

买入

2021 年 5 月 4 日

iPhone 12 供不应求，继续拓展 M1 芯片产品线

- 财务摘要：** 本季度公司总收入为 894 亿美元，同比增长 54%。其中产品收入为 727 亿美元，同比增长 62%；服务收入为 169 亿美元，同比增长 27%。毛利为 381 亿美元，毛利率为 42.5%，环比增长 270 个基点。净利润为 236 亿美元，同比增长 110%。摊薄每股盈利为 1.40 美元，去年同期为 0.64 美元，同比增长 119%，高于一致预期的 1.00 美元。公司预计下一季度的收入同比增长将继续保持双位数，但由于二季度的强劲表现，环比下降将大于往年。我们预计公司下一季度收入将为 800 亿美元，同比增长 34%。芯片的供应紧张将会产生约 30-40 亿美元的负面影响。
- 21 财年 iPhone 销量有望创记录：** 本季度 iPhone 业务收入为 479 亿美元，同比增长 66%。据 IDC 数据，2021Q1 全球手机出货量 3.46 亿台，其中 iPhone 为 5520 万台，占比 13.3%，去年同期为 3670 万台。目前市场上约有 10 亿台 iPhone，其中已经到达更换周期的 iPhone6S、iPhone7 及 iPhone8 占比约 30%，约 3 亿台。上半年 iPhone 总计出货量已经超过 1.4 亿台。因此，我们判断公司 2021 全财年出货量超过 2.3 亿台是大概率事件，有机会达到 2.4 亿的出货量。
- 继续拓展 M1 芯片产品线：** 本季度，iPad 收入为 78 亿美元，同比增长 79%。Mac 收入为 91 亿美元，同比增长 70%。由于 M1 芯片的专属 ISP，其在视频渲染及图像处理领域的表现极其出色，强化了 Mac 电脑及 iPad 的竞争力。我们认为 M 系列芯片将在未来三年内逐步搭载到苹果的 Mac 及 iPad 产品线。自研芯片为公司产品带来强大的处理能力的同时，也能同时搭载到 Mac 及 iPad 上以摊薄设计成本。
- 目标价至 160.00 美元，买入评级：** 我们采用 DCF 模型对苹果的价值进行评估，维持公司的永续增长率 3%，设定 WACC 为 8.5%，未来三年预测收入 CAGR 为 12.9%，预测 EPS CAGR 为 22.1%。我们维持公司的永续增长率 3%，求得合理股价为 160.00 美元，相比较当前股价有 20.72% 的上涨空间，维持买入评级。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

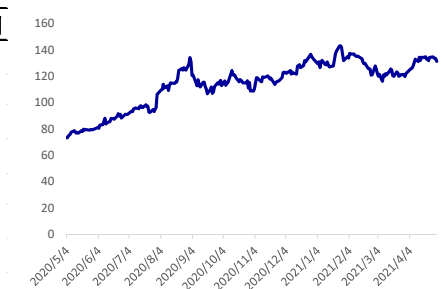
行业	TMT
股价	132.54 美元
目标价	160.00 美元 (+20.72%)
股票代码	AAPL
总股本	166.9 亿股
市值	22118 亿美元
52 周高/低	145.09 美元 / 71.58 美元
每股账面值	4.15 美元
主要股东	Vanguard Group 7.0%
	Blackrock 4.3%
	Berkshire Hathaway 5.3%
	State Street Corp 3.8%

盈利摘要

截至9月26日止财政年度	19财年历史	20财年历史	21财年预测	22财年预测	23财年预测
总营业收入 (美元百万元)	260,174	274,515	355,200	372,337	395,558
变动	-2.04%	5.51%	29.39%	4.82%	6.24%
净利润	55,256	57,411	83,526	87,673	93,255
每股盈利 (美元)	3.0	3.3	5.0	5.5	6.0
变动	-74.90%	10.70%	51.33%	9.11%	10.34%
基于132.54美元的市盈率 (估)	44.3	40.0	26.5	24.3	22.0
每股派息 (美元)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
股息现价比	0.57%	0.60%	0.67%	0.74%	0.81%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

