2026/10/28

記憶體

旺宏 (2337 TT)

調降評等(DG)

增加持股(Overweight)

新產能最快 2H27 才會開始加入營運

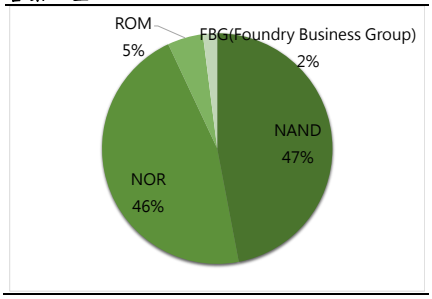
- **3Q26 毛利率增為 70.5%**
- **NOR 不是擴產重點，ROM 淡出遊戲機應用**
- **轉型朝 NOR 及 NAND/eMMC 雙軌並重**

潛在漲幅	11.7%
前日收盤價	103.00 元
目標價	115.00 元
前次目標價	170.00 元
前次評等	買進

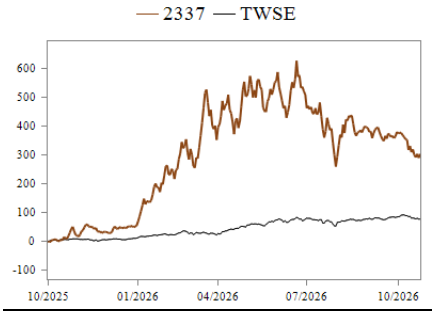
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	19,863
市值(億元)	2,046
目前每股淨值(元)	31.28
外資持股比(%)	22.53
董監持股比(%)	2.52

營業比重



個股與大盤走勢(%)



徐千智
Chienchih.hsu@ctbcsis.com

3Q26 財報略優於預期：旺宏 10/27 舉辦法說會，3Q26 受惠於 NAND 及 NOR 持續強勁成長，季營收增為 242.37 億元(QoQ+26.7%，YoY+195.1%)，因本季回轉存貨跌價損失約 7.5 億元(上季為 9 億多元)及報價持續大漲挹注，毛利率由前季 64.4%增為 70.5%，因認列獎酬費用，營業費用季增 23.9%，營業淨利為 129.32 億元(QoQ+44.2%)，業外合計收入降至 0.65 億元，稅前淨利為 130.00 億元(QoQ+41.3%)，稅後 EPS 由前季 3.89 元增為 5.51 元，略優於我們預估的 5.26 元。

淡出 ROM 產品，專注高價格 NOR 應用市場：3Q26 底庫存金額增加 17.81 億元至 115.37 億元，主要是在製品增加。3Q26 產品線方面，NAND 營收占比持續增為 47%(季增 39%)，主要是 SLC NAND 及廣泛供應 eMMC 所挹注，eMMC 營收貢獻季增 27%。NOR 占比 46%(季增 21%)，資料中心對 NOR 需求持續成長，容量也由 512Mb 往 1Gb 甚至 2Gb 提升，車用及高品質應用需求非常穩定，公司在本月推出 3D NOR 產品，預計 1~2 年內推出 2Gb、4Gb 等高容量產品。ROM 因產能排擠及轉移，出貨量逐漸減少。8 吋 Foundry 代工因為產能轉去支援生產 NOR，使代工業務受限。

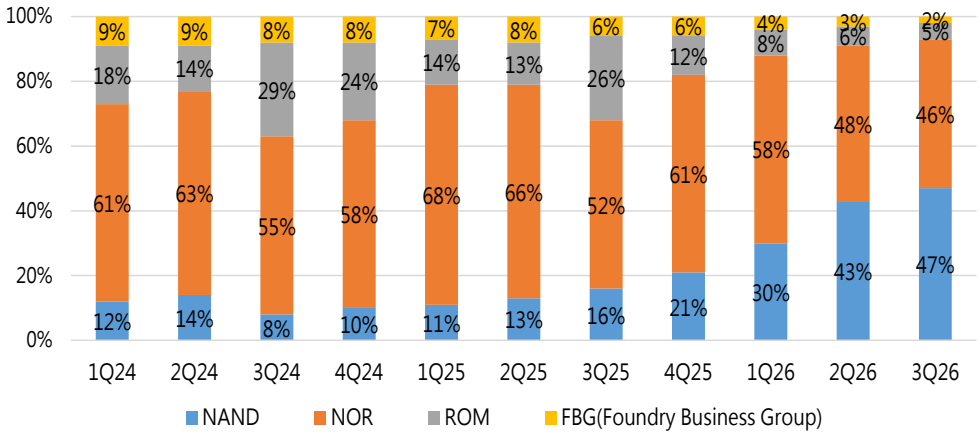
資本支出規劃不變，機台陸續自 2H26 開始裝機：公司維持原先規劃 220 億元(全投入 NAND(含 eMMC)產能擴充)及追加 158 億元(將 12 吋廠辦公室及倉庫空間挪出，其中 110 億元購置設備，30 億元廠務相關，其餘購置測試設備，使 12 吋月產能增加 4,000~5,000 片)資本支出計畫。由於機台陸續於 2H26 進駐，預計要到 2H27 才會進入量產階段及發揮擴產效益，在此之前產能增加有限。

雖然公司營運仍將受惠於大廠退出低容量 eMMC 及 96 層 3D NAND 產品在 2027 年量產而成長，但考量 NOR 市場競爭激烈及新產能挹注時間點延後，目標價調整為 115.0 元(以 2027 年 PERx3.5 倍)，因潛在上漲空間降至 11.7%，故投資建議由買進下調至增加持股。**風險因子**：eMMC 市場供給增加，使 MLC NAND 報價下跌。

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	43,487	27,624	25,883	28,880	79,882	140,214
營業毛利淨額	19,238	6,761	6,099	5,131	52,160	95,514
營業利益	9,369	-2,407	-3,924	-3,698	37,886	76,609
稅後純益	8,970	-1,700	-3,214	-3,308	32,473	65,460
公告基本 EPS(元)	4.85	-0.92	-1.73	-1.77	--	--
調整後 EPS(元)	4.83	-0.92	-1.73	-1.71	16.34	32.96
營業收入 YoY(%)	-14.01%	-36.48%	-6.30%	11.58%	176.60%	75.53%
稅後純益 YoY(%)	-25.02%	--	--	--	--	101.59%
本益比	6.48	-33.46	-11.45	-22.29	6.30	3.13
本淨比	1.11	1.18	0.84	1.66	2.41	1.40
股息(元)	1.80	0.50	0.00	0.00	6.54	13.18
殖利率(%)	5.16%	1.82%	0.00%	0.00%	6.35%	12.80%
ROE(%)	18.06%	-3.37%	-6.96%	-7.37%	49.69%	56.64%

3Q26 產品線以 NAND 成長最大，季增 39%：觀察公司產品線組合(見圖表一)，NAND(包含 eMMC)持續成長最顯著，季增高達 39%，年增 768%，營收占比增為 47%。NOR 占比雖然降至 46%，但營收仍季增 21%，年增 158%，公司表示 NOR 出貨量衰退，並非 NOR 需求放緩，是主動將有限的產能調配轉移至 eMMC/NAND。NOR 各應用中，電腦相關季增 19%、消費性電子季增 13%、通訊(季增 22%)、工規/醫療/航太季增 48%、車用電子季增 7%。ROM 表現持穩，季增 9%，年減 39%，占比續降至 5%，主要是因受產能排擠，公司計畫將淡出 ROM 市場。FBG 業務占比降至 2%，季減 10%，年減 5%，主因產能轉換支援生產 NOR，限制 8 吋晶圓代工業務。

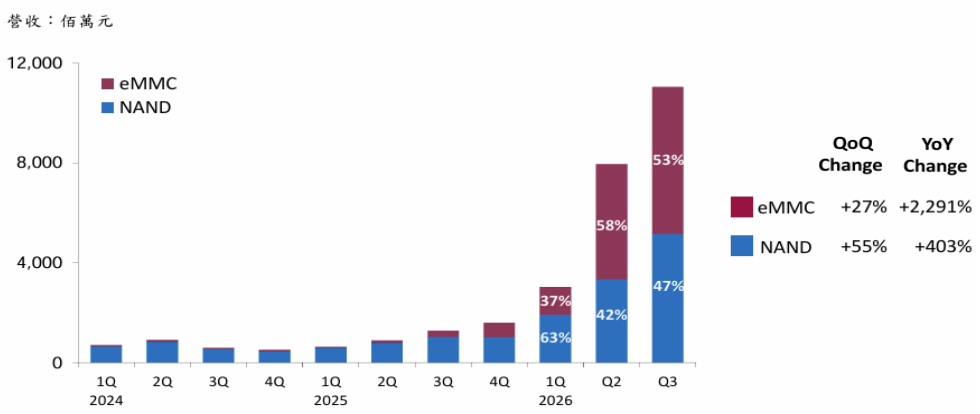
圖表一、各產品線營收占比



資料來源：公司，中信投顧整理

eMMC 在 3Q26 營收季增 27%，年增 2,291%：由於國際大廠逐漸退出 SLC NAND 及低容量 eMMC 市場，在極度缺貨下，報價持續大漲，使 NAND 在 3Q26 營收季增 55%，年增 403%(見圖表二)，其中 eMMC 營收貢獻季增 27%，年增 2,291%，公司表示目前 eMMC 仍嚴重供不應求，2027 年起 96 層 3D NAND 將成為公司 eMMC/NAND 主力生產製程，其獲利能力與毛利率遠優於目前 2D 製程。

圖表二、NAND 季度營收表現



資料來源：公司

圖表三、季度財報與預估差異

損益表（單位：百萬元）	3Q26					4Q26(F)				
	實際數	中信預估	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	24,237	22,223	9.1%	24,871	-2.5%	26,051	24,847	4.8%	29,395	-11.4%
營業毛利	17,086	15,687	8.9%	17,331	-1.4%	18,483	17,803	3.8%	21,094	-12.4%
營業利益	12,932	12,195	6.0%	13,660	-5.3%	14,053	14,232	-1.3%	17,118	-17.9%
稅前純益	12,997	12,286	5.8%	14,169	-8.3%	14,147	14,326	-1.2%	18,135	-22.0%
稅後淨利	10,945	10,443	4.8%	11,870	-7.8%	12,020	12,177	-1.3%	14,773	-18.6%
EPS(元)	5.51	5.26	4.8%	5.98	-7.8%	6.05	6.13	-1.3%	7.44	-18.6%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	70.5%	70.6%	-0.1 ppts	69.7%	0.8 ppts	71.0%	71.7%	-0.7 ppts	71.8%	-0.8 ppts
營益率	53.4%	54.9%	-1.5 ppts	54.9%	-1.6 ppts	53.9%	57.3%	-3.3 ppts	58.2%	-4.3 ppts
稅後淨利率	45.2%	47.0%	-1.8 ppts	47.7%	-2.6 ppts	46.1%	49.0%	-2.9 ppts	50.3%	-4.1 ppts

資料來源：Cmoney、Bloomberg，中信投顧整理

圖表四、年度財報與預估差異

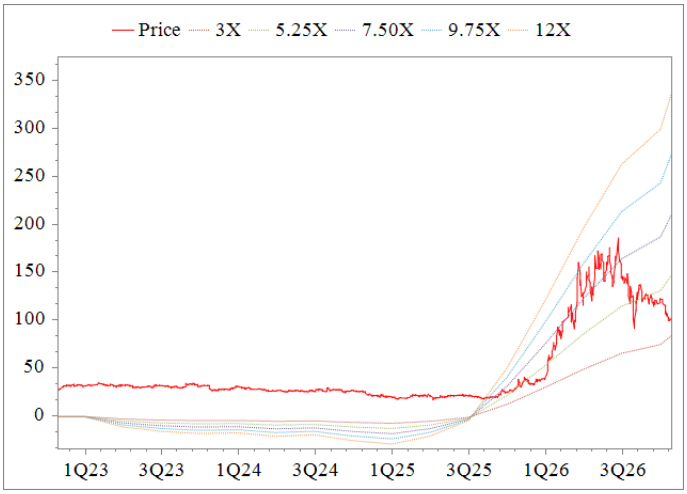
損益表（單位：百萬元）	2026(F)					2027(F)				
	調整後	調整前	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	79,882	76,664	4.2%	85,601	-6.7%	140,214	142,357	-1.5%	161,786	-13.3%
營業毛利	52,160	50,082	4.2%	56,250	-7.3%	95,514	93,421	2.2%	115,654	-17.4%
營業利益	37,886	37,327	1.5%	42,857	-11.6%	76,609	78,622	-2.6%	99,332	-22.9%
稅前純益	38,411	37,878	1.4%	43,488	-11.7%	77,035	79,118	-2.6%	100,223	-23.1%
稅後淨利	32,473	32,128	1.1%	37,242	-12.8%	65,460	67,250	-2.7%	89,937	-27.2%
EPS(元)	16.34	16.17	1.0%	18.75	-12.8%	32.96	33.86	-2.7%	45.28	-27.2%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	65.3%	65.3%	0.0 ppts	65.7%	-0.4 ppts	68.1%	65.6%	2.5 ppts	71.5%	-3.4 ppts
營益率	47.4%	48.7%	-1.3 ppts	50.1%	-2.6 ppts	54.6%	55.2%	-0.6 ppts	61.4%	-6.8 ppts
稅後淨利率	40.7%	41.9%	-1.3 ppts	43.5%	-2.9 ppts	46.7%	47.2%	-0.6 ppts	55.6%	-8.9 ppts

資料來源：Cmoney、Bloomberg，中信投顧整理

2026/10/28

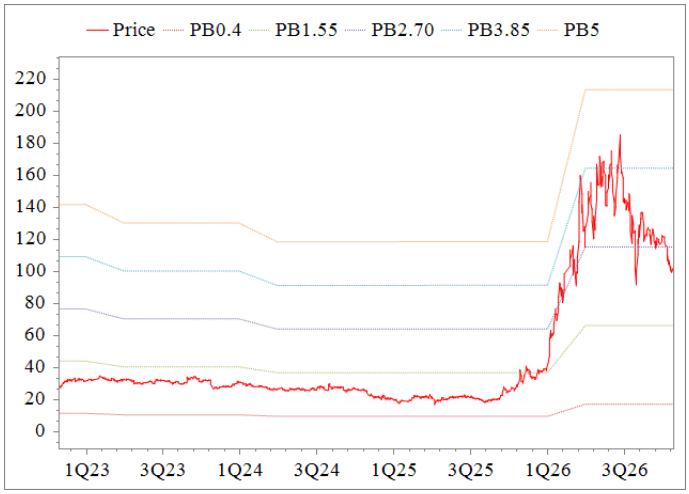
(百萬元)	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
營業收入	10,469	19,125	24,237	26,051	27,155	30,568	36,603	45,888
營業成本	6,198	6,805	7,152	7,568	7,967	9,840	11,497	15,395
營業毛利	4,271	12,320	17,086	18,483	19,188	20,728	25,106	30,492
營業費用	2,339	3,352	4,153	4,430	4,271	4,639	4,900	5,095
營業利益	1,933	8,968	12,932	14,053	14,917	16,089	20,206	25,397
營業外收支淨額	134	232	65	94	92	91	96	147
稅前純益	2,066	9,200	12,997	14,147	15,009	16,180	20,302	25,544
所得稅	287	1,464	2,052	2,127	2,255	2,433	3,051	3,837
稅後純益	1,776	7,732	10,945	12,020	12,754	13,748	17,251	21,708
調整後 EPS(元)	0.89	3.89	5.51	6.05	6.42	6.92	8.68	10.93
毛利率(%)	40.80%	64.42%	70.49%	70.95%	70.66%	67.81%	68.59%	66.45%
營業利益率(%)	18.46%	46.89%	53.36%	53.94%	54.93%	52.63%	55.20%	55.35%
稅後純益率(%)	16.96%	40.43%	45.16%	46.14%	46.97%	44.97%	47.13%	47.31%
營業收入								
QoQ(%)	35.45%	82.68%	26.73%	7.49%	4.24%	12.57%	19.74%	25.37%
YoY(%)	70.58%	181.27%	195.07%	237.06%	159.39%	59.84%	51.02%	76.14%
營業利益								
QoQ(%)	--	364.02%	44.21%	8.67%	6.15%	7.86%	25.59%	25.69%
YoY(%)	--	--	--	--	671.86%	79.41%	56.24%	80.72%
稅後純益								
QoQ(%)	--	335.41%	41.55%	9.83%	6.11%	7.79%	25.48%	25.83%
YoY(%)	--	--	--	--	618.20%	77.80%	57.62%	80.60%

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

2026/10/28

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2Q26
資產總計	83,893	77,811	77,876	78,500	96,446
流動資產	39,710	28,692	29,254	29,425	43,838
現金及約當現金	19,764	11,906	11,623	14,913	22,295
應收帳款與票據	4,749	3,051	3,339	4,315	10,751
存貨	14,680	13,369	13,406	9,813	9,756
採權益法之投資	--	--	--	--	--
不動產、廠房設備	37,982	41,498	41,874	38,549	37,118
負債總計	31,282	29,486	33,897	32,693	34,502
流動負債	16,653	9,254	10,320	12,404	18,583
應付帳款及票據	2,586	2,039	2,177	2,460	3,010
非流動負債	14,629	20,231	23,576	20,289	15,918
權益總計	52,610	48,326	43,980	45,808	61,944
普通股股本	18,559	18,558	18,558	18,573	19,813
保留盈餘	32,807	27,640	23,478	20,130	29,638
母公司業主權益	52,610	48,325	43,977	45,802	61,932
負債及權益總計	83,893	77,811	77,876	78,500	96,446

損益表

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	27,624	25,883	28,880	79,882	140,214
營業成本	20,863	19,784	23,749	27,722	44,700
營業毛利淨額	6,761	6,099	5,131	52,160	95,514
營業費用	9,168	10,023	8,829	14,275	18,905
營業利益	-2,407	-3,924	-3,698	37,886	76,609
EBITDA	2,353	1,449	1,677	43,938	83,917
業外收入及支出	523	378	64	525	426
稅前純益	-1,884	-3,546	-3,633	38,411	77,035
所得稅	-185	-334	-328	5,931	11,575
稅後純益	-1,700	-3,214	-3,308	32,473	65,460
公告基本 EPS(元)	-0.92	-1.73	-1.77	--	--
調整後 EPS(元)	-0.92	-1.73	-1.71	16.34	32.96

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2Q26
營業活動現金	11,656	-526	-175	4,838	7,839
稅前純益	10,292	-1,884	-3,546	-3,633	9,200
折舊及攤銷	4,539	4,224	4,857	5,094	1,263
營運資金變動	-2,205	707	-488	2,874	-4,756
其他營運現金	-970	-3,572	-998	504	2,131
投資活動現金	-10,339	-7,592	-5,173	-1,724	-479
資本支出淨額	-9,695	-7,609	-5,392	-1,839	-476
長期投資變動	0	87	244	144	0
其他投資現金	-644	-70	-25	-30	-3
籌資活動現金	-68	427	5,008	396	-973
長借/公司債變動	3,368	3,874	5,562	518	-542
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,337	-3,337	-927	0	0
其他籌資現金	-99	-110	373	-122	-431
淨現金流量	1,199	-7,858	-282	3,289	6,325
期初現金	18,565	19,764	11,906	11,623	15,969
期末現金	19,764	11,906	11,623	14,913	22,295

資料來源：中信、CMoney

比率分析

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-36.48%	-6.30%	11.58%	176.60%	75.53%
營業毛利淨額	-64.86%	-9.78%	-15.87%	916.57%	83.12%
營業利益	--	--	--	--	102.21%
稅後純益	--	--	--	--	101.59%
獲利能力分析(%)					
毛利率	24.47%	23.56%	17.77%	65.30%	68.12%
EBITDA(%)	8.52%	5.60%	5.81%	55.00%	59.85%
營益率	-8.71%	-15.16%	-12.80%	47.43%	54.64%
稅後純益率	-6.15%	-12.41%	-11.44%	40.65%	46.69%
ROE(%)	-3.37%	-6.96%	-7.37%	49.69%	56.64%

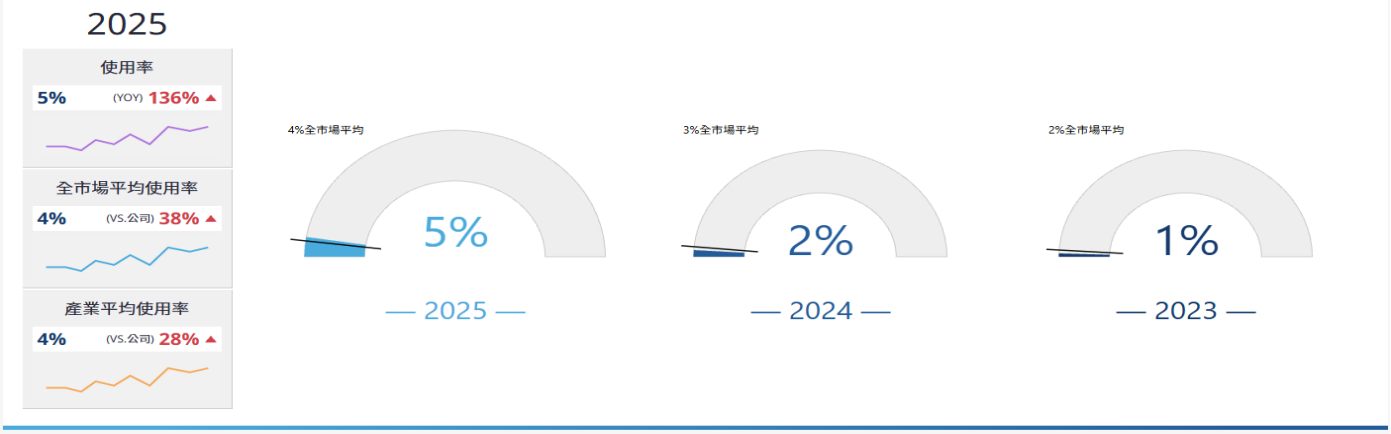
2026/10/28

ESG 資訊-環境保護(Environmental)

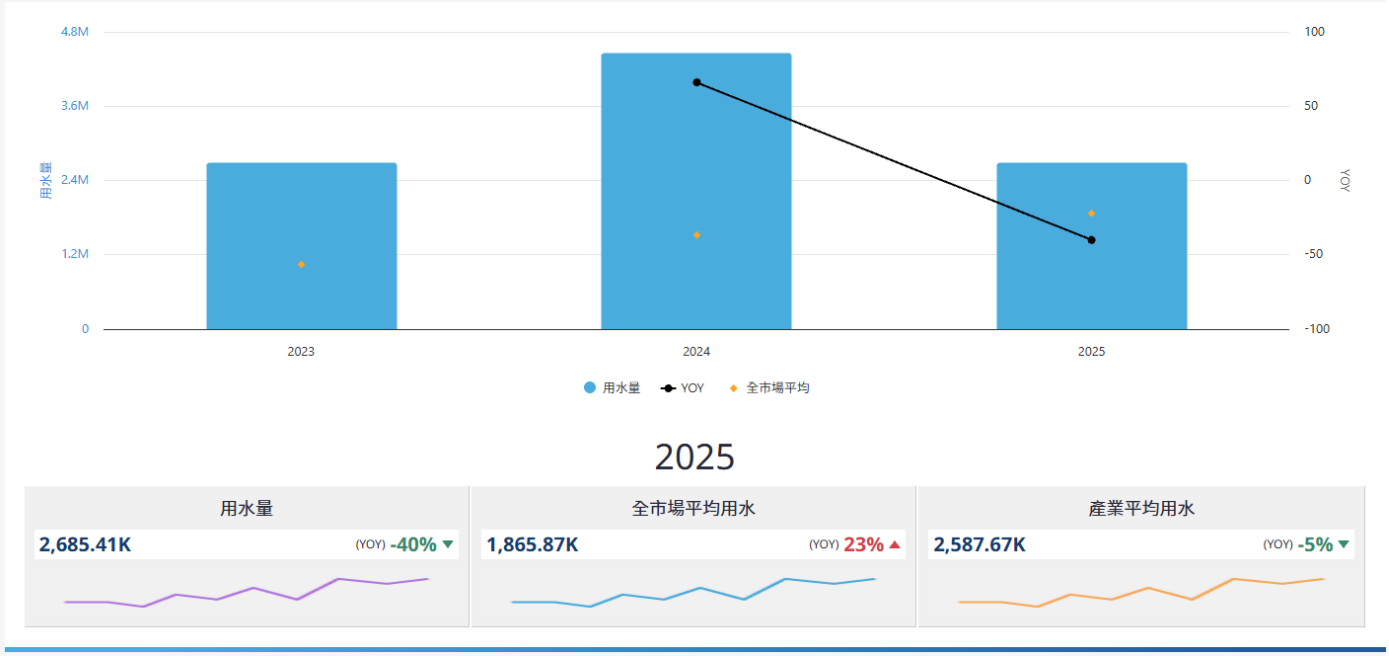
溫室氣體(範疇一/二)排放量



再生能源使用率

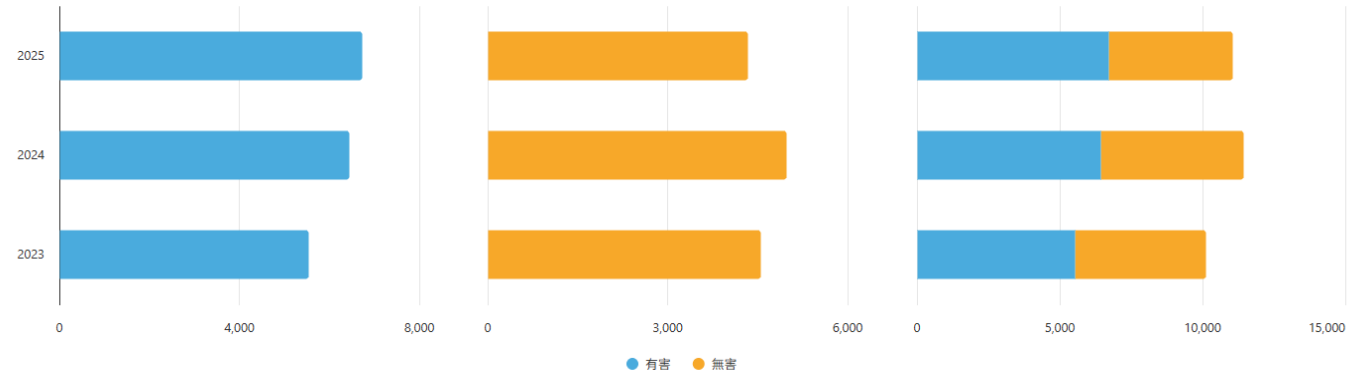


用水量



2026/10/28

廢棄物量



2025

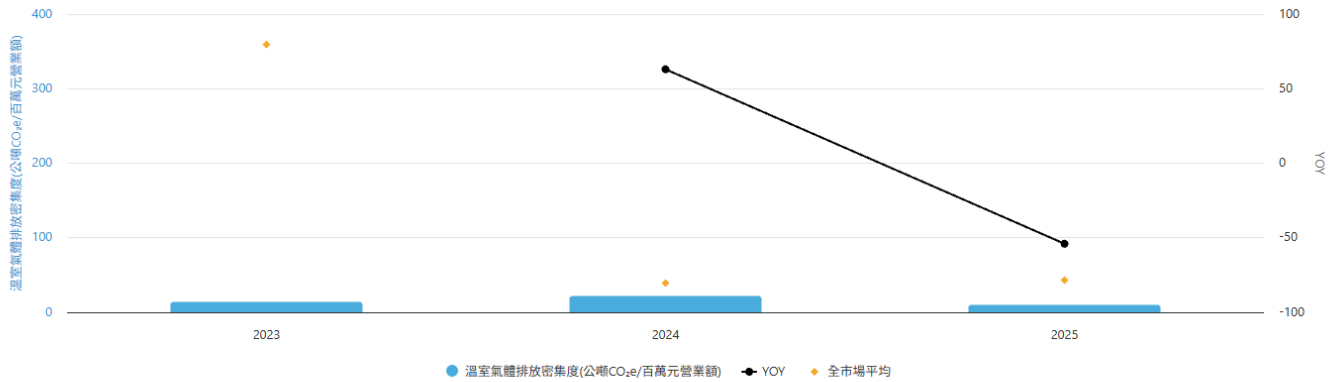
有害	無害	總量
6.73K (YOY) 4% ▲	4.34K (YOY) -13% ▼	11.07K (YOY) -13% ▼

密集度

2025

溫室氣體排放密集度	用水密集度	廢棄物密集度
10.1	92.985	0.383

溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)



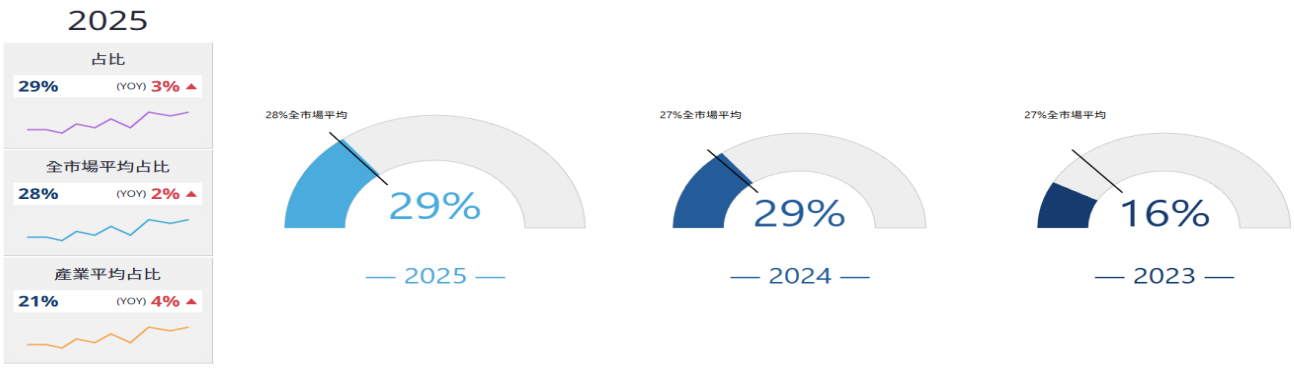
2025

溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)	全市場平均溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)	產業平均溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)
0.01K (YOY) -54% ▼	0.04K (YOY) 10% ▲	0K (YOY) -45% ▼

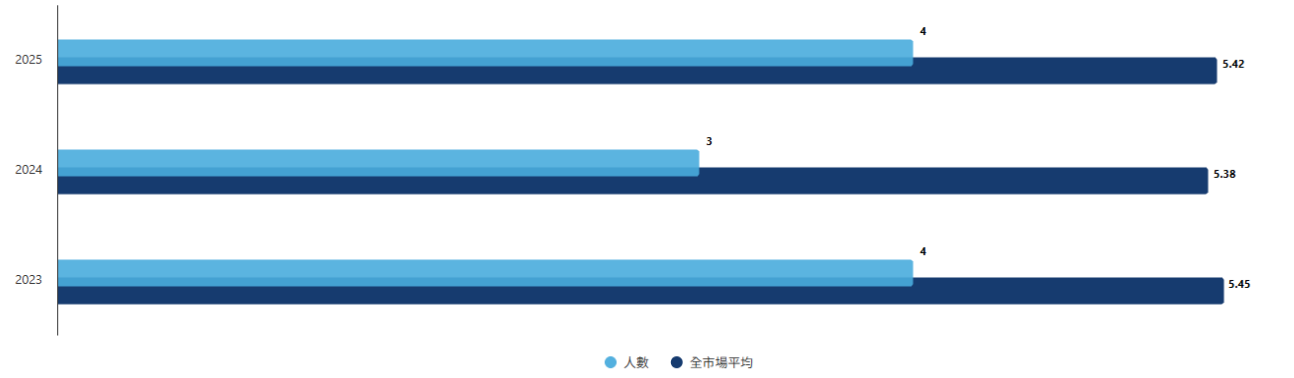
2026/10/28

ESG 資訊-社會責任(Social)

