

## 正新 (2105 TT) Cheng Shin Rubber

本業致力改善產品組合，惟中國廠商競爭態勢持續

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$53.0

收盤價 (2024/09/11) : NT\$48.22  
隱含漲幅 : 9.96%

## 營收組成 (2023)

TBR14.5%、汽車 PCR 40.7%、MC 17.3%、BC 10.7%、Tube 4.3%、others 12.3%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	53.0	55.0
2024年營收 (NT\$/十億)	99.4	100.2
2024年EPS	2.7	2.7

## 交易資料表

市值	NT\$156,240百萬元
外資持股比率	15.4%
董監持股比率	12.8%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$27.10
負債比	40.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	98,623	96,201	99,374	103,786
營業利益	7,374	10,358	12,306	13,563
稅後純益	4,961	7,182	8,888	9,542
EPS (元)	1.53	2.22	2.74	2.94
EPS YoY (%)	-5.9	45.1	23.5	7.4
本益比 (倍)	31.5	21.7	17.6	16.4
股價淨值比 (倍)	1.9	1.8	1.8	1.8
ROE (%)	6.0	8.5	10.1	10.7
現金殖利率 (%)	2.9%	4.2%	5.1%	5.5%
現金股利 (元)	1.40	2.00	2.47	2.66

何宗祐

bill0066@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 2Q24 毛利率季增 0.9ppts 至 26%，多數輪胎廠陸續漲價，正新產品組合一併改善，且費用控制得宜，營業利益季增 11.5%至 30.5 億元。

◆ 展望 3Q24，中國輪胎市場價格漲跌互現，預期終端仍將維持競爭，估 3Q24 營收 264.6 億元，毛利率 26.7%，營業利益 34.7 億元。

◆ 2024/2025 年專注產品組合，拉升雙印廠產能帶動獲利改善，給予正新 持有評等，目標價 53 元，係以 2 倍 2025 年每股淨值 28.1 元推得。

## 2Q24 毛利率略優於預期，受惠業外貢獻，獲利優於預期 8%

正新 2Q24 毛利率 26%，季增 0.9ppts/年增 1.9ppts，略優預期之 25.7%，多數輪胎廠於 4M24 起陸續漲價 2-5%不等，同時正新產品組合一併改善，且費用控制得宜，營業利益 30.5 億元，季增 11.5%/年增 16%，符合預期。業外貢獻約 6,500 萬，同時海外盈餘匯回下降，稅率 24.4%低於原先預估之 28%，稅後獲利 23.6 億元，季增 6.1%/年增 13.4%，優於預期 7.8%，EPS 0.73 元。

## 3Q24 中國輪胎市場價格漲跌互現，預期終端仍將維持競爭

展望 3Q24，部分品牌於 3Q24 加大促銷力度，預期中國市場將持續競爭。而其他胎別方面，受惠中國市場自行車運動熱潮推動，其自有品牌與 OEM 銷售復甦，儘管美國和歐洲市場復甦前景尚不明，然隨庫存調整接近尾聲，3Q24 腳踏車客戶將持續拉貨。綜合上述，本中心維持預估 3Q24 營收 264.6 億元，季增 8.7%/年增 4.4%，毛利率受惠產品組合轉佳較 2Q24 提升至 26.7%，季增 0.7ppts/年增 1.2ppts，營業利益 34.7 億元，季增 13.6%/年增 12.2%，稅後獲利 24.1 億元，季增 2.2%/年增 22.1%，EPS 0.74 元。

## 維持正新「持有」投資評等，目標價 53 元

展望 2024/2025 年，面對中國輪胎廠商競爭下，正新將以改變產品結構應對，持續加大力道於 17"以上的輪胎市場和非中市場。雙印廠方面，損益兩平點為日產能達 2.5-2.6 萬條，儘管目前印尼廠營利率已轉正，惟受匯率影響仍呈虧損，而印度廠預期將於 2H24 隨市場情況加設產能至日產能 2.5 萬條，屆時方能帶動獲利改善。短中國輪胎市場仍維持競爭態勢，且天膠價格持續上漲，將對輪胎廠商造成成本壓力，仍需觀察後續原材料價格是否持續上行，本中心較前次調降 0.1 倍 PB 至 1.9 倍 PB，並改以 2025 年每股淨值 28.1 元評價，目標價 53 元，目前評價合理，因此維持持有評等。

