

买入

2026年5月6日

约翰·特努斯将接任 CEO，利润率受益于收入结构超预期

- 财务摘要：** 本季度公司总收入为 1111.8 亿美元，同比增长 16.7%，高于彭博一致预期的 1095 亿美元。产品收入为 802.1 亿美元，同比增长 16.7%；服务收入为 309.8 亿美元，同比增长 16.3%。毛利为 548.0 亿美元，毛利率为 49.3%，高于市场预期的 48.5%。其中产品毛利率为 38.7%，服务毛利率为 76.7%。毛利率的增长主要得益于服务占比提升和产品组合的优化。GAAP 净利润为 295.8 亿美元，同比增长 19.4%，高于彭博一致预期的 287 亿美元。GAAP 摊薄每股盈利为 2.01 美元，高于彭博一致预期的 1.95 美元，去年同期为 1.65 美元。公司预计 FY26Q3 的销售收入增速为 14%-17%。
- 硬件 SVP 约翰·特努斯将接任 CEO：** 现任 CEO 蒂姆库克将于 9 月 1 日卸任 CEO 转任执行董事长，由负责硬件工程的 SVP 约翰特努斯接任。特努斯 2001 年加入苹果，曾主导 Apple Silicon 的推进，契合智能手机与 AI 终端的硬件需求增长。
- iPhone 销售表现强劲：** 本季度 iPhone 业务收入为 569.9 亿美元，同比增长 21.7%。ASP 为 933 美元，同比增长 124 美元。据 IDC 数据，2026Q1 全球手机出货量 2.89 亿台，同比下降 4.1%；其中 iPhone 为 6110 万台，同比增长 3.3%，出货量占比 21.1%。中国区 iPhone 的出货量同比增长 33.3%至 1310 万台，市场份额为 18.9%，市占率同比增长 5.1pcts。得益于苹果的供应链长期采购协议及较高 ASP，存储价格上涨对公司影响较小，单台手机成本上涨将控制在 100 美元以内。
- 目标价 350.00 美元，买入评级：** 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%。我们认为 iPhone 将在接下来三年内迎来较强的产品周期，用户换机需求将被有效刺激带动销量超预期，存储成本上涨的影响可控且利于公司提升市场份额。但未来公司需要依靠 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 10.3%，对应 EPS CAGR 为 13.7%。提升公司目标股价至 350.00 美元，较当前股价有 26.43% 的上涨空间，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	276.83 美元
目标价	350.00 美元 (+26.43%)
股票代码	AAPL
总股本	146.59 亿股
市值	40605 亿美元
52 周高/低	288.36 美元 / 192.42 美元
每股账面值	6.00 美元
主要股东	Vanguard Group 9.7% Blackrock Inc. 7.8% State Street Corp 4.1% Geode Capital 2.4%

盈利摘要

截至9月28日止财政年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营业收入 (美元百万元)	391,035	416,161	478,621	520,320	558,017
变动	2.02%	6.43%	15.01%	8.71%	7.24%
净利润	93,736	112,010	127,095	142,533	153,979
摊薄每股盈利 (美元)	6.1	7.5	8.7	10.0	11.0
变动	-0.84%	22.65%	16.05%	14.79%	10.46%
基于276.83美元的市盈率 (估)	45.3	36.9	31.8	27.7	25.1
每股派息 (美元)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
股息现价比	0.36%	0.37%	0.39%	0.40%	0.41%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

季度业绩摘要

收入同比增长 16.7%，高于彭博一致预期
 本季度公司总收入为 1111.8 亿美元，同比增长 16.7%，高于彭博一致预期的 1095 亿美元。产品收入为 802.1 亿美元，同比增长 16.7%；服务收入为 309.8 亿美元，同比增长 16.3%。

毛利率为 49.3%
 本季度公司的毛利为 548.0 亿美元，毛利率为 49.3%，高于市场预期的 48.5%；毛利率环比增长 110 个基点，同比增长 220 个基点。其中产品毛利率为 38.7%，服务毛利率为 76.7%。毛利率的增长主要得益于服务占比提升和产品组合的优化。

