

Apple (AAPL.O/ AAPL US)

關稅影響雖可控，但未見獲利上修動能

持有・維持

收盤價 July 31 (US\$)	207.57
3 個月目標價 (US\$)	206.68
12 個月目標價 (US\$)	204.00
前次目標價 (US\$)	191.0
調升 (%)	6.8
上漲空間 (%)	-1.7

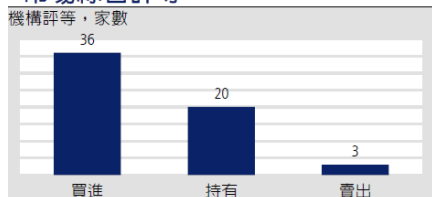
焦點內容

1. FY3Q25 iPhone 營收優於預期。
2. FY4Q25 毛利率可望隨新機量產與營運規模提升而抵消關稅成本衝擊。
3. 關稅影響性可控，FY2025/FY2026 EPS 仍具成長性。

交易資料表

市值: (US\$bn)	3,100.2		
流通在外股數 (百萬股):	14,936		
機構持有比例 (%):	68.2		
3M 平均成交量 (百萬股):	53.6		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	169.2-260.1		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(2.7)	(12.0)	(4.9)
相對表現 (%)	(15.8)	(17.0)	(21.3)

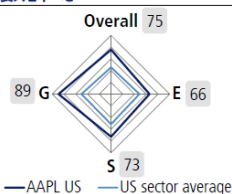
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	139	227	280
潛在報酬 (%)	(33.0)	9.6	34.9

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Apple 公告 FY3Q25 財報並給予 FY4Q25 財測雖皆優於市場共識，但我們評估其 AI 功能進展緩慢將使 2H25 iPhone 銷量年減 2%、2025 年則持平於 2.26 億支，成長性低於產業平均。

評論及分析

FY3Q25 iPhone 營收優於預期。 Apple 公告 FY3Q25(2025 年 4-6 月)財報，營收季減 1%、年增 10%至 940.4 億美元，優於凱基預估 5%與市場共識預估 6%，主要動能來自 iPhone 營收優於預期。FY3Q25 毛利率季減 0.6ppts、年增 0.2ppts 至 46.5%，優於凱基預估 0.3ppts 與市場共識預估 0.4ppts，受惠於關稅成本僅達 8 億美元、略低於預期之 9 億美元，以及軟體業務在 Apple Store 營收成長下使獲利性優於預期。FY3Q25 EPS 季減 5%、年增 12%至 1.57 美元，優於凱基預估 8%與市場共識 10%。

FY4Q25 毛利率可望隨新機量產與營運規模提升而抵消關稅成本衝擊。 公司展望 FY4Q25 營收將年增 4-9%，大致符合凱基預估與市場共識；關稅成本雖預計增加至 11 億美元、影響毛利率約 1.1ppts，但隨新機量產與營運規模提升，毛利率仍可望維持 46-47%。FY4Q25 EPS 財測中位數季增 11%、年增 80%至 1.74 美元，優於凱基預估 4%與市場共識 4%。

關稅影響性可控，FY2025/FY2026 EPS 仍具成長性。 基於 Apple 受關稅影響略低於我們原先預期，因此我們將 Apple FY2025/2026 EPS 由原預估之 7.16/7.63 美元上修至 7.43/8.15 美元，相較市場共識 EPS 分別為 7.17/7.65 美元，目前股價交易於約 26/29 倍 FY2026 凱基與市場共識 EPS 預估。

投資建議

我們維持「持有」之評等，目標價 204 美元 (25x 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	416,554	446,948
營業毛利 (US\$百萬元)	170,782	169,148	180,683	194,784	208,287
營業利益 (US\$百萬元)	119,437	114,301	123,216	133,113	142,061
EBITDA (US\$百萬元)	130,541	125,820	134,661	144,554	153,412
稅後淨利 (US\$百萬元)	99,803	96,995	93,736	111,490	118,823
每股盈餘 (US\$)	6.11	6.13	6.08	7.43	8.15
營收增長率 (%)	7.8	(2.8)	2.0	6.5	7.3
每股盈餘增長率 (%)	8.9	0.3	(0.8)	22.2	9.6
毛利率 (%)	43.3	44.1	46.2	46.8	46.6
營業利益率 (%)	30.3	29.8	31.5	32.0	31.8
EBITDA margin (%)	33.1	32.8	34.4	34.7	34.3
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	171.4	174.3

資料來源: 公司資料; 凱基預估

FY3Q25 iPhone 營收占比降低至 47%。 FY3Q25 (2025 年 4-6 月) 為 iPhone 淡季，營收占比較前一季的 49.1% 減少至 47.4%；Mac 營收占比由前一季的 8.3% 上升至 8.6%；iPad 營收占比由前一季的 6.7% 增加至 7.0%；穿戴式裝置營收占比維持 7.9%；服務業務營收占比由前一季的 27.9% 上升至 29.2%。毛利率部分，FY3Q25 硬體毛利率季減 1.4ppts 至 34.5%、軟體毛利率季減 0.1ppts 至 75.6%。

