

聯亞 (3081.TW/3081 TT)

2025 年矽光產品成長動能明確

持有 · 維持

收盤價 October 23 (NT\$)	362.0
12 個月目標價 (NT\$)	340.0
前次目標價 (NT\$)	135.0
調升 (%)	151.9
下跌空間 (%)	6.1

焦點內容

- 3Q24 轉虧為盈。
- 預計 4Q24 營收持續回升，與 3Q21 接近。
- 2025 年矽光產品成長動能明確。

交易資料表

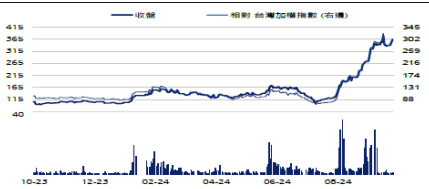
市值：(NT\$bn/US\$mn)	33.50 / 1,046
流通在外股數 (百萬股)：	92.53
外資持有股數 (百萬股)：	17.03
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.65
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	93.90 - 380.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	155.8	182.8	253.2
相對表現 (%)	153.8	163.7	209.6

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	0.09F	0.32F
2025	0.17F	1.67F	2.74F	3.92F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

聯亞舉辦法說會更新公司近況。

評論及分析

3Q24 轉虧為盈。 3Q24 營收 3.23 億元，季增 18.5%，年增 80.4%，符合管理層於 2Q24 法說會預期之 1Q24 水準(約 3.2 億元)。毛利率較 2Q24 之 14.6% 回升至 27.6%，主因高毛利率產品出貨增加，隨著公司營收持續向上，本季閒置產能損失降至約 1,270 萬元，折舊與攤銷亦降至約 9,340 萬元。營業費用因研發費用降低減少至約 8,100 萬元，匯兌損失 574 萬元影響下，每股盈餘為 0.09 元，轉虧為盈。

預計 4Q24 營收持續回升，與 3Q21 接近。 管理層預期 4Q24 營收將與 3Q21 (約 3.8 億元) 接近。並表示 2H24 中國 telecom 需求較 1H24 改善。資料中心部分，美系客戶之 800G 應用於非 AI 之一般資料中心的矽光產品預期生命週期為 2 年以上，2025 年持續成長。而用於 AI 之 1.6T 產品將於 4Q24-1Q25 進入量產，中國資料中心用的矽光產品則於 4Q24 開始出貨。營收規模持續向上後也將不需提列閒置產能損失。

2025 年矽光產品成長動能明確。 管理層預期 2025 年矽光產品以 800G 為主流，1.6T 也將逐漸放量，預期資料中心相關營收成長動能明確，晶片之檢測、切割等則委外並尋找多家供應商進行。電信產品需求逐漸復甦，但仍與過往建置高峰有所差距。手機與 Lidar 產品則持續與客戶共同開發。預期折舊與攤銷將逐年降低下，我們調整 2024-25 年營收預估至 12.9/26.4 億元，預估 2024 年每股虧損 0.36 元，2025 年每股盈餘 8.49 元。

