

旺宏 (2337 TT) Macronix

虧轉盈道阻且長

持有-落後同業

目標價 (12 個月) : NT\$27.0

收盤價 (2024/01/30) : NT\$28.9

隱含漲幅 : -6.6%

營收組成 (4Q23)

NOR 59%、NAND 12%、ROM 21%、FBG 8%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	27.0	31.0
2024年營收 (NT\$/十億)	29.9	32.6
2024年EPS	-0.03	0.77

交易資料表

市值	NT\$53,540百萬元
外資持股比例	14.7%
董監持股比例	2.8%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$24.85
負債比	38.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	43,487	27,624	29,963	33,117
營業利益	9,369	-2,407	-61	1,248
稅後純益	8,970	-1,699	-59	1,106
EPS (元)	4.84	-0.92	-0.03	0.60
EPS YoY (%)	-25.0	--	--	--
本益比 (倍)	6.0	--	--	48.3
股價淨值比 (倍)	1.0	1.1	1.2	1.1
ROE (%)	18.1	-3.4	-0.1	2.4
現金殖利率 (%)	6.2%	3.5%	0	0.8%
現金股利 (元)	1.80	1.00	0	0.24

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 獲利持續低於預期，EPS -0.54 元虧損擴大，主因 NOR/ROM 拉貨動能持續下滑且費用率達 33%。

◆ 預估 1H24 在日本客戶/車用供應鏈持續調整庫存之下，營運仍持續呈壓，仍未見明顯 2H24 訂單明顯復甦之跡象。

◆ 維持 2024 年營運僅微幅回溫之預期，下修 EPS 至-0.03 元，並下調目標本淨比至 1.1 倍，將評等調整至「持有-落後同業」。

4Q23 獲利持續低於預期，主因 NOR/ROM 出貨量持續季減

4Q23 EPS 達-0.54 元，低於元大/市場預期-0.2/-0.22 元，其中 1) 營收低於元大/市場預期 19.5%/17.7%，係因 NOR/ROM 拉貨動能持續下滑，其中整體/車用 NOR 營收分別下滑 11%/13%，僅消費性產品季增 17%，顯示整體 NOR 需求仍維持疲弱，而 ROM 位元出貨量指數則季減 52%，2) 此外持續認列庫存與產能閒置損失，毛利率季減 5.1 個百分點至 19.1%；3) 營業費用率 38.9%高於本中心/市場預期之 29.9%/20.3%，營益率季減 10.8 個百分點至-19.8%。

日本客戶/車用供應鏈持續調整庫存，本業轉盈待 2H24

管理層維持對 2024 年保守看法，預期 1Q24 營運將與 2H23 相仿，反映大客戶 (主要貢獻 ROM 業務) 與車用 NOR 客戶庫存調整將至少持續至 1H24。本中心預期 1Q24 營收季增 4%，下修 7%，且考量到 ROM 客戶拉貨進入淡季，高容量產品仍需觀察 2024 年新品需求，營益率預估自-6.7%下調至-17%，EPS 將達-0.5 元。4Q23 旺宏庫存為 134 億元，季持平 (圖 7)，去化進度較本中心預期緩慢，亦反映管理層提及之日本客戶/車用供應鏈持續調整庫存。因此本中心預期 NOR/ROM 業務稼動率回溫最快需待 2H24，我們預期本業獲利由虧轉盈時間點至少需待 2H24。

本業由虧轉盈仍具挑戰，調整評等至「持有-落後同業」

此次下修 2024 年 EPS 至-0.03 元，係因全產品線回溫仍待 2H24，且公司仍將持續投入費用於研發 3D NOR/192 層 NAND 產品，虧轉盈不確定仍高，因此同時下修目標本淨比自 1.2 倍至 1.1 倍 (為近四年本淨比 0.9-2.2 倍之下緣)，並根據 2024 年 BVPS 25 元，下修目標價自 31 元至 27 元 (前次採用 1.2 倍 2024 年 BVPS 25 元)，投資評等調整至「持有-落後同業」。

營運分析

4Q23 獲利低於預期，主因整體需求仍疲弱，ROM 出貨量持續季減

4Q23 旺宏營收季減 20%，低於元大/市場預期 19.5%/17.7%，主因 ROM/車用 NOR 出貨量低於預期，其中：

- NOR：營收季減 11%，整體/車用 NOR 位元出貨量呈現季減低於本中心預期（圖 2、3），其中車用 NOR 客戶之 BB Ratio 雖有改善，不過營收仍因整體車市供應鏈仍在調整庫存而季減 13%，IMA（工規/醫療/航太）與通訊亦分別季持平/季減 9%，電腦相關產品季減 8%，僅消費性產品季增 17%，初步看到訂單回溫之跡象（圖 5），不過整體 NOR 需求仍維持疲弱。
- ROM：營收季減 48%，主因 ROM 出貨量持續季減，3Q23 ROM 位元出貨量指數季減 52%至 94（圖 4）。
- NAND& FBG：營收分別季減 1%/季增 17%。

