

苹果 (AAPL.US): 美国关税政策短期影响有限

我们略微调整 FY2025 和 FY2026 年盈利预测, 调整目标价至 236.3 美元, 潜在升幅 19%, 重申“买入”评级。

● **重申苹果的“买入”评级:** 从短期来看, 得益于全球产能布局, 苹果在今年上半年受到的美国关税影响比较有限。这既包括美国本土终端需求的波动, 也包括渠道等出货量的波动。公司预计在二季度 (FY3Q25), 美国关税政策将导致公司成本上涨约 9 亿美元, 影响比较有限。从中长期来看, 苹果持续扩大在美投资, 计划投入 5,000 亿美元, 包括对于台积电亚利桑那州工厂的芯片采购。苹果当前市盈率估值为 26x, 较年初最高点的 33x 有明显下降, 市场对于关税带来的风险已有充分预期。考虑到中国国补的推动以及端侧 AI 蓬勃发展的趋势, 我们对苹果的长期基本面保持乐观。

● **FY3Q25 财务指引相对平稳:** 苹果 FY2Q25 收入为 954 亿美元, 同比增长 5%, 环比下降 23%, 符合公司指引, 略低于市场一致预期, 是历史最高财报二季度收入, 受益于 iPhone 16e 的推动。毛利率为 47.1%, 同比增长 0.5 个百分点, 环比增长 0.2 个百分点, 处于指引中位数, 略低于市场一致预期, 主要受到产品组合和汇率的影响。公司指引 FY3Q25 收入同比增长中低单位数, 毛利率中位数 46%。其中, 苹果预期受到来自于美国关税影响的成本约为 9 亿美元。公司 FY2Q25 净利润为 248 亿美元, 同比增长 5%, 环比下降 32%, 符合市场一致预期。根据业绩、指引和展望, 我们略微调整 FY2025 和 FY2026 盈利预测。

● **美国关税政策影响:** 1) 在今年一季度 (FY2Q25), 苹果的终端零售需求和渠道库存受到关税的影响比较小。2) 对于二季度 (FY3Q25), 美国销售的大部分 iPhone 将会来自于印度, 而美国销售的几乎所有的 iPad、Mac、Apple Watch、Airpods 等将来自于越南。中国则是除美国之外其他地区产品销售的主要产能来源。3) 公司预期二季度 (FY3Q25) 受关税影响成本将增加约 9 亿美元。在 FY3Q25, 公司将依然受益于制造采购减少。

● **估值:** 我们采用 DCF 估值方法。我们假设苹果 FY2030-FY2034 的成长率为 7%, 永久增长率为 3%, WACC 为 7.9%, 调整苹果目标价至 236.3 美元, 潜在升幅 19%, 对应 FY2025 市盈率为 32.2x。

● **投资风险:** 全球关税政策影响终端需求和供应链; 全球或美国经济下行, 多个下游需求动能不足; AI 需求爆发持续性弱于预期; 行业竞争加剧, 拖累利润表现; 研发费用率增长较快; 芯片迭代速度和性能低于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (FY2023-FY2027E)

美元百万	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入净额	383,285	391,035	410,799	442,956	469,877
总收入同比增速	-3%	2%	5%	8%	6%
净利润	96,995	93,736	109,736	119,906	129,890
净利润同比增速	-3%	-3%	17%	9%	8%
目标 PE (x)	37.0	38.2	32.2	28.7	25.7

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师

ivy_ma@spdbi.com

(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2025 年 5 月 8 日

评级

买入

目标价 (美元)	236.3
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (美元)	198.5
52 周内股价区间 (美元)	169.2-260.1
总市值 (百万美元)	2,964,911
近 3 月日均成交额 (百万美元)	12,514.4

