

持有

2025 年 4 月 24 日

AI 暂未推动换机需求，关税将对产品需求产生负面影响

- 财务摘要：** 本季度公司总收入为 1243 亿美元，同比增长 4.0%，高于彭博一致预期的 1242 亿美元。产品收入为 980 亿美元，同比增长 1.6%；服务收入为 263 亿美元，同比增长 13.9%。本季度公司的毛利为 583 亿美元，毛利率为 46.9%，高于彭博一致预期的 46.5%。净利润为 363 亿美元，同比增长 7.1%，高于彭博一致预期的 355 亿美元。摊薄每股盈利为 2.40 美元，高于彭博一致预期的 2.35 美元。本季度公司共向股东返还超过 300 亿美元，包括 233 亿美元的股票回购及 39 亿美元的股息。公司预计 FY25Q2 的整体收入增速为低至中个位数，公司下季度的毛利率将在 46.5%-47.5%之间。
- iPhone16 销量低于预期：** 本季度 iPhone 业务收入为 691 亿美元，同比下降 1%。ASP 为 899 美元，同比增长 33 美元。据 IDC 数据，四季度 iPhone 出货量为 7690 万台，同比下降 4.1%，出货量占比 23.2%。中国区手机出货量共 7640 万台，其中 iPhone 的市场份额为 17.4%，市占率同比下滑 2.6ppts。AI 功能对于消费者换机的吸引力目前还较弱，同时中国地区的激烈竞争及用户换机动力不足影响了手机的整体销量。
- 公司业务将受到美国关税政策冲击：** 美国特朗普政府于 4 月 2 日宣布对大部分国家征收“基础关税”与“对等关税”，同时于 4 月 11 日美国海关与边境保护局对包含智能手机在内的部分电子产品免征收“对等关税”。目前苹果主要受到 10%-20%等基础关税的影响，由于苹果硬件产品的毛利率在 30%-40%，因此基础关税会对苹果带来约 80 亿美元的成本。我们认为苹果最现实的方法为略微涨价的同时承担部分成本，但不可避免会对 iPhone 的销量带来负面影响。
- 目标价 230.00 美元，持有评级：** 我们采用 DCF 模型对公司进行估值。考虑到美国接近进入降息周期，维持 WACC 为 8%。预测公司未来三年收入 CAGR 为 6.1%，对应 EPS CAGR 为 12.4%。我们维持公司的永续增长率 3%，求得合理股价为 230.00 美元，相比较当前股价有 12.42%的上涨空间，维持持有评级。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	204.60 美元
目标价	230.00 美元 (+12.42%)
股票代码	AAPL
总股本	150.22 亿股
市值	30735 亿美元
52 周高/低	259.81 美元 / 165.41 美元
每股账面值	4.44 美元
主要股东	Vanguard Group 9.3% Blackrock Inc. 7.5% State Street Corp 4.0% Geode Capital 2.3%

盈利摘要

截至9月28日止财政年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总营业收入 (美元百万元)	383,285	391,035	409,205	438,060	466,539
变动	-2.80%	2.02%	4.65%	7.05%	6.50%
净利润	96,995	93,736	108,833	115,221	123,299
摊薄每股盈利 (美元)	6.2	6.1	7.3	7.9	8.7
变动	0.10%	-0.84%	19.06%	8.58%	9.75%
基于230美元的市盈率 (估)	37.3	37.6	31.6	29.1	26.5
每股派息 (美元)	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
股息现价比	0.46%	0.48%	0.50%	0.52%	0.54%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

FY2025Q1 业绩摘要

收入同比增长 4.0%，高于彭博一致预期

本季度公司总收入为 1243 亿美元，同比增长 4.0%，高于彭博一致预期的 1242 亿美元。产品收入为 980 亿美元，同比增长 1.6%；服务收入为 263 亿美元，同比增长 13.9%。

毛利率为 46.9%

本季度公司的毛利为 583 亿美元，毛利率为 46.9%，高于彭博一致预期的 46.5%；毛利率环比增长 70 个基点，同比增长 100 个基点。其中产品毛利率为 39.3%，服务毛利率为 75.0%。毛利率的上升主要是由于服务业务收入增长带来的结构性变化。

