Intel 今天为什么暴跌

一份财报背后的预期、内存风暴与十年旧账

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

一份财报背后的预期、内存风暴与十年旧账

先别急着看 K 线。先想一个场面：一家公司刚刚宣布，上个季度收入涨了 21%，利润翻倍，数据中心业务增速创十五年来新高——然后它的股价在两个小时内跌掉了五分之一。

这不是假设。这是 2026 年 10 月 29 日晚上真实发生在 Intel 身上的事。

「Intel 今天为什么暴跌」——大多数人点开这条新闻，想找的不过是一句答案。但这本书打算做得多一点：把这次暴跌当成一台拆开摆在工作台上的机器，一个零件一个零件地看。看完你会发现，这台机器里没有一颗螺丝是多余的：华尔街的预期游戏、一份要命的季度指引、一场席卷全球的内存涨价、以色列工厂的一声爆炸、之前一年三倍的暴涨、以及 Intel 自己错失的整整十年。

更重要的是方法。读完全书，下次任何一家公司「业绩不错却暴跌」，你都能自己拆：它跌的是过去还是未来？指引里哪一行在流血？股价里事先塞了多少乐观假设？

我们从 10 月 29 日盘后那两个小时开始。

第一章 · 盘后那两个小时

2026 年 10 月 29 日，星期四，美东时间下午四点，纳斯达克收盘钟声响起。Intel 的股票 INTC 以 95 美元左右结束了常规交易——不算好日子，但也没什么异样。

两分钟后，Intel 发布了 2026 财年第三季度财报。接下来的两个小时里，这只股票在盘后交易（收盘之后、第二天开盘之前仍然可以买卖的时段，成交量比白天小得多）里一路下坠，最深时跌去约五分之一，跌破 80 美元。也就是说，近千亿美元的市值，在两个小时内蒸发了。

第二天，10 月 30 日的早报标题是：「Intel 暴跌」。这就是你今天看到的那条新闻。

先看清事实，再谈原因

暴跌本身不稀奇，稀奇的是这份财报的**内容**。我们把数字摆出来：

- 三季度营收 165.1 亿美元，同比增长 21%，**高于**华尔街预期；
- 调整后每股收益 0.52 美元，同比翻倍还多，也**高于**预期；
- 数据中心与 AI 业务收入 73.2 亿美元，同比暴涨 78%——公司 CFO 称这是十五年来最快的数据中心增长。

> 大白话
>
> 大白话：刚交出来的这张成绩单，几乎每一栏都比考官猜的要好。然后考官把卷子撕了。

如果你第一次遇到这种事，反应大概是：市场疯了吗？业绩超预期，股价不该涨吗？这正是这本书要拆的第一个、也是最核心的悖论。但先把当晚的时间线走完。

当晚的时间线

16:00，收盘。此前两周，Intel 已经从 7 月的高点 142 美元附近回落了超过三成，市场神经本来就很紧张。

16:02，财报挂网。上面那些漂亮数字先被读秒级地扫进交易程序，股价甚至短暂地跳了一下。

16:05 前后，交易员读到同一份文件里的另一页：公司对**下一个季度**的预测——营收 150 到 160 亿美元，而分析师们预期的是 171 亿；每股收益预期 0.25 美元，分析师预期的是 0.43 美元。跳水从这里开始。

17:00，财报电话会。CEO 陈立武（Lip-Bu Tan）承认两件事：PC 市场的需求被暴涨的内存价格压垮了，低迷至少持续到 2027 年上半年；公司在以色列的一座工厂两周前发生爆炸，停产将影响两个季度、约 6 亿美元收入。跌势固化。

到当晚盘后交易尾声，跌幅收窄到 15% 上下，但那只是因为有人在捡便宜——方向没有任何争议。

这本书要回答的问题

所以，「Intel 今天为什么暴跌」这个问题的完整版本其实是：

> 一家刚刚交出超预期财报、数据中心业务正以十五年来最快速度增长、一年前还被美国政府和英伟达抢着入股的公司，为什么因为一页「下个季度的预测」就跌掉五分之一？

这个问题拆开后有四层：第一，股价到底在为「过去」还是「未来」定价（第二章）；第二，那页预测里每一项数字背后是什么（第三、四、五章）；第三，为什么偏偏是 20% 这个量级——这跟它此前一年涨了将近两倍有什么关系（第六、七、八章）；第四，这套拆解方法能不能变成你自己的工具，下次任何公司暴跌你都能用（第九、十章）。

