



聯亞

(3081.TW/3081 TT)

持有 · 維持

收盤價 April 24 (NT\$)	135.0
12 個月目標價 (NT\$)	118.0
前次目標價 (NT\$)	115.0
調升 (%)	2.6
下跌空間 (%)	12.6

焦點內容

- 1Q24 營收優於預期，每股盈餘低於預期。
- 2Q24 營收預計將與 1Q24 接近。
- 矽光產品為 2024 年主要動能。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	12.40 / 380.2
流通在外股數 (百萬股)：	91.84
外資持有股數 (百萬股)：	16.90
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.95
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	91.70 -158.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	30.4	29.2	10.7
相對表現 (%)	17.8	5.8	-18.1

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)A
2024	(0.44)F	(0.01)F	0.29F	0.82F

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

2Q24 矽光產品將進入 1.6T 轉換期，2H24 量產

重要訊息

聯亞舉辦法說會更新公司近況。

評論及分析

1Q24 營收優於預期，每股盈餘低於預期。1Q24 營收 3.24 億元，季增 9.2%，年減 1.1%，優於公司先前預期之 4Q23 水準(約 3 億元)主因資料中心客戶對 AI 應用需求持續提升，出貨持續所致。然而毛利率 6.1%大幅低於預期，除了公司依會計準則提列 4,200 萬元閒置產能損失以外，telecom 產品每規格之片數減少也對毛利率產生影響。加計匯兌收益約 1,500 萬元後，每股虧損為 0.44 元，低於凱基預期。

2Q24 營收預計將與 1Q24 接近。管理層預計 2Q24 營收約與 1Q24 水準(3.24 億元)接近，其中矽光產品客戶規劃於 2H24 升級至 1.6T 規格，5-6 月逐漸進入產品轉換期，而客戶近期增加 800G 產品用於非 AI 之一般資料中心之需求，因此預期矽光產品線 2024 全年仍將成長；而中國 telecom 需求則緩慢復甦中，我們調整 2Q24 營收預估至 3.28 億元，每股虧損 0.01 元。

矽光產品為 2024 年主要動能。管理層維持看法包括(1)矽光產品線預期 2H24 將開始出貨 1.6T 相關產品，2024 年矽光相關產品營收將較 2023 年持續成長；(2)中國 telecom 需求於 2024 年逐漸復甦；(3)手機應用仍持續開發驗證中，2024 年量產機會較低。因閒置產能提列難以估計，我們在假設每季提列與回沖金額近似下，對應調整 2024-25 年營收預估至 14.7/25.9 億元，每股盈餘預估為 0.67/7.15 元。

投資建議

我們維持看法認為聯亞消費性產品下檔有限，中國 telecom 則逐漸回溫，而矽光產品成長動能明確，閒置產能之不確定性因素將隨生產規模提升持續改善。維持「持有」評等，目標價調整至 118 元，基於 2024-25 年修正後每股盈餘預估平均與 30 倍本益比換算得出。

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-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	1,873	2,381	1,056	1,471	2,594
營業毛利 (NT\$百萬)	768	759	138	395	1,154
營業利益 (NT\$百萬)	412	334	(279)	19	734
稅後淨利 (NT\$百萬)	338	330	(212)	62	655
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	0.67	7.15
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.50	0.50	0.50	6.00
每股盈餘成長率 (%)	(43.0)	(2.6)	(164.0)	0.0	959.5
本益比 (x)	36.4	37.4	N.A.	200.1	18.9
股價淨值比 (x)	2.9	2.8	3.2	3.2	3.1
EV/EBITDA (x)	11.6	13.2	63.9	17.5	7.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.6	2.6	0.4	0.4	4.4
股東權益報酬率 (%)	7.8	7.6	(5.1)	1.6	16.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：1Q24 財報與 2Q24 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	1Q24							2Q24F						
	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	324	299	8.5	9.2	(1.1)	300	8.1	328	363	(9.6)	1.2	29.7	338	(3.0)
毛利	20	75	(73.5)	(74.7)	(65.0)	82	(75.8)	84	118	(29.1)	320.4	122.8	102	(18.0)
營業利益	(67)	(15)	-	-	-	(12)	-	(6)	24	-	-	-	(4)	-
稅前淨利	(50)	(9)	-	-	-	(16)	-	(1)	29	-	-	-	1	-
稅後淨利	(40)	(8)	-	-	-	(12)	-	(1)	24	-	-	-	1	-
每股盈餘(元)	(0.44)	(0.08)	-	-	-	(0.13)	-	(0.01)	0.26	-	-	-	0.02	-
毛利率(%)	6.1	25.2	(19.1)ppts	(20.4)ppts	(11.2)ppts	27.4	(21.3)ppts	25.5	32.5	(7.0)ppts	19.4 ppts	10.7 ppts	30.2	(4.7)ppts
營業利益率(%)	(20.6)	(4.9)	(15.6)ppts	(11.1)ppts	(11.2)ppts	(3.9)	(16.7)ppts	(1.9)	6.6	(8.5)ppts	18.7 ppts	26.2 ppts	(1.2)	(0.8)ppts
稅後淨利率(%)	(12.3)	(2.6)	(9.8)ppts	(1.9)ppts	(3.1)ppts	(4.2)	(8.2)ppts	(0.3)	6.6	(6.8)ppts	12.1 ppts	15.9 ppts	0.2	(0.5)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,471	1,638	(10.2)	39.3	1,430	2.8	2,594	2,224	16.6	76.3	2,014	28.8
毛利	395	610	(35.3)	185.8	426	(7.4)	1,154	976	18.2	192.4	693	66.7
營業利益	19	232	(91.7)	-	18	7.0	734	585	25.5	3,734.2	437	68.1
稅前淨利	52	253	(79.6)	-	34	50.9	755	606	24.6	1,362.6	360	109.7
稅後淨利	62	206	(70.0)	-	17	267.8	655	494	32.6	959.5	297	120.4
每股盈餘(元)	0.67	2.25	(70.0)	-	0.36	89.0	7.15	5.39	32.7	959.5	3.24	120.5
毛利率(%)	26.8	37.2	(10.4)ppts	13.8 ppts	29.8	(3.0)ppts	44.5	43.9	0.6 ppts	17.7 ppts	34.4	10.1 ppts
營業利益率(%)	1.3	14.2	(12.9)ppts	27.7 ppts	1.3	0.1 ppts	28.3	26.3	2.0 ppts	27.0 ppts	21.7	6.6 ppts
稅後淨利率(%)	4.2	12.6	(8.4)ppts	24.2 ppts	1.2	3.0 ppts	25.3	22.2	3.0 ppts	21.1 ppts	14.8	10.5 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

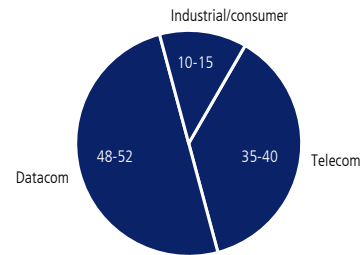
圖 3：公司概况

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，1Q24 來自 Datacom、Telecom 及 Industrial/consumer 應用分別約佔公司營收的約 48-52%、35-40%及 10-15%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 4：1Q24 營收組成

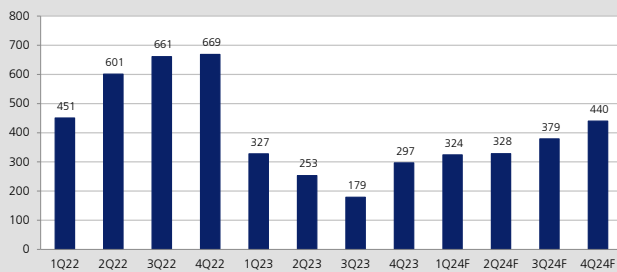
營收組成，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

