



2023 Q1 全球展望春季投資論壇

投資快訊

建議首選

聚陽 (1477. TT) 目標價 235	中立
中興電 (1513. TT) 目標價 120	買進
台光電 (2383. TT) 目標價 210	買進
華固 (2548. TT) 目標價 95	中立
六角 (2732. TT) 目標價 216	買進
家登 (3680. TT) 目標價 425	買進
台半 (5425. TT) 目標價 110	買進
晶碩 (6491. TT)	中立
宏全 (9939. TT) 目標價 106	買進

相關個股

聚陽 (1477. TT)	中立		
	2021A	2022E	2023F
EPS	10.98	14.53	13.19
中興電 (1513. TT)	買進		
	2021A	2022E	2023F
EPS	4.11	5.10	5.80
台光電 (2383. TT)	買進		
	2021A	2022E	2023F
EPS	16.50	15.24	13.10
華固 (2548. TT)	中立		
	2021A	2022A	2023F
EPS	10.56	10.69	10.75
六角 (2732. TT)	買進		
	2021A	2022E	2023F
EPS	2.96	5.81	8.32
家登 (3680. TT)	買進		
	2021A	2022E	2023F
EPS	4.01	11.42	17.34
台半 (5425. TT)	買進		
	2021A	2022E	2023F
EPS	3.53	6.36	7.32
晶碩 (6491. TT)	中立		
	2021	2022E	2023F
EPS	17.83	22.03	26.57
宏全 (9939. TT)	買進		
	2021A	2022E	2023F
EPS	6.83	7.99	8.64

研究員

蔡爵丞 JASONTSAI@uni-psg.com
 張榮森 jin710130@uni-psg.com
 廖婉婷 Tina_liao@uni-psg.com
 吳大任 Terry.wu@uni-psg.com
 陳晏平 TINA.YP.CHEN@uni-psg.com
 張立群 B10@uni-psg.com
 黃千千 Chien.Ch@psg.com
 王建智 MICHAELWANG82121188@uni-psg.com

前言：

春雷萌動、乍暖還寒，蟄伏冬藏之萬物日漸甦醒，為新的一年揭開序幕。嶄新的春天，象徵著從凋零到繁盛，也為我們帶來新的契機、新的開端。

統一證券全球展望春季投資論壇，將帶領您在多變不穩的環境尋找投資方向，望能一掃過去重重陰霾、撥雲見日，迎接美好春光。

參與公司：

- 聚陽 (1477 TT)：中國同業降價搶單，2Q23 及 2023 年定單展望下修
- 中興電 (1513 TT)：重電產業能見度高、氫能業務極具成長性，持續推升評價
- 台光電 (2383 TT)：AI 誘發高速運算商機將推升基建材料商機
- 華固 (2548 TT)：2023 年獲利可望持穩，惟爆發力道有限
- 六角 (2732 TT)：疫情淬鍊後，三劍齊發，獲利起飛
- 家登 (3680 TT)：藍圖清晰，看得更遠
- 台半 (5425 TT)：六吋廠將開始貢獻獲利，新增高壓產品投片量
- 晶碩 (6491 TT)：中國復甦不如預期，Devaluation 風險再起
- 宏全 (9939 TT)：2023 年獲利將再創高峰，投資東南亞地區效益顯現，長線獲利成長趨勢可期

聚陽(1477.TT)

中國同業降價搶單，2Q23及2023年訂單展望下修

聚陽為成衣製造廠，ODM訂單佔比達90%，以銷往美國佔比超過70%最高。對聚陽（1477）投資建議由買進調降至中立，目標價由275元下調至235元，聚陽2023年2月營收回升至26.54億元，成長11.15%MOM，成長3.76%YOY，動能回升，預估1Q23營收80.44億元，成長0.91%YOY，稅後EPS為3.63元，衰退1.69%YOY，營運仍屬穩健，惟考量：（1）中國同業降價搶單，且美元轉弱，原物料價格下跌，聚陽2Q23接單價格下跌，訂單展望下修，2Q23營收下修至73.6億元（原估78.03億元），滑落8.5%QOQ，小增0.26%YOY，稅後EPS下修至2.59元（原估3.30元），衰退28.78%QOQ，衰退14.8%YOY，2Q23營運陷入逆風。（2）目前美系客戶持續庫存調整，下單信心不足，訂單展望保守，2023年營收下修至332.50億元（原估347.65億元），成長3.64%YOY，稅後EPS下修至13.19元（原估14.97元），衰退9.19%YOY，獲利疲軟。（3）目前聚陽本益比約16.53倍，評價相較近幾年本益比區間落在12-22倍，評價在歷史區間中段位置，短期間聚陽營運陷入逆風，股價將受壓抑，看法轉趨保守。不過中長期而言，品牌商進行供應鏈整合，訂單集中到主要供應商，並要求多元生產基地及快速反應能力，有利聚陽競爭力仍佳，建議可於15倍本益比以下，留意長期買點。

1. 聚陽為成衣製造廠，以ODM訂單為主，營收比重以美國最高：

聚陽為成衣製造廠，ODM訂單佔比達90%，OEM訂單約10%（Wal-Mart訂單為主，量大但ASP不高）。其中針織衣佔比70%，平織衣為30%，各產品線營收比重，則為流行成衣68%，機能運動服飾32%。各地區營收比重以美國地區最高，達79%，亞洲地區佔比20%（以日本為主），歐洲佔比約1%。聚陽訂單超過7成來自美國客戶，聚陽各客戶營收分佈，GAP佔比29%，Fast Retailing佔比17%，Target佔比23%，Kohl's佔比8%，Walmart佔比4%左右，其他客戶佔比約19%。聚陽也開發新客戶，惟營收貢獻度仍低於1%。聚陽目前有越南、印尼、柬埔寨、菲律賓及中國等五個國家生產基地，擴廠以印尼廠為優先，越南廠亦有擴產計畫。

2. 日系客戶訂單延續復甦，惟中國同業降價搶單，聚陽2Q23訂單下修，2023年營收動能減弱：

歐美地區通膨高漲，央行持續升息排擠消費，銷售降溫，美系客戶持續進行庫存調整，聚陽4Q22至1H23來自美系客戶的訂單持續衰退，預計2Q23庫存調整告一段落，訂單衰退幅度可望收斂。至於日系客戶Fast Retailing營運面，2022年5月日本解封後，服飾消費回溫，日系客戶營運轉佳，3Q22訂單逐步復甦，4Q22訂單大幅成長60%YOY。展望2023年，日本市場復甦持續，日系客戶也規劃進軍美國市場，拓展據點，因此聚陽來自日系客戶訂單展望佳，2023年日系客戶訂單預期可成長雙位數YOY。不過中國解封後，中國紡織供應鏈重新運作，成衣產能恢復，供給增加，中國同業開始降價搶單，爭取美系客戶低階重複性訂單，成衣代工價格降幅約6%。美系客戶訂單的議價能力因而提高，近期聚陽接單動能受阻，且反映美元走勢轉弱，原物料價格下跌，接單價格修正，2Q23接單展望下修，由高個位數YOY下修至微幅成長，2023年成衣代工單價YOY由持平下修至下滑1-2%YOY，產能延續擴張中高個位數YOY成長，聚陽2023年營收仍可延續成長格局。



