



研究報告

M31(6643.TT)

逢低買進(調降)

TP：670

先進製程 IP 需求強勁與成熟製程復甦，營收重返成長軌道

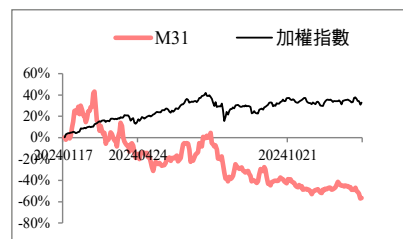
核心觀點

M31 受惠先進製程來自 AI、車用、伺服器需求，加上晶圓廠新案往先進製程推進與成熟製程的利用率提升，預估 2025 年 EPS 為 11.43 元，調降投資評等至「逢低買進」。

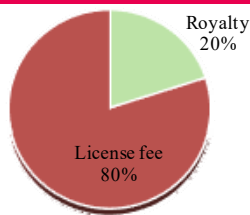
交易資料

收盤價	609.00
市值(億元)	253.34
流通在外股數(百萬股)	41.60
本益比	53.28
股價淨值比	10.67
240 日股價(低/均/高)	602/1,093/2,095
60 日均成交額(百萬元)	842.76

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	2024 排名	2023 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

重要訊息

M31宣布與蘇州國芯深化合作，跨入12奈米製程的GPIO IP。該IP應用於車用降噪DSP晶片，已成功獲得中國多家車廠的前研導入。

玉山觀點

M31主要提供IP相關服務，積極切入先進製程。M31提供高速傳輸介面與基礎元件IP，主要競爭對手為ARM、Synopsys等海外IP業者，高速傳輸介面IP包含USB、PCIe、MIPI等規格，主要客戶為各大IC設計業者；基礎元件IP與全球各大晶圓代工廠由成熟製程到先進製程緊密合作，目前已跨入2nm製程IP合作。

24Q4營收低於預期，主因客戶更改SoC規格。24Q4營收3.28億元，QoQ-14.1%，YoY-36.7%，營收低於預期主要是先進製程SoC設計複雜，客戶更改設計導致營收遞延，加上原先預期的Intel簽約取消，以及消費性電子復甦緩慢，由於研發資源優先給大客戶，導致小客戶貢獻減少，加上研發人才與海外研發中心擴充，營運槓桿未能浮現，預估稅後EPS 0.42元。

2025年聚焦先進製程，成熟製程有望逐步復甦。展望2025年，公司聚焦16nm以下先進製程，目前授權金來自2~8nm約31%、12~16nm約28%、22~28nm 32%，受惠製程需求強勁，2nm的IP已與高階手機晶片業者 and 北美AI影像辨識大廠簽約，加上切入中國最大電動車大廠、AI加速器與存儲晶片貢獻，並積極爭取不只一家CSP業者在先進製程IP的合作案，預估16nm以下的先進製程佔授權金的營收比重超過五成；在成熟製程方面，主要客戶為中國佔整體營收約40%，隨中國客戶成熟製程產能大幅擴張，22~28nm權利金將穩定成長，加上其他海外晶圓廠的成熟製程利用率提升，與新的製程平台發展順利並往先進製程推進，將有望帶今年權利金重返成長軌道。

投資建議

M31受惠先進製程來自AI、車用、伺服器需求，並由傳輸規格升級擴展到差異化、客製化的基礎元件IP及IP整合服務，加上晶圓廠新案往先進製程推進與成熟製程的利用率提升，預估2025年EPS為11.43元，考量消費性電子產品復甦不一致，不利評價走揚，故調降投資評等至「逢低買進」。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024(E)	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	1,481	375	415	454	563	1,806
YoY	-8.07%	9.69%	-3.30%	18.75%	71.43%	21.94%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
營益率	10.47%	19.73%	23.27%	25.59%	37.43%	27.53%
稅後淨利	198	80	93	108	194	475
EPS(元)	4.96	1.92	2.24	2.61	4.66	11.43

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	328	375	576	414	(42.98)	(9.36)
毛利	328	375	576	414	(42.98)	(9.36)
營業利益	1	74	176	69	(99.70)	7.23
稅前淨利	20	93	187	86	(89.26)	8.43
稅後淨利	18	80	161	73	(89.01)	9.70
每股盈餘(元)	0.42	1.92	3.87	1.75	(89.01)	9.70
財務比率(%)						
毛利率	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00
營益率	0.16	19.73	22.30	31.66	(22.13)	(11.93)
淨利率	6.12	24.82	28.34	36.42	(22.23)	(11.60)

