



苹果 (AAPL.NASDAQ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

AI 赋能，软硬件有望共同增长

投资逻辑：

公司作为全球消费电子龙头公司，具备处理器、终端、操作系统软硬件一体化覆盖的较大优势，适合端侧 AI 部署，具备较明显竞争力。公司目前全球活跃的设备数量超 23 亿台，是端侧 AI 优质标的。公司营收 FY22 后增速放缓，服务收入仍维持双位数同比增长。公司软件、硬件都将受益 AI 赋能：1) 端侧 AI 有望催生软件侧更多应用品类与收入来源，实现服务业务收入增长，公司服务业务毛利率超 70%，有望持续增加公司回购、分红的能力；2) 硬件端 AI 赋能有望拉动换机周期，公司也有望推出更多品类产品。

公司有望通过订阅费扩充额外收入来源。公司有望在 2027 年左右针对 apple intelligence 的高端 AI 功能收费，目前海外主流 AI 模型订阅费约 20 美元/月，考虑较大用户基数，有望打开公司服务收入空间。海外 AI 搜索企业如 Perplexity 已经在探索投放广告的商业模式，openAI 也在探索 AI 相关广告业务。公司目前在 AppStore 当中已经引入 apple search ads 的广告投放，公司未来具备将 apple search ads 扩展至 apple intelligence 的可能性。在公司已有服务当中，付费用户比例接近一半，比例有望持续提升。公司已经推出 Apple one 订阅服务，有望增加订阅用户并提升 ARPU。公司软件收入提升有望增强公司自由现金流，FY18~FY24 公司累计投入 1014.79 亿美元用于分红，同期累计投入 5598.65 亿美元用于回购，每年分红与回购合计投入资金均在自由现金流 90%以上。

Apple Intelligence 仅支持 iPhone 15 Pro 或更高级手机、M 系列的 iPad 与 Mac，AI 赋能有望缩短公司各品类的换机周期。另外公司有望推出其他创新终端产品，如折叠手机、智能眼镜、耳机等，带动长期硬件收入增长。公司推动 5G 基带芯片、蓝牙 WiFi 芯片自研，有望开始替代外采产品，将降低潜在关税风险，保障盈利能力。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 FY25~FY27 归母净利润分别为 985.34、1169.71、1303.48 亿美元，同比+5.1%、+18.7%、+11.4%，考虑公司具备较强 AI 能力与创新的 iPhone17 主要销售周期在 FY26，参考可比公司估值，我们给予公司 FY26 35X PE，对应目标价 281.99 美元。首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示

AI 发展不及预期；换机需求不及预期；消费电子需求不及预期；反垄断风险；AI 订阅费不及预期；美国关税风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (美元)：213.49 元

目标价 (美元)：281.99 元



公司基本情况 (美元)

自然年	23.9	24.9	25.9	26.9	27.9
财年	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入(百万元)	383,285	391,035	411,525	454,847	487,423
增长率 (%)	-2.8%	2.0%	5.2%	10.5%	7.2%
EBITDA	125,438	134,930	125,655	149,083	166,103
归母净利润	96,995	93,736	98,534	116,971	130,348
增长率 (%)	-2.8%	-3.4%	5.1%	18.7%	11.4%
每股收益-期末股本摊薄	6.24	6.20	6.65	8.06	9.16
每股净资产	4.00	3.77	3.99	3.92	4.24
市盈率 (P/E)	27.45	36.74	32.10	26.50	23.30
市净率 (P/B)	42.84	60.46	53.50	54.44	50.37

来源：公司年报、国金证券研究所



Gj

内容目录

一、软硬件全面覆盖，用户高基数，有望成为端侧 AI 领军企业.....	4
1.1 软硬件一体化覆盖、用户高基数，掌握端侧 AI 强竞争力.....	4
二、AI 有望带动软件收入，自由现金流有望继续提升.....	8
2.1 AI 有望提供额外软件收入来源.....	8
2.2 付费订阅用户数占比约一半，已有服务业务仍具增长空间.....	9
2.3 软件业务持续增长保障强大自由现金流，回购、分红持续推进.....	12
三、AI 赋能终端+自研零部件比例提示，产品销售有望迎来数量与盈利能力增长.....	13
3.1 AI 赋能终端，有望缩短换机周期、扩充终端品类.....	13
3.2 自研芯片比例逐渐提升，有望抵消潜在关税的部分影响.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 投资建议.....	21
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：公司端侧产品的用户 UI、操作系统、主芯片全面自研.....	4
图表 2：公司手机处理器更早采用最新制程.....	4
图表 3：公司 PC 处理器更早采用最新制程.....	5
图表 4：公司 M3 MAX 可以最高支持 128GB 统一内存.....	5
图表 5：Apple Intelligence 可以帮助用户改写文字等.....	6
图表 6：全球 iPhone 活跃用户超 15 亿人.....	6
图表 7：全球采用 MacOS 的 PC 比例持续提升.....	6
图表 8：公司营收基本稳定，服务营收仍有双位数增长（单位：百万美元）.....	7
图表 9：公司收入主要来自 iPhone.....	7
图表 10：公司服务业务具备更高毛利率（单位：%）.....	7
图表 11：公司服务业务 FY24 收入占比 24.6%，毛利润占比达到 39.3%（单位：百万美元）.....	8
图表 12：海外主要 AI 模型个人用户订阅费在 20 美元/月.....	9
图表 13：2023 年 6 月 apple music 订阅用户数已达 9300 万人.....	9
图表 14：Meta 单客户广告收入、广告收入持续增长.....	9
图表 15：Meta 每广告价格开始回升（单位：%）.....	9
图表 16：公司服务业务收入来源较多.....	10
图表 17：公司各类软件服务订阅比例仍有较大增长空间.....	10
图表 18：公司推出 apple one 订阅套餐打包各类服务（单位：美元）.....	11



图表 19: 仅使用少量公司服务的用户切换 apple one 后, 公司 ARPU 有明显增长.....	11
图表 20: AppStore 中 app 数量保持基本稳定.....	12
图表 21: AppStore 为开发者创造的数字商品与服务每年约千亿美元.....	12
图表 22: 公司 FY24 自由现金流为 1088 亿美元.....	12
图表 23: 公司 CAPEX/营收维持低位.....	12
图表 24: FY18~FY24 公司累计分红 1014.79 亿美元, 回购 5598.65 亿美元.....	13
图表 25: 公司 EPS 增速高于营收、净利润增速 (单位: %).....	13
图表 26: 公司股数持续下降.....	13
图表 27: 公司历年新机发布情况.....	14
图表 28: 公司 25.2.28 发布 iPhone 16e.....	14
图表 29: 公司申请的折叠屏专利.....	14
图表 30: 公司 24 年 iPhone 销量约 2.2 亿部, 市占率保持较稳定 (单位: 百万部).....	15
图表 31: 公司 iPhone 收入 24 年约 2000 亿美元, 同比-1.9%.....	15
图表 32: 公司 iPhone ASP 24H1 因促销有较大下滑.....	15
图表 33: 公司 iPad 在平板电脑市占率超 30%, 24Q3 出货 1260 万部 (单位: 百万部).....	16
图表 34: 公司 iPad 24 年实现收入 278 亿美元.....	16
图表 35: 公司 iPad 24 年前三季度 ASP 为 565 美元.....	16
图表 36: 公司 Mac 在 PC 市占率约 10%, 24Q3 出货 2219 万部 (单位: 百万部).....	17
图表 37: 公司 Mac 24 年实现收入 312 亿美元.....	17
图表 38: 公司 Mac 24 年 ASP 为 1401 美元.....	17
图表 39: 24 年公司可穿戴设备收入 367.99 亿美元, 同比-4.0%.....	18
图表 40: 24 年苹果前十大供应商占公司销售成本 87%.....	18
图表 41: 公司各业务营收、毛利率测算.....	20
图表 42: 公司费用率预测.....	21
图表 43: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	21



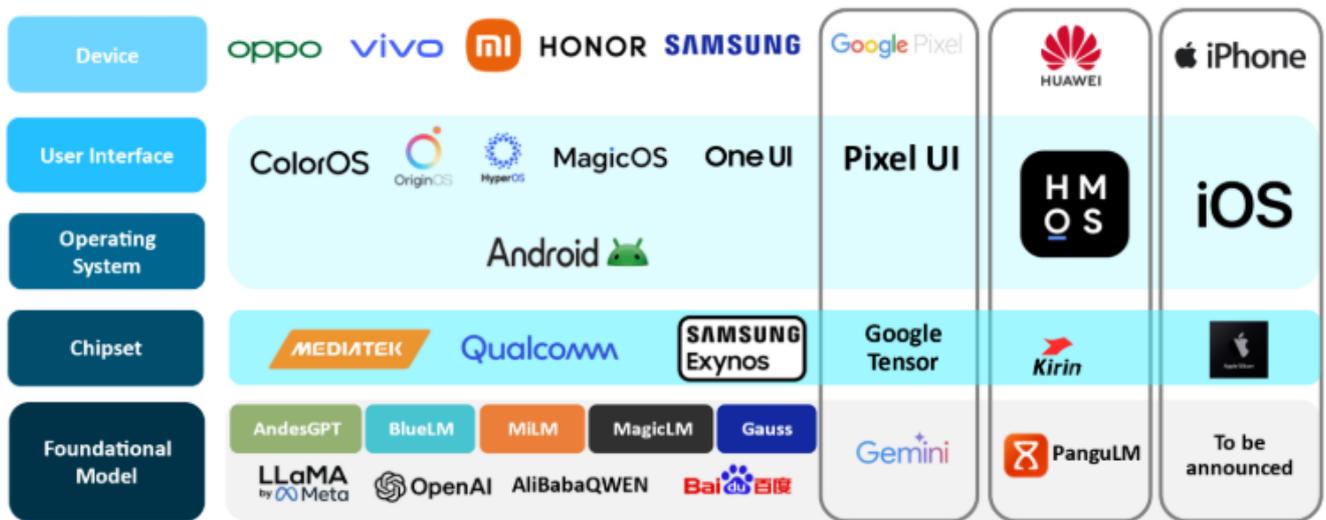
一、软硬件全面覆盖，用户高基数，有望成为端侧 AI 领军企业

1.1 软硬件一体化覆盖、用户高基数，掌握端侧 AI 强竞争力

苹果是全球消费电子龙头公司，终端产品包括 iPhone、iPad、Mac、可穿戴设备等，同时提供配套服务，包括 app store、iCloud、Apple music 等。我们认为公司在端侧 AI 具备处理器、终端、操作系统软硬件一体化覆盖的较大优势，适合端侧 AI 部署，相较其他厂商具备较明显竞争力。另外公司具备数量较大的用户群体，有望成为端侧 AI 的龙头厂商。

以手机端为例，公司 iPhone 的用户 UI 界面、操作系统界面都基于 iOS 操作系统，另外主芯片 SoC 采用自研 A 系列芯片，实现软硬件全面覆盖。而大部分安卓厂商则在安卓系统上对用户 UI 界面进行差异化修改，同时芯片也基本采用高通、联发科等第三方的 SoC。

图表1：公司端侧产品的用户 UI、操作系统、主芯片全面自研



来源：Canalys，国金证券研究所

处理器端，公司处理器主要包括 iPhone 使用的 A 系列处理器、Mac/iPad 使用的 M 系列处理器以及智能手表采用的 S 系列处理器。目前最新一代 A 系列以及 M 系列处理器都已经采用 3nm 制程。与主要竞争对手相比，公司手机端处理器一般较竞争对手提前一代采用最先进制程，而 PC 端处理器也较竞争对手更早采用最先进制程。

