

宏全

(9939.TW/9939 TT)

持有 · 調降

收盤價 February 9 (NT\$)	93.50
12 個月目標價 (NT\$)	98.00
前次目標價 (NT\$)	110.0
調降 (%)	10.9
上漲空間 (%)	4.8

焦點內容

展望宏全 2023 年營運成長動能主要來自中國大陸及東南亞地區，營收成長分別為 8% 及 15.6%，占合併營收比重達 29% 及 35%。在合併營收成長下，2023 年獲利仍可成長 6%。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	26.91 / 896
流通在外股數 (百萬股)：	287.8
外資持有股數 (百萬股)：	98.80
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.80
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	70.50 - 94.50

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	12.8	26.5	25.5
相對表現 (%)	-1.6	22.9	39.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	1.67A	2.52A	1.79A	0.85A
2022	1.93A	2.41A	2.57A	0.80F
2023	1.94F	2.61F	2.54F	1.08F

股價圖



資料來源：TEJ

機構投資者票選活動

投票時間 1/9-2/10 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com

許芝瑄
886 2 2181 8016
Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2023 年營運成長趨緩

重要訊息

宏全自結 4Q22 營收年增 11%，符合凱基預期。但預期在成本上升使毛利率表現不如預期下，我們下修 4Q22 獲利 29.5%，EPS 為 0.8 元。

評論及分析

4Q22 獲利將低於凱基預估：宏全自結 4Q22 合併營收達 53.61 億元，年增 11%，符合凱基預期。成長地區主要來自台灣地區因受惠過年客戶提早拉貨，東南亞地區則因客戶下單動能仍強。但毛利率將不如預期，主因台灣歲休使維修成本增加，及東南亞有回饋客戶優惠，我們下修毛利率至 17.6%，進而下修 4Q22 獲利 29.5% 至 2.3 億元，下修後 EPS 為 0.8 元。

2023 年營運成長仍以中國大陸及東南亞地區為主：展望宏全 2023 年營運成長動能仍來自中國大陸及東南亞地區，中國地區除受惠疫後飲料消費需求增加外，也有新產能開出，預估 2023 年中國大陸區營收可年增 8.1%，占合併營收比重可達 29%。東南亞地區在飲料市場成長性仍佳的情況下，預估 2022 年東南亞地區營收年增可達 15.6%，占合併營收比重可達 35%。

營運成長動能趨緩，下修 2023 年獲利預估：雖因中國及東南亞地區營收展望優於預期，我們上調 2023 年合併營收 3.5% 至 271 億元，年增 9.7%。但在直接人事成本及新產線費用增加下，我們下修 2023 年毛利率 0.8ppts 至 20.9%，加上 2023 年無匯兌收益貢獻，我們下調獲利 2.2% 至 23.5 億元，年增 5.9%，下修後的 EPS 為 8.17 元。

投資建議

宏全 4Q22 獲利低於預期，及 2023 年營運成長動能趨緩，我們將投資評等下調至「持有」，一年目標價下調至 98 元(以 2023 年 EPS 計算，及本益比由 14 倍下調至 12 倍)。

投資風險

毛利率上升優於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	19,348	21,383	24,715	27,110	29,406
營業毛利 (NT\$百萬)	4,106	4,911	5,155	5,676	6,203
營業利益 (NT\$百萬)	2,190	2,828	2,839	3,244	3,674
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,655	1,965	2,221	2,352	2,666
每股盈餘 (NT\$)	5.72	6.83	7.72	8.17	9.26
每股現金股利 (NT\$)	3.60	4.30	4.79	5.07	5.74
每股盈餘成長率 (%)	21.2	19.4	13.1	5.9	13.3
本益比 (x)	16.4	13.7	12.1	11.4	10.1
股價淨值比 (x)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	8.8	7.6	7.5	6.7	6.0
淨負債比率 (%)	78.4	75.7	69.4	63.7	57.5
殖利率 (%)	3.9	4.6	5.1	5.4	6.1
股東權益報酬率 (%)	12.7	14.8	16.0	15.9	17.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 4Q22 及 1Q23 財務預估

