

M31 (6643 TT) M31

短期營運展望審慎 然不改變中長期成長趨勢

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$2050.0

收盤價 (2024/03/05) : NT\$1805.0

隱含漲幅 : 13.6%

營收組成 (4Q23)

授權金 91%、權利金 9%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	2050.0	1300.0
2024年營收 (NT\$/十億)	2.0	2.0
2024年EPS	17.0	18.8

交易資料表

市值	NT\$62,990百萬元
外資持股比率	20.2%
董監持股比率	21.9%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$75.22
負債比	13.9%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	1,360	1,612	2,021	2,519
營業利益	368	446	651	979
稅後純益	379	435	587	878
EPS (元)	11.00	12.66	17.04	25.49
EPS YoY (%)	49.8	15.0	34.6	49.6
本益比 (倍)	164.1	142.6	105.9	70.8
股價淨值比 (倍)	30.8	27.6	24.0	19.8
ROE (%)	22.0	21.3	25.0	30.9
現金殖利率 (%)	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%
現金股利 (元)	8.00	8.00	8.86	11.93

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ 儘管 2024 年來自 FinFET/車用/傳輸介面相關開案需求強勁，惟仍受到驗證時程、中國復甦緩慢及 RD 支出墊高影響，短期展望持審慎態度。
- ◆ 隨著 IC 複雜度/整合度/效能要求及製程往前推進、國外大廠淡出 Foundation /週邊 IP、IP 委外趨勢等，仍有利公司營運發展。
- ◆ 看好公司進入 FinFET 生態系將帶動營運爆發力、評價向上，因而評價基礎改以 80 倍本益比、2025 年 EPS，目標價 2050 元。

1Q24 大環境具挑戰性，營運持審慎態度

4Q23 營收分別季增 20%、年增 6%，其中授權金成長主要來自晶圓廠新製程平台開出而季增近 4 成，權利金則受到中國客戶包括 DDI、PMIC 需求疲弱而季減近 5 成。4Q23 費用率季增 1.2 個百分點，使得 OPM 達 32.5%，然業外匯損 4900 萬元，4Q23 單季 EPS 3.28 元/季減 27%，低於我們預期 12%。1Q24 大環境仍具挑戰，授權金來自晶圓廠開案動能強勁，惟權利金仍受到晶圓廠產能利用率、中國市場復甦緩慢及新案驗證時程影響，加上因應更多接案，估計 2024 全年費用增幅約 15~20%，展望持審慎態度。因而我們預估營收 QoQ 下滑 28%、EPS 2.53 元/季減 23%，較前次下修 10%。

FinFET 新製程平台漸有斬獲，並擴大至其他晶圓廠

4Q23 營收結構 License fee : Royalty 9:1，其中 foundry license fee 來自 16nm FinFET 以下佔比近 6 成，其中本季新增 N2~N8 新製程平台佔比約 5%，主要成長來自台灣、北美、韓的晶圓廠委外開發新製程平台貢獻，後續持續推動先進製程開案動能及擴大其他晶圓廠跟進。Fabless 高速介面 IP 以 22~28nm 為大宗，未來 AI/HPC 應用推升下，製程往 16nm 以下快速發展，並且往 3~6nm 做效能優化。

2024 年營運動能受壓抑，然 2025 年展望不看淡

展望 2024 年大客戶 Foundation IP 委外開發持續由 16nm FinFET，進一步延伸至更先進製程及其他晶圓廠，北美 IDM 新製程開案可望有明顯貢獻。先進製程來自 Fabless 包括車用、手機、儲存、資料中心對高速傳輸介面規格的升級需求強勁等，惟公司短期權利金仍受晶圓廠利用率拖累，使得整體展望偏向保守，然 2025 年 AI/HPC/5G 應用推升之下，FinFET 效益更為強勁，可望達到更大營運槓桿效果。最新預估 2024/25 年 EPS 分別為 17.04/25.49 元，分別下修 9%/上修 1%，乃針對 2024/25 年營收、費用假設基礎做調整。

