

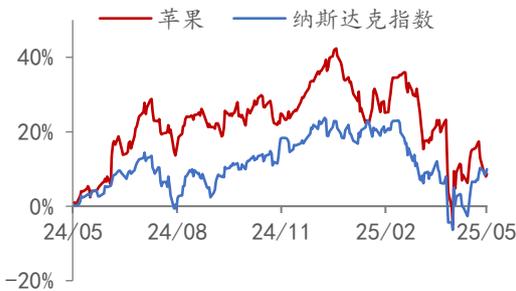
FY25Q2 业绩符合预期，通过供应链转移应对关税扰动

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-05-12

收盘价（美元）	198.53
近 12 个月最高/最低（美元）	258.8/172.4
总股本（百万股）	14,936
流通股本（百万股）	14,936
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿美元）	29,652
流通市值（亿美元）	29,652

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

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

主要观点：

● FY25Q2 业绩

公司发布 FY25Q2 业绩，1) 整体来看：收入录得 954 亿美元(yoy + 5.1%)，略高于彭博一致预期 0.82%；Operating profit 录得 296 亿美元(yoy+6.1%)，高于彭博一致预期 0.73%；GAAP 净利润录得 248 亿美元 (yoy+4.8%)，高于彭博一致预期 1.37%；

2) 分业务来看：①Service 收入 266 亿美元 (yoy+11.6%)，略低于彭博一致预期 0.28%；②Product 收入 687 亿美元 (yoy+2.7%)，高于彭博一致预期 1.29%。其中：iPhone 收入 468 亿美元 (yoy+1.9%)，高于彭博一致预期 1.97%；iPad 收入 64 亿美元 (yoy+15.2%)，高于彭博一致预期 4.64%；Mac 收入 79 亿美元 (yoy+6.7%)，高于彭博一致预期 2.54%；穿戴设备收入 75 亿美元 (yoy-4.9%)，低于彭博一致预期 6.56%；

● 大中华区收入增长持续下滑，国内版本 Apple intelligence 即将推出

1) FY25Q2 苹果在华销售额达 160 亿美元 (yoy-2.3%，上季度同比 -11.1%)，低于彭博一致预期 4.92%，在华收入已连续 7 个季度负增长。根据 IDC 数据，25Q1 苹果在中国的智能手机出货量录得 980 万台，同比下滑 9%；

2) 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，苹果 AI 有望在 iOS 18.6 系统中首次在中国大陆启用部分功能，背后由阿里和百度提供技术支持，建议关注 Apple intelligence 今年在国内的落地节奏和进展；

● 关税政策对成本端有负面影响，苹果预计将通过供应链转移进行规避

1) 在即将到来的 6 月季度，大多数销往美国的 iPhone 生产地将转移至印度，其他设备（包括 iPad、Mac、Apple Watch 和 AirPods）生产地将转移至越南。此外，库克还表示，苹果正在从美国采购玻璃和 Face ID 模块，同时从 12 个州购买 190 亿块芯片；

2) 预计关税将导致公司第三财季(4-6 月)将额外增加 9 亿美元(约合 65.4 亿元人民币)成本，库克并表示未来几个季度这一数字可能会更高；

● 公司指引

预计六月季度公司总收入将同比增长低至个位数至中位数；预计毛利率将在 45.5%至 46.5%之间（包括提到的 9 亿美元关税相关成本的预估影响）；预计运营支出将在 153 亿美元至 155 亿美元之间；净利润约为负 3 亿美元（未计入少数股权投资市价调整的潜在影响）；

● 投资建议

我们预计苹果 FY2025-FY2027 收入为 4104.6/4375.5/4651.6 亿美元（前值 4089.9/4548.2/4799.1 亿美元），同比+5.0%/+6.6%/+6.3%；Non-gaap 净利润为 1092.0/1150.0/1238.4 亿美元（前值 1107.8/1262.1/1334.9 亿美元），同比+5.0%/+5.3%/+7.7%。

● 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	410,459	437,545	465,159
收入同比 (%)	2.0%	5.0%	6.6%	6.3%
Non-gaap 净利润 (百万美元)	103,982	109,194	115,002	123,836
同比 (%)	7.2%	5.0%	5.3%	7.7%
Non-gaap Diluted EPS (美元)	6.75	7.28	7.87	8.65
同比 (%)	10.0%	7.9%	8.1%	9.9%
市盈率 (P/E)	33.73	31.27	28.92	26.32