百萬元	4Q22F					1Q23F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	5,361	5,347	0.3	(25.2)	11.0	6,238	6,198	0.7	16.4	11.2
毛利	945	1,060	(10.8)	(38.1)	0.1	1,318	1,349	(2.2)	39.5	6.6
營業利益	342	484	(29.3)	(63.1)	(13.7)	772	802	(3.8)	125.9	7.7
稅後淨利	231	327	(29.5)	(68.9)	(5.5)	560	564	(0.7)	142.6	0.8
每股盈餘 (元)	0.80	1.14	(29.5)	(68.9)	(5.5)	1.94	1.96	(0.7)	142.6	0.8
毛利率 (%)	17.6	19.8	(2.2)ppts	(3.7)ppts	(1.9)ppts	21.1	21.8	(0.6)ppts	3.5 ppts	(0.9)ppts
營業利益率 (%)	6.4	9.0	(2.7)ppts	(6.5)ppts	(1.8)ppts	12.4	12.9	(0.6)ppts	6.0 ppts	(0.4)ppts
淨利率 (%)	4.3	6.1	(1.8)ppts	(6.0)ppts	(0.8)ppts	9.0	9.1	(0.1)ppts	4.7 ppts	(0.9)ppts

資料來源：凱基

圖 2: 2022-23 財務預估

百萬元	2022F				2023F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	24,715	24,713	0.0	15.6	27,110	26,189	3.5	9.7
毛利	5,155	5,276	(2.3)	5.0	5,676	5,705	(0.5)	10.1
營業利益	2,839	3,059	(7.2)	0.4	3,244	3,404	(4.7)	14.3
稅後淨利	2,221	2,292	(3.1)	13.1	2,352	2,406	(2.2)	5.9
每股盈餘 (元)	7.72	7.97	(3.1)	13.1	8.17	8.36	(2.2)	5.9
毛利率 (%)	20.9	21.3	(0.5)ppts	(2.1)ppts	20.9	21.8	(0.8)ppts	0.1 ppts
營利率 (%)	11.5	12.4	(0.9)ppts	(1.7)ppts	12.0	13.0	(1.0)ppts	0.5 ppts
淨利率 (%)	9.0	9.3	(0.3)ppts	(0.2)ppts	8.7	9.2	(0.5)ppts	(0.3)ppts

資料來源：凱基

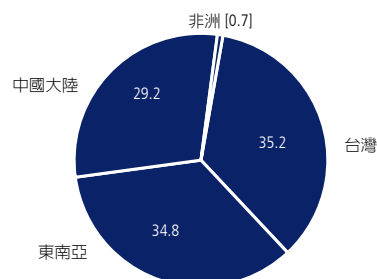
圖 3: 公司概況

宏全國際成立於 1969 年，為台灣最大的包材製造商，主要產品為 PET 瓶、鋁蓋、塑蓋及各類標籤等。宏全的營運模式主要為飲料代工及 in-house 兩種模式，兩種營運模式均帶來包材的使用量，帶動宏全營收成長。宏全自 1990 年將營運拓展至海外，陸續在中國大陸及東南亞(泰國、印尼、馬來西亞、越南等)設立廠房。

資料來源：凱基

圖 4: 2023 年東南亞地區營收比重持續提升

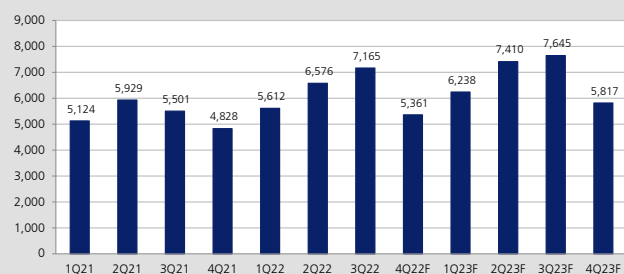
各地區營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

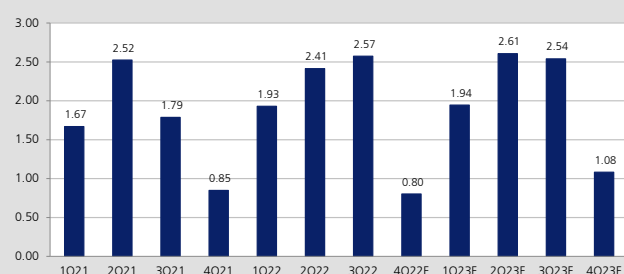
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