3. 品牌商重視訂單分佈的區域平衡，日系客戶包下聚陽印尼新廠產能，聚陽中長期成長潛力可期：

聚陽2021年出貨量由2020年1450萬打提升至1660萬打，成長14.48%YOY。日系客戶訂單復甦抵銷美系客戶訂單下修，聚陽2022年全年產量增至1820萬打，成長9.64%YOY。2022年各廠區產能分佈，越南佔比38-39%，印尼佔比35%，東普寨18-19%，中國及菲律賓佔比各約2-3%。2023年產能擴張以印尼廠為優先，越南廠也會擴產，其餘三個廠區不會擴產，僅會進行機台效率提升。推估2023年產能分佈，越南佔比37%，印尼佔比37-38%。另一方面，品牌客戶對於訂單分佈的區域平衡越來越重視，2021年大集中在越南產區，受疫情衝擊大，未來越南的下單比重將控管在一定水準，其餘訂單將分配到印尼及東普寨。因此日系客戶於2022年7月到聚陽印尼廠訪廠，並包下聚陽印尼新廠的產能。印尼新廠產能規劃共分兩階段，合計160條產線，第一階段80條產線已於2022年底完成25條，預計2023年底前將完成第一階段全部產線，月產能可達200萬件，第二階段產能則陸續於2024-2025年完成，中長期成長潛力可期。聚陽董事會也通過將投資1430萬美元(約新台幣4.58億元)設立孟加拉新廠，規劃33條產線，月產能80萬件，預計1H24投產，營運成長趨勢將可延續。

4. 品牌商加速供應鏈整合，大者恆大持續，並要求多元生產基地及快速反應能力，均有利聚陽中長期成長動能：

過去幾年品牌商採取縮減供應商，快速反應下單及生產節奏等策略以控制庫存，訂單往大型供應商靠攏趨勢持續。疫情更考驗供應商生產交貨的整合能力，淘汰反應速度慢，不具競爭力以及有ESG疑慮之供應商，將訂單集中到主要供應商。聚陽在GAP供應商地位，由4-5年前的前20大供應商躍升至前5大供應商，在Target供應鏈中，也由以往前5大提升至第2大或第3大供應商，紡織供應鏈呈現大者恆大態勢，大型成衣廠將持續受惠訂單集中化趨勢，開啟新一波成長動能，聚陽站在此趨勢的浪頭上。另外供應鏈重組的速度加快，品牌客戶下訂單地區以往高度依賴中國及越南，除成本考量外，貿易戰及疫情兩大衝擊後，品牌商開始分散生產基地降低風險，並要求供應商具備多元生產據點，印尼目前具有生產成本較低優勢，未來還有RCEP關稅協議優勢，成為品牌商轉單的優先選擇，聚陽的印尼新廠成為接獲品牌訂單強有力的武器，中長期營運動能仍可期待。

5. 預估聚陽1Q23稅後EPS為3.63元，2Q23及2023年稅後EPS各下修至2.59元及13.19元：

聚陽(1477)公布2023年2月營收回升至26.54億元，成長11.15%MOM，成長3.76%YOY，略低於預期之27.46億元，MOM回升係反映部分訂單由1月遞延至2月出貨。預估1Q23營收維持80.44億元，成長9.25%QOQ，成長0.91%YOY，毛利率26%，營益率14.34%，營業利益11.54億元，成長8.27%QOQ，成長3.6%YOY，稅後EPS為3.63元，成長12.94%QOQ，衰退1.69%YOY。展望2Q23，由於中國解封，中國成衣產能恢復，中國同業降價搶單，爭取美系客戶訂單，近期聚陽接單動能受阻，聚陽接單價格修正，加上美元走勢轉弱，原物料價格下跌，部分客戶訂單遞延至3Q23出貨，導致2Q23訂單展望下修，預估2Q23營收下修至73.6億元(原估78.03億元)，滑落8.5%QOQ，小增0.26%YOY，預估毛利率滑落到22.5%(原估25%)，營益率滑落3.24%至11.1%(原估13.38%)，營業利益降至8.17億元(原估10.44億元)，滑落29.17%QOQ，衰退15.61%YOY，稅後EPS下修至2.59元(原估3.30元)，衰退28.78%QOQ，衰退14.8%YOY。預估2023年營收332.50億元(原估347.65億元)，成長3.64%YOY，毛利率滑落1.39%至23.67%(原估24.88%)，營益率滑落1.29%至12.52%(原估13.61%)，營業利益降至41.64億元(原估47.3億元)，衰退6.04%YOY，稅後EPS下修至13.19元(原估14.97元)，衰退9.19%YOY。

中興電 (1513. TT)

重電產業能見度高、氫能業務極具成長性，持續推升評價

在台電強韌電網計畫的需求帶動、超高壓的高毛利產品比重提升、GIS產能提升下，預估中興電2023-2024年稅後EPS分別為5.8元、6.7元，分別成長15%、15%YOY。考量台灣重電產業的成長趨勢明確，能見度高，同時台電因為虧損幅度擴大，預計3月份會提交調漲電價的議案給電費審議委員審核，最快4月份調漲電價，有機會推升重電類股評價。此外，氫能發電是台灣政府2050淨零轉型中，成長性最大的零碳能源，氫能業務極具未來性，加上2H23中興氫能將分拆對外募資有IPO題材，評價還有再上修的空間。因此，給予中興電超越重電類股過去10-15倍PER的評價區間，給予18倍PER評價(改以2024年稅後EPS計算)，目標價從87元上修至120元，評等維持「買進」。

1. 中興電為台灣最大電力設備供應商

中興電工機械股份有限公司成立於1962年，為台灣最大電力設備供應商，主要從事電力設備製造、電力工程統包、能源管理等。2022年營收比重：綠能相關(太陽光電、儲能、氫能、供電設備)66%、服務(腳踭房、維運管理)20%、其他(都市更新、系統整合、精密加工)14%；銷售區域：台灣87%、外銷13%(日本1%、美國4%、中國5%、其他3%)。生產基地位於：台灣林口廠、台南樹谷廠、中國江蘇海門廠。

2. 產品組合改善、費用提前認列，預估4Q22獲利將略優於市場預期

中興電4Q22營收48.06億元，衰退7%YOY，主要受客戶端原料缺貨的拖累，出貨遭到遞延。不過，在產品組合改善(高壓產品比重提高)，有部份年終獎金費用提前在3Q22認列下，預估4Q22營益率年增1.9個百分點至17.9%，稅後EPS為1.56元，成長27%YOY，將略優於市場平均預估的1.4元，累計2022年稅後EPS為5.1元，成長24%YOY。公司表示2023年的現金股利配發率將與過往相當(將近7成)，預估配發現金股利3.5元，現金殖利率約3.6%(以3/2收盤價96.1元計算)。

3. 台電強韌電網計畫帶動重電產業需求，景氣看好至2030年

研究部認為，中興電未來主要成長有二：1. 台電強韌電網計畫、2. 氫能。強韌電網計畫方面，台電編列10年5645億元預算，是歷來單一性計畫最大金額。本次計畫分成短中長期三階段，為追求短期成效，前2年(2022-2024年)的短期計畫預算明顯較高，年均預算約436億元，高於前5年(2022-2027年)中期計畫的340億元、以及10年(2022-20長期計畫)的307億元。若與台電在2021年底結束的第七次輸變電計畫的年均預算197億元相比，前2年的短期計畫預算增加1倍以上。

強韌電網計畫主要分成三大工程：分散工程、強固工程、防衛工程。其中，本次計畫的重點：分散工程，預算占比高達78%，將增加2座超高壓變電站、28座變電站，重電設備需求將大幅提升。其中，主要商機集中在161kV以上的變壓器、開關設備等。台灣重電設備廠中，高壓開關設備(345kV、161kV)的合格供應商只有：中興電(1513)、東元(1504)、大同(2371)、華城(1519)，而中興電的氣體絕緣開關(GIS)獨占345kV的供應，且161kV的市占率高達70%，將明顯受惠台電預算增加。同時，超高壓產品的占比提升，將有助中興電的毛利率表現。



目前中興電的電力事業群(重電、電表、電力工程、操作器等)在手訂單約272億元。為消化在手訂單，中興電2022年在桃園科技工業園區、嘉義馬稠後產業園區都購買廠房土地，將廠房從原先的2座增加至6座，2023年2月、7月會再各新增1座廠房至8座，2023年整體產能將擴增3成以上。預期台電的營收貢獻在2023年有機會成長3-4成YOY(台電營收占比達40%以上)。而中興電表示在2025年前的營收和獲利均呈現成長趨勢，並樂觀看待重電產業景氣至2030年。

4. 氫能業務會是中興電2025年後的主要成長動能

氫能布局方面，中興電從2008年就開始發展氫燃料電池等新能源事業，主要利用甲醇重組製氫技術。現有6大產品線：甲醇重組製氫產氫機(汽車引擎除碳機)、氫能燃料電池、氫能電堆和動力單元、氫能物流車輛、加氫站、智能微電網等。同時，中興電擁有PPM等級的碳捕捉(CCU)技術，可以將甲醇重組所產生的「灰氫」(高碳排氫氣)，提升至「藍氫」(低碳排氫氣)。

由於中興電掌握很多氫能燃料電池的關鍵技術和零組件(如高效膜電極MEA、動力電堆、移動載具系統整合等)，很多客戶希望取得技術授權、產線turnkey等，目前已經技轉給中國青島陽氫集團(目前中興電持股33%，另外股東是中國青島地鐵集團)，其他客戶如：1. 美國客戶希望取得在北美、墨西哥、巴西等市場的獨家授權；2. 沙國客戶也希望取得技術授權，不願在淨零排碳轉型上失去能源優勢。此外，中興電與印度當地第二大車廠塔塔汽車(Tata Motors)合作，用燃料電池技術開發低功率的兩輪、三輪車用載具，未來“外賣電動車”及“物流電動車”可配合“甲醇型產氫機”改裝為“氫能燃料電池兩輪車”。

在看好氫能發展下，中興電建置氫能華亞園區A+計畫，在桃園龜山打造為氫能生產基地，自主研發關鍵零組件。目前規劃2條生產線，分別是甲醇重組器、氫能燃料電池產品，目標印度、南非、東南亞等市場。氫能華亞園區將於2023年5月份(原本計畫3月份)全面投產(低功率燃料電池模組產線、微電網儲能設備產線)，在產品量產的經濟規模效益顯現下，營收和毛利率將得到明顯提升。另外，中興電預計2H23將拆分子公司中興氫能，並向外籌資，未來有IPO題材。氫能相關營收：2020年營收約7000萬元，2021年約1.6億元，2022年2.71億元(小虧)，預估2023年營收約5.6億元(僅成品營收，不含授權金)，待美國客戶的電池模組訂單確定後(2年、12億元、2000台)，2H23氫能營收有機會大幅成長。氫能業務將會是中興電2025年後的主要成長動能。

5. 花蓮太陽能電廠併聯發電後，將墊高2024-2025年獲利

花蓮太陽能電廠方面，第一期裝置容量60MW(花蓮案)會分成3個SPV公司送件，因為規模變小，只要縣政府同意即可，預計2Q23通過土地審批、2023年底前併聯(工程時間只要半年)。第二期裝置容量200MW(洄蘭東電)，會分成兩期(60MW+140MW)送件，預估2025年完成併聯。雖然花蓮日照時數比較少，但花蓮政府有補助電費15%，所以花蓮太陽能電廠260MW完工後，發電收入會和七股案216MW相當，每年貢獻營收15-16億元、稅後EPS約0.8-0.9元。

6. 重電產業能見度高、氫能業務極具成長性，持續推升評價

整體來看，在台電強韌電網計畫的需求帶動、超高壓的高毛利產品比重提升、GIS產能提升下，預估中興電2023-2024年營收分別為217.95億元、243.62億元，分別成長18%、12%YOY，稅後EPS分別為5.8元、6.7元，分別成長15%、15%YOY。



考量台灣重電產業的成長趨勢明確，能見度高，同時台電因為虧損幅度擴大，預計3月份會提交調漲電價的議案給電費審議委員審核，最快4月份調漲電價，有機會推升重電類股評價。此外，氫能發電是台灣政府2050淨零轉型中，成長性最大的零碳能源，氫能業務極具未來性，且2H23中興氫能將分拆對外募資有IPO題材，評價還有再上修的空間。因此，給予中興電超越重電類股過去10-15倍PER的評價區間，給予18倍PER評價(改以2024年稅後EPS計算)，目標價從87元上修至120元，評等維持「買進」。



