



**玉山投顧**  
E.SUN Investment Consulting

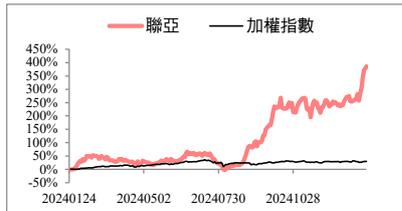
### 核心觀點

看好資料中心矽光產品需求強勁，且聯亞為全球少數通過認證以及具備量產能力的供應商，惟評價位於過往歷史區間上緣，調降投資評等至「中立」。

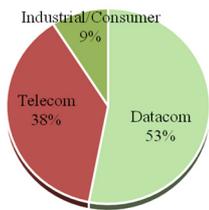
### 交易資料

收盤價	529.00
市值(億元)	489.30
流通在外股數(百萬股)	92.53
本益比	112.37
股價淨值比	11.72
240 日股價(低/均/高)	93.7/218.27/529
60 日均成交額(百萬元)	1,287.77

### 相對報酬率



### 2025年產品比重預估



### CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均 總分	公司 治理	企業 承諾	社會 參與	環境 永續
------	---------	---------	-------	-------	-------	-------	-------

資料來源：天下雜誌

### 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上櫃公司	前 5%
項目二	評鑑結果排名
市值 50 億元以上至 100 億元類別	6%至 10%

資料來源：證基會

研究員：黃信智  
simonxzhuang-71976@esunsec.com.tw

### 研究報告

## 聯亞(3081.TT)

### 中立(調降)

TP：380

光通訊矽光產品成為主要獲利引擎，惟評價位於高檔

### 重要訊息

聯亞舉辦法說會，更新營運近況。

### 玉山觀點

**產品轉換期比預期長以及代工失誤損失，24Q4獲利低於預期。**聯亞24Q4營收2.89億元，QoQ-10.6%，主要因為2024年11月連續波雷射二極體(CW LD)產線外包切晶和測試廠加工失誤造成損失，另外中國資料中心矽光高ASP產品於24Q4開始出貨，帶動毛利率提升至31%，稅後EPS為0.09元。

**資料中心矽光產品需求強勁加上遞延訂單出貨，25Q1營收大幅成長。**聯亞為光通訊上游供應商，主要產品為光收發模組內的雷射二極體(LD)和光偵測器(PD)的磊晶片(Epi-Wafer)，主要供貨晶粒(Chip)予光模組廠，其中，中國地區營收占比逾7成。展望25Q1，中系Tier 1 CSP需求成長，帶動中系光模組廠拉貨動能從24Q4延續至本季，加上遞延訂單於25Q1陸續出貨，毛利率因生產規模放大、產品組合優化和折舊費用減少提升至47%，預估25Q1營收季增55%至4.48億元，稅後EPS為0.8元。

**光通訊產品成為主要獲利引擎。**展望2025年，資料中心矽光產品成為聯亞營收成長主要動能，其中，800G一般資料中心矽光產品為出貨大宗，1.6T則預計於25H2小量出貨，預估矽光營收占比將從40~45%提升至65~70%。CPO產品則積極和客戶合作開發及驗證，由於CSP對CPO之可靠性和耐熱等規格要求嚴格，認證時程較長，預估量產仍須1~2年以上。產能方面，目前雷射磊晶機台充足，後段切割和測試產能將持續尋找多家代工廠以擴大布局，另外，2025年將常態性購買1~2台MOCVD設備，預計增加10%產能，預估2025年營收26.61億元，稅後EPS為4.71元。

### 投資建議

看好資料中心矽光產品需求強勁，且聯亞為全球少數通過認證以及具備量產能力的供應商，預估2025年稅後EPS為4.71元，目前本益比112倍，評價位於過往歷史區間上緣，調降投資評等至「中立」，目標價為380元(80倍PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	1,209	448	537	698	978	2,661
YoY	14.4%	38.2%	97.1%	116.2%	238.3%	120.2%
毛利率	19.8%	47.0%	48.0%	49.0%	50.0%	48.8%
營益率	-8.3%	18.7%	18.8%	19.6%	20.5%	19.6%
稅後淨利	-55	74	84	119	157	436
EPS(元)	-0.59	0.80	0.91	1.29	1.70	4.71

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	289	448	289	448	0.00	0.00
毛利	90	210	90	210	0.00	0.00
營業利益	6	83	6	83	0.00	0.00
稅前淨利	10	93	10	93	0.00	0.00
稅後淨利	8	74	8	74	0.00	0.00
每股盈餘(元)	0.09	0.80	0.09	0.80	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	31.14	47.00	13.00	12.95	139.55	262.93
營益率	2.08	18.65	3.19	3.02	(34.92)	516.72
淨利率	3.46	20.76	2.77	4.32	25.06	380.53

資料來源：玉山投顧(2025/01)