圖 1: FY3Q25 iPhone 營收比重下降

財年 曆年	1Q23 4Q22	2Q23 1Q23	3Q23 2Q23	4Q23 3Q23	1Q24 4Q23	2Q24 1Q24	3Q24 2Q24	4Q24 3Q24	1Q25 4Q24	2Q25 1Q25	3Q25 2Q25
營收 (美金百萬元)											
硬體	96,388	73,929	60,584	67,184	96,458	66,886	61,564	69,958	97,960	68,714	66,613
iPhone	65,775	51,334	39,669	43,805	69,702	45,963	39,296	46,222	69,138	46,841	44,582
Mac	7,735	7,168	6,840	7,614	7,780	7,451	7,009	7,744	8,987	7,949	8,046
iPad	9,396	6,670	5,791	6,443	7,023	5,559	7,162	6,950	8,088	6,402	6,581
穿戴式裝置	13,482	8,757	8,284	9,322	11,953	7,913	8,097	9,042	11,747	7,522	7,404
服務	20,766	20,907	21,213	22,314	23,117	23,867	24,213	24,972	26,340	26,645	27,423
總計	117,154	94,836	81,797	89,498	119,575	90,753	85,777	94,930	124,300	95,359	94,036
營收占比 (%)											
硬體	82	78	74	75	81	74	72	74	79	72	71
iPhone	56	54	48	49	58	51	46	49	56	49	47
Mac	7	8	8	9	7	8	8	8	7	8	9
iPad	8	7	7	7	6	6	8	7	7	7	7
穿戴式裝置	12	9	10	10	10	9	9	10	9	8	8
服務	18	22	26	25	19	26	28	26	21	28	29
總計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
年增率 (%)											
硬體	(8)	(5)	(4)	(5)	0	(10)	2	4	2	3	8
iPhone	(8)	2	(2)	3	6	(10)	(1)	6	(1)	2	13
Mac	(29)	(31)	(7)	(34)	1	4	2	2	16	7	15
iPad	30	(13)	(20)	(10)	(25)	(17)	24	8	15	15	(8)
穿戴式裝置	(8)	(1)	2	(3)	(11)	(10)	(2)	(3)	(2)	(5)	(9)
服務	6	5	8	16	11	14	14	12	14	12	13
總計	(5)	(3)	(1)	(1)	2	(4)	5	6	4	5	10
季增率 (%)											
硬體	36	(23)	(18)	11	44	(31)	(8)	14	40	(30)	(3)
iPhone	54	(22)	(23)	10	59	(34)	(15)	18	50	(32)	(5)
Mac	(33)	(7)	(5)	11	2	(4)	(6)	10	16	(12)	1
iPad	31	(29)	(13)	11	9	(21)	29	(3)	16	(21)	3
穿戴式裝置	40	(35)	(5)	13	28	(34)	2	12	30	(36)	(2)
服務	8	1	1	5	4	3	1	3	5	1	3
總計	30	(19)	(14)	9	34	(24)	(5)	11	31	(23)	(1)

資料來源：公司資料；Bloomberg

FY3Q25 iPhone 營收優於預期。 Apple 公告 FY3Q25(2025 年 4-6 月)財報，營收季減 1%、年增 10%至 940.4 億美元，超越公司財測上緣 (年增 6%)，亦優於凱基預估 5%與市場共識預估 6%，主要動能來自 iPhone 營收優於預期。根據 Gartner 預估 FY3Q25 iPhone 出貨量約 4,700 萬支，年增 3%，大致符合凱基預期，而 iPhone 新機種雖有降價，但因其單價仍高於舊機種，在新機種銷售占比提升下使 iPhone 平均單價自 FY2Q25 之 869 美元回升 9%至約 949 美元，使 iPhone 營收優於原預期。依地區別區分，美洲年增 9%至 412 億美元；歐洲年增 10%至 240 億美元；大中華地區年增 4%至 154 億美元，其中中國市場受惠於手機補貼政策，營收到年增軌道。