2021 财年第二财季业绩摘要

收入同比增长 54%

毛利率为 42.5%

EPS 同比增长 119%

我们预计公司下一季度
收入同比增长 34%至 800
亿美元

本季度公司总收入为 894 亿美元，同比增长 54%。其中产品收入为 727 亿美元，同比增长 62%；服务收入为 169 亿美元，同比增长 27%。

本季度公司的毛利为 381 亿美元，毛利率为 42.5%，环比增长 270 个基点，同比增长 410 个基点。毛利的增长主要由于成本节省及外汇收益，其中产品毛利率为 36.1%，服务毛利率为 70.1%。

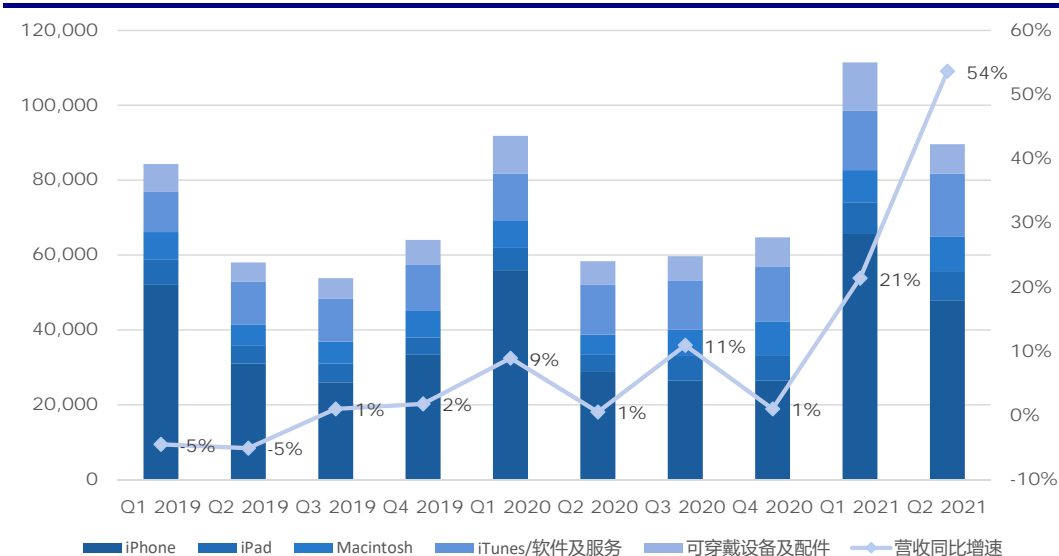
本季度公司的净利润为 236 亿美元，同比增长 110%。摊薄每股盈利为 1.40 美元，去年同期为 0.64 美元，同比增长 119%，高于一致预期的 1.00 美元。

本季度，公司的现金及可交易证券结余为 2040 亿美元，净现金为 830 亿美元。公司共向股东返还超过 230 亿美元，包括近 190 亿美元的股票回购及 34 亿美元的股息。同时公司将提升股息 7%至每股 0.22 美元。

公司预计下一季度的收入同比增长将继续保持双位数，但由于二季度的强劲表现，环比下降将大于往年。我们预计公司下一季度收入将为 800 亿美元，同比增长 34%。由于芯片的供应紧张，将会产生约 30-40 亿美元的负面影响。毛利将在 41.5-42.5%之间，经营支出为 111-113 亿美元，税率约为 14.5%。

