

公司研究

FY1Q25 营收&利润创单季新高，期待 4 月 Apple Intelligence 更多地区发力——苹果（AAPL.O）FY1Q25 业绩跟踪

买入(维持)

当前价：237.59 美元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM
执业证书编号：S0930517040002
021-52523692
futz@ebsecn.com

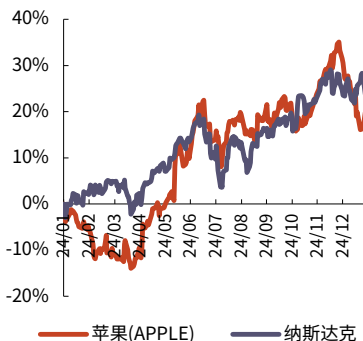
分析师：黄铮

执业证书编号：S0930524070009
021-52523825
huangzheng1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	150.38
总市值(亿美元):	35,728.48
一年最低/最高(美元):	164.075-260.1
近 3 月换手率:	32.6

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.0	-1.2	-0.4
绝对	-5.1	6.7	27.8

资料来源：Wind

相关研报

iPhone 首款 AI 手机发布，Apple Intelligence 全球落地节奏进一步明确——苹果（AAPL.O）2024 年秋季发布会点评（2024-09-10）
FY3Q24 营收利润均超预期，AI 相关投资将逐年提升——苹果 FY3Q24 业绩跟踪（2024-08-03）
Apple Intelligence 首亮相，苹果创新力量再释放，打开公司长期发展空间——苹果（AAPL.O）WWDC 2024 点评（2024-06-16）
智能硬件的全球领航者，构建强大生态闭环壁垒——苹果（AAPL.O）投资价值分析报告（2024-05-22）

要点

事件：FY1Q25 苹果业绩喜忧参半，营收、EPS 和毛利率齐创单季新高，但大中华地区跌势延续。美东时间 2025 年 1 月 30 日下午 5 点，苹果公布 FY1Q25 (CY4Q24) 业绩。营收方面，当季营收 1243 亿美元(yoy+4.0%)，高于市场一致预期的 1241 亿美元 (yoy+3.8%)，主要受益于 Mac、iPad 和服务业务营收表现超预期；然而大中华地区营收下滑 11%低于市场预期，同时 iPhone 营收不及预期。业绩方面，当季毛利率 46.9%，超出一致预期的 46.7%；单季净利润 363.3 亿美元(yoy+7.1%)，基本 EPS 达 2.4 美元(yoy+10.2%)，超出一致预期的 2.35 美元。

指引 FY2Q25 营收中低个位数同比增长，毛利率有望再创单季新高。展望 FY2Q25，苹果预计总收入将同比低至中等个位数增长(预计汇率负面影响 2.5%)，其中服务业务收入将实现同比低双位数增长(如果剔除外汇逆风影响，其同比增速将与 FY1Q25 相当)；预计毛利率 46.5%-47.5%之间，这意味着 FY2Q25 毛利率较可能再创单季新高。在业绩指引的拉动下，盘后苹果股价先跌后涨，最终涨幅约 3%。

iPhone 营收不及预期，大中华区收入持续下滑。FY1Q25 iPhone 收入 691.38 亿美元(yoy-0.8%)，显著低于市场预期的 710.4 亿美元(yoy+1.9%)。根据 IDC，4Q24 iPhone 全球出货 7690 万台，yoy-4.1%，全球智能手机市占率 23.2%，同比下滑 1.5pct，为营收下滑的主要因素；此外，对于市场此前担忧的因为竞争加剧而影响 iPhone 出货表现的中国地区，本季度销售持续下滑，FY1Q25 苹果在大中华地区实现收入 185.1 亿美元，yoy-11.1%，根据 IDC，4Q24 iPhone 在中国出货量 1330 万台，yoy-9.6% (vs 4Q24 中国智能手机出货 yoy+3.9%)。