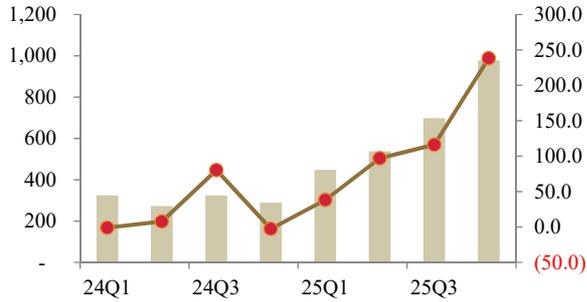
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	324	273	323	289	1,209	448	537	698	978	2,661
營業毛利	20	40	89	90	239	210	258	342	489	1,299
營業費用	87	87	81	96	351	127	157	206	288	777
營業利益	(67)	(47)	8	6	(100)	83	101	137	200	522
淨業外收支	17	9	2	16	43	9	4	13	(4)	23
稅前淨利	(50)	(38)	10	10	(68)	93	105	149	197	545
稅後淨利	(40)	(31)	8	8	(55)	74	84	119	157	436
EPS(元)	(0.44)	(0.33)	0.09	0.09	(0.59)	0.80	0.91	1.29	1.70	4.71
財務比率										
毛利率	6.15	14.58	27.59	31.14	19.76	47.00	48.00	49.00	50.00	48.83
營業利益率	(20.57)	(17.38)	2.54	2.08	(8.26)	18.65	18.84	19.57	20.50	19.61
稅前淨利率	(15.44)	(14.07)	3.09	3.46	(5.66)	20.76	19.64	21.39	20.13	20.46
YoY(%)										
營業收入	(1.05)	7.82	80.42	(2.61)	14.45	38.17	97.06	116.17	238.29	120.15
營業毛利	(65.01)	5.82	(354.38)	14.40	72.91	956.77	548.58	283.93	443.14	444.09
營業利益	117.26	(33.45)	(105.51)	(121.43)	(64.23)	(225.26)	(313.62)	1,563.41	3,239.92	(622.71)
稅前淨利	65.74	(34.70)	(107.29)	(125.91)	(74.15)	(285.82)	(375.14)	1,394.91	1,867.52	(896.53)
稅後淨利	32.6	(24.94)	(107.29)	(125.92)	(74.14)	(285.82)	(375.14)	1,394.91	1,867.52	(896.53)
QoQ(%)										
營業收入	9.18	(15.86)	18.51	(10.54)		54.89	20.00	30.00	40.00	
營業毛利	(74.69)	99.68	124.19	0.98		133.77	22.55	32.71	42.86	
營業利益	138.10	(28.91)	(117.34)	(26.96)		1,291.48	21.23	35.01	46.65	
稅前淨利	29.60	(23.33)	(126.06)	0.10		829.25	13.52	41.57	31.75	
稅後淨利	29.61	(23.33)	(126.06)	0.10		829.25	13.52	41.57	31.75	

資料來源：玉山投顧(2025/01)

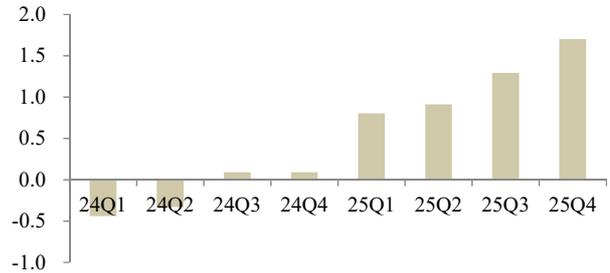
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



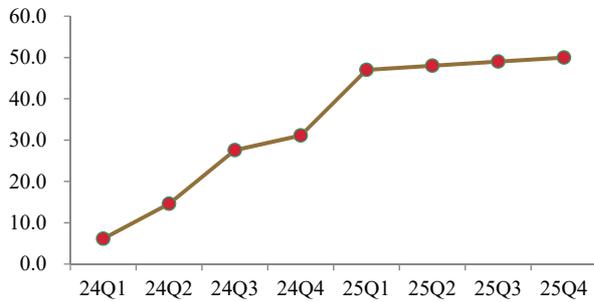
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



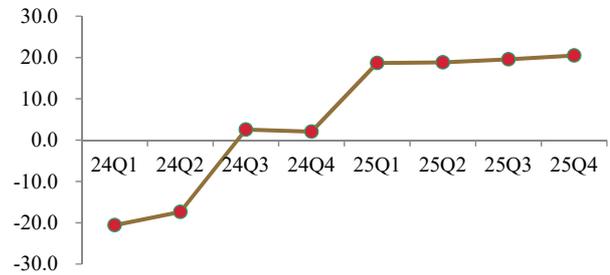
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



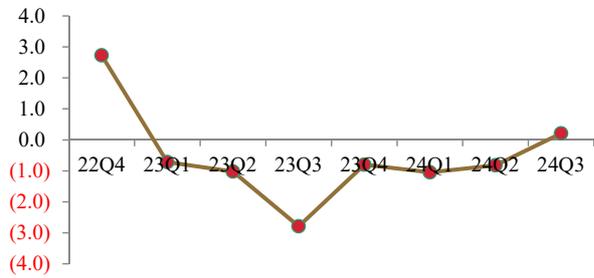
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



