



## 個股報告

# 旺宏(2337)

無懼疫情，營運改善趨勢不變

投資評等

目標價

**逢低買進**

**\$33.6**

前次投資建議：2020.4.30

「逢低買進」，目標價：\$ 44.6

報告日期：2020.07.30

研究員：劉冠明

### 摘要及調整原因

➢ 儘管下半年整體記憶體雜音漸增，短線股價動能不足，惟考慮目前評價偏低，且 19 奈米效應於 20H2 逐漸顯現，評等維持「逢低買進」，6 個月目標價由 44.6 元(2.2X 修正前 2020(F)PBR)，下修至 33.6 元(1.7X 修正後 2020(F)PBR)，潛在上漲空間 14.9%。

#### 基本資料

2020/07/29 收盤價：	29.25
股本(百萬股)	1,856
市值(NT\$ 百萬)	54,300
董監持股比例	2.82%
不受大股東控制股數(千張)	1,856

#### 近期股價表現

	個股表現	相對大盤
一週	-5.86%	-6.37%
一月	-3.47%	-9.91%
一季	-11.09%	-26.65%

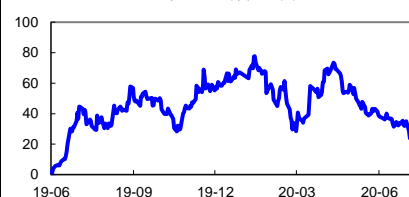
#### 法人持股

	持股比例
外資	9.76%
投信	0.36%
自營商	1.07%

#### 融資券餘額

(張數)	餘額
融資餘額	87,477
融券餘額	2,760

相對大盤股價表現(%)



#### 結論與建議

- 20Q2 受惠記憶體產品漲價與高密度產品占比提升，使毛利率提升至 35%，稅後 EPS 為 0.72 元(原估 0.83 元)，獲利較去年大幅成長，然庫存金額維持健康水準。
- 展望 20Q3，預期 NOR 及 SLC NAND 在中、低密度受疫情與競爭加劇影響需求且有價格壓力，ROM 則受惠進入旺季，仍為 Q3 旺季主要動能，預估營收為 105.4 億元，QoQ +13.7%，YoY -11.5%，毛利率受價格壓力與產品組合影響預估下滑至 32%，另估稅後 EPS 為 0.80 元，因基期因素，較去年獲利下滑。
- 考量疫情對消費性產品需求造成的影響，記憶體下半年價格與需求壓力顯現，下修今年營收預估至 387 億元 YoY+10.6%，下修約 5%，毛利率部分，隨庫存金額持續降低，預期今年將由庫齡損失將大幅縮小，預估毛利率為 32.8%，另估稅後 EPS 為 2.88 元，較前次法說估計 3.41 元，下修幅度達 15%，惟獲利仍較去年明顯成長。
- 旺宏目前股價約處 1.5X 20(F)PBR，處過去五年 0.8~4.3 倍偏下位置，儘管下半年整體記憶體雜音漸增，且獲利恐呈現年衰退，短線股價動能不足，惟考慮目前評價偏低，且 19 奈米效應於 20H2 逐漸顯現，長期 5G 發展有利高密度 NOR 需求，評等維持「逢低買進」，6 個月目標價由 44.6 元(2.2X 修正前 2020(F)PBR)，下修至 33.6 元(1.7X 修正後 2020(F)PBR)，潛在上漲空間 14.9%。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

### 簡要財務預估資訊

	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2018	369.5	8.1	65.1	13.1	89.9	63.0	4.89	59.8	1.0	32.6	3.8	2.2
2019	350.0	-5.3	31.0	-52.4	30.1	-66.5	1.64	-66.5	1.2	9.2	21.9	1.4
2020(F)	387.1	10.6	53.2	71.8	53.1	76.2	2.88	76.2	1.2	15.2	10.2	1.5

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

### 營運分析

#### 20Q2 EPS 0.72 元，毛利率表現優於預期

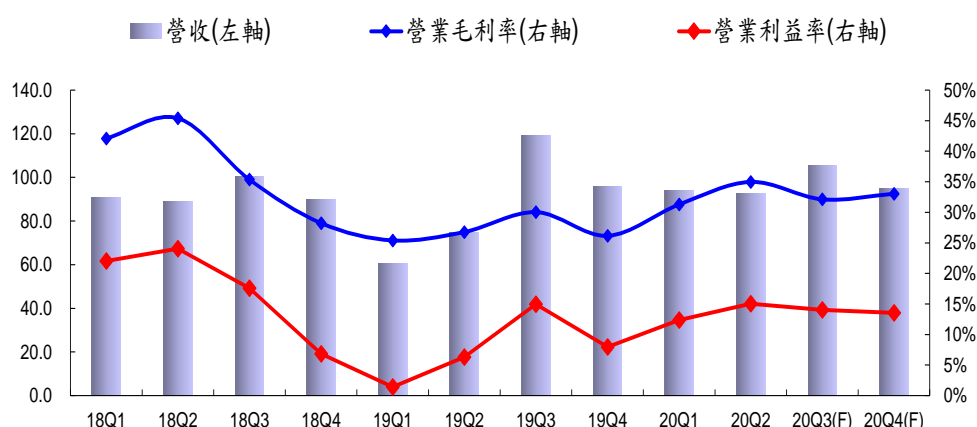
20Q1 稅後 EPS 0.72 元，不如前次預期，但毛利受惠產品組合改善與漲價效應，毛利率 35% 優於預期且達 19 年來新高

旺宏主要生產非揮發性記憶體積體電路(Mask ROM 及 NOR Flash)為主，是全球最大的 ROM 生產製造廠商，也是台灣最大的 NOR Flash 生產製造廠商。以產品別區分，20Q2 營收占比分別為 Flash (59%)、ROM(34%)、FBG(7%)。

20Q2 營收 92.7 億元 QoQ-1.5，YoY+24%，營運較上季小幅衰退，不如季前預期，主因為 NOR 受惠漲價營收較上季成長外，ROM 因基期偏高，而 Flash 則因疫情影響需求，皆較上季下滑。毛利率部分，本季庫齡損失 0.99 億、然受惠記憶體產品漲價與高密度產品占比提升，使毛利率提升至 35%，優於原先預期的 34%，達 2019 年以來新高，稅後淨利為 13.30 億元 QoQ+8.8%，YoY+405%，稅後 EPS 為 0.72 元(原估 0.83 元)，獲利較去年大幅成長，然庫存金額小幅提升至 115 億元，庫存維持健康水準。

圖一、旺宏 20Q2 毛利率達 2019 年來新高，獲利能力優於預期

旺宏各季營收及獲利走勢預估



資料來源：旺宏；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

### 20Q3 仍有旺季可期，價格穩定，預估 EPS 為 0.80 元

20Q2 展望樂觀，價格走升，毛利率可望持續走升，預估稅後 EPS 達 0.80 元，獲利較去年大幅成長，並較前次估計大幅上修

展望 20Q3，預期 NOR 在高密度的需求與價格保持穩定，然中、低密度受疫情與競爭加劇影響，預期仍有價格壓力，ROM 則受惠進入旺季，雖預期將較去年同期下滑，但仍為 Q3 旺季主要動能，而 FLASH 由於 SLC 部分需求應用於消費性電子，受疫情影響，預期價格恐有下滑壓力，預估營收為 105.4 億元，QoQ +13.7%，YoY -11.5%，毛利率部分，考量記憶體產品有價格壓力，加上 ROM 占比提升，不利毛利率，預估毛利率持續下滑至 32%，在旺季效應下，預估稅後淨利為 14.7 億元，QoQ+10.5%，YoY-20.7%，稅後 EPS 為 0.80 元(原估 1.06 元)，因基期因素，較去年獲利下滑。

表一、2020 年三大產品同步成長

旺宏產品線季營收與成長率預估

單位：百萬元

產品營收	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2(F)	20Q3(F)	20Q4(F)	2019	2020(F)
Flash	4,281	4,712	5,239	4,982	5,272	5,470	5,268	5,312	19,213	21,322
ROM	1,266	2,169	6,072	4,120	3,578	3,152	4,636	3,510	13,627	14,876
FBG	482	598	595	479	565	649	632	664	2,155	2,510
Total Sales	6,029	7,479	11,906	9,581	9,415	9,271	10,537	9,485	34,995	38,708
營收比重										
Flash	71%	63%	44%	52%	56%	59%	50%	56%	55%	55%
ROM	21%	29%	51%	43%	38%	34%	44%	37%	39%	38%
FBG	8%	8%	5%	5%	6%	7%	6%	7%	6%	6%
Total Sales	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QoQ										
Flash	0%	0%	0%	0%	6%	4%	-4%	1%	-	-
ROM	0%	0%	0%	0%	-13%	-12%	47%	-24%	-	-
FBG	0%	0%	0%	0%	18%	15%	-3%	5%	-	-
Total Sales	-33%	24%	59%	-20%	-2%	-2%	14%	-10%	-	-
YoY										
Flash	-32%	-28%	-5%	10%	23%	16%	1%	7%	-16%	11%
ROM	-37%	44%	54%	3%	183%	45%	-24%	-15%	19%	9%
FBG	-33%	-25%	2%	7%	17%	8%	6%	39%	-15%	16%
Total Sales	-33%	-16%	19%	7%	23%	24%	-12%	-1%	-5%	11%

資料來源：旺宏；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

**任天堂展望  
20Q2-21Q1的主機與  
遊戲軟體銷售同步下  
滑，恐不利旺宏 ROM  
下半年營收貢獻**

### 任天堂展望不佳，下半年 ROM 恐陷衰退

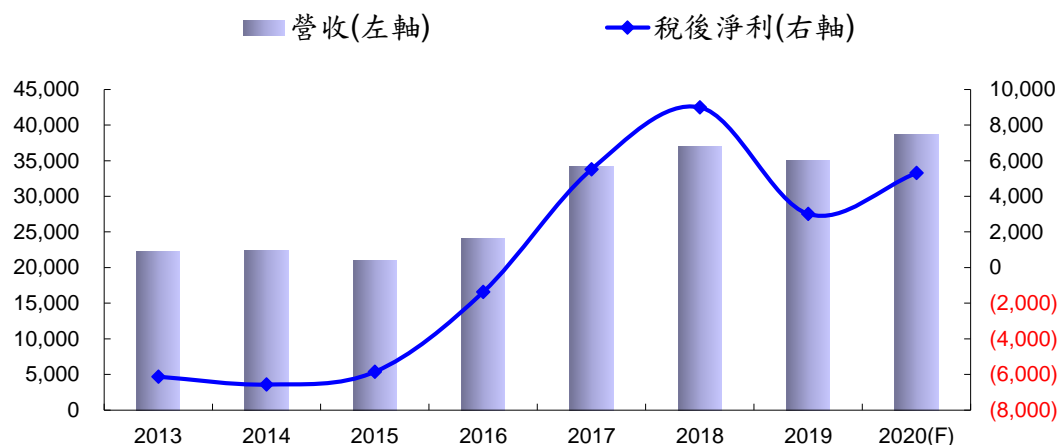
根據任天堂 5 月 7 日所公布之財報，儘管 20Q1 受惠居家娛樂與大作動物森友會使銷量成長，但展望 20Q2-21Q1，考量到疫情加上競爭對手將在今年陸續推出新的遊戲機 PS5 與 Xbox X，任天堂預期 Switch 主機銷量年減 10% 至 1,900 萬台及相關遊戲軟體年減 17% 至 1.4 億套。因此旺宏在上半年大幅成長下，下半年雖有旺季效應，但預期營收貢獻恐陷入年減，營收占比將不如往年旺季水準，惟 ROM 的毛利率低於平均，預期 ROM 貢獻下滑，有利產品組合優於去年同期。

**中、低容 NOR 與 SLC  
Nand 下半年價格與  
需求壓力顯現，加上  
ROM 任天堂展望不  
如預期，下修 EPS 至  
2.88 元**

### 下半年記憶體價格漸增，下修稅後 EPS 預估至 2.88 元

展望 2020 年，疫情對消費性產品需求造成的影響在下半年逐漸顯現，中、低容 NOR 與 SLC Nand 下半年價格與需求壓力顯現，加上 ROM 任天堂展望不如預期，下修今年營收預估至 387 億元 YoY+10.6%，下修約 5%，然長期而言，NOR FLASH 受惠 5G 需求持續發酵、旺宏持續往高密度發展，有利毛利率保持穩定；而 19nm Nand 下半年滲透將加速，不論是直接出貨或在 ROM 部分取代部分外購皆有利於毛利率，毛利率部分，隨庫存金額持續降低，預期今年將由庫齡損失將大幅縮小，預估毛利率為 32.8%，較 2019 年回升 10.6 個百分點，另估稅後淨利為 53.1 億元 YoY+76%，稅後 EPS 為 2.88 元，較前次法說估計 3.41 元，下修幅度達 15%，獲利較去年明顯成長。

圖二、2020 年獲利可望明顯回升  
旺宏各年度營收及獲利走勢預估



資料來源：旺宏；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。





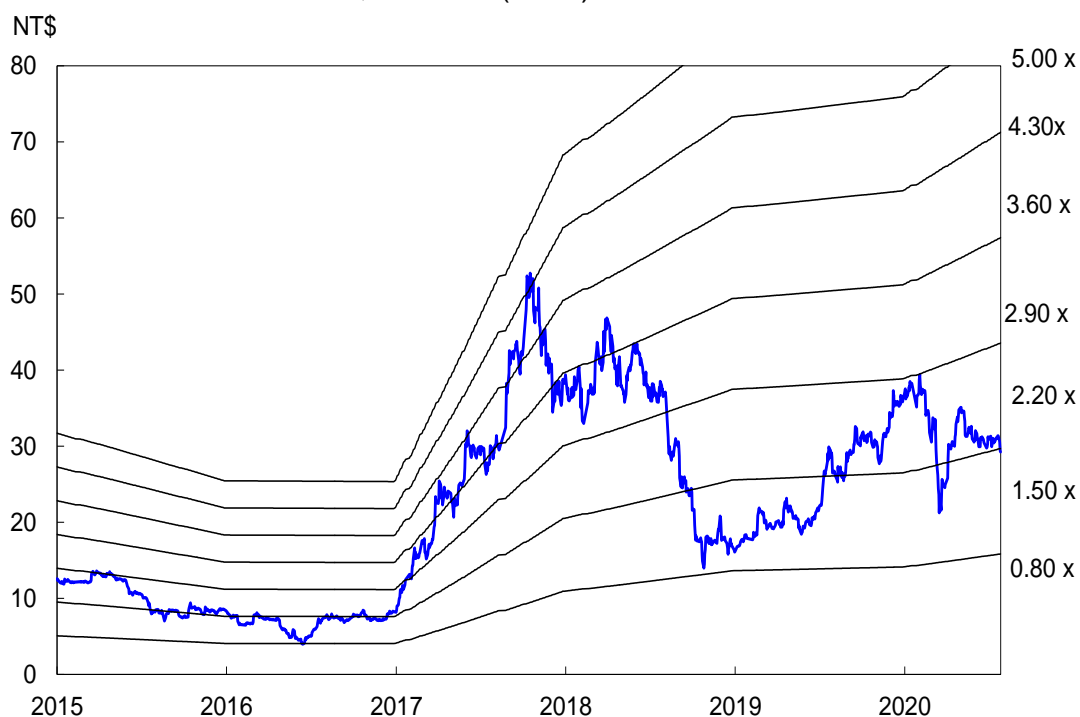
## 個股報告

今年產品價格看升，營運展望樂觀，且毛利改善趨勢未變，維持「逢低買進」評等

下半年雜音增多，然目前評價已低，維持「逢低買進」評等

旺宏目前股價約處 1.5X 20(F)PBR，處過去五年 0.8~4.3 倍偏下位置，儘管下半年整體記憶體雜音漸增，且獲利恐呈現年衰退，短線股價動能不足，惟考慮目前評價偏低，且 19 奈米效應於 20H2 逐漸顯現，長期 5G 發展有利高密度 NOR 需求，評等維持「逢低買進」，6 個月目標價由 44.6 元(2.2X 修正前 2020(F)PBR)，下修至 33.6 元(1.7X 修正後 2020(F)PBR)，潛在上漲空間 14.9%。

