

INTC –P2-B6-update-v95

Generated: 2026-08-18 09:07 Source: Claude Code CLI (ADR-0036) phase=phase2_branch

我需要先加载 WebSearch 和 WebFetch 工具来获取 Intel Q2 2026 最新信息，然后完成这个增量研究报告。

工具加载完毕。开始并行搜索关键增量信息。

已有重要发现。继续并行搜索剩余关键点。

数据充分。任务性质是单一综合输出，不需要 TaskCreate。继续最后一轮补充搜索。

数据收集完成。现在综合输出增量研究报告。

Intel Foundry 盈亏平衡与 IDM 2.0 估值重估—Q2 2026 增量验证 (Round 4, M1 Bearish 分支)

基准锚: 市值 \$547.1B、股价 \$103.49、Forward P/E 50.7x、TTM Revenue \$57.0B **核心结论前置: 上轮 M1 bearish thesis 需实质性修正 (direction_status: revised)**。Q2 2026 多项数据 (Tesla/TeraFab 14A 确认、Microsoft Maia 18A 设计胜出、DCAI 59% YoY 增长且 OPM 扩至 39.5%、Foundry 亏损环比收窄 \$348M、美国政府 10% 股权入股) 对空头论点构成显著弱化，但外部 Foundry 营收年化仅 ~\$1.17B (Q2 \$293M×4) 仍距管理层门槛 \$2-5B 有 2-4 倍差距，且 CapEx 上调至 \$20B 叠加 FCF -\$8.4B 确认了资产负债表压力。上轮“\$180-200B Foundry 期权价值溢价面临重估”的量级需下调至 base case 约-\$40B、bear case 最坏-\$120B。

关键增量发现 (Bullet-First)

F1 —净亏损-\$11.0B 主要为非现金 mark-to-market 损失，运营层面反而是多年最强季度 [FACT] - \$12.529B 衍生品负债损失来自“Escrowed Shares” (美国政府 CHIPS Act Secure Enclave 协议下政府所持股份的公允价值上升，对 Intel 表内为负债) + Mobileye 商誉减值 \$3.9B。- 剔除这些非现金项，运营利润 \$1.796B 为多年首个正季度；毛利润 \$6.509B (+83.8% YoY)。- **对 M1 thesis 影响: 显著弱化**。运营层面的复苏证伪了“核心业务持续恶化拖累 Foundry 投资”的空头次论点。

F2 —Intel Foundry Q2 营收 \$5.8B (+31% YoY, +6% QoQ), 亏损环比收窄 \$348M 至-\$2.1B [FACT] - 管理层归因: Intel 4/3 和 18A 节点良率提升、cycle time 改善、工厂规模扩大带动 wafer 成本下降。- **对 M1 thesis 影响: 弱化**。亏损收窄轨迹与“管理层 2027 年退出 run-rate 盈亏平衡”目标一致。

F3 —外部 Foundry 营收 Q2 \$293M (Q1 \$174M), H1 合计 \$467M; 年化 \$1.17B 仍远低于 \$2-5B 盈亏平衡门槛 [FACT] - Fortinet 为首个公开披露外部客户，采用 Intel 4 成熟节点 (不是 18A/14A 先进节点)。- **对 M1 thesis 影响: 强化**。核心量化前提未变——外部 Foundry 规模距管理层目标仍有 2-4 倍 gap。

F4 —Tesla/TeraFab 确认采用 14A, SpaceX 负责高产能制造，选址德州 Grimes County [FACT, 重大 crystallization 触发] - Musk 在 Tesla Q1 2026 电话会上确认: “We plan to use Intel’s 14A process…By the time TeraFab scales up, 14A will be probably fairly mature or ready for prime time.” - Tesla \$3B R&D pilot line + SpaceX 高产能 fab; 14A production readiness 预计 2027。- **对 M1 thesis 影响: 显著弱化**。上轮 thesis 明确表述“14A 在 2026 H2 至 2027 H1 签署首个付费量产外部大客户”是关键 crystallization 触发器——已发生 (虽 Tesla 属“MOU/公开承诺”而非“签署量产合同”，需持续验证)。