管理職女性主管占比



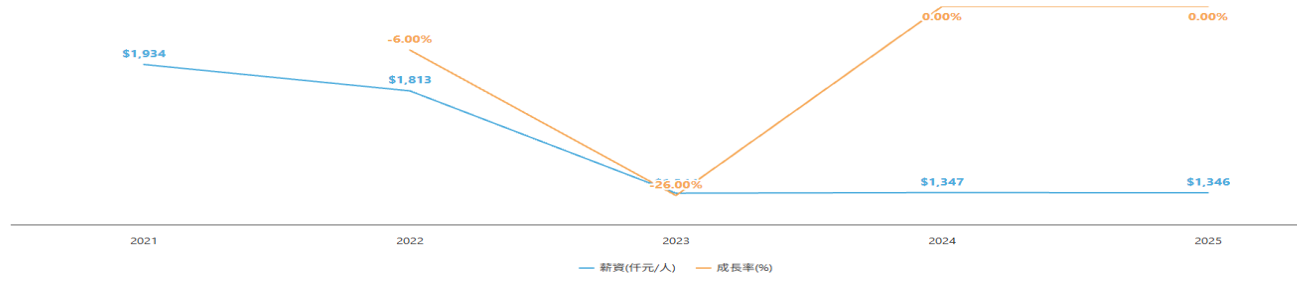
職業災害人數



2025

人數	全市場平均人數	產業平均人數
4 (YOY) 33% ▲	5 (VS.公司) 1% ▲	3 (VS.公司) -3% ▼

員工薪資年度趨勢

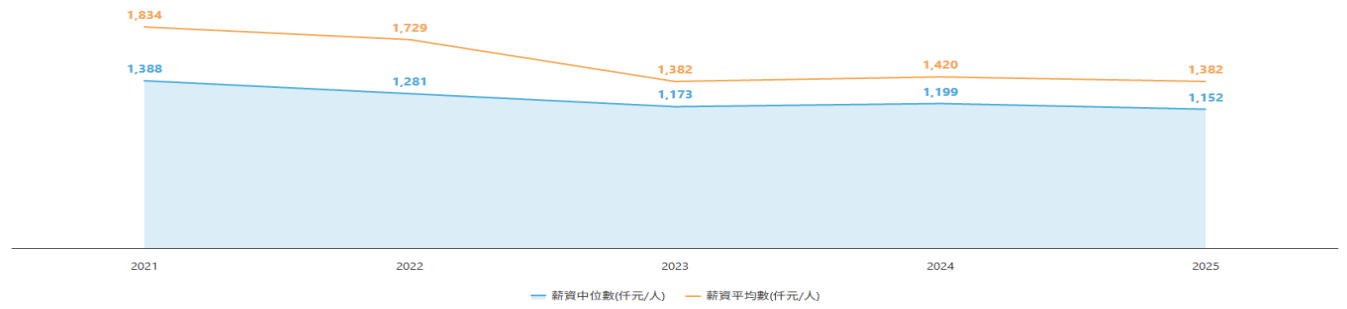


2025

員工薪資平均數	與去年同期比	與同產業薪資比
1,346	0%–	-47.84%

2026/10/28

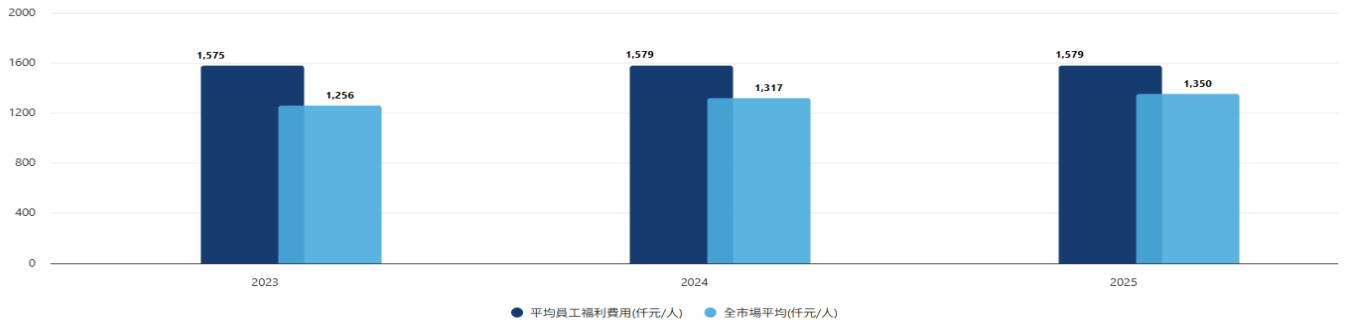
非擔任主管職務之全時員工薪資



2025

平均數	中位數	差異%
1,382 (YOY) -3%	1,152 (YOY) -4%	0% (YOY) 11%

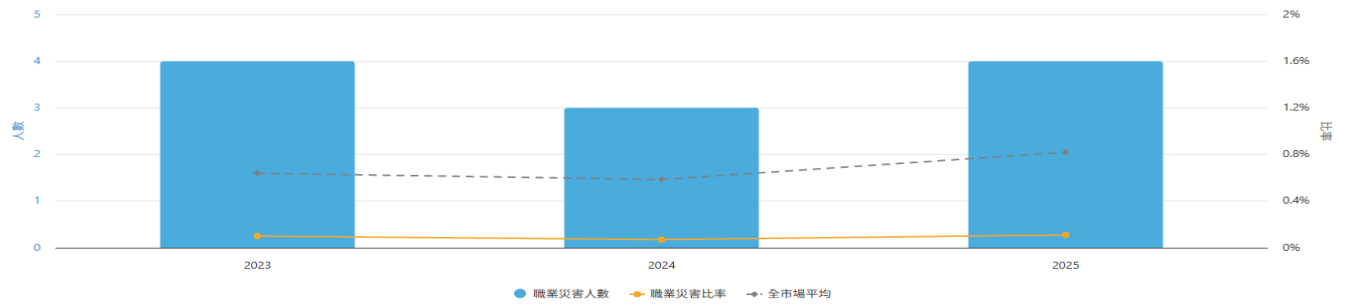
平均員工福利費用



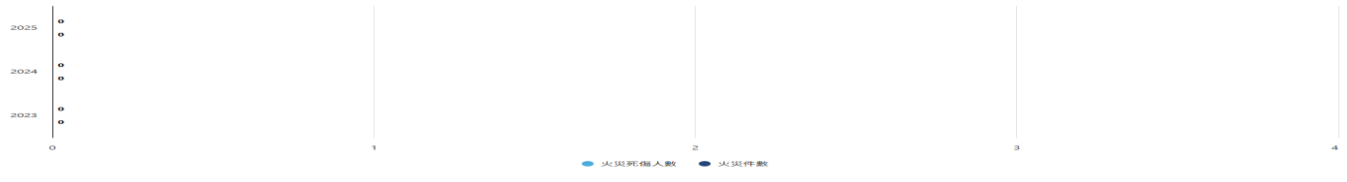
2025

平均福利	全市場平均福利	產業平均福利
1,579 (YOY) 0%	1,350 (YOY) 3%	2,841 (YOY) 13%

職業災害人數與比率



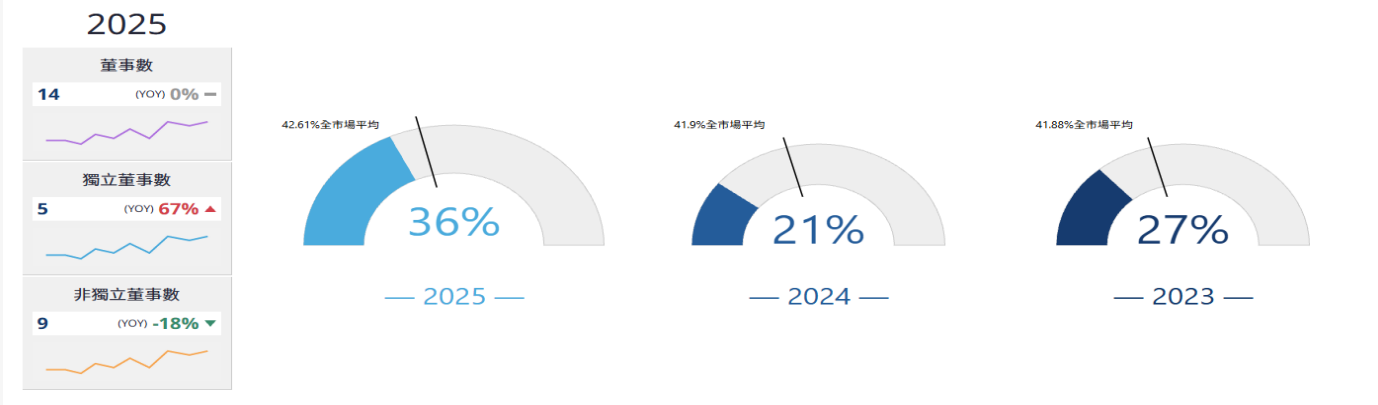
火災件數與死傷人數



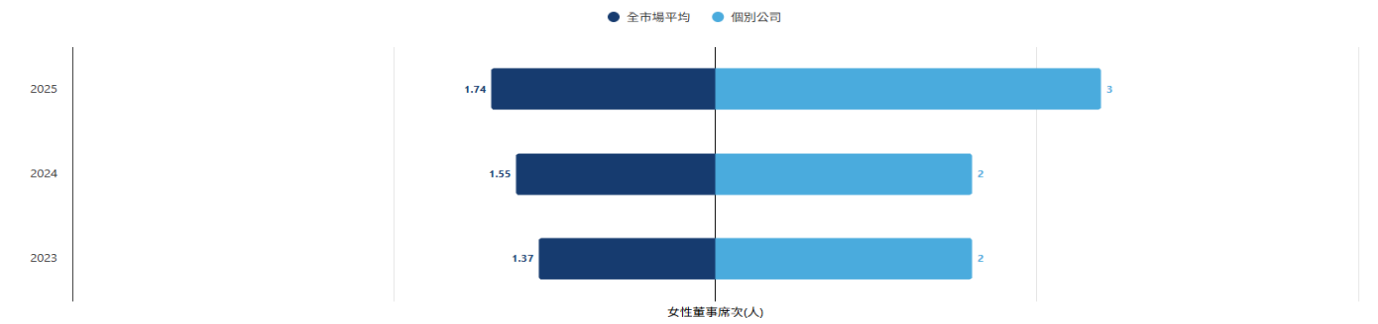
2026/10/28

ESG 資訊-公司治理(Governance)

獨立董事vs.董事席次占比



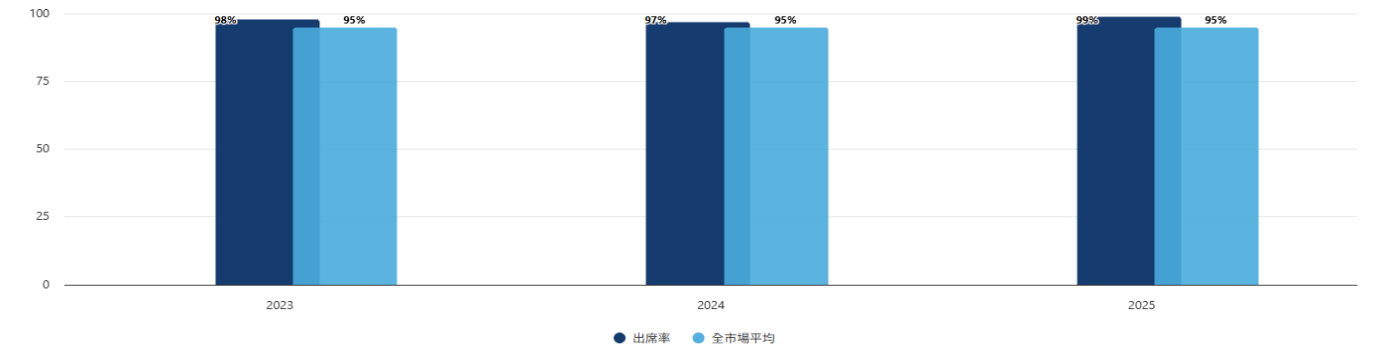
女性董事席次



2025

人數	全市場平均人數	產業平均人數
3 (YOY) 50% ▲	1.74 (VS.公司) 12% ▲	2 (VS.公司) 100% ▲

董事之董事會出席率



2025

出席率	全市場平均出席率	產業平均出席率
99% (YOY) 2% ▲	95% (VS.公司) 0% —	95% (VS.公司) -1% ▼

2026/10/28

董事進修符合進修要點比率

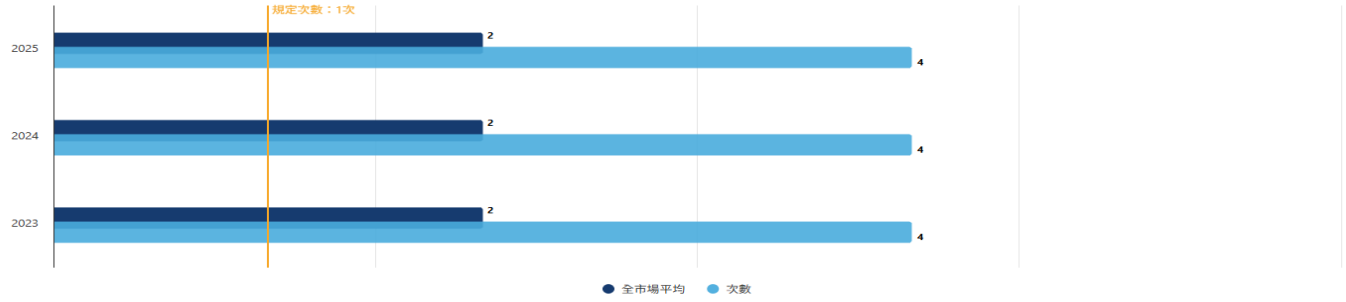


內圈:個別公司　外圈:全市場平均

2025

進修率	全市場平均進修率	產業平均進修率
100% (YOY) 0%	94% (VS.公司) 1%	95% (VS.公司) 0%

法說會次數



2025

次數	全市場平均次數	產業平均次數
4 (YOY) 0%	2 (VS.公司) 0%	5 (VS.公司) 25%

薪酬委員會出席率

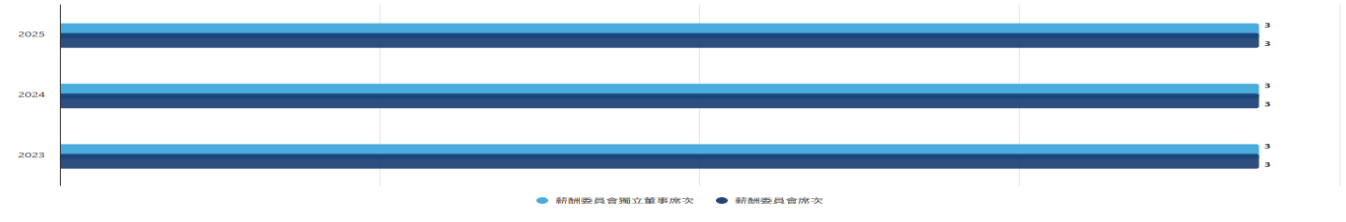


內圈:個別公司出席率　外圈:全市場平均出席率

2025

進修率	全市場平均進修率	產業平均進修率
100% (YOY) 0%	97% (VS.公司) 1%	97% (VS.公司) 0%

薪酬委員會席次



資料來源：證交所

2026/10/28

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	相較於市場指數之回報潛力極具吸引力
增加持股	Overweight (OW)	相較於市場指數之回報潛力略有吸引力
中立	Neutral (N)	相較於市場指數之回報潛力相似
降低持股	Underweight (UW)	相較於市場指數之回報潛力稍低
賣出	Sell (S)	相較於市場指數之回報潛力較低
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

【中國信託證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理】

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，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，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱"中信金集團"）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、全權委託投資、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

中國信託證券投資顧問股份有限公司

台北市南港區經貿二路 188 號 5 樓及 18 樓 / (02) 5569-1988

營業執照字號：114 金管投顧新字第 014 號