

持有

2025 年 8 月 7 日

iPhone 及服务收入均超预期，关税影响可控

- 财务摘要：** 本季度公司总收入为 940.4 亿美元，同比增长 9.6%，高于彭博一致预期的 893 亿美元，外汇几乎没有产生影响。产品收入为 666.1 亿美元，同比增长 8.2%；服务收入为 274.2 亿美元，同比增长 13.3%。毛利为 437.2 亿美元，毛利率为 46.5%，高于彭博一致预期的 46%；毛利率环比下降 60 个基点，同比增长 20 个基点。其中产品毛利率为 34.5%，服务毛利率为 75.6%。毛利率的下降主要由于本季度 8 亿美元的关税成本导致。净利润为 234.3 亿美元，同比增长 9.3%，高于彭博一致预期的 214 亿美元。摊薄每股盈利为 1.57 美元，高于彭博一致预期的 1.43 美元。公司预计 FY25Q4 的整体收入增速为中至高个位数。
- iPhone16e 带动销量及 ASP 增长：** iPhone16e 搭载 A18 处理器及苹果自研的基带 C1，起售价 599 美元，它取代了价格较低的 iPhone SE (499 美元)，贡献了本季度 iPhone ASP 的主要增长。同时 iPhone 16e 吸引了原本可能会选择打折的旧款 iPhone 14 和 iPhone 15 的消费者。
- 关税影响可控：** 苹果在美国投资 6000 亿美金以获得关税豁免，硬件产品的成本增加将主要来自生产成本的上升，类似三星的 CIS 及康宁的玻璃，成本增加可控。目前，苹果已经宣布向稀土公司 MP 材料投资 5 亿美元，投资 25 亿美元并与康宁公司合作在肯塔基州生产 iPhone 和 Apple Watch 的玻璃盖板；同时将在底特律开设 Apple 制造学院以培训和支持供应商及未来四年内招聘 20000 名美国本土员工。
- 目标价 240.00 美元，持有评级：** 我们采用 DCF 模型对公司进行估值，预计公司永续增长率为 3%，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销量超预期，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。我们预测公司未来三年收入 CAGR 为 5.7%，对应 EPS CAGR 为 12.8%。将公司目标股价上调至 240.00 美元，较当前股价有 12.54% 的上涨空间，持有评级。

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	213.25 美元
目标价	240.00 美元 (+12.54%)
股票代码	AAPL
总股本	148.40 亿股
市值	31629 亿美元
52 周高/低	259.48 美元 / 168.99 美元
每股账面值	4.44 美元
主要股东	Vanguard Group 9.5% 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)	383,285	391,035	414,863	438,848	461,318
变动	-2.80%	2.02%	6.09%	5.78%	5.12%
净利润	96,995	93,736	111,257	117,822	124,435
摊薄每股盈利 (美元)	6.2	6.1	7.4	8.1	8.8
变动	0.10%	-0.84%	21.59%	8.95%	8.21%
基于240美元的市盈率 (估)	39.0	39.3	32.3	29.7	27.4
每股派息 (美元)	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
股息现价比	0.45%	0.46%	0.48%	0.50%	0.52%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

FY2025Q3 业绩摘要

收入同比增长 9.6%，高于彭博一致预期

本季度公司总收入为 940.4 亿美元，同比增长 9.6%，高于彭博一致预期的 893 亿美元，外汇几乎没有产生影响。产品收入为 666.1 亿美元，同比增长 8.2%；服务收入为 274.2 亿美元，同比增长 13.3%。管理层估计关税带来的需求前移贡献了约 1 个百分点的增长。

毛利率为 46.5%

本季度公司的毛利为 437.2 亿美元，毛利率为 46.5%，高于彭博一致预期的 46%；毛利率环比下降 60 个基点，同比增长 20 个基点。其中产品毛利率为 34.5%，服务毛利率为 75.6%。毛利率的下降主要由于本季度 8 亿美元的关税成本导致。

净利润同比增长 9.3%，高于彭博一致预期

本季度公司的净利润为 234.3 亿美元，同比增长 9.3%，高于彭博一致预期的 214 亿美元。摊薄每股盈利为 1.57 美元，高于彭博一致预期的 1.43 美元，去年同期为 1.40 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 310 亿美元。公司共向股东返还超过 270 亿美元，包括 210 亿美元的股票回购及 39 亿美元的股息。

公司预计下一季度收入同比中至高个位数增长

公司预计 FY25Q4 的整体收入增速为中至高个位数，其中服务增速与本季度相似。公司下季度的毛利率将在 46%-47%之间，其中包括 11 亿美元的关税成本。经营支出为 156-158 亿美元，税率约为 16%。预计将大幅增加 AI 相关的资本开支。