營運分析

1Q24 大環境具挑戰性，營運持審慎態度

4Q23 營收 5.19 億，季增 20%/年增 6%，其中授權金成長主要來自晶圓廠新製程平台開出而季增近 4 成，權利金則受到中國客戶包括 DDI、PMIC 需求疲弱而季減近 5 成；營業利益季增 16%/年減 18%，因在印度設立海外研究中心，營業費用率季增 1.2 個百分點，使得營業利益率達 32.5%；稅後淨利季減 27%/年減 28%，主因去年底台幣強勢，業外產生匯兌損失 4900 萬元；EPS 3.28 元，季減 27%/年減 28%，低於本中心預期 12%。

1Q24 大環境仍具挑戰，授權金來自晶圓廠開案動能強勁，惟權利金仍受到晶圓廠產能利用率、中國市場復甦緩慢及新案驗證時程影響，加上因應更多接案，估計 2024 全年費用增幅約 15~20%，展望持審慎態度。因而我們預估營收 QoQ 下滑 28%、EPS 2.53 元/季減 23%，較上次報告下修 10%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	489	432	519	20.0%	6.1%	475	515	9.3%	0.7%	
營業毛利	489	432	519	20.0%	6.1%	475	515	9.3%	0.7%	
營業利益	206	146	169	15.5%	-18.2%	175	207	-3.7%	-18.5%	
稅前利益	179	181	130	-28.4%	-27.6%	148	208	-12.4%	-37.6%	
稅後淨利	156	154	113	-26.6%	-27.6%	128	184	-11.7%	-38.5%	
調整後 EPS (元)	4.53	4.47	3.28	-26.6%	-27.6%	3.71	5.16	-11.6%	-36.4%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	0.0	0.0	100.0%	100.0%	0.0	0.0	
營業利益率	42.1%	33.7%	32.5%	-1.3	-9.6	36.8%	40.1%	-4.4	-7.7	
稅後純益率	31.9%	35.6%	21.8%	-13.8	-10.1	26.9%	35.6%	-5.2	-13.9	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異		
						元大前次	市場預估	元大	市場	
營業收入	313	519	376	-27.6%	20.1%	386	396	-2.6%	-5.1%	
營業毛利	313	519	376	-27.6%	20.1%	386	396	-2.6%	-5.1%	
營業利益	45	169	96	-43.0%	115.1%	106	114	-9.4%	-15.8%	
稅前利益	88	130	104	-19.8%	18.0%	114	124	-8.8%	-16.2%	
稅後淨利	70	113	87	-23.0%	24.3%	97	105	-10.3%	-17.0%	
調整後 EPS (元)	2.03	3.28	2.53	-23.0%	24.3%	2.81	2.87	-10.1%	-11.9%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	0.0	0.0	100.0%	100.0%	0.0	0.0	
營業利益率	14.3%	32.5%	25.5%	-6.9	11.3	27.5%	28.8%	-1.9	-3.2	
稅後純益率	22.4%	21.8%	23.1%	1.4	0.8	25.1%	26.5%	-2.0	-3.3	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

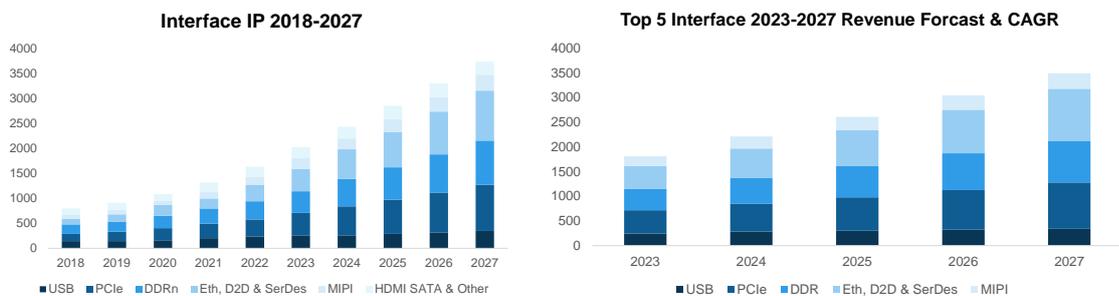
FinFET 新製程平台漸有斬獲，並擴大至其他晶圓廠

4Q23 營收結構 License fee : Royalty 9:1，其中 foundry license fee 來自 16nm FinFET 以下佔比近 6 成，其中本季新增 N2~N8 新製程平台佔比約 5%，主要成長來自台灣、北美、韓的晶圓廠委外開發新製程平台貢獻，後續持續推動先進製程開案動能及擴大其他晶圓廠跟進。Fabless 高速介面 IP 以 22~28nm 為大宗，未來 AI/HPC 應用推升下，製程往 16nm 以下快速發展，並且往 3~6nm 做效能優化。

