

建大 (2106 TT) Kenda Rubber

進入傳統淡季，靜待旺季來臨

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$31.0

收盤價 (2024/11/15) : NT\$28.9
隱含漲幅 : 7.3%

營收組成 (3Q24)

自行車胎 10%、摩托車及其他斜交胎 42%、輻射層輪胎 29%、內胎 6%、其他 13%

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\$)	31.0	35.0
2024年營收 (NT\$/十億)	34.6	35.5
2024年EPS	1.5	1.7

交易資料表

市值	NT\$27,600百萬元
外資持股比率	9.7%
董監持股比率	24.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$20.52
負債比	55.7%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (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	38,618	34,444	34,616	36,367
營業利益	231	1,295	1,943	2,347
稅後純益	338	881	1,390	1,755
EPS (元)	0.37	0.92	1.45	1.84
EPS YoY (%)	-63.4	148.8	57.8	26.3
本益比 (倍)	83.7	31.4	19.9	15.7
股價淨值比 (倍)	1.5	1.4	1.4	1.4
ROE (%)	1.8	4.5	7.0	8.7
現金殖利率 (%)	1.6%	3.5%	5.5%	7.0%
現金股利 (元)	0.50	1.00	1.60	2.02

何宗祐

bill0066@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 3Q24 運費高漲，營業利益季減 28.2%，低於預期 26%，利息費用 1.2 億元使業外維持高檔，EPS 季減 59%至 0.18 元，低於預期 51%。

◆ 4Q24 進入產業淡季且受中國同業競爭，下修營收 6.5%，原物料價格轉弱，毛利率上調 0.3ppts 至 22.6%，EPS 下修 16%至 0.37 元。

◆ 短期仍面臨中國同業競爭加劇情況，以 2025 年每股淨值 20.75 元、PB 1.5 倍下調目標價至 31 元，維持建大持有-超越同業評等。

3Q24 受運費影響，EPS 低於元大預期 50.5%

3Q24 營收 88.2 億元，季減 3.3%/年減 1.5%，3Q24 原物料價格高漲，毛利率 21.7%，季減 0.8ppts/年減 0.3ppts，符合預期之 21.7%，惟運費高漲，營業利益 3.5 億元，季減 28.2%/年減 39.4%，低於預期 26%，稅後獲利 1.8 億元，季減 58.8%/年減 59.2%，低於預期 50.6%，因利息費用約 1.2 億使業外仍維持高檔，EPS 0.18 元。

4Q24 進入產業淡季，營收下調 6.5%，EPS 下調 16%

4Q24 歐美市場受聖誕假期影響，進入傳統淡季，汽車方面，受天膠和合成膠原料成本上升，10M24 中國輪胎廠商陸續發布漲價通知，建大目前已通知客戶將售價調漲 5%做因應，本中心認為中國市場維持競爭態勢，下調建大 4Q24 營收 6.5%至 84.1 億元，季減 4.7%/年減 1.8%，預計 4Q24 原料價格將轉弱，估 4Q24 建大毛利率 22.6%，上調 0.3ppts，季增 0.9ppts/年減 1.4ppts，營業利益下調 15.4%至 4.7 億元，季增 35%/年減 26.3%，稅後獲利下調 16%至 3.5 億元，季增 101.3%/年減 20.3%，EPS 0.37 元。

維持建大「持有-超越同業」投資評等，目標價 31 元

本中心預估建大 2024/2025 年營收 346.2/363.7 億元，年增 0.5%/5.1%，下調 2.5%/3.9%，毛利率 22.6%/22.6%，年增 3.2ppts/0ppts，營業利益 19.4 億元/23.5 億元，年增 50%/20.8%，下調 6.3%/5.9%，稅後獲利 13.9 億元/17.6 億元，年增 57.8%/26.3%，下調 15%/6.4%，EPS 1.45/1.84 元。評價方面，本中心預估 2024/2025 年 ROE 分別為 7%/8.7%，年增 2.5ppts/1.7ppts，維持 ROE 將提升，惟短期仍需面臨競爭加劇的情況，且進入傳統產業淡季，因此本中心較前次 PB 1.6 倍下調 0.1 至 1.5 倍，並以 2025 年每股淨值 20.75 元，目標價下調至 31 元，維持建大持有-超越同業評等，建議 1Q25 底將開始進入旺季後再行布局。