我们从最根本的那条规则开始：股市从来不奖励「好消息」，它只奖励「比预期好的消息」。而这一次，Intel 把好消息留在了过去，把坏消息写进了未来。

第二章 · 超预期为什么还会跌

上一章留下了一个悖论：财报明明超预期，股价却暴跌。要解开它，只需要接受一条反直觉的规则——

> 股价反映的从来不是「这家公司好不好」，而是「这家公司比大家原先以为的好还是差」。

股价是一场关于未来的集体下注

先想明白一只股票到底值多少钱。你买 Intel，买的不是它的办公楼和光刻机，你买的是它**未来每一年赚到的钱**里属于你的那一份。所以股价本质上是一个预测：市场上所有人把自己对 Intel 未来十年、二十年盈利的判断，用真金白银投票，加总成今天这个价格。

这里有个关键的推论：既然价格已经是「所有人预期的总和」，那么一个**大家都知道的好消息**，一分钱都不值——它早就被算进价格里了。能让价格动的，只有预期差：现实和预期之间的那个差值。预期 90 分、考了 95 分，涨；预期 90 分、考了 88 分，跌。哪怕 88 分在全班已经很高。

大白话

大白话：股市不奖励「好学生」，只奖励「比想象中更好的学生」。Intel 这份财报的问题在于，它过去一年被当成了天才，天才考 88 分就是事故。

「超预期」到底超了谁的预期

财经新闻里说的「预期」，指的是分析师一致预期：华尔街几十家投行的研究员各自建模型、给数字，数据商把这些数字平均起来，形成一条基准线。Intel 三季度营收 165 亿美元，基准线是 164 亿——超了，但只超了不到 1%。

可问题是，这条基准线管的是**已经过去的三个月**。等财报发布时，三季度早就结束了，那 165 亿已经是既成事实，华尔街的模型里早就估得八九不离十。真正的新信息、真正会改写所有人对未来判断的，是同一页文件里的另一栏：业绩指引（guidance），即公司管理层对**下一个季度**的正式预测。

为什么管理层的一句话比一整个季度的实际数据还重要？因为管理层站在信息的源头：他们手里有还没公开的订单、客户的砍单邮件、工厂的停产通知。当他们说「下个季度我们只能做 150 到 160 亿」，而分析师模型里写的是 171 亿——这不是差 10% 的问题，这是信息优势方亲口告诉你：**你们的模型全错了，未来比你们想的糟**。

利好出尽是利空

老股民有句顺口溜：「利好出尽是利空」。听着像玄学，其实是预期差机制的直接推论。财报发布前，乐观的人早就买完了；财报一出，好消息落地、悬念消失，手里有货的人正好借这个消息卖给后来者。所以经常出现「业绩超预期、股价高开低走」的诡异走势。

Intel 这次更极端：过去三个月的「好消息」落地的同时，未来三个月的「坏消息」当场宣判。两个预期差方向相反、大小悬殊，股价自然头也不回地向下走。

所以，「Intel 今天为什么暴跌」的第一层答案是：**暴跌的定价对象不是三季度，而是四季度。**那这份要命的指引里，每一项数字背后到底藏着什么？下一章我们把它一项一项拆开。

第三章 · 拆开那份指引

第二章说，杀死股价的是那页「下个季度的预测」。这一章我们把它放到解剖台上。Intel 对 2026 年四季度的指引一共三行数字，每一行都比市场预期差一截：

- **营收**：150–160 亿美元，市场预期 171 亿，缺口约 15 亿；
- **调整后每股收益**：0.25 美元，市场预期 0.43 美元，几乎腰斩；
- **毛利率**：38%，比刚公布的三季度的 44.1% 掉了 6 个多百分点。

三行数字，对应三个不同的伤口。我们一个一个看。

第一刀：PC 卖不动了

Intel 的营收有两条腿。一条是数据中心业务（卖给云计算公司的服务器 CPU，就是那些昼夜不停跑 AI 的机房里的「通用计算大脑」），三季度暴增 78%，很健康。另一条是客户端业务——说人话就是卖给你我用的笔记本、台式机里的 CPU，这是 Intel 的老本行，也是最大的现金来源之一。

问题出在第二条腿上：三季度的客户端收入已经同比下滑 5%，而管理层预计四季度会更糟。原因不是大家不需要电脑了，而是**电脑变贵了**——准确地说，是电脑里的内存条涨疯了，整机厂要么涨价把消费者吓跑，要么减产观望。陈立武在电话会上判断：这波 PC 低迷至少要持续到 2027 年上半年。

内存为什么涨疯？那是 AI 热潮甩过来的一只回旋镖，故事很精彩，我们留给第四章。

第二刀：工厂炸了

10 月 14 日，Intel 在以色列基里亚特加特的 Fab 38 工厂发生爆炸，两名工人遇难，产线受损。公司预计这次事故将拖累约 6 亿美元收入，摊在四季度和明年一季度两个季度里。

