

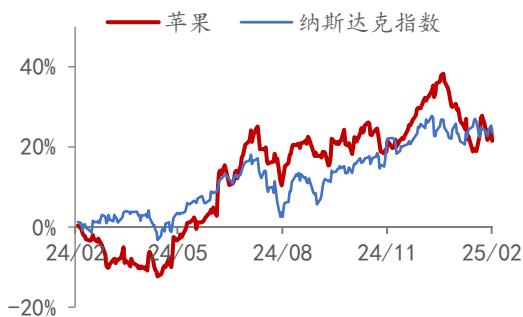
## iPhone 低于预期，关注 Apple intelligence 落地节奏

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-02-09

收盘价（美元）	227.63
近 12 个月最高/最低（美元）	260.1/195.5
总股本（百万股）	15,022
流通股本（百万股）	15,022
流通股比例 (%)	100.00
总市值（亿美元）	34,195
流通市值（亿美元）	34,195

### 公司价格与纳斯达克综指走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 主要观点：

#### ● FY25Q1 业绩

公司发布 **FY25Q1 业绩**，1) 整体来看：收入录得 1243 亿美元(yoy + 4%)，略高于彭博一致预期 0.16%；Operating profit 录得 428 亿美元(yoy+6%)，高于彭博一致预期 0.95%；GAAP 净利润录得 363 亿美元(yoy+7%)，高于彭博一致预期 2.3%；

2) 分业务来看：①**Service** 收入 263 亿美元 (yoY+14%)，略高于彭博一致预期 0.93%；②**Product** 收入 979.6 亿美元 (yoY+1.6%)，略低于彭博一致预期 0.06%。其中：iPhone 收入 691 亿美元 (yoY-0.8%)，低于彭博一致预期 2.67%；iPad 收入 81 亿美元 (yoY+15.2%)，高于彭博一致预期 10%；Mac 收入 90 亿美元 (yoY+15.5%)，高于彭博一致预期 13%；穿戴设备收入 117 亿美元 (yoY-1.7%)，低于彭博一致预期 1.73%；

#### ● 大中华区收入低预期，FY25Q1 iPhone 在华出货量明显下滑

FY25Q1 苹果在华销售额达 185 亿美元 (yoY-11.1%)，显著低于彭博一致预期 14%。根据 Canalys 数据，2024 年第四季度，苹果在中国的智能手机出货量录得 1310 万台，大幅同比下滑 25% (24Q4 国内手机出货量同比+5%)。我们认为 iPhone 在华销售量一定程度上受到 Apple intelligence 还未落地影响，建议关注 Apple intelligence 今年在国内的落地节奏和进展。

#### ● 建议关注 Apple intelligence 在华和欧洲的落地进展，以及 iOS18.4 的推出节奏

当前 Apple intelligence 对 iPhone 出货量的拉动并不明显，我们认为主要有两方面原因：1) 目前 Apple intelligence 主要用户集中在北美地区，欧洲和中国暂未推出 (Apple intelligence 将于今年 4 月份在欧洲推出，中国推出时间暂未敲定)；2) 当前 Apple intelligence 能力还是主要集中在生成式功能中，系统级 AI 功能还未推出 (如 Siri 跨 APP 执行操作等)，全新的 Siri 有望在 iOS18.4 的版本更新中推出，建议关注系统级 AI 功能落地节奏。

#### ● iPad 和 Mac 表现亮眼，实现双位数增长

FY1Q25 iPad 和 Mac 均实现 15%+ 的收入增长，主要受新品拉动，据公司披露，本季度 iPad 和 Mac 的安装数创下历史新高。升级用户和新客户均实现双位数增长。

#### ● 投资建议

我们预计苹果 FY2025-FY2027 收入为 4089.9/4548.2/4799.1 亿美元 (前值 4116.5/4564.2/4862.3 亿美元)，同比+4.6%/+11.2%/+5.5%；Non-gaap 净利润为 1107.8/1262.1/1334.9 亿美元 (前值 1105.7 /1255.5 /1352.3 亿美元)，同比+6.5%/+13.9%/+5.8%；Non-gaap Diluted EPS 为 7.38/8.63/9.32 美元 (前值 7.36/8.58/9.49 美元)，同比

### 相关报告

1. 苹果深度：AI 新时代，有望驱动新一轮成长周期 2024-12-31

+9%/+17%/+8%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境波动；Apple intelligence 在华和欧洲落地不及预期；Apple intelligence 功能不及预期；行业竞争加剧等。

● 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	408,985	454,820	479,906
收入同比 (%)		2.0%	4.6%	11.2%	5.5%
Non-gaap 净利润 (百万美元)		103,982	110,776	126,212	133,489
同比 (%)		7.2%	6.5%	13.9%	5.8%
Non-gaap Diluted EPS (美元)		6.75	7.38	8.63	9.32
同比 (%)		10.0%	9.4%	17.0%	7.9%
市盈率 (P/E)		33.73	30.84	26.37	24.43

