

Intel (INTC.O/INTC US)

國家隊集結

持有・調降

收盤價 April 17 (US\$)	68.50
3 個月目標價 (US\$)	69.1
12 個月目標價 (US\$)	71.0
前次目標價 (US\$)	54.0
調升 (%)	31.5
上漲空間 (%)	3.6

焦點內容

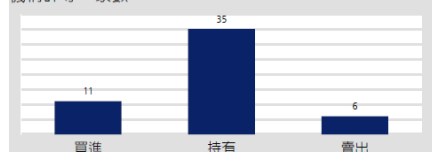
1. 上半年展望可望因 CPU 缺貨優於預期，晶圓代工虧損仍難有起色。
2. CPU 受制於產能限制；Lunar Lake 奇貨可居。
3. 晶圓代工國家隊集結；EMIB 因光罩尺寸放大而受惠。

交易資料表

市值：(US\$bn)	343.9		
流通在外股數 (百萬股)：	5,021		
機構持有比例 (%)：	66.2		
3M 平均成交量 (百萬股)：	106.6		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	18.3-70.3		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	41.1	79.8	261.9
相對表現 (%)	36.2	74.0	227.0

市場綜合評等

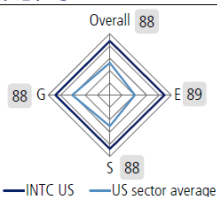
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	20	54	92
潛在報酬 (%)	(70.2)	(20.9)	34.3

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Intel 將於香港時間 4/24 公告 1Q26 財報。

評論及分析

上半年展望可望因 CPU 缺貨優於預期，晶圓代工虧損仍難有起色。 第一季營收因為伺服器受限於產能以及 PC 需求受到記憶體價格飆漲影響，雖有漲價題材，我們預期營收將達財測的上緣 127 億美元(季減 7%)，毛利率下滑應優於財測，但仍是季減。展望第二季，英特爾應有高個位數的營收季增率 and 持續的毛利率改善，主要受惠 CPU 漲價、Lunar Lake 需求以及追加的伺服器 CPU 產能開出。晶圓代工預期虧損幅度仍持續。

CPU 受制於產能限制；Lunar Lake 奇貨可居。 根據我們調查，CSP 通用伺服器零組件採購規模年增超過 60%，隱含整體伺服器需求年增超過 30%，然而 CPU 和記憶體恐將只能支撐約 20% 的年增。我們預估英特爾的出貨受限於產能和有限的庫存，只能成長 10-15%，加計漲價和產品組合調整，預估全年營收成長 30%。PC 部分，Lunar Lake 採用記憶體堆疊封裝，過去因為帶料而稀釋毛利率。不過在記憶體價格瘋漲之下，由於此產品的記憶體價格漲價前就已談定，反而成為 CP 值最高的產品。整體 PC 營收預期年減 9%。

晶圓代工國家隊集結；EMIB 因光罩尺寸放大而受惠。 繼與輝達、蘋果、博通等美國一線晶片廠合作，英特爾宣布與 Google 的深化在資料中心的合作。同時，英特爾也將加入馬斯克的 Terafab 計畫，協助其建立自身的晶片供應鏈，而英特爾可望增加授權金之類的營收。基本上，美國一線晶片業者都集結在英特爾，然而我們認為下半年會不會調高資本支出才是關鍵，畢竟現在的產能支應自家產品都顯得捉襟見肘。其 EMIB 可支援較大的光罩尺寸，在台積電產能不足下，預期下一代 TPU 於 2028 年有望轉移至 EMIB。

投資建議

雖然客戶集結了美國一線廠商，不過如果下半年資本支出沒有拉升，在產能不足的情況之下，貢獻有限。我們基於 CPU 漲價的假設之下，調高其明年的獲利預估。我們調高目標價至 71 美元，基於 2027 年的三倍淨值(歷史平均向上一個標準差)，然基於上檔空間有限，我們調降英特爾的評等為「持有」。