營運分析

3Q24 受運費影響，EPS 低於元大預期 50.5%

3Q24 營收 88.2 億元，季減 3.3%/年減 1.5%，毛利方面，儘管中國多數輪胎廠皆於 2Q24 宣布調漲輪胎售價約 2-5% 不等，然 3Q24 原物料價格高漲，如人造膠漲幅約 10%、天然橡膠漲幅約 12%，因此 3Q24 毛利率 21.7%，季減 0.8ppts/年減 0.3ppts，符合預期之 21.7%，雖前次報告已指出 3Q24 仍會使用高價原料，惟運費高漲，營業利益 3.5 億元，季減 28.2%/年減 39.4%，低於預期 26%，稅後獲利方面，因利息費用約 1.2 億使業外仍維持高檔，稅後獲利 1.8 億元，季減 58.8%/年減 59.2%，低於預期 50.6%，EPS 0.18 元。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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	8,956	9,122	8,820	-3.3%	-1.5%	9,132	9,132	-3.4%	-3.4%
營業毛利	1,970	2,052	1,916	-6.7%	-2.7%	1,983	1,982	-3.4%	-3.3%
營業利益	577	488	350	-28.2%	-39.4%	472	472	-25.8%	-25.8%
稅前利益	583	558	266	-52.4%	-54.5%	473	473	-43.9%	-43.9%
稅後淨利	430	425	175	-58.8%	-59.2%	355	355	-50.6%	-50.6%
調整後 EPS (元)	0.45	0.45	0.18	-58.8%	-59.3%	0.37	0.36	-50.5%	-50.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	22.0%	22.5%	21.7%	-0.8	-0.3	21.7%	21.7%	0.0	0.0
營業利益率	6.5%	5.4%	4.0%	-1.4	-2.5	5.2%	5.2%	-1.2	-1.2
稅後純益率	4.8%	4.7%	2.0%	-2.7	-2.8	3.9%	3.9%	-1.9	-1.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：3Q24 輪胎漲價企業

企業	漲價產品	漲幅	漲價時間
中策橡膠	TBR	3%	2024/10/25
賽倫集團	PCR	3%-5%	2024/11/1
玲瓏輪胎	PCR	2%-3%	2024/11/1
	TBR	2%-3%	2024/10/1
三角輪胎	乘用車胎	3%-5%	2024/10/1
湖北奧萊斯	全鋼系列產品	3%	2024/10/2
萬力輪胎	PCR	3%-5%	2024/10/10
雙星輪胎	乘用車胎	3%-5%	2024/10/10
三角輪胎	乘用車胎	3%-5%	2024/10/1
正新橡膠	PCR、LTR、TBR	3%	2024/10/1
瑪吉斯	PCR(含 LTR)	2%-3%	2024/10/1
	TBR	3%-5%	2024/10/1

資料來源：公司資料、元大投顧、Cmoney

4Q24 進入產業淡季，營收下調 6.5%，EPS 下調 16%

建大 10 月營收 28.2 億元，月減 0.8%/年減 4.7%，雖 3Q24 受惠中國自行車拉貨需求提升，惟 4Q24 歐美市場受聖誕假期影響，進入傳統淡季，汽車方面，受天膠和合成膠原料成本上升，10M24 中國輪胎廠商陸續發布漲價通知，建大目前已通知客戶將售價調漲 5% 做因應，惟本中心認為中國市場維持競爭態勢，因此下調建大 4Q24 營收 6.5% 至 84.1 億元，季減 4.7%/年減 1.8%，毛利方面，人造膠於 10M24 高點回落已達 8%、天然膠約回落 3%，且泰國洪水退潮、東南亞橡膠進入高產期，預計 4Q24 原料價格將轉弱，估 4Q24 建大毛利率 22.6%，上調 0.3ppts，季增 0.9ppts/年減 1.3ppts，營業利益下調 15.4% 至 4.7 億元，季增 35%/年減 26.3%，稅後獲利下調 16% 至 3.5 億元，季增 101.3%/年減 20.3%，EPS 0.37 元。

