

Q2 毛利率和 EPS 表现不及预期，Q3 预计将由盈转亏

推荐（维持）

英特尔（INTC.O）24Q2 跟踪报告

事件：

英特尔（INTC）近日发布 2024Q2 财报，24Q2 单季营收 128 亿美元，同比-0.9%/环比+0.9%，毛利率 38.7%，同比-1.1pcts/环比-6.4pcts。综合财报及交流会议信息，总结要点如下：

评论：

1、24Q2 毛利率不及预期环比大幅下降 6.4pcts，EPS 较指引低 0.08 美元。

24Q2 营收 128 亿美元，同比-0.9%/环比+0.9%，5 月出口限制对中国客户产生负面影响，但仍符合此前指引（125-135 亿美元），其中 Intel Products 与 Intel Foundry 均实现 4%同比增长，但被周期性较强的其他业务低于此前指引所抵消。毛利率 38.7%，同比-1.1pcts/环比-6.4pcts，远低于此前指引（43.5%），系 Intel 3/4 晶圆将从俄勒冈州工厂转移至晶圆成本较高的爱尔兰工厂、非核心业务费用与产能利用率较低所带来的费用较高、产品组合不利及价格竞争激烈所致。EPS 为 0.02 美元，较指引低 0.08 美元（0.1 美元）。

2、产品和代工业务 Q2 营收同比微增，Mobileye/Altera 同比持续下滑。

分部门看：1) Intel Products: 营收 118 亿美元，同比+4%/环比-1%。CCG 业务同比+9%/环比-2%，系 AI PC 增长带来量价齐升；DCAI 业务同比-3%/环比+0.3%；NEX 收入同环比均-1%，若剔除电信市场库存消化影响，上半年同比+10%；2) Intel Foundry: 营收 43 亿美元，同比+4%/环比-1%，系 Intel 7 和公司首个 EUV 节点 Intel 4/Intel 3 晶圆产量增加；3) Mobileye: 营收 4.4 亿美元，同比-3%/环比+84%，环比上升系一季度大量库存缩减没有再次发生；4) Altera: 营收 3.61 亿美元，同比-57%/环比+6%。

3、24Q3 收入指引环比低于传统季节性增长，EPS 于 Q3 由盈转亏。

预计 24Q3 营收 125 亿-135 亿美元，指引中值同比-8.2%/环比+1.3%，环比增长较低系客户去库存与出口管制负面影响，其中客户业务将持平或下降，数据中心及边缘市场系传统服务器需求改善而略有增长，预计 24Q4 整体营收增长将接近季节性增长上限（5%）。毛利率约 38%，同比-7.8pcts/环比-0.7pct，系收入增长与效率提高被新制造节点的持续放量抵消，未来数季度伴随 AI PC 量产与外部晶圆依赖程度增加，毛利率持续承压。Q3 EPS 为-0.03 美元，同比下降 0.44 美元/环比下降 0.05 美元。

4、公司预计 AI PC 25 年底累计出货超 1 亿台，25 年底裁员 15%以上。

1) AI PC: AI PC 市场份额将从目前低于 10%增长至 2026 年 50%以上，公司 Windows AI PC 目前出货超 1500 万台，年底超 4000 万台，2025 年底累计出货量超 1 亿台。Lunar Lake 于 7 月份提前量产，本季度开始发货。公司于 25H2 推出 Panther Lake 达到顶峰，首款采用 Intel 18A 工艺的 CPU，转移至内部制造显著改善 2026 年盈利能力。2) Foundry: Intel 4/Intel 3/Intel 20A8 已进入量产，下季度投产，Intel 18A 于上个月发布 1.0 PDK，25H1 开始批量生产晶圆。Intel 14A/Intel 10A 进展顺利。3) DC AI: Gaudi 3 于三季度推出，推理及训练每美元性能为 H100 的 2 倍。Clearwater Forest 首款采

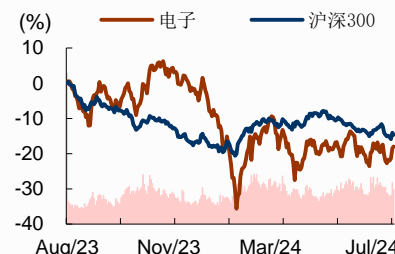
TMT 及中小盘/电子

行业规模

		占比%
股票家数（只）	493	9.7
总市值（十亿元）	6892.5	9.6
流通市值（十亿）	5759.0	8.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.2	12.2	-17.7
相对表现	1.9	6.0	-3.3



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

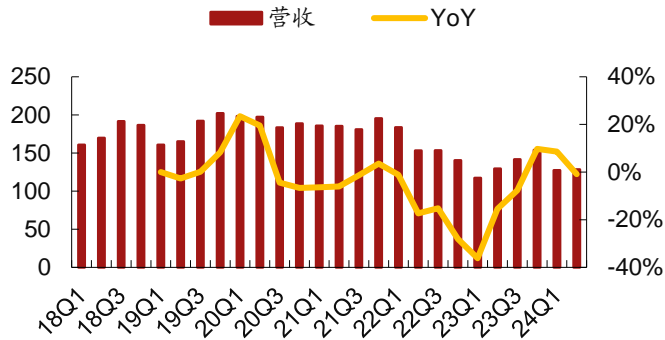
- 1、《英特尔 24Q1 跟踪报告—24Q2 营收指引环比持平，毛利率环比将进一步下降》2024-04-27
- 2、《英特尔 23Q4 跟踪报告—Q1 营收指引低于预期，数据中心收入或环比两位数下降》2024-01-27
- 3、《英特尔 23Q3 跟踪报告—23Q4 DCAI 有望环比增长，网络及电信市场将持续疲软》2023-11-06

鄢凡 S1090511060002
 yanfan@cmschina.com.cn
 湛薇 S1090524070008
 shenwei3@cmschina.com.cn

用领先 Hybrid bonding 技术的 Intel 18A 产品，2025 年推出。4) OpEx: 2025 年底裁员 15%以上，大部分今年底完成，2024 年 OpEx 降至 200 亿美元，2025 年目标 175 亿美元，比此前预期低 20%。

