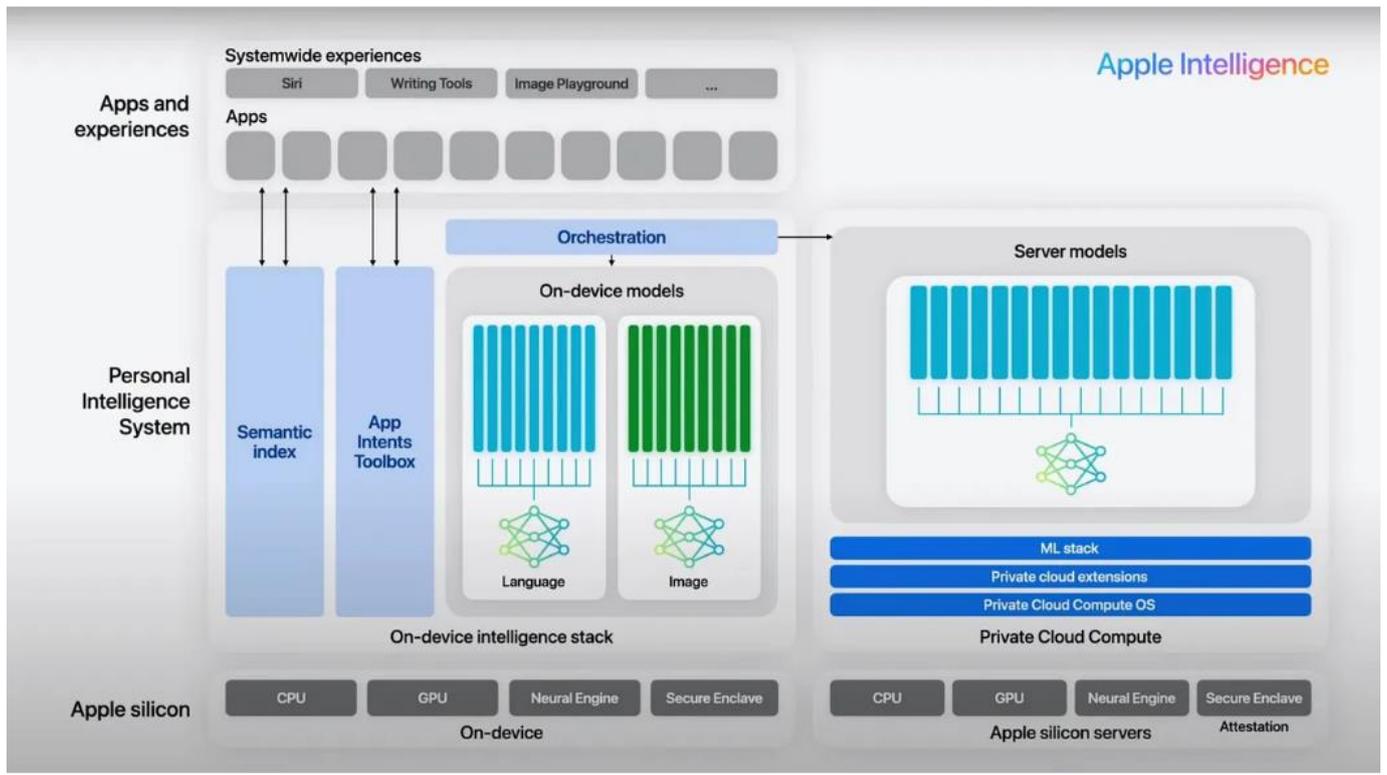
资料来源：公司官网、华安证券研究所

对于需要使用更大的基础模型对复杂数据进行推理的高级功能，苹果创建了私有云计算 (PCC)，这是一种专为私有 AI 处理而设计的突破性云智能系统。私有云计算首次将 Apple 设备业界领先的安全性和隐私性扩展到云端，确保发送到 PCC 的个人用户数据不会被用户以外的任何人访问，甚至 Apple 也无法访问。

PCC 对于处理用户的数据有几点保证：

- 1) 用户的设备将数据发送到 PCC 的唯一目的是满足用户的推理请求，PCC 仅使用该数据来执行用户请求的操作；
- 2) 用户数据仅保留在处理请求的 PCC 节点上，直到返回响应。PCC 在完成请求后会删除用户的数据，并且在返回响应后不会以任何形式保留任何用户数据；
- 3) Apple 永远不会获取用户数据 —— 即使对生产服务或硬件具有管理权限的员工也是如此。

图表 39 Apple intelligence 整体架构

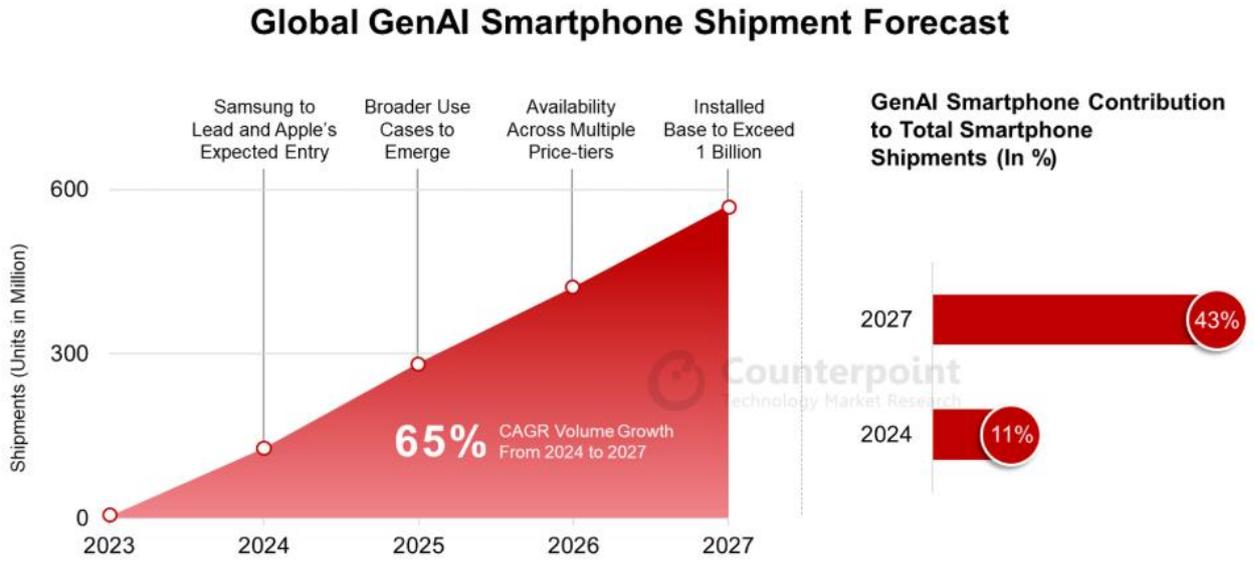


资料来源: Medium、华安证券研究所

2.4 预计 AI 加持下将会加速换机节奏，看好苹果核心竞争优势

智能手机向 AI 化发展现如今已经成为确定性发展路线，各大主流手机厂商在 2024 年针对手机侧的端侧 AI 模型纷纷布局，也基本都在今年完成了生成式 AI 手机向系统级 AI 手机的跨越。根据 counterpoint 预计，AI 手机出货量在 2024-2027 年将会维持 65% 的复合增长，AI 手机渗透率将会由 11% 提升至 43%。

