

买入

2025 年 6 月 18 日

iPhone 以价换量维持生态用户，关税影响可控

- 财务摘要：** 本季度公司总收入为 954 亿美元，同比增长 5.1%，高于彭博一致预期的 946 亿美元，外汇带来 2.5% 的负面影响。产品收入为 687 亿美元，同比增长 2.7%；服务收入为 266 亿美元，同比增长 11.6%。毛利为 449 亿美元，毛利率为 47.1%，持平彭博一致预期的 47.1%；毛利率环比增长 20 个基点，同比增长 50 个基点。其中产品毛利率为 35.9%，服务毛利率为 75.7%。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。净利润为 248 亿美元，同比增长 4.8%，高于彭博一致预期的 245 亿美元。摊薄每股盈利为 1.65 美元，高于彭博一致预期的 1.63 美元，去年同期为 1.53 美元。公司预计 FY25Q3 的整体收入增速为低至中个位数。
- iPhone16e 推出，iPhone 二季度销量将好转：** 本季度苹果推出 iPhone16e，搭载 A18 处理器及苹果自研的基带 C1，起售价 599 美元/4499 人民币，对比前一代 SE3, 16e 的销量出现大幅提升。同时苹果在中国开展促销活动，4 月 iPhone 在中国的出货量达到 350 万，同比增长 52%。随着 618 等购物季的到来，我们预计 iPhone 的销量将由于促销叠加国补优惠，出现比较可观的反弹。
- 关税影响可控：** 苹果的核心产品 iPhone、Mac 与 iPad 都获得关税豁免，关税成本主要来自 AirPods 及 Apple Watch 等产品，预计基础关税会对苹果带来每年约 50 亿美元的额外成本。我们认为苹果的应对方法为略微涨价的同时承担部分成本，并将在美国本土生产部分产品，总体来看对等关税政策对公司 400 亿的硬件成本影响处于可控的范围。
- 目标价 230.00 美元，买入评级：** 我们采用 DCF 模型对公司进行估值。维持 WACC 为 8%。AI 服务业务推进慢于市场预期，但短期内用户购机需求依然以自然换机需求为主，且关税的影响可控。预测公司未来三年收入 CAGR 为 5.0%，对应 EPS CAGR 为 11.8%。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 17.56% 的上涨空间，上调至买入评级。

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	195.64 美元
目标价	230.00 美元 (+17.56%)
股票代码	AAPL
总股本	149.36 亿股
市值	29220 亿美元
52 周高/低	259.48 美元 / 168.99 美元
每股账面值	4.47 美元
主要股东	Vanguard Group 9.4% Blackrock Inc. 7.6% 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

FY2025Q2 业绩摘要

收入同比增长 5.1%，高于彭博一致预期

本季度公司总收入为 954 亿美元，同比增长 5.1%，高于彭博一致预期的 946 亿美元，外汇带来 2.5% 的负面影响。产品收入为 687 亿美元，同比增长 2.7%；服务收入为 266 亿美元，同比增长 11.6%。

毛利率为 47.1%

本季度公司的毛利为 449 亿美元，毛利率为 47.1%，持平彭博一致预期的 47.1%；毛利率环比增长 20 个基点，同比增长 50 个基点。其中产品毛利率为 35.9%，服务毛利率为 75.7%。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 4.8%，高于彭博一致预期

