

Intel (INTC.O/INTC US)

紫氣東來，IFS 將迎來轉機

增加持股・調升

收盤價 December 8 (US\$)	40.30
3 個月目標價 (US\$)	43.23
12 個月目標價 (US\$)	52.00
前次目標價 (US\$)	39.00
調升 (%)	33.3
上漲空間 (%)	29.0

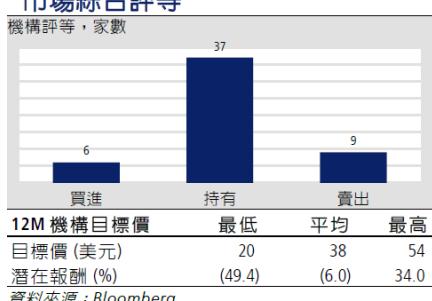
焦點內容

- EMIB 有望成為 CoWoS 潛在替代方案。
- 多個美系客戶評估 18A，預期 IFS 將加速分拆。
- 通用伺服器強勁需求驅動成長，然 PC 需求將受到記憶體價格打擊。

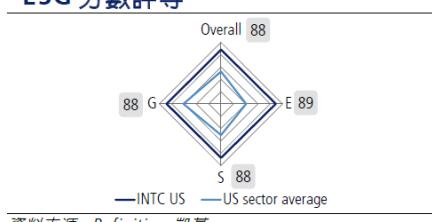
交易資料表

市值：(US\$bn)	192.2
流通在外股數 (百萬股)：	4,770
機構持有比例 (%)：	68.2
3M 平均成交量 (百萬股)：	113.7
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	17.7-44.0
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	64.9 96.8 93.7
相對表現 (%)	59.8 82.8 80.5

市場綜合評等



ESG 分數評等



重要訊息

在美國政府強力支持下，我們認為 Intel 代工業務將在 2027 年起迎來轉機。台積電的 CoWoS 產能緊缺，也為 Intel EMIB 業務打開了一個窗口。

評論及分析

EMIB 有望成為 CoWoS 的潛在替代方案。在 AI 強勁的需求帶動下，特別是來自 Nvidia (GPU) 以及博通(TPU)的需求上修，我們預估台積電的 CoWoS 產能即使明後年各擴增單月 4 萬片，供需缺口仍有 10-15% (前提是客戶的需求都是真的)。鑑於台積電產能受限，明年外溢需求將嘉惠其 OSAT 夥伴日月光以及 Amkor，然美國的 CSP 客戶基於國家政策、在地供應以及價格等考量，也開始評估 Intel 的先進封裝 EMIB 的可能性。Intel 2.5D 封裝(EMIB)目前主要供給自家產品以及 AWS 的 Graviton，2027-28 年起將有機會承接 Microsoft Maia 及 Google TPU v9 (a.k.a. v8e) 等訂單，然確切時程仍未定。

多個美系客戶評估 18A，我們預期 IFS 將加速分拆。在美國政府支持下，以蘋果為首的多位美系 IC 設計業者積極評估 IFS 代工的可能性。不過美系客戶過去一直都有案子在跑，並且交付 PDK 也不代表量產以及訂單數量。然而，經過多次重整以及行銷費用，我們認為 IFS 最壞的狀況已過，只是轉機最快也要 2027 下半年才會陸續貢獻。此外，對於台積電外包策略保守，已經影響到 Intel 的供給和市占率，我們亦預期 Intel 在未來 12-18 個月，將加速分拆其代工業務。

通用伺服器強勁需求驅動成長，然 PC 需求將受到記憶體價格打擊。美系 CSP 對通用伺服器需求顯著回溫，我們預估 2026 年出貨量將年增兩位數，有機會上看 15-20% 的強勁成長，不過短期 Intel 有可能面臨產能短缺。在 PC 供應上，Intel 同樣面臨 CPU 短缺，因其對於外包台積電的策略保守，然明年 PC 需求，最大的問題在於記憶體價格影響需求，而不在於 CPU 供給。

投資建議

基於潛在晶圓代工及 EMIB 等新契機，加上對於 IFS 將加速分拆的預期，我們調升 Intel 評等到「增加持股」，目標價 52 元，基於歷史平均兩倍的前瞻本淨比及 2027 年的預期淨值。轉機不會立即發生，但評價有望回到歷史均值。

投資風險

公司獲利仍沒有起色，晶圓代工缺乏外部客戶支持。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	63,054	54,228	53,101	52,946	55,034	60,501
營業毛利 (US\$百萬)	29,797	23,651	19,099	19,248	21,932	26,965
營業利益 (US\$百萬)	7,917	4,667	(254)	2,351	5,558	10,885
EBITDA (US\$百萬)	20,950	14,269	11,125	13,036	16,720	22,047
稅後淨利 (US\$百萬)	6,891	4,423	(566)	1,525	4,083	8,771
每股盈餘 (US\$)	1.68	1.06	(0.13)	0.34	0.90	1.94
營業收入成長率 (%)	(15.6)	(14.0)	(2.1)	(0.3)	3.9	9.9
每股盈餘成長率 (%)	(68.6)	(37.1)	N/A	N/A	167.8	114.8
毛利率 (%)	47.3	43.6	36.0	36.4	39.9	44.6
營業利益率 (%)	12.6	8.6	N/A	4.4	10.1	18.0
EBITDA margin (%)	33.2	26.3	21.0	24.6	30.4	36.4
淨負債比率 (%)	25.9	36.5	36.5	N/A	N/A	N/A
股東權益報酬率 (%)	6.7	4.0	4.0	N/A	N/A	N/A

資料來源：公司資料、凱基

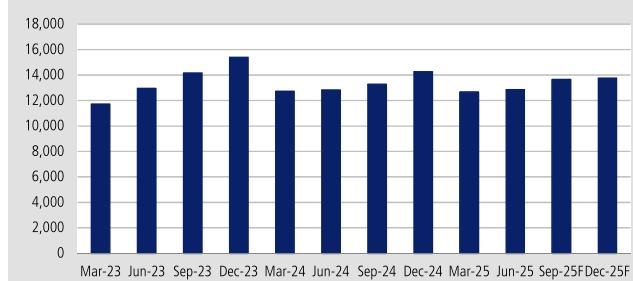
圖 1：公司概況

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 3：季營收

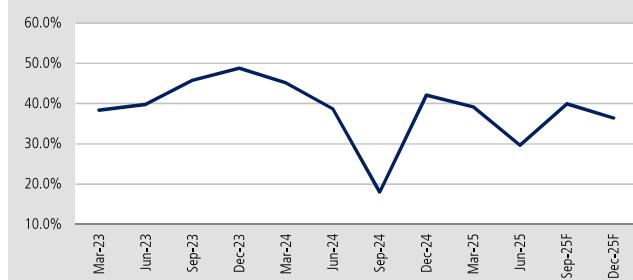
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：毛利率

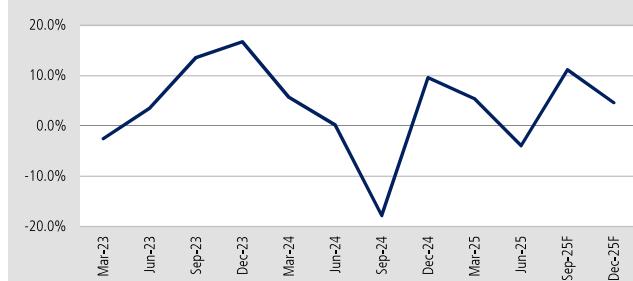
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：營業利潤率

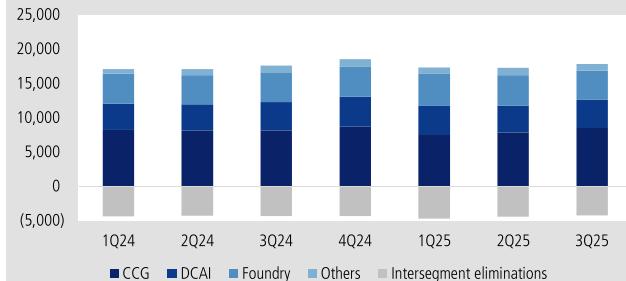
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2：Intel 各部門比重

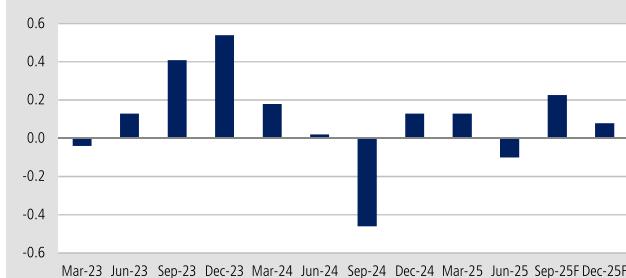
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Non-GAAP EPS

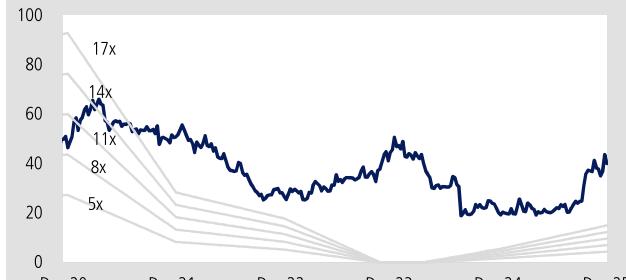
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：未來 12 個月預估本益比

股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



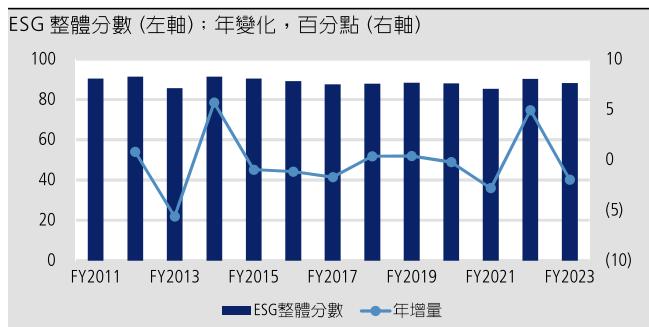
資料來源：彭博；凱基

圖 8：未來 12 個月預估股價淨值比區間

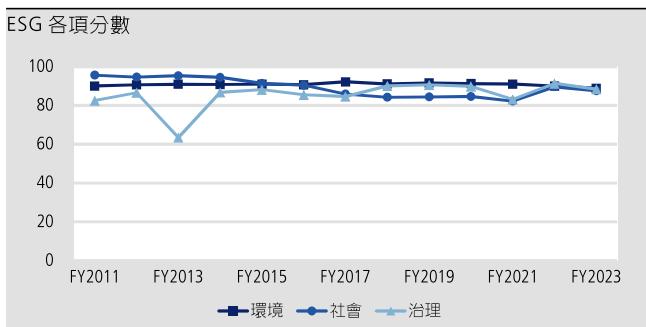
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 9 : Intel - ESG 整體分數


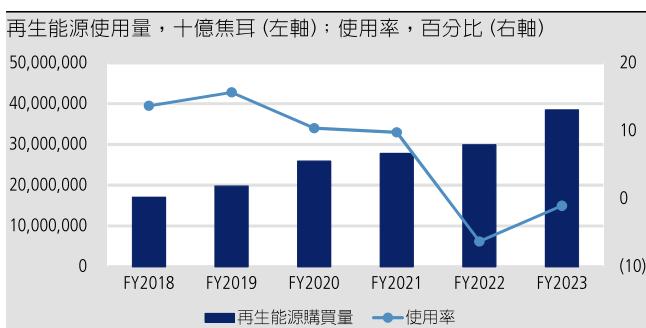
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10 : Intel - ESG 各項分數


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11 : Intel - 能源消耗


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12 : Intel - 再生能源使用


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13 : Intel - 碳排量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14 : Intel - 廢棄物總量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15 : Intel - 耗水量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16 : Intel - 性別多樣性


資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>
CO2 約當排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工人數 - 離開之員工人數
女性經理	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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俱生態效率的解決方案

Intel – 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，本行並不另行通知。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。本報告亦不存在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。