6 亿听着占 15 亿缺口的一小半，但它的杀伤力不止于数字本身：它提醒了市场一件平时被忘掉的事——Intel 是**自己造芯片**的公司，它的身家拴在几十座物理工厂上，每一座都可能

出事故。为什么一座工厂爆炸能精确地换算成 6 亿美元？晶圆厂这门生意的脆弱与昂贵，是第五章的主题。

第三刀：毛利率的塌方

毛利率是「卖出去的钱减去直接成本，剩下的比例」——卖 100 块钱的芯片，扣掉硅片、电力、封装这些直接花掉的 56 块，剩 44 块，毛利率就是 44%。它衡量的是一门生意的「肥瘦」。

从 44.1% 掉到 38%，看似 6 个百分点，背后却是双重挤压：

- **分子变小**：PC 芯片卖不动，收入下滑；
- **分母变重**：晶圆厂是极端的重资产，一座先进工厂投资两百多亿美元，机器一旦买了，折旧费（把买设备的钱按年摊进成本）**不管你开工不开工都得照付**。产量越低，摊在每颗芯片上的固定成本越高，毛利率就被压得越扁。

> 大白话
>
> 大白话：开工厂像开航空公司——飞机买了，飞不飞都得还贷款。客座率从九成掉到六成，每张机票分摊的成本就暴涨。Intel 四季度就是那家客座率暴跌、还刚坏了一架飞机的航空公司。

为什么是三刀齐下才致命

单独看，每一刀都不致命：PC 低迷是行业性的，爆炸是一次性的，毛利率会随产量回来。但市场看到的是三刀**同时**落下，而且全部落在「未来」那一栏——再叠加一个我们很快就会讲到的背景：这只股票此前一年涨了快两倍，价格里塞满了乐观假设。乐观假设越多，需要被坏消息修正的幅度就越大。

先拆第一刀。内存——这个电脑里最不起眼的零件——是怎么在一年里价格翻倍，把全球 PC 市场拖下水的？

第四章 · 一台电脑的账

上一章说，Intel 四季度指引的第一刀来自 PC 卖不动，而 PC 卖不动的元凶是内存涨价。这一章把这条因果链走完整——它的起点不在 PC 行业，而在几千公里外的 AI 数据中心里。

内存怎么突然成了抢手货

先分清两个零件。你的电脑里，CPU 是大脑，而 DRAM（动态随机存取存储器，就是俗称「内存条」里的芯片）是大脑的草稿纸：程序正在处理的数据都摊在这张纸上，断电就清空。它不起眼、常年便宜，便宜到 PC 厂商报价时把它当耗材。

全球的 DRAM 几乎由三家公司垄断：三星、SK 海力士、美光，合计约 95% 的产能。2025 年起，这三家不约而同地干了同一件事——**把晶圆产能从普通内存挪去给 AI 造一种特殊内存**。

这种特殊内存叫 HBM（高带宽内存）：把多层内存芯片像汉堡一样垂直叠起来，贴着 AI 芯片放，喂数据的速度是普通内存的好几倍。英伟达的 AI 加速卡离开它就跑不动。关键在于：同样一片晶圆，造 HBM 能切出的容量只有普通 DDR5 内存的**四分之一**左右——它吃掉的产能是产出容量的四倍。而 AI 公司对 HBM 的胃口是吞噬级的：2026 年的 HBM 产能提前好几个月就被抢购一空，有报道说英伟达一家就锁定了数千亿美元规模的内存供应。

> 大白话
>
> 大白话：全球只有三家面粉厂。现在它们把磨坊都腾出来做一种利润高得多的蛋糕（HBM），面包（普通内存）自然减产、涨价。做面包机的（PC 厂商）和吃面包的（消费者）只能干瞪眼。

一台电脑的账

结果是一串触目惊心的数字：2026 年一季度，普通 DRAM 的合约价环比暴涨约九成，此后逐季续涨；研究公司 Gartner 预计，到 2026 年底内存加固态硬盘的价格累计上涨约 130%。装机市场里，一条 64GB 内存套装从两百美元涨到了一千美元以上。

现在算一台电脑的账。内存占一台 PC BOM（物料清单，即造一台机器所有零件的成本总和）的比例，从 2025 年的约 16% 蹿到了 2026 年的约 23%——惠普报出来的数字甚至接近 35%。整机厂没有魔法，只能涨价：联想、宏碁、华硕先后警告产品要涨价 15–20%，Gartner 统计 PC 均价整体抬升了约 17%。

