

Apple (AAPL.O/ AAPL US)

關稅戰失算，iPhone 銷量具下滑之風險

持有・重啟評等

收盤價 March 21 (US\$)	188.38
3 個月目標價 (US\$)	182.54
12 個月目標價 (US\$)	165.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	-12.4

焦點內容

1. 預期加徵關稅將使 2025 年 iPhone 銷量下滑。
2. 預估高毛利率之服務業務成長性將放緩。
3. Apple 當前評價仍高於前次關稅戰與同業之水準。

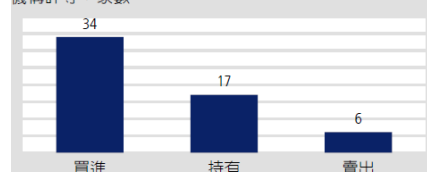
交易資料表

市值: (US\$bn)	2,829.9
流通在外股數 (百萬股):	15,022
機構持有比例 (%):	67.5
3M 平均成交量 (百萬股):	54.6
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	164.1-260.1

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(22.2)	(15.0)	11.1
相對表現 (%)	(8.1)	(4.1)	13.6

市場綜合評等

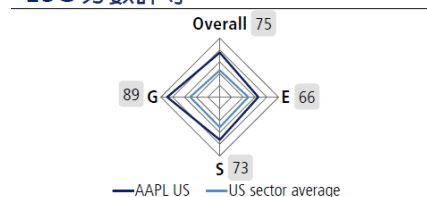
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	175	251	325
潛在報酬 (%)	(7.1)	33.2	72.5

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

預期 iPhone 因轉嫁成本而將使銷量低於市場預估，我們重啟對 Apple 評等為「持有」，並給予目標價 165 美元 (22x FY2026F EPS)。

評論及分析

預期關稅將使 2025 年硬體裝置銷量下滑。川普於 4/3 宣布對等關稅，中國將被加徵 34% 關稅、印度為 26%，使 iPhone、iPad 與 MacBook 等產品出口至美國銷售的成本增加約 31%。我們預期 Apple 欲維持毛利率，恐需調漲美國銷售之 iPhone、iPad 與 MacBook 等產品價格 30% 以轉嫁關稅成本，我們預估 2025 年全球 iPhone/iPad/MacBook 銷量將分別年減 4.4%/3.9%/2.6% 至 2.16 億/5,335 萬/2,182 萬台。因硬體產品佔蘋果總營收約 75%，預估此將使其 FY2025 硬體產品營收年減 0.4% 至 2,937 億元。

預估高毛利率之服務業務成長性將放緩。Apple 服務業務毛利率達 75%，過去 5 年來皆維持雙位數年增之成長性；然 2022 年後因 iPhone 銷量下滑，使 iPhone 使用人數成長性逐步放緩。預期 2025 年在 iPhone 銷量衰退的趨勢下，將壓抑 2025/2026 年服務業務之成長性，營收預估達 1,084/1,136 億美元，年增 12.7%/4.8%，低於 2024 年之 12.9%。

Apple 當前評價高於前次關稅戰與同業水準。我們預估公司 FY2025/2026EPS 分別為 7.10/7.51 美元，相較市場共識 EPS 分別為 7.25/7.92 美元，目前股價交易於約 24 倍之 FY2026 市場共識 EPS 預估。考量 Apple 成長性放緩，當前評價卻仍高於 2018 年關稅戰與同業水準，後續有再下修的風險。

