

Intel (INTC.O/INTC US)

財務持續復甦，然仍不足以扭轉競爭態勢

持有・維持

收盤價 Octobr 22 (US\$)	36.92
3 個月目標價 (US\$)	37.44
12 個月目標價 (US\$)	39.00
前次目標價 (US\$)	22.00
調升 (%)	77.3
上漲空間 (%)	5.6

焦點內容

1. 財報優於預期，DCAI 營益率為亮點。
2. 4Q25 展望符合預期，零組件缺貨和產能限制將於 1Q26 達到高峰。
3. 信心持續上升，然缺乏數據支持。

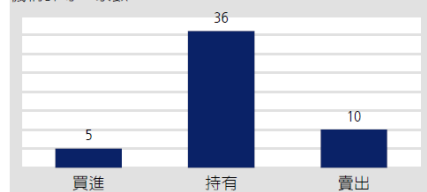
交易資料表

市值：(US\$bn)	171.7
流通在外股數 (百萬股)：	4,652
機構持有比例 (%)：	70.9
3M 平均成交量 (百萬股)：	124.1
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	17.7-39.7

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	57.2	79.3	68.0
相對表現 (%)	51.8	54.7	#VALU

市場綜合評等

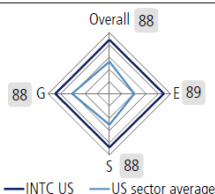
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	14	29	43
潛在報酬 (%)	(62.1)	(22.0)	16.5

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Intel 公布第三季財報及第四季展望，財報優於預期，展望符合市場預期。

評論及分析

3Q25 財報優於預期，資料中心營益率強力回升為亮點。 Intel 3Q25 營收 137 億美元，季增 6.2%，年增 2.8%，優於公司財測上緣，受惠 PC 需求回溫和庫存回補及伺服器需求優於預期。毛利率 40%，優於財測之 36%，主因營收優於預期、產品組合優化及庫存提列減少，部分受 18A 及 Lunar Lake 量產抵銷影響，折合每股盈餘 0.23 美元，優於公司財測之損益兩平。資料中心營益率從 2Q25 的 16.1% 上升到 3Q25 的 23.4% 為最大亮點。

4Q25 展望符合預期，零組件缺貨和產能限制將於 1Q26 達到高峰。 Intel 預期 4Q25 營收達 128-138 億美元，中位數季減 2.6%、年減 6.7%，符合市場共識；排除 Altera 影響整體呈季持平。公司表示目前供給仍無法滿足需求，因受限 Intel 10 及 Intel 7 產能吃緊，載板短缺也是原因；公司將優先分配產能予伺服器，加上季節性因素，CCG(PC) 預期將微幅季減，DCAI(Data Center) 則季增強勁。4Q25 毛利率預計達 36.5%，季減 3.5 個百分點，主要受產品組合變化及新產品初期量產影響。整體 PC 2025 年出貨預期達 2.9 億台，連續兩年實現正成長。產能吃緊以及零組件缺貨將於 1Q26 達到高峰，因目前仍有庫存，但需求端公司認為 1Q26 仍將季節性下滑。

信心持續上升，然缺乏實質數據支持。 維持 2025 年資本支出 180 億美元的指引，18A 將支持未來三個世代 PC 和伺服器 CPU 的產品，良率持續改善，然未能達到理想毛利率的水平。14A 將審慎投資，目前有更多客戶表達意願，但投產需要外部客戶的具體承諾。公司重新定義 AI 加速器策略，目標是 AI 推論的首選，並且對於自身 CPU 和 Nvidia (美) 的合作感到振奮。

投資建議

財報優於預期源自於一次性的減損減少以及成本削減，然結構性的問題比如晶圓代工的虧損、良率、新客戶的支持以及 x86 的市占率下滑和市場萎縮等基本因素仍未見扭轉。基於優於預期的財務數字，我們調升 2026 年獲利預估 18%，目標價調升至 39 元，基於 1.6 倍的 P/B (週期平均減一個標準差)。在結構性因素改變之前，我們看法仍相對保守，維持「持有」評等。

投資風險

新的領導層帶領公司出現結構性改變，晶圓代工轉虧為盈。

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	52,946	55,034
營業毛利 (US\$百萬)	43,450	29,797	23,651	19,099	19,248	21,932
營業利益 (US\$百萬)	24,241	7,917	4,667	(254)	2,351	5,558
EBITDA (US\$百萬)	32,158	20,950	14,269	11,125	13,036	16,720
稅後淨利 (US\$百萬)	21,691	6,891	4,423	(566)	1,525	4,083
每股盈餘 (US\$)	5.34	1.68	1.06	(0.13)	0.34	0.90
營業收入成長率 (%)	2.5	(15.6)	(14.0)	(2.1)	(0.3)	3.9
每股盈餘成長率 (%)	3.9	(68.6)	(37.1)	N/A	N/A	167.8
毛利率 (%)	58.2	47.3	43.6	36.0	36.4	39.9
營業利益率 (%)	32.4	12.6	8.6	N/A	4.4	10.1
EBITDA margin (%)	43.0	33.2	26.3	21.0	24.6	30.4
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 3Q25 營收 137 億美元，季增 6.2%，年增 2.8%，優於公司財測上緣，受惠 PC 需求回溫及庫存回補及伺服器需求優於預期。毛利率 40%，優於財測之 36%，主因營收優於預期、產品組合優化及庫存提列減少，部分受 18A 及 Lunar Lake 量產抵銷影響，折合每股盈餘 0.23 美元，優於公司財測之損益兩平。資料中心營益率從 2Q25 的 16.1% 上升到 3Q25 的 23.4% 為最大亮點。

CCG 部門營收 85 億美元，季增 8%，年增 16%，優於公司原先預估，主要受惠季節性因素、Windows 11 換機潮及產品組合推升 ASP；營利率 31.6%，季增 5.5 個百分點。DCAI 部門營收 41 億美元，季增 5%，年增 23%，優於公司預期，主要受惠企業需求強勁及產品組合改善；營利率 23.4%，季增 7.3 個百分點。IFS 部門營收 42 億美元，季減 4%，年減 3%，其中 Intel 10 及 Intel 7 產量優於預期；營利率-54.8%，較上季收窄主因 2Q25 受一次性影響因素大。

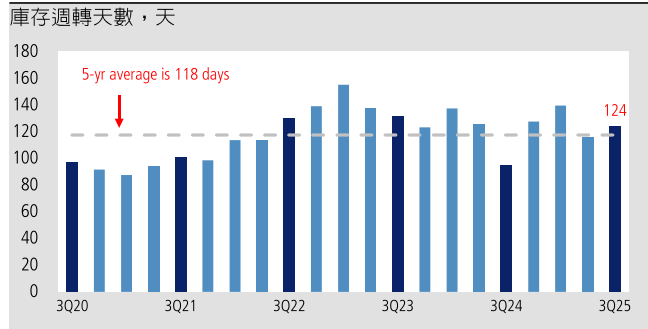
Intel 預期 4Q25 營收達 128-138 億美元，中位數季減 2.6%、年減 6.7%，符合市場共識；排除 Altera 影響整體呈季持平。公司表示目前供給仍無法滿足需求，因受限 Intel 10 及 Intel 7 產能吃緊，載板短缺也是原因；公司將優先分配產能予伺服器，加上季節性因素，CCG(PC) 預期將微幅季減，DCAI(Data Center) 則季增強勁。4Q25 毛利率預計達 36.5%，季減 3.5 個百分點，主要受產品組合變化及新產品初期量產影響。

財務方面，公司維持 2025 年資本支出 180 億美元的指引，並強調在沒有明確客戶需求前，不會貿然進行擴張。目前公司資金充裕，來源包括美國政府的 57 億美元、Softbank (日) 的 20 億美元，以及 Nvidia 預計於 4Q25 完成的 50 億美元投資。現階段，公司的首要財務任務是去槓桿化。

產能規劃方面，儘管目前瓶頸集中在 Intel 7 及 Intel 10 等舊製程節點，公司短期內亦不打算擴增相關產能，而是將資源重心轉向先進製程與先進封裝技術。其中 18A 將支持未來三個世代 PC 和伺服器 CPU 的產品，良率持續改善，然未能達到理想毛利率的水平，預計需至 2026 年底至 2027 年才能達成。

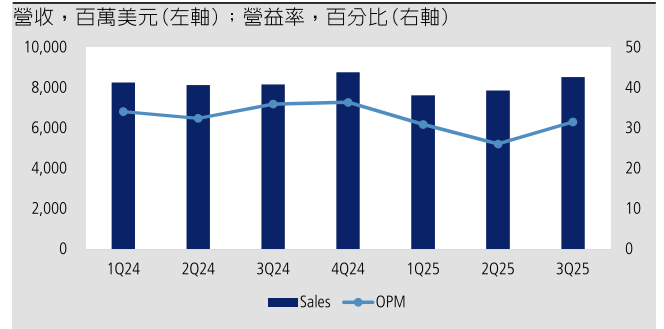
Intel 的 AI 策略聚焦於推論，短期內將透過 Xeon、AI PC、Arc GPU 與開放軟體堆疊持續導入 AI 能力；中長期則規劃每年推出一代專為推論優化的 GPU。此外，公司強調「合作導向」，將與既有領導者及新興業者共同打解決方案；與 Nvidia 的合作是關鍵一環，雙方透過 NVLink 連結 Intel CPU/x86 架構與 Nvidia 的加速運算平台，共同開發面向雲端與企業的 AI 系統，並進一步拓展 TAM。同時，公司亦藉由成立 Central Engineering Group (CEG) 推動 ASIC 設計服務，結合 x86 IP 延伸至專用 AI 晶片與邊緣推論應用，強化其在雲端、邊緣及終端裝置的運算布局。

圖 1：Intel 庫存週轉天數



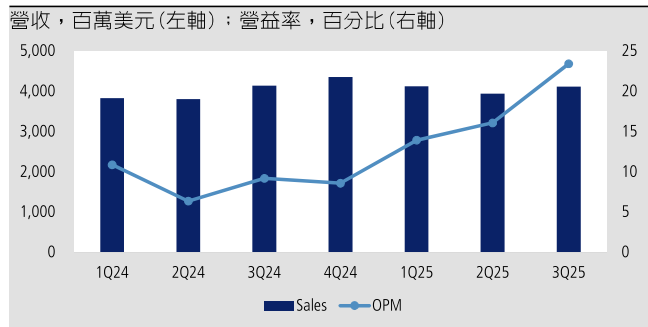
資料來源：公司資料；Bloomberg，凱基

圖 2：Intel CCG 營收 vs. 營益率



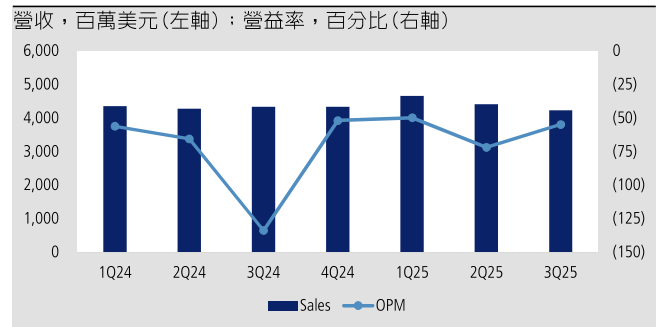
資料來源：公司資料；凱基

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 5：2025 年財測預估財測修正暨市場共識比較

百萬元	2025F			
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)
營收	52,946	53,677	(1.4)	(0.3)
毛利	19,248	19,229	0.1	0.8
營業利益	2,351	1,417	65.9	N/M
稅後淨利	1,525	742	105.6	N/M
每股盈餘 (元)	0.34	0.17	97.8	N/M
毛利率 (%)	36.4	35.8	0.5	0.4
營利率 (%)	4.4	2.6	1.8	4.9
淨利率 (%)	2.9	1.4	1.5	3.9

資料來源：Bloomberg；凱基預估

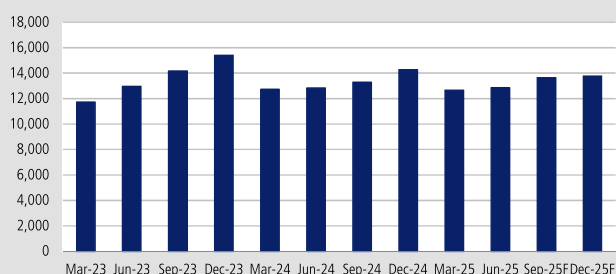
圖 6：公司概况

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

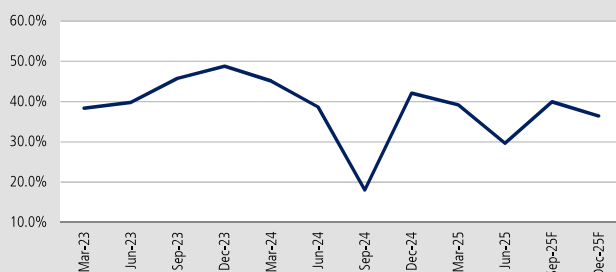
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：毛利率

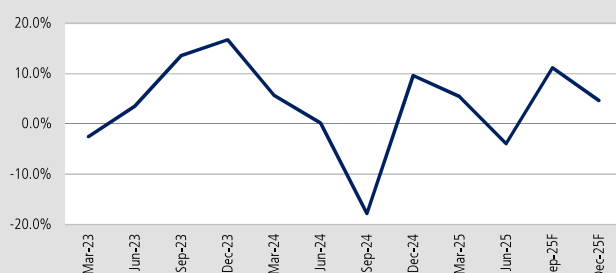
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：營業利潤率

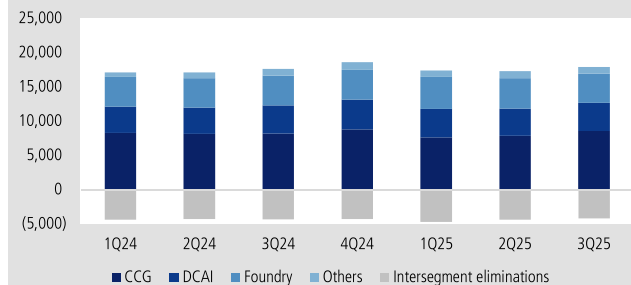
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：Intel 各部門比重

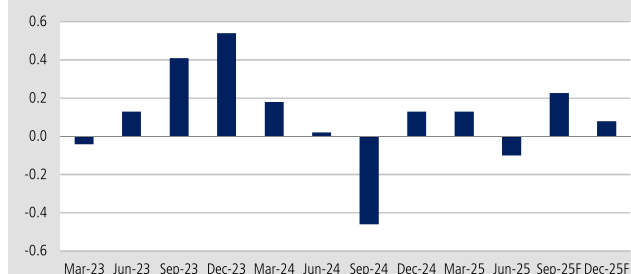
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：Non-GAAP EPS

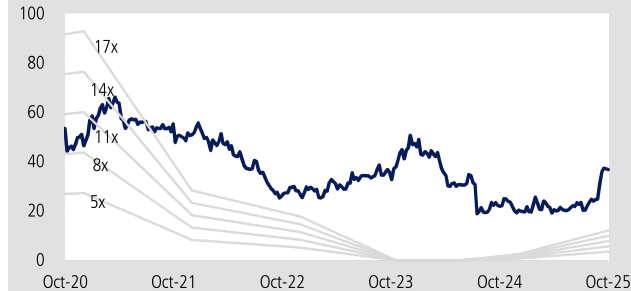
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：未來 12 個月預估本益比

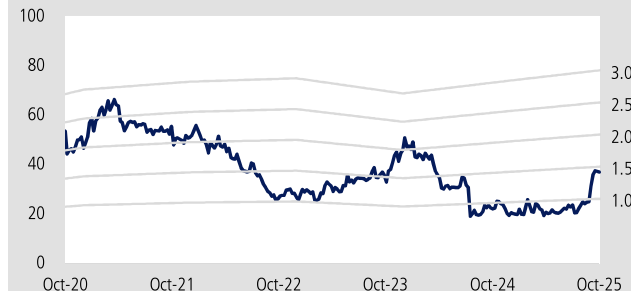
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：彭博；凱基

圖 13：未來 12 個月預估股價淨值比區間

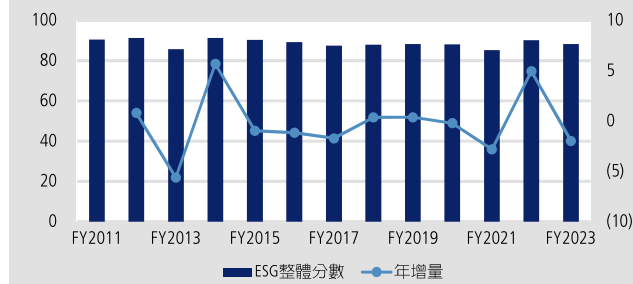
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 14：Intel - ESG 整體分數

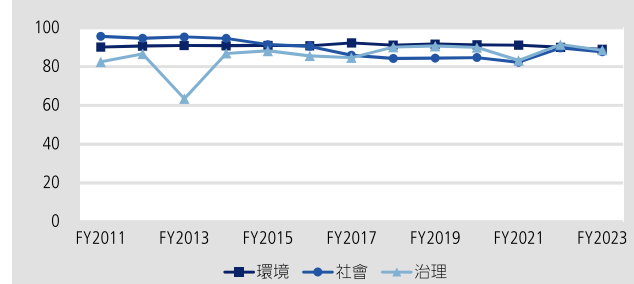
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Intel - ESG 各項分數

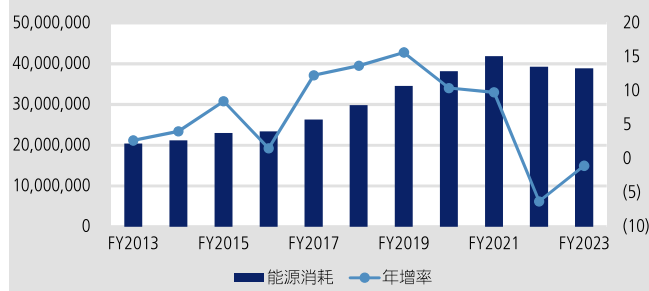
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Intel - 能源消耗

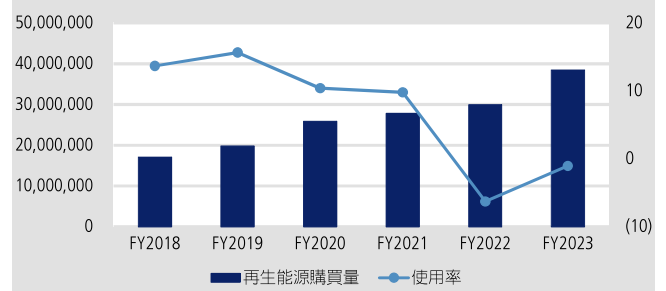
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Intel - 再生能源使用

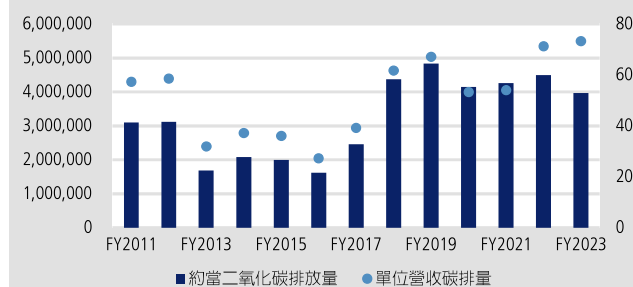
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Intel - 碳排放量

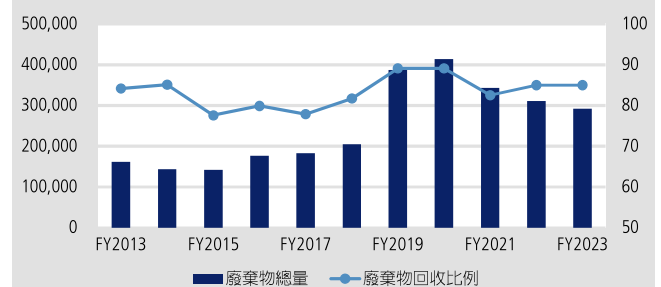
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



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

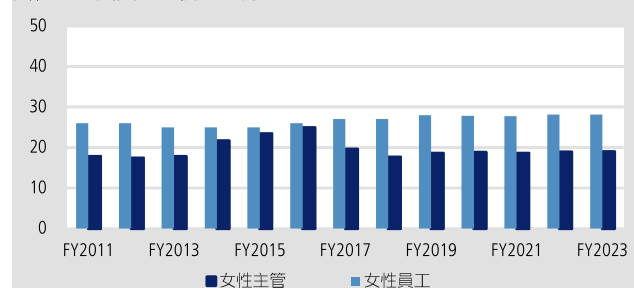
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：Intel - 性別多樣性

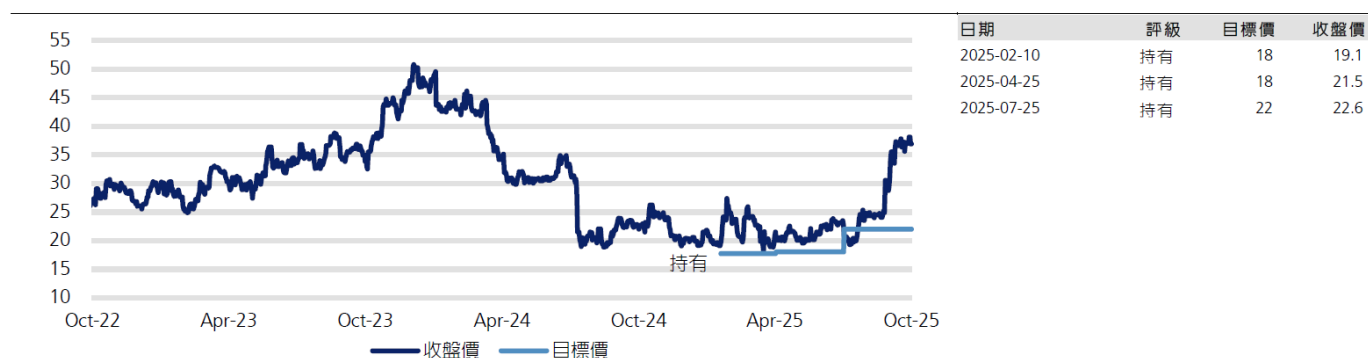
女性主管與員工比例，百分比



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，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。