公司在业绩会上也提出将在未来五年内为美国贡献超过 4300 亿美元投资和 20000 个工作岗位。

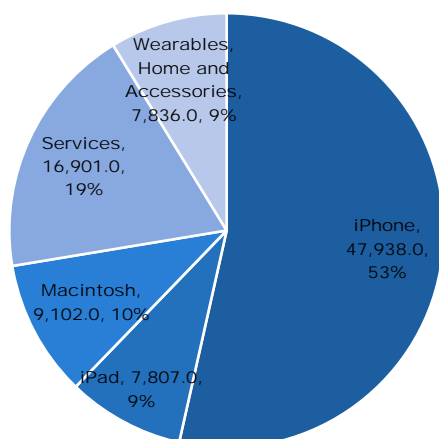
图表 1: FY2019Q1-2021Q2 收入及增速（百万美元）



资料来源：公司披露，第一上海整理

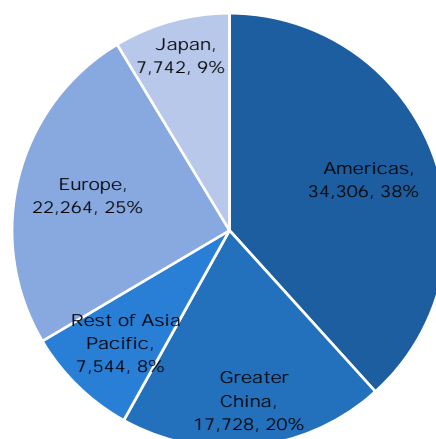
由于 iPhone 12 系列的需求持续旺盛，公司在五个大区中的销售收入均同比增长超过两位数；美洲、大中华、欧洲、日本及亚太其他地区的收入分别为 343、177、223、77、75 亿美元，同比分别增长 35%、88%、56%、49%、94%。

图表 2: FY2021Q2 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 3: FY2021Q2 按区域划分收入占比



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

2021 财年 iPhone 销量有望创记录

iPhone 收入同比增长
66%

本季度 iPhone 业务收入为 479 亿美元, 同比增长 66%。据 IDC 数据, 2021Q1 全球手机出货量 3.46 亿台, 其中 iPhone 为 5520 万台, 占比 13.3%, 去年同期为 3670 万台。中国地区 Q1 手机出货量 9240 万台, 同比增长 24%, 其中 iPhone 出货量 1200 万台, 同比增长 49%。

图表 4: 2021Q1 全球智能手机销量

Company	1Q21 Shipment Volumes	1Q21 Market Share	1Q20 Shipment Volumes	1Q20 Market Share	Year-Over-Year Change
1. Samsung	75.3	21.8%	58.4	21.2%	28.8%
2. Apple	55.2	16.0%	36.7	13.3%	50.4%
3. Xiaomi	48.6	14.1%	29.5	10.7%	64.8%
4. OPPO	37.5	10.8%	22.8	8.3%	64.5%
5. vivo	34.9	10.1%	24.8	9.0%	40.7%
Others	94.1	27.2%	103.0	37.4%	-8.7%
Total	345.5	100.0%	275.2	100.0%	25.5%