图表2：公司手机处理器更早采用最新制程

	2020		2021		2022		2023		2024	
	产品	制程	产品	制程	产品	制程	产品	制程	产品	制程
苹果	A14 Bionic	N5	A15 Bionic	N5P	A16 Bionic	N4	A17 Pro	N3B	A18 Pro	N3E
高通	骁龙 888	5LPE	骁龙 8gen1	N4	骁龙 8gen2	N4	骁龙 8gen3	N4P	骁龙 8 elite	N3E
联发科	天玑 800	N7	天玑 9000	N4	天玑 9200	N4P	天玑 9300	N4P	天玑 9400	N3E

来源：kylebing, techinsights, texal, 联发科网站, 国金证券研究所



图表3: 公司 PC 处理器更早采用最新制程

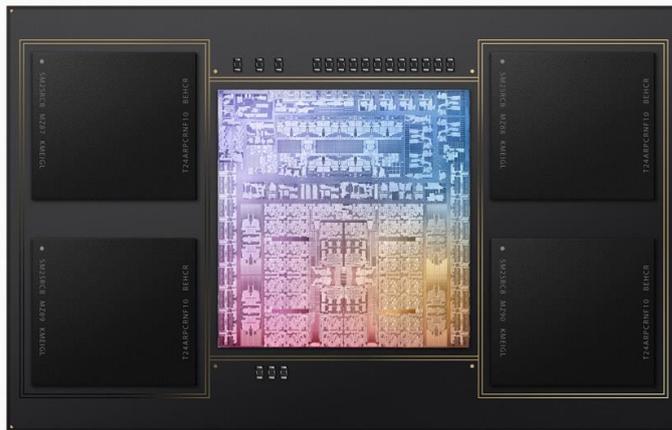
	2020		2021		2022		2023		2024	
	产品	制程	产品	制程	产品	制程	产品	制程	产品	制程
苹果	M1	N5	M1 Pro/M1 Max	N5	M2 系列	N5P	M3 系列	N3B	M4 系列	N3E
AMD	Ryzen 4000/5000	N7	Ryzen 6000	N6	Ryzen 7000	N5	Ryzen 8000	N5/N4	Ryzen 9000	N4
Intel	Tiger Lake	10nm++	Alder Lake	Intel7	Raptor Lake	Intel7	Meteor Lake	Intel 4	Lunar Lake	N3B

来源: AMD 网站, Intel 网站, Kylebing, 国金证券研究所

在内存处理上,公司在 iPhone 端依靠软硬件的紧密结合,精密微调设备,实现内存的流畅体验。另外在 PC 端,公司引入统一内存技术, RAM 内存,面向 CPU 和 GPU 等不同的处理器时,将 CPU、GPU、神经引擎 (Neural Engine)、内存和其他组件集成在一个单一封装内,采用统一可访问的内存池,减少延迟、提高带宽利用率和简化编程模型。

我们认为公司硬件端凭借较强的 NPU 算力能力,以及处理器和内存的紧密结合,在硬件端 AI 的能力上具有较强竞争力。

图表4: 公司 M3 MAX 可以最高支持 128GB 统一内存



来源: 公司网站, 国金证券研究所

在软件端,公司立足自研操作系统,推出 Apple Intelligence。目前公司 iPhone 采用 iOS 操作系统, Mac 采用 MacOS 操作系统。以其流畅的用户体验、高安全性和稳定性而著称。

iOS 的界面设计直观简洁,注重用户友好性,同时通过严格的应用商店审核机制保证了软件质量和安全性。生态系统与硬件紧密结合,实现了硬件和软件的高度优化,这不仅提升了性能,还延长了设备的使用寿命。iOS 的封闭性是其显著特点之一,这种设计确保了系统的安全性,但也对用户的自定义选项有所限制。此外, iOS 提供了丰富的原生应用和服务,例如 iMessage、FaceTime 和 Siri,以及强大的开发者工具(如 Xcode 和 Swift),为开发者创造了良好的应用开发环境。另一个重要特点是 iOS 的生态整合能力。通过与 MacOS、watchOS 和 iPadOS 无缝协作,用户可以实现跨设备的文件共享、电话接听和消息同步等功能,极大地提升了使用便利性和效率。

MacOS 在安全性和性能上表现出色,适合从日常办公到专业级的创意工作。MacOS 可以与其他苹果设备(如 iPhone、iPad 和 Apple Watch)无缝协作,通过功能如 Handoff、AirDrop 和 iCloud,提供跨设备的流畅体验。MacOS 还具备丰富的原生应用(如 Safari、Photos 和 iMovie)和强大的专业工具支持(如 Final Cut Pro 和 Xcode),满足不同用户的需求。

公司已经推出 Apple Intelligence,通过深度学习和机器学习技术,赋能终端设备提供



高效、个性化的功能，已在多个领域推出实用应用。目前 apple intelligence 主要功能包括 writing tools、image playground、智绘表情、Siri 等。

图表5: Apple Intelligence 可以帮助用户改写文字等

	主要功能
writing tools	帮助用户对文本进行改写、校对、摘要
image playground	用户可以用来创作有趣图像
智绘表情	根据当下情景生成新的表情符号
Siri 和 App Intents	Siri 与系统结合更自然、深入，贴合用户个人需求

来源：公司网站，国金证券研究所

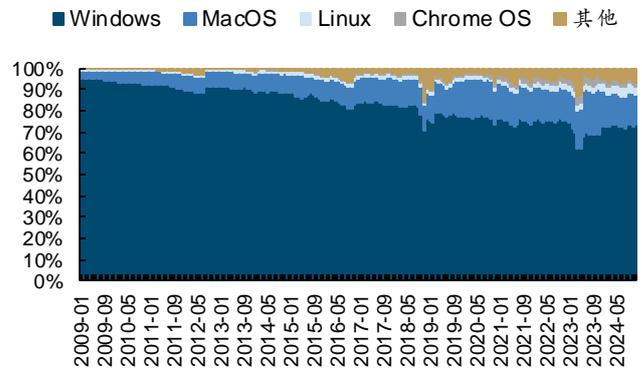
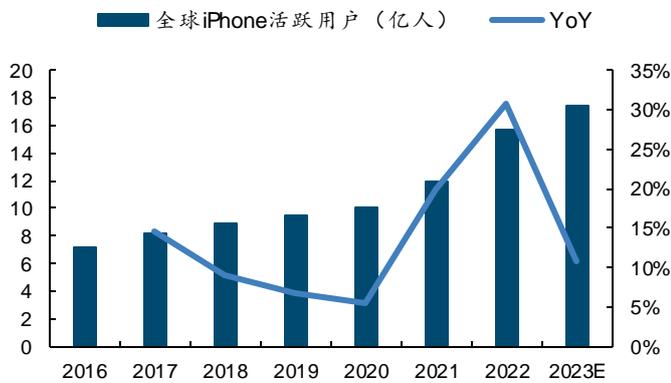
公司作为消费电子头部企业，长期耕耘智能手机、PC 等终端市场，具备较高的客户粘性，同时也具备规模较大的消费者人群。随着公司端侧 AI 推出，在大量用户的使用下，有望持续更新迭代，公司更大的用户量的持续反馈，有望使得公司模型优化较竞争对手更快。另外端侧模型对于用户习惯的持续学习，也有望建立更深入的客户绑定。

目前全球活跃的苹果设备数量超 20 亿台，iPhone 活跃用户超 15 亿。根据 2025 年 2 月苹果公布的数据，包括 iPhone、iPad、Mac 等，全球活跃的苹果设备数量超过 23.5 亿台，较 23 年 1 月公布的 20 亿台活跃设备持续增长。活跃设备当中大部分为 iPhone。根据 3C sharing 测算，2023 年全球 iPhone 活跃用户达到 17.4 亿。

在 PC 端，Mac 市占率持续提升，公司 PC 端用户数量持续增长。根据 statcounter 数据，2009 年 1 月全球 PC 当中采用 Windows 操作系统的占比达到 95.42%，采用 MacOS 的占比仅 3.68%；截至 2024 年 12 月，采用 Windows 操作系统的 PC 占比下降至 73.38%，采用 MacOS 的比例提升至 14.16%。

图表6: 全球 iPhone 活跃用户超 15 亿人

图表7: 全球采用 MacOS 的 PC 比例持续提升



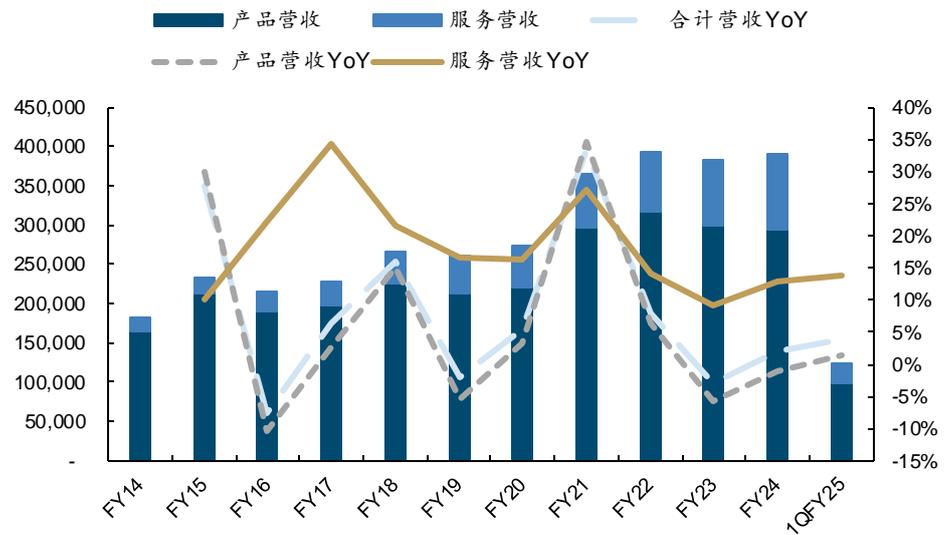
来源：3C sharing，国金证券研究所

来源：statcounter，国金证券研究所

公司营收在 FY22 (2021.10~2022.9) 之后增速放缓，处于较稳定状态。公司 FY24 收入达到 3910.35 亿美元，其中产品销售收入为 2948.66 亿美元，同比-1.08%，服务收入为 961.69 亿美元，同比+12.87%。1QFY25 公司收入达到 1243 亿美元，同比+3.95%，其中产品收入 979.60 亿美元，同比+1.56%，服务收入 263.40 亿美元，同比+13.94%。目前产品销售收入基本稳定，服务收入仍然保持双位数增长。产品销售当中，公司主要收入来自 iPhone，FY24 iPhone 销售收入为 2011.83 亿美元，占产品销售的比例约 71%。由于公司服务主要来自各类软件订阅服务、app store 抽佣等，因此服务具备更高盈利能力。FY24 公司产品销售毛利率为 37.20%，实现毛利润 1096.33 亿美元；服务业务毛利率为 73.90%，实现毛利润 710.50 亿美元。1QFY25 公司服务业务毛利率进一步提升至 75%。

