

買進

目標價 (12 個月)

NT\$46.0

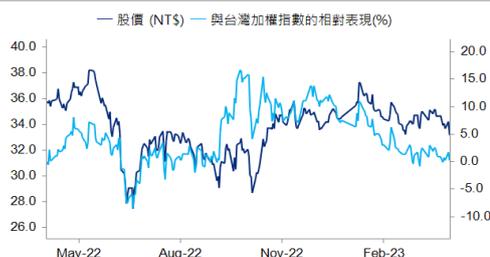
隱含漲/跌幅

38.6%

收盤價(2023/04/25)

NT\$33.2

52 週股價(高/低)：NT\$41.0/28.2



市值	NT\$61,620 百萬元
三個月平均日成交量	NT\$265 百萬元
外資持股比率	18.8%
董監事持股比率	2.8%
股價淨值比(2023F)	1.1 倍

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F
營業收入	50,573	43,487	34,207	40,119
調整後 EPS(元)	7.38	4.85	1.67	3.59
稀釋後 EPS(元)	6.25	4.68	1.61	3.47
本益比(倍)	4.50	7.22	19.88	9.25
股價淨值比(倍)	1.32	1.17	1.10	1.01
ROE(%)	28.85	18.06	5.72	11.42
現金殖利率(%)	5.4%	5.4%	2.8%	6.0%

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

EXPRESS

旺宏 (2337 TT)

Macronix

NOR 復甦相對落後，然我們認為市場已反映

► 事件

旺宏舉行 2023 年第一季度法說會，說明 1Q23 財報與未來營運展望。

► 評論

1Q23 獲利陷入虧損，受存貨跌價損失影響

1Q23 LPS 0.19 元，劣於元大/市場預期之 EPS 0.11/0.26 元。其中營收季減 22%/年減 39%，略優於我們預期，然在 1) 大容量 NOR 比重季減 2 個百分點至 45%；2) 存貨跌價損失 9.2 億元影響(若排除則毛利率為 38%)，毛利率季減 9 個百分點至 25.1%；在研發費用維持高檔下(主要投入於 3D NAND/NOR)，費用率 31.3%，高於本中心/市場預期之 25.8%/22.8%，使本業轉為虧損 4.4 億元。

預期 NOR 庫存修正至年中，然修正底部已現

受傳統淡季與消費性電子需求疲弱影響，1Q23 全產品線需求仍疲弱，其中 1) **NOR (53%)**：營收季減 19%，其中車用業務季減 15% 相對穩健，而管理層認為市況最差已過，因此後續將維持穩定售價策略；2Q23 已有陸續急單出現，其中車用/工控/醫療/航太動能有所回溫，然我們認為 2Q23 中低階 NOR 仍將面臨庫存修正影響，其營收僅將季增 5%，預估在稼動率於 3Q23 回升至 55% 下，營收才將季增雙位數以上；2) **ROM (30%)**：營收季減 22%，低於過往平均 40% 季減幅，優於過往，推測受惠於 4Q22 遞延訂單挹注與任天堂為 5 月新作《薩爾達傳說：王國之淚》進行提前拉貨，管理層指出訂單動能有延續至 2Q23；3) **NAND & FBG (17%)**：庫存調整使相關營收季減 30%，明顯營收回升仍待 2H23。整體而言，管理層認為 2Q23 NOR 市況仍未明顯好轉，符合我們先前認為 NOR 業務「量」的復甦待 2H23 看法，預估 2Q23 營收季增低個位數(1~3%)，但考量到 1) NOR 營收已自 4Q21 連續季減 6 季，管理層亦指出修正最壞時刻已過，預期下半年 NOR 稼動率逐步復甦；2) 根據供應鏈調查，台系同業與兆易創新於 2Q23 NOR 售價與旺宏同樣維持穩定售價，將帶動毛利率逐季上升。