图表 40 全球 AI 手机出货量预测



资料来源: counterpoint、华安证券研究所

图表 41 全球 AI 手机市场格局



资料来源: canalys、华安证券研究所

图表 42 主流 AI 手机厂商 2024 年布局

主流厂商	动态追踪
小米	<p>1) 小米 14T: 2024 年 9 月 26 日, 小米在西班牙发布了小米 14T 和 14T Pro 两款智能手机。这两款设备面向摄影爱好者, 集成了 AI 技术和徕卡光学, 提升影像质量。其中, AI 功能包括“圈选搜索” (Circle to Search), 用户可在屏幕上圈选内容, 快速获取相关信息。</p> <p>2) 小米 15 系列: 2024 年 10 月 29 日发布, 搭载了小米澎湃 OS 2 操作系统, 深度集成 AI 技术。11 月 9 日, 小米集团合伙人、总裁、手机部总裁兼小米品</p>

	<p>牌总经理卢伟冰在直播中确认，小米 15 系列手机的销量已经突破 100 万台，而且该系列机型破百万的速度要快于前代机型小米 14 系列。</p> <p>3) 小米澎湃 OS 2: 系统级 AI，是小米自主研发的操作系统，深度集成 AI 技术。新系统引入了多项 AI 功能，如“焕新存储管理 2.0”、“级联带宽技术”、“自研微架构调度器”，提升系统性能和用户体验。小爱同学升级为“超级小爱”，提供更智能的语音助手服务。</p>
<p>三星</p>	<p>1) Galaxy S24 系列: 2024 年 1 月 18 日，三星发布了 Galaxy S24 系列，包括 Galaxy S24、S24+和 S24 Ultra。该系列引入了创新的 Galaxy AI 功能，重新定义了移动设备的用户体验。</p> <p>2) Galaxy Z Fold6 和 Z Flip6: 2024 年 7 月，三星推出了最新的可折叠手机 Galaxy Z Fold6 和 Z Flip6。这两款设备配备增强的 AI 功能，旨在提高生产力并提供独特的移动体验。</p> <p>3) Galaxy S24 Fan Edition (FE): 2024 年 9 月 26 日，三星宣布推出 Galaxy S24 FE，这是一款更实惠的旗舰机型，保留了关键的 AI 功能。</p> <p>4) 自研 AI 模型: 三星正在开发自有的 AI 语言模型，名为“高斯模型” (Gauss Model)，以减少对外部 AI 技术的依赖。</p> <p>5) 三星计划在 2025 年推出更多 AI 功能的设备，包括 Galaxy S25 系列和新的可折叠手机。</p>
<p>苹果</p>	<p>1) Apple Intelligence: Apple Intelligence 是苹果公司于 2024 年推出的生成式人工智能 (AI) 系统，旨在为 iPhone、iPad 和 Mac 用户提供更智能、个性化的体验。Apple Intelligence 的首批功能以免费软件更新方式随 iOS 18.1、iPadOS 18.1 和 macOS Sequoia 15.1 提供，支持全球部分国家和地区，需将设备语言和 Siri 语言均设置为美国英语。Apple 计划在 2025 年 4 月的软件更新中，扩展 Apple Intelligence 的语言支持，包括中文、法语、德语、日语等，满足全球用户需求。</p> <p>2) 与 OpenAI 合作: 2024 年 6 月，苹果公司与 OpenAI 达成合作，将 ChatGPT 深度集成到 iOS、iPadOS 和 macOS 等产品中。这一举措使苹果用户能够在 iPhone、iPad 和 Mac 等设备上原生使用 ChatGPT，实现图片生成、文本生成和文本摘要等功能。Siri 在 ChatGPT 的支持下变得更加智能，能够深入解读文档、图像等内容，直接提供答案。苹果采用了 OpenAI 的 GPT-4o 模型，这是专为移动端打造的低消耗、高性能版本，支持跨文本、视频、音频进行推理。</p>
<p>华为</p>	<p>1) 华为 Mate 70 系列: 2024 年 11 月 26 日，华为发布了 Mate 70 系列，包括 Mate 70、Mate 70 Pro、Mate 70 Pro+和 Mate 70 RS 等型号。</p> <p>2) HarmonyOS NEXT: Mate 70 系列首发搭载了全新的 HarmonyOS NEXT 操作系统，该系统不再基于 Android，提供了优化的 AI 体验。引入了多项 AI 新功能，包括 AI 运动轨迹、AI 主角时刻、AI 时空穿越、AI 智控键、AI 隔空传送、AI 通话摘要等，提升用户的智能化体验。</p>
<p>Oppo</p>	<p>1) 全面普及 AI 手机: 2024 年 6 月 5 日，OPPO 宣布将生成式 AI 功能引入全产品系列，计划在 2024 年为约 5000 万用户提供生成式 AI 功能，推动 AI 手机的普及。</p> <p>2) OPPO AI 中心的成立: 为系统化提升 AI 能力，OPPO 于 2024 年成立了 OPPO AI 中心，集中资源推进 AI 技术的发展。</p> <p>3) 2024 年发布的主要 AI 手机产品: OPPO Find X8 系列: 2024 年 10 月，OPPO</p>

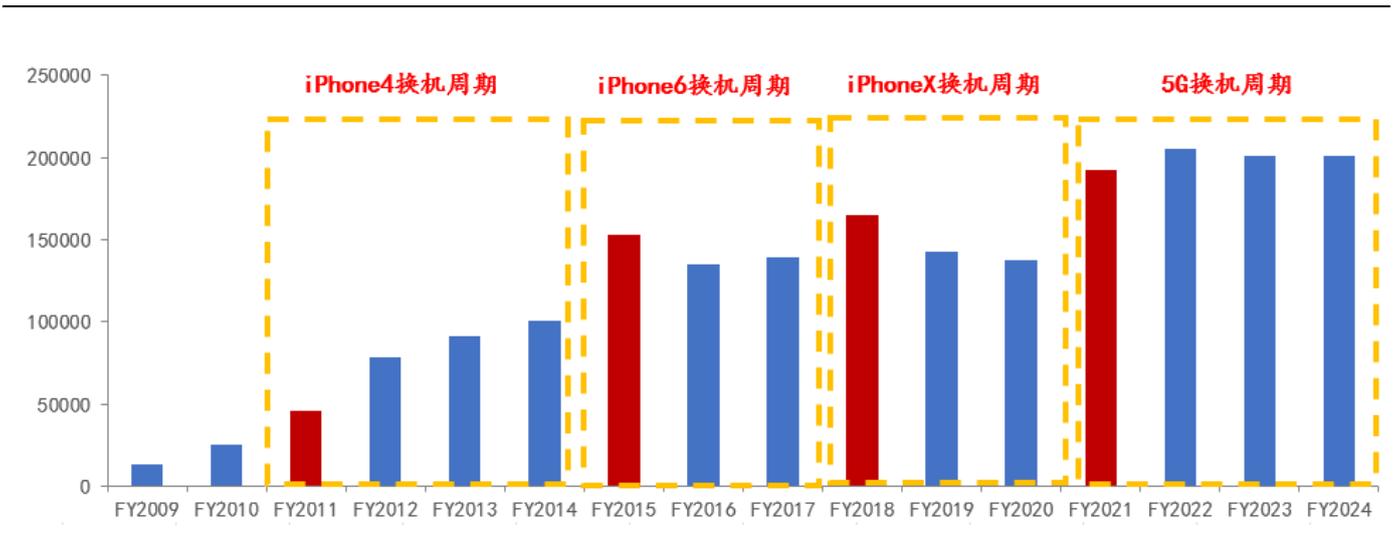
	发布了 Find X8 和 Find X8 Pro, 2024 年 8 月, OPPO 推出 Reno12 F 和 Reno12 FS。
荣耀	MagicOS 9.0: 2024 年 10 月 23 日正式发布了 MagicOS 9.0, 是行业首个搭载智能体的个人化全场景 AI 操作系统, 标志着手机“自动驾驶”新时代的开启。原 YOYO 助理升级为 YOYO 智能体, 具备自然语义理解、用户行为习惯学习、意图识别及决策等核心能力, 能够自主操作手机资源与第三方服务, 满足用户需求, 实现类似手机“自动驾驶”的体验。
Vivo	1) 自研 AI 大模型“蓝心大模型”: vivo 推出自研“蓝心大模型”, 这是国内首个运用人工智能预训练大模型的手机产品, 全面覆盖核心应用场景, 提升手机的智能化水平。 2) OriginOS 5 操作系统: vivo 发布基于 Android 15 的全新操作系统 OriginOS 5, 集成 AI 助手“蓝心小 V”, 提供高级搜索、自动优化多媒体内容等功能, 提升用户体验。 3) 2024 年发布的主要 AI 手机产品: vivo X200 系列: 2024 年 10 月 14 日, vivo 在中国发布 X200 系列, 包括 X200、X200 Pro 和 X200 Pro Mini; vivo V40e: 2024 年 9 月 25 日, vivo 在印度推出 V40e。
谷歌	Pixel 9 系列: 2024 年 8 月, 谷歌发布了 Pixel 9 系列, 包括 Pixel 9、Pixel 9 Pro、Pixel 9 Pro XL 和 Pixel 9 Pro Fold。Pixel 9 系列深度集成 AI 技术, 搭载 Gemini AI 助手, 提供增强的用户交互体验。

