

## 旺宏 (2337 TT) Macronix

短期營運仍持續承壓

持有-超越同業

目標價 (12 個月) : NT\$27.0

收盤價 (2024/10/29) : NT\$25.6  
隱含漲幅 : 5.5%

## 營收組成 (3Q24)

NOR 55%、NAND 8%、ROM 29%、FBG 8%

## 本次報告更新重點

| 項目                | 本次      | 前次      |
|-------------------|---------|---------|
| 評等                | 持有-超越同業 | 持有-落後同業 |
| 目標價 (NT\$)        | 27.0    | 30.0    |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 27.4    | 28.8    |
| 2024年EPS          | -1.2    | -0.4    |

## 交易資料表

|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 市值                     | NT\$47,420百萬元 |
| 外資持股比例                 | 16.9%         |
| 董監持股比例                 | 2.8%          |
| 調整後每股淨值 (2024F)        | NT\$24.89     |
| 負債比                    | 41.4%         |
| 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 | 27,389 | 31,830 |
| 營業利益        | 9,369  | -2,407 | -2,692 | -721   |
| 稅後純益        | 8,970  | -1,700 | -2,181 | -664   |
| EPS (元)     | 4.84   | -0.92  | -1.15  | -0.36  |
| EPS YoY (%) | -25.0  | --     | --     | --     |
| 本益比 (倍)     | 5.3    | --     | --     | --     |
| 股價淨值比 (倍)   | 0.9    | 1.0    | 1.0    | 1.0    |
| ROE (%)     | 18.1   | -3.4   | -4.7   | -1.5   |
| 現金殖利率 (%)   | 7.1%   | 2.0%   | 0      | 0      |
| 現金股利 (元)    | 1.80   | 0.50   | 0      | 0      |

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 EPS -0.16 元，低於本中心與市場預期之 0.16/0.13 元，主因 1) 毛利率因產品組合轉差、2)持續認列庫存久置與產能閒置損失。

◆ 下修 4Q24 營收 11.6%，預估營收轉為季減 4.3%，主因整體需求並未明顯好轉，任天堂為準備明年的新平台，整體訂單量相較去年減少。

◆ 2025 年任天堂對 ROM 業務之挹注仍待觀察，目標價 27 元，係基於 2025 年 BVPS 24.5 元，本淨比 1.1 倍，給予「持有-超越同業」。

## 3Q24 EPS-0.16 元，低於本中心與市場預期

3Q24 旺宏本業獲利-3.6 億元，雖虧損收斂，不過仍低於預期，反映終端需求較預期疲弱。而 ROM 位元出貨量指數雖季增 172%，不過僅為經常性備貨需求。毛利率季減 1.1 個百分點至 28.9%，主因低毛利之 ROM 比重提升、認列庫存久置與產能閒置損失；營業費用率 33.6% 高於本中心/市場預期之 30.5%/30.5%，使 EPS 僅-0.16 元，低於元大/市場預期之 0.16/0.1 元。

## 下修 4Q24 營收 11.6%，反映終端需求不如預期

展望 4Q24 管理層展望個產品別皆將呈現季減，主因雖庫存有下降，但整體需求並未明顯好轉，4Q24 開始至 2025 將轉於積極去化庫存。搭配根據本中心通路訪查，同業華邦電 3Q24 底開始報價便轉趨積極，加上中系同業武漢新芯新產能開出，預期 4Q24-1H25 NOR Flash 報價將相對承壓。因此下修 4Q24 營收 11.6%，預估營收將轉為季減 4.3%，毛利率 27.1%，季減 1.9 個百分點，EPS -0.26 元，相較 3Q24 虧損擴大。

## 展望 2025，主要成長動能將聚焦在任天堂新平台重啟拉貨

展望 2025 年，管理層認為主要成長動能來自 1) 任天堂推出新平台後 ROM 於 2H25 重啟拉貨、2)2D/3D NAND 營收比重提升以及 3)NOR Flash 需求回升。而投資人期待之 3D NOR Flash 預計將於 2026 年才有望貢獻營收。本中心預估 2025 年旺宏營收將年增 16.2%至 318 億元，毛利率年增 3 個百分點至 29.8%，EPS -0.36 元，相較 2024 年-1.15 元收斂。

## NOR 業務改善趨勢較緩，維持持有評等

此次下修 2024/2025 年營收 4.9/3%，係因 NOR Flash 業務復甦較預期緩，且中系同業新產能開出預估將壓抑報價。而任天堂新機所有望帶動 ROM 拉貨動能，本中心認為仍需觀察新機之銷量，預估 2025 年本業獲利將落於損平邊緣。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 2025 年 BVPS 24.5 元，下修目標價至 27 元，給予「持有-超越同業」。

## 營運分析

### 3Q24 EPS-0.16 元，低於本中心與市場預期之 0.16/0.13 元，主因 1)毛利率因產品組合轉差、2)認列庫存久置與產能閒置損失

3Q24 旺宏營收季增 20%至 78 億元，EPS -0.16 元低於元大/低於市場預期之 0.16/0.13 元，其中：

- NOR:整體 NOR/車用 NOR 位元出貨量季增 5%/7.4%，幅度低於本中心預期。主因各終端需求復甦較預期疲弱，亦反映在消費性產品營收季減 6%，而 IMA (工規/醫療/航太)與通訊分別季增 7%/季減 10%，電腦相關產品季增 16%，整體 NOR 業務出貨量季增趨勢延續。
- ROM: 營收季增 149%，主因任天堂 ROM 訂單回溫，不過只屬經常性備貨需求。
- NAND& FBG: 營收分別季減 36%/季增 14%，其中 NAND 業務因消費性需求疲弱而呈現季減，而 FBG 業務營收季增 14%，不過幅度因 DDI、PMIC 需求疲弱，相對低於預期。

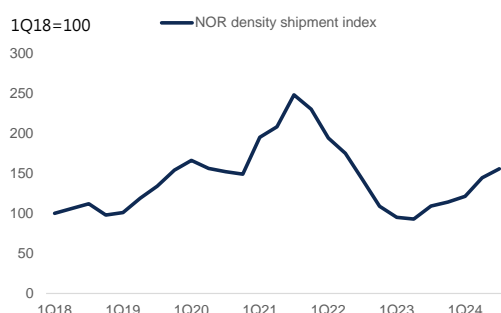
毛利率季減 1.1 個百分點至 28.9%，其中影響因素包含毛利率較低的 ROM 佔比提高、認列庫存久置(NT\$ 1.57 億元)與產能閒置損失。營業費用率 33.6%高於本中心/市場預期之 30.5%/30.5%，主要用於新產品如 3D NOR、3D NAND、In memory computing 之研發，營益率季增 3.3 個百分點至 -4.6%，業外淨收益 32 億元，主要為匯兌收入，EPS -0.16 元，季持平，低於本中心/市場預期之 0.16/0.10 元。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

| (百萬元)       | 3Q23  | 2Q24  | 3Q24  | 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 | 7,755 | 20.1% | 6.5%  | 8,183 | 7,863 | -5.2%  | -1.4%  |
| 營業毛利        | 1,761 | 1,936 | 2,244 | 15.9% | 27.4% | 2,861 | 2,625 | -21.6% | -14.5% |
| 營業利益        | -652  | -512  | -358  | -     | -     | 365   | 228   | -      | -      |
| 稅前利益        | -450  | -314  | -325  | -     | -     | 358   | 262   | -      | -      |
| 稅後淨利        | -408  | -286  | -296  | -     | -     | 304   | 243   | -      | -      |
| 調整後 EPS (元) | -0.22 | -0.15 | -0.16 | -     | -     | 0.16  | 0.13  | -      | -      |
| 重要比率 (%)    |       |       |       | 百分點   | 百分點   |       |       | 百分點    | 百分點    |
| 營業毛利率       | 24.2% | 30.0% | 28.9% | -1.1  | 4.8   | 35.0% | 33.4% | -6.0   | -4.4   |
| 營業利益率       | -9.0% | -7.9% | -4.6% | 3.3   | 4.3   | 4.5%  | 2.9%  | -9.1   | -7.5   |
| 稅後純益率       | -5.6% | -4.4% | -3.8% | 0.6   | 1.8   | 3.7%  | 3.1%  | -7.5   | -6.9   |

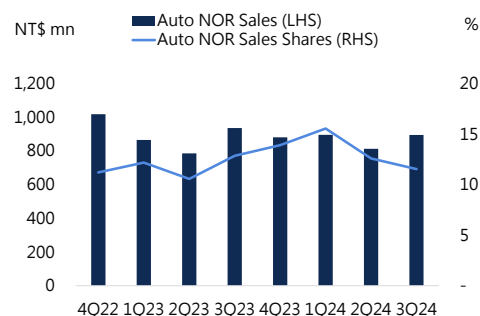
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：NOR Flash 出貨量



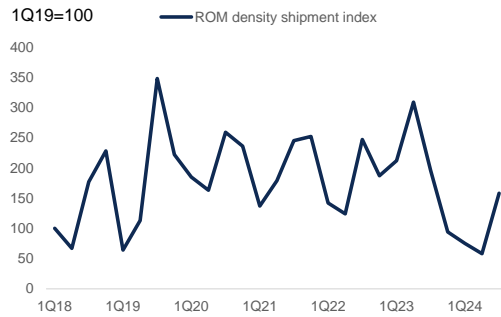
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：車用 NOR Flash 出貨量與營收



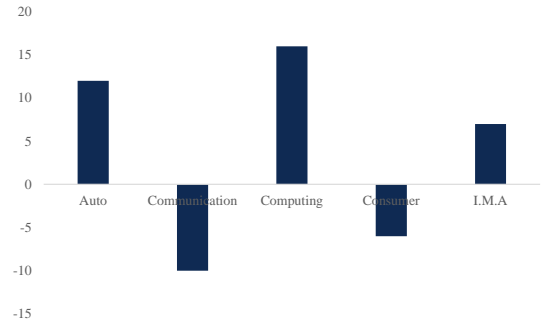
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：ROM 出貨量



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：NOR 各應用別 2Q24 營收季變化



資料來源：公司資料、元大投顧

#### 4Q24 因需求較預期疲弱，預估營收將季減 4.3%，相較前次下修 11.6%

展望 4Q24，管理層預估各產品別營收皆將呈現季減，主因整體需求復甦相較預期弱，其中：

- NOR& NAND& FBG: 雖庫存有下降，但整體需求並未明顯好轉
- ROM: 客戶為準備明年的新平台，今年整體訂單量較少。

根據通路訪查，因消費性需求疲弱，華邦自 3Q24 底報價也轉趨積極，加上中系業者，如武漢新芯新產能開出，對應旺宏於本次法說會揭露將會更積極去化庫存，本中心預期 4Q24-1H25 NOR Flash 報價將相對承壓。本中心預估 4Q24 旺宏營收將季減 4.3% 至 74 億元，相對前次下修 11.6%，毛利率因為消費性 NOR 價格競爭，預估將季減 1.9 個百分點至 27.1%，相對前次下修 7.5 個百分點，營益率季增減 2.4 個百分點至 -7.0%，EPS -0.26 元，虧損擴大。

圖 6：2024 年第 4 季財測與預估比較

| (百萬元)       | 4Q23   | 3Q24  | 4Q24F | 季增率    | 年增率   | 4Q24F |       | 預估差異   |        |
|-------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
|             |        |       |       |        |       | 元大預估  | 市場預估  | 元大     | 市場     |
| 營業收入        | 5,808  | 7,755 | 7,418 | -4.3%  | 27.7% | 8,388 | 7,804 | -11.6% | -4.9%  |
| 營業毛利        | 1,111  | 2,244 | 2,009 | -10.5% | 80.8% | 2,904 | 2,635 | -30.8% | -23.8% |
| 營業利益        | -1149  | -358  | -521  | —      | —     | 429   | 126   | —      | —      |
| 稅前利益        | -1129  | -325  | -524  | —      | —     | 424   | 289   | —      | —      |
| 稅後淨利        | -1007  | -296  | -477  | —      | —     | 360   | 202   | —      | —      |
| 調整後 EPS (元) | -0.54  | -0.16 | -0.26 | —      | —     | 0.19  | 0.05  | —      | —      |
| 重要比率 (%)    |        |       |       | 百分點    | 百分點   |       |       | 百分點    | 百分點    |
| 營業毛利率       | 19.1%  | 28.9% | 27.1% | -1.9   | 8.0   | 34.6% | 33.8% | -7.5   | -6.7   |
| 營業利益率       | -19.8% | -4.6% | -7.0% | -2.4   | 12.8  | 5.1%  | 1.6%  | -12.1  | -8.6   |
| 稅後純益率       | -17.3% | -3.8% | -6.4% | -2.6   | 10.9  | 4.3%  | 2.6%  | -10.7  | -9.0   |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 管理層展望 2025 年，預估營運將溫和復甦，聚焦任天堂為遊戲新平台重啟拉貨

展望 2025 年，管理層透露公司目前仍無規劃減少產出，會透過較積極策略去化庫存，並認為在經濟情況緩步復甦以及公司積極去化庫存之策略下營運將有所回溫，其中主要成長動能來自 1) 任天堂推出新平台後 ROM 於 2H25 重啟拉貨、2) 2D/3D NAND 營收比重提升以及 3) NOR Flash 需求回溫

而先前投資人期待之 3D NOR Flash 預估將於 2025 年提供給客戶樣品，2026 年才有望貢獻營收。預估相關研發將於 2025 年底結束，後續研發將轉往發展 Enterprise SSD。

## 旺宏主要供應任天堂 Switch 卡匣所需之記憶體

旺宏的 ROM 業務主要提供任天堂作為 Switch 遊戲卡匣之記憶體，主要營運方式有二：1) 針對 16GB 以下等較低容量之遊戲，以自身生產的 MLC NAND 來製作；2) 外部採購 3D NAND，以製作較高容量之卡匣(未來預期最高可達 128GB)。

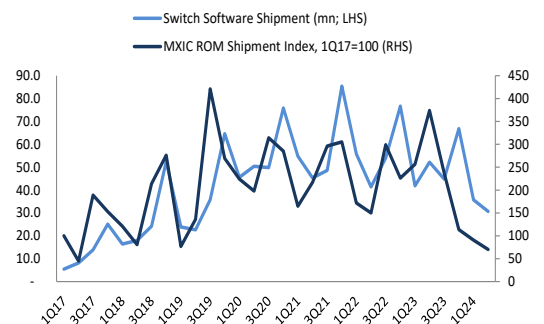
根據目前通路訪查，預期 Switch 2 最晚將於 2Q25 發布，新平台之大作預估將於 2H25 推出，根據過往備貨經驗，日系大客戶通常會提前一季向旺宏拉貨，預估可望將帶動旺宏 2H25 ROM 營收成長。

圖 7：預期任天堂新遊戲卡匣之容量將落在 32~128GB 之間



資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

圖 8：Switch 遊戲軟體銷售量與旺宏 ROM 出貨量指數關聯度高

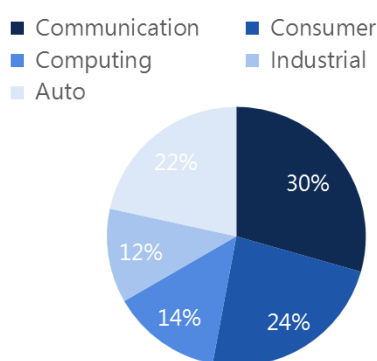


資料來源：Yole、元大投顧預估

### 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

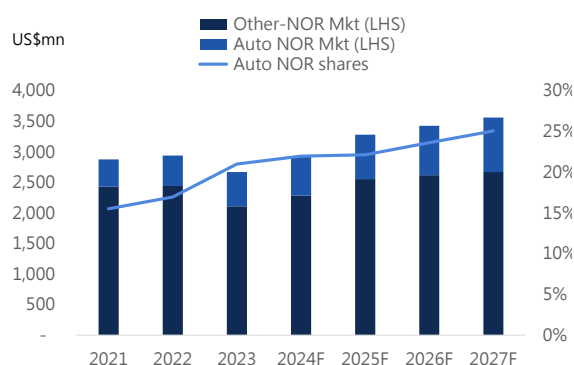
NOR Flash 與 NAND Flash 皆為非揮發性記憶體，可以在不通電的情況下保存資料，NOR Flash 相較 NAND Flash 特點在於讀取速度快，多用於需即時回應或啟動之場景，如手機之面板驅動，穿戴式裝置之即時位置、儲存人體數據以及車用之攝像鏡頭、胎壓偵測等。以終端應用分布來看，網通佔比約 30%、消費性電子約 24%、PC 與運算約 14%、工控約 12%、車用約 22%。根據研調機構 Yole 預估 2027 年前，NOR Flash 市場將達到 35.6 億元，CAGR 6.1%，其中以車用電子 12% 成長率較高，主要成長動能來自 ADAS 以及汽車電子化所帶動每台車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

圖 9：NOR 終端應用以網通、車用、消費性電子為主



資料來源：Bloomberg、Wind

圖 10：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

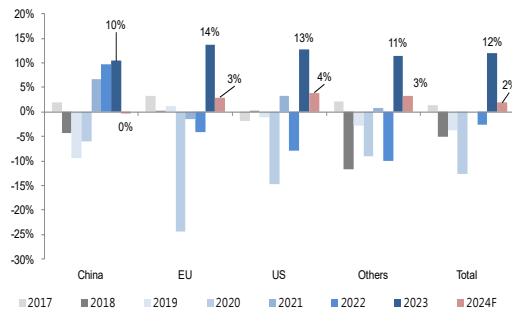
展望 2024 年，本中心預估全球乘用車將年減 1%。主因受限總體經濟使消費動能下降，而中國儘管仍為汽車銷售主要市場，不過因基期墊高，預估年僅年持平；歐洲通膨陰影使新車註冊量僅溫和回溫，預估年增 2.7%；美國汽車庫存仍偏歷史相對低的區間，銷量仍有回補庫存驅動力，預估年增為 3.6%。2025 年隨歐洲及美國選舉結束，消費者對於利率及相關補助政策不確定性疑慮放緩後將回歸成長。

### 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。

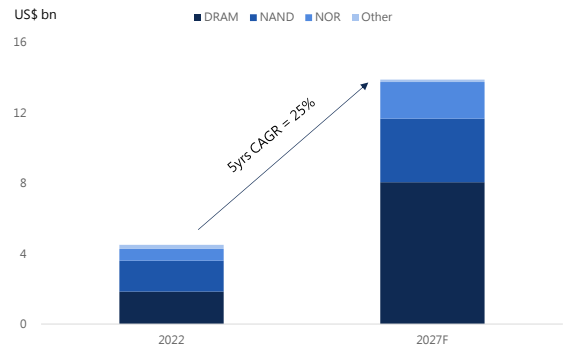
展望 2H24，可以看到終端品牌廠對於汽車銷量轉趨正向，顯示終端銷售已見到回溫跡象，IDM 廠雖預期庫存調整延續，但本中心預期終端銷售回溫之訊號也將反映至汽車供應鏈端，預估供應鏈庫存有望於 4Q24 去化完成，帶動整體供應鏈拉貨動能復甦。

圖 11：2024 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 12：預估 2022-2027 車用記憶體 CAGR 達 25%



資料來源：Yole、元大投顧預估

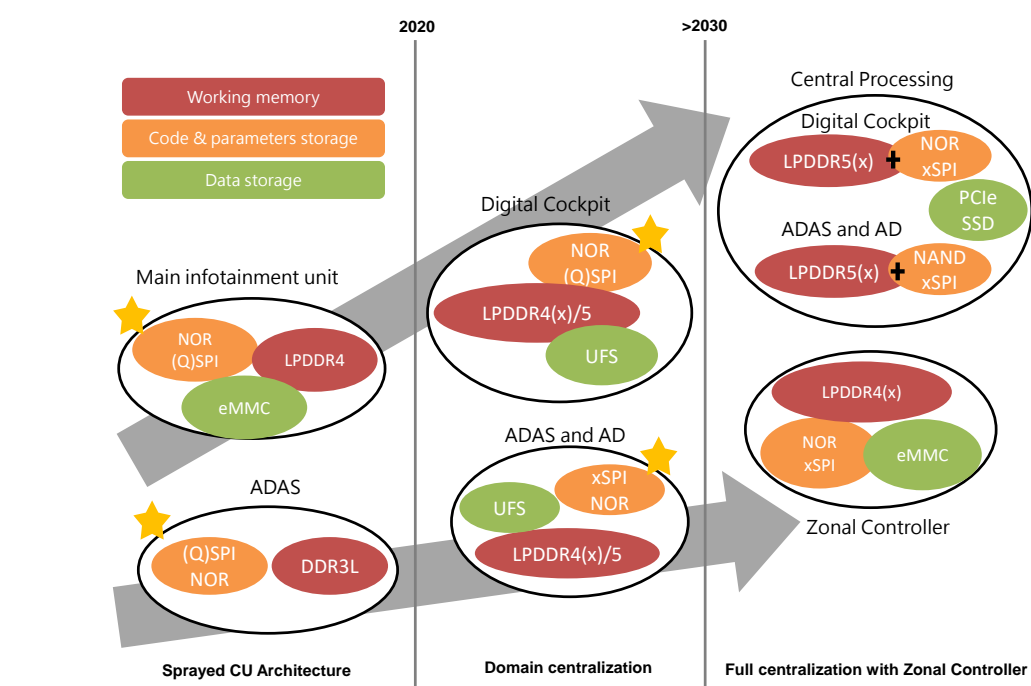
圖 13：汽車品牌廠樂觀看待終端需求復甦，IDM 廠則預期 2H24 仍將持續調整庫存

| 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 14：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

### NOR 業務改善趨勢較緩，ROM 業務拉貨效應仍待觀察，維持持有評等

本次下修旺宏 2024/2025 年營收 4.9%/3%，主因終端需求復甦較預期疲弱，且中系同業，如武漢新芯新產能開出，預期將使消費性市場價格競爭趨勢延續。因應此趨勢，管理層也於本次法說會改變庫存政策，預期 4Q24 到 2025 年將會積極去化庫存，也因此本中心也下修旺宏 2024/2025 年毛利率 4/2.9 個百分點。

本中心預估 2025 年營收將年增 16%至 318 億元，其中毛利率將年增 3 個百分點至 29.8%，EPS - 0.36 元。預期 2025 年，旺宏每季仍將投入約 16 億元之費用用於研發 3D NOR Flash 以及後續之 Enterprise SSD 新產品。

評價方面，目前公司股價交易於 1 倍 2025 年 BVPS，高於國內之 0.8 倍，低於國外同業之 1.6 倍。雖 2025 年任天堂推出 Switch 2.0 將有望帶動 ROM 業務成長，但仍要觀察新機之銷量，此外考量 1H25 終端需求預期僅緩步復甦，且中系同業新產能開出，NOR Flash 業務仍相對承壓，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 2025 年 BVPS 24.5 元，下修目標價至 27 元，給予投資評等「持有-超越同業」。

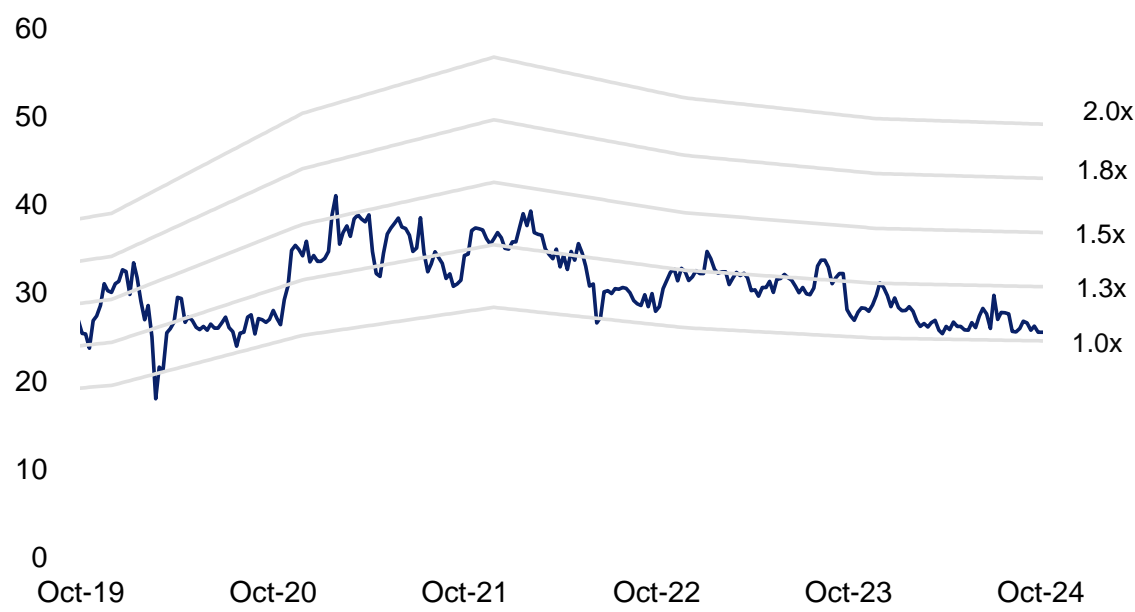
圖 15：2024 和 2025 年財務預估調整

| (百萬元)       | 2024 估 |        | 2025 估 |        | 預估差異   |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 調整後    | 調整前    | 調整後    | 調整前    | 2024   | 2025   |
| 營業收入        | 27,389 | 28,788 | 31,830 | 32,831 | -4.9%  | -3.0%  |
| 營業毛利        | 7,331  | 8,843  | 9,497  | 10,757 | -17.1% | -11.7% |
| 營業利益        | -2,692 | -1,019 | -721   | 996    | -      | -      |
| 稅前利益        | -2,402 | -959   | -706   | 1,002  | -      | -      |
| 稅後淨利        | -2,181 | -932   | -664   | 852    | -      | -      |
| 調整後 EPS (元) | -1.15  | -0.38  | -0.36  | 0.46   | -      | -      |
| 重要比率 (%)    |        |        |        |        | 百分點    | 百分點    |
| 營業毛利率       | 26.8%  | 30.7%  | 29.8%  | 32.8%  | -4.0   | -2.9   |
| 營業利益率       | -9.8%  | -3.5%  | -2.3%  | 3.0%   | -6.3   | -5.3   |
| 稅後純益率       | -8.0%  | -3.2%  | -2.1%  | 2.6%   | -4.7   | -4.7   |

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、TEJ、元大投顧預估

圖 17：同業評價比較表

| 公司       | 代碼        | 評等      | 股價       | 市值<br>(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-超越同業 | 25.6     | 1,481        | (0.92)    | (1.15)  | (0.36)  | --     | --   | --   | --            | --    | --    |
| 國外同業     |           |         |          |              |           |         |         |        |      |      |               |       |       |
| Micron   | MU US     | 未評等     | 107.8    | 119,545      | (4.5)     | 1.2     | 8.9     | --     | 89.0 | 12.1 | --            | --    | 635.0 |
| Samsung  | 005930 KS | 未評等     | 59500.0  | 279,202      | 2131.0    | 5199.7  | 6690.3  | 27.9   | 11.4 | 8.9  | (73.6)        | 144.0 | 28.7  |
| SK Hynix | 000660 KS | 未評等     | 196100.0 | 99,142       | (13244.0) | 23933.4 | 37627.9 | --     | 8.2  | 5.2  | --            | --    | 57.2  |
| 國外同業平均   |           |         |          |              |           |         |         | 27.9   | 36.2 | 8.7  | (73.6)        | 144.0 | 240.3 |
| 國內同業     |           |         |          |              |           |         |         |        |      |      |               |       |       |
| 南亞科      | 2408 TT   | 持有-超越同業 | 42.3     | 4,189        | (2.4)     | (1.4)   | 0.4     | --     | --   | 96.1 | --            | --    | --    |
| 華邦電      | 2344 TT   | 未評等     | 20.2     | 2,830        | (0.3)     | 1.5     | 2.6     | --     | 13.1 | 7.8  | --            | --    | 68.4  |
| 國內同業平均   |           |         |          |              | (1.3)     | 0.1     | 1.5     | --     | 13.1 | 52.0 | --            | --    | 68.4  |

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<br>(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-超越同業 | 25.6     | 1,481        | (3.4)      | (4.7) | (1.5) | 26.04   | 24.89   | 24.53    | 1.0      | 1.0  | 1.0  |
| 國外同業     |           |         |          |              |            |       |       |         |         |          |          |      |      |
| Micron   | MU US     | 未評等     | 107.8    | 119,545      | (8.9)      | 2.7   | 18.5  | 40.3    | 39.9    | 47.5     | 2.7      | 2.7  | 2.3  |
| Samsung  | 005930 KS | 未評等     | 59500.0  | 279,202      | 3.2        | 9.2   | 10.7  | 52466.7 | 57557.0 | 62860.4  | 1.1      | 1.0  | 1.0  |
| SK Hynix | 000660 KS | 未評等     | 196100.0 | 99,142       | (13.3)     | 27.2  | 31.8  | 76806.1 | 97733.9 | 132779.2 | 2.6      | 2.0  | 1.5  |
| 國外同業平均   |           |         |          |              | (6.3)      | 13.0  | 20.4  |         |         |          | 2.1      | 1.9  | 1.6  |
| 國內同業     |           |         |          |              |            |       |       |         |         |          |          |      |      |
| 南亞科      | 2408 TT   | 持有-超越同業 | 42.3     | 4,189        | (4.3)      | (2.6) | 0.8   | 53.9    | 53.5    | 53.9     | 0.8      | 0.8  | 0.8  |
| 華邦電      | 2344 TT   | 未評等     | 20.2     | 2,830        | (0.4)      | 4.0   | 7.6   | 22.8    | 23.2    | 23.8     | 0.9      | 0.9  | 0.9  |
| 國內同業平均   |           |         |          |              | (2.3)      | 0.7   | 4.2   | 38.4    | 38.3    | 38.9     | 0.8      | 0.8  | 0.8  |

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)      | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024  | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F  | FY2025F  |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 營業收入           | 5,760   | 6,456   | 7,755   | 7,418   | 6,438   | 7,434   | 8,922   | 9,036   | 27,389   | 31,830   |
| 銷貨成本           | (4,618) | (4,520) | (5,511) | (5,409) | (4,790) | (5,343) | (5,983) | (6,218) | (20,058) | (22,333) |
| 營業毛利           | 1,142   | 1,936   | 2,244   | 2,009   | 1,648   | 2,091   | 2,940   | 2,818   | 7,331    | 9,497    |
| 營業費用           | (2,444) | (2,448) | (2,602) | (2,529) | (2,260) | (2,535) | (2,721) | (2,702) | (10,023) | (10,218) |
| 營業利益           | (1,302) | (512)   | (358)   | (521)   | (612)   | (444)   | 218     | 116     | (2,692)  | (721)    |
| 業外利益           | 105     | 198     | 33      | (3)     | (1)     | 2       | 6       | 8       | 290      | 15       |
| 稅前純益           | (1,196) | (314)   | (325)   | (524)   | (613)   | (442)   | 224     | 124     | (2,402)  | (706)    |
| 所得稅費用          | 118     | 28      | 29      | 47      | 55      | 40      | (34)    | (19)    | 222      | 43       |
| 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)   | (296)   | (477)   | (558)   | (402)   | 190     | 106     | (2,181)  | (664)    |
| 調整後每股盈餘(NT\$)  | (0.58)  | (0.15)  | (0.16)  | (0.26)  | (0.30)  | (0.22)  | 0.10    | 0.06    | (1.15)   | (0.36)   |
| 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          | 19.8%   | 30.0%   | 28.9%   | 27.1%   | 25.6%   | 28.1%   | 33.0%   | 31.2%   | 26.8%    | 29.8%    |
| 營業利益率          | -22.6%  | -7.9%   | -4.6%   | -7.0%   | -9.5%   | -6.0%   | 2.5%    | 1.3%    | -9.8%    | -2.3%    |
| 稅前純益率          | -20.8%  | -4.9%   | -4.2%   | -7.1%   | -9.5%   | -5.9%   | 2.5%    | 1.4%    | -8.8%    | -2.2%    |
| 稅後純益率          | -18.7%  | -4.4%   | -3.8%   | -6.4%   | -8.7%   | -5.4%   | 2.1%    | 1.2%    | -8.0%    | -2.1%    |
| 有效所得稅率         | --      | --      | --      | --      | --      | --      | 15.2%   | 15.3%   | 9.2%     | 6.1%     |
| 季增率(%)         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 營業收入           | -0.8%   | 12.1%   | 20.1%   | -4.3%   | -13.2%  | 15.5%   | 20.0%   | 1.3%    |          |          |
| 營業利益           | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --      | -46.8%  |          |          |
| 稅後純益           | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --      | -44.2%  |          |          |
| 調整後每股盈餘        | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --      | -44.4%  |          |          |
| 年增率(%)         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 營業收入           | -18.9%  | -13.1%  | 6.5%    | 27.7%   | 11.8%   | 15.2%   | 15.0%   | 21.8%   | -0.8%    | 16.2%    |
| 營業利益           | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --       | --       |
| 稅後純益           | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --       | --       |
| 調整後每股盈餘        | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --      | --       | --       |

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

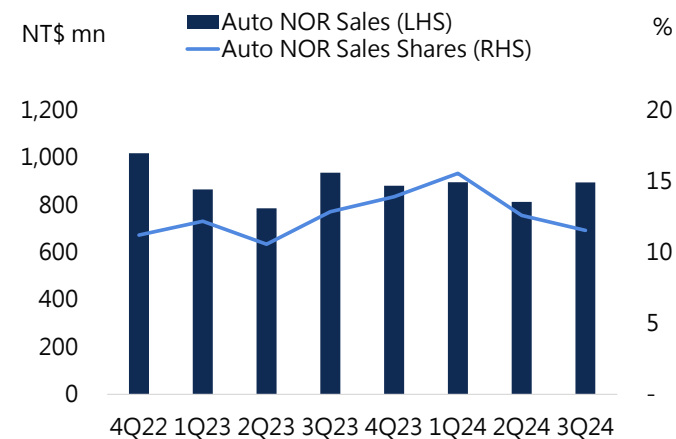
旺宏設立於 1989 年 12 月 9 日，其主要產品為 ROM 唯讀記憶體、NOR Flash 以及 NAND Flash。終端應用領域包含消費、通訊、電腦、工業、汽車電子、網通等。旺宏客戶包含任天堂、NXP、瑞薩、AMD、Nvidia 等國際大廠，目前擁有兩座晶圓廠，一座為 12 吋晶圓廠(晶圓五廠)，另一座 8 吋晶圓廠(晶圓二廠)，皆位於新竹科學園區，新技術研發與產能擴張多位於晶圓五廠。未來產品策略主要往車用、工業與航太等應用發展。2023 年中國營收佔比約 15%。

圖 20：前十大股東

| Name                             | Holding % |
|----------------------------------|-----------|
| Vanguard Group                   | 3.88      |
| Shen Hsueh-Jung                  | 2.93      |
| Cathay Life Insurance            | 2.4       |
| New Labor Pension Fund           | 2.17      |
| Dimensional Fund Advisors        | 2.13      |
| Black Rock                       | 1.32      |
| Mercuries Life Insurance Co. Ltd | 1.29      |
| Robeco Schweiz                   | 1.29      |
| Shun Ying Investment             | 1.22      |
| Morgan Stanley                   | 0.94      |

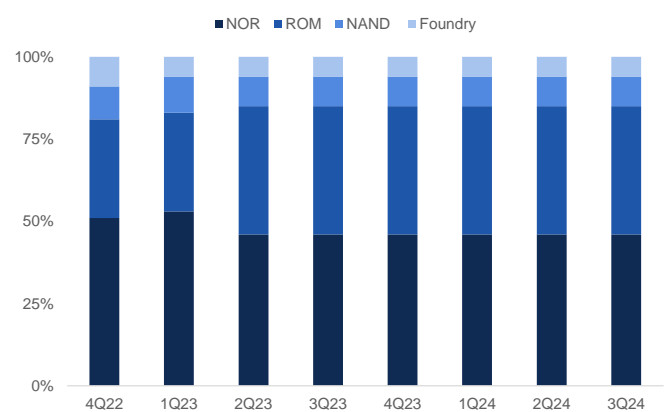
資料來源：Bloomberg、公司資料

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



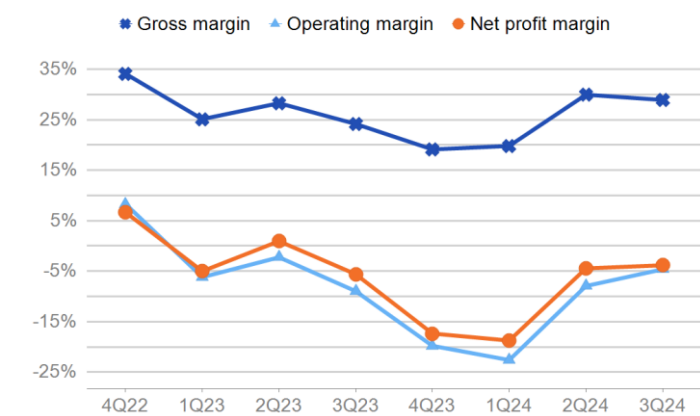
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



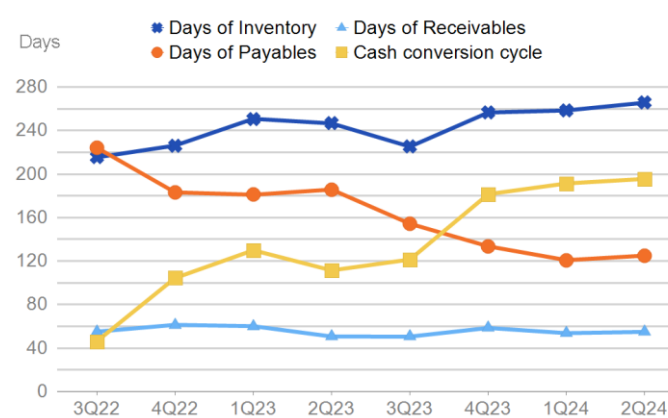
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



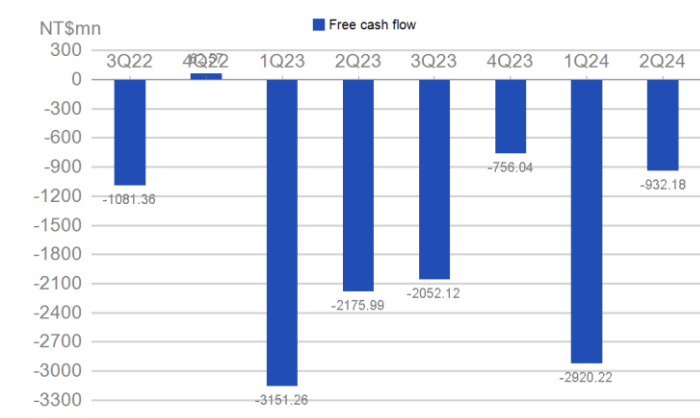
資料來源：CMoney、公司資料

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 (2024/10/29)

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+) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|

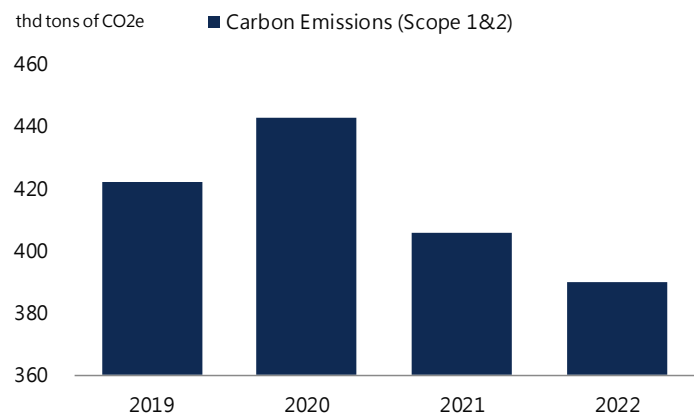
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

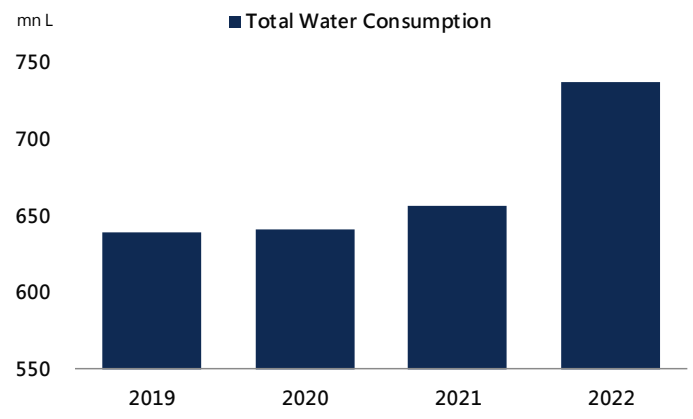
|          |           |            |
|----------|-----------|------------|
| 弱 (0-25) | 中 (25-50) | 強 (50-100) |
|----------|-----------|------------|

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<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A  | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 現金與短期投資                | 18,565 | 19,764 | 11,906 | 17,772 | 14,269 |
| 存貨                     | 13,156 | 14,680 | 13,369 | 7,513  | 10,843 |
| 應收帳款及票據                | 6,652  | 4,749  | 3,051  | 4,453  | 5,140  |
| 其他流動資產                 | 558    | 517    | 367    | 367    | 367    |
| 流動資產                   | 38,932 | 39,710 | 28,692 | 30,105 | 30,619 |
| 採用權益法之投資               | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定資產                   | 32,218 | 37,982 | 41,498 | 41,877 | 41,642 |
| 無形資產                   | 97     | 126    | 115    | 115    | 115    |
| 其他非流動資產                | 5,461  | 6,075  | 7,506  | 7,506  | 7,506  |
| 非流動資產                  | 37,776 | 44,183 | 49,119 | 49,498 | 49,263 |
| 資產總額                   | 76,708 | 83,893 | 77,811 | 79,603 | 79,882 |
| 應付帳款及票據                | 7,913  | 5,328  | 3,026  | 4,118  | 5,060  |
| 短期借款                   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 什項負債                   | 9,948  | 11,326 | 6,228  | 6,228  | 6,228  |
| 流動負債                   | 17,861 | 16,653 | 9,254  | 10,347 | 11,288 |
| 長期借款                   | 9,250  | 11,970 | 17,347 | 20,226 | 20,226 |
| 其他負債及準備                | 2,872  | 2,659  | 2,885  | 2,885  | 2,885  |
| 長期負債                   | 12,122 | 14,629 | 20,231 | 23,111 | 23,111 |
| 負債總額                   | 29,983 | 31,282 | 29,486 | 33,458 | 34,400 |
| 股本                     | 18,560 | 18,558 | 18,558 | 18,558 | 18,558 |
| 資本公積                   | 399    | 403    | 406    | 406    | 406    |
| 保留盈餘                   | 27,095 | 32,807 | 27,640 | 25,458 | 24,795 |
| 什項權益                   | 671    | 841    | 1,721  | 1,721  | 1,721  |
| 歸屬母公司之權益               | 46,725 | 52,610 | 48,325 | 46,144 | 45,480 |
| 非控制權益                  | 1      | 1      | 1      | 2      | 2      |
| 股東權益總額                 | 46,725 | 52,610 | 48,326 | 46,146 | 45,482 |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A   | 2022A    | 2023A   | 2024F   | 2025F   |
|------------------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 本期純益                   | 11,963  | 8,970    | (1,699) | (2,180) | (663)   |
| 折舊及攤提                  | 4,284   | 4,539    | 4,224   | 4,821   | 5,035   |
| 本期營運資金變動               | (1,975) | (680)    | 2,184   | 5,546   | (3,074) |
| 其他營業資產<br>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)   | 8,186   | 1,297   |
| 資本支出                   | (4,706) | (9,869)  | (7,610) | (5,200) | (4,800) |
| 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) | (5,200) | (4,800) |
| 股本變動                   | (2)     | (1)      | 0       | 0       | 0       |
| 本期負債變動                 | (3,747) | 3,368    | 3,874   | 2,880   | 0       |
| 現金增減資                  | 0       | 0        | 0       | 0       | 0       |
| 支付現金股利                 | (2,227) | (3,337)  | (3,337) | 0       | 0       |
| 其他調整數                  | (285)   | (97)     | (110)   | 0       | 0       |
| 融資活動之現金流量              | (6,262) | (68)     | 427     | 2,880   | 0       |
| 匯率影響數                  | (545)   | (50)     | (168)   | 0       | 0       |
| 本期產生現金流量               | 6,686   | 1,199    | (7,858) | 5,866   | (3,503) |
| 自由現金流量                 | 11,410  | 1,787    | (8,135) | 2,986   | (3,503) |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A    | 2022A    | 2023A    | 2024F    | 2025F    |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入                   | 50,573   | 43,487   | 27,624   | 27,389   | 31,830   |
| 銷貨成本                   | (29,523) | (24,250) | (20,863) | (20,058) | (22,333) |
| 營業毛利                   | 21,050   | 19,238   | 6,761    | 7,331    | 9,497    |
| 營業費用                   | (9,986)  | (9,869)  | (9,168)  | (10,023) | (10,218) |
| 推銷費用                   | (1,789)  | (1,794)  | (1,645)  | (1,758)  | (1,979)  |
| 研究費用                   | (5,616)  | (5,913)  | (5,786)  | (6,586)  | (6,483)  |
| 管理費用                   | (2,581)  | (2,162)  | (1,732)  | (1,679)  | (1,755)  |
| 其他費用                   | 0        | 0        | (5)      | 0        | 0        |
| 營業利益                   | 11,064   | 9,369    | (2,407)  | (2,692)  | (721)    |
| 利息收入                   | 26       | 129      | 247      | 174      | 147      |
| 利息費用                   | (239)    | (236)    | (351)    | (339)    | (281)    |
| 利息收入淨額                 | (214)    | (107)    | (104)    | (165)    | (133)    |
| 投資利益(損失)淨額             | 0        | 0        | 0        | 167      | 0        |
| 匯兌損益                   | (165)    | 700      | 110      | 102      | 0        |
| 其他業外收入(支出)淨額           | 2,642    | 330      | 517      | 229      | 148      |
| 稅前純益                   | 13,328   | 10,292   | (1,884)  | (2,402)  | (706)    |
| 所得稅費用                  | (1,365)  | (1,323)  | 185      | 222      | 43       |
| 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)  | (2,181)  | (664)    |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利            | 17,848   | 15,041   | 2,600    | (7,513)  | (5,756)  |
| 調整後每股盈餘 (NT\$)         | 6.45     | 4.84     | (0.92)   | (1.15)   | (0.36)   |