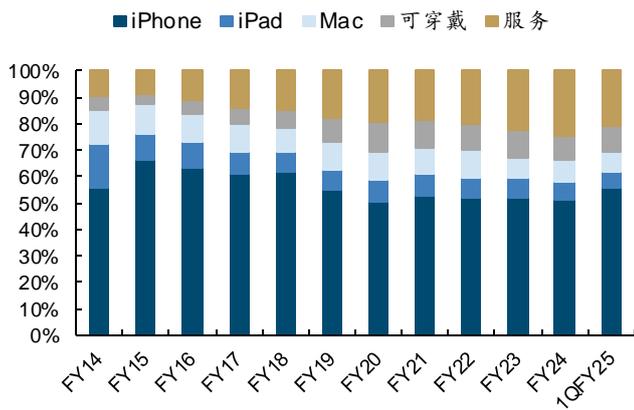


图表8: 公司营收基本稳定, 服务营收仍有双位数增长 (单位: 百万美元)



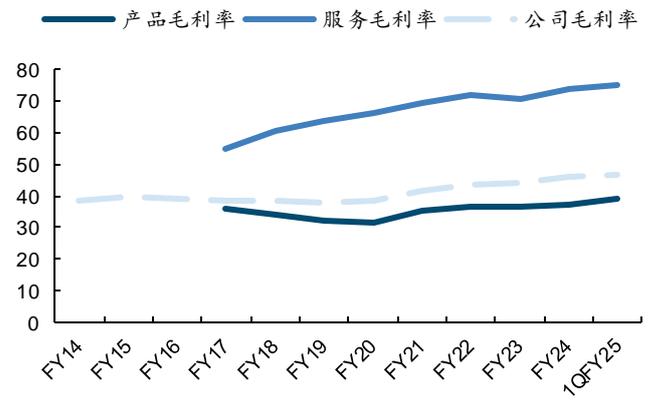
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 公司收入主要来自 iPhone



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

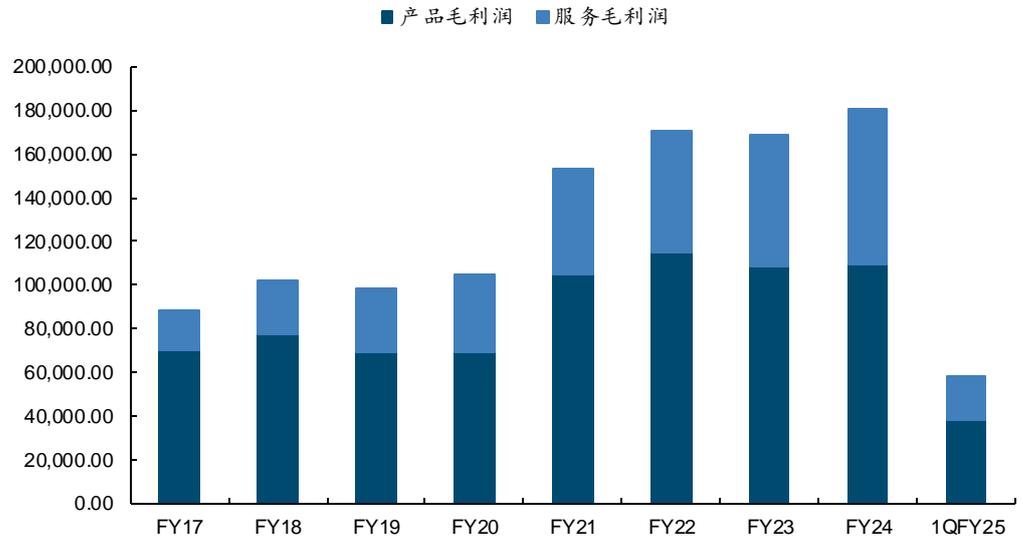
图表10: 公司服务业务具备更高毛利率 (单位: %)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



图表11: 公司服务业务 FY24 收入占比 24.6%, 毛利润占比达到 39.3% (单位: 百万美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

我们认为, 端侧 AI 有望催生公司在软件侧的更多应用品类, 通过引入更多功能的 AI 助手等方式产生新增软件订阅收入来源、通过接入不同 app 实现广告业务收入等, 实现服务业务的收入增长。由于服务业务主要为软件相关业务, 具备更高毛利率, 服务业务的增长有望带动公司利润端更高速增长, 同时增加公司产生自由现金流能力, 提升公司回购、分红的空间。

另外在硬件端, 我们认为 AI 赋能端侧, 有望带动公司端侧产品销量。AI 发展仍在较初期阶段, AI 的快速迭代有望加速产品换机周期, 另外公司有望推出更多终端产品, 公司产品销售有望重回增长。

二、AI 有望带动软件收入, 自由现金流有望继续提升

2.1 AI 有望提供额外软件收入来源

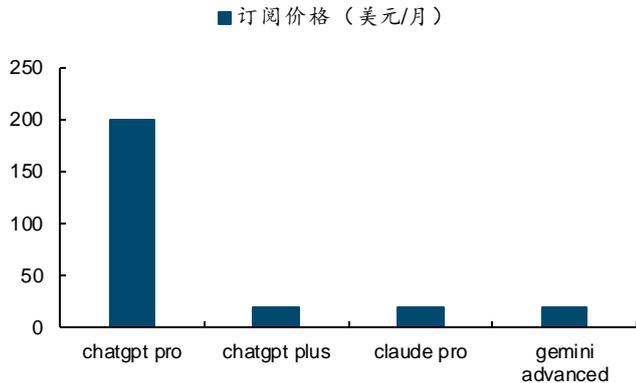
目前 AI 大模型 to C 端的商业化主要来自向用户收取订阅费。彭博预计公司有望在 2027 年左右针对 apple intelligence 的高端 AI 功能收费, 预计公司将继续免费提供 Apple Intelligence 服务, 最快 2027 年才会开始收取月费。Apple Intelligence 目前功能仍然较为基础, 需要时间改善现有功能, 以确保其具备足够价值, 值得用户支付额外费用, 预计 2027 年左右, 公司才会正式对高端 AI 功能收费。届时 Apple 可能会推出更多实用和功能导向的高端服务, 以吸引用户订阅, 而普通用户则可继续免费使用基础功能。

参照 apple music 的付费用户数量, 以及目前主流 AI 大模型个人客户的订阅费, 我们认为 apple intelligence 或苹果未来其他发布的 AI 功能推出订阅模式后, 订阅费收入具备较大的增长空间。除了 chatgpt pro 订阅费为 200 美元以外, 目前海外主要大模型针对个人用户的订阅费在 20 美元/月左右, 其中 chatgpt plus 订阅费为每月 20 美元, anthropic 推出的 claude pro 订阅费为每月 18 美元, 谷歌推出的 gemini advanced 订阅费为每月 19.99 美元。目前 Deepseek 等开源模型大量推出, 并且具备较强能力。考虑到 Deepseek 目前对个人用户仍然提供免费服务, 我们认为未来大模型针对个人用户的收费可能下降。但公司 iPhone 等产品的巨大用户仍然提供了较大的收入空间。

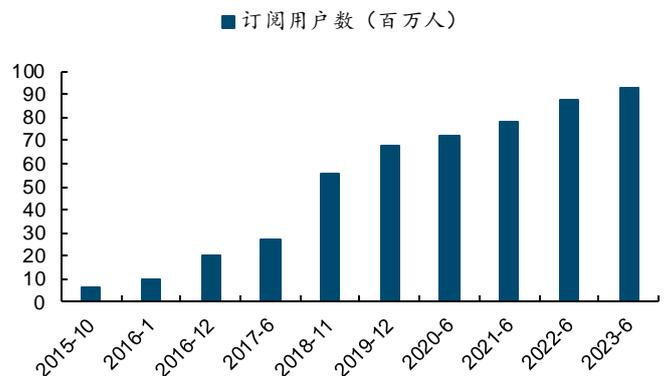
我们认为付费版 apple intelligence 付费订阅用户具备较大的增长空间。公司未公布目前已有订阅服务的用户数量, 我们选取 apple music 订阅用户数量作为参考。Apple music 在 2015 年 6 月 30 日推出, 根据 statista, 2016 年 1 月 apple music 订阅用户数量已经达到 1000 万人, 2023 年 6 月已经提升至 9300 万人。我们认为 apple intelligence 相比 apple music 仅具备单一功能, apple intelligence 对客户可以带来系统级的体验提升。另外 apple intelligence 与公司操作系统强绑定, 而用户即使采用公司终端设备, 音乐播放的选择除 apple music 外, 也有 spotify 等。因此我们认为 apple intelligence 在未来推出订阅功能后, 订阅用户有望较 apple music 增长更快, 同时潜在用户的上限也更高。



图表12: 海外主要 AI 模型个人用户订阅费在 20 美元/月



图表13: 2023 年 6 月 apple music 订阅用户数已达 9300 万人



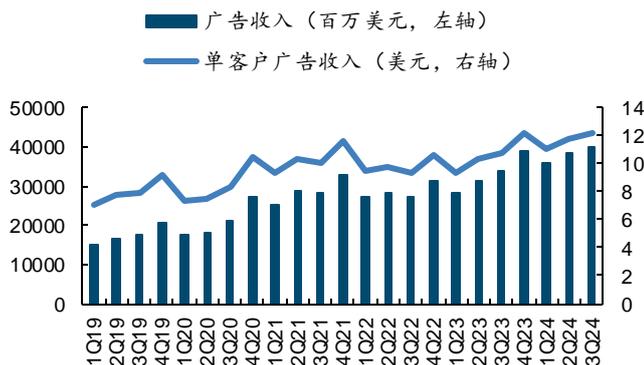
来源: 各公司网站, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

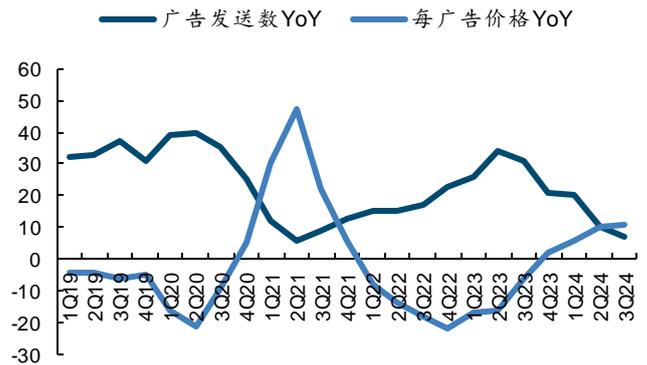
AI 大模型企业如 Perplexity、Openai 正在探索投放广告的商业模式。AI 搜索引擎 Perplexity 已经开始投放广告, openai 也计划未来引入广告。Perplexity 首先在美国地区植入广告, 广告以提问的形式出现, 尽管问题由广告商植入, 但 Perplexity 声称答案仍由 AI 技术生成, 不会被广告商撰写和编辑。Perplexity 目前广告商有招聘网站 Indeed、美国有机食品超市 Whole Foods、传媒公司 Universal McCann, 以及美国纸币评级公司 PMG。根据《金融时报》, openai CEO Sarah Friar 在采访当中表示 openai 在考虑向 chatgpt 当中投放广告。

公司在 AppStore 当中已经引入 apple search ads 的广告投放, 根据 Omidia, 2021 年 apple search ads 已经产生 35 亿美元收入。考虑目前 openai 等 AI 企业已经开始探索广告商业模式, 以及 Bloomberg 报道 27 年 apple intelligence 有望开始收费, apple search ads 未来也具备面向 apple intelligence 的可能。参考 meta 广告费用 19~24 年持续增长, apple search ads 收入有望扩大。19Q1 meta 单客户广告收入为 7.1 美元, 3Q24 已经提升至 12.12 美元。

