

電子 - 電子零組件

康舒(6282.TT)

康舒將躍升為電源方案供應商，搶攻北美電信與全球伺服器市場

研究部給予康舒(6282)買進投資評等，係因 1) 2023 年康舒持續擴展市場，同時在 NB、伺服器與電動車新客戶加入下，預期 2023 年營收仍有機會雙位數成長，2) ABB Power 預期將於 2H23 併表，獲利將顯著提升，3) 合併綜效將逐步顯現，有利長期營運動能提升。考量 ABB Power 財務表現優於國內同業，同時與康舒市場與工廠呈現互補效果，預期將帶來合併綜效，有利長期營運動能，而康舒也從過往電源零組件廠躍升為一條龍電源解決方案商，且拿到進入北美市場門票，可享較高評價，給予目標價 48 元 (PER 16X 2024 EPS)，建議買進。

1. 4Q22 營收低預期，匯損與拆遷費用影響，EPS -0.12 元：

康舒(6282) 4Q22 營收 58.1 億，-13.8% QoQ，低於預期，係因電動車訂單有所遞延與消費性電子需求疲軟，不過預期在毛利率維持下，營業利益仍可維持成長，然受匯兌損失與一次性淡水舊廠拆除影響，預期造成業外損失約 2 億元，研究部預估康舒 4Q22 稅後淨損 6,177 萬元，由盈轉虧，EPS -0.12 元。

2. 消費性電子疲軟，NB/Server 拉貨遞延，1Q23 將呈衰退：

展望 1Q23，受到消費性電子需求疲軟與 NB 客戶拉貨遞延，此外在伺服器產品也有所遞延，不過所幸在 4Q22 電動車訂單遞延至 1Q23 挹注下，研究部預估康舒 1Q23 營收 56.4 億元，-3% QoQ/-8.1% YoY，同時在匯率持續不利影響下，預期業外損失 8,000 萬元，因 4Q22 業外負面影響程度較大，研究部預估康舒 1Q23 稅後淨利 1,734 萬元，較上季由虧轉盈，EPS 0.03 元。

3. 新客戶挹注，2H23 ABB Power 併表，獲利將顯著提升

展望 2023 年，預期康舒三大產品線將持續成長，主要受惠 NB、伺服器與電動車新客戶，同時無 2022 年缺料問題，全年挑戰雙位數成長，此外預期 ABB Power 最快於 3Q23 併表，獲利將顯著提升，研究部預估現增張數 17.5 萬張(情境二)，同時在 CB 全數轉換下預估股本膨脹 60.7%，預估合併後 23/24 營收 319 億元/438 億元，+26% YoY/+37% YoY，稅後淨利 9.3 億元/25 億元，+34.4% YoY/+170.2% YoY，1.1 元/3 元(情境二，以股本 83 億元計算)。

獲利及評價資訊

(百萬元/元)	稅後淨利	每股盈餘	每股淨值	現金股利	P/E(x)	P/B(x)	ROE(%)	殖利率(%)
2020	1,313	2.54	19.3	1.2	11.4	1.50	13.7	4.1
2021	602	1.17	19.1	1.0	31.3	1.91	6.1	2.7
2022F	688	1.31	20.9	0.4	29.3	1.84	6.3	1.2
2023F	924	1.11	16.9	0.5	21.8	0.72	6.3	1.3

註：2023 年 EPS 與淨值係以股本 83 億元計算。



買進(初次評等)

目標價	NT\$48
收盤價	NT\$37.85
潛在漲跌幅	+26.8%
台灣加權指數	15392.82

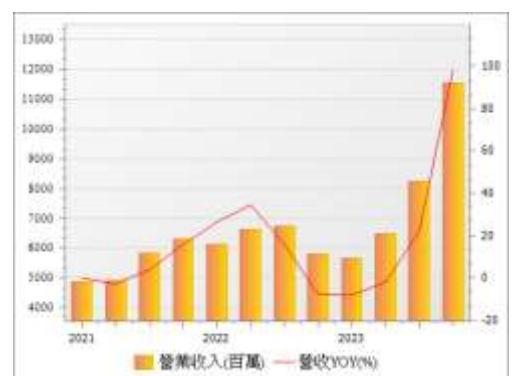
市值(億)	201.8
股本(億)	52.630000
三個月平均成交金額(億)	2.71
淨負債/股東權益	206.02
董監持股比率	24.33
外資持股比率	12.45
投信持股比率	1.71