F5 —Microsoft Maia 2/3 (Griffin 代号) 采用 Intel 18A/18A-P 报道 [EST, 主要来源为 TechPowerUp/OC3D 等媒体, Intel 未直接署名] + 电话会承认 — unnamed major cloud provider com-

mitted to 18A production” - 对 M1 thesis 影响：弱化。若 Microsoft 订单坐实，将是外部 18A 收入的第二大客户，进一步压缩 bearish 时间窗。

F6 –DCAI Q2 营收 \$6.3B (+59% YoY), OPM 从 Q2 2025 16.1% 跃升至 39.5%; hyperscaler 需求 +9% server volume + 48% ASP mix-shift 驱动 [FACT] - Intel 3 节点上的 Granite Rapids Xeon 为主要贡献；Clearwater Forest (Xeon 6+, 18A 首个 server 产品) 已发布。- 对 M1 thesis 影响：显著弱化。原 thesis 担忧” DCAI 利润率不能持续支撑 Foundry 现金消耗” ——H2 2026 即使利润率回落至 30-35% 区间，年化 DCAI operating income 仍可覆盖 Foundry 年化 ~\$8B 亏损的约 50%。

F7 –美国政府 10% 股权入股 (\$8.9B grant 转 equity, 当前市值约 \$42B) [FACT, 2026 年最重要资产负债表事件] - Trump administration 将 \$8.9B CHIPS Act grants 转为普通股 (9.9%)，Intel 现最大股东为美国政府；无董事席位或治理权。- 对 M1 thesis 影响：显著弱化。移除了” CHIPS Act 补贴到账延迟” 这一关键流动性风险变量，同时提供政治层面对 Intel 的隐性支持（进一步降低短期违约概率）。

F8 –2026 CapEx 指引从 \$18B 上调至 \$20B, Q2 adjusted FCF -\$8.4B (含 net partner outflow \$12.22B) [FACT] - 长期 + 短期债务合计 ~\$50.5B，现金及投资 \$29.7B。- 对 M1 thesis 影响：部分强化。CapEx 上调 + 持续深度负 FCF 确认了” Foundry 是资本消耗黑洞” 的核心担忧，但需注意 \$12.22B partner outflow 中大部分与美国政府入股交易相关（一次性）。

F9 –Altera IPO 仍未提交 S-1, 时间线 2026-2027 [FACT/EST] - 2025 年 4 月已完成 51% 对 Silver Lake 出售 (\$4.46B, 估值 \$8.75B)；Intel 保留 49%。- Altera CEO Raghiv Hussain 表示 revenue mid-20% 增长、operating income 翻倍以准备上市。- 对 M1 thesis 影响：中性偏弱。Altera IPO 延迟本身对现金流影响有限 (Silver Lake 交易已提供 \$4.46B)，但结构性去杠杆节奏慢于预期。

F10 –竞争格局: TSMC 2nm booked through 2028 (Apple/NVDA/AMD), Samsung 2nm 获 Meta MTIA \$7.3B 订单 [FACT] - TSMC 产能紧张为 Intel Foundry” 策略性备份” 叙事提供支撑；Samsung 侵蚀部分市场 (Meta 订单本可能流向 Intel)。- 对 M1 thesis 影响：混合。TSMC 产能紧张利好 Intel 获外部订单，但 Samsung 同样受益且已拿下 Meta——Intel 并非唯一” 备份” 选项，long-tail 外部客户竞争激烈。

上次结论修正判断

上轮结论：“Intel 当前市值中约 \$180-200B (约 43%) 属于 IDM 2.0 Foundry 期权价值溢价，押注 14A 在 2026 H2 至 2027 H1 签署首个付费量产外部大客户”

判断：需实质性修正 (NOT retired, 但 magnitude 下调、direction 改变)

修正逻辑：- Tesla/TeraFab 14A 确认 (F4) + Microsoft Maia 18A (F5) + DCAI OPM 39.5% (F6) + 美国政府 10% 股权 (F7) 四大证据从根本上弱化” Foundry 期权价值应被大幅重估” 的空头论点。- 但外部 Foundry 规模 (F3 \$293M/季) + CapEx 压力 (F8) + Altera IPO 延迟 (F9) 仍支持部分 bearish 立场。- **上轮” 面临重估-\$180B 到-\$200B” 的判断过于激进。**市场部分定价已在 Q3 2025-Q2 2026 完成 (INTC 从 Q3 2025 低位约 \$18 回升至当前 \$103.49, 市值 \$547B)，进一步下行空间收窄。

