



**玉山投顧**  
E.SUN Investment Consulting

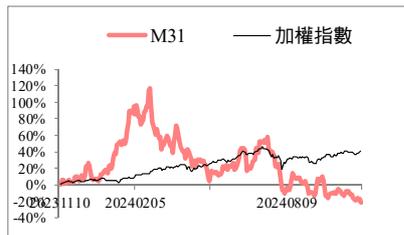
## 核心觀點

M31 受惠 AI、HPC、車用對先進製程 IP 需求強勁，加上晶圓廠新案先進製程開案，帶動授權金與權利金持續成長，預估 2025 年 EPS 為 12.82 元，維持「買進」投資評等。

## 交易資料

收盤價	720.00
市值(億元)	299.52
流通在外股數(百萬股)	41.60
本益比(2025F)	56.16
股價淨值比	11.82
240 日股價(低/均/高)	702/1,156/2,095
60 日均成交額(百萬元)	909.06

## 相對報酬率



## 2025年產品比重預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

## 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上櫃公司	前 5%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	21%至 40%

資料來源：證基會

副理：陳冠宇  
skyevo111-71448@esunsec.com.tw

## 研究報告

# M31(6643.TT)

買進(維持)

TP：900

受惠先進製程 IP 在 AI、HPC、車用需求強勁，明年營收重返成長

## 重要訊息

M31 24Q3 營收 3.82 億元，YoY-11.5%，稅後 EPS 0.67 元。展望 24Q4，10 月營收有望成為今年谷底，受惠先進製程 IP，明年營收年增有望超過 20%。

## 玉山觀點

**晶圓代工專案遞延，24Q3 財報低於預期。** 24Q3 營收 3.82 億元，QoQ-11%，YoY-11.5%，營收減少主因北美晶圓代工廠的專案延遲以及非 AI 領域的復甦緩慢，在營收規模減少，研發人才與海外研發中心擴充持續，加上外幣匯兌損失 0.22 億元，稅後 EPS 0.67 元，低於預估 1.12 元。

**24Q4 營收季增，主要來自 5nm 以下先進製程貢獻。** 10 月營收 0.69 億元，MoM-51%，YoY-55.2%，低於預期，主因 SoC 複雜，客戶更改規格導致營收遞延，隨晶圓廠的新開案與中國晶片設計業者的訂單加持，5nm 以下先進製程為主要動能，帶動營收重回成長軌道，在控制費用率年增 25% 以下，預估 24Q4 營收為 4.64 億元，QoQ+21.3%，YoY-10.6%，稅後 EPS 2.85 元。

**聚焦先進製程 IP，2025 年營收有望年增 20%。** 展望 2025 年，公司維持營收年增 20% 以上的目標，從授權金來看，先進製程需求強勁，2nm 的 IP 已導入高階手機晶片與北美 AI 影像辨識大廠機器學習演算法的 AI 晶片，並有望爭取不只一家 CSP 業者在先進製程 IP 的合作案，加上汽車晶片對先進製程高速傳輸介面 IP 的開案需求強勁，目前已切入中國指標電動車大廠，預估 16nm 以下的先進製程佔授權金的營收比重超過五成；權利金方面，晶圓廠的成熟製程利用率提升，中國新量產平台通過驗證，加上因地緣政治影響 IC 客戶轉單至不同區域的晶圓廠，海外新晶圓廠的製程平台開出與中長期進入量產的技術節點往先進製程來做推進下，都將帶動權利金的營收回升。

## 投資建議

M31 受惠 AI、HPC、車用對先進製程 IP 需求強勁，由高速傳輸介面 IP 規格的升級，進一步擴展到差異化、客製化的基礎元件 IP 及 IP 整合服務，加上海外晶圓廠新案與對先進製程具延續性的開案動能，帶動授權金與權利金持續成長，預估 2025 年 EPS 為 12.82 元，維持「買進」投資評等，考量同業本益比位於 65~75 倍合理區間，調整目標價至 900 元 (70 倍 PER\*2025EPS(F))。

圖表 1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	342	429	382	464	1,617	1,995
YoY	9.14%	23.43%	-11.53%	-10.60%	0.33%	23.41%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
營益率	0.87%	24.82%	11.78%	26.78%	17.24%	27.14%
稅後淨利	43	110	28	119	299	533
EPS(元)	1.22	2.64	0.67	2.85	7.39	12.82

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	464	374	576	414	(19.46)	(9.56)
毛利	464	374	576	414	(19.46)	(9.56)
營業利益	124	43	176	69	(29.61)	(38.28)
稅前淨利	135	59	187	86	(27.94)	(30.76)
稅後淨利	119	51	161	73	(26.26)	(29.95)
每股盈餘(元)	2.85	1.23	3.87	1.75	(26.26)	(29.95)
財務比率(%)						
毛利率	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00
營益率	26.78	11.38	22.30	31.66	4.48	(20.28)
淨利率	29.05	15.88	28.34	36.42	0.71	(20.54)

