3450 TT 聯鈞

AI DC 高速傳輸需求持續成長，聯鈞與集團旗下的源傑分別受惠雷射 COSA 封裝及 100G/400G AOC 出貨，隨聯鈞持續擴充產能以因應美系客戶需求，預期 COSA 業務為 2027 年主要成長動能。考量公司中長期成長趨勢明確，給予目標價 608 元(PER40x 2027E EPS)，投資評等「買進」。

投資評等	買進
目標價位	608 元

上市/上櫃指數	48157.29
股價	520

公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	145.7
市值(百萬元)	75,760
1M 平均成交量(張數)	9,657.00
外資持股率(%)	17.03
投信持股率(%)	7.18
董監持股率(%)	7.96
自營持股率(%)	3.25
融資使用率(%)	36.91
融券使用率(%)	0.58
券資比(%)	1.58
TCRI 信用評等	4
CSR 企業總分	0

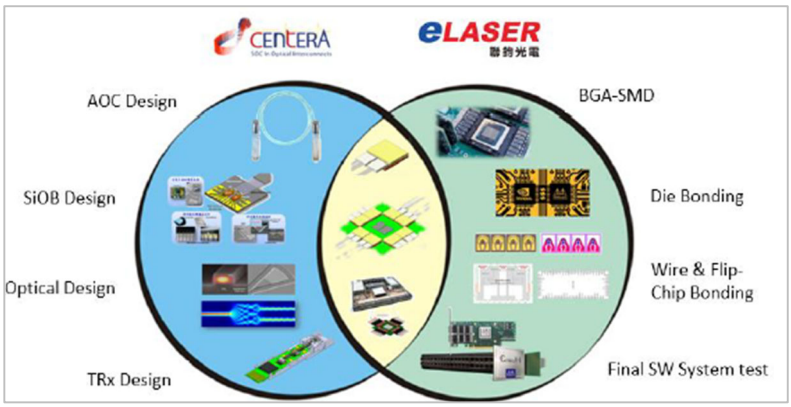
重點摘要

一、聯鈞整合源傑，從封裝量產延伸至產品設計，近期成長由源傑 AOC 帶動，聯鈞 COSA 需求也維持成長

聯鈞集團由聯鈞、捷敏-KY (6525)及源傑科技(7917)組成，聯鈞與捷敏皆以封裝測試為主要業務，其中聯鈞聚焦雷射晶片封裝，將EML、CW Laser等雷射晶片封裝為COSA光學次模組；捷敏主要從事MOSFET等功率半導體元件及功率模組封裝測試，相關元件主要用於電流開關與電力控制，終端應用以消費性電子及PC為主，近年受惠AI伺服器散熱與工業應用需求成長。

聯鈞於2022年收購源傑科技，取得光模組與AOC設計能力，由源傑負責產品設計，聯鈞負責後段量產，搭上AI高速傳輸需求趨勢。目前源傑主力產品為100G和400G AOC，供應美系CSP；聯鈞客戶以美系光模組廠為主，Coherent為其一，近期新增一家日系客戶。在美中科技競爭及供應鏈安全考量下，預期美系CSP將維持一定比例的非中系供應鏈配置，有利美系雷射及光模組供應商維持供應占比，聯鈞亦有望受惠既有客戶訂單延續。