圖三、旺宏(2337) P/B Band



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

### 財務報表

#### 季度損益表

單位：新台幣百萬元

2337旺宏	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)
營業收入淨額	36,953	6,029	7,479	11,906	9,581	34,995	9,415	9,271	10,537	9,485	38,708
營業成本	23,027	4,498	5,476	8,330	7,075	25,379	6,470	6,028	7,152	6,351	26,001
營業毛利	13,926	1,531	2,003	3,576	2,506	9,616	2,945	3,243	3,384	3,134	12,707
營業費用											
推銷費用	1,495	336	310	409	474	1,530	383	387	434	408	1,612
管總費用	1,735	306	337	438	470	1,551	427	431	465	425	1,748
研究發展費用	4,187	803	884	949	963	3,599	969	979	1,006	1,015	3,970
營業費用合計	7,417	1,446	1,530	1,797	1,744	6,517	1,779	1,850	1,905	1,849	7,383
營業淨利(損)	6,509	86	473	1,779	762	3,099	1,166	1,393	1,479	1,285	5,324
營業外收支											
利息收入	46	12	37	42	46	137	10	10	20	20	60
利息支出	161	46	42	50	50	188	70	70	50	50	240
投資損益淨額	-	7	5	20	44	76	-	-	10	10	20
其他收支淨額	2,870	86	(43)	67	(208)	(98)	119	68	10	20	217
營業外收支淨額合計	2,755	59	-43	79	-168	-73	60	8	-10	0	58
稅前淨利	9,264	144	430	1,857	594	3,026	1,226	1,401	1,469	1,285	5,382
所得稅費用(利益)	272	2	165	4	-160	12	4	71	0	0	75
非常項目淨額	(0)	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0
稅後淨利	8,993	142	264	1,853	754	3,013	1,222	1,330	1,469	1,285	5,307
普通股股本	18,403	18,402	18,402	18,402	18,402	18,402	18,399	18,399	18,399	18,399	18,399
每股盈餘(元)	4.89	0.08	0.14	1.01	0.41	1.64	0.66	0.72	0.80	0.70	2.88
季成長分析(QoQ,%)											
營收成長率		-32.9	24.1	59.2	-19.5		-1.7	-1.5	13.7	-10.0	
營業毛利成長率		-39.6	30.8	78.5	-29.9		17.5	10.1	4.4	-7.4	
營業利益成長率		-86.1	452.5	276.1	-57.2		53.1	19.4	6.2	-13.1	
稅前淨利成長率		-95.4	198.1	331.9	-68.0		106.4	14.2	4.9	-12.5	
稅後淨利成長率		-95.1	86.0	601.8	-59.3		62.2	8.8	10.5	-12.5	
年成長分析(YoY,%)											
營收成長率	8.1	-33.5	-15.8	18.7	6.7	-5.3	56.2	24.0	-11.5	-1.0	10.6
營業毛利成長率	10.2	-59.9	-50.3	0.9	-1.2	-30.9	92.3	61.9	-5.4	25.1	32.1
營業利益成長率	13.1	-95.7	-77.9	0.9	24.1	-52.4	1,262.5	194.5	-16.8	68.7	71.8
稅前淨利成長率	67.3	-92.4	-81.6	-3.2	-80.9	-67.3	750.1	225.5	-20.9	116.3	77.8
稅後淨利成長率	63.0	-92.5	-88.7	-3.3	-73.7	-66.5	761.4	404.6	-20.7	70.5	76.2
獲利分析(%)											
營業毛利率	37.7	25.4	26.8	30.0	26.2	27.5	31.3	35.0	32.1	33.0	32.8
營業利益率	17.6	1.4	6.3	14.9	8.0	8.9	12.4	15.0	14.0	13.6	13.8
稅前淨利率	25.1	2.4	5.7	15.6	6.2	8.6	13.0	15.1	13.9	13.6	13.9
稅後淨利率	24.3	2.4	3.5	15.6	7.9	8.6	13.0	14.3	13.9	13.6	13.7
實質所得稅率	2.9	1.7	38.4	0.2	-26.9	0.4	0.3	5.1	0.0	0.0	1.4