资料来源: 各公司官网、lifewire、cincodias、华安证券研究所

我们认为随着 AI 功能的逐步迭代和落地, Apple intelligence 将会加速以 iPhone 为首的硬件换机节奏, 原因如下:

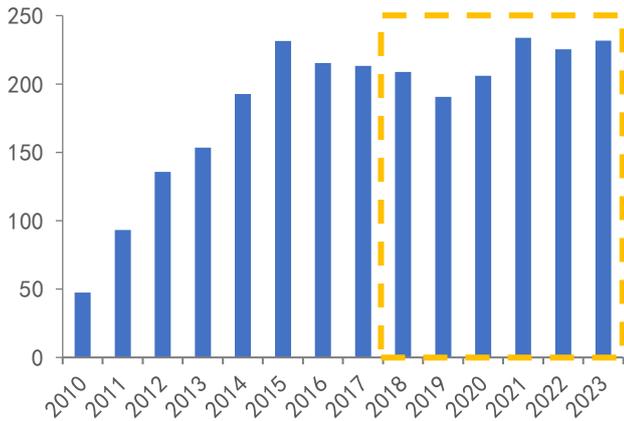
1) 从过往数据看, iPhone 过去的重大改款对手机出货量和手机业务收入上都有明显的提振, 尤其是在 2018 年后全球手机大盘需求低迷的情况下, 苹果凭借 iPhone12 为代表的 5G 换机周期推动 iPhone 出货量逆势上涨, 手机市占率稳健上涨。所以, AI 手机时代的到来对 iPhone 出货量的推动具备可预见性。

图表 43 iPhone 业务收入 (百万美元)



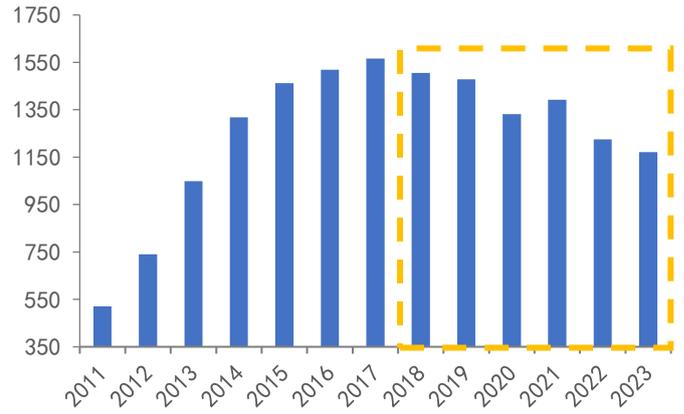
资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 44 iPhone 出货量 (百万台)



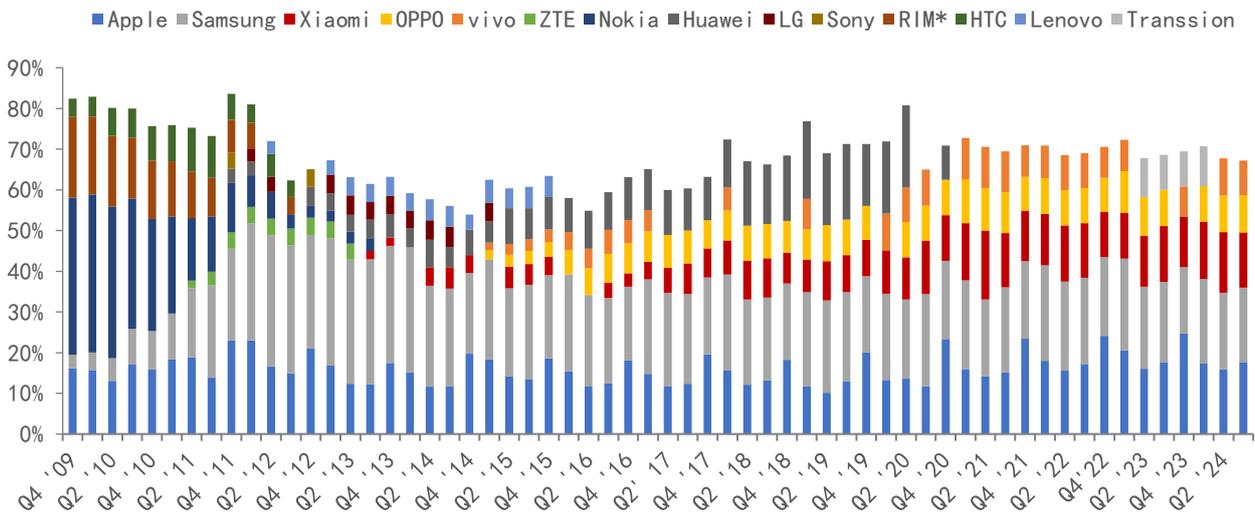
资料来源: Statista、华安证券研究所

图表 45 全球智能手机出货量 (百万台)



资料来源: Statista、华安证券研究所

图表 46 Apple 全球市占率近几年持续上升, 三星市占率受国产厂商冲击明显



资料来源: Statista、华安证券研究所

2) 当前 Apple intelligence 功能仅支持 A17pro 或 M1 以上芯片, 所以 Apple Intelligence 的引入对芯片性能提出了更高的要求, 它主要被设计为在搭载 A17 Pro、M1、M2、M3、M4 系列芯片及其后续迭代产品的机型上运行。因此, 在现有的 iPhone 机型中, 只有 iPhone 15 Pro 和 iPhone 15 Pro Max 以及 iPhone16 系列具备了搭载 Apple Intelligence 的能力。因此, AI 功能的推出将有效加速以 iPhone 为首的硬件设备更新周期。