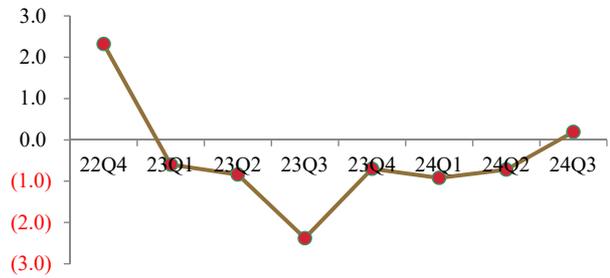
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)

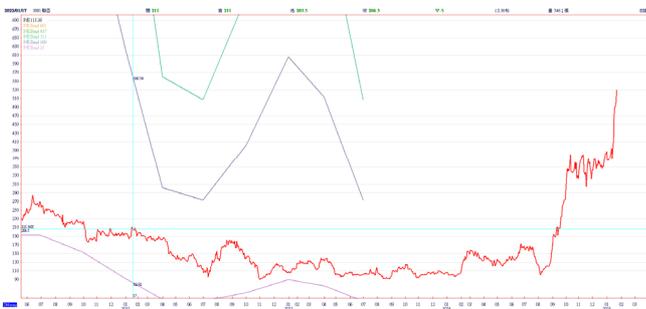


圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2025/01)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	2,381	1,056	1,209	2,661
營業成本	1,622	918	970	1,362
營業毛利	759	138	239	1,299
營業費用	425	417	351	777
營業利益	334	-279	-100	522
營業外收支淨額	44	15	43	23
稅前淨利	378	-264	-68	545
稅後淨利	330	-212	-55	436
普通股股本	919	919	925	925
EPS(元)	3.59	-2.30	-0.59	4.71
年成長率				
營收	27.1%	-55.6%	14.4%	120.2%
營業利益	-19.0%	-183.5%	N.A.	N.A.
稅前淨利	-9.5%	-169.9%	N.A.	N.A.
母公司稅後淨利	-2.4%	-164.2%	N.A.	N.A.
獲利能力比率				
毛利率	31.9%	13.1%	19.8%	48.8%
營業利益率	14.0%	-26.4%	-8.3%	19.6%
稅前淨利率	15.9%	-25.0%	-5.7%	20.5%
稅後淨利率	13.8%	-20.0%	-4.5%	16.4%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	2,511	1,909	2,022	2,840
現金及約當現金	1,644	581	610	616
存貨	376	357	409	900
應收帳款及票據	458	230	263	579
其他流動資產	33	741	740	745
長期投資	0	0	0	0
固定資產	2,164	1,969	1,732	1,556
其他長期資產	452	515	519	524
資產總額	5,117	4,384	4,264	4,911
流動負債	450	219	229	351
應付帳款及票據	176	56	64	141
短期借款	0	0	0	0
什項負債	273	163	165	210
非流動負債	311	303	249	383
負債總額	761	522	478	734
普通股股本	919	919	925	925
資本公積	1,872	1,828	1,872	1,872
保留盈餘	1,600	1,113	1,499	1,888
股東權益總額	4,357	3,862	3,786	4,177

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	378	-264	-68	545
折舊及攤提費用	477	457	390	330
本期營運資金變動	-183	58	77	730
其他項目	-34	-11	-13	-28
營運活動之現金流量	639	240	386	1,577
資本支出	-363	-151	-153	-154
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-97	-819	-1,166	-1,505
投資活動之現金流量	-460	-970	-1,319	-1,659
短期借款及票券變動	0	0	0	0
舉措/償還長期借款	0	0	-55	135
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-320	-322	-46	-46
其他項目	22	-1	0	0
融資活動之現金流量	-306	-330	-101	88
匯率影響數	-1	-3	0	0
本期現金流量	-128	-1,063	-1,034	6
期末現金及約當現金	1,644	581	610	616

重要財務比率	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	14.9%	11.9%	11.2%	15.0%
槓桿比率	17.5%	13.5%	12.6%	17.6%
流動比率	558.6%	873.3%	882.8%	809.3%
速動比率	475.0%	709.8%	704.2%	552.8%
存貨週轉率(次)	4.87	2.50	2.78	2.13
存貨週轉天數	73.87	143.82	129.62	168.74
應收帳款週轉率(次)	6.31	3.07	4.32	5.13
應收帳款週轉天數	57.08	117.30	83.36	70.18
總資產週轉率(次)	0.47	0.24	0.28	0.54
淨值週轉率(次)	0.55	0.27	0.32	0.64
股東權益報酬率	7.6%	-5.1%	-1.4%	10.2%
總資產報酬率	6.5%	-4.5%	-1.2%	8.7%
OCF/流動負債	142.2%	109.6%	168.4%	449.3%
每股比率				
每股淨值(元)	47.41	42.02	40.93	45.14
每股營收(元)	25.92	11.50	13.07	28.76
每股盈餘(元)	3.59	-2.30	-0.59	4.71
每股現金股利(元)	3.50	0.50	0.50	0.50
現金股利配發率	97.6%	N.A.	N.A.	10.6%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法