



為升

(2231.TW/2231 TT)

持有 · 維持

收盤價 May 30 (NT\$)	175.5
12 個月目標價 (NT\$)	172.0
前次目標價 (NT\$)	163.0
調升 (%)	5.5
下跌空間 (%)	2.0

焦點內容

為升對 2023 年展望持審慎樂觀看法，表示 ADAS 感測器與子公司營收動能強勁。據公司表示，成像雷達發展如期。我們微幅上修 2023-24 年 EPS 預估至 6.16 元與 7.83 元。維持「持有」評等。

交易資料表

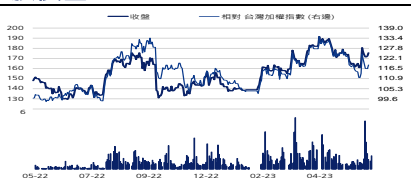
市值：(NT\$bn/US\$mn)	23.54 / 769
流通在外股數 (百萬股)：	134.1
外資持有股數 (百萬股)：	10.84
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.06
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	129.5 - 191.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	11.1	22.7	18.6
相對表現 (%)	3.9	11	18.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.32A	0.88A	1.26A	1.24A
2023	1.25A	1.52F	1.60F	1.79F
2024	1.73F	1.91F	1.97F	2.23F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

梁姿嫻, CFA
886.2.2181.8728
jenliang@kgi.com

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

ADAS 感測器與子公司為 2023 年主要營收動能

重要訊息

為升召開法說會。

評論及分析

1Q23 EPS 1.25 元，季增 1%，但年減 5%。1Q23 營收季增 7%、年增 25% 至 12.4 億元，其中開關件、安全件及系統 (ADAS 感測器與 TPMS)、通訊監控設備及工程 (主要為至鴻及立承) 分別佔 15%、45%及 29%。受惠中國毫米波雷達出貨與台灣安裝環境改善，ADAS 感測器與設備及工程營收呈現季增與年增，惟因美國售後市場 (AM) 存貨修正持續，TPMS 與開關件營收呈現季減與年減。1Q23 毛利率季減 7.3 個百分點至 41.4%，反映 1Q23 較低毛利率之通訊監控設備及工程營收佔比攀升。

ADAS 感測器與子公司為 2023 年主要營收動能。為升 4 月營收月減 18%，但年增 47%至 3.78 億元。管理層表示係因專案業務認列營收下滑。公司對 2023 年成長展望持審慎樂觀看法，預期：(1) TPMS 與開關件業務將於存貨修正後重拾動能；(2) 基於出貨時程與更多潛在專案取得，通訊監控設備及工程營收動能維持強勁；(3) 在法規及更多車款滲透推升需求下，毫米波雷達出貨量上升 (主要為中國)。我們預估 2Q23 營收預估季持平於 12.4 億元，並預期 2H23 營收動能將更強勁，較上半年成長 13%。

成像雷達如期發展；我們上修 2023-24 年 EPS 預估至 6.16 元與 7.83 元。公司樂觀看待成像雷達，係因其為功能強大之 4D 感測器，可透過較光達更低的價格達成 Level 3 自動駕駛的自動緊急煞車功能 (AEB)。因自有開發如期進行，公司表示數家車廠正在測試成像雷達樣品，並展望該產品於未來幾年發酵。此外，公司已贏得一美系 OEM 之生命訊號偵測專案，將於 2024 年開始出貨。我們預估 2023-24 年營收將分別成長 33% 與 23% 至 52.8 億元與 64.8 億元。由於費用管控審慎，利潤率優於預期，我們將 2023-24 年 EPS 預估分別上修至 6.16 元與 7.83 元，分別年增 31% 與 27%。

投資建議

我們將 12 個月目標價從 163 元調升至 172 元，係基於 2024 年預估 EPS 的 22 倍計算而得。維持「持有」評等。

投資風險

專案執行、景氣走緩。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	3,340	4,080	3,958	5,281	6,482
營業毛利 (NT\$百萬)	1,272	1,671	1,644	2,199	2,675
營業利益 (NT\$百萬)	386	593	453	942	1,305
稅後淨利 (NT\$百萬)	245	516	630	827	1,050
每股盈餘 (NT\$)	2.03	4.23	4.70	6.16	7.83
每股現金股利 (NT\$)	1.20	1.00	2.30	6.00	6.00
每股盈餘成長率 (%)	(74.6)	108.5	11.0	31.3	27.0
本益比 (x)	86.5	41.5	37.4	28.5	22.4
股價淨值比 (x)	7.0	6.1	5.7	5.7	5.4
EV/EBITDA (x)	42.2	33.5	40.5	21.6	16.8
淨負債比率 (%)	44.6	26.5	19.1	30.8	40.1
殖利率 (%)	0.7	0.6	1.3	3.4	3.4
股東權益報酬率 (%)	6.8	15.7	16.5	20.1	24.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：1Q23 財報與 2Q23 財測調整