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

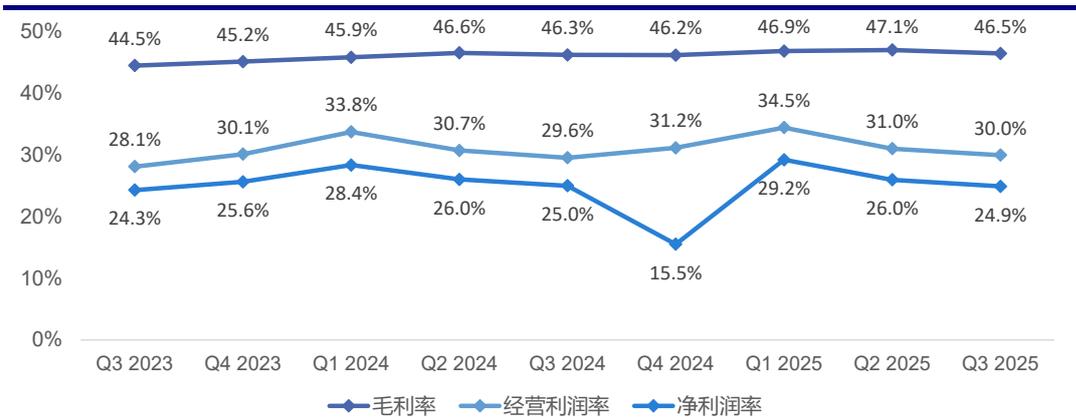
按产品划分，iPhone、Mac、iPad、服务、可穿戴设备及配件本季度的收入分别为 446、80、66、274、74 亿美元。iPhone 收入占比为 47.4%，去年同期为 45.8%。

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 412、154、240、58、77 亿美元，大中华区业务在连续下降 7 个季度后首现增长。

亚太其他地区增量将主要来自印度：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。

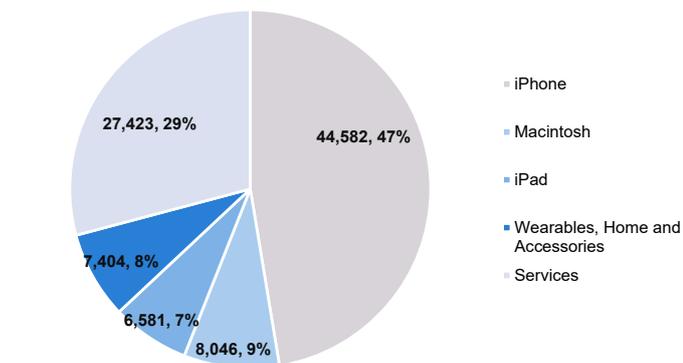
美国特朗普政府于 4 月 2 日宣布对部分国家征收“基础关税”与“对等关税”，苹果的核心产品 iPhone、Mac 与 iPad 大都获得部分豁免，关税成本主要来自 AirPods 及 Apple Watch 等印度、越南制造产品。随着苹果在美国投资 6000 亿美金以获得关税豁免，硬件产品的成本增加将主要来自生产成本的上升，类似三星的 CIS 及康宁的玻璃，成本增加可控。目前，苹果已经宣布向稀土公司 MP 材料投资 5 亿美元，投资 25 亿美元并与康宁公司合作在肯塔基州生产 iPhone 和 Apple Watch 的玻璃盖板；同时将在底特律开设 Apple 制造学院以培训和支持供应商及未来四年内招聘 20000 名美国本土员工。

图表 2：毛利润率、经营利润率及净利润率趋势



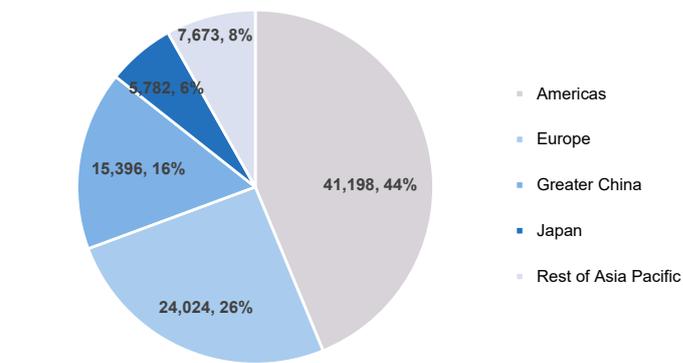
资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 3：本季度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：本季度按区域划分收入占比