投資建議

我們重啟評等為「持有」，目標價為 165 美元 (22x FY2026F EPS)。

投資風險

手機市況不如預期；自製晶片進度遞延；關稅調升使成本增加。

主要財務數據

	Sep-22A	Sep-23A	Sep-24A	Sep-25F	Sep-26F
營業收入 (US\$ 百萬元)	394,328	383,285	391,035	402,146	424,910
營業毛利 (US\$ 百萬元)	170,782	169,148	180,683	188,663	200,900
營業利益 (US\$ 百萬元)	119,437	114,301	123,216	127,695	135,564
EBITDA (US\$ 百萬元)	130,541	125,820	134,661	139,597	147,407
稅後淨利 (US\$ 百萬元)	99,803	96,995	93,736	107,620	113,752
每股盈餘 (US\$)	6.11	6.13	6.08	7.10	7.51
營收增長率 (%)	7.8	(2.8)	2.0	2.8	5.7
每股盈餘增長率 (%)	8.9	0.3	(0.8)	16.8	5.7
毛利率 (%)	43.3	44.1	46.2	46.9	47.3
營業利益率 (%)	29.8	30.3	29.8	31.5	31.8
EBITDA margin (%)	33.1	32.8	34.4	34.7	34.7
淨負債比 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
股東權益報酬率 (%)	197.0	156.1	164.6	183.1	191.6

資料來源: 公司資料; 凱基預估

FY1Q25 iPhone 營收占比提升至 56%。 FY1Q25 (財年止於 12 月) 為 iPhone 傳統旺季，營收占比前一季的 48.7% 提升至 55.6%；MacBook 營收占比由前一季的 8.2% 下滑至 7.2%；iPad 營收占比由前一季的 7.3% 下滑至 6.5%；穿戴式裝置營收占比維持 9.5%；服務業務營收占比由前一季的 26.3% 下滑至 21.2%。毛利率部分，整體電子產品平均約 39%，服務業務則約 75%。

FY2Q25 受惠產品組合轉佳，EPS 預估年增 8.5% 至 1.66 美元。 公司前次法說給予 FY2Q25 (財年止於 3 月) 營收年增中低個位數之展望，與目前市場共識預期 943 億美元、年增 4.0% 之預估相符；毛利率財測為 46.5-47.5%，優於同期的 45.9%，大致與市場共識相符；目前市場共識預估 FY2Q25 EPS 將年增 5% 至 1.61 美元。考量 iPhone 銷售雖步入傳統淡季，但基於上季新機銷售有助推升本季訂閱服務與手續費收入，預期服務業務將在 FY1Q25 的水準持續成長，因此我們預估公司 FY2Q25 營收將年增 4.5% 至 949 億美元；毛利率年增 0.9ppts 至 47.5%；EPS 則年增 8.5% 至 1.66 美元。

iPhone SE4 有助 FY3Q25 淡季不淡，EPS 預估年增 6.4% 至 1.49 美元。 FY3Q25 (財年止於 6 月) 雖受川普加徵關稅而影響短期美國之銷售狀況，但隨 Apple Intelligence 在更多地區開放並支援更多語言，以及 iPhone SE4 開賣，預期美國以外地區的銷售將維持相對穩定，使 iPhone 銷量與同期持平。我們預估 Apple FY3Q25 營收年增 4.7% 至 898 億美元，較市場共識之 895 億美元高出約 0.3%；毛利率預期年增 0.4ppts 至 46.7%，略低於市場共識之 47.1%；EPS 預期年增 6.4% 至 1.49 美元，與市場共識之 1.49 美元相當。

預期加徵關稅將使 2025 年 iPhone 銷量下滑。 川普 4/3 祭出對等關稅，中國將被美國加徵 34% 關稅、印度則達 26%，使 iPhone、iPad 與 MacBook 等產品出口至美國銷售的成本增加約 31%。基於目前 Apple 硬體產品的美國銷售比重約占 33%，在產品售價不調漲的情境下，加徵關稅將使 Apple 硬體產品毛利率減少約 10% 並使 FY2025/FY2026 EPS 分別減少約 1.95/2.13 美元，占整體獲利比重約 27%。若 Apple 欲透過調漲產品價格以轉嫁成本，Apple 將針對其在全球出售的硬體產品調漲約 10%、亦或是僅針對其在美國銷售之產品價格調漲約 30%。我們預期 Apple 欲維持毛利率，恐需調漲美國銷售之 iPhone、iPad 與 MacBook 等產品價格 30% 以轉嫁關稅成本，預估將使美國 iPhone 銷量減少約 20%，我們預估 2025/2026 年全球 iPhone 銷量將達 2.16/2.32 億支，分別為年減 4.4% 與年增 7.4%，低於市場共識之 2.25/2.38 億支；而 2025/2026 年全球 MacBook 銷量則預估達 2,182/2,270 萬台，分別為年減 2.6% 與年增 4.0%，低於市場共識之 2,364/2,459 萬支；2025/2026 年全球 iPad 銷量預估達 5,335/5,780 萬支，分別為年減 3.9% 與年增 8.3%，低於市場共識之 5,808/6,007 萬支。綜合上述因素，預估 Apple FY2025 硬體產品營收將年減 0.4% 至 2,937 億元。