綜合上述，本中心下調 2024 年營收 2.5% 至 346.2 億元，年增 0.5%，毛利率 22.6%，年增 3.2ppts，營業利益下調 6.3% 至 19.4 億元，年增 50%，稅後獲利下調 15% 至 13.9 億元，年增 57.8%，EPS 1.45 元。

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	8,564	8,820	8,408	-4.7%	-1.8%	8,996	8,996	-6.5%	-6.5%
營業毛利	2,049	1,916	1,898	-0.9%	-7.4%	1,999	1,997	-5.1%	-5.0%
營業利益	642	350	473	35.1%	-26.3%	559	559	-15.4%	-15.4%
稅前利益	519	266	471	77.4%	-9.3%	560	560	-15.9%	-15.9%
稅後淨利	443	175	353	101.3%	-20.3%	420	420	-16.0%	-16.0%
調整後 EPS (元)	0.46	0.18	0.37	101.8%	-20.3%	0.44	0.44	-15.9%	-16.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	23.9%	21.7%	22.6%	0.9	-1.4	22.2%	22.2%	0.3	0.3
營業利益率	7.5%	4.0%	5.6%	1.7	-1.9	6.2%	6.2%	-0.6	-0.6
稅後純益率	5.2%	2.0%	4.2%	2.2	-1.0	4.7%	4.7%	-0.5	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

越南廠將進行擴產，因應未來北美市場

建大以自行車用內外胎起家，並逐步跨入機車、工業機具並到汽車用輪胎，目前及未來營運項目將著手於汽車胎，並以北美市場為主，2023 年美國市場約佔公司營收 44%，於北美乘用車胎市場市佔率 1.5%，年增 0.5ppts；產能部分則以昆山約 1.7 萬條、越南 1.7 萬條為主，雲林 6,454 條、天津 6,000 條，總產能 4.6 萬條。除看好越南當地內銷市場外，現已為建大重要出口美國的汽車輪胎基地。

為滿足越南廠生產需求，建大於 2020 年啟動越南 2 廠擴增計畫，不過計畫時程受疫情影響遞延至 3Q24，2024 年將運用 3.4 億購置越南 2 期廠房土地，2025 年機台將陸續進駐，預計 2025 年資本支出 21.8 億元，其中預計添購設備 13.8 億、廠房設備 8 億元。並預計於 1Q26 完工，整體將提升產能 5,000 條至 22,000 條。

圖 4：建大轆車胎產能分布

轆車胎	員林廠	雲林廠	天津廠	昆山廠	印尼廠	越南廠	深圳廠	合計
設備日產能(條)	-	6,454	6,000	17,000	-	17,000	-	46,454

資料來源：公司資料、元大投顧

美對泰半鋼胎反傾銷稅落定，建大由越南廠因應美國市場需求

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 轆車胎及 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，因此 1Q24 正新及相關中國廠商加大泰國廠輸美力道。

相較建大而言，2021 年，美國商務部對來自南韓和台灣的乘用車和輕型卡車輪胎進行了反傾銷和反補貼調查。目前建大越南廠輸美輪胎無反傾銷稅，僅反補貼稅 6.46%，不過因 1Q24 泰國輸往美國輪胎市場稅率已明顯下降，建大營運或受此影響。

圖 5：2021 年美國對越南/泰國實施進行反傾銷、反補貼調查說明

泰國	初判稅率	終判稅率	2023 年複審稅率
住友(Sumitomo)	13.25%	14.62%	6.16%
玲瓏(LLIT)	22.21%	21.09%	4.52%
其他企業	16.66%	17.08%	4.52%
越南(反補貼)	初判稅率	終判稅率	
賽輪(Sailun)	6.77%	6.23%	
錦湖(Kumho)	7.79%	10.08%	
其他企業	6.77%	6.46%	
越南(反傾銷)	初判稅率	終判稅率	
建大(Kenda)	0.00%	0.00%	
賽輪等共 4 家	0.00%	0.00%	
其他企業	22.30%	22.03%	
越南	初判稅率	終判稅率	
建大(Kenda)	6.77%	6.46%	
賽輪(Sailun)	6.77%	6.23%	
錦湖(Kumho)	7.79%	10.08%	
其他企業	29.07%	28.49%	