iPad 和 Mac 收入均实现 15%以上同比增长，安装基数创历史新高。iPad: FY1Q25 实现收入 80.9 亿美元(yoy+15.2%)，超出市场预期的 73.5 亿美元，核心受益于 24 年 10 月发布的搭载 A17Pro 芯片的新款 iPad Mini 拉动，苹果表示该季度 iPad 安装基数持续增长、创下历史新高。Mac: FY1Q25 实现收入 89.9 亿美元(yoy+15.5%)，超出市场预期的 79.4 亿美元，Mac 业务实现了自 FY4Q22 以来的最高增速，同样受益于 iMac、Mac Mini 和 MacBook Pro 的新品拉货效应，苹果表示 Mac 的安装基数达到历史最高水平，同时该季度 Mac 的升级用户和新客户均实现双位数增长。

可穿戴营收延续同比下滑趋势，“3C 国补”或将带来一定促进作用。FY1Q25 可穿戴设备、家居、配件业务实现营收 117.5 亿美元(yoy-1.7%)，我们认为可穿戴等产品作为可选消费品主要受到全球宏观经济承压的影响，但业绩会上库克表示 1 月的 3C 国补政策或将刺激苹果产品销售。

服务收入超预期加快增长，连续 9 个季度营收创新高。FY1Q25 服务业务收入 263.4 亿美元(yoy+13.9%)，超出市场预期的 261 亿美元，实现了连续第九个季度创新高，同时在美洲、欧洲和亚太其他地区都创下了历史记录，在日本也创下了该季度记录。FY1Q25 苹果服务的付费账户实现同比双位数增长，同时苹果平台的各项服务付费订阅量已超过 10 亿，同样实现强劲的双位数增长。我们认为付费账户和订阅量的增长，反映用户对苹果服务的强大粘性，基于当前增长趋势和庞大用户基础，苹果服务业务有望持续增长趋势。

投资建议：我们认为，本季度 iPhone16 的出货表现较为平淡、以及大中华地区的竞争压力市场均已有所预期，这也是此前 24M12 至 25M1 苹果股价承压的主要原因。站在当前时点，我们对于苹果前景分析如下：

1) 市场短期或再次放大了中国负面因素对于 iPhone 出货的影响：正如 2024 年初一样（彼时市场担忧华为回归对 iPhone 出货将产生负面影响），我们认为目前市场对于 2025 年 iPhone 出货情况的预期或过于悲观，**我们认为 4Q24 iPhone 在中国出货同比下滑主要源于 3 点：**

- （1）iPhone16 系列硬件升级较微弱；（2）Apple Intelligence 尚未在中国升级；（3）中国市场竞争激烈，多家安卓厂商在 4Q24 发布新品。

但同时我们认为市场或忽略/低估了以下积极因素：

（1）虽 FY1Q25 中国地区收入下滑，但 iPhone 出货占比最高(约 30%)的美洲营收仍保持增长；除美洲本土以外的最大海外市场欧洲的收入 FY1Q25 保持两位数增长，日本的收入还大幅提速，FY1Q25 约 16% 的营收同比增幅约为 FY4Q24 的两倍，这说明在更多地区 iPhone 及苹果其他产品仍具备较强竞争力。

（2）库克表示，在 Apple Intelligence 上线的地区，iPhone 的需求相比未上线地区更强劲，iPhone 16 系列的表现强于前代 iPhone 15，这说明 Apple Intelligence 将会促进消费者换机这个结论依旧成立，因此我们期待 Apple Intelligence 在更多地区上线后，对于 iPhone 销量的带动。

（3）市场悲观地认为，2025 年中国手机补贴政策的 6000 元售价上限对于高 ASP 的 iPhone 出货提振没有影响（2025 年 1 月 15 日，中国商务部等部门发布 3C 产品购新补贴实施方案，明确表示个人消费者购买单件销售价格不超过 6000 元的手机数码产品，可享受购新补贴，每人每类可补贴 1 件，每件补贴比例为减去生产、流通环节及移动运营商所有优惠后最终销售价格的 15%，每件最高不超过 500 元），但我们认为：苹果一方面可通过多样化的促销降低消费门槛，另一方面即将上线的平价款 iPhone SE 或将充分受益于国补政策。