預估高毛利率之服務業務成長性將放緩。Apple 服務業務營收在過去 5 年來皆維持雙位數年增之成長性，主要動能來自 iPhone 使用人數增加，推升美國 Apple 商店手續費與訂閱收入成長；以及近年來行動裝置流量增加，帶動廣告收入同步上揚。然而，2022 年後因 iPhone 銷量下滑，使 iPhone 使用人數成長性逐步放緩；預期 2025 年在 iPhone 銷量衰退的趨勢下，將壓抑 2025/2026 年服務業務之成長性，營收預估達 1,084/1,136 億美元，年增 12.7%/4.8%，低於 2024 年之 12.9%。

Apple 評價偏高，給予「持有」之評等，目標價為 165 美元。我們預估公司 FY2025/2026 EPS 分別為 7.10/7.51 美元，相較市場共識 EPS 分別為 7.25/7.92 美元，目前股價交易於約 24 倍之 FY2026 市場共識 EPS 預估。公司過往五年本益比多落於 16-28 倍之間，考量(1) Apple 約 75%營收來自消費性電子產品，受整體市況影響之程度較大，預期美國加徵關稅將使 Apple 被迫調漲產品價格以轉嫁成本，使銷量下滑；(2)高毛利率之服務業務營收將因 iPhone 銷量下滑，使 Apple 商店手續費與訂閱收入之成長性放緩；(3)Apple 在 2018 年中美貿易戰發生時受波及之程度較小，然觀察當時本益比僅約 16 倍，低於當前之 24 倍；而相較同業普遍落在 15 倍上下之水準，當前評價亦相對偏高。考量 Apple 長期營運雖仍受惠 AI 手機發展之趨勢，但近 2 年內因高毛利率之服務業務成長性放緩，且我們預估 2025/2026 年 iPhone 銷量將低於市場共識，使 Apple 當前評價具有較大之下修風險。綜合上述原因，預期 Apple 本益比將回落至區間均值之 22 倍上下浮動。基於當前潛在跌幅未達 15%，故給予「持有」之評等，目標價為 165 美元 (22x FY2026F EPS)。

圖 1：同業評價比較

公司	代碼	市值 (US\$mn)	股價 (當地貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		現金殖利率 (%)	
						2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2023	2024F
蘋果	AAPL US	2,829,858	203.2	持有	165.0	6.08	7.10	(0.8)	16.8	33.4	28.6	45.8	41.4	164.6	183.1	1.9	1.9
傳音*	688036 CH	12,871	89.0	未評等	N.A.	4.91	5.65	0.0	15.0	18.1	15.7	5.0	4.1	32.7	26.8	4.8	4.8
小米*	1810 HK	138,658	45.9	未評等	N.A.	1.19	1.56	39.2	22.3	38.6	29.4	6.1	5.2	12.3	15.7	0.0	0.0
聯想*	992 HK	13,417	9.8	未評等	N.A.	0.63	0.92	(36.9)	46.1	15.6	10.7	19.0	16.4	23.8	22.6	0.5	0.5
華碩	2357 TT	12,203	604.0	增加持股	800.0	42.27	44.45	97.1	5.2	14.3	13.6	1.7	1.6	12.3	12.1	2.8	5.6