資料來源：公司資料、元大投顧

汽車市場需求仍疲弱，下調建大 2025 年營收 3.9%，下調 EPS 6.4%至 1.84 元

展望 2025 年，本中心維持前次報告自行車市場已於供應鏈見中國區域需求提升，庫存調整狀況將逐季改善，汽車胎受惠保有量持續提升而增長，惟部分新案遞延，如原預期 3Q24 將加入的日系代工案遞延 2025 年方能有營收貢獻，且量能爬坡速度屬逐步提升，且近期 Michelin 財報會議中指出，汽車市場需求仍疲弱，經濟放緩且消費者購買力下滑而對輪胎銷量預估持保守態度，因此本中心下調 2025 年營收 3.9%至 363.7 億元，年增 5.1%，毛利率 22.6%，年持平，營業利益下調 5.9%至 23.5 億元，年增 20.8%，稅後淨利下調 6.4%至 17.6 億元，年增 26.3%，EPS 1.84 元。

建大北美修補市場市佔率提升，並持續投入研發能力

建大輕型卡車胎與轎車的組車胎(OE)、維修胎(RE)比重約 2：8，隨研發能力提升，如新能源車胎需做海綿靜音及增加對噪音的控制，現已與北美新興電動車廠商進行合作，且已於 3Q24 於越南廠考核，目前正在進行試量產，預期隨該車廠車款於 2H25 釋出後，將提升建大配套胎的能力與知名度。以北美修補胎市佔率而言，建大乘用车胎及輕卡車胎在北美修補市場市佔率於 2022 年分別為 1.5%/1.5%，分別提升 0.5ppts/持平。

圖 6：2022 年北美修補胎市場市佔率

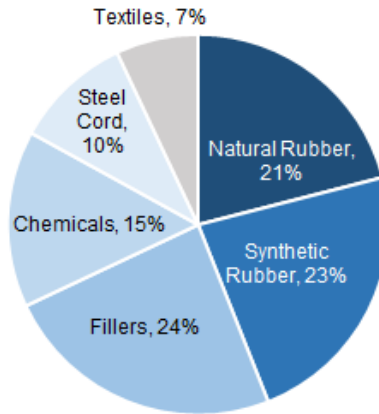
轎車修補胎市場市佔率		卡車胎修補胎市場市佔率	
品牌	2022 市占率	品牌	2022 市占率
Goodyear	10.5%	Goodyear	9.0%
Michelin	9.5%	BFGoodrich	7.5%
Bridgestone	7.0%	Bridgestone	6.5%
Firestone	7.0%	Firestone	6.5%
Continental	5.0%	Michelin	6.5%
Falken	5.0%	General	6.0%
BFGoodrich	4.0%	Cooper	5.5%
Cooper	3.5%	Toyo	5.5%
Hankook	3.5%	Yokohama	5.0%
Yokohama	3.5%	Hankook	4.0%
General	3.0%	Falken	3.5%
Kumho	3.0%	Hercules	3.0%
Nexen	2.5%	Kumho	2.5%
Toyo	2.5%	Continental	2.0%
GT Radial	2.5%	Muti-Mike	2.0%
Hercules	2.0%	Nexen	2.0%
Muti-Mike	2.0%	Pirelli	2.0%
Pirelli	2.0%	GT Radial	1.5%
Kenda	1.5%	Kenda	1.5%
Nitto	1.5%	Maxxis	1.5%
Seilun	1.5%	Seilun	1.5%
Sentury	1.5%	Big O	1.0%
Sumitomo	1.5%	Kelly	1.0%
Uniroyal	1.5%	Mastercraft	1.0%
Big O	1.0%	Nitto	1.0%
Mastercraft	1.0%	Sumitomo	1.0%
Maxxis	1.0%	Others	10.0%
Primewell	1.0%		
Others	9.5%		

資料來源：公司資料、元大投顧

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，2023 年 Michelin 輪胎原物料成本占比：生膠(21%)、人造膠(23%)、鋼絲(10%)、輪胎填充劑(24%)、化學藥品(抗氧化劑等橡膠助劑)(15%)。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 7：2023 年輪胎原物料成本占比



