



聯亞

(3081.TW/3081 TT)

持有 · 維持

收盤價 July 31 (NT\$)	123.0
12 個月目標價 (NT\$)	135.0
前次目標價 (NT\$)	118.0
調升 (%)	14.4
上漲空間 (%)	9.8

焦點內容

- 2Q24 矽光客戶進入轉換期，10G 產品佔比提升。
- 預計 3Q24 營收回升，與 1Q24 接近。
- 2025 年矽光產品仍為主要動能。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	11.30 / 346.6
流通在外股數 (百萬股)：	91.85
外資持有股數 (百萬股)：	14.03
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.98
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	91.70 -172.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-10.2	14.4	5.1
相對表現 (%)	-19	-9.7	-24.4

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	(0.33)A	(0.44)A	(1.20)A	(0.34)A
2024	(0.44)A	(0.33)A	(0.19)F	0.15F
2025	0.26F	1.15F	1.31F	1.73F

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

矽光產品進入轉換期

重要訊息

聯亞舉辦法說會更新公司近況。

評論及分析

2Q24 矽光客戶進入轉換期，10G 產品佔比提升。2Q24 營收 2.73 億元，季減 15.9%，年增 7.8%，低於管理層先前預期之 1Q24 水準(約 3.2 億元)，主因矽光客戶 5 月起進入 1.6T 產品轉換期，而中國 telecom 對 10G 以上 LD 產品需求增加，產品組合較佳，但仍提列約 3,000 萬元閒置產能損失之下，毛利率為 14.6%。匯兌收益約 500 萬元，總計每股虧損為 0.33 元。

預計 3Q24 營收回升，與 1Q24 接近。管理層表示自 6 月開始，矽光主要客戶對於非 AI 的一般資料中心之 800G 產品需求有所提升，並於 2H24 開始出貨矽光產品給中國客戶。而 10G 以上之 LD 產品需求部分則預期中國 telecom 需求將較 2Q24 略為回溫，預計 3Q24 營收約與 1Q24 水準接近，我們調整 3Q24 營收預估至 3.22 億元，每股虧損 0.19 元。

2025 年矽光產品仍為主要動能。管理層除看好美系客戶對矽光需求持續增加，其中 1.6T 產品將於 4Q24 開始出貨，而 800G 增加非 AI 的一般資料中心應用，400G 則需求穩定，預期 2024 年矽光營收較 2023 年顯著成長外，也看好中國光收發模組廠 2025 年對矽光需求持續提升；而手機應用則仍在開發驗證中。我們調整 2024-25 年營收預估至 12.8/20.9 億元，並預估 2024 年每股虧損為 0.81 元，2025 年每股盈餘為 4.46 元。

投資建議

我們維持聯亞消費性產品下檔有限，中國 telecom 逐漸回溫，矽光產品成長動能明確之看法，認為公司獲利將逐漸改善。維持「持有」評等，目標價調整至 135 元，基於 2025 年修正後每股盈餘預估與 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	1,283	2,085
營業毛利 (NT\$百萬)	768	759	138	232	864
營業利益 (NT\$百萬)	412	334	(279)	(127)	456
稅後淨利 (NT\$百萬)	338	330	(212)	(75)	410
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	(0.81)	4.46
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.50	0.50	0.50	3.00
每股盈餘成長率 (%)	(43.0)	(2.6)	(164.0)	(64.8)	0.0
本益比 (x)	33.2	34.0	N.A.	N.A.	27.6
股價淨值比 (x)	2.6	2.6	2.9	3.0	2.9
EV/EBITDA (x)	10.4	11.8	57.9	20.8	8.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.8	2.8	0.4	0.4	2.4
股東權益報酬率 (%)	7.8	7.6	(5.1)	(2.0)	10.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q24 財報與 3Q24 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2Q24							3Q24F						
	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	273	328	(16.9)	(15.9)	7.8	331	(17.6)	322	379	(15.0)	18.1	(10.1)	370	(13.0)
毛利	40	84	(52.5)	99.7	5.8	53	(25.0)	68	119	(42.6)	71.1	-	80	(15.0)
營業利益	(47)	(6)	-	-	-	(41)	-	(22)	22	-	-	-	(18)	-
稅前淨利	(38)	(1)	-	-	-	(37)	-	(18)	27	-	-	-	(19)	-
稅後淨利	(31)	(1)	-	-	-	(29)	-	(18)	27	-	-	-	(14)	-
每股盈餘(元)	(0.33)	(0.01)	-	-	-	(0.29)	-	(0.19)	0.29	-	-	-	(0.12)	-
毛利率(%)	14.6	25.5	(10.9)ppts	8.4 ppts	(0.3)ppts	16.0	(1.4)ppts	21.1	31.3	(10.2)ppts	6.5 ppts	40.7 ppts	21.6	(0.5)ppts
營業利益率(%)	(17.4)	(1.9)	(15.5)ppts	3.2 ppts	10.8 ppts	(12.4)	(5.0)ppts	(6.8)	5.7	(12.5)ppts	10.6 ppts	76.5 ppts	(4.9)	(2.0)ppts
稅後淨利率(%)	(11.3)	(0.3)	(11.0)ppts	1.1 ppts	4.9 ppts	(8.8)	(2.5)ppts	(5.5)	7.1	(12.6)ppts	5.8 ppts	55.7 ppts	(3.8)	(1.7)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	1,283	1,471	(12.8)	21.5	1,446	(11.3)	2,085	2,594	(19.6)	62.6	2,188	(4.7)
毛利	232	395	(41.3)	67.9	271	(14.4)	864	1,154	(25.1)	272.7	847	2.0
營業利益	(127)	19	-	-	(69)	-	456	734	(37.9)	-	406	12.3
稅前淨利	(93)	52	-	-	(65)	-	473	755	(37.3)	-	425	11.3
稅後淨利	(75)	62	-	-	(96)	-	410	655	(37.5)	-	371	10.4
每股盈餘(元)	(0.81)	0.67	-	-	(1.15)	-	4.46	7.15	(37.6)	-	4.05	10.1
毛利率(%)	18.1	26.8	(8.8)ppts	5.0 ppts	18.7	(0.7)ppts	41.4	44.5	(3.0)ppts	23.4 ppts	38.7	2.7 ppts
營業利益率(%)	(9.9)	1.3	(11.2)ppts	16.5 ppts	(4.8)	(5.1)ppts	21.9	28.3	(6.4)ppts	31.8 ppts	18.6	3.3 ppts
稅後淨利率(%)	(5.8)	4.2	(10.0)ppts	14.2 ppts	(6.6)	0.8 ppts	19.6	25.3	(5.6)ppts	25.5 ppts	17.0	2.7 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

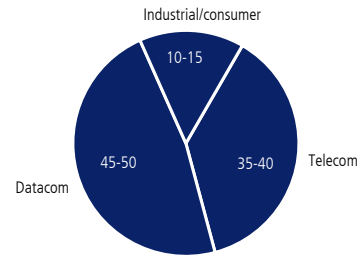
圖 3：公司概况

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，2Q24 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 4：2Q24 營收組成

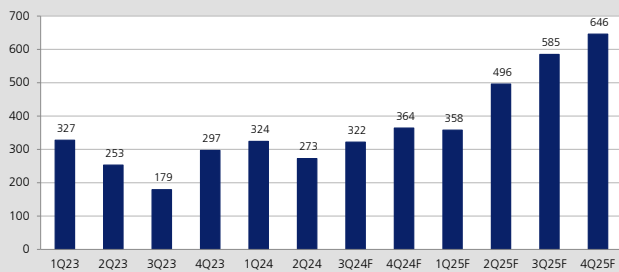
營收組成，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

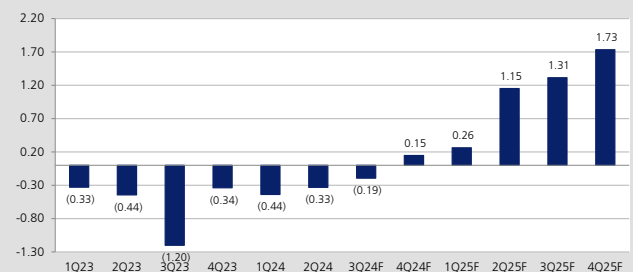
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

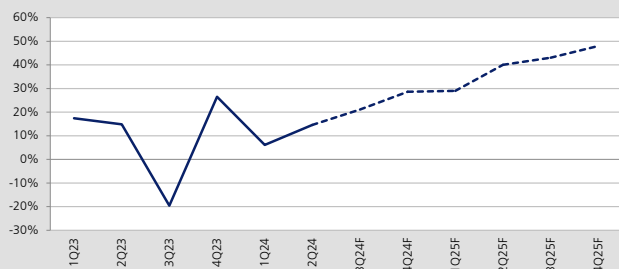
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

