

〔投資研究報告〕

2026/3/12

Apple： 代理入口控制權驅動的平臺重估

目錄

- 一、 Apple 的問題，從來不只是 AI 做得快不快
- 二、 真正該討論的，不是功能，而是入口
- 三、 硬體斷代，才是換機週期真正的底層邏輯
- 四、 Apple 的 AI 成本結構，與雲端巨頭並不在同一張損益表上
- 五、 代理租金的量化框架：從點擊經濟走向意圖經濟
- 六、 中國市場，是平台故事最容易失真的地方
- 七、 基本面依舊強，但高品質本身已不足以構成全部理由
- 八、 情境推演：估值中樞的關鍵，在於平台層級是否上移
- 九、 需要關注的前導指標

下一輪估值上修，將由分發主導權、硬體斷代與端側推理槓桿共同推動。

2026/3/12 新光投顧

市場目前對 Apple 的理解，仍主要建立在兩套熟悉的敘事之上。第一套敘事是，Apple 依舊是一家極高品質的消費電子與服務平台公司，憑藉品牌、裝置基數與服務收入維持穩定現金流；第二套敘事則是，Apple 雖然在人工智慧基礎模型競賽中幾乎脫隊，但憑藉軟硬整合與生態黏性，仍可在 AI 時代穩健受益。這兩種說法都不算錯，但絕對還有深入挖掘的價值。它們可以解釋 Apple 為何不差，卻還不足以解釋 Apple 為何可能被重新定價。

我們認為，真正影響估值中樞的，是 Apple 是否正在掌握一個比 App Store 時代更高階的控制點：**代理層的入口控制權**。當使用者不再主要透過手動打開應用程式完成任務，而是愈來愈多地透過 Siri 或系統級代理來搜尋、比較、安排、購買、回覆與執行工作流時，平台價值的來源便會由「應用分發」進一步延伸到「意圖分配」「任務導流」「預設排序」與「交易閉環」。在這個意義上，Apple 的平台租金，正處在一個可能升級的起點。

這個判斷之所以重要，在於它改寫了 Apple 的投資語言。過去市場更常用硬體景氣循環、服務收入穩定成長與資本回收效率去理解 Apple；未來三到五年，Apple 的上行空間，可能來自另一套結構：裝置端推理帶來的成本韌性、AI 規格門檻帶來的硬體斷代、以及代理層入口控制權所對應的新型平台租金。若這三條線開始匯合，Apple 的估值框架就不應只停留在一檔成熟巨型科技股，而應朝「下一代流量分發基礎設施」的方向重新理解。

目錄

- 一、 Apple 的問題，從來不只是 AI 做得快不快
- 二、 真正該討論的，不是功能，而是入口
- 三、 硬體斷代，才是換機週期真正的底層邏輯
- 四、 Apple 的 AI 成本結構，與雲端巨頭並不在同一張損益表上
- 五、 代理租金的量化框架：從點擊經濟走向意圖經濟
- 六、 中國市場，是平台故事最容易失真的地方
- 七、 基本面依舊強，但高品質本身已不足以構成全部理由
- 八、 情境推演：估值中樞的關鍵，在於平台層級是否上移
- 九、 需要關注的前導指標

一、 Apple 的問題，從來不只是 AI 做得快不快

Apple 與其他大型科技公司在 AI 時代的差異，不是單純地體現在「有沒有追上 OpenAI、Google 或 Meta」，而是體現在它選擇了另一條完全不同的路徑。Apple 並沒有走向以大規模資料中心資本支出作為主軸的 AI 競賽。公司 2025 財年的資本支出約為 **127 億美元**，同一年度研發費用則約為 **345.5 億美元**；這樣的組合已清楚說明，Apple 的資源配置重心，不在於無限制堆疊雲端算力，而在於透過晶片、作業系統、裝置端推理與可信運算，把 AI 能力嵌進產品本身。

這條路徑看起來不如 hyperscaler 的打法激進，卻未必比較弱。它意味著 Apple 把人工智慧理解為一種產品層與系統層的能力，而不是單純的雲端運算服務。這也解釋了為什麼 Apple 的人工智慧故事，不能只用「模型實力」去衡量。它更接近一種平台工程：如何讓裝置、作業系統、個人資料權限、雲端補充推理與使用者 workflow 整合成一個低摩擦、高信任、高黏性的閉環。Private Cloud Compute 的推出，就是這條邏輯最具代表性的體現。Apple 不是否定雲端推理，而是試圖重新定義它與個人裝置的邊界：哪些事情應留在本地處理，哪些事情可以上雲，哪些資料不應被平台隨意取用，哪些模型能力必須建立在可驗證的安全假設之上。

這裡的重點在於，Apple 試圖建立的是一套「可信運算制度」。這種制度一旦成立，受益最大的未必是最早一批炫目的 AI 功能，而是那些需要長期信任、需

要調用個人資料、需要低摩擦授權、且具高商業價值的應用場景。財務助理、健康管理、企業工作流、自動化任務、個人日程調度，這些才是未來可能真正提高平台租金的場景。換句話說，Apple 的人工智慧價值，不只是來自它做了什麼功能，而是來自它打造了什麼樣的制度環境，讓高價值服務更容易優先落地在它的平台上。

二、真正該討論的，不是功能，而是入口

如果 App Store 時代的平台價值來自於「誰決定哪些 App 被看見、被下載、被支付」，那麼代理時代的平台價值，將愈來愈來自於「誰決定哪個服務先被理解、被調用、被完成」。

這正是我們認為 Apple 最可能被低估的地方。過去十多年，Apple 的平台租金建立在幾個相對清楚的基礎之上：作業系統控制權、應用程式分發權、支付與身分整合，以及高品質硬體所帶來的裝置黏著度。這是一種以 App 為單位的世界。使用者先找到 App，再進入服務，再完成交易。平台的權力，體現在 App 的呈現與交易的結算。

但代理層興起之後，互動邏輯會發生一個根本變化。使用者未必還需要逐一打開 App，也未必需要自己比價、自己篩選、自己安排。當使用者開始說「幫我訂明晚靠近會場的餐廳」、「幫我比較明天上午到東京最方便的班機」、「幫我整理今天的重要郵件並排出可回覆的優先順序」，價值的核心便不再只是某個 App 本身，而是誰有能力理解這個意圖、拆解這個任務、決定使用哪個服務來完成它。從這一刻開始，平台價值就從 App 分發，向上游移動到意圖分配與任務調度。

這也是為什麼「代理入口控制權」這個概念值得被認真對待。它不是一個為了新穎而新穎的詞，而是在描述平台權力上移這件事：當 Apple 能決定某個需求最終被導向哪一個外送平台、哪一家航空公司、哪一個訂房服務、哪一種支付方式，Apple 掌握的就不只是流量，而是整個數位交易中的預設路徑。這種價值，比 App Store 時代更高階，也更接近數位經濟中的過路費定價權。

若把這件事說得更白一些：Google 搜尋時代的核心利潤，來自對「查詢結果排序」的掌控；代理時代 Apple 若成功，則其新增利潤空間，可能來自對「任

務執行預設路徑」的掌控。兩者本質上都是平台租金，只是前者收的是搜尋入口租金，後者收的是意圖分配租金。這種租金未必一開始就會以清楚的單項收入科目出現，更可能先表現在推薦費、交易導流費、平台接口抽成、或高價值服務優先排序的商業安排上。也正因如此，市場目前用傳統硬體與服務框架去看 Apple，很可能低估了這個新型收入選項的存在。

三、硬體斷代，才是換機週期真正的底層邏輯

市場在分析 AI 對智慧手機的影響時，常常還停留在一種較直觀的思維：新功能會不會吸引消費者、生成式工具是否有趣、語音助手是否更聰明。這些當然都會影響產品體驗，但若要建立對 iPhone 週期更有力量的財務判斷，真正該關注的，是裝置是否開始出現「新的最低規格門檻」。

也就是說，AI 對硬體最重要的影響，不是感性上的「我想升級」，而是理性上的「我必須升級」。

這裡的認知，是整個端側推理系統的物理條件是否夠用。真正限制本地代理能力的，是記憶體頻寬、存取延遲、功耗表現、熱設計與持續推理下的能效平衡，而不是單純的宣傳數字。Apple 在這裡的優勢，恰恰來自其一體化設計能力。透過統一記憶體架構、自研神經網路引擎、晶片與作業系統的協同優化，Apple 更有能力在不明顯犧牲續航與散熱的情況下，維持穩定、低延遲且一致的代理體驗。這種優勢很難只靠 Android 陣營單點堆料複製，因為後者還受制於平台碎片化、記憶體管理效率差異與各家整合能力不一。

Apple 已明確將 Apple Intelligence 與特定硬體等級綁定，目前支援的 iPhone 主要是 iPhone 15 Pro 系列及後續機型，而不是所有現有機種；去年，iPhone 16e 的推出則顯示 Apple 正在把 AI 時代的裝置入口向較低價格帶延伸，但仍保留世代門檻與產品分層。這說明 Apple 並不是在無條件普及 AI，而是在有節奏地擴大 AI-ready 裝置池。

這件事對買方模型的意義很大。若未來 Apple Intelligence 的核心能力持續上修對記憶體與本地推理能力的要求，那麼裝置世代的差異將被快速放大。舊機不再只是慢一點、笨一點，而是逐漸失去一部分核心功能的可用性。當「能不能用」開始取代「好不好用」成為判斷標準，換機週期就會從感性偏好，轉向

結構性的規格驅動。這會直接影響兩個關鍵財務結果：一是三年以上舊機可能更早退出可接受區間，二是更高規格機型的佔比上升，進一步支撐平均售價與產品組合品質。

因此，AI 對 iPhone 的最深影響，未必先體現在使用者是否天天和模型聊天，而是體現在硬體規格門檻如何悄悄重畫整個產品世代的邊界。這個邊界一旦被市場意識到，硬體故事就不再只是週期，而會帶有結構性上移的色彩。

四、Apple 的 AI 成本結構，與雲端巨頭並不在同一張損益表上

市場在比較 Apple、Microsoft、Google、Meta 或 OpenAI 這些玩家時，習慣把它們都放在同一張「AI 競賽地圖」上。但如果把財務結構拆開來看，Apple 所面對的經濟學其實完全不同。

對絕大多數雲端 AI 業者而言，每一次查詢、每一次生成、每一次代理執行，背後都伴隨著額外的推理成本。模型愈強、使用量愈大、上下文愈長，基礎設施成本通常也同步上升。這意味著收入成長與成本成長之間具有高度連動關係。無論是電力、GPU 折舊、網路傳輸，還是基礎設施擴容，雲端模型的擴張本質上是一個持續燒資本與燒營運成本的故事。

Apple 的路徑則不同得多。若愈來愈多 AI 任務可以在裝置端完成，Apple 便等於把人工智慧的一部分成本前置到晶片設計、記憶體規格、裝置售價與換機週期之中。換句話說，當 Microsoft 或 Google 需要在每一次使用中持續支付給資料中心與 GPU 生態時，Apple 的一部分 AI 成本，其實已在使用者買下 iPhone、iPad 或 Mac 的那一刻，由消費者預先承擔。這是非常重要的利潤率差異：Apple 的人工智慧，具有更強的「成本資本化」特徵。

這種結構有兩個資本市場上極其重要的含義。

- 第一，它使 Apple 在 AI 使用量上升時，不必按比例承擔同等幅度的雲端推理成本，因而具有更高的利潤率韌性。
- 第二，第二，它使 Apple 更有可能把 AI 使用的經濟價值，沉澱到硬體升級、服務黏性與平台租金上，而不是被雲端成本侵蝕掉大部分增量利潤。

從財務結果來看，Apple 本就擁有一個強大的高毛利服務層。2025 財年，Apple 服務收入約 **1092 億美元**，服務毛利率約 **75.4%**，產品毛利率約 **36.8%**。這組數字的意義，不只是 Apple 服務很賺錢，而是 Apple 已經有一個能夠承接平台租金的成熟層。若 AI 進一步強化這個平台的黏性與分發能力，市場目前對 Apple 經營利潤率的想像，可能反而偏向保守。

因此，Apple 的 AI 故事，不能只用「有沒有追上模型競賽」來看。從股東角度看，它更像是一個高前置投入、低後續邊際成本的經營槓桿故事。別人在使用量上升時要追加更多資料中心成本，Apple 則有機會在使用量上升時，把更多價值留在裝置、服務與平台本身。這種差異，才是其成本結構最有力量的地方。

五、代理租金的量化框架：從點擊經濟走向意圖經濟

若要把前述邏輯進一步轉成投資語言，Apple 的估值重估，不應只看本益比會不會擴張，更應看其平台價值是否發生質變。傳統上，Apple 的價值主要由硬體現金流與服務現金流構成；未來若代理經濟成立，則還需要額外加上一個新的選擇權價值，也就是 Apple 作為代理平台入口的潛在租金。

這個框架可以表達為：

$$V_{Apple} = V_{Legacy} + \text{Option Value of Agent Economy}$$

其中，

$$V_{Legacy} = \text{Hardware FCF} + \text{Service FCF}$$

而代理經濟的選擇權價值可寫為：

$$\text{Option Value of Agent Economy} = \sum_{i=1}^n (DAU_i \times \text{Agent Penetration}_i \times ARPU_{agent,i})$$

公式代表的不只是估值，它更逼迫投資人去拆開三件事。

第一，有多少活躍裝置能真正進入代理層。

Apple 截至 2026 財年第一季，全球活躍裝置數已超過 **25 億台**，這是整個代理經濟框架得以成立的分發基礎。沒有龐大且高價值的裝置池，再好的代理構想都難以形成平台經濟。

第二，有多少使用場景會從手動點擊 App，轉向由系統代理完成調度。

這裡的核心不是使用者有沒有和 AI 聊天，而是有沒有開始把具商業價值的任務交給代理層完成。例如搜尋、比價、預約、安排交通、訂餐、整理文件、處理待辦、執行簡單工作流。只有當這些任務滲透率上升，代理層才不只是炫技介面，而會變成真正的平台控制點。

第三，每一次代理互動，Apple 能取得多少經濟價值。

這裡的 ARPU，不應只理解為一個傳統訂閱費，而應拆成至少三個來源：

$$ARPU_{agent} = Referral Fee + AI Subscription Take Rate + Privacy Premium$$

其中，Referral Fee 可以理解為意圖導流費。當 Siri 直接替使用者訂機票、叫外送、安排交通或推薦某個服務，Apple 所掌握的便不再只是 App Store 時代的 30% 抽成，而是更接近「AI 時代的搜尋廣告 2.0」：平台憑藉對使用者意圖的理解與預設路徑的安排，取得推薦費或導流收益。過去 Google 的利潤空間建立在搜尋排序；未來 Apple 若掌握代理層入口，則可能在任務執行的預設路徑上取得新的租金空間。

第二部分是 AI 訂閱抽成。若未來第三方代理服務、進階模型功能或垂直化 AI 工具透過 Apple 生態分發，Apple 仍可能在支付、訂閱或平台接口上取得一定比例的變現。

第三部分則是隱私溢價與可信運算溢價。若 Apple 的可信架構提高了高價值用戶在裝置與服務上的支付意願，這一部分價值最終未必體現在單列的 AI 收費項目中，而更可能沉澱在硬體毛利、用戶留存與高端 ARPU 上。

過去數位經濟的主要變現邏輯，是「點擊之後的購買」；未來更值得關注的，將是「任務執行之前的分配」。當 Siri 決定了哪一個平台先被叫用、哪一個服務優先完成任務、哪一個支付方式成為預設方案，Apple 實際上掌握的，就是數位經濟中比搜尋結果更靠前的一層過路費。這就是代理租金的本質。

六、中國市場，是平台故事最容易失真的地方

任何對 Apple 的長期判斷，如果沒有把中國市場單獨拉出來看，通常都不夠完整。因為中國對 Apple 而言，從來不只是銷售市場，更是供應鏈節點、競爭壓力來源與平台敘事的一塊壓力測試區。

Apple 2025 財年 Greater China 營收約 **644 億美元**，較前一年下滑，已經說明中國市場本身就是一個不能輕忽的變數。若再把 AI 納入考量，問題就更複雜。因為 Apple 在海外市場可以相對一致地推進 Apple Intelligence、Private Cloud Compute 與系統級整合，但在中國市場，AI 能力的落地很可能更需要本地模型合作、法規配合與內容治理上的特殊安排。這意味著 Apple 在全球市場強調的隱私、一致性與系統整合優勢，進入中國後，可能無法完全原樣複製。

這個風險的關鍵，不只是功能能不能上線，而是 Apple 的平台角色會不會在中國被局部降級。若最終中國版本的 Apple AI 需要更大程度依賴本地模型夥伴，Apple 也許仍能保留硬體分發與作業系統層面的優勢，但在代理層、資料層與服務層的控制力，則可能弱於海外市場。這會帶來兩個後果：一是平台溢價可能在中國出現區域性折讓；二是 Apple 在中國更容易被市場視為高端硬體供應商，而非完整的代理經濟平台。

這一點之所以值得特別強調，是因為它牽涉到 Apple 平台故事的可複製性。對資本市場而言，最值錢的平台，通常是全球一致、規模效應明確、制度優勢可複製的平台。若 Apple 的代理經濟閉環只能在部分核心市場完整成立，而在中國這樣的重要市場出現能力切割，市場對其「全球平台溢價」的想像就會受到折損。這是估值層面的結構性折價因子。

七、基本面依舊強，但高品質本身已不足以構成全部理由

Apple 作為一家公司的基本面，幾乎沒有太多可挑剔之處。2025 財年公司營收約 **4162 億美元**，服務收入約 **1092 億美元**，研發費用約 **345.5 億美元**，資本支出約 **127 億美元**。現金流穩健、回購規模龐大、服務層毛利極高，這些都說明 Apple 仍是一家極高品質的現金流機器。到了 2026 財年第一季，公司再度交出營收 **1438 億美元**、每股盈餘 **2.84 美元** 的歷史新高，且 iPhone 與服務收入同創新高。

但對資本市場來說，問題從來不是 Apple 好不好，而是目前這個估值，市場究竟在買什麼。以目前約 **34.4 倍** 本益比來看，市場顯然不只是給 Apple 一個「高品質成熟科技股」的估值。這個價格區間已部分反映了投資人對其平台角色延伸的期待。也因此，Apple 接下來的估值重心，將愈來愈取決於其是否能把 AI 從體驗層推進到制度層，再從制度層變成財務層。

更直白地說，Apple 今天的問題已不是「值不值得持有」，而是「值不值得在這個位置上進一步加碼」。而這個問題的答案，不會只由回購、服務毛利與品牌護城河決定；它會愈來愈多地取決於代理入口控制權能否兌現、硬體斷代是否成形、以及成本結構優勢是否最終反映在利潤率與平台租金上。

八、情境推演：估值中樞的關鍵，在於平台層級是否上移

在多頭情境下，Apple 成功把 Siri 升級為可跨應用執行任務的系統級代理，使用者互動開始由 App 點擊轉向系統調度，代理層的入口控制權逐步形成商業價值。這將帶動兩條線同時發生：一條是硬體端，由於 AI 規格門檻上升，高階機型佔比與平均售價進一步改善；另一條是平台端，交易導流、預設排序與高價值服務分發能力開始沉澱成新的平台租金。若市場逐步接受 Apple 不是單純硬體公司，而是代理經濟的核心分發平台，其估值中樞自然有上修空間。

在基準情境下，Apple Intelligence 持續完善，AI 功能對生態黏著度與服務收入有正面幫助，但真正具有革命性的代理能力仍需要時間打磨。Siri 逐漸變得更實用，但尚未完全形成任務調度型的核心入口。在這種情況下，Apple 依舊是一檔高品質核心持股，報酬主要來自穩健現金流、服務收入與回購支撐，而非估值大幅擴張。這也是我們目前認為最接近現實的情境。

在空頭情境下，Siri 與代理能力推出節奏持續慢於市場期待，中國市場的 AI 架構又出現制度性割裂，導致全球平台敘事難以完整成立。屆時，市場更可能重新把 AAPL 定位為一家具高品質現金流與服務收入的成熟科技公司，而不是值得付出更高倍數的平台升級標的。估值中樞將面臨壓力，而非共識所隱含的選擇權價值也會被收回。

九、需要關注的前導指標

第一，Apple Intelligence 的硬體門檻是否持續上修。

若未來核心功能對記憶體、晶片或本地模型執行能力的要求逐步提高，代表硬體斷代正在形成，這將比任何單一功能更有財務含義。

第二，Siri 是否真正開始具備跨應用任務調度能力。

這是 Apple 能否從 AI 功能供應者，升級為代理層入口控制者的關鍵分水嶺。

Apple 已公開表示部分更個人化的 Siri 能力延後到 2026 年，因此後續的推出節奏與落地質量尤其重要。

第三，Apple Intelligence 是否持續向更大裝置池下沉。

這將反映 Apple 是選擇維持高階門檻，還是在更積極地擴張 AI-ready 用戶池。iPhone 16e 已經提供了一個方向性的訊號。

第四，開發者是否開始為代理交互重新設計服務入口。

真正的代理經濟，不會只表現在消費者端的驚艷，而會表現在開發者是否開始調整產品邏輯，讓服務能被系統代理更自然地調用。

第五，中國市場的 AI 能力是否與海外版本出現明顯切割。

這是 Apple 全球平台故事能否維持一致性的試金石。

第六，服務收入增長能否持續快於產品收入，且在 AI 迭代過程中維持高毛利。

這將是平台租金是否真正轉化為財務結果的最終證據。

結論

市場目前對 Apple 的主流理解，仍以高品質硬體公司加高毛利服務平台為主。這個框架沒有錯，只是對未來三到五年的估值空間而言，已經不夠。真正值得重估的，不在於 Apple 能否在某一個功能點上贏過所有競爭者，而在於它是否能把作業系統、終端硬體、可信運算與代理層入口整合成一套新的平台租金架構。

若代理入口控制權逐步成形，Apple 的價值來源將不只來自裝置銷售與服務收入，還會延伸到流量分配、交易導流與預設排序所對應的平台租金。若 AI 規格門檻持續上修，硬體斷代則將改寫換機週期與平均售價。若更多 AI 任務穩定留在端側推理，

Apple 的成本結構優勢又會轉化為利潤率韌性與經營槓桿。這三條線若開始匯合，AAPL 的重估空間將高於目前市場共識。

從這個角度看，Apple 在 AI 時代最值得被討論的，是它是否正在成為下一代數位經濟裡，最有資格決定「誰先被調用、誰先被看見、誰先完成交易」的平台。這種權力一旦形成，估值就不再只是品質溢價，而是制度溢價。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告