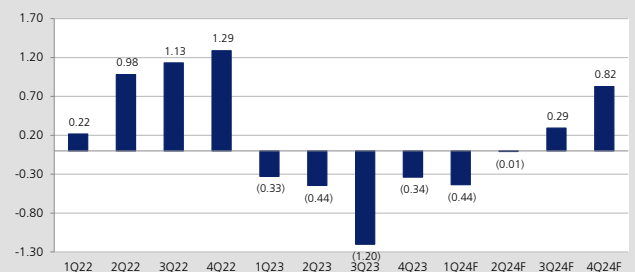
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

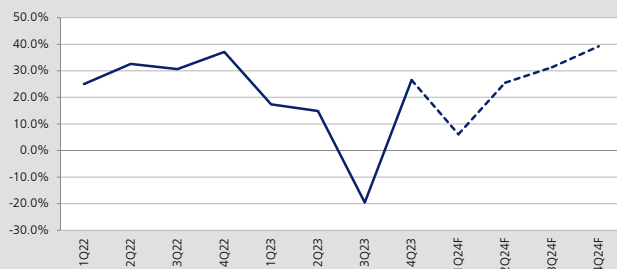
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

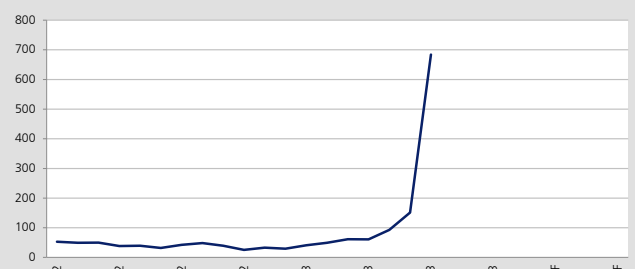
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

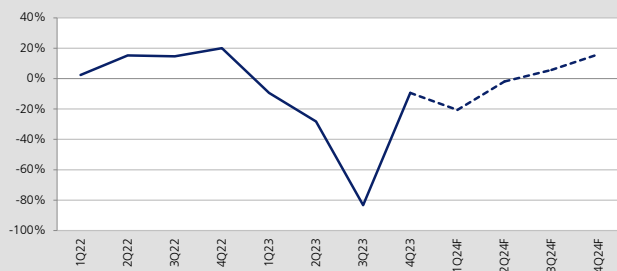
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