## 2Q24 毛利率略優於預期，受惠業外貢獻，獲利優於預期

正新 2Q24 營收 243.5 億元，季增 3%，年減 1.1%，主因受中國輪胎市場維持競爭態勢，同時海運費上漲情況下，中國輪胎廠外銷轉內銷，再度加劇中國市場競爭惡化，因此轎車胎出貨低於預期，其餘胎別稼動率維持 1Q24，不過因無農曆年節因素，整體營收仍維持季增。毛利率方面，多數輪胎廠於 4M24 起陸續漲價 2-5% 不等，同時正新產品組合一併改善，2Q24 毛利率 26%，季增 0.9ppts，年增 1.9ppts，略優於預期之 25.7%，且因費用控制得宜，營業利益 30.5 億元，季增 11.5%，年增 16%，符合預期。因業外貢獻約 6,500 萬，同時海外盈餘匯回下降，稅率 24.4% 低於原先預估之 28%，整體稅後獲利 23.6 億元，季增 6.1%，年增 13.4%，優於本中心預期 7.8%，EPS 0.73 元，優於本中心預期 9%。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	24,623	23,622	24,346	3.1%	-1.1%	25,220	25,122	-3.5%	-3.1%
營業毛利	5,929	5,949	6,340	6.6%	6.9%	6,486	6,356	-2.3%	-0.3%
營業利益	2,631	2,736	3,052	11.5%	16.0%	3,065	2,848	-0.4%	7.2%
稅前利益	2,915	3,040	3,117	2.5%	6.9%	3,039	2,655	2.6%	17.4%
稅後淨利	2,078	2,220	2,355	6.1%	13.4%	2,186	1,923	7.8%	22.5%
調整後 EPS (元)	0.64	0.68	0.73	6.1%	13.4%	0.67	0.60	9.0%	22.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	24.1%	25.2%	26.0%	0.9	1.9	25.7%	25.3%	0.3	0.7
營業利益率	10.7%	11.6%	12.5%	1.0	1.9	12.2%	11.3%	0.4	1.2
稅後純益率	8.4%	9.4%	9.7%	0.3	1.2	8.7%	7.7%	1.0	2.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3Q24 中國輪胎市場價格漲跌互現，預期終端仍將維持競爭

展望 3Q24，正新 8 月營收 87.5 億元，月增 6.9%、年增 1.9%，3Q24 累計營收 169.3 億元，3Q24 達成率 64%，符合預期。據各輪胎廠商公告，部分品牌於 3Q24 加大促銷力度，如馬牌、倍耐力、瑪吉斯、中策橡膠等皆有推動部分地區的促銷活動，預期中國市場將持續競爭。不過，其他胎別方面，觀察腳踏車供應鏈近期法說結果顯示，受惠中國市場自行車運動熱潮推動，其自有品牌與 OEM 銷售復甦，因此儘管美國和歐洲市場復甦前景尚不明，然隨庫存調整接近尾聲，3Q24 腳踏車客戶將持續拉貨。綜合上述，大致與本中心前次預期相符，因此本中心維持 3Q24 營收 264.6 億元，季增 8.7%，年增 4.4%，毛利率受惠產品組合轉佳較 2Q24 提升至 26.7%，季增 0.7ppts，年增 1.2ppts，營業利益 34.7 億元，季增 13.6%，年增 12.2%，稅後獲利 24.1 億元，季增 2.2%，年增 22.1%，EPS 0.74 元。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	25,333	24,346	26,458	8.7%	4.4%	26,458	25,337	0.0%	4.4%
營業毛利	6,453	6,340	7,056	11.3%	9.3%	7,056	6,631	0.0%	6.4%
營業利益	3,090	3,052	3,466	13.6%	12.2%	3,466	3,260	0.0%	6.3%
稅前利益	2,941	3,117	3,440	10.4%	17.0%	3,440	3,202	0.0%	7.4%
稅後淨利	1,972	2,355	2,407	2.2%	22.1%	2,406	2,303	0.0%	4.5%
調整後 EPS (元)	0.61	0.73	0.74	2.2%	22.1%	0.74	0.71	0.0%	4.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	25.5%	26.0%	26.7%	0.7	1.2	26.7%	26.2%	0.0	0.5
營業利益率	12.2%	12.5%	13.1%	0.6	0.9	13.1%	12.9%	0.0	0.2
稅後純益率	7.8%	9.7%	9.1%	-0.6	1.3	9.1%	9.1%	0.0	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

美對泰半鋼胎反傾銷稅落定，正新將調配產能加大由泰國廠供應美國需求

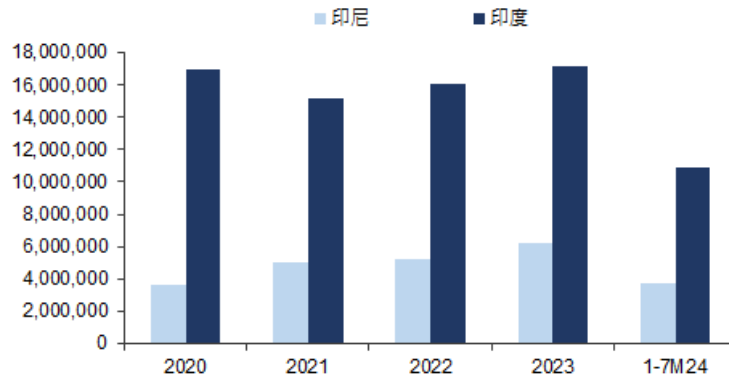
6M20 美國商務部對泰國乘用車及輕卡輪胎啟動反傾銷調查，正新泰國廠 PCR 轎車胎及 LTR 輕卡胎需課徵反傾銷稅率為 17.06%。9M22 美國商務部啟動複審調查，複查初裁後正新泰國廠稅率調降至 4.52%，1M24 公布終裁結果與初裁一致。

正新泰國廠主要生產汽車及卡車外胎，稅率調降有利於泰國廠提升獲利貢獻，目前正新由台灣及泰國廠出貨美國市場，美國市場 1H24 年約佔正新營收 12.7%(較 1H23 提升約 1.1ppts)，因目前台灣廠出貨美國須課徵 20.04%，未來正新將調配出貨產能，加大泰國廠出貨量能。