圖 2: FY3Q25 中國市場受惠於手機補貼政策，營收回到年增軌道

財年 曆年	1Q23 4Q22	2Q23 1Q23	3Q23 2Q23	4Q23 3Q23	1Q24 4Q23	2Q24 1Q24	3Q24 2Q24	4Q24 3Q24	1Q25 4Q24	2Q25 1Q25	3Q25 2Q25
營收 (美金百萬元)											
美洲	49,278	37,784	35,383	40,115	50,430	37,273	37,678	41,664	52,648	40,315	41,198
歐洲	27,681	23,945	20,205	22,463	30,397	24,123	21,884	24,924	33,861	24,454	24,014
日本	6,755	7,176	4,821	5,505	7,767	6,262	5,097	5,926	8,987	7,298	5,782
大中華區	23,905	17,812	15,758	15,084	20,819	16,372	14,728	15,033	18,513	16,002	15,369
亞太 (除日本、大中華區)	9,535	8,119	5,630	6,331	10,162	6,723	6,390	7,383	10,291	7,290	7,673
總計	117,154	94,836	81,797	89,498	119,575	90,753	85,777	94,930	124,300	95,359	94,036
地區營收比重 (%)											
美洲	42	40	43	45	42	41	44	44	42	42	44
歐洲	24	25	25	25	25	27	26	26	27	26	26
日本	6	8	6	6	6	7	6	6	7	8	6
大中華區	20	19	19	17	17	18	17	16	15	17	16
亞太 (除日本、大中華區)	8	9	7	7	8	7	7	8	8	8	8
總計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
年增率 (%)											
美洲	(4)	(8)	(6)	1	2	(1)	6	4	4	8	9
歐洲	(7)	3	5	(1)	10	1	8	11	11	1	10
日本	(5)	(7)	(11)	(3)	15	(13)	6	8	16	17	13
大中華區	(7)	(3)	8	(2)	(13)	(8)	(7)	(0)	(11)	(2)	4
亞太 (除日本、大中華區)	(3)	15	(8)	(1)	7	(17)	13	17	1	8	20
總計	(5)	(3)	(1)	(1)	2	(4)	5	6	4	5	10
季增率 (%)											
美洲	24	(23)	(6)	13	26	(26)	1	11	26	(23)	2
歐洲	21	(13)	(16)	11	35	(21)	(9)	14	36	(28)	(2)
日本	19	6	(33)	14	41	(19)	(19)	16	52	(19)	(21)
大中華區	55	(25)	(12)	(4)	38	(21)	(10)	2	23	(14)	(4)
亞太 (除日本、大中華區)	50	(15)	(31)	12	61	(34)	(5)	16	39	(29)	5
總計	30	(19)	(14)	9	34	(24)	(5)	11	31	(23)	(1)

資料來源：公司資料；Bloomberg

FY3Q25 毛利率季減 0.6ppts、年增 0.2ppts 至 46.5%，優於財測上緣，亦優於凱基預估 0.3ppts 與市場共識預估 0.4ppts，受惠於關稅成本僅達 8 億美元、略低於預期之 9 億美元，以及軟體業務在 Apple Store 營收成長下使獲利性優於預期。FY3Q25 EPS 季減 5%、年增 12% 至 1.57 美元，優於凱基預估 8% 與市場共識 10%。

FY4Q25 毛利率可望隨新機量產與營運規模提升而抵消關稅成本衝擊。公司展望 FY4Q25 營收將年增 4-9%，大致符合凱基預估與市場共識；獲利率部分，儘管公司預期關稅將使 FY4Q25 新增 11 億美元額外成本（影響毛利率約 1.1ppts），但隨新機量產與營運規模提升，毛利率仍可望維持 46-47%，中位數隱含年增 0.3ppts，優於凱基預估 0.9ppts 與市場共識預估 0.6ppts。營業費用預期為 156-158 億美元，隱含營利率中位數達 31%，亦優於凱基預估 0.8ppts、市場共識預估 0.6ppts。公司預期業外費用為 2,500 萬美元、有效稅率 17%，淨利中位數將達 259.7 億美元，依 FY3Q25 股數約 149.5 億股計算，隱含 EPS 季增 11%、年增 80% 至 1.74 美元，優於凱基預估 4% 與市場共識 4%。

iPhone AI 功能缺乏亮點，預期 2025 年銷量平淡。我們預期 FY4Q25 將推出四款 iPhone 17 新機 (iPhone 17, iPhone 17 Air, iPhone 17 Pro, iPhone 17 Pro Max)，預期主要規格升級聚焦於處理器、鏡頭、散熱設計、電池容量等。綜合規格升級應包含：(1) iPhone 17 與 iPhone 17 Air 處理器將升級至 A19 晶片、Pro 機種升級則至 A19 Pro 晶片，皆採用台積電(2330 TT, NT\$1,140, 增加持股) 3 奈米製程；(2) iPhone 17 全系列前鏡頭畫素升級至 2,400 萬，相較 iPhone 16 系列為 1,200 萬；(3) iPhone 17 Pro 系列潛望鏡頭畫素由 1,200 萬升級至 4,800 萬畫素，三顆後鏡頭皆達 4,800 萬畫素，並支援 8K 錄影、前後鏡頭同時錄影等功能；(4) iPhone 17 Pro 系列將導入 VC

散熱設計，以解決晶片在未來高效能應用下散熱效率不足的問題；(5) iPhone 17 將採用自研 5G Modem，全系列亦採用 Wi-Fi7 自研晶片；(6) 預期 iPhone 17 系列將較前一代有 9-10% 的電池容量提升。機殼材質部分，預期 iPhone 17 Pro 系列將改回較具成本優勢的鋁金屬，相較 16 Pro 系列採用鈦金屬，但 iPhone 17 Air 將採用鈦金屬設計。