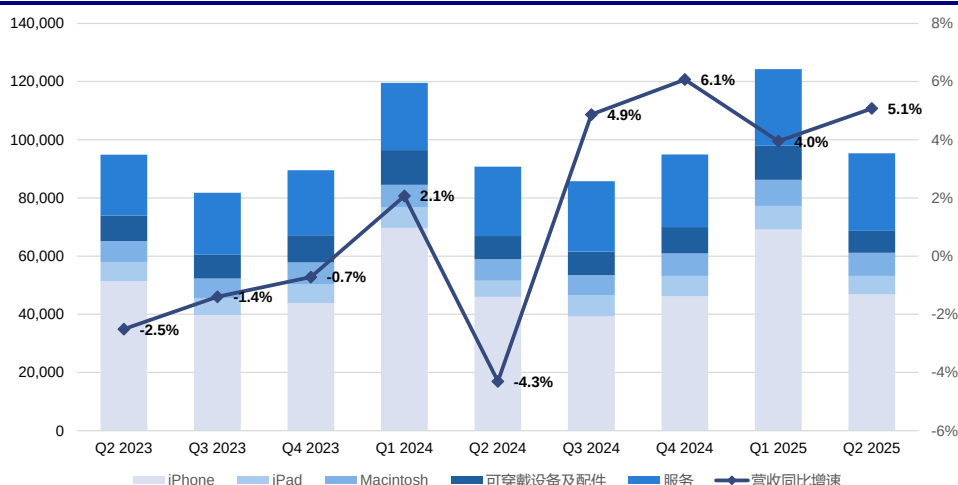
本季度公司的净利润为 248 亿美元，同比增长 4.8%，高于彭博一致预期的 245 亿美元。摊薄每股盈利为 1.65 美元，高于彭博一致预期的 1.63 美元，去年同期为 1.53 美元。

本季度公司的现金及可交易证券结余为 1330 亿美元，净现金为 350 亿美元。公司共向股东返还超过 290 亿美元，包括 250 亿美元的股票回购及 38 亿美元的股息。公司董事会批准了 1000 亿美元的回购计划，同时将季度股息增加 4% 至 0.26 美元。

公司预计下一季度的收入同比低至中个位数增长

公司预计 FY25Q3 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 45.5%-46.5% 之间，其中包括 9 亿美元的关税影响。经营支出为 153-155 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

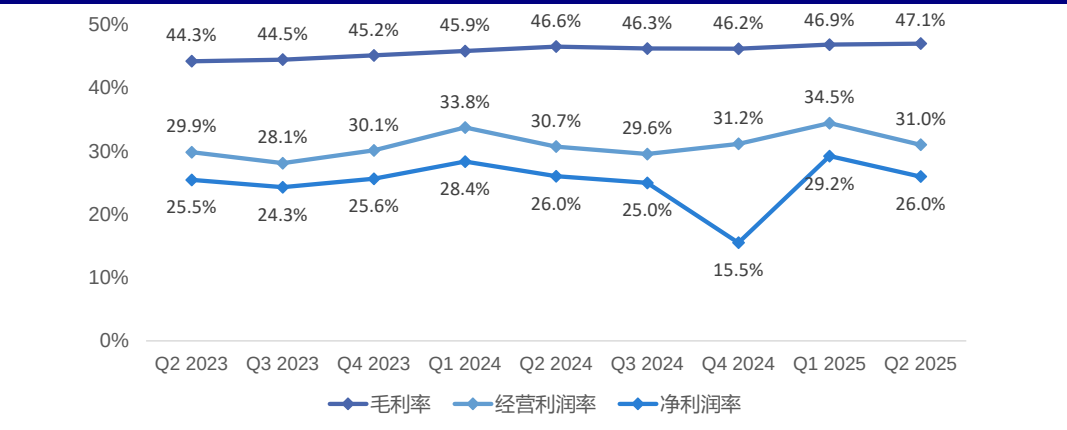
按产品划分，iPhone、Mac、iPad、服务、可穿戴设备及配件本季度的收入分别为 468、79、64、266、75 亿美元。iPhone 收入占比为 49.1%，去年同期为 50.6%。

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 403、160、245、73、73 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%。未来参考中国市场苹果市占率 15% 左右计算，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。