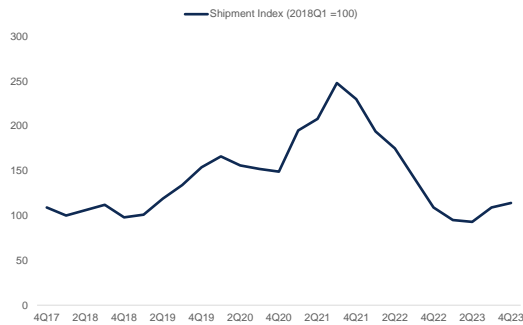
毛利率亦季減 5.1 個百分點至 19.1%，主因持續認列庫存損失 4.3 億元以及閒置產能損失 4 億元，其中產能閒置損失較 3Q23 4.3 億元微幅下滑。營業費用率 38.9%高於本中心/市場預期之 29.9%/20.3%，因此營益率季減 10.8 個百分點至-19.8%，EPS -0.54 元，業外淨收益 20 億元。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23A		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	9,078	7,283	5,808	-20.3%	-36.0%	7,215	7,057	-19.5%	-17.7%
營業毛利	3,097	1,761	1,111	-36.9%	-64.1%	1,721	1,732	-35.4%	-35.9%
營業利益	754	-652	-1,149	-	-	-430	294	-	-
稅前利益	657	-450	-1,129	-	-	-435	-491	-	-
稅後淨利	605	-408	-1,007	-	-	-373	-422	-	-
調整後 EPS (元)	0.33	-0.22	-0.54	-	-	-0.20	-0.22	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	34.1%	24.2%	19.1%	-5.1	-15.0	23.9%	24.5%	-4.8	-5.4
營業利益率	8.3%	-9.0%	-19.8%	-10.8	-28.1	-6.0%	4.2%	-13.8	-24.0
稅後純益率	6.7%	-5.6%	-17.3%	-11.7	-24.0	-5.2%	-6.0%	-12.1	-11.3

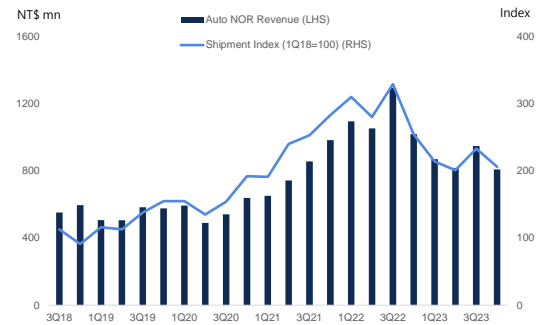
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：NOR Flash 出貨量



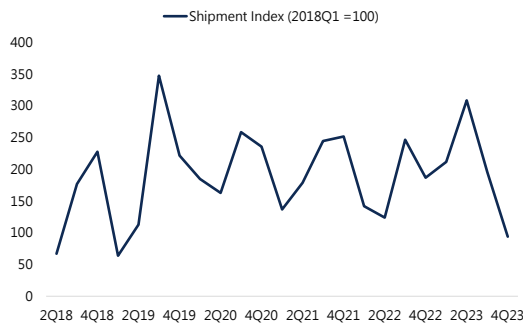
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：車用 NOR Flash 出貨量與營收



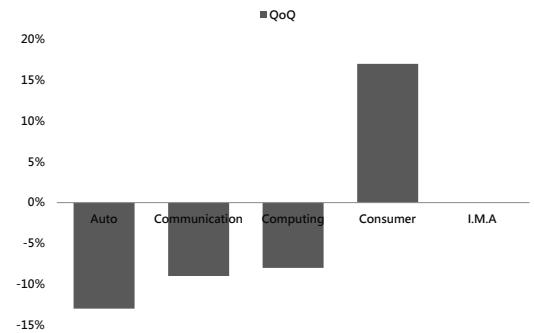
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：ROM 出貨量



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：各應用別 4Q23 營收季增率



資料來源：公司資料、元大投顧

客戶庫存調整較預期緩慢，本業虧轉盈待 2H24

4Q23 旺宏庫存 134 億元，呈現季持平 (圖 7)，反映管理層提及 1) 中國/日本客戶庫存調整較預期緩慢；2) 4Q23 ROM/NOR 業務動能持續下滑，因此預期 1H24 公司都將以消化庫存為主要考量，本中心不僅下修 1Q24 營收 7%，且考量 ROM 客戶拉貨進入淡季，高容量產品仍待明年新品需求，將營益率預估自-6.7%下調至-17%。

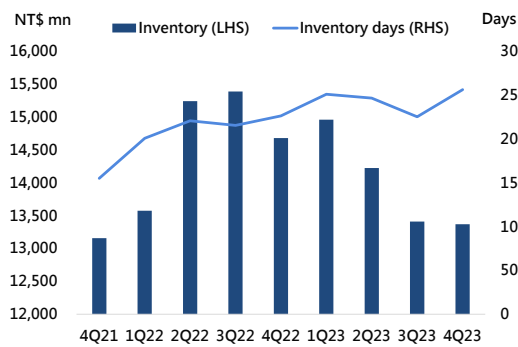
而在主要客戶以及車用供應鏈持續庫存調整之下，管理層預估 2024 年資本支出將與 2023 年 76.8 億元相近，並持續暫緩部分晶圓五廠設備移入與其他產能擴張計畫，因此本中心仍持續保守看待 2024 年 NOR/ROM 業務稼動率回溫之可能性，此外 2024 年公司仍將持續投入費用於研發 3D NOR/192 層 NAND 產品，因此下修 2024 年 EPS 至-0.03 元。

圖 6：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,104	5,808	6,064	4.4%	-14.6%	6,524	6,721	-7.1%	-9.8%
營業毛利	1,786	1,111	1,185	6.7%	-33.6%	1,477	1,614	-19.7%	-26.5%
營業利益	-439	-1,149	-1,028	-	-	-438	-511	-	-
稅前利益	-388	-1,129	-1,030	-	-	-440	-521	-	-
稅後淨利	-355	-1,007	-918	-	-	-377	-447	-	-
調整後 EPS (元)	-0.19	-0.54	-0.50	-	-	-0.20	-0.22	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	25.1%	19.1%	19.5%	0.4	-5.6	22.6%	24.0%	-3.1	-4.5
營業利益率	-6.2%	-19.8%	-17.0%	2.8	-10.8	-6.7%	-7.6%	-10.2	-9.3
稅後純益率	-5.0%	-17.3%	-15.1%	2.2	-10.1	-5.8%	-6.6%	-9.4	-8.5