图表 47 Apple 全球市占率近几年持续上升，三星市占率受国产厂商冲击明显



资料来源：36Kr、华安证券研究所

3) 与安卓不同，iPhone 具备很强的竞争优势，从 2007 年首款 iPhone 面世以来至今，iPhone 已经构成了自己独有的护城河。就如图 46 所示，近年来随着国产手机厂商的成功出海，小米、OPPO、Vivo 所争夺来的市场份额主要来源于同为安卓阵营的三星，苹果并未受到太多影响，近几年的市占率反而还在持续提升。苹果之所以能很大程度上避免安卓竞争原因有很多，我们可以从几方面来看：

① 苹果拥有非常强的用户黏性和品牌认同感，苹果在这十几年间对于品牌调性和消费者认同的培育往往被市场所低估，苹果不仅仅是一个科技品牌，它更是一个文化符号，一个创新的代名词。**A. 品牌调性和故事性：**苹果公司的品牌调性不仅仅是高端，它还蕴含着一种“开创性”的精神。从 iPhone 4 的革命性设计，再到 iPhone X 的全面屏创新，苹果的每一代产品都在讲述一个关于技术革新和设计突破的故事。这种故事性不仅支撑了苹果产品的高溢价，也是市场对苹果新产品发布抱有高预期的主要原因。苹果通过其产品，传递了一种超越技术本身的价值和愿景，这种价值和愿景深深植根于消费者心中。**B. 业内首屈一指的设计和审美：**苹果具备业内顶尖的工业设计和审美，虽然审美具备主观性，但历代 iPhone 版本，无论是从手机外观，到系统 UI，或是动效特效，苹果都是业内友商争先模仿学习的对象，这也侧面反映了苹果具备领先于行业的设计审美。此外更重要的是，iPhone 十几年来设计语言都保持着一致性，产品特征极具鲜明，这也是主流安卓厂商所欠缺的。**C. 苹果的 iOS 操作系统以其封闭式的生态和独特的操作逻辑而著称，这与开放的安卓系统形成了鲜明对比。**iOS 的这种封闭性为苹果提供了对用户体验的严格控制，确保了软件和硬件的无缝整合，为用户提供了一致且高质量的体验。然而，这也意味着用户在从 iOS 转向安卓系统时面临较高的学习成本。这种学习成本不仅体现在操作上，还体现在对生态系统的适应上。苹果的生态系统包括了 App Store、iCloud、Apple Music 等服务，这些服务与 iOS 设备紧密结合，为用户提供了便捷的跨设备体验。对于习惯了苹果生态系统的用户来说，转向安卓可能意味着需要重新适应不同的服务和操作方式。

图表 48 iPhone 版本迭代



资料来源: Newsnow、华安证券研究所

图表 49 三星 Galaxy 系列版本迭代

图表 50 小米版本迭代



资料来源: 搜狐新闻、华安证券研究所



资料来源: PConline、shopXO、华安证券研究所

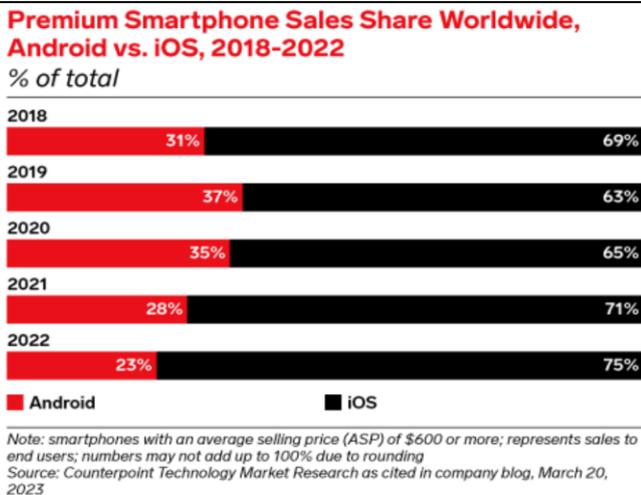
图表 51 VIVO X 系列版本迭代



资料来源: Celular actual、Zcool、京东官网、华安证券研究所

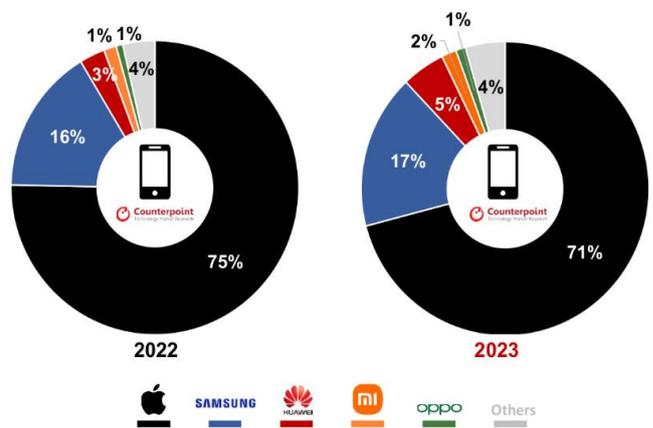
②苹果本身所处的价格带很高,同一价格带下鲜有对手。以 iPhone15 系列为例,各版本在美国的定价在 799 美元到 1599 美元之间,在这个价格带, iPhone 最大的竞争对手只有三星的旗舰系列(如 S24 系列),华为 P 系列带给苹果的竞争仅限中国大陆地区。所以在高端手机市场,苹果基本呈现一家独大的局面。虽然从手机出货量角度看中国厂商(小米、OPPO、Vivo)近几年出海如火如荼,但在海外销售机型主要以中低价格带手机为主,以小米为例,24Q3 小米手机全球 ASP 仅 1000 元人民币左右,较 iPhone 价格带有很大差距。

图表 52 600 美元以上高端机全球市占率(按系统)



资料来源: emarketer、华安证券研究所

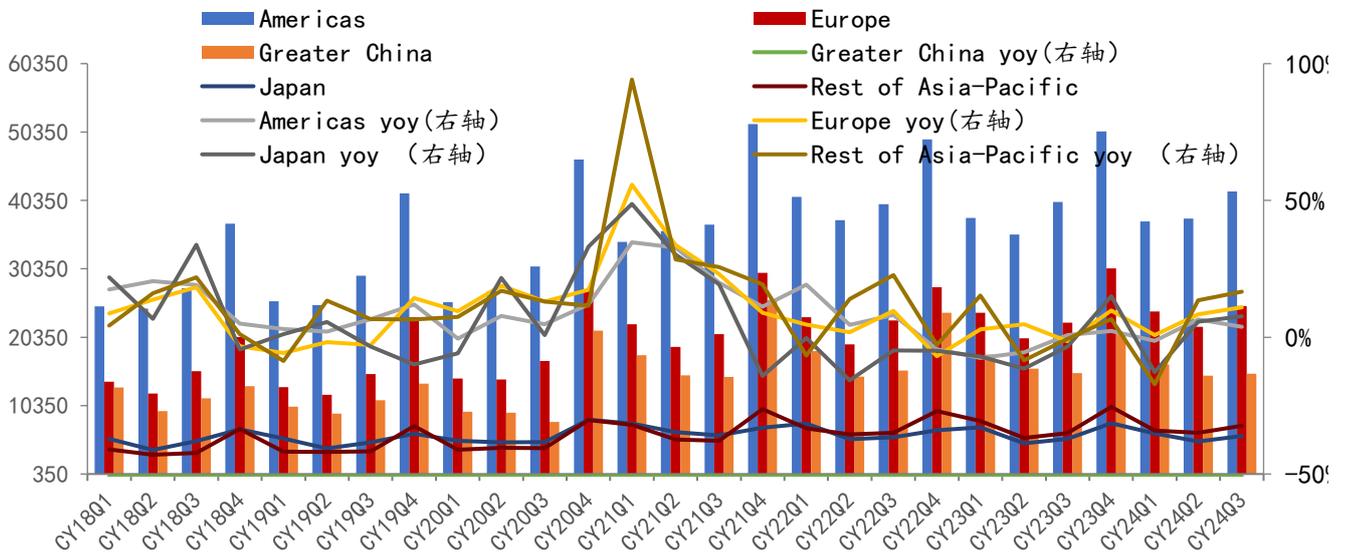
图表 53 600 美元以上高端机全球市占率(按厂商)