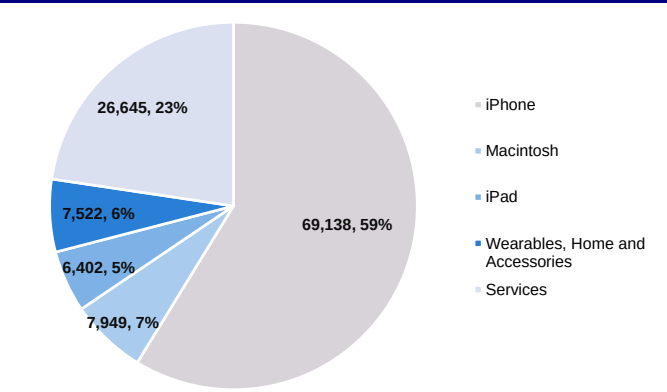
美国特朗普政府于 4 月 2 日宣布对部分国家征收“基础关税”与“对等关税”，苹果的核心产品 iPhone、Mac 与 iPad 都获得豁免，关税成本主要来自 AirPods 及 Apple Watch 等产品，预计基础关税会对苹果带来每年约 50 亿美元的额外成本。我们认为苹果的应对方法为略微涨价的同时承担部分成本，并将在美国本土生产部分产品，总体来看对等关税政策对公司 400 亿的硬件成本影响处于可控的范围。

图表 2：毛利润率、经营利润率及净利润率



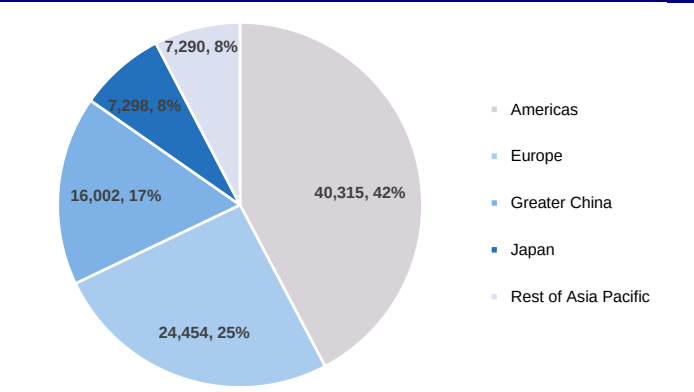
资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 3：FY2025Q2 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：FY2025Q2 按区域划分收入占比



资料来源：公司披露，第一上海整理

iPhone16 以价换量

iPhone 收入同比增长 2% 本季度 iPhone 业务收入为 468 亿美元，同比增长 2%。ASP 为 809 美元，同比下降 65 美元，主要反映了公司更多的促销行动。据 IDC 数据，2025Q1 全球手机出货量 3.05 亿台，同比增长 1.5%；其中 iPhone 为 5790 万台，同比增长 10.0%，出货量占比 19.0%。中国区手机出货量共 7160 万台，同比增长 3.3%；其中 iPhone 的出货量下跌至 980 万台，市场份额为 13.7%，市占率同比下滑 1.9ppts。

图表 5：2025Q1 全球智能手机销量

Company	1Q25 Shipments	1Q25 Market Share	1Q24 Shipments	1Q24 Market Share	1Q25/1Q24 Growth
1. Samsung	60.6	19.9%	60.2	20.1%	0.6%
2. Apple	57.9	19.0%	52.6	17.5%	10.0%
3. Xiaomi	41.8	13.7%	40.8	13.6%	2.5%
4. OPPO	23.5	7.7%	25.2	8.4%	-6.8%
5. vivo	22.7	7.4%	21.3	7.1%	6.3%
Others	98.4	32.3%	100.1	33.3%	-1.7%
Total	304.9	100.0%	300.3	100.0%	1.5%