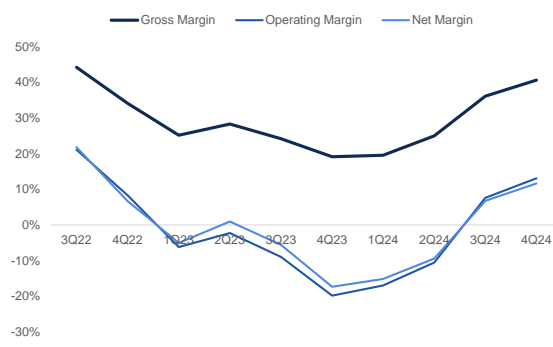
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 7：旺宏庫存與庫存天數



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：獲利率表現



資料來源：公司資料、元大投顧預估

產業概況

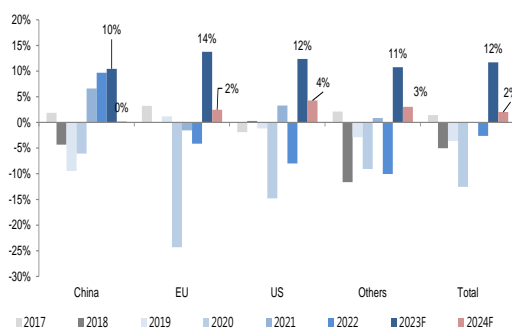
預估 2024 年全球乘用車銷量將年增 2%

展望 2024 年，本中心預估全球乘用車將僅年增 2%。主因受限總體經濟使消費動能下降，而中國儘管仍為汽車銷售主要市場，不過因基期墊高，預估年持平；歐洲通膨陰影仍無法帶動新車註冊量回升至疫情前，預估年增為 2%；美國汽車庫存仍偏歷史相對低的區間，銷量仍有回補庫存驅動力，預估年增為 4%。

車用電子化將帶動車用記憶體需求成長

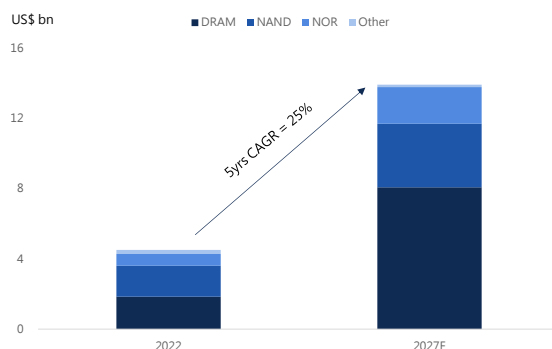
車用電子化趨勢之下，預估 2022-2027 年車用記憶體 CAGR 將達 25%。其中主要成長動能來自 1) 車用娛樂系統如顯示器、連網裝置、運算核心 (CPU/GPU/MCU/ASIC) 的增加將顯著帶動 DRAM/NAND 用量成長，而 2) 車用 ADAS 如光達、超聲波雷達與影像感測器則需要用到 DRAM、高密度 NOR 與 SLC NAND。

圖 9：2017-2024 年全球汽車銷售量年增率變化



資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

圖 10：預估 2022-2027 車用記憶體 CAGR 達 25%

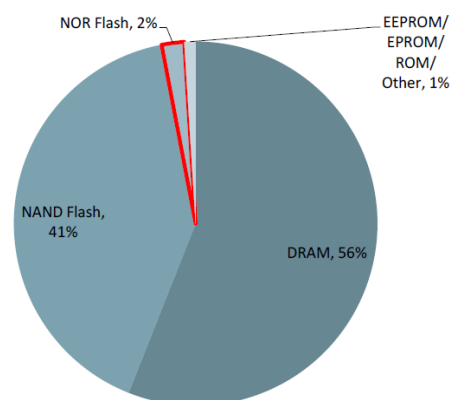


資料來源：Yole、元大投顧預估

車用 NOR 佔整體市場比重將於 2027 年達~25%

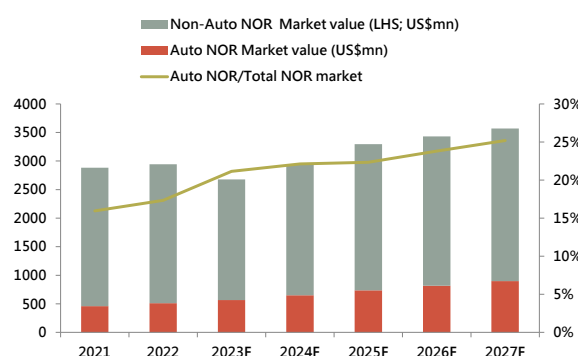
根據 IC Insights 資料，2022 年 NOR Flash 產值達 29.4 億美元，近年佔整體市場規模約 2~3%。本中心估計 NOR Flash 產值從 2006 年的 73 億美元下降至 2016 年約 19 億元，主因功能型手機轉換至智慧型手機後，具有較低單位容量成本之 NAND 逐漸取代 NOR 於此市場地位。然而在 TWS、穿戴式裝置等應用帶動下，本中心估計 2022~27 年 NOR Flash 市場規模將以 1~2% CAGR 成長至 36 億美元，主要成長驅動力來自汽車電子化與自駕化趨勢。

