

## 旺宏 (2337 TT) Macronix

雖 2H24 迎來回溫，惟訂單延續性仍待觀察

持有-落後同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$30.0

收盤價 (2024/07/30) : NT\$26.8  
隱含漲幅 : 11.9%

## 營收組成 (2Q24)

NOR 63%、NAND 14%、ROM 14%、FBG 9%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	30.0	27.0
2024年營收 (NT\$/十億)	28.8	30.0
2024年EPS	-0.4	0

## 交易資料表

市值	NT\$49,640百萬元
外資持股比例	15.9%
董監持股比例	2.8%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$25.94
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	43,487	27,624	28,788	32,831
營業利益	9,369	-2,407	-1,019	996
稅後純益	8,970	-1,700	-932	852
EPS (元)	4.84	-0.92	-0.38	0.46
EPS YoY (%)	-25.0	--	--	--
本益比 (倍)	5.5	--	--	58.2
股價淨值比 (倍)	0.9	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	18.1	-3.4	-1.9	1.7
現金殖利率 (%)	6.7%	1.9%	(1.1%)	1.4%
現金股利 (元)	1.80	0.50	-0.30	0.37

## 劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

## 徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

- 2Q24 本業虧損收斂，主因 NOR/NAND 出貨量回溫，EPS -0.15 元，相較上季-0.58 元收斂。
- 3Q24 預估營收季增 26.8%，主因四大產品線預估都將迎來回溫，預估 2H24 本業獲利由虧轉盈，不過後續延續性仍待觀察。
- 維持 2024 年營運微幅回溫之預期，EPS-0.38 元，並維持目標本淨比 1.1 倍，改採用 2H24-1H25 BVPS 26 元，維持「持有-落後同業」。

## 2Q24 毛利率優於預期，主因 NOR/NAND 出貨量回溫

2Q24 旺宏整體/車用 NOR 營收分別季增 12%/季減 17%，其中車用 NOR 客戶因供應鏈持續調整庫存，備貨態度仍保守，不過已看到運算、消費性以及通訊需求回溫之跡象。而 ROM 位元出貨量指數則季減 22.6%，反映日系客戶產品週期進入晚期，不過 NAND& FBG 營收回溫反映 NAND 客戶需求回升以及 DDI/PMIC 客戶投片回溫，毛利率季增 10.2 個百分點至 30%，優於預期 4.4 個百分點，主要由 NOR/NAND 出貨量回升以及存貨回沖利益所挹注；營業費用率 37.9%高於本中心預期之 34.6%，營益率季增 14.7 個百分點至-7.9%，EPS 達-0.15 元，優於元大/市場預期之-0.31/-0.42 元。

## 展望 3Q24 預估四大產品線都將迎來回溫，惟延續性仍待觀察

管理層本次法說會預期 3Q24 營運表現將優於 2Q24，四大產品線都將迎來回溫，不過仍較難回到 3Q22/3Q23 之高峰，而車用供應鏈目前仍看到庫存堆積在終端品牌廠。本中心預估 3Q24 營收將季增 26.8%，反映終端需求復甦帶動 NOR 出貨量季增之情況延續，並預期 ROM/NAND 業務也將呈現季增。不過本中心認為近期消費性需求復甦仍緩慢，此外 IDM 廠陸續下修營收展望，並預期車用/工控庫存調整延長，加上近期網通需求復甦也較預期緩，4Q24 訂單延續性仍待觀察，並維持對 2H24 營運僅緩步復甦之看法。

## 小幅下修 2024/2025 年獲利，評等維持「持有-落後同業」

此次小幅下修 2024 年 EPS 至-0.38 元，主要反映近期消費性/IDM 廠/網通需求復甦較預期緩慢，且公司仍將持續投入費用於研發 3D NOR/192 層 NAND 產品，全年虧轉盈不確定仍高，因此維持目標本淨比 1.1 倍 (為近四年本淨比 0.9-2.2 倍之下緣)，並根據 2H24-1H25 BVPS 26 元(前次採用 2024 年 BVPS)，給予目標價 30 元，投資評等維持「持有-落後同業」。

## 營運分析

### 毛利率優於預期 4.4 個百分點，主因 NOR/NAND 出貨量回溫並帶動庫存利益回沖

2Q24 旺宏 EPS -0.15 元優於元大/市場預期之-0.31/-0.42 元，季增主因客戶補庫存需求帶動出貨量顯著回升，其中：

- NOR: 營收季增 15.7%，整體/車用 NOR 位元出貨量季增 19%/季減 16%，其中主要成長來自運算、消費性以及通訊需求回溫，不過車用業務營收則季減 17%，整體價格則維持穩定。
- ROM: 營收季減 12.8%，主因遊戲平台已進入週期晚期，1H24 遊戲款數較去年同期少。
- NAND& FBG: 營收分別季增 30.8%/季增 12.1%，反映 NAND 客戶需求回溫，其中 FBG 營收季增顯示 DDI/PMIC 客戶投片回溫。