2024 年擴增雙印廠產能，提升雙印廠利潤

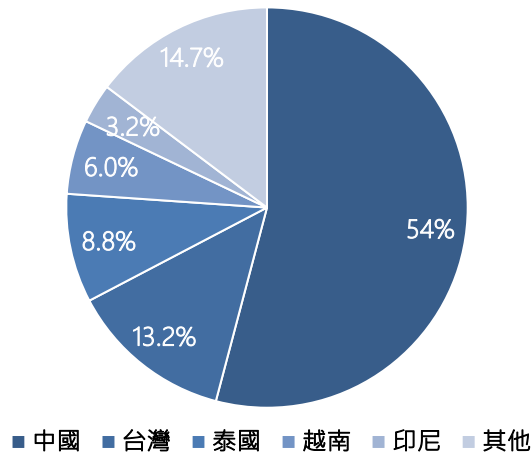
雙印(印尼和印度)廠主要生產機車胎。據印尼機車協會(AISI)統計，印尼機車銷量排名全球第三，僅次於中國大陸和印度。在東協經濟體中，印尼是最大的機車消費國家，2024 年累計至 8M24 印尼兩輪車銷量達 434.4 萬輛，年增 3%，正新主要銷售印尼售後市場，印尼兩輪車保有量已餘 1.3 億輛以上，潛在市場大；印度方面，截至 7M24 兩輪車銷量已達 1093 萬輛，年增 21%，近年平均銷售皆維持 1,500 萬輛以上，前三大摩托車品牌如 Hero、本田、TVS Motor，前兩大摩托車品牌為正新主要出貨客戶。目前印度廠日產能約 1.7-1.8 萬條(目標日產能 2.5 萬條)，印尼廠日產能現已拉升至 4 萬條，正新將持續擴大規模效益，若排除匯率因素影響預期將進一步帶動雙印廠獲利虧轉盈。

圖 3：印度和印尼機車銷量



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：1H24 各廠區營收比重



資料來源：公司資料、元大投顧

### 17"以上輪胎比重持續增加，為正新毛利率正向因子

使用 17"以上車胎的車款包含多種車型如 SUV、跨界車型、轎車、跑車等，在操控性能與舒適性間取得良好平衡，目前較受市場偏好。正新 17"以上佔 PCR 輪胎的營收比重自 2018 年的 28.8% 提升至 2023 年 38.6%，1H24 已提升至 40%，持續往大輪胎推銷，優化產品組合，推動正新獲利表現。

### 2024/2025 年專注產品組合，同時拉升雙印廠產能帶動獲利改善

展望 2024/2025 年，面對中國輪胎廠商競爭下，正新將以改變產品結構應對，將持續加大力道於 17" 以上的輪胎市場和非中市場。雙印廠方面，損益兩平點為日產能達 2.5-2.6 萬條，儘管目前印尼廠營利率已轉正，惟受匯率影響仍呈虧損，而印度廠預期將於 2H24 隨市場情況加設產能至日產能 2.5 萬條，屆時方能帶動獲利改善。綜合上述，本中心未調整 2H24 預估，僅就 2Q24 營運狀況調整 2024 年營收至 993.7 億元，年增 3.3%，下調幅度 0.9%，毛利率 25.7%，年增 1.4ppts，營業利益 123.1 億元，年增 18.8%，下調幅度 2%，稅後獲利 88.9 億元，年增 23.5%，上調幅度 2%，EPS 2.74 元。

預估 2025 年營收 1,037 億元，年增 4.4%，毛利率 26.3%，年增 0.5ppts，營業利益 135.6 億元，年增 10.2%，稅後獲利 95.4 億元，年增 7.3%，EPS 2.94 元。

## 產業概況

### 持續擴展國際車廠供應鏈，單一客戶曝險程度低

正新組車胎(OE)、維修胎(RE)比重約 3：7，原廠胎前四大客戶為美系及日系車廠，另已於 4Q22 起打入德國品牌車廠，目前出貨入門車款，公司亦持續進行其他車型開發，認證後有望持續擴展產品線。此外，公司主要客戶營收佔比皆不到 5%，顯示公司積極分散客戶風險，較不易受到單一客戶營運影響，對於正新長期營運為正面因素。

圖 5：2022 年前 10 大輪胎品牌

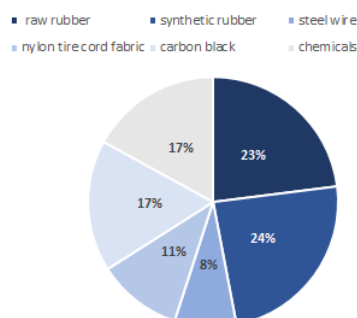
Rank	Company	Tire Brand	Ticker	2023 Tire Sales (USD mn)	% of Total Corp. Sales	OPM	Market share%
1	米其林 (Michelin)	米其林(Michelin)	ML FP	27,577	90.0%	12.59%	11%
2	普林斯通 (Bridgestone)	普林斯通 (Bridgestone)	5108 JP	25,454	83.0%	11.31%	10%
3	固特異輪胎 (Goodyear Tire & Rubber)	固特異(Goodyear)	GT US	17,262	86.0%	4.10%	7%
4	德國馬牌 (Continental)	馬牌(Continental)	CON GR	12,500	29.0%	4.55%	5%
5	倍耐力(Pirelli)	倍耐力(Pirelli)	PIRC IM	7,189	100.0%	13.80%	3%
5	住友橡膠 (Sumitomo Rubber)	登祿普(Dumlop)	5110 JP	7,165	85.5%	6.55%	3%
7	韓泰輪胎 (Hankook Tire)	韓泰(Hankook)	161390 KS	6,643	97.0%	14.86%	3%
8	中策橡膠	朝陽、西湖、全諾、雅度等	Private	6,227	88.8%	4.7%	2%
9	橫濱橡膠 (Yokohama Rubber)	橫濱(Yokohama)	5101 JP	4,772	95.7%	25.68%	2%
10	賽輪輪胎 (Sailun Tire)	賽輪(Sailun)	601058 SS	3,604	100.0%	15.32%	1%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

