



聯亞

(3081.TW/3081 TT)

持有 · 維持

收盤價 January 22 (NT\$)	529
12 個月目標價 (NT\$)	545
前次目標價 (NT\$)	340.0
調升 (%)	60.3
上漲空間 (%)	3.0

焦點內容

1. 4Q24 營收受下游產能影響。
2. 預計 1Q25 營收持續回升，與 1Q22 接近。
3. 2025 年矽光產品成長動能明確。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	48.95 / 1,492
流通在外股數 (百萬股)：	92.53
外資持有股數 (百萬股)：	19.50
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.86
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	100.5 - 529

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	50.1	273.9	430.6
相對表現 (%)	50.2	268.2	398.5

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	0.09A	0.09A
2025	1.20F	1.47F	1.97F	2.72F

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

矽光產品加速成長

重要訊息

聯亞舉辦法說會更新公司近況。

評論及分析

4Q24 營收受下游產能影響。4Q24 營收 2.89 億元，季減 10.6%，營收低於 3Q24 法說會管理層預期之 3Q21 水準(約 3.8 億元)，主因矽光產品後段之供應商設備於 11 月出現故障影響出貨。毛利率因高毛利產品出貨比重增加以及折舊持續減少，較 3Q24 之 27.6%回升至 31.2%。營業費用則由於研發費用增加而提高至約 9,600 萬元，每股盈餘為 0.09 元。

預計 1Q25 營收持續回升，與 1Q22 接近。管理層表示 4Q24 受影響的矽光產品部分遞延至未來數月出貨，並預期 2025 年矽光產品線將增加 3 家量產客戶，由於美系 CSP 客戶認證時間長，公司為少數通過認證且有量產實績之廠商，並已準備產能及增加後段供應商。預期 1Q25 營收跟 1Q22(約 4.5 億元)同水準，若訂單順利出貨將有助毛利率，而折舊也將持續減少。

2025 年矽光產品成長動能明確。管理層表示 2025 年矽光產品需求成長幅度將優於過往，並維持 2025 年矽光產品以 800G 為主流之看法，1.6T 客戶數量較少且正開始採用，目前 1.6T 為 2 組 800G，用量約為 800G 之兩倍。而 2025 全年折舊減少之金額將約與 2024 年減少之金額相近，來自矽光的研發費用已於前兩年投入，2025 年營業費用率不會顯著增加。