資料來源：公司資料、元大投顧、Cmoney

獲利調整與股票評價

維持建大「持有-超越同業」投資評等，目標價 31 元

本中心預估建大 2024/2025 年營收 346.2/363.7 億元，年增 0.5%/5.1%，下調 2.5%/3.9%，毛利率 22.6%/22.6%，年增 3.2ppts/0ppts，營業利益 19.4 億元/23.5 億元，年增 50%/20.8%，下調 6.3%/5.9%，稅後獲利 13.9 億元/17.6 億元，年增 57.8%/26.3%，下調 15%/6.4%，EPS 1.45/1.84 元。

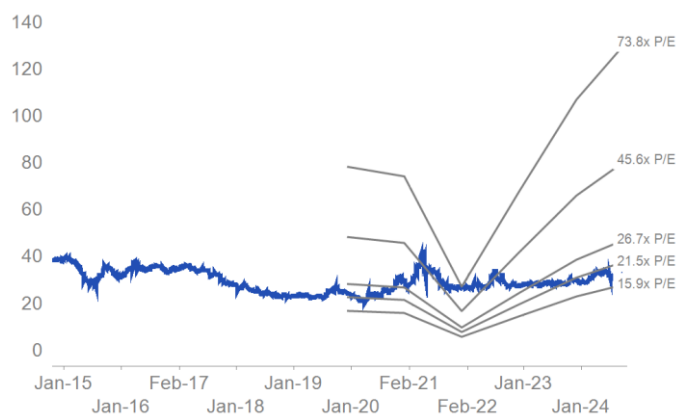
評價方面，本中心預估 2024/2025 年 ROE 分別為 7%/8.7%，年增 2.5ppts/1.7ppts，維持 ROE 將提升，惟短期仍需面臨競爭加劇的情況，且進入傳統產業淡季，因此本中心較前次 PB 1.6 倍下調 0.1 至 1.5 倍，並以 2025 年每股淨值 20.75 元，目標價下調至 31 元，維持建大持有-超越同業評等，建議 1Q25 底將開始進入旺季後再行布局。

圖 8：2024 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	34,616	35,514	36,367	37,858	-2.5%	-3.9%
營業毛利	7,821	7,990	8,235	8,598	-2.1%	-4.2%
營業利益	1,943	2,073	2,347	2,495	-6.3%	-5.9%
稅前利益	1,874	2,171	2,340	2,501	-13.7%	-6.4%
稅後淨利	1,390	1,636	1,755	1,875	-15.0%	-6.4%
調整後 EPS (元)	1.45	1.71	1.84	1.96	-14.9%	-6.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	22.6%	22.5%	22.6%	22.7%	0.1	-0.1
營業利益率	5.6%	5.8%	6.5%	6.6%	-0.2	-0.1
稅後純益率	4.0%	4.6%	4.8%	5.0%	-0.6	-0.1

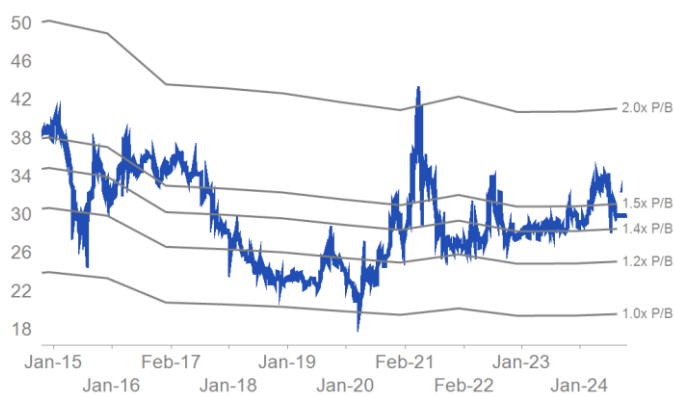
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：12 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 11：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
建大	2106 TT	持有-超越 同業	28.9	862	0.92	1.45	1.84	31.4	19.9	15.7	148.8	57.8	26.3
國外同業													
Yokohama Rubber Co Ltd	5101 JP	未評等	3014.0	3,616	286.4	341.3	393.8	10.5	8.8	7.7	77.0	19.2	15.4
Sumitomo Rubber Industries Ltd	5110 JP	未評等	1380.5	2,570	35.8	88.3	128.1	38.6	15.6	10.8	(58.3)	146.8	45.0
Bridgestone Corp	5108 JP	未評等	5738.0	28,980	439.7	538.8	563.7	13.1	10.7	10.2	--	22.5	4.6
Hankook Tire & Technology Co Ltd	161390 KS	未評等	36900.0	3,469	5658.3	5222.6	5794.5	6.5	7.1	6.4	86.6	(7.7)	11.0
Pirelli & C SpA	PIRC IM	未評等	4.5	4,907	0.4	0.5	0.6	10.8	8.7	7.8	1302.8	23.3	11.5
Continental AG	CONG GY	未評等	67.7	14,837	0.3	7.9	9.7	203.2	8.6	7.0	--	2265.9	23.4
Goodyear Tire & Rubber Co	GT US	未評等	14.0	3,957	0.7	1.0	1.7	19.6	14.3	8.1	--	37.3	76.1
Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	MICP FP	未評等	26.0	20,621	2.8	3.0	3.2	9.3	8.7	8.1	219.0	6.5	7.2
Shandong Linglong Tyre Co Ltd	601966 CH	未評等	23.4	4,616	0.2	0.9	1.3	118.6	27.1	18.0	(89.2)	338.0	50.6
國外同業平均					713.8	689.4	766.3	47.8	12.2	9.3	256.3	316.9	27.2
國內同業													
Cheng Shin Rubber Ind. Co Ltd	2105	買進	39.8	4,156	1.5	1.9	2.3	26.0	21.5	17.1	(6.1)	20.9	25.4
國內同業平均					1.5	1.9	2.3	26.0	21.5	17.1	(6.1)	20.9	25.4

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 12：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
建大	2106 TT	持有-超越 同業	28.9	862	4.5	7.0	8.7	20.50	20.52	20.75	1.4	1.4	1.4
國外同業													
Yokohama Rubber Co Ltd	5101 JP	未評等	3014.0	3,616	8.1	8.5	9.0	3832.0	4265.1	4551.4	0.8	0.7	0.7
Sumitomo Rubber Industries Ltd	5110 JP	未評等	1380.5	2,570	1.8	4.5	6.1	2076.8	2150.6	2239.0	0.7	0.6	0.6
Bridgestone Corp	5108 JP	未評等	5738.0	28,980	10.7	12.2	11.8	4268.5	4556.9	4868.5	1.3	1.3	1.2
Hankook Tire & Technology Co Ltd	161390 KS	未評等	36900.0	3,469	8.1	7.1	7.3	72196.1	75942.2	80561.3	0.5	0.5	0.5
Pirelli & C SpA	PIRC IM	未評等	4.5	4,907	11.2	8.4	9.5	5.3	5.7	5.8	0.8	0.8	0.8
Continental AG	CONG GY	未評等	67.7	14,837	9.9	11.0	12.5	66.3	72.9	78.1	1.0	0.9	0.9
Goodyear Tire & Rubber Co	GT US	未評等	14.0	3,957	7.2	4.6	8.4	18.7	19.6	20.9	0.8	0.7	0.7
Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	MICP FP	未評等	26.0	20,621	12.5	12.1	12.3	24.0	25.5	27.3	1.1	1.0	1.0
Shandong Linglong Tyre Co Ltd	601966 CH	未評等	23.4	4,616	1.6	6.5	9.3	13.0	13.5	14.5	1.8	1.7	1.6
國外同業平均					7.9	8.3	9.6	9166.7	9672.4	10263.0	1.0	0.9	0.9
國內同業													
Cheng Shin Rubber Ind. Co Ltd	2105	買進	39.8	4,156	6.0	7.0	8.4	25.9	26.6	27.7	1.5	1.5	1.4
國內同業平均					6.0	7.0	8.4	25.9	26.6	27.7	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 13：季度及年度簡明損益表 (合併)

