

研究員：劉宜和 [yiholliu@capital.com.tw](mailto:yiholliu@capital.com.tw)

前日收盤價	107.50 元
目標價	
3 個月	115.00 元
12 個月	115.00 元

## 聯亞 (3081 TT)

**Trading Buy**

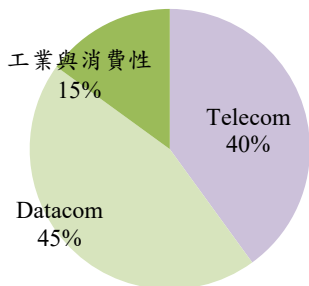
### 近期報告日期、評等及前日股價

12/15/2023	Neutral	106.00
08/15/2023	Neutral	92.60
07/31/2023	Buy	117.50
07/27/2023	Buy	99.60
07/06/2023	Buy	102.50

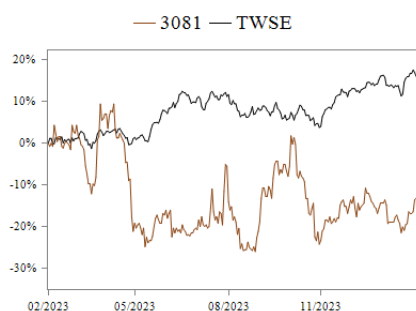
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	919
市值(億元)	99
目前每股淨值(元)	42.02
外資持股比(%)	12.97
投信持股比(%)	0.72
董監持股比(%)	8.69
融資餘額(張)	10,395
現金股息配發率(%)	--

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



生成式 AI 帶動矽光成長，投資建議調整為 Trading Buy。

**投資建議：**雖然中國 Telecom 需求不明，但受惠於生成式 AI 提升算力建置需求，高速網路需求直線成長，預計 800G 與 1.6T 矽光應用將持續出貨，帶動 Datacom 營收上揚，整體營運可望改善，投資建議調整為 Trading Buy。

**Telecom 與消費性產品需求大減，2023 年營收 10.56 億元，YoY-55.65%，EPS-2.30 元：**2023 年 Datacom 中的矽光產品受惠於生成式 AI 趨勢，美系 CSP 客戶加快建置 AI 算力，也加速 800G 高速網路需求向上，預期 Datacom 營收年增；中國 10G PD、APD 需求不穩定，中國業者庫存降至安全以下才願意回補庫存，遲至 4Q23 才開始下急單回補，導致 10G 相關晶粒 2023 年出貨衰退，Telecom 營收年減；美系手機以 GaAs 取代 InP 製程雷射晶粒，導致消費性雷射產品線營收年減，2023 年營收 10.56 億元，YoY-55.65%，稅後淨利-2.12 億元，EPS-2.30 元。

**整體表現持穩，預估 1Q24 營收 2.99 億元，QoQ+0.81%，EPS-0.17 元：**展望 1Q24，中國 Telecom 需求穩定；在 Datacom 方面，北美 CSP 業者持續擴充生成式 AI 算力，預期 Datacom 營收季增 15%；消費性雷射需等待新產品客戶認證結果，短期無新增研發專案，預期營收季減。整體營收表現持穩，預估 1Q24 營收 2.99 億元，QoQ+0.81%。因矽光應用受惠於北美客戶建置生成式 AI 算力，營收持續成長，整體產品組合轉佳，1Q24 毛利率將優於 4Q23 的表現，預估稅後淨利-0.15 億元，EPS-0.17 元。

**Datacom 為主要成長動能，預估 2024 年營收 13.44 億元，YoY+27.23%，EPS0.05 元：**展望 2024 年，中國 Telecom 需求不明，保守估計 Telecom 營收；高速矽光雷射晶粒陸續在 800G、1.6T 出貨帶動下，預期進一步推升 Datacom 營收成長；雖然消費性雷射是否重獲美系手機客戶採用仍未明朗，但中國客戶採用 GaAs 製程雷射晶粒的車用 LiDAR 預計將在 1Q24 後量產出貨，其他類產品營收可望成長，預估 2024 年營收 13.44 億元，YoY+27.23%，預估稅後淨利 0.04 億元，EPS0.05 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	1,056	1,344	1,309	669	327	253	179	297	299	347	364	332
營業毛利淨額	138	423	376	248	57	38	-35	79	89	132	107	95
營業利益	-279	-18	-8	134	-31	-71	-149	-28	21	-1	-3	-34
稅後純益	-212	4	-20	117	-30	-41	-110	-31	-15	19	1	-1
稅後 EPS(元)	-2.30	0.05	-0.22	1.28	-0.33	-0.44	-1.19	-0.34	-0.17	0.21	0.01	-0.01
毛利率(%)	13.08%	31.50%	28.72%	37.11%	17.38%	14.86%	-19.57%	26.51%	29.73%	37.98%	29.36%	28.67%
營業利益率(%)	-26.42%	-1.31%	-0.64%	20.08%	-9.37%	-28.16%	-83.30%	-9.43%	7.07%	-0.36%	-0.94%	-10.27%
稅後純益率(%)	-20.03%	0.33%	-1.51%	17.55%	-9.22%	-16.16%	-61.21%	-10.40%	-5.11%	5.58%	0.28%	-0.22%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-55.65%	27.23%	-2.56%	1.13%	-51.02%	-22.79%	-29.18%	65.74%	0.81%	16.15%	4.89%	-8.79%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	13.95%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-94.66%	N.A