長期車用 NOR 動能穩健，循環底部中長期買點已現

前次 2/14 法說會，管理層提及修正時間較預期延長後，股價迄今下跌 9%，落後於南亞科(2408 TT；買進)/群聯(8299 TT；買進)同期上漲 9%/3%，我們認為已反映 1H23 NOR 需求復甦落後於 DRAM/NAND 情形，且考量 1) 高毛利車用 NOR 業務與歐日系客戶合作多年，受二三線同業影響有限，今年營收將年增雙位數以上，營收比重於 2023/24 年將提高至 15% 以上，有助產品組合改善；2) 目前股價處於 1.2 倍本淨比，處於 2019 年以來循環底部區間，因此儘管預期短期股價仍將呈現弱勢，我們維持對長期股價正面看法，目標價 46 元，係根據 2023~24 年平均每股淨值 29.8 元、1.5 倍本淨比(近四年平均 1.6 倍下緣水準)，維持買進評等。

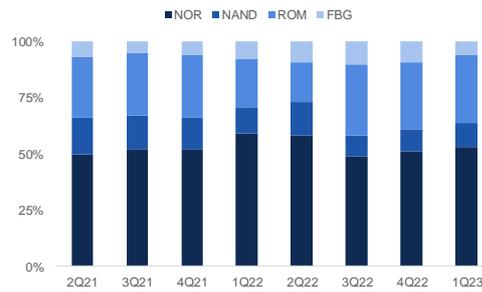
相關圖表

圖 1：1Q23 財報回顧

(百萬元)	1Q22	4Q22	1Q23	季增率	年增率	1Q23		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	11,598	9,078	7,104	-21.7%	-38.7%	6,718	7,655	5.7%	-7.2%
營業毛利	5,604	3,097	1,786	-42.3%	-68.1%	1,878	2,435	-4.9%	-26.6%
營業利益	3,218	754	-439	-	-	144	686	-	-
稅前利益	3,406	657	-388	-	-	220	528	-	-
稅後淨利	2,929	605	-355	-	-	201	482	-	-
調整後 EPS (元)	1.58	0.33	(0.19)	-	-	0.11	0.26	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	48.3%	34.1%	25.1%	-9.0	-23.2	27.9%	31.8%	-2.8	-6.7
營業利益率	27.7%	8.3%	-6.2%	-	-	2.1%	9.0%	-	-
稅後純益率	25.3%	6.7%	-5.0%	-	-	3.0%	6.3%	-	-

資料來源：TEJ、公司資料、元大投顧

圖 2：旺宏營收分布



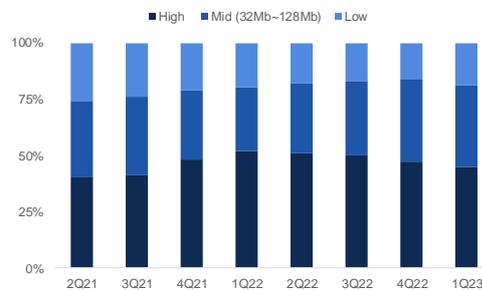
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：NOR 出貨量



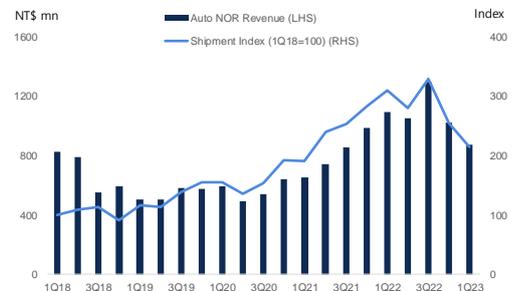
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：NOR 出貨量分布