投資建議

我們看好聯亞矽光產品成長動能明確，將本益比自 30 倍調升至 40 倍。維持「持有」評等，目標價調整至 340 元，基於 2025 年修正後每股盈餘預估與 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-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	1,873	2,381	1,056	1,288	2,635
營業毛利 (NT\$百萬)	768	759	138	258	1,238
營業利益 (NT\$百萬)	412	334	(279)	(80)	908
稅後淨利 (NT\$百萬)	338	330	(212)	(33)	786
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	(0.36)	8.49
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.50	0.50	0.50	4.00
每股盈餘成長率 (%)	(43.0)	(2.6)	(164.0)	(84.5)	0.0
本益比 (x)	97.6	100.2	N.A.	N.A.	42.6
股價淨值比 (x)	7.7	7.6	8.6	8.8	7.9
EV/EBITDA (x)	34.5	38.7	176.8	58.2	19.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.0	1.0	0.1	0.1	1.1
股東權益報酬率 (%)	7.8	7.6	(5.1)	(0.9)	19.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q24 財報與 4Q24 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	3Q24							4Q24F						
	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	323	322	0.3	18.5	80.4	326	(1.0)	368	364	1.1	13.9	24.0	359	2.5
毛利	89	68	31.0	124.2	-	70	26.5	109	104	5.1	22.8	39.1	93	17.3
營業利益	8	(22)	-	-	-	(18)	-	25	9	177.4	213.2	-	17	51.9
稅前淨利	10	(18)	-	-	-	(13)	-	30	13	120.9	200.3	-	9	242.3
稅後淨利	8	(18)	-	-	-	(11)	-	30	13	120.9	276.3	-	8	287.6
每股盈餘(元)	0.09	(0.19)	-	-	-	(0.12)	-	0.32	0.15	119.3	276.3	-	0.05	530.1
毛利率(%)	27.6	21.1	6.5 ppts	13.0 ppts	47.2 ppts	21.6	6.0 ppts	29.7	28.6	1.1 ppts	2.2 ppts	3.2 ppts	26.0	3.7 ppts
營業利益率(%)	2.5	(6.8)	9.3 ppts	19.9 ppts	85.8 ppts	(5.4)	7.9 ppts	6.9	2.5	4.4 ppts	4.4 ppts	16.3 ppts	4.7	2.2 ppts
稅後淨利率(%)	2.4	(5.5)	7.9 ppts	13.7 ppts	63.7 ppts	(3.4)	5.8 ppts	8.1	3.7	4.4 ppts	5.6 ppts	18.5 ppts	2.1	5.9 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	1,288	1,283	0.4	21.9	1,284	0.3	2,635	2,085	26.4	104.6	1,800	46.4
毛利	258	232	11.4	87.0	224	15.1	1,238	864	43.3	379.6	561	120.6
營業利益	(80)	(127)	-	-	(130)	-	908	456	99.2	-	223	306.9
稅前淨利	(49)	(93)	-	-	(94)	-	926	473	95.6	-	242	282.9
稅後淨利	(33)	(75)	-	-	(76)	-	786	410	91.8	-	213	269.7
每股盈餘(元)	(0.36)	(0.81)	-	-	(0.83)	-	8.49	4.46	90.4	-	2.49	241.7
毛利率(%)	20.1	18.1	2.0 ppts	7.0 ppts	17.5	2.6 ppts	47.0	41.4	5.6 ppts	26.9 ppts	31.2	15.8 ppts
營業利益率(%)	(6.2)	(9.9)	3.6 ppts	20.2 ppts	(10.1)	3.9 ppts	34.5	21.9	12.6 ppts	40.7 ppts	12.4	22.1 ppts
稅後淨利率(%)	(2.6)	(5.8)	3.3 ppts	17.5 ppts	(5.9)	3.3 ppts	29.8	19.6	10.2 ppts	32.4 ppts	11.8	18.0 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

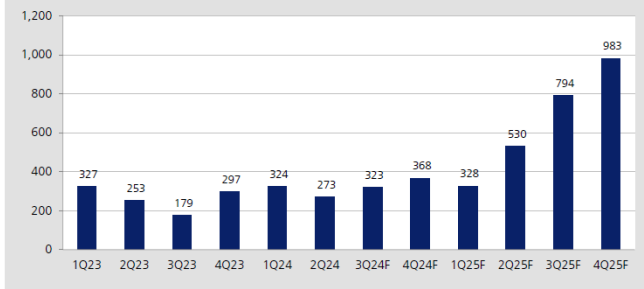
圖 3：公司概況

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，3Q24 來自 Datacom、Telecom 及 Industrial/consumer 應用分別約佔公司營收的約 50-55%、35-40%及 5-10%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

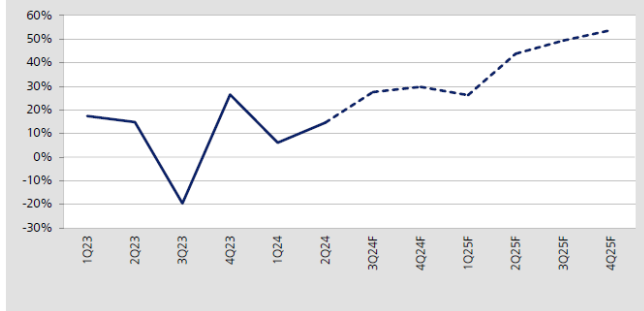
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

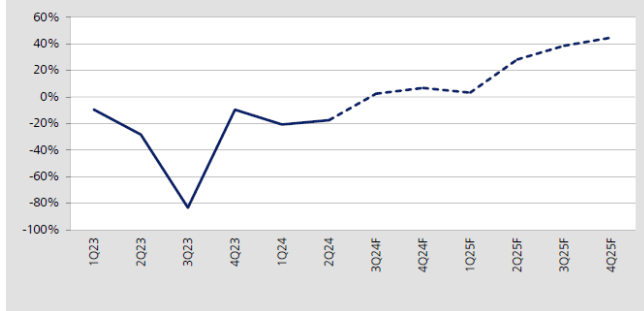
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

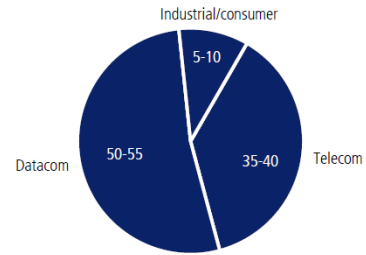
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4：3Q24 營收組成

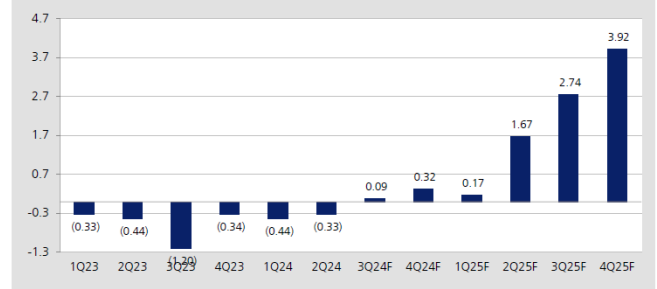
營收組成，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：每股盈利

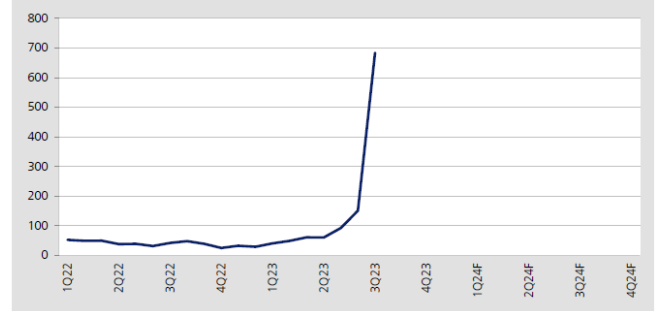
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8：本益比