图表14: Meta 单客户广告收入、广告收入持续增长



图表15: Meta 每广告价格开始回升 (单位: %)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

2.2 付费订阅用户数占比约一半, 已有服务业务仍具增长空间

根据 2025 年 1 月苹果公布的数据, 包括 iPhone、iPad、Mac 等, 全球活跃的苹果设备数量超过 23.5 亿台。根据苹果 23 年 8 月公布的数据, 付费用户数超过 10 亿人。因此我们估算苹果付费订阅用户数占比接近一半, 仍然具备较大上涨空间。

公司目前服务业务收入主要来自 iCloud、apple music、apple TV+、apple care、AppStore、TAC 收入等。



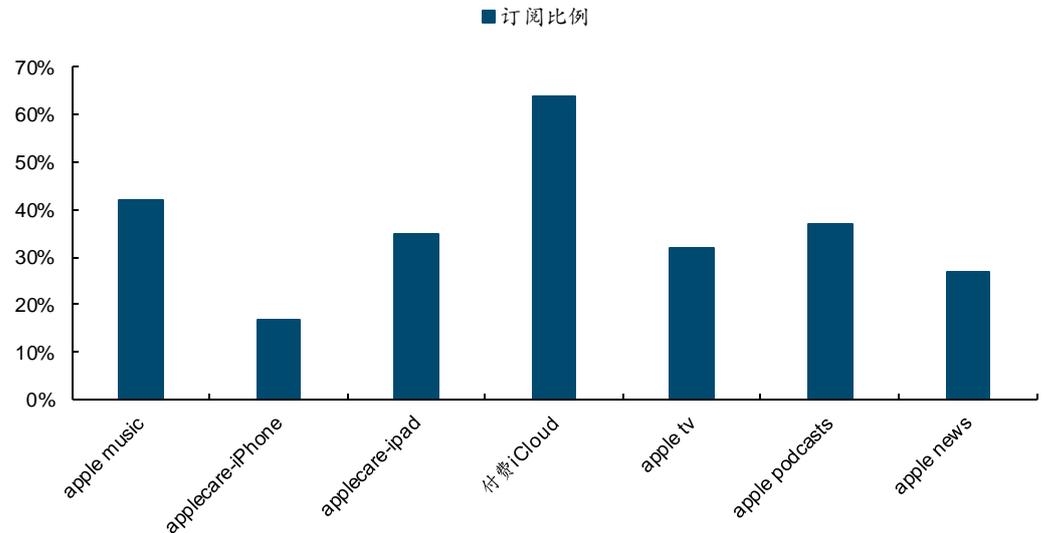
图表16: 公司服务业务收入来源较多

业务	主要业务内容	定价
AppStore	提供超过 200 万款 app 下载	对于付费内容抽成 15%~30%
iCloud	提供云存储	根据不同地区、不同容量定价不同，美国 50GB、200GB 定价为每月 0.99、2.99 美元，中国大陆 50GB、200G 定价为 6、21 人民币
apple music	提供音乐播放	美国定价每月 9.99 美元，中国大陆定价每月 11 人民币
TAC	默认搜索引擎的流量取得成本，主要来自谷歌	22 年收入 200 亿美元
Apple care、Apple TV+等	提供售后服务、流媒体服务等	订阅制

来源：公司网站，ithome，国金证券研究所

公司 iCloud、apple music 等订阅服务仍然具备较大提升空间。根据 apple insider，截至 24 年 8 月，在美国用户当中，公司各类服务付费订阅占比最高的 iCloud 比例为 64%，其余订阅服务的付费订阅占比都低于 50%，仍然具备较大上升空间。

图表17: 公司各类软件服务订阅比例仍有较大增长空间

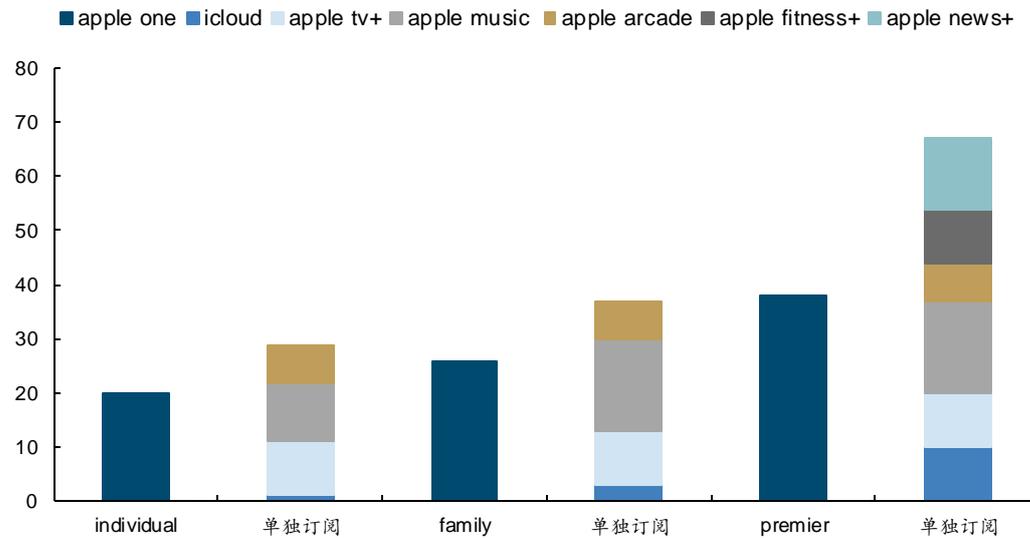


来源：Apple Insider，国金证券研究所，注：图表时间为 24 年 8 月，用户群体为美国用户

公司推出 apple one 订阅服务，将常用软件服务打包，有望增加公司在音乐播放、流媒体市占率，同时提升公司 ARPU。目前 apple one 包含三种方案，分别为 individual、family 和 premier，根据美国区定价，分别相比分开订阅节约 19.95、25.95、37.95 美元每月，其中 family 和 premier 可以与最多五名其他用户分享。



图表18: 公司推出 apple one 订阅套餐打包各类服务 (单位: 美元)



来源: 公司网站, 国金证券研究所, 注: 价格为美国区价格

我们认为相比 spotify 等纯音乐应用, 以及 Netflix/Disney+ 等流媒体应用, 公司将流媒体服务 apple tv+、音乐应用 apple music、游戏订阅 apple arcade 以及云存储 iCloud 进行打包更具性价比与竞争力, 公司通过 apple one 有望持续提升公司在音乐以及流媒体的市占率。另外考虑到目前公司服务当中订阅比例最高的为 iCloud、apple music, 我们认为单独订阅 iCloud、apple music 的用户切换 apple one 有望帮助公司提升 ARPU。

图表19: 仅使用少量公司服务的用户切换 apple one 后, 公司 ARPU 有明显增长

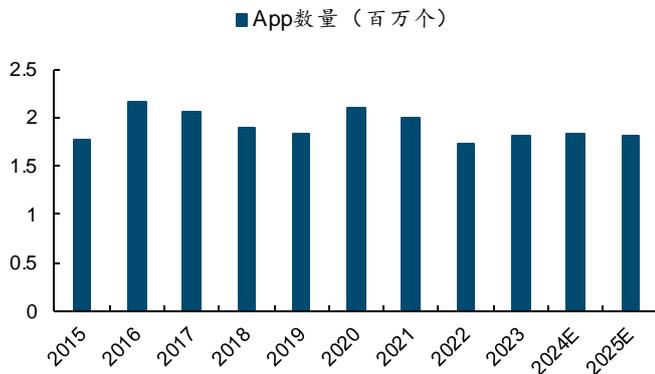
用户所使用服务	用户特征描述	不订阅 apple one 公司单月收入 (美元)	订阅 apple one 公司单月收入 (美元)	ARPU 增长
iCloud 50GB	仅使用 iCloud 基础款的用户, 采用 Spotify、amazon prime 等其他娱乐应用	0.99	19.95	1915%
iCloud 50GB+apple music	使用 iCloud 基础版本用户, 同时使用 apple music	11.98	19.95	67%
iCloud 50GB+apple tv	使用 iCloud 基础版本用户, 同时使用 apple tv	10.98	19.95	82%
iCloud 50GB+apple music+apple tv	同时使用 iCloud 基础款、apple music、apple tv 的客户	21.97	19.95	-9%

来源: 公司网站, 国金证券研究所

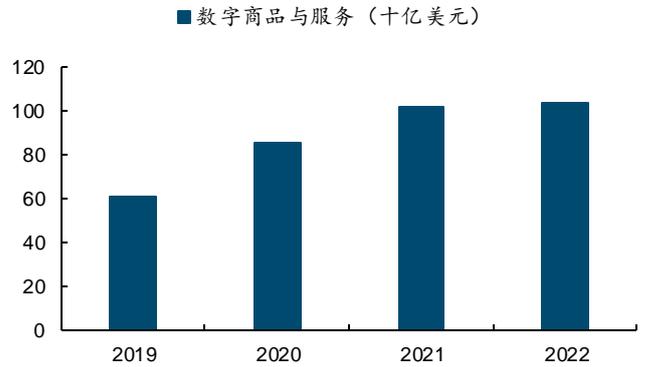
对于 AppStore, 我们认为 AI 大模型的发展, 有望带动更多 AI 相关的 app 应用上架, 例如 AI 情感陪护、AI 虚拟人、各行业 AI 工具等, 开发者也有望增加各类付费选项。AI 相关 app 数量增长叠加其中付费内容出现, 有望带动公司 AppStore 抽成收入增长。根据 bankmycell, AppStore 当中 app 数量基本保持稳定, 2024 年 AppStore 当中 app 数量有约 183 万个。AppStore 目前对开发者产生的数字商品和服务的收入在千亿美元量级, 根据《The Continued Growth and Resilience of Apple's App Store Ecosystem》, 2021、2022 年 AppStore 对开发者产生的数字商品和服务的收入分别为 1020、1040 亿美元。



图表20: AppStore 中 app 数量保持基本稳定



图表21: AppStore 为开发者创造的数字商品与服务每年约千亿美元



来源: bankmycell, 国金证券研究所

来源: 《The Continued Growth and Resilience of Apple's App Store Ecosystem》, 国金证券研究所

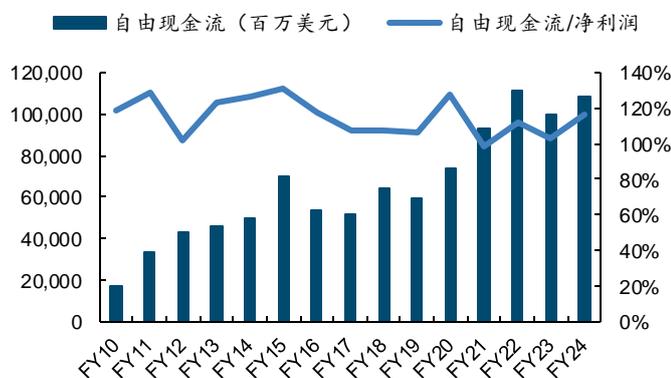
根据《2024 年 AI 应用市场洞察》，目前 AI 应用内购与下载量激增。24 年 1~8 月，全球 AI+Chatbot 应用下载量突破 6.3 亿次，超过 23 年全年水平，24 年前八个月全球 AI+chatbot 应用内购收入接近 5.8 亿美元，是 23 年全年 1.5 倍之多。头部应用《Character AI》2024 年 8 月 MAU 创历史新高 2200 万，1~8 月下载量达到 1900 万，成为细分市场领跑者。在收入方面，《Replika》、《Character AI》和《Talkie AI》位居 2024 年陪伴式 AI 应赛道前三甲。2024 年 1~8 月，《Replika》内购收超过 900 万美元，全球累计收接近 9000 万美元。