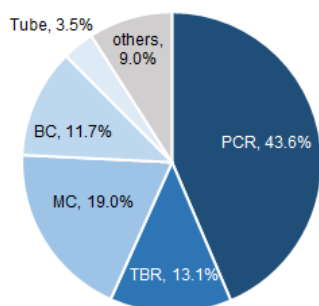
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	8,265	9,122	8,820	8,408	8,428	9,730	9,370	8,839	34,616	36,367
銷貨成本	(6,310)	(7,069)	(6,905)	(6,510)	(6,576)	(7,511)	(7,189)	(6,856)	(26,795)	(28,132)
營業毛利	1,955	2,052	1,916	1,898	1,852	2,219	2,181	1,983	7,821	8,235
營業費用	(1,401)	(1,498)	(1,554)	(1,425)	(1,347)	(1,565)	(1,519)	(1,456)	(5,878)	(5,888)
營業利益	554	488	350	473	505	654	662	527	1,943	2,347
業外利益	25	70	(85)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(69)	(7)
稅前純益	579	558	266	471	503	652	660	525	1,874	2,340
所得稅費用	(144)	(133)	(90)	(118)	(126)	(163)	(165)	(131)	(484)	(585)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	436	425	175	353	378	489	495	394	1,390	1,755
調整後每股盈餘(NT\$)	0.46	0.45	0.18	0.37	0.40	0.51	0.52	0.41	1.45	1.84
調整後加權平均股數(百萬股)	974	974	974	974	974	974	974	974	974	974
重要比率										
營業毛利率	23.7%	22.5%	21.7%	22.6%	22.0%	22.8%	23.3%	22.4%	22.6%	22.6%
營業利益率	6.7%	5.4%	4.0%	5.6%	6.0%	6.7%	7.1%	6.0%	5.6%	6.5%
稅前純益率	7.0%	6.1%	3.0%	5.6%	6.0%	6.7%	7.0%	5.9%	5.4%	6.4%
稅後純益率	5.3%	4.7%	2.0%	4.2%	4.5%	5.0%	5.3%	4.5%	4.0%	4.8%
有效所得稅率	24.8%	23.8%	33.9%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.8%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	-3.5%	10.4%	-3.3%	-4.7%	0.2%	15.4%	-3.7%	-5.7%		
營業利益	-13.6%	-12.0%	-28.2%	35.1%	6.8%	29.5%	1.2%	-20.4%		
稅後純益	-1.7%	-2.4%	-58.8%	101.3%	7.1%	29.4%	1.2%	-20.4%		
調整後每股盈餘	-1.6%	-2.5%	-58.8%	101.8%	6.9%	29.5%	1.2%	-20.4%		
年增率(%)										
營業收入	0.6%	4.8%	-1.5%	-1.8%	2.0%	6.7%	6.2%	5.1%	0.5%	5.1%
營業利益	--	70.3%	-39.4%	-26.3%	-8.9%	34.1%	89.1%	11.4%	50.0%	20.8%
稅後純益	--	9.8%	-59.2%	-20.3%	-13.3%	14.9%	182.2%	11.6%	57.8%	26.3%
調整後每股盈餘	--	4.6%	-59.3%	-20.3%	-13.4%	15.0%	182.8%	11.5%	57.8%	26.3%

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

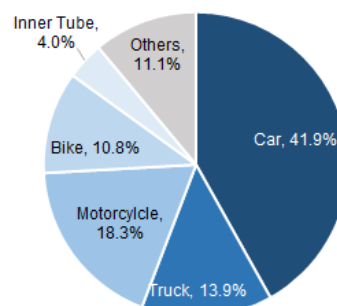
建大成立於 1962 年 3 月，是一家以生產自行車內外胎起家的廠商，目前產品除了自行車車胎外，還包括機車內外胎、工業用車內外胎、輕型卡車內外胎、轎車胎、輻射層輪胎及防水膠布等，並以自有品牌「KENDA」行銷全球，為台灣第二大輪胎廠。2023 年產品別可分為：自行車內外胎 15%、摩托車及其他斜交胎 42%、輻射層輪胎 43%；地區別為北美 44%、中國 26%、台灣 8%、越南 9%、其他 13%。