台光電 (2383. TT)

AI 誘發高速運算商機將推升基建材料商機

1. 無鹵全球排名第一，市佔率 26%；CCL 全球市佔率 7%。市佔率有持續逐年擴大。台光電憑藉著無鹵材料的技術，成功切入高階網通基礎建設材料，2017 年尚無 Server、Switch 等 High Speed 材料，2022 年營收佔比已超過 3 成。
2. 市場研究報告預期，中高階 CCL 2016-2025 CAGR 16%。台光電因近年在網通基礎建設新平台訂單掌握佳，成長率會高於產業。
3. Server 換世代，材料升級下，每台 Server ASP +20%~30%。台光電在 Eagle Stream 將較上一代 Whitley 更高的佔有率。半導體大廠 N 公司的 AI Server，主要結構為主晶片(大主板)+8 片 GPU，台光電為大主板材料主要供應商。
4. 大園廠暫緩，但 1H23 會確定東南亞擴廠計畫。2023 年 Capex 30E。
5. 4Q22 財報：88.88 億元，-10.1% QoQ/-12.5% YoY，產品結構：網通與基礎建設 35%~40%、手持式 40%~45%、車用與其他 15%~20%，與 3Q22 相當。毛利率 26.85%，季增 1.06pt，年減 0.29pt，優於 24.4%預期；毛利率季增主要是銅原料成本季減，產品組合優化，同類型產品中，低規品出貨下降所致，稅後淨利 13.59 億元，獲利+4% QoQ/-8.8% YoY，EPS 4.08 元。
6. 1Q23 展望：網通基礎建設供應鏈端開始庫存調整，Server 新平台 Eagle Stream 仍未放大量；手持式材料方面，美系供應鏈淡季加庫存調整，陸系則並未見顯著買氣而出貨強度不足。預期 1Q23 營收下滑 10%~20% QoQ。火災影響觀音廠火災，影響產能 10 萬張。火災理賠，包括產品報廢及營業中斷險等，故對 1Q23 營運及獲利影響極微小。

華固 (2548.TT)

2023年獲利可望持穩，惟爆發力道有限

雖華固：(1)財務體質佳、帳上現金充足，研究部預期2023年將維持配發7.5元現金股利，換算現金殖利率為8%；(2)2023年將有新莊『國家置地』廠辦案、板橋『月河』住宅案、士林『樂富中心』商辦案陸續完工，合計已售案量約140億元。預估2023年營收為158億元，成長7%YOY，稅後淨利為30億元，成長1%YOY，EPS為10.75元，維持穩增態勢。但考量目前台灣不動產市場買賣氣氛不若前些年熱絡，在獲利相對平穩、業績缺乏爆發動能下，股價將難有強勁上漲機會，至多將維持在高檔區間震盪。故對華固續持中立建議，目標價為95元(約當0.6xNAV)。

1. 2022年受惠兩個新完工住宅建案交屋，加計遞延交屋、成屋去化，獲利成長1%YOY，全年EPS為10.69元：

受惠：(1)內湖『馥儷』、士林『翡儷』兩新完工建案100%交屋，分別貢獻67億元、42億元；(2)先前完工建案—士林『創富中心』、台北市『敦品』豪宅案(總銷金額49億元，銷售率85%，剩三戶待售)、天母『天鑄』(總銷金額135億元，銷售率100%，最後售出的戶將認列在1Q23)遞延交屋與持續去化，各貢獻10億元、13億元、16億元。2022年全年營收為148.5億元，成長10%YOY，2022年全年稅後淨利為30億元，成長1%YOY，稅後EPS為10.69元，獲利維持穩定。

2. 2023年有三個新完工建案啟動交屋，合計已售案量約140億元，預估全年EPS將持穩在10.75元：

展望2023年，預期將有新莊『國家置地』廠辦案(總銷金額78億元，銷售率70~75%)、板橋『月河』(總銷金額39億元，銷售率100%)、士林『樂富中心』商辦案(總銷金額46億元，銷售率100%)，將陸續於2023年1月、2Q23底~3Q23初、4Q23完工交屋，合計2023年新完工已售案量約140億元。假設：(1)新莊『國家置地』廠辦案扣除須保留15%待完工五年後才可過戶外，此案可售的85%案量皆可於2023年順利售出並完成交屋；(2)板橋『月河』、士林『樂富中心』亦於2023年100%交屋完成。再加計天母『天鑄』最後售出的1戶(約當2.5億元)遞延交屋，以及台北市『敦品』(目前剩餘3戶，約當7億元待售)成屋持續去化，預估2023年營收為158億元，成長7%YOY，稅後淨利為30億元，成長1%YOY，EPS為10.75元。

3. 預期2023年將持續配發7.5元現金股利，換算現金殖利率為8%：

華固屬財務體質佳、帳上現金充足營建公司，過去無論獲利高低，每年現金股利配發皆有5元以上水準。近幾年在業績穩定下，現金股利配發率皆有64~71%區間水準，且因2022年獲利持續位在歷史高檔，研究部預期2023年將穩定配發7.5元現金股利，換算現金殖利率為8%。

六角 (2732.TT)

疫情淬鍊後，三劍齊發，獲利起飛

研究部給予六角「強力買進」投資建議，係考量：(1) 2Q22 應是近三年，營運受疫情影響的最後一次測底，2H22 漸入佳境，2023年獲利起飛；(2) 日出茶太持續擴大全球版圖，東南亞和澳洲拓點動能維持雙位數，美國將開設2間直營店，並將複製澳洲茶太的成功模式；(3) 經歷2020~2022年谷底，王座國際可望於2023年營收獲利雙走揚；(4) 杭州瑞里經歷中國手搖飲產業汰弱留強和疫情洗禮，1/2023單月營收乍見曙光，估計2023年轉盈。整體營運呈現三劍齊發的格局。

預估 2022、2023 年營收分別年增 0.5%和 15.1%至 42.01 以及 48.37億元，稅後 EPS 5.81 元 (YoY+99.3%) 以及 8.32 元 (YoY+43.1%)，初估2024年獲利亦能維持高雙位數成長。以2023年的稅後EPS計算，目前本益比為19.3倍，由於營運低點已過，進入獲利高成長循環，評價可望往歷史區間(21~28倍)的上緣靠攏，維持強力買進的評等，上調目標價至 216元 (2023年PER26x)。