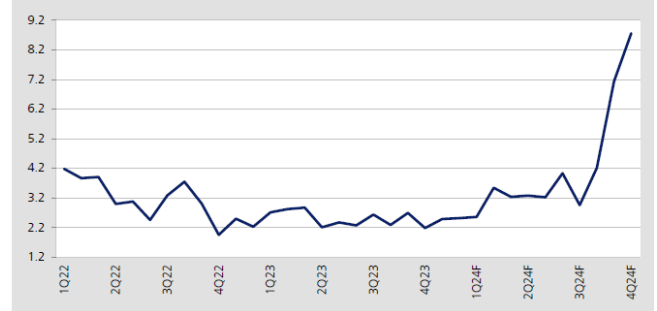
本益比，倍



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

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	324	273	323	368	328	530	794	983	1,056	1,288	2,635
營業成本	(304)	(233)	(234)	(259)	(242)	(298)	(402)	(455)	(918)	(1,029)	(1,397)
營業毛利	20	40	89	109	86	232	392	528	138	258	1,238
營業費用	(87)	(87)	(81)	(84)	(75)	(82)	(85)	(88)	(417)	(339)	(330)
營業利益	(67)	(47)	8	25	11	150	307	440	(279)	(80)	908
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	165	285	179	319	475	609	178	546	1,582
利息收入	5	7	9	2	2	2	2	2	21	23	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	1	1	1	1	1	-	1	4
總營業外收入	5	7	9	3	3	3	3	3	21	24	13
利息費用	(1)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	13	4	(5)	2	2	2	2	2	(1)	13	8
總營業外費用	12	2	(7)	1	1	1	1	1	(6)	8	4
稅前純益	(50)	(38)	10	30	15	155	311	445	(264)	(49)	926
所得稅費用[利益]	10	8	(2)	-	-	-	(58)	(82)	53	16	(140)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(40)	(31)	8	30	15	155	254	362	(212)	(33)	786
非常項目	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	(40)	(31)	8	30	15	155	254	362	(212)	(33)	786
每股盈餘 (NT\$)	(0.44)	(0.33)	0.09	0.32	0.17	1.67	2.74	3.92	(2.31)	(0.36)	8.49
獲利率 (%)											
營業毛利率	6.1	14.6	27.6	29.7	26.2	43.8	49.4	53.7	13.1	20.1	47.0
營業利益率	(20.6)	(17.4)	2.5	6.9	3.4	28.3	38.6	44.8	(26.4)	(6.2)	34.5
EBITDA Margin	12.8	20.0	51.0	77.5	54.7	60.1	59.8	61.9	16.9	42.4	60.0
稅前純益率	(15.4)	(14.1)	3.1	8.1	4.7	29.2	39.2	45.2	(25.0)	(3.8)	35.1
稅後純益率	(12.3)	(11.3)	2.4	8.1	4.7	29.2	31.9	36.9	(20.0)	(2.6)	29.8
季成長率 (%)											
營業收入	9.2	(15.9)	18.5	13.9	(10.9)	61.6	49.8	23.8			
營業毛利	(74.7)	99.7	124.2	22.8	(21.4)	169.9	68.7	34.8			
營業收益增長	138.1	(28.9)		213.2	(56.6)	1259.7	104.2	43.5			
EBITDA	(53.5)	31.0	202.8	73.2	(37.1)	77.6	49.2	28.1			
稅前純益	29.6	(23.3)		200.3	(48.4)	907.8	101.3	42.9			
稅後純益	29.6	(23.3)		276.3	(48.4)	907.8	64.1	42.9			
年成長率 (%)											
營業收入	(1.1)	7.8	80.4	24.0	1.2	94.4	145.8	167.1	(55.6)	21.9	104.6
營業毛利	(65.0)	5.8		39.1	332.2	484.2	339.7	382.7	(81.8)	87.0	379.6
營業收益	117.3	(33.5)					3676.6	1630.1	(183.5)	(71.2)	
EBITDA	(48.1)	29.4		219.3	332.1	485.6	188.4	113.3	(78.0)	206.2	189.7
稅前純益	65.7	(34.7)					3042.8	1395.2	(169.9)	(81.6)	
稅後純益	32.6	(24.9)					3109.0	1118.6	(164.2)	(84.4)	

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	4,981	5,117	4,384	4,357	5,120
流動資產	2,381	2,511	1,909	2,055	3,036
現金及短期投資	1,771	1,644	1,299	1,353	1,897
存貨	289	376	357	400	544
應收帳款及票據	297	458	230	279	574
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	575	919
流動負債	391	450	219	271	615
應付帳款及票據	89	176	56	63	85
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	302	273	163	209	530
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	3,783	4,201
普通股股本	914	919	919	919	919
保留盈餘	962	985	465	386	804
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股東資金	-	-	-	-	-

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%)	21.9%	104.6%
營業收益增長	(41.8%)	(19.0%)	(183.5%)	(71.2%)	
EBITDA	(22.7%)	(10.3%)	(78.0%)	206.2%	189.7%
稅後純益	(42.9%)	(2.4%)	(164.2%)	(84.4%)	
每股盈餘成長率	(43.0%)	(2.6%)	(164.0%)	(84.5%)	
獲利能力分析					
營業毛利率	41.0%	31.9%	13.1%	20.1%	47.0%
營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	(6.2%)	34.5%
EBITDA Margin	48.3%	34.1%	16.9%	42.4%	60.0%
稅後純益率	18.0%	13.8%	(20.0%)	(2.6%)	29.8%
平均資產報酬率	6.6%	6.5%	(4.5%)	(0.8%)	16.6%
股東權益報酬率	7.8%	7.6%	(5.1%)	(0.9%)	19.7%
穩定 / 償債能力分析					
淨負債比率 (%)	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)	(8.1)	232.4
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	95.3	260.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	243.4	133.5	46.8	95.3	260.9
流動比率 (x)	6.1	5.6	8.7	7.6	4.9
速動比率 (x)	5.3	4.7	7.1	6.1	4.1
淨負債 (NT\$百萬)	(1,771)	(1,644)	(581)	(635)	(1,178)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	(0.36)	8.49
每股現金盈餘 (NT\$)	11.23	7.01	2.62	5.50	11.28
每股淨值 (NT\$)	46.76	47.42	42.04	41.18	45.73
調整後每股淨值 (NT\$)	46.96	47.76	42.22	40.94	45.40
每股營收 (NT\$)	20.58	26.10	11.55	13.93	28.48
EBITDA/Share (NT\$)	9.94	8.89	1.95	5.91	17.09
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.50	0.50	0.50	4.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.37	0.47	0.22	0.29	0.56
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	1,288	2,635
營業成本	(1,104)	(1,622)	(918)	(1,029)	(1,397)
營業毛利	768	759	138	258	1,238
營業費用	(356)	(425)	(417)	(339)	(330)
營業利益	412	334	(279)	(80)	908
總營業外收入	7	10	21	24	13
利息收入	7	10	21	23	9
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	1	4
總營業外費用	(1)	34	(6)	8	4
利息費用	(4)	(5)	(5)	(5)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	3	39	(1)	13	8
稅前純益	418	378	(264)	(49)	926
所得稅費用[利益]	(80)	(49)	53	16	(140)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	(0)	(0)
稅後淨利	338	330	(212)	(33)	786
EBITDA	904	811	178	546	1,582
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.61	(2.31)	(0.36)	8.49

現金流量

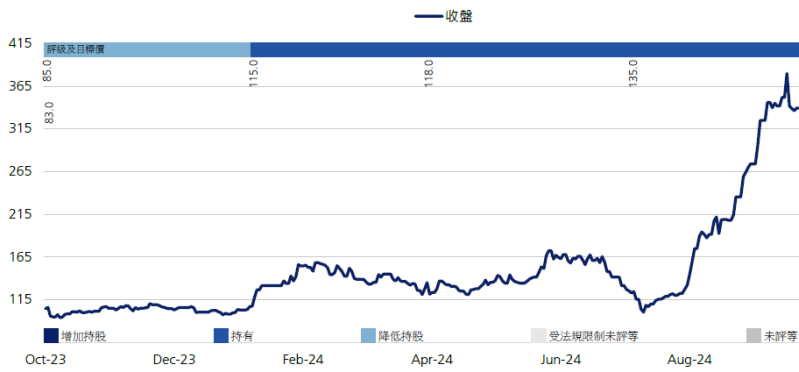
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	1,022	639	240	508	1,043
本期純益	338	330	(212)	(33)	786
折舊及攤提	492	477	457	626	673
本期運用資金變動	207	(193)	90	(85)	(416)
其他營業資產及負債變動	(15)	25	(96)	(0)	0
投資活動之現金流量	(333)	(460)	(970)	(454)	(454)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	(819)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(206)	(363)	(151)	(450)	(450)
其他資產變動	(127)	(97)	(0)	(4)	(4)
自由現金流	820	208	170	32	575
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)	0
匯率影響數	(0)	(1)	(3)	-	-
本期產生現金流量	224	(128)	(1,063)	54	543

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%	26.3%	12.5%
= 營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	(6.2%)	34.5%
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	0.6
+ 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	1.2
營業利益率	22.0%	14.0%	(26.4%)	(6.2%)	34.5%
x 資本周轉率	0.8	0.9	0.4	0.6	1.2
x (1 - 有效現金稅率)	80.8%	87.1%	80.0%	67.8%	84.9%
= 稅後 ROIC	13.4%	10.8%	(9.4%)	(2.4%)	36.4%

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
2024-07-31	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
2022-04-27	增加持股	205.0	144.0

資料來源：TEJ，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聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。