資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 2：FY2Q25 財報與 FY3Q25 預估與市場共識比較

GAAP	2Q25F							3Q25F				
	公司財測 (中位數)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)		凱基預估	季增 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)
百萬元												
營收	93,929	94,880	(23.7)	4.5	94,323	0.6		89,793	(5.4)	4.7	89,509	0.3
毛利	44,147	45,031	(22.7)	6.5	44,397	1.4		41,903	(6.9)	5.6	42,124	(0.5)
營業利益	28,947	29,892	(30.2)	7.1	29,216	2.3		26,808	(10.3)	5.7	26,907	(0.4)
稅前利益	28,647	29,897	(29.8)	6.6	28,913	3.4		26,823	(10.3)	5.2	26,746	0.3
稅後淨利	24,063	25,113	(30.9)	6.2	24,323	3.2		22,531	(10.3)	5.1	22,509	0.1
EPS (US\$)	1.59	1.66	(30.9)	8.5	1.61	3.2		1.49	(10.3)	6.4	1.49	0.1
毛利率 (%)	47.0	47.5	0.6 ppts	0.9 ppts	47.1	0.4 ppts		46.7	(0.8)ppts	0.4 ppts	47.1	(0.4)ppts
營業利益率 (%)	30.8	31.5	(3.0)ppts	0.8 ppts	31.0	0.5 ppts		29.9	(1.7)ppts	0.3 ppts	30.1	(0.2)ppts
淨利率 (%)	25.6	26.5	(2.8)ppts	0.4 ppts	25.8	0.7 ppts		25.1	(1.4)ppts	0.1 ppts	25.1	(0.1)ppts

資料來源：凱基預估；Bloomberg

*財年分別止於三月、六月

圖 3：FY2025/2026 預估與市場共識比較

GAAP 百萬美元	2025F				2026F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	年增 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	402,146	2.8	409,252	(1.7)	424,910	5.7	441,624	(3.8)
毛利	188,663	4.4	191,849	(1.7)	200,900	6.5	208,557	(3.7)
營業利益	127,695	3.6	130,811	(2.4)	135,564	6.2	143,296	(5.4)
稅前利益	127,453	3.2	130,288	(2.2)	135,419	6.2	142,876	(5.2)
稅後淨利	107,620	14.8	109,899	(2.1)	113,752	5.7	120,000	(5.2)
EPS (US\$)	7.10	16.8	7.25	(2.1)	7.51	5.7	7.92	(5.2)
毛利率 (%)	46.9	0.7 ppts	46.9	0.0 ppts	47.3	0.4 ppts	47.2	0.1 ppts
營業利益率 (%)	31.8	0.2 ppts	32.0	(0.2)ppts	31.9	0.2 ppts	32.4	(0.5)ppts
淨利率 (%)	26.8	2.8 ppts	26.9	(0.1)ppts	26.8	0.0 ppts	27.2	(0.4)ppts

資料來源：凱基預估；Bloomberg

* 財年止於九月

圖 4：iPhone/iPad/Macbook CY1Q24-4Q26F 銷量預估

百萬台	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
iPhone	52	44	51	77	50	45	46	75	51	46	55	80
MacBook	5	5	6	6	6	5	6	6	5	5	6	6
iPad	12	13	15	16	13	13	14	14	13	14	15	16
年增率 (%)												
iPhone	(8)	(3)	4	3	(3)	2	(10)	(3)	2	2	20	7
MacBook	(7)	13	(8)	(3)	7	(2)	(5)	(9)	(9)	6	11	9
iPad	(14)	(11)	7	3	5	0	(8)	(10)	2	10	8	13

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：iPhone/iPad/Macbook CY2025/2026 全球銷量預估與市場共識比較

百萬台	2025F				2026F			
	凱基預估	年增率 (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	年增率 (%)	市場共識	差異 (%)
iPhone	216	(4.4)	225	(4.0)	232	7.4	238	(2.5)
iPad	53	(3.9)	58	(8.1)	58	8.3	60	(3.8)
MacBook	22	(2.6)	24	(7.7)	23	4.0	25	(7.7)

