

聯鈞 (3450.TW/3450 TT)

聯接光纖匯萬源，鈞封雷射供群傑

增加持股 · 首次評等

收盤價 September 23 (NT\$)	184.0
12 個月目標價 (NT\$)	270.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	46.7

焦點內容

- AOC 產品受惠美系客戶去中化並於 2025 年升級至 800G 規格。
- 封裝及測試服務需求持續提升。
- 持續擴充產能以滿足客戶需求。

交易資料表

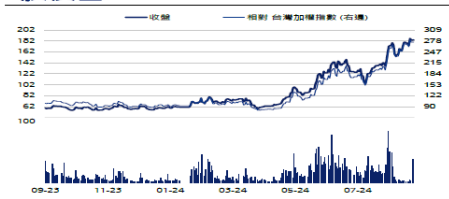
市值：(NT\$bn/US\$mn)	26.81 / 839
流通在外股數 (百萬股)：	145.7
外資持有股數 (百萬股)：	37.12
3M 平均成交量 (百萬股)：	19.33
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	55.20 - 186.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	50.8	142.1	214.5
相對表現 (%)	55	131.9	178.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	(0.28)A	(0.09)A	(0.14)A	(0.01)A
2024	0.31A	0.47A	1.17F	1.83F
2025	1.22F	2.04F	2.62F	3.09F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

我們首評聯鈞，給予「增加持股」評等，預期聯鈞 2025 年(1) 400GbE AOC 產品出貨量顯著提升，並將於 2H25 開始出貨 800GbE AOC 產品；(2)封裝及測試服務業務中將受惠於 AI 相關應用驅動需求提升。

評論及分析

AOC 受惠美系客戶去中化並於 2025 年升級至 800G 規格。我們看好聯鈞受惠美系客戶考量地緣政治風險，提高非中國廠商供貨比例之下，2025 年 AOC 產品成長動能明確，該產品將主要經由公司於 4Q22 轉投資之子公司源傑科技(未上市)出貨給北美大型雲平台業者，且市場份額將因去中化持續增加。凱基預期 2H25 規格將自 400G 升級至 800G，驅動產品單價提升。

封裝及測試需求持續提升。聯鈞母公司之封裝及測試服務(Packaging and testing)於 2022 年與 2023 年營收分別為 13 億元與 7.43 億元，佔總營收之 19.2%與 13.8%。我們看好聯鈞將受惠於美系光通訊領導公司積極發展 AI 而驅動與 VCSEL 與 EML 相關之封裝及測試需求，預估聯鈞個體 2024-25 年營收將達 10.7 億元與 16.7 億元，年增 13%與 56.4%。

持續擴充產能以滿足客戶需求。我們認為聯鈞目前正因應 AOC 與雷射封裝需求大幅提高而積極擴張產能，預期 AOC 產品將自 2Q24 的單月約 1 萬條出貨提高至 2Q25 單月產能達 8 萬條以上，而封裝及測試服務之月出貨量則將自單月 70-80 萬顆進一步提高到 100 萬顆以上。綜上，我們預估聯鈞 2024 年與 2025 年營收分別為 76.9 億元與 146 億元，年增 42.4%與 89.9%，每股盈餘則為 3.78 元與 8.97 元，分別轉虧為盈及年增 137%。

投資建議

我們看好聯鈞顯著受惠於 AI 驅動光通訊相關產品需求，以及美系客戶提高非中國供應商交貨比例。而公司過往股價被交易在約 20-40 倍本益比區間，我們給予「增加持股」評等與目標價 270 元，為 2025 年凱基預估每股盈餘 8.97 元及 30 倍本益比換算。

投資風險

資料中心需求不如預期；同業競爭加劇。

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)	7,198	6,776	5,399	7,690	14,602
營業毛利 (NT\$百萬)	1,693	1,292	805	1,908	4,328
營業利益 (NT\$百萬)	1,113	671	197	1,188	3,473
稅後淨利 (NT\$百萬)	371	192	(76)	551	1,307
每股盈餘 (NT\$)	2.55	1.32	(0.52)	3.78	8.97
每股現金股利 (NT\$)	1.80	0.50	-	2.00	6.00
每股盈餘成長率 (%)	54.0	(48.3)	(139.7)	0.0	137.4
本益比 (x)	72.2	139.7	N.A.	48.7	20.5
股價淨值比 (x)	6.6	6.8	7.0	6.6	6.0
EV/EBITDA (x)	21.2	26.4	36.3	12.7	7.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.0	0.3	0.0	1.1	3.3
股東權益報酬率 (%)	9.4	4.8	(2.0)	14.0	30.5

資料來源：公司資料，凱基

投資評價

我們首評聯鈞，給予「增加持股」評等。12 個月目標價 270 元，以 30 倍 2025 年預估每股盈餘 8.97 元換算得出，隱含股價上漲空間約 46.7%。主要基於聯鈞 2025 年受惠 AOC 相關產品與雷射封裝業務顯著成長。

公司評價

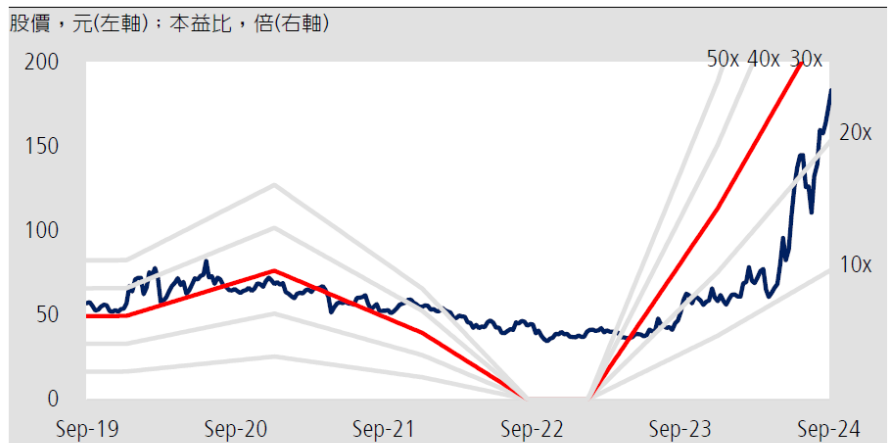
我們首評聯鈞，給予「增加持股」評等。12 個月目標價 270 元，以 30 倍 2025 年預估每股盈餘 8.97 元換算得出，隱含股價上漲空間為 46.7%。