2024 年營運動能受壓抑，然 2025 年展望不看淡

展望 2024 年大客戶 Foundation IP 委外開發持續由 16nm FinFET，進一步延伸至更先進製程及其他晶圓廠，北美 IDM 新製程開案可望有明顯貢獻。先進製程來自 Fabless 包括車用、手機、儲存、資料中心對高速傳輸介面規格的升級需求強勁等，惟公司短期權利金仍受晶圓廠利用率拖累，使得整體展望偏向保守，然 2025 年 AI/HPC/5G 應用推升之下，FinFET 效益更為強勁，可望達到更大營運槓桿效果。最新預估 2024/25 年 EPS 分別為 17.04/25.49 元，分別下修 9%/上修 1%，乃針對 2024/25 年營收、費用假設基礎做調整。

圖 3：高速介面 IP 市場規模將以年複合成長率 18.6% 成長



資料來源：IP Nest、元大投顧

根據 IP Nest 預估，2021~2026 年高速傳輸 Interface IP 產業 CAGR 將達 18%，本中心認為 M31 在大客戶 foundation IP 委外開發由特殊製程轉進 FinFET 具指標性意義，預期未來在來自新增北美大型 foundry 客戶新平台開發、北美 IC/IP 客戶委外開發、製程持續往 16nm 以下推升、車用平台新案導入等挹注下，營運槓桿效益可望逐步發酵。

產業概況

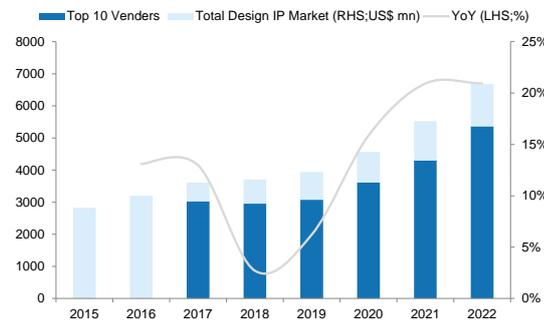
晶片性能要求日益嚴苛，IC 設計產業專業分工，矽智財有助簡化複雜設計流程

矽智財 (Silicon IP) 指的是 IC 設計所使用的智慧財產權，是一種是先定義、經過驗證、可重複使用的電路設計模組。IC 設計商在開發新晶片時可直接向 IP 設計業者購買部分功能 (多為標準化功能)，省去從頭到尾自行研發的功夫，使 IC 設計產業進一步專業分工，從而達成降低開發成本、加速晶片開發、提升生產良率等效益。在台股方面，M31 (6643；買進) 主要授權基礎元件、高速介面、類比 IP，晶心科 (6533；持有) 主要授權嵌入式微處理器 IP，力旺 (3529；持有) 則以授權嵌入式非揮發性記憶體 IP 為主。

根據 IP Nest 研究，未來 5 年高速介面 IP 市場規模將以年複合成長率 18.6% 成長。在 IP 市場中，前五大廠商市占率約 7 成，前十大廠商約占 8 成，顯現整體產業集中度高。目前全球市場以 ARM 的市占率達約 4 成最高，主因 ARM 的 IP 廣泛應用於行動裝置 AP 等領域，而 Synopsys、Cadence 則為 IP 百貨公司，市占率分別約 20%、6%，其 IP 類型涵蓋 Processor、Memory、Library、I/O、Digital 等所有應用。各台系矽智財業者在全球市占率僅約 1-2%，但大中華地區為全球半導體晶圓代工重鎮，台積電、世界、聯電、中芯等代工廠全球市占超過 60%，對台系純 IP 公司的業務開發來說具優勢，且台系 IP 廠商相較於歐美大廠，可提供客製化及更為立即服務，預期未來市占率仍有提升空間。

