

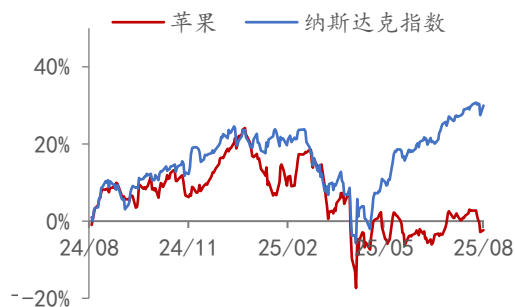
FY25Q3：受益于国补政策，在华业务增速转正

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-08-07

收盘价（美元）	213.25
近 12 个月最高/最低（美元）	258.5/172.2
总股本（百万股）	14,840
流通股本（百万股）	14,840
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿美元）	31,647
流通市值（亿美元）	31,647

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

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

相关报告

1. 苹果 FY25Q2：业绩符合预期，通过供应链转移应对关税扰动
2025-05-12

2. 苹果 FY25Q1：iPhone 低于预期，关注 Apple intelligence 落地节奏
2025-02-09

主要观点：

● FY25Q3 业绩

公司发布 FY25Q3 业绩，1) 整体来看：收入录得 940 亿美元(yoy + 9.6%)，略高于彭博一致预期 5.30%；Operating profit 录得 282 亿美元(yoy+11.2%)，高于彭博一致预期 9.26%；GAAP 净利润录得 234 亿美元(yoy+9.3%)，高于彭博一致预期 9.31%；

2) 分业务来看：①Service 收入 274 亿美元(yoy+13.3%)，高于彭博一致预期 2.14%；②Product 收入 666 亿美元(yoy+8.2%)，高于彭博一致预期 6.83%。其中：iPhone 收入 446 亿美元(yoy+13.5%)，高于彭博一致预期 11.29%；iPad 收入 66 亿美元(yoy-8.1%)，低于彭博一致预期 7.0%；Mac 收入 80 亿美元(yoy+14.8%)，高于彭博一致预期 10.28%；穿戴设备收入 74 亿美元(yoy-8.6%)，低于彭博一致预期 4.89%。

● 大中华区收入增长两年来首次转正，iPhone16 系列销量双位数增长

1) FY25Q3 苹果在华销售额达 154 亿美元(yoy+4.35%，此前两季度增速分别为-11.1%/-2.3%)，高于彭博一致预期 1.19%，实现两年以来的首次正增长。我们判断两方面原因，一是国补政策推动+618 促销下带来的销量加速增长，二是关税影响下带来的消费前置。本季度 iPhone16 系列实现双位数增长，高于去年同季度 iPhone15 系列销量表现，iPhone 大中华区安装量也创下历史新高；

2) 关税刺激消费前置，但拉动并不明显，贡献约 1%总体收入增长，在美国市场尤为明显，主要集中在 iPhone 和 Mac；

3) 除在华收入加速增长外，其他主要地区及新兴地区都呈现加速增长趋势，美国/欧洲/日本/亚太地区本季度实现同比+9.3%/+9.7%/+13.4%/+20.1%（上季度同比分别为+8.2%/+1.4%/+16.5%/+8.4%）。

● Mac 受 M4 新品驱动增长明显，iPad 表现低迷

1) Mac 本季度收入同比+15%，主要受搭载 M4 芯片的新品驱动，创下了 Mac 6 月季度升级用户纪录，尤其在新兴市场表现出色，收入实现两位数增长，升级用户和 Mac 新用户也都实现了两位数增长；

2) iPad 受基数影响(去年发布新机)，表现低迷，本季度收入同比-8.1%；

3) 服务业务收入 274 亿美元(yoy+13%)，创下历史新高，Apple TV+ 观看量实现两位数增长，Apple Store 收入同比创下 6 月季度记录，实现两位数增长。

● 后续关注新品+Apple intelligence+谷歌反垄断案进展

1) 9 月份苹果将推出 iPhone17 系列，最大变化为推出 Air 新机型替代此前的 Plus 机型，建议关注 iPhone17 系列和其他穿戴设备上新情况；

2) 苹果在端侧 AI 进展方面较为缓慢，此前也宣布推迟 AI siri 发布时间，建议关注此次新品上市的同时，重点关注 Apple intelligence 功能更新情况；

3) 建议重点关注谷歌搜索反垄断案的进展, 补救措施有可能改变苹果和谷歌之间的合作模式, 或将对苹果服务业务收入及整体利润带来明显影响。

● 投资建议

我们预计苹果 FY2025-FY2027 收入为 4165/4381/4643 亿美元 (前值 4105/4376/4652 亿美元), 同比+6.5%/+5.2%/+6.0%; Non-gaap 净利润为 1111/1157/1254 亿美元 (前值 1092.0/1150.0/1238.4 亿美元), 同比+6.9%/+4.1%/+8.4%, 维持“增持”评级。

