

存储芯片研究系列十二

旺宏：NOR Flash 涨价带动 Q2 毛利率提升，预计 Q3 价格平稳

分析师：许兴军



SAC 执证号：S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师：王亮



SAC 执证号：S0260519060001



021-60750632



gfwangliang@gf.com.cn

请注意，许兴军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **旺宏披露 20Q2 业绩，营收再创历史同期新高，毛利率连续两季快速提升。** 旺宏本季（Ended 2020/6/30）实现收入 93 亿新台币，QoQ+1.5%，YoY+24%，创历史 Q2 营收新高（2020Q1 和 H1 均为历史同期新高）；实现毛利率 35%，QoQ+4pct，YoY+8pct，连续两季度明显提升；实现营业利润 13.9 亿新台币，对应 15% 营业利润率，QoQ+3pct，YoY+9pct。
- **5G 基站应用和宅经济下电脑需求旺盛，抵消消费电子和汽车颓势。** 本季 ROM、NOR 和 NAND 占母公司营收比例分别为 34%、48% 和 11%。三大产品线延续 Q1 同比增长态势（ROM+44%，NOR+14%，NAND+17%），但增速水平有所下降。环比来看，ROM QoQ-11%，NAND QoQ-9%，NOR 维持环比增长+2%，主要得益于价格提升（字节出货量环比下降 6%）。从 NOR 的下游来看，电脑应用需求强劲 QoQ+15%，YoY+18%；5G 基站建设带动通讯应用需求 QoQ+5%（Q1 基数较高），YoY+26%；消费电子受疫情不利影响 QoQ-21%，YoY-25%；汽车领域 QoQ-19%，YoY-5% 系因汽车厂停工削弱对上游零件需求；工业/医疗/航天 QoQ+8%，YoY+37%。
- **Q2 稼动率维持满载，价格提升明显。** 下游需求畅旺带动工厂连续两季满载运行。从出货情况看，虽为下半年旺季备货但库存增加不明显（Q2 为 115 亿元，Q1 为 108 亿元，2019Q2 为 189 亿元，新台币），反映出货良好。公司 NOR 平均价格环比上涨约 8%（由收入和出货倒推计算），带动毛利率提升，符合公司上季预期。
- **Q3 NOR 价格指引持平，SLC NAND 价格承压。** 公司预计 Q3 其 NOR 价格持平，高容量产品或有涨价可能。SLC NAND 受消费电子需求低迷影响预计 Q3 价格下降，公司整体毛利率水平预计持平。对比上季预期，2020H2 价格指引边际调降，主要由于疫情持续、中美关系紧张、华为事件等影响下，行业需求不确定性增加。
- **NOR 继续主打高阶市场，19nm NAND 继续上量，3D NAND 进展顺利，6 英寸 Fab 计划关闭。** 公司 NOR 产品在汽车、通讯等高容量高品质领域具有传统优势，未来将继续推进研发，提升产品性能应对行业竞争。19nm 产品 Q2 占整体 NAND 收入个位数比例，预计下半年占比明显提升，带动单位成本下降。公司 2020 年资本开支预计 73 亿新台币，主要用于购买 3D NAND 研发设备，48 层 3D NAND 产品（256Gb）正在客户认证，192 层 3D NAND 产品预计 2022 年量产。公司预计 2021 年中关闭 6 英寸 Foundry 产线，聚焦 8/12 英寸厂运营。
- **投资建议：建议关注兆易创新、澜起科技。**
- **数据来源：** 旺宏官网、季报和法说会。
- **风险提示：** 新冠疫情带来供需两端不确定性，行业景气度变化风险等。

相关研究：

存储芯片研究系列十一：海力士：Q2 业绩大幅上涨，下半年价格存在短期调整压力

2020-07-27

存储芯片研究系列十：南亚科：Q2 量价齐升，Q3 指引平稳，下半年导入 10 纳米级试产

2020-07-12

存储芯片研究系列九：美光：疫情后资本开支计划收缩，Q3 整体展望乐观

2020-07-02

每日免费获取报告

1. 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
2. 定期分享**华尔街日报、金融时报、经济学人**；
3. 和群成员切磋交流，对接**优质合作资源**；
4. 累计解锁**8万+行业报告/案例，7000+工具/模板**

申明：行业报告均为公开整理，权利归原作者所有，
小编整理自互联网，仅分发做内部学习。

限时领取【行业资料大礼包】，回复“2020”获取

手机用户建议先截屏本页，微信扫一扫

或搜索公众号**“有点报告”**

回复<进群>，加入每日报告分享微信群



(此页只为需要行业资料的朋友提供便利，如果影响您的阅读体验，请多多理解)

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
兆易创新	603986	CNY	229.66	2020/04/29	买入	304.84	3.81	5.23	60.28	43.91	82.98	61.29	19.6	22.0
澜起科技	688008	CNY	87.77	2020/04/26	买入	103.78	0.96	1.54	91.43	56.99	117.08	65.54	12.9	17.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

表 1：旺宏近两年关键财务指标一览

单位：百万新台币	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
一、财务报表								
利润表								
收入	10,030	8,981	6,029	7,479	11,906	9,581	9,415	9,271
YoY	-4%	-15%	-33%	-16%	19%	7%	56%	24%
QoQ	13%	-10%	-33%	24%	59%	-20%	-2%	-2%
毛利	3,546	2,535	1,531	2,003	3,576	2,506	2,945	3,243
YoY	-12%	-45%	-60%	-50%	1%	-1%	92%	62%
QoQ	-12%	-29%	-40%	31%	79%	-30%	18%	10%
毛利率	35%	28%	25%	27%	30%	26%	31%	35%
运营利润	1,763	614	86	473	1,778	762	1,166	1,393
YoY	-16%	-77%	-96%	-78%	1%	24%	1262%	195%
QoQ	-18%	-65%	-86%	452%	276%	-57%	53%	19%
运营利润率	18%	7%	1%	6%	15%	8%	12%	15%
净利润	1,916	2,867	142	264	1,853	754	1,222	1,330
YoY	-10%	11%	-92%	-89%	-3%	-74%	761%	403%
QoQ	-18%	50%	-95%	86%	601%	-59%	62%	9%
净利率	19%	32%	2%	4%	16%	8%	13%	14%
归属于母公司的净利润	1,916	2,867	142	264	1,853	754	1,222	1,330
YoY	-10%	11%	-92%	-89%	-3%	-74%	761%	405%
QoQ	-18%	50%	-95%	86%	603%	-59%	62%	9%
归母净利率	19%	32%	2%	4%	16%	8%	13%	14%
资产负债表								
总资产	56,907	59,049	60,133	65,480	63,662	60,657	58,664	60,893
YoY	38%	34%	24%	23%	12%	3%	-2%	-7%
QoQ	7%	4%	2%	9%	-3%	-5%	-3%	4%
净资产	29,081	31,360	31,695	29,779	31,623	32,493	33,210	32,975
YoY	34%	27%	18%	10%	9%	4%	5%	11%
QoQ	7%	8%	1%	-6%	6%	3%	2%	-1%
资产负债率	49%	47%	47%	55%	50%	46%	43%	46%
存货	17,160	17,949	18,475	18,867	15,126	12,810	10,776	11,518
YoY	83%	82%	65%	32%	-12%	-29%	-42%	-39%
QoQ	20%	5%	3%	2%	-20%	-15%	-16%	7%
现金流量表								
经营性净现金流	1,061	4,280	249	396	881	3,017	1,876	2,255
YoY	-46%	8%	-88%	-85%	-17%	-30%	652%	470%
QoQ	-60%	303%	-94%	59%	123%	242%	-38%	20%
资本开支	1,381	1,151	2,603	4,216	4,247	1,722	849	894
YoY	110%	31%	74%	405%	208%	50%	-67%	-79%
QoQ	66%	-17%	126%	62%	1%	-59%	-51%	5%

数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

表 2：旺宏近两年分部营运指标一览

单位：百万新台币	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
三、其他信息								
ROM:64Gb及以上容量产品营收占比								
60%	72%	68%	76%	83%	73%	76%	73%	
Flash: Accumulative design-win case count								
3728	4068	4246	4467	4703	4872	5047	5586	
63%	63%	63%	67%	71%	74%	74%	74%	
Flash: 75nm以下制程产品占NOR营收								
High	23%	25%	30%	29%	30%	36%	36%	39%
Mid(32Mb-128Mb)	45%	43%	42%	40%	40%	38%	41%	36%
Low	32%	32%	28%	31%	30%	26%	23%	25%

数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

表 3：旺宏近两年分部营收一览

单位：百万新台币	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
二、收入分析								
按产品								
Flash	5,655	4,702	4,324	4,728	5,274	5,155	5,356	5,510
YoY			-32%	-28%	-7%	10%	24%	17%
QoQ			-14%	-17%	-8%	9%	12%	4%
ROM	3,788	3,838	1,234	2,154	5,979	3,923	3,496	3,113
YoY				-38%	40%	58%	2%	183%
QoQ			147%	1%	-68%	75%	178%	-34%
Foundry	580	446	453	594	651	498	562	623
YoY				-33%	-20%	12%	12%	24%
QoQ			-22%	-23%	2%	31%	10%	-24%
按终端市场（仅NOR Flash）								
电脑相关	23%	24%	22%	22%	23%	23%	20%	24%
YoY			-7%	-21%	-6%	-18%	8%	20%
QoQ			-5%	-12%	-16%	17%	9%	1%
消费性电子	21%	19%	18%	19%	21%	18%	16%	13%
YoY			-40%	-48%	-36%	-17%	-5%	7%
QoQ			6%	-23%	-13%	17%	22%	-14%
通讯相关	31%	32%	32%	34%	31%	34%	37%	38%
YoY			-16%	-25%	-6%	8%	4%	21%
QoQ			9%	-10%	-8%	20%	-3%	14%
车用电子	13%	13%	15%	13%	14%	14%	14%	11%
YoY			20%	-3%	0%	-5%	4%	20%
QoQ			7%	-16%	9%	-3%	18%	-3%
工机/医疗/航天	12%	12%	13%	12%	11%	11%	13%	14%
YoY					-19%	-25%	-11%	2%
QoQ					0%	0%	8%	-6%
							25%	8%

数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 1：旺宏Q2营运概况

2020年第二季營運概況

	2020第二季 經核閱	2020第一季 經核閱	2019第二季 經核閱	Bn:十億
營收淨額	NT\$ 9.3 Bn	NT\$ 9.4 Bn	NT\$ 7.5 Bn	
營業毛利率	35%	31%	27%	
營業淨利率	15%	12%	6%	