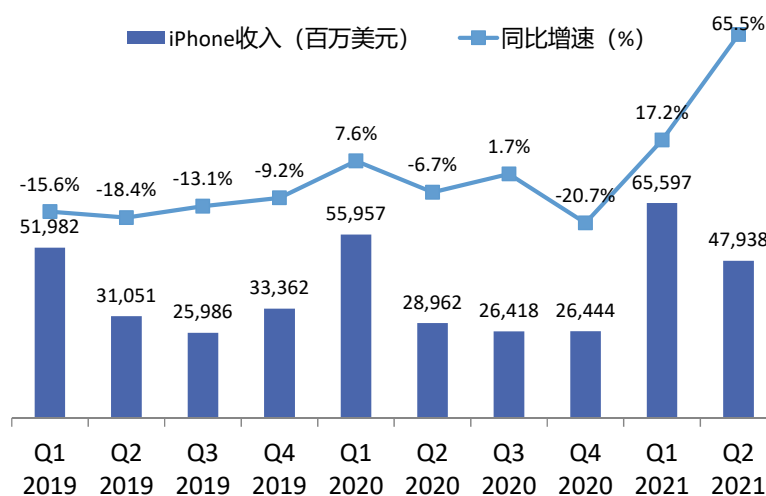
资料来源: IDC

iPhone 全财年出货量有
机会达到 2.4 亿台

目前市场上约有 10 亿台 iPhone, 其中已经到达更换周期的 iPhone6S、iPhone7 及 iPhone8 占比约 30%, 约 3 亿台。本季度公司出货量达 5520 万台, 上半年总计出货量已经超过 1.4 亿台。因此, 我们判断公司 2021 全财年出货量超过 2.3 亿台是大概率事件, 有机会达到 2.4 亿的出货量。本季度公司发布了紫色款的 iPhone12。

目前 iPhone12 出货量约占整体出货量的 65%-70%, 12 Pro 系列需求也较 mini 系列旺盛, 因此我们认为 iPhone 今年的 ASP 也将有所提升。

图表 5: iPhone FY2019Q1-2021Q2 收入及增速



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

服务业务稳步发展

服务收入同比增长 27%

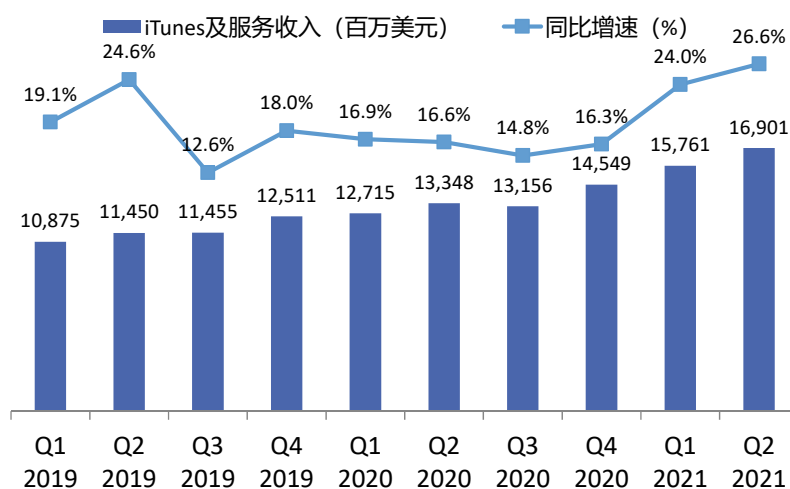
本季度, iTunes 及服务收入为 169 亿美元, 同比增长 27%, 收入占比下降至 19%。服务的毛利率为 70.1%。服务业务的增长主要受益于 App Store, 云服务, 音乐, 视频, 广告和支付服务中的增长。Apple Arcade 推出了 App Store Greats 和 Timeless Classics 两个类别的原创游戏及经典游戏。

付费订阅用户达到 6.6 亿

新服务产品 Apple TV +, Apple Arcade, Apple News +, Apple Card, Apple Fitness + 以及 Apple One 正在逐步推进订阅用户增长。目前平台上共有 6.6 亿付费订阅用户, 同比增加了 1.45 亿。

目前, 苹果拥有 16.5 亿台 iOS 设备, 6.6 亿个服务订阅用户。加之 Apple One 的捆绑销售策略将提升用户数量, 我们认为苹果软件服务的货币化速度正处于高速增长期, 并且将继续成为公司收入的主要增长动力。