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 9.19 億元計算。

2024 年 2 月 1 日

## 聯亞光電 ESG：

聯亞從 2016 年開始進行溫室氣體盤查，盤查涵蓋之溫室氣體種類為二氧化碳(CO<sub>2</sub>)、甲烷(CH<sub>4</sub>)、氧化亞氮(N<sub>2</sub>O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟碳化物(PFCs)、六氟化硫(SF<sub>6</sub>)及三氟化氮(NF<sub>3</sub>)等其他經主管機關公告之物質。本公司主要之溫室氣體排放為二氧化碳(CO<sub>2</sub>)、甲烷(CH<sub>4</sub>)、氧化亞氮(N<sub>2</sub>O)及全氟碳化物(PFCs)等四類，本公司於 2020 年轉租廠房屋頂提供綠電廠商設置太陽能光電系統，進行太陽能板建置區域可行性評估與發電容量規劃，利用太陽能設備轉換太陽光能為電能提供綠色電能，待預計於 2023 年轉供電能，後續再評估依公司需求買回綠電。

## 三大產品線營收均成長，4Q23 營收 2.97 億元，QoQ+65.74%，EPS-0.34 元：

4Q23 中國客戶對 2.5G、10G 的 LD、APD 下急單，陸續在 11~12/2023 出貨，帶動 Telecom 營收季增；北美 CSP 客戶加快建置 AI 算力，800G 矽光 LD、PD 出貨加快成長，帶動 Datacom 營收季增；消費性雷射客戶增加研發專案出貨，帶動消費性產品營收成長。

在 Telecom 方面，中國客戶庫存已降到安全水位以下，自 10/2023 開始對 2.5G、10G 的 LD、APD 下急單，並在 11~12/2023 陸續出貨，因中國 Telecom 急單挹注，Telecom 營收 1.19 億元，QoQ+171.65%。

在 Datacom 方面，美系 CSP 客戶加快擴張 AI 算力，引發高速網路交換機需求，帶動 800G 光收發模組出貨快速成長，對 800G 矽光 LD、PD 拉貨增加，受惠於 800G 需求持續成長，Datacom 營收 1.34 億元，QoQ+5.86%。

在消費性與 Others 產品線方面，主要受惠於消費性雷射客戶新產品開發專案數量增加的帶動，營收 0.44 億元，QoQ+144.44%。

三大產品線營收均成長，4Q23 營收 2.97 億元，QoQ+65.74%。

因中國 Telecom 需求回溫，提高產能利用率，加上矽光應用持續成長，4Q23 毛利率顯著提升至 26.51%，稅後淨利-0.31 億元，EPS-0.34 元。

## Telecom 與消費性產品需求大減，2023 年營收 10.56 億元，YoY-55.65%，EPS-2.30 元：

2023 年 Datacom 中的矽光產品主要客戶將產品由 400G 升級至 800G，受惠於生成式 AI 趨勢，美系 CSP 客戶加快建置 AI 算力，800G 高速網路需求增溫，Datacom 營收持穩；中國 10G PD、APD 需求不穩定，中國業者庫存降至安全以下才願意回補庫存，遲至 4Q23 才開始下急單回補，導致 10G 相關晶粒 2023 年出貨衰退，Telecom 營收年減；美系手機以 GaAs 取代 InP 製程雷射晶粒，導致消費性雷射產品線營收年減。

Telecom 與消費性產品需求大減，2023 年營收 10.56 億元，YoY-55.65%。

因營收規模大幅下滑，產能利用率過低導致公司提列閒置產能損失，2023 年毛利率低於 2022 年的水準，稅後淨利-2.12 億元，EPS-2.30 元。

2024 年 2 月 1 日

**整體表現持穩，預估 1Q24 營收 2.99 億元，QoQ+0.81%，EPS-0.17 元：**

展望 1Q24，中國 Telecom 需求穩定，雖然 02/2024 年夾長假影響拉貨，但在電信營運商標案即將啟動的狀況下，預期 03/2024 拉貨回溫，預期 Telecom 營收持平；在 Datacom 方面，Samsung 發表 S24 系列旗艦機眾後，手機上的生成式 AI 應用進一步與 Android 作業系統深度整合，相關應用讓北美 CSP 業者持續擴充生成式 AI 算力，預期 Datacom 營收季增 15%；消費性雷射需等待新產品客戶認證結果，短期無新增研發專案，預期營收季減。