圖一、聯鈞與源傑光傳輸業務分工

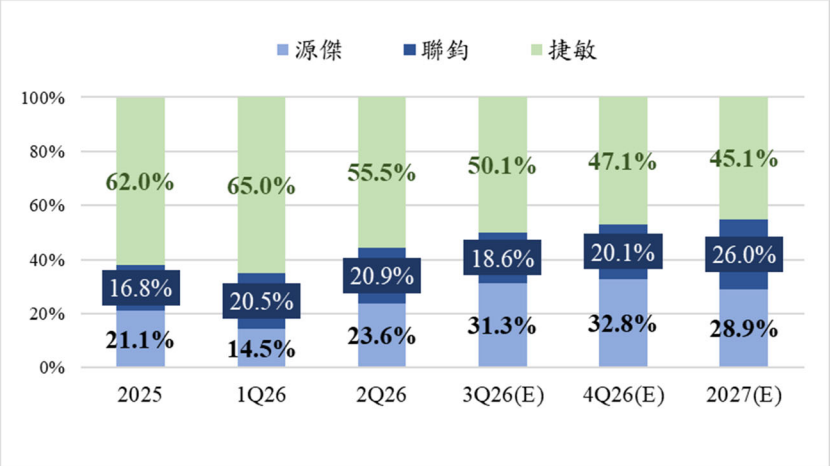


資料來源：公司法說會資料

本報告係就內部參考用，純屬參考性質，並不具備任何法律效果，其正確性不做任何承諾或保證。

聯鈞將營收分類為AI Optics及Power Semi，AI Optics涵蓋聯鈞及源傑，相關光學產品包括COSA、光模組，以及搭配CPO/NPO的可插拔外部雷射光源。Power Semi則以捷敏為代表，並為集團主要營收來源，除1Q25因源傑出貨明顯放量，使AI Optics營收占比一度超越Power Semi外，整體而言，近幾季聯鈞本體營收占集團整體營收比重約維持2成，而源傑受客戶拉貨時程影響，單季營收變動幅度相對較明顯。就毛利率而言，捷敏約27%，源傑約30%，聯鈞約35%。

圖二、聯鈞集團各事業營收占比



資料來源：公司資料、福邦投顧彙整與預估

二、2Q26 AI 資料中心需求帶動聯鈞 COSA 與源傑 AOC 出貨成長，且 2Q25 受關稅影響基期偏低，放大營收年增幅度。營收 29.77 億元，QoQ +42.6%、YoY +61%，EPS 2.09 元，QoQ +202.9%、YoY +294.3%。

2Q26受惠AI DC高速光傳輸需求成長，聯鈞雷射封裝業績及源傑AOC出貨同步增加，其中源傑AOC出貨明顯回升，為營收成長主要動能；捷敏業務亦維持成長，推升整體營收達29.77億元，QoQ +42.6%、YoY +61.0%。除本季營運改善外，2Q25源傑受美國關稅政策影響、客戶訂單縮減，營收基期偏低，亦放大本季年增幅度。

隨聯鈞雷射封裝及捷敏業務成長、產品組合改善，2Q26毛利率回升至31.5%，較1Q26提升6.7個百分點，並於連續三季低於30%後重返三成以上；在營收規模擴大及毛利率改善下，EPS升至2.09元，QoQ +202.9%、YoY +294.3%，優於市場預期。

本報告係就內部參考用，純屬參考性質，並不具備任何法律效果，其正確性不做任何承諾或保證。

三、3Q26 聯鈞 COSA 產能持續擴充、源傑 AOC 出貨維持高檔，研究員預估營收 36.4 億元，QoQ +22.3%、YoY +96.1%，EPS 2.62 元，QoQ +25.2%、YoY +330.8%。

聯鈞AI Optics需求持續成長，其中COSA成長能見度最高，隨新購設備逐月進場，帶動雷射封裝產能提升；源傑AOC產能利用率亦持續爬升，使出貨維持高檔。研究員預估3Q26營收36.4億元，QoQ +22.3%、YoY +96.1%。隨AI Optics營收規模擴大及產品組合改善，預估毛利率32%，較2Q26提升0.5個百分點，EPS 2.62元，QoQ +25.2%、YoY +330.8%。

四、AI 高速傳輸需求為聯鈞 2026、2027 年成長動能來源。研究員預估 2026 年營收約 127.08 億元，YoY +48%，EPS 8.4 元，YoY +67.7%；2027 年 COSA 擴產推升聯鈞營運持續成長，預估 2027 年營收約 178.7 億元，YoY +40.6%，EPS 15.2 元，YoY +80.7%。

AI高速傳輸需求為聯鈞2026、2027年成長動能來源。2026年聯鈞集團營收成長來自三大事業同步改善，其中Power Semi維持穩定成長，源傑受惠AOC需求回溫、出貨明顯增加，聯鈞則因應客戶雷射封裝需求持續擴充COSA產能，帶動AI Optics營收規模提升。研究員預估三大事業營收分別為捷敏67.17億、源傑34.56億，聯鈞及其他為25.35億。

展望2027年，研究員預期聯鈞將成為集團營收成長主要動能。美系客戶Coherent的資料中心業務成長動能仍強，根據外資預估，Coherent FY27展望維持正向，營收預估YoY +50%，EPS YoY+69%，反映高速光模組與雷射元件需求延續，將帶動聯鈞COSA封裝需求成長。源傑方面，預期100G、400G AOC持續出貨，800G產品則視客戶驗證進度而定，若順利導入，將提供額外成長動能；捷敏Power Semi則預期維持穩定貢獻。研究員預估三大事業營收分別為捷敏79.7億，源傑51億，聯鈞及其他為48億。

聯鈞近年資本支出持續增加，由2024年的2.6億元提升至2025年的11億元，2026年將再增至16億元，隨新購設備陸續進場，預期可因應2027年美系客戶需求。

研究員預估2026年營收約127.08億元，YoY +48%，EPS 8.4元；

本報告係就內部參考用，純屬參考性質，並不具備任何法律效果，其正確性不做任何承諾或保證。

2027年營收178.7億元，YoY +41%，EPS 15.2元。適用CPO/NPO的可插拔外部雷射光源仍處試產及導入階段，預期2028年後才有較明顯的營收貢獻。

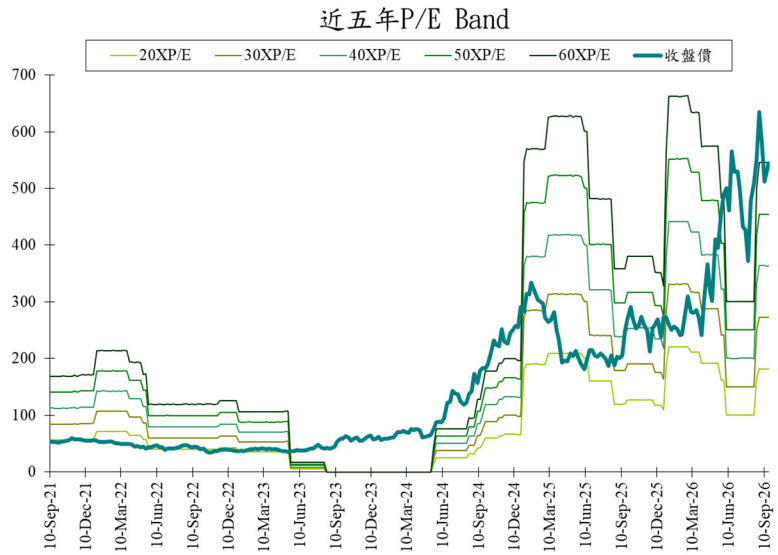
五、評等為「買進」的理由

1. AI DC 高速傳輸需求持續成長，聯鈞集團旗下聯鈞與源傑分別受惠雷射 COSA 封裝及 100G、400G AOC。2026 年源傑受惠客戶拉貨回升而營收成長幅度較大，預期 2027 年聯鈞 COSA 業務為主要成長動能，將隨主要客戶 Coherent 持續成長。聯鈞於 2024~2026 年連續三年增加資本支出擴充產能，以因應需求。

2. 聯鈞 2027 年營收成長幅度與 Coherent 相近，EPS 年增幅度則較高。參考 Coherent 近期本益比約 30~50 倍，考量聯鈞營運規模較小及客戶集中度較高，研究員給予聯鈞 35~40 倍本益比，以 2027 年預估 EPS 15.2 元計算，對應合理股價約 532～608 元，建議「買進」。

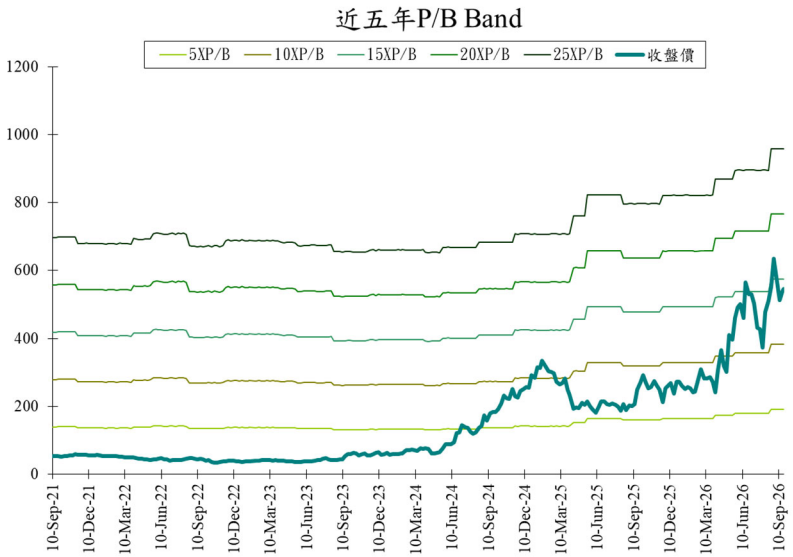
本報告係就內部參考用，純屬參考性質，並不具備任何法律效果，其正確性不做任何承諾或保證。

圖三、聯鈞近五年 PER 區間



資料來源：CMoney；福邦投顧整理

圖四、聯鈞近五年PBR區間



資料來源：CMoney；福邦投顧整理

本報告係就內部參考用，純屬參考性質，並不具備任何法律效果，其正確性不做任何承諾或保證。

分季損益表

單位：新台幣(百萬)

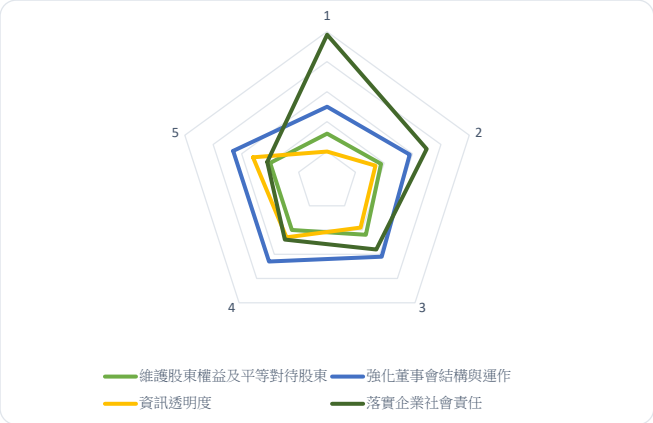
	2025	1Q26	2Q26	3Q26(f)	4Q26(f)	2026(f)	1Q27(f)	2Q27(f)	3Q27(f)	4Q27(f)	2027(f)
營業收入淨額	**8,585**	**2,087**	**2,977**	**3,640**	**4,004**	**12,708**	**3,857**	**4,246**	**4,741**	**5,026**	**17,870**
營業成本	6,029	1,569	2,038	2,475	2,683	8,765	2,623	2,866	3,191	3,317	11,997
營業毛利	**2,556**	**518**	**939**	**1,165**	**1,321**	**3,943**	**1,234**	**1,380**	**1,550**	**1,709**	**5,873**
營業費用											
推銷費用	120	33	44	53	56	186	56	58	61	63	238
管理費用	558	138	164	214	223	739	220	225	232	236	913
研究發展費用	282	80	92	137	146	454	148	154	161	166	629
預期信用減損損益	(7)	1	8	3	3	14	3	3	3	3	12
營業費用合計	**953**	**252**	**307**	**407**	**428**	**1,393**	**427**	**440**	**457**	**468**	**1,792**
非常項目淨額	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
營業淨利(損)	**1,602**	**266**	**631**	**758**	**894**	**2,549**	**807**	**940**	**1,093**	**1,241**	**4,081**
營業外收支											
利息收入	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
利息支出	22	7	8	0	0	0	0	0	0	0	0
投資損益淨額	87	-0	29	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收支淨額	(4)	46	7	31	34	131	31	34	32	35	132
營業外收支淨額合計	**62**	**39**	**28**	**18**	**22**	**107**	**20**	**18**	**21**	**19**	**78**
稅前淨利	**1,664**	**305**	**659**	**776**	**916**	**2,656**	**827**	**958**	**1,114**	**1,260**	**4,159**
所得稅費用(利益)	431	126	159	155	183	531	165	192	223	252	832
非控制權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後淨利	**1,233**	**100**	**305**	**383**	**440**	**1,228**	**450**	**529**	**615**	**695**	**2,289**
發行股數（百萬股）	146	146	146	146	146	146	146	146	151	151	151
每股盈餘(元)	**5.01**	**0.69**	**2.09**	**2.62**	**3.01**	**8.41**	**3.08**	**3.62**	**4.07**	**4.61**	**15.2**
季成長分析 (QoQ,%)											
營收成長率		-1.7	42.6	22.3	10.0		-3.7	10.1	11.7	6.0	
營業毛利成長率		-8.5	81.4	24.1	13.4		-6.6	11.8	12.3	10.2	
營業利益成長率		-19.7	137.4	20.0	17.9		-9.7	16.5	16.3	13.5	
稅前淨利成長率		-35.7	116.0	17.7	18.0		-9.7	15.9	16.3	13.1	
稅後淨利成長率		-55.0	204.0	25.4	14.8		2.3	17.6	16.3	13.1	
年成長分析 (YoY,%)											
營收成長率	13.4	-24.3	61.0	96.1	88.7	48.0	84.8	42.6	30.2	25.5	40.6
營業毛利成長率	24.0	-48.1	64.8	175.6	133.4	54.3	138.4	47.0	33.1	29.3	49.0
營業利益成長率	35.9	-59.9	53.3	289.1	169.7	59.1	203.4	48.9	44.2	38.8	60.1
稅前淨利成長率	27.7	-56.5	217.9	176.3	93.0	59.6	171.0	45.3	43.6	37.6	56.6
稅後淨利成長率	31.1	-70.5	295.4	330.8	97.0	52.8	348.2	73.3	60.7	58.2	86.4
獲利分析 (%)											
營業毛利率	29.8	24.8	31.5	32.0	33.0	31.0	32.0	32.5	32.7	34.0	32.9
營業利益率	18.7	12.7	21.2	20.8	22.3	20.1	20.9	22.1	23.1	24.7	22.8
稅前淨利率	19.4	14.6	22.2	21.3	22.9	20.9	21.4	22.6	23.5	25.1	23.3
稅後淨利率	14.4	4.8	10.3	10.5	11.0	9.7	11.7	12.5	13.0	13.8	12.8
實質所得稅率	25.9	41.2	24.1	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0