聯鈞主要業務包括高精密光電產品及功率半導體之研究開發、生產製造，並提供相關產品的服務，產品組合可大致分為光資訊與光通訊產品(Optical Information and optical Communication Products)與功率半導體產品(Power Semiconductor Products)兩大類。2022 年營收佔比為 23%與 77%，2023 年則為 18%與 82%。公司過往主要產品及應用分類範圍相當廣泛，包括(1)消費性產品(Consumer)：終端產品包括印表機、投影機等；(2)工業產品(Industry)：主要產品則為高功率(Hi-Power laser)；(3)車用產品(Automotive)：產品主要與光達(Lidar)相關；(4)電信商相關產品(Telecom)：產品以 GPON 用雷射及電力吸收調變雷射(EML, Electroabsorption Modulated Laser)等為主；(5)資料中心相關產品(Datacom)：產品包括資料中心用的收發模組相關產品以及主動式光纜(AOC, Active Optical Cable)產品；(6) AI/ML：涵蓋包括收發模組相關產品、AOC、線性驅動可插拔光學(LPO, Linear-drive Pluggable Optics)、外部雷射光源(ELS, External Laser Source)、可插拔式外接雷射光源(External Laser Small Form-Factor Pluggable, ELSFP)等。

我們看好聯鈞 2025 年主要成長動能來自於 AOC 相關產品與雷射封裝業務，其中 AOC 產品將主要經由公司於 4Q22 轉投資之子公司源傑科技出貨給北美大型雲平台業者。我們並預期聯鈞之雷射封裝業務將深化與北美大型網路晶片解決方案業者之合作外，與北美光通訊產品領導廠商合作之雷射封裝業務也將顯著成長。凱基預估聯鈞 2025 年營收達 146 億元，年增 89.9%；每股盈餘為 8.97 元，年增 137%。

聯鈞除了光通訊相關之模組製造能力，也具有半導體與雷射相關封裝能力，因此本益比普遍高於中下游或被動零組件的光通訊同業，過往本益比約在 20-40 倍區間，平均為 30 倍，高於光通訊產業之平均 20 倍。目前股價交易在凱基預估 2025 年每股盈餘 8.97 元之 21 倍，隱含上漲空間約 46.7%。

圖 1: 本益比河流圖



資料來源：TEJ；凱基

圖 2: 2Q24 財報及 3Q24 財測

百萬元	2Q24			3Q24F		
	實際值	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)
營收	1,705	32.6	32.0	2,120	24.4	50.7
毛利	395	53.5	112.4	545	38.2	200.0
營業利益	221	154.0	635.5	363	64.0	1,414.1
稅前淨利	216	34.5	105.6	397	83.7	553.2
稅後淨利	69	55.3	-	170	146.8	-
每股盈餘(元)	0.47	55.3	-	1.17	146.8	-
毛利率(%)	23.2	3.2 ppts	8.8 ppts	25.7	2.6 ppts	12.8 ppts
營業利益率(%)	13.0	6.2 ppts	10.6 ppts	17.1	4.1 ppts	15.4 ppts
稅後淨利率(%)	4.0	0.6 ppts	5.1 ppts	8.0	4.0 ppts	9.5 ppts

資料來源：凱基預估

圖 3: 2024-25 年財測

百萬元	2024F		2025F	
	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	7,690	42.4	14,602	89.9
毛利	1,908	137.0	4,328	126.8
營業利益	1,188	504.4	3,473	192.3
稅前淨利	1,366	383.5	3,533	158.6
稅後淨利	551	-	1,307	137.4
每股盈餘(元)	3.78	-	8.97	137.4
毛利率(%)	24.8	9.9 ppts	29.6	4.8 ppts
營業利益率(%)	15.4	11.8 ppts	23.8	8.3 ppts
稅後淨利率(%)	7.2	8.6 ppts	9.0	1.8 ppts

資料來源：凱基預估

圖 4: 同業估值比較

公司	代號	市值 (美金百萬元)	股價 (當地貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 複合成長率(%) (2023-2025F)	本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		股東權益報酬率 (%)		股利殖利率 (%)	
				2024F	2025F		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
聯亞*	3081 TT	748	259.0	(0.81)	4.46	N.M.	N.M.	58.1	6.4	6.1	(2.0)	10.8	0.2	1.2
波若威	3163 TT	377	160.5	4.50	4.94	(6.3)	35.7	32.5	N.M.	N.M.	13.6	14.4	1.9	2.2
光環	3234 TT	146	42.0	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
上詮	3363 TT	571	176.5	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
聯鈞*	3450 TT	837	184.0	3.78	8.97	N.M.	48.7	20.5	6.6	6.0	14.0	30.5	1.1	3.3
前鼎	4908 TT	251	103.0	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
聚達-KY*	4977 TT	275	110.0	0.52	3.92	(6.9)	211.2	28.1	2.1	2.0	1.0	7.5	0.9	3.2
華星光*	4979 TT	620	141.0	4.23	5.51	28.4	33.3	25.6	5.7	4.7	17.9	19.3	1.4	1.7
佳必琪	6197 TT	640	168.0	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
光聖	6442 TT	877	371.5	11.46	14.84	144.0	32.4	25.0	11.5	9.9	N.M.	N.M.	1.9	2.9
訊芯-KY	6451 TT	788	235.0	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
同業平均							72.3	31.6	6.5	5.7	8.9	16.5	1.2	2.4

資料來源：Bloomberg；凱基；*為凱基預估

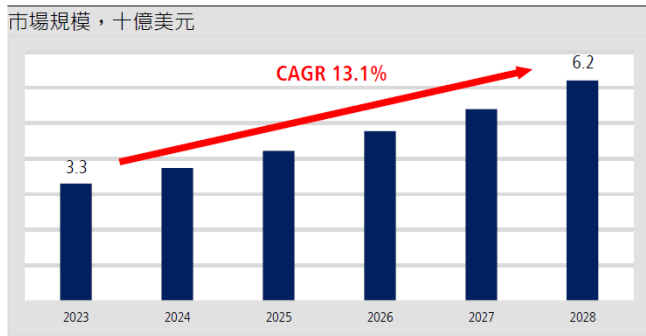
投資理由

我們認為隨 AI 驅動資料中心傳輸需求及美系客戶提高非中國供應商交貨比例，將助益聯鈞營收與獲利成長。預估 2025 全年營收 146 億元，年增 89.9%，每股盈餘 8.97 元，年增 137%。