### 輪胎供應商獲利與橡膠價格相關性最高

輪胎約 7-8 成成本來自於原物料，正新 1H24 年輪胎原物料成本占比：生膠(23%)、人造膠(24%)、鋼絲(8%)、尼龍簾布(11%)、碳煙(17%)、化學藥品(抗氧化劑等橡膠助劑)(17%)。其中，天然橡膠、合成橡膠合計占原材料成本的 45%，因此橡膠價格波動影響輪胎企業的獲利程度最大，在觀察原物料對輪胎獲利多以橡膠為指標。

圖 6：1H24 年輪胎原物料成本占比



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

## 天膠平均價格持續上漲，輪胎廠商成本壓力提升

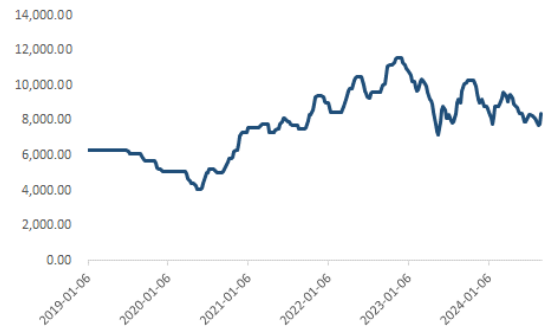
3-4 月為全球天然橡膠低產期，因此受橡膠供應端尚未明顯提升，且雲南地區有乾旱現象，疊加泰國產區原料價格上漲的情況下，天膠價格於 2Q24 平均價格漲幅約 7.6%。而 8M24 起天膠價格受中國國內橡膠產區氣候狀況不佳影響原料產出，致天膠價格至 9M24 持續上漲至 21700 人民幣/噸，較 6M24 底漲幅近 19%，將對輪胎廠商成本造成壓力。

圖 7：天然橡膠價格 (單位：人民幣)



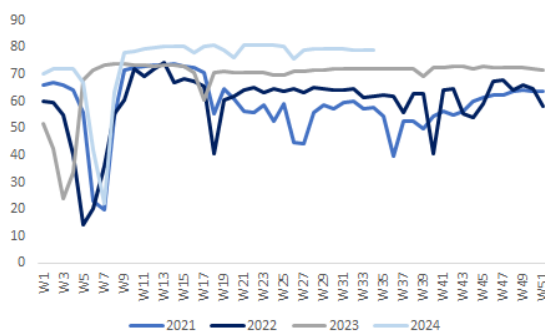
資料來源：工研院、元大投顧

圖 8：碳黑價格 (單位：人民幣)



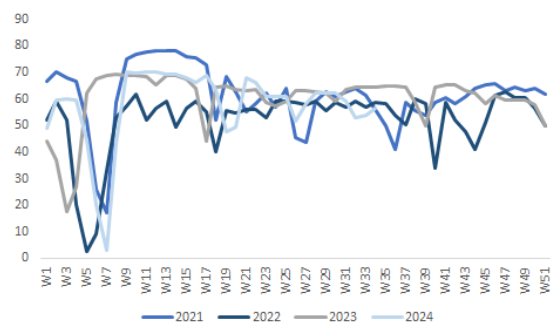
資料來源：工研院、元大投顧

圖 9：半鋼胎開工率



資料來源：工研院、元大投顧

圖 10：全鋼胎開工率



資料來源：工研院、元大投顧

## 獲利調整與股票評價

### 維持正新「持有」投資評等，目標價 53 元

展望 2024/2025 年，估正新 2024/2025 年營收 993.7/1,037 億元，年增 3.3%/4.4%，分別下調 0.9%/持平預估，毛利率 25.7%/26.2%，年增 1.4ppts/0.5ppts，營業利益 123.1/135.6 億元，年增 18.8%/10.2%，分別下調 2%/持平預估，稅後獲利 88.9/95.4 億元，年增 23.5%/7.3%，分別上調 2%/0.1%，EPS 2.74/2.94 元。

中國輪胎市場仍維持競爭態勢，且天膠價格持續上漲，將對輪胎廠商造成成本壓力，仍需觀察後續原材料價格是否持續上行，本中心較前次調降 0.1 倍 PB 至 1.9 倍 PB，並改以 2025 年每股淨值 28.1 元評價，目標價 53 元，目前評價合理，因此維持持有評等。

