

公司研究

FY2Q25 业绩略超预期，需持续关注关税进展

——苹果 (AAPL.O) FY2Q25 业绩跟踪

买入(维持)

当前价：213.32 美元

作者

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

分析师：黄铮

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

市场数据

总股本(亿股)	150.22
总市值(亿美元):	32,045.09
一年最低/最高(美元):	169.2-260.1
近 3 月换手率:	39.1

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.9	0.3	12.1
绝对	-4.4	-9.5	23.9

资料来源：Wind

相关研报

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 (2025-02-01)
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)

要点

事件：FY2Q25 苹果业绩略超预期。苹果于美东时间 5 月 1 日盘后发布 FY2Q25 (CY1Q25)业绩。当季营收 953.6 亿美元 (yoy+5.1%)，高于彭博一致预期 945.9 亿美元(yoy+4%)，主要受益于 iPhone/Mac、iPad 和服务业务营收表现超预期。当季毛利率达 47.1%(yoy+0.5pct, qoq+0.2pct)，受益于有利生产组合的推动；净利润 247.8 亿美元(yoy+4.8%)；基本 EPS 达 1.65 美元(yoy+8%)，超出一致预期 1.62 美元，创下 3 月份当季的历史最高。

苹果预计关税将于 FY3Q25 增加成本 9 亿美元，但难以预测后续，目前公司尚未计划对产品涨价。苹果表示公司将通过动态调整供应链+库存管理，缓解成本上涨压力：1)美国市场销售的 iPhone 主要产地将转向印度，iPad、Mac、Apple Watch 和 AirPods 等产品则将主要由越南生产；2)中国仍为非美市场产品的核心生产地；3)苹果今年将从美国采购 190 亿颗本土制造的芯片。我们认为，美国商务部针对半导体及下游产品的 S232 条款可能引发关税政策变动，同时苹果表示将继续针对关税进行谈判，短期苹果暂无通过产品涨价将关税压力传导至消费者的计划，长期关税影响仍需持续关注。

指引 FY3Q25 营收中低个位数同比增长、毛利率中枢环比下滑。展望 FY3Q25，苹果预计总收入同比将实现低至中等个位数增长；预计毛利率在 45.5%-46.5%之间，其中包括 9 亿美元关税相关成本的估计影响，税率将为 16%左右（不考虑少数股权投资按市值计价的任何潜在影响）；运营费用预计将位于 153-155 亿美元之间。

授权高达 1000 亿美元股票回购、提高股息，进一步加码资本回馈力度。公司宣布董事会批准新增 1000 亿美元股票回购授权，并上调股息 4%至每股 0.26 美元，延续连续 13 年的年度股息增长传统。数据显示：1) FY2Q25 通过股息与股票回购向股东返还 290 亿美元，其中 38 亿美元为股息支出，250 亿美元用于公开市场回购 1.08 亿股；2) FY2Q25 末，公司现金及有价证券储备达 1330 亿美元，债务规模增至 980 亿美元，净现金余额为 350 亿美元。

iPhone 营收超预期，全球出货 yoy+10%但中国出货持续下滑。FY2Q25 iPhone 收入 468.41 亿美元(yoy+1.9%)，高于市场预期的 458.4 亿美元(yoy-0.3%)。根据 IDC，1Q25 iPhone 全球出货 5790 万台，yoy+10%(vs 全球智能手机出货 yoy+1.5%)，对应 iPhone 全球智能手机出货市占率 19%，同比上升 1.5pct。iPhone 营收增长一方面受 2M25 发布的新品 iPhone16E 拉动，另一方面，Apple Intelligence 部分驱动其适用地区的换机周期。此外，对于市场此前担忧的因为产品创新相对不足以及 AI 功能受限而影响 iPhone 出货表现的中国地区，已经连续第七个季度销售出现下滑，根据 IDC，1Q25 iPhone 在中国出货量 980 万台，yoy-9.0%(vs 1Q25 中国智能手机出货 yoy+3.3%)。