资料来源: counterpoint、华安证券研究所

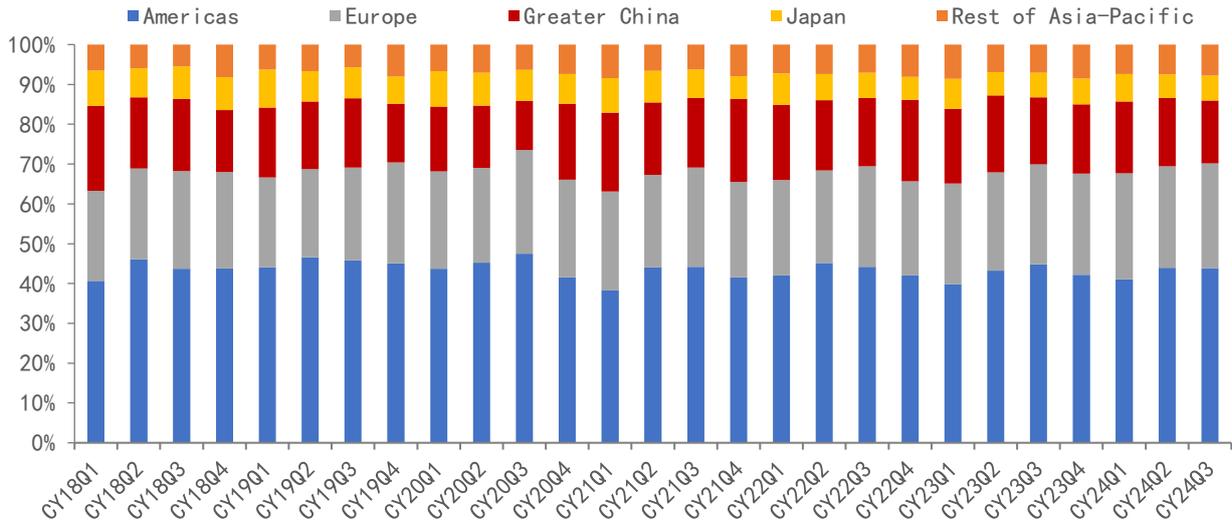
③苹果手机在海外发达地区能很大程度上避免来自中国手机厂商带来的竞争影响，这和海外手机销售模式有关。以美国、日本为代表的发达国家当前的手机销售渠道仍是以运营商为主，根据 CIRP 统计，iPhone 在美国的销售渠道中，运营商渠道占比 67%，Apple store 零售渠道仅占 25%，所以 iPhone 在美国大部分是以合约机的形式售卖，而国产厂商想要在美国与四大运营商达成合作除了牵涉诸多法律问题，还要投入大量时间和资源重组商业模式，预计短期内很难打破这层障碍（可参考 19 年华为在美国与运营商达成合作后被美国政府叫停）。其次，由于关税的问题，国内厂商的高端旗舰机在海外的价格很高，当前海外消费者对其品牌的认同度不足以支撑起高溢价，所以国产手机在海外的高端化短期来看阻碍仍大。以小米 14 举例，小米 14 在欧洲定价为 1099 欧元（较国内售价基本翻番），与 iPhone15 Plus（1099 欧元）处于同一区间，竞争力不足。

图表 54 Apple 收入分布（按地区；百万美元）



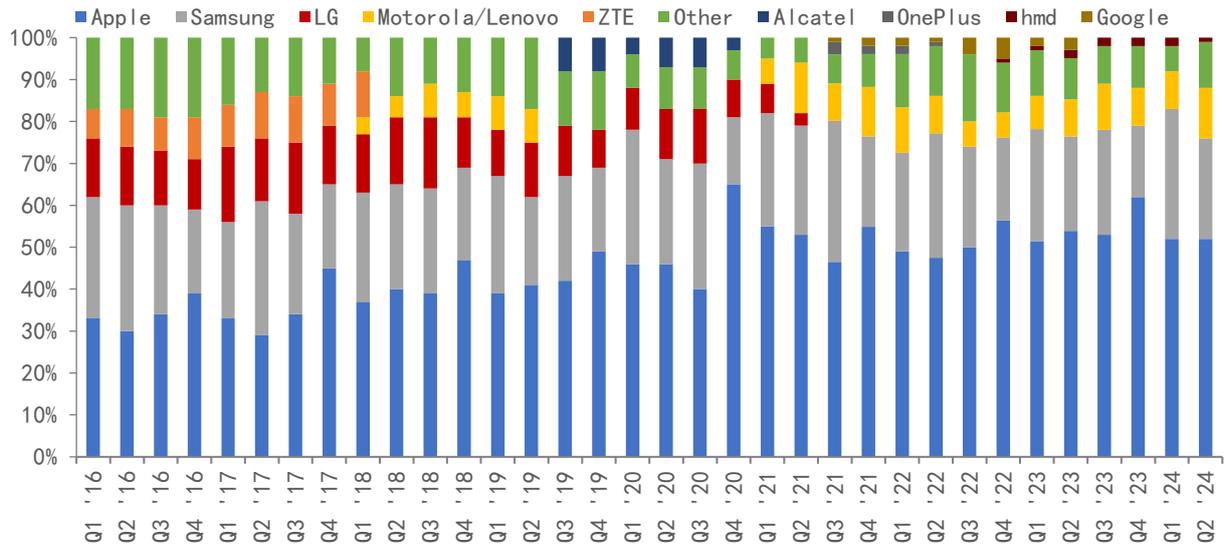
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 55 Apple 收入分布占比 (按地区)



资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 56 美国智能手机市场占有率情况



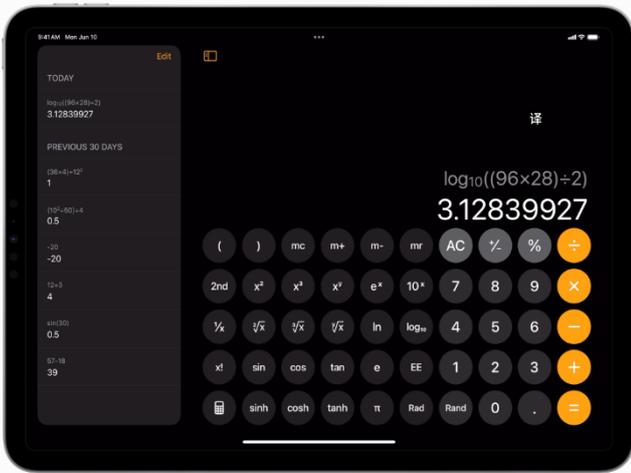
资料来源: Statista、华安证券研究所

2.5 互联互通及人机交互方式不断升级, AI有望向可穿戴设备普及

WWDC24 还推出了针对可穿戴设备、PC 和平板的一系列更新, 设备间的互联互通升级, 我们预计 Apple intelligence 在之后有望向可穿戴设备普及。