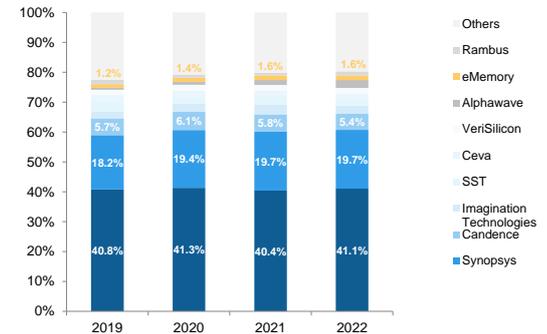
矽智財業者營收主要可分為授權金 (Licensing)、權利金 (Royalty) 兩種，其中授權金為初次授權 IP 予晶圓代工廠或 IC 設計業者的費用，權利金則為產品量產後所收取的 IP 使用費，以晶圓出貨價格乘上固定比例計算。整體而言，權利金收入高低取決於產品量產狀況、過去累積的設計授權數量、晶圓出貨價格變化等，當前的權利金收入多取決於多年前業者於新 IP 設計授權的努力，廠商累積的 IP 數量越多則越有機會獲 IC 設計商採用，進而在未來帶來穩定的權利金現金流。

圖 4：2015-22 年全球矽智財市場



資料來源：IP Nest、WSTS、元大投顧整理

圖 5：2019-22 年全球 IP 廠商市占



資料來源：IP Nest、WSTS、元大投顧整理

獲利調整與股票評價

FinFET、車用、高速傳輸介面 IP 推升中長期動能 評價有提升空間

本中心最新預估公司 2024/25 年 EPS 分別為 17.04/25.49 元，其中下修 2024 獲利預估 9%，但上修 2025 年獲利 1%，係因公司對 2024 年展望審慎保守，尤其在費用預估增幅約 15~20%，壓抑獲利空間。2025 年預期景氣復甦明確，加上 FinFET 效益更為顯著，調高營收估值約 3%。以 2024/25 年預估獲利換算本益比分別為 105/70 倍，其中公司 2024/25 年本益比落於近一年本益比區間 30-60 倍中上緣，低於國內同業 2024 年平均本益比 69 倍、約同等於國外同業 2024 年平均本益比 54 倍。近期股價隨著 FinFET 平台陸續有新獲、AI 題材、中長期營運成長看佳而評價持續有提升空間。

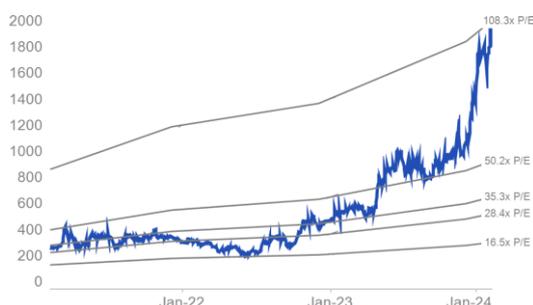
中長線產業趨勢正確，並且經過長時間 IP 平台建置數量的累積及產品線完備，公司在歐、美、日、韓、中等一線車用 IC 大廠專案中已有多個 Design-win 案件，未來將持續貢獻權利金與授權金營收，此外公司亦導入 16nm 以下 FinFET 平台，未來在 AI/HPC 應用推升下，製程將往 16nm 以下快速發展，先進製程營收貢獻將有所提升，整體在 2024~25 年可望發揮更大的營運槓桿效果及最佳的成長性。維持買進評等，評價基礎由前次本益比 70 倍及 2024 EPS，改以 80 倍本益比及 2025 年 EPS，推得目標價 2050 元，以反映 2025 年半導體景氣全面復甦，市場對 ARM 淡出 Foundation IP、主力晶圓廠扶植下，營運更具想像空間。

圖 6：2024 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	2,021	2,043	2,519	2,442	-1.1%	3.2%
營業毛利	2,021	2,043	2,519	2,442	-1.1%	3.2%
營業利益	651	733	979	992	-11.2%	-1.3%
稅前利益	683	765	1,011	1,024	-10.7%	-1.3%
稅後淨利	587	649	878	870	-9.6%	0.9%
調整後 EPS (元)	17.04	18.79	25.49	25.19	-9.3%	1.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0	0.0
營業利益率	32.2%	35.9%	38.9%	40.6%	-3.7	-1.8
稅後純益率	29.0%	31.8%	34.9%	35.6%	-2.7	-0.8

