

## 蘋果：趨勢領航者



時富研究部  
research@cash.com.hk  
18 Oct 2018

張浩銓  
高級分析員  
Tel: (+852) 2287-8788  
Tony.Cheung@cash.com.hk

資料來源：Techspot

「我認為這是一個不可忽視的技術，就像是智慧型手機一樣，是個每個人都需要使用的產品。我們不需要去思考 iPhone 得對哪個特殊消費族群宣傳，因為每個人都用得到。對於 AR，我很期待它能夠為我們的生活帶來什麼樣的進步，以及娛樂。」 — 蘋果公司首席執行官庫克。

**值得給予更高估值倍數：**全球智能手機市場已經成熟，其增長率從 2017 年開始放緩至 0% 左右，亦期間亦伴隨著設備更換週期延長、產品創新或增量效益缺乏等情況。我們認為蘋果(AAPL.US)的下一個主要增長引擎是其服務收入以及增強現實(AR)。我們給予蘋果更高的估值乘數，以反映高利潤率和其所來的經常性收入流。同時，我們亦看好蘋果強大的資產負債表，支持其回購和股息計劃。

**垂直一體化提高黏性：**從 iPod(2001) + iTunes(2001)+ iTunes Store(2003)，乃至 iPhone(2007) + App Store(2008)，iPad(2010)，蘋果從硬件、軟件和操作系統平台服務多層創新，進而掌握產業關鍵環節，一方面提高客戶體驗及黏性，有利於提高產品均價，創造出優越的品牌信仰(高客戶留存率足以證明)，另一方面，提高對供應商的議價力。

**我們列出以下五大股價催化劑：**

**擴增實境：**MarketsandMarkets 預測全球擴增實境(AR)市場到 2016-2022 年的年複合增長率將達到 75.7%，預計該市場將達到 1,174 億美元。我們認為 AR 可以通過 3 種方式提振蘋果收入。首先，從 App Store 銷售 AR 應用程序；其次，更多 iPhone 新型號支持 AR 功能，包括 2019 年的後置 3D 感應；第三，銷售新款蘋果 AR 眼鏡(尚未公佈)

**即使出貨量放緩下服務收入增長提速：**在過去三年中，蘋果服務收入的複合年增長率為 18%，超過其三大主要設備(iPhone：11%、iPad：-14%、Mac：2%)。服務包括 App Store、AppleCare、Google Licensing、Music、iCloud 和 Apple Pay 等。儘管基數效應較高且安裝基數增長較慢，但蘋果服務收入增長甚至可能加速。我們相信(1)訂閱模式和(2)蘋果的 App Store 搜索廣告推送為未來增長引擎。

**高 iPhone 銷售均價以及毛利率：**隨著規格升級(雙攝像頭、True Depth 攝像頭的面部識別、無邊框顯示屏、更強大的內存、具有更快計算能力的 AI Bionic 芯片等)，我們預計 iPhone 均價將繼續呈上升趨勢。蘋果可以利用其品牌形象和垂直整合服務，憑藉其強大的用戶粘性和對供應商討價還價的能力，實現較高毛利率。

**其他項目或加快變現：**AppleCare、Apple Pay、Apple Watch、家庭/健康套件等資源或需要一段時間才成熟，我們亦正等著將來如何加速變現。此外，據報導，蘋果正製作電視、音樂和新聞套裝，由蘋果聘請員工開發原創內容，我們亦密切留意該業務將如何發展。

**大量現金儲備+強勁資產負債表+稅改 => 高股息派發比+股份回購+潛在併購增益：**蘋果目前手頭現金為 2,437 億美元，約佔市值的 23%，彰顯其強勁的現金實力。我們預計(1)高股息支付率或(2)股份回購以及(3)未來潛在收購計劃可支持蘋果股價。

**首予「買入」評級，目標價 260 美元：**我們的目標價為 260 美元，基於我們 2019 年每股盈利預測 14.68 美元的 17.7 倍。受惠 AR 長期趨勢、服務業務興起和強大的現金實力，我們認為蘋果市盈率可達到高於 10 年平均值 (15 倍)。主要下行風險包括貿易戰擔憂惡化、智能手機更換週期長於預期、低於預期的服務業務增長。

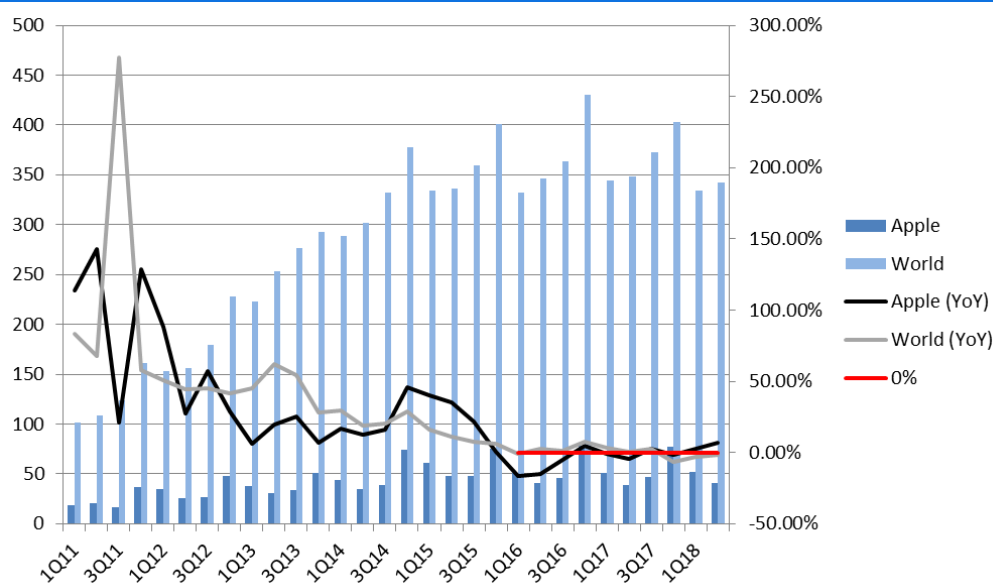
## 目錄

介紹.....	5
長線競爭力.....	6
1. 商業模式與核心竞争力.....	6
2. 蘋果的客戶價值與盈利模式.....	6
3. 核心人才以及內部文化.....	8
未來增長引擎.....	9
1. 擴增實境.....	9
2. 即使出貨量放緩下服務收入增長提速.....	14
3. 高 iPhone 銷售均價以及毛利率.....	20
4. 其他項目或加快變現.....	20
5. 大量現金儲備+強勁資產負債表+稅改 => 高股息派發比+股份回購+ 潛在併購增益.....	21
近況.....	22
估值.....	23

## 介紹

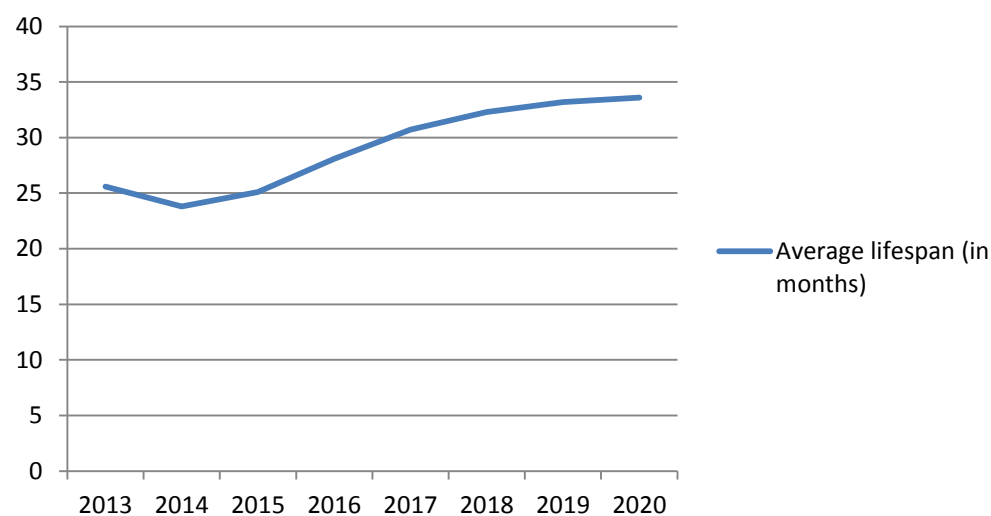
全球智能手機市場已經成熟，其增長率從 2017 年開始放緩至 0% 左右，期間亦伴隨著設備更換週期延長、產品創新或增量效益缺乏等情況。我們認為蘋果(AAPL.US)的下一個主要增長引擎是其服務收入以及增強現實(AR)。我們給予蘋果更高的估值乘數，以反映高利潤率及其所來的經常性收入流。同時，我們亦看好蘋果強大的資產負債表，支持其回購和股息計劃。首先，我們將剖析蘋果的商業模式，該模式有助保持長期盈利能力。

圖. 蘋果及全球智能手機出貨量



資料來源：Statista、時富

圖. iPhone 平均生命周期(以月計)