圖 11：NOR 佔整體記憶體產值比重約 2~3%



資料來源：元大投顧

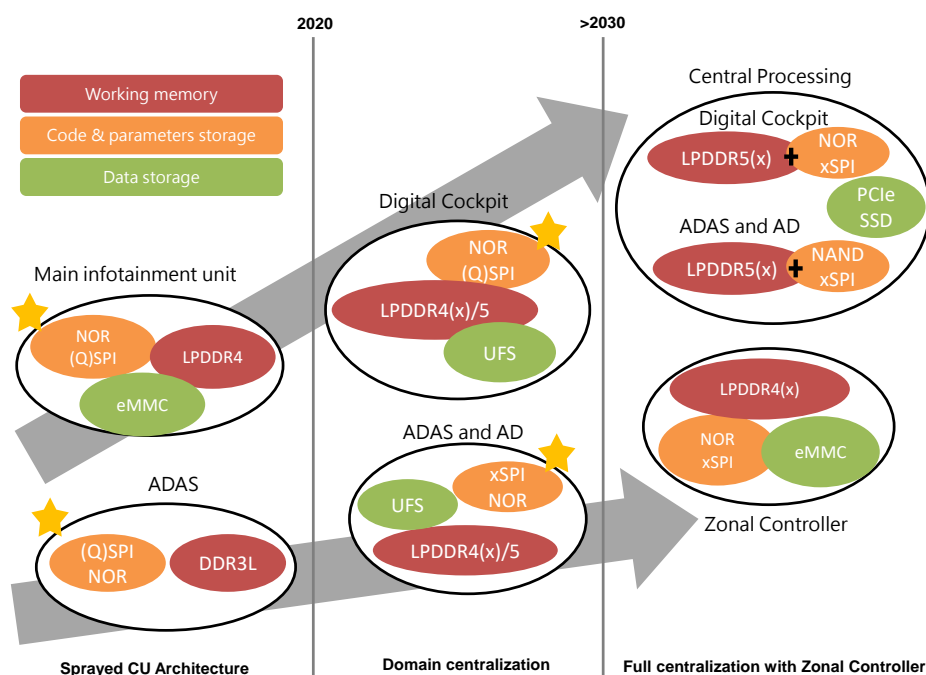
圖 12：車用 NOR Flash 佔整體市場規模將於 2027 年達~25%



資料來源：IC Insights、元大投顧預估

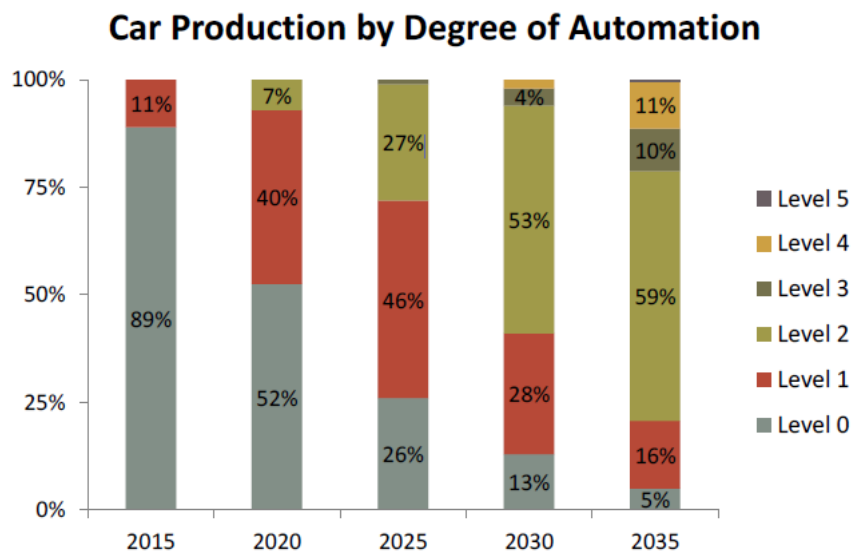
本中心看好車用 NOR Flash 長期成長性，預估車用 NOR 佔整體 NOR 市場比重，將由 2020 年之 17% 提升至 2027 年之 25%，係因 1) NOR Flash 具有快速執行編碼儲存 (Code storage) 及高可靠度特性，與 NAND 執行資料儲存 (Data Storage) 角色有所區隔；2) 車用電子智慧化趨勢 (包含智慧座艙及 ADAS 等) 帶動 L3 以上車型滲透率持續上升，Infineon 預估 2030 年 Level 2 以上滲透率將達 50% 以上。

圖 13：NOR 未來在車用電子仍有 Code storage 功能



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：高階自動駕駛滲透率提升



資料來源：Infineon、元大投顧

獲利調整與股票評價

本業由虧轉盈仍具挑戰，調整評等至「持有-落後同業」

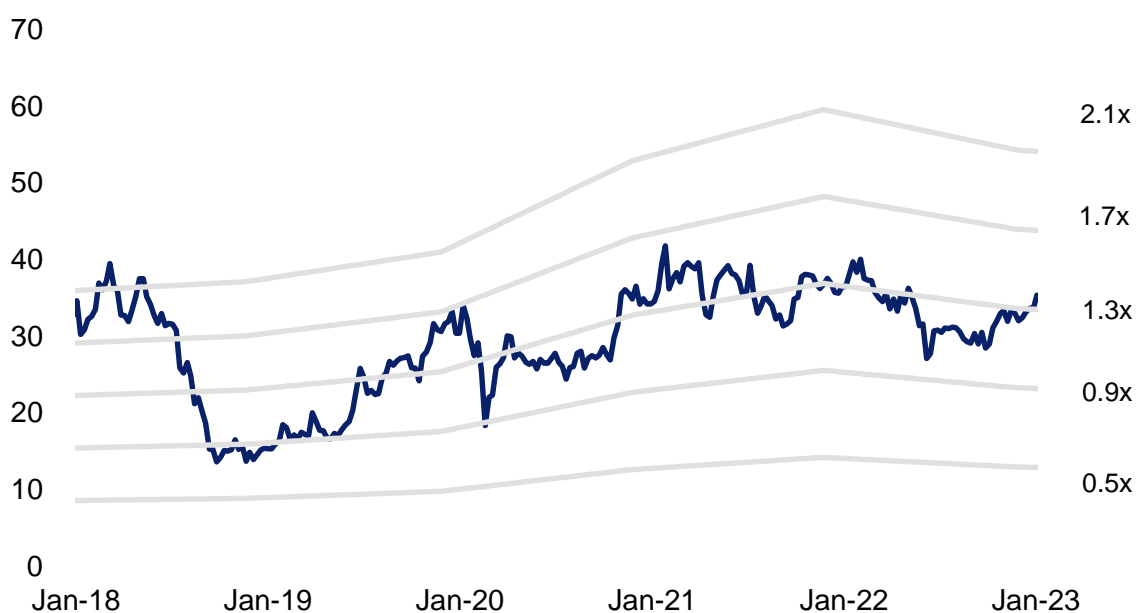
此次下修 2024 年 EPS 至-0.03 元，係因全產品線回溫仍待 2H24，且公司仍將持續投入費用於研發 3D NOR/192 層 NAND 產品，虧轉盈不確定仍高。評價方面，目前公司股價交易於 1.2 倍 2024 年 BVPS，低於國外同業之 1.5 倍，與國內同業相當，考量到全產品線回溫至少須待至 2H24，且公司仍將持續投入費用於研發 3D NOR/192 層 NAND 產品，虧轉盈不確定仍高，因此下修目標本淨比自 1.2 倍至 1.1 倍 (為近四年本淨比 0.9-2.2 倍之下緣)，並根據 2024 年 BVPS 25 元，下修目標價至 27 元，投資評等調整至「持有-落後同業」。