公司 21 年推出 ATT (应用跟踪透明框架) 后，限制应用读取用户设备的广告标识符，但公司并未受到限制，有望带动 AppStore 广告收入增长。公司在 AppStore 已经推出广告业务，并且范围从过去搜索关键词后在排序中展示广告主 app，扩展到目前在用户开始搜索之前，就在搜索栏下展示广告。根据 Omdia，在苹果推出 ATT 后，Apple Search Ads 的收入在 2021 年增长了 264%，达到 35 亿美元。

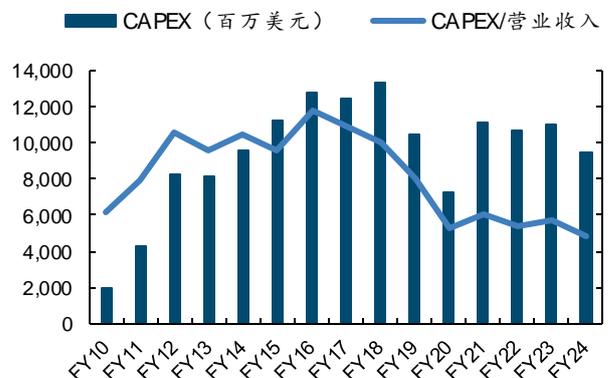
2.3 软件业务持续增长保障强大自由现金流，回购、分红持续推进

公司采用轻资产运营模式，以及软件收入持续提升，保障公司较强生成自由现金流的能力。FY24 公司自由现金流达到 1088 亿美金，是 FY24 净利润的 116%。公司 CAPEX 投入较低，常年 CAPEX/营业收入的比例在低个位数，考虑公司商业模式未有明显变化，未来 CAPEX/营收有望保持低位，维持公司轻资产运营模式，同时软件收入的持续提升有望带动公司自由现金流生成能力的提升。

图表22: 公司 FY24 自由现金流为 1088 亿美元



图表23: 公司 CAPEX/营收维持低位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

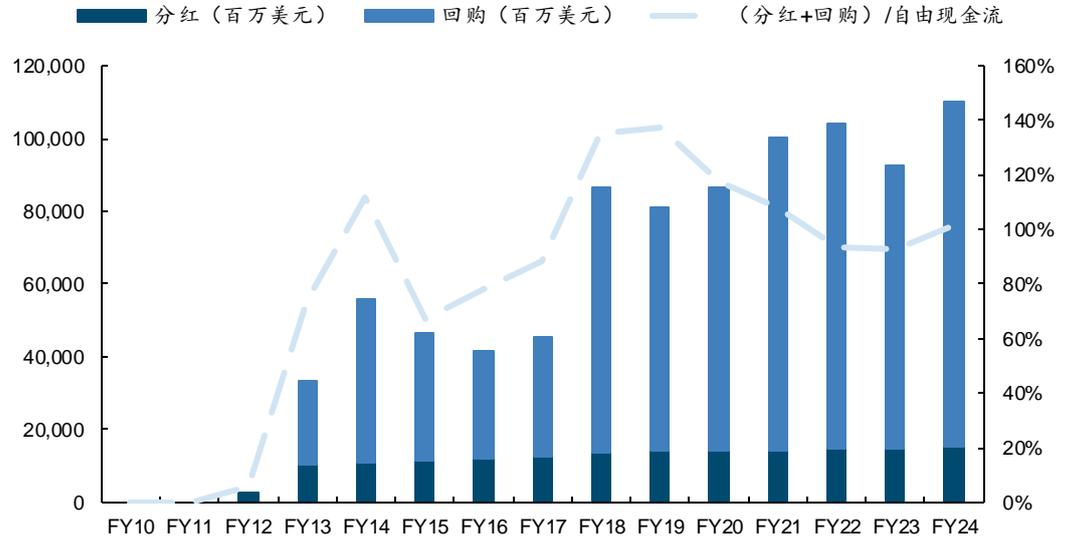
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

公司强大的自由现金流为公司的分红、回购提供了有力保障，公司 17 年以后分红、回购持续加速。FY18~FY24 公司累计投入 1014.79 亿美元用于分红，同期累计投入 5598.65 亿



美元用于回购。公司 FY18~FY21 每年用于回购和分红的现金都超过当年的自由现金流，FY22~FY24 分红与回购占自由现金流的比例也在 90%以上。我们认为，公司未来软件收入有望持续提升，增强公司自由现金流生成能力，有望为公司继续大规模分红、回购提供良好保障。

图表24: FY18~FY24 公司累计分红 1014.79 亿美元，回购 5598.65 亿美元

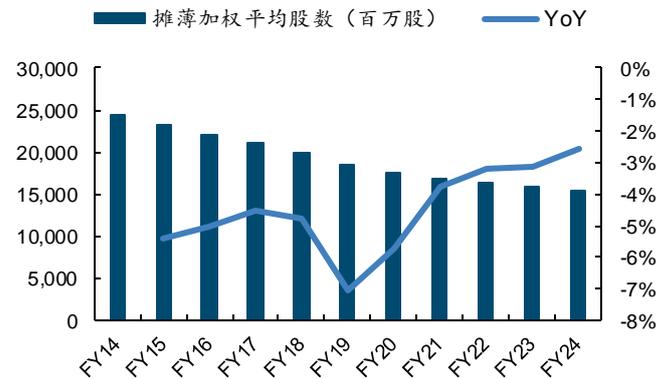
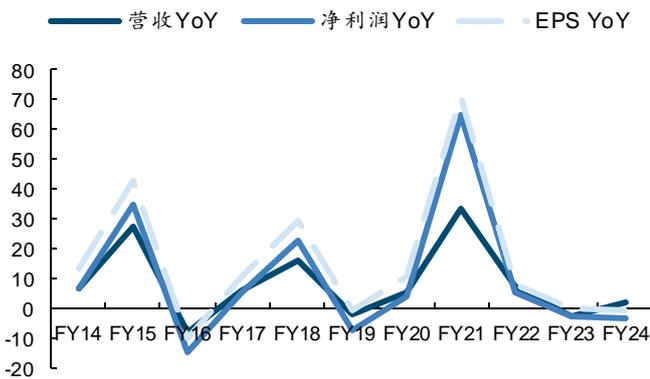


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

由于公司持续回购股票，公司 EPS 增速高于公司营收、净利润增速。公司 FY2010、FY2024 营收分别为 652.25、3910.35 亿美元，FY10~FY24 CAGR 为 14%，净利润分别为 140.13、937.36 亿美元，FY10~FY24 CAGR 为 15%，EPS 分别为 0.55、6.11 美元，FY10~FY24 CAGR 为 19%。由于消费电子需求疲弱，以及公司产品创新有限，公司 FY23、FY24 净利润分别同比-2.8%、-3.4%，但由于公司持续回购股票，FY23、FY24 EPS 分别同比+0.2%、-0.8%，低于净利润下滑幅度。在公司持续的回购推进下，公司股数持续下降，近年维持在每年下降 2~3%的幅度。

图表25: 公司 EPS 增速高于营收、净利润增速 (单位: %)

图表26: 公司股数持续下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所, 注: EPS 按照摊薄加权平均股数计算

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三、AI 赋能终端+自研零部件比例提示，产品销售有望迎来数量与盈利能力增长

3.1 AI 赋能终端，有望缩短换机周期、扩充终端品类

Apple Intelligence 只能用于 A17 Pro (对应 iPhone 15 Pro) 或更高版本手机、M 系列的 iPad、Mac。软件系统升级对算力要求更高，有助于带动新一波换机周期。预计 2025 年



苹果手机有望发布五款新机：iPhone 16E、iPhone 17、iPhone 17 Slim（轻薄款）、iPhone 17 Pro、iPhone 17 Pro max，其中 Slim 款将替代 Plus 款、可能是十年来最大的外观改款，iPhone 16e 对 2022 年发布的 SE 3 形成有效替代。根据 CIRP 24 年 7 月的数据，在最近 12 个月中，至少 71% 的 iPhone 用户称其旧设备使用时间已超过两年，而 2020 年这个比例为 63%。新机迭代+硬件创新有望带动新一轮换机周期。

图表27：公司历年新机发布情况

发布时间	mini 款	基础款	PLUS	Pro	MAX	SE 版本
2010. 6. 7		iPhone 4				
2011. 10. 4		iPhone 4s				
2012. 9. 13		iPhone 5				
2013. 9. 11		iPhone 5s				iPhone 5c
2014. 9. 9		iPhone 6	iPhone 6 Plus			
2015. 9. 8		iPhone 6s	iPhone 6s Plus			
2016. 9. 8		iPhone 7	iPhone 7 Plus			iPhone SE
2017. 9. 12		iPhone 8	iPhone 8 Plus		iPhone X	
2018. 9. 12		iPhone XR		iPhone XS	iPhone XS Max	
2019. 9. 11		iPhone 11		iPhone 11 Pro	iPhone 11 Pro Max	
2020. 10. 13	iPhone 12 mini	iPhone 12		iPhone 12 Pro	iPhone 12 Pro Max	iPhone SE 2
2021. 9. 15	iPhone 13 mini	iPhone 13		iPhone 13 Pro	iPhone 13 Pro Max	
2022. 9. 8		iPhone 14	iPhone 14 Plus	iPhone 14 Pro	iPhone 14 Pro Max	iPhone SE 3
2023. 9. 15		iPhone 15	iPhone 15 Plus	iPhone 15 Pro	iPhone 15 Pro Max	
2024. 9. 13		iPhone 16	iPhone 16 Plus	iPhone 16 Pro	iPhone 16 Pro Max	

来源：公司网站，国金证券研究所，SE 版本一般为 3、4 月发布

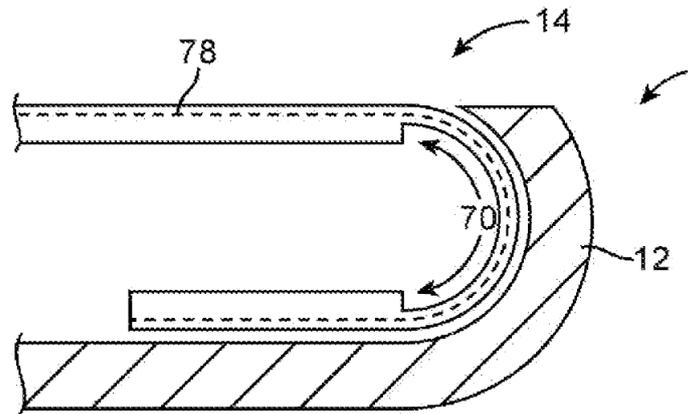
根据 IDC 数据，2024 年全球智能手机出货量为 12.13 亿部，其中公司出货量为 2.24 亿部，同比-0.6%，出货量市占率为 18.5%。我们认为，公司 iPhone 16 系列缺少创新，导致销量有所下滑，体现在公司 24Q4 出货量同比下滑 9.3%。但换机需求客观存在，会递延到后续时间逐渐释放。