图表 6: iTunes 及服务 FY2019Q1-2021Q2 收入



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

继续拓展 M1 芯片产品线

可穿戴设备收入同比增长 25%

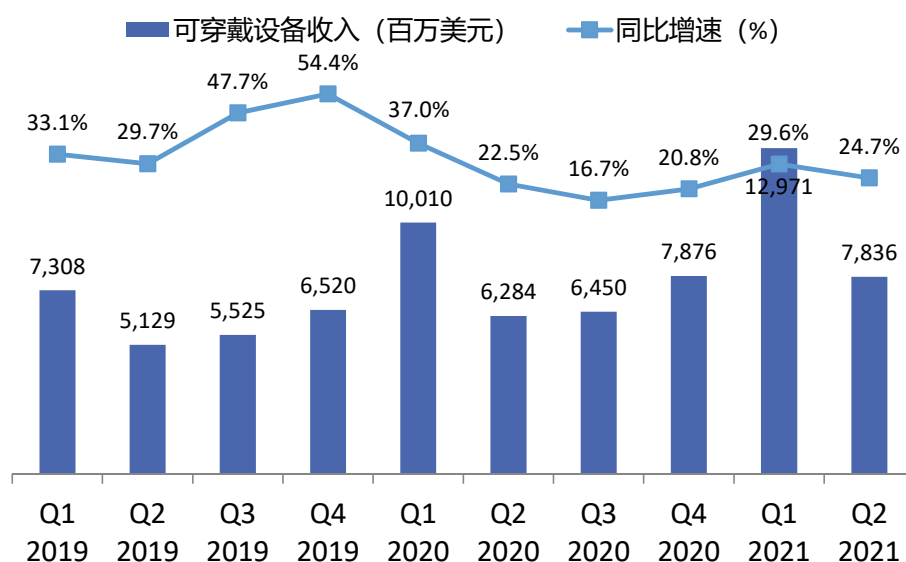
本季度，可穿戴设备收入为 78 亿美元，同比增长 25%。本季度有近 75% 的 Apple Watch 的购买者是该产品的新用户，我们预计 Apple Watch 在本年的出货量将超过 4000 万部。本季度公司发布了新款 Apple TV 4K 以及定位查找功能配件 AirTag。

Mac 与 iPad 收入同比增长 70%与 79%

由于疫情影响，远程办公人数的激增推动了电脑及 iPad 产品的需求及更新。本季度，iPad 收入为 78 亿美元，同比增长 79%。Mac 收入为 91 亿美元，同比增长 70%。本季度公司发布了采用新外观设计及搭载 M1 的 24 寸 iMac 和搭载 M1、具备 5G 功能和 Liquid Retina XDR 显示屏的新款 iPad Pro。

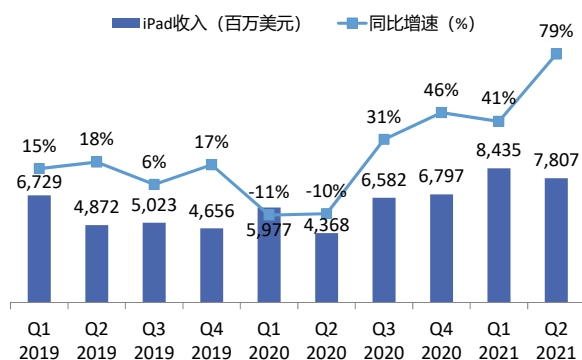
由于 M1 芯片的专属 ISP，其在视频渲染及图像处理领域的表现极其出色，强化了 Mac 电脑及 iPad 的竞争力。随着软件厂商对 M 系列芯片的优化，我们认为 M 系列芯片将在未来三年内逐步搭载到苹果的 Mac 及 iPad 产品线。自研芯片为公司产品带来强大的处理能力的同时，也能同时搭载到 Mac 及 iPad 上以摊薄设计成本。

图表 7：可穿戴设备 FY2019Q1-2021Q2 收入



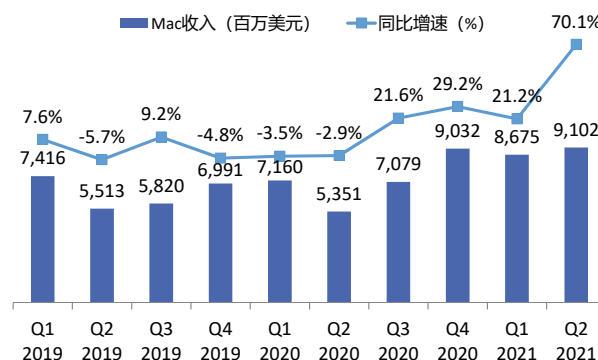
资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 8：iPad FY2019Q1-2021Q2 收入



