



聯亞

(3081.TW/3081 TT)

持有 · 調升

收盤價 January 31 (NT\$)	107.5
12 個月目標價 (NT\$)	115.0
前次目標價 (NT\$)	83.00
調升 (%)	38.6
上漲空間 (%)	7.0

焦點內容

- 4Q23 營收優於預期，矽光受惠於資料中心 AI 應用趨勢，動能明顯。
- 1Q24 營收預計將與 4Q23 接近。
- 矽光產品為 2024 年主要動能。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	9.88 / 317.1
流通在外股數 (百萬股)：	91.86
外資持有股數 (百萬股)：	11.94
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.85
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	91.70 -140.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14.5	-8.1	-15.7
相對表現 (%)	2.7	-12.4	-32.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.22A	0.98A	1.13A	1.29A
2023	(0.33)A	(0.44)A	(1.20)A	(0.34)F
2024	(0.08)F	0.26F	0.70F	1.37F

股價圖



資料來源：TEJ



凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

孫瑞隆
886.2.2181.8745
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

矽光產品為 2024 年主要動能

重要訊息

聯亞舉辦法說會更新公司近況。

評論及分析

4Q23 營收優於預期，矽光動能明顯。4Q23 營收 2.97 億元，季增 65.7%，年減 55.6%，優於公司先前預期之 3Q23 水準(約 2.5 億元)，管理層表示主因資料中心之 AI 應用相關產品如期出貨以及中國區之 telecom 需求較 3Q23 小幅回升。營收規模增加再加上 3Q23 提列閒置產能損失約 3,660 萬元約有 3,400 萬回沖下，助益毛利率達 25.2%，加計匯兌損失約 1,400 萬元後，每股虧損為 0.33 元。

1Q24 營收預計將與 4Q23 接近。管理層預計 1Q24 營收將約與 4Q23 水準(2.97 億元)接近，其中矽光產品需求目前仍持續強勁，預期 1Q24 矽光相關營收將較 4Q23 季增約 15%；而中國 telecom 動能仍在逐漸復甦當中，但考量到進入傳統淡季，預計將約季持平。我們對應調整 1Q24 營收預估至 2.99 億元，每股虧損為 0.08 元。

矽光產品為 2024 年主要動能。管理層對矽光產品持續樂觀，表示 2023 年產 800G 產品已佔矽光相關營收 60%以上比重，並預期 2H24 將開始出貨 1.6T 相關產品，預期 2024 年矽光相關產品營收將持續成長。而中國 telecom 需求雖逐漸復甦，但考量總體經濟因素，仍較為保守看待升級趨勢。管理層亦表示手機下 ToF (Time of Flight)目前研發順利，預期最快將於 2025 年開始貢獻營收。我們調整 2024 年營收預估至 16.4 億元，年增 55.1%，每股盈餘預估為 2.25 元。

投資建議

我們認為聯亞消費性產品及中國 telecom 需求下檔有限，而矽光產品成長動能明確，調升聯亞評等至「持有」，並調整目標價至 115 元，基於 2024-25 年修正後每股盈餘預估平均 3.82 元與 30 倍本益比換算(先前為 25 倍)。

投資風險

5G 基礎建設需求加速；矽光與消費性產品進度優於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	1,873	2,381	1,056	1,638	2,224
營業毛利 (NT\$百萬)	768	759	138	610	976
營業利益 (NT\$百萬)	412	334	(279)	232	585
稅後淨利 (NT\$百萬)	338	330	(212)	206	494
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	2.25	5.39
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.50	0.50	2.30	5.50
每股盈餘成長率 (%)	(43.0)	(2.6)	(163.8)	0.0	139.6
本益比 (x)	29.0	29.8	N.A.	47.8	20.0
股價淨值比 (x)	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA (x)	8.9	10.1	25.4	9.1	5.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.3	3.3	0.5	2.1	5.1
股東權益報酬率 (%)	7.8	7.6	(5.0)	5.0	12.1