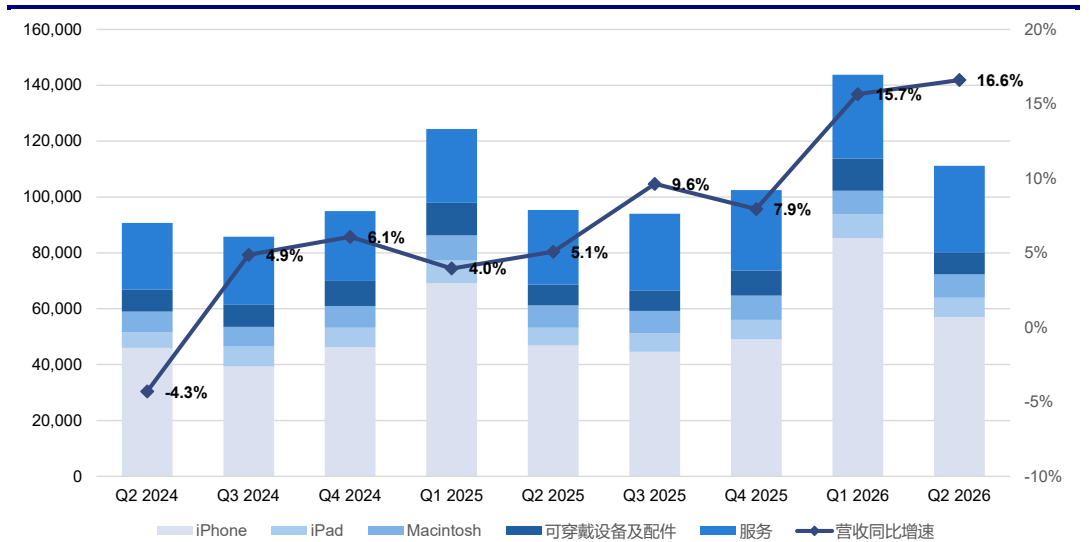
GAAP 净利润同比增长 19.4%，高于彭博一致预期
 本季度公司的 GAAP 净利润为 295.8 亿美元，同比增长 19.4%，高于彭博一致预期的 287 亿美元。GAAP 摊薄每股盈利为 2.01 美元，高于彭博一致预期的 1.95 美元，去年同期为 1.65 美元。

本季度公司的现金及可交易证券结余为 1470 亿美元，净现金为 620 亿美元。公司共向股东返还约 150 亿美元，包括 110 亿美元的股票回购及 38 亿美元的股息。公司将不再以净现金中性作为正式目标，将普通股股息提升至每股 0.27 美元，董事会已批准额外 1000 亿美元用于股票回购。

公司预计下一季度收入同比约 15.5% 增长
 公司预计 FY26Q3 的销售收入增速为 14%-17%，其中服务收入同比增速与本季度类似，而 iPad 收入可能出现下滑。公司下季度的毛利率将在 47.5%-48.5% 之间。经营支出为 188-191 亿美元，税率约为 17%。

现任 CEO 蒂姆库克将于 9 月 1 日卸任 CEO 转任执行董事长，由负责硬件工程的 SVP 约翰特努斯接任。特努斯 2001 年加入苹果，曾主导 Apple Silicon 的推进，契合智能手机与 AI 终端的硬件需求增长。