注: 截至 2025 年 5 月 6 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	383,285	391,035	410,799	442,956	469,877
营业成本	214,137	210,352	219,033	233,468	243,228
毛利	169,148	180,683	191,766	209,487	225,572
营业支出	(54,847)	(57,467)	(60,955)	(65,727)	(69,727)
销售、行政及一般费用	(24,932)	(26,097)	(28,571)	(30,809)	(32,683)
研发费用	(29,915)	(31,370)	(32,384)	(34,918)	(37,045)
重组及其他费用/收入	-	-	-	-	-
营业利润	114,301	123,216	130,811	143,760	155,844
营业外收支	(565)	269	(1,029)	(1,015)	(1,008)
利息收入/(支出)净额	-	-	-	-	-
其他收益/(支出)净额	(565)	269	(1,029)	(1,015)	(1,008)
税前利润	113,736	123,485	129,782	142,746	154,836
所得税	(16,741)	(29,749)	(20,046)	(22,839)	(24,946)
净利润(不含少数股东权益)	96,995	93,736	109,736	119,906	129,890
少数股东和可赎回少数股东损益	-	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	96,995	93,736	109,736	119,906	129,890
基本股数(百万)	15,204	15,172	14,941	14,544	14,144
摊流通股数(百万)	15,813	15,243	15,005	14,606	14,206
基本每股收益(美元)	6.38	6.18	7.34	8.24	9.18
稀释每股收益(美元)	6.13	6.15	7.31	8.21	9.14

资产负债表

美元百万	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	29,965	29,943	31,085	47,419	73,500
现金及其等价物	31,590	35,228	37,009	39,906	42,331
应收账款	29,508	33,410	35,099	34,062	32,518
存货	6,331	7,286	7,587	7,278	6,824
其他流动资产	46,172	47,120	49,502	53,377	56,621
流动资产合计	143,566	152,987	160,281	182,041	211,794
固定资产-物业、厂房及设备	43,715	45,680	44,159	42,346	40,096
无形资产	-	-	-	-	-
商誉	100,544	91,479	91,479	91,479	91,479
租赁权	-	-	-	-	-
其他非流动资产	64,758	74,834	74,834	74,834	74,834
资产总计	352,583	364,980	370,753	390,700	418,203
短期借款	15,807	20,879	21,934	23,651	25,089
应付账款	62,611	68,960	71,806	76,538	79,738
其他流动负债	66,890	86,553	86,553	86,553	86,553
流动负债合计	145,308	176,392	180,293	186,743	191,379
长期借款	95,281	85,750	85,750	85,750	85,750
其他非流动负债	49,848	45,888	48,207	51,981	55,140
负债合计	290,437	308,030	314,251	324,474	332,270
实收资本	73,812	83,276	83,276	83,276	83,276
资本公积	-	-	(94,949)	(189,898)	(284,847)
留存收益	(11,666)	(26,326)	68,176	172,848	287,504
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益合计	62,146	56,950	56,503	66,226	85,933
负债及股东权益和计	352,583	364,980	370,753	390,700	418,203

注：E=浦银国际预测，苹果财历年（FY, Fiscal Year）为上一年10月至当年9月

资料来源：公司公告，浦银国际

现金流量表

美元百万	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动产生的现金流量净额	110,543	118,254	119,656	133,555	143,287
净利润	96,995	93,736	109,736	119,906	129,890
折旧及摊销	11,519	11,445	11,445	11,445	11,445
其他营业活动现金流	310	(7,134)	-	-	-
营运资金变动	1,719	20,207	(1,525)	2,203	1,952
应收账款(增加)/减少	(1,324)	(3,902)	(1,689)	1,037	1,543
存货(增加)/减少	(1,385)	(955)	(301)	309	454
应付账款增加/(减少)	(1,504)	6,349	2,846	4,732	3,199
其他经营资金变动	5,932	18,715	(2,382)	(3,875)	(3,244)
利息收入(支出)	-	-	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	3,705	2,935	(11,705)	(12,528)	(11,620)
资本支出	(10,959)	(9,447)	(9,924)	(9,631)	(9,195)
投资	(29,513)	(48,656)	(1,781)	(2,897)	(2,425)
其他	44,177	61,038	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(108,488)	(121,983)	(106,808)	(104,692)	(105,586)
借款	-	-	1,055	1,717	1,437
发行股份	(77,550)	(94,949)	(94,949)	(94,949)	(94,949)
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(15,025)	(15,234)	(15,234)	(15,234)	(15,234)
其他	(15,913)	(11,800)	2,319	3,774	3,159
现金及现金等价物净流量	5,760	(794)	1,142	16,334	26,081
期初现金及现金等价物	24,977	30,737	29,943	31,085	47,419
期末现金及现金等价物	30,737	29,943	31,085	47,419	73,500

