

Intel (INTC.O/INTC US)

落難的王者

持有 · 重啟評等

收盤價 February 7 (US\$)	19.10
3 個月目標價 (US\$)	18.8
12 個月目標價 (US\$)	17.70
前次目標價 (US\$)	N/A
調升 (%)	N/A
上漲空間 (%)	-7.3

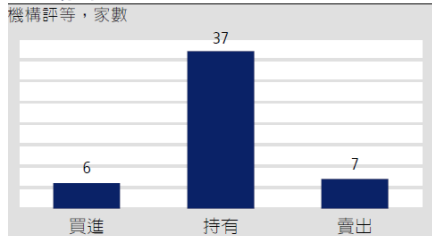
焦點內容

1. Data Center：持續被 AMD 趕超。
2. PC：Lunar Lake 力往狂瀾但將稀釋毛利率。
3. 晶圓代工仍是燙手山芋。

交易資料表

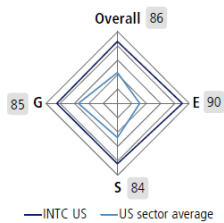
市值：(US\$bn)	82.7
流通在外股數 (百萬股)：	4,330
機構持有比例 (%)：	64.1
3M 平均成交量 (百萬股)：	71.9
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	18.5-46.6
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	(27.1) (3.1) (55.9)
相對表現 (%)	(27.6) (15.9) (75.8)

市場綜合評等



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

我們重啟對英特爾的評等。英特爾為 x86 處理器龍頭，過去在 PC 和通用伺服器 CPU 都具有絕對的領導地位和市占優勢。

評論及分析

Data Center：持續被 AMD 趕超。 Intel AI 晶片 2024 年並沒有達到 5 億美元的目標，對比 AMD 的 50 億美元的營收。其次，AMD 的 Milan / Geona 在台積電的幫助以及 CSP 的市占率提升之下，以高性價比持續蠶食 Intel 在通用伺服器的市占率。我們預估 AMD 在通用伺服器的市占率已達 40%，今年將進一步擴展。如果 Intel 持續維持不外包代工的策略，不但受到 X86 市場持續萎縮的影響，而且競爭力也將落後 AMD。

PC：Lunar Lake 力往狂瀾但將稀釋毛利率。 整體 PC 市場維持溫和復甦，Intel 雖維持領先地位，但是受到 x86 市場萎縮以及 AMD 的步步進逼，市佔率仍受到挑戰。高階 Lunar Lake (AI PC) 因委託台積電代工，整體市場反饋不錯，不過這個產品因為在封裝(Memory POP)上，包含了記憶體，因此毛利率較低，我們預期上半年 Intel 的毛利率將受到 Lunar Lake 稀釋的影響。展望未來的產品路徑，除了後續的 Arrow Lake，和二奈米的 Nova Lake 之外，主流的產品仍留在自家的 IFS(英特爾晶圓代工)製造。換言之，除非 IFS 良率有大躍進，不然 Intel 的市占率仍會受到自己晶圓製造的諸多限制。

晶圓代工仍是燙手山芋。即使 2024 年下半年一次認列諸多重整成本，公司預期仍要 2027 年才能回到損益兩平。第四季營損率回升至 -57%，對比台積電的 +49%，仍有一倍的差距，等於是做一片賠一片。目前可以確信的是，晶圓代工沒有打算要分割，而美國基於戰略考量和本土製造，一定會出手救援。新的執行長或是重整計畫都有望帶動股價回升，然而我們認為在根本上商業模式(IDM)沒有改變以及 IFS 良率沒有突破之下，錢和補助也難以縮小和台積電的差距。