預期聯鈞 2025 年 AOC 營收顯著成長

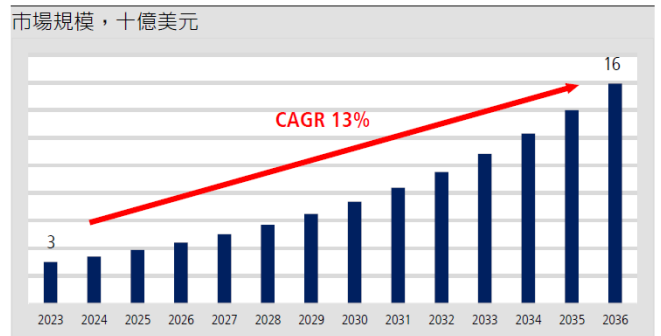
AI 趨勢興起後，用於資料中心之傳輸相關產品，包含高速交換器以及高速收發模組等需求隨之提高，根據 GII 預估，全球主動式光纜(AOC)市場規模預計將從 2023 年的 33 億美元成長至 2028 年達 62 億美元，年複合成長率為 13.1%。而根據 Research Nester 預估，AOC 市場將於 2023 年的約 30 億美元成長至 2036 年達 160 億美元，年複合成長率為 13%。

圖 5: GII 預估 AOC 市場規模自 2023 年的 33 億美元成長至 2028 年達 62 億美元



資料來源：GII；凱基

圖 6: Research Nester 預估 AOC 市場規模 2023 年的約 30 億美元成長至 2036 年將達 160 億美元



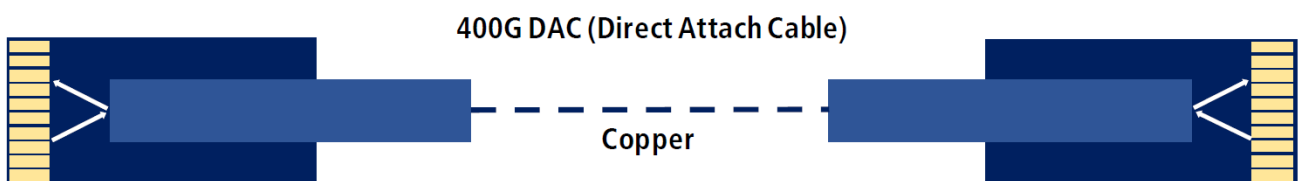
資料來源：Research Nester；凱基

用於資料中心伺服器之間的連接方式中，除了一般被市場熟知的光收發模組之外，依據不同的傳輸距離、價格以及靈活性與可靠性要求等，可選擇連接方式主要包括直連電纜(DAC, Direct Attach Cable)、主動式銅纜(ACC, Active Copper Cable)、主動式電纜(AEC, Active Electrical Cable)、主動式光纜(AOC, Active Optical Cable)、光收發模組(Optical Transceiver Module)等幾種方式。我們整理其基本介紹如下：

DAC-直連電纜：最經濟的短距連接

DAC 使用導電性佳的銅線直接將連接器兩端連結，在傳輸材質上，由於銅線相較於光纖的彎曲性較差，且重量較重，對訊號造成的損耗也較大。在確保高速訊號的可靠度之下，傳輸距離也受到限制。因此資料中心的 DAC 在對信號穩定度更為敏感的情境下，傳輸距離約在 3 公尺內。由於其為電訊號直接傳送，DAC 中並不包含任何光通訊相關的零組件，也不包含任何訊號處理相關晶片，因此價格最為低廉。

圖 7：DAC 示意圖

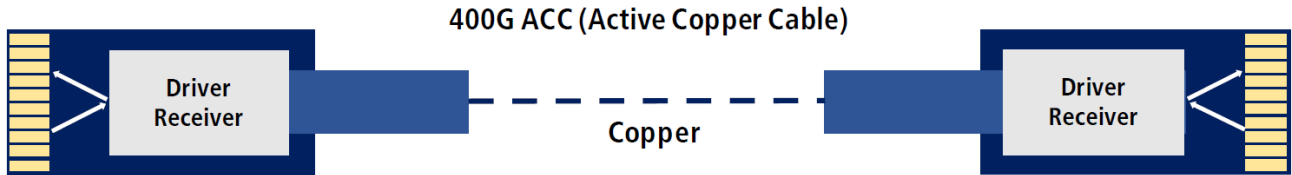


資料來源：fs，凱基

ACC-主動式銅纜：利用 redriver 強化 DAC 訊號可靠度

ACC 較 DAC 多加入了 redriver 相關晶片，藉由包括同等化(equalization)與預強調(pre-emphasis)將訊號進行調整與矯正，以提高訊號完整性。由於加入了需要通電的 redriver 晶片，因此耗電量較 DAC 提高，而在傳輸距離方面，高速環境下約可較 DAC 增加 2-3 公尺的傳輸距離而達到約 5 公尺。

圖 8：ACC 示意圖



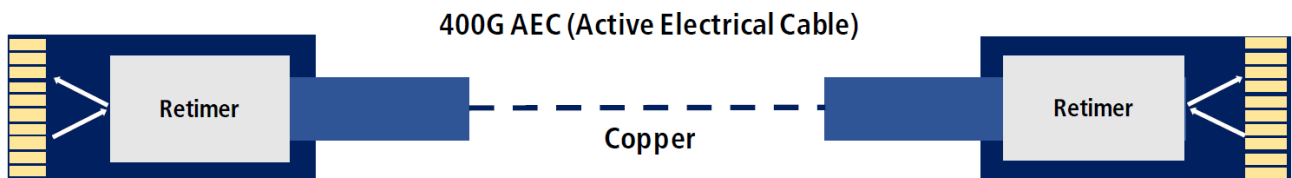
Redriver：補償與矯正傳輸端訊號的損失，增強訊號強度和穩定性

資料來源：fs，凱基

AEC-主動式電纜：利用 retimer 使 DAC 訊號更加完整

AEC 相較於 ACC 主要的差別在於使用了 retimer 晶片架構，與 redriver 相比，retimer 元件能夠對資料訊號進行修復，降低雜訊，提高資料傳輸的可靠性。除了能放大並均衡 Tx 端的訊號，還可以重塑 Rx 端的訊號，對信號進行修復。因此在訊號傳輸的品質與距離上 AEC 更優於 ACC，在成本方面，採用 retimer 的成本則較高。

圖 9：AEC 示意圖



Retimer：放大並均衡Tx端的訊號；重塑Rx端的訊號並對信號進行修復

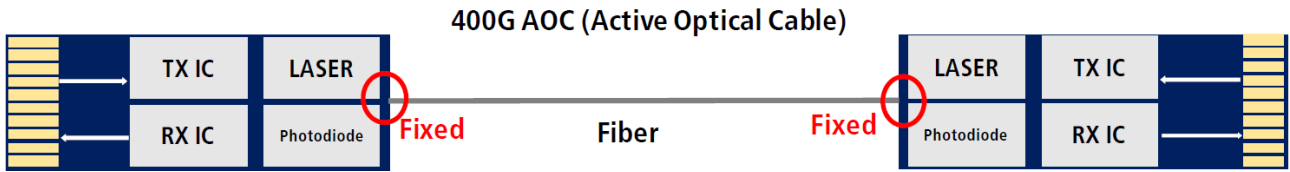
資料來源：fs，凱基

AOC-主動式光纜：使用光纖作為訊號傳輸媒介

AOC 與前述產品的差異為包括 DAC、ACC、AEC 都以銅線傳輸，而 AOC 則與市場所熟知的光收發模組都使用光纖作為訊號傳輸媒介。AOC 線兩端的模組具光電轉換功能，模組內部有專門的光收發晶片可將電訊號轉換為光訊號。而在光纖部分，AOC 的光收發模組和光纖是不可拆卸的，優點是光纖端口較為隱蔽且不用擔心污染，整體可靠性較高。但劣勢也很明顯，若 AOC 發生故障，則需要更換整個模組，包含光纖與兩端的光收發模組，而光收發模組加上跳線連接的解決方案則可以直接更換單一顆光收發模組。另一方面，由於中間的光纖不可拆卸，AOC 要求在出貨前確認傳輸距離，導致產品出廠後難以調整，也較難於配合結構化佈線。AOC 產品因使用了光電轉換而更加複雜，成本也較 DAC、ACC 與 AEC 更高，但在良好的可靠

度、受電磁干擾(EMI)程度較低以及線材輕量化與光纖長度固定之下，對於約 30 公尺內的連線極具優勢。

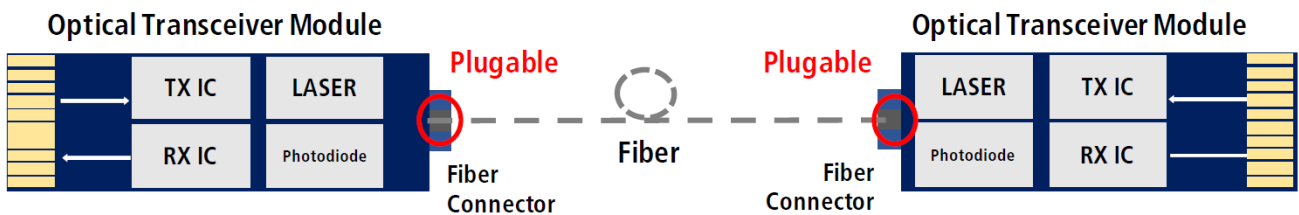
圖 10：AOC 示意圖



資料來源：fs，凱基

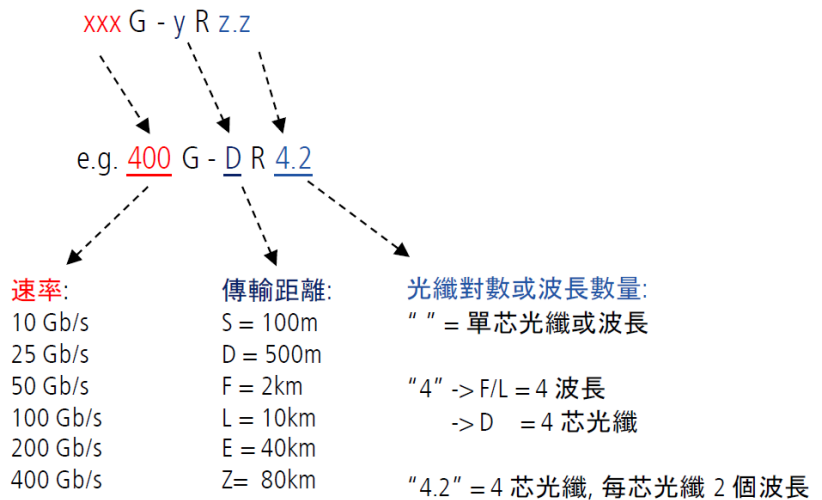
光收發模組為過去數年間市場普遍熟知的產品，做為高速網路傳輸主要的中繼介面，其最主要的功能就是將電訊號與光訊號之間進行轉換與統合。在凱基 2020 年出具的產業報告「光通訊 — 完善 5G 基礎建設與資料中心的最後一哩」已詳細介紹，其與 AOC 產品之主要差異點為可將光纖做插拔，因此可依照傳輸距離需求做出調整，優點是彈性較大且支援距離最長，而缺點則是因設計為可插拔，因此可靠度較 AOC 差。