● 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	416,501	438,119	464,280
收入同比 (%)	2.0%	6.5%	5.2%	6.0%
Non-gaap 净利润 (百万美元)	103,982	111,137	115,665	125,400
同比 (%)	7.2%	6.9%	4.1%	8.4%
Non-gaap Diluted EPS (美元)	6.75	7.41	7.92	8.77
同比 (%)	10.0%	9.8%	6.9%	10.6%
市盈率 (P/E)	30.13	27.44	25.66	23.20

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					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	152,987	172,930	185,137	199,398	营业收入	391,035	416,501	438,119	464,280
现金及现金等价物	29,943	59,843	68,904	76,412	%yoy	2.0%	6.5%	5.2%	6.0%
短期有价证券	35,228	18,603	16,603	14,603	营业成本	210,352	222,257	233,316	244,890
应收款项	33,410	36,182	37,738	40,863	毛利	180,683	194,244	204,803	219,389
存货	7,286	7,910	8,152	8,792	研发开支	31,370	34,525	37,384	39,583
其他流动资产	47,120	50,392	53,740	58,728	销售及营销开支	26,097	27,338	29,323	30,121
非流动资产	211,993	209,160	208,419	207,539	营业利润	123,216	132,381	138,096	149,685
长期有价证券	91,479	76,114	70,114	64,114	%yoy	7.8%	7.4%	4.3%	8.4%
固定资产	45,680	50,164	55,423	60,543	其他收入	269	-798	-400	-400
商誉	5,889	5,889	5,889	5,889	除税前利润	123,485	131,583	137,696	149,285
无形资产	623	623	623	623	所得税	29,749	20,446	22,031	23,886
其他非流动资产	68,322	76,370	76,370	76,370	GAAP 净利润	93,736	111,137	115,665	125,400
资产总计	364,980	382,089	393,556	406,937	%yoy	-3.4%	18.6%	4.1%	8.4%
流动负债	176,392	186,952	195,208	209,958	NonGAAP 净利润	103,982	111,137	115,665	125,400
应付款项	68,960	74,864	77,156	83,217	%yoy	7.2%	6.9%	4.1%	8.4%
短期递延收入	8,249	9,079	9,479	9,879	NonGAAP EPS	6.75	7.41	7.92	8.77
商业票据	9,967	9,923	9,923	9,923	%yoy	10.0%	9.8%	6.9%	10.6%
短期借款	10,912	9,345	9,345	9,345					
其他流动负债	78,304	83,741	89,305	97,594					
非流动负债	131,638	128,318	128,318	128,318					
长期递延收入	372	372	372	372					
长期借款	85,750	82,430	82,430	82,430					
其他非流动负债	45,516	45,516	45,516	45,516					
负债合计	308,030	315,270	323,526	338,276					
普通股和实收资本	83,276	93,357	107,772	122,853					
留存收益	-19,154	-20,168	-31,373	-47,823					
累计其他综合收益	-7,172	-6,369	-6,369	-6,369					
权益合计	56,950	66,820	70,030	68,661					
负债股东权益	364,980	382,089	393,556	406,937					

现金流量表				
单位:百万美元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
净利润	93,736	111,137	115,665	125,400
折旧摊销	11,445	11,500	12,620	13,872
股份基础的支出	11,688	12,681	13,315	13,981
应收款项	-3,788	-2,940	-1,556	-3,125
存货	-1,046	-762	-242	-640
其他资产	-13,087	-10,316	-7,348	-8,988
应付款项	6,020	6,011	2,292	6,061
递延收入	0	100	400	400
其他负债	15,552	6,081	5,564	8,289
经营活动现金流	118,254	131,743	140,710	155,249
购买固定资产和无形资产	-9,447	-13,057	-13,880	-14,992
购买有价证券	13,690	30,230	8,000	8,000
其他投资活动	-1,308	-975	0	0
投资活动现金流	2,935	16,198	-5,880	-6,992
发行普通股收益	0	550	1,100	1,100
普通股回购	-94,949	-95,579	-105,000	-120,000
股权激励税费	-5,441	-6,019	-6,400	-6,400
发行票据收益	3,960	-3,968	0	0
股息支付	-15,234	-15,413	-15,470	-15,449
其他	-10,319	2,388	0	0
筹资活动现金流	-121,983	-118,041	-125,770	-140,749
现金净增加值	-794	29,900	9,061	7,508
期末现金	29,943	59,844	68,904	76,412

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%	166.32%	165.17%	182.64%
总资产收益率	28.49%	29.09%	29.39%	30.82%
增长率				
营业总收入增长率	2.02%	6.51%	5.19%	5.97%
净利润增长率	7.20%	6.88%	4.07%	8.42%
总资产增长率	3.52%	4.69%	3.00%	3.40%
资产管理能力				
应收款项周转天数	31.2	31.7	31.4	32.1
应付款项周转天数	64.4	65.6	64.3	65.4
总资产周转率	107%	109%	111%	114%
偿债能力				
资产负债率	84.40%	82.51%	82.21%	83.13%
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9

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

分析师：赵亮，赵亮，悉尼大学金融学硕士，主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域，2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号：S0010525070001

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。