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-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	74,718	63,054	54,228	53,101	52,853	54,004	63,381
營業毛利 (US\$百萬)	43,450	29,797	23,651	19,099	19,410	21,270	28,269
營業利益 (US\$百萬)	24,241	7,917	4,667	(254)	2,916	5,577	11,444
EBITDA (US\$百萬)	32,158	20,950	14,269	11,125	13,673	16,739	22,605
稅後淨利 (US\$百萬)	21,691	6,891	4,423	(566)	1,929	4,004	9,163
每股盈餘 (US\$)	5.34	1.68	1.06	(0.13)	0.40	0.79	1.80
營業收入成長率 (%)	2.5	(15.6)	(14.0)	(2.1)	(0.5)	2.2	17.4
每股盈餘成長率 (%)	3.9	(68.6)	(37.1)	N/A	N/A	97.7	128.8
毛利率 (%)	58.2	47.3	43.6	36.0	36.7	39.4	44.6
營業利益率 (%)	32.4	12.6	8.6	N/A	5.5	10.3	18.1
EBITDA margin (%)	43.0	33.2	26.3	21.0	25.9	31.0	35.7
淨負債比率 (%)	30.4	25.9	36.5	36.5	N/A	N/A	N/A
股東權益報酬率 (%)	23.4	6.7	4.0	4.0	N/A	N/A	N/A

資料來源：公司資料、凱基

圖 1：2026-27 年損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	2026F						2027F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	54,004	54,822	(1.5)	2.2	54,366	(0.7)	63,381	60,755	4.3	17.4	58,855	7.7
毛利	21,270	21,599	(1.5)	9.6	20,315	4.7	28,269	27,079	4.4	32.9	24,262	16.5
營業利益	5,577	5,669	(1.6)	91.3	4,310	29.4	11,444	10,934	4.7	105.2	7,510	52.4
稅後淨利	4,004	4,085	(2.0)	107.6	3,022	32.5	9,163	8,714	5.2	128.8	5,837	57.0
每股盈餘(元)	0.79	0.80	(2.0)	97.7	0.58	35.6	1.80	1.71	5.2	128.8	1.12	60.7
毛利率(%)	39.4	39.9	(0.5)ppts	2.7	37.4	2.0 ppts	44.6	44.6	0.0 ppts	5.2	41.2	3.4 ppts
營利率(%)	10.3	10.1	0.2 ppts	4.8	7.9	2.4 ppts	18.1	18.0	0.1 ppts	7.7	12.8	5.3 ppts
淨利率(%)	7.4	7.4	(0.0)ppts	3.8	5.6	1.9 ppts	14.5	14.5	(0.0)ppts	7.0	9.9	4.5 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

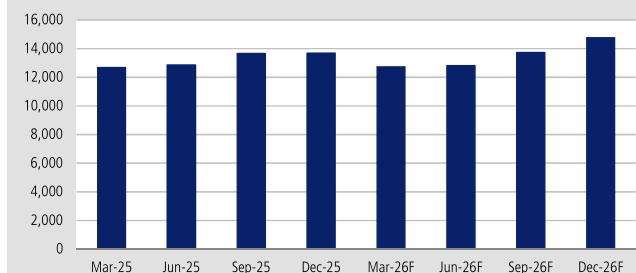
圖 2：公司概況

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 4：季營收

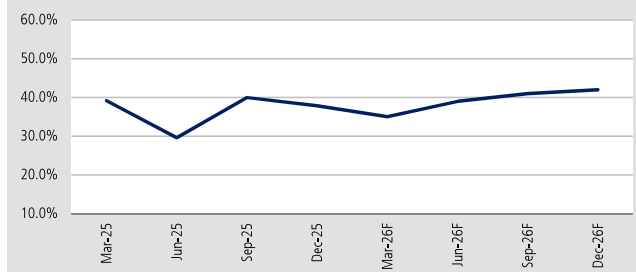
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：毛利率

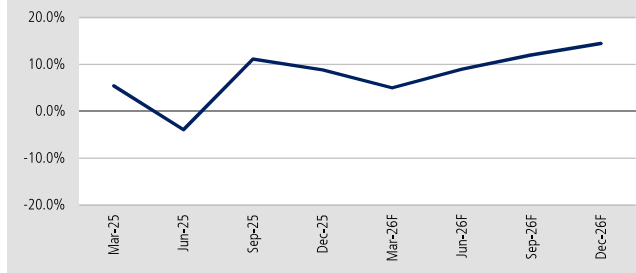
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：營業利潤率

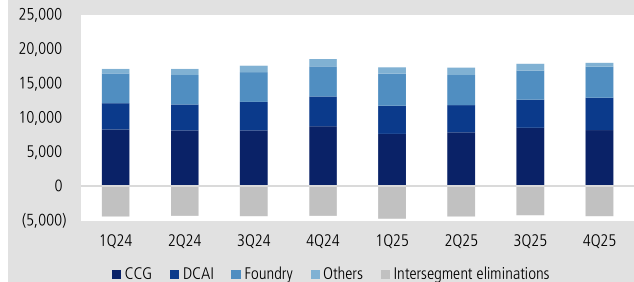
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：Intel 各部門比重