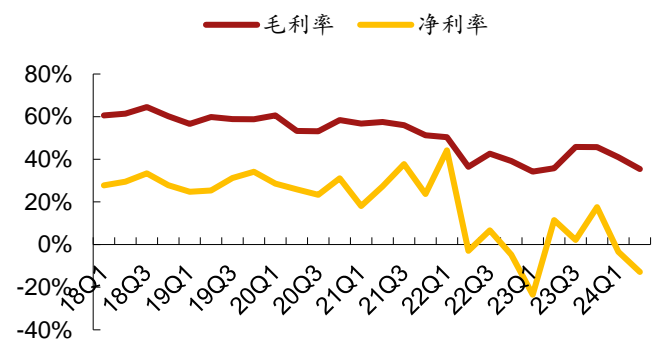
风险提示：市场竞争加剧的风险，产能扩张和技术进展不及预期，客户需求低于预期，宏观经济及政策风险。

图 1: 英特尔分季度营收 (亿美元) 收入情况



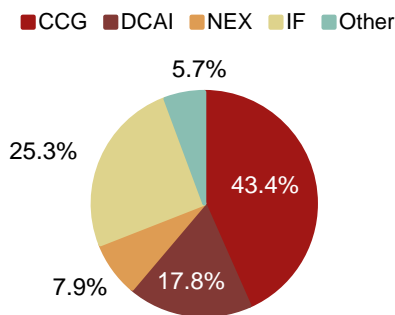
资料来源：英特尔，招商证券

图 2: 英特尔分季度利润率情况 (GAAP)



资料来源：英特尔，招商证券

图 3: 24Q2 英特尔分部门营收占比



资料来源：英特尔，招商证券

图 4: 24Q3 英特尔业绩指引



资料来源：英特尔，招商证券

(后附 2024Q2 业绩说明会纪要全文)

附录：英特尔公司 2024Q2 业绩说明会议纪要

时间：2024 年 8 月 1 日

出席：

John 公司副总裁

Pat Gelsinger 首席执行官

David Zinsner 首席财务官

会议纪要根据公开信息整理如下：

24Q2 业绩概述：

尽管公司在产品和路线图方面不断取得进展，但第二季度的盈利能力令人失望。随着新运营模式的稳固实施，公司正在加快行动，力争在 2025 年将盈利能力和资本效率提高 100 多亿美元。本季度，尽管 5 月份宣布新出口管制的时间出乎意料，但公司仍实现符合预期的环比收入增长。第二季度的盈利能力低于公司的预期，部分原因是公司决定更快地提升 core Ultra AI CPUs 的产能，以及公司为更好地应对未来季度而采取的其他行动。

Panther Lake:

公司之前曾表示，公司为定义和推动 AI PC 所做的投资将在短期内对利润率造成压力，但这是值得的。AI PC 的市场份额将从现在的不到 10%，增长到 2026 年的 50% 以上。今天的投资将加速和扩大公司的领先地位，并在未来几年带来显著的效益，公司的努力将以 2025 年下半年推出 Panther Lake 而达到顶峰。Panther Lake 是公司首款采用英特尔 18A 工艺的 client CPU，该工艺性能更强，成本更有竞争力，它还将使公司能够将更多的 tiles 引入公司内部，从而提高公司的整体盈利能力。

成本削减计划:

财务业绩改善的另一个重要推动力是公司今天宣布的成本削减计划，这一计划体现公司新运营模式带来的结构性改进，公司正在推进这一模式，以适应当前的业务趋势。“英特尔产品”和“英特尔代工”的独立财务报告明确并集中整个公司的角色和责任，它还使公司能够消除复杂性，最大限度地发挥公司资源的作用，以清晰的视角来看待业务，使公司能够从本季度开始采取迅速而广泛的行动。因此，公司预计从今年下半年开始，将大幅削减支出和员工人数。

OpEx: 公司的目标是在 2025 年底前裁员 15% 以上，其中大部分行动将在今年年底前完成。公司已经仔细考虑这将对英特尔产生的影响。这些都是艰难但必要的决定。公司的行动将使 2024 年的运营支出降至约 200 亿美元，公司认为明年的影响会更大，2025 年的运营支出目标为 175 亿美元，比之前的估计低 20% 以上。公司预计 2026 年将进一步受益，运营支出的绝对值将再次下降。即使公司降低总体支出，公司仍将继续为实现战略所需的投资提供资金。

CapEx: 公司的新运营模式也为公司的资本需求带来益处，使公司有足够的透明度来更严格地审查每一个项目和每一美元的资本。因此，公司现在预计 2024

年的 gross CapEx 将在 250 亿至 270 亿美元之间。这比公司年初的计划减少 20% 以上，同时也反映对下半年需求疲软的预期。叠加公司对智能资本战略的有力执行，包括公司与 Apollo 的第二次合作，公司预计 2024 年的 net CapEx 将在 110 亿到 130 亿美元之间。这些优势也将延续到明年。

2025 年，gross CapEx 的目标是 200 亿至 230 亿美元，net CapEx 的目标是 120 亿至 140 亿美元，随着时间的推移，资本效率的提高会对毛利率产生积极影响，但公司还将通过在 2025 年节省约 10 亿美元的非可变销售成本来加快改进步伐，这些削减不会影响公司执行计划的能力。公司设计明智的资本战略，使公司能够以保守的方式管理日常业务，以实现趋势性增长，同时保持运营灵活性，以便在出现上升趋势时以快速、经济高效的方式抓住机会。

暂停分红：公司认识到优先流动性以维持战略所需资金的重要性，因此在第四季度初采取暂停分红的额外措施。公司重申，随着现金流改善到可持续的较高水平，公司将长期致力于派发有竞争力的股息。在 2025 年，运营支出、资本支出和销售成本的削减总额将直接节省超过 100 亿美元，这为公司实现可持续发展的模式提供清晰的思路，并为支持公司的长期战略提供所需的持续财务资源和流动资金。公司仍然坚信，公司已经并将继续进行必要的投资，以推动长期股东价值的实现。公司将成本纪律视为推动有效执行的指南针，帮助团队保持正确的方向，确定优先次序并实现可衡量的结果。