然后是最朴素的经济学：涨价，需求就缩。2026 年全球 PC 出货量预计**下滑超过一成**。消费者推迟换机，企业砍采购单，整机厂减少 CPU 订单——链条的末端，就是 Intel 客户端业务连续下滑、四季度指引里那个刺眼的缺口。

回旋镖：AI 一手喂奶，一手捅刀

这条链讲完了，回头看它的形状很有意思：Intel 暴跌的第一大原因，居然和它的最大亮点是**同一件事**——AI 热潮。

AI 公司疯狂建数据中心，需要海量的服务器 CPU 做调度和通用计算，于是 Intel 的数据中心业务暴涨 78%；还是这同一波 AI 建设，抢光了内存产能，掐死了 PC 市场，砍掉了 Intel 的另一条腿。一手喂奶，一手捅刀，奶和刀来自同一个方向。

更麻烦的是时点。建新的内存厂需要两三年，三星、海力士、美光的新产能要到 2027–2028 年才能放量。陈立武的判断很直白：内存紧缺「2028 年之前不会缓解」。这意味着指引里那个 PC 缺口不是一次性的坑，而是一条至少持续到 2027 年上半年的下坡路——这正是市场对它如此不留情的原因。

第一刀拆完。接下来看第二刀：一声爆炸，是怎么精确地换算成 6 亿美元的？

第五章 · 基里亚特加特的一声巨响

2026 年 10 月 14 日，以色列南部小城基里亚特加特，Intel 的 Fab 38 工厂传出一声巨响。救援人员带着危险品处置装备赶到现场——初步判断是一只三氟化氮（NF_3，一种强氧化性气体，晶圆厂里用它清洗沉积设备的腔体）气瓶发生了爆炸。三名工人重伤，其中两人随后不治。

悲剧之外，财经新闻关注的是另一组数字：Intel 预计这次事故拖累约 **6 亿美元**收入，分摊在两个季度里。一起工厂事故，怎么就能在财报上精确折算成 6 亿？要理解这个换算，得先理解晶圆厂是一种什么样的生意。

晶圆厂：全世界最娇贵的流水线

造芯片的地方叫晶圆厂（fab）：把圆盘形的硅片（晶圆）送进上千道工序——沉积、光刻、蚀刻、离子注入——一层一层地「印」出电路，一片晶圆最终切成几百颗芯片。它在三个方面娇贵到近乎荒谬：

一是环境。核心区域的洁净室，空气中尘埃浓度比手术室低几个数量级——一颗肉眼看不见的微粒落在晶圆上，对只有头发丝千分之一粗细的电路线宽来说就是一颗陨石。一次爆炸带来的震动、烟尘、断电、气体泄漏，任何一项都可能污染整条产线上正在加工的晶圆。

二是节奏。一颗芯片从硅片进厂到出厂，要跑两三个月的流水。这意味着任何时刻，产线上都**压着一个季度的在制品**。停产不是按下暂停键——流水线上的晶圆很多会直接报废，重新投料从头来过，损失的不只是停产那几天，而是整条流水线的两三个月。

三是重启。设备不是插电就能复工。精密机台要重新校准、工艺参数要重新验证、试产的晶圆要重新测良率，一环不合格就再来一轮。从「恢复供电」到「恢复出货」，往往以周甚至月计。

大白话

大白话：晶圆厂不像面包房，更像一炉要烧三个月、中途不能开盖的瓷器窑。炸了就是炸了：窑里这批坯全毁，窑本身要修，重新烧一窑又是三个月。6 亿美元 = 报废的在制品 + 空转的折旧 + 赶不上交货的订单。

为什么偏偏这时候不能停

时机让这次事故格外疼。上一章说过，Intel 的数据中心业务正在 15 年来最猛的需求里——服务器 CPU 供不应求，陈立武在电话会上承认「我们没能满足强劲的客户需求」，四季度指引受限的部分原因正是产能跟不上。一座工厂躺进修理厂，等于在供不应求的市场里亲手缩小了自己的货架。

基里亚特加特也不是一座小厂。Intel 在以色列经营了近五十年，这是它在海外最大的制造基地之一，Fab 38 是其中最先进的产线之一，2023 年以色列政府还批准过 Intel 在此 250 亿美元的扩产计划。

更深的一层：这是「自己造芯片」的代价

把镜头拉远，这 6 亿美元其实是一笔结构性的学费。芯片行业有两种活法：无晶圆厂模式（fabless）——AMD、英伟达、高通都是，只设计不制造，把生产外包给台积电；和 Intel 坚持的垂直整合模式（IDM）——自己设计、自己建厂、自己造。

