



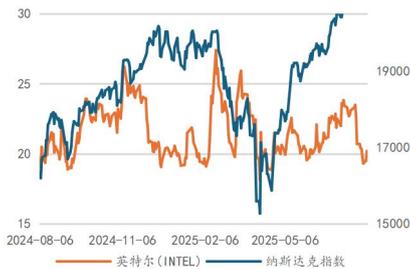
英特尔：营收超市场预期，盈利遇持续挑战

投资评级： 持有

报告日期： 2025-8-15

行业	半导体
收盘价 (美元)	23.86
总市值 (亿美元)	1044
流通市值 (亿美元)	1044
总股本 (亿股)	43.77
PE (2025E)	0.15
PE (TTM)	-5.1

近52周股价走势



作者

华通证券国际

宏观组

研究部

SFC: AAK004

Email: research@watson.com

主要观点：

● 财务表现

英特尔2025年第二季度营收129亿美元，同比持平，环比增1.8%，超出市场预期的119亿美元，但盈利指标全面下滑。其中GAAP净亏损29亿美元，同比扩大81%，创连续六季度亏损；GAAP下每股亏损0.67美元，Non-GAAP下每股亏损0.10美元；本季度毛利率也显著下滑，从去年同期的35.4%降到27.5%。

● 业务发展

对于业务调整，英特尔表现出转变的决心，公司已经完成了大部分人员调整计划，员工总数减少了约15%，并计划在年底将员工数量控制在75,000人左右。同时，英特尔正在优化其全球制造业务布局，决定暂停对于德国和波兰的项目建设，并计划将哥斯达黎加的封装测试业务整合至越南和马来西亚的生产基地。

● 盈利预测

对于第三季度，英特尔预计其营收将在126亿至136亿美元之间，GAAP下每股亏损0.24美元，Non-GAAP下每股收益预计为零。这一预期表明，尽管公司业绩在短期内仍将面临压力，但亏损幅度有望逐渐收窄。

● 风险提示

市场竞争剧烈程度继续增加，英特尔面临着英伟达、AMD等竞争对手的强势挑战，同时处于“带伤转型”期，连续的亏损会消耗投资者的信心，而未来180天内18A客户签约、俄亥俄厂补贴落地、裁员增效成果将成为风险释放或升级的关键观测点。

● 主要财务指标

百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53,101	59,473	68,394	75,233
(+/-)%	-2.08	12.00	15.00	10.00
营业利润	-4,708	1,190	3,420	5,267
(+/-)%	-15287	----	187.39	54.01
归母净利润	-11786	586	2,652	4,392
(+/-)%	-1210	----	352.56	65.61
经营利润率	-8.87%	2.00%	5.00%	7.00%
PE	-4.67	0.15	0.66	1.09

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	43375	39865	45592	47932
现金及等价物	8249	12718	14840	14354
应收账款	3478	3910	4497	4948
存货	12198	12532	13944	15088
其他流动资产	9586	10705	12311	13542
非流动资产	149161	147152	149544	150956
固定资产净值	107919	110919	112919	113919
商誉及无形资产	28384	28384	28384	28384
其他非流动资产	7475	7849	8241	8653
总资产	192485	187017	195136	198888
流动负债	30181	31527	35489	38378
应付账款及票据	12556	12930	14390	15570
其他流动负债	17625	18597	21099	22808
非流动负债	55787	63787	61787	59787
总负债	85968	95314	97276	98165
股东权益	99270	99739	101861	105375
负债及权益合计	192485	187017	195136	198888

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	53101	59473	68394	75233
营业利润	-4708	1190	3420	5267
净利润	-18756	586	2652	4392
盈利能力				
营业利润率	-8.87%	2.00%	5.00%	7.00%
净利润率	-35.32%	0.99%	3.88%	5.84%
回报率分析				
总资产	192485	187017	195136	198888
总资产收益率	-9.74%	0.31%	1.36%	2.21%
净资产	99270	99739	101861	105375
净资产收益率	-18.89%	0.59%	2.60%	4.17%
估值分析				
市盈率	-4.67	0.15	0.66	1.09
市净率	0.88	0.00	0.02	0.05

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53101	59473	68394	75233
营业成本	-35756	-36873	-41036	-44387
营业开支	-22053	-21410	-23938	-25579
营业利润	-4708	1190	3420	5267
利息收入	1245	500	600	700
减: 利息支出	-1034	-1000	-900	-800
非经营损益	0	0	0	0
税前利润	-11210	690	3120	5167
减: 所得税 (15%)	8023	-104	-468	-775
净利润	-18756	586	2652	4392
归母净利润	-18756	586	2652	4392
EPS (美元/股)	-4.33	0.14	0.61	1.01

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8288	12586	15652	18392
净利润	-18756	586	2652	4392
折旧摊销	11379	12000	13000	14000
营运资本变动	1103	-1149	-1000	-1000
投资活动现金流	-18256	-15000	-15000	-15000
资本支出	-23944	-15000	-15000	-15000
其他投资	5688	0	0	0
筹资活动现金流	11138	6,883	1470	-3878
股票回购	-631	-1000	-1000	-1000
债务偿还	-9637	-2000	-2000	-2000
股利支付	-1599	-117	-530	-878
债务新增	22000	10000	5000	0
现金净增加额	1170	4469	2122	-486