主要财务比率

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营运指标增速					
营业收入增速	(3%)	2%	5%	8%	6%
毛利润增速	(1%)	7%	6%	9%	8%
营业利润增速	(4%)	8%	6%	10%	8%
净利润增速	(3%)	(3%)	17%	9%	8%
盈利能力					
净资产收益率	156.1%	164.6%	194.2%	181.1%	151.2%
总资产报酬率	27.5%	25.7%	29.6%	30.7%	31.1%
投入资本回报率	56.3%	57.2%	67.4%	68.8%	66.4%
利润率					
毛利率	44.1%	46.2%	46.7%	47.3%	48.0%
营业利润率	29.8%	31.5%	31.8%	32.5%	33.2%
净利润率	25.3%	24.0%	26.7%	27.1%	27.6%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	27	29	30	28	26
存货周转天数	10	12	12	12	11
应付账款周转天数	108	114	117	116	117
净债务(净现金)	81,123	76,686	76,599	61,982	37,339
自由现金流	99,274	115,941	109,731	123,923	134,092

图表 2：苹果 FY2Q25 业绩详情

	CY1Q25	CY1Q24		CY4Q24	
美元百万	FY2Q25	FY2Q24	同比	FY1Q25	环比
营业收入	95,359	90,753	5%	124,300	(23%)
毛利润	44,867	42,271	6%	58,275	(23%)
营业利润	29,589	27,900	6%	42,832	(31%)
净利润	24,780	23,636	5%	36,330	(32%)
基本每股盈利 (美元)	1.65	1.53	8%	2.41	(31%)
利润率	FY2Q25	FY2Q24	同比 百分点	FY1Q25	环比 百分点
毛利率	47.1%	46.6%	0.5	46.9%	0.2
营业费用率	16.0%	15.8%	0.2	12.4%	3.6
营业利润率	31.0%	30.7%	0.3	34.5%	(3.4)
净利润率	26.0%	26.0%	(0.1)	29.2%	(3.2)

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3: 苹果新预测 vs 前预测

人民币百万	FY2025E			FY2026E			FY2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	410,799	421,561	(3%)	442,956	450,491	(2%)	469,877		
毛利润	191,766	195,585	(2%)	209,487	212,365	(1%)	225,572		
经营利润	130,811	133,528	(2%)	143,760	146,041	(2%)	155,844		
净利润	109,736	112,022	(2%)	119,906	122,494	(2%)	129,890		
基本每股收益 (美元)	7.34	7.37	(0%)	8.24	8.06	2%	9.18		
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	46.7%	46.4%	0.3	47.3%	47.1%	0.2	48.0%		
费用率	14.8%	14.7%	0.1	14.8%	14.7%	0.1	14.8%		
经营利润率	31.8%	31.7%	0.2	32.5%	32.4%	0.0	33.2%		
净利率	26.7%	26.6%	0.1	27.1%	27.2%	(0.1)	27.6%		

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

● 估值

图表 4: 苹果当前远期市盈率 26.2x, 历史均值 20.6x, 均值以上一倍标准差 27.6x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 苹果 (AAPL.US)