資料來源：玉山投顧(2024/11)

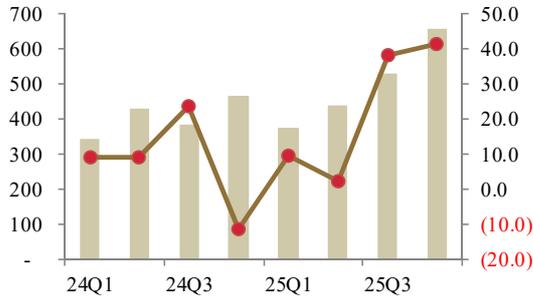
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	342	429	382	464	1,617	374	438	528	655	1,995
營業毛利	342	429	382	464	1,617	374	438	528	655	1,995
營業費用	331	318	332	339	1,320	332	360	377	386	1,454
營業利益	3	107	45	124	279	43	79	151	269	542
淨業外收支	51	19	(13)	11	67	17	20	15	22	73
稅前淨利	54	126	32	135	346	59	99	166	291	615
稅後淨利	43	110	28	119	299	51	86	146	250	533
EPS(元)	1.22	2.64	0.67	2.85	7.39	1.23	2.07	3.51	6.01	12.82
財務比率										
毛利率	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
營業利益率	0.87	24.82	11.78	26.78	17.24	11.38	17.94	28.66	41.08	27.14
稅前淨利率	15.77	29.26	8.35	29.05	21.41	15.88	22.58	31.44	44.38	30.82
YoY(%)										
營業收入	9.14	23.43	(11.53)	(10.60)	0.33	9.46	2.09	38.20	41.24	23.41
營業毛利	9.14	23.43	(11.53)	(10.60)	0.33	9.46	2.09	38.20	41.24	23.41
營業利益	(93.41)	21.93	(69.21)	(26.28)	(37.66)	1,334.50	(26.21)	236.12	116.69	94.32
稅前淨利	(38.45)	10.19	(82.43)	3.84	(32.51)	10.22	(21.22)	420.51	115.75	77.68
稅後淨利	(39.1)	11.47	(81.89)	6.93	(31.17)	19.99	(21.49)	420.51	110.85	78.42
QoQ(%)										
營業收入	(34.08)	25.61	(11.02)	21.33		(19.29)	17.16	20.46	24.00	
營業毛利	(34.08)	25.61	(11.02)	21.33		(19.29)	17.16	20.46	24.00	
營業利益	(98.24)	3,490.24	(57.75)	175.68		(65.70)	84.68	92.47	77.72	
稅前淨利	(58.43)	132.97	(74.61)	322.31		(55.87)	66.52	67.73	75.05	
稅後淨利	(61.57)	157.44	(74.41)	322.31		(56.87)	68.45	69.66	71.07	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

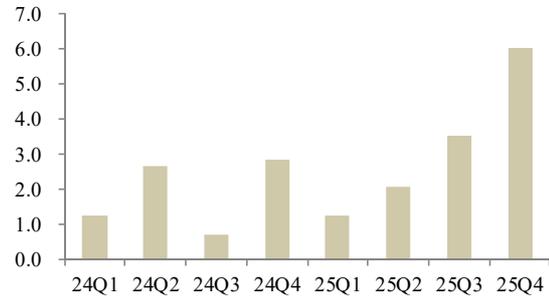
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



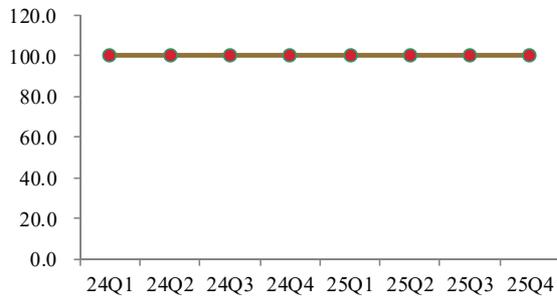
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



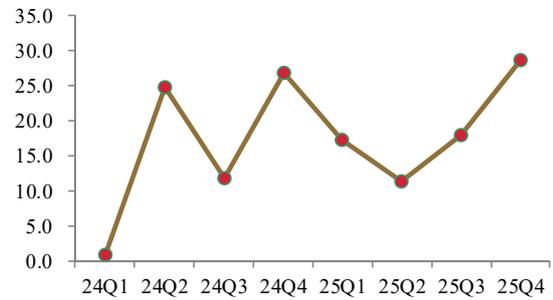
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