圖 3：iPhone 17 主要規格升級包括光學鏡頭、處理器、記憶體以及電池容量密度提升

	iPhone 17	iPhone 17 Air	iPhone 17 Pro	iPhone 17 Pro Max	iPhone 16	iPhone 16 Plus	iPhone 16 Pro	iPhone 16 Pro Max
處理器	A19 (3nm)	A19 (3nm)	A19 Pro (3nm)	A19 Pro (3nm)	A18 Bionic (3nm)	A18 Bionic (3nm)	A18 Pro Bionic (3nm)	A18 Pro Bionic (3nm)
螢幕	6.3" OLED	6.6" OLED	6.3" OLED	6.9" OLED	6.1" OLED (Super Retina XDR) 邊框縮窄 Dynamic Island 60Hz refresh rate	6.7" OLED (Super Retina XDR) 邊框縮窄 Dynamic Island 60Hz refresh rate	6.3" OLED (Super Retina XDR) narrow borders Always-On display Dynamic Island 120Hz refresh rate	6.9" OLED (Super Retina XDR) narrow borders Always-On display Dynamic Island 120Hz refresh rate
螢幕畫素	2796 x 1290 pixels	2740 x 1260 pixels	2796 x 1290 pixels	2868 x 1320 pixels	2556 x 1179 pixels	2796 x 1290 pixels	2622 x 1206 pixels	2868 x 1320 pixels
解析度	460ppi	460ppi	460ppi	460ppi	460ppi	460ppi	460ppi	460ppi
後相機	48MP Wide (7P) 12MP Ultra Wide (6P)	48MP Wide (7P)	48MP Wide (7P) 48MP Ultra Wide (6P) 48MP Telephoto (1G3P) ToF	48MP Wide (7P) 48MP Ultra Wide (6P) 48MP Telephoto (1G3P) ToF	48MP Wide (7P) 12MP Ultra Wide (5P)	48MP Wide (7P) 12MP Ultra Wide (5P)	48MP Wide (7P) 48MP Ultra Wide (6P) 12MP Telephoto (6P) upgrades to periscope lens ToF	48MP Wide (7P) 48MP Ultra Wide (6P) 12MP Telephoto (1G3P) ToF
前相機	24MP (6P) (自動對焦)	24MP (6P) (自動對焦)	24MP (6P) (自動對焦)	24MP (6P) (自動對焦)	12MP (6P) (自動對焦)	12MP (6P) (自動對焦)	12MP (6P) (自動對焦)	12MP (6P) (自動對焦)
LiDAR	V	V	V	V	V	V	V	V
衛星SoS緊急服務	V	V	V	V	V	V	V	V
行動網路與無線技術	5G mmWave + sub-6 GHz Wi-Fi 7 Apple C1 modem	5G mmWave + sub-6 GHz Wi-Fi 7 Qualcomm modem	5G mmWave + sub-6 GHz Wi-Fi 7 Qualcomm modem	5G mmWave + sub-6 GHz Wi-Fi 7 Qualcomm modem	5G Wi-Fi 7	5G Wi-Fi 7	5G Wi-Fi 7	5G Wi-Fi 7
儲存空間	128/256/512GB	128/256/512GB	128/256/512GB/1TB	256/512GB/1TB	128/256/512GB	128/256/512GB	128/256/512GB/1TB	256/512GB/1TB
記憶體 (RAM)	8 GB LPDDR5	8GB LPDDR5	12GB LPDDR5X	12GB LPDDR5X	8GB LPDDR5	8GB LPDDR5	8GB LPDDR5X	8GB LPDDR5X
顏色	黑、灰、銀、藍、綠、紫	黑、銀、藍、金	黑、灰、銀、深藍、銅橘	黑、灰、銀、深藍、銅橘	黑、綠、粉、藍、白	黑、綠、粉、藍、白	黑、白、原色、沙漠色	黑、白、原色、沙漠色
連接器	USB-C	USB-C	USB-C	USB-C	USB-C	USB-C	USB-C	USB-C
是否支援無線充電	V	V	V	V	V	V	V	V
電池容量	3800-3900mAh	3800-3900mAh	3900-4000mAh	4900-5000mAh	3561mAh	4674mAh	3582mAh	4685mAh
其他構件	鋁框	鈦合金邊框	鋁框 玻璃背蓋	鈦框 玻璃背蓋	鈦框 超瓷晶盾玻璃背蓋	鈦框 超瓷晶盾玻璃背蓋	鈦合金邊框 超瓷晶盾玻璃背蓋	鈦合金邊框 超瓷晶盾玻璃背蓋
價格 (USD)	US\$799/\$899/\$1,099 (128/256/512 GB)	US\$899/\$999/\$1,199 (128/256/512 GB)	US\$1,099/\$1,199/\$1,399/\$1,599 (128/256/512 GB/1TB)	US\$1,299/\$1,499/\$1,699 (256/512 GB/1TB)	US\$799/\$899/\$1,099 (128/256/512 GB)	US\$899/\$999/\$1,199 (128/256/512 GB)	US\$999/\$1,099/\$1,299/\$1,499 (128/256/512 GB/1TB)	US\$1,199/\$1,399/\$1,599 (256/512 GB/1TB)
開賣日	3Q25	3Q25	3Q25	3Q25	3Q24	3Q24	3Q24	3Q24
尺寸	TBA	TBA	TBA	TBA	147.6x71.6x7.8mm	160.9x77.8x7.8mm	149.6x71.5x8.25mm	163x77.6x8.25
重量	TBA	TBA	TBA	TBA	170g	199g	199g	227g
主要供應商	iPhone 17	iPhone 17 Air	iPhone 17 Pro	iPhone 17 Pro Max	iPhone 16	iPhone 16 Plus	iPhone 16 Pro	iPhone 16 Pro Max
NPI組裝廠	鴻海	鴻海	鴻海	立訊	立訊	鴻海	立訊	鴻海