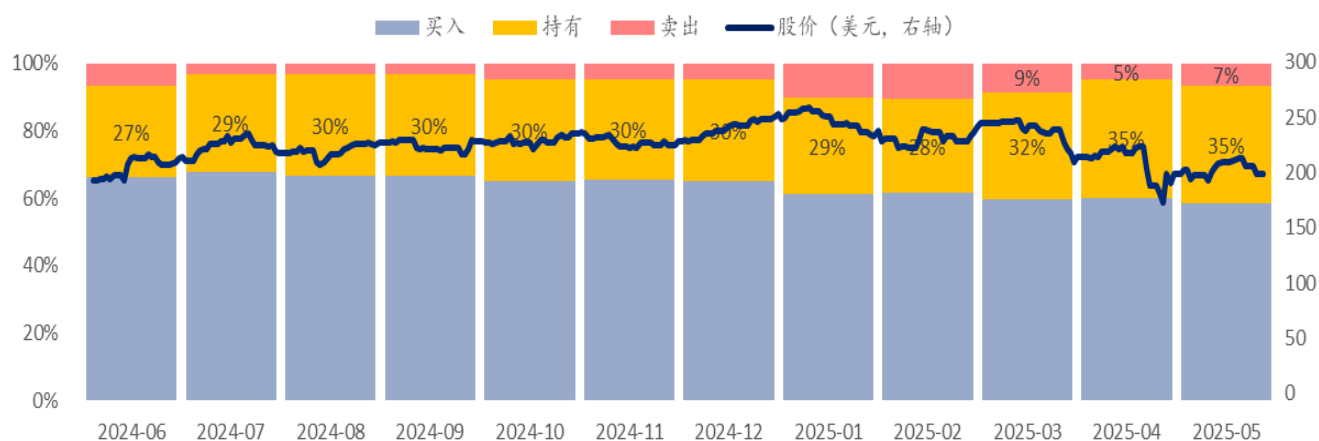


注: 截至 2025 年 5 月 6 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

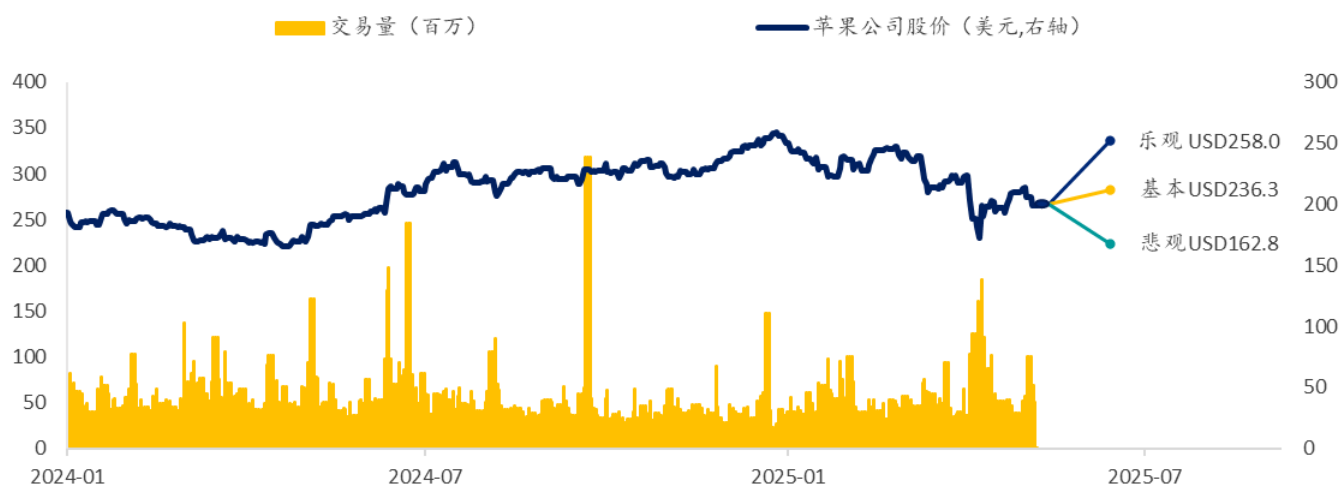
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：苹果（AAPL.US）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：苹果（AAPL.US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：258.0 美元（概率：20%）

- AI 手机拉动换机周期，出货量增长强劲；
- 苹果 AI 用户体验改善明显，ASP 提升显著；
- 全球关税政策对终端需求和供应链影响较弱，毛利率维持强劲。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：162.8 美元（概率：15%）

- 智能手机需求走弱，出货量不及预期；
- 苹果 AI 发布持续后延，用户体验改善不及预期，ASP 趋势疲软；
- 全球关税政策影响终端需求和供应链，毛利率承压。

