电子

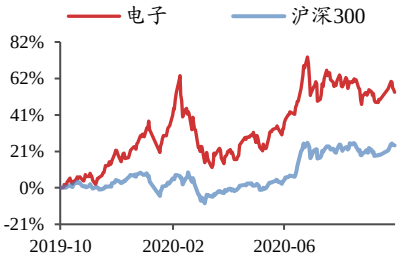
2020 年 10 月 18 日

存量换代与竞品缺位，驱动苹果新机销量增长

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《拐点时代的硬科技趋势-拐点时代的硬科技趋势》-2020.9.17

《行业点评报告-《集成电路新政》强势到来，高端 IC 自主可控或再度提速》-2020.8.5

《行业点评报告-德州仪器营收同比下滑，2020Q3 预计回暖》-2.020.7.25

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

林承瑜（联系人）
linchengyu@kysec.cn
证书编号：S0790120080105

● 苹果召开秋季发布会，新机系列预售数据展望乐观

苹果推出 4 款 iPhone 12 系列机型，实行分批发布及预售。除了 5G、摄像、LiDar 等明显的升级外，产品在 Magsafe、超瓷晶面板等细节进行微创新。从线上平台预售数量及经销商备货数量看，销量展望乐观。

● 差异化销售策略下，iPhone 12 系列分支机型增多

iPhone 12 系列四款机型发布，实行差异化定位的销售策略。苹果发布 iPhone 12 系列新品，首次推出 4 款机型，是历史上同步推出机型数量最多的一年，价格区间范围下至 iPhone mini 的 699 美元，高至顶配版 iPhone Pro Max 价格 1399 美元，覆盖目标人群范围更广、选择丰富。2019 年安卓厂商陆续推出 5G 系列手机，而苹果阵营在通信际代上始终落后一个身位，本次 5G 机型的发布消除前期阻碍换机的因素。侧重用户体验的细节微创新，仍是近年来 iPhone 新机的主旋律。

● iPhone 12 系列受追捧，存量换机与竞品缺位是主要驱动力

iPhone 12 系列首日销量亮眼，经销商备货信心增强。因上半年 iPhone 11 主动降价去库存，苹果已对新品备货趋于谨慎，而上市首日线上官网及经销渠道的线上销售受到追捧，出现京东自营旗舰店 iPhone 12 首批货售罄等局面，平台预售数据乐观，我们预计后续国内经销商备货方面是往年的翻倍，将接近 1100 万部。我们认为 iPhone 销量表现亮眼的原因在于 iPhone 存量用户的换机需求与当前市场上的竞品缺位：上一轮苹果换机潮出现在 2017 年，目前正值换机时点；市场竞品方面，苹果已补齐 5G、摄像方案的短板，同价格带的国内核心竞争对手受到贸易摩擦等因素扰动，下半年新机发行时间晚于苹果，为其销量提供支撑。

● 投资观点：苹果“硬件+服务”的生态初具雏形，维持行业“看好”评级

苹果进入新一轮换机周期，硬件+服务的生态链初具雏形。苹果在硬件的微创新上侧重用户体验，而非直接的比拼配置，产品层次步入多元化，竞品又相对缺位，在手机业务部分实现全球市场份额的提升，此外推出 HomePod mini 等硬件产品持续强化用户生态。对于苹果供应链的企业而言，从手机硬件向其他消费电子终端迁移的路径为其打开天花板；苹果的定价策略下沉，供应商将进一步比拼规模及成本优势，看好苹果供应链零件+整机的头部平台型厂商。受益标的：鹏鼎控股、歌尔股份、立讯精密、东山精密、环旭电子。

● 风险提示：海外需求不及预期、行业竞争加剧、贸易摩擦导致供给端受阻

1、 差异化销售策略下，iPhone 12 系列分支机型增多

10 月 14 日苹果秋季发布会公开 iPhone 12 系列四款机型，实行差异化定位的销售策略。苹果发布 iPhone 12 系列新品，首次推出 4 款机型，是历史上同步推出机型数量最多的一年。首次取消了标配的有线耳机及充电器，在致力于环保、节省 BOM 成本的同时，迎接 TWS 及快充充电器带来的变革。除了本身的配置表选择增加外，针对不同地区推出分支机型，例如大部分地区首次取消随盒的有线耳机，但在法国地区因通信信号的保护措施仍保留标配耳机; 北美机型在 5G 通讯制式上与其他地区略有差异。价格区间范围下至 iPhone mini 的 699 美元，高至顶配版 iPhone Pro Max 价格 1399 美元。因 2020 年疫情影响导致供应端备货延后，而且考虑到机型品种较多，实行分次预订，首批于 10 月 23 日发售中端两款 iPhone 12 和 iPhone 12 Pro 机型，而最低定位的 iPhone 12 mini 与 iPhone 12 Pro Max 延期至 11 月 13 日发售。