圖 15：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	29,963	32,611	33,117	34,750	-8.1%	-4.7%
營業毛利	9,318	10,353	10,941	11,924	-10.0%	-8.2%
營業利益	-61	1,674	1,248	3,414	-	-63.4%
稅前利益	-66	1,666	1,240	3,397	-	-63.5%
稅後淨利	-59	1,427	1,106	3,575	-	-69.1%
調整後 EPS (元)	-0.03	0.77	0.60	1.93	-	-69.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.1%	31.7%	33.0%	34.3%	-0.6	-1.3
營業利益率	-0.2%	5.1%	3.8%	9.8%	-5.3	-6.0
稅後純益率	-0.2%	4.4%	3.3%	10.3%	-4.6	-7.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 17：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
旺宏	2337 TT	持有-落後 同業	28.9	1,727	(0.92)	(0.03)	0.60	--	--	48.3	--	--	--
國外同業													
Micron	MU US	未評等	89.1	98,513	(4.6)	(0.4)	6.6	--	--	13.5	--	--	--
Samsung	005930 KS	未評等	74400.0	373,372	1652.6	4655.4	6391.9	45.0	16.0	11.6	(79.5)	181.7	37.3
SK Hynix	000660 KS	未評等	137300.0	77,841	(11108.3)	10313.0	18036.7	--	13.3	7.6	--	--	74.9
國外同業平均					(3153.4)	4989.3	8145.1	45.0	14.6	10.9	(79.5)	181.7	56.1
國內同業													
南亞科	2408 TT	買進	69.3	6,841	(2.3)	1.5	4.5	--	47.1	15.4	--	--	206.8
華邦電	2344 TT	未評等	27.4	3,716	0	1.5	3.1	--	17.8	8.7	--	--	104.0
國內同業平均					(1.1)	1.5	3.8	--	32.5	12.0	--	--	155.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
旺宏	2337 TT	持有-落後 同業	28.9	1,727	(3.4)	(0.1)	2.4	25.89	24.85	25.46	1.1	1.2	1.1
國外同業													
Micron	MU US	未評等	89.1	98,513	(8.9)	(2.5)	14.1	40.3	38.9	43.8	2.2	2.3	2.0
Samsung	005930 KS	未評等	74400.0	373,372	3.2	8.5	11.1	52393.1	55868.7	60568.1	1.4	1.3	1.2
SK Hynix	000660 KS	未評等	137300.0	77,841	(13.5)	11.8	17.5	76683.8	85781.8	99856.9	1.8	1.6	1.4
國外同業平均					(6.4)	5.9	14.3	43039.1	47229.8	53489.6	1.8	1.7	1.5
國內同業													
南亞科	2408 TT	買進	69.3	6,841	(4.0)	2.7	7.8	54.7	56.2	59.8	1.3	1.2	1.2
華邦電	2344 TT	未評等	27.4	3,716	2.9	8.8	12.1	22.9	24.6	28.8	1.2	1.1	1.0
國內同業平均					(0.6)	5.7	9.9	38.8	40.4	44.3	1.2	1.2	1.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	7,104	7,429	7,283	5,808	6,064	6,367	8,357	9,175	27,624	29,963
銷貨成本	(5,318)	(5,326)	(5,522)	(4,697)	(4,878)	(4,778)	(5,439)	(5,550)	(20,863)	(20,645)
營業毛利	1,786	2,103	1,761	1,111	1,185	1,589	2,918	3,624	6,761	9,318
營業費用	(2,225)	(2,269)	(2,414)	(2,260)	(2,213)	(2,260)	(2,382)	(2,523)	(9,168)	(9,378)
營業利益	(439)	(166)	(652)	(1,149)	(1,028)	(671)	536	1,101	(2,407)	(61)
業外利益	51	249	202	20	(2)	1	0	(2)	523	(5)
稅前純益	(388)	83	(450)	(1,129)	(1,030)	(670)	536	1,099	(1,884)	(66)
所得稅費用	33	(12)	43	122	111	72	(58)	(119)	185	7
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	(355)	71	(408)	(1,007)	(918)	(598)	478	980	(1,699)	(59)
調整後每股盈餘(NT\$)	(0.19)	0.04	(0.22)	(0.54)	(0.50)	(0.32)	0.26	0.53	(0.92)	(0.03)
調整後加權平均股數(百萬股)	1,854	1,854	1,854	1,854	1,854	1,854	1,854	1,854	1,854	1,854
重要比率										
營業毛利率	25.1%	28.3%	24.2%	19.1%	19.6%	25.0%	34.9%	39.5%	24.5%	31.1%
營業利益率	-6.2%	-2.2%	-9.0%	-19.8%	-17.0%	-10.5%	6.4%	12.0%	-8.7%	-0.2%
稅前純益率	-5.5%	1.1%	-6.2%	-19.4%	-17.0%	-10.5%	6.4%	12.0%	-6.8%	-0.2%
稅後純益率	-5.0%	1.0%	-5.6%	-17.3%	-15.1%	-9.4%	5.7%	10.7%	-6.2%	-0.2%
有效所得稅率	--	14.4%	--	--	--	--	10.8%	10.8%	9.8%	10.6%
季增率(%)										
營業收入	-21.8%	4.6%	-2.0%	-20.3%	4.4%	5.0%	31.3%	9.8%		
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	105.4%		
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	105.0%		
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	105.1%		
年增率(%)										
營業收入	-38.8%	-34.5%	-36.5%	-36.0%	-14.6%	-14.3%	14.7%	58.0%	-36.5%	8.5%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	--	-97.6%	--	--	--	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	--	-97.6%	--	--	--	--	--	--	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