资料来源：浦银国际预测

图表 8：SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810HKEquity	小米集团-W	50.1	买入	75.0	20/3/2025	手机品牌
688036CHEquity	传音控股	77.5	买入	114.2	27/2/2025	手机品牌
AAPLUSEquity	苹果	198.5	买入	236.3	8/5/2025	手机品牌
285HKEquity	比亚迪电子	33.7	买入	40.7	28/4/2025	结构件、组装
600745CHEquity	闻泰科技	34.6	买入	41.6	28/10/2024	ODM、功率半导体
002475CHEquity	立讯精密	31.5	买入	37.2	28/4/2025	结构件、组装
300433CHEquity	蓝思科技	21.2	买入	24.7	22/4/2025	结构件、组装
2018HKEquity	瑞声科技	36.8	买入	60.5	21/3/2025	声学、光学器件
2382HKEquity	舜宇光学科技	65.7	买入	88.9	27/3/2025	手机光学、车载光学
1478HKEquity	丘钛科技	6.7	买入	9.1	18/3/2025	手机光学
603501CHEquity	韦尔股份	131.8	买入	153.0	30/4/2025	手机 CIS、车载 CIS
NIOUSEquity	蔚来	3.9	买入	5.3	24/3/2025	新能源汽车
9866HKEquity	蔚来-SW	29.9	买入	41.1	24/3/2025	新能源汽车
XPEVUSEquity	小鹏汽车	19.7	买入	27.2	19/3/2025	新能源汽车
9868HKEquity	小鹏汽车-W	74.8	买入	106.2	19/3/2025	新能源汽车
LIUSEquity	理想汽车	25.7	买入	32.2	17/3/2025	新能源汽车
2015HKEquity	理想汽车-W	100.9	买入	132.0	17/3/2025	新能源汽车
9863HKEquity	零跑汽车	58.3	买入	52.4	11/3/2025	新能源汽车
TSLAUSEquity	特斯拉(TESLA)	275.4	持有	210.8	24/10/2024	新能源汽车
1211HKEquity	比亚迪股份	384.4	买入	458.8	28/4/2025	新能源汽车
002594CHEquity	比亚迪	359.2	买入	444.0	28/4/2025	新能源汽车
HSAIUSEquity	禾赛科技	17.3	买入	20.0	11/3/2025	激光雷达
2498HKEquity	速腾聚创	36.7	买入	45.6	1/4/2025	激光雷达
MBLYUSEquity	Mobileye	14.6	买入	16.2	1/11/2024	智驾芯片
981HKEquity	中芯国际	46.2	买入	55.6	13/2/2025	晶圆代工
688981CHEquity	中芯国际	90.5	买入	120.1	13/2/2025	晶圆代工
1347HKEquity	华虹半导体	35.2	买入	27.7	14/2/2025	晶圆代工
688347CHEquity	华虹公司	51.8	买入	55.2	14/2/2025	晶圆代工
2330TTEquity	台积电	928.0	买入	1,046.6	18/4/2025	晶圆代工
TSMUSEquity	台积电	172.3	买入	188.4	18/4/2025	晶圆代工
688396CHEquity	华润微	48.0	买入	52.9	30/4/2025	功率半导体
600460CHEquity	士兰微	25.2	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373CHEquity	扬杰科技	47.8	买入	55.7	1/4/2025	功率半导体
688187CHEquity	时代电气 A	46.8	买入	52.2	8/4/2025	功率半导体
3898HKEquity	时代电气 H	32.4	买入	33.4	8/4/2025	功率半导体
603290CHEquity	斯达半导	84.8	买入	112.4	30/10/2024	功率半导体
605111CHEquity	新洁能	31.6	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711CHEquity	宏微科技	16.0	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDAUSEquity	英伟达	113.5	买入	143.0	28/2/2025	AI 芯片
AMDUSEquity	超威半导体	98.6	买入	168.7	28/11/2024	AI 芯片
INTCUSEquity	英特尔	19.9	卖出	20.4	28/11/2024	AI 芯片
QCOMUSEquity	高通	139.9	买入	240.7	7/2/2025	AI 芯片
2454TTEquity	联发科	1,275.0	买入	1,820.8	10/2/2025	AI 芯片

注：A 股、港股截至 2025 年 5 月 7 日收盘价；美股截至 2025 年 5 月 6 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-28086469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-28086468

浦银国际证券有限公司

SPDBInternationalSecuritiesLimited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