复苏不及预期：在近期的业务管理中，公司正在推动的运营和资本改进将尤为重要。虽然公司预计今年剩余时间的营收将实现环比增长，但复苏的步伐将慢于预期，这反映在公司对第三季度的展望中。具体而言，第三季度 CCG 库存温和消化，DCAI 以及 NEX、Altera 和 Mobileye 等周期性较强的业务的趋势将低于公司最初的预测。公司的展望反映整个行业的状况，但公司对市场份额的预期没有发生任何变化。展望第四季度，正常的季节性营收增长在环比持平到+5%之间。随着第三季度客户库存水平的改善，公司认为第四季度的收入将处于这一区间的上限。

Intel Foundry:

公司战略的关键部分是通过积极的“四年五节点”计划重返工艺领先地位。Intel 4、Intel 3 和 Intel 20A8 处理器已进入量产阶段，下一季度即可投产。对于 Intel 18A，公司已于上个月发布 1.0 PDK，并有望在今年年底将生产准备就绪，2025 年上半年开始批量生产晶圆。用于客户机的 Panther Lake 目前正在运行 Windows，看起来非常健康。这是首款采用 RibbonFet、PowerVia 和先进封装的微处理器，实现一个重要的里程碑。

用于服务器的 Clearwater Forest 还包括 Foveros Direct 和其他关键的先进封装产能目前已经启动，同样看起来非常健康，这些都是 Intel 18A 产品中的首批产品，它们将把 Intel 18A 带入大众市场。重要的是，18A 的推出属于公司“四年五节点”计划，完成设计和工艺创新的历史性跨越，并使英特尔重新回到工艺领先地位。公司的团队坚定不移，决心完成公司的事业，一旦完成，将为公司的晶圆代工和产品业务带来进一步的增长和价值创造。

公司对全球领先产能的投资继续影响近期的盈利能力，但从长远来看，这些投资使公司能够参与半导体市场中规模最大、增长最快的部分，并从中获利。公司继续期待今年的投资能使公司在财务上取得重大进展，使英特尔代工的运营利润在

2024 年达到低谷，然后实现盈亏平衡。为帮助加速公司的代工服务业务，Kevin 曾在英特尔之外领导过大型代工和 fabless 业务，是公司领导团队的有效补充。在公司为人工智能时代提升制程封装和 chiplet 产能的过程中，他和目前及未来的代工客户一起投入大量的时间。

本月早些时候，公司还很高兴地欢迎来自美光的 Naga Chandrasekaran 领导公司的代工制造和供应链组织，他在深厚的技术研发和制造专业知识方面拥有 20 多年的领导经验，这将有助于推进公司的优先事项。总体而言，公司的晶圆代工团队正在推动与设计生态系统合作伙伴的出色合作。

生态伙伴：在第二季度，Ansys、Cadence、Siemens 和 Synopsys 都宣布为英特尔的 embedded multi-die interconnect bridge 先进封装技术提供参考流程。EMIB 通过在单个封装中连接多个 die，可以经济高效地扩展到更大的芯片面积，从而简化设计流程，提高设计灵活性。这些合作伙伴还宣布为 Intel 18A 设计做好准备，公司将在下半年与生态系统密切合作，为明年的 18A 推出做好准备。

Intel 14A/Intel 10A：除英特尔 18A 之外，公司在 Intel 14A 和 Intel 10A 的开发上也进展顺利。尽管公司在工艺路线图上继续保持领先和创新，但公司正在向正常的节点开发节奏过渡。正常化的节奏将对持续研发和资本支出需求的速度和规模产生积极影响。

Intel Products:

CCG：在公司最大、盈利能力最强的业务-CCG 中，公司继续加强自身地位，并很好地执行公司的路线图。AI PC 正在改变计算体验的方方面面，而英特尔正站在这一类别创造时刻的最前沿。英特尔 core Ultra 的销量在第二季度环比超 100%，并已在 300 多个应用和 500 多个 AI 模型中为人工智能功能提供支持，这不断证明公司通过 40 年的持续投资所培育的强大生态系统。自 12 月发布以来，公司的 Windows AI PC 出货量已超过 1500 万台，比所有竞争对手的总和还要多出数倍，到年底公司的 AI PC 出货量将超过 4000 万台，到 2025 年底累计出货量将超过 1 亿台。

公司的下一代人工智能 PC Lunar Lake 已于 7 月份提前实现量产，它将成为下一个全行业设备更新的催化剂。与上一代产品相比，Lunar Lake 以一半的功耗提供卓越的性能，图形性能提高 50%，能效提高 40%。Lunar Lake 通过增强型 NPU 较上一代实现 3 倍多 TOPS，将成为假日货架上的终极 AI CPU。微软已授权 Lunar Lake 为 20 多家 OEM 厂商的 80 多台新 Copilot+PC 提供动力，这些 PC 将于本季度开始发货。

Lunar Lake 很快将与 Arrow Lake 会合，这将在下个季度把人工智能扩展到桌面。正如前面提到的，公司已经在为明年推出 Panther Lake 做准备，以进一步扩大公司的领先地位。因此，公司在 CCG 领域取得非常好的进展，并在未来 18 个月内实现强大的路线图。

DC AI：在公司努力提高业绩和市场地位的过程中，这是最重要的领域之一。公司拥有坚实的基础，包括目前为全球数据中心提供动力的超过 1.3 亿台 Xeon，公司的路线图旨在以这一庞大的安装基础为基础，提供更高的性能和效率，实现开放、灵活和可扩展的人工智能解决方案，并降低客户的 TCO。

本季度，公司向前迈出重要的步伐，首先是推出之前代号为 **Sierra Forest** 的 **Xeon 6 (E-core)** 处理器，这是公司第一款 **Intel 3** 产品，特别适合高密度扩展工作负载，它可以提高性能，降低功耗，并显著的机架整合。与竞争解决方案相比，早期采用者已经看到每瓦性能提高 **25%**。其次，代号为 **Granite Rapids** 的 **Xeon6 (P-Core)** 将为要求最苛刻的工作负载提供更高的性能，并将于本季度开始发货。展望未来，公司很高兴能推出 **Clearwater Forest**，这是公司首款采用业界领先的 **hybrid bonding** 技术的 **Intel 18A** 服务器产品。**Clearwater Forest** 已实现 **power-on**，并有望于 **2025** 年推出。

