

買入

2021年11月9日

晶片短缺導致營收不及預期為短期事件，基本面仍然強勁

- 財務摘要：** 本季度公司總收入為 834 億美元，同比增長 29%，低於彭博一致預期的 845 億美元。晶片的短缺對於收入造成了約 60 億美元的影響。其中產品收入為 651 億美元，同比增長 30%；服務收入為 183 億美元，同比增長 26%。本季度公司的毛利為 352 億美元，毛利率為 42.2%，同比增長 400 個基點。公司的淨利潤為 206 億美元，同比增長 62.2%，高於彭博一致預期的 205 億美元。攤薄每股盈利為 1.24 美元，高於彭博一致預期的 1.22 美元。公司預計晶片供應問題仍將對下一季度的收入造成影響，但收入仍將同比去年歷史最高季度增長雙位數，由於產能調整原因，iPad 收入將出現下降。
- iPhone13 升級點較多，推動用戶換機需求：** 公司本季度發佈了 iPhone 13，定價方面與 iPhone 12 持平。全系 iPhone 13 相比 12 配備了容量更大的電池，同時配備了採用 5nm 改進工藝的 A15 處理器，續航獲得了提升。iPhone 13 Pro 系列均配備了最高 120Hz 可變刷新率 Pro motion 顯示幕，以緩解高刷屏帶來的續航縮減。我們認為 13 的升級對 iPhone 11 代及之前的用戶均具有吸引力，將持續推動用戶的換機需求。
- 發佈 M 系列高端處理器：** 本季度公司發佈了新一代 MacBook Pro，搭載 M1 Pro 和 M1 Max 晶片。M1 Pro 和 Max 處理器具備 8+2 核的 CPU 及最多 32 核 GPU，64GB 共用記憶體，400GB/s 最大頻寬。同時，其也搭載了可變刷新率的 Mini-LED 背光顯示幕及 140w 快充功能。由於 M 系列晶片的專用設計，在視頻渲染及影像處理領域的表現極其出色。同時其低功耗的特性也大幅提升了筆記本的噪音、發熱及續航表現。我們認為 M 系列晶片將在為公司產品帶來強大的處理能力的同時，也能同時搭載到多款產品以攤薄設計成本。
- 目標價 180.00 美元，買入評級：** 我們採用 DCF 模型對蘋果的價值進行評估，WACC 為 8.5%。未來三年預測收入 CAGR 為 7%，預測 EPS CAGR 為 11.8%。我們維持公司的永續增長率 3%，求得股價為 180.00 美元，相比較當前股價有 19.65% 的上漲空間，維持買入評級。

韓嘯宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

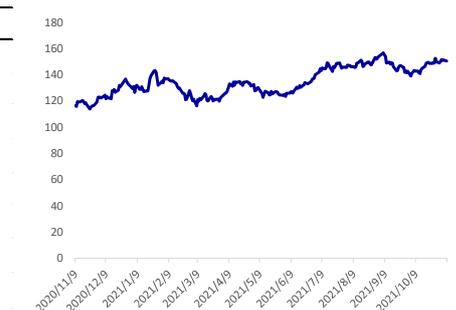
行業	TMT
股價	150.44 美元
目標價	180.00 美元 (+19.65%)
股票代碼	AAPL
總股本	164 億股
市值	24682 億美元
52 周高/低	157.26 美元/112.59 美元
每股帳面值	3.84 美元
主要股東	Vanguard Group 7.7% Blackrock 6.3% Berkshire Hathaway 5.4% State Street Corp 3.8%

盈利摘要

截至9月25日止財政年度	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
總營業收入 (美元百萬元)	274,515	365,817	388,195	411,988	447,942
變動	5.51%	33.26%	6.12%	6.13%	8.73%
淨利潤	57,411	94,680	96,996	105,209	116,098
每股盈利 (美元)	3.3	5.7	6.1	6.9	7.9
變動	10.70%	71.30%	7.18%	13.34%	14.95%
基于150.44美元的市盈率 (估)	45.5	26.5	24.8	21.8	19.0
每股派息 (美元)	0.8	0.9	0.9	1.0	1.2
股息現價比	0.53%	0.57%	0.61%	0.69%	0.80%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