資料來源：Bloomberg；凱基

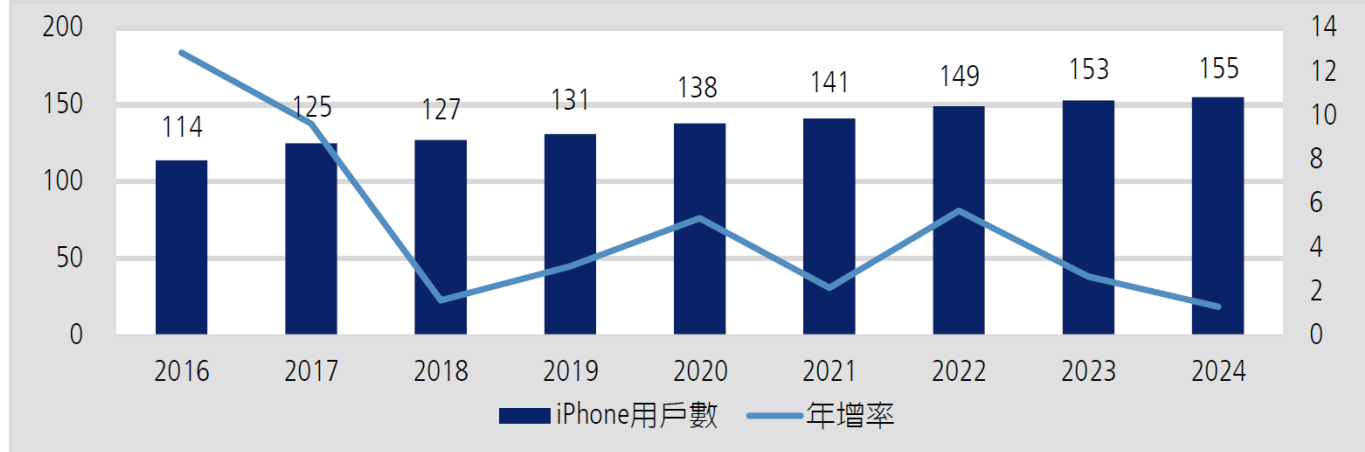
圖 6：Apple 產能多仰賴中國、印度出口

產能占比	中國	印度	越南	巴西
iPhone	85	13	0	2
MacBook	95	0	5	0
iPad	90	0	10	0

資料來源：凱基

圖 7: iPhone 使用者人數增幅趨緩

使用者人數，百萬人(左軸); 年增率，百分比(右軸)



資料來源：DemandSage；凱基

圖 8: MacBook、iPad、iPhone 美國需求於 2024 年占比分別為 44%、37%、35%

出貨量占比 (%)	iPhone	iPad	MacBook
歐洲、中東及北非	22	21	25
美國	35	37	44
中國	18	13	7
亞太 (未含中國)	18	24	17
拉丁美洲	4	2	4
其他	3	3	4
總計	100	100	100

資料來源：Gartner；凱基

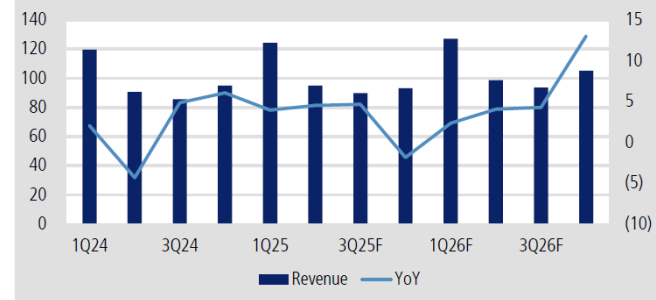
圖 9: 預估 iPhone、iPad、MacBook 美國市場出貨量將於 2025 分別年減 20%、28%、20%