百萬元	1Q23					2Q23F				
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ(%)	YoY(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ(%)	YoY(%)
營收	1,242	1,145	8.5	6.5	25.4	1,240	1,211	2.4	(0.2)	47.3
毛利	515	465	10.6	(9.4)	28.0	522	496	5.1	1.4	54.7
營業利益	210	137	53.5	(27.3)	112.9	215	159	35.0	2.7	305.9
稅後淨利	168	145	16.0	1.3	(4.8)	204	164	24.2	21.3	72.4
每股盈餘 (元)	1.25	1.08	16.0	1.2	(4.8)	1.52	1.22	24.2	21.3	72.4
毛利率 (%)	41.4	40.6	0.8 ppts	(7.3) ppts	0.9 ppts	42.1	41.0	1.1 ppts	0.6 ppts	2.0
營利率 (%)	16.9	11.9	4.9 ppts	(7.8) ppts	6.9 ppts	17.4	13.2	4.2 ppts	0.5 ppts	11.1
淨利率 (%)	13.5	12.6	0.9 ppts	(0.7) ppts	(4.3) ppts	16.4	13.5	2.9 ppts	2.9 ppts	2.4

資料來源：凱基預估

圖 2：2023-24 年財測調整

百萬元	2023F				2024F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	5,281	5,184	1.9	33.4	6,482	6,466	0.2	22.7
毛利	2,199	2,131	3.2	33.8	2,675	2,633	1.6	21.7
營業利益	942	760	23.9	108.1	1,305	1,143	14.2	38.6
稅後淨利	827	758	9.0	31.3	1,050	994	5.7	27.0
每股盈餘 (元)	6.16	5.66	9.0	31.3	7.83	7.41	5.7	27.0
毛利率 (%)	41.6	41.1	0.5 ppts	0.1 ppts	41.3	40.7	0.6 ppts	(0.4) ppts
營利率 (%)	17.8	14.7	3.2 ppts	6.4 ppts	20.1	17.7	2.5 ppts	2.3 ppts
淨利率 (%)	15.7	14.6	1.0 ppts	(0.3) ppts	16.2	15.4	0.8 ppts	0.5 ppts

資料來源：凱基預估

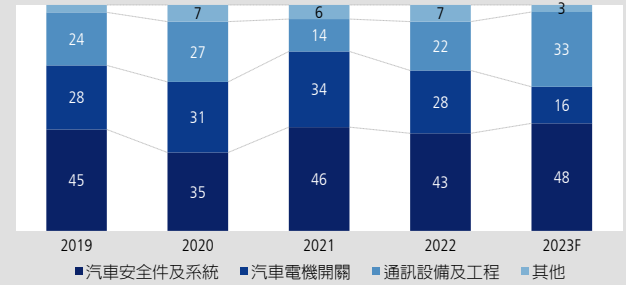
圖 3：公司簡介

1979 年成立的為升是台灣製造胎壓偵測系統 (Tire Pressure Monitoring System; TPMS) 的業界龍頭，2016 年切入汽車雷達市場。汽車電機開關於 1Q23 占比 15%，而汽車安全件及系統（包括 TPMS 與毫米波雷達）佔比達 45%。通訊設備及工程貢獻 1Q23 營收 29%，主要透過子公司至鴻與立承營運。為升在台灣彰化與中國上海設有生產基地。

資料來源：凱基

圖 4：多項成長動能

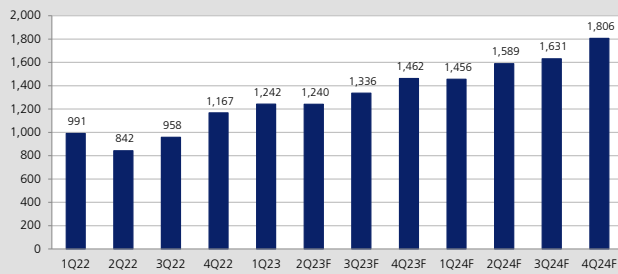
各業務營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 5：季營業收入

