

Intel (INTC.O/INTC US)

重大策略調整仍待時間證明

持有・維持

收盤價 July 24 (US\$)	22.63
3 個月目標價 (US\$)	22.47
12 個月目標價 (US\$)	22.00
前次目標價 (US\$)	18.00
調升 (%)	22.2
上漲空間 (%)	-2.8

焦點內容

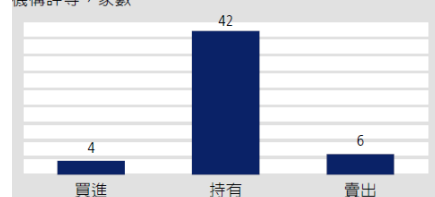
1. 第二季財報營收優於預期但獲利令人失望。
2. 第三季營收展望優於預期。
3. Intel 明年資本支出將下降。

交易資料表

市值: (US\$bn)	98.7		
流通在外股數 (百萬股):	4,362		
機構持有比例 (%):	67.9		
3M 平均成交量 (百萬股):	79.4		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	17.7-32.0		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	12.9	8.6	(27.2)
相對表現 (%)	(2.3)	4.3	(45.1)

市場綜合評等

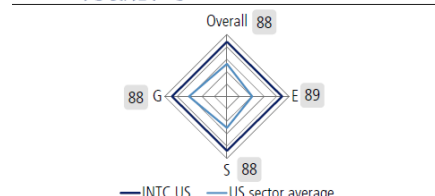
機構評等, 家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	14	22	34
潛在報酬 (%)	(38.1)	(2.9)	50.2

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

英特爾第二季財報和第三季展望，營收皆優於預期，但是獲利低於預期。

評論及分析

第二季財報營收優於預期但獲利令人失望。 Intel 2Q25 營收為 129 億美元，季增 1.5%，年增 0.2%，優於公司展望上緣以及市場共識，主因總經不確定性減少來帶動 CCG 以及 DCAI 業務成長。毛利率為 29.7%，季減 9.5 個百分點，遠低於預期，主因 8 億美元資產減損以及 2 億美元一次性的支出，導致稀釋後每股虧損達 0.10 美元，低於市場共識之每股盈餘 0.01 美元，不過若排除一次性的損失，毛利率為 37.5%，每股盈餘為 0.10 美元，優於市場預期。

第三季營收展望優於預期。 Intel 3Q25 營收展望 126-136 億美元，中位數季增 2% 但年減 1%，優於市場共識，但因客戶因應關稅提前性拉貨將導致 2H25 低於季節性。毛利率為 36.0%，略低於預期，主因 Lunar Lake 放量、Panther Lake 初期投產的成本、提升的委外代工比重以及關稅。公司預期資料中心的動能將弱於 PC，我們歸因於 AMD 持續擴大市佔率。展望 2026，我們預期 AMD Venice 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。根據 PassMark 的研調，AMD 在伺服器的市佔率已達 50%，終結 Intel 獨霸的地位，也優於我們預估市佔率的 45%。

Intel 明年資本支出將下降。 Intel 維持今年資本支出展望 180 億美元(年減 24.6%)，較年初目標低了 50 億美元。營業費用目標 2025 年的 170 億美元不變，預計年底將再減少 20% 的員工數。公司預期明年的資本支出將下降，並且 14A 的擴產和投資將依據客戶需求。IFS 第二季營收為 44 億美元，年增 3%，但營損率達 71.7%，較前兩季擴大，主因 8 億美元的減損。市場一度傳出 Intel 考慮跳過 18A，押寶 14A，根據我們的理解機率不高。Intel 於法說會表示 Panther Lake 將會按照進度推出，呼應我們的預期。

投資建議

良率調整以及 AI 產品開發非一蹴可幾，我們預期公司短期仍將著重於成本削減以及組織調整。我們維持英特爾「持有」評等和目標價微調至 22 美元，基於 2026 年 0.85 倍 P/B (循環底部和每股淨值的中位數)。