2) 期待 Apple Intelligence 的持续升级：根据苹果官网，25 年 4 月将推动 Apple Intelligence 扩展到更多语言，包括中文、法语、德语、意大利语、葡萄牙语、西班牙语、日语、韩语，以及新加坡和印度的本地化英语。我们认为 Apple Intelligence 为苹果在系统级能力的核心展现，苹果在芯片和软件上的紧密集成为公司核心竞争力，预计伴随 AI 和 Siri 智能化能力分阶段升级，用户体验的正向反馈将催化带动以 iPhone 为代表的苹果全系硬件产品销量提升。

3) 庞大的全球用户基数和服务业务将为苹果未来发展提供优质基础：业绩会上库克宣布，苹果目前在全球拥有 23.5 亿台活跃设备，较一年前的 22 亿台有所增加。我们多次强调，苹果的核心竞争力在于其软硬件一体化能力，目前软件服务业务营收占比持续提升已成为公司核心发展驱动，而庞大的用户基数+iOS 生态带来的用户粘性，将成为公司服务业务 MAU 和 ARPU 提升的基础，未来苹果可通过不断丰富和优化服务内容，进一步实现收入和利润的提升。

考虑到全球宏观经济逆风以及汇率对苹果负面影响，以及 Apple Intelligence 目前尚未在欧盟 iPhone 和 iPad 上更新、且尚未在中国等地区更新，Apple Intelligence 升级更新节奏为分阶段循序渐进，我们下调公司 FY2025-2026 GAAP 净利润至 1,087/1,176 亿美元预测（下调-4.1%/-5.6%），并新增 FY2027 年净利润预测 1,261 亿美元，维持苹果“买入”评级。

风险提示：宏观经济与下游需求不及预期风险、地缘政治风险、AI 技术升级不及预期、市场竞争加剧风险、政策监管风险等。

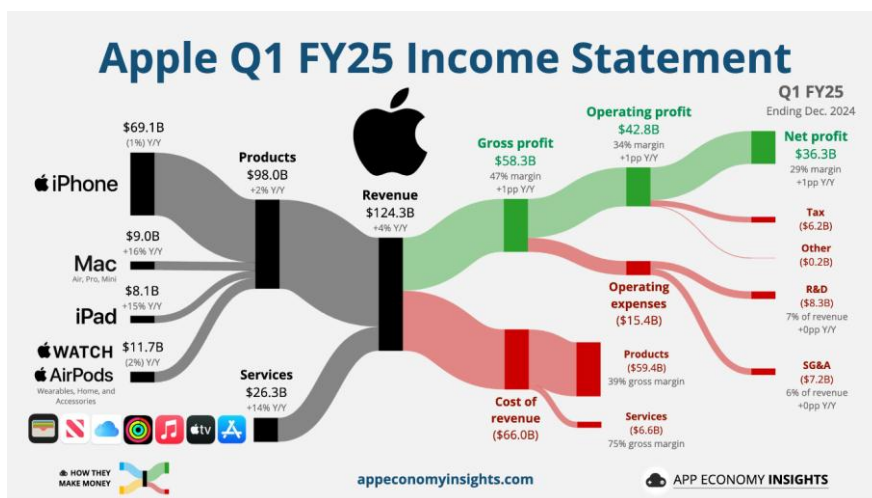
公司盈利预测与估值简表

指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万美元)	383,285	391,035	413,694	448,399	475,303
营业收入增长率(%)	(2.8)	2.0	5.8	8.4	6.0
GAAP 净利润(百万美元)	96,995	93,736	108,731	117,583	126,065
GAAP 净利润增长率(%)	(2.8)	(3.4)	16.0	8.1	7.2
GAAP EPS(美元)	6.16	6.11	7.30	8.14	9.01
市盈率	39	39	33	29	26

资料来源：彭博，光大证券研究所预测，股价时间为美东时间 2025-01-30 收盘价；我们预测 FY2025-27 加权平均股数分别 149/144/140 亿股