圖 11：光收發模組示意圖



資料來源：fs，凱基

圖 12：光收發模組規格與型號



資料來源：凱基

圖 13：連接方式比較

	DAC	AOC	2 Transceivers + Structured Cabling
Max Reach	< 15m	100m	Per TIA/IEEE Standard
Cable Type	Twinax Copper	Fiber Optic	Twisted pair copper or fiber optic
Power Consumption	< 1w	1-2w	1-2w
Weight	Heaviest weight	Lightest weight	Depending on structured cabling deployed
Bend Radius	24AWG-38mm 26AWG-33mm 28AWG-25mm 30AWG-23mm	25mm	Depending on structured cabling deployed
Application	Top of Rack (ToR) Adjacent racks	Top of Rack (ToR) Middle of Row End of Row Zone-to-zone	Top of Rack (ToR) Middle of Row End of Row Zone-to-zone
EMI	Weak	Strong	Strong
Price	Low	Middle	High

資料來源：凱基

我們認為聯鈞在受惠於美系客戶考量地緣政治風險而提高非中國廠商供貨比例之下，2025 年來自於 AOC 相關產品之成長動能明確，該產品將主要經由公司於 4Q22 轉投資之子公司源傑科技出貨給北美大型雲平台業者，且市場份額將持續增加。

2Q24 營業利益率為 13%，較 1Q24 之 6.8% 顯著提升，主要受惠 AOC 出貨增加驅動營收規模放大，聯鈞 2Q24 合併營收為 17.1 億元，較 1Q24 之 12.9 億元季增 32.6%，淨增加 4.2 億元。而子公司源傑 1Q24 營收為 4,800 萬元，而 2Q24 季增 554% 至 3.14 億元，淨增 2.66 億元，淨利亦自 1Q24 的虧 1,300 萬元轉盈為 5,200 萬元。

圖 14：源傑 1Q23-2Q24 營收與獲利

百萬元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
營收	28	4	4	2	48	314
淨利	-49	-28	-55	-32	-13	52

資料來源：公司資料；凱基整理

我們看好源傑之 AOC 相關營收於 2024-25 年持續成長，並預期 2H25 產品規格將自目前的 400G 升級至 800G，規格升級將驅動產品單價有所提升。凱基預估源傑之 400G AOC 產品 4Q24 月產能約 3.5-4 萬條，2024 年累計出貨為 18.3 萬條，並將於 2Q25 擴產至單月 8-10 萬條，2025 年出貨量預估則為 75 萬條 400G 與 3.6 萬條 800G 產品。驅動源傑 2024-25 年營收為 19.8 億元與 81.9 億元，年增 5,121% 與 313%，顯著優於前述第三方市調機構預估之 13%。

圖 15：聯鈞營收預估拆分

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
聯鈞個體	176	205	315	369	338	410	445	473
捷敏	1,061	1,186	1,195	1,201	1,050	1,188	1,234	1,277
源傑	48	314	610	1,010	1,228	1,864	2,290	2,806
Total	1,285	1,705	2,120	2,580	2,616	3,462	3,969	4,556

資料來源：公司資料；凱基預估

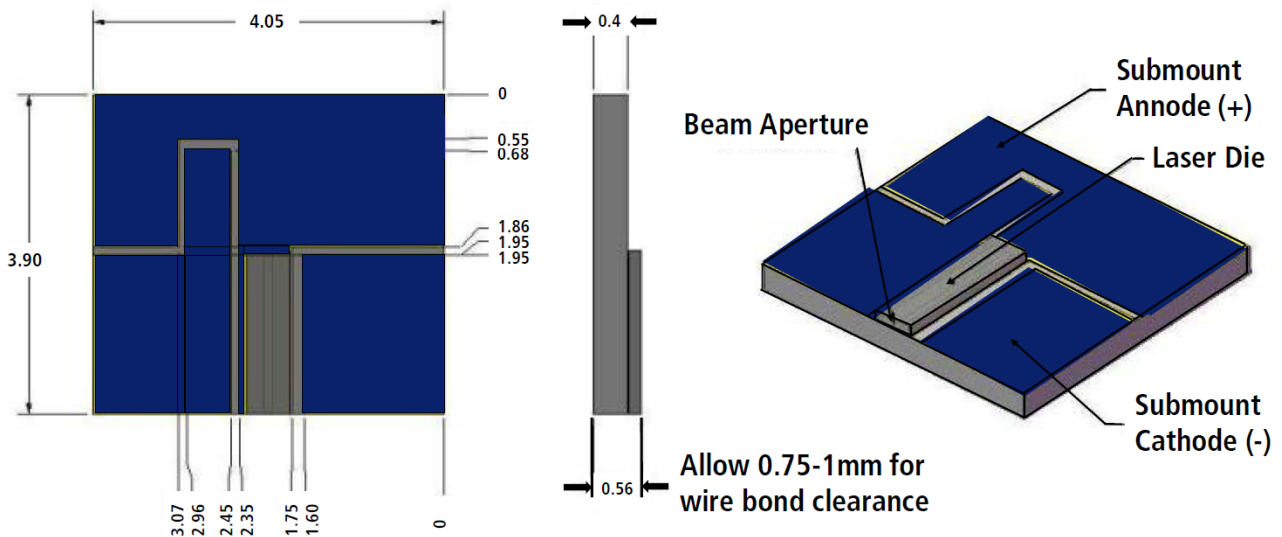
投資理由

我們看好聯鈞將開始受惠於美系客戶積極發展 AI 而驅動封裝及測試服務需求，且其中兩間美系光通訊領導公司於 1H24 對聯鈞需求開始轉強。預估聯鈞個體 2024-25 年營收將達 10.7 億元與 16.7 億元，年增 13%與 56.4%。

封裝及測試服務需求將逐漸提升

雷射封裝業務部分，根據公司個體財報，聯鈞母公司之封裝及測試服務 (Packaging and testing) 於 2022 年與 2023 年營收分別為 13 億元與 7.43 億元，分別佔 2022 年與 2023 年總營收 67.8 億元與 54 億元之 19.2%與 13.8%。我們看好將開始受惠於美系客戶積極發展 AI 而驅動封裝及測試服務雷射相關封裝需求。其中兩間美系光通訊領導公司於 1H24 對聯鈞需求開始轉強，我們預期對於 COS (chip on Submount)雷射之需求量將自每月約 70-80 萬顆，提高到每月約 100 萬顆以上的需求；既有的 TO-CAN 業務則逐漸減少。而在捷敏-KY(6525 TT, NT\$64.4, 未評等)部份，我們則預期其功率半導體封裝測試業務 2025 年將較 2024 年微幅成長。綜上，我們預估聯鈞個體 2024 與 2025 年營收將達 10.7 億元與 16.7 億元，年增 13%與 56.4%。而捷敏部分預估為 46.4 億元與 47.5 億元，年增 5.1%與 2.3%。

圖 16：COS 製程常用於雷射封裝



資料來源：laser diode source：凱基

投資風險

聯鈞 AOC 產品所用之 DSP 開發時程須持續關注，而 AOC 產品主要透過源傑出貨，因此需自淨利中扣除非控制權益，而未來擴廠進度也將影響產能。

800G AOC 產品所用之 DSP 開發時程須持續關注

目前市場普遍預期 800GbE 光收發模組由 2024 年之約 1,000 萬顆成長至 2025 年達 1,500-2,000 萬顆，我們認為聯鈞 AOC 產品因其產品定位與單顆光收發模組不同，因此需求量將不致受到排擠，而聯鈞 AOC 產品採用之 DSP 解決方案包括美系、英系與台系 IC 廠商，由於台系與英系廠商的價格較美系廠商低，若能順利轉換成台系或英系廠商方案將有助於聯鈞降低成本並提高獲利。根據產業調研，美系 DSP 將於 2H24 成熟，而台廠產品成熟時間約落於 2H25，英系廠商則約落於 1H25，800G DSP 成熟時程將影響聯鈞 800G AOC 產品之定價與成本。

淨利需扣除非控制權益

由於聯鈞對其列入合併財務報表之子公司並非百分之百持股，因此在完全認列其營收的同時，將自淨利中依照對子公司的持股比例來扣除非控制權益的獲利。以 2Q24 財報為例，聯鈞對捷敏-KY 持股比例為 51%，而捷敏-KY 淨利為 1.62 億元，因此須扣除非控制權益為 1.62 億元乘以 49%，為 7,940 萬元；而對源傑持股比例則為 56.4%，源傑淨利為 5,220 萬元，因此須扣除非控制權益為 5,220 萬元乘以 43.6%，為 2,275 萬元，總計為 1.02 億元。我們並整理 4Q22 收購源傑後之非控制權益試算，由於 AOC 產品主要透過源傑交貨，因此雖營收全額認列，但在獲利上將因持股比重調整。

圖 17: 聯鈞非控制權益換算

		4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
捷敏	淨利(百萬元)	116	160	155	136	115	156	162
	聯鈞持股比(%)	51	51	51	51	51	51	51
	非控制權益(100%-持股比重)(百萬元)	57.0	78.4	76.1	66.6	56.3	76.7	79.4
源傑	淨利(百萬元)	1.4	-49.3	-27.5	-54.9	-31.8	-13.4	52.2
	聯鈞持股比(%)	58.0	58.0	57.5	57.5	56.4	56.4	56.4
	非控制權益(100%-持股比重)(百萬元)	0.6	-20.7	-11.7	-23.4	-13.9	-5.9	22.8
	聯鈞淨利之非控制權益相加(百萬元)	57.6	57.6	64.4	43.2	42.5	70.8	102.2

資料來源：公司資料，凱基

擴廠進度將影響產能

目前聯鈞為因應來自歐美客戶的強勁需求，正處於產能擴充階段，而擴產進度除了與營收及獲利密切相關之外，更重要的是能否即時滿足客戶需求，若聯鈞之擴產進度未能配合客戶需求，則須留意客戶可能將訂單釋出給其他競爭對手之風險。

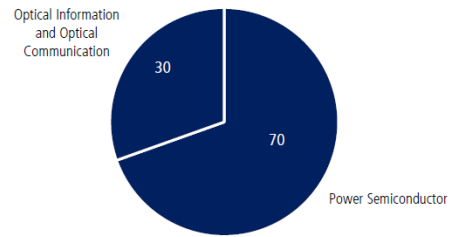
圖 18: 公司概況

聯鈞光電成立於 2000 年，公司總部位於新北市中和區，主要提供雷射封裝、模組組裝暨相關測試代工服務，並被廣泛的應用於光資訊、光通訊等產業應用。聯鈞產品組合上可以大致分為光資訊與光通訊產品(Optical Information and optical Communication Products)與功率半導體產品(Power Semiconductor Products)兩大類，2Q24 營收佔比為 30%與 70%。

資料來源：凱基

圖 19: 2Q24 產品組合

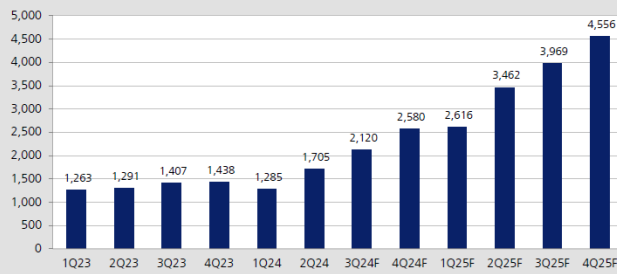
產品組合，百分比



資料來源：凱基

圖 20: 季營業收入

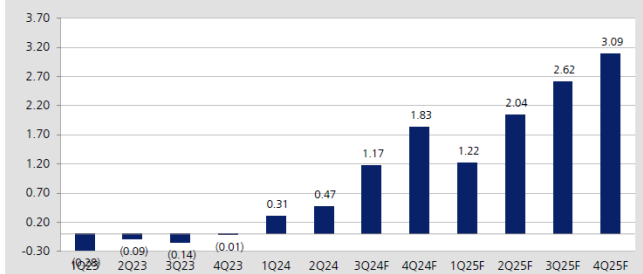
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 21: 每股盈利

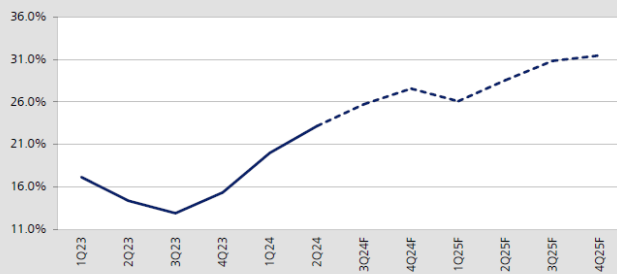
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 22: 毛利率

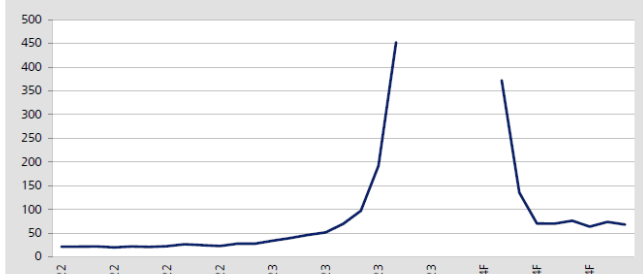
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 23: 本益比

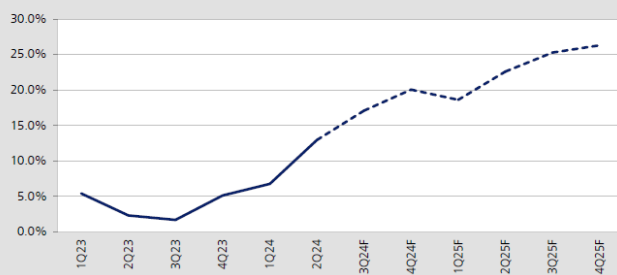
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 24: 營業利潤率

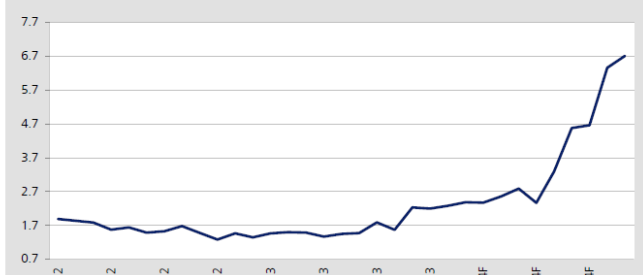
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 25: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	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
營業收入	1,285	1,705	2,120	2,580	2,616	3,462	3,969	4,556	5,399	7,690	14,602
營業成本	(1,028)	(1,310)	(1,575)	(1,869)	(1,933)	(2,473)	(2,746)	(3,122)	(4,594)	(5,782)	(10,274)
營業毛利	257	395	545	711	682	989	1,223	1,433	805	1,908	4,328
營業費用	(170)	(174)	(183)	(194)	(195)	(206)	(220)	(234)	(609)	(720)	(855)
營業利益	87	221	363	517	487	783	1,004	1,199	197	1,188	3,473
折舊	(215)	(213)	(480)	(1,013)	(515)	(515)	(515)	(515)	(874)	(1,920)	(2,060)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)
EBITDA	302	434	844	1,532	1,003	1,298	1,520	1,715	1,074	3,112	5,536
利息收入	11	14	10	10	10	10	10	10	43	45	40
投資利益淨額	5	4	5	5	5	5	5	5	22	19	20
其他營業外收入	1	2	40	117	-	-	-	-	20	160	-
總營業外收入	17	20	55	132	15	15	15	15	84	224	60
利息費用	(1)	(2)	(20)	(57)	-	-	-	-	(8)	(80)	-
投資損失	-	-	(0)	(1)	-	-	-	-	-	(1)	-
其他營業外費用	58	(23)	0	(0)	-	-	-	-	9	35	-
總營業外費用	56	(24)	(20)	(58)	-	-	-	-	2	(46)	-
稅前純益	161	216	397	591	502	798	1,019	1,214	283	1,366	3,533
所得稅費用[利益]	(43)	(43)	(91)	(136)	(116)	(183)	(234)	(279)	(136)	(313)	(812)
少數股東損益	(71)	(102)	(136)	(193)	(208)	(317)	(403)	(484)	(208)	(502)	(1,413)
非常項目前稅後純益	47	71	170	262	178	297	381	450	(61)	551	1,307
非常項目	(3)	(2)	0	5	-	-	-	-	(15)	0	-
稅後淨利	44	69	170	267	178	297	381	450	(76)	551	1,307
每股盈餘 (NT\$)	0.31	0.47	1.17	1.83	1.22	2.04	2.62	3.09	(0.52)	3.78	8.97
獲利率 (%)											
營業毛利率	20.0	23.2	25.7	27.6	26.1	28.6	30.8	31.5	14.9	24.8	29.6
營業利益率	6.8	13.0	17.1	20.1	18.6	22.6	25.3	26.3	3.6	15.4	23.8
EBITDA Margin	23.5	25.5	39.8	59.4	38.4	37.5	38.3	37.6	19.9	40.5	37.9
稅前純益率	12.5	12.7	18.7	22.9	19.2	23.0	25.7	26.7	5.2	17.8	24.2
稅後純益率	3.5	4.0	8.0	10.3	6.8	8.6	9.6	9.9	(1.4)	7.2	9.0
季成長率 (%)											
營業收入	(10.6)	32.6	24.4	21.7	1.4	32.4	14.6	14.8			
營業毛利	16.4	53.5	38.2	30.4	(4.0)	44.9	23.7	17.2			
營業收益增長	17.4	154.0	64.0	42.7	(5.8)	60.6	28.2	19.5			
EBITDA	1.3	43.7	94.2	81.6	(34.5)	29.5	17.0	12.9			
稅前純益	224.2	34.5	83.7	48.8	(15.1)	58.8	27.7	19.2			
稅後純益		55.3	146.8	56.6	(33.1)	66.6	28.3	18.2			
年成長率 (%)											
營業收入	1.8	32.0	50.7	79.4	103.5	103.1	87.2	76.6	(20.3)	42.4	89.9
營業毛利	18.5	112.4	200.0	222.1	165.4	150.5	124.3	101.6	(37.7)	137.0	126.8
營業收益	27.1	635.5	1414.1	598.1	459.8	254.1	176.8	131.7	(70.7)	504.4	192.3
EBITDA	5.9	76.0	246.5	413.3	231.8	198.9	80.1	12.0	(27.3)	189.7	77.9
稅前純益	140.5	105.6	553.2	1092.4	212.3	268.7	156.4	105.3	(70.7)	383.5	158.6
稅後純益					301.4	330.4	123.7	68.8	(139.7)		137.4