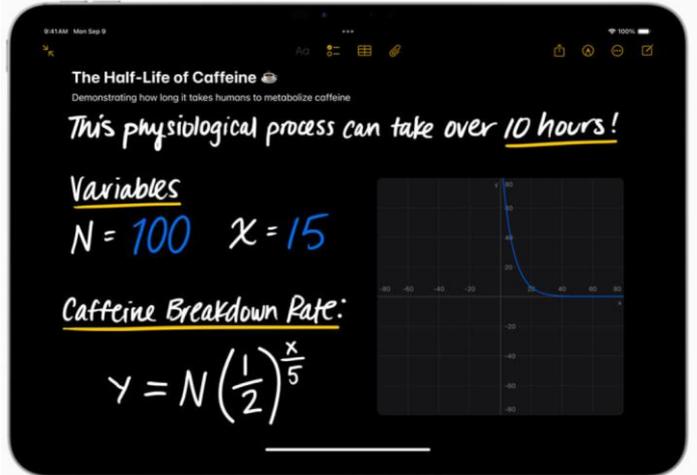
1) iPadOS 18 更新: 增加原生计算器, AI 加持下新增数学笔记功能。数学笔记功能可在用户键入或手写输入数学表达式后, 立刻以同样的笔迹显示解算结果, 还可让用户创建和使用变量, 或者创建可添加至图表中的等式。用户可在备忘录 app 中访问自己的数学笔记, 并可在其他任何笔记中使用所有的数学计算功能。

图表 57 新增原生计算器



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 58 数学笔记功能



资料来源：公司官网、华安证券研究所

2) macOS Sequoia: 新增 iPhone 镜像、并列桌面窗口布局、密码 APP、Safari highlight 等功能。

iPhone 镜像: 用户现可直接在 Mac 上访问并控制 iPhone。自定义墙纸和 app 图标也将以 iPhone 上的原貌呈现。使用 iPhone 镜像，用户可以在主屏幕上轻扫切换页面；启动与浏览常用 app；直接用 Mac 查看并回复 iPhone 通知。使用 iPhone 镜像期间，iPhone 会保持锁定状态，因此其他人无法使用此 iPhone 或看到用户对 iPhone 的操作。该功能还支持待机显示，使用 iPhone 镜像期间，用户仍能继续在 iPhone 上一目了然地获取信息；

密码 APP: 全新密码 app 让用户在 Mac 上的同一个地方更轻松地取用密码、通行密钥、无线局域网密码和其他凭证。密码 app 仰仗极为安全的端到端加密技术。密码 app 支持 Safari 浏览器，且能与用户的所有 Apple 设备和已下载 Windows 版 iCloud app 的 Windows 设备无缝同步；

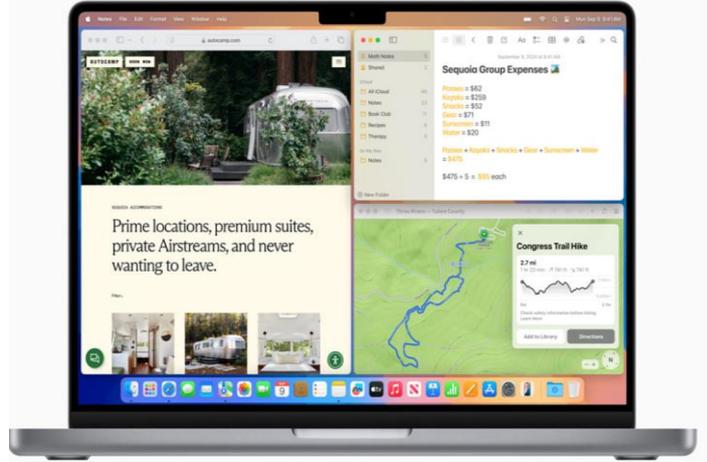
Safari highlight: AI 加持下，Highlights 可以自动生成场所路线、文章摘要或快速链接，帮助用户深入了解网页上的人物、音乐、电影和电视剧等。重新设计的阅读器通过优化的视图、摘要和目录帮助用户更快地阅读文章，新检视器则可视频放置在屏幕正中央，同时用户仍可任意使用系统播放控制。Distraction Control 功能让用户能在浏览网页内容时隐藏所有干扰性元素。

图表 59 iPhone 镜像



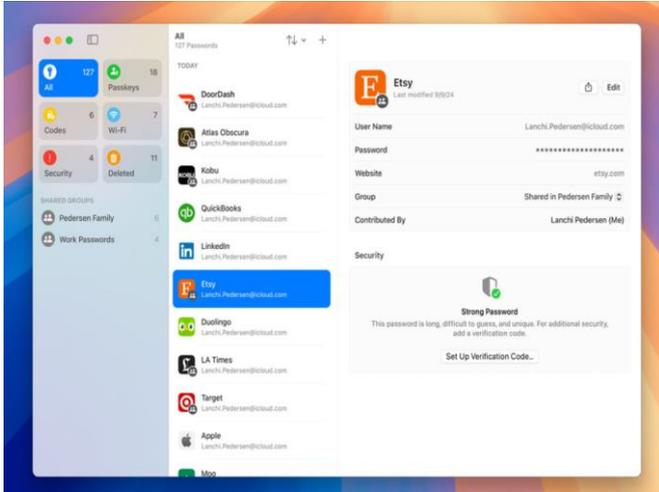
资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 60 并列桌面窗口布局



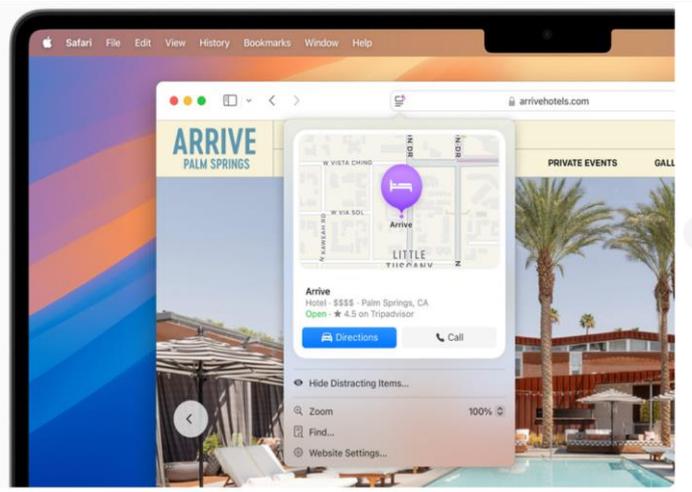
资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 61 密码 APP



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 62 Safari highlights 功能



资料来源：公司官网、华安证券研究所

3) AirPods 功能更新：引入动作控制

苹果引入头部动作捕捉技术，支持 在一些不方便语音控制的情景下，通过点头或摇头的动作取代声音用以指令 Siri，例如点头即可接听来电，摇头则可挂断电话；AirPods 的新固件还增加了通话人声分离功能，能够有效区分并强调用户的说话声音，同时减少周围环境的噪音。