自己造的好处是掌控力；代价是**所有物理世界的风险都记在你自己账上**：爆炸、停电、地震、缺水、地缘冲突——你的对手 AMD 永远不用担心它凌晨三点哪座工厂炸了，因为它根本没有工厂。Intel 却在全球压着几十座。每座工厂都是一张资产负债表上两百多亿美元的固定资产，和一张随时可能兑现的事故彩票。

这一刀讲完了。但到这里，我们只解释了「为什么跌」，还没解释「为什么跌这么狠」——20% 的跌幅，只有放在一个背景下才说得通：暴跌之前的一年，这只股票涨了接近两倍。那是怎么涨上去的？

第六章 · 暴跌之前，它先涨了三倍

要理解为什么一份指引能砸掉 20%，得先看清这根弹簧此前被压得多紧。时间倒回一年：2025 年秋天，Intel 还是华尔街的弃儿——股价在 20 美元上下，市值不及台积电的零头。然后，三件事接连发生。

第一针：美国政府成了大股东

2025 年 8 月 22 日，特朗普政府与 Intel 达成一笔史无前例的交易：把原本要白送给 Intel 的约 89 亿美元《芯片法案》补贴，折成 4.333 亿股股票——每股作价 20.47 美元，占股 9.9%，美国政府一跃成为 Intel 最大单一股东。

这笔钱 Intel 本来就拿得到，变化的只是名目。但市场读到的信号是：**这家公司从此「大而不能倒」**。和平时期政府入股一家民营企业，在美国极其罕见；它等于国家信用给 Intel 的翻身故事做了隐性担保。股价应声而涨。

第二针：英伟达掏出 50 亿美元

9 月 18 日，更戏剧性的一幕：英伟达——那个把 Intel 从芯片王座上掀翻的公司——宣布以每股 23.28 美元向 Intel 投资 50 亿美元，双方合作开发集成英伟达技术的 CPU。当天 Intel 股价暴涨约 26%。

注意一个被欢呼声盖住的细节：这份合作**明确不包括** Intel 的代工业务。英伟达买的是 Intel 的 CPU 设计能力和 x86 生态，不是它的工厂。但市场情绪顾不上脚注——加上软银此前约 20 亿美元的入股，短短几个月里，「美国政府 + 英伟达 + 软银」三张背书把 Intel 从弃儿抬成了「国家队 + AI 概念股」。

第三针：AI 真的在给它送钱

不全是故事。2025–2026 年，AI 应用从训练转向大规模推理（模型每天回答亿万次请求的阶段），数据中心里负责调度、数据库、通用计算的服务器 CPU 需求被真实地带了起来，Intel 的服务器芯片年内多次提价。新 CEO 陈立武 2025 年 3 月上任后大刀阔斧：裁员约

15%、把管理层级砍掉一半。需求和瘦身一起反映在报表上——于是有了我们在第一章看到的、那个数据中心收入 +78% 的三季度。

三针下去，股价从 20 多美元一路爬到 2026 年 7 月的 142 美元，一年涨了约 190%。

涨到 142 美元时，价格里装了什么

这里是理解暴跌的钥匙。用市盈率（P/E，股价 ÷ 每股年利润，通俗讲就是「按现在的赚钱速度，多少年回本」）量一下：即便从 142 美元的高点回落 35% 之后，Intel 的调整后市盈率仍高达约 **84 倍**。作为对照，成熟芯片公司常见的是十几到二十几倍。

84 倍意味着什么？意味着价格里装的早已不是「PC 回暖 + 服务器热销」，而是一整套远期的乐观剧本：代工业务翻盘、18A 工艺追上台积电、AI 芯片份额失而复得……每一个剧本都还没兑现，却都已经被提前付了款。

> 大白话
>
> 大白话：股价像气球。20 美元时里面只有一点氦气（基本面）；涨到 142 美元，里面灌满了氢气（叙事和期待）。三季报那根针扎的不是气球皮，是氢气。

所以 20% 的暴跌，与其说是对四季度指引的定价，不如说是**一次强制减仓：把价格里没兑现的剧本折价处理**。为什么市场对这些剧本如此敏感、如此缺乏耐心？因为 Intel 有前科——整整十年的前科。下一章翻旧账。

第七章 · 失守的十年

上一章说，Intel 股价里灌满了「翻身剧本」，而市场对它的剧本格外没有耐心。这种不信任不是天生的，是十年里一刀一刀割出来的。旧账有很多页，我们只翻最疼的三页——三次技术范式转移，Intel 三次站在路口，三次走错。

第一次走错：手机（2005–2015）

2005 年前后，苹果为第一代 iPhone 找芯片时找过 Intel。时任 CEO 欧德宁拒绝了——他觉得这门生意量小利薄。这个决定在当时的报表上完全合理：PC 处理器一颗卖上百美元，手机芯片利润薄得多。