资料来源：公司披露，第一上海整理

iPhone16 销售大超预期

iPhone 收入同比增长 14%

本季度 iPhone 业务收入为 446 亿美元，同比增长 14%。ASP 为 961 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，2025Q2 全球手机出货量 2.95 亿台，同比增长 1%；其中 iPhone 为 4640 万台，同比增长 1.5%，出货量占比 15.7%。中国区手机出货量共 6900 万台，同比下降 4%；其中 iPhone 的出货量下跌至 960 万台，市场份额为 13.9%，市占率同比增长 0.4ppts。

图表 5: 2025Q2 全球智能手机销量

Company	2Q25 Shipments	2Q25 Market Share	2Q24 Shipments	2Q24 Market Share	Year-Over-Year Change
1. Samsung	58.0	19.7%	53.8	18.4%	7.9%
2. Apple	46.4	15.7%	45.7	15.6%	1.5%
3. Xiaomi	42.5	14.4%	42.3	14.5%	0.6%
4. vivo	27.1	9.2%	25.9	8.8%	4.8%
5. Transsion	25.1	8.5%	25.5	8.7%	-1.7%
Others	96.1	32.6%	99.1	33.9%	-3.1%
Total	295.2	100.0%	292.2	100.0%	1.0%

资料来源: IDC

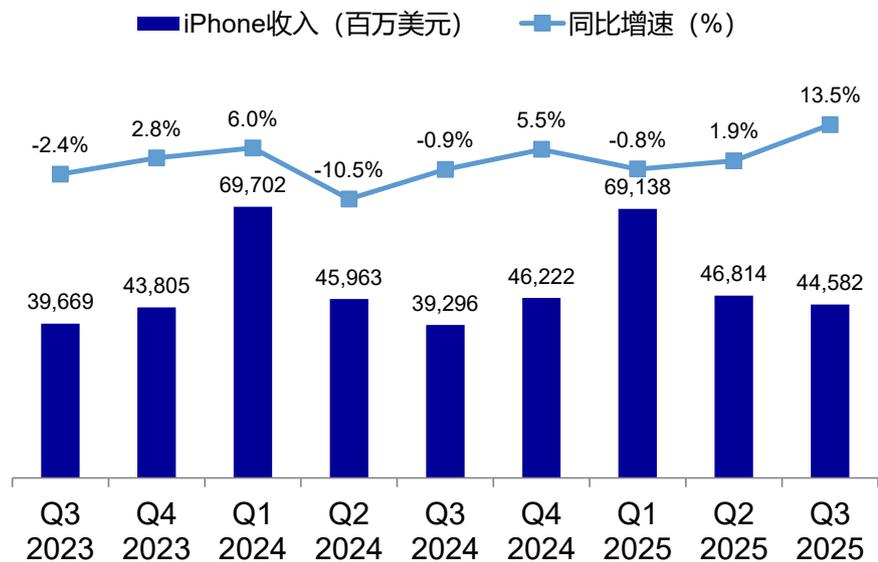
iPhone16e 对比前代 SE3 更为成功, 拉高平均销售价格

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, 它取代了价格较低的 iPhone SE (499 美元), 贡献了本季度 iPhone ASP 的主要增长。同时 iPhone 16e 吸引了原本可能会选择打折的旧款 iPhone 14 和 iPhone 15 的消费者。

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

服务业务增长加速，《F1》电影获成功

服务收入同比增长 13%

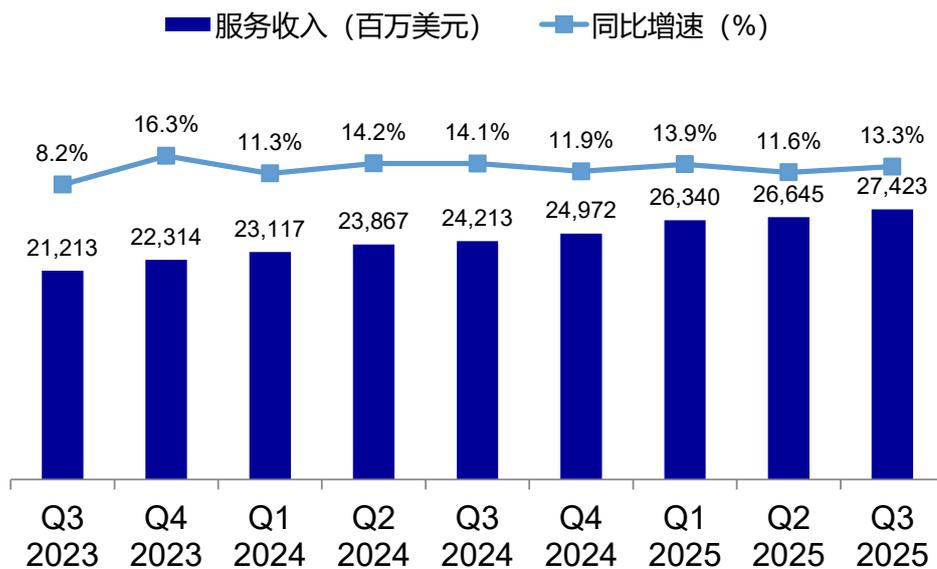
本季度，服务收入为 274.2 亿美元，同比增长 13%，收入占比为 29.2%。交易账户和付费账户均创下历史新高，付费账户同比增长两位数，付费订阅也增长了两位数。TV+收视率同比增长了两位数。6 月份苹果投资 3 亿美元的电影《F1》上映并获得成功，目前票房已超过 5.5 亿美元。

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，同时 AI 订阅的高收费将带来大量的想象空间。

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。目前苹果已经发布了 20 多项 Apple Intelligence 功能，包括视觉智能、清理和强大的书写工具，预计明年将支持更多语言及发布更加个性化的 Siri 助手。

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 销量超预期

可穿戴设备收入同比下降 9%

本季度，可穿戴设备及配件收入为 74 亿美元，同比下降 9%。可穿戴设备收入已经连续八个季度下滑，相关需求较为疲软。

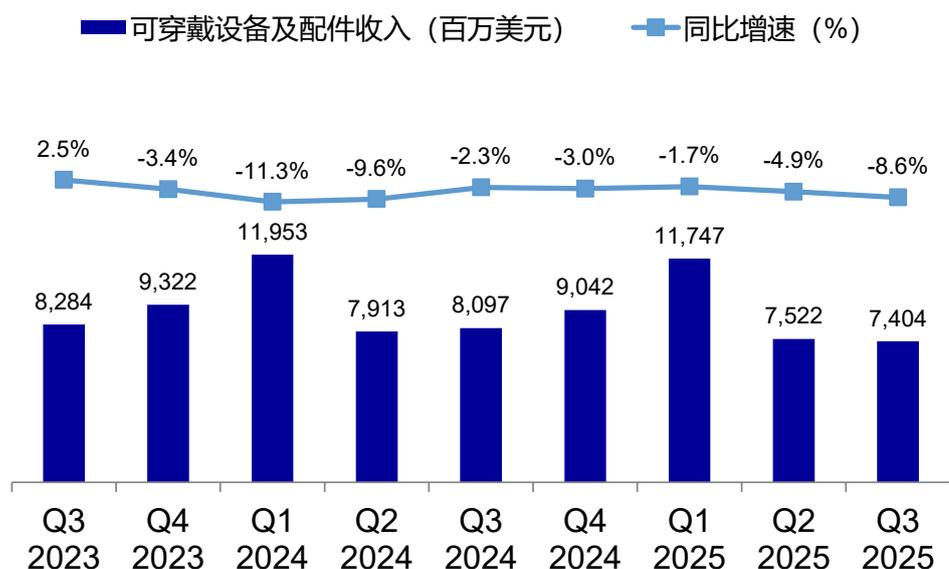
iPad 收入同比下降 8%

本季度，iPad 收入为 65.8 亿美元，同比下降 8%，主要由于去年同期推出了 iPad Air 和 iPad Pro，换代需求导致收入基数较高。

Mac 收入同比增长 15%

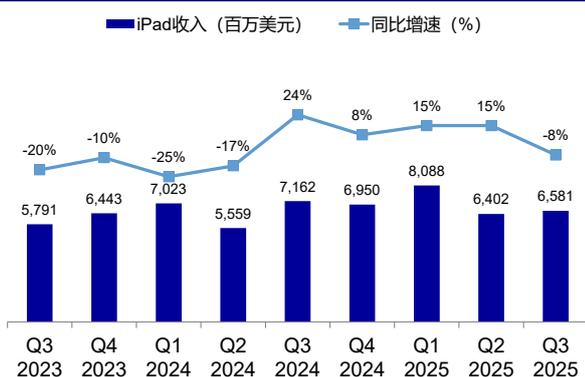
Mac 收入为 80.5 亿美元，同比增长 15%。M 系列处理器由于统一内存的优势可以运行参数量较大的大模型，因此吸引了部分 AI 开发者的需求。其中 Mac Studio 的 M3 Ultra 芯片可选择 512GB 的统一内存，能够完全在内存中运行拥有超过 6000 亿个参数的大型语言模型。

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 240.00 美元，持有评级

我们采用 DCF 模型对公司进行估值，预计公司永续增长率为 3%，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销量超预期，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。我们预测公司未来三年收入 CAGR 为 5.7%，对应 EPS CAGR 为 12.8%。将公司目标股价上调至 240.00 美元，较当前股价有 12.54% 的上涨空间，持有评级。

图表 11: DCF 估值模型

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期
	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	121,079	133,097	144,975	157,298	169,882	181,773	192,680	203,277	213,441	223,046	229,737
自由现金流增长率		9.9%	8.9%	8.5%	8.0%	7.0%	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	3.0%
折合至2025年的现金流量	121,079	123,238	124,293	124,868	124,868	123,712	121,421	118,610	115,315	111,578	2,298,515
永续期折现值											4,732,585
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	3,507,498										
减: 净金融负债	-97,977										
股本价值	3,605,475										
股本数量 (预期)	15,023										
DCF法之每股价值 (美元)	240.00										

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	
主营业务收入	383,285	391,035	414,863	438,848	461,318						
- 主营业务收入成本	214,137	210,352	221,122	233,467	244,960	毛利率 (%)	44.1%	46.2%	46.7%	46.8%	
毛利	169,148	180,683	193,741	205,381	216,358	EBITDA 利率 (%)	32.8%	34.4%	33.5%	33.6%	
营业开支	54,847	57,467	61,607	64,949	68,044	净利率 (%)	25.3%	24.0%	26.8%	26.8%	
销售总务及管理开支	24,932	26,097	27,588	28,964	30,216						
研究和开发开支	29,915	31,370	34,019	35,986	37,828	营运表现					
营业利润	114,301	123,216	132,134	140,431	148,314	销售及管理费用/收入 (%)	-6.5%	-6.7%	-6.7%	-6.6%	
- 利息支出	-565	269	0	0	0	研发费用/收入 (%)	-7.8%	-8.0%	-8.2%	-8.2%	
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	14.7%	24.1%	15.8%	16.1%	
税前利润	113,736	123,485	132,134	140,431	148,314	股息支付率 (%)	15.5%	16.3%	13.9%	13.3%	
- 所得税支出	16,741	29,749	20,877	22,609	23,878	库存周转	9.6	11.8	12.3	11.8	
非常项目前收入	96,995	93,736	111,257	117,822	124,435	应收账款天数	27.5	29.4	30.0	28.6	
净利润	96,995	93,736	111,257	117,822	124,435	应付账款天数	108.0	114.2	115.0	112.0	
普通股股东所得净利润	96,995	93,736	111,257	117,822	124,435						
折旧与摊销	70,884	73,448	80,203	87,151	94,298	财务状况					
EBITDA	125,820	134,661	138,889	147,380	155,460	总负债/总资产	82.4%	84.4%	80.9%	75.9%	
主营业务增长 (%)	-2.8%	2.0%	6.1%	5.8%	5.1%	经营性现金流/收入	29.8%	31.5%	31.9%	32.0%	
EBITDA 增长率 (%)	-3.8%	6.6%	3.0%	5.8%	5.2%	ROE	156.1%	164.6%	152.5%	119.0%	
						ROA	27.5%	25.7%	29.1%	28.7%	
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	42,498	68,766	108,556	+ 净利润	96,995	93,736	111,257	117,822	
+ 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	
+ 应收账款与票据	29,508	33,410	34,787	33,986	34,264	+ 其他非现金调整	0	0	0	0	
+ 库存	6,331	7,286	7,617	7,478	7,555	+ 非现金资本变动	-4,213	1,492	-291	3,463	
+ 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	117,721	128,233	
总计流动资产	143,566	152,987	167,250	192,579	232,722	+ 固定资产清理	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	
+ 总固定资产	114,599	119,128	129,047	139,264	149,788	+ 投资增加	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	
+ 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	
+ 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	
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	-15,640	
总资产	352,583	364,980	382,407	411,004	454,525	+ 短期拆借变动	0	0	0	0	
+ 应付账款	62,611	68,960	70,377	72,901	80,041	+ 长期借款增加	5,228	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	
+ 其他短期负债	66,890	86,553	86,553	86,553	86,553	+ 股本增加	0	0	0	0	
总计流动负债	145,308	176,392	177,809	180,333	187,473	+ 股本减少	-77,550	-94,949	-93,050	-91,189	
+ 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	
+ 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	-106,830	
总长期负债	145,129	131,638	131,638	131,638	131,638	现金净增减	5,760	-794	12,555	26,268	
总负债	290,437	308,030	309,447	311,971	319,111	现金剩余	30,737	29,943	42,498	68,766	
总股东权益	62,146	56,950	72,960	99,033	135,414						

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。