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		单位:百万美元			
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
流动资产	152,987	157,129	160,176	161,434	
现金及现金等价物	29,943	42,701	43,206	40,243	
短期有价证券	35,228	19,336	17,336	15,336	
应收款项	33,410	36,459	38,113	40,230	
存货	7,286	7,979	8,336	8,757	
其他流动资产	47,120	50,654	53,185	56,867	
非流动资产	211,993	211,726	210,524	209,150	
长期有价证券	91,479	81,424	75,424	69,424	
固定资产	45,680	49,043	53,841	58,467	
商誉	5,889	5,889	5,889	5,889	
无形资产	623	623	623	623	
其他非流动资产	68,322	74,747	74,747	74,747	
资产总计	364,980	368,855	370,700	370,583	
流动负债	176,392	188,493	196,475	206,984	
应付款项	68,960	75,520	78,896	82,886	
短期递延收入	8,249	9,176	9,576	9,976	
商业票据	9,967	5,982	5,982	5,982	
短期借款	10,912	13,638	13,638	13,638	
其他流动负债	78,304	84,177	88,383	94,502	
非流动负债	131,638	124,454	124,454	124,454	
长期递延收入	372	372	372	372	
长期借款	85,750	78,566	78,566	78,566	
其他非流动负债	45,516	45,516	45,516	45,516	
负债合计	308,030	312,947	320,929	331,438	
普通股和实收资本	83,276	95,274	109,526	124,435	
留存收益	-19,154	-33,004	-53,392	-78,927	
累计其他综合收益	-7,172	-6,363	-6,363	-6,363	
权益合计	56,950	55,908	49,771	39,146	
负债股东权益	364,980	368,855	370,700	370,583	

主要财务比率

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
回报率				
净资产收益率	182.58%	195.31%	231.06%	316.35%
总资产收益率	28.49%	29.60%	31.02%	33.42%
增长率				
营业总收入增长率	2.02%	4.97%	6.60%	6.31%
净利润增长率	7.20%	5.01%	5.32%	7.68%
总资产增长率	3.52%	1.06%	0.50%	-0.03%
资产管理能力				
应收款项周转天数	31.2	32.4	31.8	31.6
应付款项周转天数	64.4	67.2	65.8	65.0
总资产周转率	107%	111%	118%	126%
偿债能力				
资产负债率	84.40%	84.84%	86.57%	89.44%
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8

利润表		单位:百万美元			
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
营业收入	391,035	410,459	437,545	465,159	
%yoy	2.0%	5.0%	6.6%	6.3%	
营业成本	210,352	218,606	233,720	247,532	
毛利	180,683	191,853	203,826	217,627	
研发开支	31,370	34,448	37,270	39,632	
销售及营销开支	26,097	27,542	29,249	30,172	
营业利润	123,216	129,863	137,307	147,824	
%yoy	7.8%	5.4%	5.7%	7.7%	
其他收入	269	-727	-400	-400	
除税前利润	123,485	129,136	136,907	147,424	
所得税	29,749	19,943	21,905	23,588	
GAAP 净利润	93,736	109,194	115,002	123,836	
%yoy	-3.4%	16.5%	5.3%	7.7%	
NonGAAP 净利润	103,982	109,194	115,002	123,836	
%yoy	7.2%	5.0%	5.3%	7.7%	
NonGAAP EPS	6.75	7.28	7.87	8.65	
%yoy	10.0%	7.9%	8.1%	9.9%	

现金流量表		单位:百万美元			
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
净利润	93,736	109,194	115,002	123,836	
折旧摊销	11,445	11,173	11,815	12,911	
股份基础的支出	11,688	12,525	13,152	13,809	
应收款项	-3,788	-3,057	-1,655	-2,117	
存货	-1,046	-852	-357	-422	
其他资产	-13,087	-10,083	-6,532	-7,682	
应付款项	6,020	6,790	3,375	3,990	
递延收入	0	200	400	400	
其他负债	15,552	6,749	4,207	6,118	
经营活动现金流	118,254	130,422	139,408	150,844	
购买固定资产和无形资产	-9,447	-11,609	-12,613	-13,537	
购买有价证券	13,690	23,355	8,000	8,000	
其他投资活动	-1,308	-635	0	0	
投资活动现金流	2,935	11,111	-4,613	-5,537	
发行普通股收益	0	550	1,100	1,100	
普通股回购	-94,949	-99,504	-113,504	-127,504	
股权激励税费	-5,441	-6,405	-6,400	-6,400	
发行票据收益	3,960	-3,968	0	0	
股息支付	-15,234	-15,361	-15,487	-15,467	
其他	-10,319	-4,086	0	0	
筹资活动现金流	-121,983	-128,774	-134,291	-148,271	
现金净增加值	-794	12,758	505	-2,963	
期末现金	29,943	42,702	43,206	40,243	

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方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。