表1：iPhone 12 系列产品是苹果历年秋季发布会最丰富

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
推出机型	iPhone 6	iPhone 6s	iPhone 7	iPhone 8	iPhone XS	iPhone 11	iPhone 12 mini
	iPhone 6 Plus	iPhone 6s Plus	iPhone 7 Plus	iPhone 8 Plus	iPhone XS Max	iPhone 11 Pro	iPhone 12
				iPhone X	iPhone XR	iPhone 11 Pro Max	iPhone 12 Pro
							iPhone 12 Pro Max

资料来源：苹果官网、开源证券研究所

5G 通信制式与摄像头升级，制约换机的因素消除。本次 iPhone 12 系列最大的看点在于苹果首次全机型采用 5G 通讯制式，5G NR 频段覆盖全面，包括 n1, n2, n3, n5, n7, n8, n12, n20, n25, n28, n38, n40, n41, n66, n77, n78, n79。此外，因全球各地区的 5G 建设进展不一，国内 iPhone 12 仅支持 sub-6GHz，北美地区发售兼容 sub-6GHz 与毫米波版本，定位首次支持北斗通讯。摄像头方面，高端款采用 3+1 模式，即除了超广角、广角和长焦镜头外，配置有 LiDar，实现空间感知、增强 AR 功能。2019 年安卓厂商陆续推出 5G 系列手机，而苹果阵营始终落后一个身位，本次 5G 机型的发布导致前期阻碍换机的因素得以消除。由于 5G 手机耗电量高，市场前期关心充电环节是否会引入高瓦数的快充方案及无线充电方案的变化进展，苹果将磁吸式无线充电 Magsafe 引入手机且支持 15W 无线充电，兼容 Qi 协议。

表2：iPhone 12 系列差异化程度高

	iPhone 12 mini	iPhone 12	iPhone 12 Pro	iPhone 12 Pro Max
机型尺寸	131.5 × 64.2 × 7.4 mm	146.7 × 71.5 × 7.4 mm	146.7 × 71.5 × 7.4 mm	160.8 × 78.1 × 7.4 mm
售价	5499/5999/6799 元	6299/6799/7599 元	8499/9299/11099 元	9299/10099/11899 元
颜色	黑色、白色、红色、绿色、蓝色		银色、石墨色、金色、海蓝色	
发售时间	11 月 13 日	10 月 23 日	10 月 23 日	11 月 13 日
存储容量	64-128-256G	64-128-256G	128-256-512G	128-256-512G
屏幕	5.4 英寸 OLED 屏幕 476 ppi	6.1 英寸 OLED 屏幕 460 ppi	6.1 英寸 OLED 屏幕 460 ppi	6.7 英寸 OLED 屏幕 458 ppi
摄像头	1200 万像素超广角及广角 超广角：f/2.4 光圈和 120° 视角 广角：f/1.6 光圈		超广角：*f*/2.4 光圈和 120° 视角 广角：*f*/1.6 光圈	超广角：*f*/2.4 光圈和 120° 视角 广角：*f*/1.6 光圈

	iPhone 12 mini	iPhone 12	iPhone 12 Pro	iPhone 12 Pro Max
			长焦：ƒ/2.0 光圈 4 倍光学变焦范围 最高可达 10 倍数码变焦	长焦：ƒ/2.0 光圈 5 倍光学变焦范围 最高可达 12 倍数码变焦
5G 通信制式	国内仅支持 sub-6 GHz	国内仅支持 sub-6 GHz	Sub-6 和 mm-Wave	Sub-6 和 mm-Wave
电池续航	视频播放最长可达15小时	视频播放最长可达17小时	视频播放最长可达 17 小时	视频播放最长可达 20 小时
芯片	A14 （5nm）			