净利润同比增长 7.1%，高于彭博一致预期

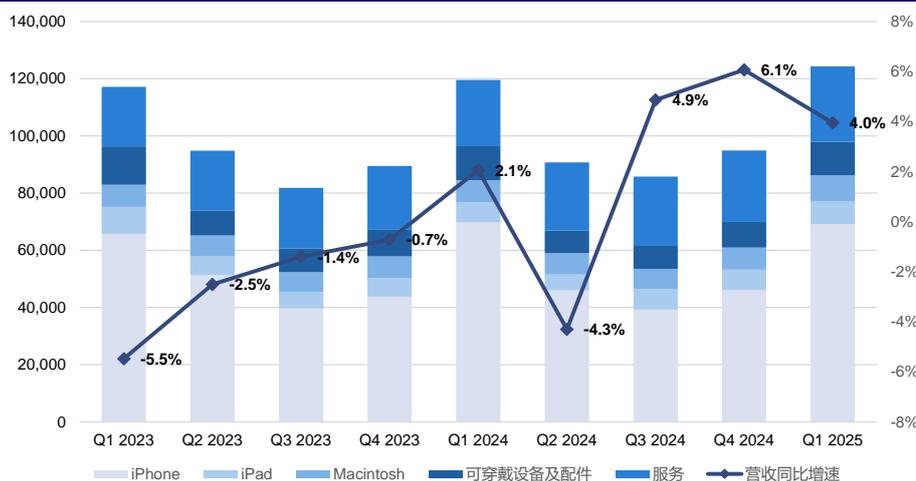
本季度公司的净利润为 363 亿美元，同比增长 7.1%，高于彭博一致预期的 355 亿美元。摊薄每股盈利为 2.40 美元，高于彭博一致预期的 2.35 美元，去年同期为 2.18 美元。

公司预计下一季度的收入同比低至中个位数增长

本季度，公司的现金及可交易证券结余为 1410 亿美元，净现金为 450 亿美元。公司共向股东返还超过 300 亿美元，包括 233 亿美元的股票回购及 39 亿美元的股息。

公司预计 FY25Q2 的整体收入增速为低至中个位数。公司下季度的毛利率将在 46.5%-47.5%之间，经营支出为 151-153 亿美元，税率约为 16%。

图表 1：苹果公司营收及增速（百万美元）



资料来源：公司披露，第一上海整理

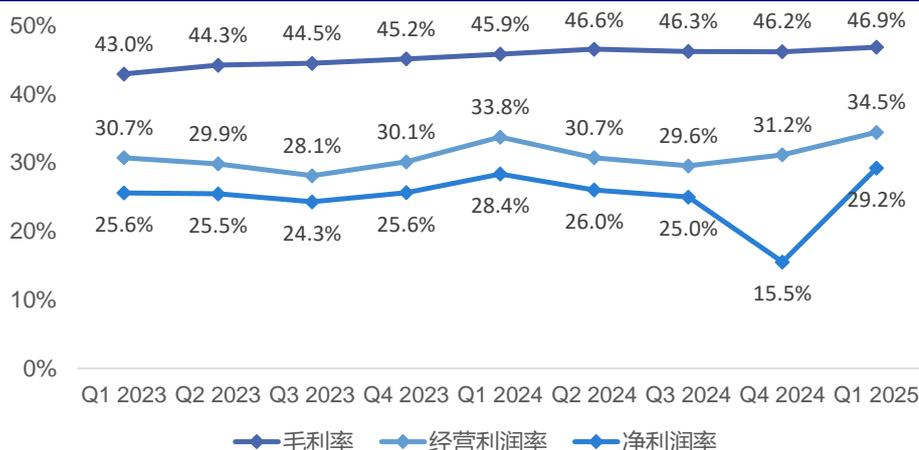
按产品划分，iPhone、Mac、iPad、服务、可穿戴设备及配件本季度的收入分别为 691、90、81、263、117 亿美元。iPhone 收入占比为 55.6%，去年同期为 58.3%。