2021 財年第四財季及全財年業績摘要

收入同比增長 29%

本季度公司總收入為 834 億美元，同比增長 29%，低於彭博一致預期的 845 億美元。公司表示晶片的短缺對於收入造成了約 60 億美元的影響。其中產品收入為 651 億美元，同比增長 30%；服務收入為 183 億美元，同比增長 26%。

毛利率為 42.2%

本季度公司的毛利為 352 億美元，毛利率為 42.2%，環比下降 110 個基點，同比增長 400 個基點。毛利的增長主要由於成本節省及更高的服務收入占比，其中產品毛利率為 34.3%，服務毛利率為 70.5%。

淨利潤同比增長 62.2%

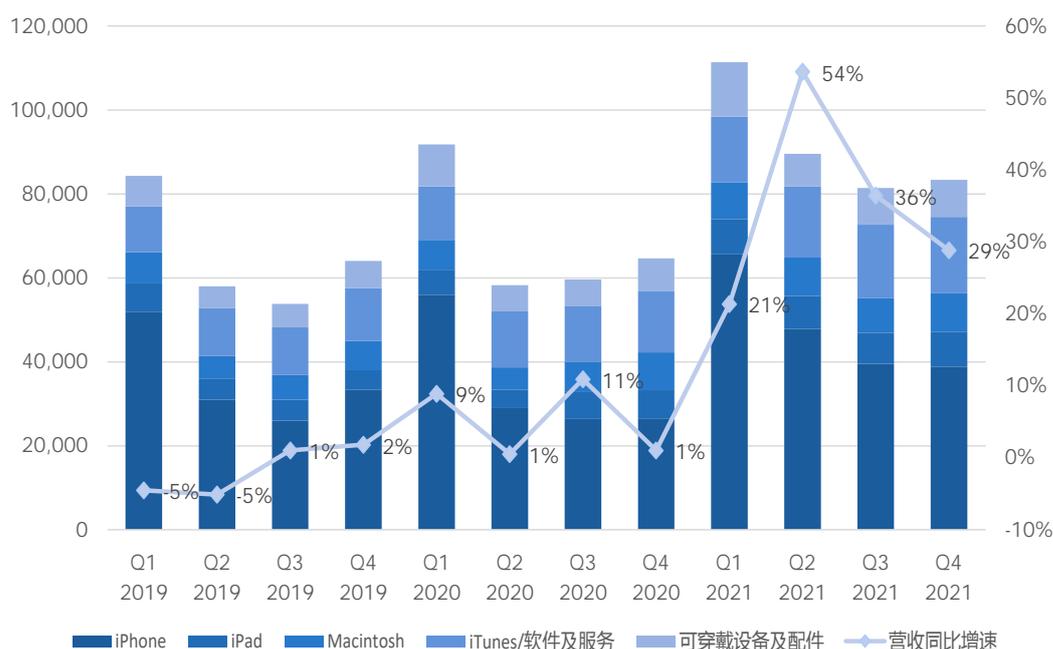
本季度公司的淨利潤為 206 億美元，同比增長 62.2%，高於彭博一致預期的 205 億美元。攤薄每股盈利為 1.24 美元，去年同期為 0.73 美元，高於彭博一致預期的 1.22 美元。

本季度，公司的現金及可交易證券結餘為 1910 億美元，淨現金為 660 億美元。公司共向股東返還超過 240 億美元，包括近 200 億美元的股票回購及 36 億美元的股息。

公司預期下一季度營收將實現同比增長

公司預計晶片供應問題將對下一季度的收入造成更大的影響，但我們預計收入仍將同比去年歷史最高的季度收入增長雙位數。由於產能調整原因，iPad 收入將出現同比下降，但 iPhone 改善由於本季度供應緊張造成的收入減少。毛利將在 41.5-42.5% 之間，經營支出為 124-126 億美元，稅率約為 16%。

圖表 1: FY2019Q1-FY2021Q4 收入及增速 (百萬美元)