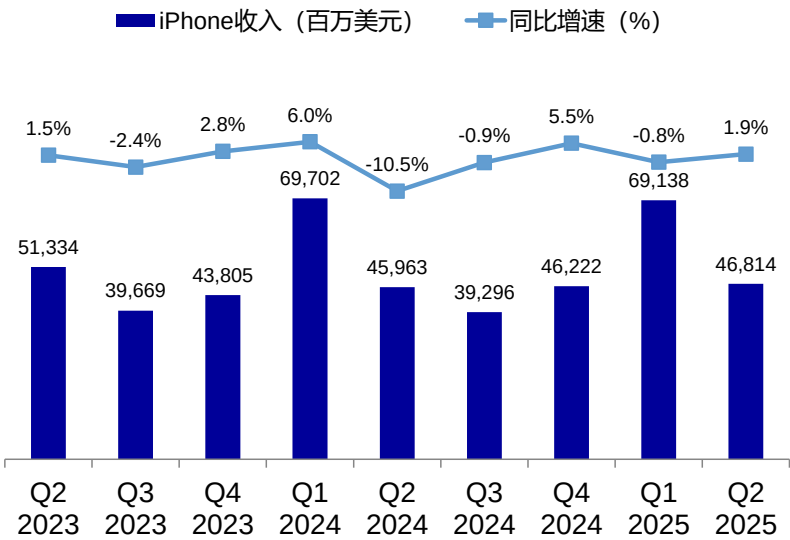
资料来源：IDC

iPhone16e 对比前代 SE3 更为成功 本季度苹果推出 iPhone16e，搭载 A18 处理器及苹果自研的基带 C1，起售价 599 美元/4499 人民币，对比前一代 SE3, 16e 的销量出现大幅提升。同时苹果在中国开展促销活动，4 月 iPhone 在中国的出货量达到 350 万，同比增长 52%。随着 618 等购物季的到来，我们预计 iPhone 的销量将由于促销叠加国补优惠，出现比较可观的反弹。

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，同时苹果的 AI 功能尚未完全实装，iPhone 销量未受 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

服务业务维持两位数增长，毛利率新高

服务收入同比增长 12%

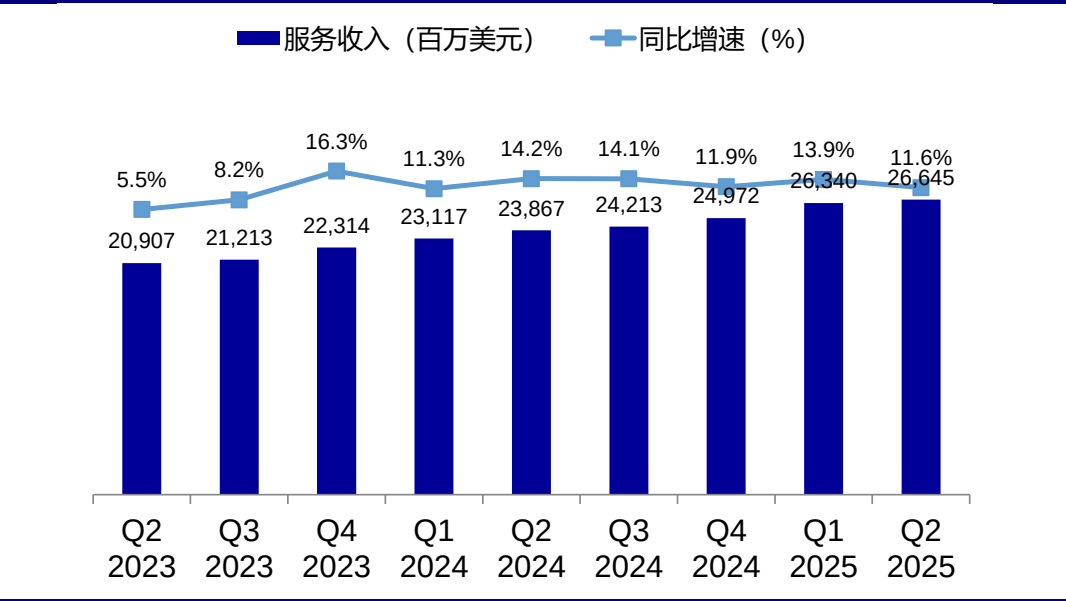
本季度，服务收入为 266 亿美元，同比增长 12%，收入占比为 28%。WWDC25 中苹果发布了基础模型框架并向所有 App 开放权限，指导开发者如何将系统级的 AI 模型植入 App 中。同时 Apple Intelligence 加入实时翻译和屏幕内容分析等功能。iOS 的 UI 将采用“液体玻璃”的设计元素，更加适合 MR 应用，未来苹果的系统版本号将以年份命名。