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
流動資產			
現金及約當現金	13,612	8,725	13,195
存貨	17,949	12,810	11,529
應收帳款及票據	4,482	4,921	5,019
其他流動資產	638	433	442
<b>流動資產合計</b>	<b>36,680</b>	<b>26,890</b>	<b>30,185</b>
其他資產			
長期投資合計	0	0	0
固定資產	22,117	33,551	33,466
什項資產	254	219	237
<b>其他資產合計</b>	<b>22,372</b>	<b>33,770</b>	<b>33,702</b>
<b>資產總計</b>	<b>59,052</b>	<b>60,660</b>	<b>63,887</b>
流動負債			
應付帳款及票據	11,540	6,862	6,999
短期借款	3,335	4,817	4,408
什項負債	5,277	4,115	4,198
<b>流動負債合計</b>	<b>20,152</b>	<b>15,794</b>	<b>15,605</b>
長期負債			
長期借款	7,536	12,370	11,919
其他負債及準備	0	0	0
<b>長期負債合計</b>	<b>7,536</b>	<b>12,370</b>	<b>11,919</b>
<b>負債總計</b>	<b>27,688</b>	<b>28,164</b>	<b>27,524</b>
股東權益			
普通股股本	18,403	18,399	18,399
特別股股本	0	0	0
資本公積	-56	544	544
保留盈餘	14,078	14,685	17,804
其他項目	-1,061	-1,133	-384
<b>股東權益總計</b>	<b>31,363</b>	<b>32,496</b>	<b>36,363</b>
<b>負債與股東權益總計</b>	<b>59,052</b>	<b>60,660</b>	<b>63,887</b>

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
本期淨利	8,993	2,991	5,307
折舊及攤提	2,120	2,731	3,668
本期營運資金變動	-230	-936	1,391
其他營業資產及負債變動	-16	-23	20
<b>營業活動之淨現金流入(出)</b>	<b>10,867</b>	<b>4,763</b>	<b>10,385</b>
資本支出淨額	-6,954	-14,132	-3,556
本期長期投資變動	16	23	-20
其他資產變動	2,123	2	-44
<b>投資活動之淨現金流入(出)</b>	<b>-4,814</b>	<b>-14,107</b>	<b>-3,620</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>6,053</b>	<b>-9,343</b>	<b>6,765</b>
現金增資	123	-1,912	-2,188
本期負債變動	1,215	6,316	-859
其他長期負債變動	-2,412	53	752
<b>融資活動之淨現金流入(出)</b>	<b>-1,074</b>	<b>4,457</b>	<b>-2,296</b>
<b>本期現金與約當現金增加數</b>	<b>4,979</b>	<b>-4,887</b>	<b>4,470</b>
期初現金與約當現金餘額	8,633	13,612	8,725
<b>期末現金與約當現金餘額</b>	<b>13,612</b>	<b>8,725</b>	<b>13,195</b>

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2018	2019	2020F
<b>年成長率(%)</b>			
營業收入	8.1	-5.3	10.6
營業利益	13.1	-52.4	71.8
稅後純益	63.0	-66.5	76.2
<b>獲利能力分析(%)</b>			
營業毛利率	37.7	27.5	32.8
營業利益率	17.6	8.9	13.8
稅後純益率	24.3	8.6	13.7
資產報酬率	17.4	5.0	8.5
股東權益報酬率	N.A.	32.6	9.2
<b>償債能力分析</b>			
負債/股東權益(%)	33.8	51.7	44.9
流動比率(X)	1.8	1.7	1.9
<b>每股資料分析</b>			
每股盈餘(NT\$元)	4.9	1.6	2.9
本益比(X)	3.8	21.9	10.2
每股淨值(NT\$元)	17.5	18.1	19.8
股價淨值比(X)	2.2	1.4	1.5
每股現金股利(NT\$元)	1.0	1.2	1.2
現金股利殖利率(%)	5.9	3.3	3.1

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。