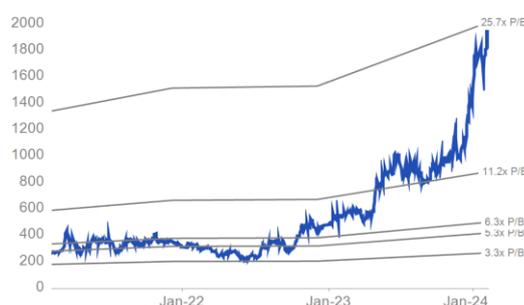
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 9：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
M31	6643 TT	買進	1805.0	1,968	12.66	17.04	25.49	142.9	106.2	71.0	15.0	34.6	49.6
國外													
ARM	ARM US	未評等	138.0	141,885	--	1.2	1.5	--	115.0	89.6	--	--	28.3
Synopsys	SNPS US	未評等	594.3	82,622	11.1	8.9	15.6	53.6	66.7	38.0	72.3	(19.6)	75.5
Cadence	CDNS US	未評等	317.3	80,457	5.1	5.9	6.8	62.1	53.9	46.8	63.3	15.3	15.1
國外平均					8.1	5.3	8.0	57.9	78.5	58.2	67.8	(2.2)	39.6
國內													
創意	3443 TT	買進	1565.0	7,324	26.2	27.7	45.0	59.8	56.6	34.8	(5.4)	5.7	62.8
力旺	3529 TT	持有-超越 同業	2910.0	6,291	19.8	27.4	30.8	147.3	106.3	94.5	(7.7)	38.5	12.6
世芯-KY	3661 TT	未評等	4210.0	9,035	44.7	75.0	107.3	94.2	56.1	39.2	73.9	67.9	43.0
國內平均					24.3	34.3	48.0	91.0	68.8	53.4	6.4	30.8	35.6

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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

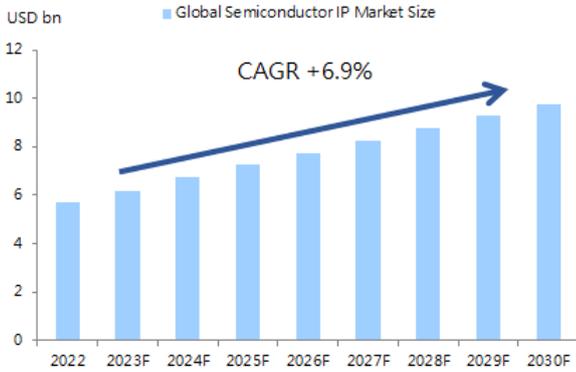
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	313	348	432	519	376	456	558	631	1,612	2,021
銷貨成本	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
營業毛利	313	348	432	519	376	456	558	631	1,612	2,021
營業費用	(268)	(260)	(287)	(351)	(280)	(330)	(360)	(400)	(1,166)	(1,370)
營業利益	45	87	146	169	96	126	198	231	446	651
業外利益	43	27	35	(39)	8	8	8	8	106	32
稅前純益	88	114	181	130	104	134	206	239	513	683
所得稅費用	(18)	(16)	(28)	(17)	(17)	(19)	(29)	(31)	(78)	(96)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	70	99	154	113	87	115	177	208	435	587
調整後每股盈餘(NT\$)	2.03	2.87	4.46	3.28	2.53	3.34	5.14	6.04	12.66	17.04
調整後加權平均股數(百萬股)	34	34	34	34	34	34	34	34	31	31
重要比率										
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
營業利益率	14.3%	25.1%	33.8%	32.5%	25.5%	27.6%	35.5%	36.6%	27.7%	32.2%
稅前純益率	28.2%	32.9%	41.9%	25.0%	27.7%	29.4%	36.9%	37.9%	31.8%	33.8%
稅後純益率	22.4%	28.3%	35.5%	21.8%	23.1%	25.2%	31.7%	33.0%	27.0%	29.1%
有效所得稅率	20.5%	13.8%	15.2%	12.9%	16.3%	14.2%	14.1%	13.0%	15.2%	14.1%
季增率(%)										
營業收入	-36.0%	11.1%	24.4%	20.0%	-27.6%	21.3%	22.4%	13.1%		
營業利益	-78.3%	95.7%	67.1%	15.5%	-43.2%	31.3%	57.1%	16.7%		
稅後純益	-55.0%	40.6%	55.9%	-26.6%	-23.0%	32.2%	53.9%	17.5%		
調整後每股盈餘	-55.1%	41.4%	55.6%	-26.6%	-23.0%	32.2%	53.9%	17.5%		
年增率(%)										
營業收入	26.3%	16.0%	33.7%	6.1%	20.1%	31.1%	29.0%	21.6%	18.5%	25.4%
營業利益	87.1%	19.5%	124.8%	-18.2%	115.1%	44.3%	35.6%	36.7%	21.3%	46.0%
稅後純益	76.2%	19.9%	51.3%	-27.6%	24.2%	16.8%	15.2%	84.1%	14.7%	34.9%
調整後每股盈餘	75.0%	20.7%	52.5%	-27.6%	24.3%	16.2%	14.9%	84.1%	14.7%	34.6%