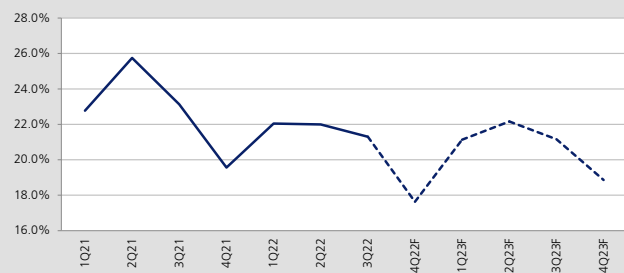
每股盈利，元



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: 本益比

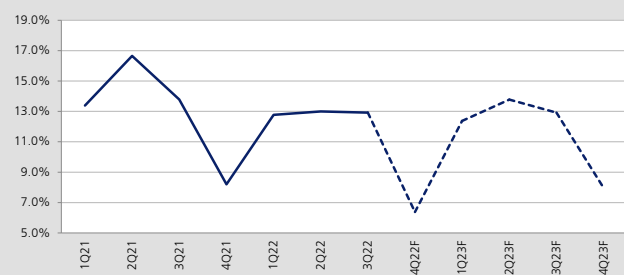
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

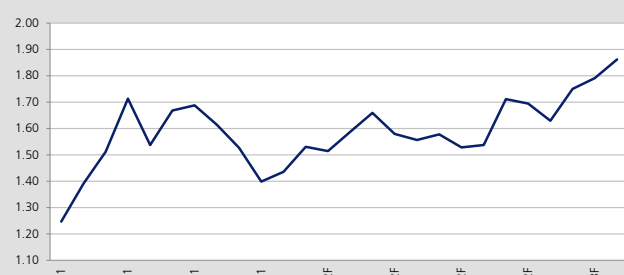
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	5,612	6,576	7,165	5,361	6,238	7,410	7,645	5,817	24,715	27,110	29,406
營業成本	(4,375)	(5,130)	(5,639)	(4,416)	(4,920)	(5,768)	(6,027)	(4,720)	(19,560)	(21,435)	(23,204)
營業毛利	1,237	1,446	1,526	945	1,318	1,642	1,618	1,097	5,155	5,676	6,203
營業費用	(520)	(592)	(600)	(604)	(546)	(621)	(630)	(634)	(2,316)	(2,431)	(2,529)
營業利益	717	855	926	342	772	1,021	988	464	2,839	3,244	3,674
折舊	(561)	(568)	(579)	(600)	(618)	(618)	(618)	(618)	(2,308)	(2,470)	(2,627)
攤提	(9)	(7)	(6)	(23)	(11)	(11)	(11)	(11)	(45)	(45)	(45)
EBITDA	1,287	1,430	1,511	965	1,401	1,650	1,616	1,092	5,192	5,760	6,346
利息收入	8	8	14	14	14	14	14	14	43	56	58
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	4	4	4	(0)	-	-	-	-	12	-	-
總營業外收入	11	12	18	14	14	14	14	14	55	56	58
利息費用	(37)	(33)	(50)	(37)	(40)	(40)	(40)	(40)	(157)	(160)	(164)
投資損失	(0)	(1)	(1)	-	-	-	-	-	(2)	-	-
其他營業外費用	44	85	82	5	(5)	(5)	(5)	(5)	216	(20)	(40)
總營業外費用	7	51	32	(32)	(45)	(45)	(45)	(45)	57	(180)	(204)
稅前純益	735	917	976	323	741	990	957	433	2,951	3,120	3,528
所得稅費用[利益]	(163)	(186)	(218)	(81)	(163)	(218)	(210)	(108)	(648)	(699)	(792)
少數股東損益	(17)	(36)	(17)	(12)	(19)	(22)	(15)	(13)	(82)	(69)	(71)
非常項目稅後純益	555	695	741	231	560	750	731	311	2,221	2,352	2,666
非常項目	0	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	555	695	741	231	560	750	731	311	2,221	2,352	2,666
每股盈餘 (NT\$)	1.93	2.41	2.57	0.80	1.94	2.61	2.54	1.08	7.72	8.17	9.26
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.0	22.0	21.3	17.6	21.1	22.2	21.2	18.9	20.9	20.9	21.1
營業利益率	12.8	13.0	12.9	6.4	12.4	13.8	12.9	8.0	11.5	12.0	12.5
EBITDA Margin	22.9	21.7	21.1	18.0	22.5	22.3	21.1	18.8	21.0	21.2	21.6
稅前純益率	13.1	13.9	13.6	6.0	11.9	13.4	12.5	7.4	11.9	11.5	12.0
稅後純益率	9.9	10.6	10.3	4.3	9.0	10.1	9.6	5.4	9.0	8.7	9.1
季成長率 (%)											
營業收入	16.2	17.2	9.0	(25.2)	16.4	18.8	3.2	(23.9)			
營業毛利	31.0	16.9	5.5	(38.1)	39.5	24.6	(1.5)	(32.2)			
營業收益增長	81.1	19.2	8.3	(63.1)	125.9	32.2	(3.3)	(53.1)			
EBITDA	31.9	11.1	5.7	(36.2)	45.2	17.8	(2.0)	(32.4)			
稅前純益	110.3	24.8	6.4	(66.9)	129.2	33.6	(3.4)	(54.8)			
稅後純益	127.6	25.1	6.6	(68.9)	142.6	34.1	(2.6)	(57.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	9.5	10.9	30.3	11.0	11.2	12.7	6.7	8.5	15.6	9.7	8.5
營業毛利	6.0	(5.3)	19.9	0.1	6.6	13.5	6.0	16.1	5.0	10.1	9.3
營業收益	4.5	(13.4)	22.0	(13.7)	7.7	19.5	6.7	35.6	0.4	14.3	13.3
EBITDA	0.9	(8.0)	15.1	(1.1)	8.9	15.4	7.0	13.2	1.5	10.9	10.2
稅前純益	12.5	(3.8)	30.3	(7.5)	0.8	7.9	(2.0)	33.8	9.1	5.7	13.1
稅後純益	15.7	(4.4)	44.0	(5.5)	0.8	8.0	(1.3)	35.0	13.1	5.9	13.3