但手机芯片的胜负手不是利润表，是功耗：手机靠电池活着，而 Intel 的 x86 架构为性能而生、天生费电，ARM 架构为省电而生。等 Intel 回过神来想追，整个移动生态已经在 ARM 的地基上封顶。结果是人类历史上最大的一块计算市场——今天每年十几亿部手机——没有一颗 Intel 芯片。

第二次走错：制造（2015–2022）

Intel 的王座从来不只是设计出来的，是造出来的。它曾长期比对手领先一代制程（芯片电路线宽的代际，数字越小越先进，同一块硅片上能塞的晶体管越多、越省电）。「设计强 + 制造更强」是它碾压 AMD 三十年的双引擎。

2015 年起，这台引擎熄火了：14 纳米之后的 10 纳米工艺一卡就是好几年，良率不过关，产品一再跳票，「两年一代」的节奏彻底崩盘。与此同时，台积电埋头赶路，在 7 纳米、5 纳米上反超。于是出现了不可思议的一幕：老对手 AMD 从 2017 年起把设计交给台积电代工，用 Intel 曾经的方式——制造优势——反过来打 Intel。2020 年，连最忠实的客户苹果也宣布 Mac 弃用 Intel，换上自研的 ARM 芯片。

第三次走错：AI（2016 至今）

第三次最昂贵。AI 的核心算力不是 CPU 这种「什么都会一点的通才」，而是 GPU 这种「把同一件简单的事同时做一万遍的专才」。英伟达早在 2007 年就用 CUDA 平台把自己的 GPU 开放给程序员做通用计算，默默种了十几年生态；等 2012 年深度学习破土、2022 年 ChatGPT 引爆，收割的全是它。

Intel 不是没试过：收购 AI 芯片公司 Nervana、Habana，推出 Gaudi 系列——买来的团队磨合不顺，产品始终不温不火，生态更是无从谈起。2024 年成为这段历史的决算年：股价一年腰斩，11 月被踢出道琼斯工业平均指数——取而代之的，正是英伟达。

旧账如何影响今天

现在回到 2026 年 10 月 29 日的晚上。当一个交易员读到那份糟糕的四季度指引时，他脑子里闪过的不是孤立的一行数字，而是这十年的全部记忆：**这家公司的承诺，兑现率很低。**

这就是为什么同样的指引缺口，发生在别人身上可能跌 8%，发生在 Intel 身上就是 20%。市场给它的不是「一次失误」的折价，而是「又来了」的折价。信用和信用额度一样，是过去行为的函数——Intel 的额度，十年前就刷爆了。

当然，Intel 手里还握着最后一张、也是最大的一张牌：代工。全世界只有它能在美国本土造最先进的芯片，而这个身份正变得越来越值钱。这张牌值多少钱？下一章算这笔账。

第八章 · 代工这个烧钱的赌局

第七章结尾说，Intel 手里最后一张大牌叫「代工」。这张牌既是它估值想象力的来源，也是它现金流出血的伤口——理解它，才能理解市场对 Intel 的矛盾态度：一边给它 84 倍市盈率，一边一言不合就砸盘。

什么是代工，为什么它是豪赌

代工（foundry）就是「替别人造芯片」：英伟达、苹果、AMD 画好图纸，交给工厂生产。这门生意几乎是台积电一家的——它拿走了全球约三分之二的代工市场，最先进的制程份额更高。

代工的商业逻辑残酷而简单：**赢家通吃**。一座先进工厂投资两百多亿美元，设备几年就过时；要回本，必须让产线 24 小时满载。而满载的前提是客户多；客户多的前提是良率（一片晶圆上合格芯片的比例）高、工艺领先；良率和工艺又靠大量生产去喂经验。这是一个正反馈飞轮——台积电的飞轮转了三十多年，已经转成了护城河。新玩家进场，等于在一个转不动的飞轮上先烧十年钱。

Intel 2021 年正式宣布开门代工，赌注下得极大：在亚利桑那、俄亥俄等地规划建设新厂，蓝图以千亿美元计。账面上的代价立竿见影：代工业务 2023 年经营亏损约 70 亿美元，2024 年亏损扩大到 130 多亿美元——一个季度亏掉的钱，比很多芯片公司一年赚的还多。

2026 年的牌面：有进展，没客户

到这次暴跌的时点，牌面是复杂的。好的一面：被寄予厚望的 18A 工艺（约等于 1.8 纳米代际，Intel 翻身的核心技术，首次同时用上新一代晶体管结构和背面供电）已经量产爬坡，自家新一代 PC 芯片 Panther Lake 和服务器芯片都在用它；三季度财报里，代工亏损在收窄。