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

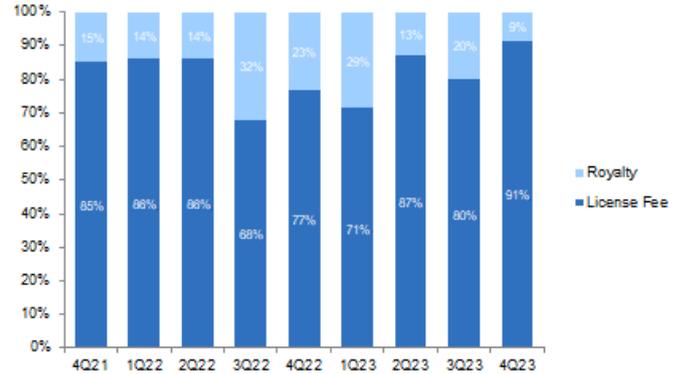
円星科技 (M31 Technology Corporation) 於 2011 年成立，營運總部位於台灣新竹，是專業的矽智財 (Silicon Intellectual Property) 開發商。円星科技具備矽智財、積體電路設計以及設計自動化領域的經驗，主要產品包括高速介面矽智財設計如 USB、MIPI、PCIe、SATA 等，以及基礎矽智財如元件庫 (cell library) 設計與記憶體設計 (memory design)。

圖 11：全球 IP 市場規模及成長預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



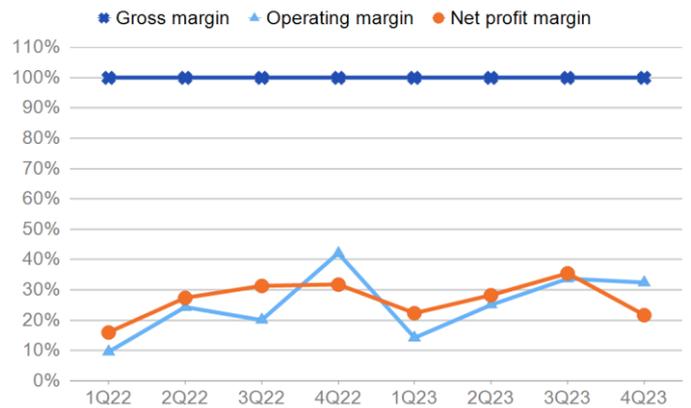
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



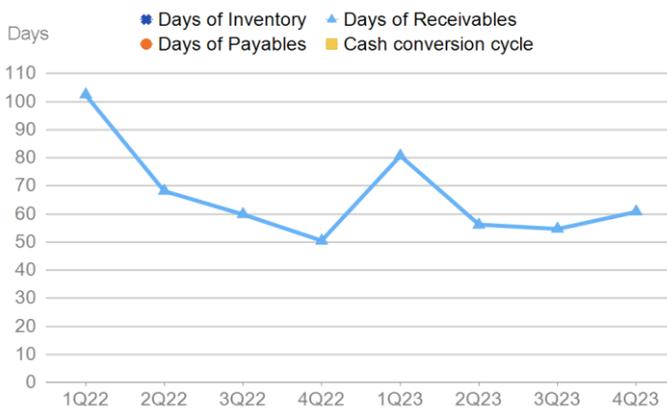
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



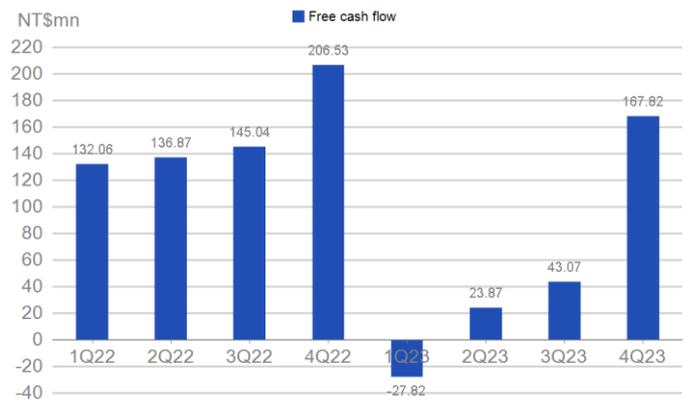
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	307	547	626	824	1,223
存貨	0	0	0	0	0
應收帳款及票據	319	325	439	558	670
其他流動資產	506	787	787	787	787
流動資產	1,132	1,659	1,852	2,169	2,681
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	674	571	560	549	537
無形資產	8	11	11	11	11
其他非流動資產	122	126	126	126	126
非流動資產	805	708	697	686	674
資產總額	1,937	2,367	2,549	2,855	3,355
應付帳款及票據	6	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	264	503	503	503	503
流動負債	270	505	505	505	505
長期借款	83	0	0	0	0
其他負債及準備	0	5	5	5	5
長期負債	83	5	5	5	5
負債總額	353	510	510	510	510
股本	316	317	317	317	317
資本公積	728	756	756	756	756
保留盈餘	640	825	1,007	1,313	1,813
什項權益	(100)	(41)	(41)	(41)	(41)
歸屬母公司之權益	1,584	1,857	2,039	2,345	2,845
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,584	1,857	2,039	2,345	2,845

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)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	253	379	435	587	878
折舊及攤提	40	47	42	42	42
本期營運資金變動	(65)	(11)	(113)	(120)	(112)
其他營業資產 及負債變動	(4)	236	0	0	0
營運活動之現金流量	225	652	364	510	808
資本支出	(531)	(31)	(31)	(31)	(31)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	218	(155)	0	0	0
投資活動之現金流量	(314)	(186)	(31)	(31)	(31)
股本變動	3	1	0	0	0
本期負債變動	89	(89)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(249)	(198)	(254)	(281)	(378)
其他調整數	23	55	0	0	0
融資活動之現金流量	(134)	(232)	(254)	(281)	(378)
匯率影響數	3	5	0	0	0
本期產生現金流量	(220)	239	79	198	399
自由現金流量	(307)	621	333	479	777

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	1,012	1,360	1,612	2,021	2,519
銷貨成本	0	0	0	0	0
營業毛利	1,012	1,360	1,612	2,021	2,519
營業費用	(699)	(992)	(1,166)	(1,370)	(1,540)
推銷費用	(54)	(73)	(100)	(100)	(113)
研究費用	(542)	(814)	(939)	(1,124)	(1,263)
管理費用	(100)	(106)	(125)	(146)	(164)
其他費用	(4)	0	(2)	0	0
營業利益	313	368	446	651	979
利息收入	1	10	22	32	32
利息費用	(2)	0	0	0	0
利息收入淨額	(1)	10	22	32	32
投資利益(損失)淨額	0	0	1	0	0
匯兌損益	(18)	69	41	0	0
其他業外收入(支出)淨額	0	(4)	4	0	0
稅前純益	294	443	513	683	1,011
所得稅費用	(41)	(64)	(78)	(96)	(133)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	253	379	435	587	878
稅前息前折舊攤銷前淨利	336	491	489	693	1,021
調整後每股盈餘 (NT\$)	7.34	11.00	12.66	17.04	25.49

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	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	3.2	34.4	18.5	25.4	24.6
營業利益	(25.2)	17.6	21.2	46.0	50.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	(19.8)	46.1	(0.4)	41.7	47.3
稅後純益	(21.6)	50.1	14.7	34.9	49.6
調整後每股盈餘	(28.3)	49.8	15.0	34.6	49.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
營業利益率	30.9	27.1	27.7	32.2	38.9
稅前息前淨利率	28.8	32.6	27.7	32.2	38.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	33.2	36.1	30.3	34.3	40.5
稅前純益率	29.0	32.6	31.8	33.8	40.1
稅後純益率	25.0	27.9	27.0	29.1	34.9
資產報酬率	13.7	17.6	17.1	20.6	26.2
股東權益報酬率	16.3	22.0	21.3	25.0	30.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	22.3	27.5	25.0	21.7	17.9
淨負債權益比 (%)	(14.1)	(29.4)	(30.7)	(35.1)	(43.0)
利息保障倍數 (倍)	153.4	1745.6	0	0	0
流動比率 (%)	419.9	328.5	366.7	429.5	530.7
速動比率 (%)	407.9	317.2	366.7	429.5	530.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(224)	(547)	(626)	(824)	(1,223)
調整後每股淨值 (NT\$)	50.11	58.59	65.40	75.22	91.26
評價指標 (倍)					
本益比	245.8	164.1	142.6	105.9	70.8
股價自由現金流量比	-	90.7	169.0	117.6	72.4
股價淨值比	36.0	30.8	27.6	24.0	19.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	167.6	114.7	115.1	81.2	55.1
股價營收比	55.6	41.4	34.9	27.8	22.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

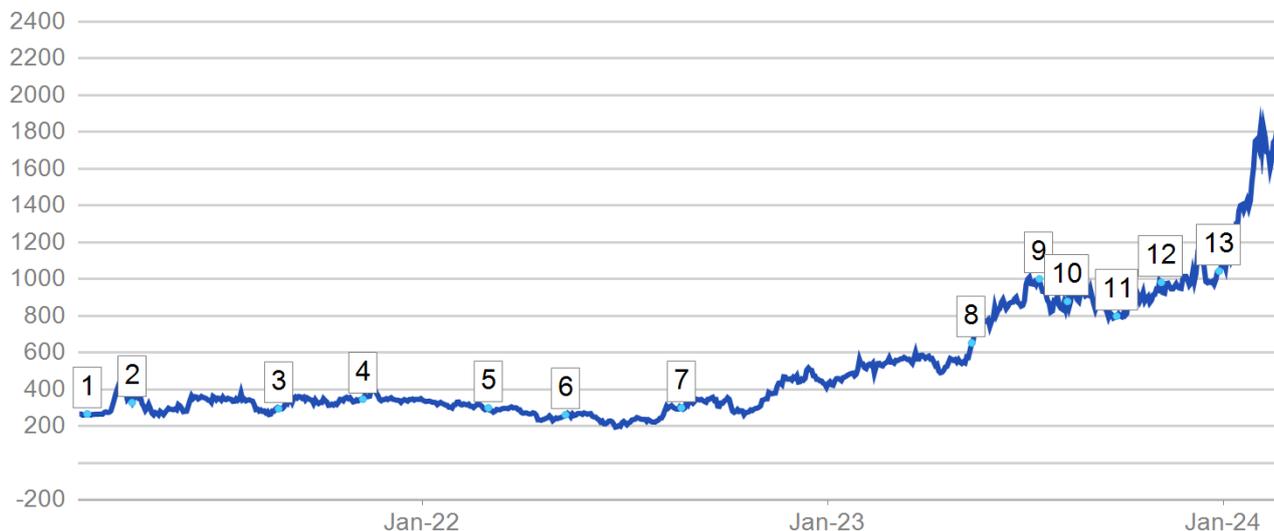
附錄：重要揭露事項

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。

M31 (6643 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210312	310.00	380.00	326.58	買進	陳娟娟
2	20210422	403.00	465.00	399.63	買進	陳娟娟
3	20210827	342.00	400.00	352.91	買進	陳娟娟
4	20211111	391.00	450.00	397.02	買進	陳娟娟
5	20220310	331.00	390.00	344.08	買進	陳娟娟
6	20220519	288.50	350.00	308.79	買進	陳娟娟
7	20220826	317.50	400.00	360.93	買進	陳娟娟
8	20230524	678.00	780.00	703.81	買進	陳娟娟
9	20230724	997.00	1160.00	1160.00	買進	陳娟娟
10	20230817	838.00	1050.00	1050.00	買進	陳娟娟
11	20230928	792.00	1050.00	1050.00	買進	陳娟娟
12	20231109	984.00	1150.00	1150.00	買進	陳娟娟
13	20231228	1045.00	1300.00	1300.00	買進	陳娟娟

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 = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。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

© 2024 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，為於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 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} 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>.