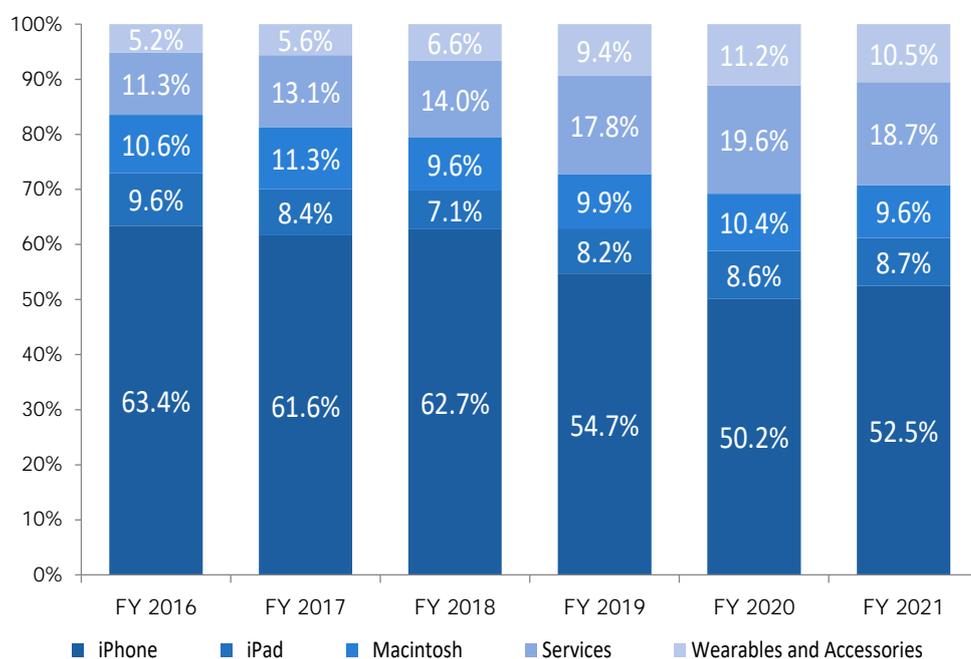
資料來源：公司披露，第一上海整理

公司 2021 全財年收入為 3658 億美元，同比增長 33.3%。淨利潤 947 億美元，同比增長 64.9%。攤薄每股盈利為 5.61 美元，去年同期為 3.28 美元。毛利率為 41.8%，同比增長 360bps。全年經營支出為 439 億美元，經營利潤率為 29.8%。淨利率為 25.9%，去年同期為 20.9%。公司 2021 財年產生的經營現金流為 1040 億美元，自由現金流為 930 億美元。

公司在五個大區中的銷售收入均同比增長超過兩位數；美洲、大中華、歐洲、日本及亞太其他地區的收入分別為 1533、684、893、285、264 億美元，同比分別增長

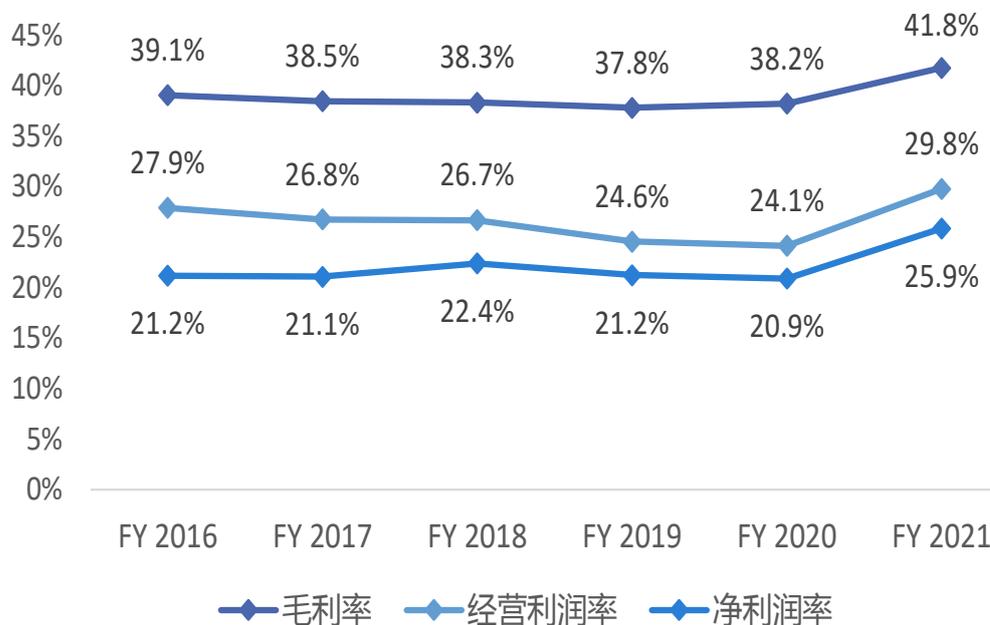
23%、70%、30%、33%、35%。其中，大中華區增長表現亮眼，iPhone 13 系列在中國市場的銷售表現強勁。