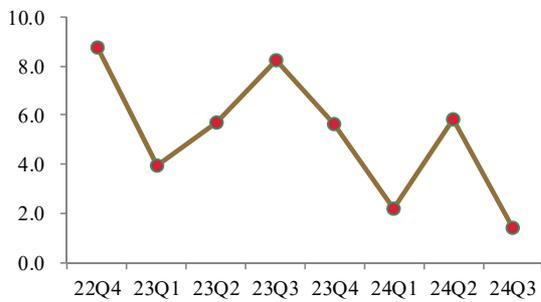
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



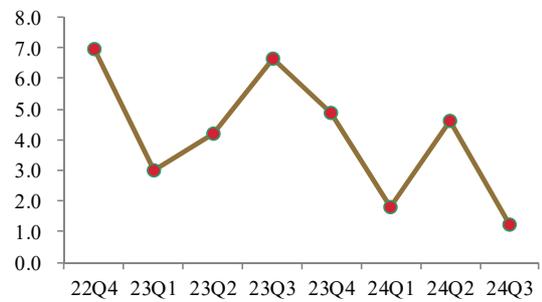
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/11)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	1,360	1,612	1,617	1,995
營業成本	0	0	0	0
營業毛利	1,360	1,612	1,617	1,995
營業費用	992	1,166	1,320	1,454
營業利益	368	446	279	542
營業外收支淨額	75	67	67	73
稅前淨利	443	513	346	615
稅後淨利	379	435	299	533
普通股股本	317	349	416	416
EPS(元)	12.16	12.73	7.39	12.82
年成長率				
營收	34.4%	18.5%	0.3%	23.4%
營業利益	17.6%	21.3%	-37.6%	94.3%
稅前淨利	51.0%	15.8%	-32.6%	77.7%
母公司稅後淨利	50.1%	14.7%	-31.3%	78.4%
獲利能力比率				
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
營業利益率	27.1%	27.7%	17.2%	27.1%
稅前淨利率	32.6%	31.8%	21.4%	30.8%
稅後淨利率	27.9%	27.0%	18.5%	26.7%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	1,659	1,654	1,842	2,158
現金及約當現金	547	849	1,036	1,264
存貨	0	0	0	0
應收帳款及票據	325	374	375	463
其他流動資產	787	431	431	431
長期投資	0	0	0	0
固定資產	571	562	565	569
其他長期資產	146	190	190	190
資產總額	2,367	2,397	2,588	2,907
流動負債	505	326	167	363
應付帳款及票據	2	5	5	6
短期借款	0	0	0	0
什項負債	503	321	164	358
非流動負債	5	8	11	11
負債總額	510	334	178	374
普通股股本	317	349	416	416
資本公積	756	750	750	750
保留盈餘	825	976	1,098	1,323
股東權益總額	1,857	2,063	2,410	2,533

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	443	513	346	615
折舊及攤提費用	47	49	28	28
本期營運資金變動	40	(8)	(1)	(87)
其他項目	121	(313)	(314)	(388)
營運活動之現金流量	652	241	59	168
資本支出	(31)	(34)	(31)	(32)
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	(154)	366	459	269
投資活動之現金流量	(186)	332	428	237
短期借款及票券變動	0	0	0	0
舉措/償還長期借款	(89)	0	3	(0)
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	(198)	(254)	(304)	(177)
其他項目	(2)	0	0	0
融資活動之現金流量	(232)	(259)	(300)	(177)
匯率影響數	5	(12)	0	0
本期現金流量	239	302	187	228
期末現金及約當現金	547	849	1,036	1,264

重要財務比率	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	21.5%	13.9%	6.9%	12.9%
槓桿比率	27.4%	16.2%	7.4%	14.8%
流動比率	328.5%	507.3%	1104.6%	594.1%
速動比率	328.5%	507.3%	1104.6%	594.1%
存貨週轉率(次)	0.00	0.00	0.00	0.00
存貨週轉天數	0.00	0.00	0.00	0.00
應收帳款週轉率(次)	0.00	0.00	0.00	0.00
應收帳款週轉天數	102.30	85.99	83.35	75.55
總資產週轉率(次)	0.57	0.67	0.62	0.69
淨值週轉率(次)	0.73	0.78	0.67	0.79
股東權益報酬率	22.0%	22.2%	13.4%	21.6%
總資產報酬率	17.6%	18.3%	12.0%	19.4%
OCF/流動負債	168.2%	58.1%	23.8%	63.6%
每股比率				
每股淨值(元)	48.21	50.11	57.95	60.92
每股營收(元)	42.90	46.24	38.88	47.98
每股盈餘(元)	12.16	12.73	7.39	12.82
每股現金股利(元)	8.94	9.80	5.70	9.85
現金股利配發率	73.5%	77.0%	77.2%	76.8%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

#### 【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法