因整體表現持穩，預估 1Q24 營收 2.99 億元，QoQ+0.81%。

因矽光應用受惠於北美客戶建置生成式 AI 算力，營收持續成長，整體產品組合轉佳，1Q24 毛利率將優於 4Q23 的表現，預估稅後淨利-0.15 億元，EPS-0.17 元。

**Datacom 為主要成長動能，預估 2024 年營收 13.44 億元，YoY+27.23%，EPS0.05 元：**

展望 2024 年，中國 Telecom 需求不明，保守估計 Telecom 營收；高速矽光雷射晶粒陸續在 800G、1.6T 出貨帶動下，預期進一步推升 Datacom 營收成長；雖然消費性雷射是否重獲美系手機客戶採用仍未明朗，但中國客戶採用 GaAs 製程雷射晶粒的車用 LiDar 預計將在 1Q24 後量產出貨，其他類產品營收可望成長。

在 Telecom 方面，此產品線客戶絕大部份位於中國，由於中國 5G 基地台 2025 年建設目標總量 364 萬座，但截至 2023 年底已完成 337.7 萬座，後續 5G 基地台相關光通訊需求恐將減少，加上 FTTH 滲透率已高，中國 Telecom 終端需求不明，客戶須等到庫存降至安全水位以下，才會以短單、急單的方式回補庫存，導致需求難以預估，雖然 2Q24 中國電信商標案即將帶動需求，但在中國需求持續不明的狀況下，保守預期 Telecom 營收持穩。

在 Datacom 方面，美系 CSP 客戶因應生成式 AI 趨勢增加算力建置，帶動高速網路需求，800G 矽光雷射晶粒需求持續成長，成為 Datacom 營收年增主要動能，但 AI 算力系統對高速網路的需求沒有止盡，已開始研發、認證 1.6T(1600G)高速矽光雷射晶粒，預期在 2Q24 量產出貨，由於 1.6T 矽光雷射晶粒顆數較多，單價維持在高檔，預期高速矽光雷射晶粒能進一步推升 Datacom 營收成長。

其他類產品方面，手機相關的消費性雷射持續與日系客戶研發當中，由於採用 GaAs 基板，是否受日系客戶採用切入美系手機供應鏈仍須通過數道驗證關卡，2024 年尚難量產貢獻營收；在車用 LiDar 方面，中國客戶採用 GaAs 製程雷射晶粒的 LiDar 預計將在 1Q24 後量產出貨，其他類產品營收可望成長。

Datacom 為主要成長動能，預估 2024 年營收 13.44 億元，YoY+27.23%。

由於整體營收規模回溫，預計 2Q24 有機會不再提列閒置產能損失，已提列的損失可望回沖，屆時將推升毛利率表現，營收規模擴增將讓毛利率優於 2023 年的水準，預估稅後淨利 0.04 億元，EPS0.05 元。

## 投資建議：

雖然中國 Telecom 需求不明，但受惠於生成式 AI 提升算力建置需求，高速網路需求直線成長，預計 800G 與 1.6T 矽光應用將持續出貨，帶動 Datacom 營收上揚，整體營運可望改善，投資建議調整為 Trading Buy。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 1 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	4,981	5,117	4,384	5,104	4,997
流動資產	2,381	2,511	1,909	2,958	1,636
現金及約當現金	1,771	1,644	581	2,002	1,123
應收帳款與票據	297	458	230	166	271
存貨	289	376	357	171	90
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	2,123	2,164	1,969	2,114	2,104
<b>負債總計</b>	<b>709</b>	<b>761</b>	<b>522</b>	<b>954</b>	<b>867</b>
流動負債	391	450	219	656	269
應付帳款及票據	89	176	56	162	150
非流動負債	318	311	303	312	625
<b>權益總計</b>	4,272	4,357	3,862	4,149	4,130
普通股股本	914	919	919	919	919
保留盈餘	1,543	1,600	1,113	1,393	1,373
母公司業主權益	4,272	4,357	3,862	4,149	4,129
<b>負債及權益總計</b>	<b>4,981</b>	<b>5,117</b>	<b>4,384</b>	<b>5,104</b>	<b>4,997</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	1,873	2,381	1,056	1,344	1,309
營業成本	1,104	1,622	918	920	933
<b>營業毛利淨額</b>	768	759	138	423	376
營業費用	356	425	417	428	410
<b>營業利益</b>	412	334	-279	-18	-8
<b>EBITDA</b>	907	850	177	426	412
業外收入及支出	6	44	16	10	10
稅前純益	418	378	-264	5	-24
所得稅	80	49	-53	1	-4
稅後純益	338	330	-212	4	-20
稅後 EPS(元)	3.67	3.59	-2.30	0.05	-0.22
完全稀釋 EPS**	3.67	3.59	-2.30	0.05	-0.22