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-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (US\$百萬)	74,718	63,054	54,228	53,101	53,677	56,980
營業毛利 (US\$百萬)	43,450	29,797	23,651	19,099	19,229	22,242
營業利益 (US\$百萬)	24,241	7,917	4,667	(254)	1,417	5,085
EBITDA (US\$百萬)	32,158	20,950	14,269	11,125	14,592	16,247
稅後淨利 (US\$百萬)	21,691	6,891	4,423	(566)	742	3,463
每股盈餘 (US\$)	5.34	1.68	1.06	(0.13)	0.17	0.80
營業收入成長率 (%)	2.5	(15.6)	(14.0)	(2.1)	1.1	6.2
每股盈餘成長率 (%)	3.9	(68.6)	(37.1)	N/A	N/A	367.0
毛利率 (%)	58.2	47.3	43.6	36.0	35.8	39.0
營業利益率 (%)	32.4	12.6	8.6	N/A	2.6	8.9
EBITDA margin (%)	43.0	33.2	26.3	21.0	27.2	28.5
淨負債比率 (%)	30.4	25.9	36.5	36.5	N/A	N/A
股東權益報酬率 (%)	23.4	6.7	4.0	4.0	N/A	N/A

資料來源: 公司資料; 凱基

Intel 2Q25 營收為 129 億美元，季增 1.5%，年增 0.2%，大幅優於公司營收展望上緣之 124 億美元以及市場共識，主因總經不確定性減少來帶動 CCG 以及 DCAI 業務成長。2Q25 毛利率為 29.7%，季減 9.5 個百分點，年減 9.0 個百分點，遠低於預期，主因 8 億美元資產減損以及 2 億美元一次性的支出。較低的毛利率導致稀釋後每股虧損達 0.10 美元，低於公司展望之每股盈餘 0.00 美元與市場共識之 0.01 美元，不過若排除一次性的損失，毛利率為 37.5%，帶動每股盈餘為 0.10 美元，優於公司展望及市場預期。庫存天數由第一季的 140 天，下降到第二季的 116 天，雖仍高於平均的 105 天，但客戶的提前拉貨有效的降低庫存水位。

Intel 3Q25 營收展望 126-136 億美元，中位數季增 2%但年減 1%，優於市場共識之 126 億美元，但公司認為因客戶因應關稅提前性拉貨將導致 2H25 低於季節性。毛利率預期為 36.0%，季增 6.3 個百分點，略低於預期，主因 Lunar Lake 放量、Panther Lake 初期投產的成本、提升的委外代工比重以及關稅。雖毛利率較 2Q25 改善，每股盈餘預期為 0.00 美元，仍低於市場共識之 0.04 美元。

在成本優化方面，公司表示 2025 年營業費用 170 億美元的目標不變。2Q25 季底的員工人數年減約 20%至 101,400 人(含 Mobileye 及其他子公司)，並預期今年底員工人數目標為 75,000 人，且管理層人數將縮減 50%。在處置非核心資產方面，Intel 在 2025 年七月宣布以 9 億美元出售 Mobileye 部分股權，並表示 Altera 交易預計在 3Q25 季底結束。

在資本支出方面，公司在今年以來將 2025 年資本支出目標下降了 50 億美元，預期 2025 年總資本支出將達 180 億美元，未來的規劃將取決於客戶的 volume commitment。公司宣布將不再興建德國和波蘭的產能，並將哥斯大黎加之封測廠整合進越南和馬拉西亞，同時放緩俄亥俄州的建廠速度。

公司表示 Intel 18A 為未來 Intel Product 三個世代重要的製程，認為在今年 Panther Lake 發布後，將吸引更多的客戶採用 Intel 18A。公司表示 18A 以前的製程僅需要自身的 Intel Product 就可以達成合理報酬，不過 14A 因需投入更多資本支出，除了 Intel Product 外需具規模的外部客戶以達到合理回報。