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	31,693	33,544	34,782	35,912	37,174
流動資產	10,608	12,903	13,206	13,723	14,487
現金及短期投資	4,095	4,952	5,031	5,141	5,278
存貨	2,297	2,991	2,840	3,112	3,360
應收帳款及票據	3,037	3,725	4,063	4,159	4,499
其他流動資產	1,180	1,235	1,272	1,310	1,350
非流動資產	21,085	20,641	21,577	22,189	22,687
長期投資	52	47	45	45	45
固定資產	16,655	17,198	17,890	18,220	18,393
什項資產	4,377	3,396	3,642	3,925	4,249
負債總額	17,809	19,354	19,666	19,834	20,012
流動負債	6,982	7,806	7,269	7,224	7,158
應付帳款及票據	827	1,088	1,340	1,468	1,585
短期借款	4,741	4,773	3,784	3,467	3,024
什項負債	1,414	1,946	2,145	2,289	2,549
長期負債	10,827	11,547	12,397	12,610	12,853
長期借款	10,184	10,923	11,741	11,919	12,122
其他負債及準備	177	206	236	272	313
股東權益總額	13,884	14,190	15,116	16,078	17,162
普通股股本	2,878	2,878	2,878	2,878	2,878
保留盈餘	3,489	3,910	4,754	5,648	6,661
少數股東權益	808	730	812	880	951
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(10.1%)	10.5%	15.6%	9.7%	8.5%
營業收益增長	(2.9%)	29.1%	0.4%	14.3%	13.3%
EBITDA	(1.6%)	14.3%	1.5%	10.9%	10.2%
稅後純益	19.9%	18.7%	13.1%	5.9%	13.3%
每股盈餘成長率	21.2%	19.4%	13.1%	5.9%	13.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	21.2%	23.0%	20.9%	20.9%	21.1%
營業利益率	11.3%	13.2%	11.5%	12.0%	12.5%
EBITDA Margin	23.1%	23.9%	21.0%	21.2%	21.6%
稅後純益率	8.6%	9.2%	9.0%	8.7%	9.1%
平均資產報酬率	5.2%	6.0%	6.5%	6.7%	7.3%
股東權益報酬率	12.7%	14.8%	16.0%	15.9%	17.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	107.5%	110.6%	102.7%	95.7%	88.3%
淨負債比率	78.4%	75.7%	69.4%	63.7%	57.5%
利息保障倍數 (x)	13.8	20.6	19.8	20.5	22.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	25.2	26.1	29.7	29.1	29.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.9	0.7	1.2	1.3	1.5
流動比率 (x)	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0
速動比率 (x)	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	10,879	10,744	10,495	10,244	9,867
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.72	6.83	7.72	8.17	9.26
每股現金盈餘 (NT\$)	14.58	12.53	16.21	16.16	17.00
每股淨值 (NT\$)	45.44	46.77	49.70	52.81	56.33
調整後每股淨值 (NT\$)	45.15	46.77	49.70	52.81	56.33
每股營收 (NT\$)	66.81	74.30	85.88	94.20	102.18
EBITDA/Share (NT\$)	15.46	17.78	18.04	20.01	22.05
每股現金股利 (NT\$)	3.60	4.30	4.79	5.07	5.74
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.61	0.66	0.72	0.77	0.80
應收帳款周轉天數	57.4	63.6	60.0	56.0	56.0
存貨周轉天數	55.2	66.3	53.0	53.0	53.0
應付帳款周轉天數	19.9	24.1	25.0	25.0	25.0
現金轉換周轉天數	92.7	105.8	88.0	84.0	84.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	19,348	21,383	24,715	27,110	29,406
營業成本	(15,243)	(16,472)	(19,560)	(21,435)	(23,204)
營業毛利	4,106	4,911	5,155	5,676	6,203
營業費用	(1,916)	(2,083)	(2,316)	(2,431)	(2,529)
營業利益	2,190	2,828	2,839	3,244	3,674
總營業外收入	52	65	55	56	58
利息收入	52	52	43	56	58
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	13	12	-	-
總營業外費用	(86)	(188)	57	(180)	(204)
利息費用	(168)	(138)	(157)	(160)	(164)
投資損失	(0)	(1)	(2)	-	-
其他營業外費用	82	(49)	216	(20)	(40)
稅前純益	2,155	2,705	2,951	3,120	3,528
所得稅費用[利益]	(425)	(677)	(648)	(699)	(792)
少數股東損益	(75)	(64)	(82)	(69)	(71)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	1,655	1,965	2,221	2,352	2,666
EBITDA	4,478	5,118	5,192	5,760	6,346
每股盈餘 (NT\$)	5.72	6.83	7.72	8.17	9.26

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	4,223	3,606	4,664	4,652	4,894
本期純益	1,655	1,965	2,221	2,352	2,666
折舊及攤提	2,288	2,290	2,353	2,515	2,672
本期運用資金變動	112	(1,263)	88	(216)	(444)
其他營業資產及負債變動	167	615	2	0	0
投資活動之現金流量	(3,070)	(2,183)	(3,291)	(3,128)	(3,170)
投資用短期投資出售[新購]	4	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(3,047)	(2,136)	(3,000)	(2,800)	(2,800)
其他資產變動	(27)	(47)	(291)	(328)	(370)
自由現金流	1,076	967	1,611	1,971	2,233
融資活動之現金流量	(1,085)	(335)	(1,295)	(1,413)	(1,587)
短期借款變動	(1,950)	1,024	(470)	(350)	(450)
長期借款變動	397	1,682	300	210	210
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(941)	(1,079)	(1,237)	(1,377)	(1,458)
其他融資現金流	1,686	(1,963)	113	104	112
匯率影響數	40	(183)			
本期產生現金流量	109	905	78	111	137

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	9.9%	9.7%	9.4%	9.0%	8.6%
= 銷管費用/營業收入	11.3%	13.2%	11.5%	12.0%	12.5%
= 營業利益率					
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
營業利益率	11.3%	13.2%	11.5%	12.0%	12.5%
x 資本周轉率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
x (1 - 有效現金稅率)	80.3%	75.0%	78.0%	77.6%	77.6%
= 稅後 ROIC	7.5%	8.9%	9.1%	10.0%	11.0%

資料來源：公司資料，凱基

宏全 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2022-10-25	增加持股	110.0	76.8
2022-07-26	增加持股	106.0	73.5
2022-04-21	增加持股	110.0	76.8
2022-03-22	增加持股	110.0	76.7
2021-11-09	增加持股	110.0	68.2
2021-07-29	增加持股	110.0	75.0
2021-04-20	增加持股	105.0	77.1
2021-03-19	增加持股	85.0	68.3
2021-02-03	增加持股	85.0	58.3
2020-11-05	增加持股	79.0	58.8

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，適後若有變更時，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。