资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 9：Mac FY2019Q1-2021Q2 收入



资料来源：公司披露，第一上海整理

估值

目标价 160.00 美元，维持买入评级

我们采用 DCF 模型对苹果的价值进行评估，设定 WACC 为 8.5%，考虑到公司的付费订阅用户数量持续增长，iPhone 12 今年将继续热销，自研 M 系列桌面处理器构筑生态优势，将持续提升利润率，未来三年预测收入 CAGR 为 12.9%，预测 EPS CAGR 为 22.1%。我们维持公司的永续增长率 3%，求得合理股价为 160.00 美元，相比较当前股价有 20.72% 的上涨空间，维持买入评级。

图表 10: 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	
假设	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
自由现金流增长率		10.4%	11.8%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	
现金流量预测	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
自由现金流量	91,604	101,511	113,492	124,886	136,176	147,125	157,462	166,909	175,255	182,265	187,733	
折合至2020年的现金流量	91,604	93,559	96,406	97,775	98,261	97,845	96,515	94,292	91,250	87,465	1,637,987	
永续期折现值											3,515,729	
基本参数:												
WACC	8.5%											
长期增长率	3.0%											
债券价值	0											
公司价值计算												
现金流折现	2,582,959											
减：净金融负债	-109,389											
股本价值	2,692,348											
股本数量（预期）	16,827											
DCF法之每股价值（美元）	160.00											

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。

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。

自研处理器业务风险

公司过去曾与 IBM 合作打造 PowerPC 平台，但最终不敌 Wintel 联盟。本次推行桌面平台的 M 系列处理器虽然在 iOS 生态已证明可行，但在 PC 领域尚且有待考验，应用迁移的工作仍在进行。

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。当前美元疲软，海外收入以美元计算会有额外收益。

地缘政治风险

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。已经有中国应用商店下架大量游戏的举措，不排除后续还有更多更严厉的措施，负面影响苹果在中的生产和销售。苹果也在未雨绸缪，开始将产业链部分产能转移到东南亚国家。但是仍然需要紧密关注。

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26日											
	2019财年 实际	2020财年 实际	2021财年 预测	2022财年 预测	2023财年 预测		2019财年 实际	2020财年 实际	2021财年 预测	2022财年 预测	2023财年 预测
主营业务收入	260,174	274,515	355,200	372,337	395,558	盈利能力					
- 主营业务收入成本	161,782	169,559	212,054	221,541	234,961	毛利率 (%)	37.8%	38.2%	40.3%	40.5%	40.6%
毛利	98,392	104,956	143,146	150,796	160,596	EBITDA 利率 (%)	29.4%	28.2%	29.4%	29.6%	29.6%
营业开支	34,462	38,668	45,110	47,287	50,236	净利率 (%)	21.2%	20.9%	23.5%	23.5%	23.6%
销售总务及管理开支	18,245	19,916	22,733	23,830	25,316	营运表现					
研究和开发开支	16,217	18,752	22,378	23,457	24,920	销售及管理费用/收入 (%)	-7.0%	-7.3%	-6.4%	-6.4%	-6.4%
营业利润	63,930	66,288	98,035	103,510	110,361	研发费用/收入 (%)	-6.2%	-6.8%	-6.3%	-6.3%	-6.3%
- 利息支出	1,807	803	0	0	0	实际税率 (%)	15.9%	14.4%	14.8%	15.3%	15.5%
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0	股息支付率 (%)	25.6%	24.5%	18.0%	18.0%	18.0%
税前利润	65,737	67,091	98,035	103,510	110,361	库存周转	9.1	8.8	8.6	9.8	9.5
- 所得税支出	10,481	9,680	14,509	15,837	17,106	应收账款天数	32.3	26.0	22.0	25.0	20.0
非常项目前收入	55,256	57,411	83,526	87,673	93,255	应付账款天数	115.2	95.3	85.0	97.0	102.0
净利润	55,256	57,411	83,526	87,673	93,255	财务状况					
普通股股东所得净利润	55,256	57,411	83,526	87,673	93,255	总负债/总资产	79.8%	79.8%	79.9%	78.4%	76.3%
折旧与摊销	58,579	66,760	73,272	79,921	86,754	收入/净资产	84.6%	87.9%	121.4%	115.0%	105.0%
EBITDA	76,477	77,344	104,547	110,158	117,194	经营性现金流/收入	24.6%	24.1%	27.6%	27.8%	27.9%
主营业务增长 (%)	-2.0%	5.5%	29.4%	4.8%	6.2%	税前盈利对利息倍数	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA 增长率 (%)	-7.0%	1.1%	26.0%	5.1%	6.0%						