图表 1：苹果公司季度营收及增速（百万美元）

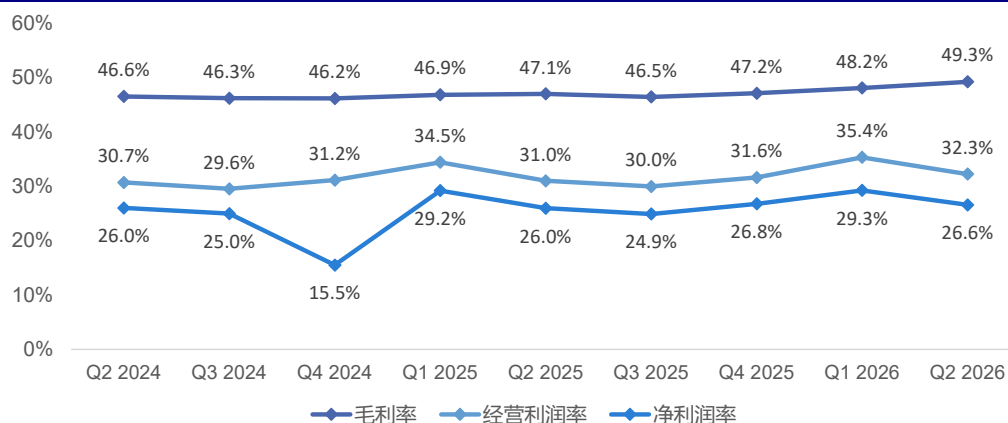


资料来源：公司披露，第一上海整理

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 570、84、69、310、79 亿美元。iPhone 收入占比为 51.3%，去年同期为 49.1%。

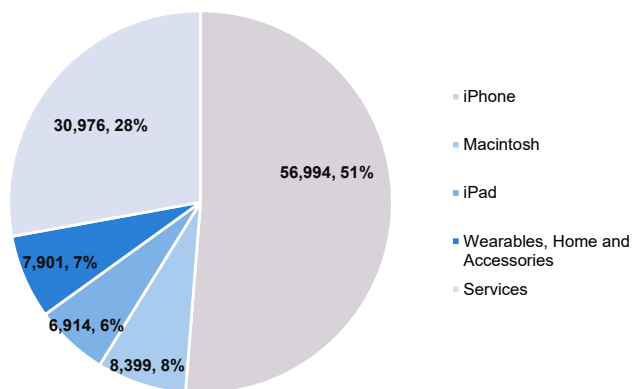
按区域划分，公司在美洲、大中华、欧洲、日本及亚太其他地区本季度的收入分别为 451、205、281、84、91 亿美元。亚太其他地区增量将主要来自印度：2025 财年苹果在印度的收入约 90 亿美元，iPhone 在印度市场出货量约 1400 万部，市场占比提升至 9%。参考中国市场苹果市占率 15% 左右计算，我们预计印度市场将能贡献 200 亿美元以上的硬件销售增量。

图表 2：毛利润率、经营利润率及净利润率趋势



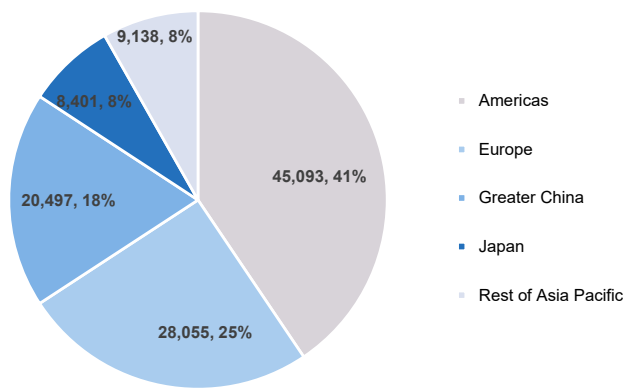
资料来源：公司披露，第一上海整理

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

iPhone17 系列热销

iPhone 收入同比增长 22%

本季度 iPhone 业务收入为 569.9 亿美元，同比增长 21.7%。ASP 为 933 美元，同比增长 124 美元。据 IDC 数据，2026Q1 全球手机出货量 2.89 亿台，同比下降 4.1%；其中 iPhone 为 6110 万台，同比增长 3.3%，出货量占比 21.1%。中国区 iPhone 的出货量同比增长 33.3%至 1310 万台，市场份额为 18.9%，市占率同比增长 5.1pcts。