资料来源：苹果官网、开源证券研究所

细节微创新，仍是近年来 iPhone 的主旋律。在外观结构上，金属中框重回直切边，而玻璃基板采用超瓷晶面板，抗摔落性能提升 4 倍；颜色选择上推出更多选择，iPhone 12 mini 和 iPhone 12 机身颜色有 5 种，且 Pro 版本两款颜色与另外两款呈现差异。而此前市场期待的高刷、屏下指纹等功能，还未在 iPhone 12 上得以应用。

图1：iPhone 12 系列机型有 5 种可选颜色



资料来源：苹果官网

图2：iPhone 12 Pro 系列机型颜色与 12 形成差异



资料来源：苹果官网

2、 iPhone 12 系列受追捧，存量换机与竞品缺位是主要驱动力

iPhone 12 系列首日销量亮眼，经销商备货信心增强。因上半年 iPhone 11 主动降价去库存，苹果已对新品备货趋于谨慎，而上市首日官网及经销渠道的线上销售受到追捧，出现京东自营旗舰店 iPhone 12 首批货售罄等局面，销量或好于官方的实际预期，首发日前一日京东平台 iPhone 12 的预约数量超过 60 万、Pro 预约数量超过 30 万，后续两款待发机型的预售量亦超过 60 万台；苏宁平台各机型的预约总量突破 145 万。平台预售数据展望乐观，我们预计后续国内经销商备货方面是往年的翻倍，接近 1100 万部。

表3：iPhone12 销售前一日预售情况佳

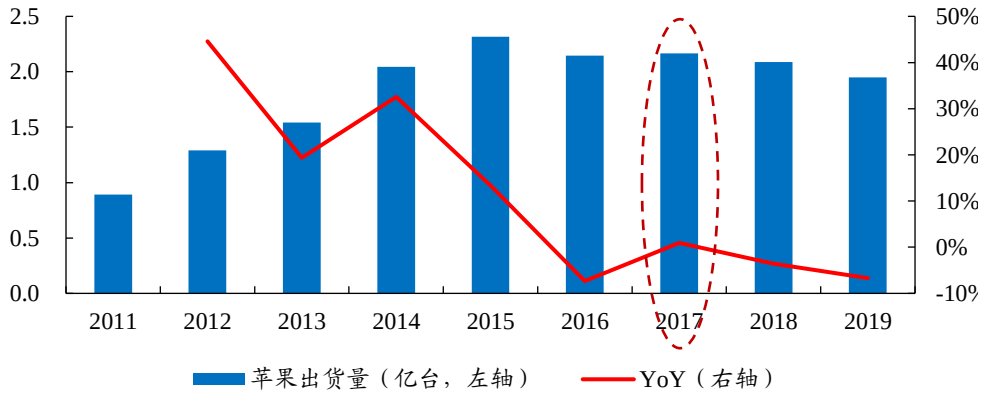
	京东平台	苏宁平台
iPhone 12	61.5	92
iPhone 12 Pro	31.8	52

资料来源：苏宁易购、京东、开源证券研究所

我们认为 iPhone 销量表现亮眼的原因在于 iPhone 存量用户的换机需求与当前市场上的竞品缺位。换机需求方面，上一轮苹果换机潮出现在 2017 年，上半年的主力机型

为 iPhone 7、下半年主力机型为 iPhone X，2018-2019 年的 iPhone 系列产品均隶属于 iPhone X 类似的衍生外观，对消费者的吸引力有限，而且从 2019 年开始安卓系厂商推动 5G 对苹果的销量形成进一步挤压。当前 iPhone 存量用户面临手机电池电量不足等问题，亟待更新手机。

图3：上一轮苹果机型的换机周期出现在 2017 年



数据来源：IDC、gartner、开源证券研究所

12 系列 iPhone 与安卓系厂商在 5G 和摄像的差距打平，高价区间缺乏竞品。iPhone 的价格区间段内强有力的竞争对手仅剩下华为，而其供应链安全受到扰动。2020 年上半年华为推出 P40 系列产品，搭载麒麟 990 5G SoC 芯片，采用徕卡 4 摄，6.58 英寸 OLED 90Hz 刷新率的屏幕，运行内存及跻身内存最高达到 8GB+512GB，产品定价从 5988 元至 7388 元，苹果机型自 2019 年 iPhone11 系列推出后，价格带下沉至 5000-6000 元，直接与华为的高端机型形成竞争，而且覆盖范围上限在 10000 元以上，目标受众广泛。全球贸易摩擦升级，国内竞品厂商面临供应链风险，原有的自研芯片难以保证供应，或导致产品研发、销售一体化的能力缺失，给苹果带来份额进一步提升的卡位机遇。