個股與大盤走勢



	近一個月	近三個月	近半年	近一年
加權指數報酬率	7.1	18.2	2.4	-12.9
個股股價報酬率	26.6	28.5	28.0	23.9

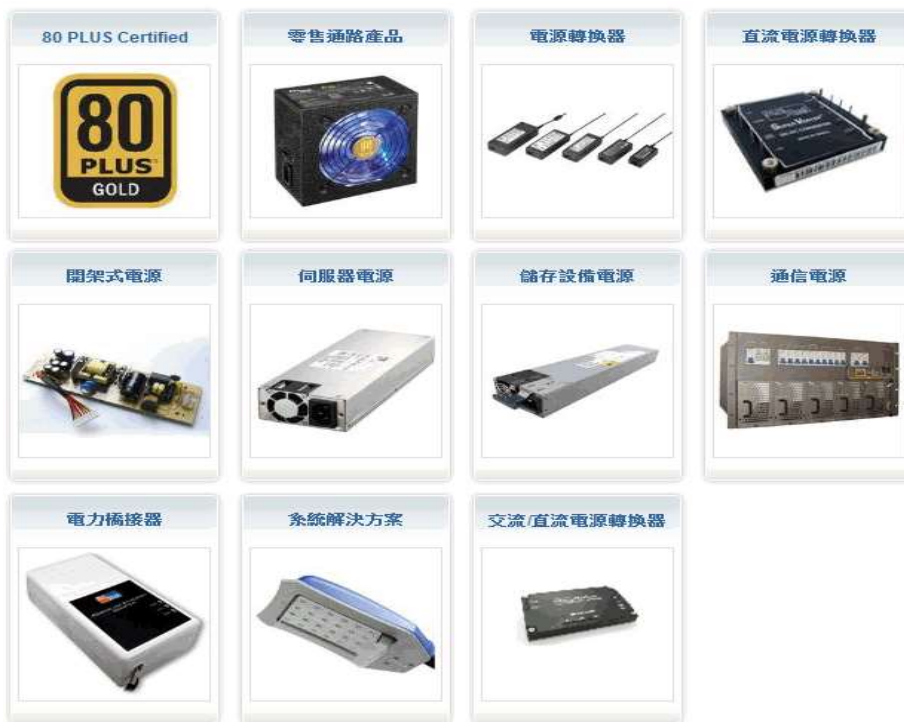
營收走勢圖



公司簡介

康舒 (6282.TT) 成立於 1981 年，為金仁寶集團成員之一，主要生產消費性及工業性電源供應器產品，其中 1) 工業用產品主要為伺服器 (Server)、資料中心 (Data center)、儲存設備 (Storage)、網通產品 (Networking)、與醫療設備等電源產品、2) 消費性產品主要為智慧型手機、智慧家庭、AR/VR、DT、NB、Printer、Set-Top Box 等；此外公司亦積極佈局綠色能源運用，跨入新能源事業，其中包括太陽能電廠、替代能源、儲能設備、智慧電網等；同時也配合電動化與智能化的產業趨勢，投入電動車、醫療與智慧家庭設備電源等相關產品開發。2022 年產品營收結構：消費性電源供應器佔 49%、工業用電源供應器佔 41%、新能源領域佔 4%、金屬沖壓 7%。康舒主要廠地位於台灣淡水、中國東莞、中國武漢與菲律賓。