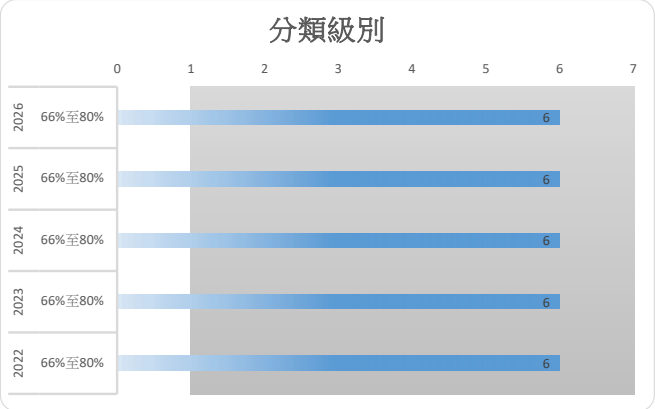
資料來源:Cmoney，福邦投顧整理

本報告係就內部參考用，純屬參考性質，並不具備任何法律效果，其正確性不做任何承諾或保證。

公司治理評鑑

分類級別 1	分類級別 2	分類級別 3	分類級別 4	分類級別 5	分類級別 6	分類級別 7
前 5%	6%至 20%	21%至 35%	36%至 50%	51%至 65%	66%至 80%	81%至 100%





資料來源：CMoney

說明：

一、依受評公司產業別及年底市值，將受評公司區分為「金融保險類」、「市值 100 億元以上之電子類」及「市值 100 億元以上之非金融電子類」等分組。

二、本指數按維護股東權益及平等對待股東、強化董事會結構與運作、提升資訊透明度及推動永續發展等四大類別設計評鑑指標，並按公司優異表現與特殊狀況設計額外加、減分。

三、本評鑑係依據所建立之評鑑資訊範圍及評鑑指標，並善盡相當之注意義務以確認各評鑑指標之執行及資訊透明，惟受限於運作方式及委託暨執行單位之權限，並參考國際同質性評鑑之慣例，本評鑑並未實地查核驗證各評鑑指標內容之正確性，亦無法偵察上市櫃公司之虛偽不實與詐欺等行為。

本報告係就內部參考用，純屬參考性質，並不具備任何法律效果，其正確性不做任何承諾或保證。

福邦投顧投資評等

強力買進：未來六個月預期報酬率+30%以上

買　　進：未來六個月預期報酬率+15~30%

中　　立：未來六個月預期報酬率+/-15%區間

賣　　出：未來六個月預期報酬率-15%以上

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，主要針對內部使用，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標，財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。福邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

本報告係就內部參考用，純屬參考性質，並不具備任何法律效果，其正確性不做任何承諾或保證。