資料來源：Statista、時富

圖. 全球智能手機出貨量

手機商	出貨量(以百萬計)	市佔率
三星	71.5	20.9%
華為	54.2	15.8%
蘋果	41.3	12.1%
小米	31.9	9.3%
Oppo	29.4	8.6%
其他	113.7	33.2%
總計	342	100.0%

資料來源：IDC、時富

## 長線競爭力

### 1. 商業模式與核心競爭力

據馬克·詹森、克萊頓·克裡斯滕森、孔翰寧發表的《如何重塑商業模式》中，商業模式可視之為如何創造、傳遞客戶價值和公司價值的系統。完整的商業模式由四大元素構成：(1) 客戶價值、(2) 贏利模式、(3) 關鍵資源和(4) 關鍵流程。其中，客戶價值指公司為客戶帶來不可替代之價值，贏利模式指客戶創造價值之過程中榨取利潤，關鍵資源指企業內部整合資源為客戶創造價值，關鍵流程則指企業以內部制度和文化的確保客戶價值實現。

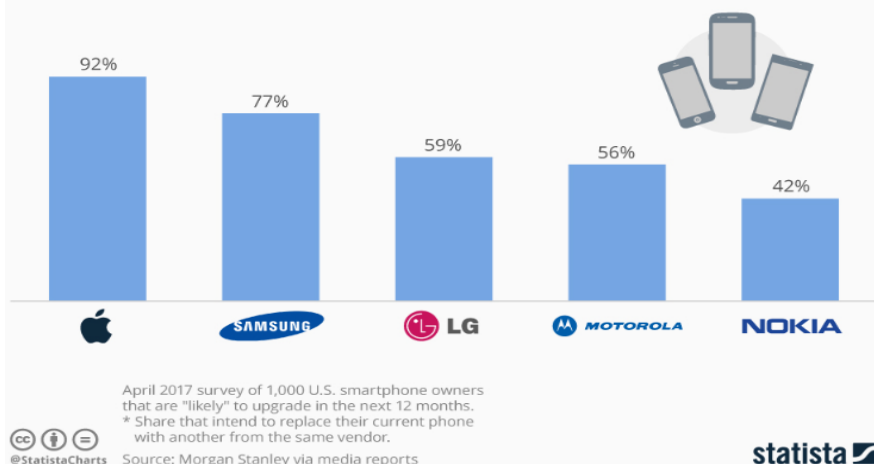
### 2. 蘋果的客戶價值與盈利模式

**垂直一體化提高黏性：**蘋果的創新可從不斷推陳出新而見及，iPod(2001) + iTunes(2001) + iTunes Store(2003)，乃至 iPhone(2007) + App Store(2008)，iPad(2010)，為智能手機行業帶來革命性改變以及建立新秩序，令 iPhone 的核心功能由通訊及遊戲，伸展至相機、音樂播放器和移動互聯網的功能。蘋果從硬件、軟件和操作系統平台服務多層創新，進而掌握產業關鍵環節，一方面提高客戶體驗及黏性，有利於提高產品均價，創造出優越的品牌信仰(高客戶留存率足以證明)，另一方面，提高對供應商的議價力。同時，蘋果亦與相關聯的公司進行產業合作來相互彌補資源之不足——收購面部情緒識別公司 Emotient、面部表情識別公司 Faceshift、眼球追蹤公司 SensoMotoric、指紋識別公司和語音公司等，都令生態圈建設、供應鏈管理、品牌集於一身。而事實上，硬體銷售創造服務與軟件業務利潤，而服務及軟件業務則讓硬體的價值更高、顧客的忠誠度也更高。

## 圖. 蘋果客戶留存率超然

## Most iPhone Users Never Look Back

Smartphone brand retention rates in the United States in 2017\*



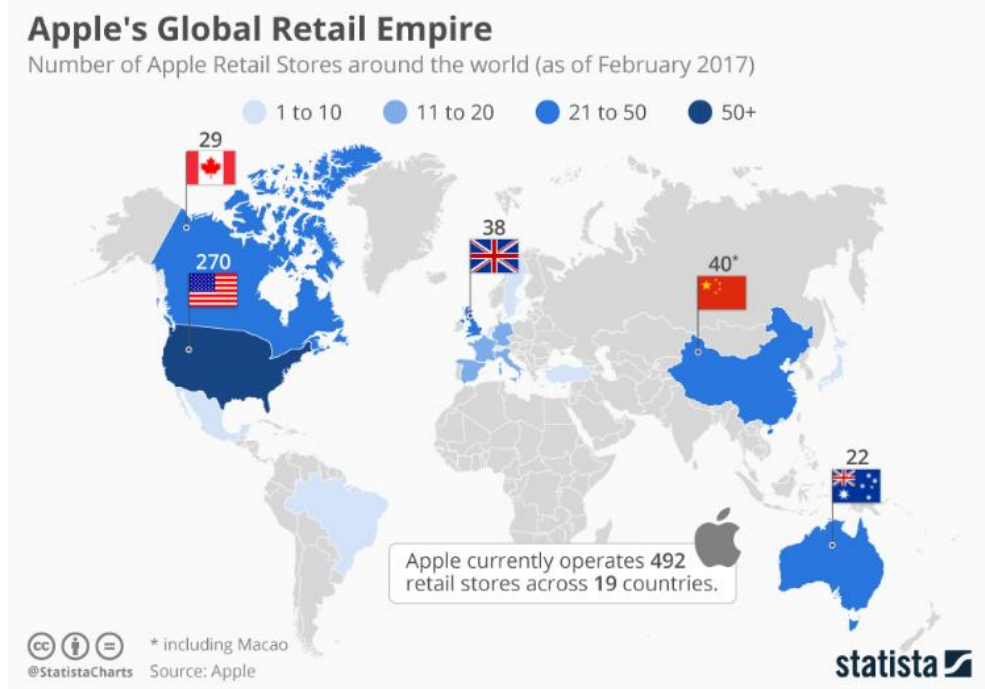
資料來源：Statista、時富

**平台力量：**蘋果為內容擁有者及應用程序開發人員創建銷售其內容和應用程序之平台。蘋果作為平台服務供應商以及平台維護者，可從內容擁有者和開發者收取費用。隨著蘋果客戶群增長及越來越多消費者使用蘋果旗下設備上平台，該平台就能吸引更多應用程序開發人員和內容所有者，同時再次吸引更多新客戶去加入使用蘋果產品。設備及平台都有助蘋果將消費者鎖定在其生態系統中。

**蘋果零售店策略：**為確保其產品有更佳購買體驗，蘋果繼續擴大其全球零售店的數量。蘋果零售店通常位於優質購物中心和城市購物區，即人流較多的地點。該商店旨在簡化、增強蘋果產品功能的展示和營銷。該商店更交叉銷售各種第三方硬件、軟件和其他配件，用以補充蘋果產品。零售店聘請知識經驗豐富的人員，可為客戶提供有關使用蘋果產品的建議與講解。



## 圖. 蘋果全球零售王國



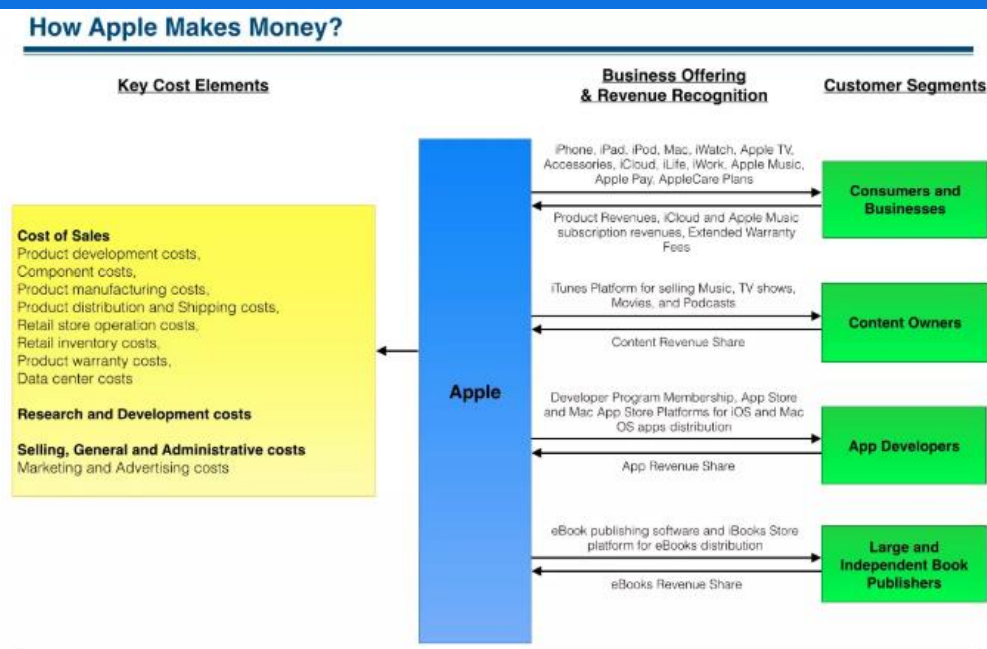
資料來源：Statista、時富

### 3. 核心人才以及內部文化

**制度與文化孕育創新：**蘋果過去的關鍵資源是其擁有行政總裁 **CEO 喬布斯**、創新產品設計、開發人員以及產品營銷人員，及來自於唱片公司、軟件開發者的支持。關鍵流程則是蘋果鼓勵創新精神、企業文化和日常工作，有助於不斷開發出類似於 iPhone 和 iPad 這樣的產品。其中，**我們認為智能眼鏡就為未來革命性產品**，外媒 CNET 報導指出，蘋果最近向該媒體證實收購德國一家具備視覺眼球追蹤技術公司 **SensoMotoric**，其專門開發 VR 頭盔和 AR 眼鏡之相關裝置。蘋果或將在今年底對外發表這款 AR 智能眼鏡。