投資建議

我們重啟英特爾評等，給予「持有」評等和目標價 17.70 美元，基於循環底部的 0.7 倍 P/B (相當於平均值往下一倍標準差)。

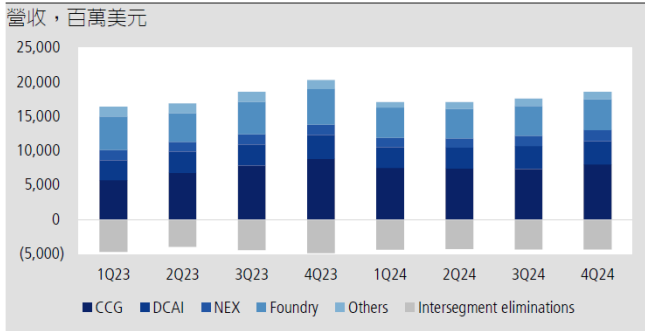
投資風險

美國政府強力救援；新的領導層帶領公司出現結構性改變。

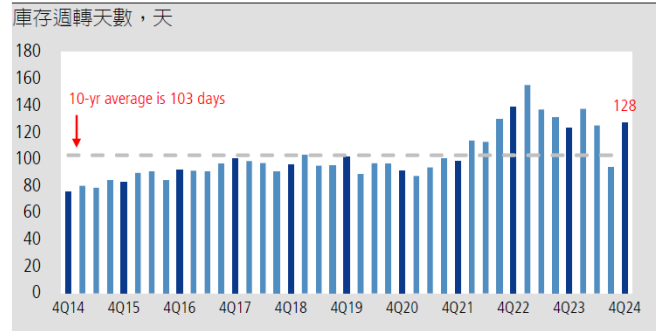
主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24	Dec-25F
營業收入 (US\$百萬)	72,900	74,718	63,054	54,228	53,101	53,568
營業毛利 (US\$百萬)	43,299	43,450	29,797	23,651	19,099	20,155
營業利益 (US\$百萬)	24,355	24,241	7,917	4,667	(254)	2,488
EBITDA (US\$百萬)	35,774	32,158	20,950	14,269	11,125	12,878
稅後淨利 (US\$百萬)	21,596	21,691	6,891	4,423	(566)	2,116
每股盈餘 (US\$)	5.14	5.34	1.68	1.06	(0.13)	0.48
營業收入成長率 (%)	1.3	2.5	(15.6)	(14.0)	(2.1)	0.9
每股盈餘成長率 (%)	3.5	3.9	(68.6)	(37.1)	N/A	N/A
毛利率 (%)	59.4	58.2	47.3	43.6	36.0	37.6
營業利益率 (%)	33.4	32.4	12.6	8.6	(0.5)	4.6
EBITDA margin (%)	49.1	43.0	33.2	26.3	21.0	24.0
淨負債比率 (%)	35.0	30.4	25.9	36.5	N/A	N/A
股東權益報酬率 (%)	26.8	23.4	6.7	4.0	N/A	N/A

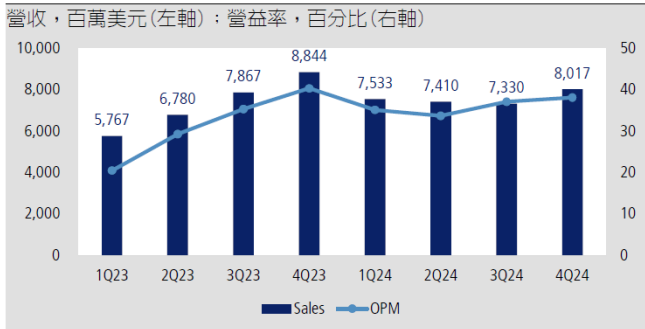
資料來源：公司資料；凱基

圖 1：Intel 各部門比重


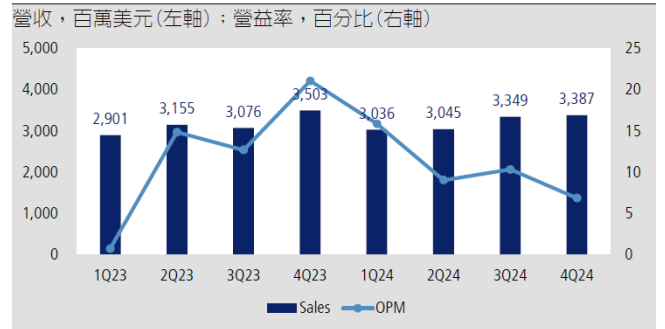
資料來源：公司資料；凱基

圖 2：Intel 庫存週轉天數


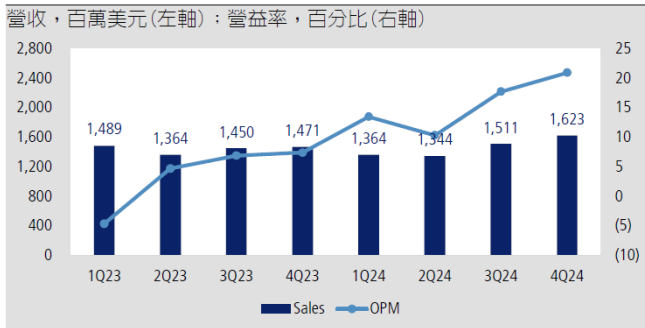
資料來源：公司資料；凱基

圖 3：Intel CCG 營收 vs. 營益率


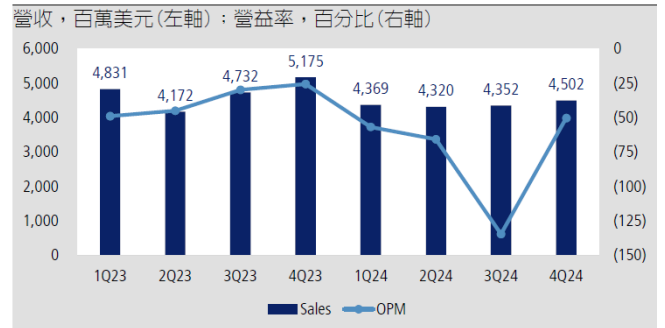
資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Intel DCAI 營收 vs. 營益率


資料來源：公司資料；凱基

圖 5：Intel NEX 營收 vs. 營益率


資料來源：公司資料；凱基

圖 6：Intel foundry 營收 vs. 營益率


資料來源：公司資料；凱基

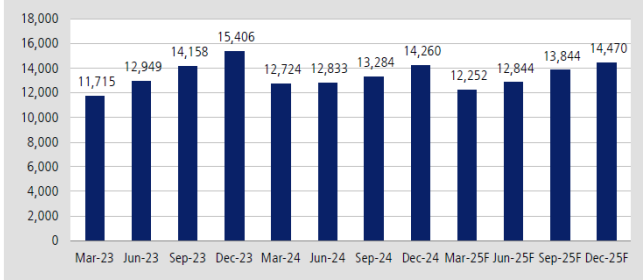
圖 7：公司概況

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 9：季營收

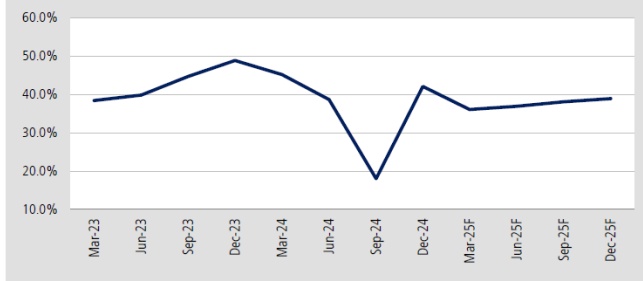
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：毛利率

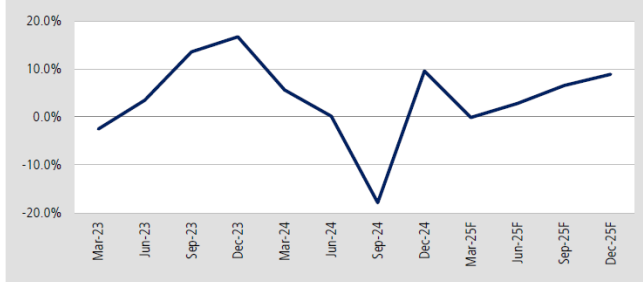
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13：營業利潤率

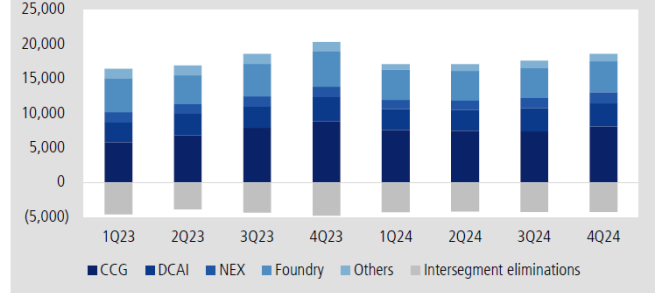
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：Intel 各部門比重

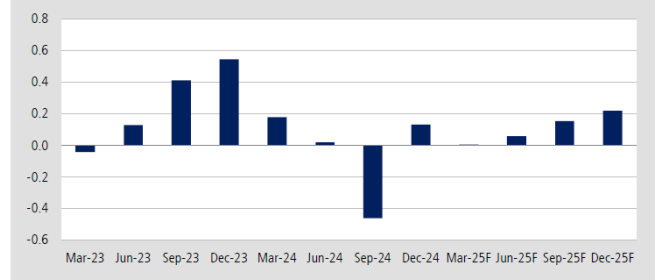
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：Non-GAAP EPS

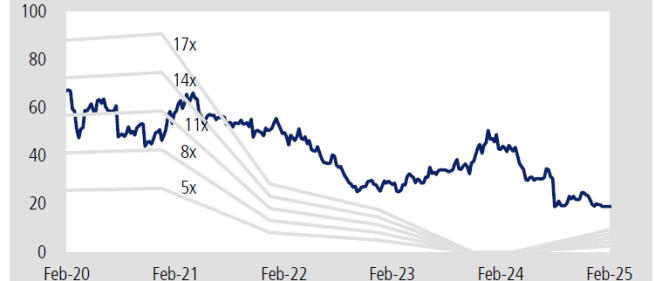
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：未來 12 個月預估本益比

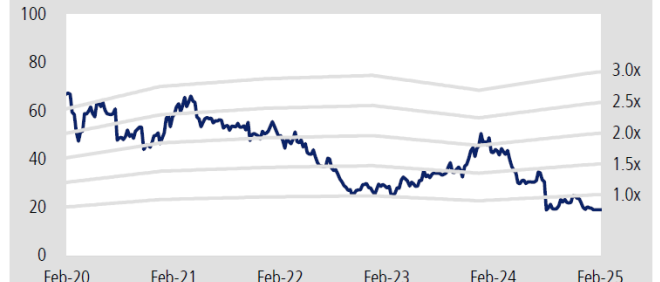
股價，美元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



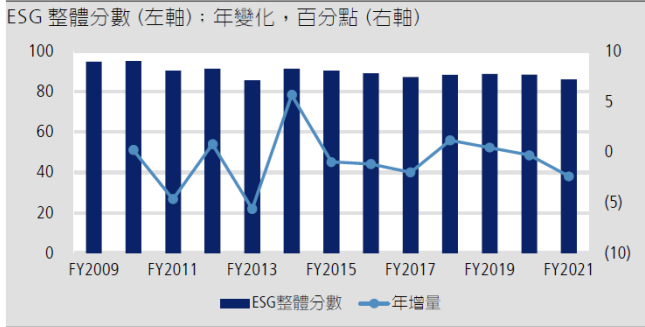
資料來源：彭博；凱基

圖 14：未來 12 個月預估股價淨值比區間

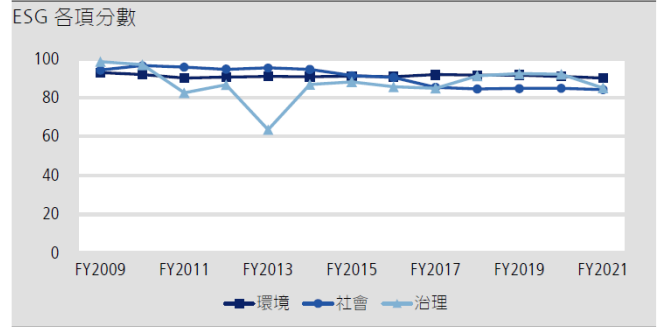
庫存，百萬美元 (左軸)；庫存週轉天數，日 (右軸)



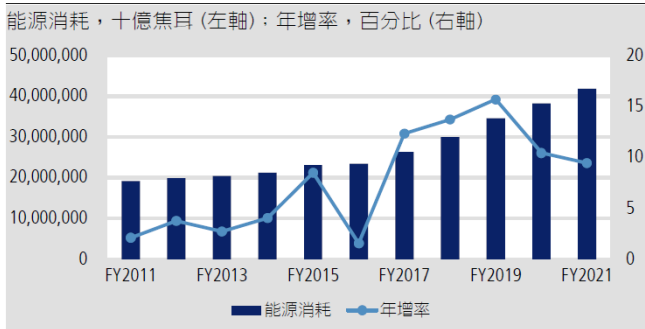
資料來源：公司資料；凱基

圖 15 : Intel - ESG 整體分數


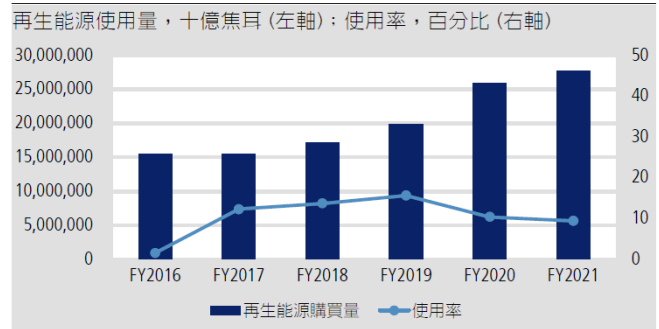
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : Intel - ESG 各項分數


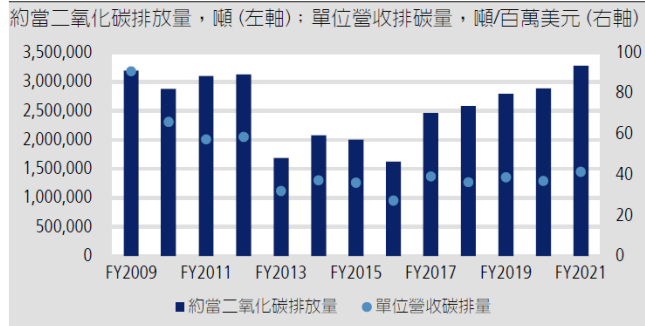
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : Intel - 能源消耗


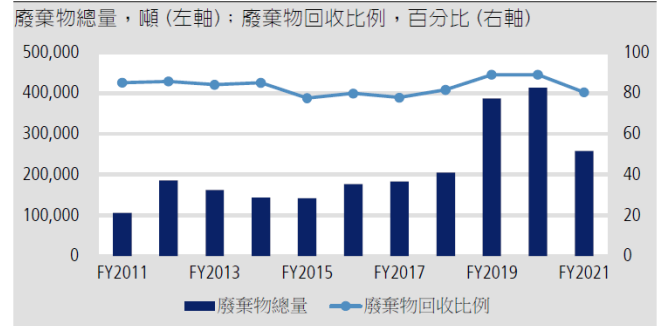
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : Intel - 再生能源使用


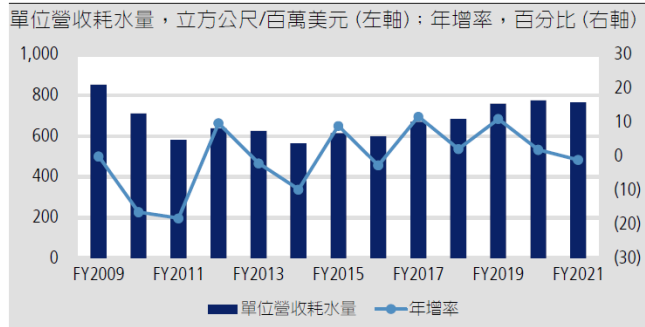
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : Intel - 碳排放量


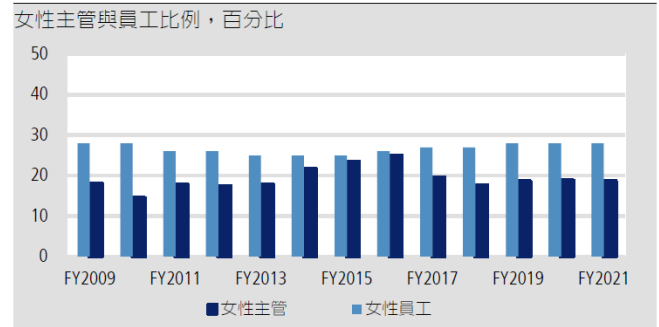
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : Intel - 廢棄物總量


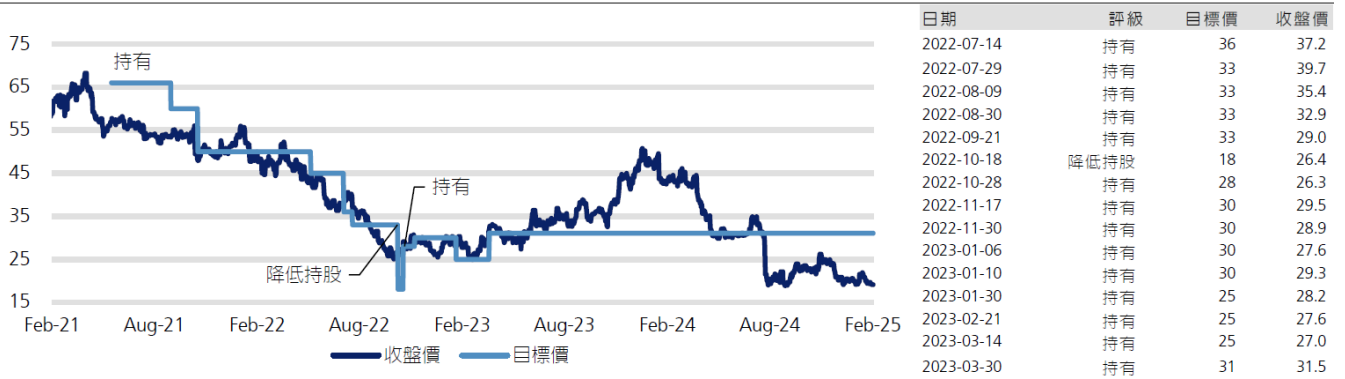
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : Intel - 耗水量


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 22 : Intel - 性別多樣性


資料來源 : Refinitiv、公司資料

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有。