2Q25 CCG 部門營收為 79 億美元，季增 3%，年減 3%，受惠於 Windows 10 EOL 及 AI PC 推出，優於公司預期與市場預期，但營益率受到 Lunar Lake 侵蝕，加計 Panther Lake 初期成本較高，季減 4.8%百分點。DCAI 部門營收為 39 億美元，季減 5%，年增 4%，優於公司預期與市場預期，受惠於 AI 伺服器 host node 與 Xeon 6 (Granite Rapid)放量。IFS 部門營收為 44 億美元，季減 5%，年增 3%，主要受惠於 Intel 7 產出提升以及先進封裝業務需求增加，但營損率達 71.7%，較前兩季大幅擴大，主因 8 億美元的減損。

圖 1：Intel 庫存週轉天數

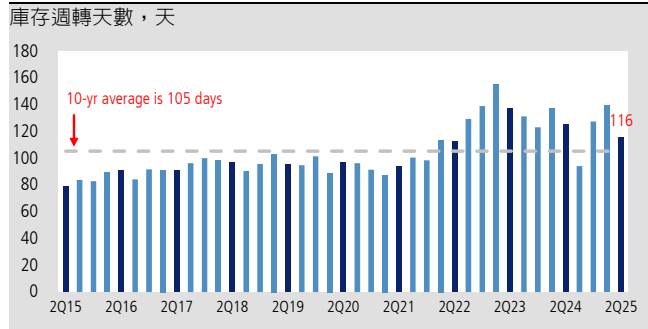


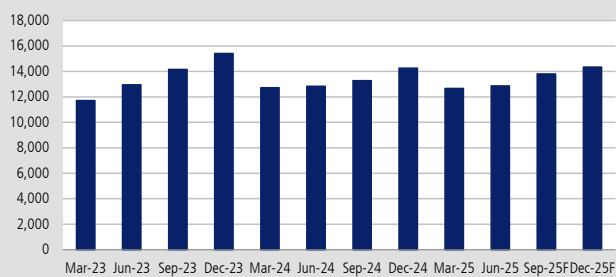
圖 6：公司概况

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 8：季營收

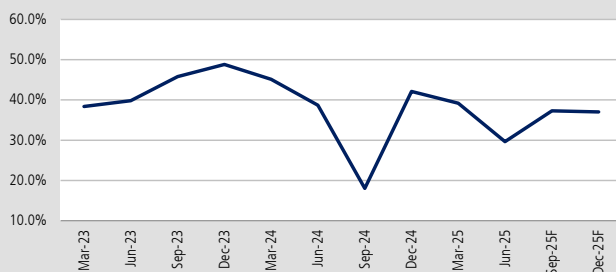
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：毛利率

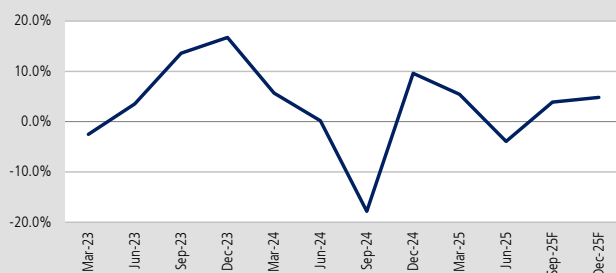
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：營業利潤率

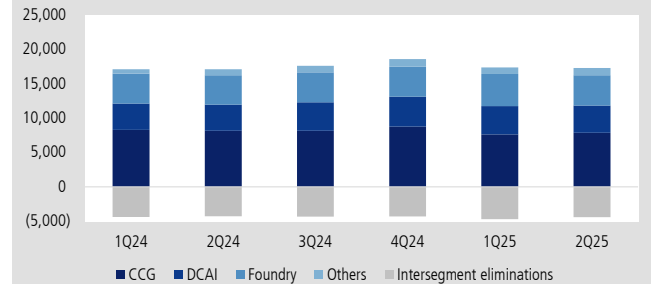
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：Intel 各部門比重