按区域划分，公司在美洲、大中华、欧洲、日本及亚太其他地区本季度的收入分别为 526、185、339、90、103 亿美元。

2024 财年苹果在印度的收入为 79.6 亿美元，同比增长 48%，iPhone 在印度市场出货量接近 1300 万部，同比增长 44%，其中 24Q4 出货量达到 400 万台。未来参考中国市场苹果市占率 15%左右计算，同时印度整体智能手机市场销量增长，我们预计印度市场将能贡献 200 亿美元以上的硬件销售增量。

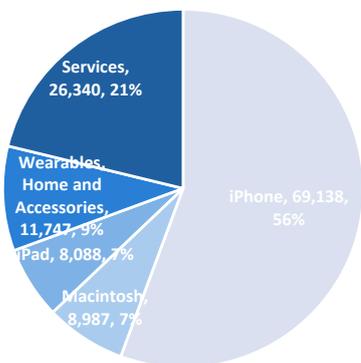
美国特朗普政府于 4 月 2 日宣布对大部分国家征收“基础关税”与“对等关税”，同时于 4 月 11 日美国海关与边境保护局对包含智能手机在内的部分电子产品免征收“对等关税”。目前苹果主要受到 10%-20%等基础关税的影响，由于苹果硬件产品的毛利率在 30%-40%，因此基础关税会对苹果带来约 80 亿美元的成本。我们认为苹果最现实的方法为略微涨价的同时承担部分成本，但不可避免会对 iPhone 的销量带来负面影响。

图表 2：毛利润率、经营利润率及净利润率



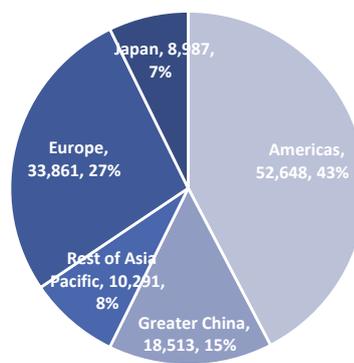
资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 3：FY2025Q1 按业务划分收入占比



资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 4：FY2025Q1 按区域划分收入占比



资料来源：公司披露，第一上海整理

iPhone16 销量低于预期，AI 暂未驱动换机

iPhone 收入同比下降 1% 本季度 iPhone 业务收入为 691 亿美元，同比下降 1%。ASP 为 899 美元，同比增长 33 美元。据 IDC 数据，2024Q4 全球手机出货量 3.32 亿台，同比增长 2.4%；其中 iPhone 为 7690 万台，同比下降 4.1%，出货量占比 23.2%。中国区手机出货量共 7640 万台，同比增长 3.9%；其中 iPhone 的市场份额为 17.4%，市占率同比下滑 2.6ppts。

图表 5：2024Q4 全球智能手机销量

Company	4Q24 Shipments	4Q24 Market Share	4Q23 Shipments	4Q23 Market Share	4Q24/4Q23 Growth
1. Apple	76.9	23.2%	80.2	24.7%	-4.1%
2. Samsung	51.7	15.6%	53.1	16.4%	-2.7%
3. Xiaomi	42.7	12.9%	40.7	12.6%	4.8%
4. Transsion*	27.2	8.2%	28.2	8.7%	-3.4%
4. vivo*	27.1	8.2%	24.0	7.4%	12.7%
Others	106.1	32.0%	97.7	30.2%	8.6%
Total	331.7	100.0%	324.0	100.0%	2.4%