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 9.19【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 9.19 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-18.90%	27.14%	-55.65%	27.23%	-2.56%
營業毛利淨額	-34.01%	-1.23%	-81.81%	206.49%	-11.17%
營業利益	-41.81%	-18.95%	N.A	N.A	N.A
稅後純益	-42.86%	-2.37%	N.A	N.A	N.A

## 獲利能力分析(%)

毛利率	41.03%	31.88%	13.08%	31.50%	28.72%
EBITDA(%)	48.45%	35.71%	16.80%	31.73%	31.50%
營益率	22.00%	14.03%	-26.42%	-1.31%	-0.64%
稅後純益率	18.02%	13.84%	-20.03%	0.33%	-1.51%
總資產報酬率	6.78%	6.44%	-4.82%	0.09%	-0.40%
股東權益報酬率	7.90%	7.56%	-5.48%	0.11%	-0.48%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	14.23%	14.87%	11.91%	18.70%	17.36%
負債/淨值比(%)	16.59%	17.47%	13.52%	23.00%	21.00%
流動比率(%)	608.80%	558.64%	873.25%	451.00%	609.00%

## 其他比率分析

存貨天數	82.22	74.90	145.82	104.81	51.00
應收帳款天數	90.35	57.87	118.93	53.79	61.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	1,022	639	240	475	453
稅前純益	418	378	-264	5	-24
折舊及攤銷	492	477	457	444	421
營運資金變動	231	-161	127	247	-36
其他營運現金	-119	-55	-80	-221	93
<b>投資活動現金</b>	-333	-460	-970	73	-1,326
資本支出淨額	-206	-363	-151	-200	-100
長期投資變動	0	0	-819	0	0
其他投資現金	-127	-97	0	273	-1,226
<b>籌資活動現金</b>	-465	-306	-330	-388	-6
長借/公司債變動	0	0	0	-170	312
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-457	-320	-322	0	0
其他籌資現金	-8	14	-8	-218	-319
<b>淨現金流量</b>	224	-128	-1,063	159	-879
<b>期初現金</b>	1,547	1,771	1,644	1,843	2,002
<b>期末現金</b>	1,771	1,644	581	2,002	1,123

資料來源：CMoney、群益



2024 年 2 月 1 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	661	669	327	253	179	297	299	347	364	332	266	320
營業成本	458	420	271	215	214	218	210	215	257	237	188	228
營業毛利淨額	203	248	57	38	-35	79	89	132	107	95	78	92
營業費用	105	114	88	109	114	107	110	111	108	99	104	103
營業利益	97	134	-31	-71	-149	-28	21	-1	-3	-34	-11	0
業外收入及支出	30	-13	1	12	12	-11	3	3	3	3	3	3
稅前純益	127	121	-30	-59	-137	-39	-19	24	1	-1	-23	-9
所得稅	24	4	0	-18	-27	-8	-3	4	0	0	-4	-2
稅後純益	103	117	-30	-41	-110	-31	-15	19	1	-1	-19	-7
最新股本	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919
稅後EPS(元)	1.12	1.28	-0.33	-0.44	-1.19	-0.34	-0.17	0.21	0.01	-0.01	-0.21	-0.08

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	30.65%	37.11%	17.38%	14.86%	-19.57%	26.51%	29.73%	37.98%	29.36%	28.67%	29.25%	28.78%
營業利益率(%)	14.70%	20.08%	-9.37%	-28.16%	-83.30%	-9.43%	7.07%	-0.36%	-0.94%	-10.27%	-4.23%	-0.09%
稅後純益率(%)	15.58%	17.55%	-9.22%	-16.16%	-61.21%	-10.40%	-5.11%	5.58%	0.28%	-0.22%	-7.15%	-2.24%

## QoQ(%)

營業收入淨額	10.04%	1.13%	-51.02%	-22.79%	-29.18%	65.74%	0.81%	16.15%	4.89%	-8.79%	-19.89%	20.11%
營業利益	5.89%	38.11%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	20.58%	-4.85%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-94.66%	N.A	N.A	N.A
稅後純益	15.01%	13.95%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-94.66%	N.A	N.A	N.A

## YoY(%)

營業收入淨額	73.02%	92.86%	-27.33%	-57.92%	-72.92%	-55.61%	-8.63%	37.44%	103.57%	12.03%	-10.97%	-7.94%
營業利益	200.00%	4299.31%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	219.77%	4022.48%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	223.53%	1605.32%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本9.19億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。