圖表 2: FY2016–FY2021 各項業務收入占比



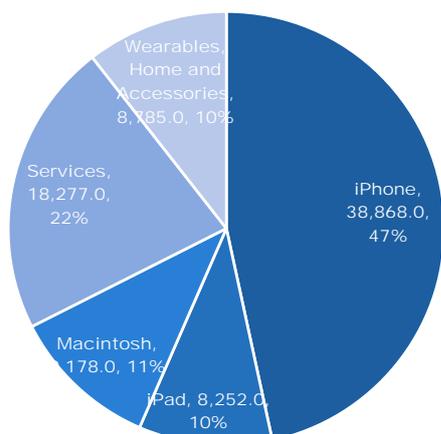
資料來源：公司披露，第一上海整理

圖表 3: FY2016–FY2021 各項利潤率

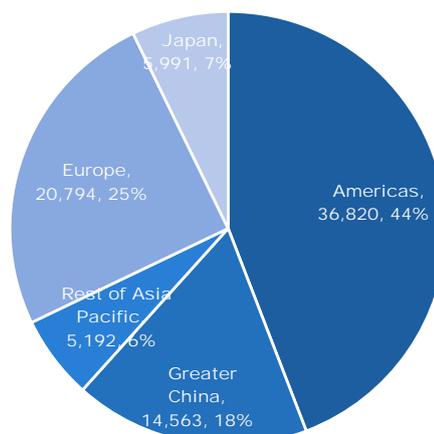


資料來源：公司披露，第一上海整理

圖表 4: FY2021Q4 按業務劃分收入占比



圖表 5: FY2021Q4 按區域劃分收入占比



資料來源: 公司披露, 第一上海整理

資料來源: 公司披露, 第一上海整理

iPhone13 升級點較多, 推動用戶換機需求

iPhone 收入同比增長 50%

本季度 iPhone 業務收入為 389 億美元, 同比增長 50%。據 IDC 資料, 2021Q3 全球手機出貨量 3.3 億台, 其中 iPhone 為 5040 萬台, 占比 15.2%, 去年同期為 3760 萬台。中國地區 Q2 手機出貨量 8080 萬台, 同比下降 4.7%, 其中 iPhone 出貨量 1050 萬台, 同比增長 49.7%。2021 全財年 iPhone 出貨量達到 2.4 億台, 超過 2015 財年 iPhone6 的 2.3 億台, 為歷史最高資料。同時本財年 iPhone 的 ASP 達到 800 美元, 同比增長 10.2%。

圖表 6: 2021Q3 全球智慧手機銷量

Company	3Q21 Shipments	3Q21 Market Share	3Q20 Shipments	3Q20 Market Share	Year-Over-Year Change
1. Samsung	69.0	20.8%	80.4	22.7%	-14.2%
2. Apple	50.4	15.2%	41.7	11.7%	20.8%
3. Xiaomi	44.3	13.4%	46.5	13.1%	-4.6%
4T. vivo*	33.3	10.1%	31.5	8.9%	5.8%
4T. OPPO*	33.2	10.0%	30.6	8.6%	8.6%
Others	101.1	30.5%	124.3	35.0%	-18.7%
Total	331.2	100.0%	354.9	100.0%	-6.7%