## 圖. 蘋果商業模式



資料來源：revenuesandprofits.com、時富

## 未來增長引擎

## 1. 擴增實境

MarketsandMarkets 預測全球擴增實境(AR)市場到 2016-2022 年的年複合增長率將達到 75.7%，預計該市場將達到 1,174 億美元。在同一時期，預計虛擬實境(VR)市場 2016-2022 年的複合年增長率將達 57.8%，達到 339 億美元。五大企中，微軟以其 HoloLens VR 平台的開發而聞名，在 AR 市場處於領先地位，其次是谷歌、亞馬遜、蘋果及 Facebook(2016 年未有專利)。除了五大企外，專利數量處於領先位置並貼近微軟的有索尼、三星電子和高通，而 Magic Leap 更是擁有超過微軟專利數量的創業公司。蘋果於 2014 年開始進行一系列收購，相信表明對發展 AR / VR / 機器視覺的決心。

我們認為 AR 可以通過 3 種方式提振蘋果收入。首先，從 App Store 銷售 AR 應用程序；其次，更多 iPhone 新型號支持 AR 功能，包括 2019 年的後置 3D 感應；第三，銷售新款蘋果 AR 眼鏡(尚未公佈)

我們相信 AR 市場目前的兩個主要戰場為：(1)智能手機 AR 開發平台及硬件和(2)頭戴式顯示器(HMD)。

## 智能手機 AR 開發平台及硬件

智能手機 AR 平台領導者是蘋果和谷歌，他們分別發布各自的 AR 開發工具包，**ARKit** 和 **ARCore**。這些軟件開發套件(SDK)的功能受制於嵌入智能手機的硬件組件。如果僅僅使用這些 SDK 來分析圖像，而沒有深度感知估計視野中目標的距離和範圍，用戶則難以獲得高質圖像。因此，在這個意義上硬件非常重要。由蘋果創建 iPhone 上的 3D 傳感器採用前置 FaceID 技術(後置或者在 2019 年)，用於室內設計的 AR 測量(如 IKEA Place、MeasureKit)、虛擬和實境交融的 AR 遊戲(Stack AR, World Brush, AR Runner)，用於教育的圖像識別(Sky Guide AR、Human Anatomy Atlas 2018)。鑑於 iPhone 在 3D 感應功能方面的先發優勢，我們認為 AR 滲透率很快會提升，而蘋果應成為 AR 的趨勢領導者。

**P.S：ARKit**：2017 年 9 月，Apple 發布了 **ARKit**，這是一款 iOS 軟件開發套件，允許開發人員利用 iPhone 相機在畫面上加上數碼圖像。通過視頻組件的分析(包括曲面邊緣和紋理)，ARKit 應用程序可以在空間中正確實現 **3D 物件定位**。Apple **enhanced ARKit** 除可用於水平表面之外，更支援垂直表面。在 WWV 2018 年，Apple 推出了 **ARKit 2.0**，Apple 改進了 **ARKit** 的對象檢測和面部跟蹤功能，以及實現持久跟蹤(**Persistent tracking**)。這是一項新功能，可使虛擬對象停留於環境中的位置，以便日後又能尋找它。根據 infoQ，ARKit 2 帶來之共享體驗允許多個用戶同時使用不同設備查看同一個 AR 場景並與之交互，每個用戶從他們各自的角度查看共同的虛擬環境。

圖. 蘋果的 ARKit 2.0



資料來源：Statista、時富

**P.S：ARCore**：在 ARKit 發布後，谷歌發布了自己版本的 AR 應用程序編程平台，名為 **ARCore**，可以使用內置攝像頭與超過 1 億台 Android 設備集成。

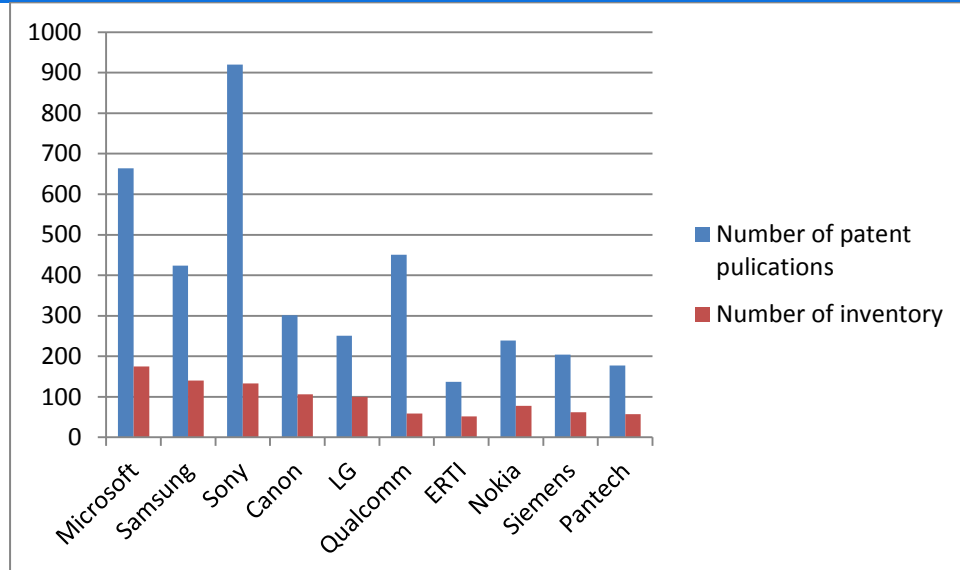
根據谷歌的說法，ARCore 可以利用運動跟蹤智能手機在空間中的位置，通過環境理解讓手機能夠檢測平面的大小和位置，最後通過光線估算來調整 3D 圖像的光度以提高真實度。

### 頭戴式顯示器

頭戴式顯示器可實現免提用戶體驗。這個市場的競爭者包括初創公司和科技巨頭，我們認為 HMD 在短期內難以快速普及，因為大多數人都處於概念驗證之開發階段。但是，越來越多的人關注這一趨勢，因為目前有近 1,596 家 AR 創業公司被列入天使名單(Angel List)，而 2016 年 8 月約為 600 家。索尼、三星、微軟(於 2015 年 1 月推出 HoloLens \*)和高通公司在 VR/AR IP 專利方面處於領先地位，Magic Leap(由谷歌、阿里巴巴和富達持有)在初創公司中佔據主導地位。據 Statista 稱，2016 年，微軟是領先的 AR 專利持有者，擁有 175 個 AR 庫存和 664 個專利出版物。我們預計未來的研發投資將集中於改善關鍵技術要求，例如現場和表面檢測和分析、HMD 電池壽命、連接性(例如低延遲)、範圍和交互(例如運動跟蹤)。從長遠來看，應用程序可以降低硬件成本並提高可用性。

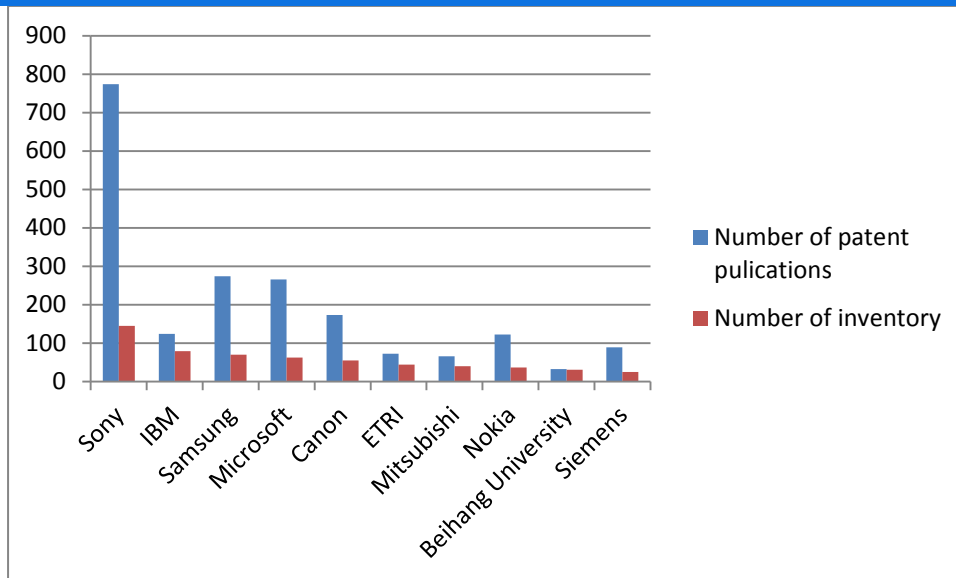
Apple 於 2015 年收購了 Metaio，該公司於 2016 年開發 AR SDK，2016 年收購 FlyBy Media，其為「Project Tango」的視覺軟件合作夥伴，同時於 2018 年收購 Akonia Holographics——一家創業全息智能玻璃製造初創公司等。另一方面，Apple 聘請了曾在微軟 HoloLens 項目和 Magic Leap 工作的領先工程師。我們認為 Apple 在 AR 市場的雄心將使其擁有領先地位。