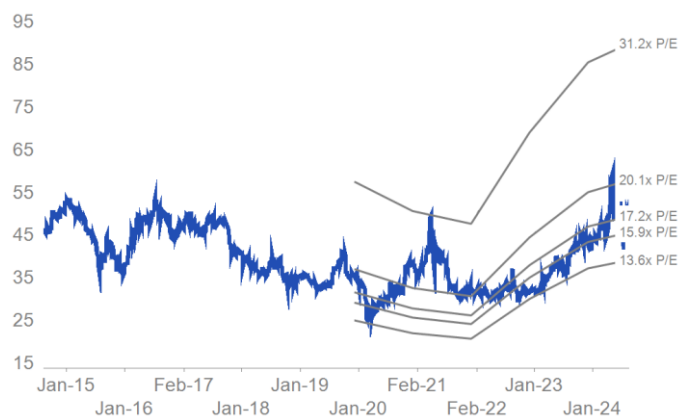
圖 11：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	99,374	100,248	103,786	103,786	-0.9%	0.0%
營業毛利	25,550	25,696	27,239	27,239	-0.6%	0.0%
營業利益	12,306	12,551	13,563	13,563	-2.0%	0.0%
稅前利益	12,320	12,242	13,457	13,457	0.6%	0.0%
稅後淨利	8,888	8,715	9,542	9,536	2.0%	0.1%
調整後 EPS (元)	2.74	2.69	2.94	2.94	1.9%	0.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	25.7%	25.6%	26.3%	26.3%	0.1	0.0
營業利益率	12.4%	12.5%	13.1%	13.1%	-0.1	0.0
稅後純益率	8.9%	8.7%	9.2%	9.2%	0.3	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