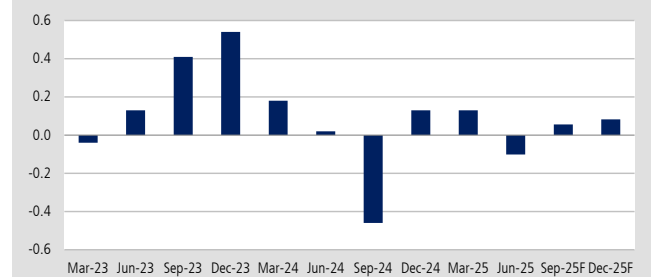
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：Non-GAAP EPS

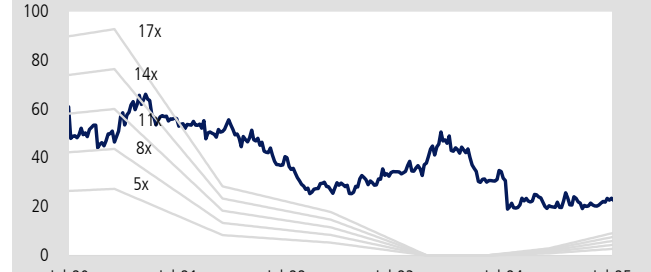
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：未來 12 個月預估本益比

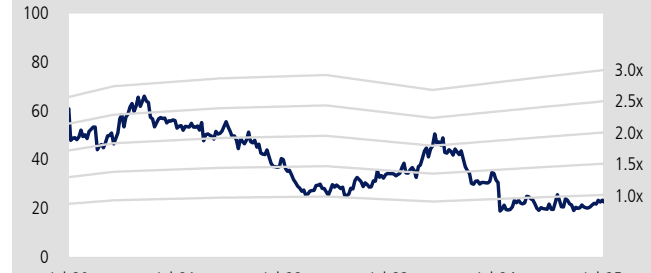
股價，美元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：彭博；凱基

圖 13：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 14：Intel - ESG 整體分數

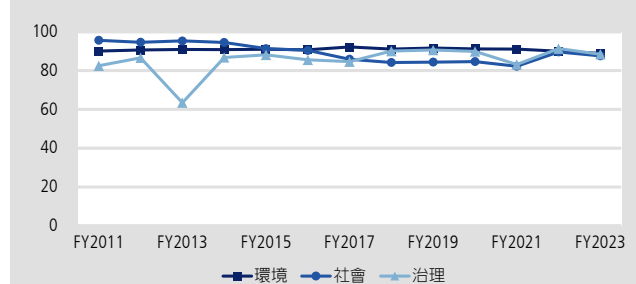
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Intel - ESG 各項分數

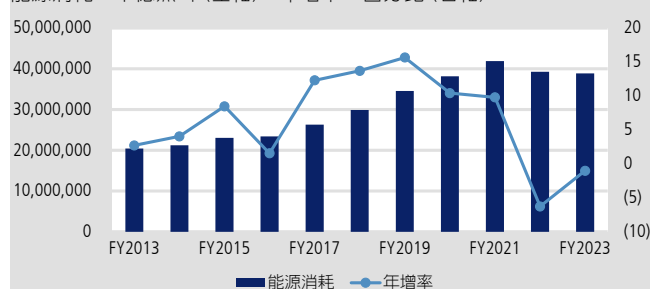
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Intel - 能源消耗

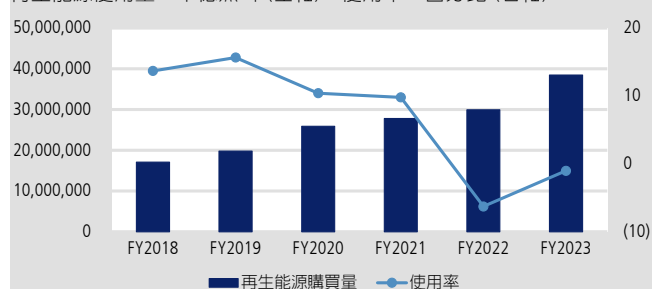
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Intel - 再生能源使用