圖. 科技龍頭的 AR 專利數量



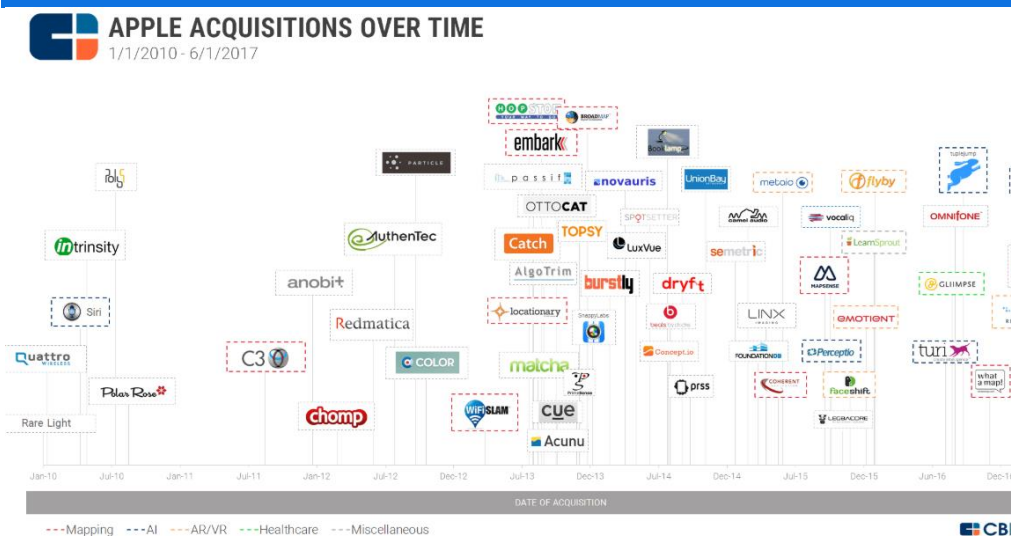
資料來源：Statista, 時富

圖. 科技龍頭的 VR 專利數量



資料來源：Statista, 時富

圖. 蘋果的併購行動



資料來源：CBInsight, 時富

上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源，但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失，概不負責。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可，客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。



圖. 微軟的 HoloLens



資料來源：微軟、時富

圖. Magic Leap One (頭戴式顯示器+片狀處理單元+手持控制器)



資料來源：Verdict、時富

為何我們看好蘋果的 AR? (1) 蘋果在併購上彰顯對 AR 之信心；(2) 蘋果為智能手機的潮流尖端和(3) 軟硬件一體化。

- (1) 蘋果公司通過其收購顯示出對 AR 的雄心壯志：蘋果於 2013 年收購了以色列 3D 傳感公司 Primesense。Primesense 專注於「光編碼」技術，該過程利用近紅外光編碼場景。光首先從設備發出並由物體反射回來，反射出來的光取決於距離和角度而變化。然後，CMOS 圖像傳感器使用各種算法讀取編碼光以對三維數據進行三角測量和提取。該產品可以用軟件分析三維景物，使設備甚至可以與用戶互動。
- (2) 智能手機的趨勢領導者：iPhone X 中引入的 FaceID 使用光編碼技術。現時前端 TrueDepth 技術是建基於將 30,000 個激光點投射到用戶的臉部並測量反射光之變化，產生精確 3D 圖像並實現用戶驗證。我們相信蘋果或會集成一個 ToF 傳感器系統，能更有效幫助 iPhone 進行遠程分

析細節(邊緣和紋理)以及表面。預計在不久的將來會出現更多的應用程序。

**(3) 軟硬件一體化有助提高品牌形象：**蘋果設計與 iPhone AR 相關的硬件和軟件。在硬件方面，蘋果擁有具 3D 感應功能的 iPhone 作為強大的資產。在軟件方面，蘋果擁有面向開發人員的 ARKit 平台(於 2017 年 9 月發布)。蘋果一般在 App Store 平台上收取銷售額的 30%，而如果應用程序以訂閱形式銷售並且客戶在該應用程序中停留超過 12 個月，費率則會下降到 15%(2016 年 9 月生效)，以吸引更多開發人員加入。此外，鑑於 App Annie 與蘋果公司作為 3D 感應/AR 技術的趨勢領導者，加上 iOS 應用程序的用家相對於 Android 用戶花更多時間，我們認為開發人員較多意慾選擇 ARKit 而非 ARCore。

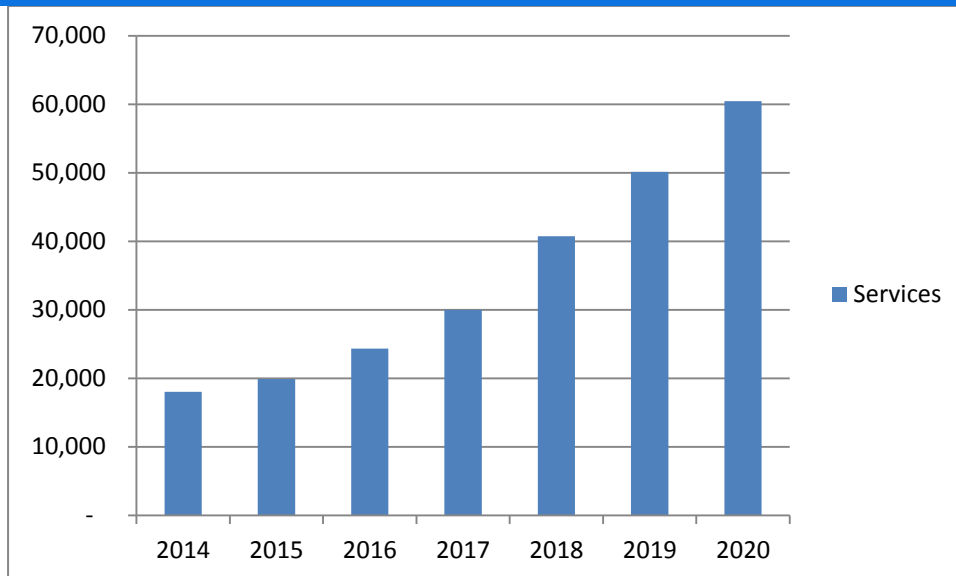
## 2. 即使出貨量放緩下服務收入增長提速

在過去三年中，蘋果服務收入的複合年增長率為 18%，超過其三大主要設備(iPhone：11%、iPad：-14%、Mac：2%)。服務包括 App Store、AppleCare、Google Licensing、Music、iCloud 和 Apple Pay 等。儘管基數效應較高且安裝基數增長較慢，但蘋果服務收入增長甚至可能加速。我們相信**(1)訂閱模式和(2)蘋果的 App Store 搜索廣告推送為未來增長引擎。**

蘋果 App store 允許應用程式開發者在搜索結果中宣傳他們的應用程式，並吸引瀏覽者對付費和訂閱應用程式的注意力。這種模式提升了蘋果 App store 移動應用開發商的盈利(儘管 App store 中可用的移動應用程式增長率近 20%，跌至近期為 0%)。這意味著即使在應用程序商店中提供相同數量的可用應用程序，iPhone 用戶更願意花費在 iPhone 應用程序上，或者他們願意下載更多應用程序 (公式：每應用程序支出 x 下載率 x 可用應用程序數量)