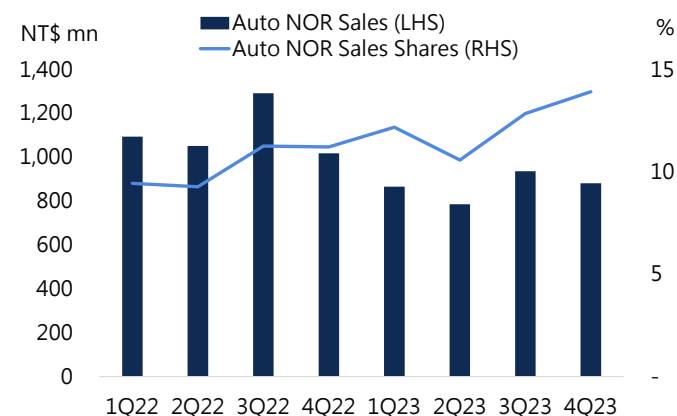
旺宏設立於 1989 年 12 月 9 日，其主要產品為 ROM 唯讀記憶體、NOR Flash 以及 NAND Flash。終端應用領域包含消費、通訊、電腦、工業、汽車電子、網通等。旺宏客戶包含任天堂、NXP、瑞薩、AMD、Nvidia 等國際大廠，目前擁有兩座晶圓廠，一座為 12 吋晶圓廠(晶圓五廠)，另一座 8 吋晶圓廠(晶圓二廠)，皆位於新竹科學園區，新技術研發與產能擴張多位於晶圓五廠。未來產品策略主要往車用、工業與航太等應用發展。2021 年中國營收佔比約 19%。

圖 20：前十大股東

Name	Holding %
FUH-HWA Investment Trust	5.42
Vanguard Group	3.82
Shen Hsueh Jung	3.01
Dimensional Fund Advisors	1.86
Norges Bank	1.86
Cathay Life Insurance	1.66
New Labor Pension Fund	1.49
Rebeco Scheiz	1.32
Mercuries Life Insurance Co. Ltd	1.29
BlackRock Inc	1.26

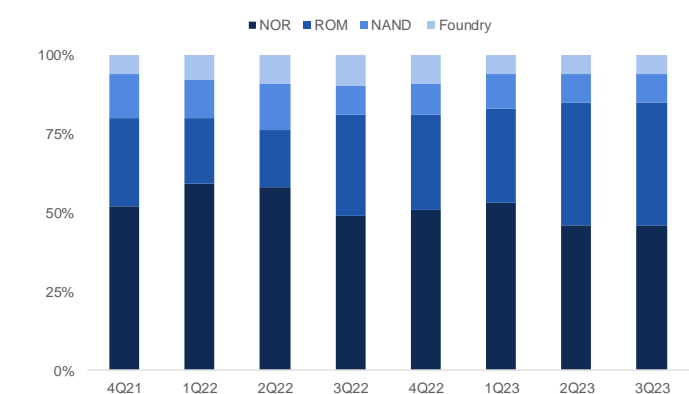
資料來源：Bloomberg

圖 21：車用 NOR 營收趨勢與比重



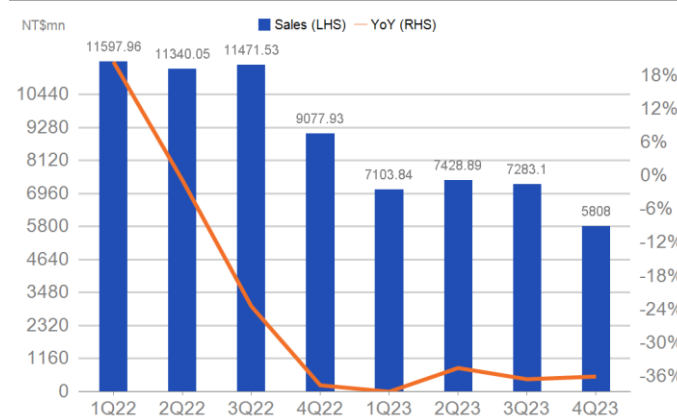
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：營收組成



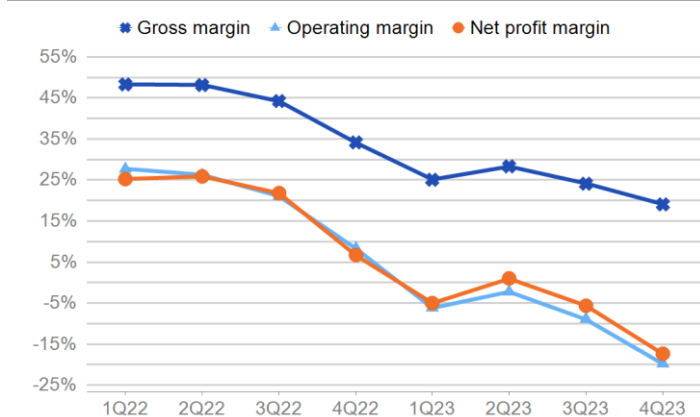
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



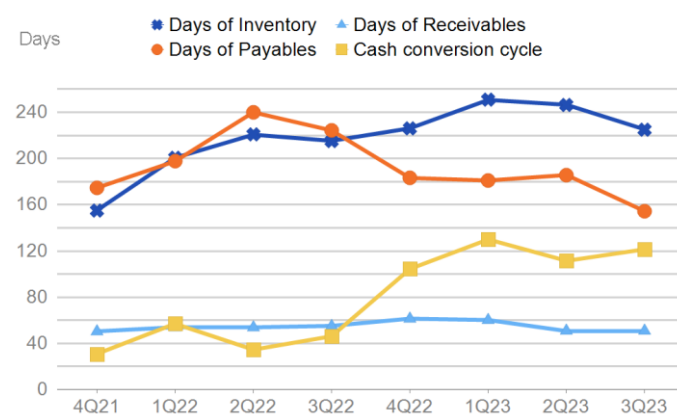
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



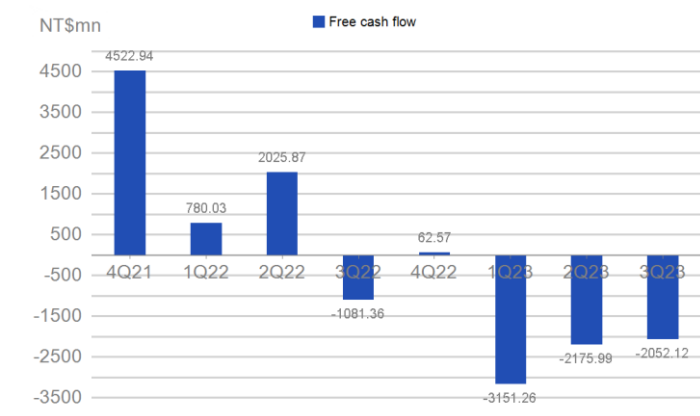
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 旺宏整體的 ESG 風險評級屬於高等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在略為落後的位置，但在半導體設計與製造的公司中排名略為領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 旺宏的整體曝險屬於中等水準，並較遜於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含原材料使用的效率、商業道德以及人力資源等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 旺宏在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。主因公司在 2014 年即開始發布企業社會責任報告書，資訊揭露上實屬透明，包括製程水、廢棄物等，並透過部分計畫來管控 ESG 議題的曝險，然公司未有明確 ESG 政策目標。

圖 27：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	31.5
在 ESG 議題上的曝險 (A)	51.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	41.6
風險評級	高 
同業排行(1~100，1 為最佳)	44

資料來源：Sustainalytics (2024/1/30)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

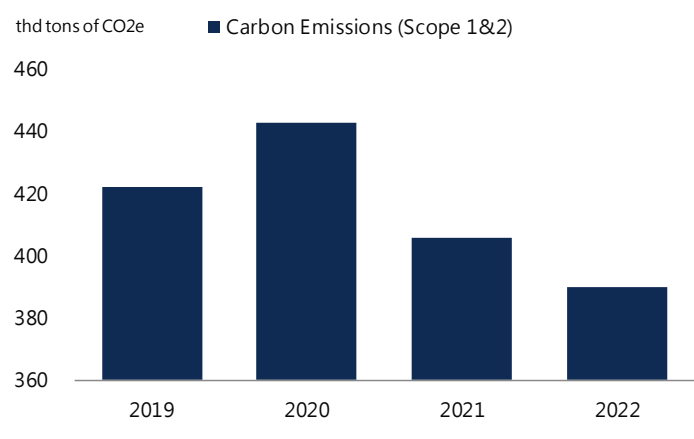
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

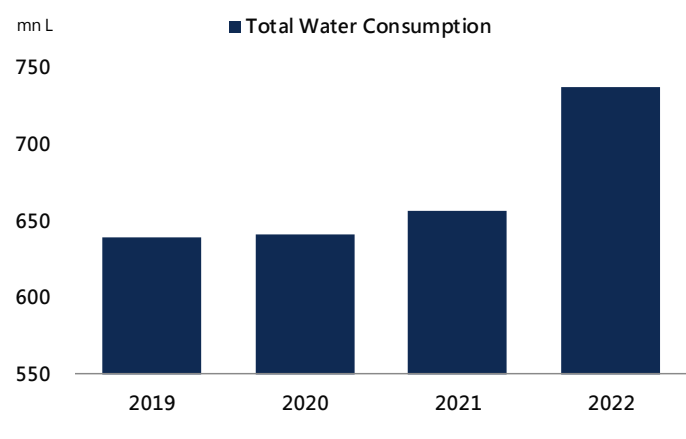
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 28：碳排放