資料來源：Apple；凱基預估

Apple 目前雖已發布超過 20 項 Apple Intelligence 功能，包含 Visual Intelligence、Clean Up 和寫作工具等，但與其餘 AI 手機之功能相近，公司規劃 2025 年底推出 Workout Buddy 與即時翻譯等 AI 功能，AI Siri 須待 2026 年才會推出。考量 iPhone 17 AI 功能升級相對有限，較難帶動換機潮需求，且 Apple 導入自製通訊晶片之效能不佳，皆降低 2025 年 iPhone 吸引力，故凱基預期 2H25 iPhone 銷量將較同期衰退 2%，2025 年 iPhone 出貨量則預期持平於約 2.26 億支，成長性低於整體產業水準。

軟體的部分，AI 功能推出與用戶使用的流量提升雖仍有助於 Apple 在訂閱收入與廣告收入維持成長性，但 Apple 因面臨反壟斷官司而計劃降低 Apple Store 對開發者收取的手續費，由原先之 20% 降低至 13%，並開放開發者將用戶引導至 Apple Store 以外的支付方式，預期將使 Apple 每年減少約 30 億美元之手續費收入，並使軟體業務之成長性放緩。

維持「持有」之評等，目標價為 204 美元。基於 Apple 受關稅影響略低於我們原先預期，因此我們將 Apple FY2025/2026 EPS 由原先預估之 7.16/7.63 美元上修至 7.43/8.15 美元，相較市場共識 EPS 分別為 7.17/7.65 美元，目前股價交易於約 26/29 倍 FY2026 凱基與市場共識 EPS 預估。公司過往五年本益比多落於 16-28 倍之間，考量 (1) Apple Intelligence 功能仍缺乏亮點，

預期 2H25 iPhone 銷量相對平淡；(2) Apple 因反壟斷官司而降低 Apple Store 收取之手續費，削減軟體業務成長性。綜合上述原因，預期 Apple 本益比將維持在區間中上緣之 25 倍上下浮動，基於當前評價合理，故維持「持有」之評等，目標價 204 美元 (25x FY2026F EPS)。

圖 4: FY3Q25 財報與 FY4Q25 預估與市場共識比較

GAAP	3Q25								4Q25F							
百萬元	公司財測 (中位數)	實際值	凱基預估	差異(%)	季增(%)	年增(%)	市場共識	差異(%)	公司財測 (中位數)	修正後	修正前	調幅(%)	季增(%)	年增(%)	市場共識	差異(%)
營收	88,779	94,036	89,330	5.3	(1.4)	9.6	89,075	5.6	101,100	102,859	99,789	3.1	9.4	8.4	97,913	5.1
毛利	40,838	43,718	41,275	5.9	(2.6)	10.2	41,028	6.6	47,012	47,924	45,507	5.3	9.6	9.2	44,971	6.6
營業利益	25,438	28,202	26,144	7.9	(4.7)	11.2	25,709	9.7	31,312	32,490	30,172	7.7	15.2	9.8	29,751	9.2
稅前利益	25,138	28,031	26,103	7.4	(4.4)	10.0	25,534	9.8	31,287	32,465	30,090	7.9	15.8	9.6	29,596	9.7
稅後淨利	21,116	23,434	21,926	6.9	(5.4)	9.3	21,355	9.7	25,968	26,946	25,276	6.6	15.0	82.9	24,910	8.2
EPS (US\$)		1.57	1.45	8.3	(4.7)	12.2	1.43	9.7		1.82	1.67	8.8	15.8	87.8	1.68	8.2
毛利率(%)	46.0	46.5	46.2	0.3 ppts	(0.6)ppts	0.2 ppts	46.1	0.4 ppts	46.5	46.6	45.6	1.0 ppts	0.1 ppts	0.4 ppts	45.9	0.7 ppts
營業利益率(%)	28.7	30.0	29.3	0.7 ppts	(1.0)ppts	0.4 ppts	28.9	1.1 ppts	31.0	31.6	30.2	1.4 ppts	1.6 ppts	0.4 ppts	30.4	1.2 ppts
淨利率(%)	23.8	24.9	24.5	0.4 ppts	(1.1)ppts	(0.1)ppts	24.0	0.9 ppts	25.7	26.2	25.3	0.9 ppts	1.3 ppts	10.7 ppts	25.4	0.8 ppts