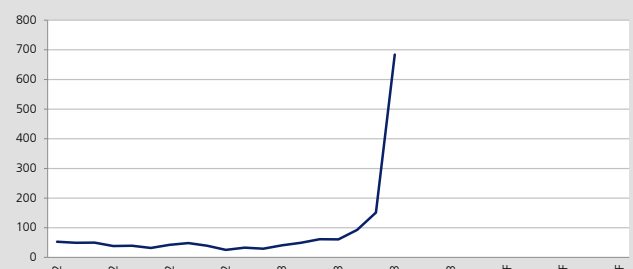
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

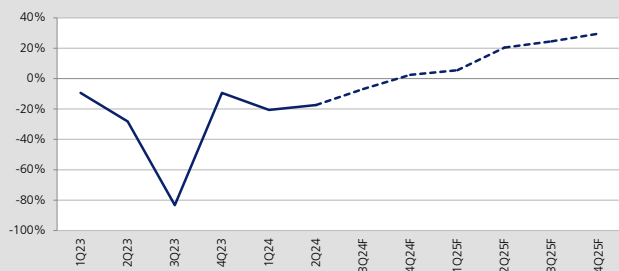
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

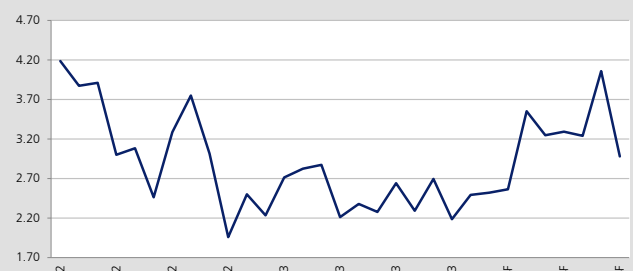
營業利潤率，百分比



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-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	324	273	322	364	358	496	585	646	1,056	1,283	2,085
營業成本	(304)	(233)	(254)	(260)	(254)	(298)	(333)	(336)	(918)	(1,051)	(1,221)
營業毛利	20	40	68	104	104	198	252	310	138	232	864
營業費用	(87)	(87)	(90)	(95)	(84)	(97)	(108)	(119)	(417)	(359)	(408)
營業利益	(67)	(47)	(22)	9	20	101	144	191	(279)	(127)	456
折舊	(107)	(101)	(156)	(258)	(167)	(167)	(167)	(167)	(455)	(622)	(669)
攤提	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(4)	(4)
EBITDA	42	54	135	269	188	270	312	359	178	500	1,129
利息收入	5	7	2	2	2	2	2	2	21	16	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	1	1	1	1	1	1	-	2	4
總營業外收入	5	7	3	3	3	3	3	3	21	18	13
利息費用	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	13	4	2	2	2	2	2	2	(1)	21	8
總營業外費用	12	2	1	1	1	1	1	1	(6)	16	4
稅前純益	(50)	(38)	(18)	13	24	106	148	195	(264)	(93)	473
所得稅費用[利益]	10	8	-	-	-	-	(27)	(36)	53	18	(64)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(40)	(31)	(18)	13	24	106	121	159	(212)	(75)	410
非常項目	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	(40)	(31)	(18)	13	24	106	121	159	(212)	(75)	410
每股盈餘 (NT\$)	(0.44)	(0.33)	(0.19)	0.15	0.26	1.15	1.31	1.73	(2.31)	(0.81)	4.46
獲利率 (%)											
營業毛利率	6.1	14.6	21.1	28.6	29.0	40.0	43.0	48.0	13.1	18.1	41.4
營業利益率	(20.6)	(17.4)	(6.8)	2.5	5.5	20.5	24.6	29.6	(26.4)	(9.9)	21.9
EBITDA Margin	12.8	20.0	41.8	73.9	52.6	54.4	53.3	55.6	16.9	39.0	54.2
稅前純益率	(15.4)	(14.1)	(5.5)	3.7	6.7	21.3	25.3	30.2	(25.0)	(7.2)	22.7
稅後純益率	(12.3)	(11.3)	(5.5)	3.7	6.7	21.3	20.6	24.6	(20.0)	(5.8)	19.6
季成長率 (%)											
營業收入	9.2	(15.9)	18.1	13.0	(1.6)	38.5	17.9	10.4			
營業毛利	(74.7)	99.7	71.1	53.1	(0.3)	91.1	26.8	23.2			
營業收益增長	138.1	(28.9)	(53.6)		116.3	411.1	41.6	33.0			
EBITDA	(53.5)	31.0	147.5	99.8	(30.1)	43.4	15.7	15.2			
稅前純益	29.6	(23.3)	(53.9)		79.3	338.1	40.0	32.0			
稅後純益	29.6	(23.3)	(42.3)		79.3	338.1	14.1	32.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(1.1)	7.8	79.8	22.7	10.5	82.0	81.7	77.5	(55.6)	21.5	62.6
營業毛利	(65.0)	5.8		32.4	421.6	399.2	270.0	197.6	(81.8)	67.9	272.7
營業收益	117.3	(33.5)	(85.3)					1982.3	(183.5)	(54.5)	
EBITDA	(48.1)	29.4		201.1	353.3	395.9	131.7	33.6	(78.0)	180.1	126.0
稅前純益	65.7	(34.7)	(87.1)					1351.4	(169.9)	(65.0)	
稅後純益	32.6	(24.9)	(83.9)					1082.9	(164.2)	(64.6)	