公司已经正式发布 iPhone 16E 机型。iPhone 16e 具备较长电池续航时间，搭载性能强大的 A18 芯片，并配备高分辨率 4800 万像素二合一摄像头系统。考虑到 25 年 iPhone 16e 机型的发布，以及 iPhone 17 有望带来较多创新（如 Slim 版本），另外 apple intelligence 逐渐成熟，我们认为 2025 年 iPhone 有望迎来较大换机周期。26 年之后，公司有望推出折叠机型。我们认为公司手机大部分在海外销售，因此折叠机型主要竞争对手是三星，考虑公司较三星更具备从芯片到系统与终端的一体化优势，我们认为公司产品有望具备较强竞争力，拉动新一轮换机周期。

图表28：公司 25. 2. 28 发布 iPhone 16e



图表29：公司申请的折叠屏专利



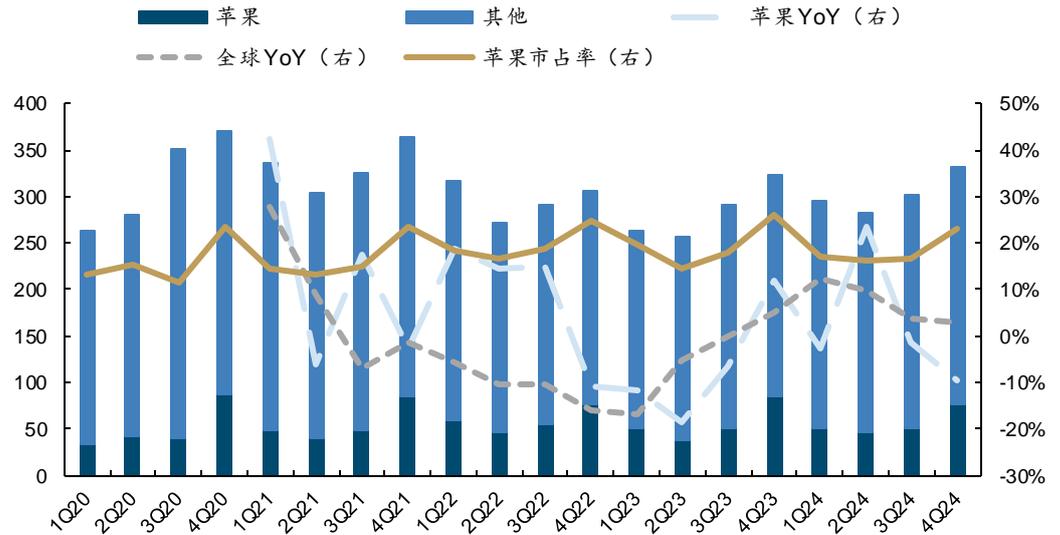


来源：公司网站，国金证券研究所

来源：USPTO，国金证券研究所

从收入来看，公司 2024 年 iPhone 收入 2006.19 亿美元，同比下滑 1.9%，较出货量下滑幅度更大。从 ASP 来看，按照公司所披露的 iPhone 销售收入，以及 IDC 的出货量来测算，公司 24 年 iPhone ASP 为 896 美元，较 23 年的 908 美元有所下滑，我们认为主要是上半年 iPhone15 系列在中国促销有较大幅度降价导致，23 年 Q1、Q2 公司 iPhone ASP 分别为 991、1072 美元，24Q1、Q2 分别为 912、859 美元，有较大幅度下降。24 年下半年 iPhone ASP 有较明显回升，23 年 Q3、Q4 公司 iPhone ASP 分别为 848、822 美元，24 年 Q3、Q4 分别为 908、899 美元。我们认为长期来看，随着更多端侧功能的加入，以及零组件的升级，公司 iPhone 价格将保持较平稳上涨趋势。

图表30：公司 24 年 iPhone 销量约 2.2 亿部，市占率保持较稳定（单位：百万部）



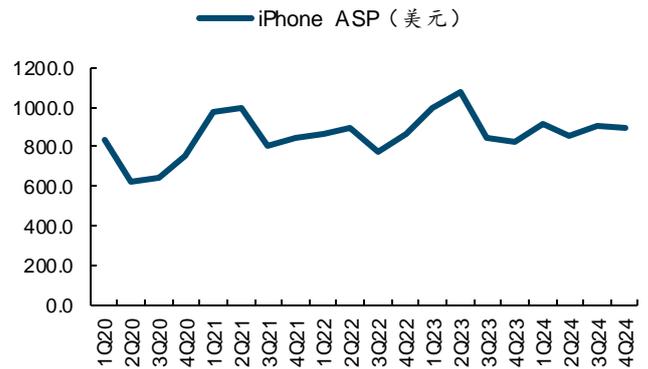
来源：Bloomberg，IDC，国金证券研究所，注：时间为日历年

图表31：公司 iPhone 收入 24 年约 2000 亿美元，同比-1.9%

图表32：公司 iPhone ASP 24H1 因促销有较大下滑



来源：Bloomberg，国金证券研究所，注：时间为日历年

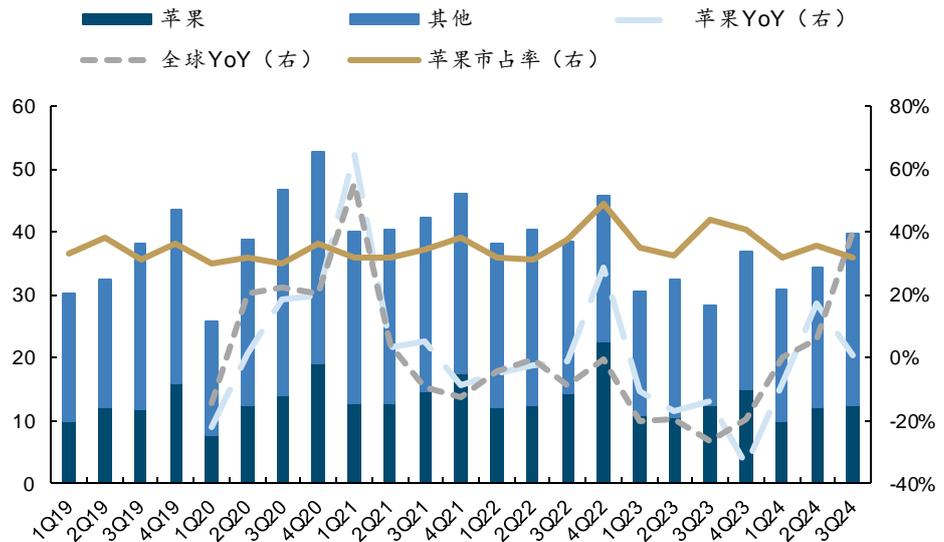


来源：Bloomberg，IDC，国金证券研究所，注：时间为日历年

公司 iPad 在全球平板电脑市占率超 30%，保持较为稳定。根据 Statista 数据，公司 3Q24 平板电脑出货量为 1260 万部，同比增长 0.8%，出货量市占率为 31.7%。收入来看，24 年公司 iPad 收入为 277.59 亿美元，同比+7.1%。ASP 来看，24 年前三季度 iPad ASP 为 565 美元，较 23 年全年 ASP 的 532 美元有所提升。



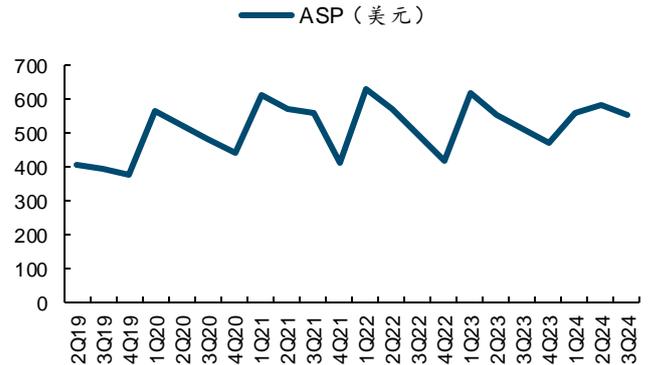
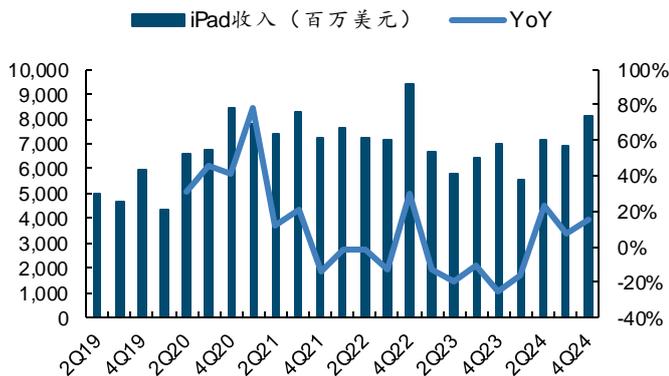
图表33: 公司 iPad 在平板电脑市占率超 30%，24Q3 出货 1260 万部 (单位: 百万部)



来源: Statista, 国金证券研究所, 注: 时间为日历年

图表34: 公司 iPad 24 年实现收入 278 亿美元

图表35: 公司 iPad 24 年前三季度 ASP 为 565 美元



来源: Bloomberg, 国金证券研究所, 注: 时间为日历年

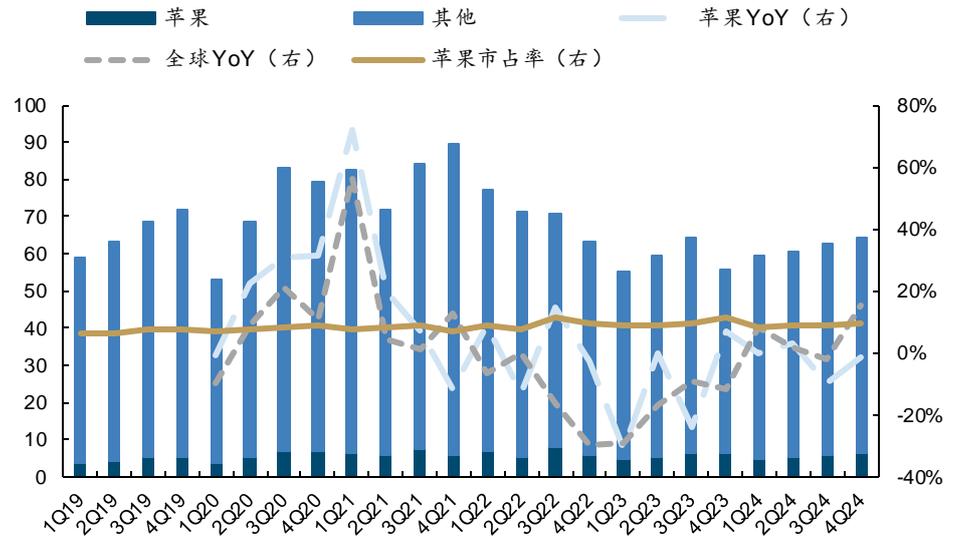
来源: Bloomberg, Statista, 国金证券研究所, 注: 时间为日历年

公司 Mac 在全球 PC 市场市出货量市占率约 10%，保持较为稳定。根据 Statista 数据，公司 24 年 Mac 出货量为 2219 万部，同比下滑 2.38%，出货量市占率为 9.0%。收入来看，24 年公司 Mac 收入为 311.91 亿美元，同比+6.1%。ASP 来看，24 年 Mac ASP 为 1401 美元，较 23 年全年 ASP 的 1317 美元有所提升。我们认为，24 年公司 Mac 的 ASP 的提升，主要来自搭载新一代搭载 M3、M4 芯片的产品开始出货导致。未来来看，我们认为公司产品有望持续升级迭代，另外我们认为公司 Mac 平台较传统 Windows 电脑具备更大内存，采用 arm 架构处理器具备更好功效，是更好的 AI PC 平台，未来 Mac 有望迎来出货、价格的提升。