資料來源：凱基預估：Bloomberg

圖 5: FY2025/2026 獲利預估暨市場共識比較

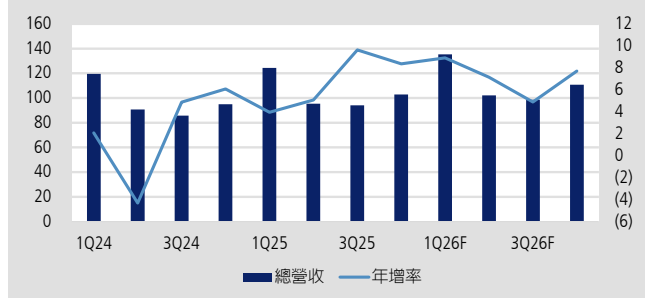
GAAP	2025F						2026F					
百萬元	修正後	修正前	調幅(%)	YoY(%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	年增(%)	市場共識	差異(%)
營收	416,554	408,778	1.9	6.5	407,227	0.4	446,948	442,400	1.0	7.3	423,501	5.5
毛利	194,784	189,924	2.6	7.8	189,564	0.2	208,287	203,658	2.3	6.9	197,334	5.6
營業利益	133,113	128,737	3.4	8.0	127,809	0.7	142,061	138,075	2.9	6.7	132,856	6.9
稅前利益	132,390	128,087	3.4	7.2	127,345	0.6	141,456	137,549	2.8	6.8	133,200	6.2
稅後淨利	111,490	108,312	2.9	18.9	107,508	0.7	118,823	115,541	2.8	6.6	111,654	6.4
EPS (US\$)	7.43	7.16	3.8	22.2	7.17	(0.1)	8.15	7.63	6.8	9.6	7.65	6.4
毛利率(%)	46.8	46.5	0.3 ppts	0.6 ppts	46.6	(0.1)ppts	46.6	46.0	0.6 ppts	(0.2)ppts	46.6	0.0 ppts
營業利益率(%)	32.0	31.5	0.5 ppts	0.4 ppts	31.4	0.1 ppts	31.8	31.2	0.6 ppts	(0.2)ppts	31.4	0.4 ppts
淨利率(%)	26.8	26.5	0.3 ppts	2.8 ppts	26.4	0.1 ppts	26.6	26.1	0.5 ppts	(0.2)ppts	26.4	0.2 ppts

資料來源：凱基預估：Bloomberg

*財年止於九月

圖 6: 季營收與年增率走勢

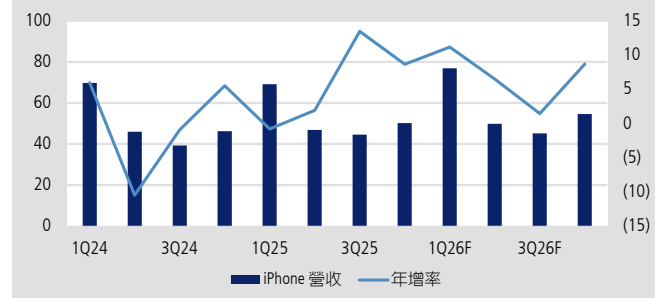
季營收，十億美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料：凱基

圖 7: 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 8: Apple 多仰賴中國產能出口

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 9: 2024 年 MacBook、iPad、iPhone 美國需求占比分別為 45%、37%、35%

出貨量占比 (%)	iPhone	iPad	MacBook
歐洲、中東及北非	22	21	24
美國	35	37	45
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 10：同業評價比較

公司	代碼	市值 (美金百萬元)	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 (%)	
						2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
蘋果	AAPL US	3,100,229	207.6	持有	204.0	7.43	8.15	22.2	9.6	27.9	25.5	47.7	44.3	171.4	174.3
傳音控股*	688036 CH	12,511	79.1	未評等	N.A.	4.97	5.92	1.4	19.1	15.9	13.4	3.7	3.1	23.7	24.2
小米*	1810 HK	177,042	53.6	未評等	N.A.	1.62	2.14	70.5	31.8	33.1	25.1	5.7	4.7	18.0	19.2
聯想	992 HK	16,023	10.1	持有	11.0	0.83	0.92	31.4	11.5	12.3	11.0	17.9	17.9	23.6	22.9
華碩	2357 TT	16,479	665.0	增加持股	808.0	53.29	54.46	26.1	2.2	12.5	12.2	1.8	1.7	14.4	14.3