图表 5：2026Q1 全球智能手机销量

Company	1Q26 Shipments	1Q26 Market Share	1Q25 Shipments	1Q25 Market Share	Year-Over-Year Change
1. Samsung	62.8	21.7%	60.6	20.1%	3.6%
2. Apple	61.1	21.1%	59.1	19.6%	3.3%
3. Xiaomi	33.8	11.7%	41.8	13.8%	-19.1%
4. OPPO	30.7	10.6%	34.1	11.3%	-9.9%
5. vivo	21.2	7.3%	22.7	7.5%	-6.8%
Others	80.1	27.6%	83.6	27.7%	-4.2%
Total	289.7	100.0%	302.0	100.0%	-4.1%

资料来源：IDC

iPhone17 升级较多刺激用户换机

iPhone17 系列的内存从标准版/Pro 版的 6GB/8GB 升级到了 8GB/12GB，同时标准版配备了高刷新率 ProMotion 屏幕。标准版 iPhone 升级较多，与 iPhone 16e 一同吸引

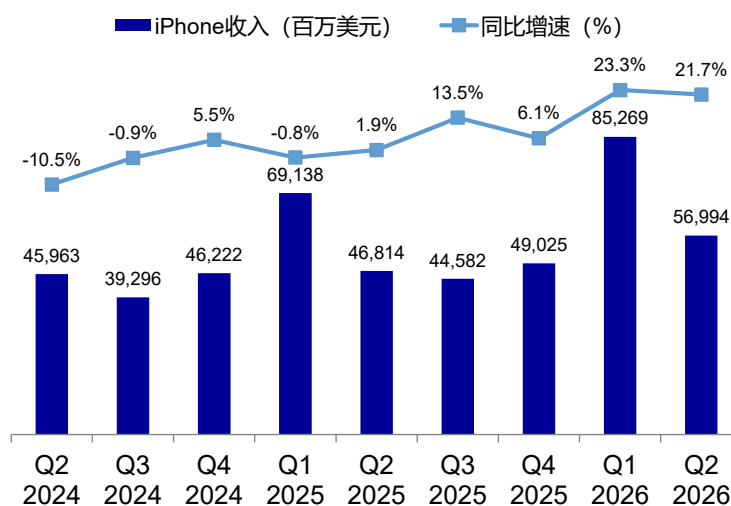
了原本可能会选择打折的旧款及二手 iPhone 的消费者。高阶 iPhone 电池容量提升约 400mAh，续航实现较大升级，有效刺激用户换机需求。

目前市场上约有 14-15 亿台 iPhone，如果按照换机周期 5 年计算，每年将有约 2.8-3 亿旧 iPhone 用户的换机需求，考虑用户流失率，我们认为 iPhone 在产品周期大年叠加换机周期刺激下销量有望接近 2.5 亿台。同时，公司较低的库存水平也预示着新一代 iPhone 的销量较为理想。

得益于苹果的供应链长期采购协议及较高 ASP，存储价格上涨对公司影响较小，单台手机成本上涨将控制在 100 美元以内。我们认为未来入门级产品将维持价格不变提升市占率，同时高端产品买家对价格上涨的承受能力较强，将涨价维持毛利率。