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括:

英特尔2025年第二季度营收129亿美元（同比持平，季增长1.8%），超出市场预期的119亿美元。在盈利方面，GAAP下净亏损29亿美元，同比扩大81%，创连续六季度亏损；GAAP下每股亏损0.67美元，Non-GAAP下每股亏损0.10美元；本季度毛利率也显著下滑，从去年同期的35.4%降到27.5%（降幅达到7.9个百分点）。

财务报表分析:

毛利率崩塌

英特尔本季度毛利率为27.5%，较去年同期的35.4%大幅下滑7.9个百分点。按照非通用会计准则计算，毛利率也从去年同期的38.7%降至29.7%。营业利润率方面亏损24.7%，相比去年同期15.3%的亏损进一步恶化。毛利率下跌的主要原因归结于成本失控（12.4%的成本增速远超营收增长），受新晶圆厂（亚利桑那）投产初期低产能利用率的影响，其单位成本飙升；其次成熟制程（14nm）的价格战被AMD/台积电挤压；技术迭代反噬，18A制程研发投入转化为产能需时间，短期内拖累了毛利率。

短期债务激增

2024年第四季度的短期债务为37.29亿美元，2025年第二季度时增长至67.31亿美元，变动了30.02亿美元（涨幅为80.5%）。短期债务的增长是英特尔的主动选择，它以短期债务支撑重组与代工，为了避免长期债务利息进一步侵蚀利润。但其也存在被动承压，连续六个季度的亏损绘制使得信用评级承压，致使英特尔依赖短债来维持流动性。

核心业务板块:

从各业务板块来看，英特尔的客户端计算事业部（CCG）营收为79亿美元，年减3%，但仍高于预期，受惠于返校季与Windows 10停产带动企业更新潮；而数据中心和人工智能事业部（DCAI）则表现出色，营收达到39亿美元，年增4%，持续与AMD竞争，并打入英伟达DGX B300系统的主板合作供应链；晶圆代工业务部（IFS）实现了44亿美元的营收，年增3%，略优于市场预期，营运亏损32亿美元，仍为重大财务黑洞。数据中心和AI业务的增长成为英特尔在激烈市场竞争中的一大亮点。

在技术创新层面，英特尔推出了三款至强6系列处理器新品，其中至强6776P处理器被应用于英伟达最新一代AI加速系统DGX B300中，这一合作彰显了英特尔在AI领域的强大技术实力。英特尔在亚利桑那州工厂成功启动了Intel 18A制程节点的晶圆量产，这标志着公司在先进制程技术方面取得了重要突破

公司治理板块:

大规模裁员与扁平化管理

7月24日，英特尔CEO陈立武在2025年二季报发布之际，通过全员内部信宣布公司正实施大规模裁员。计划在年底前将员工总数从约10.98万人削减至7.5万人，目前员工数量减少约15%。这是英特尔在股价和利润压力下，继前两年多轮裁员后的又一次深度调整。

陈立武在内部信中指出，此次人员缩减涵盖裁员和自然流失。二季度末，裁员计划已初见成效，管理层级也削减了约50%。他强调这些决策是必要且艰难的，旨在简化组织结构、提高执行效率，并把更多资源投入未来增长领域，尤其是AI和晶圆代工。

全球制造网络收缩

英特尔正在着力提升资本效率，目标是将2025年总资本支出控制在180亿美元以内。为此，公司正在优化其全球制造布局以提高资本回报率。具体举措包括：终止推进德国和波兰的项目，并将哥斯达黎加的封装测试业务整合至越南和马来西亚规模更大的生产基地。此外，俄亥俄州工厂的建设进度也将进一步放缓，以确保支出与市场需求同步。

走势分析:

英特尔股价在2-4月还处于震荡下行阶段，反应的是市场对其重组不确定性的担忧（裁员可能达15%或者关停欧洲工厂）；5月份时开始反弹上升，受18A制程提前量产的消息刺激导致技术性反弹；6-7月份股价冲至最高点后回落。对于未来股价的预测，短期内需要关注18A制程下半年的量产和订单情况，长期则取决于英特尔能否重新获取技术话语权。

未来展望与风险:

英特尔首席执行官陈立武表示，公司在提升执行力和效率方面已经取得了初步成果，目前正专注于强化核心产品组合和AI路线图。同时，首席财务官David Zinsner也强调，公司通过降低运营成本、提升资本效率等措施，已经取得了积极成效。

对于即将到来的第三季度，英特尔预计其营收将在126亿至136亿美元之间，GAAP下每股亏损0.24美元，Non-GAAP下每股收益预计为零。这一预期表明，尽管公司业绩在短期内仍将面临压力，但亏损幅度有望逐渐收窄。

与此同时，英特尔会面临的风险也不容小觑。面对AMD、英伟达等强劲竞争对手的挑战，英特尔正处于关键的转型阶段。若18A与14A两项先进制程能顺利导入市场，并在财务纪律的落实下逐步改善体质，将有望在2026年重新夺回技术与市占优势。然而，短期内挑战依旧严峻：晶圆代工事业仍深陷亏损泥淖，毛利率压力未见明显舒缓，PC市场竞争态势持续激烈，加上外部代工订单迟迟未能确立，使得转型成果尚难立即反映在财报表现上。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。

2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。

7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。

8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。