公司 25 年 3 月 5 日发布新一代 Mac 产品，具备大容量统一内存，适合模型本地部署。公司 3 月发布的 M3 Ultra 芯片，配备了 Mac 性能最强劲的中央处理器和图形处理器，神经网络引擎核心数量翻倍，统一内存容量创个人电脑新高，起步内存为 96GB，最高可配置 512GB 内存。M3 Ultra 强大的 32 核神经网络引擎为 AI 与机器学习 (ML) 提供强大动力。从中央处理器的 ML 加速器和 Apple 迄今最强的图形处理器，到神经网络引擎与超过 800GB/s 的内存带宽。AI 专业人士可使用搭载 M3 Ultra 芯片的 Mac Studio 直接在设备端运行包含超 6000 亿参数的大语言模型，使之成为 AI 开发工作的理想桌面设备。

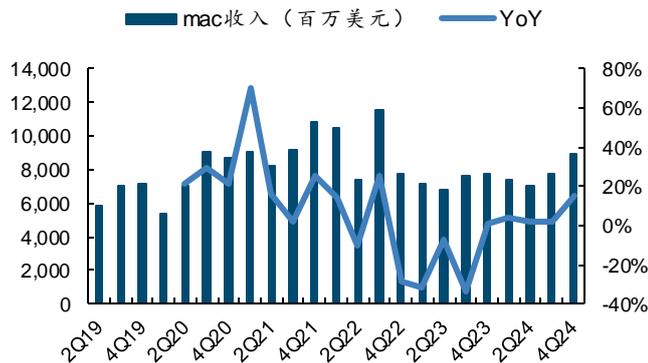


图表36: 公司 Mac 在 PC 市占率约 10%, 24Q3 出货 2219 万部 (单位: 百万部)

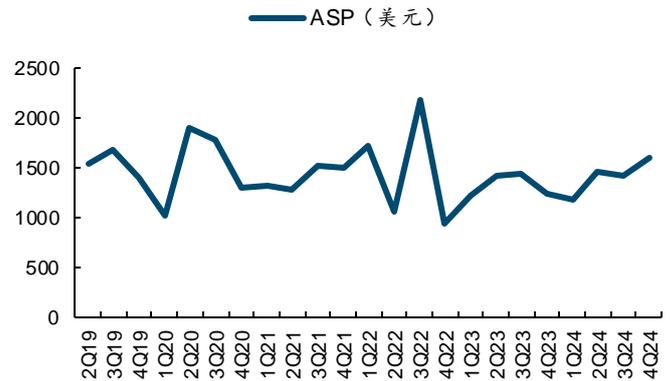


来源: Statista, 国金证券研究所, 注: 时间为日历年

图表37: 公司 Mac 24 年实现收入 312 亿美元



图表38: 公司 Mac 24 年 ASP 为 1401 美元



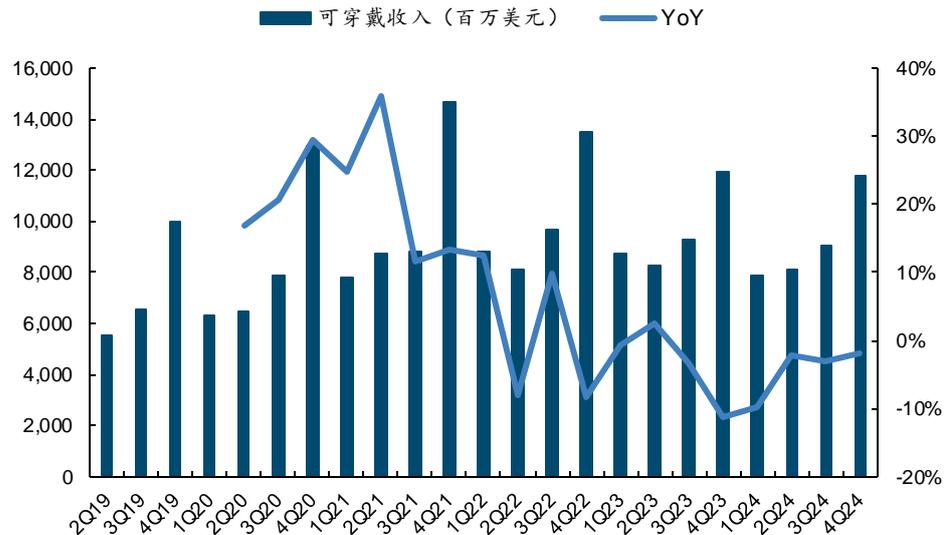
来源: Bloomberg, 国金证券研究所, 注: 时间为日历年

来源: Bloomberg, Statista, 国金证券研究所, 注: 时间为日历年

我们认为, AI 同样有望赋能公司可穿戴设备产品。目前公司可穿戴设备主要为耳机类产品, 我们认为对于已有的可穿戴产品品类, AI 有望增加更多功能, 例如在耳机加入摄像头等部件、内置大模型以提升智能交互能力。



图表39: 24 年公司可穿戴设备收入 367.99 以美元, 同比-4.0%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所, 注: 时间为日历年

除了原有产品品类以外, 我们认为 AI 潮流下公司有望布局更多产品品类, 如智能眼镜、智能家居等, 实现产品品类的拓展, 增大产品销售的收入来源。公司在 vision pro 积累了较丰富的 AR/VR 经验, 但由于产品售价昂贵, 以及生态的缺乏, vision pro 销售量有限。我们认为未来随着技术成熟度提升带动成本下降, 以及 AI 应用出现赋能智能眼镜, 公司智能眼镜有望收获成功。公司有望形成手机、PC、可穿戴、智能家电、智能眼镜全生态覆盖, 加大公司在生态环境的壁垒。

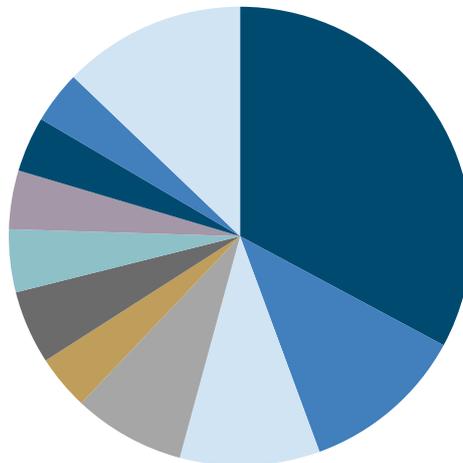
3.2 自研芯片比例逐渐提升, 有望抵消潜在关税的部分影响

根据彭博数据, 2023 年公司前十大供应商分别为鸿海、立讯精密、台积电、三星、LG 显示、LG 伊诺特、高通、博通、和硕、广达, 合计占公司销售成本 87.2%, 其中来自鸿海、立讯精密、台积电的销售成本分别为 623.76、212.75、189.84 亿美元。

从地域分布来看, 2023 年公司前二十大供应商当中, 在中国大陆有较多产能布局的厂商包括鸿海、立讯精密、歌尔股份、蓝思科技、京东方, 合计销售成本为 972 亿美元, 占比 51%。

图表40: 24 年苹果前十大供应商占公司销售成本 87%

■ 鸿海 ■ 立讯精密 ■ 台积电 ■ 三星 ■ LG 显示 ■ LG 伊诺特 ■ 高通 ■ 博通 ■ 和硕 ■ 广达 ■ 其他



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

目前美国对进口自中国的商品将加征 20% 关税。在上一次贸易战当中, 公司获得了关税豁免



免。目前公司是否将再次获得豁免尚不明确，但我们认为本次加征关税对公司的整体影响有限。我们认为公司可以依靠增大芯片自研比例抵消部分关税影响。

自研芯片方面，公司自研 5G 基带、WiFi、蓝牙芯片有望开始导入。公司在今年发布的 SE 机型当中采用自研 5G 基带芯片，替代外采高通 5G 基带芯片。未来公司有望在非 SE 的 iPhone 机型当中采用自研 5G 基带芯片，最终实现 5G 基带芯片全面自研。蓝牙和 WiFi 芯片方面，公司自研的蓝牙与 WiFi 结合的芯片 Proxima 将在 2025 年投入新产品使用，首先用于 apple TV 机顶盒、homepod mini 扬声器，并在新一代 iPhone17 当中使用，预计在 2026 年用于 iPad 与 Mac。

另外我们认为公司可以依靠其他方式进一步降低关税影响，例如公司可以调整产品零部件选型，通过降低成本的方式抵消部分关税影响；公司供应链逐步推进全球布局，有望通过产地多元化降低关税影响。

目前公司宣布扩大在美国本土投资，我们认为公司本次仍然具备再度豁免关税的可能性。公司 25 年 2 月 24 日宣布，未来四年内将在美国支出和投资超过 5000 亿美元，这一举措预计将新增 2 万个就业岗位。5000 亿投资包括公司与全美 50 个州的数千家供应商的合作、直接就业、Apple Intelligence 基础设施和数据中心、公司设施以及 20 个州的 Apple TV+制作。公司将与其合作伙伴在休斯敦建造一座占地 25 万平方英尺的工厂，组装用于数据中心的服务，用来生产支持 Apple Intelligence 的服务器。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计公司 FY25~FY27 年营收分别为 4115.25、4548.47、4874.23 亿美元，同比+5.2%、+10.5%、+7.2%，毛利率分别为 44.58%、46.88%、48.22%，归母净利润分别 985.34、1169.71、1303.48 亿美元，同比+5.1%、+18.7%、+11.4%。

