

公司研究

服务业务营收再创新高，iPhone17 强周期带动下季度指引超预期

——苹果 (AAPL.O) FY4Q25 业绩跟踪

买入(维持)

当前价: 270.37 美元

作者

分析师: 付天姿 CFA, FRM
执业证书编号: S0930517040002
021-52523692
futz@ebcn.com

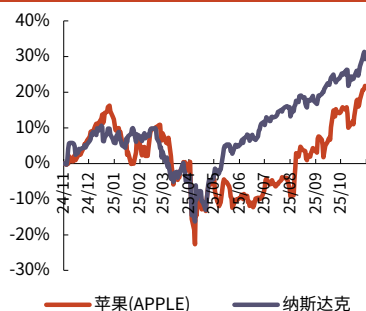
分析师: 黄铮

执业证书编号: S0930524070009
021-52523825
huangzheng1@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股) 147.73
总市值(亿美元): 39,942.46
一年最低/最高 (美元): 169.21-277.32
近 3 月换手率 (%): 36.7

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.5	18.9	-10.9
绝对	6.2	33.7	20.2

资料来源: Wind

相关研报

苹果发布迄今最薄 iPhone, 新品销量+AI 内生增长主线为后续跟踪重点——苹果 (AAPL.O) 2025 年秋季发布会点评 (2025-09-11)
FY2Q25 业绩略超预期, 需持续关注关税进展——苹果 (AAPL.O) FY2Q25 业绩跟踪 (2025-05-02)
FY1Q25 营收&利润创单季新高, 期待 4 月 Apple Intelligence 更多地区发力——苹果 (AAPL.O) FY1Q25 业绩跟踪 (2025-02-01)
iPhone 首款 AI 手机发布, Apple Intelligence 全球落地节奏进一步明确——苹果 (AAPL.O) 2024 年秋季发布会点评 (2024-09-10)

要点

事件: FY4Q25 苹果营收利润均超预期, 下一季度指引强劲。苹果于美东时间 10 月 30 日盘后公布 FY4Q25(CY3Q25)业绩。**FY4Q25:** 苹果实现营收 1024.7 亿美元(yoy+7.9%, qoq+9.6%), 高于市场一致预期 1021.9 亿美元, 创历史同期最佳表现, 强劲的服务业务成为增长支柱, 抵消了 iPhone 淡季增速放缓的影响。FY4Q25 实现毛利润 483.41 亿美元(yoy+10.2%), 对应毛利率 47.2%; 实现净利润 274.7 亿美元(yoy+86.4%, qoq+9.3%), EPS 1.85 美元(yoy+90.72%), 高于市场一致预期 1.77 美元。**FY1Q26(CY4Q25)指引:** 1)公司总营收同比增长 10%-12% (vs 此前彭博一致预期为同比增长 6%), 该指引营收增速创近 4 年新高, 对应营收规模创历史新高; 2)iPhone 收入同比增长两位数; 3)由于 FY1Q25 推出了 M4 芯片版 MacBook Pro、Mac Mini 及 iMac, 预计 FY1Q26 Mac 业务将面临同比对比困难的局面; 4)服务业务营收与 2025 财年服务业务增长水平持平; 5)毛利率 47%-48%(vs 此前彭博一致预期为 46.6%); 6)关税相关成本为 14 亿美元; 7)其他收入与支出 (OI&E) 约为 1.5 亿美元; 8)所得税率约为 17%; 9)营业支出 (OPEX)181-185 亿美元。

大中华市场营收逆势下滑, 但关税缓和有望改善成本结构。不同于整体增长, 苹果 FY4Q25 大中华区营收为 144.93 亿美元(yoy-3.6%), 成为全球唯一营收下滑市场。**我们认为营收下滑主要系:** 1)CY3Q25 部分省份国补退坡, 且临近苹果新品密集发售期, 消费者支出更趋理性; 2)iPhone Air 于 10 月 22 日起在中国大陆发售, 晚于 iPhone17 系列其他款近一个月。但**展望未来:** 我们认为 iPhone 在大陆市场仍具备竞争力, 结合 FYQ1 为苹果传统旺季, 我们预计下一财季中国地区营收将恢复增长。**关税方面,** 近期中美谈判出现积极信号: 在釜山会晤后, 特朗普总统表示将对中国商品的额外关税从 20%降至 10%, 苹果由于具备“离岸制造-全球销售”特征, 有望直接受益于进口零部件关税下降, 并减轻供应链调整压力。

iPhone 淡季销售逊色但仍具韧性, 指引下一财季双位数增长。FY4Q25 iPhone 收入为 490.3 亿美元(yoy+6.1%), 略低于市场预期的 494.4 亿美元(yoy-0.6%)。**收入不及预期主要由于:** 1)需求旺盛导致产品供应受限, 基础款 iPhone 17 的等待时间明显高于去年同期水平; 2)新机上市时间推迟, 第四季度 iPhone 17 于 9 月 19 开售, 仅计入约 10 天销售额, 同时新品在中国市场的开售节奏也有所滞后。**展望未来,** 苹果预期下一季度 iPhone 收入将实现两位数同比增长、高于市场预期, 主要受益于 iPhone 17 系列机型的强劲需求。

其他硬件表现有稳有进, 服务业务营收增速加快、再创历史新高。**Mac:** FY4Q25 营收 87.3 亿美元(yoy+12.7%), 高于市场预期的 85.5 亿美元, 核心受益于 MacBook Air 的强劲表现以及 AI 功能的升级。**iPad:** FY4Q25 营收 69.5 亿美元(yoy+0.03%), 略低于市场一致预期的 69.8 亿美元, 主要因该季度未发布新款 iPad, 而 10 月推出的搭载升级版 M5 芯片的 iPad Pro 销售贡献将在下一季度体现。**可穿戴设备:** FY4Q25 实现营收 90.1 亿美元(yoy-0.3%), 但超出市场预期的 84.9 亿美元, 这主要得益于 Apple Watch 和 AirPods 的强劲增长, 抵消了 iPad 配件高基数下滑的影响。**服务业务:** FY4Q25 营收 287.5 亿美元(yoy+15.1%), 超出预期的 281.7 亿美元, 我们认为这一方面得益于 iCloud、AppleCare 和 Apple Pay 等订阅服务的增长; 另一方面, 苹果的服务业务最近三年每个季度持续创单季新高, 且 FY4Q25 增速较上一季度的约 13%提升至 15%(vs 市场一致预期对应的增速放缓), 这也说明 App Store 的费用调整对苹果服务业务收入的影响程度, 或许没有此前市场担忧的那么显著。

模型开发+AI 私有云布局双管齐下，休斯顿 AI 服务器工厂已实现正式交付。AI 方面，在业绩会上公司 CEO 库克表示，目前正在自主开发苹果自有基础模型，并在设备端侧和私有云侧使用，并表示位于休斯顿的 AI 服务器工厂目前已启动生产并完成首批产品下线交付。展望未来，苹果将坚持自有资源和第三方算力资源混合方式，并大幅增加对 AI 投入，公司指引下一季度运营支出将达到 181-185 亿美元。根据 Bloomberg，公司正加快 Apple Intelligence 平台落地，新版 Siri 将整合生成式 AI 能力，并引入 AI 搜索引擎功能，可直接回答用户复杂查询、提升交互效率，预计将在 2026 年正式推出。整体来看，苹果正从硬件驱动迈向“AI+生态”新阶段，AI 能力将成为未来产品更新与服务增长的重要引擎。

投资建议：从苹果 FY4Q25 业绩表现来看，公司在 AI 领域的战略布局持续深化，尽管 WWDC2024 呈现出的“Apple Intelligence 终局”仍在持续打磨，但硬件升级驱动的销售热潮充分体现了消费者对苹果生态的高度认可，为 AI 技术迭代提供了充足缓冲期，我们看好苹果长期增长潜力。

- 1) **苹果 AI 布局：硬件算力+软件生态双轮驱动。**硬件层面，核心芯片成为 AI 性能核心支撑，搭载 M5 芯片的 14 英寸 MacBook Pro AI 性能较 M4 提升 3.5 倍，A19 Pro 芯片则为 iPhone 17 系列提供了强劲的端侧 AI 运行能力，休斯顿 AI 服务器工厂已实现正式交付，进一步完善了苹果 AI 算力供应链。软件层面，Apple Intelligence 已落地 AirPods 实时翻译、Apple Watch 个性化健身建议等功能，开发者可基于端侧模型开发新应用，服务业务中 AI 驱动的广告、云服务等品类均实现营收创新高，FY4Q25 服务营收同比增长 15% 至 288 亿美元，印证了 AI 对生态价值的提升作用。
- 2) **强大的消费者粘性+宽容度：为苹果 AI 技术打磨赢得时间。**虽 WWDC2024 上展示的 Apple Intelligence 终局形态以及全新的 AI Siri 尚未实现升级，但这并未影响消费者对苹果产品的追捧，FY4Q25 iPhone 营收达 490 亿美元，同比增长 6%，iPhone 17 系列因需求强劲出现供不应求，Mac 业务也凭借 AI 性能升级实现 13% 的同比增长。这说明这一现象背后，反映出消费者对苹果品牌的高度信任与生态粘性，其更看重苹果产品一贯的品质把控与硬件体验，对 AI 功能的迭代持有更强的宽容度。这种市场反馈为苹果提供了更充沛的时间窗口，使其能够坚持“质量优先”原则，潜心打磨 AI 技术与功能，为后续技术突破奠定坚实基础。
- 3) **未来进展：技术落地与场景拓展可期。**展望未来，苹果 AI 有望进入加速落地期。产品端，个性化 Siri 计划于 2026 年正式推出，其深度优化将提升用户交互体验，Apple Intelligence 将进一步拓展多语言支持，预计在更多地区（如中国大陆地区）实现落地推广。硬件整合方面，AI 技术有望持续渗透至折叠屏 iPhone、智能眼镜等新品管线，与硬件创新形成协同效应。研发投入上，公司计划未来四年在美国投资 6000 亿美元聚焦 AI 等领域，端侧模型优化与私有计算云建设将持续推进，有望构建差异化竞争优势。

盈利预测方面，我们预计苹果强大的消费者粘性以及 iPhone 产品的升级迭代将带动公司业绩增长趋势，此外，Apple Intelligence 在更多地区的落地、2026 年预计推出的增强版 Siri，以及折叠屏 iPhone 等新品上市均有望形成正向催化。

我们上调公司 FY2026-2027 GAAP 净利润至 1,198/1,271 亿美元（上调幅度 4%/6%），新增 FY2028 GAAP 净利润预测 1,319 亿美元，维持公司“买入”评级。

风险提示：关税政策变动风险、宏观经济与下游需求不及预期风险、地缘政治风险、AI 技术升级不及预期、市场竞争加剧风险、政策监管风险等。

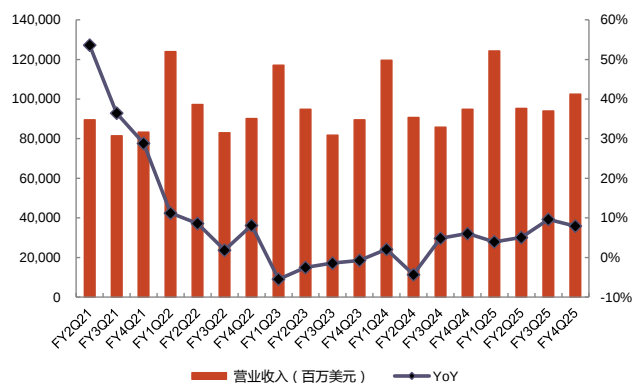
公司盈利预测与估值简表

指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	391,035	416,161	447,095	471,565	492,229
营业收入增长率(%)	2.0	6.4	7.4	5.5	4.4
GAAP 净利润(百万美元)	93,736	112,010	119,783	127,070	131,885
GAAP 净利润增长率(%)	(3.4)	19.5	6.9	6.1	3.8
GAAP EPS(美元)	6.11	7.49	8.23	8.98	9.59
市盈率	44	36	33	30	28

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测, 股价时间为美东时间 2025-10-31 收盘价; 我们预测 FY2026-28 加权平均股数分别 145/141/137 亿股

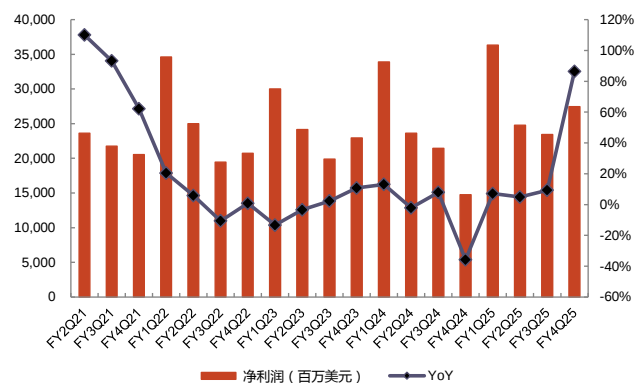
注: 苹果公司将它的会计年度截止日期设定在每一个公历年 9 月份的最后一个星期六, 因此各“财年”近似对应时间为“上一公历年 Q4 至本公历年 Q3”

图 1: FY2Q21(CY1Q21) -FY4Q25(CY3Q25) 苹果营收&YoY



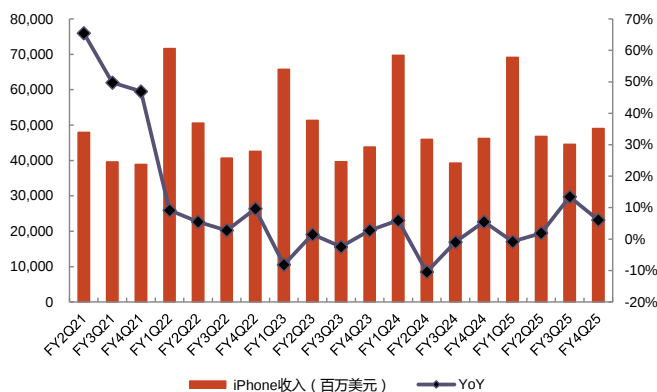
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 2: FY2Q21(CY1Q21) -FY4Q25(CY3Q25) 苹果净利润&YoY



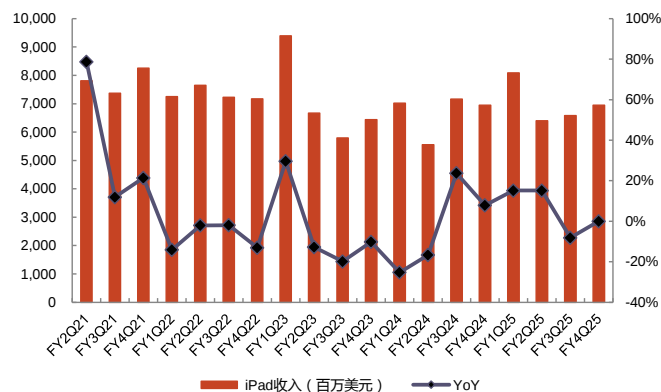
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 3: FY2Q21(CY1Q21) -FY4Q25(CY3Q25) iPhone 营收&YoY