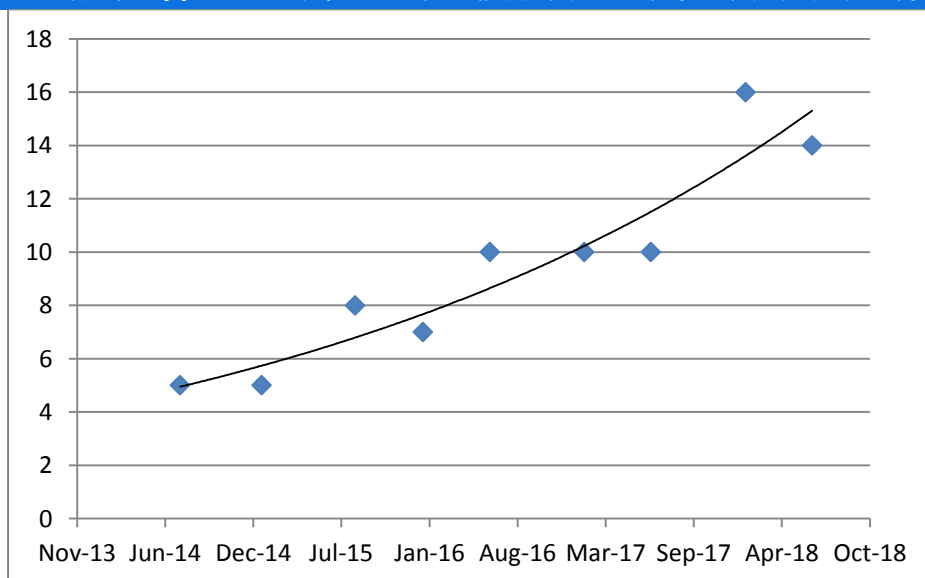


圖. 蘋果服務收入(以百萬美元計) 增長提速



資料來源：彭博、時富

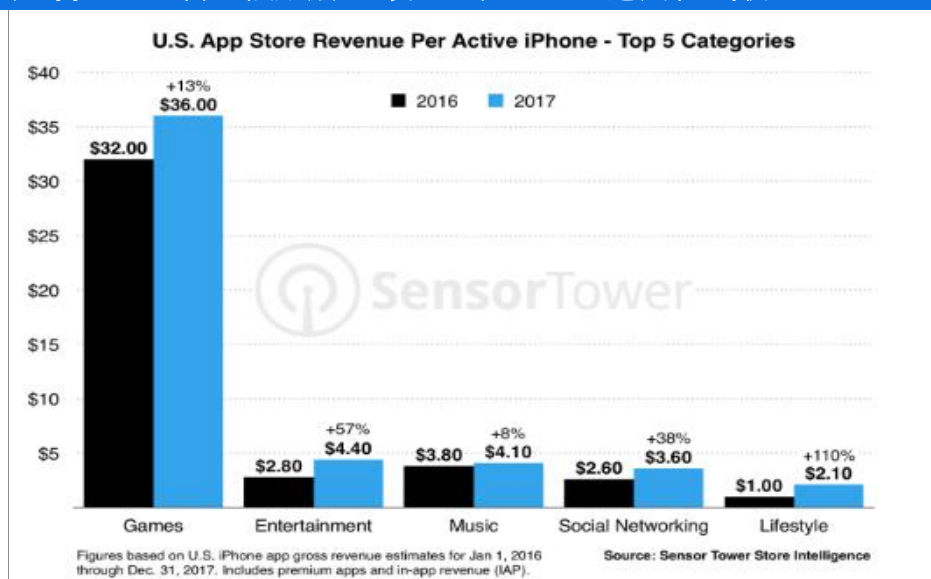
圖. 蘋果 App Store 手機應用程式開發商的盈利(以十億元美元計)



資料來源：Statista、時富

**每應用程式支出：**事實上，根據 Sensor Tower，每台活躍 iPhone 的平均花費(2017年應用程式內購買(IAP)+高級應用程式)從2016年的47美元增加到2017年估計的58美元。(PS：以美國為例，遊戲是去年 App Store 上 iPhone 應用程式支出最大之類別，約佔所有花費的50%)。我們發現，其間遊戲收入佔 App Store 收入的百分比呈下降趨勢，這意味著非遊戲類別強勁增長，單一類別風險降低，這使到我們對 App Store 收入可持續性有所信心。

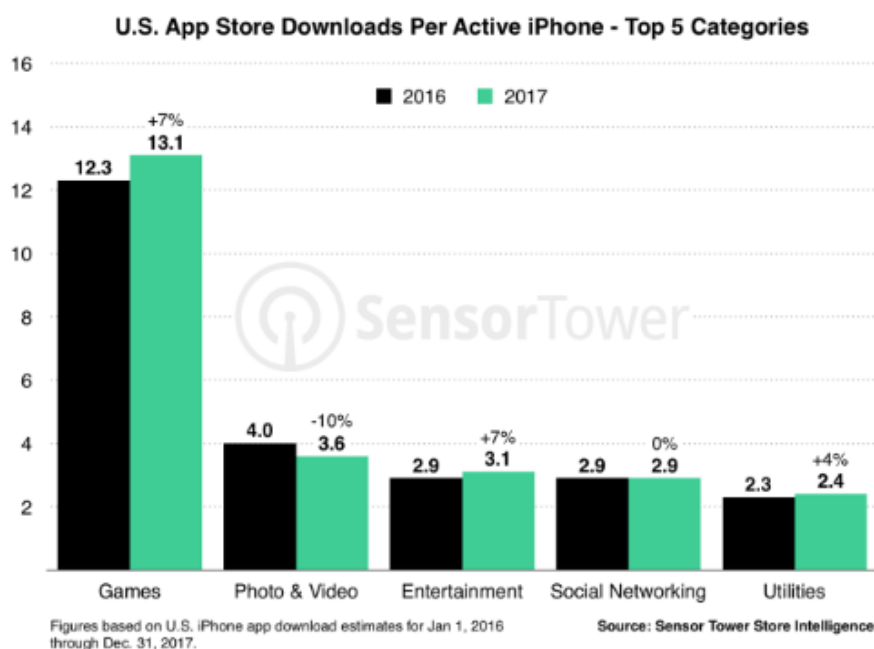
圖. App store 首 5 個類別之每台活躍 iPhone 應用程式收入



資料來源：SensorTower、時富

**下載率：**此外，根據 SensorTower 的數據，SensorTower 顯示 2016 年至 2017 年間每個活躍 iPhone 用戶下載的應用程式數量增加約 10%。2017 年，美國 iPhone 用戶平均安裝四個新應用程式。

圖. App store 首 5 個類別之每台活躍 iPhone 應用程式下載量

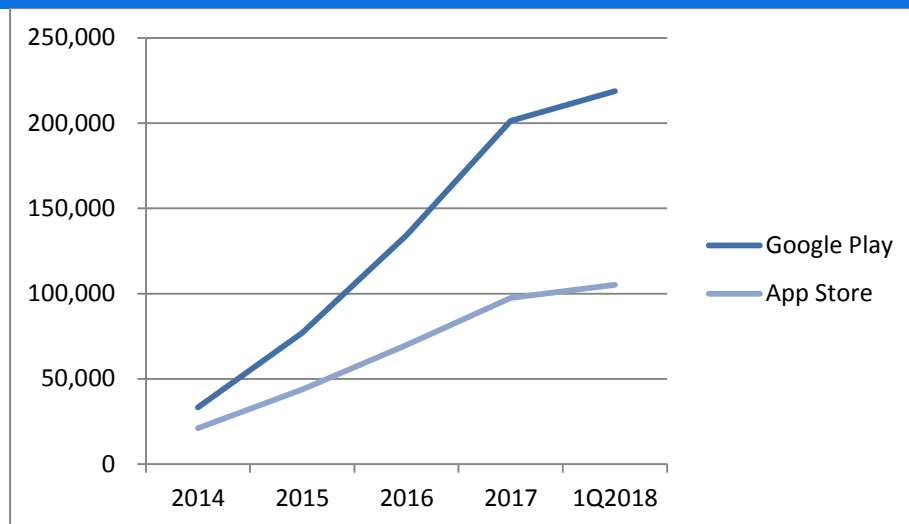


資料來源：SensorTower、時富

**與 Google Play 相比，App Store 具有更高的盈利能力：**截至 2014 年第 1 季度，通過 Google Play 下載的應用程式數量超過 218,804,000，而 App Store

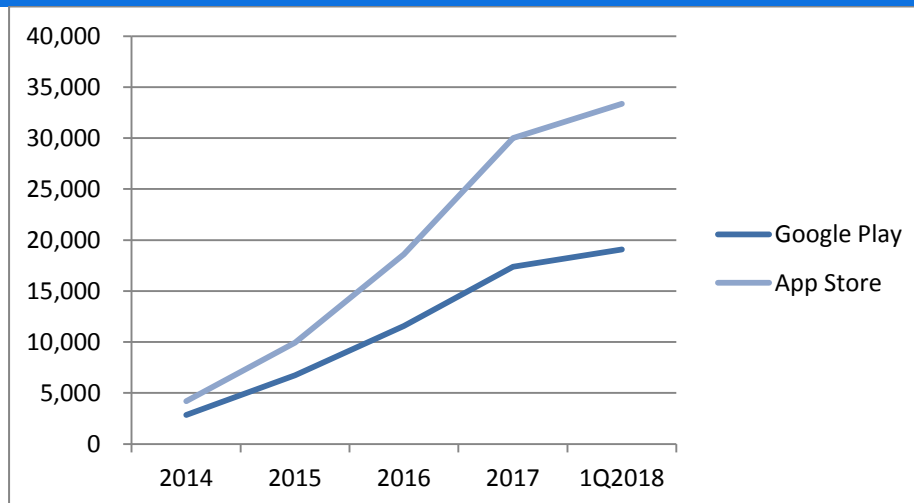
則為 105,208,000，但應用程序商店的淨收入為 333.66 億美元，高於 Google Play 的 190.87 億美元。背後的原因可能是(1)iOS 用戶比 Android 用戶更富有(iOS 更多地接觸發達市場)，這與 iPhone 的平均售價較高一致；(2)花費時間較高，即用戶參與度高；(3)谷歌在中國被封鎖，但蘋果應用商店在中國依然有 120 億美元的業務；(4)蘋果垂直整合生態系統和(5)具有更高標準和更好用戶體驗的開發者應用程序給予供應商強大的客戶群和議價能力。