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

服务业务稳步提升

服务收入同比增长 16%

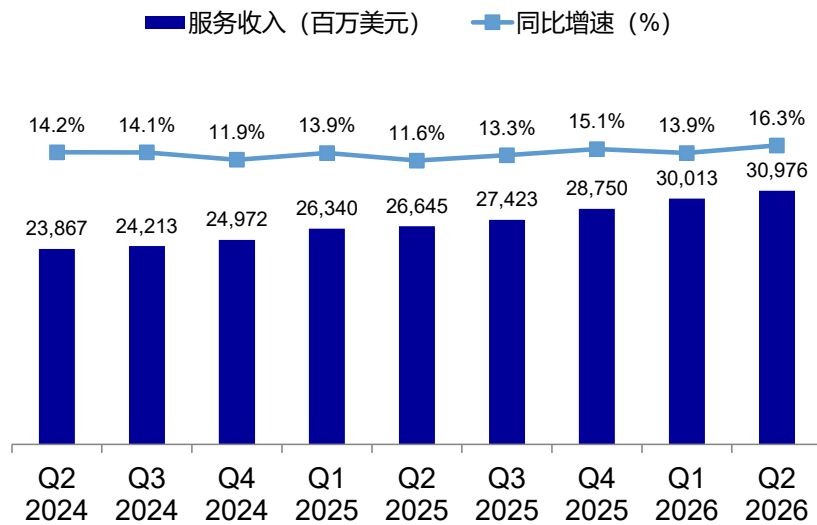
本季度，服务收入为 309.8 亿美元，同比增长 16.3%，收入占比为 27.9%。活跃设备突破 25 亿台，广告、App Store、云服务、音乐、支付服务和视频等业务均创下历史新高。

生态用户付费用户超 10 亿

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。公司各项服务的客户参与度持续增长，交易账户和付费账户数量均创历史新高。

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 与手机的融合方面有望成为其新增长点。相比其他 AI 应用，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。苹果与谷歌合作将为 AFM (Apple Foundation Model) 提供更好的基础和用户体验。

图表 7：服务收入及增速



资料来源：公司披露，第一上海整理

Mac、iPad 及可穿戴业务均实现增长

可穿戴设备收入同比增长 6%

本季度，可穿戴设备及配件收入为 79 亿美元，同比增长 6%。可穿戴设备收入实现回暖。AirPods Pro 3 的市场反响非常热烈，产品供应受到限制，公司上线了耳机的实时翻译功能。本季度公司推出了 AirPods Max 2

