

旺宏 (2337 TT) Macronix

2025 年營運仍面臨挑戰

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$23.0

收盤價 (2025/02/13) : NT\$20.9
隱含漲幅 : 10.0%

營收組成 (4Q24)

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-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	23	27
2025年營收 (NT\$/十億)	30.6	31.8
2025年EPS	-0.8	-0.4

交易資料表

市值	NT\$38,790百萬元
外資持股比率	13.1%
董監持股比率	2.8%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$23.45
負債比	42.2%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	27,624	25,884	30,577	36,713
營業利益	-2,407	-3,924	-1,731	941
稅後純益	-1,700	-3,284	-1,562	737
EPS (元)	-0.92	-1.73	-0.84	0.40
EPS YoY (%)	--	--	--	--
本益比 (倍)	--	--	--	52.6
股價淨值比 (倍)	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	-3.4	-7.3	-3.6	1.7
現金殖利率 (%)	2.4%	0	0	0
現金股利 (元)	0.50	0	0	0

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 EPS -0.84 元，主因各業務需求持續疲軟，積極去化庫存而認列庫存跌價損失 9 億元。

◆ 展望 2025 年，雖有任天堂之挹注，不過展望相較上季更趨保守，開始實施減產，並以去化庫存為首要目標。

◆ 預期旺宏 2025 年本業仍將持續虧損，目標價 23 元，基於 2025 年 BVPS 23.5 元、目標本淨比 1 倍，維持「持有」。

4Q24 EPS -0.84 元，低於本中心與市場預期

4Q24 EPS -0.84 元，低於本中心/市場預期之-0.26/-0.22 元，整體業務皆呈現季減，反映終端需求持續疲弱。毛利率季減 15.8 個百分點至 13.1%，主因認列庫存跌價 9 億元；營業費用率 42.7%高於本中心/市場預期之 34%/36%。

下修 1Q25 營收 2.5%，反映終端需求不如預期

展望 1Q25 管理層展望營運雖相較 4Q24 回穩，不過整體需求並未明顯好轉，仍以去化庫存為主要目標。此外考量中系業者如武漢新芯新產能開出、兆易創新持續擴增 NOR Flash 產品線，預期 2025 年 NOR Flash 報價將相對承壓。因此下修 1Q25 營收 2.5%，預估營收僅將季增 3.9%，毛利率 18.3%，季增 3.4 個百分點，EPS -0.58，相較 4Q24 虧損收斂。

2025 年展望相較先前保守並以去化庫存為首要目標

展望 2025 年，管理層展望相較先前保守，規畫將減產，並將去化庫存列為 2025 年首要目標。本中心雖正向看待任天堂新機帶動旺宏 ROM 營運回溫，不過考量 1) 中國同業產能擴張使消費性 NOR 競爭加劇；2) 車用需求前景不明，本中心預估 2025 年旺宏營收僅年增 18%至 306 億元，毛利率年增 5.1 個百分點至 28.7%，EPS -0.84 元，相較 2024 年-1.73 元虧損收斂。

NOR 業務前景仍面臨挑戰，維持「持有」評等

此次下修 2025 年獲利，即便任天堂新機帶動 ROM 拉貨動能，不過 NOR Flash 業務復甦持續低於預期，且中系同業新產能開出預估將壓抑報價。本中心預估 2025 年本業仍將持續虧損。將目標本淨比由 1.1 倍下修至 1 倍(為近四年本淨比 0.9-2.2 倍之下緣)，並根據 2025 年 BVPS 23.5 元，下修目標價至 23 元，維持「持有-超越同業」。

營運分析

4Q24 EPS -0.84 元，低於本中心與市場預期之-0.26/-0.22 元，主因 1) 需求持續疲弱使營收規模季減；2) 因去化庫存認列庫存跌價損失 9 億元

4Q24 旺宏 EPS -0.84 元低於元大/低於市場預期之-0.26/-0.22 元，營收季減 23.7%至 59 億元，其中：

- NOR：營收季減 23%，整體/車用 NOR 位元出貨量季減 19%/12%，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 34%，而 IMA (工規/醫療/航太)與通訊分別季減 16%/季減 19%，電腦相關產品季減 17%。
- ROM：營收季減 37%，主因任天堂遊戲機進入生命週期末期、數位版遊戲滲透率持續上升以及目前位於下一代新機推出之空窗期。
- NAND& FBG：營收分別季減 13%/季減 28%，其中 NAND 業務因消費性需求疲弱而持續季減，而 FBG 業務因 DDI、PMIC 需求疲弱，持續低於預期。

毛利率季減 15.8 個百分點至 13.1%，其中影響因素包含因去化庫存而認列庫存跌價損失 9 億元。營業費用率 42.7%高於本中心/市場預期之 34%/36%，主要用於新產品如 3D NOR、3D NAND (含 eSSD)、In memory computing 之研發，營益率季減 25 個百分點至 29.6%，業外淨收益 0.4 億元，主要為匯兌收入，EPS -0.84 元，季減，低於本中心/市場預期之-0.26/-0.22 元。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	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	5,913	-23.7%	1.8%	7,418	7,045	-20.3%	-16.1%
營業毛利	1,111	2,244	777	-65.4%	-30.1%	2,009	2,042	-61.3%	-62.0%
營業利益	-1149	-358	-1,753	—	—	-521	-491	—	—
稅前利益	-1129	-325	-1,710	—	—	-525	-351	—	—
稅後淨利	-1007	-296	-1,551	—	—	-477	-413	—	—
調整後 EPS (元)	-0.54	-0.16	-0.84	—	—	-0.26	-0.22	—	—
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%	13.1%	-15.8	-6.0	27.1%	29.0%	-13.9	-15.8
營業利益率	-19.8%	-4.6%	-29.6%	-25.0	-9.9	-7.0%	-7.0%	-22.6	-22.7
稅後純益率	-17.3%	-3.8%	-26.2%	-22.4	-8.9	-6.4%	-5.9%	-19.8	-20.4

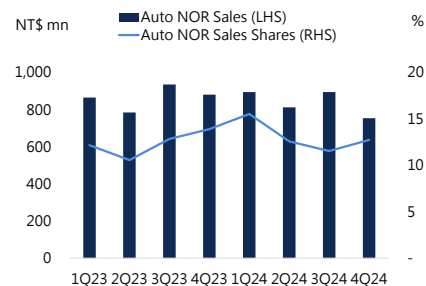
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：NOR Flash 出貨量



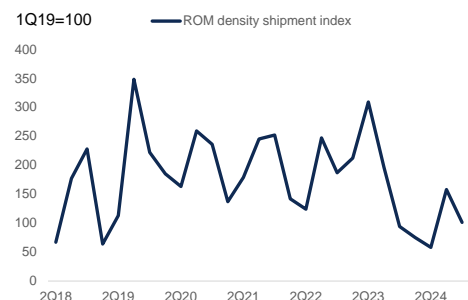
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：車用 NOR Flash 出貨量與營收



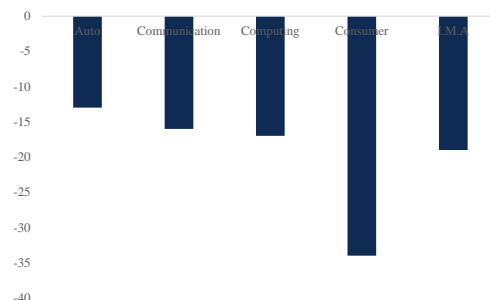
資料來源：公司資料、元大投顧

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 4Q24 營收季變化



資料來源：公司資料、元大投顧

1Q25 需求維持疲弱，預估營收僅將季增 3.9%，相較前次下修 2.5%

展望 1Q25，管理層雖預估營運將相較 4Q24 回穩，不過仍將持續去化庫存，其中：

- NOR& NAND& FBG：整體需求並未明顯好轉，公司將持續積極去化庫存。
- ROM：客戶為準備明年的新平台，1Q25 訂單量仍少。

考量中系業者如武漢新芯新產能開出、兆易創新持續擴增 NOR Flash 產品線，對照旺宏於本次法說會揭露 2025 年目標為積極去化庫存。本中心預期 2025 年 NOR Flash 報價將相對承壓，預估 1Q25 旺宏營收將季增 3.9%至 61 億元，相對前次下修 2.5%，毛利率因為積極去化庫存，預估僅將季增 3.4 百分點至 18.3%，相對前次下修 6.7 個百分點，營益率季增 8.7 個百分點至-19.2%，EPS -0.58 元，虧損收斂。

圖 6：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,760	5,913	6,144	3.9%	6.7%	6,303	6,504	-2.5%	-5.5%
營業毛利	1,142	777	1,126	45.0%	-1.4%	1,578	1,801	-28.6%	-37.5%
營業利益	-1302	-1,753	-1,178	—	—	-635	-635	—	—
稅前利益	-1196	-1,710	-1,177	—	—	-636	-526	—	—
稅後淨利	-1079	-1,551	-1,071	—	—	-579	-562	—	—
調整後 EPS (元)	-0.58	-0.84	-0.58	—	—	-0.31	-0.30	—	—
重要比率 (%)						百分點		百分點	
營業毛利率	19.8%	13.1%	18.3%	5.2	-1.5	25.0%	27.7%	-6.7	-9.4
營業利益率	-22.6%	-29.6%	-19.2%	10.5	3.4	-10.1%	-9.8%	-9.1	-9.4
稅後純益率	-18.7%	-26.2%	-17.4%	8.8	1.3	-9.2%	-8.6%	-8.2	-8.8

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

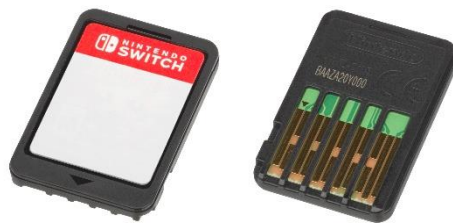
展望 2025 年，管理層透露公司規畫將減產，停止部分已折舊完成機台之運作，相較先前展望更趨保守，並將去化庫存列為 2025 年首要目標，期望能達到損益兩平，而今年主要成長動能來自 1) 任天堂推出新平台後 ROM 於 2H25 重啟拉貨；2) 2D/3D NAND 營收比重提升。

而先前投資人期待之新產品如：3D NOR Flash、與 IBM 合作開發之 Enterprise SSD 仍維持先前展望，預期 3D NOR Flash 於 2025 年提供給客戶樣品，2026 年貢獻營收，相關研發將於 2025 年底結束後，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

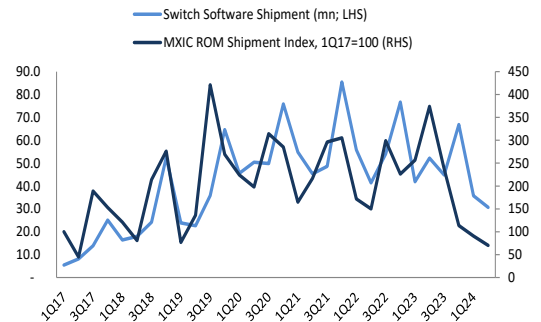
旺宏的 ROM 業務主要提供任天堂作為 Switch 遊戲卡匣之記憶體，主要營運方式有二：1) 針對 16GB 以下等較低容量之遊戲，以自身生產的 MLC NAND 來製作；2) 外部採購 3D NAND，以製作較高容量之卡匣(未來預期最高可達 128GB)。

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



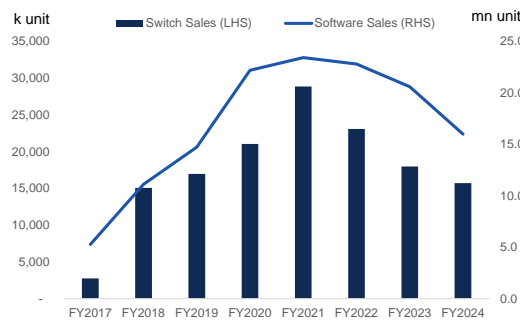
資料來源：Yole、元大投顧預估

預估 2025 年任天堂實體卡匣將貢獻旺宏營收 30%

任天堂預計將在 4 月 2 日之發表會正式發表 Switch 2 以及其周邊遊戲，並於 6 月正式開始銷售，預期 ROM 之拉貨將於 2Q25 開始。業界普遍預估 Switch 2 售價約在 US\$ 400~450 之間，而相較上一代，Switch 2 主要更新在螢幕尺寸、CPU 以及 Joy-Con 手把按鈕。

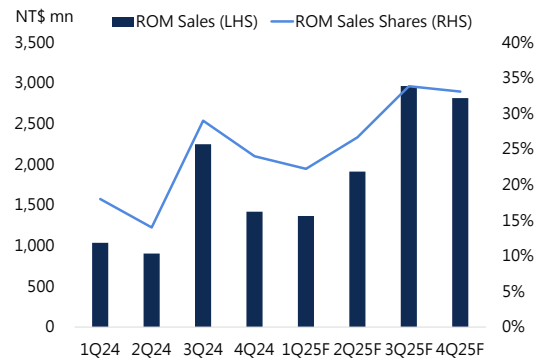
Switch 銷售前兩年(2017-2018 年)總銷售量為 1780 萬台，2017 年/2018 年遊戲銷量分別為 5,256 萬/1.1 億套，2024 年遊戲銷售量為 1.6 億套。根據本中心目前通路訪查，供應鏈備貨量落於 1500~1800 萬台之間，而目前預期，任天堂有望在今年推出新一代瑪莉歐賽車、超級瑪利歐 3D、寶可夢傳說 Z-A 等過往熱門遊戲之續作，預期將帶動軟體銷量，本中心預估 2025 年任天堂遊戲銷售量為 1.9 億套，年增 21%，並假設 2025 年實體卡匣遊戲銷售量比重約為 50%，預估實體遊戲卡匣之銷售量為 9,500 萬套，以旺宏之市佔率 65%推估，預估將貢獻旺宏 2025 年營收 30%，相較 2024 年 22%增加。

圖 9：歷年任天堂遊戲機與遊戲卡夾銷售量



資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

圖 10：預估 2025 年旺宏 ROM 營收比重將達 30%



資料來源：Yole、元大投顧預估

圖 11：Switch 歷史銷售量前十大遊戲

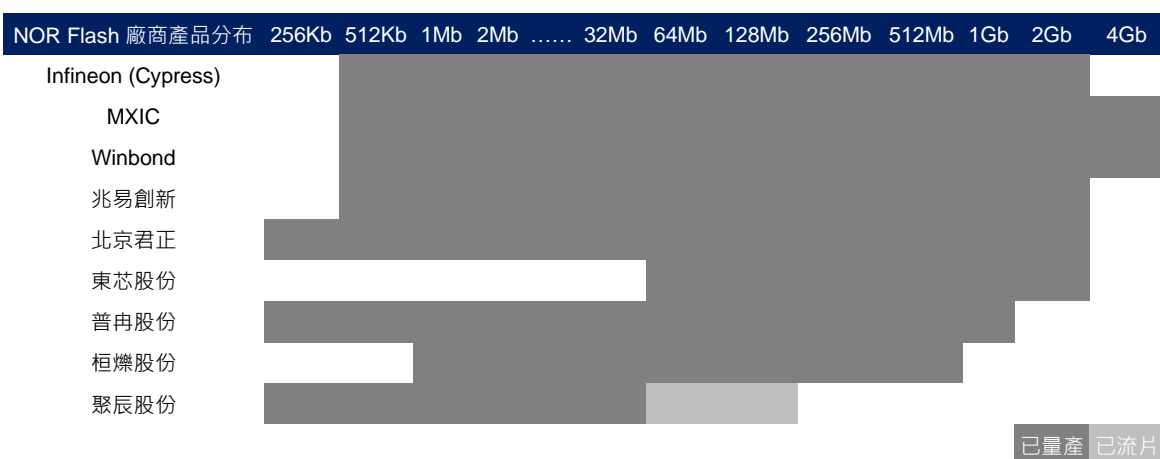
Game	Shipment (mn)	Date of launch
瑪莉歐賽車 8 Deluxe	67.0	April 28, 2017
動物森友會	47.0	March 20, 2020
任天堂明星大亂鬥特別版	36.0	December 7, 2018
薩爾達:曠野之息	32.6	March 3, 2017
超級瑪利歐奧德賽	29.0	October 27, 2017
寶可夢劍/盾	26.6	November 15, 2019
寶可夢朱/紫	26.4	November 11, 2022
薩爾達傳說：王國之淚	21.6	May 05, 2023
超級瑪利歐派對	21.1	October 5, 2018
新超級瑪利歐兄弟 U	18.1	January 11, 2019

資料來源：公司資料、元大投顧預估

中國同業新產能開出，消費性 NOR 市場競爭將會是隱憂

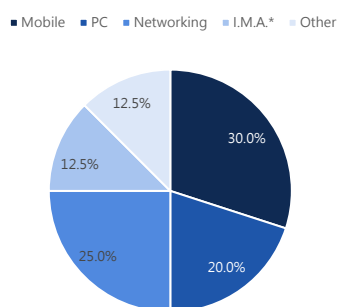
NOR Flash 中國同業中，目前以 IC 設計業者兆易創新規模與旺宏、華邦較接近。其 NOR Flash 產品以消費性應用為主，營收比重達 50%，容量涵蓋 1Mb-2Gb。而兆易創新之 NOR Flash 合作晶圓廠主要為中芯與華虹，每月總投片量約 15-18k。針對 NOR Flash 業務，兆易創新管理層未來發展方向為 1) 擴大 512Mb-2Gb 之產品線；2) 擴大工業與車規領域之應用。此外晶圓代工廠武漢新芯現有 NOR Flash 產能約 12-15k，製程節點落於 90/65/55/45nm，主要客戶為 Cypress 旗下之子公司 Spansion，推測主要為 Cypress 代工消費性、PC 與手機相關之 NOR Flash。預期前述兩者將持續在中國市場排擠華邦與旺宏之供應。

圖 12：NOR Flash 同業產品比較(需加入 Winbond)



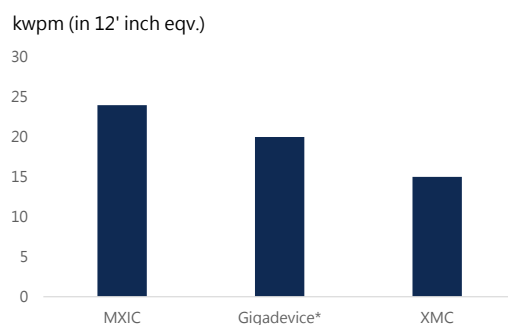
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：兆易創新 NOR Flash 營收分布



資料來源：元大投顧整理

圖 14：武漢新芯、兆易創新、旺宏月產能



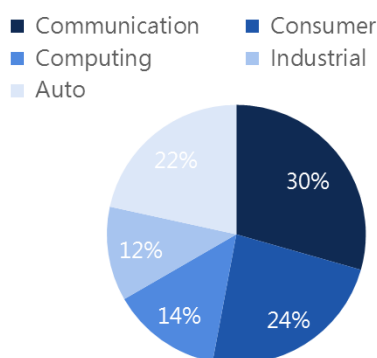
資料來源：Yole、元大投顧預估

產業概況

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

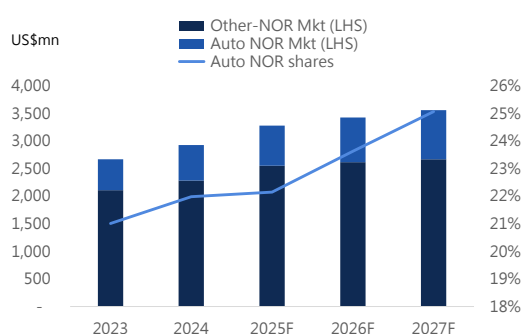
NOR Flash 與 NAND Flash 皆為非揮發性記憶體，可以在不通電的情況下保存資料，NOR Flash 相較 NAND Flash 特點在於讀取速度快，多用於需即時回應或啟動之場景，如手機之面板驅動，穿戴式裝置之即時位置、儲存人體數據以及車用之攝像鏡頭、胎壓偵測等。以終端應用分布來看，網通佔比約 30%、消費性電子約 24%、PC 與運算約 14%、工控約 12%、車用約 22%。根據研調機構 Yole 預估 2027 年前，NOR Flash 市場將達到 35.6 億元，CAGR 6.1%，其中以車用電子 12% 成長率較高，主要成長動能來自 ADAS 以及汽車電子化所帶動每台車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

圖 15：NOR 終端應用以網通、消費性電子為主



資料來源：Bloomberg、Wind

圖 16：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 2025 年全球乘用車銷量將年增 2.9%，主要成長來自美國市場

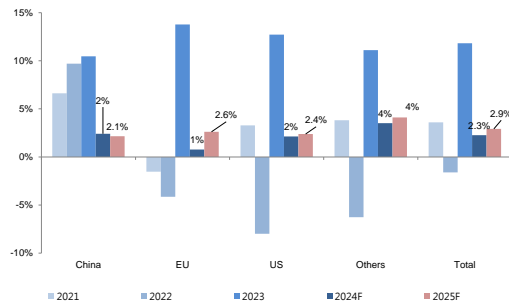
展望 2025 年，本中心預估全球汽車銷售量年增 2.9%，以各地區別來看中國隨舊換新政策延續力道，同時自主品牌仍具備競爭力，儘管整體市場進入良幣驅逐劣幣，小型汽車製造商將遭受淘汰，但大者將恆大；歐洲及美國將隨選舉告一段落，消費者對於利率及相關補助政策不確定性疑慮放緩後將回歸增長，估中國/美國/歐洲 2025 年增速 2.4%/3.0%/1.7%。

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。

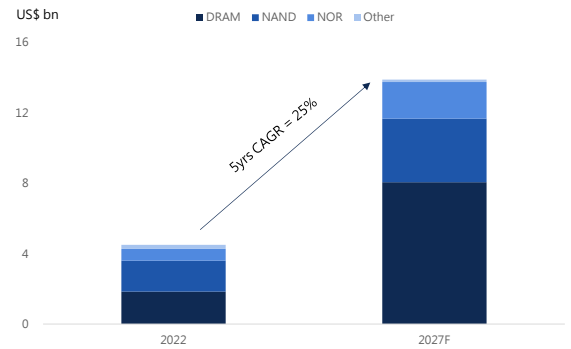
展望 1H25，供應鏈仍預期將持續去化庫存。其中英飛凌預期在總經環境不確定性高之下，雖預期車用事業 2H25 有望優於 1H25，不過預計 2025 年營收約持平至微幅年增。

圖 17：預估 2025 年全球汽車銷售量以美中表現較佳



資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

圖 18：預估 2022-2027 車用記憶體 CAGR 達 25%



資料來源：Yole、元大投顧預估

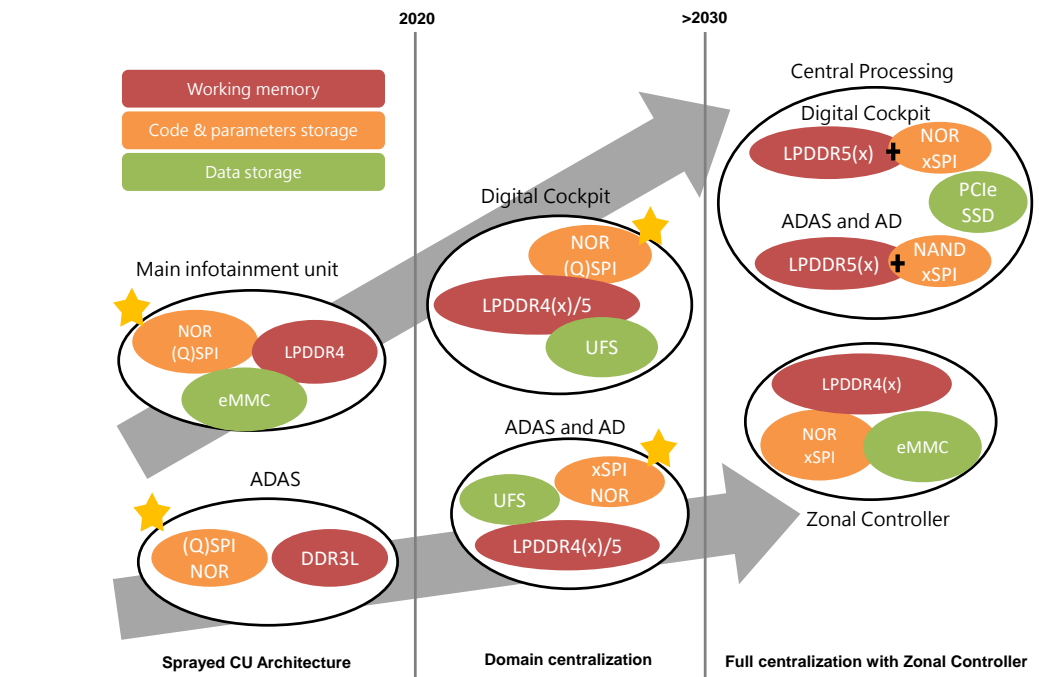
圖 19：汽車品牌廠與半導體供應鏈仍維持保守看待 2025 年車市

Company	Outlook
GM	<ul style="list-style-type: none"> Anticipate headwinds in both volume and mix, stemming from a modest decline in ICE wholesale volume in North America, partially offset by higher EV volume.
Ford	<ul style="list-style-type: none"> Industry inventories have normalized in the ICE market. The EV market is seeing increasing price competition. Planning for lower industry pricing of roughly 2%, driven by higher incentive spending throughout 2025.
Volkswagen	<ul style="list-style-type: none"> Market currently has 2 million units overcapacity. Industry inventories normalizing but order intake is still challenging Chinese market continues to shift from ICE to BEVs/PHEVs, with ICE volumes significantly declining. BEV sales grew 27% in China despite overall deliveries declining 10-15%.
Daimler	<ul style="list-style-type: none"> Order intake remains healthy with book-to-bill ratio at 87%, but company prioritizing profitability over volume given market conditions.
Tesla	<ul style="list-style-type: none"> The macro environment is still "uncertain".
Honda	<ul style="list-style-type: none"> The only sales-related metric mentioned was the potential combined annual sales volume of 7.5 million units after integration, but this was a long-term target rather than near-term outlook.
Infineon	<ul style="list-style-type: none"> Inventory destocking across the automotive supply chain will remain a major drag on revenue development in the near-term. Estimate 2025 sales will remain flat or slight YoY growth, assuming no impact from tariffs. Auto and secure connectivity divisions is expected to mirror the company's overall average growth.
Onsemi	<ul style="list-style-type: none"> Automotive market seeing continued inventory digestion, particularly in European Tier 1s, with next couple quarters expected below seasonality. Customer inventory levels vary significantly across OEMs and regions - some automotive customers down to couple weeks of inventory while others maintain 2-3 months.
STM	<ul style="list-style-type: none"> 1Q25 continues to experience sluggish market demand, with inventory corrections still underway. The correction phase in inventory persists, while the automotive sector experiences a slowdown—particularly in the European market, which has been significantly impacted. The Book-to-Bill (B/B) ratio remains below 1. A potential recovery in EV demand is anticipated in 2026-2027.
Autoliv	<ul style="list-style-type: none"> The company expects 2025 to be a challenging year for the automotive industry, with light vehicle production (LVP) declining and geopolitical risks remaining. The company's 2025 guidance is built on a global light vehicle production decline of around 0.5%, and the region mix in line with S&P's forecast for the full year.

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 20：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

ROM 業務將挹注 2025 年營收成長，惟因整體需求疲弱公司持續積極去化庫存，2025 年預估本業仍將持續虧損，維持持有評等

本次維持旺宏 2025 年營收展望，但下修 2025 年毛利率 1.1 個百分點至 28.7%，主因終端需求復甦較預期疲弱，旺宏將持續去化庫存。此外中系同業，如：兆易創新持續擴增產品線，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強調庫存去化為 2025 年目標且將轉實行減產。

本中心預估 2025 年營收將年增 18%至 306 億元，其中毛利率將年增 5.1 個百分點至 28.7%，EPS -0.84 元。預期 2025 年，旺宏每季仍將投入約 16-17 億元之費用用於研發 3D NOR Flash 以及後續之 Enterprise SSD。

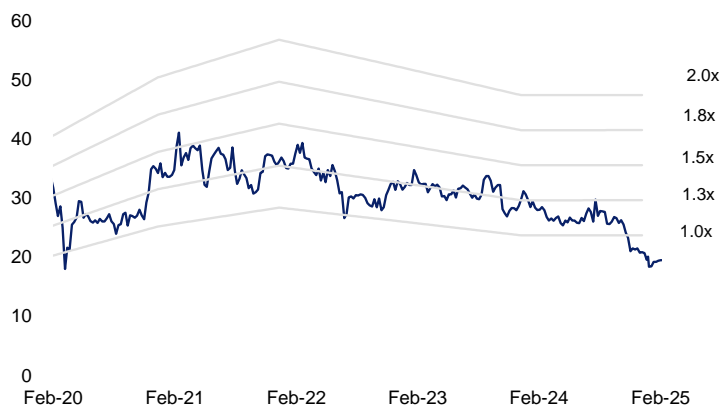
評價方面，目前公司股價交易於 0.9 倍 2025 年 BVPS，高於國內同業之 0.6/低於國外同業之 2.8 倍。雖 2025 年任天堂推出 Switch 2.0 將有望帶動 ROM 業務成長，但仍要觀察新機之銷量，此外考量 1H25 終端需求仍持續疲弱，且中系同業新產能開出，NOR Flash 業務仍相對承壓，下修目標本淨比至 1 倍(原本為 1.1 倍，為近四年本淨比 0.9-2.2 倍之下緣)，並根據 2025 年 BVPS 23.5 元，下修目標價至 23 元，維持「持有-超越同業」。

圖 21：2024 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	25,884	27,389	30,577	31,830	-5.5%	-3.9%
營業毛利	6,099	7,331	8,787	9,497	-16.8%	-7.5%
營業利益	-3,924	-2,692	-1,731	-721	--	--
稅前利益	-3,617	-2,402	-1,707	-706	--	--
稅後淨利	-3,284	-2,181	-1,562	-664	--	--
調整後 EPS (元)	-1.73	-1.15	-0.84	-0.36	--	--
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	23.6%	26.8%	28.7%	29.8%	-3.2	-1.1
營業利益率	-15.2%	-9.8%	-5.7%	-2.3%	--	--
稅後純益率	-12.7%	-8.0%	-5.1%	-2.1%	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：12 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 23：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
旺宏	2337 TT	持有-超越 同業	20.9	1,175	(1.73)	(0.84)	0.40	--	--	52.6	--	--	--
國外同業													
Micron	MU US	未評等	92.3	102,838	1.2	6.9	10.9	76.2	13.3	8.5	--	471.2	57.7
Samsung	005930 KS	未評等	55700.0	245,646	4832.9	4467.3	5927.2	11.5	12.5	9.4	126.8	(7.6)	32.7
SK Hynix	000660 KS	未評等	198500.0	101,679	24671.7	36047.4	41781.4	8.1	5.5	4.8	--	46.1	15.9
兆易創新	603986 CH	未評等	127.7	12,267	1.7	2.5	3.2	76.6	50.9	39.8	594.3	50.4	28.0
普冉半導體	388766 CH	未評等	104.9	1,597	2.7	3.5	4.6	38.8	29.7	22.9	--	30.7	29.6
北京君正	300223 CH	未評等	78.9	5,274	1.0	1.5	1.5	76.2	52.4	52.9	(7.2)	45.4	(1.0)
國外同業平均								47.9	27.4	23.0	238.0	106.1	27.2
國內同業													
南亞科	2408 TT	持有-超越 同業	30.7	2,635	(1.6)	(1.4)	2.8	--	--	10.8	--	--	--
華邦電	2344 TT	未評等	14.3	1,969	0.4	1.5	0.6	35.0	9.3	24.6	--	278.2	(62.3)
國內同業平均					(0.6)	0.1	1.7	35.0	9.3	17.7	--	278.2	(62.3)

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 24：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
旺宏	2337 TT	持有-超越 同業	20.9	1,175	(7.3)	(3.6)	1.7	24.30	23.45	23.85	0.9	0.9	0.9
國外同業													
Micron	MU US	未評等	92.3	102,838	2.7	16.1	19.8	39.9	46.4	57.2	2.3	2.0	1.6
Samsung	005930 KS	未評等	55700.0	245,646	8.7	7.5	9.2	56753.9	60180.7	64955.4	1.0	0.9	0.9
SK Hynix	000660 KS	未評等	198500.0	101,679	28.2	29.7	26.3	98463.5	132991.0	170508.5	2.0	1.5	1.2
兆易創新	603986 CH	未評等	127.7	12,267	7.1	9.9	12.4	24.1	26.5	29.0	5.3	4.8	4.4
普冉半導體	388766 CH	未評等	104.9	1,597	12.9	14.8	15.9	20.9	24.2	28.5	5.0	4.3	3.7
北京君正	300223 CH	未評等	78.9	5,274	4.1	4.4	5.4	25.1	26.1	27.4	3.1	3.0	2.9
國外同業平均					10.6	13.7	14.8				3.1	2.8	2.4
國內同業													
南亞科	2408 TT	持有-超越 同業	30.7	2,635	(3.1)	(2.8)	5.6	53.3	51.3	51.3	0.6	0.6	0.6
華邦電	2344 TT	未評等	14.3	1,969	0.8	(0.2)	2.6	23.0	22.5	23.1	0.6	0.6	0.6
國內同業平均					(1.2)	(1.5)	4.1	38.1	36.9	37.2	0.6	0.6	0.6

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 25：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	5,760	6,456	7,755	5,913	6,144	7,169	8,755	8,508	25,884	30,577
銷貨成本	(4,618)	(4,520)	(5,511)	(5,136)	(5,018)	(5,228)	(5,790)	(5,754)	(19,785)	(21,790)
營業毛利	1,142	1,936	2,244	777	1,126	1,941	2,965	2,754	6,099	8,787
營業費用	(2,444)	(2,448)	(2,602)	(2,530)	(2,304)	(2,602)	(2,889)	(2,723)	(10,023)	(10,518)
營業利益	(1,302)	(512)	(358)	(1,753)	(1,178)	(661)	76	31	(3,924)	(1,731)
業外利益	105	198	32	43	1	4	8	11	307	24
稅前純益	(1,196)	(314)	(325)	(1,710)	(1,177)	(657)	84	42	(3,617)	(1,707)
所得稅費用	118	28	29	159	106	59	(13)	(6)	334	146
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)	(1,551)	(1,071)	(598)	71	36	(3,284)	(1,562)
調整後每股盈餘(NT\$)	(0.58)	(0.15)	(0.16)	(0.84)	(0.58)	(0.32)	0.04	0.02	(1.73)	(0.84)
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%	13.1%	18.3%	27.1%	33.9%	32.4%	23.6%	28.7%
營業利益率	-22.6%	-7.9%	-4.6%	-29.7%	-19.2%	-9.2%	0.9%	0.4%	-15.2%	-5.7%
稅前純益率	-20.8%	-4.9%	-4.2%	-28.9%	-19.2%	-9.2%	1.0%	0.5%	-14.0%	-5.6%
稅後純益率	-18.7%	-4.4%	-3.8%	-26.2%	-17.4%	-8.3%	0.8%	0.4%	-12.7%	-5.1%
有效所得稅率	--	--	--	--	--	--	15.5%	14.3%	9.2%	8.6%
季增率(%)										
營業收入	-0.8%	12.1%	20.1%	-23.7%	3.9%	16.7%	22.1%	-2.8%		
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	-59.2%		
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	-49.3%		
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	-49.8%		
年增率(%)										
營業收入	-18.9%	-13.1%	6.5%	1.8%	6.7%	11.1%	12.9%	43.9%	-6.3%	18.1%
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

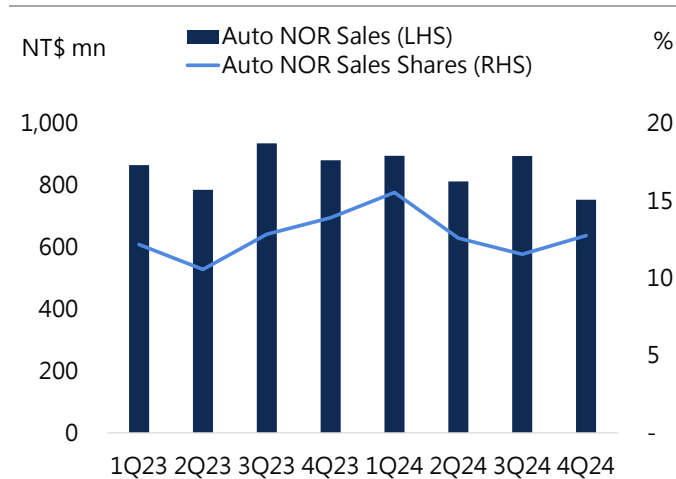
旺宏設立於 1989 年 12 月 9 日，其主要產品為 ROM 唯讀記憶體、NOR Flash 以及 NAND Flash。終端應用領域包含消費、通訊、電腦、工業、汽車電子、網通等。旺宏客戶包含任天堂、NXP、瑞薩、AMD、Nvidia 等國際大廠，目前擁有兩座晶圓廠，一座為 12 吋晶圓廠(晶圓五廠)，另一座 8 吋晶圓廠(晶圓二廠)，皆位於新竹科學園區，新技術研發與產能擴張多位於晶圓五廠。未來產品策略主要往車用、工業與航太等應用發展。2023 年中國營收佔比約 15%。

圖 26：前十大股東

Name	Holding %
Vanguard Group	3.74
SHEN HSUEH JUNG	2.93
Cathay Life Insurance	2.40
Dimensional Fund Advisors	2.21
New Labor Pension Fund	2.17
BlackRock Inc	1.31
Mercuries Life Insurance Co. Ltd	1.29
Robeco Scheiz AG	1.24
SHUN YING Investment	1.22
Morgan Stanley	0.94

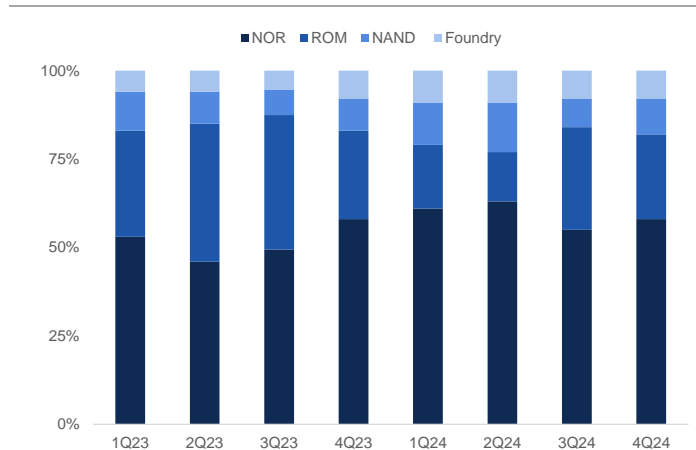
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 27：車用 NOR 營收趨勢與比重



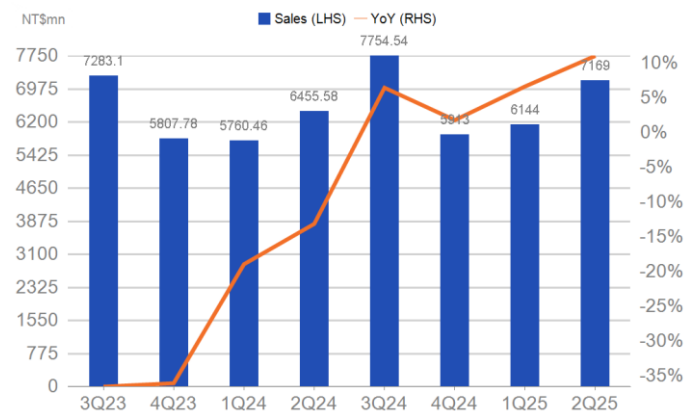
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 28：營收組成



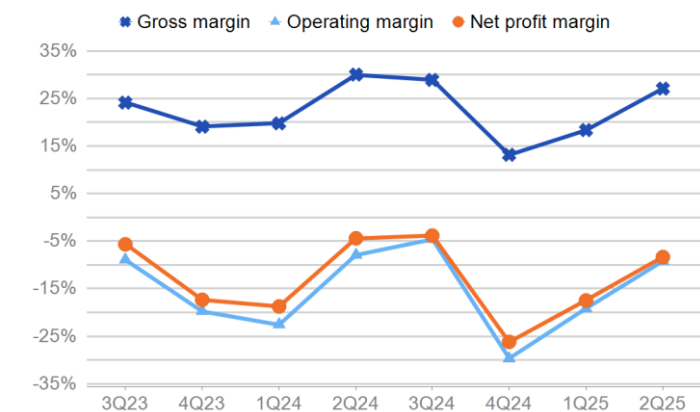
資料來源：公司資料

圖 29：營收趨勢



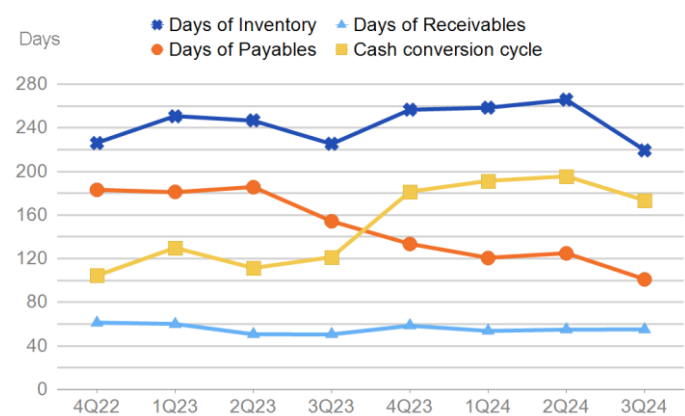
資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：毛利率、營益率、淨利率



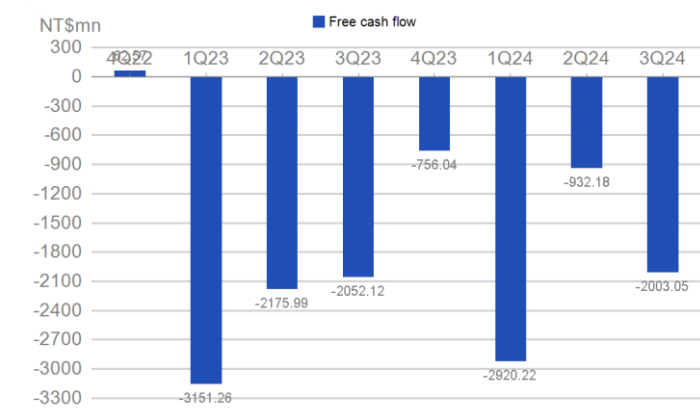
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：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 33：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 (2025/2/13)

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

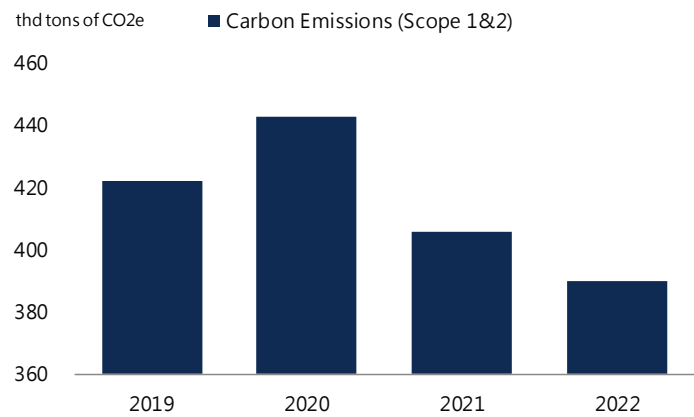
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

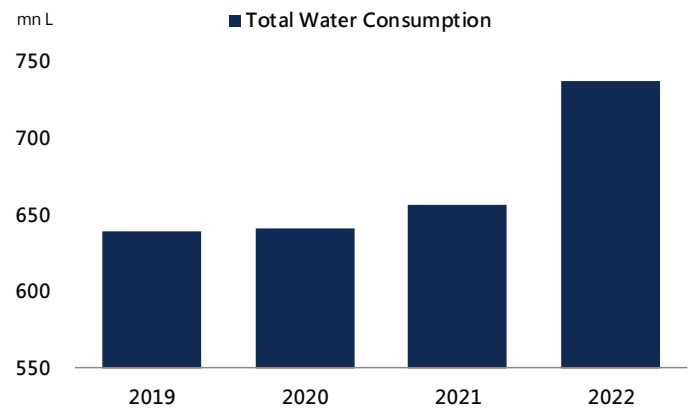
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 34：碳排放



資料來源：公司資料、Reuters

圖 35：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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	19,764	11,906	17,269	14,106	19,849
存貨	14,680	13,369	7,229	11,875	9,794
應收帳款及票據	4,749	3,051	4,041	5,174	6,091
其他流動資產	517	367	367	367	367
流動資產	39,710	28,692	28,906	31,522	36,101
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	37,982	41,498	41,877	41,642	41,192
無形資產	126	115	115	115	115
其他非流動資產	6,075	7,506	7,506	7,506	7,506
非流動資產	44,183	49,119	49,498	49,263	48,813
資產總額	83,893	77,811	78,404	80,786	84,915
應付帳款及票據	5,328	3,026	4,021	4,934	5,295
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	11,326	6,228	6,228	6,228	6,228
流動負債	16,653	9,254	10,249	11,162	11,523
長期借款	11,970	17,347	20,226	23,256	26,287
其他負債及準備	2,659	2,885	2,885	2,885	2,885
長期負債	14,629	20,231	23,111	26,141	29,172
負債總額	31,282	29,486	33,360	37,304	40,695
股本	18,558	18,558	18,558	18,558	18,558
資本公積	403	406	406	406	406
保留盈餘	32,807	27,640	24,356	22,794	23,531
什項權益	841	1,721	1,721	1,721	1,721
歸屬母公司之權益	52,610	48,325	45,041	43,479	44,216
非控制權益	1	1	2	3	3
股東權益總額	52,610	48,326	45,043	43,482	44,219

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	8,970	(1,699)	(3,283)	(1,561)	737
折舊及攤提	4,539	4,224	4,821	5,035	5,249
本期營運資金變動	(680)	2,184	6,145	(4,867)	1,525
其他營業資產及負債變動	(1,173)	(5,234)	0	0	0
營運活動之現金流量	11,656	(526)	7,684	(1,393)	7,511
資本支出	(9,869)	(7,610)	(5,200)	(4,800)	(4,799)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(470)	18	0	0	0
投資活動之現金流量	(10,339)	(7,592)	(5,200)	(4,800)	(4,799)
股本變動	(1)	0	0	0	0
本期負債變動	3,368	3,874	2,880	3,030	3,031
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,337)	(3,337)	0	0	0
其他調整數	(97)	(110)	0	0	0
融資活動之現金流量	(68)	427	2,880	3,030	3,031
匯率影響數	(50)	(168)	0	0	0
本期產生現金流量	1,199	(7,858)	5,363	(3,163)	5,743
自由現金流量	1,787	(8,135)	2,484	(6,193)	2,712

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	43,487	27,624	25,884	30,577	36,713
銷貨成本	(24,250)	(20,863)	(19,785)	(21,790)	(24,563)
營業毛利	19,238	6,761	6,099	8,787	12,150
營業費用	(9,869)	(9,168)	(10,023)	(10,518)	(11,209)
推銷費用	(1,794)	(1,645)	(1,626)	(1,901)	(1,993)
研究費用	(5,913)	(5,786)	(6,627)	(6,797)	(7,197)
管理費用	(2,162)	(1,732)	(1,770)	(1,820)	(2,018)
其他費用	0	(5)	0	0	0
營業利益	9,369	(2,407)	(3,924)	(1,731)	941
利息收入	129	247	191	152	183
利息費用	(236)	(351)	(392)	(294)	(315)
利息收入淨額	(107)	(104)	(202)	(143)	(132)
投資利益(損失)淨額	0	0	169	0	0
匯兌損益	700	110	87	0	0
其他業外收入(支出)淨額	330	517	323	167	195
稅前純益	10,292	(1,884)	(3,617)	(1,707)	1,004
所得稅費用	(1,323)	185	334	146	(267)
少數股權淨利	0	0	1	0	0
歸屬母公司之稅後純益	8,970	(1,700)	(3,284)	(1,562)	737
稅前息前折舊攤銷前淨利	15,041	2,600	(8,745)	(6,766)	(4,308)
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.84	(0.92)	(1.73)	(0.84)	0.40

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	(14.0)	(36.5)	(6.3)	18.1	20.1
營業利益	(15.3)	--	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	(15.7)	(82.7)	--	--	--
稅後純益	(25.0)	--	--	--	--
調整後每股盈餘	(25.0)	--	--	--	--
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	44.2	24.5	23.6	28.7	33.1
營業利益率	21.5	(8.7)	(15.2)	(5.7)	2.6
稅前息前淨利率	23.1	(8.1)	(15.2)	(5.7)	2.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.6	9.4	(33.8)	(22.1)	(11.7)
稅前純益率	23.7	(6.8)	(14.0)	(5.6)	2.7
稅後純益率	20.6	(6.2)	(12.7)	(5.1)	2.0
資產報酬率	11.2	(2.1)	(4.2)	(1.9)	0.9
股東權益報酬率	18.1	(3.4)	(7.3)	(3.6)	1.7
穩定/償價能力分析					
負債權益比 (%)	59.5	61.0	74.1	85.8	92.0
淨負債權益比(%)	(14.8)	11.3	6.6	21.0	14.6
利息保障倍數 (倍)	44.5	(4.4)	0	0	4.2
流動比率 (%)	238.5	310.1	282.0	282.4	313.3
速動比率 (%)	150.3	165.6	211.5	176.0	228.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(7,794)	5,441	2,957	9,150	6,438
調整後每股淨值 (NT\$)	28.35	26.04	24.30	23.45	23.85
評價指標 (倍)					
本益比	4.3	--	--	--	52.6
股價自由現金流量比	21.7	--	15.6	--	14.3
股價淨值比	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	2.6	14.9	--	--	--
股價營收比	0.9	1.4	1.5	1.3	1.1

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



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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.