Source: IDC Worldwide Quarterly Mobile Phone Tracker, January 13, 2025

资料来源：IDC

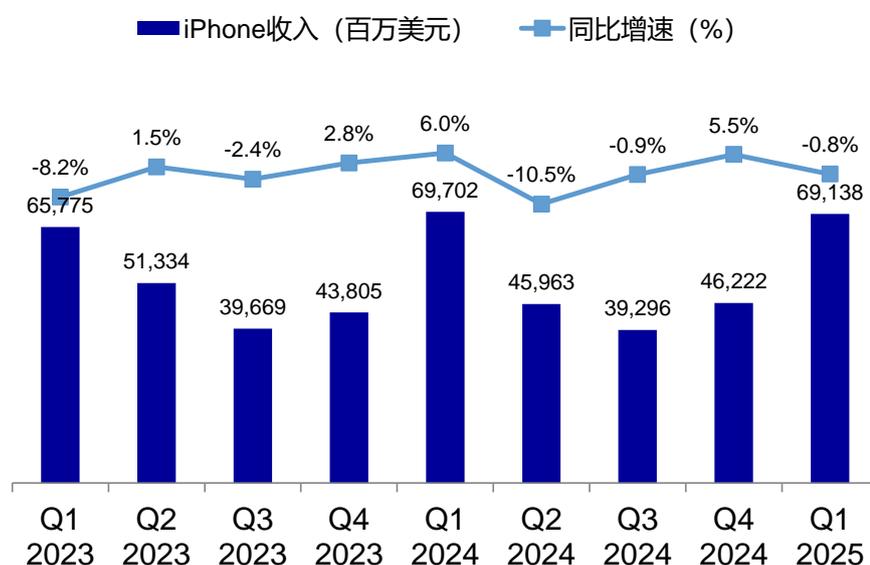
iPhone16 全系 8G 内存，售价不变

本季度 iPhone 的价格同比提升较多，主要受益于产品销售组合中高端机型的占比提升。9 月苹果发布了新一代的 iPhone16，主要亮点为全系配备 N3P 工艺的 A18 系列处理器及 8GB 内存。但中国地区的激烈竞争及用户换机动力不足影响了手机的整体销量。

目前市场上约有 13 亿台 iPhone，如果按照留存比率 80%，换机周期 5 年计算，我们认为每年将有约 2.6 亿旧 iPhone 用户的换机需求，考虑用户流失率，我们认为 iPhone 在 2025 年的出货量可能接近 2.3 亿台。

我们认为手机上搭载的 AI 功能对于消费者换机的吸引力目前还较弱，iPhone 销量暂时未受 AI 功能的正向影响，但随着 Apple Intelligence 的更新，更加完善的功能将有概率助力 iPhone 未来几年的销量成长。

图表 6: iPhone 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

服务业务加速增长，毛利率新高

服务收入同比增长 14%

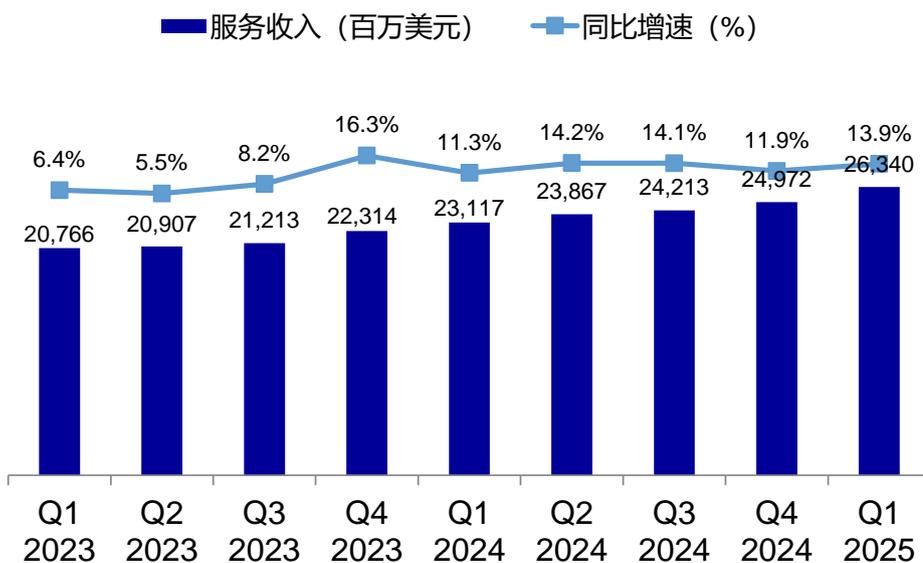
生态用户超 23.5 亿

本季度，服务收入为 263 亿美元，同比增长 14%，收入占比为 21%。在美洲、欧洲和亚太地区其他地区创下了历史最高记录，在日本创下了 12 月季度的最高记录。公司目前共有超过 10 亿付费订阅用户，活跃苹果设备量超过 23.5 亿台。Apple TV+ 付费订阅数量实现两位数增长。

目前公司订阅类服务产品主要包括 Apple TV+、Music、iCloud、Arcade、News+ 等多个类别。Apple One 的捆绑销售策略将提升付费用户数量和 ARPPU，同时试错成本较低。苹果软件服务的货币化速度正处于高速增长期，我们认为苹果订阅制软件服务的 ARPPU 有望从当前的 40 美元/年左右提升至 100 美元/年以上。

苹果作为唯一一家掌握硬件层，中间层，操作系统层与应用层的公司，在 AI 技术与产品的融合方面有望成为其新增长点。相比于其他 AI App，苹果强调了其 AI 服务的数据安全性，所有的数据都在设备本地或苹果私有云进行运算，依据用户的私人数据创建专属的个人 AI 服务。

图表 7：服务收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

iPad 销量回暖，AI 需求带动 Mac 销量提升

可穿戴设备收入同比下降 2%

本季度，可穿戴设备及配件收入为 117 亿美元，同比下降 2%。本季度公司在 AirPods Pro 2 上推出了新的听力健康功能。

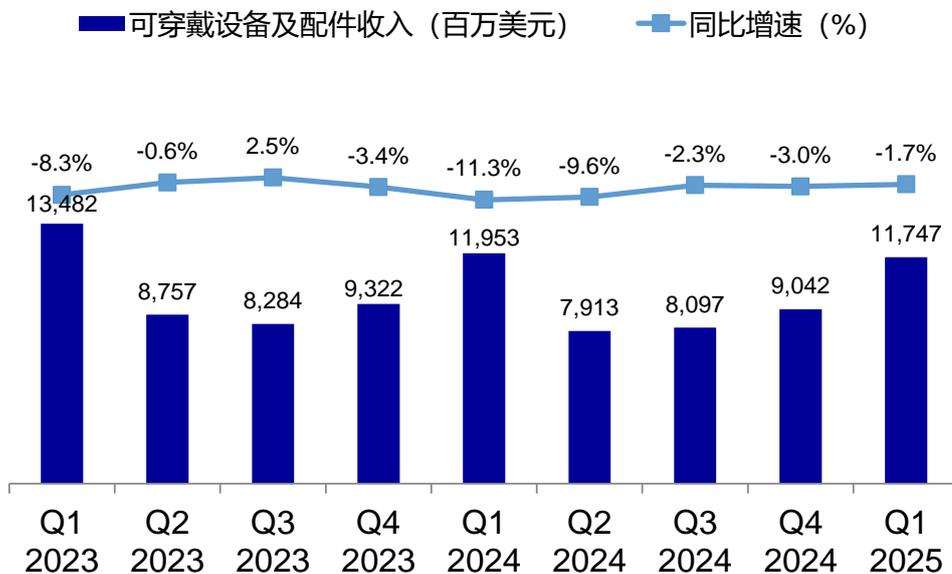
iPad 收入同比增长 15%

本季度，iPad 收入为 81 亿美元，同比增长 15%，主要受益于新款 iPad mini 和 iPad Air 的推动。

Mac 收入同比增长 16%

Mac 收入为 90 亿美元，同比增长 16%。公司近期发布了搭载 M4 系列处理器的 Mac 产品线，由于统一内存的优势可以运行参数量较大的大模型，因此吸引了部分 AI 开发者的需求。本季度全球 PC 市场出货量同比增长 3.4%，而 Mac 本季度出货量同比增长 19.3%，表现明显好于整体市场。

图表 8：可穿戴设备收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 9: iPad 收入及增速



图表 10: Mac 收入及增速



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

资料来源: 公司披露, 第一上海整理

估值

目标价 230.00 美元, 持有评级

我们采用 DCF 模型对公司进行估值。考虑到美国接近进入降息周期, 维持 WACC 为 8%。公司的 AI 服务业务推进慢于市场预期, 但我们认为短期内用户购机需求依然以自然换机需求为主, 且关税的推出将在上半年推动用户购机, 因此维持对公司本年的 iPhone 销量预测。但后续 iPhone 销量将有可能受到关税带来的售价增加影响。预测公司未来三年收入 CAGR 为 6.1%, 对应 EPS CAGR 为 12.4%。我们维持公司的永续增长率 3%, 求得合理股价为 230.00 美元, 相比较当前股价有 12.42% 的上涨空间, 维持持有评级。

图表 11: DCF 估值模型

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
现金流量预测	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
自由现金流量	118,349	129,687	141,088	152,375	163,041	173,639	184,057	194,180	203,889	213,064	219,456
自由现金流增长率		9.6%	8.8%	8.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	3.0%
折合至 2025 年的现金流量	118,349	120,080	120,960	120,960	119,840	118,176	115,987	113,302	110,155	106,585	2,195,656
永续期折现值											4,520,801
基本参数:											
WACC	8.0%										
长期增长率	3.0%										
债券价值	0										
公司价值计算											
现金流折现	3,360,052										
减: 净金融负债	-95,247										
股本价值	3,455,299										
股本数量 (预期)	15,023										
DCF 法之每股价值 (美元)	230.00										

资料来源: 第一上海预测

风险因素

市场竞争风险

智能手机市场已经接近饱和，手机销量来自于更新用户。目前安卓手机性价比优势凸显，如果公司的产品竞争力减弱，将会对公司的收入造成较大影响，并影响 iOS 生态中的用户量。同时，如果公司不能在 AI 时代继续保持手机市场份额，整体业务逻辑将有较大改变风险。

订阅业务风险

Apple TV+、New+、Arcade、Fitness+都面临较强的市场竞争对手，可能会影响公司新订阅业务的增长与收入。

汇率风险

受宏观环境影响，汇率波动会影响公司以美元计价的财务数据。当前美元强势，海外收入以美元计算会有额外亏损。

供应链风险

中美关系紧张，苹果一直被担心成为中方报复美国的替罪羊。苹果的硬件代工集中在中国大陆，芯片采购集中于中国台湾的台积电。苹果也在未雨绸缪，开始将产业链转移到北美及部分东南亚国家。

宏观环境风险

当前宏观经济环境正面临滞胀压力，消费者更加审慎，同时疫情带来的个人计算机高需求已经过去，智能手机与 PC 需求下滑严重，对公司收入增长造成压力。

主要财务报表

损益表

单位: 百万美元, 财务年度: 9月28日

	2023财年 实际	2024财年 实际	2025财年 预测	2026财年 预测	2027财年 预测
主营业务收入	383,285	391,035	409,205	438,060	466,539
- 主营业务收入成本	214,137	210,352	218,925	236,552	251,931
毛利	169,148	180,683	190,280	201,508	214,608
营业开支	54,847	57,467	60,562	64,176	67,648
销售总务及管理开支	24,932	26,097	27,417	29,131	30,792
研究和开发开支	29,915	31,370	33,146	35,045	36,857
营业利润	114,301	123,216	129,718	137,332	146,960
- 利息支出	-565	269	0	0	0
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0
税前利润	113,736	123,485	129,718	137,332	146,960
- 所得税支出	16,741	29,749	20,885	22,110	23,661
非常项目前收入	96,995	93,736	108,833	115,221	123,299
净利润	96,995	93,736	108,833	115,221	123,299
普通股股东所得净利润	96,995	93,736	108,833	115,221	123,299
折旧与摊销	70,884	73,448	80,203	87,151	94,298
EBITDA	125,820	134,661	136,473	144,280	154,106
主营业务增长 (%)	-2.8%	2.0%	4.6%	7.1%	6.5%
EBITDA 增长率 (%)	-3.8%	6.6%	1.3%	5.4%	6.4%