資料來源：玉山投顧(2025/01)

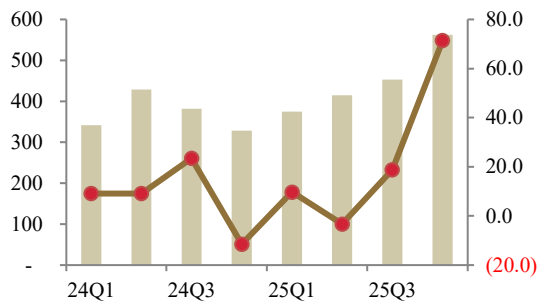
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	342	429	382	328	1,481	375	415	454	563	1,806
營業毛利	342	429	382	328	1,481	375	415	454	563	1,806
營業費用	331	318	332	328	1,309	301	319	338	352	1,309
營業利益	3	107	45	1	155	74	97	116	211	497
淨業外收支	51	19	(13)	20	76	19	11	9	15	54
稅前淨利	54	126	32	20	232	93	108	125	225	551
稅後淨利	43	110	28	18	198	80	93	108	194	475
EPS(元)	1.22	2.64	0.67	0.42	4.96	1.92	2.24	2.61	4.66	11.43
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	0.16	10.47	19.73	23.27	25.59	37.43	27.53
稅前淨利率	15.77	29.26	8.35	6.12	15.63	24.82	25.96	27.61	40.05	30.53
YoY(%)										
營業收入	9.14	23.43	(11.53)	(36.71)	(8.07)	9.69	(3.30)	18.75	71.43	21.94
營業毛利	9.14	23.43	(11.53)	(36.71)	(8.07)	9.69	(3.30)	18.75	71.43	21.94
營業利益	(93.41)	21.93	(69.21)	(99.69)	(65.31)	2,392.08	(9.32)	157.87	39,629.60	220.66
稅前淨利	(38.45)	10.19	(82.43)	(84.52)	(54.86)	72.61	(14.21)	292.82	1,022.33	138.21
稅後淨利	(39.1)	11.47	(81.89)	(84.06)	(54.40)	87.91	(15.09)	286.12	996.82	140.07
QoQ(%)										
營業收入	(34.08)	25.61	(11.02)	(14.11)		14.25	10.73	9.28	24.00	
營業毛利	(34.08)	25.61	(11.02)	(14.11)		14.25	10.73	9.28	24.00	
營業利益	(98.24)	3,490.24	(57.75)	(98.82)		13,853.62	30.63	20.16	81.39	
稅前淨利	(58.43)	132.97	(74.61)	(37.04)		363.54	15.79	16.24	79.88	
稅後淨利	(61.57)	157.44	(74.41)	(37.04)		353.01	16.33	16.38	78.84	

資料來源：玉山投顧(2025/01)

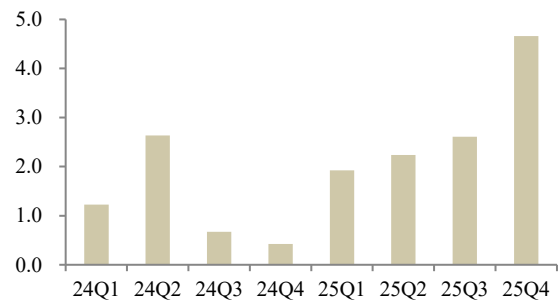
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



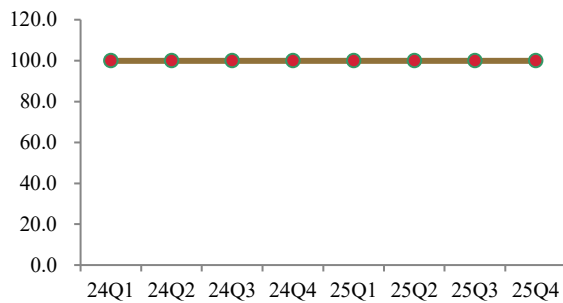
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