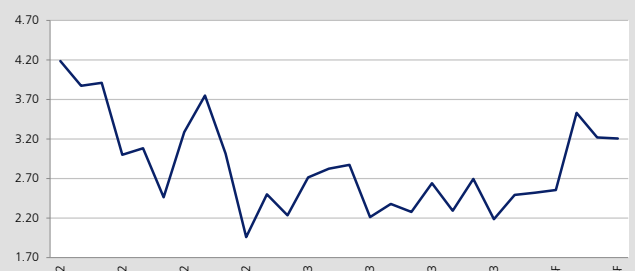
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10：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-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	327	253	179	297	324	328	379	440	1,056	1,471	2,594
營業成本	(271)	(215)	(214)	(218)	(304)	(244)	(260)	(268)	(918)	(1,076)	(1,440)
營業毛利	57	38	(35)	79	20	84	119	173	138	395	1,154
營業費用	(88)	(109)	(114)	(107)	(87)	(90)	(97)	(102)	(417)	(376)	(420)
營業利益	(31)	(71)	(149)	(28)	(67)	(6)	22	71	(279)	19	734
折舊	(110)	(113)	(116)	(117)	(156)	(156)	(156)	(156)	(455)	(622)	(669)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(4)	(4)
EBITDA	80	42	(33)	89	90	150	178	227	178	646	1,407
利息收入	-	6	-	5	5	2	2	2	21	12	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	5	-	5	-	11	2	2	2	-	17	8
總營業外收入	5	6	5	5	16	4	4	4	21	29	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	(6)	4	4
稅前純益	(30)	(59)	(137)	(39)	(50)	(1)	27	76	(264)	52	755
所得稅費用[利益]	-	18	27	8	10	0	-	-	53	10	(100)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(30)	(41)	(110)	(31)	(40)	(1)	27	76	(212)	62	655
非常項目	0	(0)	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	(30)	(41)	(110)	(31)	(40)	(1)	27	76	(212)	62	655
每股盈餘 (NT\$)	(0.33)	(0.44)	(1.20)	(0.34)	(0.44)	(0.01)	0.29	0.82	(2.31)	0.67	7.15
獲利率 (%)											
營業毛利率	17.4	14.9	(19.6)	26.5	6.1	25.5	31.3	39.2	13.1	26.8	44.5
營業利益率	(9.4)	(28.2)	(83.3)	(9.4)	(20.6)	(1.9)	5.7	16.0	(26.4)	1.3	28.3
EBITDA Margin	24.4	16.6	(18.4)	30.1	27.8	45.8	47.0	51.6	16.9	43.9	54.3
稅前純益率	(9.2)	(23.2)	(76.5)	(13.0)	(15.4)	(0.3)	7.1	17.2	(25.0)	3.5	29.1
稅後純益率	(9.2)	(16.2)	(61.2)	(10.4)	(12.3)	(0.3)	7.1	17.2	(20.0)	4.2	25.3
季成長率 (%)											
營業收入	(51.0)	(22.8)	(29.2)	65.7	9.2	1.2	15.5	16.1			
營業毛利	(77.1)	(34.0)	(193.3)		(74.7)	320.4	41.7	45.4			
營業收益增長	(122.9)	132.1	109.5	(81.2)	138.1	(90.5)		226.4			
EBITDA	(68.0)	(47.4)	(178.4)		0.7	67.1	18.6	27.4			
稅前純益	(124.9)	94.6	133.3	(71.8)	29.6	(98.0)		181.9			
稅後純益	(125.7)	35.4	168.2	(71.8)	29.6	(97.9)		181.9			
年成長率 (%)											
營業收入	(27.3)	(57.9)	(72.9)	(55.6)	(1.1)	29.7	111.7	48.3	(55.6)	39.3	76.3
營業毛利	(49.5)	(80.8)	(117.3)	(68.3)	(65.0)	122.8		119.3	(81.8)	185.8	192.4
營業收益	(384.2)	(177.6)	(253.5)	(120.9)	117.3	(91.2)			(183.5)		3734.2
EBITDA	(41.4)	(80.1)	(115.4)	(64.2)	12.5	257.7		154.2	(78.0)	262.0	118.0
稅前純益	(222.4)	(155.7)	(207.7)	(131.9)	65.8	(98.3)			(169.9)		1362.6
稅後純益	(253.1)	(145.6)	(206.4)	(126.3)	32.6	(98.0)			(164.2)		959.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	4,981	5,117	4,384	4,455	5,087
流動資產	2,381	2,511	1,909	2,152	3,003
現金及短期投資	1,771	1,644	1,299	1,393	1,856
存貨	289	376	357	418	560
應收帳款及票據	297	458	230	319	565
其他流動資產	24	33	22	22	22
非流動資產	2,600	2,606	2,475	2,303	2,084
長期投資	-	-	116	116	116
固定資產	2,123	2,164	1,969	1,796	1,577
什項資產	477	443	390	390	390
負債總額	709	761	522	577	1,105
流動負債	391	450	219	274	802
應付帳款及票據	89	176	56	65	88
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	302	273	163	209	714
長期負債	318	311	303	303	303
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	3,862	3,878	3,982
普通股股本	914	919	919	919	919
保留盈餘	962	985	465	481	585
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	(18.9%)	27.1%	(55.6%)	39.3%	76.3%
營業收益增長	(41.8%)	(19.0%)	(183.5%)		3734.2%
EBITDA	(22.7%)	(10.3%)	(78.0%)	262.0%	118.0%
稅後純益	(42.9%)	(2.4%)	(164.2%)		959.5%
每股盈餘成長率	(43.0%)	(2.6%)	(164.0%)		959.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	41.0%	31.9%	13.1%	26.8%	44.5%
營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	1.3%	28.3%
EBITDA Margin	48.3%	34.1%	16.9%	43.9%	54.3%
稅後純益率	18.0%	13.8%	(20.0%)	4.2%	25.3%
平均資產報酬率	6.6%	6.5%	(4.5%)	1.4%	13.7%
股東權益報酬率	7.8%	7.6%	(5.1%)	1.6%	16.7%
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	(50.7)	13.6	189.8
利息及短期償保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	243.4	133.5	46.8	134.0	240.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	243.4	133.5	46.8	134.0	240.7
流動比率 (x)	6.1	5.6	8.7	7.9	3.7
速動比率 (x)	5.3	4.7	7.1	6.3	3.0
淨負債 (NT\$百萬)	(1,771)	(1,644)	(581)	(674)	(1,137)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	0.67	7.15
每股現金盈餘 (NT\$)	11.23	7.01	2.62	5.98	10.51
每股淨值 (NT\$)	46.76	47.42	42.04	42.21	43.34
調整後每股淨值 (NT\$)	46.96	47.76	42.22	42.32	43.45
每股營收 (NT\$)	20.58	26.10	11.55	16.05	28.31
EBITDA/Share (NT\$)	9.94	8.89	1.95	7.05	15.36
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.50	0.50	0.50	6.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.37	0.47	0.22	0.33	0.54
應收帳款周轉天數	57.8	70.3	79.4	79.4	79.4
存貨周轉天數	95.7	84.7	142.1	142.1	142.1
應付帳款周轉天數	29.5	39.7	22.2	22.2	22.2
現金轉換周轉天數	124.0	115.2	199.3	199.3	199.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	1,873	2,381	1,056	1,471	2,594
營業成本	(1,104)	(1,622)	(918)	(1,076)	(1,440)
營業毛利	768	759	138	395	1,154
營業費用	(356)	(425)	(417)	(376)	(420)
營業利益	412	334	(279)	19	734
總營業外收入	7	10	21	29	17
利息收入	7	10	21	12	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	17	8
總營業外費用	(1)	34	(6)	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)	52	755
所得稅費用[利益]	(80)	(49)	53	10	(100)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	(0)	(0)
稅後淨利	338	330	(212)	62	655
EBITDA	904	811	178	646	1,407
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	0.67	7.15