数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 2: 旺宏Q2合并综合损益表

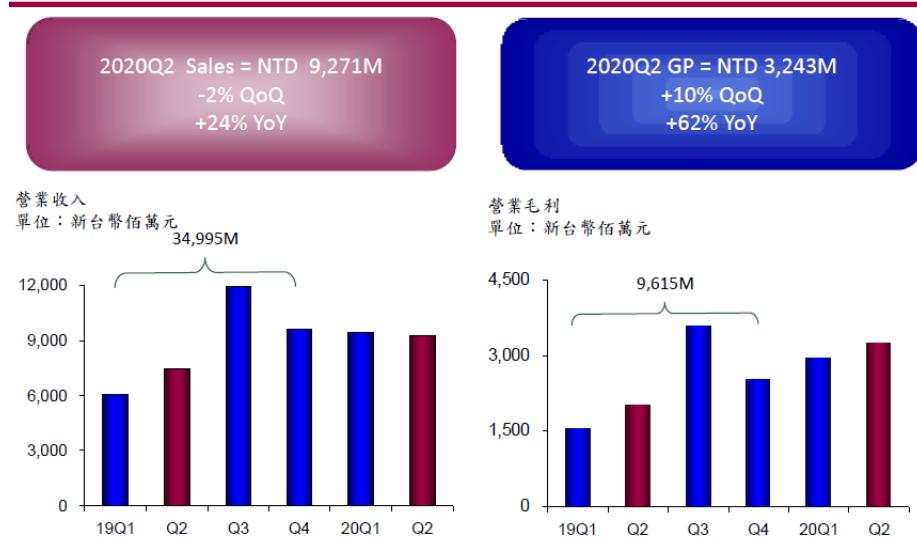
2020年第二季合併綜合損益比較表

單位：新台幣佰萬元 (每股盈餘為元)	2020/Q2 經核閱	2020/Q1 經核閱	2019/Q2 經核閱	QoQ Change	YoY Change
營業收入淨額	9,271	9,415	7,479	(1.5%)	24.0%
營業毛利	3,243	2,945	2,003	10%	62%
營業毛利率	35.0%	31.3%	27%	4ppt	8ppt
營業費用	(1,850)	(1,779)	(1,530)	4%	21%
營業淨利	1,393	1,166	473	19%	194%
營業淨利率	15%	12%	6%	3ppt	9ppt
營業外收(支)	8	60	(43)	-	-
稅前淨利	1,400	1,226	430	14%	225%
所得稅費用(利益)	71	4	166	-	-
本期淨利	1,330	1,222	264	9%	403%
其他綜合損益	560	(589)	22	-	-
本期綜合損益	1,890	633	286	198%	561%
淨利歸屬予					
本公司業主	1,330	1,222	264	9%	405%
非控制權益	(0)	(0)	1		
基本每股盈餘 -- NT\$	0.72	0.67	0.14	7%	414%
EBITDA	2,394	2,104	1,134		
流通在外加權平均股數	1,838	1,838	1,830		

数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 3: 旺宏季度营收和毛利变动

2020Q2 財務重要資訊



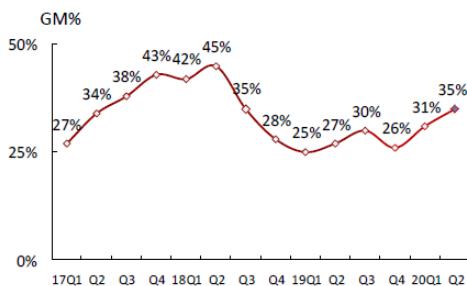
数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 4：旺宏季度毛利率和每股盈余变动

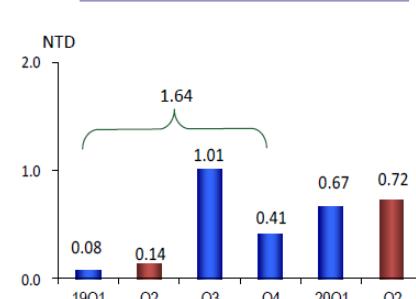
2020Q2 财务重要资讯

	2020Q2	2020Q1
營業毛利率	35%	31%
每股盈餘-- NT\$	0.72	0.67

營業毛利率



每股盈餘



数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 5：旺宏Q2合并资产负债表和现金流量表

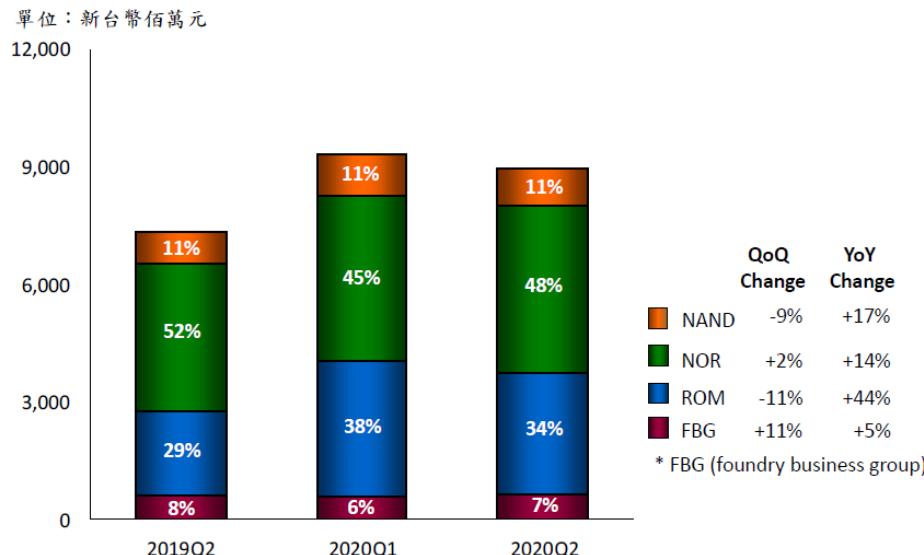
2020年第二季合併簡明資產負債表/現金流量資訊

單位：新台幣百萬元(每股淨值為元)	2020/06/30	2020/03/31	2019/06/30
	經核閱	經核閱	經核閱
現金及約當現金	9,890	9,059	11,520
存貨(淨額)	11,518	10,776	18,867
固定資產	29,639	29,021	24,728
總資產	60,893	58,644	65,480
短期應計息負債	3,711	3,276	3,668
長期應計息負債	9,584	10,620	9,370
總負債	27,918	25,435	35,702
股東權益	32,975	33,210	29,779
負債佔資產比率(%)	45.8%	43.4%	54.5%
每股淨值	17.78	18.07	16.20
	2020/Q2	2020/Q1	2019/Q2
折舊&攤銷	935	823	657
資本支出	(894)	(849)	(4,216)
營業活動淨現金流入	2,255	1,876	396

数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 6：旺宏Q2按产品营收分拆

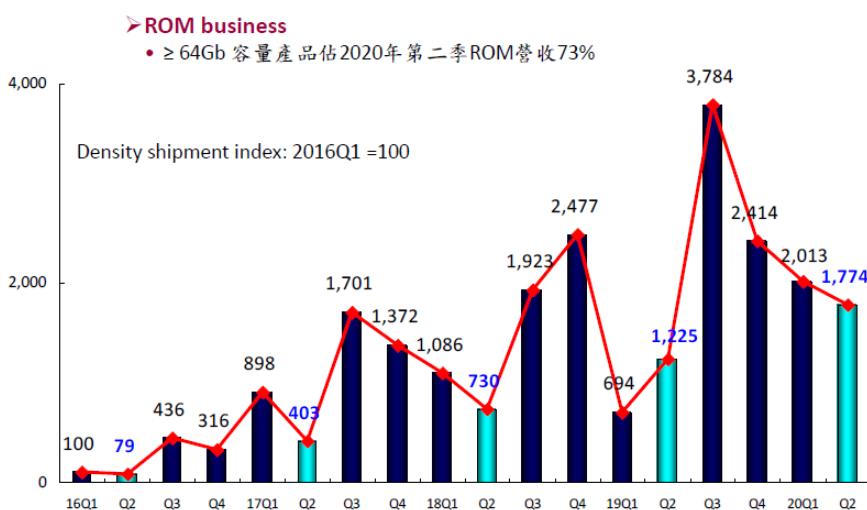
2020年第二季銷售額分析-產品別(母公司)