圖一、康舒電源相關產品



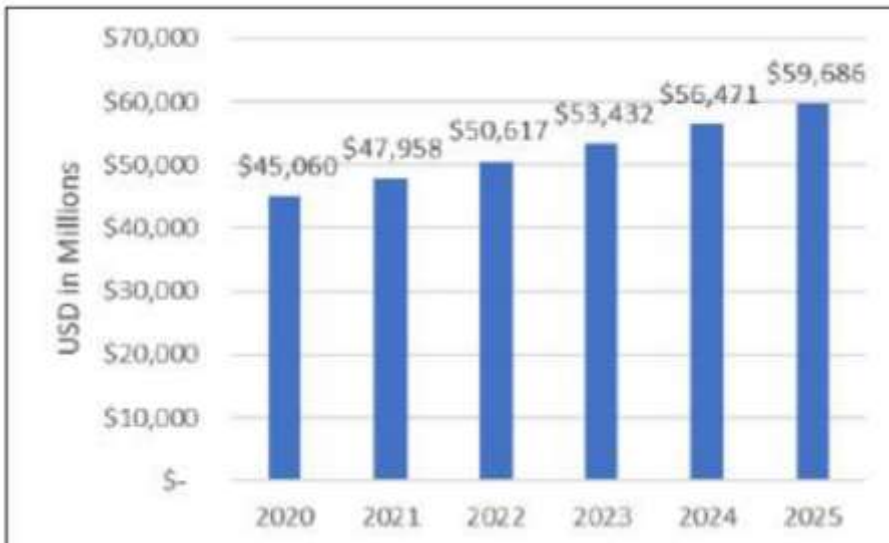
資料來源：公司資料、統一研究部整理

電源供應器產業概況

電源供應器 (Power Supply) 主要用途係提供電子產品穩定、適當電壓或電流的電源，為不可或缺重要功能元件 (Functional Component) 之一。根據產品功能及基本構造不同，又可分為二大類：線性式電源供應器 (Linear Power Supply：LPS) 及交換式電源供應器 (Switch Power Supply：SPS)，而康舒科技為全球前十大交換式電源供應器領導廠商之一。

據研調機構數據指出，目前全球電源供應器應用約 40% 用於 PC 相關產業中，為電源供應器最主要之應用。目前電源供應器除電腦及手機產品外，伺服器、儲存器與網通產品亦提供完整的電源管理解決方案，也在醫療設備產業開發出醫療及居家照護設備等電源產品，此外在智慧綠能領域如智慧電網、替代能源與電動車車用充電裝置包含車載電子等週邊充電相關設備電源，皆為電源供應器產業未來發展趨勢。依據 Micro-Tech Consultants 調查指出，預估 2021 年全球交換式電源供應器市場規模觀為 479.58 億美元，+6.43% YoY，並預期 2021~2025 年全球交換式電源供應器 CAGR 為 5.62%。

圖二、全球交換式電源供應器市場規模



資料來源：公司資料、統一研究部整理

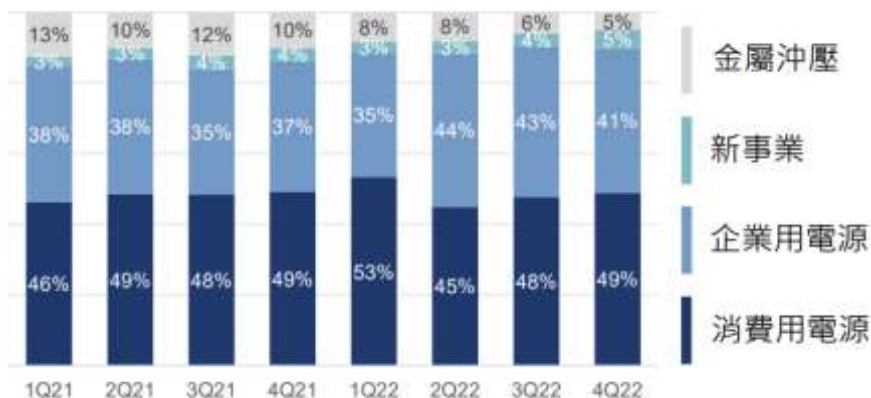
營運概況

1. 4Q22營收低預期，匯損與拆遷費用影響，由盈轉虧，EPS -0.12元：

康舒(6282)公告4Q22自結營收58.1億，-13.8% QoQ，低於預期，係因電動車訂單有所遞延與消費性電子需求低於預期，不過預期在毛利率維持下，營業利益1.5億元，+8.5% QoQ/ +5.3% YoY，然受匯兌損失與一次性淡水舊廠拆除影響，預期造成業外損失約2億元。綜上所述，研究部預估康舒4Q22稅後淨損6,177萬元，由盈轉虧，EPS -0.12元（若排除業外負面影響EPS為0.19元）。