随着公司重新确立 **Xeon** 的竞争地位，公司已被强有力地定位为人工智能服务器的首选头部节点。公司还专注于改进公司的加速器路线图。公司正在提供高性能、灵活性和价值于一身的产品，这对客户极具吸引力，尤其是对于寻求可扩展、高成本效益的 **Gen AI** 解决方案的云计算和企业。公司专注于开放模型、开放开发人员框架，以及通过 **OPEA** 或企业 **AI** 开放平台将 **Xeon** 与加速器相结合的参考设计，这些都拥有相当大的市场吸引力。

Gaudi 3 将于第三季度推出，它将使公司的加速器性能更上一层楼，而成本仅为同类产品的三分之二。公司预计，**Gaudi 3** 在推理和训练方面的每美元性能大约是 **H100** 的 **2** 倍。**Gaudi 3** 拥有强大的生态系统支持，包括戴尔、惠普、联想、超微、富士康、技嘉、英业达、广达和纬创。

NEX: 公司在第二季度继续保持稳定，同时推出新产品，这些产品将在未来扩大公司在边缘和网络领域的领先地位。作为 **Ultra Ethernet Consortium** 的创始成员之一，公司发布一系列人工智能优化的以太网解决方案，包括 **Intel AI Network Interface Card** 和将于明年推出的 **Foundry Chiplets**。公司最近推出的企业级 **IPU** 适配器得到戴尔和 **Red Hat** 的支持，扩大与谷歌云共同开发的解决方案的使用范围。公司预计，随着 **IPU** 成为人工智能数据中心加速过程中越来越重要的一部分，它将加速增长并扩大盈利。

公司还宣布创建 **Ultra Accelerator Link**，这是一项新的行业标准，致力于为大规模人工智能系统、通信和数据中心推进高速、低延迟通信。随着边缘人工智能用例的不断增加，**NEX** 已做好充分准备，将在 **2025** 年及以后成为增长的驱动力。

Altera: 随着 **Altera** 在年底前实现全面运营分离，公司将积极努力实现业务资本化，为英特尔带来收益，在未来几年内实现首次公开募股。公司很高兴能为 **Altera** 提供资源，以实现其发展机遇。公司希望他们更多的自主权将为公司的股东创造价值，这与公司两年前对 **Mobileye** 和去年对 **IMS** 所做的决定类似。

总结:

今年上半年的工作是艰苦卓绝的。公司实现几个重要的里程碑，并正在采取明确而果断的行动，以提高公司的可持续财务业绩。进入第三季度后，公司的工作重点更加明确，工作力度也在不断加强，在执行战略和实现愿景的过程中取得的进展激励着公司，这是公司继续打造更强大的英特尔的动力。

24Q2 业绩表现:

营收: 128 亿美元, 同比-1%/环比+1%, 尽管收到出口限制, 营收仍同指引一致, 对公司在中国客户方面产生负面影响。英特尔产品与英特尔代工均实现 4% 的同比增长, 但被周期性较强的业务所抵消。

毛利率: 38.7%, 同比-1.1pcts/环比-6.4pcts, 较指引低 4.8pcts。毛利率低于预期主要有三个原因, 首先, 最大的影响因素是公司 AI PC 产品加速量产, 除第二季度 Core Ultra 出货量超出预期外, 公司还决定加快将 Intel 4 和 Intel 3 晶圆从俄勒冈州的开发工厂转移到爱尔兰的大批量生产工厂, 那里的晶圆成本在短期内较高。这一变化节省约 10 亿美元的资本, 随着公司扩大爱尔兰工厂的规模, Intel 4 和 Intel 3 的长期毛利率将得到改善。其二, 与非核心业务相关的费用以及与未利用产能相关的费用高于通常时期, 也对利润率产生影响。其三, 不利的产品组合和比预期更具竞争力的定价。

EPS: 0.02 美元, 较指引低 0.08 美元 (0.10 美元)。

经营性现金流: 23 亿美元, 环比增长 35 亿美元, 系营运资本改善。

总资本支出: 57 亿美元, 被 115 亿美元的政府补助与合作伙伴捐款抵消, 其中突出的是 Apollo 对爱尔兰工厂的投资。

自由现金流: 调整后为 82 亿美元。

24Q2 分部门业绩:

Intel Products: 营收 118 亿美元, 同比+4%/环比-1%。CCG 业务同比+9%/环比-2%, 系 AI PC 增长带来销量与 ASP 的提升, 出口许可限制部分抵消增长; DC AI 业务同比-3%/环比+0.3%, 随着对传统服务器需求略有改善, 下半年将实现环比增长; NEX 收入同环比均-1%, 若剔除电信市场的库存消化影响, NEX 在上半年将实现 10% 的同比增长。由于收入增长与库存下降, Intel Products 二季度营业利润为 29 亿美元, 占收入的 25%, 同比+4 亿美元。

Intel Foundry: 营收 43 亿美元, 同比+4%/环比-1%, 主要得益于 Intel 7 和公司的首个 EUV 节点 Intel 4 和 Intel 3 晶圆产量的增加。晶圆代工服务营收在较小的基数上环比增长超一倍, 其中包括先进封装收入开始贡献。代工业务运营亏损 28 亿美元, 环比有所恶化。公司预计第三季度的运营亏损将继续以大致相同的速度增长, 因为超过 85% 的晶圆产量仍然来自于 pre-EUV 节点, 其成本结构缺乏竞争力, 市场定价则反映功率性能和面积方面的不足。Intel 4 和 Intel 3 爱尔兰工厂的持续上量, 以及为支持尖端技术快速发展而增加的研发和启动成本, 也将影响盈利能力。

Mobileye: 营收 4.4 亿美元, 同比-3%/环比+84%, 原因是第一季度出现的大量库存缩减没有再次发生。收入和利润率的快速恢复表明, 消化是以有组织、可预测的方式进行的, 公司相信消化工作现已完成。然而, 中国的困难现状影响许多西方汽车供应商, 导致 Mobileye 下调下半年的收入和利润指引。

Altera: 实现营收 3.61 亿美元, 同比-57%/环比+6%, 本季度运营利润率提高 4pcts。由于之前供应紧张导致库存减少, 收入仍低于消费水平, 随着客户恢复到更正常的购买模式, 公司预计下半年收入将实现两位数的连续增长。

24Q3 指引:

营收：消费者和企业市场（尤其是中国）的支出疲软，以及对云领域人工智能服务器投资的持续关注，降低公司对 2024 年 TAM 的预期。客户库存水平也因此升高。公司预计客户将在下半年减少库存，同时出口管制将继续带来适度的负面影响。这些市场动态将导致第三季度的收入增长低于季节性水平，客户业务将持平或下降，而数据中心和边缘市场将略有增长。Q3 结束时库存状况的改善和企业更新周期的持续，公司预计第四季度的收入增长将处于季节性增长的高端。

毛利率：随着收入适度增长和效率提高被新制造节点的持续放量所抵消，毛利率将环比走低。虽然公司将努力提高近期的盈利能力，但在未来几个季度，随着 AI PC 产品的量产，对外部晶圆的依赖程度将会增加，这将给毛利率带来压力。

在这些因素的影响下，公司预计第三季度的收入将在 125 亿美元到 135 亿美元之间。按照 130 亿美元的中间值计算，公司预计毛利率约为 38%，税率为 13%，每股收益为-0.03 美元（均按 non-GAAP 准则计算）。

公司目前正在积极进行行动削减开支，这些行动相关的费用可能会计入 non-GAAP 业绩中，这些金额目前并未纳入指引。

资本支出：2024 年的资本投资总额降至 250 亿至 270 亿美元之间，资本支出净额为 110 亿至 130 亿美元，其中包括公司的 SKIP 计划。这些调整通常会使公司的调整后自由现金流恢复到盈亏平衡的水平，但公司现在预计调整后自由现金流将略有负值，因为公司要支付实现支出目标所需的重组费用。

2025 年，在运营支出约为 175 亿美元、净资本支出为 120 亿至 140 亿美元的情况下，公司预计将实现调整后的正自由现金流。暂停派息、初始 Altera 资本化以及调整后的正自由现金流将显著改善公司 2025 年的流动性，并使公司能够开始有意义地降低杠杆率。

2025 年项目：公司预计运营支出将从 210 亿美元的市场预期降至约 175 亿美元。公司还将把非可变销售成本的支出减少约 10 亿美元。虽然这显然会对毛利率产生积极影响，但公司预计明年的毛利率仍将呈 60% 的 fall-through。

AI PC 是公司的大赢家，Lunar Lake 性能的早期信号也非常积极。因此，公司打算明年大幅提升该产品，以满足市场需求。虽然该产品非常出色，但它原本是一个目标范围较窄的产品，主要使用外部晶圆，而且没有进行成本优化。因此，明年毛利率可能只会略有上升。好消息是后续产品 Panther Lake 采用 18A 内部晶圆，成本结构大为改善。随着 AI PC 的发展势头推动 Panther Lake 的需求，再加上公司新运营模式的改进和资本支出的降低所带来的成本节约，公司将在随后几年中实现毛利率增长。

来自 Mobileye、Altera 和 IMF 的非控股收入以及公司合作伙伴所赚取的 SKIP 部分显示在净收入下面的一行，称为 non-controlling interest。到目前为止，NCI 调整几乎可以忽略不计，但公司预计它将成为一个更有意义的驱动因素，到 2025 年，按 GAAP 准则计算，公司的控股收入份额将减少约 7 亿美元，并随着公司在亚利桑那州和爱尔兰的 SKIP 工厂晶圆产量在后续几年的增加而增加。

总之，市场并未如预期那样复苏，公司显然对自己的业绩并不满意。对此，公司将积极调整 2025 年的支出，以实现与当前市场条件相适应的盈利能力和调整后

的正自由现金流，同时继续投资和执行公司的战略。除这些近期行动，公司还看到利用新运营模式改善财务业绩的重要机会。公司仍然乐观地认为，减少开支、提高运营效率和更具竞争力的产品，将使公司在本十年末实现毛利率 60%和运营利润率 40%的目标模式。

Q&A

Q: 从大局来看，目前公司的挑战是产品问题、市场问题、战略问题还是执行问题？核心问题是否已经被准确诊断出来？因为公司的 CPU 竞争对手在同样的环境下表现得要好得多。如果仅靠成本削减不能解决问题，是否有其他计划？

A: 首先，公司重建计划的第一阶段现在已经顺利展开。18A 的 PDK 1.0、Panther Lake、Clearwater Forest 已经启动，公司在行业的每个细分市场都有了更具竞争力的产品。

随着基础工作的完成，现在公司专注于第二阶段，为公司未来建立一个更具财务可持续性的模式。许多新产品尚未进入市场，公司才刚刚开始具备竞争力，但是公司需要为自己建立一个更可持续的商业模式，使自己具备长期发展的财务实力。

公司正在进行的重建是自四十年前从内存转向微处理器以来英特尔最重要的重建。公司坚定地相信 IDM 2.0 战略，公司正在打造两家世界级的公司。公司今年所做的是为了打造一个世界级的英特尔代工服务以及一个世界级的英特尔产品集团。公司认为这些努力为公司找到许多节省财务成本的机会，公司已经启动了这些积极措施，并相信随着新产品的推出，以及更好的财务状况和更高效的运营，公司将为所有利益相关者创造巨大的长期价值。

Q: 重组行动对公司的研发路线图、长期外部代工机会以及《芯片法案》资金有何影响？公司过去曾提到过外部代工在长期内可带来大约 150 亿美元的价值，重组行动是否会对这些增长目标产生影响？重组行动到底改变了什么？

A: 即使公司采取这些更有效率的措施，公司仍然相信自己的战略会继续维持。《芯片法案》的资助是基于里程碑的投资，公司相信能够顺利执行已经宣布的项目。因此公司对《芯片法案》所设立的模式感到非常满意，并且公司与美国政府的《芯片法案》办公室紧密合作，对这些计划充满信心。

在代工方面，公司在一些领域看到了很多进展，比如先进封装领域，公司实际上在这些机会中看到了相当多的增长和扩展。因此公司谈到的 150 亿美元的 LDV 和到十年末 150 亿美元的收入目标，公司仍然非常有信心这些都是公司要实现的坚实指导方针。随着公司所做的资本调整，公司将像一家世界级的代工厂一样，更加高效地使用公司的资本投资，并更加仔细地审查它们。