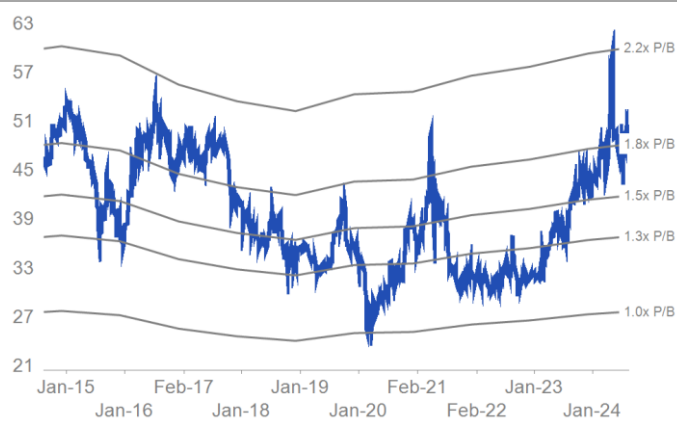


圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney



圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
正新	2105 TT	持有-超越 同業	48.2	4,882	2.22	2.74	2.94	21.7	17.6	16.4	45.1	23.5	7.4
國外同業													
Yokohama Rubber Co Ltd	5101 JP	未評等	3,041.00	3,620	419.32	496.22	518.04	7.3	6.2	5.9	46.4	18.3	4.4
Sumitomo Rubber Industries Ltd	5110 JP	未評等	1,473.00	2,720	140.86	166.94	190.19	10.6	9.0	7.9	293.5	18.5	13.9
Bridgestone Corp	5108 JP	未評等	5,320.00	26,658	477.60	515.44	564.75	11.2	10.4	9.5	8.6	7.9	9.6
Hankook Tire & Technology Co Ltd	161390 KS	未評等	39,500.00	3,643	5,903.9	9,703.3	9,037.1	6.7	4.1	4.4	4.3	64.4	(6.9)
Pirelli & C SpA	PIRC IM	未評等	5.38	5,914	0.48	0.55	0.63	11.2	9.7	8.5	14.7	15.6	13.6
Continental AG	CONG GY	未評等	52.40	11,608	5.78	7.69	10.04	9.1	6.8	5.2	1,636.3	33.0	30.5
Goodyear Tire & Rubber Co	GT US	未評等	7.63	2,175	(2.4)	1.0	1.6	-	7.5	4.8	-	-	57.5
Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	MICP FP	未評等	35.31	27,982	2.8	3.4	3.7	12.8	10.4	9.6	(1.2)	22.7	9.0
Shandong Linglong Tyre Co Ltd	601966 CH	未評等	16.37	3,269	0.9	1.5	1.8	16.8	10.6	8.8	376.9	57.6	21.1
國外同業平均								9.4	7.7	6.6	334.0	26.3	17.5
國內同業													
Kenda Rubber Industrial Co Ltd	2106	持有-超越 同業	29.55	877	0.9	1.7	2.0	33.5	18.1	15.8	160.5	85.3	14.6
國內同業平均					0.9	1.7	2.0	33.5	18.1	15.8	160.5	85.3	14.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
正新	2105 TT	持有-超越 同業	48.2	4,882	8.5	10.1	10.7	26.36	27.10	27.57	1.8	1.8	1.8
國外同業													
Yokohama Rubber Co Ltd	5101 JP	未評等	3,041.00	3,620	9.9	10.5	10.1	4,612.5	4,962.8	5,385.0	0.7	0.6	0.6
Sumitomo Rubber Industries Ltd	5110 JP	未評等	1,473.00	2,720	6.3	7.3	7.3	2,372.9	2,504.7	2,609.1	0.6	0.6	0.6
Bridgestone Corp	5108 JP	未評等	5,320.00	26,658	10.5	10.4	10.5	4,899.1	5,166.0	5,486.4	1.1	1.0	1.0
Hankook Tire & Technology Co Ltd	161390 KS	未評等	39,500.00	3,643	7.7	12.0	10.1	78,306	85,535	93,232	0.5	0.5	0.4
Pirelli & C SpA	PIRC IM	未評等	5.38	5,914	11.0	9.5	10.4	5.5	5.9	6.1	1.0	0.9	0.9
Continental AG	CONG GY	未評等	52.40	11,608	13.5	10.9	12.9	68.4	72.1	78.8	0.8	0.7	0.7
Goodyear Tire & Rubber Co	GT US	未評等	7.63	2,175	7.2	6.1	9.1	16.4	17.4	18.4	0.5	0.4	0.4
Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	MICP FP	未評等	35.31	27,982	11.3	13.2	13.4	25.1	26.7	28.7	1.4	1.3	1.2
Shandong Linglong Tyre Co Ltd	601966 CH	未評等	16.37	3,269	6.9	9.8	10.9	14.2	15.3	16.6	1.1	1.0	1.0
國外同業平均					9.4	9.5	10.1				0.7	0.7	0.6
國內同業													
Kenda Rubber Industrial Co Ltd	2106	持有-超越 同業	29.55	877	4.5	8.1	9.0	20.5	21.2	21.8	1.5	1.5	1.4
國內同業平均					4.5	8.1	9.0	20.5	21.2	21.8	1.5	1.5	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	23,622	24,346	26,458	24,947	24,583	25,704	27,626	25,872	99,374	103,786
銷貨成本	(17,674)	(18,006)	(19,402)	(18,742)	(18,521)	(18,864)	(19,946)	(19,215)	(73,824)	(76,547)
營業毛利	5,949	6,340	7,056	6,205	6,062	6,840	7,680	6,657	25,550	27,239
營業費用	(3,213)	(3,288)	(3,590)	(3,456)	(3,254)	(3,380)	(3,621)	(3,421)	(13,244)	(13,676)
營業利益	2,736	3,052	3,466	2,750	2,808	3,460	4,059	3,236	12,306	13,563
業外利益	304	65	(26)	(27)	(26)	(26)	(26)	(27)	14	(106)
稅前純益	3,040	3,117	3,440	2,723	2,782	3,434	4,033	3,209	12,320	13,457
所得稅費用	(819)	(761)	(1,032)	(817)	(779)	(961)	(1,210)	(963)	(3,429)	(3,913)
少數股東權益	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3
歸屬母公司稅後純益	2,220	2,355	2,407	1,905	2,002	2,472	2,822	2,246	8,888	9,542
調整後每股盈餘(NT\$)	0.68	0.73	0.74	0.59	0.62	0.76	0.87	0.69	2.74	2.94
調整後加權平均股數(百萬股)	3,241	3,241	3,241	3,241	3,241	3,241	3,241	3,241	3,241	3,241
重要比率										
營業毛利率	25.2%	26.0%	26.7%	24.9%	24.7%	26.6%	27.8%	25.7%	25.7%	26.3%
營業利益率	11.6%	12.5%	13.1%	11.0%	11.4%	13.5%	14.7%	12.5%	12.4%	13.1%
稅前純益率	12.9%	12.8%	13.0%	10.9%	11.3%	13.4%	14.6%	12.4%	12.4%	13.0%
稅後純益率	9.4%	9.7%	9.1%	7.6%	8.1%	9.6%	10.2%	8.7%	8.9%	9.2%
有效所得稅率	26.9%	24.4%	30.0%	30.0%	28.0%	28.0%	30.0%	30.0%	27.8%	29.1%
季增率(%)										
營業收入	4.0%	3.1%	8.7%	-5.7%	-1.5%	4.6%	7.5%	-6.3%		
營業利益	-0.5%	11.5%	13.6%	-20.7%	2.1%	23.2%	17.3%	-20.3%		
稅後純益	43.2%	6.1%	2.2%	-20.9%	5.1%	23.5%	14.2%	-20.4%		
調整後每股盈餘	43.2%	6.1%	2.2%	-20.8%	5.1%	23.4%	14.2%	-20.4%		
年增率(%)										
營業收入	0.4%	-1.1%	4.4%	9.8%	4.1%	5.6%	4.4%	3.7%	3.3%	4.4%
營業利益	45.0%	16.0%	12.2%	0	2.6%	13.4%	17.1%	17.7%	18.8%	10.2%
稅後純益	40.2%	13.4%	22.1%	22.9%	-9.8%	4.9%	17.2%	17.9%	23.5%	7.3%
調整後每股盈餘	40.2%	13.4%	22.1%	22.9%	-9.8%	4.9%	17.2%	17.9%	23.5%	7.4%

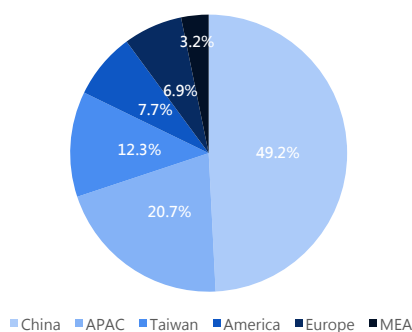
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

正新成立於 1967 年，早期以生產機車及自行車車胎為主，現已成為轎車車胎生產大廠，全球輪胎排名第十名、台灣排名第一，並以自有品牌「正新 CHENG SHIN」、「Maxxis 瑪吉斯」、「PRESA」行銷全球，其中「PRESA」是 2011 年新創立品牌，初期由台灣員林廠生產轎車胎，之後再計劃赴中國生產；Maxxis 瑪吉斯則主要銷售歐美市場。

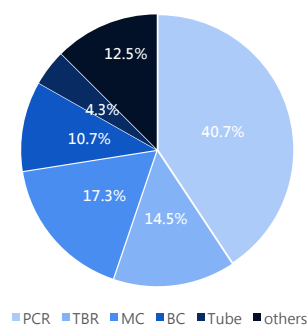
2023 年產品別：卡車(TBR) 14.5%、汽車(PCR) 40.7%、機車(MC) 17.3%、自行車(BC) 10.7%、內胎(Tube) 4.3%、其他 12.3%。地區別而言，2023 年營收組成：中國 49.2%、台灣 12.3%、其他亞太地區 20.7%、美洲 7.7%、歐洲 6.9%、中東與非洲 3.2%。

圖 17：2023 年地區營收



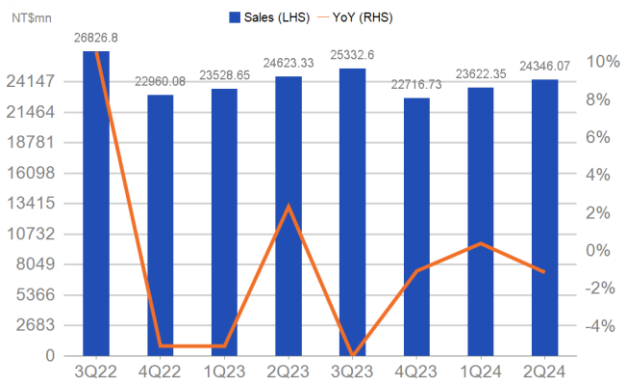
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



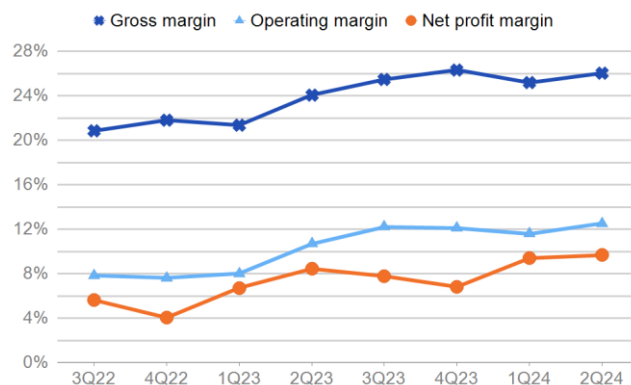
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



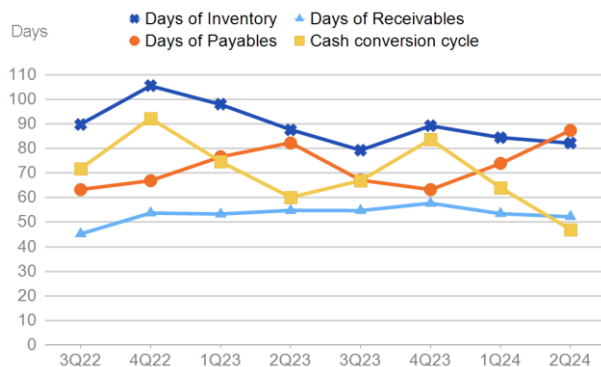
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



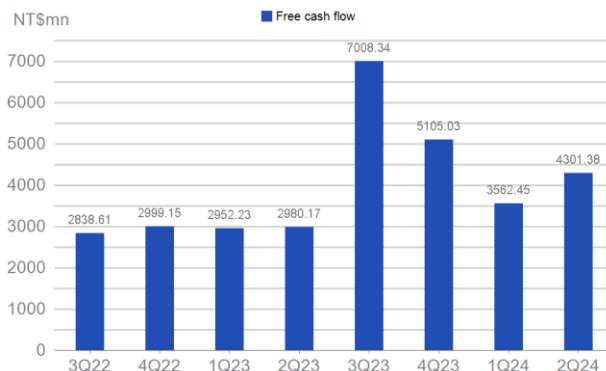
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 正新整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名排行於中間位置，但在輪胎行業中的公司中排名位於同業平均。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 正新的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於輪胎行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司職安、溫室氣體以外之排放、公司產品碳排等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 正新在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 的揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	18.5
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.1
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	51.9
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	57

資料來源：Sustainalytics (2024/9/11)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	23,946	23,341	23,576	28,913	32,993
存貨	20,357	20,984	17,043	18,554	19,195
應收帳款及票據	12,017	13,049	13,489	13,737	14,129
其他流動資產	1,514	2,100	3,201	4,752	6,342
流動資產	57,834	59,474	57,309	65,956	72,660
採用權益法之投資	180	200	179	238	238
固定資產	81,500	75,517	66,977	61,126	56,282
無形資產	0	0	0	116	30
其他非流動資產	10,207	10,693	17,121	16,860	16,860
非流動資產	91,888	86,410	84,277	78,340	73,410
資產總額	149,722	145,884	141,586	144,296	146,069
應付帳款及票據	7,857	7,333	7,333	7,634	7,885
短期借款	9,365	4,695	3,011	3,011	3,011
什項負債	18,120	16,943	9,436	9,436	9,436
流動負債	35,341	28,971	19,780	20,081	20,332
長期借款	18,265	20,769	23,751	31,751	31,751
其他負債及準備	14,638	11,757	12,060	4,060	4,060
長期負債	32,903	32,526	35,811	35,811	35,811
負債總額	68,245	61,497	55,591	55,892	56,143
股本	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414
資本公積	68	68	70	70	70
保留盈餘	56,025	57,200	59,870	62,275	63,795
什項權益	(7,588)	(5,871)	(6,922)	(6,922)	(6,922)
歸屬母公司之權益	80,918	83,811	85,433	87,838	89,358
非控制權益	559	576	563	566	568
股東權益總額	81,477	84,387	85,995	88,403	89,926

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	5,295	4,992	7,198	8,891	9,544
折舊及攤提	11,242	10,722	10,700	9,006	7,937
本期營運資金變動	(2,952)	(789)	3,977	(1,457)	(783)
其他營業資產及負債變動	1,717	(401)	(664)	(1,574)	(1,590)
營運活動之現金流量	15,301	14,525	21,210	14,866	15,109
資本支出	(4,377)	(3,261)	(3,165)	(3,069)	(3,006)
本期長期投資變動	7	19	(20)	0	0
其他資產變動	(2,028)	(3,542)	(7,335)	0	0
投資活動之現金流量	(6,398)	(6,784)	(10,519)	(3,069)	(3,006)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	408	(6,288)	(5,594)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,890)	(3,912)	(4,556)	(6,483)	(8,021)
其他調整數	(221)	(346)	(181)	0	0
融資活動之現金流量	(3,703)	(10,546)	(10,331)	(6,483)	(8,021)
匯率影響數	(367)	219	(126)	0	0
本期產生現金流量	4,834	(2,587)	234	5,314	4,081
自由現金流量	10,925	11,264	18,046	11,797	12,102

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	101,537	98,623	96,201	99,374	103,786
銷貨成本	(79,150)	(77,640)	(72,813)	(73,824)	(76,547)
營業毛利	22,387	20,983	23,389	25,550	27,239
營業費用	(14,734)	(13,609)	(13,031)	(13,244)	(13,676)
推銷費用	(6,775)	(6,194)	(5,736)	(5,808)	(6,054)
研究費用	(4,357)	(3,941)	(3,783)	(3,808)	(3,944)
管理費用	(3,602)	(3,456)	(3,478)	(3,648)	(3,649)
其他費用	0	(19)	(34)	19	10
營業利益	7,654	7,374	10,358	12,306	13,563
利息收入	162	375	791	778	600
利息費用	(549)	(788)	(1,190)	(868)	(800)
利息收入淨額	(387)	(412)	(398)	(90)	(200)
投資利益(損失)淨額	19	26	(10)	6	15
匯兌損益	(586)	(765)	161	(1)	0
其他業外收入(支出)淨額	456	748	396	413	79
稅前純益	7,156	6,971	10,507	12,320	13,457
所得稅費用	(1,861)	(1,978)	(3,309)	(3,429)	(3,913)
少數股權淨利	25	31	16	3	3
歸屬母公司之稅後純益	5,270	4,961	7,182	8,888	9,542
稅前息前折舊攤銷前淨利	18,928	18,473	22,393	21,311	21,500
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.63	1.53	0	2.74	2.94

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	5.5	(2.9)	(2.5)	3.3	4.4
營業利益	(11.0)	(3.7)	40.5	18.8	10.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	(10.8)	(2.4)	21.2	(4.8)	0.9
稅後純益	(11.8)	(5.7)	44.2	23.5	7.3
調整後每股盈餘	(12.0)	(5.9)	--	--	7.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	22.1	21.3	24.3	25.7	26.3
營業利益率	7.5	7.5	10.8	12.4	13.1
稅前息前淨利率	6.5	6.3	9.7	12.4	13.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.6	18.7	23.3	21.5	20.7
稅前純益率	7.1	7.1	10.9	12.4	13.0
稅後純益率	5.2	5.0	7.5	8.9	9.2
資產報酬率	3.5	3.4	5.0	6.2	6.5
股東權益報酬率	6.5	6.0	8.5	10.1	10.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	83.8	72.9	64.6	63.2	62.4
淨負債權益比(%)	4.5	2.5	3.7	6.6	2.0
利息保障倍數 (倍)	14.0	9.9	9.8	15.2	17.8
流動比率 (%)	163.6	205.3	289.7	328.4	357.4
速動比率 (%)	103.3	129.7	199.9	236.0	263.0
淨負債 (NT\$百萬元)	3,684	2,122	3,187	5,850	1,769
調整後每股淨值 (NT\$)	24.96	25.86	26.36	27.10	27.57
評價指標 (倍)					
本益比	29.7	31.5	--	17.6	16.4
股價自由現金流量比	14.3	13.9	8.7	13.2	12.9
股價淨值比	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.3	8.5	7.0	7.3	7.3
股價營收比	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

正新 (2105 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本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而諮詢財務顧問的意見。本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。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.