1. 六角國際利用直營、代理授權以及單店加盟的方式，有效拓展營運幅員

六角國際集團利用三種商業模式，具體擴大運營的幅員，分別是(1)直營的方式，是由公司直接管理門市，承擔所有費用和營運風險，如：台灣地區所有的「Chatime」門市；(2)代理授權的方式，是指公司在特定國家或區域，選定一位代理商合作經營，共同分擔風險，如：「Chatime」在歐、美、非洲和東南亞(如：菲律賓、印尼、馬來西亞等地)以及段純貞牛肉麵在美國、香港和京都勝牛在美國的經營，就是藉由海外代理授權的模式；(3)單店加盟的方式，是指公司將單店經營模式的許可權交給加盟者經營。

2. 以三方貿易完成供貨，無工廠的輕資產財務結構，具備高效營運槓桿

六角國際利用三方貿易來完成上下游之間的供貨，並無製造工廠(輕資產)，亦無囤貨的風險。加盟主和代理商訂貨後，總部向供應商購貨，以FOB的方式送交指定收貨地點。

收入分為(A)加盟金Franchise Fee(初次)以及Agency Fee授權代理金(初次、續約)等一次性收入；(B)權利金Royalty Fee是總部為加盟主和代理商解決相關業務問題所收取的費用，約當每個月收取加盟授權業務所產生銷售額之3%~5%不等，目前有向加盟主收取權利金的品牌有：日出茶太、段純貞牛肉麵和京都勝牛；(C)賣料收入，指公司向審查通過的供應商採購原物料後，再銷售給區域代理商和單店加盟主。1~3Q22賣料收入的合併營收比重59.3%(累積衰退4.9%，主要受到杭州瑞里的影響)、直營門市31.0%(累積成長22.5%)以及上述(A)+(B)的合併營收比重9.7%(累積成長16.4%)。

3. 王座餐飲疫後強力回升

王座餐飲目前代理有五個品牌，分別是杏子豬排、段純貞牛肉麵、大阪王將煎餃、京都勝牛以及橋村炸雞。於2016~18年間於台灣開拓50間餐廳，設備折舊攤提以5年計算，多數餐廳已於2022年提列完畢，2022年損平點降至7200萬，4Q22已有單月(12/2022單月營收1億元)賺錢的成績。1/2023月營收1.40億元，台灣終端對餐飲消費的復甦力道超乎公司預期。預估王座2023年營收年增20%以上，營收佔比約25%，貢獻EPS約0.9~1.2元。



4. 杭州瑞里經歷產業汰弱留強和疫情洗禮，1/2023乍見曙光

杭州瑞里旗下品牌黑龍堂和果麥，於2019、2020年營收約在12~13億元，1Q21營收做頭後，逐季下滑，1H21中國個人戶搶攻手搖飲的市場，競爭轉趨激烈，造成營收和獲利劇烈下滑。2H21~1H22受限清零政策和封城影響，營運持續探底，杭州瑞里關閉經營不善的門店約500家，截至2022年底門店數量1,100家，降低營業費用，調整損平點至每月3,000萬台幣。1/2023單月營收達4,000萬，轉虧為盈。預期2023年即便營收無法成長，在人力銳減2/3和費用大幅減少下，亦能獲利。由於店數減少，即便同店銷售逐季攀升，賣料金額受到門店數量的侷限，估計2023年杭州瑞里的營收比重約在13%~15%，對毛利率的影響數小。

5. 澳洲茶太營運動能無虞，2023年門店數量上看200家；美國2023年將開2家直營店以及整頓現有門店

澳洲茶太1~3Q21手上的加盟合約，因疫情嚴重，導致部分城市嚴控，而無法開展。4Q21解封後，加盟主如火如荼進行展店，另外，FMCG(沖泡式奶茶飲品)順利進入澳洲龍頭超市 Woolworths銷售(門市數量1,200家)，刺激銷售額暴衝，季增一倍。2022年季度銷售額回歸常軌。2023年澳洲門店目標數量達200家，而澳洲茶太的FMCG一戰成名，打敗立頓和當地奶茶品牌，佔Woolworths沖泡式飲品銷售額的40%，3Q22鋪貨進入澳洲第二家超市Coles(門店數量約800家)，營運動能無虞。

六角2022年底結束與美國代理商的合作，計畫2023年透過澳洲代理商團隊的成功經驗，重新調整在美國的經營策略，預計2023年在加州開出兩家日出茶太旗艦複合式直營店，並整頓現有的20~30家門店，搜尋合適的區域代理商。

家登 (3680. TT)

藍圖清晰，看得更遠

研究部維持家登買進投資建議，係因(1)2/3月營收將回升，1Q23 營收及本業獲利 YOY 將持續成長，(2)EUV 光罩載具受惠製程演進，且進入 3nm 後將呈現價量齊揚，推升動能，(3)晶圓載具供不應求，擴產幅度持續提升已滿足客戶需求，樹谷二廠開出後產能將倍增，(5)航太及高空晶圓傳送盒將成為家登其餘兩大事業體，24 年將有效貢獻營收，(6)未來 2-3 年年複合成長動能高達 20%YOY 以上。預估家登 22/23/24 年 EPS 分別為 11.42 元(+185.2%YOY)及 17.34 元(+51.8%YOY)及 23.56 元(+35.9%YOY)，研究部認為家登受惠製程演進且產品首先通過認證，加上拓展其餘事業體，亦證明營收擺脫大客戶拉貨節奏，23/24 年將營收豐收期，故維持強力買進投資建議，以半導體先進製程獲利高度成長的概念股平均 23 年 25XPER 及 24 年 18XPER 作評價，目標價 425 元。

1. 4Q22 動能優於市場預期

由於家登在 10 月開始與國內晶圓代工大客戶議價，主要是談 2023 年的 EUV 光罩盒的價格，故在 10 月時大客戶因為 EUV 光罩盒價格未確定，拉貨量大幅減少。然而，中美晶片戰持續延燒，使得中國半導體廠商對於相關設備方面，也出現了去美化的狀況，WAFER FOUP 及一般的光罩盒開始出現轉單效應，使得 11 月營收回升至 4.3 億元的新高，而 12 月份動能持續，加上與大客戶議價完畢後，開始啟動拉貨，營收攀升至 6.47 億元的新高水準，4Q22 營收為持續創高 13.32 億元，成長 24.6%QOQ，成長 11.3%YOY，稅後淨利同步預估為 2.55 億元，成長 12.5%QOQ，成長 25.8%YOY，EPS 3.04 元。

2. 1Q23 僅受工作天數影響，展能仍樂觀

展望 1Q23，雖然 1 月工作天數較少，加上客戶對家登的設備有提前拉貨，使得 1 月營收滑落至 3.14 億元 (-51.6%MOM/-6.9%YOY)，而 YOY 下滑主要因為 1Q22 仍有汽車業務(已於 1Q22 結束該事業體)貢獻營收基期較高，而 2、3 月營收推估客戶仍持續對 FOUP 拉貨，加上家登設備出貨回復下，營收將逐月回升。故預估 1Q23 營收預估為 11.51 億元，衰退 13.6%QOQ，成長 12.2%YOY，雖然營收 QOQ 衰退，但 YOY 營收增數擴張，稅後淨利預估為 2.42 億元，衰退 5.2%QOQ，成長 24.8%YOY，EPS 2.88 元。

3. EUV 光罩盒受惠製程演進成長，且改款 ASP 增長

製程微縮將使 EUV 光罩層數增加，舉例來說，7nm 製程 EUV 光罩約 5-7 層，5nm 製程 EUV 光罩 14-17 層，3nm 製程 EUV 光罩 21-24 層，故在光罩的需求會因為製程的演進而需求提升。再者，3nm 因為 ASML 的機台有所更新，故 EUV 光罩盒要重新設計，ASP 將持續提升。最後，台系晶圓代工客戶在法說會中表示，雖然 CAPEX 有所調整，但多數支出會用在先進製程，且目前台系客戶對於 EUV POD 拉貨或是在新改款的光罩盒拉貨時程未有更改。

目前預估家登在 EUV POD 產線 23 年營收將成長 15-20%，而新款改的 FOR 3nm 的 EUV POD 單價將相對舊款提升約 10-15%，在 24 年開始導入後，推估 EUV POD 產線仍將持續成長 20%。EUV POD 為家登主要成長動能之一。



4. 晶圓載具將大幅成長

經過中美晶片延伸禁令，中國半導體廠商去美化更為激烈，先前中國晶圓代工廠商多數使用美系或是日系競爭對手的晶圓載具，家登市占率僅 20%，不過受到此波禁令影響下，去美化的狀況更為激烈，先從家登 22 年 11/12 月營收創新高反映出積極拉貨，整體 22 年 FOUP 市佔率達到 30%。在擴產計畫方面，家登 23 年積極對晶圓載具擴產計畫，4Q22: 12000 顆/月，1H23 12000-15000 顆/月，2H23 將達到 18000 顆，且目前訂單能見度已經看到 3Q23 以後，因為中國客戶擴建半導體廠仍積極加上台系客戶持續在海外擴產，目前已經規劃台南樹谷二廠將在 3Q23 開始動工，2024 年產能完全擴充完畢後，月產能將達 36000 顆/月。目前預估 23 年 FOUP 產線營收將超過翻倍成長。展望 24 年，研究員認為除了在 FOUP 每年將有舊品約 5% 的更換需求外，另外在台系客戶積極擴廠，中國客戶需求仍無法被滿足下，以平均月產能 20000 顆出貨量做計算，產線營收將成長 25-30%YOY。

5. 因應全球供應鏈在地化，FOSB 新增需求

因應全球在地化生產，使得半導體大廠紛紛向海外擴產以服務客戶，廠外裸晶傳送盒 (FOSB) 的需求因應而生。目前已經送至中國廠商驗證，目前就已經通過驗證的廠商來計算，1Q23 將開始出貨且貢獻營收，預估 1H23 出貨量/月約為 2000-3000 顆，而 2H23 出貨量/月將達 4000 顆以上，目前主要客戶為中國廠商，下半年台系矽晶圓大廠將有望也隨之下單。雖然 FOSB 單價較低，但因為廠外運送較容易損傷及有汙染，故 FOSB 基本上僅能重複使用 3-5 次就需更換，故需求持續性較強。另外有高空晶圓傳送盒，主要是因應台系大客戶赴美擴產，晶圓需要以航空運送，而此晶圓傳送盒單價高出非常多，也將在 24 年貢獻約 1-2 億元營收。

6. 航太事業正式加入貢獻

家登客戶在 21 年通過美國航太認證，除了家登外，在台灣僅有長榮航太及漢翔通過認證。家登主要做空巴或是波音的起落架的薄件加工還有做表面處理，客戶為美國飛機零組件製造商 PARKER，家登能夠切入主要是該客戶希望在亞洲找到供應商但坐落的廠區非在中國，22 年通過認證，客戶開始從中國廠區及墨西哥廠區轉單至佳單，23 年將開始陸續交貨，24 年有機會貢獻 1-2 億元的營收。

7. 23/24 年成長動能充足

展望 23 年，家登在 FOUP 方面持續擴產滿足客戶需求，也已與中國客戶簽屬保證供貨合約；在 EUV POD 方面，雖然大客戶短期展望不佳，但製程微縮使得 EUV 光罩增加趨勢不變，將會帶動 EUV POD 之需求。推估半導體在下半年開始回溫，載具需求也將持續成長，推升家登 23 年營收逐季增長。綜合以上，預估家登 23 年營收達到 61.76 億元，成長 37.5%YOY，稅後淨利預估為 14.58 億元，成長 51.8%YOY，EPS 17.34 元。24 年在最新進製程進入 3nm 後，ASML 機台更新帶動 EUV POD PHASE 2 取代原先 EUV POD 後，ASP 將提升 10-15%。樹谷二廠在產能開出後，將持續提升 FOUP 之產能，另外 FOSB、高空晶圓傳送盒及航太事業也將在 24 年貢獻家登營收，因為預估 24 年營收仍將持續成長至 81.8 億元，成長 32.5%YOY，稅後淨利預估為 19.81 億元，成長 35.9%YOY，EPS 23.56 元。

台半 (5425. TT)

六吋廠將開始貢獻獲利，新增高壓產品投片量

研究部給予台半買進投資建議，係因(1)車用工控占比持續提升，毛利率持續優化，(2)宜蘭六吋廠 1Q23 將損平，2023 年將開始貢獻獲利，(3)新產品持續推出，投片量有所提升，(4)23 年獲利仍將有雙位數成長。綜合以上，預估台半 23 年 EPS 為 7.32 元(+15%YOY)，獲利純度優化，車用占比提升，加上虧損的晶圓廠開始獲利，故建議買進，目標價 110 元(15XPER*23EPS)。

1. 台半為國內的功率元件大廠

台半為台灣的二極體廠商，旗下產品包括整流二極體、保護元件及 MOSFET 等，並持有子公司鼎翰科技(3611 TT)36.38%的股權。以合併營收來看，台半約佔營收45-50%，鼎翰約50-55%。又以台半個體營收來看，約有50%為消費性應用，另外50%為車用工控的產品。2019年聯電以私募持有台半約2.7%股權，共同開發中高壓的 MOSFET 產品。公司在營運策略上逐步淡出低毛利的 PC 市場，並將經營重心轉移至車用市場，與聯電共同開發的車用 MOSFET 產品計畫於 2021 年開始貢獻。

2. 2022年逆勢成長

面對整體市場的需求不振，2022 年台半營收逆勢成長，主要係因車用及工業用的 40V MOSFET 開始出貨，從 1Q22 開始陸續在台系晶圓代工廠投片，另外在宜蘭六吋廠，受惠充電樁之拓展，台半本身也有打入供應鏈當中，使得高壓的 TVS 出貨動能強勁，至 22 年年底六吋廠投片量已接近 8-9000 片(1Q22 僅有不足 5000 片)。另外在子公司鼎翰方面，受惠倉儲自動化趨勢，以及可攜式開發出新機種，使得工業型印表機及可攜式產品需求強勁，營收成長超過 15%YOY，帶動台半合併營收在 2022 年逆勢成長。

3. 1Q23 季節性淡季

因產業進入淡季，加上一月工作天數較少，使得台半 1 月營收僅 12.01 億元(-7.4%MOM/-8%YOY)，但 2 月營收將回升，3 月有望有較大的提升，營收將逐月增長。除此之外，在 1Q23 睽違已久的宜蘭六吋廠將達到損平，主要是高壓 TVS 需求因為充電裝廣布而旺盛。綜合以上，預估台半 1Q23 營收為 38.02 億元，衰退 7%QOQ，成長 1.3%YOY，稅後淨利預估為 3.84 億元，衰退 9.7%QOQ，衰退 0.6%YOY，EPS 1.46 元，雖然看到稅後淨利年衰退，但主要是 1Q22 有大幅匯兌收益使得基期較高，若單看營業淨利則是年增一成。

4. 高階產品進展順利將推升毛利率

台半 40V 以上的 MOSFET 主要投片為兩家台系晶圓代工廠，原先僅為一個月 5000 片(P 3000 片，共 263 顆產品，車規 13 顆，主要為一般品/U 2000 片，共 44 顆產品，主要皆為高壓車用產品)，時至 2Q23 將會提升投片量至 6000 片，主要是新增 60V MOSFET 產品投片。以個體台半來看，未來將會以車用及工業用佔比營收超過 70% 為目標，若 24/25 年，80V/100V/150V 產品開始放量後，車用及工業用佔比營收將邁向 80%，毛利率也預估有望逐步攀升至 40%。



5. 宜蘭六吋廠1Q23損平：

4Q22出貨量8000-9000片(約虧損0.2元左右，1H22投片量較低之時，虧損約為0.5元)。1Q23投片量已達11000片，提升主要原因是因為650V TVS開始放量，充電樁客戶拉貨動能持續，持續開發1000V TVS產品，預估到2023年年底投片量將會達到15000片以上，推估今年六吋廠將呈現首度轉盈的狀況。

6. 23年將持續成長

台半23年持續在車用及工控領域推出新產品，並且在2Q23開始新增投片量。除此之外，先前拖累台半獲利成長的六吋廠也於1Q23損平，全年應可以開始貢獻獲利。綜合以上，預估23年營收178億元，成長12.9%YOY，稅後淨利預估為19.28億元，成長15.1%YOY，EPS 7.32元。

晶碩 (6491.TT)

中國復甦不如預期，Devaluation 風險再起

晶碩是以中國、日本市場為主的隱形眼鏡代工廠。晶碩自結4Q22、2022稅後EPS分別為6.06元(QoQ+1%，YoY+16%)、22.08元(YoY+24%)，投研部預估2023稅後EPS 26.57元(YoY+20%)。晶碩過去的PER與季度獲利成長幅度相關，但4Q22(YoY)成長動能僅與3Q22相近、1Q23(YoY)成長幅度更降至5.3%，此期間PER卻因中國解封題材而逆勢提升至17X，投研部認為公司PER評價恐有修正的風險。未來壓抑晶碩評價的因素包括：(1) 2023獲利下修且年成長趨緩。(2) 高利率的大環境也恐造成評價Devaluation。(3) 中國佔晶碩營收逾4成，但中長期卻存在隱憂進而影響評價，包括主管機關加強監管隱形眼鏡產業與廠商、禁止台灣產品進入中國的可能性，以及中國隱形眼鏡新銳品牌由外包逐漸轉為In-house生產。對照晶碩的成長動能，投研部認為公司的合理評價為PER 15~16X。考量以上，晶碩的投資評為中立。

1. 估晶碩1Q23營收16.19億元(QoQ-9%，YoY+9%)，稅後EPS 5.4元(QoQ-11%，YoY+5%)：

2022/12中國解封後，晶碩之中國客戶庫存去化速度並不快，庫存水位仍不低，公司目前也尚未感受到需求與訂單明顯轉強；投研部預估晶碩1Q23營收16.19億元(QoQ-9%，YoY+9%)。1Q23稼動率下降，產品降價與持續補貼日本客戶也將持續壓抑毛利率，估晶碩1Q23毛利率52%(QoQ-0.1ppts，YoY-1.3ppts)、營益率28.1%(QoQ-1.5ppts，YoY+0ppts)，1Q23營業淨利4.55億元(QoQ-14%，YoY+9%)、稅前純益4.45億元、稅後EPS 5.4元(QoQ-11%，YoY+5%)。

2. 逐步擴充新產能；惟ASP持續下滑，費用率降速趨緩，2023財務結構承壓：

晶碩2022年中時龜山廠月產能約8,000~8,500萬片，公司2023年底擴增總產能至1.26億元的目標不變，包括龜山廠將擴充到1億片，大溪廠一期2,600萬片。晶碩努力以自動化程度提升、生產規模經濟，以及優化產品組合與推出較高價之新產品，來彌補現有產品ASP下滑與補貼日本客戶之衝擊，但2022毛利率仍降至52.4%(YoY-0.6 ppts)，投研部認為毛利率承壓將是長期隱憂。公司2023雖整體折舊金額下降，但ASP下滑趨勢未變，且預期新產能投產恐導致費用率下降速度減緩，2023財務結構將不如預期。

3. 估晶碩2023 EPS 26.57元(YoY+20%)

晶碩自結2022營收63.2億元(YoY+13%)，營益率28.2%(YoY+2.7ppts)，營業淨利18.2億元(YoY+25%)，稅後EPS 22.03元(YoY+24%)。投研部估晶碩2023中國營收33億元(YoY+18%)，日本營收26.2億元(YoY+10%)，台灣營收9.7億元(YoY+25%)，歐美3.8億元(YoY+12%)。預估晶碩2023營收72.7億元(YoY+15%)，2023毛利率53.5%(YoY+1.1ppts)、營益率30.7%(YoY+1.7ppts)，營業淨利22.3億元(YoY+22%)。考量美元較弱勢，預估業外收支由2022的-259萬元降至2023的-1,500萬元。預估晶碩2023稅前純益22.1億元(YoY+22%)，稅後EPS 26.57元(YoY+20%)。

宏全 (9939.TT)

2023年獲利將再創高峰，投資東南亞地區效益顯現，長線獲利成長趨勢可期

研究部給予宏全買進建議，目標價106元。係考量2023年台灣/中國/東南亞三大營運板塊營運展望皆佳。台灣地區方面，飲料及食品包材需求穩定，加上宏全自貿廠預計2H23投產貢獻營收，預估台灣地區營收年增5%。中國地區方面，隨中國地區疫情影響淡化，再加上漳州無菌二線預計將於2Q23投產，以既有空間增設新產線，預計貢獻完整年度營收4~6億元。浙江衢州廠與客戶簽定In-House合作，待客戶蓋好廠，預計4Q23或1Q24投產，預計貢獻完整年營收7~8億元。預估中國地區2023年營收年增12%。東南亞地區方面，因應客戶強勁需求，宏全於既有廠房增設設備滿足客戶需求，且隨訂單需求暢旺，稼動率將有望持續提升(目前平均稼動率約七成)。預估東南亞地區2023年營收年增12%。預估宏全2023年營收270.1億元，+9.4%YoY。預估2023年稅後淨利24.87億元，+8.2%YoY，稅後EPS8.64元。目前宏全本益比11.2倍，位於近年10.2~12.3倍區間中緣。近年宏全現金股息配發率穩定維持於59.5~64.7%，以2022年現金股息配發率60%計算，2023年將配發4.8元現金股利，殖利率5%，股價下檔具殖利率保護。由於東南亞地區受惠人口紅利、GDP增長，東協已成為全球第五大經濟體，市場消費需求持續看增，宏全近年積極投資東南亞地區，長線獲利成長動能趨勢可期，給予宏全12.3倍本益比，建議買進，目標價106元。

1. 宏全為台灣飲料包材及填充代之龍頭廠商：

宏全為台灣最大之飲料包材及填充代工領導廠商，產品主要應用於食品包材：如瓶蓋類(包含塑蓋、鋁蓋、爪蓋)、PET瓶及瓶胚、各類標籤(LDPE熱縮薄膜)、菸酒包材(活性炭濾嘴、BOPP透明紙、捲煙紙、撕帶、蒸鍍鋁紙)等產品。2022年營收比重：食品包材64%、飲料代工32%、其他4%；宏全在全球共計擁有46個生產據點，遍布台灣、中國、東南亞(泰國、印尼、越南等東協國家)、非洲等地區。其中，In-House廠共計有18座，包含台灣4座、中國4座、東南亞10座，重要客戶群包含：統一中控、康師傅、百事可樂、可口可樂、光泉、泰山以及華潤怡寶等一線飲料品牌廠商。2022年地區營收占比：台灣36%、東南亞33%、中國30%、非洲1%。

2. 4Q22稅後EPS1.07元，淡季不淡：

宏全4Q22營收53.42億元，-25.4%QoQ/+10.6%YoY，營收季減為正常淡季表現。4Q22適逢中國地區淡季，加上中國解封，短期確診病例增加，致中國地區4Q22營運平淡。然隨東南亞地區營收貢獻持續增加，4Q為東南亞旺季，帶動4Q22營收維持年增。預估宏全4Q22稅後淨利3.09億元，-58.3%QoQ/+26.6%YoY，稅後EPS1.07元。

合計2022年營收246.96億元，+15.5%YoY，其中，東南亞地區受惠印尼Sosro廠In-House無菌線飲料代工(2Q21投產)與印尼泗水第二條無菌飲料線(3Q21投產)2022年完整年度貢獻下，營收大幅年增38.9%，台灣地區及中國地區2022年營收則分別年增8.0%/5.3%。預估宏全2022年稅後淨利22.99億元，+17.0%YoY，稅後EPS7.99元。



3. 2023年台灣/中國/東南亞三大營運板塊營運展望皆佳

宏全近年除了台灣地區與中國地區事業穩定經營，東南亞地區營收規模也日益成長。展望2023年，台灣地區方面，飲料及食品包材需求穩定，而宏全自貿廠已興建第一期包材生產線與物流倉儲廠房，預計2H23投產，負責外銷包材及物流倉儲等業務，預估貢獻年營收2~3億元。預估台灣地區2023年營收95.2億元，+5.0%YoY。

中國地區方面，2Q22與4Q22營運受疫情衝擊，致2022年營收僅小幅年增5.3%，展望2023年，隨中國地區疫情影響淡化，再加上漳州無菌二線預計將於2Q23投產，以既有空間增設新產線，預計貢獻完整年度營收4~6億元。浙江衢州廠與客戶簽定In-House合作，待客戶蓋好廠，預計4Q23或1Q24投產，預計貢獻完整年營收7~8億元。預估中國地區2023年營收82.1億元，+12.0%YoY。

東南亞地區方面，因應客戶強勁需求，宏全於既有廠房增設設備滿足客戶需求，且隨訂單需求暢旺，稼動率將有望持續提升(目前平均稼動率約七成)。預期將帶動東南亞營收成長。預估東南亞地區2023年營收91.2億元，+12.0%YoY。

此外，宏全規劃於Karawang日本工業區新增K11C新廠，將為宏全東南亞第六個工廠。2024年將新增Krones 800bpm充填設備以及無菌充填設備 Shibuya 800bpm，將可充填28&38mm瓶口與無菌碳酸產品，2024年將有營收貢獻。由於東南亞地區受惠人口紅利、GDP增長，東協已成為全球第五大經濟體，市場消費需求持續看增，宏全近年積極投資東南亞地區，預期東南亞地區將成為宏全長期營運成長重要引擎。

4. 預估2023年稅後EPS8.64元，獲利將再創高峰，建議買進，目標價106元：

綜上所述，考量宏全於台灣地區、中國地區有新產線投產挹注營收，東南亞地區則隨既有產線增添設備搭配稼動率提升帶動營收成長，預估宏全2023年營收270.1億元，+9.4%YoY。預估2023年稅後淨利24.87億元，+8.2%YoY，稅後EPS8.64元。

目前宏全本益比 11.2 倍，位於近年 10.2~12.3 倍區間中緣。2023 年獲利延續成長趨勢，且近年宏全現金股息配發率穩定維持於 59.5~64.7%，以 2022 年現金股息配發率 60%計算，2023 年將配發 4.8 元現金股利，殖利率 5%，股價下檔具殖利率保護。給予宏全 12.3 倍本益比，建議買進，目標價 106 元。



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，為於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