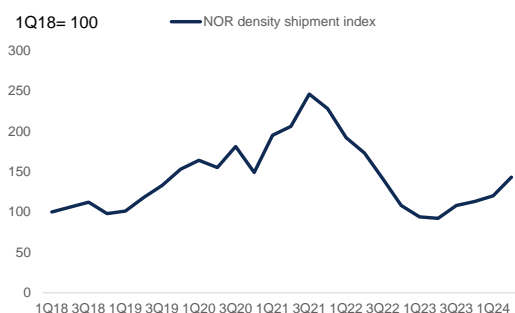
毛利率季增 10.2 個百分點至 30%，主要由 NOR/NAND 出貨量回升以及存貨回沖利益所挹注，不過 2Q24 仍認列 8200 萬的庫存呆滯損失。營業費用率 37.9%，高於本中心預期之 34.6%，主要用於新產品如 3D NOR、3D NAND、In memory computing 之研發，營益率季增 14.7 個百分點至-7.9%，業外淨收益 1.98 億元，主要為匯兌收入，EPS -0.15 元，虧損相較上季收斂。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,429	5,760	6,456	12.1%	-13.1%	6,454	6,379	0.0%	1.2%
營業毛利	2,103	1,142	1,936	69.5%	-7.9%	1,651	1,540	17.3%	25.7%
營業利益	-166	-1,302	-512	-	-	-640	-919	-	-
稅前利益	83	-1,196	-314	-	-	-639	-773	-	-
稅後淨利	71	-1,079	-286	-	-	-576	-770.75	-	-
調整後 EPS (元)	0.04	-0.58	-0.15	-	-	-0.31	-0.42	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	28.3%	19.8%	30.0%	10.2	1.7	25.6%	24.1%	4.4	5.9
營業利益率	-2.2%	-22.6%	-7.9%	14.7	-5.7	-9.9%	-14.4%	2.0	6.5
稅後純益率	1.0%	-18.7%	-4.4%	14.3	-5.4	-8.9%	-12.1%	4.5	7.7

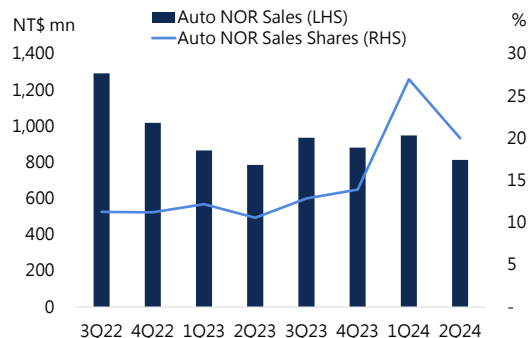
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：NOR Flash 出貨量



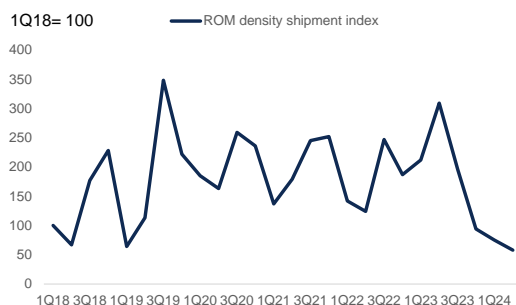
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：車用 NOR Flash 出貨量與營收



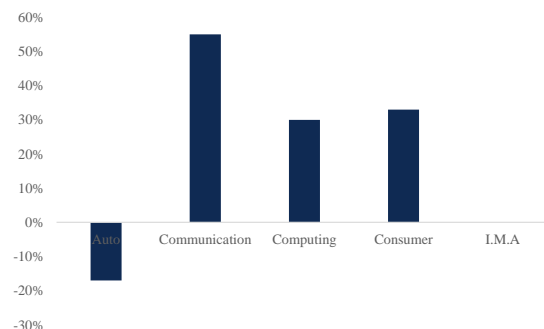
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：ROM 出貨量



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：各應用別 2Q24 營收季增率



資料來源：公司資料、元大投顧

### 管理層展望 2H24，預估 3Q24 四大產品線都將迎來回溫，惟訂單延續性待觀察

管理層於本此法說會提及1) 2H24四大產品線表現都將不錯，3Q24將優於2Q24，不過ROM業務仍無法回到3Q22/3Q23之高峰；2)目前價格維持穩定，2H24仍會維持穩定之價格策略，不會因為搶量而殺價；3)車用供應鏈庫存仍堆積在終端客戶手上。

本中心預估3Q24營收將季增25.6%，反映終端需求復甦帶動NOR 出貨量季增之情況延續，其中ROM/NAND業務也在客戶備貨需求回溫下將呈現季增，不過預估高毛利之車用NOR因供應鏈仍在庫存調整，預估回溫幅度仍低於其他應用。本中心仍持續保守看待2H24年NOR/ROM獲利回溫之幅度，主因近期消費性需求回溫幅度仍緩，且IDM廠陸續下修營收展望並預期車用/工控庫存調整延長，加上近期網通需求復甦也較預期緩，4Q24訂單延續性仍待觀察，預估旺宏2H24主要回溫動能仍來自出貨量與稼動率提升，價格維持持平至微幅上漲之預估，EPS 0.16，由虧轉盈。

圖 6：2024 年第 3 季財測與預估比較

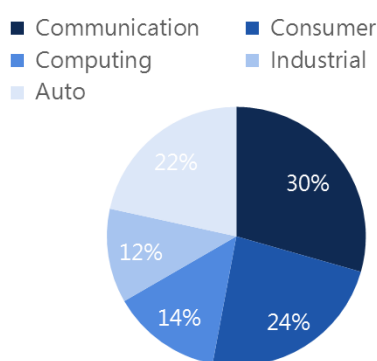
(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,283	6,456	8,183	26.8%	12.4%	8,341	7,594	-1.9%	7.8%
營業毛利	1,761	1,936	2,861	47.8%	62.4%	2,914	2,258	-1.8%	26.7%
營業利益	-652	-512	365	-	-	370	-340	-1.4%	-
稅前利益	-450	-314	358	-	-	370	12	-3.3%	2880.8%
稅後淨利	-408	-286	304	-	-	330	-222	-7.9%	-
調整後 EPS (元)	-0.22	-0.15	0.16	-	-	0.18	-0.14	-8.9%	-
重要比率 (%)						百分點		百分點	
營業毛利率	24.2%	30.0%	35.0%	5.0	10.8	34.9%	29.7%	0.0	5.2
營業利益率	-9.0%	-7.9%	4.5%	12.4	13.4	4.4%	-4.5%	0.0	8.9
稅後純益率	-5.6%	-4.4%	3.7%	8.1	9.3	4.0%	-2.9%	-0.2	6.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### NOR Flash 相較 NAND Flash 特點為讀取速度快，未來成長主要來自於汽車電子化與穿戴式裝置成長

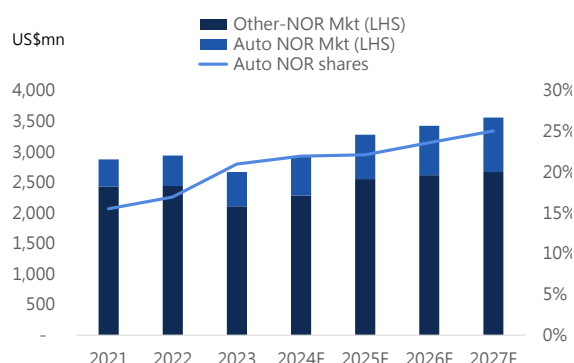
NOR Flash 與 NAND Flash 皆為非揮發性記憶體，可以在不通電的情況下保存資料，NOR Flash 相較 NAND Flash 特點在於讀取速度快，多用於需即時回應或啟動之場景，如手機之面板驅動，穿戴式裝置之即時位置、儲存人體數據以及車用之攝像鏡頭、胎壓偵測等。以終端應用分布來看，網通佔比約 30%、消費性電子約 24%、PC 與運算約 14%、工控約 12%、車用約 22%。根據研調機構 Yole 預估 2027 年前，NOR Flash 市場將達到 35.6 億元，CAGR 6.1%，其中以車用電子 12% 成長率較高，主要成長動能來自 ADAS 以及汽車電子化所帶動每台車的 NOR Flash 用量提升。

圖 7：NOR 終端應用以網通、消費性電子為主



資料來源：Bloomberg、Wind

圖 8：預估 2023-2027 NOR 市場產值 CAGR 達 12%



資料來源：Yole、元大投顧預估

### 預估 2024/2025 年全球乘用車銷量將年減 1%/年增 2.9%，2025 年主要成長動能來自新興市場

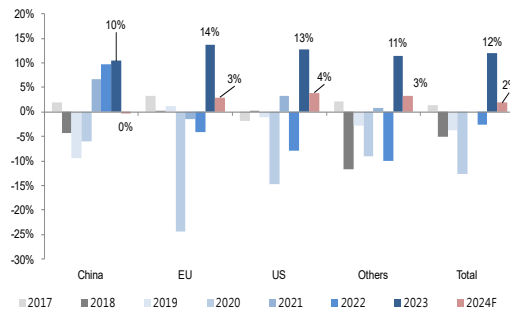
展望 2024 年，本中心預估全球乘用車將年減 1%。主因受限總體經濟使消費動能下降，而中國儘管仍為汽車銷售主要市場，不過因基期墊高，預估年僅持平；歐洲通膨陰影使新車註冊量僅溫和回溫，預估年增 2.7%；美國汽車庫存仍偏歷史相對低的區間，銷量仍有回補庫存驅動力，預估年增為 3.6%。2025 年隨歐洲及美國選舉結束，消費者對於利率及相關補助政策不確定性疑慮放緩後將回歸成長。

### 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。

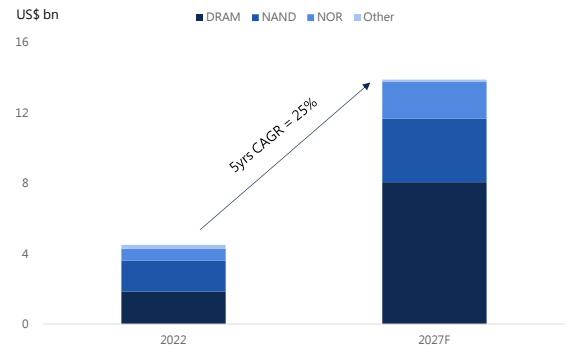
展望 2H24，可以看到終端品牌廠對於汽車銷量轉趨正向，顯示終端銷售已見到回溫跡象，IDM 廠雖預期庫存調整延續，但本中心預期終端銷售回溫之訊號也將反映至汽車供應鏈端，預估供應鏈庫存有望於 4Q24 去化完成，帶動整體供應鏈拉貨動能復甦。

圖 9：2024 年全球汽車銷售量以歐美表現較佳



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

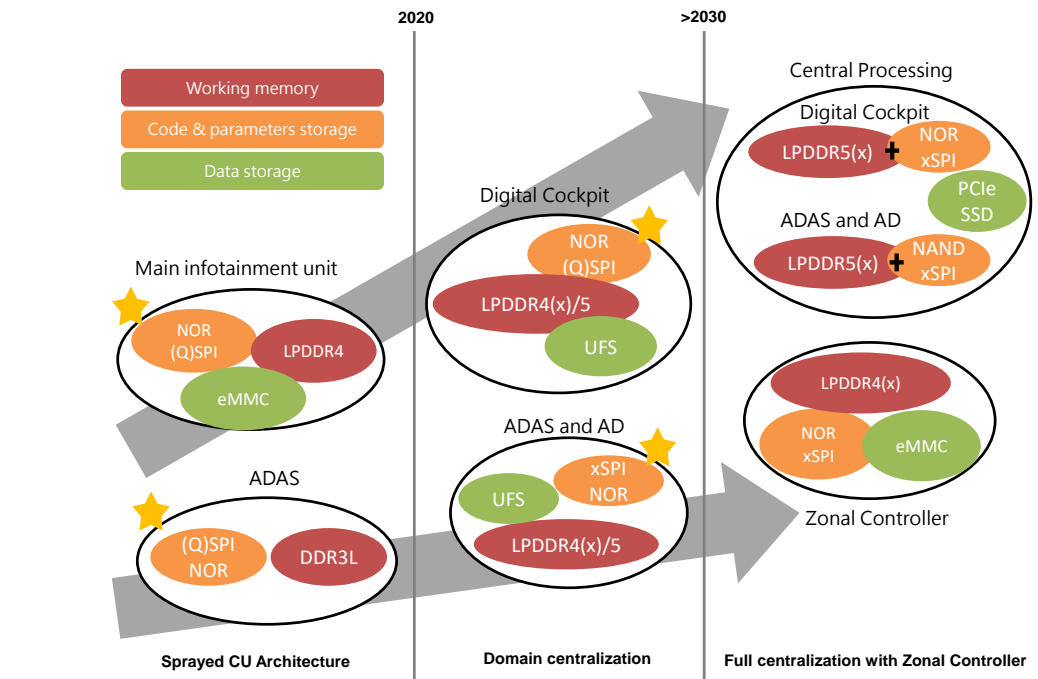
圖 11：汽車品牌廠樂觀看待終端需求復甦，IDM 廠則預期 2H24 仍將持續調整庫存

Company	Outlook
GM	<ul style="list-style-type: none"> <li>● GM is significantly expanding its electric vehicle production plan, with expectations to introduce more affordable models in 2H24.</li> </ul>
Ford	<ul style="list-style-type: none"> <li>● The outlook for 2024 includes expectations of stable or slightly increased car sales in the US and EU.</li> </ul>
Volkswagen	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Remains optimistic about The future auto market. The overall order remains strong.</li> <li>● The EV market to continue growing, with particularly rapid growth in The Chinese market, while growth in Europe and The United States is relatively slower.</li> <li>● Expanding its production capacity globally, including at The Salzgitter and Valencia plants in Europe and The Ontario plant in Canada, to meet The increasing demand for electric vehicles.</li> </ul>
Daimler	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Maintains a cautiously optimistic outlook on the latest automotive market. Supply chain bottlenecks are easing, and sales are expected to improve in 2Q24.</li> <li>● Sentiment in the European market is stable ; In China, demand is strong with the improved availability of E-Class and GLC products ; In the U.S. market are stable, especially with strong SUV sales.</li> </ul>
Tesla	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Maintains an optimistic outlook on the latest auto market.</li> <li>● Plans to introduce new, more affordable models ahead of schedule, which can be produced on existing production lines, with an estimated production capacity exceeding 3 million units.</li> </ul>
Honda	<ul style="list-style-type: none"> <li>● The North American market is expected to grow in 2024, while the Japanese market remains stable.</li> </ul>
Infineon	<ul style="list-style-type: none"> <li>● The auto sector is expected to grow at a low to mid-single-digit percentage rate in 2024 (previously anticipated at approximately 10%).</li> <li>● Auto sector faces longer inventory digestion periods, even EV.</li> </ul>
Onsemi	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Regarding the auto market, a conservative attitude is maintained for 2H24.</li> <li>● However, customer inventories are anticipated to return to normal, and the market is expected to stabilize.</li> </ul>
STM	<ul style="list-style-type: none"> <li>● The auto forecast has also been lower, indicating that the automotive industry has entered a deceleration phase with slowing demand.</li> </ul>
Autoliv	<ul style="list-style-type: none"> <li>● In 2024, global light vehicle production is expected to decrease by approximately 1%.</li> <li>● By region: the outlook for North American light vehicle production has been raised to 14.6 million units in 2024 ; the forecast for EU light vehicle production has slightly improved, mainly due to stronger-than-expected performance in the 1Q24.</li> </ul>

資料來源：公司資料、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 12：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