坏的一面，也是市场真正盯着的：**外部大客户迟迟不落地**。代工这门生意，自家产品喂不饱——自家芯片的需求量撑不起两百亿一座的工厂，必须拉来苹果、英伟达、高通这个量级的客户。但那些公司凭什么把命脉交给一个工艺落后多年、还是自己竞争对手的工厂？信任要

一笔一笔订单地攒。暴跌前一周，市场还传出一个扎心的消息：马斯克的巨型芯片厂项目被曝正与台积电接洽——每一张旁落的大单，都是对 Intel 代工故事的一次证伪。管理层在 10 月刚刚重组了代工部门的领导班子，赌的是下一代 14A 工艺。

大白话

大白话：Intel 代工像一家斥巨资装修的餐厅，菜品的口碑（18A）刚开始回暖，但大厅里坐的还全是自家人。隔壁开了三十年的老字号（台积电）门口排队到街角，连马斯克都去了。

为什么暴跌之夜，代工是隐形主角

这份三季报里，代工其实没有坏消息。但它解释了股价为什么脆弱：84 倍市盈率里，最大的一块「未兑现剧本」就是代工翻盘。当 PC 低迷、工厂爆炸把近期盈利砸出一个坑时，投资者被迫重新掂量：剩下支撑估值的，是一个还要烧很多年钱、客户名单几乎空白的赌局。

还有一个结构性的拧巴。美国政府那 9.9% 的股权附带一份认股权证（一种期权凭证）：如果 Intel 未来把代工业务的持股比例降到 51% 以下——也就是分拆或卖掉代工——政府有权以 20 美元的价格再买 5%。这意味着代工这张牌，Intel 既不能轻易丢，又必须持续输血。赌局是锁定的。

至此，暴跌的四个层次全部拆完：预期机制、指引缺口、三刀伤口、高估值与旧账。最后两章换个视角：把这些零件拼成一套通用工具，以后任何暴跌你都能自己拆。

第九章 · 暴跌的力学

前面八章拆的是 Intel 这一台机器。这一章把零件画成图纸——下次新闻推送「某某公司暴跌」，你不需要等别人解读，自己就能拆。

第一把扳手：分清「过去」和「未来」

拿到任何一份财报，先把它撕成两半：刚结束的这个季度（过去），和对下个季度的指引（未来）。**暴跌的元凶几乎总在未来那一半。**过去那半再好，也只是印证已知；未来那半一旦下修，所有人的盈利模型都得重算。Intel 这次，过去那半超预期，未来那半塌了——教科书式的组合。

第二把扳手：感受「双杀」的乘法

股价可以拆成一个乘法：**股价 = 每股利润 × 市盈率**。利润是「公司赚多少」，市盈率是「市场愿意为这些利润出多少倍的钱」。

坏消息的可怕之处在于它常常同时打两项。Intel 四季度指引把每股利润预期从 0.43 美元砍到 0.25 美元——**分子砍掉了四成多**；与此同时，「代工翻盘 + PC 回暖」的剧本被泼了冷水，市场不愿意再为同样的利润付 84 倍——**分母也在缩**。利润降、估值倍数也降，两个方向相乘而不是相加，这就是老股民说的戴维斯双杀：你以为只是业绩打了八折，股价却打了八折的八折。

大白话

大白话：你有一家店，原本预计明年赚 10 万、别人按 10 倍出价值 100 万。现在你说明年只能赚 6 万，而且人家看你前景变差只肯出 7 倍——你的店瞬间只值 42 万。利润只差了 40%，估值差了 58%。

第三把扳手：称一称「价格里灌了多少气」

同样的坏消息，砸在不同起点的股票上，坑的深度完全不同。判断起点只需要问三个问题：这只股票过去一年涨了多少？市盈率比同行高多少？上涨的理由里，「已经发生的事实」和「还没兑现的剧本」各占几成？

Intel 暴跌前的答案是：一年涨了约 190%，市盈率 84 倍（成熟同行十几到二十几倍），上涨理由里一大半是剧本。灌满气的价格没有缓冲垫——同样一份指引，换成一只趴在地上、15 倍市盈率的股票，可能只是普通跌一天。

第四把扳手：看「信用余额」

管理层的过往兑现率，决定市场对坏消息的放大倍数。一家连续八个季度说到做到的公司下调指引，市场倾向于相信「只是这个季度难」；一家有十年跳票史的公司下调指引，市场直接按「模式重演」定价。同一份指引，信用余额不同，折价率可以差出两三倍。