4Q22營收比重：消費性電源49%、企業用電源41%、新事業5%、金屬沖壓5%。

圖三、康舒營收佔比



資料來源：、統一研究部整理

2. 消費性電子疲軟，NB/Server拉貨遞延，1Q23將呈衰退：

展望1Q23，受到消費性電子需求疲軟與NB客戶拉貨遞延，且康舒近50%營收來自消費性電源，預期將持續衰退；此外在企業用電源客戶方面，伺服器產品也有所遞延；不過所幸在4Q22電動車訂單遞延至1Q23挹注下，研究部預估康舒1Q23營收56.4億元，-3% QoQ/-8.1% YoY，毛利率季減1.3pt至15%，在匯率持續不利影響下，預期業外損失8,000萬元，不過由於4Q22業外負面影響程度較大，研究部預估康舒1Q23稅後淨利1,734萬元，由虧轉盈，EPS 0.03元。

3. 康舒以153億併購瑞士ABB電源部門，預計將於2H23完成交割：

康舒(6282)與ABB Ltd. (ABB)於今年1月20日雙方同時宣布已簽署協議，康舒將以現金收購ABB旗下電源部門—ABB Power Conversion (ABB Power) 100%股權，交易價金為5.05億美元(約台幣153億元，USD/TWD=30.3)，預計於2H23完成交割。

圖四、併購 ABB Power 相關事項

標的	ABB旗下電源轉換事業部門 ("ABB Power Conversion"；前身為「Lineage Power」)
交易結構	全現金交易
交易價金	企業價值US\$5.05億 (約NT\$153億)
資金來源	<ul style="list-style-type: none"> 以帳上現金及由星展銀行承諾之收購授信融資，支付100%交易價金 後續規劃以現金增資及銀行聯貸等融資方式，作為長期資金來源
標的財務表現	<ul style="list-style-type: none"> 2022年營業收入約US\$4.4億 (約NT\$133億) 2022年調整後稅前息前利潤約US\$54百萬 (約NT\$16億)
財務影響	併購完成後，第一個完整年度將對每股盈餘產生正面貢獻
預估交割時程	本次交易仍待主管機關核准，預計於2023年下半年完成交割

資料來源：、統一研究部整理

圖五、ABB Power Conversion 為直流電源系統領導廠商，並供應關鍵嵌入式電源解決方案



資料來源：、統一研究部整理

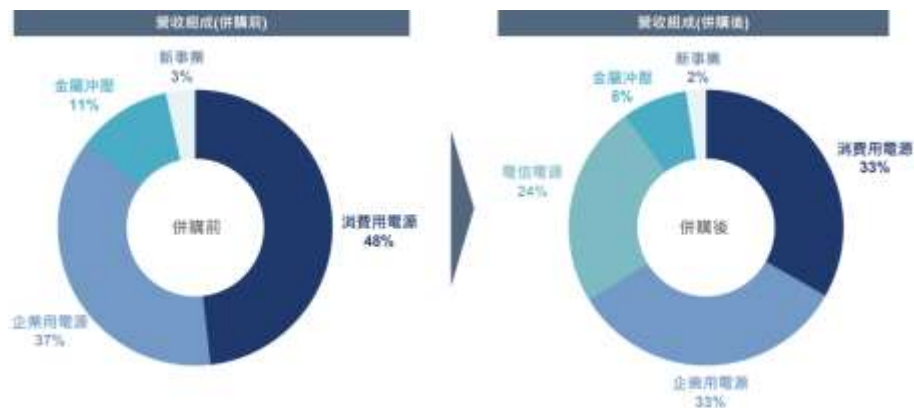
圖六、ABB Power 主要客戶為國際知名企業公司



資料來源：、統一研究部整理

ABB Power 2022年營收133億元，併入後將成為康舒重要部門之一，營收貢獻約佔康舒(合併後)35%；營業利益方面：康舒近十年營益率皆<5%，近十年稅前淨利率平均約4.5%(排除業外影響)，而ABB Power 2022年營益率11.4%，調整後稅前息前利潤約12%，併入康舒後將顯著改善公司營運狀況。

圖七、2021 年康舒與 ABB Power 合併前後營收組成



資料來源：、統一研究部整理

圖八、康舒與 ABB Power 在生產基地與市場具有互補效應



資料來源：、統一研究部整理

4. 併購ABB Power將產生巨大資金缺口，股本將大幅稀釋：

康舒併購ABB Power約台幣153億元，由於截至3Q22，康舒帳上現金67.4億元，過三年平均現金約55億，可動用現金預估約十億元。而康舒也將也將爭取銀行聯貸與改革新事業資產規劃，研究部預估最少仍有60~70億元資金缺口，而康舒也於1/29董事會決議辦理現金增資發行普通股參與發行海外存託憑證(GDR)，預期發行GDR股數不超過20萬張，若以上限計算，股本膨脹約38%。此外康舒於22年發行50億元CB與限制員工權利新股，若全數轉換，預期股本膨脹逾兩成。

5. 新客戶挹注，帶動康舒2023持續成長，2H23 ABB Power併表，獲利將顯著提升：

展望2023年，預期康舒三大產品線將持續成長，預估2023年營收(不含ABB Power)年增5~10%，其中在 1) 消費性電源方面(營收佔比45%)：受惠NB新客戶加入與其他產品市佔率增加，預期營收呈中低個位數年增、2) 企業用電源方面(營收佔比41%)：2Q23將有新伺服器客戶加入，同時無2022年缺料問題，預期營收年增約15%、3) 新事業方面(新能源與電動車，佔比~7%)：受惠日系電動車新客戶加入，預期營收將呈2~3倍成長。

在ABB Power方面，2020-2021受新冠疫情影响無法安裝與5G開台延後等影響，財務表現不佳，不過2022年營運動能有明顯回溫。展望2023年，雖全球景氣展望不佳，部分龍頭企業開始下修財測與資本支出，不過觀察北美電信業者資本支出並未衰退，同時5G轉換潮甫啟動，預期拉貨動能可以延續3~5年，研究部預估ABB Power營收可呈現高個位數至雙位數成長。

不過由於康舒併購ABB Power交割時間點並未確定，以及現增金額也尚未正式公告，故研究部做了以下假設：1) 預估與ABB Power合併時程在一切順利且未展延狀況下，順利於3Q23併入康舒合併報表、2) 假設現金增資發行價格為40元、3) 聯貸金額爭取情境75億元、65億元與55億元，故預期現增張數分別15萬張(情境一)、17.5萬張(情境二)與20萬張(情境三)，同時在CB全數轉換下預估股本分別膨脹55.9%、60.7%、65.5%。綜上所述，研究部預估康舒(合併ABB Power後)2023/2024營收319億元/438億元，+26% YoY/+37% YoY，稅後淨利9.3億元/25億元，+34.4% YoY/+170.2% YoY，在前三種情境假設下23/24 EPS分別為1.15元/3.1元(情境一)、1.1元/3元(情境二)、1.08元/2.92元(情境三)。

表一、預估現增與可轉債對股本影響假設

	情境一	情境二	情境三
現增張數(萬張)	15	17.5	20
現增股本增加(Mn)	1,500	1,750	2,000
2022年初股本(Mn)	5,166	5,166	5,166
可轉債全數轉換股票(Mn)	1,289	1,289	1,289
3Q22限制員工權利新股(Mn)	97	97	97
預估2023年底股本(Mn)	8,051	8,301	8,551
股本膨脹(較2022年初)	55.9%	60.7%	65.5%

資料來源：、統一研究部整理

風險提示：須注意與ABB Power併購案時程與進展、股本稀釋程度高於預期等潛在風險。

12 month Forward PE bands



12 month Forward PB bands



簡明損益表

百萬元	1Q22	2022	3Q22	4Q22F	1Q23F	2023F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
營業收入	6,138	6,622	6,748	5,814	5,640	6,486	8,237	11,531	21,906	25,321	31,894
營業毛利	913	1,136	1,127	948	846	1,096	1,557	2,595	3,631	4,123	6,094
營業費用	815	877	993	802	744	863	1,318	1,730	3,214	3,488	4,655
營業利益	97	259	134	145	102	233	239	865	417	635	1,439
業外收支	48	56	357	-200	-80	0	-90	-90	430	261	-263
稅前純益	145	315	491	-55	21	233	148	774	847	896	1,176
稅後純益	106	254	391	-62	17	191	120	596	602	688	925
EPS	0.20	0.48	0.74	-0.12					1.17	1.31	
EPS(註 1)	0.13	0.31	0.47	-0.07	0.03	0.36	0.23	1.13	0.73	0.83	1.11
重要比率											
毛利率	14.9	17.2	16.7	16.3	15.0	16.9	18.9	22.5	16.6	16.3	19.1
費用率	13.3	13.2	14.7	13.8	13.2	13.3	16.0	15.0	14.7	13.8	14.6
營益率	1.6	3.9	2.0	2.5	1.8	3.6	2.9	7.5	1.9	2.5	4.5
淨利率	1.7	3.8	5.8	-1.1	0.3	2.9	1.5	5.2	2.8	2.7	2.9
QoQ											
營業收入	-2.6	7.9	1.9	-13.8	-3.0	15.0	27.0	40.0			
營業毛利	-11.1	24.5	-0.8	-15.9	-10.8	29.6	42.1	66.7			
營業利益	-29.6	166.3	-48.2	8.2	-29.7	128.4	2.6	261.9			
稅前純益	7.0	117.1	56.0	N.A.	N.A.	1,009.5	-36.5	423.0			
稅後淨利	11.1	140.5	53.9	N.A.	N.A.	1,023.5	-37.2	396.7			
YoY											
營業收入	26.3	34.5	15.9	-7.7	-8.1	-2.0	22.1	98.3	4.4	15.6	26.0
營業毛利	11.8	51.4	8.4	-7.6	-7.2	-3.4	38.2	173.7	2.8	13.5	47.8
營業利益	18.2	N.A.	-39.2	5.8	5.2	-9.7	78.4	496.6	6.7	52.3	126.6
稅前純益	-1.0	33.2	49.2	N.A.	-85.4	-25.8	-69.8	N.A.	-63.6	5.8	31.3
稅後淨利	25.1	44.3	58.3	N.A.	-83.8	-24.5	-69.2	N.A.	-54.2	14.3	34.4

註 1: EPS 以 2023 年底預估股本 83 億元計算之結果

資料來源：公司資料及統一投顧預估

康舒 (6282. TT)：財務報表

(百萬元)	2020	2021	2022F	2023F
營業收入	20,983	21,906	25,321	31,894
銷貨成本	17,452	18,274	10,487	25,800
營業毛利	3,531	3,631	4,123	6,094
營業費用	3,140	3,214	3,488	4,655
銷售費用	668	689	816	1,031
管理費用	968	943	554	1,380
研發費用	1,503	1,581	1,633	2,243
營業利益	391	417	635	1,439
EBITDA	1,007	1,217	1,553	2,385
利息收入	61	30	90	140
利息支出	68	93	164	184
投資收入(損失)	-14	1	0	0
其他營業外收支	1,956	491	-189	-219
稅前純益	2,325	847	896	1,176
所得稅費用	927	177	159	252
非控制權益	84	67	49	0
稅後純益	1,313	602	688	925
每股盈餘	2.54	1.17	1.31	1.11
每股淨值	19.27	19.14	20.89	16.85