图表 63 通过摇头或点头来拒听或接听电话



资料来源：快科技、华安证券研究所

4) iwatchOS 11: 聚焦健康洞察, 新增诸多功能

新增呼吸暂停通知: 可帮助识别睡眠呼吸暂停的迹象。为了检测睡眠呼吸暂停的迹象, Apple Watch 使用加速感应器来监测睡眠期间手腕上的微小运动, 这些运动与正常呼吸模式中中断有关, 并通过名为“呼吸障碍”的新 Apple Watch 指标进行跟踪。用户可以在健康 app 中查看自己的夜间呼吸障碍;

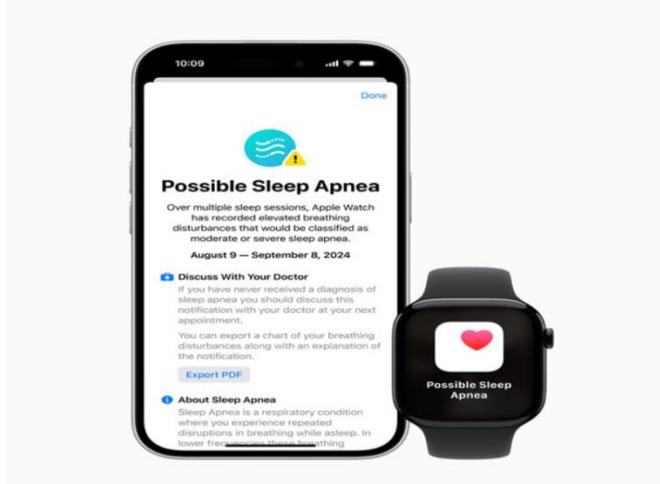
全新 Vitals App: 能够直观呈现身体健康指标并提供一周内指标变化对比, 若发现异常值将会高亮, 而如果检测出多项异常, 将智能提供原因分析和解决方案;

女性健康功能: 新增孕期检测选项, 可实时检测孕期情况, 并估算妊娠期;

Tap to Cash: 用户只需将 Apple Watch 靠近另一台 Apple Watch 或 iPhone 即可发送和接收 Apple Cash;

Double tap 更新: 现在可用于滚动浏览任何应用程序, 从而更轻松地用一只手与 Apple Watch 互动。

图表 64 新增呼吸暂停通知



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 65 Vitals App



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 66 孕期检测



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 67 double tap

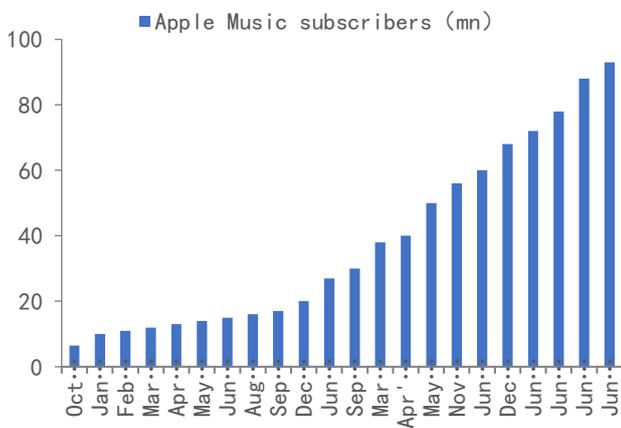


资料来源：公司官网、华安证券研究所

2.6 活跃用户规模不断扩大, Services 业务持续增长

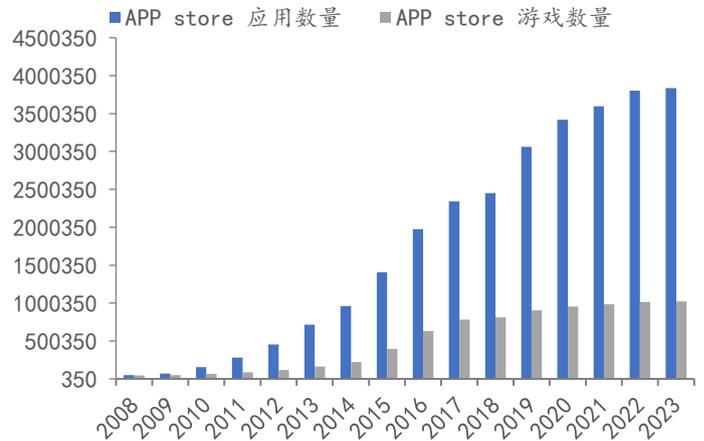
我们认为苹果 Services 业务增长的主要动力在于其数量不断扩大且付费能力较强的用户群体, 根据 Statista 统计, 2023 年苹果设备 (包括 iPhone、iPad、Mac、Apple Watch、Apple TV 等所有硬件设备) 活跃用户高达 22 亿, 2022 年为 18 亿。我们认为, 随着用户规模不断扩大, 该业务长期看仍能维持较高水平增长。

图表 68 Apple music 订阅用户 (百万人)



资料来源: Statista、华安证券研究所

图表 69 Apple APP store 应用程序及游戏数量 (个)



资料来源: Statista、华安证券研究所

Services 业务中有自谷歌的 TAC 收入需要后期持续关注, 目前存在一定的不确定性。谷歌今年陷入反垄断调查, 美国哥伦比亚特区地方法院判决指出, 谷歌通过与浏览器开发商、智能手机制造商和无线运营商签订的独家分销协议, 在通用搜索服务和通用文本广告这两大市场中保持了垄断地位, 谷歌目前就该判决提起上诉。谷歌自 2005 年起就与苹果合作, 签订协议将一定比例的广告收入分给苹果以确保谷歌搜索成为 iPhone 内置 Safari 浏览器的默认搜索引擎。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 (约占谷歌 2022 年 TAC 费用的 40%, 约占苹果 2022 年 Services 业务收入的 25%)。2024 年底, 苹果公司正式向

美国法庭提出申请,要求加入即将举行的谷歌在线搜索反垄断审判。苹果公司的法律团队明确指出,无论谷歌是否继续支付这笔费用,苹果都没有计划自建搜索引擎来直接与谷歌竞争。这一表态,无疑是对外界关于苹果可能涉足搜索引擎领域猜测的明确回应,建议持续关注谷歌反垄断调查进展。

3 盈利预测与估值

我们预计苹果 FY2025-FY2027 收入为 4116.5/4564.2/4862.3 亿美元,同比 +5.3%/+10.9%/+6.5%;其中 Product 收入为 3047.4/3379.7/3566.3 亿美元,同比 +3.3%/+10.9%/+5.5%; Services 收入为 1069.1/1184.5/1296.0 亿美元,同比 +11.2%/+10.8%/+9.4%。