圖. App Store 及 Google Play 的累計下載量(以百萬計)



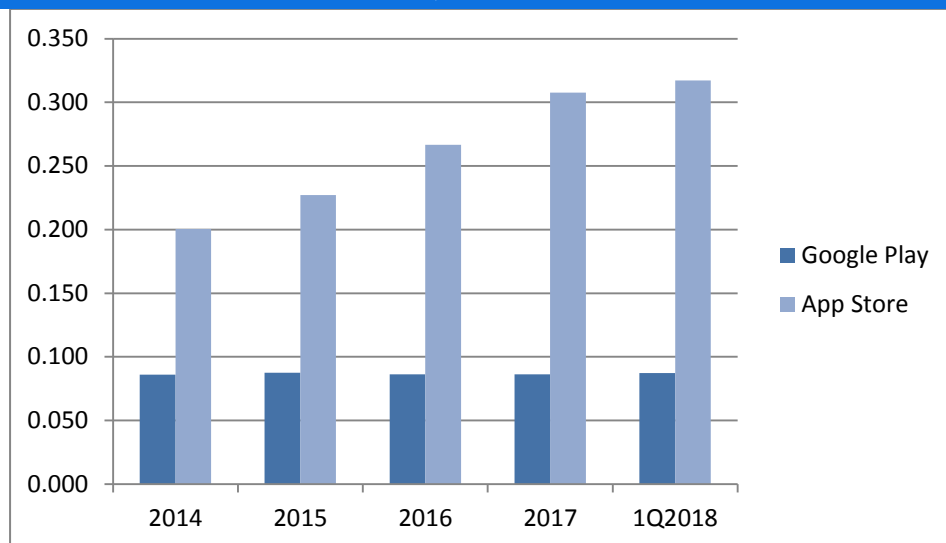
資料來源：SensorTower、時富

圖. App Store 及 Google Play 的累計淨收入(以百萬美元計)



資料來源：SensorTower、時富

圖. App Store 及 Google Play 的每下載之累計淨收入(以美元計)



資料來源：SensorTower、時富

#### A. 通過轉型到訂閱模型有助衍生高預測性的現金流

蘋果鼓勵 iOS 開發人員從付費升級的一次性獨立購買，切換到訂閱模式。目前，蘋果在 App Store 中訂閱應用程序服務收取 15% 的費用(此前為 30%)，而「一次性付費下載」或「免費+增值」模式的應用仍然需要收取 30% 的收入。我們對此模式持正面態度，主要因**(1)來自訂閱模式的現金流穩定性、(2)降低 App Store 內應用程序的購買成本和增加客戶生命週期價值，以及(3)應用程序質量改進**。它還可以抵消「免費+增值」模式帶來的價格下行壓力，因該模式無需改進其質素以吸引新用戶或是說服現有用戶升級/繼續應用。Tim Cook 表示，現在有 3 億付費用戶來自 Apple Music 和 iCloud 等內部服務以及第三方應用。我們認為市場發展潛力將是巨大的(Netflix 擁有 1.25 億訂閱用戶群，而 Spotify 擁有 8,300 萬訂閱用戶)。

#### B. 搜索廣告

蘋果網絡可在其應用程序中分發廣告，蘋果亦通過展示廣告收取分成，而不同的應用程式採用不同的分成百分比。通過在用戶搜索不同應用時，分析出搜索特徵並加以推送精選 Apps，搜索廣告令開發人員在 App Store 中容易被用戶發現。開發人員可以通過關鍵字、設備類型、位置、規劃等來定位潛在客戶。搜索廣告現在支持 13 個國家，包括澳大利亞、加拿大、法國、德國、意大利、日本、墨西哥、新西蘭、韓國、西班牙、瑞士、英國和美國。蘋果為開發人員創立的搜索廣告可分為兩層，**(1)2016 年底推出的搜索廣告高級版(Search Ads Advanced)和(2)2017 年 12 月推出的搜索廣告基本版(App Store Search Ads Basic，僅限美國)**。對

於後者，它允許開發人員顯著簡化設置 App Store 廣告的過程，只需選擇要宣傳的應用程式，廣告預算以及他們願意為每次客戶安裝支付的費用就可以了。以下是它們之間的區別：

圖：搜索廣告基本版 vs 搜索廣告高級版

	Basic	Advanced
Available on the US App Store	☑	☑
Available on AU, CA, MX, NZ, CH, UK App Stores		☑
Keyword level optimization		☑
Maximum monthly budget allowed (\$5k) per app	☑	
Demographic targeting		☑
Device targeting		☑
Pay on Install	☑	
Pay on Tap		☑
Schedule ads with day parting		☑
Monthly budget caps	☑	
Daily budget caps		☑

資料來源：蘋果、medium.com、時富

圖：App Store 搜索廣告

資料來源：蘋果、時富

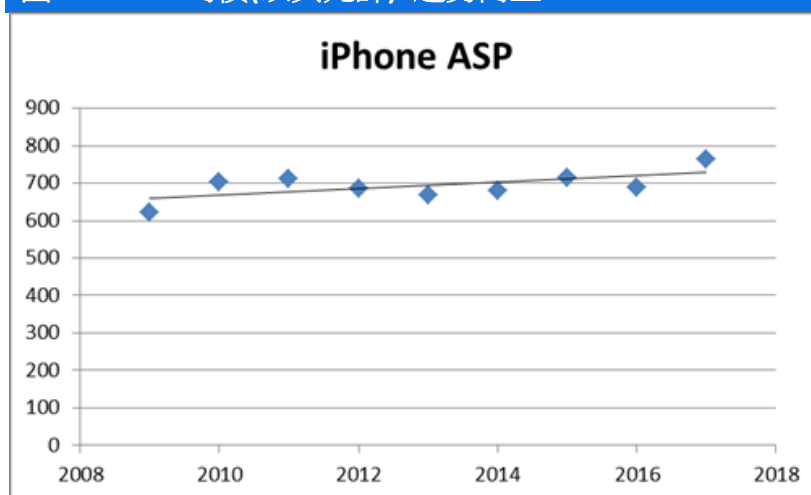
不過，我們發現蘋果服務應用程序的訂閱模式存在關鍵風險。例如，Netflix 目前正在測試新用戶或續訂用戶通過該服務的移動網絡版本將其付款方式直接輸入 Netflix 網站，繞過 iOS 設備中的 App Store，我們將密切關注其

他公司是否會一同仿效。

### 3. 高 iPhone 銷售均價以及毛利率

隨著規格升級(雙攝像頭、True Depth 攝像頭的面部識別、無邊框顯示屏、更強大的內存、具有更快計算能力的 AI Bionic 芯片等)，我們預計 iPhone 均價將繼續呈上升趨勢。蘋果可以利用其品牌形象和垂直整合服務，憑藉其強大的用戶黏性和對供應商討價還價的能力，實現較高毛利率。

圖：iPhone 均價(以美元計) 趨勢向上



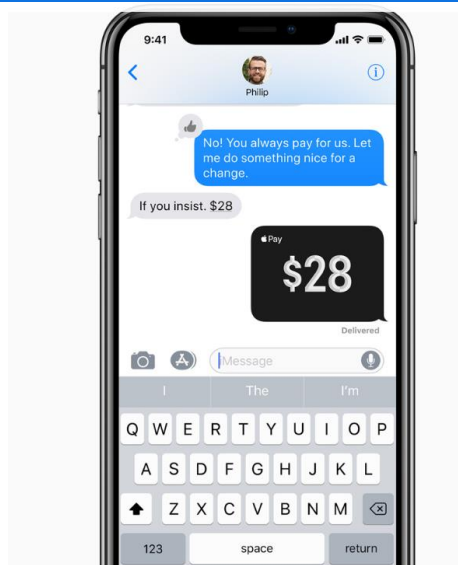
資料來源：蘋果、時富

### 4. 其他項目或加快變現

AppleCare、Apple Pay、Apple Watch、家庭/健康套件等資源或需要一段時間才成熟，我們亦正等著將來如何加速變現。以 Apple Pay 為例，由於每筆交易收取費用較低，Apple Pay 的增長似乎與交易量(增長以倍數計)不完全一致。據 First Annapolis 的一項調查，2017 年 12 月蘋果在 iMessages 中添加點對點支付令用戶成功進行交易，現在僅有 34% 的 Apple 用戶表示他們已註冊 Apple Pay，相信使用量仍有上升空間(而非每次交易費用)。此外，據報導，蘋果正製作電視、音樂和新聞套裝，由蘋果聘請員工開發原創內容，我們亦密切留意該業務將如何發展。



圖：iMessages 可利用 Apple Pay 進行點對點支付



Apple Pay makes sending and receiving money with friends and family as simple as sending a message.