最后一个零件：为什么总发生在盘后

美股公司偏爱收盘后发财报，这不是体贴，是制度——给市场一整晚消化，避免盘中踩踏。但盘后交易有个特性：**池子浅**。白天动辄几千万股的成交量，盘后可能只有零头，买卖价差拉宽，程序化交易在毫秒级扫完新闻标题就先砸为敬。所以盘后的第一波跌幅几乎总是**过激**的：Intel 那晚最深跌约 20%，后半夜收窄到 15% 上下——多出来的那部分，就是浅池子里的水花，不是基本面的新信息。

这也解释了为什么「暴跌」这个新闻总爱挑晚上来：不是坏消息喜欢加班，而是坏消息碰上了全天最薄的一层流动性。

一张随身携带的清单

四把扳手合起来，就是一个粗算公式：

> **跌幅 ≈ 预期差的大小 × 估值的弹性（起涨越高越脆） × 信用折价（前科越多越狠）**，
> 再叠一层盘后流动性的放大。

套回 Intel：预期差大（指引缺口 10% 以上）× 起点脆弱（190% 涨幅、84 倍市盈率）× 信用透支（十年旧账）× 盘后浅池——每一项都拉满，于是有了 20%。四个变量凑齐三个以上，暴跌就不是意外，是物理。

第十章 · 接下来看什么

最后一章，回答一个读者一定会问的问题：那接下来呢？Intel 会涨回去，还是继续跌？

诚实的答案是：不知道，任何声称知道的人你都应该警惕。短期股价是千万人情绪的合成器，不可预测。但「不可预测」不等于「无法观察」——与其猜涨跌，不如盯住那些真正会改写剧本的变量。这里有五个，按时间顺序排好。

变量一：Fab 38 什么时候复工（未来两个季度）

这是最近、也最容易验证的一个。公司自己挂了账：爆炸拖累约 6 亿美元、摊两个季度。如果修复比预期快，四季度实际业绩就有超指引的空间——别忘了，管理层给指引时天然倾向于保守，尤其是一个有旧账要还的管理层，低预期是它的朋友。如果复工拖延，那就说明洁净室的污染比承认的更重。

变量二：至强的货架什么时候补齐（2027 年）

三季度最亮的数据是数据中心 +78%，而管理层亲口承认「没能满足强劲的客户需求」——这句话的另一半意思是：**需求比报表更好，只是造不出来**。接下来看两件事：供给端，产能爬坡和 Fab 38 复工能多快把货架补齐；需求端，AI 推理带动的服务器 CPU 热潮能不能挺过 2027 年。这是 Intel 当下唯一一条向上涨的曲线，它断不得。

变量三：内存什么时候退烧（2027 底–2028）

第四章那条回旋镖什么时候收回来，看三个信号：DRAM 合约价的环比涨幅何时收窄；三星、海力士、美光 2027–2028 年投产的新厂何时放量；以及 PC 厂商的库存和报价。行业预测的区间是「最早 2027 年底出现拐点，全面缓解要到 2028」。这个变量不直接决定 Intel 的生死，但它决定客户端业务这条腿什么时候能重新落地。

变量四：代工的第一张外部大单（没有时间表）

这是所有变量里赔率最大、也最不确定的一个。盯的不是「18A 进展如何」这种模糊措辞——制程爬坡是自家的事，可控——而是**有没有一家叫得出名字的外部公司，把一款真实的产品交给 Intel 代工**。第一张像样的大单一旦落地，84 倍市盈率里那个最大的「剧本」就开始变成事实；反之，如果 14A 时代（下一代工艺）依然只有自家人下单，餐厅的故事就讲不下去了。

变量五：信用的重建（以「年」为单位）

最慢的一个变量。陈立武的管理层需要用连续几个季度「说到做到」来充值信用余额——哪怕说的是保守的话。信号很具体：指引和实际交付的偏差是否连续收窄。信用这种东西，崩盘只要一个晚上，重建要以年计。

回到最初的问题

「Intel 今天为什么暴跌？」现在可以给出一个完整的回答了：

> 表面上，它死于一份低于预期的四季度指引；指引背后，是 AI 抢走的内存、以色列的一声爆炸和永远填不满的产线；而跌幅之所以是 20%，是因为此前一年 190% 的涨幅把太多未兑现的剧本灌进了价格，而 Intel 过去十年亲手烧光了别人对它的耐心。一句话：**它跌的不是昨天，是被提前预支、又被当场收走的明天。**

这本书写完的此刻，是 2026 年 10 月 30 日。上面那五个变量，此刻都还在演化。这本书不构成任何投资建议——它只想给你一套扳手。下一条「暴跌」推送弹出来的时候，希望你已经不需要等别人告诉你为什么了。