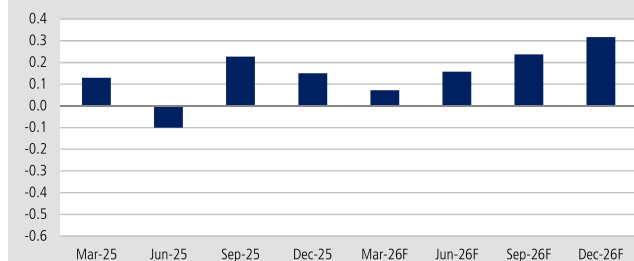
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：Non-GAAP EPS

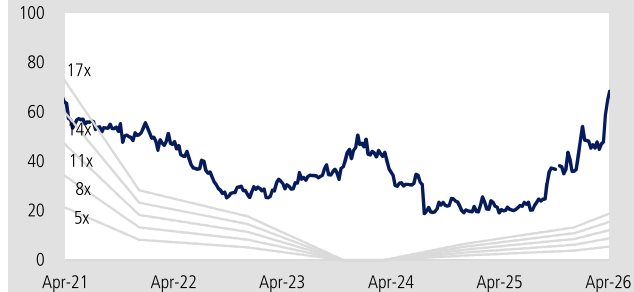
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：未來 12 個月預估本益比

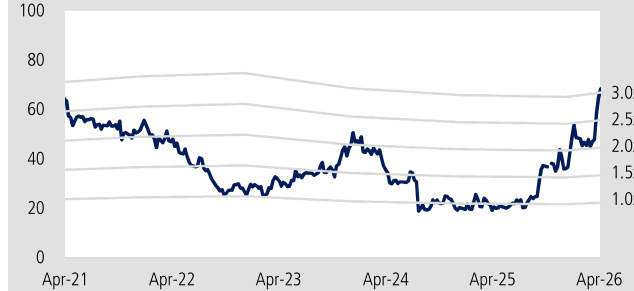
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



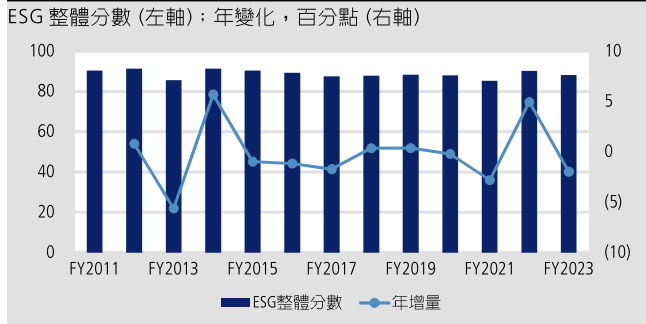
資料來源：彭博；凱基

圖 9：未來 12 個月預估股價淨值比區間

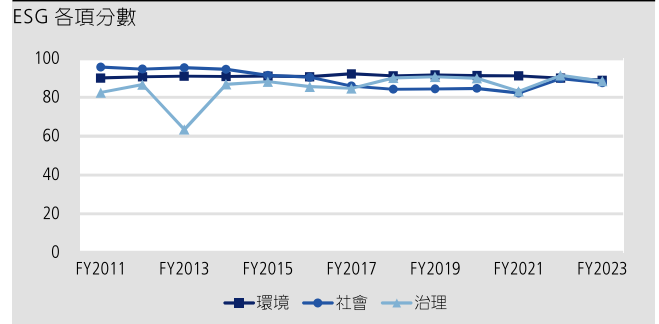
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



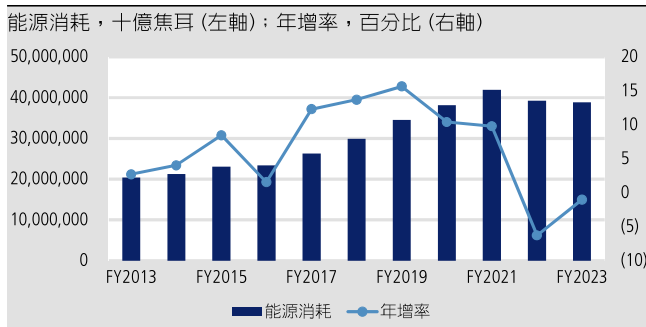
資料來源：公司資料；凱基

圖 10 : Intel - ESG 整體分數


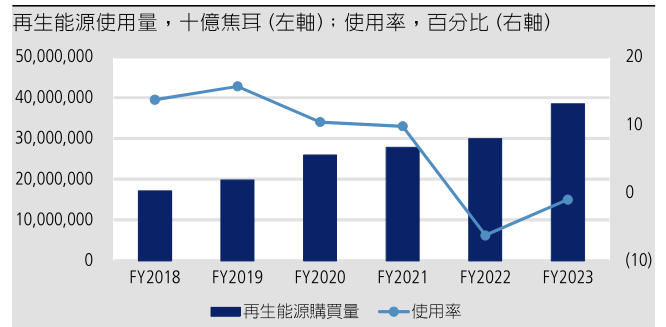
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11 : Intel - ESG 各項分數


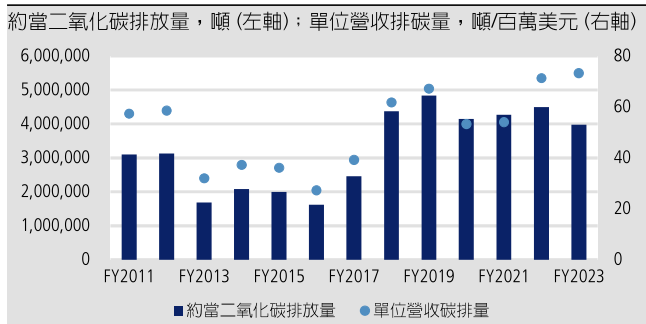
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12 : Intel - 能源消耗


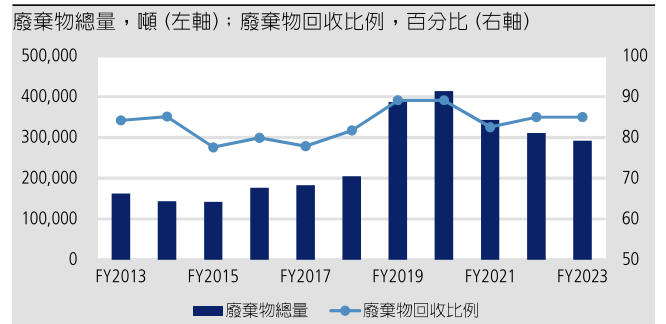
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13 : Intel - 再生能源使用


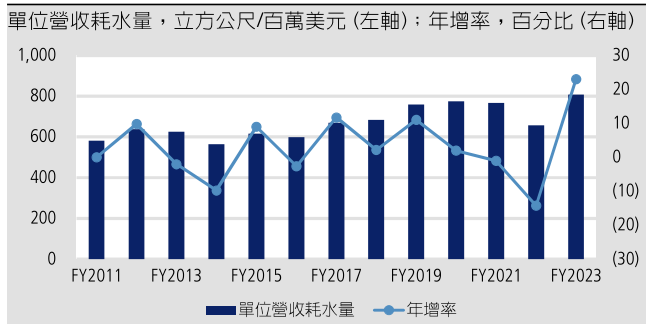
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14 : Intel - 碳排放量


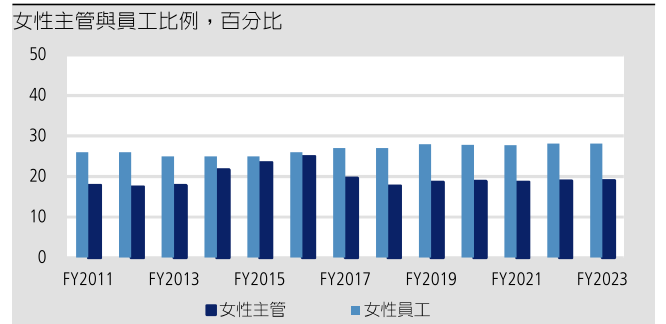
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15 : Intel - 廢棄物總量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16 : Intel - 耗水量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17 : Intel - 性別多樣性


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) - 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	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 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	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) - 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	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 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	廢棄物總量(公噸) - 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	公司呈報的廢棄物回收率 - 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	總取水量(立方公尺) - 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	環保支出總金額 - 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 - 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 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 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	女性員工百分比 - 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	所有員工教育訓練總時數 - 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



日期	評級	目標價	收盤價
2025-02-10	持有	18	19.1
2025-04-25	持有	18	21.5
2025-07-25	持有	22	22.6
2025-10-24	持有	39	38.2
2025-12-09	增加持股	52	40.3
2026-01-23	增加持股	54	54.3

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，并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。