資料來源：公司資料、Reuters

圖 29：水資源使用



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	18,565	19,764	12,613	8,427	8,282
存貨	13,156	14,680	13,369	11,101	9,664
應收帳款及票據	6,652	4,749	2,904	4,587	4,462
其他流動資產	558	517	615	615	615
流動資產	38,932	39,710	29,502	24,730	23,023
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	32,218	37,982	39,309	42,771	45,843
無形資產	97	126	126	126	126
其他非流動資產	5,461	6,075	9,257	9,174	9,090
非流動資產	37,776	44,183	48,692	52,070	55,059
資產總額	76,708	83,893	78,194	76,801	78,082
應付帳款及票據	7,913	5,328	2,870	3,392	3,544
短期借款	0	0	2,257	2,257	2,257
什項負債	9,948	11,326	4,491	4,491	4,491
流動負債	17,861	16,653	9,618	10,140	10,292
長期借款	9,250	11,970	17,858	17,858	17,858
其他負債及準備	2,872	2,659	2,725	2,725	2,725
長期負債	12,122	14,629	20,583	20,583	20,583
負債總額	29,983	31,282	30,202	30,723	30,875
股本	18,560	18,558	18,558	18,558	18,558
資本公積	399	403	403	403	403
保留盈餘	27,095	32,807	27,767	25,852	25,852
什項權益	671	841	841	841	841
歸屬母公司之權益	46,725	52,610	47,569	45,655	45,655
非控制權益	1	1	0	0	0
股東權益總額	46,725	52,610	47,992	46,078	47,207

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	11,963	8,970	(1,699)	(59)	1,106
折舊及攤提	4,284	4,539	4,216	4,372	4,612
本期營運資金變動	(1,975)	(680)	698	1,106	1,714
其他營業資產 及負債變動	1,845	(1,173)	0	0	0
營運活動之現金流量	16,116	11,656	3,215	5,419	7,432
資本支出	(4,706)	(9,869)	(7,624)	(7,750)	(7,600)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	2,083	(470)	0	0	0
投資活動之現金流量	(2,623)	(10,339)	(7,624)	(7,750)	(7,600)
股本變動	(2)	(1)	0	0	0
本期負債變動	(3,747)	3,368	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,227)	(3,337)	(3,341)	(1,856)	23
其他調整數	(285)	(97)	0	0	0
融資活動之現金流量	(6,262)	(68)	(3,341)	(1,856)	23
匯率影響數	(545)	(50)	0	0	0
本期產生現金流量	6,686	1,199	(2,240)	(4,187)	(145)
自由現金流量	11,410	1,787	(4,409)	(2,331)	(168)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	50,573	43,487	27,624	29,963	33,117
銷貨成本	(29,523)	(24,250)	(20,863)	(20,645)	(22,176)
營業毛利	21,050	19,238	6,761	9,318	10,941
營業費用	(9,986)	(9,869)	(9,168)	(9,378)	(9,693)
推銷費用	(1,789)	(1,794)	(1,663)	(1,922)	(1,987)
研究費用	(5,616)	(5,913)	(5,813)	(5,684)	(6,006)
管理費用	(2,581)	(2,162)	(1,691)	(1,772)	(1,700)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	11,064	9,369	(2,407)	(61)	1,248
利息收入	26	129	241	233	229
利息費用	(239)	(236)	(244)	(237)	(237)
利息收入淨額	(214)	(107)	(3)	(5)	(8)
投資利益(損失)淨額	0	0	178	0	0
匯兌損益	(165)	700	183	0	0
其他業外收入(支出)淨額	2,642	330	139	0	0
稅前純益	13,328	10,292	(1,884)	(66)	1,240
所得稅費用	(1,365)	(1,323)	185	7	(134)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	11,963	8,970	(1,699)	(59)	1,106
稅前息前折舊攤銷前淨利	17,848	15,041	1,809	4,311	5,860
調整後每股盈餘 (NT\$)	6.45	4.84	(0.92)	(0.03)	0.60

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	27.1	(14.0)	(36.5)	8.5	10.5
營業利益	88.6	(15.3)	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	81.5	(15.7)	(88.0)	138.3	35.9
稅後純益	124.6	(25.0)	--	--	--
調整後每股盈餘	124.6	(25.0)	--	--	--
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	41.6	44.2	24.5	31.1	33.0
營業利益率	21.9	21.5	(8.7)	(0.2)	3.8
稅前息前淨利率	25.9	23.1	(8.7)	(0.2)	3.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	35.3	34.6	6.6	14.4	17.7
稅前純益率	26.4	23.7	(6.8)	(0.2)	3.8
稅後純益率	23.7	20.6	(6.2)	(0.2)	3.3
資產報酬率	16.8	11.2	(2.1)	(0.1)	1.4
股東權益報酬率	28.9	18.1	(3.4)	(0.1)	2.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	64.2	59.5	62.9	66.7	65.4
淨負債權益比(%)	(19.9)	(14.8)	15.6	25.4	25.1
利息保障倍數 (倍)	56.7	44.5	(9.9)	(0.3)	5.3
流動比率 (%)	218.0	238.5	306.7	243.9	223.7
速動比率 (%)	144.3	150.3	161.3	128.4	123.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(9,315)	(7,794)	7,502	11,689	11,834
調整後每股淨值 (NT\$)	25.17	28.35	25.89	24.85	25.46
評價指標 (倍)					
本益比	4.5	6.0	--	--	48.3
股價自由現金流量比	4.7	29.9	--	--	--
股價淨值比	1.2	1.0	1.1	1.2	1.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.0	3.6	29.6	12.4	9.1
股價營收比	1.1	1.2	1.9	1.8	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

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

— 收盤價



#	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	50.74	買進	高啟璋
2	20220427	38.00	39.00	34.72	持有-超越同業	孫伯勳
3	20220727	31.55	33.00	31.30	持有-超越同業	孫伯勳
4	20221025	31.60	30.00	28.45	持有-超越同業	孫伯勳
5	20230331	34.70	42.00	39.83	買進	劉誠新
6	20230425	33.20	46.00	43.63	買進	劉誠新
7	20230615	33.60	46.00	43.63	買進	劉誠新
8	20230726	31.00	46.00	46.00	買進	劉誠新
9	20230925	33.30	42.00	42.00	買進	劉誠新
10	20231025	32.40	31.00	31.00	持有-超越同業	劉誠新

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；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

© 2024 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、轉寄或揭露。

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

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.