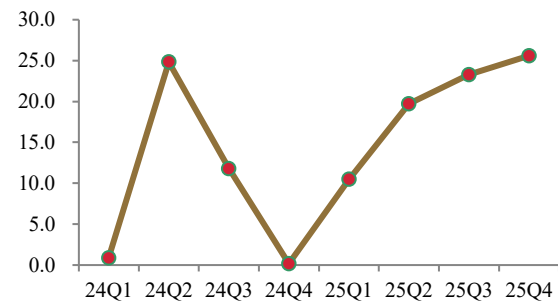
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



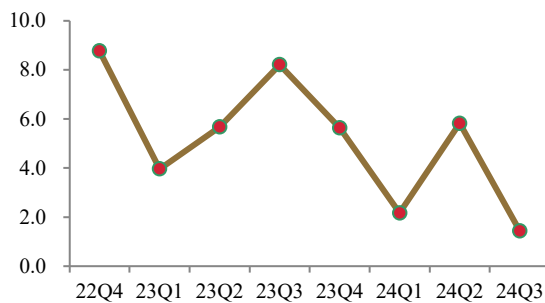
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



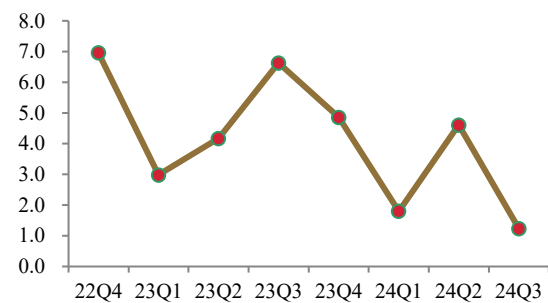
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



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(2025/01)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
營業收入	1,360	1,612	1,481	1,806
營業成本	0	0	0	0
營業毛利	1,360	1,612	1,481	1,806
營業費用	992	1,166	1,309	1,309
營業利益	368	446	155	497
營業外收支淨額	75	67	76	54
稅前淨利	443	513	232	551
稅後淨利	379	435	198	475
普通股股本	317	349	416	416
EPS(元)	12.16	12.73	4.96	11.43
年成長率				
營收	34.4%	18.5%	-8.1%	21.9%
營業利益	17.6%	21.3%	-65.3%	220.7%
稅前淨利	51.0%	15.8%	-54.9%	138.2%
母公司稅後淨利	50.1%	14.7%	-54.5%	140.1%
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%	10.5%	27.5%
稅前淨利率	32.6%	31.8%	15.6%	30.5%
稅後淨利率	27.9%	27.0%	13.4%	26.3%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	1,659	1,654	1,811	2,114
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	343	419
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	2,556	2,864
流動負債	505	326	123	402
應付帳款及票據	2	5	4	5
短期借款	0	0	0	0
什項負債	503	321	121	396
非流動負債	5	8	66	29
負債總額	510	334	189	431
普通股股本	317	349	416	416
資本公積	756	750	750	750
保留盈餘	825	976	1,041	1,208
股東權益總額	1,857	2,063	2,367	2,433

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	443	513	232	551
折舊及攤提費用	47	49	28	28
本期營運資金變動	40	(8)	30	(74)
其他項目	121	(313)	(288)	(351)
營運活動之現金流量	652	241	1	154
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	462	277
投資活動之現金流量	(186)	332	431	245
短期借款及票券變動	0	0	0	0
舉措/償還長期借款	(89)	0	59	(37)
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)	(133)
其他項目	(2)	0	0	0
融資活動之現金流量	(232)	(259)	(245)	(171)
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	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	21.5%	13.9%	7.4%	15.0%
槓桿比率	27.4%	16.2%	8.0%	17.7%
流動比率	328.5%	507.3%	1474.1%	526.0%
速動比率	328.5%	507.3%	1474.1%	526.0%
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	87.15	75.95
總資產週轉率(次)	0.57	0.67	0.58	0.63
淨值週轉率(次)	0.73	0.78	0.63	0.74
股東權益報酬率	22.0%	22.2%	8.9%	19.8%
總資產報酬率	17.6%	18.3%	8.0%	17.5%
OCF／流動負債	168.2%	58.1%	0.6%	58.6%
每股比率				
每股淨值(元)	48.21	50.11	56.92	58.50
每股營收(元)	42.90	46.24	35.62	43.44
每股盈餘(元)	12.16	12.73	4.96	11.43
每股現金股利(元)	8.94	9.80	4.30	9.85
現金股利配發率	73.5%	77.0%	86.7%	86.2%

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)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