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	1,022	639	240	548	963
本期純益	338	330	(212)	62	655
折舊及攤提	492	477	457	626	673
本期運用資金變動	207	(193)	90	(140)	(366)
其他營業資產及負債變動	(15)	25	(96)	0	(0)
投資活動之現金流量	(333)	(460)	(970)	(454)	(454)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	(819)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(206)	(363)	(151)	(450)	(450)
其他資產變動	(127)	(97)	(0)	(4)	(4)
自由現金流	820	208	170	55	490
融資活動之現金流量	(465)	(306)	(330)	0	(46)
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)	(322)	-	(46)
其他融資現金流	(8)	14	(8)	0	-
匯率影響數	(0)	(1)	(3)		
本期產生現金流量	224	(128)	(1,063)	94	463

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	19.0%	17.9%	39.5%	25.5%	16.2%
= 營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	1.3%	28.3%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.2	0.4	0.3	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	1.1	0.9	1.9	1.2	0.6
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.8	0.9	0.4	0.6	1.3
營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	1.3%	28.3%
x 資本周轉率	0.8	0.9	0.4	0.6	1.3
x (1 - 有效現金稅率)	80.8%	87.1%	80.0%	119.7%	86.7%
= 稅後 ROIC	13.4%	10.8%	(9.4%)	1.0%	32.8%

資料來源：公司資料，凱基

聯亞 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-01-31	持有	115.0	107.5
2023-10-25	降低持股	83.0	106.0
2023-07-26	降低持股	85.0	99.6
2023-04-26	降低持股	85.0	117.0
2023-02-01	持有	128.0	128.0
2022-10-26	持有	130.0	121.0
2022-07-27	增加持股	182.0	149.5
2022-04-27	增加持股	205.0	144.0
2022-01-26	增加持股	226.0	196.0
2021-10-27	增加持股	220.0	186.5

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。