资料来源：wind、华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	会计年度	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产</b>	<b>152,987</b>	<b>161,191</b>	<b>186,150</b>	<b>197,959</b>	<b>营业收入</b>	391,035	408,985	454,820	479,906
现金及现金等价物	29,943	44,219	61,050	68,968	% yoY	2.0%	4.6%	11.2%	5.5%
短期有价证券	35,228	21,976	19,976	17,976	<b>营业成本</b>	210,352	216,406	239,950	250,455
应收款项	33,410	36,020	39,372	41,605	<b>毛利</b>	180,683	192,579	214,870	229,451
存货	7,286	7,790	8,461	8,852	<b>研发开支</b>	31,370	33,594	36,352	40,743
其他流动资产	47,120	51,186	57,291	60,559	<b>销售及营销开支</b>	26,097	27,027	27,865	29,393
<b>非流动资产</b>	<b>211,993</b>	<b>207,345</b>	<b>205,121</b>	<b>202,631</b>	<b>营业利润</b>	123,216	131,958	150,652	159,315
长期有价证券	91,479	83,093	77,093	71,093	% yoY	7.8%	7.1%	14.2%	5.8%
固定资产	45,680	47,069	50,845	54,355	<b>其他收入</b>	269	-748	-400	-400
商誉	5,889	5,889	5,889	5,889	<b>除税前利润</b>	123,485	131,210	150,252	158,915
无形资产	623	623	623	623	<b>所得税</b>	29,749	20,434	24,040	25,426
其他非流动资产	68,322	70,671	70,671	70,671	<b>GAAP 净利润</b>	93,736	110,776	126,212	133,489
<b>资产总计</b>	<b>364,980</b>	<b>368,536</b>	<b>391,271</b>	<b>400,591</b>	% yoY	-3.4%	18.2%	13.9%	5.8%
<b>流动负债</b>	<b>176,392</b>	<b>177,281</b>	<b>194,172</b>	<b>203,700</b>	<b>Non-GAAP 净利润</b>	103,982	110,776	126,212	133,489
应付款项	68,960	73,735	80,080	83,777	% yoY	7.2%	6.5%	13.9%	5.8%
短期递延收入	8,249	8,761	9,161	9,561	<b>Non-GAAP EPS</b>	6.75	7.38	8.63	9.32
商业票据	9,967	-1,123	-1,123	-1,123	% yoY	10.0%	9.4%	17.0%	7.9%
短期借款	10,912	10,848	10,848	10,848					
其他流动负债	78,304	85,060	95,206	100,637					
<b>非流动负债</b>	<b>131,638</b>	<b>129,844</b>	<b>129,844</b>	<b>129,844</b>					
长期递延收入	372	372	372	372					
长期借款	85,750	83,956	83,956	83,956					
其他非流动负债	45,516	45,516	45,516	45,516					
<b>负债合计</b>	<b>308,030</b>	<b>307,125</b>	<b>324,016</b>	<b>333,544</b>					
普通股和实收资本	83,276	94,994	109,126	123,909					
留存收益	-19,154	-26,793	-35,082	-50,073					
累计其他综合收益	-7,172	-6,789	-6,789	-6,789					
<b>权益合计</b>	<b>56,950</b>	<b>61,411</b>	<b>67,255</b>	<b>67,047</b>					
<b>负债股东权益</b>	<b>364,980</b>	<b>368,536</b>	<b>391,271</b>	<b>400,591</b>					
<hr/>									
主要财务比率					现金流量表				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	会计年度	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>回报率</b>					<b>净利润</b>	93,736	110,776	126,212	133,489
净资产收益率	182.58%	180.38%	187.66%	199.10%	<b>折旧摊销</b>	11,445	12,323	13,140	14,131
总资产收益率	28.49%	30.06%	32.26%	33.32%	<b>股份基础的支出</b>	11,688	12,412	13,032	13,684
<b>增长率</b>					<b>应收账款</b>	-3,788	-2,784	-3,353	-2,233
营业总收入增长率	2.02%	4.59%	11.21%	5.52%	<b>存货</b>	-1,046	-664	-670	-391
净利润增长率	7.20%	6.53%	13.93%	5.77%	<b>其他资产</b>	-13,087	-7,166	-10,106	-7,268
总资产增长率	3.52%	0.97%	6.17%	2.38%	<b>应付款项</b>	6,020	5,154	6,346	3,697
<b>资产管理能力</b>					<b>递延收入</b>	0	300	400	400
应收款项周转天数	31.2	32.1	31.6	31.6	<b>其他负债</b>	15,552	8,793	10,146	5,431
应付款项周转天数	64.4	65.8	64.3	63.7	<b>经营活动现金流</b>	118,254	137,134	155,148	160,940
总资产周转率	107%	111%	116%	120%	<b>购买固定资产和无形资产</b>	-9,447	-10,183	-12,916	-13,642
<b>偿债能力</b>					<b>购买//处置有价证券</b>	13,690	19,335	8,000	8,000
资产负债率	84.40%	83.34%	82.81%	83.26%	<b>其他投资活动</b>	-1,308	-603	0	0
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	<b>投资活动现金流</b>	2,935	8,549	-4,916	-5,642

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形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；

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。