資料來源：蘋果、時富

## 5. 大量現金儲備+強勁資產負債表+稅改 => 高股息派發比+股份回購+潛在併購增益

蘋果目前手頭現金為 2,437 億美元，約佔市值的 23%，彰顯其強勁的現金實力。據英國《金融時報》報導，蘋果表示將把其海外現金匯回美國，以利用特朗普總統領導的稅收改革(同時亦受益於較低的稅率)。根據首席財務官盧卡·梅斯特里(Luca Maestri)的說法，公司正尋求減少其龐大的現金儲備，逐漸變成「淨現金中性」。我們預計(1)高股息支付率或(2)股份回購以及(3)未來潛在收購增益可支持蘋果股價。事實上，儘管此前市場預期 iPhone 銷情會出現放緩，蘋果仍推出 1,000 億美元的股票回購計劃，又提高股息，表示對 iPhone 銷售前景充滿信心。

## 近況

**新 iPhone 推出：**蘋果於 2018 年 9 月推出三款新機型。新款 Xs 手機(iPhoneXS 和 iPhoneXS Max)訂單於 9 月 14 日已開始發貨，並於 9 月 21 日開始發貨。XR 於 10 月 19 日開始訂購，10 月 26 日開始發貨，蘋果推出了首款 7 納米自家芯片 A12 Bionic，擁有 69 億個電晶體。該芯片具有核心 CPU、核心 GPU 和專用神經網絡引擎，具有更快的計算能力和更低的功耗，可以從其他競爭對手中脫穎而出。iPhoneXS Max 的大屏幕以及雙卡雙號功能(在一個設備上可互換的 2 個電話號碼)也可能觸發產品更換需求。據我們觀察，未來幾個月銷售可能超出市場預期。

**成品庫存下降：**蘋果連續兩個季度再次將庫存拆分為零部件和成品披露。我們注意到**成品庫存**(從 24.76 億美元到 16.49 億美元)按季下跌 33%，**零部件庫存**(從 51.86 億美元到 42.87 美元)按季下跌 17%，與管理層聲稱渠道庫存水平處於**低水平**(該公司目標為是 5-7 週的範圍)的說法吻合。

**採購義務增加：**蘋果的製造採購義務增長率第三財季按年增長 34%至 314 億美元，高於 18 年第二財季的 25%。其他購買義務按年下降 6%至 85 億美元，主要原因是競爭激烈。**整體採購義務按年增長 23%至 399 億美元**，低於 18 年第二財季按年增長 29%，意味著新 iPhone 型號較上件提早推出市面。

## 估值

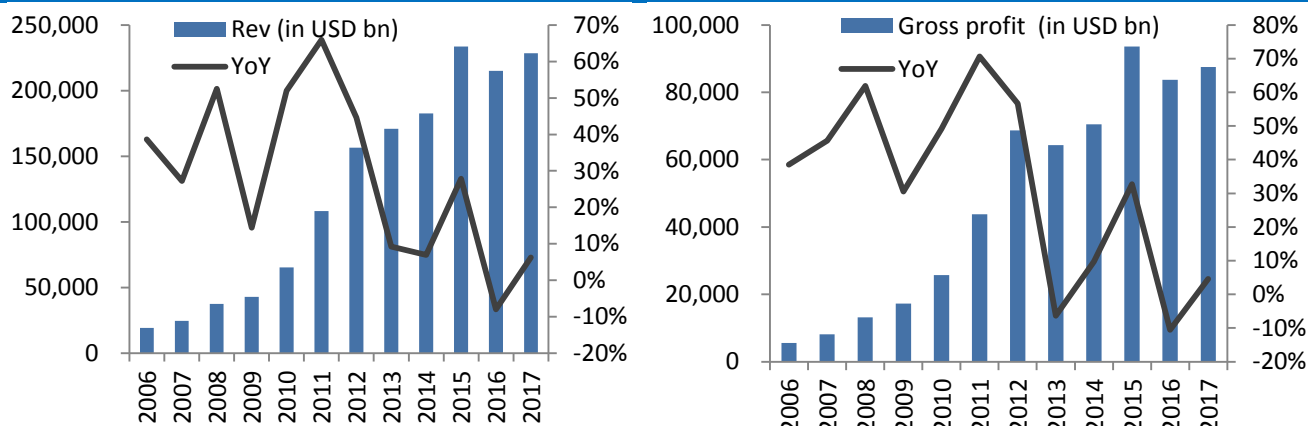
我們的目標價為 260 美元，基於我們 2019 年每股盈利預測 14.68 美元的 17.7 倍。受惠 AR 長期趨勢、服務業務興起和強大的現金實力，我們認為蘋果市盈率可達到高於 10 年平均值(15 倍)。主要下行風險包括貿易戰擔憂惡化、智能手機更換週期長於預期、低於預期的服務業務增長。

圖：估值(市盈率倍數)

FIRM VALUE: PE MULTIPLE METHOD	
<b>2019 Estimated earnings</b>	<b>65,476</b>
<b>Outstanding shares</b>	<b>4,462</b>
<b>Estimated EPS</b>	<b>14.68</b>
<b>Target PE</b>	<b>17.7</b>
<b>Implied share price</b>	<b>260</b>