数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 7：旺宏ROM产品字节出货量

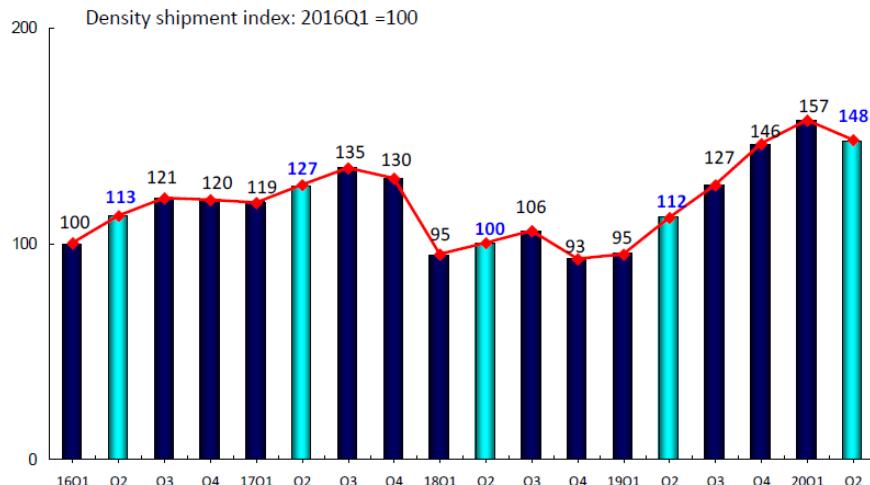
營運現況 - ROM



数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 8: 旺宏NOR Flash产品字节出货量

營運現況 - NOR Flash



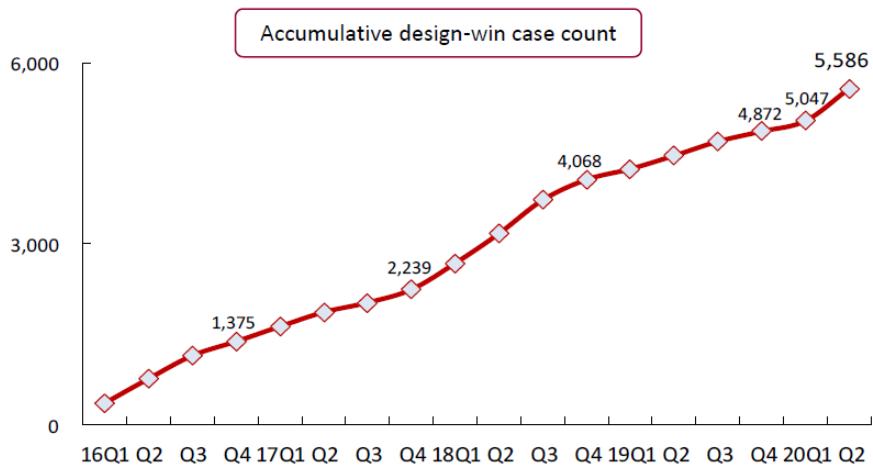
数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 9: 旺宏Flash产品累计design-win case

營運現況 - Flash

➤ Flash business

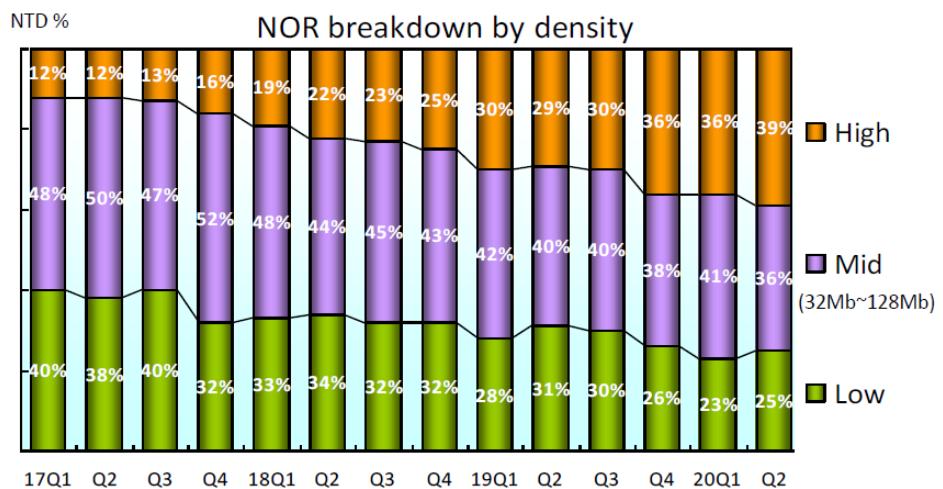
- ≤75nm 製程產品佔2020年第二季NOR營收74%



数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

图 10：旺宏NOR Flash按容量拆分的营收比重

營運現況 - NOR flash (母公司)

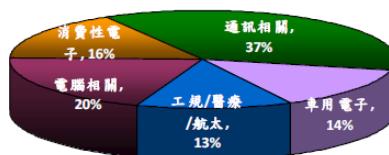


数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

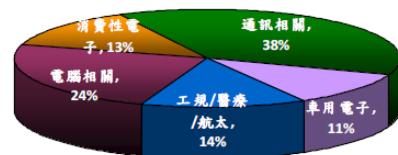
图 11：旺宏NOR Flash按产品应用拆分的营收比重

營運現況 - NOR Flash (母公司)

2020Q1 NOR 营收-产品应用



2020Q2 NOR 营收-产品应用



* 通訊相關:包含手機應用

2020Q2 NOR 营收分析-产品应用

電腦相關 +15% QoQ +18% YoY	消費性電子 -21% QoQ -25% YoY	通訊相關 +5% QoQ +26% YoY	車用電子 -19% QoQ -5% YoY	工規/醫療/航太 +8% QoQ +37% YoY
------------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

数据来源：旺宏官网及财报，广发证券发展研究中心

广发证券电子元器件和半导体研究小组

许 兴 军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富电子行业第一名。

王 亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。

彭 雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

王 昭 光：浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

蔡 锐 帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：(1) 本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；(2) 研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

有点报告社群

分享8万+行业报告/案例、7000+工具/模版；
精选各行业前沿数据、经典案例、职场干货等。



截屏本页，微信扫一扫或搜索公众号“有点报告”
回复<进群>即刻加入