iPad 营收同比增长 15%以上，MacBook 出货强劲。iPad: FY2Q25 实现收入 64.0 亿美元(yoy+15.2%)，超出市场预期的 62.0 亿美元，核心受益于 3M25 发布的搭载 M3 芯片的新款 iPad Air。**Mac:** FY2Q25 实现收入 79.5 亿美元(yoy+6.7%)，超出市场预期的 77.7 亿美元，受益于搭载 M4 芯片的新款 Macbook Air 以及新品 Mac Studio 发布，苹果表示美国 Mac 用户满意度为 95%且企业端增长显著，拉美最大数字银行 Nubank 也将 Macbook Air 作为标配办公设备。根据 Canalys，1Q25 MacBook 全球出货 654.6 万台，yoy+22.1% (1Q25 全球 PC 出货 yoy+9.4%)。

可穿戴营收延续同比下滑趋势。FY2Q25 可穿戴设备等业务实现营收 75.2 亿美元(yoy-5.0%)，低于市场预期的 80.5 亿美元，主要系上年同期发布 Apple Vision Pro 和 Watch Ultra2 且全球宏观经济承压。根据 Mark Gurman 报道，第二代 Vision Pro 最早将于 2025 年底推向市场，可穿戴业务营收短期内仍依靠耳机和手表贡献。

服务收入增长符合预期，连续 10 个季度营收创新高。FY2Q25 服务业务收入 266.5 亿美元(yoy+11.6%)，略低于市场预期的 267.2 亿美元，实现了连续第十个季度创新高，在全球多个国家和地区创下季度记录，包括英国、西班牙、芬兰、巴西、智利、土耳其、波兰、印度和菲律宾。FY2Q25 苹果服务活跃用户、付费账户和订阅均创历史新高，付费订阅总数超过 10 亿，实现双位数增长。我们认为活跃用户、付费账户和订阅量的增长，反映了苹果服务质量的持续提升和用户对苹果服务的强大粘性，这也意味着苹果软件业务相比硬件具有更强韧性，但基于全球宏观经济承压背景及关税政策的影响，我们认为苹果软件业务营收增速或面临放缓。

投资建议：我们认为，目前市场对苹果主要关注几方面：

1) 关税压力和传导机制：业绩会上库克表示苹果短期关税对成本压力或有限(FY3Q25 成本上涨 9 亿美元 vs 近 3 财年每季营业成本均 450+亿美元)、且暂无硬件涨价计划。但我们认为，正如我们 2025 年 4 月 26 日外发的《消费电子中长期仍面临较大不确定性，半导体看好自主可控+代工回流方向——关税对港股电子影响分析》中分析的，因关税政策存在变动可能，中长期关税仍面临较大不确定性。

我们认为，苹果的业务模式具有显著的“离岸制造-全球销售”特征，成为美国进口关税政策冲击的典型承载体。我们假设 3 种不同情境推演关税对苹果的营收及盈利冲击，此外，我们认为苹果仍有 3 种方式减少关税带来的影响：1) 加大印度等低关税地区排产，若印度的产量达到 7000-8000 万部，则对应 30+%iPhone 产能；2) 通过“取消 iPhone 的低配存储型号”，将需求导向更高利润的 iPhone 机型减轻关税冲击；3) 利用分期付款计划，以及更高的运营商补贴或以旧换新价值，减轻消费者对于 iPhone 涨价的直观感受。

2) AI 功能迭代延期与市场表现：目前，iOS 18.4 已支持法语、德语、意大利语等 9 种语言的基础 AI 能力(如写作工具、图像清理)，部分 AI 功能(如涉及“更个性化系列功能”的 Siri 人工智能语音助手)因需满足高质量标准延迟推出。FY2Q25 在已推出 Apple Intelligence 的市场，iPhone 16 系列的销量同比表现强于尚未推出 Apple Intelligence 的市场。苹果强调，公司正加速推进技术验证与合规适配，以确保全球用户同步获得完整体验。