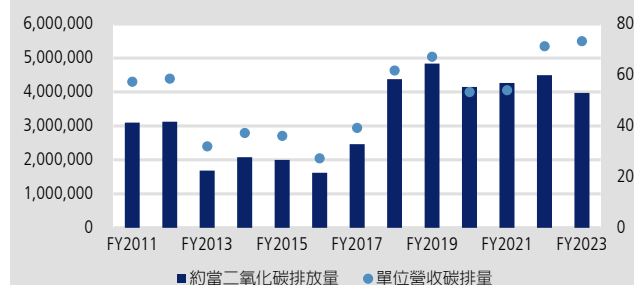
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Intel - 碳排放量

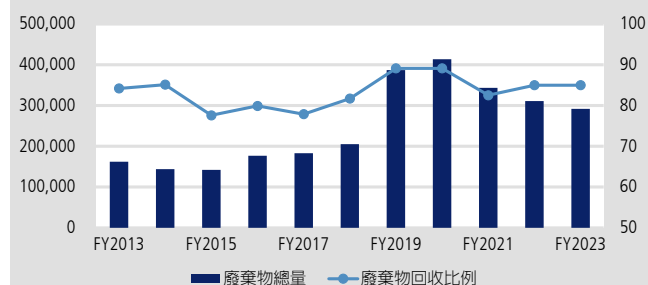
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：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 20：Intel - 耗水量

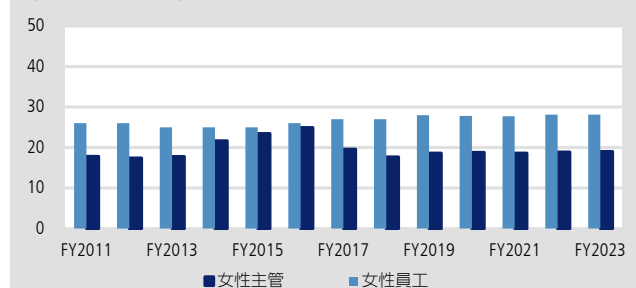
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：Intel - 性別多樣性

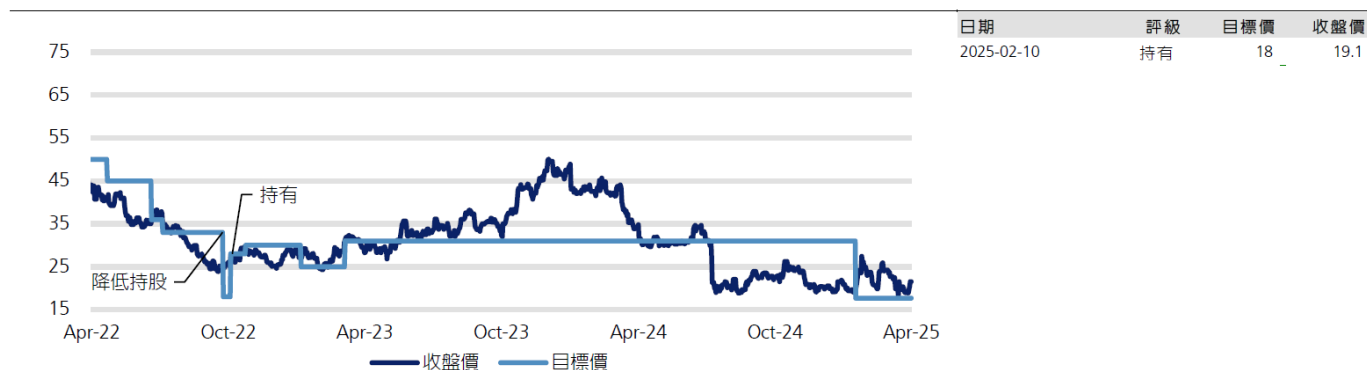
女性主管與員工比例，百分比



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) - 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 - 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具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。