现在公司已经投入资本以赶上进度，公司没有多余的产能，没有提前准备的地点和设施，随着这些投资基本完成，公司能够更加专注于未来的资本效率，并将公司的资本支出与市场信号和公司产品的未来以及公司已设立的代工承诺保持一致。

最后，公司的重组行动是基于市场前景来构建的。公司将根据需要适时调整公司的投资，现在公司已经建立了一个有效的模式，使公司能够根据市场条件上下调整投资。因此公司觉得所有战略都在按计划进行，现在公司进入了该战略执行的第二阶段。

Q: 公司似乎正在调整整体开支以应对宏观经济现实和较慢的增长等情况，但这似乎也会影响到公司的结构动态，因此是否有任何关于竞争力、公司结构或长期 1000 亿美元目标的变化？这些调整是否是因为发现之前的目标无法实现，才采取了这些削减措施？能否描述一下这些结构性变化，以及这些变化对财务目标可能产生的影响？

A: 公司在推出新运营模式的同时，公司必须成为一个世界级的代工厂。公司将自己与世界级的代工厂进行基准比较，而这就是英特尔代工厂的目标，这个目标揭示了很多问题，发现许多可以更有效利用资本的方式，每个业务都进行了分析，比如如何进行维护、如何采购化学品、如何运行和定价晶圆和 shuttle lots 等，这些都是“从零开始”。

在产品方面，公司进行了完全相同的分析，一个世界级的 fabless 公司应该是什么样子？公司发现了许多没有充分利用行业 IP 的领域，公司没有有效使用 EDA 供应商，公司进行了太多的迭代验证，因此公司正在采取许多措施，使自己成为一家世界级的 fabless 公司，这些都是重要的结构性步骤。

IDM 1.0 从未为效率而设计，而是为领导力而设计的。随着公司更加注重效率，公司看到了很多机会，我要求各个业务领域—客户端、网络、数据中心—审视各自的产品组合，同样，公司也在审视英特尔代工业务组合，这是公司目前正在进行的工作，并且由于低于预期的季度结果，公司正在加快这些工作，公司将在今年下半年推动这些工作。

公司希望尽快完成重组，以便明年能够更积极地推进产品线。就长期预测而言，公司在根据市场条件调低公司对短期增长速度的预期。但公司的模式是根据市场条件来调整资本需求。公司相信，公司给出的长期指导目标，包括 60:40 的比例、实现公司所描述的代工业务模式、以及公司提到的增长领域，这些都将成为公司业务中更大的一部分。公司认为，从长期来看，这些目标仍然是可以实现的，而且公司在制定的模型中已经朝着这些目标稳步前进，今天的举措将有助于加速公司实现这些目标。

Q: 能否从竞争定位的角度谈谈 2025 年你对 CCG、DCAI 的感觉？尤其是与竞争对手的对比？

A: 在客户端方面，公司对自己的 AI PC 定位非常满意，公司在这一新产品类别中处于领先地位。公司提到的 Lunar Lake，是继 Meteor Lake 之后的下一代产品，性能非常出色。公司在数据中心的 AI 方面取得了早期进展，并且随着明年的到来，这一领域只会进一步增长。大问题是传统 CPU 市场何时会恢复？今年这一市场受到抑制，当然也受到其他地区如中国等的影响，目前这显然是一个疲软的领域，所以公司需要依据情况决定如何发展。

此外，NEX 也在电信领域以外开始复苏，公司的其他业务，如 Altera，也开始复苏。所以公司对明年充满乐观，并且比较关注 Mobileye 的最终表现。关于公司对明年毛利率的预期，考虑到 Lunar Lake 的上升阶段，由于内存和封装以及几乎所有材料都从外部采购，公司在这些领域收到了通胀的影响。但接下来的 Panther Lake，将回到公司自己的工厂。

在明年之后，公司内部工厂的复苏将是一个非常重要的节点，开始承担大量公司不得不转移到外部来源的产能，这将显著改善公司的盈利能力。当然公司已经在

重组业务方面做了很多工作，这些重组将从明年开始产生效果，但在随后的一年中影响会更大。所以对公司而言，无论是中期还是长期，在毛利率和运营利润率方面，不需要大量增长就能发现公司的模式正在发挥作用，如果公司实现了增长，那将使公司的处境更加有利。

Q: 能谈谈 2025 年之后的毛利率趋势吗？公司应该如何看待将 Panther Lake 转移至内部制造带来的增量毛利？不利的产品组合和更具竞争力的定价只是短期现象，还是应该在 2025 年、2026 年也考虑的因素？

A: 对公司而言，2026 年将真正开始转向内部制造大量芯片，因此将更多的晶圆带回内部网络将显著改善成本结构。资本支出的调整在短期内有助于现金流，并且在折旧不再对公司构成阻力时，它们对成本结构的益处将更加显著，这也将对公司有所帮助。

公司已经采取了一些结构性改进措施，今天的这些行动只是其中的一部分，而新的运营模式和未来将要做出的决策将进一步优化公司的商业模式。我认为 2026 年对公司的毛利率来说应该是一个不错的年份，公司会在未来更有把握时再公布具体数字。

从产品组合的角度来看，除了公司向更前沿的晶圆技术过渡之外，组合因素可能不会对公司造成很大影响，因为这些晶圆的利润率明显高于 pre-EUV 节点的晶圆利润率，所以这将是一个对公司有利的因素。在定价方面，这也会对公司有所帮助，因为从晶圆的角度来看，相较于非 EUV 晶圆，公司在 EUV 晶圆上获得了更好的定价。最终，我认为定价将取决于公司是否拥有具有竞争力的工艺，并且在这个工艺上是否运行着具有竞争力的产品，同时满足客户的需求，这在定价动态方面对公司有很大的帮助。公司正朝着这个方向前进，并开始在各个方面取得进展，所以我对未来几年在定价方面取得成果感到乐观。

Panther Lake 已经开始启用，并且表现良好，这款产品将从明年下半年开始逐步增加生产。公司会开始看到一些好处，但这款产品的巨大产量优势主要体现在 2026 年，公司将非常积极地将更多的晶圆引入内部生产，采用更具竞争力的工艺和更具竞争力的产品，同时替代几乎完全外包的 Lunar Lake 产量。公司将用更具竞争力的产品和工艺将芯片生产带回内部，这将是公司明年的主要议题。