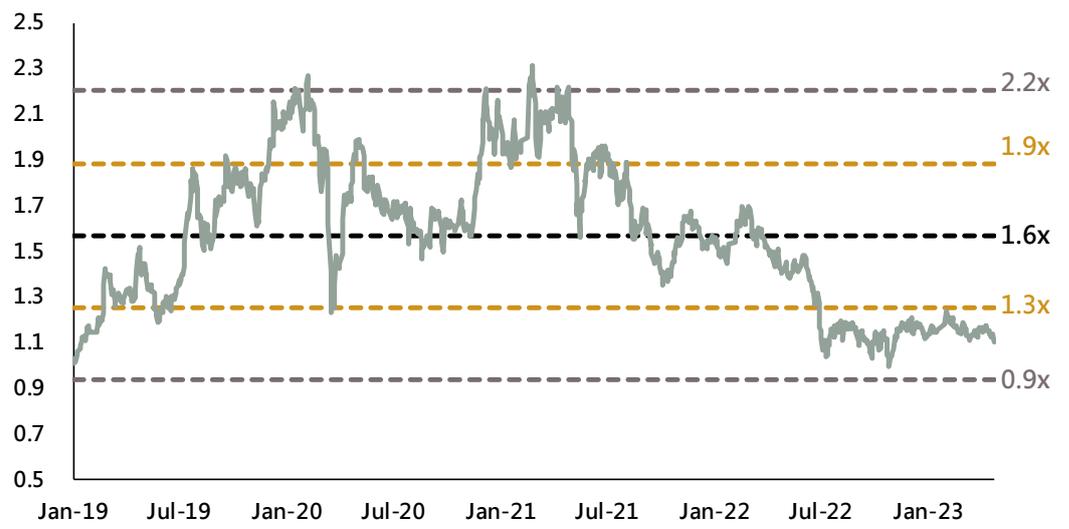
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：車用 NOR 營收與出貨量



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：旺宏本淨比圖



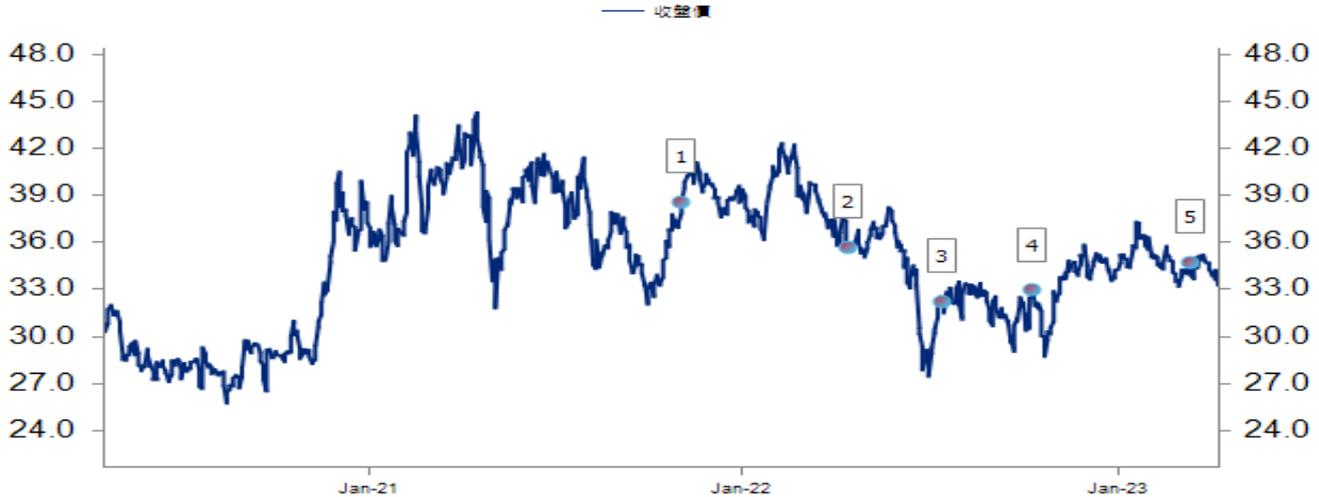
資料來源：TEJ、公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

旺宏 (2337 TT) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20211110	42.10	57.00	53.50	買進	高啟璋
2	20220427	38.25	39.00	36.60	持有-超越同業	孫伯勳
3	20220727	32.85	33.00	33.00	持有-超越同業	孫伯勳
4	20221025	31.60	30.00	30.00	持有-超越同業	孫伯勳
5	20230327	34.70	42.00	42.00	買進	劉誠新

資料來源：CMoney·元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2023 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