生态用户付费用户超 10 亿

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

可穿戴表现依旧疲软，Mac 及 iPad 销量回暖

可穿戴设备收入同比下降 5%

本季度，可穿戴设备及配件收入为 75 亿美元，同比下降 5%。可穿戴设备收入已经连续七个季度下滑，相关需求较为疲软。

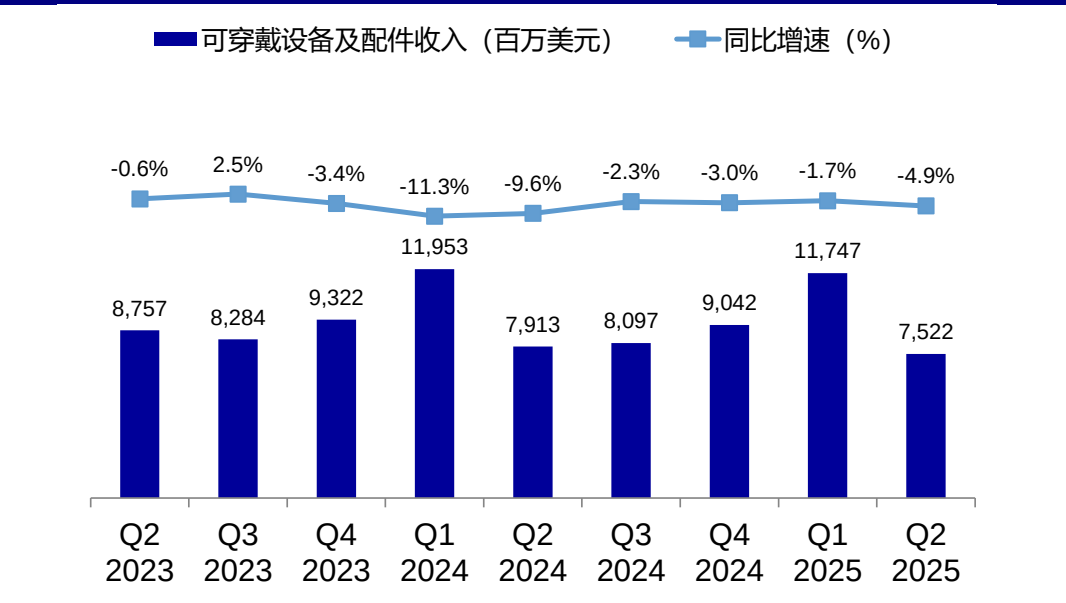
iPad 收入同比增长 15%

本季度，iPad 收入为 64 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 7%

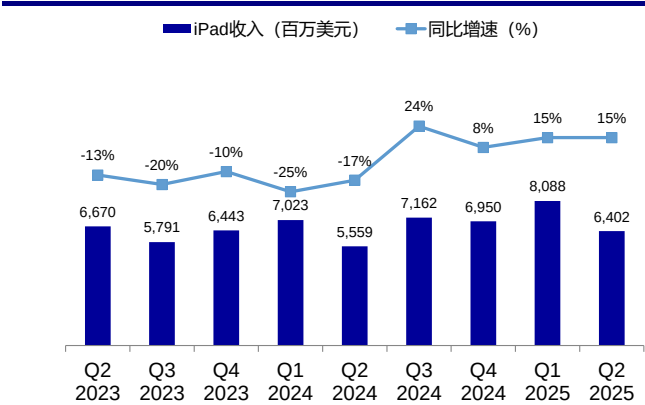
Mac 收入为 79 亿美元，同比增长 7%。本季度公司发布了搭载 M4 系列处理器的 Mac 产品线，由于统一内存的优势可以运行参数量较大的大模型，因此吸引了部分 AI 开发者的需求。其中 Mac Studio 的 M3 Ultra 芯片可选择 512GB 的统一内存，能够完全在内存中运行拥有超过 6000 亿个参数的大型语言模型。