各业务线营收以及毛利率预测如下。

我们预计产品收入 FY25~FY27 分别为 3033.56、3332.89、3512.79 亿美元，同比+2.88%、+9.87%、+5.40%，其中：

- **iPhone:** 我们预计 FY25~FY26 iPhone 收入分别为 2084.93、2358.51、2497.50 亿美元，同比+3.63%、+13.12%、+5.89%。公司 FY22~FY24 iPhone 出货量分别为 2.45、2.16、2.32 亿部（数据见图表 30），根据公司披露该财年 iPhone 收入，我们计算 FY22~FY24 iPhone ASP 分别为 840、927、868 美元。我们认为随着公司 iPhone 16e 发布，以及 iPhone 17 有望在 FY25Q4 发布并初步开始销售（25.7~25.9），有望对 FY25 iPhone 销量形成拉动。FY26 来看，iPhone 17 有望在 FY26Q1（25.10~25.12）开始大批量销售，我们认为 iPhone 在 CY25H2 有望实现更多 AI 功能集成，包括与国内厂商合作开始支持国内 iPhone AI 应用，同时 iPhone17 有望实现更多功能创新，促进换机周期，iPhone 17 将在 FY26（25.10~26.9）大幅拉动公司 iPhone 出货。未来来看，公司有望推出折叠屏手机等全新品类，进一步拉动需求。我们预计 FY25~FY27 公司 iPhone 销售量分别为 2.41、2.50、2.54 亿部，同比+3.97%、+3.91%、+1.57%。我们预估 FY25 由于 SE 机型的推出公司 FY25 iPhone ASP 将保持小幅度下降，FY26~FY27 由于新机型的发布以及更多功能的在端侧集成，ASP 有望提升。我们预计 FY25~FY27 公司 iPhone ASP 分别为 865、942、982 美元。
- **iPad:** 我们预计 FY25~FY26 iPad 收入分别为 275.63、283.84、296.88 亿美元，同比+3.26%、+2.98%、+4.59%。公司 FY22~FY24 iPad 出货量分别为 56.7、56.3、49.7 百万部（数据见图表 33），根据公司披露该财年 iPad 收入，我们计算 FY22~FY24 iPad ASP 分别为 517、503、537 美元。我们预计 iPad 有望受益 20、21 年销售的产品进入换机周期，出货量保持弱增长。同时随着 iPad 硬件的升级（如芯片端的升级），ASP 有望保持较小幅度增长。我们预计 FY25~FY27 公司 iPad 出货量分别为 50.5、51.4、52.7 百万部，同比+1.51%、+1.95%、+2.45，ASP 分别为 546、552、563 美元。
- **Mac:** 我们预计 FY25~FY26 Mac 收入分别为 310.53、319.94、335.49 亿美元，同比+3.57%、+3.03%、+4.86%。公司 FY22~FY24 Mac 出货量分别为 26.7、22.3、22.3 百万部（数据见图表 36），根据公司披露该财年 Mac 收入，我们计算 FY22~FY24 iPad ASP 分别为 1506、1316、1347 美元。我们预计 Mac 有望受益 20、21 年销售的产品进入换机周期，出货量未来保持弱增长。同时随着 Mac 硬件的升级（如芯片端的升级），ASP 有望保持较小幅度增长。我们预计 FY25~FY27 公司 Mac 出



货量分别为 22.3、22.7、23.3 百万部，同比-0.03%、+1.91%、+2.55，ASP 分别为 1395、1411、1443 美元。

- 可穿戴：短期看，我们认为耳机等品类市场基本饱和，未来公司有望发布智能眼镜等新品类，拉动可穿戴设备需求。我们预计 FY25~FY26 可穿戴收入分别为 362.47、370.60、382.91 亿美元，同比-2.05%、+2.24%、+3.32%。

我们按照较中性关税预期对公司毛利率进行测算，即我们认为公司本次无法取得美国加征关税的豁免，但我们认为公司有望通过增大供应商来自非中国大陆产能的占比、多元化供应商产地、改变所选用零部件等方式，降低部分关税影响。同时公司自研 5G 基带芯片有望在 FY25 开始出货的 iPhone 16e 机型当中开始使用，未来有望在其他机型当中使用，替代高通产品；另外自研 WiFi、蓝牙芯片有望在 iPhone17 当中开始使用，并在 2026 年发布的其他端侧产品当中使用，替代博通产品。公司自研芯片有望进一步降低成本，抵消部分关税影响。我们预计公司产品销售毛利率 FY25~FY27 分别为 34.09%、36.98%、38.22%。

我们认为公司服务业务收入有望持续增长，主要驱动力包括：1) 订阅用户数量占比仍有较大向上空间，订阅用户数有望逐步提升，Apple One 的推出有望提升 ARPU；2) AI 有望创造更多端侧应用，公司 App Store 收入有望持续增长。公司在 27 年前并不会考虑 Apple Intelligence 收费，且公司目前 Apple Search Ads 只面向 Apple Store，因此我们并未考虑广告对 Apple Intelligence 的收入拉动。我们预计公司服务业务 FY25~FY27 年收入分别为 1081.69、1215.57、1361.44 亿美元，同比+12.48%、+12.38%、+12.00%。我们认为公司服务业务主要为各类软件类收入，有望保持较高毛利率，我们预计 FY25~FY27 公司服务业务毛利率分别为 74%、74%、74%。

图表41：公司各业务营收、毛利率测算

CY	22.9	23.9	24.9	25.9	26.9	27.9
FY	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
服务收入 (百万美元)	78,129	85,200	96,169	108,169	121,557	136,144
YoY		9.05%	12.87%	12.48%	12.38%	12.00%
产品收入 (百万美元)	316,199	298,085	294,866	303,356	333,289	351,279
YoY		-5.73%	-1.08%	2.88%	9.87%	5.40%
1、iPhone 收入 (百万美元)	205,489	200,583	201,183	208,493	235,851	249,750
YoY		-2.39%	0.30%	3.63%	13.12%	5.89%
ASP (美元)	840	927	868	865	942	982
出货量 (百万部)	244.6	216.4	231.9	241.1	250.5	254.4
YoY		-11.54%	7.16%	3.97%	3.91%	1.57%
2、iPad 收入 (百万美元)	29,292	28,300	26,694	27,563	28,384	29,688
YoY		-3.39%	-5.67%	3.26%	2.98%	4.59%
ASP (美元)	517	503	537	546	552	563
出货量 (百万部)	56.7	56.3	49.7	50.5	51.4	52.7
YoY		-0.71%	-11.72%	1.51%	1.95%	2.45%
3、Mac 收入 (百万美元)	40,177	29,357	29,984	31,053	31,994	33,549
YoY		-26.93%	2.14%	3.57%	3.03%	4.86%
ASP (美元)	1,506	1,316	1,347	1,395	1,411	1,443
出货量 (百万部)	26.7	22.3	22.3	22.3	22.7	23.3
YoY		-16.35%	-0.22%	-0.03%	1.91%	2.55%
4、可穿戴收入 (百万美元)	41,241	39,845	37,005	36,247	37,060	38,291
YoY		-3.38%	-7.13%	-2.05%	2.24%	3.32%
合计营收 (百万美元)	394,328	383,285	391,035	411,525	454,847	487,423
YoY		-2.80%	2.02%	5.24%	10.53%	7.16%



服务毛利率	71.70%	70.80%	73.90%	74.00%	74.00%	74.00%
产品毛利率	36.30%	36.50%	37.20%	34.09%	36.98%	38.22%
合计毛利率	43.31%	44.13%	46.21%	44.58%	46.88%	48.22%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

费用率方面,公司一般费用率保持较稳定状态, FY22~FY24 分别为 6.36%、6.50%、6.67%, 我们预计公司一般费用率继续保持较稳定状态, 预计 FY25~FY27 一般费用率分别为 6.5%、6.5%、6.5%。我们认为在公司新产品品类的扩展, 以及 AI 深入布局的情况下, 公司研发费用率有望较之前提升, 公司 FY22~FY24 研发费用率分别为 6.66%、7.80%、8.02%, 我们预计 FY25~FY27 分别为 8%、8%、8%。

图表42: 公司费用率预测

	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
一般费用率	6.36%	6.50%	6.67%	6.50%	6.50%	6.50%
研发费用率	6.66%	7.80%	8.02%	8.00%	8.00%	8.00%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

4.2 投资建议

根据我们以上测算,我们预计公司 FY25~FY27 归母净利润分别为 985.34、1169.71、1303.48 亿美元, 同比+5.1%、+18.7%、+11.4%。在公司持续的回购推进下, 公司股数持续下降, 近年维持在每年下降 2~3% 的幅度。我们按照 FY25~FY27 公司股数每年下降 2% 进行测算, FY25~FY27 公司 EPS 分别为 6.65、8.06、9.16 美元。我们认为公司作为消费电子龙头公司, 终端产品毛利率较其他竞争对手明显更高, 具备一定奢侈品的特点, 因此我们选取奢侈品厂商爱马仕、服装龙头公司耐克、国内消费电子龙头厂商小米、同样为 Mag7 且的操作系统企业微软作为可比公司, 可比公司 FY25~FY27 平均 PE 分别为 43、35、29X。我们认为公司 iPhone17 将成为公司 AI 端侧的重要产品, 主要销售周期为 FY26(25.10~26.9), 因此我们给予公司 FY26 35X PE, 目标价为 281.99 美元, 首次覆盖予以“买入”评级。

图表43: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	公司	货币	股价	EPS					PE				
				FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
RMS	爱马仕	欧元	2509	41.19	43.87	46.76	54.2	60.12	61	57	54	46	42
NKE	耐克	美元	71.66	3.48	3.25	2.05	2.77	3.38	21	22	35	26	21
1810.HK	小米	港币	53.85	0.35	0.77	0.94	1.24	1.59	149	68	55	42	33
MSFT	微软	美元	388.56	11.06	12.42	13.9	15.95	18.5	35	31	28	24	21
平均									66	44	43	35	29
AAPL	苹果	美元	213.49	6.24	6.20	6.65	8.06	9.16	34	34	32	26	23

来源: Bloomberg, 国金证券研究所, 可比公司采用 Bloomberg 一致预期, 股价截至 2025 年 3 月 14 日

五、风险提示

AI 发展不及预期: 如果 AI 发展不及预期, 公司 Apple Intelligence 可能将无法推出更多实用性功能与应用, 导致消费者换机意愿可能降低, 并且公司 AI 带来的可能增量收入可能不及预期。公司智能眼镜等产品的进度也可能不及预期, 导致公司业绩不及预期。

换机需求不及预期: 我们预计公司 iPhone FY25~FY27 有望因为 AI 功能加入带动换机需求, 实现销量同比增长, 如果公司 AI 功能延迟发布或硬件功能不及预期, 将导致换机需求不及预期, 导致公司业绩不及预期。

消费电子需求不及预期: 公司产品基本为消费电子产品, 如果终端消费者需求不及预期, 将导致公司产品销量不及预期, 导致公司业绩不及预期。

反垄断风险: 公司 App Store 抽成面临可能的反垄断风险。根据路透社报道, 欧盟委员会



计划就苹果和 Meta 公司违反《数字市场法案》的行为处以"适度"罚款。另外英国目前正在审理针对公司 App Store 抽成比例的集体诉讼。公司 App Store 抽成比例在 15%~30%，如果公司面临反垄断诉讼并且失利，抽成比例可能有较大下调或公司将面临较大罚款，导致公司业绩不及预期。

AI 订阅费不及预期：海外主要 AI 模型厂商订阅费在 20 美元/月，但 deepseek 等开源厂商目前向个人用户提供免费服务，且模型也具备较强能力，公司 apple intelligence 如果转向订阅费，可能订阅费相比目前海外模型订阅费更低，导致公司业绩不及预期。

美国关税风险：目前美国将加征对华关税 20%，公司供应链中有大量供应商都在中国大陆有较大产能，如果美国进一步加大对华关税税率，将造成公司毛利率不及预期，导致公司业绩不及预期。


附录：利润表摘要（单位：百万美元）

项目/报告期	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	394,328	383,285	391,035	411,525	454,847	487,423
营业成本	223,546	214,137	210,352	228,071	241,629	252,409
毛利	170,782	169,148	180,683	183,454	213,217	235,014
其他收入	0	0	0	0	0	0
一般费用	25,094	24,932	26,097	18,781	24,932	6,786
研发费用	26,251	29,915	31,370	32,922	36,388	38,994
营业利润	119,437	114,301	123,216	123,783	147,265	164,337
其他损益	-228	-382	269	472	400	330
除税前利润	119,103	113,736	123,485	124,727	148,065	164,997
所得税	19,300	16,741	29,749	26,193	31,094	34,649
净利润（含少数股东损益）	99,803	96,995	93,736	98,534	116,971	130,348
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	99,803	96,995	93,736	98,534	116,971	130,348
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	99,803	96,995	93,736	98,534	116,971	130,348

来源：公司年报、国金证券研究所，注：公司报表的其他损益当中包含财务费用


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究