## 獲利調整與股票評價

### 維持 2H24 營運僅緩步復甦之預期，維持「持有-落後同業」

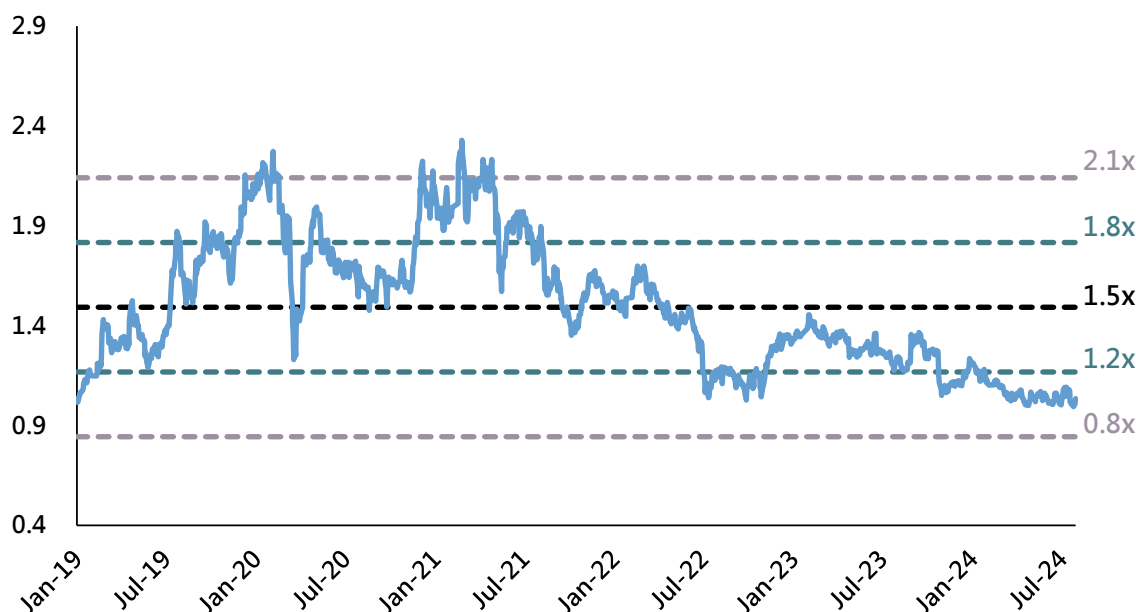
本次仍維持 2024 年 EPS 約損平邊緣，雖管理層透露 2H24 NOR 全產品線將回溫，不過考量近期 IDM 廠下修車用展望以及庫存調整時間，加上近期網通需求復甦較預期緩慢，小幅下修 2024/2025 年營收與獲利，預期旺宏下半年回溫動能仍主要來自出貨量回升，2024 年 EPS 預估-0.38 元。評價方面，目前公司股價交易於 1.0 倍 2024/2025 年 BVPS，低於國內/外同業之 1.2/1.7 倍，考量 4Q24 全產品線回溫延續性仍有疑慮，且公司仍將持續投入費用於研發 3D NOR/192 層 NAND 等新產品，虧轉盈不確定仍高，因此維持目標本淨比 1.1 倍（為近四年本淨比 0.9-2.2 倍之下緣），並根據 2H24-1H25 BVPS 26 元(先前採用 2024 年 BVPS)，目標價 30 元，投資評等維持「持有-落後同業」。

圖 13：2024 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	2024	2025
營業收入	28,788	29,963	32,831	33,117	-3.9%	-0.9%
營業毛利	8,843	9,318	10,757	10,941	-5.1%	-1.7%
營業利益	-1,019	-61	996	1,248	-	-20.2%
稅前利益	-959	-66	1,002	1,240		-19.2%
稅後淨利	-932	-59	852	1,106	-	-23.0%
調整後 EPS (元)	-0.38	-0.03	0.46	0.60	-	-23.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	30.7%	31.1%	32.8%	33.0%	-0.4	-0.3
營業利益率	-3.5%	-0.2%	3.0%	3.8%	-3.3	-0.7
稅後純益率	-3.2%	-0.2%	2.6%	3.3%	-3.0	-0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney



圖 15：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	26.8	1,504	(0.92)	(0.38)	0.46	--	--	58.2	--	--	--
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								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 16：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	26.8	1,504	(3.4)	(1.9)	1.7	26.04	25.94	26.71	1.0	1.0	1.0
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				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 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	5,760	6,456	8,183	8,388	7,203	7,859	8,934	8,835	28,788	32,831
銷貨成本	(4,618)	(4,520)	(5,322)	(5,484)	(5,173)	(5,346)	(5,787)	(5,768)	(19,945)	(22,074)
營業毛利	1,142	1,936	2,861	2,904	2,029	2,513	3,147	3,068	8,843	10,757
營業費用	(2,444)	(2,448)	(2,496)	(2,475)	(2,341)	(2,444)	(2,502)	(2,474)	(9,862)	(9,760)
營業利益	(1,302)	(512)	365	429	(312)	69	645	594	(1,019)	996
業外利益	105	198	(7)	(5)	(2)	0	4	6	60	6
稅前純益	(1,196)	(314)	358	424	(314)	69	649	600	(959)	1,002
所得稅費用	118	28	(54)	(64)	47	(10)	(97)	(90)	28	(150)
少數股東權益	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0
歸屬母公司稅後純益	(1,079)	(286)	304	360	(267)	58	551	510	(932)	852
調整後每股盈餘(NT\$)	(0.58)	(0.15)	0.16	0.19	(0.14)	0.03	0.30	0.27	(0.38)	0.46
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	1,850	1,850
重要比率										
營業毛利率	19.8%	30.0%	35.0%	34.6%	28.2%	32.0%	35.2%	34.7%	30.7%	32.8%
營業利益率	-22.6%	-7.9%	4.5%	5.1%	-4.3%	0.9%	7.2%	6.7%	-3.5%	3.0%
稅前純益率	-20.8%	-4.9%	4.4%	5.1%	-4.4%	0.9%	7.3%	6.8%	-3.3%	3.1%
稅後純益率	-18.7%	-4.4%	3.7%	4.3%	-3.7%	0.7%	6.2%	5.8%	-3.2%	2.6%
有效所得稅率	--	--	15.1%	15.1%	--	14.5%	14.9%	15.0%	2.9%	15.0%
季增率(%)										
營業收入	-0.8%	12.1%	26.8%	2.5%	-14.1%	9.1%	13.7%	-1.1%		
營業利益	--	--	--	17.5%	--	--	834.8%	-7.9%		
稅後純益	--	--	--	18.4%	--	--	850.0%	-7.4%		
調整後每股盈餘	--	--	--	18.6%	--	--	847.1%	-7.5%		
年增率(%)										
營業收入	-18.9%	-13.1%	12.4%	44.4%	25.0%	21.7%	9.2%	5.3%	4.2%	14.0%
營業利益	--	--	--	--	--	--	76.7%	38.5%	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--	--	81.3%	41.7%	--	--
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	81.3%	41.4%	--	--

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

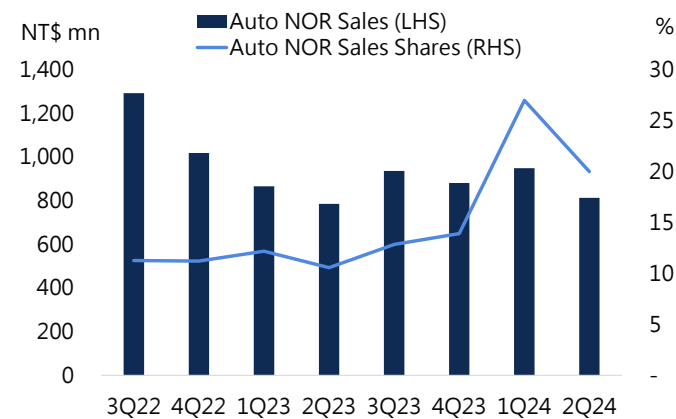
旺宏設立於 1989 年 12 月 9 日，其主要產品為 ROM 唯讀記憶體、NOR Flash 以及 NAND Flash。終端應用領域包含消費、通訊、電腦、工業、汽車電子、網通等。旺宏客戶包含任天堂、NXP、瑞薩、AMD、Nvidia 等國際大廠，目前擁有兩座晶圓廠，一座為 12 吋晶圓廠(晶圓五廠)，另一座 8 吋晶圓廠(晶圓二廠)，皆位於新竹科學園區，新技術研發與產能擴張多位於晶圓五廠。未來產品策略主要往車用、工業與航太等應用發展。2023 年中國營收佔比約 15%。

圖 18：前十大股東

Name	Holding %
FUH-HWA Investment Trust	2.93
Vanguard Group	2.70
Cathay Life Insurance	2.40
New Labor Pension Fund	2.17
Dimensional Fund Advisors	2.11
Norges Bank	1.86
Robeco Scheiz AG	1.33
BlackRock Inc	1.30
Mercuries Life Insurance Co. Ltd	1.29
SHUN YING Investment	1.22

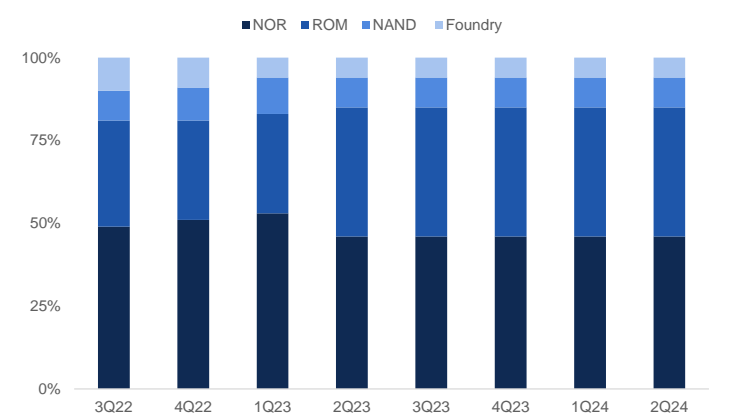
資料來源：Bloomberg

圖 19：車用 NOR 營收趨勢與比重



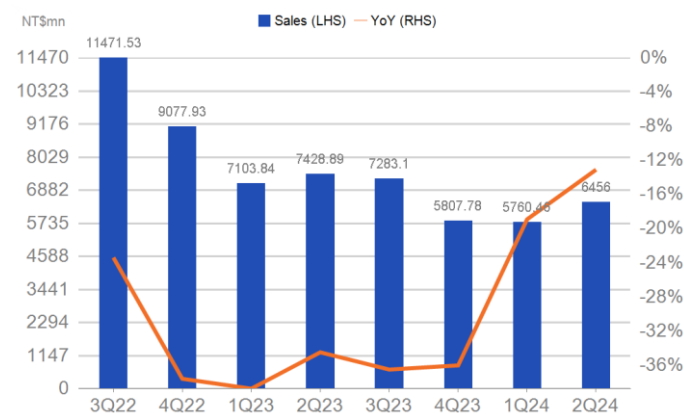
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：營收組成



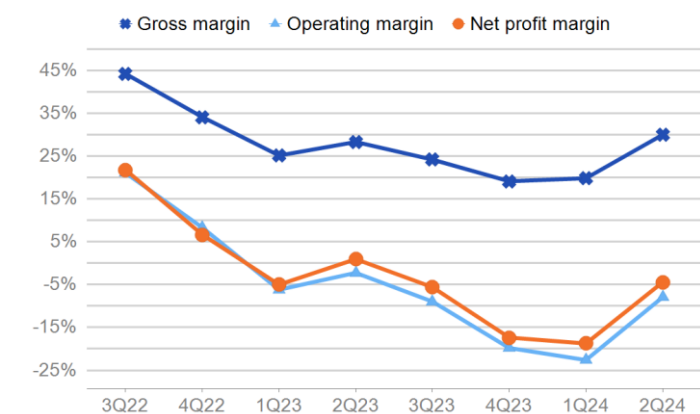
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



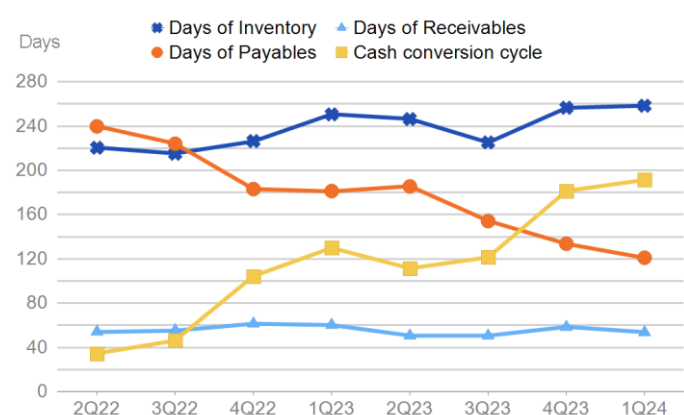
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：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 25：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 (2024/7/31)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

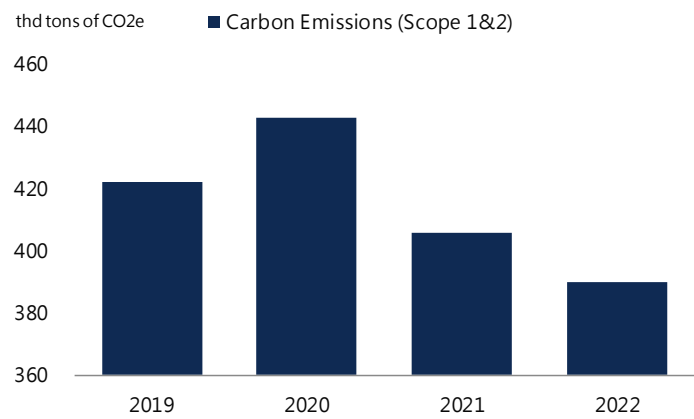
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

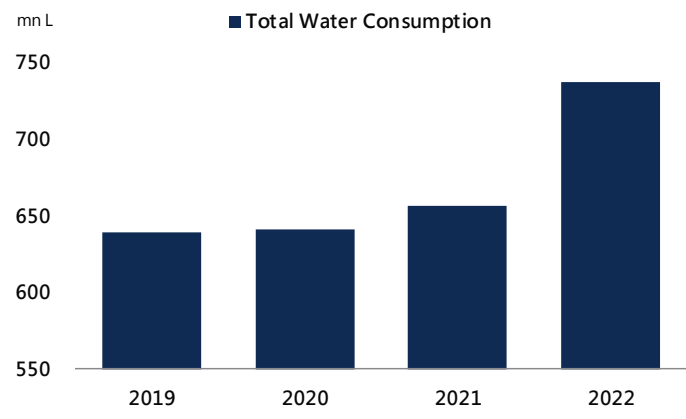
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 26：碳排放



資料來源：公司資料、Reuters

圖 27：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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	18,565	19,764	11,906	8,292	11,833
存貨	13,156	14,680	13,369	10,201	2,500
應收帳款及票據	6,652	4,749	3,051	4,222	3,154
其他流動資產	558	517	367	517	517
流動資產	38,932	39,710	28,692	23,231	18,004
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	32,218	37,982	41,498	48,774	54,170
無形資產	97	126	115	126	126
其他非流動資產	5,461	6,075	7,506	6,075	6,075
非流動資產	37,776	44,183	49,119	54,975	60,371
資產總額	76,708	83,893	77,811	78,206	78,375
應付帳款及票據	7,913	5,328	3,026	4,251	3,007
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	9,948	11,326	6,228	11,326	11,326
流動負債	17,861	16,653	9,254	15,576	14,332
長期借款	9,250	11,970	17,347	11,970	11,970
其他負債及準備	2,872	2,659	2,885	2,659	2,659
長期負債	12,122	14,629	20,231	14,629	14,629
負債總額	29,983	31,282	29,486	30,205	28,961
股本	18,560	18,558	18,558	18,558	18,558
資本公積	399	403	406	403	403
保留盈餘	27,095	32,807	27,640	28,196	29,609
什項權益	671	841	1,721	841	841
歸屬母公司之權益	46,725	52,610	48,325	47,999	49,411
非控制權益	1	1	1	2	2
股東權益總額	46,725	52,610	48,326	48,000	49,413