分论点存续矩阵： | 上轮分论点 | 存续状态 | 依据 | |---|---| | 14A H2 2026-H1 2027 无付费量产外部大客户 | 证伪 (Tesla) | F4 | | Fortinet 仅 Intel 4 成熟节点、无 18A/14A 大客户 | 部分成立 | F3, F5 | | 外部营收规模距门槛 3-5 倍差距 | 缩至 2-4 倍 | F3 | | DCAI 利润率不可持续支撑 Foundry | 证伪 | F6 | | CHIPS Act 补贴到账延迟风险 | 证伪 (equity 转换) | F7 | | 资产负债表压力 + 持续深度负 FCF | 成立 | F8 | | Altera IPO 延迟压力 | 部分成立 | F9 | | 分析师目标价下调压力 | 分歧 (UBS 下调、Susquehanna 上调) | 分析师共识 |

量化更新：Foundry 盈亏平衡时间线

基线数据 (Q2 2026 实际, [FACT]): - 外部 Foundry 营收: Q2 \$293M, Q1 \$174M; H1 合计 \$467M; 年化 run-rate \$1.17B (Q2×4) - Foundry 亏损收窄轨迹: Q1 2026 -\$2.45B → Q2 2026 -\$2.1B (QoQ 改善 \$348M) - Foundry

总营收 \$5.8B/季 (大部分 internal transfer pricing, 非现金外部收入)

盈亏平衡门槛复算 ([EST], 基于外推): - 假设 Foundry 固定成本基本稳定 (wafer cost + folding CapEx depreciation \$5-6B/季 baseline), 达到季度 breakeven 需要合并营收 \$5-6B 中外部收入贡献显著。- 管理层门槛”外部 low-to-mid single-digit billions” 取 \$3B 年化中值 → 外部季度营收需 \$750M。- 当前 \$293M → 达到 \$750M 需 2.6x 增长。假设外部营收环比 +30% QoQ (激进): Q3 \$381M → Q4 \$495M → 2027Q1 \$644M → 2027Q2 \$837M (首次跨 \$750M) → 2027 年下半年才可能到达”外部营收贡献显著”临界点。- **偏差区间**: 管理层”退出 2027 年 run-rate 盈亏平衡”目标 → 独立估算偏差 **+2 到 +4 季度** (即 2027 年底至 2028 年中更现实), 偏差压缩自上轮的”1-2 年”至”0.5-1 年”。

结论: M1 thesis 关于**时间线**的核心判断部分成立, 但**幅度**判断 (\$180-200B 重估) 需大幅下调至 base case -\$40B、bear case 最坏-\$120B。

资产负债表可持续性评分 (中低压力, 自上轮”中高”下调)

变量	Q2 2026 实际	压力等级	变化
CHIPS Act 资金	转 \$8.9B equity (10% 政府股权, \$42B 市值)	低	显著改善
Altera IPO 进展	无 S-1, 2025 年 Silver Lake 51% 已完成 \$4.46B	中	部分改善
长期债务/信用评级	~\$50.5B 总债务, \$29.7B 现金; 无最新评级动作	中	未恶化但也未改善
自由现金流	Q2 -\$8.4B (含 \$12.22B partner outflow 一次性)	中高	因 CapEx 上调至 \$20B
综合评分		中低	自上轮”中高”下调

三档估值影响与 Mispricing Refinement

§A 估值影响推算

一句话核心判断: M1 bearish thesis magnitude 显著下调, direction 从”strong bearish” revised 为”mild bearish with rising uncertainty”。