(百萬元)	2020	2021	2022F	2023F
本期純益	1,313	602	688	924
折舊及攤提	615	800	918	946
本期營運資金變動	-307	-2,458	-3,916	10,068
其他營業資產及負債變動	-422	308	352	14,769
營運活動之現金流量	1,199	-747	-1,957	26,708
資本支出淨額	-2,943	-3,999	-1,281	-15,300
本期長期投資變動	0	-425	-52	600
其他資產變動	1,254	4,006	381	1,564
投資活動之現金流量	-1,689	-418	-952	-13,136
股本變動	0	0	0	7,000
本期負債變動	3,806	3,844	7,819	-2,808
其他調整數	-67	-1,460	-1,266	8,772
籌資活動之現金流量	3,196	1,640	6,553	8,772
本期產生現金流量	2,691	450	3,745	22,399
自由現金流量	-1,744	-4,746	-3,238	11,408
期初現金	1,790	4,482	4,933	8,678
期末現金	4,482	4,933	8,678	31,077

年成長率 (%)	2020	2021	2022F	2023F
營業收入	1.9	4.4	15.6	26.0
營業利益	348.6	6.7	52.3	126.6
EBITDA	71.3	20.9	27.5	53.6
稅前純益	-20.4	-63.6	5.8	31.3
稅後純益	-11.6	-54.2	14.3	34.3
獲利能力 (%)				
營業毛利率	16.8	16.6	16.3	19.1
營業利益率	1.9	1.9	2.5	4.5
EBITDA	4.8	5.6	6.1	7.5
稅後純益率	6.3	2.8	2.7	2.9
資產報酬率	5.3	2.1	2.1	1.1
股東權益報酬率	13.7	6.1	6.3	6.3
穩定/償債能力分析				
負債權益比 (%)	153.5	192.1	196.4	95.7
利息保障倍數(倍)	35.0	10.1	6.5	7.4
現金流量對利息保障倍數(倍)	32.1	-5.1	-10.0	147.5
流動比率 (%)	140.8	133.5	188.1	302.5
速動比率 (%)	115.0	92.4	146.9	250.2
淨負債 (百萬元)	11,292	13,547	13,514	11,060

(百萬元)	2020	2021	2022F	2023F
流動資產	18,403	19,061	20,909	59,487
現金及短期投資	9,212	5,901	9,801	32,200
存貨	2,975	5,472	4,576	10,281
應收帳款及票據	5,622	7,126	5,796	15,971
其他流動資產	592	560	736	1,035
其他資產	8,572	11,617	11,669	27,499
長期投資	630	1,156	921	921
不動產、廠房及設備	6,492	8,852	9,267	23,641
什項資產	1,449	1,608	1,481	2,937
資產總額	26,975	30,678	32,578	86,986
流動負債	13,075	14,274	11,116	19,667
應付帳款及票據	6,482	8,025	4,221	9,375
短期借款	5,463	4,920	2,023	4,012
什項負債	1,129	1,328	4,872	6,280
長期負債	1,191	3,700	4,471	10,971
其他負債及準備	2,066	2,201	5,999	11,897
負債總額	16,332	20,177	21,586	42,535
股本	5,166	5,166	5,263	8,302
資本公積	306	310	755	755
保留盈餘	4,526	4,513	4,681	5,340
股東權益總額	10,643	10,501	10,992	44,451

附錄一：評等之標準

評等	定義
強力買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 25%以上
買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬 10%以上
中立	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10~-10%
降低持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 (-10%) 以下
未評等	沒有足夠的基本資料判斷該公司評等

附錄二：免責宣言

© 2010 統一投資顧問股份有限公司版權所有。本公司提供之報告內容係根據本公司認可之資料來源，並基於特定日期所做之判斷，但不保證其完整性或正確性，報告中所有的意見及預估，如有變更恕不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶做為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見，不構成任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本投資報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。本投資報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。本投資報告內容屬統一投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。

服務據點

台北

統一綜合證券股份有限公司

電話：886-2-2747-8266

地址：台北市松山東興路 8 號 1 樓

台北

統一證券投資顧問股份有限公司

電話：886-2-2748-8399

地址：台北市松山東興路 8 號 3 樓

香港

統一證券(香港)有限公司

電話：852-2956-3330

地址：香港中環德輔道中 199 號無限極廣場 26 樓 2603-6 室