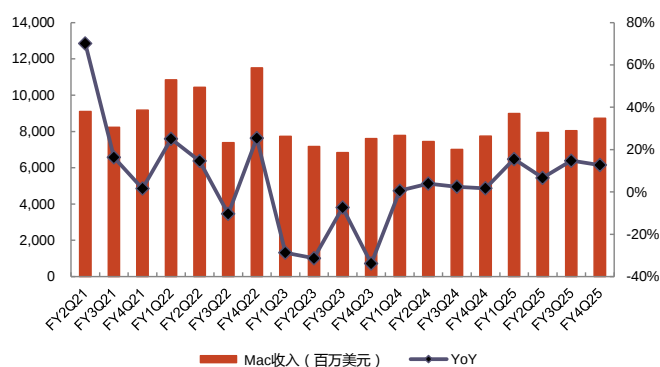
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 4: FY2Q21(CY1Q21) -FY4Q25(CY3Q25) iPad 营收&YoY



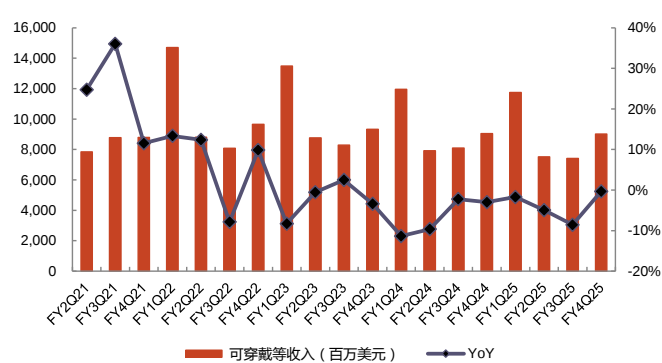
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 5: FY2Q21(CY1Q21) - FY4Q25(CY3Q25) Mac 收入&YoY



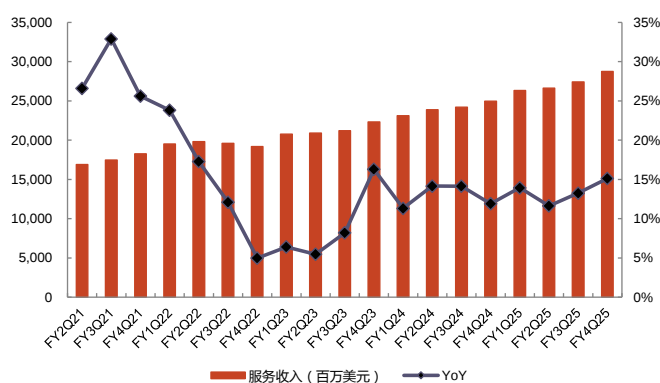
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 6: FY2Q21(CY1Q21) - FY4Q25(CY3Q25)可穿戴等收入&YoY



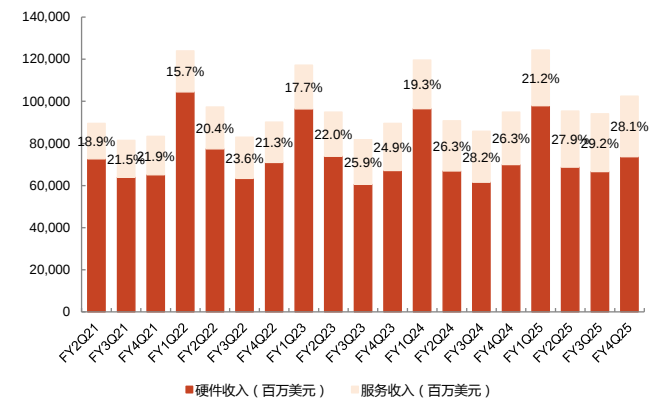
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 7: FY2Q21(CY1Q21) - FY4Q25(CY3Q25)服务业务收入&YoY