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	11,963	8,970	(1,699)	(931)	852
折舊及攤提	4,284	4,539	4,224	4,473	4,473
本期營運資金變動	(1,975)	(680)	2,184	(10,293)	7,524
其他營業資產 及負債變動	1,845	(1,173)	(5,234)	0	0
營運活動之現金流量	16,116	11,656	(526)	(6,751)	12,849
資本支出	(4,706)	(9,869)	(7,610)	(9,869)	(9,869)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	2,083	(470)	18	0	0
投資活動之現金流量	(2,623)	(10,339)	(7,592)	(9,869)	(9,869)
股本變動	(2)	(1)	0	0	0
本期負債變動	(3,747)	3,368	3,874	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,227)	(3,337)	(3,337)	1,361	561
其他調整數	(285)	(97)	(110)	0	0
融資活動之現金流量	(6,262)	(68)	427	1,361	561
匯率影響數	(545)	(50)	(168)	0	0
本期產生現金流量	6,686	1,199	(7,858)	(15,259)	3,541
自由現金流量	11,410	1,787	(8,135)	(16,620)	2,980

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	50,573	43,487	27,624	28,788	32,831
銷貨成本	(29,523)	(24,250)	(20,863)	(19,945)	(22,074)
營業毛利	21,050	19,238	6,761	8,843	10,757
營業費用	(9,986)	(9,869)	(9,168)	(9,862)	(9,760)
推銷費用	(1,789)	(1,794)	(1,645)	(1,863)	(1,970)
研究費用	(5,616)	(5,913)	(5,786)	(6,277)	(6,105)
管理費用	(2,581)	(2,162)	(1,732)	(1,723)	(1,685)
其他費用	0	0	(5)	0	0
營業利益	11,064	9,369	(2,407)	(1,019)	996
利息收入	26	129	247	140	139
利息費用	(239)	(236)	(351)	(295)	(269)
利息收入淨額	(214)	(107)	(104)	(156)	(131)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(165)	700	110	70	0
其他業外收入(支出)淨額	2,642	330	517	169	137
稅前純益	13,328	10,292	(1,884)	(959)	1,002
所得稅費用	(1,365)	(1,323)	185	28	(150)
少數股權淨利	0	0	0	1	0
歸屬母公司之稅後純益	11,963	8,970	(1,700)	(932)	852
稅前息前折舊攤銷前淨利	17,848	15,041	2,600	(5,492)	(3,477)
調整後每股盈餘 (NT\$)	6.45	4.84	(0.92)	(0.38)	0.46

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	27.1	(14.0)	(36.5)	4.2	14.0
營業利益	88.6	(15.3)	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	81.5	(15.7)	(82.7)	--	--
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	30.7	32.8
營業利益率	21.9	21.5	(8.7)	(3.5)	3.0
稅前息前淨利率	25.9	23.1	(8.1)	(3.5)	3.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	35.3	34.6	9.4	(19.1)	(10.6)
稅前純益率	26.4	23.7	(6.8)	(3.3)	3.1
稅後純益率	23.7	20.6	(6.2)	(3.2)	2.6
資產報酬率	16.8	11.2	(2.1)	(1.2)	1.1
股東權益報酬率	28.9	18.1	(3.4)	(1.9)	1.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	64.2	59.5	61.0	62.9	58.6
淨負債權益比(%)	(19.9)	(14.8)	11.3	7.7	0.3
利息保障倍數 (倍)	56.7	44.5	(4.4)	0	4.7
流動比率 (%)	218.0	238.5	310.1	149.1	125.6
速動比率 (%)	144.3	150.3	165.6	83.7	108.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(9,315)	(7,794)	5,441	3,679	137
調整後每股淨值 (NT\$)	25.17	28.35	26.04	25.94	26.71
評價指標 (倍)					
本益比	4.2	5.5	--	--	58.2
股價自由現金流量比	4.3	27.7	--	--	16.6
股價淨值比	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	2.8	3.3	19.0	--	--
股價營收比	1.0	1.1	1.8	1.7	1.5

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	49.81	買進	高啟璋
2	20220427	38.00	39.00	34.08	持有-超越同業	孫伯勛
3	20220727	31.55	33.00	30.73	持有-超越同業	孫伯勛
4	20221025	31.60	30.00	27.93	持有-超越同業	孫伯勛
5	20230331	34.70	42.00	39.11	買進	劉誠新
6	20230425	33.20	46.00	42.83	買進	劉誠新
7	20230615	33.60	46.00	42.83	買進	劉誠新
8	20230726	31.00	46.00	45.16	買進	劉誠新
9	20230925	33.30	42.00	41.23	買進	劉誠新
10	20231025	32.40	31.00	30.44	持有-超越同業	劉誠新
11	20240131	28.90	27.00	26.51	持有-落後同業	劉誠新
12	20240501	27.60	27.00	26.51	持有-落後同業	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>.