投資建議

我們認為聯亞 2025 年 800G 矽光產品成長動能明確，而 2026 年隨 1.6T 產品滲透率持續提高，將進一步推升矽光產品線成長。維持「持有」評等，目標價上調至 545 元，基於 2026 年每股盈餘預估與 40 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-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	2,381	1,056	1,208	2,294	3,609
營業毛利 (NT\$百萬)	759	138	239	1,155	1,958
營業利益 (NT\$百萬)	334	(279)	(112)	762	1,530
稅後淨利 (NT\$百萬)	330	(212)	(55)	681	1,261
每股盈餘 (NT\$)	3.61	(2.31)	(0.59)	7.36	13.62
每股現金股利 (NT\$)	3.50	0.50	0.50	1.00	3.00
每股盈餘成長率 (%)	(2.6)	(164.0)	(74.5)	0.0	85.2
本益比 (x)	146.4	N.A.	N.A.	71.9	38.8
股價淨值比 (x)	11.2	12.6	13.0	11.2	9.2
EV/EBITDA (x)	57.5	259.9	168.5	47.4	25.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.7	0.1	0.1	0.2	0.6
股東權益報酬率 (%)	7.6	(5.1)	(1.4)	16.7	26.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q24 財報與 1Q25 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	4Q24							1Q25F						
	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	289	368	(21.5)	(10.6)	(2.7)	371	(22.2)	444	328	35.4	53.7	37.0	391	13.7
毛利	90	109	(17.7)	1.1	14.5	115	(21.7)	198	86	130.2	119.9	895.0	134	47.3
營業利益	(6)	25	-	-	-	39	-	107	11	869.2	-	-	45	137.8
稅前淨利	10	30	(65.7)	2.1	-	39	(74.1)	111	15	624.6	989.4	-	56	99.2
稅後淨利	8	30	(72.6)	2.1	-	38	(78.6)	111	15	624.6	1,261.9	-	43	158.1
每股盈餘(元)	0.09	0.32	(72.6)	1.1	-	0.35	(75.0)	1.20	0.17	624.6	1,261.9	-	0.47	154.9
毛利率(%)	31.2	29.7	1.5 ppts	3.6 ppts	4.7 ppts	31.0	0.2 ppts	44.6	26.2	18.4 ppts	13.4 ppts	38.5 ppts	34.4	10.2 ppts
營業利益率(%)	(2.1)	6.9	(9.0)ppts	(4.6)ppts	7.4 ppts	10.4	(12.5)ppts	24.1	3.4	20.8 ppts	26.2 ppts	44.7 ppts	11.5	12.6 ppts
稅後淨利率(%)	2.8	8.1	(5.3)ppts	0.4 ppts	13.2 ppts	10.3	(7.5)ppts	25.0	4.7	20.3 ppts	22.2 ppts	37.4 ppts	11.0	14.0 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024 年財報與 2025-26 年財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2024						2025F						2026F			
	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(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,208	1,288	(6.2)	14.4	1,301	(7.1)	2,294	2,635	(12.9)	89.8	2,424	(5.4)	3,609	57.3	3,364	7.3
毛利	239	258	(7.6)	73.0	270	(11.6)	1,155	1,238	(6.7)	383.6	1,035	11.6	1,958	69.4	1,329	47.3
營業利益	(112)	(80)	-	-	(81)	-	762	908	(16.0)	-	653	16.8	1,530	100.7	886	72.6
稅前淨利	(68)	(49)	-	-	(50)	-	779	926	(15.9)	-	679	14.7	1,547	98.5	905	71.0
稅後淨利	(55)	(33)	-	-	(37)	-	681	786	(13.4)	-	566	20.3	1,261	85.2	740	70.4
每股盈餘(元)	(0.59)	(0.36)	-	-	(0.39)	-	7.36	8.49	(13.3)	-	6.16	19.4	13.62	85.2	8.06	69.0
毛利率(%)	19.8	20.1	(0.3)ppts	6.7 ppts	20.8	(1.0)ppts	50.4	47.0	3.4 ppts	30.6 ppts	42.7	7.7 ppts	54.2	3.9 ppts	39.5	14.7 ppts
營業利益率(%)	(9.3)	(6.2)	(3.0)ppts	17.2 ppts	(6.2)	(3.1)ppts	33.2	34.5	(1.2)ppts	42.5 ppts	26.9	6.3 ppts	42.4	9.2 ppts	26.3	16.0 ppts
稅後淨利率(%)	(4.5)	(2.6)	(2.0)ppts	15.5 ppts	(2.9)	(1.6)ppts	29.7	29.8	(0.2)ppts	34.2 ppts	23.3	6.3 ppts	34.9	5.3 ppts	22.0	12.9 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

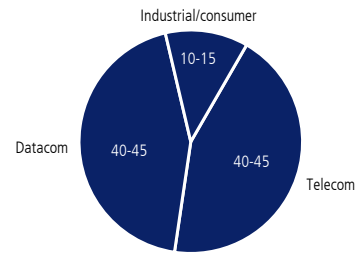
圖 3：公司概况

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，4Q24 來自 Datacom、Telecom 及 Industrial/consumer 應用分別約佔公司營收的約 40-45%、40-45%及 10-15%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 4：4Q24 營收組成

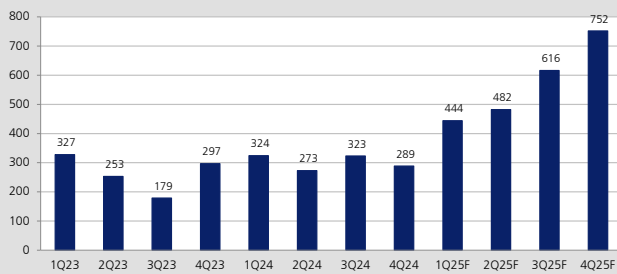
營收組成，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

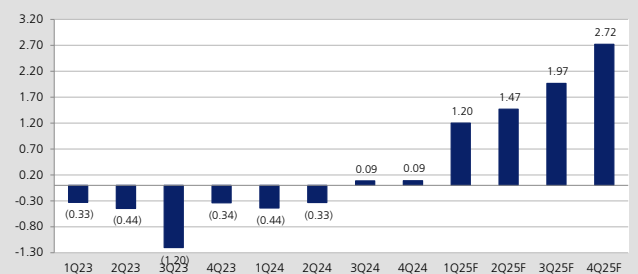
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

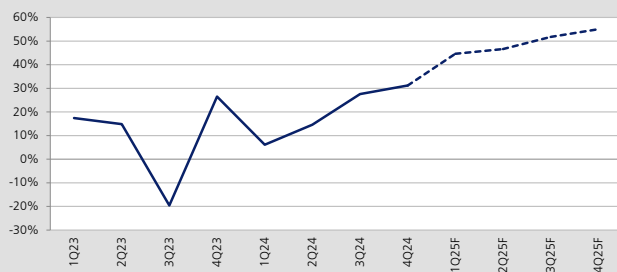
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

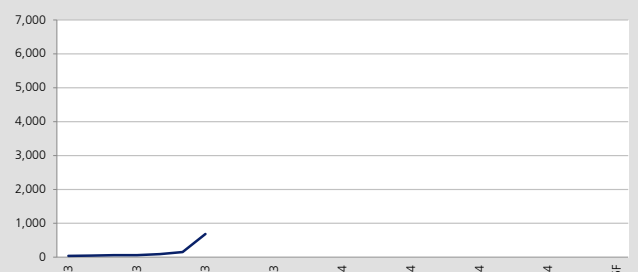
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

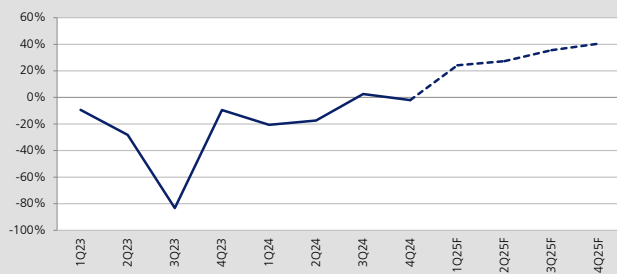
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