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 8: FY4Q25(CY3Q25)服务业务营收占比为 28.1%



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表(百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
主营收入	391,035	416,161	447,095	471,565	492,229
硬件产品	294,866	307,003	324,838	337,082	345,643
服务业务	96,169	109,158	122,257	134,483	146,586
营业成本	(210,352)	(220,960)	(233,345)	(243,243)	(250,857)
毛利	180,683	195,201	213,750	228,322	241,372
营业开支	(57,467)	(62,151)	(72,429)	(80,166)	(87,617)
其它收入	269	(321)	(400)	(300)	(200)
其他支出	0	0	0	(100)	(200)
营业利润	123,485	132,729	140,921	147,756	153,355
财务成本净额	0	0	0	0	0
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	123,485	132,729	140,921	147,756	153,355
所得税开支	(29,749)	(20,719)	(21,138)	(20,686)	(21,470)
净利润	93,736	112,010	119,783	127,070	131,885
少数股东权益	0	0	0	0	0
GAAP 净利润	93,736	112,010	119,783	127,070	131,885
息税折旧前利润	134,930	144,427	153,321	161,150	167,952
息税前利润	123,485	132,729	140,921	147,756	153,355
每股收益(美元)	6.11	7.49	8.23	8.98	9.59
每股股息(美元)	0.92	1.02	1.16	1.28	1.34

现金流量表(百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	118,254	111,482	112,223	141,023	146,180
净利润	93,736	112,010	119,783	127,070	131,885
折旧与摊销	11,445	11,698	12,400	13,394	14,597
营运资本变动	(4,213)	(3,899)	(15,013)	(2,622)	(2,988)
其它	17,286	(8,327)	(4,946)	3,181	2,686
投资活动现金流	2,935	15,195	(8,187)	(9,894)	(12,133)
资本性支出净额	(9,447)	(12,715)	(15,000)	(18,000)	(21,000)
其它资产变化	12,382	27,910	6,813	8,106	8,867
自由现金流	114,962	93,096	94,470	83,195	87,349
融资活动现金流	(121,983)	(120,686)	(95,261)	(90,957)	(95,872)
股本变动	(400)	(395)	(450)	(450)	(400)
净债务变化	(4,459)	(7,972)	(10,856)	(6,154)	(17,655)
派发红利	(13,357)	(14,052)	(15,218)	(16,909)	(18,084)
其它长期负债变化	(103,766)	(98,267)	(68,737)	(67,444)	(59,733)
净现金流	(794)	5,991	8,776	40,172	38,176

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测

资产负债表(百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总资产	364,980	359,241	387,735	436,850	483,620
流动资产	152,987	147,957	177,664	227,279	273,513
现金及短期投资	29,943	35,934	44,710	84,882	123,057
有价证券及短期投资	35,228	18,763	15,763	12,763	9,763
应收账款	33,410	39,777	53,651	58,946	63,990
存货	7,286	5,718	7,000	7,297	7,526
其它流动资产	47,120	47,765	56,539	63,391	69,177
非流动资产	211,993	211,284	210,071	209,571	210,107
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	45,680	49,834	50,522	53,311	57,969
其他非流动资产	166,313	161,450	159,549	156,260	152,138
总负债	308,030	285,508	272,437	274,391	263,360
流动负债	176,392	165,631	164,747	176,995	174,296
应付账款	68,960	69,860	70,004	72,973	75,257
短期借贷	20,879	20,329	15,473	14,719	1,263
其它流动负债	86,553	75,442	79,271	89,303	97,776
长期负债	131,638	119,877	107,690	97,396	89,063
长期债务	85,750	78,328	72,328	66,928	62,728
其它	45,888	41,549	35,362	30,468	26,335
股东权益合计	56,950	73,733	115,298	162,459	220,261
股东权益	56,950	73,733	115,298	162,459	220,261
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及股东权益总额	364,980	359,241	387,735	436,850	483,620

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的，不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP