

Intel (INTC.O/INTC US)

伺服器供不應求，然短期預期過高

增加持股・維持

收盤價 January 22 (US\$)	54.32
3 個月目標價 (US\$)	53.74
12 個月目標價 (US\$)	54.00
前次目標價 (US\$)	52.00
調升 (%)	3.8
上漲空間 (%)	(4.27)

焦點內容

1. 4Q25 財報優於預期，伺服器需求強勁。
2. 1Q26 展望受限供貨能力，低於預期。
3. 資本支出保守。

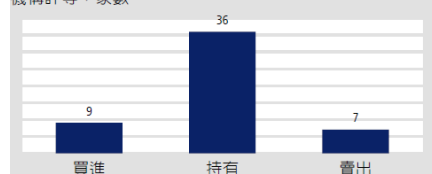
交易資料表

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\$):	17.7-54.6

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	42.3	131.2	151.8
相對表現 (%)	39.8	122.5	138.8

市場綜合評等

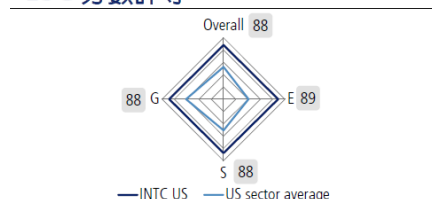
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	20	43	65
潛在報酬 (%)	(62.4)	(20.4)	19.7

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Intel 第四季財報優於預期，然第一季受限於供貨能力，即使伺服器需求強勁，展望仍呈現季節性下滑，低於市場預期，盤後下跌超過 9%。

評論及分析

4Q25 財報優於預期，伺服器需求強勁。 Intel 4Q25 營收 137 億美元，季增 0.2%，年減 4.1%，達到公司財測上緣。毛利率季減 2.1 個百分點至 37.9%，優於財測之 36.5%，主要受惠較高的營收規模及庫存準備降低；每股盈餘 0.15 美元，優於公司財測之 0.08 美元。CCG 部門營收 82 億美元，符合市場共識，受限公司將產能優先配予伺服器；DCAI 部門營收 47 億美元，季增 15% (過去十年最大的增長)，伺服器需求強勁；營業利率 26.4%，季增 3.0 個百分點。整體庫存天數下降 3 天至 120 天。

1Q26 展望受限於供貨能力，低於市場預期。 Intel 展望 1Q26 營收達 117-127 億美元，中位數季減 11%、年減 4%，低於市場共識之 126 億美元，主因公司並沒有預見伺服器的強勁需求，導致庫存耗盡，追加的投片將至第二季產出。CCG 營收下滑幅度顯著大於 DCAI，因為記憶體價格影響需求；Foundry 則受惠產品組合改善呈雙位數季增。

資本支出保守。 2026 年資本支出將年減至持平，略優於市場預期，公司表示將集中於設備支出以因應供應短缺，對於新廠房投資仍保守。基於我們對於 IFS 將加速分拆的預期，我們不認為 Intel 短期內將大幅調高資本支出。然 2H26-1H27 將是客戶決定是否採用 14A 的關鍵時期，因此下半年資本支出的指引將是重要指標。我們預期台積電美國主要的五大客戶都將某種程度上，與 Intel 合作，不過貢獻將落在 2028 以後。短期由於台積電的外溢訂單，其先進封裝 EMIB 更快迎來轉機，公司亦表示下半年將開始起量。我們預期率先採用的會是聯發科和 Google 共同開發的 TPU v9 (原 v8e)。

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，我們維持「增加持股」評等，目標價微調到 54 美元，依然基於歷史平均 2.2 倍的前瞻本淨比及 2027 年的預期淨值。

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

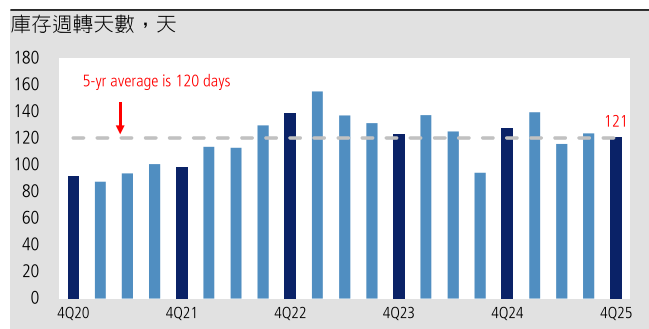
	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	74,718	63,054	54,228	53,101	52,853	54,822	60,755
營業毛利 (US\$百萬)	43,450	29,797	23,651	19,099	19,410	21,599	27,079
營業利益 (US\$百萬)	24,241	7,917	4,667	(254)	2,916	5,669	10,934
EBITDA (US\$百萬)	32,158	20,950	14,269	11,125	13,673	16,830	22,095
稅後淨利 (US\$百萬)	21,691	6,891	4,423	(566)	1,929	4,085	8,714
每股盈餘 (US\$)	5.34	1.68	1.06	(0.13)	0.40	0.80	1.71
營業收入成長率 (%)	2.5	(15.6)	(14.0)	(2.1)	(0.5)	3.7	10.8
每股盈餘成長率 (%)	3.9	(68.6)	(37.1)	N/A	N/A	101.6	113.3
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	18.0
EBITDA margin (%)	43.0	33.2	26.3	21.0	25.9	30.7	36.4
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

2025 第四季財報電話會議摘要：

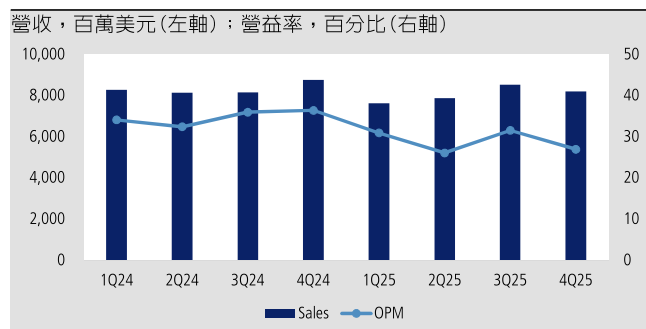
- Intel 公告 4Q25 財報，第四季營收 137 億美元，季增 0.2%，年減 4.1%，優於財測中位數 133 億美元及市場共識之 134 億美元，主要受惠傳統伺服器需求強勁，惟 CCG (PC) 營收仍持續受限產能供給。毛利率既減 2.1 個百分點至 37.9%，優於財測之 36.5%，主要受惠較高的營收規模及庫存準備降低；折合每股盈餘 0.15 美元，優於公司財測之 0.08 美元。
- Product 部門營收 129 億美元，季增 2%，年減 1%，符合公司原先預期之微幅季增及市場共識之 127 億美元；其中 CCG 部門營收 82 億美元，季減 4%，年減 7%，符合市場共識之 83 億美元，主要受限公司將產能優先配予伺服器；營利率 27.0%，季減 4.6 個百分點，主要受產品組合及季節性因素影響。DCAI (Data Center) 部門營收 47 億美元，季增 15%，年增 9%，優於市場共識之 44 億美元，主要受惠傳統伺服器需求強勁；營利率 26.4%，季增 3.0 個百分點。
- IFS 部門營收 45 億美元，季增 6%，年增 4%，主要受惠 EUV 晶圓比重提升；惟受 Intel 18A 初期產能爬坡影響，營利率季減 0.9 個百分點至 -55.7%。
- Intel 展望 1Q26 營收達 117-127 億美元，中位數季減 11%、年減 4%，低於市場共識之 126 億美元，主因庫存耗盡將導致產能限制於 1Q26 加劇，其中 CCG 營收下滑幅度將顯著大於 DCAI；IFS 則受惠產品組合呈雙位數季增。1Q26 毛利率預計達 34.5%，季減 3.4 個百分點，主要受營收規模較小、新產品量產初期影響。
- 展望 2026 年，公司預期供應吃緊狀況將自第二季起逐季改善，需求端看好 DCAI 將強勁年增，惟記憶體與載板的供給受限及價格上漲恐壓抑營收成長；資本支出方面，預估全年將呈年減至持平，優於原先預期及市場共識之 150 億美元，其中設備支出雖將大幅年增以緩解供應短缺，但針對 14A 產能，公司重申在確保客戶訂單前將不會投入資金。
- 我們維持對於英特爾樂觀的看法是基於(1) IFS 的走出谷底並且加速分拆以及(2)更多的美國客戶加入，基於以上兩點，英特爾的評價有望回復歷史均值，不過短期並不認為英特爾將出現財務數字的大躍進。其次，基於加速分拆的預期，我們也不認為公司此刻將大增資本支出，不過進入下半年資本支出將是公司 14A 是否有新客戶具體進展的重要指標。我們維持對於英特爾樂觀的看法，然受限於記憶體價格大漲以及伺服器短期供應能力有限，即使醞釀漲價題材，不過獲利數字預期將溫和復甦而已。

圖 1：Intel 庫存週轉天數



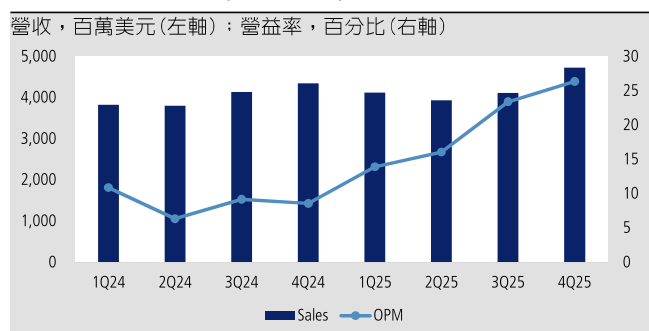
資料來源：公司資料；Bloomberg，凱基

圖 2：Intel CCG 營收 vs. 營益率



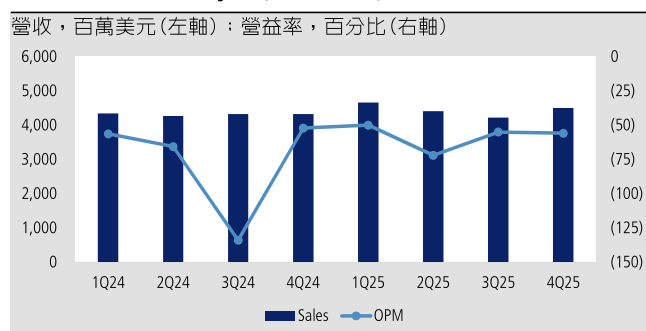
資料來源：公司資料；凱基

圖 3：Intel DCAI 營收 vs. 營益率



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Intel Foundry 營收 vs. 營益率



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：2026 年財測預估財測修正暨市場共識比較

百萬元	2026F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	54,822	55,034	(0.4)	3.7	54,145	1.3
毛利	21,599	21,932	(1.5)	11.3	20,761	4.0
營業利益	5,669	5,558	2.0	94.4	4,594	23.4
稅後淨利	4,085	4,083	0.0	111.8	3,253	25.6
每股盈餘(元)	0.80	0.90	(11.5)	101.6	0.64	26.1
毛利率(%)	39.4	39.9	(0.5)ppts	2.7	38.3	1.1 ppts
營利率(%)	10.3	10.1	0.2 ppts	4.8	8.5	1.9 ppts
淨利率(%)	7.5	7.4	0.0 ppts	3.8	6.0	1.4 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

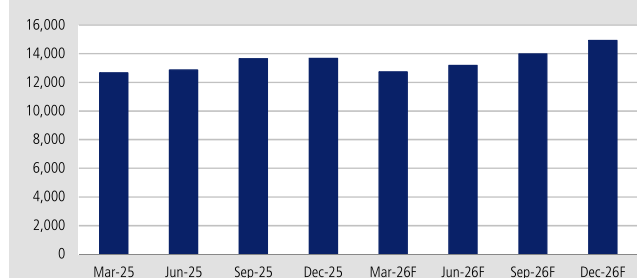
圖 6：公司概況

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 8：季營收

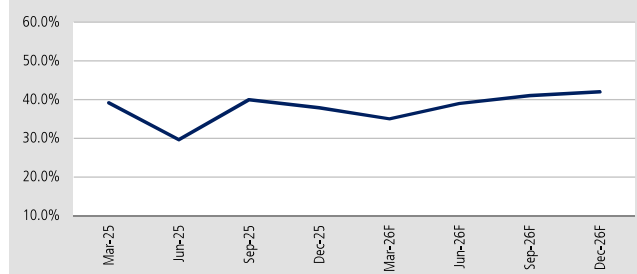
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：毛利率

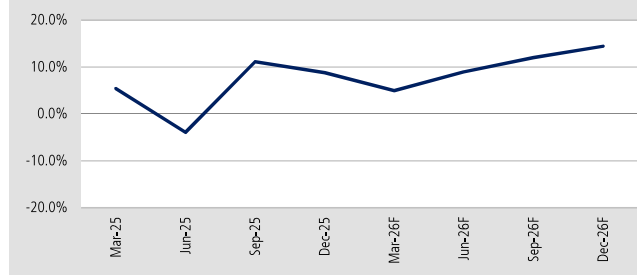
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：營業利潤率

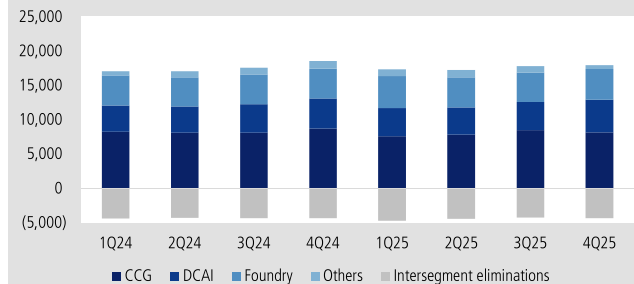
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：Intel 各部門比重

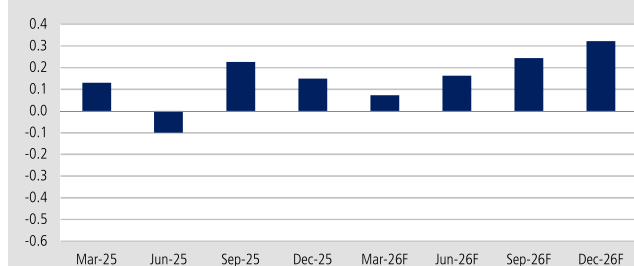
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：Non-GAAP EPS

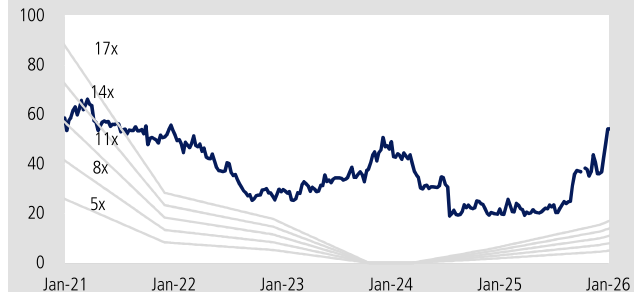
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：未來 12 個月預估本益比

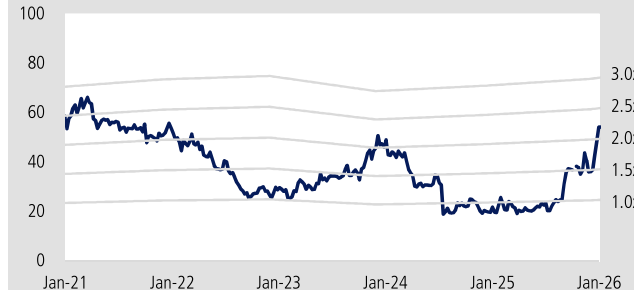
股價，美元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：彭博；凱基

圖 13：未來 12 個月預估股價淨值比區間

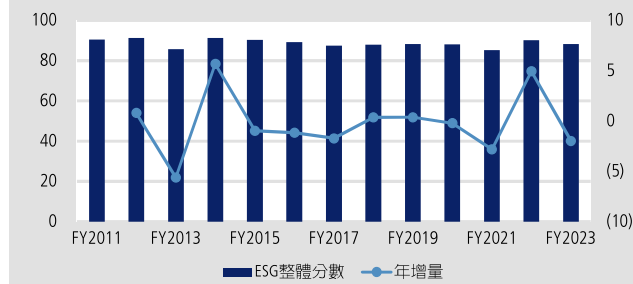
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 14 : Intel - ESG 整體分數

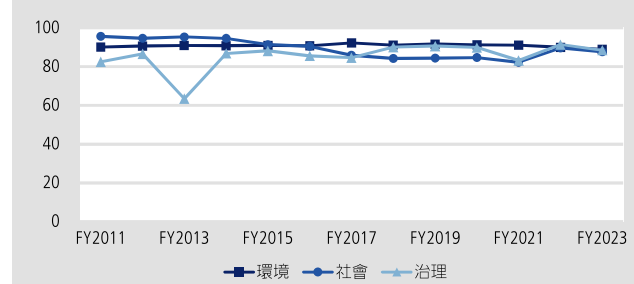
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 15 : Intel - ESG 各項分數

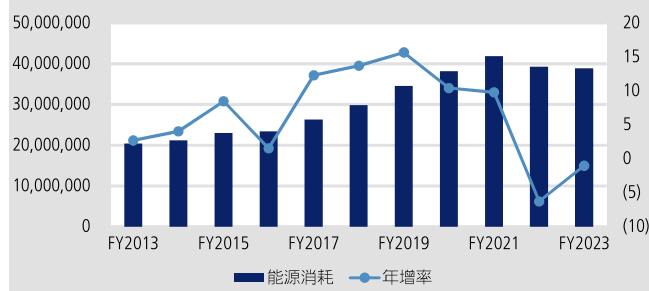
ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : Intel - 能源消耗

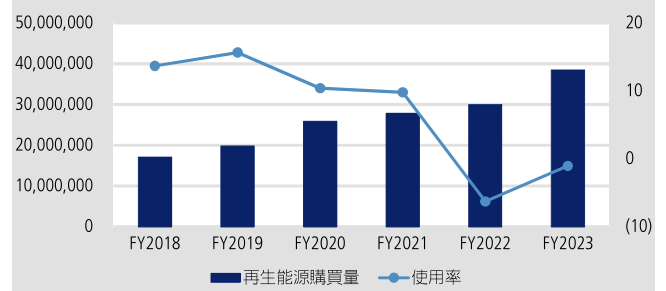
能源消耗, 十億焦耳 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : Intel - 再生能源使用

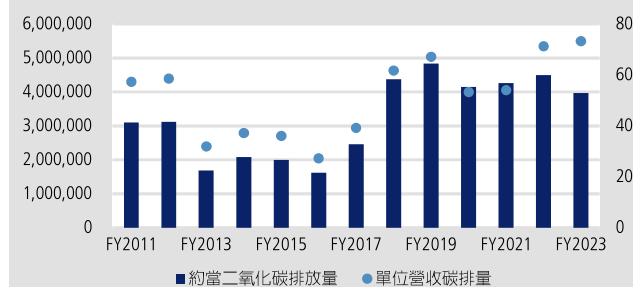
再生能源使用量, 十億焦耳 (左軸) ; 使用率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : Intel - 碳排放量

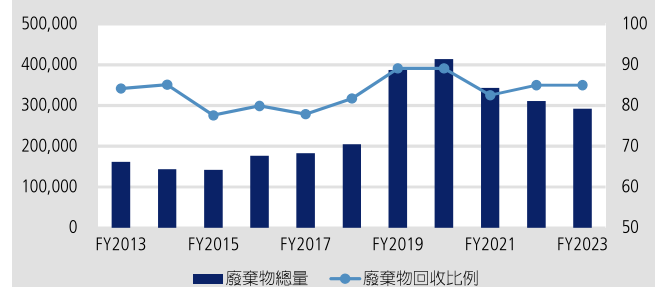
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸) ; 單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



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

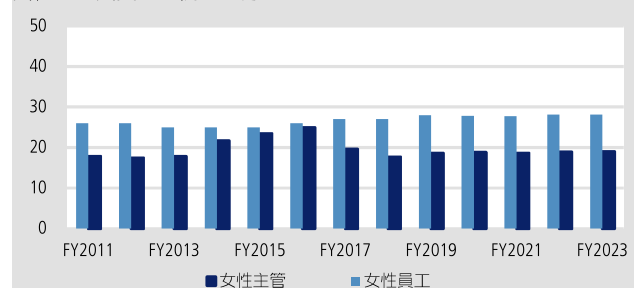
單位營收耗水量, 立方公尺/百萬美元 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



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	<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 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
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	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>
股東治理分數	<p>衡量公司用以反收購工具的有效性</p>
公司治理分數	<p>衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性</p>
產品責任分數	<p>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</p>
社區關係分數	<p>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</p>
勞動力分數	<p>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</p>
資源使用指標	<p>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</p>

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。