Q: 关于运营支出，公司 2025 年全年预算为 175 亿美元，公司预计的期末支出水平是多少？我估计大约为 42.5 亿美元，这个数字符合吗？

A: 鉴于公司采取的一些行动将在明年初开始生效，公司的初期支出会高于最终的支出。相比于 2025 年，公司在 2026 年的支出会有所减少，在今年下半年，我将有更多的时间来微调 2026 年的预算，并为你提供更清晰的预计水平。

Q: 关于服务器产品路线图，Sierra Forest 和 Granite Rapids 将在本季度出货，公司能谈谈这对公司的竞争力有什么影响吗？公司认为自己已经缩小了差距，还是已经成为领导产品？Clearwater Forest 是长期关注的重点，但在此期间公司处于什么位置？

A: Sierra Forest 是一款 E-core 产品，非常高效，但对公司来说是一个新类别，所以公司需要通过它来赢得市场。早期客户反馈非常积极，正如公司所说，他们

看到超过 25% 的 TCO 价值，但它目前还处于推广初期。Granite Rapids 是公司真正的主力产品，是更传统的 Xeon 产品，公司将在本季度开始大规模生产，但正如服务器市场中的所有事情一样，赢回市场份额、赢回客户是一个较长期的过程。尽管目前数据中心的主要精力都集中在 AI 的建设上，Granite Rapids 仍然有许多令人兴奋的表现。

在当前的环境下，大部分投资都集中在 AI 领域。所以公司需要努力赢回市场，但 Granite Rapids 的前景非常乐观，Clearwater Forest 的早期表现非常出色，这是一项真正惊人的技术成就，8A 新设计在一个主要服务器产品的早期阶段就如此出色，确实令人惊叹。新的 Foveros Direct 技术应该为明年带来显著的 TCO 收益。接下来基于 18A 的 P-core 版本虽然还没有进入量产，但设计进展非常顺利。

因此，公司认为产品路线图变得更加具有竞争力，并且公司的市场份额位置相对稳定。纵观全年来看，公司发现 ARM 市场份额在今年下半年有所收敛，而 X86 市场份额则保持稳定。公司相信，随着时间的推移，公司将能够重新争取市场份额。一个积极的迹象是，公司在服务器市场中的 AI 头部节点领域具有明显优势，并且看到许多对 Xeon 作为加速器核心节点的兴趣，包括公司的产品在内。因此，尽管有许多因素需要进一步分析，但公司确实感到公司的市场定位正在稳定并得到加强，而公司的产品路线图也将不断改善。

Q: 我们似乎会在几年内看到总体电力预算的上限，这意味着需要投资传统的服务器生态系统，并可能进行重大更新，公司是否看到任何这方面的迹象，公司现在在企业领域的实力要强于云计算领域，是如何定位的？

A: 确实企业市场对公司更有利，也确实有一些积极周期的早期迹象，但还为时过早。对于云计算市场，也相信会有一个更新周期，因为人工智能战略已经到位，随着我们开始讨论传统云环境、交付环境的 3 倍、4 倍整合率，服务器更新所带来的 TCO 效益将相当可观。

随着公司产品越来越有竞争力，自然也会有一个更新周期，传统 CPU 市场更加有利，我们要讲的是 CPU 加 GPU 的故事，这也是我们要传达的更重要的信息，随着 Gaudi 3 开始推出 CPU 加 GPU 的使用案例，就像在 OPEA 中描述的那样，这也将有助于公司在云计算和企业市场的 CPU 和 GPU 两方面的定位，这就是我们正在制定的战略。

Q: 6 月份的毛利率怎么会比三个月前想象的差这么多？收入基本上是一致的，刚谈到了产品组合，但这似乎只是产品组合中很小的一部分，更多的是围绕 Intel 4 和 Intel 3，能不能解释下为什么会有这么大的影响？

A: 公司不得不对一些与遗留业务相关的资产进行减记，这对我们产生了影响，公司产能利用率也有些下降，这也对我们产生了影响，但是最大的一个问题是转移，公司最初计划在俄勒冈州的工艺技术厂（TD fab）中量产 Meteor Lake 和 Intel 3，甚至是 Intel 4，但公司决定更快地将所有这些转移到爱尔兰，这是一个好的决定，因为它节省了资本支出，不必重复投入资本，并且能够更快地在爱尔兰使 Intel 4 和 Intel 3 工艺成熟。

这样做的缺点是，现在的晶圆价格昂贵，公司将以高得多的晶圆成本，通过系统推动产品的早期量产，这给利润率带来了压力，这种情况会延续到下个季度，公

司下一季度的业绩显然会更好，但产量会更大，利润率会低于公司平均水平，因为虽然公司正在改善晶圆成本，但仍达到高于公司平均水平的地步。

因此，这也将拖累第三季度的利润率，之后将开始变得越来越成熟，成本结构也将得到改善，Meteor Lake 的情况也将得到明显改善。

Q: 鉴于资本支出的削减，能谈谈代工战略吗？在资本支出降低的情况下，公司如何执行计划，一方面，公司一直在谈论将所有这些晶圆带回公司内部，以提高 2026 年的毛利率，但同时也听说有更多的晶圆外包给台积电，甚至是实时外包给台积电，那么，削减资本支出是否意味着一些代工客户可能在结构上决定不再那么投入？公司如何在减少资本支出的情况下仍然执行这一战略？

A: 在最高层面上，代工厂战略不变，公司已经为代工客户建立了产能计划，公司获得承诺订单之前，会谨慎对待在现有厂房和地点上投入多少设备，将仔细审视需要为这些厂房和地点预留多少空间，与设备供应商合作需要多少灵活性，公司还对支持当前市场预测所需的资本投资进行了调整。

所有这些都是调整，现在，公司正在完成这一阶段的激进建设，公司必须赶上的一些东西，比如我们之前没有 EUV 能力，没有足够的能力将晶圆片带回内部，随着这些能力的逐步到位，过去几年我们进行了大量资本投资，现在我们专注于在 2024 年、2025 年和 2026 年如何利用这些投资。