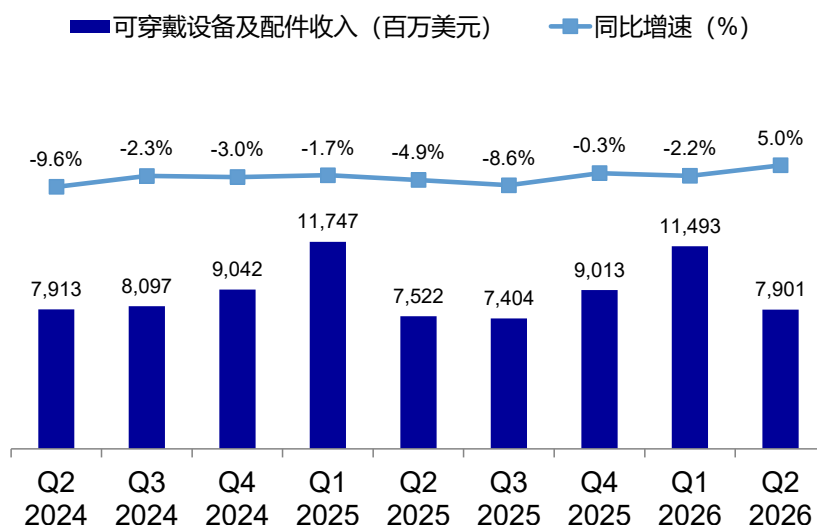
iPad 收入同比增长 8%

本季度，iPad 收入为 69 亿美元，同比增长 8%，主要得益于新一代 M5 处理器 iPad 产品线的热销。

Mac 收入同比增长 6%

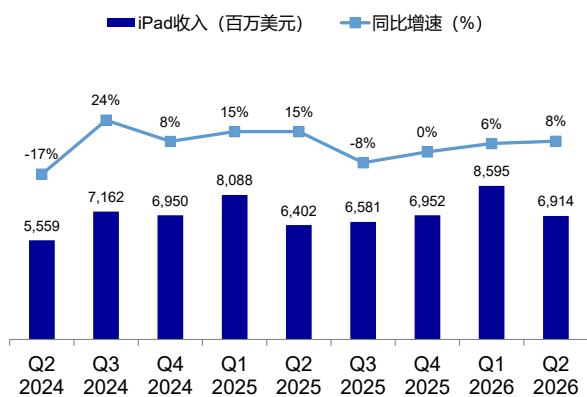
Mac 收入为 84 亿美元，同比增长 5.7%。本季度 MacBook、MacBook Air 及 MacBook Pro 均升级到 M5 系列处理器。M 系列处理器由于统一内存的优势可以运行参数量较大的大模型，同时 Macintosh 系统对 Linux 的支持较好，因此吸引了部分 AI 用户的需求，Mac Mini 迎来热销，交货周期延长。M3 Ultra 支持 512GB 的统一内存，能够在内存中运行拥有超过 6000 亿个参数的大型语言模型。

图表 8：可穿戴设备收入及增速

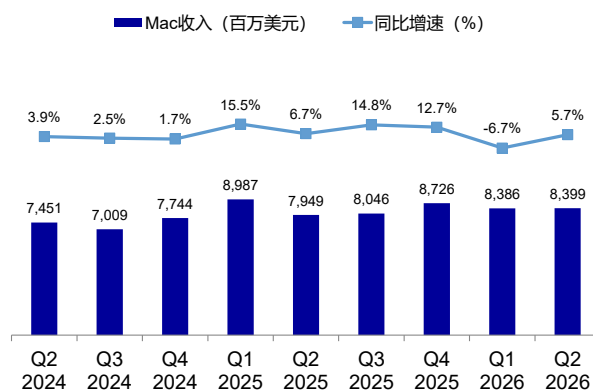


资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 9: iPad 收入及增速



图表 10: Mac 收入及增速



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

资料来源: 公司披露, 第一上海整理

估值

目标价 350.00 美元，买入评级

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%。我们认为 iPhone 将在接下来三年内迎来较强的产品周期，用户换机需求将被有效刺激带动销量超预期，存储成本上涨的影响可控且利于公司提升市场份额。但未来公司需要依靠 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 10.3%，对应 EPS CAGR 为 13.7%。提升公司目标股价至 350.00 美元，较当前股价有 26.43% 的上涨空间，买入评级。

图表 11: DCF 估值模型

折现年限	高速增长期					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	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2037E
自由现金流量	133,544	155,559	179,745	203,112	225,455	248,000	270,320	291,946	312,382	331,125	341,058
自由现金流量增长率		16.5%	15.5%	13.0%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	3.0%
折合至2025年的现金流量	133,544	144,036	154,103	161,237	165,716	168,785	170,347	170,347	168,770	165,645	3,412,282
永续期折现值											7,025,803
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	5,014,812										
减: 净金融负债	-116,094										
股本价值	5,130,906										
股本数量 (预期)	14,660										
DCF法之每股价值 (美元)	350.00										

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

单位: 百万美元, 财务年度: 9月28日

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
主营业务收入	391,035	416,161	478,621	520,320	558,017
- 主营业务收入成本	210,352	220,960	252,233	270,566	290,169
毛利	180,683	195,201	226,388	249,754	267,848
营业开支	57,467	62,151	74,904	79,869	84,540
销售总务及管理开支	26,097	27,601	30,871	32,520	34,318
研究和开发开支	31,370	34,550	44,033	47,349	50,221
营业利润	123,216	133,050	151,484	169,885	183,308
- 利息支出	269	-321	0	0	0
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0
税前利润	123,485	132,729	151,484	169,885	183,308
- 所得税支出	29,749	20,719	24,389	27,351	29,329
非常项目收入	93,736	112,010	127,095	142,533	153,979
净利润	93,736	112,010	127,095	142,533	153,979
普通股股东所得净利润	93,736	112,010	127,095	142,533	153,979
折旧与摊销	73,448	76,014	83,961	92,213	100,775
EBITDA	134,661	144,748	159,430	178,137	191,871
主营业务增长 (%)	2.0%	6.4%	15.0%	8.7%	7.2%
EBITDA 增长率 (%)	6.6%	7.0%	9.2%	10.5%	7.2%