資料來源: IDC

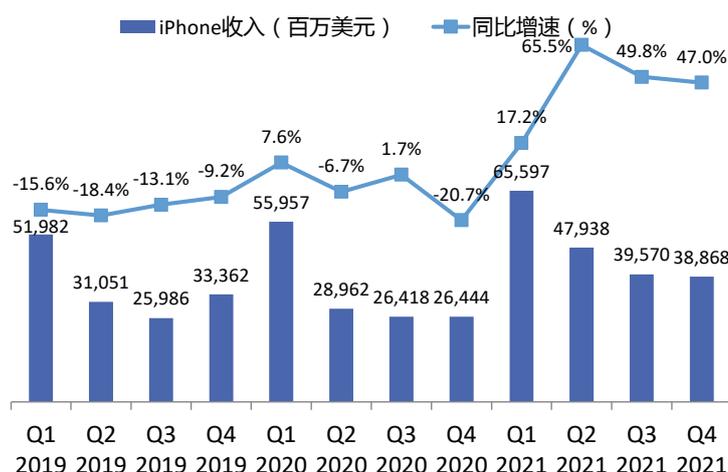
發佈 iPhone 13 系列

公司本季度發佈了新一代的 iPhone 13, 定價方面與 iPhone 12 持平。全系 iPhone 13 相比 12 配備了容量更大的電池, 同時配備了採用 5nm 改進工藝的 A15 處理器, 續航獲得了提升。iPhone 13 Pro 系列均配備了最高 120Hz 可變刷新率 Pro motion 顯示幕, 以緩解高刷屏帶來的續航縮減。我們認為 13 的升級對 iPhone 11 代及之前的用戶均具有吸引力, 將持續推動用戶的換機需求。

未來 2 年仍將是換機高峰期

目前市場上約有 10 億台 iPhone, 其中已經到達更換週期的 iPhone6S、iPhone7 及 iPhone8、iPhoneX 占比約 30%。而全世界 5G 手機的更換週期剛剛開始, 如果按照留存比率 80%計算, 我們認為近 3 年每年將有約 2.4 億台 iPhone 的換機需求。

圖表 7: iPhone FY2019Q1-FY2021Q4 收入及增速



資料來源：公司披露，第一上海整理

服務付費訂閱使用者達到 7.5 億

服務收入同比增長 33%

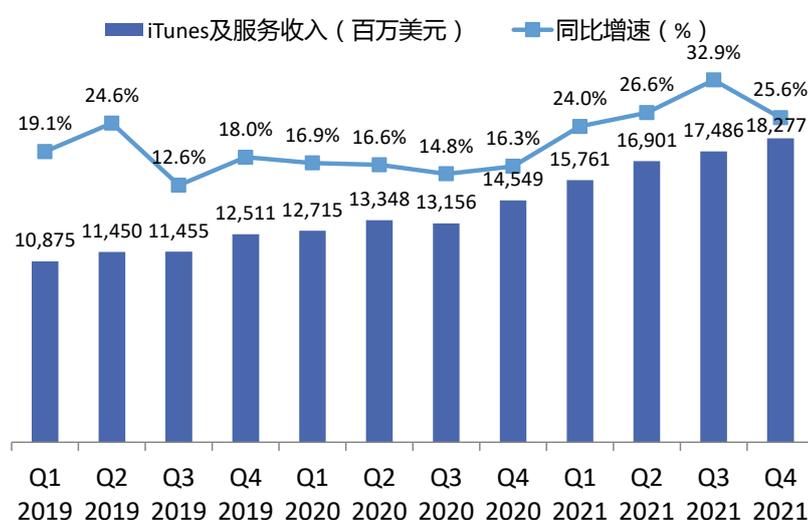
本季度，iTunes 及服務收入為 183 億美元，同比增長 33%，收入占比為 22%。服務的毛利率為 70.5%。服務業務的增長主要受益於 App Store，雲服務，音樂，視頻，廣告、Apple Care 和支付服務。

付費訂閱用戶達到 7.5 億

新服務產品 Apple TV +，Apple Arcade，Apple News +，Apple Card，Apple Fitness + 以及 Apple One 正在逐步推進訂閱用戶增長。Fitness+ 將在 15 個新的國家/地區推出。目前平臺上共有 7.45 億付費訂閱用戶，同比增加超過 1.6 億。公司將繼續提高當前服務產品的廣度和品質。

目前，蘋果擁有 16.5 億台 iOS 設備，7 億個服務訂閱使用者。加之 Apple One 的捆綁銷售策略將提升付費用戶數量，我們認為蘋果軟體服務的貨幣化速度正處於高速增長期，並且將繼續成為公司收入的主要增長動力。

圖表 8: 服務 FY2019Q1-FY2021Q4 收入及增速



資料來源：公司披露，第一上海整理

Apple Silicon 發佈性能強勁晶片 M1 Pro/Max

可穿戴設備收入同比增長 12%

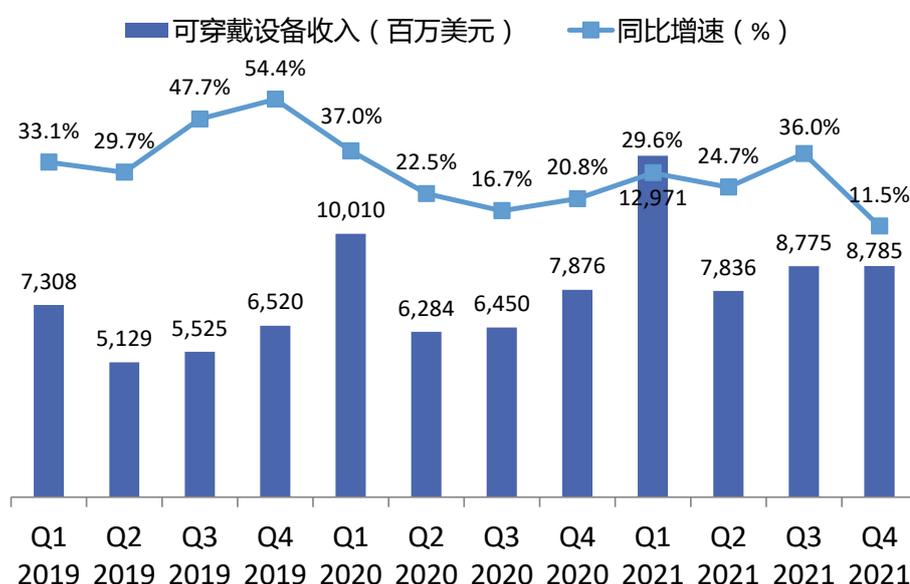
本季度，可穿戴設備收入為 88 億美元，同比增長 12%。公司發佈了具備更大顯示幕的 Apple Watch 7 和 HomePod mini。

Mac 與 iPad 收入同比增長 2%與 21%

M1 驅動了消費者對 iPad Pro 及 MacBook Air 的強勁需求。本季度，iPad 收入為 83 億美元，同比增長 21%。Mac 收入為 92 億美元，同比增長 2%。公司發佈了新一代 MacBook Pro，搭載 M1 Pro 和 M1 Max 晶片。M1 Pro 和 Max 處理器具備 8+2 核的 CPU 設計及最多 32 核 GPU，64GB 共用記憶體，400GB/s 最大頻寬。同時，其也搭載了可變刷新率的 Mini-LED 背光顯示幕及 140w 快充功能。

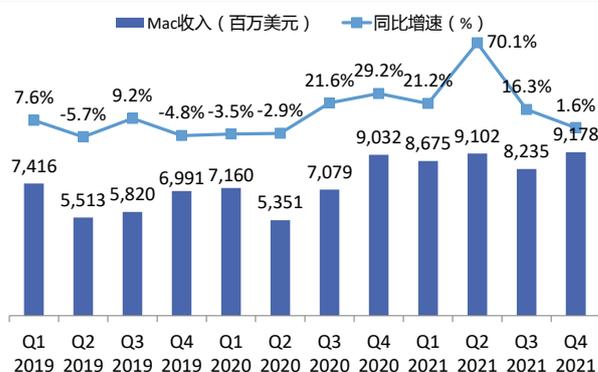
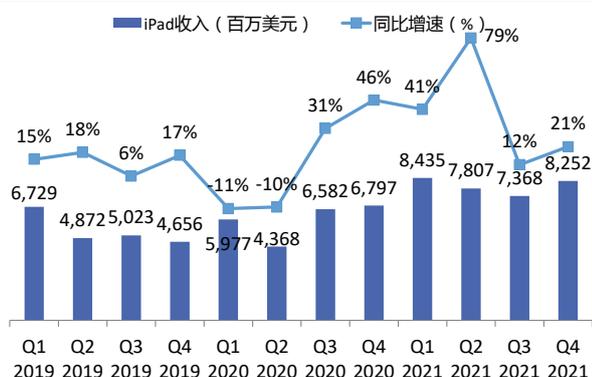
由於 M 系列晶片的專用設計，其在視頻渲染及影像處理領域的表現極其出色。同時其低功耗的特性也大幅提升了筆記本的噪音、發熱及續航表現。隨著軟體廠商對 M 系列晶片的優化，我們認為 M 系列晶片將在為公司產品帶來強大的處理能力的同時，也能同時搭載到多款產品以攤薄設計成本。

圖表 9：可穿戴設備 FY2019Q1-FY2021Q4 收入及增速



資料來源：公司披露，第一上海整理

圖表 10：iPad FY2019Q1-FY2021Q4 收入及增速 圖表 11：Mac FY2019Q1-FY2021Q4 收入及增速



資料來源：公司披露，第一上海整理

資料來源：公司披露，第一上海整理

估值

目標價 180.00 美元，維持買入評級

我們採用 DCF 模型對蘋果的價值進行評估，設定 WACC 為 8.5%，考慮到公司的付費訂閱用戶數量持續增長，iPhone 系列將繼續熱銷，自研 M 系列桌面處理器構築生態優勢，將持續提升收入及利潤率。未來三年預測收入 CAGR 為 7%，預測 EPS CAGR 為 11.8%。我們維持公司的永續增長率 3%，求得合理股價為 180.00 美元，相比較當前股價有 19.65% 的上漲空間，維持買入評級。

圖表 12: DCF 估值模型

折現年限	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
現金流量預測	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
自由現金流量	102,407	115,895	129,620	141,285	152,588	163,269	173,066	181,719	188,988	194,657	200,497
自由現金流增長率	5%	13%	12%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	3%
折合至2020年的現金流量	102,407	106,815	110,106	110,614	110,104	108,582	106,080	102,658	98,400	93,412	1,749,353
永續期折現值											3,754,762
基本參數：											
WACC	8.5%										
長期增長率	3.0%										
債券價值	0										
公司價值計算											
現金流折現	2,798,531										
減：淨金融負債	-100,495										
股本價值	2,899,026										
股本數量（預期）	16,106										
DCF 法之每股價值（美元）	180.00										

資料來源：第一上海預測

風險因素

市場競爭風險

智慧手機市場已經接近飽和，手機銷量來自于更新用戶。目前安卓手機性價比優勢凸顯，如果公司的產品競爭力減弱，將會對公司的收入造成較大影響，並影響 iOS 生態中的用戶量。

訂閱業務風險

Apple TV+、New+、Arcade、Fitness+ 都面臨較強的市場競爭對手，可能會影響公司新訂閱業務的增長與收入。

自研處理器業務風險

公司過去曾與 IBM 合作打造 PowerPC 平臺，但最終不敵 Intel 聯盟。本次推行桌面平臺的 M 系列處理器雖然在 iOS 生態已證明可行，但在 PC 領域尚且有待考驗，應用遷移的工作仍在進行。

匯率風險

受宏觀環境影響，匯率波動會影響公司以美元計價的財務資料。當前美元疲軟，海外收入以美元計算會有額外收益。

地緣政治風險

中美關係緊張，蘋果一直被擔心成為中方報復美國的替罪羊。已經有中國應用商店下架大量遊戲的舉措，不排除後續還有更多更嚴厲的措施，負面影響蘋果在中的生產和銷售。蘋果也在未雨綢繆，開始將產業鏈部分產能轉移到東南亞國家。但是仍然需要緊密關注。

主要財務報表

損益表

单位：百万美元, 财务年度：9月25日

	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	274,515	365,817	388,195	411,988	447,942
- 主营业务收入成本	169,559	212,981	225,153	236,481	255,327
毛利	104,956	152,836	163,042	175,507	192,615
营业开支	38,668	43,887	48,524	51,292	55,545
销售总务及管理开支	19,916	21,973	24,068	25,543	27,772
研究和开发开支	18,752	21,914	24,456	25,749	27,772
营业利润	66,288	108,949	114,517	124,214	137,070
- 利息支出	803	258	0	0	0
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0
税前利润	67,091	109,207	114,517	124,214	137,070
- 所得税支出	9,680	14,527	17,521	19,005	20,972
非常项目前收入	57,411	94,680	96,996	105,209	116,098
净利润	57,411	94,680	96,996	105,209	116,098
普通股股东所得净利润	57,411	94,680	96,996	105,209	116,098
折旧与摊销	66,760	70,283	73,225	76,456	79,978
EBITDA	77,344	120,233	117,459	127,445	140,593
主营业务增长 (%)	5.5%	33.3%	6.1%	6.1%	8.7%
EBITDA 增长率 (%)	1.1%	35.7%	-2.4%	7.8%	9.4%