公司对资本利用率采取了更积极的态度，与供应商合作，以提高资本效率，像代工厂一样高效利用资本，英特尔产品将是世界级的代工厂，公司与代工客户在先进封装方面取得早期成功，先进封装所需的资本要求不像晶圆制造那么高，在先进封装方面，客户显然对公司的产能感兴趣，但越来越多的是对我们最先进的封装技术感兴趣，所以这是英特尔代工的入门阶段，而且前景很好，最后英特尔代工的产能将与英特尔产品的需求相匹配，到 2025 年，有很多外部的晶圆片需求，我们将在 2026 年将这些需求带回公司，那时将真正开始看到我们所制定模型的好处，晶圆片回到公司，领先的工艺技术，领先的产品将从 2025 年开始并在 2026 年及以后带来巨大收益。

Q: 在从俄勒冈州转移到爱尔兰工厂的过程中，这是毛利率的阻力，能具体说明现在这个阻力有多大吗？以及在完全装载后，这种阻力在持续基础上会有多大？

A: 公司的毛利率大概下降了 400 个基点，其中一部分是由于收入因素，这 400 个基点中有相当一部分是由于遗留业务的减记、产品组合和利用率不足影响的，这部分不是微不足道的，占了那 400 个基点中的很大一部分，预计在第三季度也是如此，鉴于增长，第三季度 Meteor Lake 的季度环比增长率可能达到 50%。除此之外，这种阻力会逐渐减少，直到实际上不再成为阻力。

随着爱尔兰工厂的生产增加，生产工厂的每片晶圆启动成本将低于像俄勒冈州这样的工艺开发工厂，因此，明年它将成为利好因素。

明年公司将开始提升 Lunar Lake，Lunar Lake 的内存集成在封装中，所以我们基本上需要以一定价格购买内存，然后以零利润率将其包含在我们的价格中，这对毛利率会有一些负面影响。此外，它还有更多的部分是外部采购的，Meteor Lake 开始有帮助，但 Lunar Lake 对英特尔产品的毛利率形成拖累，这就是为什么公司对明年毛利率的展望持谨慎态度，因为我们在英特尔代工方面会有很多改

进，但产品方面会受到影响，主要是因为 Lunar Lake。

随着公司将 Intel 4 和 Intel 3 的产能转移到爱尔兰，这也使我们的工艺开发团队可以更专注于 18A、14A 和 10A 的资本投资，例如，第二台高数值孔径（NA）工具即将进入俄勒冈州的设施，公司在 14A 方面进展顺利，这部分是长期的产能和成本决策，部分是 AI PC 加速，但也是工艺开发节奏的决策，优化我们的工艺开发资源用于下一代技术，这些技术已经进展顺利，并显示出良好的早期迹象。

Q: 曾提到代工业务可能在 2027 年左右实现盈亏平衡，鉴于所有的削减，公司认为代工业务有可能更早实现盈亏平衡吗？

A: 这是公司的目标，在完成这个过程中还有很多工作要做，公司今天采取的步骤是重要的，对正在实施的运营效率有显著影响，但是，2026 年是很多晶圆回到公司手中的一年，很多新的工厂投资上线，新工艺技术投入使用。

所以我认为 2027 年的时间框架仍然是一个不错的选择，但公司所做的每一件事都是为了加快盈利，今天宣布的重大成本和财务焦点，将使公司能够更加专注于英特尔代工业务，明年 10 亿美元的目标是一个大数字，预计许多这些运营改进将在 2026 年继续下去，公司调整后的自由现金流将转正，所以我们所做的一切都与我们的想法一致。

Q: 关于客户端领域，9 月份客户端业务持平或略有下降，公司的主要 x86 竞争对手将增长两位数，或者他们提到超出季节性增长，不管公司现在如何量化季节性增长，系统中可能有很多关于 ARM 进入客户端市场的噪音，能否说明一些详细情况，比如 OEM 的库存如何影响公司 9 月份的指导建议？

A: 公司对客户端业务感到非常满意，特别是在 AI PC 方面的动能，公司也有一个非常健康的生态系统，作为我们占有大部分市场份额的公司，我们非常注重渠道中的销售和售后服务。因此，我们对库存水平的整体看法，市场份额，对第三季度的一些库存销售感到相当满意，第四季度的季节性超出预期。总体而言，尽管我们在 AI PC 方面看到很多热情，但总体市场规模的拓展是低个位数，预计 2025 年进一步扩展。

公司在这个市场的商业部分地位非常强大，公司正在进入企业的刷新周期，类似 vPro 的产品在客户应对 CrowdStrike 蓝屏事件时取得了巨大成功，使用 vPro 的客户能够在一天左右恢复，而不使用 vPro 的客户则需要数周才能恢复，这进一步加强了公司的生态系统。Lunar Lake 和 Panther Lake 只会使公司的市场地位更加强大，本季度到目前为止的所有迹象都非常乐观。

Q: 公司重申了 Foundry 业务的 150 亿美元目标，中期内很多是封装方面的业务，但我想问一下公司在 18A 和早期的 14A 方面接触的客户，最近几个季度他们计划在你们的代工厂推进的项目进展如何？这些客户是否仍然致力于推进这些项目？他们是否在使用 PDK 并可能进行 tape-ins？事情是否在推进？公司是否看到任何加速？是否看到客户有犹豫或观望的情况？

A: 150 亿美元是已承诺的交易的总价值，这是公司现在已经到位的承诺业务。近期的大部分机会都是先进封装，公司在量和技术方面看到了显著的扩展，关于 18A，很多客户一直在等待 PDK，公司上个月发布了 1.0 版 PDK，我们看到

EDA、IP 供应商和终端客户的活动激增。

所以我对未来在这个领域有好的指标感到乐观，但这实际上是许多客户从测试芯片到开始基于我们刚刚发布的 PDK 看生产芯片的起点，客户不愿意公开他们的名字，因为供应基地和代工行业的传统运作方式。总体来看，事情进展顺利，上季度封装方面有显著加速，更多更新即将到来。

总结：公司有决心完成这一大胆的转型，实现我们在工艺和产品方面的关键里程碑，但现在公司必须更多地关注业务的财务可持续性，正在做出艰难的决定，以调整规模，重建一个更加高效、精简、灵活的英特尔，为未来奠定基础，并且公司有信心这将确保我们长期的成功。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。仅对中国境内投资者发布，请自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因收到、阅读相关内容而视为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。