百萬台	2024				2025F				2026F			
	全球出貨量	年增率 (%)	美國市場出貨量	年增率 (%)	全球出貨量	年增率 (%)	美國市場出貨量	年增率 (%)	全球出貨量	年增率 (%)	美國市場出貨量	年增率 (%)
iPhone	226	(2.0)	79	0.6	216	(4.4)	63	(20.0)	232	7.4	68	7.4
iPad	51	2.1	22	6.6	53	(3.9)	16	(27.5)	58	8.3	17	8.2
MacBook	21	4.5	10	8.8	22	(2.6)	8	(20.0)	23	4.0	8	3.9

資料來源：Gartner；凱基

圖 10: 季營收與年增率走勢

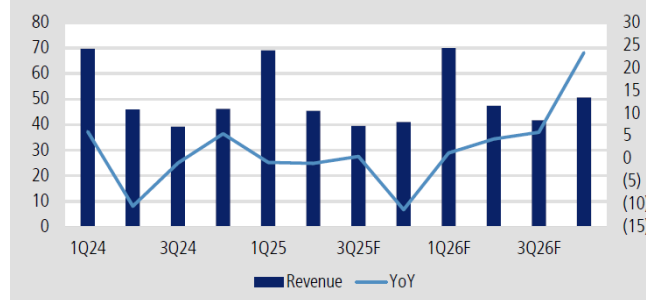
季營收，十億美元(左軸); 年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: iPhone 營收與年增率走勢

季營業收入，十億美元(左軸); 年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

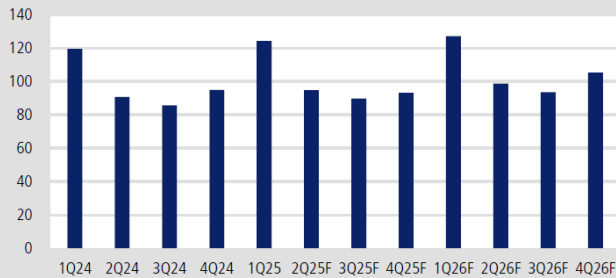
圖 12: 公司概况

Apple 於 1977 年成立，為版圖橫跨全球的科技公司，專精設計、製造與銷售個人電子產品，並提供各種相關服務。作為全球最具價值的品牌業者之一，2024 年 Apple 之手機出貨市占率為全球第一。2024 年營收占比為 iPhone 51%、MacBook 8%、iPad 7%、Wearables 9%、Services 25%

資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 季營收

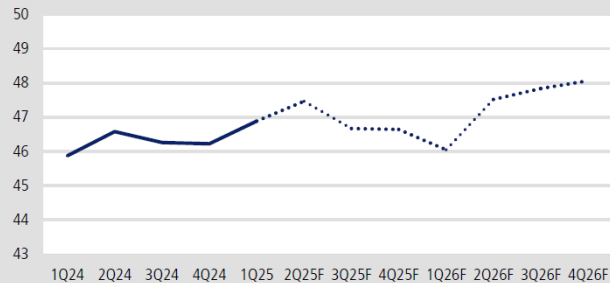
季營業收入，十億美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 16: 毛利率

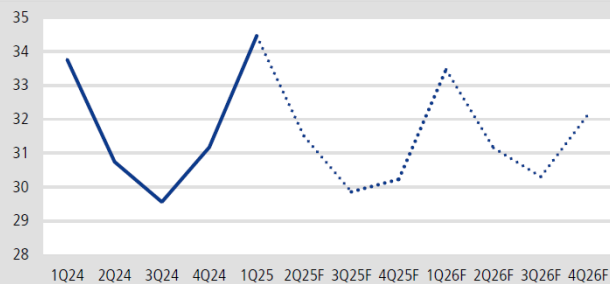
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 18: 營業利益率

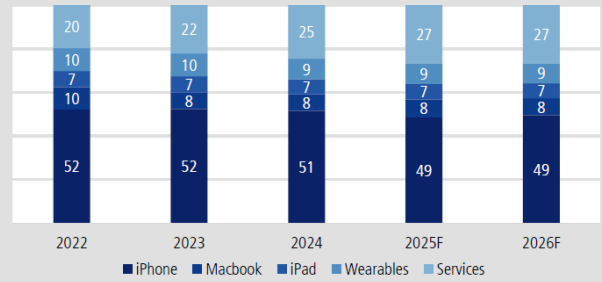
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 2024 年 iPhone 營收比重為 51%