资产负债表

	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	38,016	34,940	36,555	50,403	76,312
+ 短期投资	52,927	27,699	27,699	27,699	27,699
+ 应收账款与票据	16,120	26,278	26,899	28,409	28,805
+ 库存	4,061	6,580	6,991	7,004	7,686
+ 其他流动资产	32,589	39,339	39,339	39,339	39,339
总计流动资产	143,713	134,836	137,484	152,853	179,842
+ 长期投资与应收	100,887	127,877	127,877	127,877	127,877
+ 总固定资产	103,526	109,723	116,230	123,062	130,236
- 累计折旧	66,760	70,283	73,225	76,456	79,978
+ 净固定资产	36,766	39,440	43,005	46,606	50,258
+ 其他长期资产	42,522	48,849	48,849	48,849	48,849
总计长期资产	180,175	216,166	219,731	223,332	226,984
总资产	323,888	351,002	357,215	376,185	406,825
+ 应付账款	42,296	54,763	56,271	62,941	71,368
+ 短期借款	13,769	15,613	15,613	15,613	15,613
+ 其他短期负债	49,327	55,105	55,105	55,105	55,105
总计流动负债	105,392	125,481	126,989	133,659	142,086
+ 长期借款	98,667	109,106	109,106	109,106	109,106
+ 其他长期负债	54,490	53,325	53,325	53,325	53,325
总长期负债	153,157	162,431	162,431	162,431	162,431
总负债	258,549	287,912	289,420	296,090	304,517
总股东权益	65,339	63,090	67,794	80,095	102,308

财务能力分析

	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	38.2%	41.8%	42.0%	42.6%	43.0%
EBITDA 利率 (%)	28.2%	32.9%	30.3%	30.9%	0.0%
净利率 (%)	20.9%	25.9%	25.0%	25.5%	25.9%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	-7.3%	-6.0%	-6.2%	-6.2%	-6.2%
研发费用/收入 (%)	-6.8%	-6.0%	-6.3%	-6.3%	-6.2%
实际税率 (%)	14.4%	13.3%	15.3%	15.3%	15.3%
股息支付率 (%)	24.5%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
库存周转	8.8	9.1	11.0	10.8	10.5
应收账款天数	26.0	21.2	25.0	24.5	23.3
应付账款天数	95.3	83.2	90.0	92.0	96.0
财务状况					
总负债/总资产	79.8%	82.0%	81.0%	78.7%	74.9%
经营性现金流/收入	24.1%	29.8%	29.5%	30.2%	30.6%
ROE	87.9%	150.1%	143.1%	131.4%	113.5%
ROA	17.7%	27.0%	27.2%	28.0%	28.5%

现金流量表

	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	57,411	94,680	96,996	105,209	116,098
+ 折旧、摊销	11,056	11,284	2,942	3,231	3,522
+ 其他非现金调整	12,207	2,985	0	0	0
+ 非现金资本变动	6,423	-2,578	476	5,148	7,347
经营活动现金流量	87,097	106,371	100,414	113,588	126,968
+ 固定资产清理	0	5	0	0	0
+ 资本支出	-7,309	-11,085	-6,507	-6,832	-7,174
+ 投资增加	-210	0	0	0	0
+ 投资减少	92	0	0	0	0
+ 其他投资活动	3,138	0	0	0	0
投资活动现金	-4,289	-14,545	-6,507	-6,832	-7,174
+ 已付股利	-14,081	-14,467	-14,821	-16,076	-17,740
+ 短期拆借变动	-1,089	-893	0	0	0
+ 长期借款增加	16,091	20,393	0	0	0
+ 长期借款减少	-12,629	-8,750	0	0	0
+ 股本增加	880	1,105	0	0	0
+ 股本减少	-72,358	-85,971	-85,971	-85,971	-85,971
+ 其他融资活动	-3,634	-6,556	0	0	0
融资所得现金	-86,820	-93,353	-100,792	-102,047	-103,711
现金净增减	-10,435	-3,860	1,615	13,848	25,909
现金剩余	39,789	35,929	36,555	50,403	76,312

资料来源：公司资料、第一上海预测

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話：(852) 2522-2101
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。