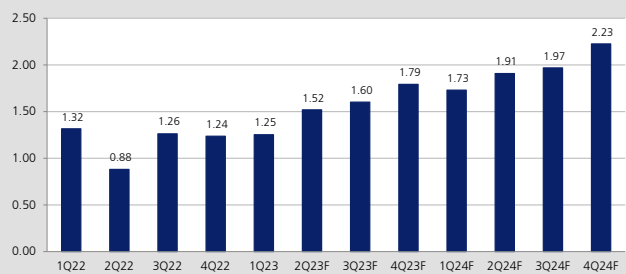
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

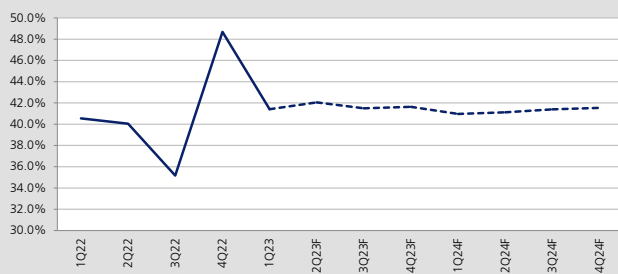
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

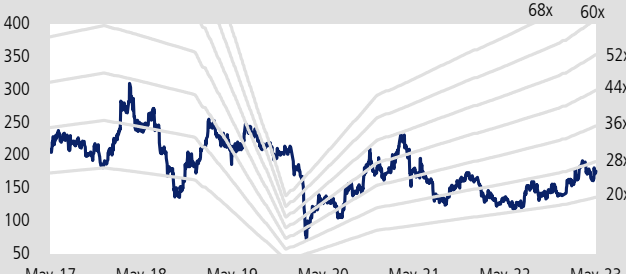
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估本益比區間

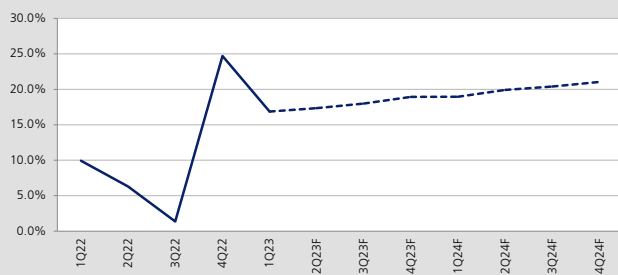
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



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：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,242	1,240	1,336	1,462	1,456	1,589	1,631	1,806	3,958	5,281	6,482
營業成本	(728)	(719)	(782)	(853)	(859)	(936)	(956)	(1,056)	(2,314)	(3,082)	(3,806)
營業毛利	515	522	554	609	596	654	675	750	1,644	2,199	2,675
營業費用	(305)	(306)	(314)	(332)	(320)	(337)	(342)	(370)	(1,191)	(1,257)	(1,370)
營業利益	210	215	240	277	276	317	333	380	453	942	1,305
折舊	(55)	(84)	(84)	(112)	(94)	(94)	(94)	(94)	(200)	(336)	(377)
攤提	(15)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(62)	(63)	(63)
EBITDA	280	315	340	405	386	427	443	490	715	1,340	1,746
利息收入	5	5	5	5	5	5	5	5	20	18	18
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	6	10	10	10	10	10	10	10	40	36	40
總營業外收入	10	15	15	15	15	15	15	15	59	54	58
利息費用	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(41)	(52)	(52)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(14)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	163	(44)	(40)
總營業外費用	(26)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	122	(95)	(92)
稅前純益	193	207	232	268	267	308	324	372	635	900	1,271
所得稅費用[利益]	(59)	(33)	(37)	(43)	(45)	(52)	(55)	(63)	(166)	(172)	(216)
少數股東損益	34	30	20	15	10	-	(5)	(10)	162	99	(5)
非常項目前稅後純益	168	204	215	240	232	256	264	298	630	827	1,050
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	168	204	215	240	232	256	264	298	630	827	1,050
每股盈餘 (NT\$)	1.25	1.52	1.60	1.79	1.73	1.91	1.97	2.23	4.70	6.16	7.83
獲利率 (%)											
營業毛利率	41.4	42.1	41.5	41.6	41.0	41.1	41.4	41.5	41.5	41.6	41.3
營業利益率	16.9	17.4	18.0	18.9	19.0	19.9	20.4	21.0	11.4	17.8	20.1
EBITDA Margin	22.6	25.4	25.4	27.7	26.5	26.9	27.1	27.1	18.1	25.4	26.9
稅前純益率	15.6	16.7	17.4	18.4	18.4	19.4	19.9	20.6	16.0	17.0	19.6
稅後純益率	13.5	16.4	16.1	16.4	15.9	16.1	16.2	16.5	15.9	15.7	16.2
季成長率 (%)											
營業收入	6.5	(0.2)	7.7	9.5	(0.4)	9.2	2.6	10.8			
營業毛利	(9.4)	1.4	6.3	9.8	(2.1)	9.6	3.3	11.1			
營業收益增長	(27.3)	2.7	11.7	15.2	(0.3)	14.7	5.0	14.3			
EBITDA	(21.4)	12.4	8.0	19.2	(4.8)	10.5	3.7	10.7			
稅前純益	(18.3)	7.0	12.1	15.7	(0.3)	15.2	5.2	14.6			
稅後純益	1.3	21.3	5.4	12.0	(3.5)	10.2	3.2	13.0			
年成長率 (%)											
營業收入	25.4	47.3	39.5	25.3	17.2	28.1	22.1	23.5	(3.0)	33.4	22.7
營業毛利	28.0	54.7	64.5	7.2	15.9	25.3	21.8	23.3	(1.6)	33.8	21.7
營業收益	112.9	305.9	1750.6	(4.0)	31.7	47.1	38.4	37.3	(23.6)	108.1	38.6
EBITDA	68.6	174.5	338.8	13.7	37.8	35.5	30.2	20.9	(13.7)	87.5	30.2
稅前純益	16.3	107.6	75.1	13.4	38.4	49.1	39.8	38.5	8.9	41.8	41.3
稅後純益	(4.8)	72.4	26.8	45.0	38.2	25.6	23.0	24.1	22.1	31.3	27.0

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	7,528	9,566	9,723	10,921	12,219
流動資產	4,703	6,160	5,589	6,647	7,899
現金及短期投資	1,194	2,301	2,165	2,196	2,513
存貨	997	1,356	1,421	1,893	2,332
應收帳款及票據	1,411	1,757	1,663	2,219	2,716
其他流動資產	1,101	746	339	339	339
非流動資產	2,825	3,406	4,134	4,275	4,320
長期投資	298	295	295	295	295
固定資產	1,657	1,875	2,101	2,241	2,287
什項資產	871	1,236	1,739	1,739	1,739
負債總額	3,959	4,905	4,556	5,831	6,879
流動負債	2,741	3,760	2,397	3,495	3,712
應付帳款及票據	649	662	513	683	841
短期借款	1,600	2,419	1,045	1,477	1,536
什項負債	491	679	839	1,336	1,336
長期負債	1,219	1,145	2,159	2,336	3,166
長期借款	1,184	1,116	2,108	2,285	3,116
其他負債及準備	26	25	30	30	30
股東權益總額	3,569	4,661	5,167	5,090	5,341
普通股本	1,219	1,219	1,341	1,341	1,341
保留盈餘	458	837	1,165	1,187	1,433
少數股東權益	512	1,135	1,072	973	978
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(18.4%)	22.2%	(3.0%)	33.4%	22.7%
營業收益增長	(67.2%)	53.4%	(23.6%)	108.1%	38.6%
EBITDA	(57.8%)	44.4%	(13.7%)	87.5%	30.2%
稅後純益	(75.0%)	111.0%	22.1%	31.3%	27.0%
每股盈餘成長率	(74.6%)	108.5%	11.0%	31.3%	27.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	38.1%	41.0%	41.5%	41.6%	41.3%
營業利率	11.6%	14.5%	11.4%	17.8%	20.1%
EBITDA Margin	17.2%	20.3%	18.1%	25.4%	26.9%
稅後純益率	7.3%	12.6%	15.9%	15.7%	16.2%
平均資產報酬率	3.3%	6.0%	6.5%	8.0%	9.1%
股東權益報酬率	6.8%	15.7%	16.5%	20.1%	24.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	78.0%	75.8%	61.0%	73.9%	87.1%
淨負債比率	44.6%	26.5%	19.1%	30.8%	40.1%
利息保障倍數 (x)	13.0	19.2	16.5	18.4	25.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	10.4	22.9	28.2	7.1	13.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.2	0.3	1.1	0.2	0.4
流動比率 (x)	1.7	1.6	2.3	1.9	2.1
速動比率 (x)	1.4	1.3	1.7	1.4	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	1,591	1,234	989	1,568	2,140
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.03	4.23	4.70	6.16	7.83
每股現金盈餘 (NT\$)	2.11	6.02	8.61	2.74	5.32
每股淨值 (NT\$)	25.07	28.92	30.54	30.70	32.53
調整後每股淨值 (NT\$)	25.37	28.92	30.54	30.70	32.53
每股營收 (NT\$)	27.73	33.47	29.51	39.38	48.33
EBITDA/Share (NT\$)	4.76	6.80	5.33	10.00	13.02
每股現金股利 (NT\$)	1.20	1.00	2.30	6.00	6.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.45	0.48	0.41	0.51	0.56
應收帳款周轉天數	154.6	157.1	153.4	153.4	153.4
存貨周轉天數	176.4	205.5	224.2	224.2	224.2
應付帳款周轉天數	114.9	100.3	80.9	80.9	80.9
現金轉換周轉天數	216.2	262.3	296.7	296.7	296.7

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	3,340	4,080	3,958	5,281	6,482
營業成本	(2,068)	(2,409)	(2,314)	(3,082)	(3,806)
營業毛利	1,272	1,671	1,644	2,199	2,675
營業費用	(886)	(1,078)	(1,191)	(1,257)	(1,370)
營業利益	386	593	453	942	1,305
總營業外收入	31	46	59	54	58
利息收入	9	4	20	18	18
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	22	42	40	36	40
總營業外費用	(125)	(56)	122	(95)	(92)
利息費用	(24)	(32)	(41)	(52)	(52)
投資損失	(9)	(4)	-	-	-
其他營業外費用	(91)	(20)	163	(44)	(40)
稅前純益	293	583	635	900	1,271
所得稅費用[利益]	(42)	(95)	(166)	(172)	(216)
少數股東損益	(6)	28	162	99	(5)
非常項目	-	0	(0)	(0)	-
稅後淨利	245	516	630	827	1,050
EBITDA	574	829	715	1,340	1,746
每股盈餘 (NT\$)	2.03	4.23	4.70	6.16	7.83

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	255	734	1,155	368	713
本期純益	245	516	630	827	1,050
折舊及攤提	187	236	262	399	440
本期運用資金變動	103	(667)	(221)	(857)	(778)
其他營業資產及負債變動	(280)	650	484	-	0
投資活動之現金流量	(286)	(731)	(884)	(539)	(486)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(241)	(583)	(369)	(476)	(423)
其他資產變動	(45)	(148)	(515)	(63)	(63)
自由現金流	354	(562)	(56)	(236)	260
融資活動之現金流量	(172)	1,099	(427)	201	90
短期借款變動	(16)	693	(1,514)	-	-
長期借款變動	1,080	48	1,170	609	889
現金增資	39	517	59	-	-
已支付普通股股息	(836)	(147)	(122)	(308)	(805)
其他融資現金流	(8)	(12)	(19)	(99)	5
匯率影響數	6	5	19		
本期產生現金流量	(197)	1,107	(137)	30	317

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	26.5%	26.4%	30.1%	23.8%	21.1%
- 銷售費用/營業收入					
= 營業利益率	11.6%	14.5%	11.4%	17.8%	20.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
= 資本周轉率	0.8	0.9	0.8	1.0	1.0
營業利率	11.6%	14.5%	11.4%	17.8%	20.1%
x 資本周轉率	0.8	0.9	0.8	1.0	1.0
x (1 - 有效現金稅率)	85.5%	83.7%	73.8%	80.8%	83.0%
= 稅後 ROIC	7.8%	10.7%	6.8%	14.1%	17.4%

資料來源：公司資料，凱基

為升 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-02-21	持有	163.0	162.0
2022-10-20	增加持股	163.0	139.5
2022-04-22	持有	163.0	144.0
2021-08-12	持有	174.0	175.0
2021-07-02	持有	219.0	193.5
2021-05-05	增加持股	303.0	219.0
2021-04-21	增加持股	296.0	252.0
2021-03-29	增加持股	296.0	238.5
2021-03-02	增加持股	296.0	215.5
2021-01-07	增加持股	208.0	219.0

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)	凱基證券集團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）為開發金控集團之成員。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，過後若有變更時，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。