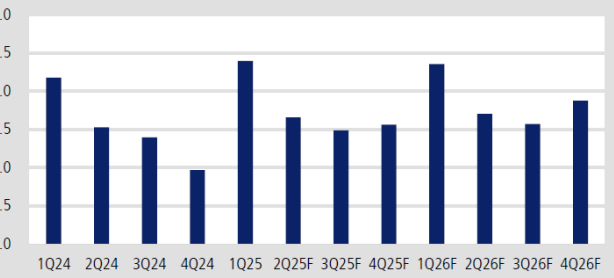
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 每股盈餘

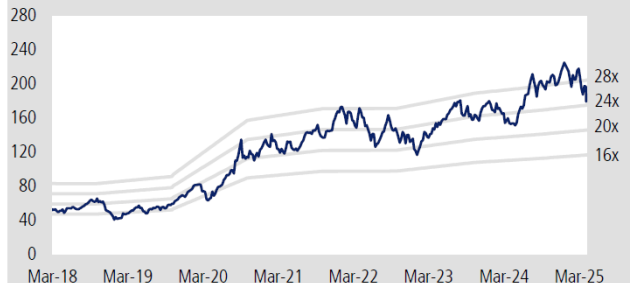
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 17: 未來 12 個月預估本益比

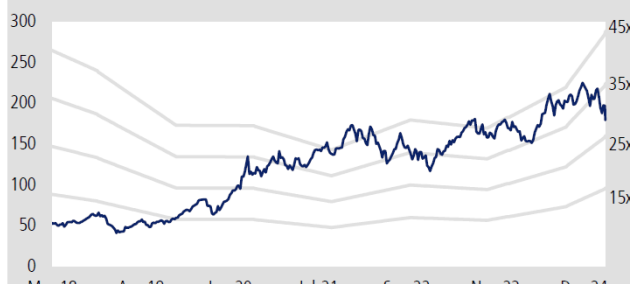
本益比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 19 未來 12 個月預估股價淨值比

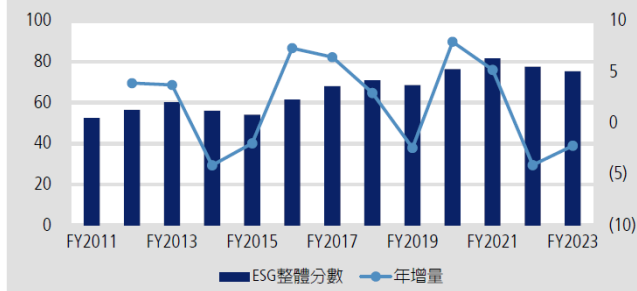
股價淨值比，倍



資料來源：公司資料；凱基

圖 20：ESG 整體分數

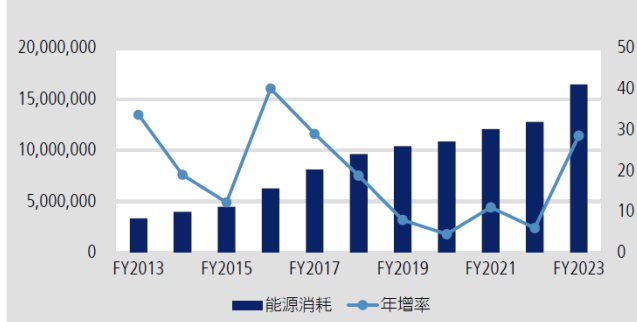
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：能源消耗