图表 70 Apple 业务线盈利预测 (百万美元)

mnUSD	FY25Q1E	FY25Q2E	FY25Q3E	FY25Q4E	FY'2024	FY'2025E	FY'2026E	FY'2027E
Total Revenue	121,593	97,650	89,353	103,048	391,035	411,645	456,424	486,233
%yoy growth	1.7%	7.6%	4.2%	8.6%	1.4%	5.3%	10.9%	6.5%
Product	95,902	71,240	62,242	75,356	294,866	304,740	337,973	356,632
%yoy growth	-0.6%	6.5%	1.1%	7.7%	-1.1%	3.3%	10.9%	5.5%
iPhone	68,950	49,050	40,214	50,314	201,183	208,528	233,652	245,001
%yoy growth	-0.6%	6.5%	1.1%	7.7%	-1.6%	3.7%	12.0%	5.5%
Mac	8,013	7,982	7,508	8,295	29,984	31,798	34,062	35,786
%yoy growth	3.0%	7.1%	7.1%	7.1%	2.0%	6.1%	7.1%	5.1%
iPad	7,250	6,475	6,375	6,975	26,694	27,075	29,150	30,210
%yoy growth	3.2%	16.5%	-11.0%	0.4%	3.0%	1.4%	7.7%	3.6%
Wearables, Home and Accessor	11,688	7,733	8,145	9,772	37,005	37,339	41,108	45,635
%yoy growth	-2.2%	-2.3%	0.6%	8.1%	-3.4%	0.9%	10.1%	11.0%
Services	25,692	26,410	27,111	27,692	96,169	106,905	118,451	129,601
%yoy growth	11.1%	10.7%	12.0%	10.9%	9.8%	11.2%	10.8%	9.4%
Operating income	41,772	30,697	26,756	32,367	123,216	131,592	149,425	160,948
YoY Growth	3.5%	10.0%	5.5%	9.4%	7.8%	6.8%	13.6%	7.7%
% of sales	34.4%	31.4%	29.9%	31.4%	31.5%	32.0%	32.7%	33.1%
Net income (Non-GAAP)	35,097	25,794	22,483	27,197	103,982	110,571	125,550	135,230
YoY Growth	3.5%	9.1%	4.8%	8.9%	7.2%	6.3%	13.5%	7.7%
% of sales	28.9%	26.4%	25.2%	26.4%	26.6%	26.9%	27.5%	27.8%
Diluted EPS (Non-GAAP)	2.31	1.71	1.50	1.83	6.75	7.36	8.58	9.49
YoY Growth	6.2%	11.9%	7.5%	11.8%	10.0%	9.1%	16.6%	10.6%

资料来源: 华安证券研究所测算

苹果近年来一直坚持大额分红和回购(近三财年回购金额分别为 902 亿美元/766 亿美元/950 亿美元),股利支付率近四年基本维持在 15%左右。

图表 71 Apple 历年分红情况

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
分红金额 (百万美元)	14,129	14,087	14,431	14,793	14,996	15,218
Non-GAAP 净利润 (百万美元)	55,256	57,411	94,680	99,803	96,995	103,982
股利支付率	25.6%	24.5%	15.2%	14.8%	15.5%	14.6%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

我们预计苹果 FY2025-FY2027 Non-gAAP 净利润为 1105.7 /1255.5 /1352.3 亿美元,同比 +6.3%/+13.5%/+7.7%; FY2025-FY2027 Non-gAAP Diluted EPS 预计为 7.36/8.58/9.49 美元,同比 +9.1%/+16.6%/+10.6%。苹果近年来一直坚持大额分红和回购(近三财年回购金额分别为 902 亿美元/766 亿美元/950 亿美元),股利支付率近四年基本维持在 15%左右,首次覆盖,我们给予“增持”评级。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	会计年度	FY202	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	152,987	171,305	193,216	204,902	营业收入	391,035	411,645	456,424	486,233
现金及现金等价物	29,943	42,668	57,301	65,494	%yoy	2.0%	5.3%	10.9%	6.5%
短期有价证券	35,228	33,228	31,228	29,228	营业成本	210,352	219,154	242,584	256,734
应收款项	33,410	36,267	39,327	41,106	毛利	180,683	192,491	213,840	229,499
存货	7,286	7,867	8,486	8,790	研发开支	31,370	33,849	36,462	38,798
其他流动资产	47,120	51,275	56,873	60,283	销售及营销开支	26,097	27,050	27,953	29,753
非流动资产	211,993	208,706	205,996	203,323	营业利润	123,216	131,592	149,425	160,948
长期有价证券	91,479	85,479	79,479	73,479	%yoy	7.8%	6.8%	13.6%	7.7%
固定资产	45,680	48,393	51,683	55,010	其他收入	269	40	40	40
商誉	5,889	5,889	5,889	5,889	除税前利润	123,485	131,632	149,465	160,988
无形资产	623	623	623	623	所得税	29,749	21,061	23,914	25,758
其他非流动资产	68,322	68,322	68,322	68,322	GAAP 净利润	93,736	110,571	125,550	135,230
资产总计	364,980	380,011	399,212	408,225	%yoy	-3.4%	18.0%	13.5%	7.7%
流动负债	176,392	189,194	204,761	213,702	Non GAAP 净利润	103,982	110,571	125,550	135,230
应付款项	68,960	74,458	80,321	83,195	%yoy	7.2%	6.3%	13.5%	7.7%
短期递延收入	8,249	8,649	9,049	9,449	Non GAAP EPS	6.75	7.36	8.58	9.49
商业票据	9,967	9,967	9,967	9,967	%yoy	10.0%	9.1%	16.6%	10.6%
短期借款	10,912	10,912	10,912	10,912					
其他流动负债	78,304	85,208	94,512	100,179					
非流动负债	131,638	131,638	131,638	131,638					
长期递延收入	372	372	372	372					
长期借款	85,750	85,750	85,750	85,750					
其他非流动负债	45,516	45,516	45,516	45,516					
负债合计	308,030	320,832	336,399	345,340					
普通股和实收资本	83,276	96,648	110,634	125,265					
留存收益	-19,154	-30,297	-40,649	-55,208					
累计其他综合收益	-7,172	-7,172	-7,172	-7,172					
权益合计	56,950	59,179	62,813	62,885					
负债股东权益	364,980	380,011	399,212	408,225					

现金流量表				
单位:百万美元				
会计年度	FY202	FY2025E	FY2026E	FY2027E
净利润	93,736	110,571	125,550	135,230
折旧摊销	11,445	12,206	12,991	13,865
股份基础的支出	11,688	12,272	12,886	13,530
应收款项	-3,788	-2,857	-3,060	-1,779
存货	-1,046	-581	-619	-304
其他资产	-13,087	-8,155	-9,598	-7,410
应付款项	6,020	5,498	5,863	2,875
递延收入	0	400	400	400
其他负债	15,552	6,904	9,304	5,667
经营活动现金流	118,254	136,258	153,716	162,074
购买固定资产和无形资产	-9,447	-10,919	-12,281	-13,192
购买/处置有价证券	13,690	8,000	8,000	8,000
其他投资活动	-1,308	0	0	0
投资活动现金流	2,935	-2,919	-4,281	-5,192
发行普通股收益	0	1,100	1,100	1,100
普通股回购	-94,949	-100,000	-114,000	-128,000
股权激励相关税费	-5,441	-6,400	-6,400	-6,400
发行商业票据收益	3,960	0	0	0
股息支付	-15,234	-15,314	-15,503	-15,389
其他	-10,319	0	0	0
筹资活动现金流	-121,983	-120,614	-134,803	-148,689
现金净增加值	-794	12,725	14,632	8,193
期末现金	29,943	42,669	57,301	65,494

主要财务比率				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
回报率				
净资产收益率	182.58%	186.84%	199.88%	215.04%
总资产收益率	28.49%	29.10%	31.45%	33.13%
增长率				
营业总收入增长率	2.02%	5.27%	10.88%	6.53%
净利润增长率	7.20%	6.34%	13.55%	7.71%
总资产增长率	10.16%	9.81%	17.44%	25.67%
资产管理能力				
应收款项周转天数	31.2	32.2	31.4	30.9
应付款项周转天数	64.4	66.0	64.2	62.5
总资产周转率	107%	108%	114%	119%
偿债能力				
资产负债率	84.40%	84.43%	84.27%	84.60%
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。