图表 8：可穿戴设备收入及增速



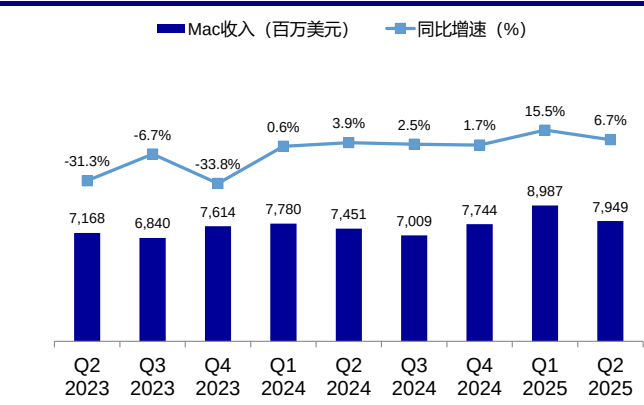
资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 9： iPad 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 10： Mac 收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

估值

目标价 230.00 美元，买入评级

我们采用 DCF 模型对公司进行估值。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，且关税的影响可控。未来公司需要依靠 AI 能力的提升来提升产品竞争力。预测公司未来三年收入 CAGR 为 5.0%，对应 EPS CAGR 为 11.8%。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 17.56% 的上涨空间，上调至买入评级。