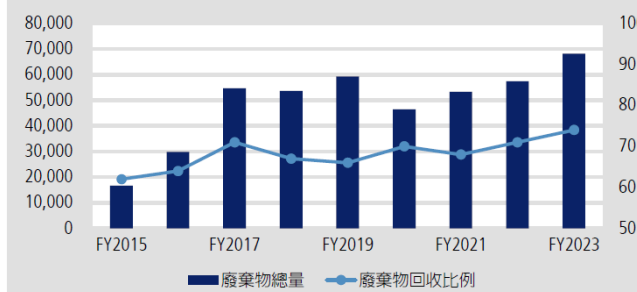
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24：廢棄物總量

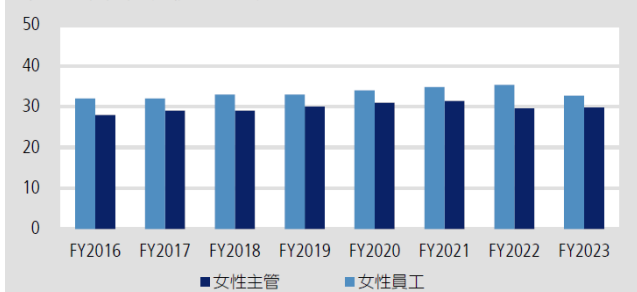
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 26：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

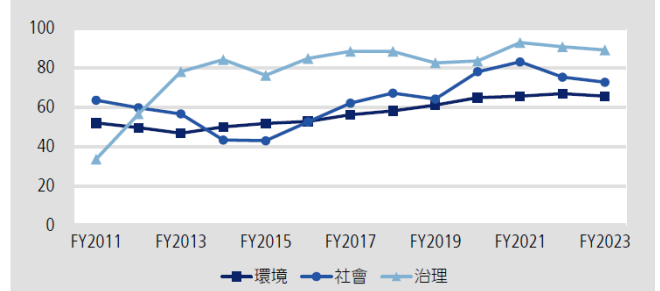
上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。

圖 21：ESG 各項分數

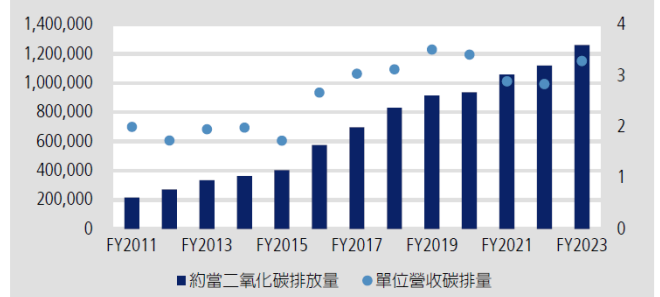
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：碳排放量

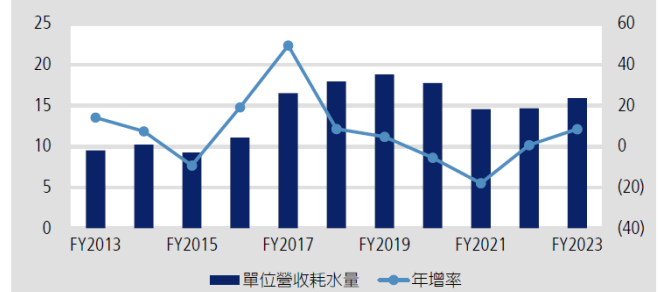
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 25：耗水量

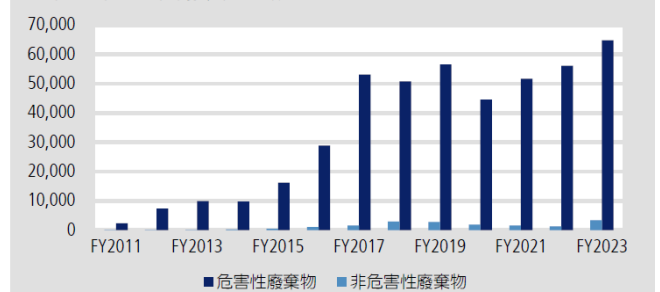
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 27：危害性及非危害性廢棄物

危害性及非危害性廢棄物，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料