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	9,932	10,186	8,943	10,094	13,170
流動資產	4,596	4,627	4,030	6,316	10,741
現金及短期投資	2,071	2,555	1,985	3,746	6,489
存貨	472	527	380	477	850
應收帳款及票據	1,358	996	1,019	1,448	2,757
其他流動資產	695	549	645	645	645
非流動資產	5,336	5,559	4,913	3,778	2,428
長期投資	153	159	166	184	204
固定資產	4,362	4,670	4,451	3,298	1,928
什項資產	820	729	296	296	296
負債總額	3,871	3,948	2,987	3,377	4,607
流動負債	2,680	2,570	1,895	2,398	3,620
應付帳款及票據	1,066	877	689	865	1,542
短期借款	83	124	25	60	23
什項負債	1,531	1,570	1,181	1,473	2,055
長期負債	1,191	1,377	1,092	979	987
長期借款	276	367	180	68	75
其他負債及準備	819	936	876	876	876
股東權益總額	6,061	6,238	5,956	6,717	8,563
普通股本	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457
保留盈餘	1,391	1,290	1,118	1,377	1,810
少數股東權益	2,023	2,269	2,151	2,653	4,066
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	15.9%	(5.9%)	(20.3%)	42.4%	89.9%
營業收益增長	25.4%	(39.7%)	(70.7%)	504.4%	192.3%
EBITDA	19.5%	(16.6%)	(27.3%)	189.7%	77.9%
稅後純益	54.0%	(48.3%)	(139.7%)		137.4%
每股盈餘成長率	54.0%	(48.3%)	(139.7%)		137.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	23.5%	19.1%	14.9%	24.8%	29.6%
營業利益率	15.5%	9.9%	3.6%	15.4%	23.8%
EBITDA Margin	24.6%	21.8%	19.9%	40.5%	37.9%
稅後純益率	5.2%	2.8%	(1.4%)	7.2%	9.0%
平均資產報酬率	4.1%	1.9%	(0.8%)	5.8%	11.2%
股東權益報酬率	9.4%	4.8%	(2.0%)	14.0%	30.5%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	5.9%	7.9%	3.4%	1.9%	1.1%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	256.2	121.1	37.8	18.1	
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	294.6	201.1	90.5	26.3	
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	14.3	12.3	21.5	15.0	103.6
流動比率 (x)	1.7	1.8	2.1	2.6	3.0
速動比率 (x)	1.5	1.6	1.9	2.4	2.7
淨負債 (NT\$百萬)	(1,712)	(2,051)	(1,763)	(3,601)	(6,374)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.55	1.32	(0.52)	3.78	8.97
每股現金盈餘 (NT\$)	8.60	11.09	4.77	14.46	16.10
每股淨值 (NT\$)	27.71	27.25	26.12	27.90	30.87
調整後每股淨值 (NT\$)	27.71	27.25	26.12	27.90	30.87
每股當收 (NT\$)	49.41	46.51	37.06	52.79	100.23
EBITDA/Share (NT\$)	12.16	10.14	7.37	21.36	38.00
每股現金股利 (NT\$)	1.80	0.50	-	2.00	6.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.79	0.67	0.56	0.81	1.26
應收帳款周轉天數	68.9	53.6	68.9	68.9	68.9
存貨周轉天數	31.3	35.1	30.2	30.2	30.2
應付帳款周轉天數	70.7	58.4	54.8	54.8	54.8
現金轉換周轉天數	29.5	30.4	44.3	44.3	44.3

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	7,198	6,776	5,399	7,690	14,602
營業成本	(5,505)	(5,484)	(4,594)	(5,782)	(10,274)
營業毛利	1,693	1,292	805	1,908	4,328
營業費用	(579)	(621)	(609)	(720)	(855)
營業利益	1,113	671	197	1,188	3,473
總營業外收入	30	47	84	224	60
利息收入	6	17	43	45	40
投資利益淨額	11	15	22	19	20
其他營業外收入	13	15	20	160	-
總營業外費用	(58)	248	2	(46)	-
利息費用	(4)	(8)	(8)	(80)	-
投資損失	-	-	-	(1)	-
其他營業外費用	(54)	256	9	35	-
稅前純益	1,085	966	283	1,366	3,533
所得稅費用 [利益]	(294)	(254)	(136)	(313)	(812)
少數股東損益	(420)	(456)	(208)	(502)	(1,413)
非常項目	-	(63)	(15)	0	-
稅後淨利	371	192	(76)	551	1,307
EBITDA	1,772	1,478	1,074	3,112	5,536
每股盈餘 (NT\$)	2.55	1.32	(0.52)	3.78	8.97

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	1,253	1,616	695	2,107	2,345
本期純益	371	192	(76)	551	1,307
折舊及攤提	659	806	878	1,924	2,063
本期運用資金變動	(219)	178	(207)	(350)	(1,005)
其他營業資產及負債變動	442	441	101	(18)	(20)
投資活動之現金流量	(1,659)	(866)	(616)	(771)	(693)
投資用短期投資出售 [新購]	-	-	(5)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(1,699)	(923)	(612)	(767)	(690)
其他資產變動	40	57	1	(4)	(4)
自由現金流	(452)	551	157	1,719	3,039
融資活動之現金流量	220	(425)	(641)	425	1,092
短期借款變動	-	-	(86)	-	-
長期借款變動	262	46	(200)	(77)	(30)
現金增資	-	(1)	-	-	-
已支付普通股股息	(488)	(610)	(421)	-	(291)
其他融資現金流	446	139	66	502	1,413
匯率影響數	(39)	147	(13)	-	-
本期產生現金流量	(227)	471	(574)	1,761	2,744

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	8.0%	9.2%	11.3%	9.4%	5.9%
= 營業利益率	15.5%	9.9%	3.6%	15.4%	23.8%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.6	0.7	0.8	0.4	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.5	1.4	1.2	2.2	5.6
營業利益率	15.5%	9.9%	3.6%	15.4%	23.8%
x 資本周轉率	1.5	1.4	1.2	2.2	5.6
x (1 - 有效現金稅率)	72.9%	73.7%	52.0%	77.1%	77.0%
= 稅後 ROIC	16.7%	10.5%	2.2%	25.7%	102.1%

資料來源：公司資料，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。