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	4,317	4,691
流動資產	2,381	2,511	1,909	2,014	2,607
現金及短期投資	1,771	1,644	1,299	1,306	1,656
存貨	289	376	357	408	475
應收帳款及票據	297	458	230	278	454
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	576	816
流動負債	391	450	219	272	513
應付帳款及票據	89	176	56	64	74
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	302	273	163	209	438
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	3,741	3,875
普通股股本	914	919	919	919	919
保留盈餘	962	985	465	344	478
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%)	21.5%	62.6%
營業收益增長	(41.8%)	(19.0%)	(183.5%)	(54.5%)	
EBITDA	(22.7%)	(10.3%)	(78.0%)	180.1%	126.0%
稅後純益	(42.9%)	(2.4%)	(164.2%)	(64.6%)	
每股盈餘成長率	(43.0%)	(2.6%)	(164.0%)	(64.8%)	
獲利能力分析					
營業毛利率	41.0%	31.9%	13.1%	18.1%	41.4%
營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	(9.9%)	21.9%
EBITDA Margin	48.3%	34.1%	16.9%	39.0%	54.2%
稅後純益率	18.0%	13.8%	(20.0%)	(5.8%)	19.6%
平均資產報酬率	6.6%	6.5%	(4.5%)	(1.7%)	9.1%
股東權益報酬率	7.8%	7.6%	(5.1%)	(2.0%)	10.8%
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)	(18.6)	119.3
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	243.4	133.5	46.8	97.6	212.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	243.4	133.5	46.8	97.6	212.7
流動比率 (x)	6.1	5.6	8.7	7.4	5.1
速動比率 (x)	5.3	4.7	7.1	5.9	4.2
淨負債 (NT\$百萬)	(1,771)	(1,644)	(581)	(587)	(937)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	(0.81)	4.46
每股現金盈餘 (NT\$)	11.23	7.01	2.62	5.00	9.26
每股淨值 (NT\$)	46.76	47.42	42.04	40.72	42.18
調整後每股淨值 (NT\$)	46.96	47.76	42.22	40.63	42.19
每股營收 (NT\$)	20.58	26.10	11.55	13.93	22.70
EBITDA/Share (NT\$)	9.94	8.89	1.95	5.43	12.30
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.50	0.50	0.50	3.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.37	0.47	0.22	0.29	0.46
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	1,283	2,085
營業成本	(1,104)	(1,622)	(918)	(1,051)	(1,221)
營業毛利	768	759	138	232	864
營業費用	(356)	(425)	(417)	(359)	(408)
營業利益	412	334	(279)	(127)	456
總營業外收入	7	10	21	18	13
利息收入	7	10	21	16	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	2	4
總營業外費用	(1)	34	(6)	16	4
利息費用	(4)	(5)	(5)	(5)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	3	39	(1)	21	8
稅前純益	418	378	(264)	(93)	473
所得稅費用[利益]	(80)	(49)	53	18	(64)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	(0)	(0)
稅後淨利	338	330	(212)	(75)	410
EBITDA	904	811	178	500	1,129
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	(0.81)	4.46

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	460	851
本期純益	338	330	(212)	(75)	410
折舊及攤提	492	477	457	626	673
本期運用資金變動	207	(193)	90	(91)	(232)
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	(22)	382
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)	6	351

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	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%	28.0%	19.6%
= 營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	(9.9%)	21.9%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.2	0.4	0.3	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	1.1	0.9	1.9	1.4	0.8
+ 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	1.0
營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	(9.9%)	21.9%
x 資本周轉率	0.8	0.9	0.4	0.6	1.0
x (1 - 有效現金稅率)	80.8%	87.1%	80.0%	80.9%	86.6%
= 稅後 ROIC	13.4%	10.8%	(9.4%)	(4.6%)	19.4%

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
2024-04-24	持有	118.0	135.0
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

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，週後若有變更時，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。