注：苹果公司将它的会计年度截止日期设定在每一个公历年度 9 月份的最后一个星期六，因此各“财年”近似对应时间为“上一公历年 Q4 至本公历年 Q3”

图 1：苹果 FY1Q25 财务情况概览



资料来源：华尔街见闻

财务报表与盈利预测

利润表(百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营收入	383,285	391,035	413,694	448,399	475,303
硬件产品	316,199	298,085	305,023	325,601	337,769
服务业务	78,129	85,200	108,671	122,798	137,534
营业成本	(214,137)	(210,352)	(217,569)	(232,972)	(245,732)
毛利	169,148	180,683	196,125	215,427	229,571
营业开支	(54,847)	(57,467)	(66,191)	(75,779)	(79,851)
其它收入	3,368	269	4,000	4,000	4,000
其他支出	(3,933)	0	(4,800)	(4,000)	(4,000)
营业利润	113,736	123,485	129,134	139,648	149,720
财务成本净额	0	0	0	0	0
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	113,736	123,485	129,134	139,648	149,720
所得税开支	(16,741)	(29,749)	(20,403)	(22,064)	(23,656)
净利润	96,995	93,736	108,731	117,583	126,065
少数股东权益	0	0	0	0	0
GAAP 净利润	96,995	93,736	108,731	117,583	126,065
息税折旧前利润	125,255	134,930	129,471	140,648	151,406
息税前利润	113,736	123,485	129,134	139,648	149,720
每股收益(美元)	6.16	6.11	7.30	8.14	9.01
每股股息(美元)	0.89	0.99	1.10	1.22	1.35

现金流量表(百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	110,543	118,254	88,257	122,236	130,029
净利润	96,995	93,736	108,731	117,583	126,065
折旧与摊销	11,519	11,445	337	1,001	1,685
营运资本变动	(4,213)	1,492	(2,616)	(859)	(1,218)
其它	6,242	11,581	(18,195)	4,512	3,498
投资活动现金流	3,705	2,935	15,947	(22,941)	(21,381)
其它资产变化	14,664	12,382	26,947	(11,941)	(10,381)
自由现金流	104,732	114,032	72,946	90,149	98,044
融资活动现金流	(108,488)	(121,983)	(43,135)	(78,208)	(87,663)
股本变动	0	0	(450)	(450)	(450)
净债务变化	(8,981)	(4,459)	33,950	(634)	(8,371)
派发红利	(104,243)	(92,575)	(15,218)	(16,310)	(17,637)
其它长期负债变化	4,736	(24,949)	(61,417)	(60,815)	(61,205)
净现金流	5,760	(794)	61,070	21,087	20,985

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测

资产负债表(百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总资产	352,583	364,980	413,486	471,712	524,972
流动资产	143,566	152,987	217,777	254,063	287,627
现金及短期投资	29,965	29,943	91,013	112,100	133,085
有价证券及短期投资	31,590	35,228	35,228	35,228	35,228
应收账款	29,508	33,410	33,096	38,114	42,777
存货	6,331	7,286	6,527	6,989	7,372
其它流动资产	46,172	47,120	51,914	61,632	69,165
非流动资产	209,017	211,993	195,709	217,649	237,345
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	43,715	45,680	54,940	63,888	72,414
其他非流动资产	165,302	166,313	140,768	153,761	164,931
总负债	290,437	308,030	333,023	359,975	374,808
流动负债	145,308	176,392	202,452	228,769	242,806
应付账款	62,611	68,960	65,271	69,892	73,720
短期借贷	15,807	20,879	64,029	71,496	70,675
其它流动负债	66,890	86,553	73,152	87,382	98,412
长期负债	145,129	131,638	130,571	131,206	132,001
长期债务	95,281	85,750	83,550	82,450	81,900
其它	49,848	45,888	47,021	48,756	50,101
股东权益合计	62,146	56,950	80,463	111,736	150,164
股东权益	62,146	56,950	80,463	111,736	150,164
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及股东权益总额	352,583	364,980	413,486	471,712	524,972

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的，不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和任何个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP