

旺宏(2337)

Upgrade to BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇建彰 Steven Su
stevensu@masterlink.com.tw

評等

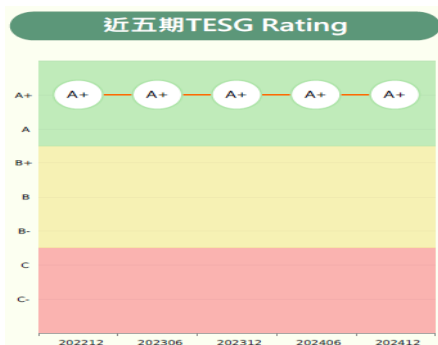
日期: 2025/2/14
目前收盤價 (NT\$): 20.9
目標價 (NT\$): 25
52 週最高最低(NT\$): 17.8-29.8
加權指數: 23399.41

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 18,558
市值 (NT\$/mn): 38,790
市值 (US\$/mn): 1,293
20 日平均成交量(仟股): 8,906
PER (2025): N.A
PBR (2025): 0.9
外資持股比率: 13.02
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	17.8	-5.0	-25.0
加權指數報酬率	4.1	2.4	7.4

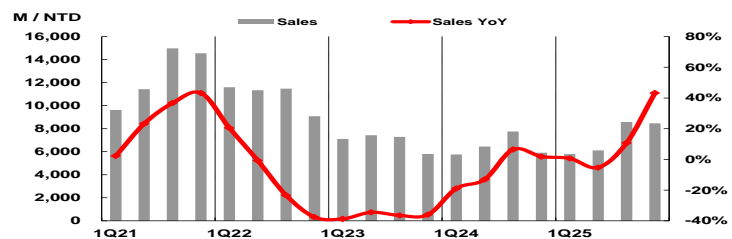
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	HOLD
目標價 (NT\$)	25	27
營業收入 (NT\$/mn)	28,959	30,993
毛利率 (%)	29.42	32.63
營益率 (%)	-4.86	-0.31
EPS (NT\$)	-0.57	0.06
BVPS(NT\$)	23.24	24.44



任天堂新機對營運助益即將顯現

- 4Q24 營收 59.1 億元(QoQ-23.7%)低於預期之 68.4 億元，受存貨跌價損失提列大增影響，毛利率 13.1%遠低於上季之 28.9%，營業虧損 17.53 億元，EPS -0.84 元低於預期之-0.26 元。展望 1Q25，因 ROM 仍處產業淡季，Flash 業務需求則預期持穩，估計 1Q25 營收 57.95 億元(QoQ-2%)，EPS -0.54 元。
- NOR 需求未如預期改善，4Q24 NOR 營收 QoQ-23%，4Q24 存貨 134 億元僅約當 3Q24。就 2024 年旺宏 NOR 各應用營收而言，AI 相關的電腦應用營收 YoY+32%最為強勁，消費性電子和通訊營收分別為 YoY+11%和 YoY+7%，至於大容量車用和 IMA 應用營收分別為 YoY+1%和 YoY-13%。展望 2025 年，預期 NOR 需求可望溫和成長，NOR 占存貨比重為 60%，公司今年首要目前為去化高額存貨，若存貨去化理想，先前提列高額存貨跌價損失將有回沖機會。
- 在 ROM 業務展望上，因 Switch 主機推出超過七年，且消費者等待 Switch 新機上市，加計 2024 年中增加以數位版為促銷活動，致使 2024 年 ROM 業務營收 YoY-40%，推估任天堂新機將於 2Q25-3Q25 上市，2H25 ROM 需求可望有較大幅度改善，並對於稼動率和毛利率產生正向助益。
- 預估 2025 年 EPS -0.57 元，考量任天堂新機上市為 2H25 帶來虧轉盈契機，評等由中立轉為買進，TP 25 元。

Exhibit 1: 營收與營收 YOY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標

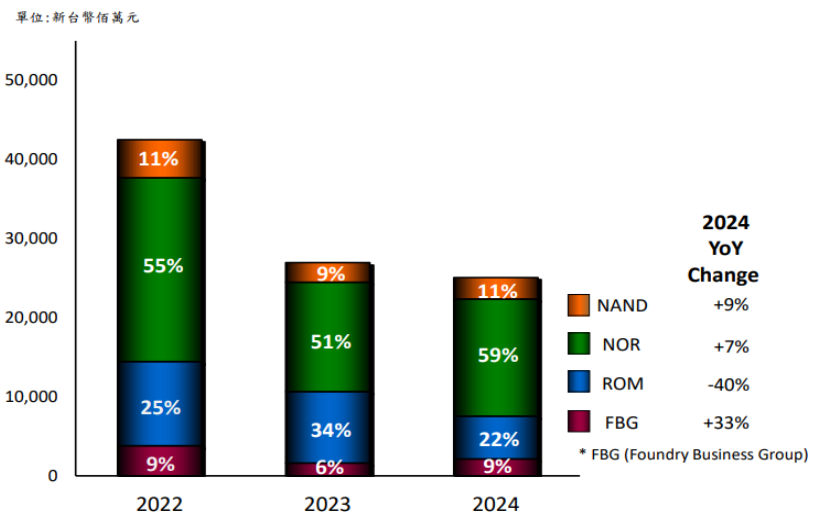


Sources: TEJ

旺宏為記憶體製造大廠，主要產品為 FLASH 與 ROM

旺宏目前有一座 8 吋廠和一座 12 吋廠，主要產品分為 SLC NAND Flash、NOR Flash、Mask ROM 與晶圓代工，NAND、NOR、ROM 與晶圓代工分別佔 2024 年營收比重 11%、59%、22%與 9%，為全球最大 ROM 生產商以及 NOR Flash 領導廠商，2025 年資本支出預計 30 億元低於去年之 54.2 億元。NOR FLASH 主要應用於消費性、PC、通訊、車用、工規、醫療和航太市場，旺宏於非 PC 和消費性應用占比逐年增加。ROM 主要應用於遊戲機市場，主要客戶為任天堂。晶圓代工由 8 吋廠生產，主要產品為 MCU、IoT、電源管理 IC 與類比 IC 等產品。此外，公司為了擴充 3D NAND 和先進 NOR 產能，分階段投入 415 億元擴充 12 吋廠產能一萬片。

旺宏產品組合



Source : Company

存貨跌價損失提列大幅影響毛利率，4Q24 EPS -0.84 元低於預期

四大產品線營收皆 QoQ 衰退，4Q24 營收 59.1 億元(QoQ-23.7%)低於預期之 68.4 億元，受存貨跌價損失提列大增影響，毛利率 13.1%遠低於上季之 28.9%，營業虧損 17.53 億元，稅後虧損 15.51 億元，EPS -0.84 元低於預期之-0.26 元。

旺宏 4Q24 營收獲利

NT\$m	3Q24	4Q24 (A)	4Q24 (E)	較預期相比	QOQ	YoY	累計 YOY
Net sales	7,755	5,913	6,840	-14%	-23.7%	1.8%	-6.3%
Margin %	28.9%	13.1%	28.7%				
Operating profit	(358)	(1,753)	(544)	222%	虧損擴大	虧損擴大	虧損擴大
Total non-op inc.	32	42	0				
Pre-tax profit	(325)	(1,710)	(544)				
Net profit	(296)	(1,551)	(489)	217%	虧損擴大	虧損擴大	虧損擴大
EPS	(0.16)	(0.84)	(0.26)				

Source : Company、Masterlink

ROM 仍處產業淡季，估計 1Q25 EPS -0.54 元

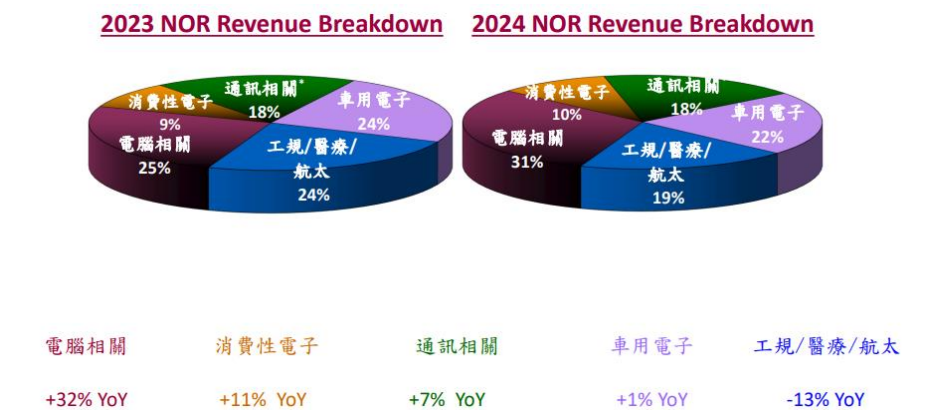
因 ROM 仍處產業淡季，Flash 業務需求則預期持穩，估計 1Q25 營收 57.95 億元(QoQ-2%)，因存貨跌價損失影響降低，且產品組合好轉，毛利率轉佳至 22.5%，稅後虧損 9.98 億元，EPS -0.54 元。

存貨去化為今年首要目標，任天堂新機上市可望大幅推升 ROM 需求

NOR 需求未如預期改善，4Q24 NOR 營收 QoQ-23%，4Q24 存貨 134 億元僅約當 3Q24 之 133.5 億元。就 2024 年旺宏 NOR 各應用營收而言，AI 相關的電腦應用營收 YoY+32%最為強勁，消費性電子和通訊營收分別為 YoY+11%和 YoY+7%，至於大容量車用和 IMA 應用營收分別為 YoY+1%和 YoY-13%。展望 2025 年，預期 NOR 需求可望溫和成長，NOR 占存貨比重為 60%，公司今年首要目前為去化高額存貨，若存貨去化理想，先前提列高額存貨跌價損失將有回沖機會。

至於在 ROM 業務展望上，因 Switch 主機推出超過七年，且消費者等待 Switch 新機上市，加計 2024 年中增加以數位版為促銷活動，致使 2024 年 ROM 業務營收 YoY-40%，推估任天堂新機將於 2Q25-3Q25 上市，2H25 ROM 需求可望有較大幅度改善，並對於稼動率和毛利率產生正向助益。

NOR Flash 於各應用營收成長性



Source : Company

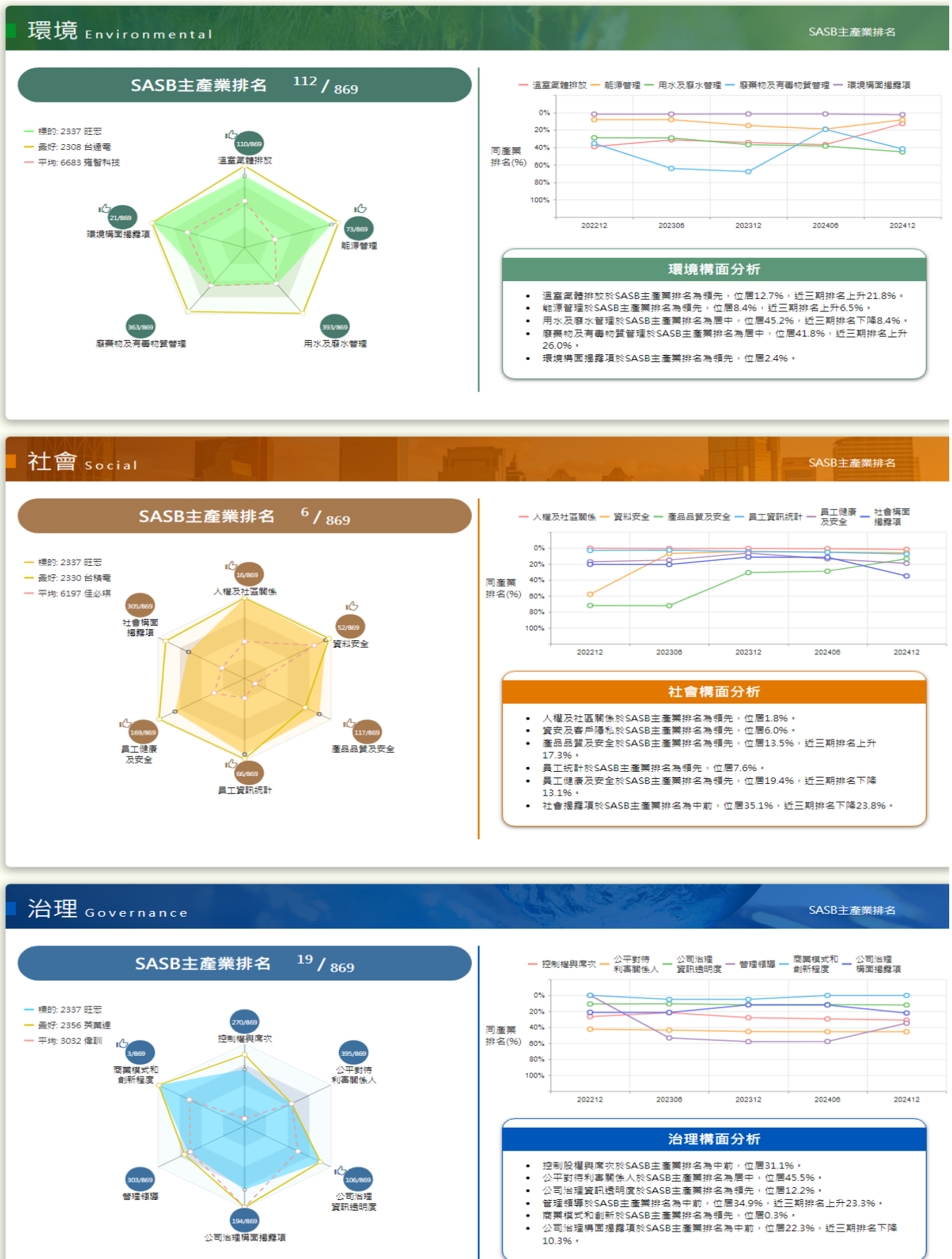
3D NOR 目標市場鎖定車用、工控和 5G 市場，2026 年可望貢獻營收

大容量 2-8Gb 3D NOR 成本相對 2D NOR 具競爭力，產品主要著墨於車用 ADAS、工控和 5G 等利基型市場，今年可望送樣客戶，預期 3D NOR 2026 年將開始挹注營收。

中立轉買進，目標價 25 元

預估 2025 年 EPS -0.57 元，考量任天堂新機上市為 2H25 帶來虧轉盈契機，評等由中立轉為買進，TP 25 元 (2025 PBR x 1.05)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 4 of 5