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q23 財報與 1Q24 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	4Q23							1Q24F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	297	252	17.8	65.7	(55.6)	239	24.0	299	327	(8.8)	0.6	(8.8)	248	20.6
毛利	79	30	162.2	-	(68.3)	30	158.7	75	40	89.3	(4.4)	32.2	35	112.9
營業利益	(28)	(66)	-	-	-	(97)	-	(15)	(48)	-	-	-	(59)	-
稅前淨利	(39)	(61)	-	-	-	(67)	-	(9)	(43)	-	-	-	(54)	-
稅後淨利	(31)	(49)	-	-	-	(62)	-	(8)	(35)	-	-	-	(45)	-
每股盈餘(元)	(0.34)	(0.54)	-	-	-	(0.72)	-	(0.08)	(0.38)	-	-	-	(0.49)	-
毛利率(%)	26.5	11.9	14.6 ppts	46.1 ppts	(24.7)ppts	12.7	13.8 ppts	25.2	12.1	13.1 ppts	(1.3)ppts	(21.1)ppts	14.3	10.9 ppts
營業利益率(%)	(9.4)	(26.2)	16.8 ppts	73.9 ppts	(43.4)ppts	(40.6)	31.1 ppts	(4.9)	(14.7)	9.8 ppts	4.5 ppts	(28.5)ppts	(23.8)	18.9 ppts
稅後淨利率(%)	(10.4)	(19.6)	9.2 ppts	50.8 ppts	(39.4)ppts	(25.9)	15.5 ppts	(2.6)	(10.7)	8.1 ppts	7.8 ppts	(22.7)ppts	(18.0)	15.5 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2023 年財報與 2024 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023						2024F					
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,056	1,011	4.4	(55.6)	1,000	5.6	1,638	1,545	6.0	55.1	1,335	22.6
毛利	138	89	54.4	(81.8)	84	65.1	610	489	24.6	341.6	306	99.1
營業利益	(279)	(317)	-	-	(346)	-	232	113	104.6	-	(104)	-
稅前淨利	(264)	(287)	-	-	(303)	-	253	134	88.2	-	(82)	-
稅後淨利	(212)	(230)	-	-	(243)	-	206	110	88.2	-	(67)	-
每股盈餘(元)	(2.31)	(2.51)	-	-	(2.65)	-	2.25	1.19	88.2	-	(0.72)	-
毛利率(%)	13.1	8.8	4.2 ppts	(18.8)ppts	8.4	4.7 ppts	37.2	31.7	5.6 ppts	24.2 ppts	22.9	14.3 ppts
營業利益率(%)	(26.4)	(31.3)	4.9 ppts	(40.4)ppts	(34.6)	8.2 ppts	14.2	7.3	6.8 ppts	40.6 ppts	(7.8)	21.9 ppts
稅後淨利率(%)	(20.0)	(22.8)	2.7 ppts	(33.9)ppts	(24.3)	4.3 ppts	12.6	7.1	5.5 ppts	32.6 ppts	(5.0)	17.6 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

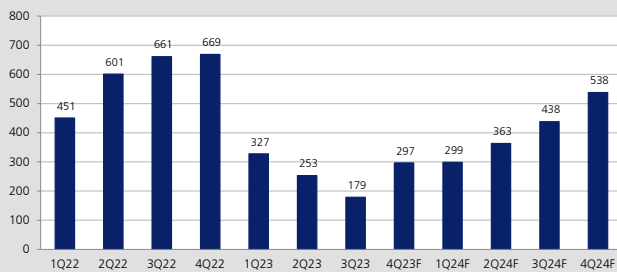
圖 3：公司概况

聯亞光電成立於 1997 年，主要營運及生產據點坐落在台南科學園區，為光通訊產業的上游供應商，係以 InP 與 GaAs 材料生產用於光收發模組之訊號發射端的雷射二極體磊晶片(LD Epiwafer)，以及接收端的光偵測器磊晶片(PD Epiwafer)。主要客戶為台系、中系之中下游光通訊廠商，4Q23 來自 Datacom、Telecom 及 Industrial/consumer 應用分別約佔公司營收的約 45-50%、35-40%及 10-15%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：季營業收入

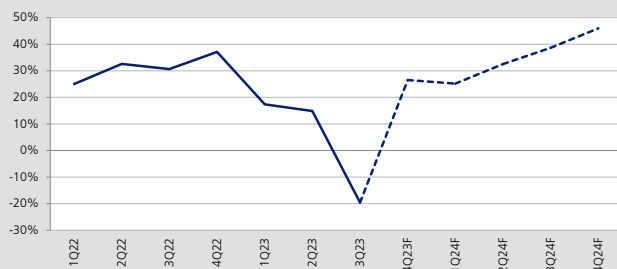
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 3：毛利率

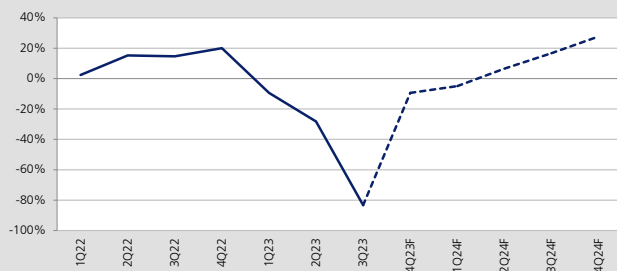
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 5：營業利潤率

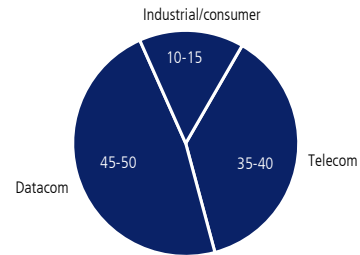
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4：4Q23 營收組成

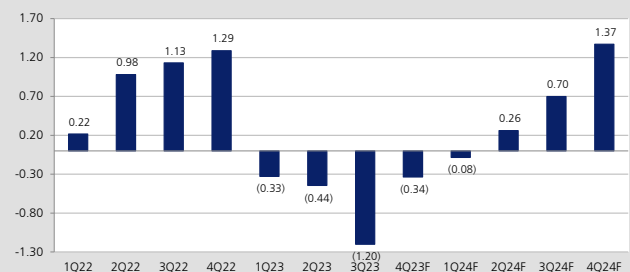
營收組成，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：每股盈利

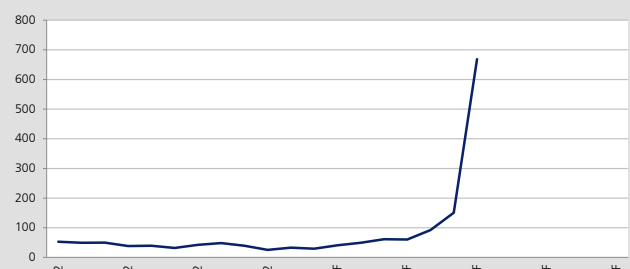
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 4：本益比