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) | (0.8)  | 16.2   |
| 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   | 26.8   | 29.8   |
| 營業利益率          | 21.9    | 21.5    | (8.7)  | (9.8)  | (2.3)  |
| 稅前息前淨利率        | 25.9    | 23.1    | (8.1)  | (9.8)  | (2.3)  |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率   | 35.3    | 34.6    | 9.4    | (27.4) | (18.1) |
| 稅前純益率          | 26.4    | 23.7    | (6.8)  | (8.8)  | (2.2)  |
| 稅後純益率          | 23.7    | 20.6    | (6.2)  | (8.0)  | (2.1)  |
| 資產報酬率          | 16.8    | 11.2    | (2.1)  | (2.7)  | (0.8)  |
| 股東權益報酬率        | 28.9    | 18.1    | (3.4)  | (4.7)  | (1.5)  |
| 穩定/償債能力分析      |         |         |        |        |        |
| 負債權益比 (%)      | 64.2    | 59.5    | 61.0   | 72.5   | 75.6   |
| 淨負債權益比(%)      | (19.9)  | (14.8)  | 11.3   | 5.3    | 13.1   |
| 利息保障倍數 (倍)     | 56.7    | 44.5    | (4.4)  | 0      | 0      |
| 流動比率 (%)       | 218.0   | 238.5   | 310.1  | 291.0  | 271.2  |
| 速動比率 (%)       | 144.3   | 150.3   | 165.6  | 218.4  | 175.2  |
| 淨負債 (NT\$百萬元)  | (9,315) | (7,794) | 5,441  | 2,454  | 5,957  |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 25.17   | 28.35   | 26.04  | 24.89  | 24.53  |
| 評價指標 (倍)       |         |         |        |        |        |
| 本益比            | 4.0     | 5.3     | --     | --     | --     |
| 股價自由現金流量比      | 4.2     | 26.5    | --     | 15.9   | --     |
| 股價淨值比          | 1.0     | 0.9     | 1.0    | 1.0    | 1.0    |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨   | 2.7     | 3.2     | 18.2   | --     | --     |
| 股價營收比          | 0.9     | 1.1     | 1.7    | 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。



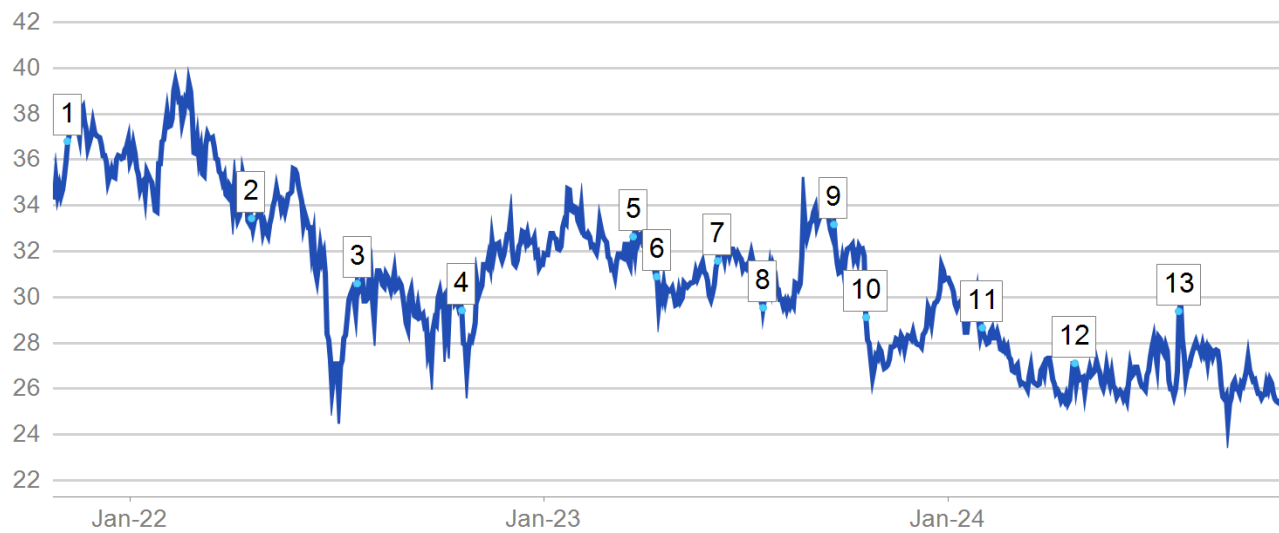
附錄：重要揭露事項

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 | 孫伯勳 |
| 3  | 20220727 | 31.55   | 33.00   | 30.73      | 持有-超越同業 | 孫伯勳 |
| 4  | 20221025 | 31.60   | 30.00   | 27.93      | 持有-超越同業 | 孫伯勳 |
| 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 |
| 13 | 20240731 | 26.80   | 30.00   | 30.00      | 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 仁愛路三段 157 號 4 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>.