资产负债表

	2023财年 实际	2024财年 实际	2025财年 预测	2026财年 预测	2027财年 预测
+ 现金与现金等同	29,965	29,943	39,768	62,593	98,464
+ 短期投资	31,590	35,228	35,228	35,228	35,228
+ 应收账款与票据	29,508	33,410	33,857	34,793	34,229
+ 库存	6,331	7,286	7,469	7,826	7,911
+ 其他流动资产	46,172	47,120	47,120	47,120	47,120
总计流动资产	143,566	152,987	163,442	187,560	222,952
+ 长期投资与应收	100,544	91,479	91,479	91,479	91,479
+ 总固定资产	114,599	119,128	129,047	139,264	149,788
- 累计折旧	70,884	73,448	80,203	87,151	94,298
+ 净固定资产	43,715	45,680	48,844	52,113	55,490
+ 其他长期资产	64,758	74,834	74,834	74,834	74,834
总计长期资产	209,017	211,993	215,157	218,426	221,803
总资产	352,583	364,980	378,599	405,986	444,755
+ 应付账款	62,611	68,960	68,992	72,939	76,495
+ 短期借款	15,807	20,879	20,879	20,879	20,879
+ 其他短期负债	66,890	86,553	86,553	86,553	86,553
总计流动负债	145,308	176,392	176,424	180,371	183,927
+ 长期借款	95,281	85,750	85,750	85,750	85,750
+ 其他长期负债	49,848	45,888	45,888	45,888	45,888
总长期负债	145,129	131,638	131,638	131,638	131,638
总负债	290,437	308,030	308,062	312,009	315,565
总股东权益	62,146	56,950	70,536	93,977	129,190

财务能力分析

	2023财年 实际	2024财年 实际	2025财年 预测	2026财年 预测	2027财年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	44.1%	46.2%	46.5%	46.0%	46.0%
EBITDA 利率 (%)	32.8%	34.4%	33.4%	32.9%	33.0%
净利率 (%)	25.3%	24.0%	26.6%	26.3%	26.4%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	-6.5%	-6.7%	-6.7%	-6.7%	-6.6%
研发费用/收入 (%)	-7.8%	-8.0%	-8.1%	-8.0%	-7.9%
实际税率 (%)	14.7%	24.1%	16.1%	16.1%	16.1%
股息支付率 (%)	15.5%	16.3%	14.2%	13.6%	12.9%
库存周转	9.6	11.8	12.3	11.8	11.4
应收账款天数	27.5	29.4	30.0	28.6	27.0
应付账款天数	108.0	114.2	115.0	109.5	108.3
财务状况					
总负债/总资产	82.4%	84.4%	81.4%	76.9%	71.0%
经营性现金流/收入	29.8%	31.5%	31.7%	31.4%	31.5%
ROE	156.1%	164.6%	154.3%	122.6%	95.4%
ROA	27.5%	25.7%	28.7%	28.4%	27.7%

现金流量表

	2023财年 实际	2024财年 实际	2025财年 预测	2026财年 预测	2027财年 预测
+ 净利润	96,995	93,736	108,833	115,221	123,299
+ 折旧、摊销	11,519	11,445	6,755	6,948	7,146
+ 其他非现金调整	0	0	0	0	0
+ 非现金资本变动	-4,213	1,492	-597	2,653	4,035
经营活动现金流量	104,301	106,673	114,992	124,823	134,481
+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 资本支出	-10,959	-9,447	-9,919	-10,217	-10,523
+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	0	0	0	0	0
投资活动现金	3,705	2,935	-9,919	-10,217	-10,523
+ 已付股利	-15,025	-15,234	-15,474	-15,673	-15,852
+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0
+ 长期借款增加	5,228	0	0	0	0
+ 长期借款减少	-11,151	-9,958	0	0	0
+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 股本减少	-77,550	-94,949	-93,050	-91,189	-89,365
+ 其他融资活动	-5,431	-5,441	0	0	0
融资所得现金	-108,488	-121,983	-108,524	-106,862	-105,217
现金净增减	5,760	-794	9,825	22,825	35,871
现金剩余	30,737	29,943	39,768	62,593	98,464

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。