三档情景 (vs 当前市值 \$547.1B): - **Bull (+\$40B / +7.3% mcap)**: Tesla/TeraFab 14A 按期 2027 量产 + Microsoft Maia 订单坐实 + Altera 2026 IPO 成功 + DCAI OPM 维持 35%+ → Foundry 期权价值反而被市场进一步定价 upside - **Base (-\$40B / -7.3% mcap)**: 外部营收增长慢于管理层目标 (2027 年底达 ~\$1.5-2B 年化 vs 目标 \$2-5B), Foundry 亏损持续到 2028 年, 需 1-2 次 dilutive capital raise → 温和下修 - **Bear (-\$120B / -21.9% mcap)**: 18A 良率 scale 不到外部客户要求 / Microsoft 订单延迟 / Tesla TeraFab 推迟 / Altera IPO 失败 / 需大规模股权融资稀释 → 相当于 Foundry 期权价值大部分被清零, 但保留 DCAI/CCG 基础业务价值

推导路径: 以当前 \$547B 市值为基准; Bull-Base spread ~\$80B 反映 Foundry 不确定性区间; Base-Bear spread ~\$80B 反映执行风险尾部。相比上轮 \$180-200B 的重估幅度, 本次 magnitude 下调约 50-60%, 反映 Q2 2026 多项 catalysts 已部分定价并弱化空头论点。

Failsafe 未触发: 数据充分 (XBRL 基线 + 电话会 + 8-K + 多方来源)。

§B Mispricing Refinement: M1

- **direction_status**: revised

- **direction_change_reason:** Tesla/TeraFab 14A 公开确认 + Microsoft Maia 18A 设计胜出 + 美国政府 10% 股权入股三大证据从根本上弱化上轮”外部 Foundry 客户缺失”和”资产负债表脆弱”两大核心分论点；但外部营收规模、CapEx 压力仍支持部分 bearish 立场
- **confidence_tier:** medium
- **confidence_reason:** Tesla/Microsoft 订单量化影响仍需 2027-2028 量产数据验证；管理层 breakeven 目标偏差区间仍有 1-2 季度不确定性
- **key_finding:** Foundry pole vault 从”是否有外部大客户”转变为”外部客户能否按时 ramp”——crystallization 触发器已从”客户签约”下移至”18A 良率 scale 到外部要求 + 14A 按 2027 时间线 production ready”

可监控指标清单（下一个 crystallization 触发窗口）

指标	基线值	阈值触发
外部 Foundry 季度营收	\$293M (Q2 2026)	Bull >\$500M; Bear <\$300M 连续 2 季
Foundry 季度运营亏损	-\$2.1B	Bull >-\$1.5B; Bear <-\$2.5B 连续 2 季
DCAI 季度 OPM	39.5%	Bull >35% 持续; Bear <25% 连续 2 季
Adj. FCF 季度	-\$8.4B	Bull >-\$3B; Bear <-\$8B (剔除一次性)
18A/14A 重大客户签约事件	Tesla + rumored Microsoft	Bull: NVIDIA/Apple 公开签约; Bear: Microsoft 撤回

下一次 crystallization 窗口: Q3 2026 earnings (约 2026 年 10 月下旬) + Panther Lake 18A 上市 (预计 2026 年底) + Altera S-1 提交 (预计 2026 H2-2027 H1)

Sources: - Intel posts Q2 loss on \$12,529M derivative hit —10-Q filing - Intel’ s \$13.6B Derivative Loss Masks Operational Recovery —Apriori - Intel Q2 2026 Prepared Remarks (Lip-Bu Tan / CFO) - Intel Foundry Lost \$2.1B in Q2 2026 —FourWeekMBA - Intel Q2 2026: \$16.1B Revenue and \$293M External Foundry Sales —Analysis.org - Intel Foundry Reportedly Secures 18A Order from Microsoft for Maia 3 —TechPowerUp - Musk’s TeraFab to Use Intel 14A Process —BigGo News - Intel and Trump Administration Historic Agreement —Intel Newsroom - Intel Q2 FY 2026: Hyperscaler Demand Drives 59% DCAI Growth —Futurum - Altera IPO Plans Face \$53B Market Test —ts2.tech - TSMC Scales 2nm Capacity as Samsung Wins Broadcom AI Deal —TrendForce - Intel INTC Stock Analyst Ratings & Price Target —CNBC Q2 report