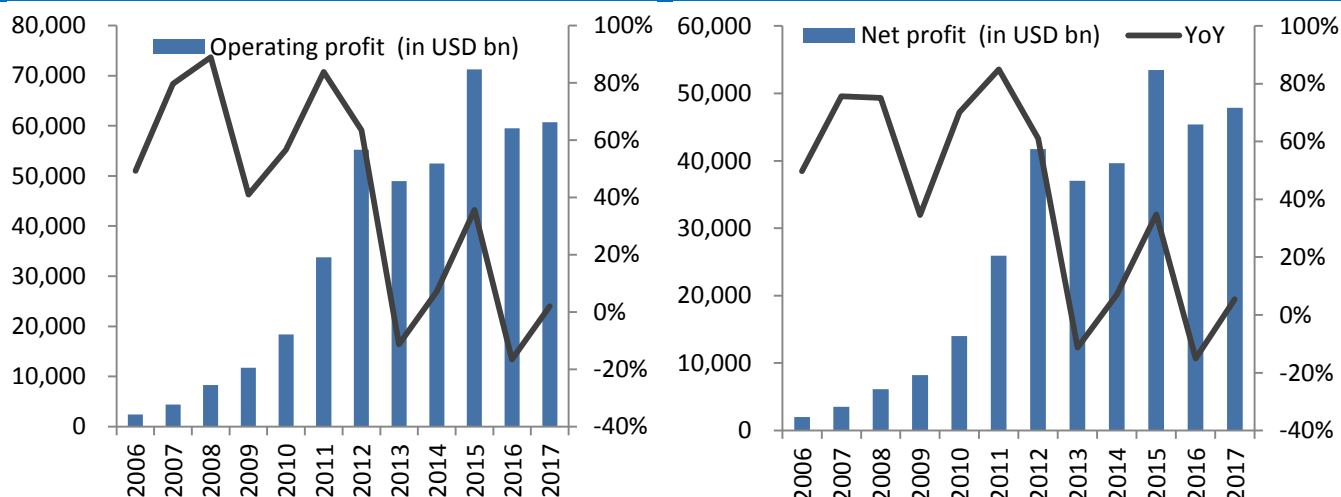
資料來源：蘋果、時富

圖. 2010-2017 蘋果收入及毛利



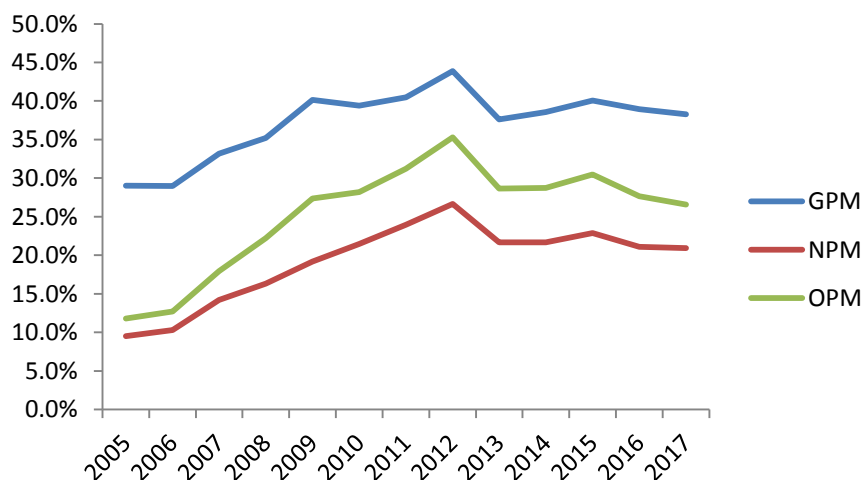
資料來源：公司資料、時富

圖. 2010-2017 蘋果經營溢利及純利



資料來源：公司資料、時富

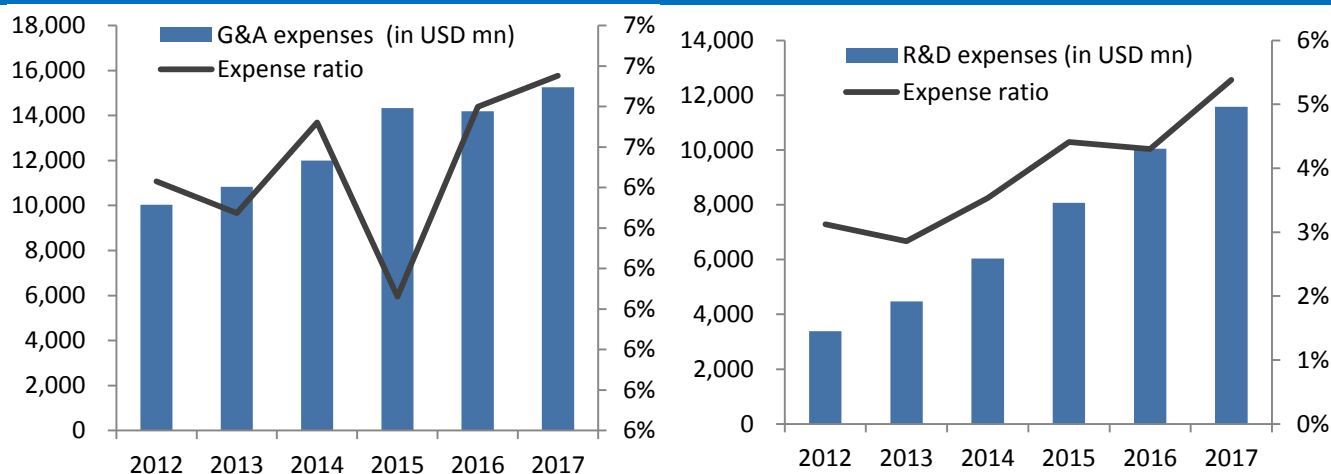
圖. 2010-2017 蘋果的毛利率、經營利潤率及純利率



資料來源：公司資料、時富

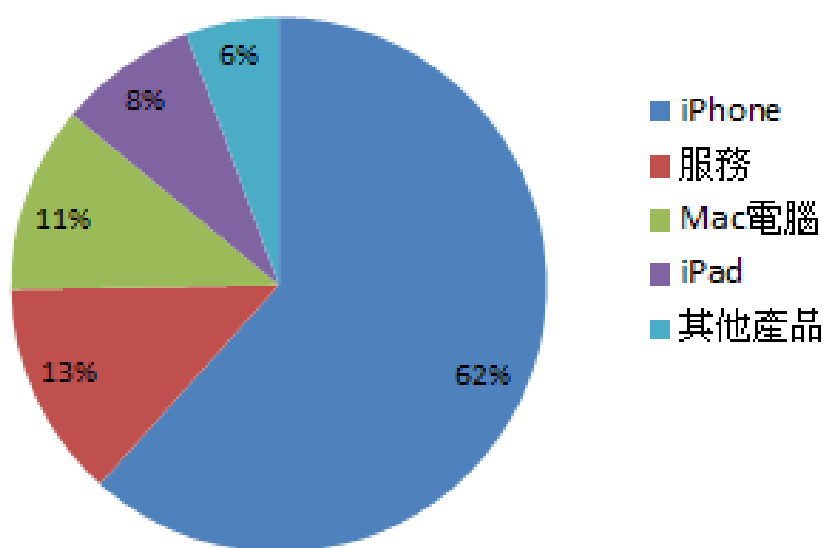
上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源，但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失，概不負責。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可，客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。

圖. 蘋果的一般及行政支出、研發支出



資料來源：公司資料、時富

圖. 2017年財年蘋果的收入分部



資料來源：公司資料、時富

## 蘋果

損益表(百萬美元)				
截至9月底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	229,234	263,148	282,524	301,900
銷售成本	-141,048	-160,183	-172,166	-184,157
毛利	88,186	102,965	110,358	117,743
行政、銷售及推廣費用	-26,842	-32,815	-37,011	-41,451
經營盈利	61,344	70,150	73,347	76,292
EBITDA	71,501	81,575	85,049	88,524
折舊	-8,957	-10,636	-11,419	-12,202
攤銷	-1,200	-789	-283	-30
EBIT	61,344	70,150	73,347	76,292
其他收益	2,745	4,142	5,539	6,936
扣除所得稅前利潤	64,089	74,292	78,886	83,228
所得稅	-15,738	-13,818	-13,411	-14,149
扣除所得稅後利潤	48,351	60,474	65,476	69,079
非控制性權益	0	0	0	0
其他損益	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	48,351	60,474	65,476	69,079
非經常性損益	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	48,351	60,474	65,476	69,079
股息	-12,600	-15,759	-17,063	-18,002
儲備	35,751	44,715	48,413	51,077
每股盈利	9.37	12.69	14.68	16.62
每股股息	2.44	3.31	3.82	4.33

## 現金流量表(百萬美元)

截至9月底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	48,351	60,474	65,476	69,079
折舊	8,957	10,636	11,419	12,202
攤銷	1,200	789	283	30
淨營運資金變動	-3,159	-2,405	-3,819	-3,814
經營活動的現金流量	63,598	69,494	73,358	77,497
資本開支	-14,900	-16,362	-17,567	-18,772
其他非流動資產	-25,992	-24,284	-24,284	-24,284
其他非流動負債	4,247	4,247	4,247	4,247
投資活動的現金流量	-46,446	-36,399	-37,604	-38,809
經營及投資活動的現金流量	17,152	33,095	35,754	38,688
股份發行所得款	3,832	4,616	4,616	4,616
債券發行所得款	24,776	38,164	41,025	43,086
可換股債券發行所得款	0	-1	0	0
股息	-12,600	-15,759	-17,063	-18,002
融資活動的現金流量	-17,347	27,020	28,578	29,701
淨現金流量	-195	60,115	64,332	68,389
年初現金及現金等價物	20,484	20,289	80,404	144,736
調整	0	0	0	0
年終現金及現金等價物	20,289	80,404	144,736	213,125
年終淨負債	83,414	61,463	38,155	12,853

資料來源：公司資料、時富

## APPL.US, 買入, 目標價: 260

資產負債表(百萬美元)				
截至9月底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	20,289	80,404	144,736	213,125
可轉讓證券	53,892	61,113	68,334	75,555
應收賬款	17,874	19,851	21,312	22,774
存貨	4,855	3,533	3,798	4,062
其他非流動資產	31,735	31,534	33,855	36,177
總流動資產	128,645	196,434	272,035	351,694
長期投資	194,714	218,998	243,282	267,566
固定資產	33,783	39,510	45,658	52,228
商譽	5,717	5,717	5,717	5,717
其他無形資產	2,298	1,509	1,226	1,196
其他長期資產	10,162	10,162	10,162	10,162
總資產	375,319	472,329	578,081	688,562
短期債務	6,496	9,000	10,000	10,000
應收賬款及其他應收款	49,049	50,587	54,372	58,159
其他流動債務	45,269	49,000	52,666	56,334
總流動債務	100,814	108,588	117,038	124,493
長期債務	97,207	132,867	172,892	215,978
可換股債務	0	0	0	0
其他長期債務	43,251	47,498	51,745	55,992
總負債	241,272	288,953	341,675	396,463
非控制性權益	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0
股本	35,867	40,483	45,099	49,715
留存收益	98,330	143,045	191,458	242,535
股息	-12,600	-15,759	-17,063	-18,002
其他權益及儲備	-150	-150	-150	-150
總權益	134,047	183,378	236,407	292,100
總權益及負債	375,319	472,330	578,082	688,563

## 重要比率

	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>增速 (%)</b>				
收入	6.3%	14.8%	7.4%	6.9%
每股盈利	9.3%	35.3%	15.7%	13.3%
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	38.5%	39.1%	39.1%	39.0%
EBITDA 利潤率	31.2%	31.0%	30.1%	29.3%
EBIT 利潤率	26.8%	26.7%	26.0%	25.3%
淨利潤率	21.1%	23.0%	23.2%	22.9%
有效稅率	24.6%	18.6%	17.0%	17.0%
派息率	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
股本回報率	36.1%	33.0%	27.7%	23.6%
資產回報率	12.9%	12.8%	11.3%	10.0%
<b>流動比率 (x)</b>				
流動比率	1.28	1.81	2.32	2.83
<b>槓桿比率</b>				
淨負債/EBITDA (x)	1.17	0.75	0.45	0.15
淨負債/權益 (%)	0.62	0.34	0.16	0.04
<b>經營活動 (日)</b>				
應收賬款周轉天數	28.5	27.5	27.5	27.5
庫存周轉天數	7.7	4.9	4.9	4.9
應付帳款周轉天數	78.1	70.2	70.2	70.3
現金周轉期	-41.9	-37.7	-37.8	-37.9

資料來源：公司資料、時富