表4：iPhone 12 系列竞品缺位

	2019 年		2020 年	
	iPhone 11	华为 Mate30 5G	iPhone 12	华为 P40
摄影功能	超广角（13 毫米）120° 视角，四倍取景范围 广角（26 毫米）采用 Focus Pixels	4000 万像素超感光摄像头（广角，f/1.8 光圈）+1600 万像素超广角摄像头（1600 万像素,f/2.2 光圈）+800 万像素长焦摄像头（800 万像素，f/2.4 光圈，支持 OIS）	超广角：ƒ/2.4 光圈和 120° 视角 广角：ƒ/1.6 光圈 长焦：ƒ/2.0 光圈 5 倍光学变焦范围 最高可达 12 倍数码变焦	5000 万像素的主摄像头，RYYB 传感器，f/1.9 光圈；超广角摄像头 1600 万像素，f/2.2 光圈，等效焦距 7mm；长焦摄像头为 800 万像素，f/2.4 光圈，支持 OIS 光学防抖，等效 80mm
通讯制式	4G	5G SA/NSA	5G（sub-6G/mmWave）SA/NSA	5G SA/NSA
定价	11:5499/5999/6799 元 11 Pro:8699/9999/11799 元	Mate30:4999/5499 元 Pro:6899/7899 元	Min:5499/5999/6799 元 12:6299/6799/7599 元 12 Pro:8499/9299/11099 元 12 Pro Max:9299/10099/11899	6GB+128GB 4188 元 8GB+128GB 4488 元 8GB+256GB 4988 元

	2019 年		2020 年	
			元	
主芯片方案	A13	麒麟 990 5G SoC	A14	麒麟 990 5G SoC
充电方案	18W 快充	40W 有线快充 27W 无线快充	15W 无线充电	40W 有线快充 27W 无线快充

资料来源：华为线上商城、苹果官网、开源证券研究所

3、 投资观点：苹果硬件服务的生态初具雏形，维持行业“看好”评级

苹果进入新一轮换机周期，硬件服务的生态链初具雏形。苹果注重硬件的微创新，进行用户体验的细节升级，而非直接的比拼配置，在 2019 年相对落后于安卓阵营的情况下，2020 年在通信制式和摄像等直观的结构性创新上趁势而上，在用户细节处增加了独有 Magsafe、超瓷晶盖板等设计，产品层次步入多元化，竞品又相对缺位，在手机业务部分实现全球市场份额的提升，此外推出 HomePod mini 等硬件产品持续强化用户生态。对于苹果供应链的企业而言，从手机硬件向其他消费电子终端迁移的路径为其打开天花板；苹果的定价策略下沉，供应商将进一步比拼规模及成本优势，看好苹果供应链零件+整机的头部平台型厂商。受益标的：鹏鼎控股、歌尔股份、立讯精密、东山精密、环旭电子。

表5：推荐及受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E			评级
		2020/10/16	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002938.SZ	鹏鼎控股	51.70	1.30	1.50	1.62	39.8	34.5	31.9	增持
002241.SZ	歌尔股份	40.38	0.39	0.72	1.03	103.5	56.1	39.2	未评级
002475.SZ	立讯精密	58.37	0.88	0.97	1.33	66.3	60.2	43.9	未评级
002384.SZ	东山精密	25.41	0.44	0.91	1.18	57.8	27.9	21.5	未评级
601231.SH	环旭电子	24.65	0.72	0.93	1.13	34.2	26.5	21.8	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：除鹏鼎控股外，上述公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

4、 风险提示

海外需求不及预期：海外受到疫情蔓延影响，停工等因素或导致消费能力下降，需求不达预期。

行业竞争加剧：苹果产品定价下沉，以量补价的策略或导致供应链竞争加剧，未来投入研发的资本积累不足。

贸易摩擦导致供给端受阻：苹果供应链具有全球化分布的特点，研发主要放在美国，而零部件分散在全球，贸易摩擦将导致供货能力下滑。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn