

## Intel (INTC.O/INTC US)

## 轉折仍需要時間醞釀

## 持有・維持

|                     |       |
|---------------------|-------|
| 收盤價 April 24 (US\$) | 21.49 |
| 3 個月目標價 (US\$)      | 20.62 |
| 12 個月目標價 (US\$)     | 18.00 |
| 前次目標價 (US\$)        | 17.70 |
| 調升 (%)              | 1.7   |
| 上漲空間 (%)            | -16.2 |

## 焦點內容

1. 第一季財報優於預期及公司展望。
2. 第二季展望低於預期。
3. Intel 刪減資本支出並計畫裁員 20%。

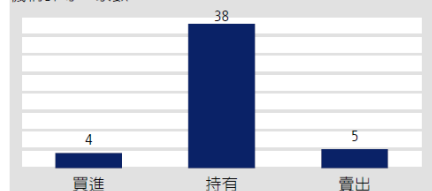
## 交易資料表

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| 市值: (US\$bn)           | 93.7      |
| 流通在外股數 (百萬股):          | 4,361     |
| 機構持有比例 (%):            | 65.9      |
| 3M 平均成交量 (百萬股):        | 112.5     |
| 52 週股價 (低 \ 高) (US\$): | 17.7-37.2 |

| 股價表現     | 3M   | 6M    | 12M    |
|----------|------|-------|--------|
| 絕對表現 (%) | 3.2  | (5.2) | (38.8) |
| 相對表現 (%) | 13.3 | 0.3   | (47.4) |

## 市場綜合評等

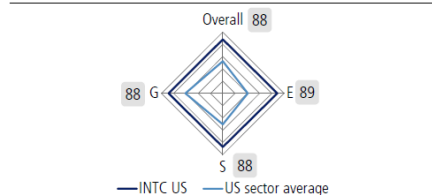
機構評等，家數



| 12M 機構目標價 | 最低     | 平均  | 最高   |
|-----------|--------|-----|------|
| 目標價 (美元)  | 18     | 22  | 31   |
| 潛在報酬 (%)  | (17.6) | 2.0 | 44.3 |

資料來源: Bloomberg

## ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

## 重要訊息

英特爾公布第一季財報優於市場預期，但第二季展望低於市場預期。

## 評論及分析

**第一季財報優於預期及公司展望。** Intel 1Q25 營收為 127 億美元，季減 11%，落在公司展望之上緣且優於市場共識，受惠於客戶因為潛在關稅而提前拉貨。1Q25 毛利率為 39.2%，優於預期，係因：(1) 營收較預期佳；(2) 較好的產品組合 (Raptor Lake 比重提升)；及 (3) Meteor Lake 的成本改善。1Q25 每股盈餘 0.13 美元，高於公司展望之損益兩平。

**第二季展望低於預期。** Intel 2Q25 營收展望 112-124 億美元，季減 2-12%，中位數低於市場共識之 129 億美元，展望區間擴大主要考量到關稅以及總經環境的不確定性。公司預期資料中心的下滑幅度將會大於 PC，我們歸因於 AMD 外包台積電代工，持續擴大競爭優勢和市佔率。展望 2026，預期 AMD 的 Venice 在同時採用 N2 和 CoWoS-L，其性價比和技術優勢將進一步拉開和 Intel 的距離。第二季毛利率預期為 36.5%，季減 2.7 個百分點，主因營收下滑，產品外包，以及較低毛利的 CCG 產品 (Lunar Lake) 之占比提升。每股盈餘預期損益兩平，低於市場共識之 0.07 美元。

**Intel 刪減資本支出並計畫裁員 20%。** Intel 下修今年資本支出從 200 億美元降為 180 億美元 (-24.6% YoY)，專注在調整體質和成本削減。營業費用目標將由 2024 年的 194 億美元 (non-GAAP) 下降到 2025-26 年的 170 億美元和 160 億美元。此外，據新聞報導，Intel 計畫減少 20% 的人力，惟公司在法說會並未提及裁員幅度。截至第一季，Intel 的員工人數為 9.8 萬人，超出台積電約 16%，然整體營收僅佔台積電之 60% (IFS 只有台積電營收的兩成)。

## 投資建議

新的執行長就任將降低英特爾營運的不確定性。不過良率調整以及 AI 產品開發非一蹴可幾，我們預期短期仍將著重於成本削減以及組織調整，而所有的調整都需要時間。目前關稅的不確定性加上英特爾的生產多集中美國，未來出口中國是否持續受到關稅影響的不確定遠高於 AMD。我們維持英特爾「持有」評等和目標價微調至 18 美元，仍然基於循環底部的 0.7 倍 P/B。

## 投資風險

美國政府強力救援；新的領導層帶領公司出現結構性改變。

## 主要財務數據及估值

|                   | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24 | Dec-25F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 營業收入 (US\$百萬)     | 72,900  | 74,718  | 63,054  | 54,228  | 53,101 | 50,272  |
| 營業毛利 (US\$百萬)     | 43,299  | 43,450  | 29,797  | 23,651  | 19,099 | 19,196  |
| 營業利益 (US\$百萬)     | 24,355  | 24,241  | 7,917   | 4,667   | (254)  | 2,335   |
| EBITDA (US\$百萬)   | 35,774  | 32,158  | 20,950  | 14,269  | 11,125 | 14,216  |
| 稅後淨利 (US\$百萬)     | 21,596  | 21,691  | 6,891   | 4,423   | (566)  | 1,917   |
| 每股盈餘 (US\$)       | 5.14    | 5.34    | 1.68    | 1.06    | (0.13) | 0.43    |
| 營業收入成長率 (%)       | 1.3     | 2.5     | (15.6)  | (14.0)  | (2.1)  | (5.3)   |
| 每股盈餘成長率 (%)       | 3.5     | 3.9     | (68.6)  | (37.1)  | N/A    | N/A     |
| 毛利率 (%)           | 59.4    | 58.2    | 47.3    | 43.6    | 36.0   | 38.2    |
| 營業利益率 (%)         | 33.4    | 32.4    | 12.6    | 8.6     | (0.5)  | 4.6     |
| EBITDA margin (%) | 49.1    | 43.0    | 33.2    | 26.3    | 21.0   | 28.3    |
| 淨負債比率 (%)         | 35.0    | 30.4    | 25.9    | 36.5    | N/A    | N/A     |
| 股東權益報酬率 (%)       | 26.8    | 23.4    | 6.7     | 4.0     | N/A    | N/A     |

資料來源: 公司資料、凱基

1Q25 CCG (PC)部門營收為 76 億美元，季減 13%，年減 8%，主因傳統性淡季，符合公司預期，但營益率下滑至 30.9%為一大隱憂。DCAI 部門營收為 41 億美元，季減 5%，年增 8%，優於公司預期，主因超大規模雲端服務提供商對於給 AI 伺服器的 host CPU 需求與儲存運算的需求提升。IFS 部門營收為 47 億美元，季增 8%，年增 7%，主要受惠於客戶提前拉貨以及先進封裝業務之擴張，但營損率 49.7%，相較上一季只有微幅縮減。

庫存天數由去年第四季的 128 天上升到第一季的 140 天，仍遠高於平均的 104 天。庫存天數上升也是壓抑其營收表現不利的因素之一。

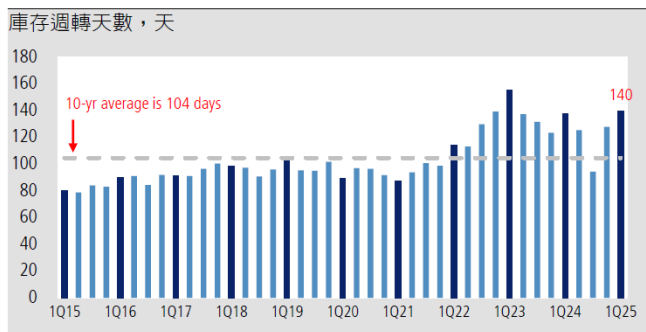
圖 1：Intel 的員工數較台積電多出 19%

|                     | TSMC    | Intel    | IFS      |
|---------------------|---------|----------|----------|
| Market cap (US\$bn) | 689     | 94       | -        |
| Market share        | 67%     | -        | <1%*     |
| # of employees      | 83,825  | 99,500   | -        |
| Revenue             | 90,083  | 53,101   | 17,543   |
| Operating profit    | 41,148  | (11,678) | (13,408) |
| Net profit          | 36,517  | (18,756) | -        |
| Book value          | 130,876 | 99,270   | -        |
| Equipment value**   | 178,595 | 103,150  | -        |

資料來源：公司資料；Trendforce；Bloomberg；凱基

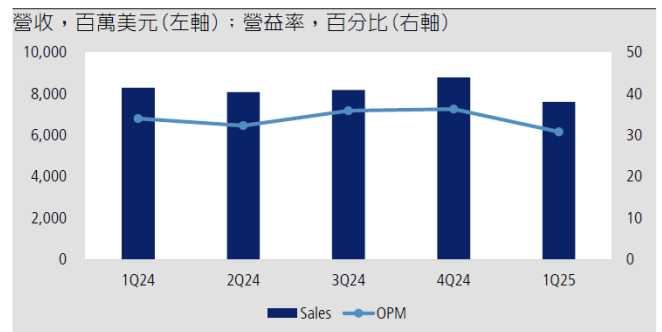
註：財務資訊與員工人數截止 2024 年底(Intel 為 GAAP 基礎) / \* 純晶圓代工業務 / \*\* 機器設備以成本計價(未計折舊與攤銷)

圖 2：Intel 庫存週轉天數



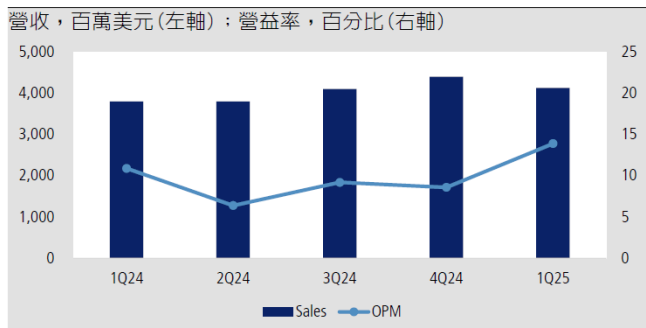
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 3：Intel CCG 營收 vs. 營益率



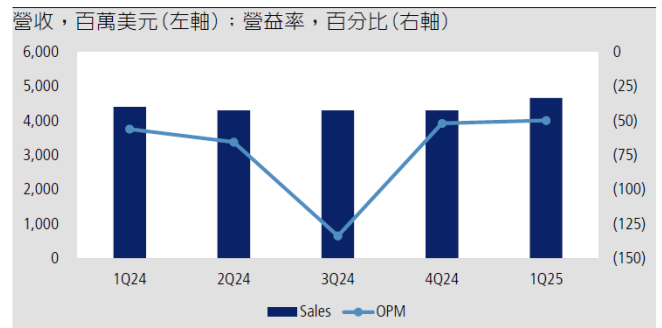
資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Intel DCAI 營收 vs. 營益率



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：Intel Foundry 營收 vs. 營益率



資料來源：公司資料；凱基

**圖 6：2025 年財測預估財測修正暨市場共識比較**

| 百萬美元      | 2025F  |        |        |         | 市場共識   | 差異(%)  |
|-----------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
|           | 修正後    | 修正前    | 調幅(%)  | YoY (%) |        |        |
| 營收        | 50,272 | 53,568 | (6.2)  | (5.3)   | 53,195 | (5.5)  |
| 毛利        | 19,196 | 20,155 | (4.8)  | 0.5     | 20,024 | (4.1)  |
| 營業利益      | 2,335  | 2,488  | (6.2)  | N/A     | 2,612  | (10.6) |
| 稅後淨利      | 1,917  | 2,116  | (9.4)  | N/A     | 2,029  | (5.5)  |
| 每股盈餘 (美元) | 0.43   | 0.48   | (10.7) | N/A     | 0.46   | (7.6)  |
| 毛利率 (%)   | 38.2   | 37.6   | 0.6    | 2.2     | 37.6   | 0.5    |
| 營利率 (%)   | 4.6    | 4.6    | 0.0    | 5.1     | 4.9    | (0.3)  |
| 淨利率 (%)   | 3.8    | 4.0    | (0.1)  | 4.9     | 3.8    | (0.0)  |

資料來源：Bloomberg；凱基預估

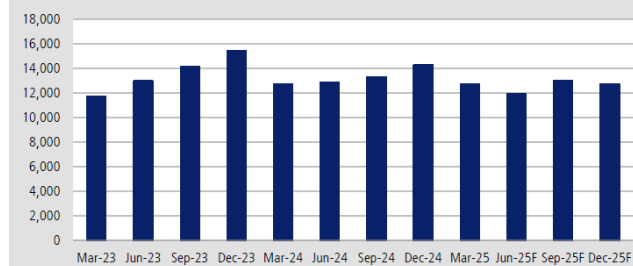
圖 7：公司概況

成立於 1968 年，Intel 為半導體垂直整合製造(IDM)業者，主要從事積體電路(IC)的設計、製造與銷售。公司為全球營收規模最大的半導體晶片廠，在 PC 與伺服器處理器領域居主導地位(市佔率分別為 80%與 90%左右)。Intel 已將業務重心由 PC (客戶運算事業群)轉向數據(DCG、IOTG、PSG 與 Mobileye)，後者的營收佔比由 2010 年的 28%攀升至 2020 年的 48%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 9：季營收

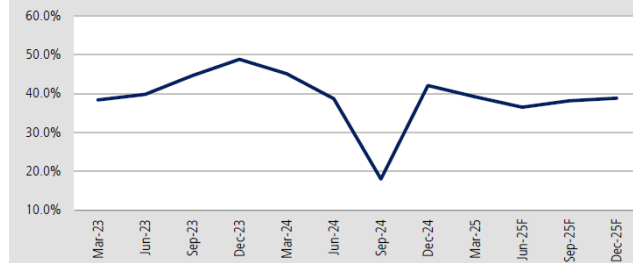
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：毛利率

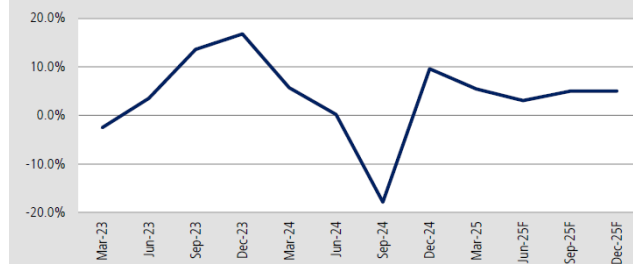
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13：營業利潤率

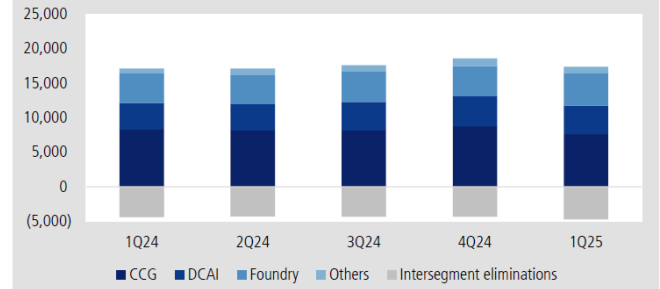
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：Intel 各部門比重

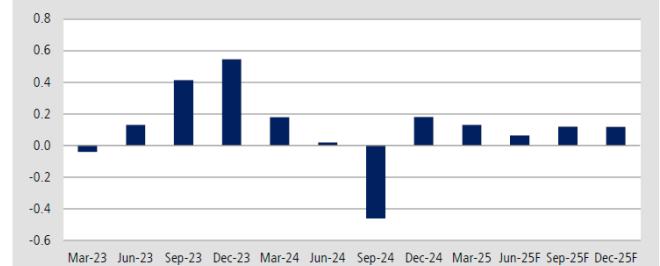
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：Non-GAAP EPS

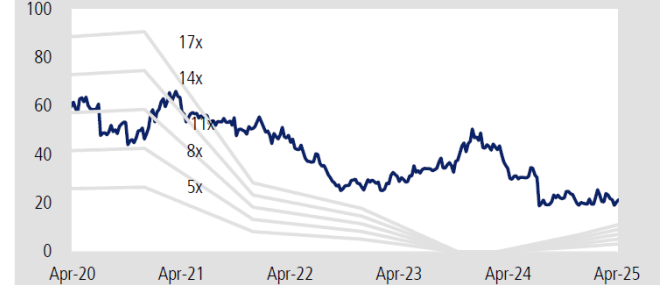
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：未來 12 個月預估本益比

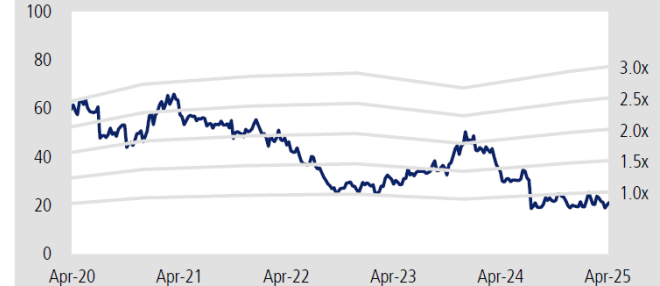
股價，美元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：彭博；凱基

圖 14：未來 12 個月預估股價淨值比區間

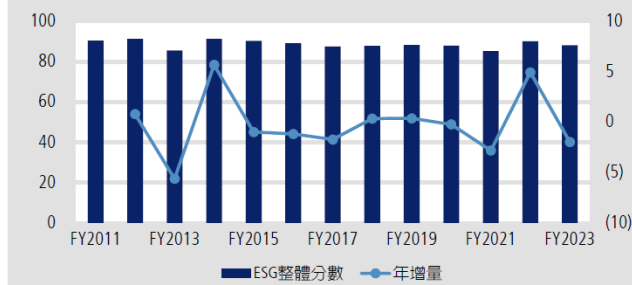
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

**圖 15：Intel - ESG 整體分數**

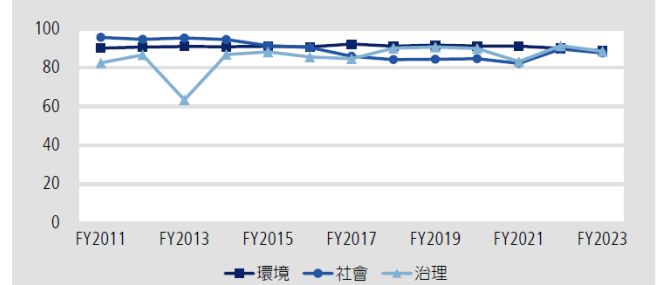
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 16：Intel - ESG 各項分數**

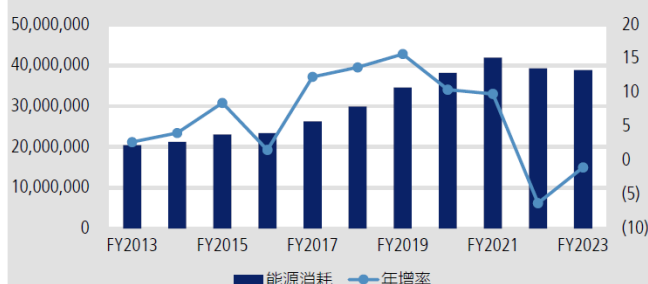
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 17：Intel - 能源消耗**

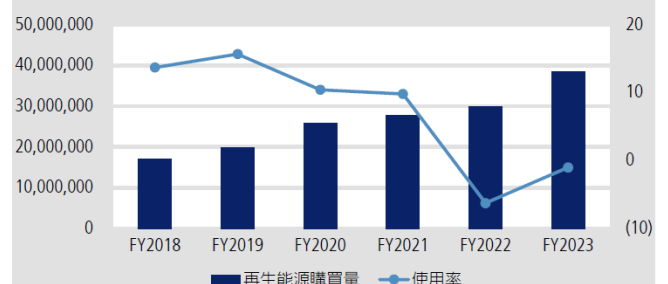
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 18：Intel - 再生能源使用**

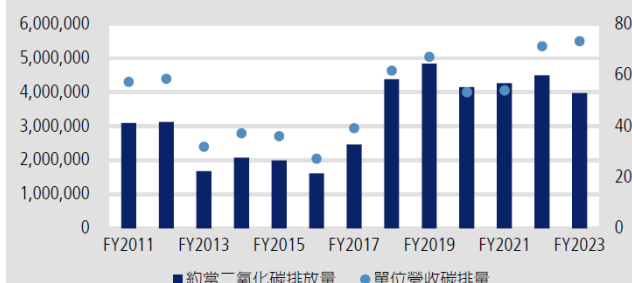
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 19：Intel - 碳排放量**

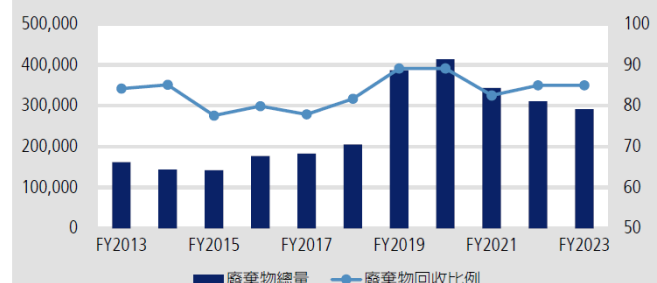
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 20：Intel - 廢棄物總量**

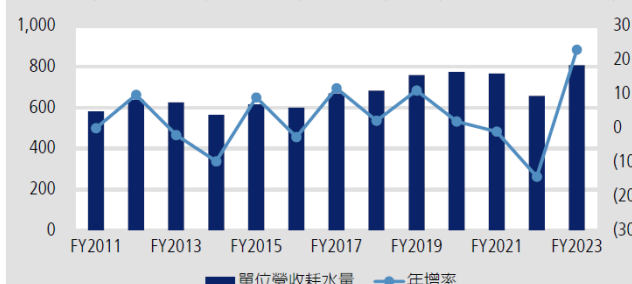
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 21：Intel - 耗水量**

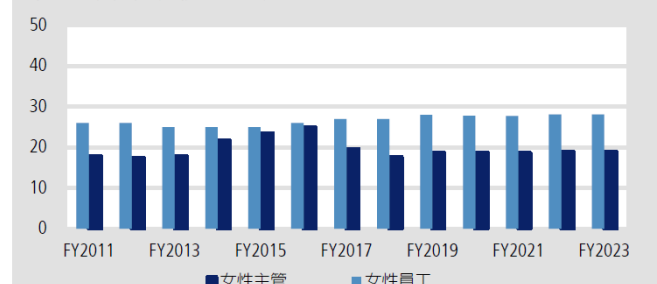
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 22：Intel - 性別多樣性**

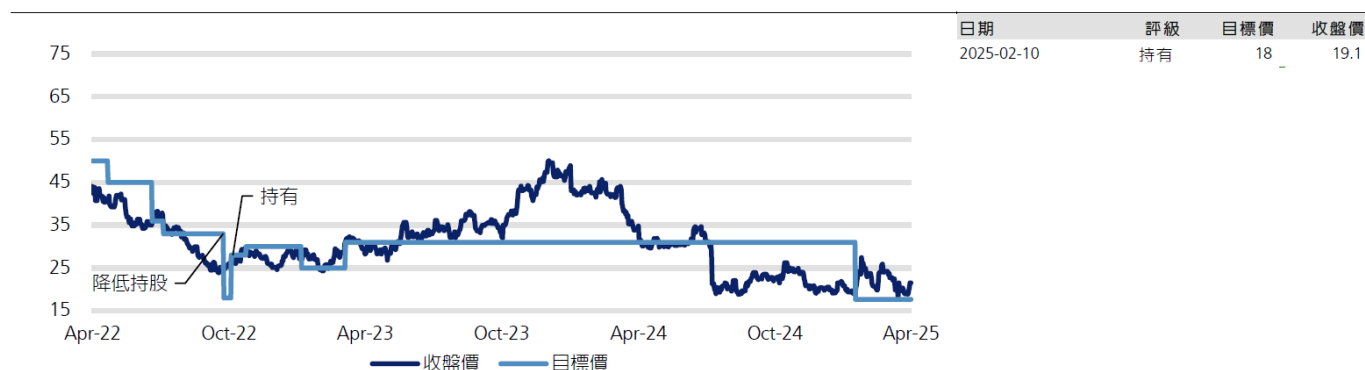
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

| 項目           | 定義                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 能源使用         | 直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)<br>- 公司運營範圍內消耗之能源總量<br>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量<br>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源<br>- 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）<br>- 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)<br>- 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<br>- 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)<br>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）<br>- 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<br>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）<br>- 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)<br>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物<br>- 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<br>- 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<br>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物 * 100<br>- 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<br>- 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)<br>- 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<br>- 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<br>- 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<br>- 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<br>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100<br>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2<br>- 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<br>- 女性經理占公司經理的百分比<br>- 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<br>- 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<br>- 女性員工占公司員工總數的百分比<br>- 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<br>- 僅考慮員工教育訓練時數<br>- 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）<br>- 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俱生態效率的解決方案                                                                                                                                                                       |

## Intel – 以往評級及目標價



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](http://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，並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。