資料來源：凱基預估；Bloomberg
*Bloomberg 市場共識

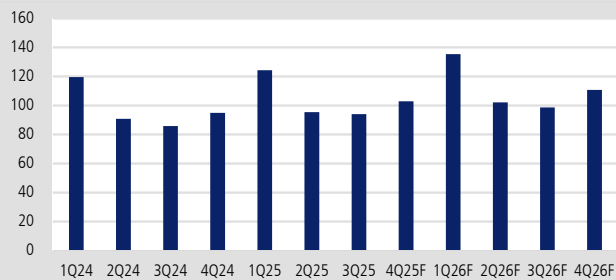
圖 11: 公司概况

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；凱基預估

圖 13: 季營收

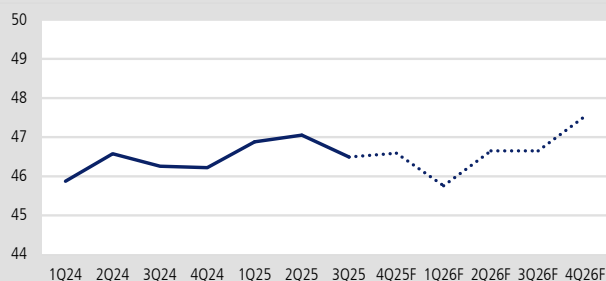
季營業收入，十億美元



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 15: 毛利率

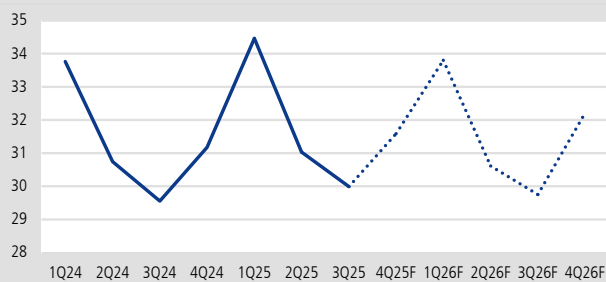
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 17: 營業利益率

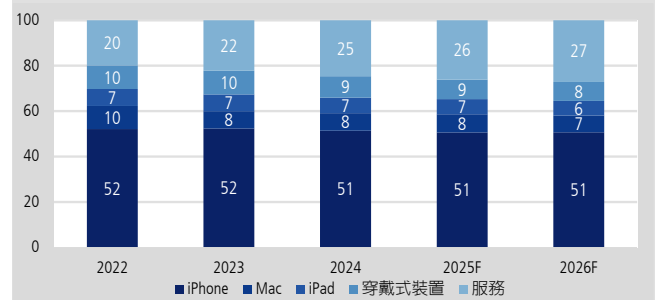
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 12: 各類產品營收佔比

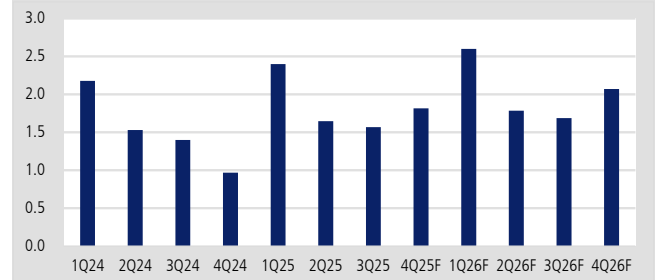
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 14: 每股盈餘

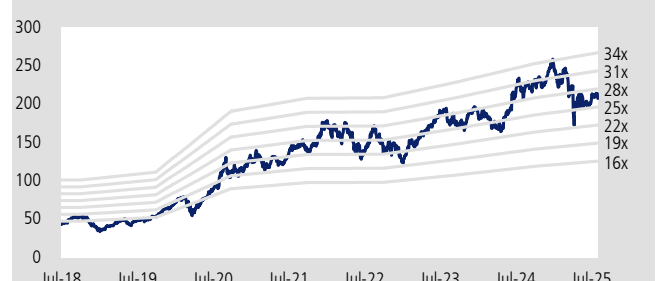
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 16: 未來 12 個月預估本益比