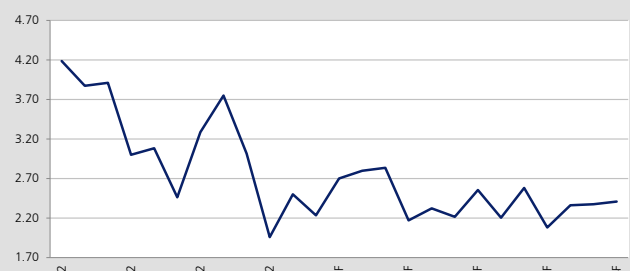
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 6：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	327	253	179	297	299	363	438	538	1,056	1,638	2,224
營業成本	(271)	(215)	(214)	(218)	(223)	(245)	(269)	(291)	(918)	(1,028)	(1,248)
營業毛利	57	38	(35)	79	75	118	169	247	138	610	976
營業費用	(88)	(109)	(114)	(107)	(90)	(94)	(96)	(98)	(417)	(378)	(391)
營業利益	(31)	(71)	(149)	(28)	(15)	24	73	149	(279)	232	585
折舊	(110)	(113)	(116)	(259)	(161)	(161)	(161)	(161)	(597)	(644)	(691)
攤提	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)
EBITDA	80	42	(33)	233	147	186	235	311	322	880	1,280
利息收入	-	6	-	2	2	2	2	2	9	9	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	5	-	5	2	2	2	2	2	11	8	8
總營業外收入	5	6	5	4	4	4	4	4	20	17	17
利息費用	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(4)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(3)	7	9	(14)	2	2	2	2	(1)	8	8
總營業外費用	(4)	6	8	(15)	1	1	1	1	(5)	4	4
稅前純益	(30)	(59)	(137)	(39)	(9)	29	79	155	(264)	253	606
所得稅費用[利益]	-	18	27	8	2	(5)	(15)	(29)	53	(47)	(112)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	(30)	(41)	(110)	(31)	(8)	24	64	126	(212)	206	494
非常項目	0	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	(30)	(41)	(110)	(31)	(8)	24	64	126	(212)	206	494
每股盈餘 (NT\$)	(0.33)	(0.44)	(1.20)	(0.34)	(0.08)	0.26	0.70	1.37	(2.31)	2.25	5.39
獲利率 (%)											
營業毛利率	17.4	14.9	(19.6)	26.5	25.2	32.5	38.7	46.0	13.1	37.2	43.9
營業利益率	(9.4)	(28.2)	(83.3)	(9.4)	(4.9)	6.6	16.7	27.7	(26.4)	14.2	26.3
EBITDA Margin	24.4	16.6	(18.4)	78.6	49.3	51.3	53.7	57.9	30.5	53.7	57.6
稅前純益率	(9.2)	(23.2)	(76.5)	(13.0)	(3.2)	8.1	18.0	28.7	(25.0)	15.5	27.3
稅後純益率	(9.2)	(16.2)	(61.2)	(10.4)	(2.6)	6.6	14.6	23.4	(20.0)	12.6	22.2
季成長率 (%)											
營業收入	(51.0)	(22.8)	(29.2)	65.7	0.6	21.6	20.7	22.8			
營業毛利	(77.1)	(34.0)	(193.3)		(4.4)	56.9	43.5	46.0			
營業收益增長	(122.9)	132.1	109.5	(81.2)	(47.3)		205.0	103.5			
EBITDA	(68.0)	(47.4)	(178.4)		(36.9)	26.3	26.5	32.2			
稅前純益	(124.9)	94.6	133.3	(71.8)	(75.5)		168.1	96.5			
稅後純益	(125.7)	35.4	168.2	(71.8)	(75.0)		168.1	96.5			
年成長率 (%)											
營業收入	(27.3)	(57.9)	(72.9)	(55.6)	(8.8)	43.6	144.6	81.3	(55.6)	55.1	35.8
營業毛利	(49.5)	(80.8)	(117.3)	(68.3)	32.2	214.2		214.3	(81.8)	341.6	60.0
營業收益	(384.2)	(177.6)	(253.5)	(120.9)	(51.9)				(183.5)		152.3
EBITDA	(41.4)	(80.1)	(115.4)	(6.5)	84.3	342.8		33.4	(60.3)	173.0	45.5
稅前純益	(222.4)	(155.7)	(207.7)	(131.9)	(68.6)				(169.9)		139.6
稅後純益	(253.1)	(145.6)	(206.4)	(126.3)	(74.4)				(164.2)		139.6