图表 11： DCF 估值模型

	高速成长期					稳定成长期					永续期
折现年限	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	117,710	129,460	141,155	152,447	163,118	173,721	184,144	194,272	203,986	213,165	219,560
自由现金流增长率		10.0%	9.0%	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	117,710	119,870	121,017	121,017	119,897	118,232	116,042	113,356	110,207	106,636	2,196,694
永续期折现值											4,522,938
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	3,360,678										
减：净金融负债	-94,608										
股本价值	3,455,286										
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						财务能力分析					
单位: 百万美元,财务年度: 9月28日											
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年		2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
						盈利能力					
主营业务收入	383,285	391,035	407,867	428,157	452,767	毛利率 (%)	44.1%	46.2%	46.6%	46.6%	46.5%
- 主营业务收入成本	214,137	210,352	217,801	228,850	242,457	EBITDA 利率 (%)	32.8%	34.4%	33.4%	33.4%	33.5%
毛利	169,148	180,683	190,066	199,307	210,310	净利率(%)	25.3%	24.0%	26.6%	26.7%	26.8%
营业开支	54,847	57,467	60,772	63,153	65,651	营运表现					
销售总务及管理开支	24,932	26,097	27,327	28,472	29,656	销售及管理费用/收入(%)	-6.5%	-6.7%	-6.7%	-6.7%	-6.6%
研究和开发开支	29,915	31,370	33,445	34,681	35,995	研发费用/收入(%)	-7.8%	-8.0%	-8.2%	-8.1%	-8.0%
营业利润	114,301	123,216	129,294	136,154	144,659	实际税率 (%)	14.7%	24.1%	16.0%	16.1%	16.1%
- 利息支出	-565	269	0	0	0	股息支付率 (%)	15.5%	16.3%	14.2%	13.7%	13.1%
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0	库存周转	9.6	11.8	12.3	11.8	11.4
税前利润	113,736	123,485	129,294	136,154	144,659	应收账款天数	27.5	29.4	30.0	28.6	27.0
- 所得税支出	16,741	29,749	20,687	21,921	23,290	应付账款天数	108.0	114.2	115.0	111.5	112.5
非常项目前收入	96,995	93,736	108,607	114,233	121,369	财务状况					
净利润	96,995	93,736	108,607	114,233	121,369	总负债/总资产	82.4%	84.4%	81.4%	77.0%	71.6%
普通股股东所得净利润	96,995	93,736	108,607	114,233	121,369	经营性现金流/收入	29.8%	31.5%	31.7%	31.8%	32.0%
折旧与摊销	70,884	73,448	80,203	87,151	94,298	ROE	156.1%	164.6%	154.5%	123.1%	96.3%
EBITDA	125,820	134,661	136,049	143,102	151,806	ROA	27.5%	25.7%	28.8%	28.3%	27.4%
主营业务增长 (%)	-2.8%	2.0%	4.3%	5.0%	5.7%						
EBITDA 增长率 (%)	-3.8%	6.6%	1.0%	4.9%	5.7%						
资产负债表						现金流量表					
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年		2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	29,965	29,943	39,129	61,727	97,665	+ 净利润	96,995	93,736	108,607	114,233	121,369
+ 短期投资	31,590	35,228	35,228	35,228	35,228	+ 折旧、摊销	11,519	11,445	6,755	6,948	7,146
+ 应收账款与票据	29,508	33,410	33,637	33,461	33,524	+ 其他非现金调整	0	0	0	0	0
+ 库存	6,331	7,286	7,393	7,404	7,742	+ 非现金资本变动	-4,213	1,492	-1,009	3,414	6,032
+ 其他流动资产	46,172	47,120	47,120	47,120	47,120	经营活动现金流量	104,301	106,673	114,353	124,596	134,547
总计流动资产	143,566	152,987	162,507	184,940	221,278	+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 长期投资与应收	100,544	91,479	91,479	91,479	91,479	+ 资本支出	-10,959	-9,447	-9,919	-10,217	-10,523
+ 总固定资产	114,599	119,128	129,047	139,264	149,788	+ 投资增加	0	0	0	0	0
- 累计折旧	70,884	73,448	80,203	87,151	94,298	+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	43,715	45,680	48,844	52,113	55,490	+ 其他投资活动	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	64,758	74,834	74,834	74,834	74,834	投资活动现金	3,705	2,935	-9,919	-10,217	-10,523
总计长期资产	209,017	211,993	215,157	218,426	221,803	+ 已付股利	-15,025	-15,234	-15,474	-15,673	-15,852
总资产	352,583	364,980	377,664	403,366	443,081	+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0
+ 应付账款	62,611	68,960	68,284	71,534	77,966	+ 长期借款增加	5,228	0	0	0	0
+ 短期借款	15,807	20,879	20,879	20,879	20,879	+ 长期借款减少	-11,151	-9,958	0	0	0
+ 其他短期负债	66,890	86,553	86,553	86,553	86,553	+ 股本增加	0	0	0	0	0
总计流动负债	145,308	176,392	175,716	178,966	185,398	+ 股本减少	-77,550	-94,949	-93,050	-91,189	-89,365
+ 长期借款	95,281	85,750	85,750	85,750	85,750	+ 其他融资活动	-5,431	-5,441	0	0	0
+ 其他长期负债	49,848	45,888	45,888	45,888	45,888	融资所得现金	-108,488	-121,983	-108,524	-106,862	-105,217
总长期负债	145,129	131,638	131,638	131,638	131,638	现金净增减	5,760	-794	9,186	22,598	35,937
总负债	290,437	308,030	307,354	310,604	317,036	现金剩余	30,737	29,943	39,129	61,727	97,665
总股东权益	62,146	56,950	70,310	92,762	126,045						

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。