3) 服务业务能否维持稳健：目前软件服务业务营收占比持续提升已成为苹果业绩增长的核心驱动，若硬件出货承压可能会对软件服务业务增速造成负面影响。

考虑到全球宏观经济逆风对苹果负面影响、关税对于硬件成本与公司业绩的压力、大中华地区的激烈竞争、以及 AI 功能落地滞后影响换机需求，谨慎原则下，我们下调公司 FY2025-2027GAAP 净利润至 1,015/986/968 亿美元(下调 6.6%/16.1%/23.2%)，考虑到苹果仍持续在产品创新、市场拓展以及服务优化等方面进行不断努力，且用户具备较强粘性，维持公司“买入”评级。

风险提示：关税政策变动风险、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	398,622	415,747	428,219
营业收入增长率(%)	(2.8)	2.0	1.9	4.3	3.0
GAAP 净利润(百万美元)	96,995	93,736	101,536	98,631	96,799
GAAP 净利润增长率(%)	(2.8)	(3.4)	8.3	(2.9)	(1.9)
GAAP EPS(美元)	6.16	6.11	6.82	6.83	6.92
市盈率	35	35	31	31	31

资料来源：彭博，光大证券研究所预测，股价时间为美东时间 2025-05-01 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”

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	398,622	415,747	428,219
硬件产品	316,199	298,085	291,984	298,224	300,120
服务业务	78,129	85,200	106,839	117,523	128,100
营业成本	(214,137)	(210,352)	(214,449)	(233,113)	(244,085)
毛利	169,148	180,683	184,173	182,634	184,134
营业开支	(54,847)	(57,467)	(62,584)	(65,272)	(68,943)
其它收入	3,368	269	4,000	4,000	4,000
其他支出	(3,933)	0	(5,000)	(4,500)	(4,500)
营业利润	113,736	123,485	120,589	116,861	114,691
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	120,589	116,861	114,691
所得税开支	(16,741)	(29,749)	(19,053)	(18,230)	(17,892)
净利润	96,995	93,736	101,536	98,631	96,799
少数股东权益	0	0	0	0	0
GAAP 净利润	96,995	93,736	101,536	98,631	96,799
息税折旧前利润	125,255	134,930	120,926	117,862	116,376
息税前利润	113,736	123,485	120,589	116,861	114,691
每股收益(美元)	6.16	6.11	6.82	6.83	6.92
每股股息(美元)	0.89	0.99	1.02	1.02	1.04

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	79,467	103,449	99,867
净利润	96,995	93,736	101,536	98,631	96,799
折旧与摊销	11,519	11,445	337	1,001	1,685
营运资本变动	(4,213)	1,492	(2,253)	1,591	(239)
其它	6,242	11,581	(20,154)	2,226	1,621
投资活动现金流	3,705	2,935	18,962	(19,425)	(18,494)
其它资产变化	(10,959)	(9,447)	(11,000)	(11,000)	(11,000)
自由现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	0	0	0	0	0
股本变动	14,664	12,382	29,962	(8,425)	(7,494)
净债务变化	104,732	114,032	67,639	76,631	73,324
派发红利	(108,488)	(121,983)	(40,674)	(67,784)	(65,408)
其它长期负债变化	0	0	(450)	(450)	(450)
净现金流	(8,981)	(4,459)	37,164	9,591	11,763

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	401,636	445,104	484,901
流动资产	143,566	152,987	208,942	233,986	256,973
现金及短期投资	29,965	29,943	87,697	103,937	119,901
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	31,890	35,338	38,540
存货	6,331	7,286	6,433	6,993	7,323
其它流动资产	46,172	47,120	47,694	52,489	55,981
非流动资产	209,017	211,993	192,694	211,118	227,928
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	137,754	147,231	155,514
总负债	290,437	308,030	321,368	344,436	365,228
流动负债	145,308	176,392	191,551	214,862	235,580
应付账款	62,611	68,960	64,335	69,934	73,225
短期借贷	15,807	20,879	60,243	70,934	83,247
其它流动负债	66,890	86,553	66,973	73,994	79,108
长期负债	145,129	131,638	129,817	129,574	129,647
长期债务	95,281	85,750	83,550	82,450	81,900
其它	49,848	45,888	46,267	47,124	47,747
股东权益合计	62,146	56,950	80,268	100,669	119,673
股东权益	62,146	56,950	80,268	100,669	119,673
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及股东权益总额	352,583	364,980	401,636	445,104	484,901

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