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	43,487	27,624	25,884	28,959		Cash	19,764	11,906	11,623	11,564	
COGS	24,250	20,863	19,785	20,440		Marketable securities	0	0	0	0	
Gross profit	19,238	6,761	6,099	8,519		A/R & N/R	4,749	3,051	3,982	4,455	
Operating expense	9,869	9,162	10,023	9,926		Inventory	14,680	13,369	13,413	13,187	
Operating profit	9,369	-2,402	-3,924	-1,407		Others	473	367	367	367	
Total non-operate. Inc.	923	523	378	230		Total current asset	39,666	28,692	29,385	29,573	
Pre-tax profit	10,292	-1,879	-3,546	-1,177		Long-term invest.	3,151	4,016	4,016	4,016	
Total Net profit	8,970	-1,699	-3,212	-1,059		Total fixed assets	37,982	41,498	42,062	40,022	
Minority	0	0	1	1		Total other assets	2,751	3,184	3,184	3,184	
Net Profit	8,970	-1,694	-3,213	-1,060		Total assets	83,893	77,811	78,648	76,796	
EPS (NT\$)	4.85	-0.92	-1.73	-0.57							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25F		Short-term Borrow	0	0	1,000	1,000	
Sales	(14.0)	(36.5)	(6.3)	11.9		A/P & N/P	5,328	3,026	3,597	3,716	
Gross profit	(8.6)	(64.9)	(9.8)	39.7		Other current liab.	11,197	6,104	5,321	4,410	
Operating profit	(15.3)	(125.6)	63.4	(64.1)		Total current liab.	16,525	9,130	9,919	9,127	
Pre-tax profit	(22.8)	(118.3)	88.7	(66.8)		L-T borrow s	0	0	4,935	4,935	
Net profit	(25.0)	(118.9)	89.7	(67.0)		Other L-T liab.	13,925	19,609	19,609	19,609	
EPS	(25.2)	(118.9)	89.1	(67.0)		Total liability.	31,282	29,486	34,462	33,670	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25F		Common stocks	18,558	18,558	18,558	18,558	
Gross	44.2	24.5	23.6	29.4		Reserves	0	0	0	0	
Operating	21.5	(8.7)	(15.2)	(4.9)		Retain earnings	33,808	29,519	25,627	24,567	
EBITDA	34.3	8.6	5.9	14.1		Total Equity	52,610	48,326	44,186	43,126	
Pre-tax	23.7	(6.8)	(13.7)	(4.1)		Total Liab. & Equity	83,893	77,811	78,648	76,796	
Net	20.6	(6.1)	(12.4)	(3.7)							

Comprehensive Quarterly Income Statement					Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	5,795	6,113	8,582	8,469	Net income	8,970	-1,694	-3,213	-1,060	
Gross profit	1,305	1,513	2,712	2,989	Dep & Amort	4,539	4,229	4,945	5,129	
Operating profit	-1,129	-932	180	474	Investment income	0	0	0	0	
Total non-ope inc.	20	140	70	0	Changes in W/C	-2,523	693	-404	-128	
Pre-tax profit	-1,109	-792	250	474	Other adjustment	670	-3,754	-1,502	-1,000	
Net profit	-998	-713	225	426	Cash flow – ope.	11,656	-526	-175	2,941	
EPS	-0.54	-0.38	0.12	0.23	Capex	-9,695	-7,609	-5,420	-3,000	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Net sales	0.6	(5.3)	10.7	43.2	Other adjustment	-644	17	247	0	
Gross profit	14.3	(21.8)	20.9	284.7	Cash flow –inve.	-10,339	-7,592	-5,173	-3,000	
Operating profit	(13.3)	82.1	(150.4)	(127.0)	Free cash flow	1,961	-8,135	-5,595	-59	
Net profit	(7.5)	149.1	(175.9)	(127.5)	Inc. (Dec.) debt	3,368	3,874	5,935	-3,000	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	Cash dividend	-3,337	-3,337	-927	0	
Net sales	(2.0)	5.5	40.4	(1.3)	Other adjustment	-99	-110	0	3,000	
Gross profit	68.0	15.9	79.3	10.2	Cash flow –Fin.	-68	427	5,008	0	
Operating profit	(35.6)	(17.4)	(119.3)	162.8	Exchange influence	-50	-168	57	0	
Net profit	(35.7)	(28.5)	(131.5)	89.4	Change in Cash	1,199	-7,858	-283	-59	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	Ratio Analysis					
Gross	22.5	24.7	31.6	35.3	Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Operating	(19.5)	(15.3)	2.1	5.6	ROA	11.17	-2.10	-4.11	-1.36	
Net	(17.2)	(11.7)	2.6	5.0	ROE	18.06	-3.36	-6.95	-2.43	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.