资产负债表						现金流量表					
	2019财年 实际	2020财年 实际	2021财年 预测	2022财年 预测	2023财年 预测		2019财年 实际	2020财年 实际	2021财年 预测	2022财年 预测	2023财年 预测
+ 现金与现金等同	48,844	38,016	42,227	55,599	80,483	+ 净利润	55,256	57,411	83,526	87,673	93,255
+ 短期投资	51,713	52,927	52,927	52,927	52,927	+ 折旧、摊销	12,547	11,056	6,512	6,649	6,834
+ 应收账款与票据	22,926	16,120	26,699	24,306	19,042	+ 其他非现金调整	1,588	12,207	0	0	0
+ 库存	4,106	4,061	5,932	5,965	6,266	+ 非现金资本变动	493	6,423	1,724	7,171	13,721
+ 其他流动资产	35,230	32,589	32,589	32,589	32,589	经营活动现金流量	69,884	87,097	91,762	101,493	113,810
总计流动资产	162,819	143,713	160,374	171,387	191,308	+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 长期投资与应收	105,341	100,887	100,887	100,887	100,887	+ 资本支出	-10,495	-7,309	-7,500	-7,875	-8,269
+ 总固定资产	95,957	103,526	111,026	118,901	127,170	+ 投资增加	-1,001	-210	0	0	0
- 累计折旧	58,579	66,760	73,272	79,921	86,754	+ 投资减少	1,634	92	0	0	0
+ 净固定资产	37,378	36,766	37,754	38,980	40,415	+ 其他投资活动	55,758	3,138	0	0	0
+ 其他长期资产	32,978	42,522	42,522	42,522	42,522	投资活动现金	45,896	-4,289	-7,500	-7,875	-8,269
总计长期资产	175,697	180,175	181,163	182,389	183,824	+ 已付股利	-14,119	-14,081	-15,035	-15,781	-16,786
总资产	338,516	323,888	341,536	353,776	375,132	+ 短期拆借变动	-6,082	-1,089	0	0	0
+ 应付账款	46,236	42,296	56,469	61,281	70,040	+ 长期借款增加	6,963	16,091	0	0	0
+ 短期借款	16,240	13,769	13,769	13,769	13,769	+ 长期借款减少	-8,805	-12,629	0	0	0
+ 其他短期负债	43,242	49,327	49,327	49,327	49,327	+ 股本增加	781	880	0	0	0
总计流动负债	105,718	105,392	119,565	124,377	133,136	+ 股本减少	-66,897	-72,358	-72,358	-72,358	-72,358
+ 长期借款	91,807	98,667	98,667	98,667	98,667	+ 其他融资活动	-2,817	-3,634	0	0	0
+ 其他长期负债	50,503	54,490	54,490	54,490	54,490	融资所得现金	-90,976	-86,820	-87,393	-88,139	-89,144
总长期负债	142,310	153,157	153,157	153,157	153,157	现金净增减	24,311	-10,435	4,211	13,372	24,884
总负债	248,028	258,549	272,722	277,534	286,293	现金剩余	50,224	39,789	42,227	55,599	80,483
总股东权益	90,488	65,339	68,814	76,242	88,839						

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”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、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的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

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。此文件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。