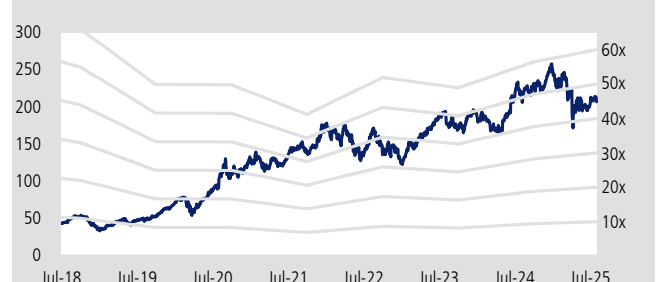
本益比，倍



資料來源：彭博；凱基預估

圖 18: 未來 12 個月預估股價淨值比

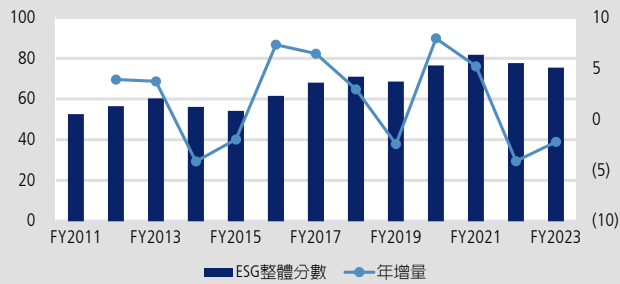
股價淨值比，倍



資料來源：彭博；凱基預估

圖 19：ESG 整體分數

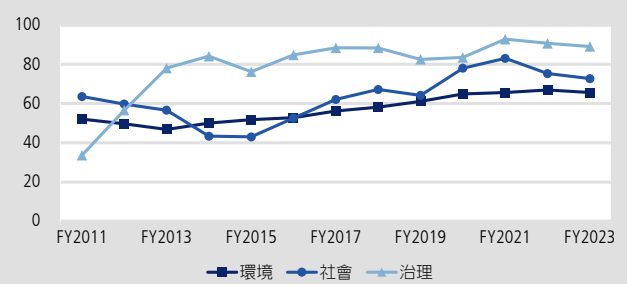
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：ESG 各項分數

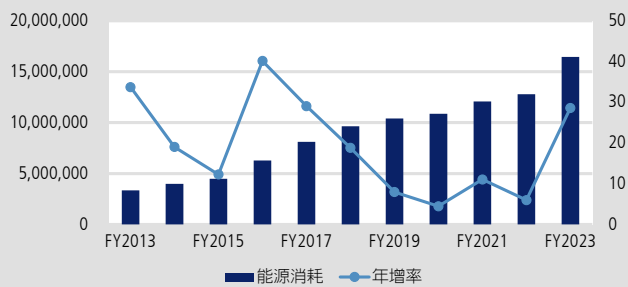
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：能源消耗

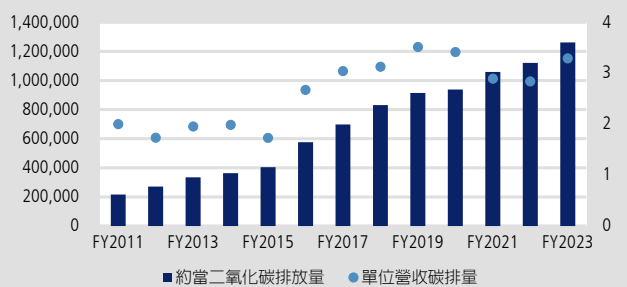
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：碳排量

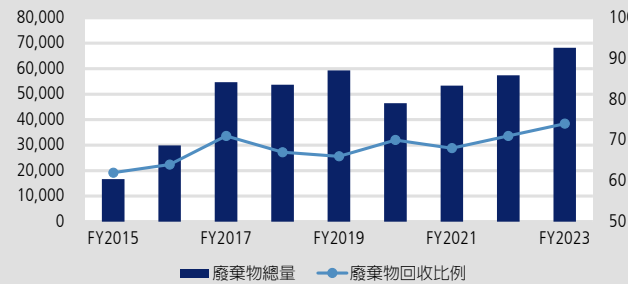
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：廢棄物總量

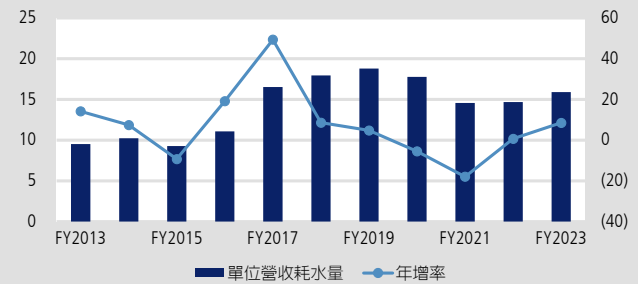
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24：耗水量

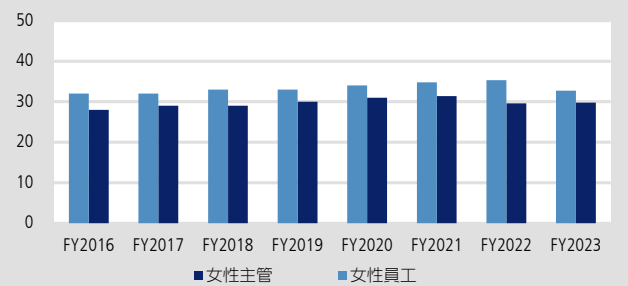
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 25：性別多樣性

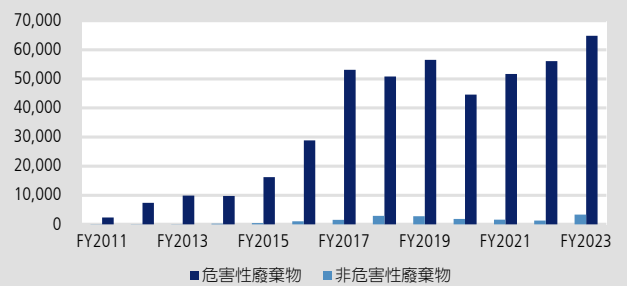
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 26：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

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更具生態效率的解決方案

Apple – 以往評級及目標價



資料來源：彭博；凱基

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。