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	4,981	5,117	4,578	4,750	5,057
流動資產	2,381	2,511	2,119	2,484	3,032
現金及短期投資	1,771	1,644	1,669	1,899	2,281
存貨	289	376	213	238	289
應收帳款及票據	297	458	203	314	428
其他流動資產	24	33	33	33	33
非流動資產	2,600	2,606	2,459	2,265	2,025
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	2,123	2,164	2,017	1,823	1,582
什項資產	477	443	443	443	443
負債總額	709	761	479	656	974
流動負債	391	450	167	344	663
應付帳款及票據	89	176	100	111	136
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	302	273	68	233	527
長期負債	318	311	311	311	311
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	7	5	5	5	5
股東權益總額	4,272	4,357	4,099	4,094	4,083
普通股股本	914	919	919	919	919
保留盈餘	962	985	727	722	711
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	(18.9%)	27.1%	(55.6%)	55.1%	35.8%
營業收益增長	(41.8%)	(19.0%)	(183.5%)		152.3%
EBITDA	(22.7%)	(10.3%)	(60.3%)	173.0%	45.5%
稅後純益	(42.9%)	(2.4%)	(164.2%)		139.6%
每股盈餘成長率	(43.0%)	(2.6%)	(163.8%)		139.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	41.0%	31.9%	13.1%	37.2%	43.9%
營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	14.2%	26.3%
EBITDA Margin	48.3%	34.1%	30.5%	53.7%	57.6%
稅後純益率	18.0%	13.8%	(20.0%)	12.6%	22.2%
平均資產報酬率	6.6%	6.5%	(4.4%)	4.4%	10.1%
股東權益報酬率	7.8%	7.6%	(5.0%)	5.0%	12.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	100.5	80.0	(53.6)	64.3	152.6
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	243.4	133.5	155.9	182.5	261.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	243.4	133.5	155.9	182.5	261.9
流動比率 (x)	6.1	5.6	12.7	7.2	4.6
速動比率 (x)	5.3	4.7	11.4	6.5	4.1
淨負債 (NT\$百萬)	(1,771)	(1,644)	(1,669)	(1,899)	(2,281)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	2.25	5.39
每股現金盈餘 (NT\$)	11.23	7.01	8.24	7.96	11.42
每股淨值 (NT\$)	46.76	47.42	44.62	44.56	44.44
調整後每股淨值 (NT\$)	46.96	47.76	44.68	44.63	44.51
每股營收 (NT\$)	20.58	26.10	11.51	17.85	24.24
EBITDA/Share (NT\$)	9.94	8.89	3.51	9.59	13.95
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.50	0.50	2.30	5.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.37	0.47	0.22	0.35	0.45
應收帳款周轉天數	57.8	70.3	70.3	70.3	70.3
存貨周轉天數	95.7	84.7	84.7	84.7	84.7
應付帳款周轉天數	29.5	39.7	39.7	39.7	39.7
現金轉換周轉天數	124.0	115.2	115.2	115.2	115.2

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	1,873	2,381	1,056	1,638	2,224
營業成本	(1,104)	(1,622)	(918)	(1,028)	(1,248)
營業毛利	768	759	138	610	976
營業費用	(356)	(425)	(417)	(378)	(391)
營業利益	412	334	(279)	232	585
總營業外收入	7	10	20	17	17
利息收入	7	10	9	9	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	11	8	8
總營業外費用	(1)	34	(5)	4	4
利息費用	(4)	(5)	(5)	(4)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	3	39	(1)	8	8
稅前純益	418	378	(264)	253	606
所得稅費用[利益]	(80)	(49)	53	(47)	(112)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	338	330	(212)	206	494
EBITDA	904	811	322	880	1,280
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	2.25	5.39

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	1,022	639	756	730	1,048
本期純益	338	330	(212)	206	494
折舊及攤提	492	477	601	648	695
本期運用資金變動	207	(193)	366	(124)	(141)
其他營業資產及負債變動	(15)	25	0	-	(0)
投資活動之現金流量	(333)	(460)	(454)	(454)	(454)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(206)	(363)	(450)	(450)	(450)
其他資產變動	(127)	(97)	(4)	(4)	(4)
自由現金流	820	208	290	258	576
融資活動之現金流量	(465)	(306)	(276)	(46)	(211)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(457)	(320)	(276)	(46)	(211)
其他融資現金流	(8)	14	0	0	-
匯率影響數	(0)	(1)			
本期產生現金流量	224	(128)	26	230	382

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	19.0%	17.9%	39.5%	23.1%	17.6%
= 營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	14.2%	26.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.2	0.3	0.1	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	1.1	0.9	1.9	1.1	0.7
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	0.8	0.9	0.4	0.8	1.2
營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	14.2%	26.3%
x 資本周轉率	0.8	0.9	0.4	0.8	1.2
x (1 - 有效現金稅率)	80.8%	87.1%	80.0%	81.5%	81.5%
= 稅後 ROIC	13.4%	10.8%	(9.3%)	8.7%	26.7%

資料來源：公司資料，凱基

聯亞 – 以往評級及目標價



資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。