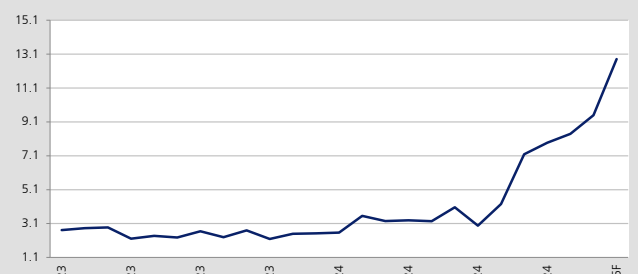
營業利潤率，百分比



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-24A	Dec-24A	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	324	273	323	289	444	482	616	752	1,208	2,294	3,609
營業成本	(304)	(233)	(234)	(199)	(246)	(257)	(297)	(338)	(970)	(1,139)	(1,651)
營業毛利	20	40	89	90	198	225	319	414	239	1,155	1,958
營業費用	(87)	(87)	(81)	(96)	(91)	(93)	(100)	(109)	(351)	(393)	(428)
營業利益	(67)	(47)	8	(6)	107	132	219	305	(112)	762	1,530
折舊	(107)	(101)	(93)	(87)	(57)	(57)	(57)	(57)	(389)	(227)	(274)
攤提	(1)	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
EBITDA	42	54	102	82	165	189	276	362	280	992	1,806
利息收入	5	7	9	6	2	2	2	2	27	9	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	-	1	1	1	1	-	4	4
總營業外收入	5	7	9	6	3	3	3	3	27	13	13
利息費用	(1)	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(6)	(4)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	13	4	(5)	11	2	2	2	2	23	8	8
總營業外費用	12	2	(7)	10	1	1	1	1	17	4	4
稅前純益	(50)	(38)	10	10	111	136	223	309	(68)	779	1,547
所得稅費用[利益]	10	8	(2)	(2)	-	-	(41)	(57)	14	(98)	(286)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(40)	(31)	8	8	111	136	182	252	(55)	681	1,261
非常項目	0	(0)	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	(40)	(31)	8	8	111	136	182	252	(55)	681	1,261
每股盈餘 (NT\$)	(0.44)	(0.33)	0.09	0.09	1.20	1.47	1.97	2.72	(0.59)	7.36	13.62
獲利率 (%)											
營業毛利率	6.1	14.6	27.6	31.2	44.6	46.6	51.8	55.0	19.8	50.4	54.2
營業利益率	(20.6)	(17.4)	2.5	(2.1)	24.1	27.3	35.5	40.5	(9.3)	33.2	42.4
EBITDA Margin	12.8	20.0	31.6	28.2	37.1	39.2	44.9	48.1	23.1	43.2	50.0
稅前純益率	(15.4)	(14.1)	3.1	3.5	25.0	28.2	36.2	41.1	(5.6)	34.0	42.9
稅後純益率	(12.3)	(11.3)	2.5	2.8	25.0	28.2	29.5	33.5	(4.5)	29.7	34.9
季成長率 (%)											
營業收入	9.2	(15.9)	18.5	(10.6)	53.7	8.6	27.8	22.1			
營業毛利	(74.7)	99.7	124.2	1.1	119.9	13.4	41.9	29.7			
營業收益增長	138.1	(28.9)		(172.7)		23.0	66.2	39.1			
EBITDA	(53.5)	31.0	87.7	(20.1)	101.7	15.0	46.1	31.0			
稅前純益	29.6	(23.3)		2.1	989.4	22.4	64.2	38.3			
稅後純益	29.6	(23.3)		2.1	1261.9	22.4	33.8	38.3			
年成長率 (%)											
營業收入	(1.1)	7.8	80.4	(2.7)	37.0	76.8	90.7	160.4	14.4	89.8	57.3
營業毛利	(65.0)	5.8		14.5	895.0	465.2	257.9	359.0	73.0	383.6	69.4
營業收益	117.3	(33.5)		(78.7)			2565.2		(59.9)		100.7
EBITDA	(48.1)	29.4		(8.7)	296.3	247.7	170.6	343.8	56.8	254.8	82.1
稅前純益	65.7	(34.7)					2134.6	2928.4	(74.2)		98.5
稅後純益	32.6	(24.9)					2176.5	2985.3	(74.2)		85.2

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	5,117	4,384	4,290	4,978	6,168
流動資產	2,511	1,909	2,125	2,591	3,605
現金及短期投資	1,644	1,299	1,548	1,772	2,385
存貨	376	357	346	408	591
應收帳款及票據	458	230	199	380	597
其他流動資產	33	22	31	31	31
非流動資產	2,606	2,475	2,165	2,388	2,564
長期投資	-	116	101	101	101
固定資產	2,164	1,969	1,665	1,887	2,063
什項資產	443	390	399	399	399
負債總額	761	522	519	618	826
流動負債	450	219	225	324	531
應付帳款及票據	176	56	41	49	71
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	273	163	183	276	461
長期負債	311	303	294	294	294
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	5	5	4	4	4
股東權益總額	4,357	3,862	3,772	4,360	5,343
普通股股本	919	919	925	925	925
保留盈餘	985	465	411	1,000	1,983
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	27.1%	(55.6%)	14.4%	89.8%	57.3%
營業收益增長	(19.0%)	(183.5%)	(59.9%)		100.7%
EBITDA	(10.3%)	(78.0%)	56.8%	254.8%	82.1%
稅後純益	(2.4%)	(164.2%)	(74.2%)		85.2%
每股盈餘成長率	(2.6%)	(164.0%)	(74.5%)		85.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	31.9%	13.1%	19.8%	50.4%	54.2%
營業利益率	14.0%	(26.4%)	(9.3%)	33.2%	42.4%
EBITDA Margin	34.1%	16.9%	23.1%	43.2%	50.0%
稅後純益率	13.8%	(20.0%)	(4.5%)	29.7%	34.9%
平均資產報酬率	6.5%	(4.5%)	(1.3%)	14.7%	22.6%
股東權益報酬率	7.6%	(5.1%)	(1.4%)	16.7%	26.0%
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)	80.0	(50.7)	(10.5)	195.8	387.7
利息及短期償保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	133.5	46.8	63.4	169.0	289.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	133.5	46.8	63.4	169.0	289.5
流動比率 (x)	5.6	8.7	9.5	8.0	6.8
速動比率 (x)	4.7	7.1	7.9	6.7	5.7
淨負債 (NT\$百萬)	(1,644)	(581)	(529)	(753)	(1,366)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.61	(2.31)	(0.59)	7.36	13.62
每股現金盈餘 (NT\$)	7.01	2.62	4.07	7.31	12.51
每股淨值 (NT\$)	47.42	42.04	40.76	47.12	57.74
調整後每股淨值 (NT\$)	47.76	42.22	40.76	47.12	57.74
每股營收 (NT\$)	26.10	11.55	13.06	24.79	39.00
EBITDA/Share (NT\$)	8.89	1.95	3.02	10.72	19.52
每股現金股利 (NT\$)	3.50	0.50	0.50	1.00	3.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.47	0.22	0.28	0.50	0.65
應收帳款周轉天數	70.3	79.4	60.4	60.4	60.4
存貨周轉天數	84.7	142.1	130.7	130.7	130.7
應付帳款周轉天數	39.7	22.2	15.7	15.7	15.7
現金轉換周轉天數	115.2	199.3	175.5	175.5	175.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	2,381	1,056	1,208	2,294	3,609
營業成本	(1,622)	(918)	(970)	(1,139)	(1,651)
營業毛利	759	138	239	1,155	1,958
營業費用	(425)	(417)	(351)	(393)	(428)
營業利益	334	(279)	(112)	762	1,530
總營業外收入	10	21	27	13	13
利息收入	10	21	27	9	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	4	4
總營業外費用	34	(6)	17	4	4
利息費用	(5)	(5)	(6)	(4)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	39	(1)	23	8	8
稅前純益	378	(264)	(68)	779	1,547
所得稅費用[利益]	(49)	53	14	(98)	(286)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	330	(212)	(55)	681	1,261
EBITDA	811	178	280	992	1,806
每股盈餘 (NT\$)	3.61	(2.31)	(0.59)	7.36	13.62

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	639	240	377	676	1,158
本期純益	330	(212)	(55)	681	1,261
折舊及攤提	477	457	391	230	276
本期運用資金變動	(193)	90	30	(234)	(379)
其他營業資產及負債變動	25	(96)	10	0	(0)
投資活動之現金流量	(460)	(970)	(382)	(452)	(452)
投資用短期投資出售[新購]	-	(819)	(300)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(363)	(151)	(70)	(450)	(450)
其他資產變動	(97)	(0)	(12)	(2)	(2)
自由現金流	208	170	260	209	692
融資活動之現金流量	(306)	(330)	(48)	(0)	(93)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(320)	(322)	(46)	-	(93)
其他融資現金流	14	(8)	(2)	(0)	(0)
匯率影響數	(1)	(3)	2		
本期產生現金流量	(128)	(1,063)	(52)	224	613

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	17.9%	39.5%	29.0%	17.1%	11.9%
= 營業利益率	14.0%	(26.4%)	(9.3%)	33.2%	42.4%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.9	1.9	1.4	0.8	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.9	0.4	0.6	1.0	1.3
營業利益率	14.0%	(26.4%)	(9.3%)	33.2%	42.4%
x 資本周轉率	0.9	0.4	0.6	1.0	1.3
x (1 - 有效現金稅率)	87.1%	80.0%	80.0%	87.4%	81.5%
= 稅後 ROIC	10.8%	(9.4%)	(4.4%)	27.7%	44.9%

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
2024-10-23	持有	340.0	362.0
2024-07-31	持有	135.0	123.0
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

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）為凱基金控集團之成員。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。