财务能力分析

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	46.2%	46.9%	47.3%	48.0%	48.0%
EBITDA 利率 (%)	34.4%	34.8%	33.3%	34.2%	34.4%
净利率 (%)	24.0%	26.9%	26.6%	27.4%	27.6%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	-6.7%	-6.6%	-6.5%	-6.3%	-6.2%
研发费用/收入 (%)	-8.0%	-8.3%	-9.2%	-9.1%	-9.0%
实际税率 (%)	24.1%	15.6%	16.1%	16.1%	16.0%
股息支付率 (%)	16.3%	13.8%	12.3%	11.1%	10.4%
库存周转	11.8	10.7	9.2	9.2	9.2
应收账款天数	29.4	32.1	33.0	33.0	31.0
应付账款天数	114.2	114.7	105.0	103.0	106.4
财务状况					
总负债/总资产	84.4%	79.5%	72.9%	64.9%	58.2%
经营性现金流/收入	31.5%	32.0%	31.7%	32.7%	32.9%
ROE	164.6%	151.9%	117.6%	90.0%	69.6%
ROA	25.7%	31.2%	31.9%	31.6%	29.1%

资产负债表

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
+ 现金与现金等同	29,943	35,934	62,215	109,382	179,598
+ 短期投资	35,228	18,763	18,763	18,763	18,763
+ 应收账款与票据	33,410	39,777	46,768	47,317	47,469
+ 库存	7,286	5,718	6,997	6,642	7,985
+ 其他流动资产	47,120	47,765	47,765	47,765	47,765
总计流动资产	152,987	147,957	182,508	229,869	301,581
+ 长期投资与应收	91,479	77,723	77,723	77,723	77,723
+ 总固定资产	119,128	125,848	138,944	152,434	166,328
- 累计折旧	73,448	76,014	83,961	92,213	100,775
+ 净固定资产	45,680	49,834	54,984	60,221	65,553
+ 其他长期资产	74,834	83,727	83,727	83,727	83,727
总计长期资产	211,993	211,284	216,434	221,671	227,003
总资产	364,980	359,241	398,942	451,540	528,584
+ 应付账款	68,960	69,860	75,261	77,443	91,730
+ 短期借款	20,879	20,329	20,329	20,329	20,329
+ 其他短期负债	86,553	75,442	75,442	75,442	75,442
总计流动负债	176,392	165,631	171,032	173,214	187,501
+ 长期借款	85,750	78,328	78,328	78,328	78,328
+ 其他长期负债	45,888	41,549	41,549	41,549	41,549
总长期负债	131,638	119,877	119,877	119,877	119,877
总负债	308,030	285,508	290,909	293,091	307,378
总股东权益	56,950	73,733	108,034	158,449	221,206

现金流量表

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
+ 净利润	93,736	112,010	127,095	142,533	153,979
+ 折旧、摊销	11,445	11,698	7,947	8,252	8,562
+ 其他非现金调整	0	0	0	0	0
+ 非现金资本变动	1,492	-3,899	-2,870	1,988	12,791
经营活动现金流量	106,673	119,809	132,171	152,774	175,333
+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 资本支出	-9,447	-12,715	-13,096	-13,489	-13,894
+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	0	0	0	0	0
投资活动现金	2,935	15,195	-13,096	-13,489	-13,894
+ 已付股利	-15,234	-15,421	-15,645	-15,858	-16,069
+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0
+ 长期借款增加	0	4,481	0	0	0
+ 长期借款减少	-9,958	-10,932	0	0	0
+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 股本减少	-94,949	-90,711	-91,618	-92,534	-93,460
+ 其他融资活动	-5,441	-5,960	0	0	0
融资所得现金	-121,983	-120,686	-107,263	-108,392	-109,529
现金净增减	-794	5,991	26,281	47,167	70,216
现金剩余	29,943	35,934	62,215	109,382	179,598

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。

©2026 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。