圖 14：產能組成



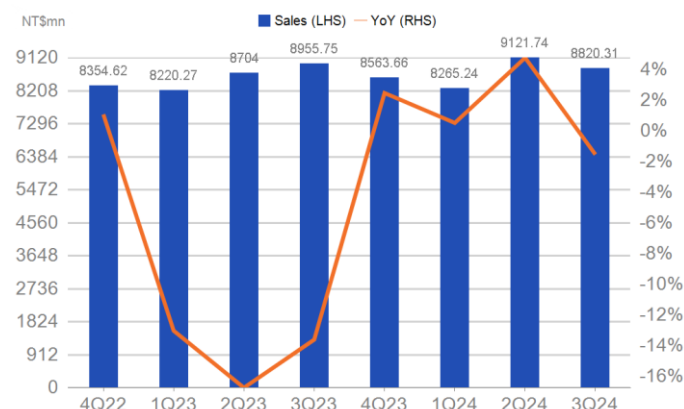
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



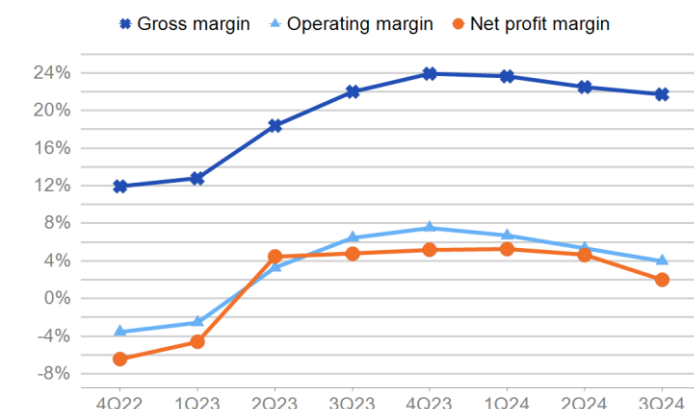
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



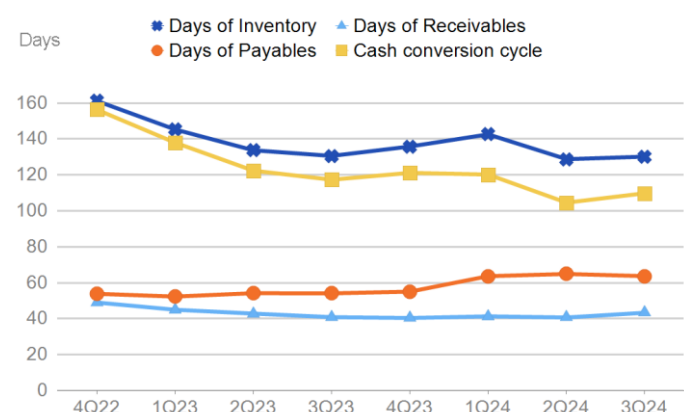
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



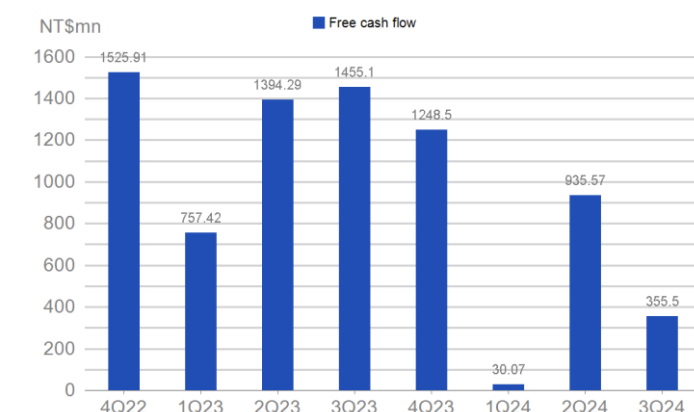
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：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：** 建大整體的 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：** 建大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：** 建大在針對重大 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 20：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	22.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	36.4
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	77

資料來源：Sustainalytics (2024/11/17)

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	5,953	7,057	7,537	7,535	6,458
存貨	12,564	12,330	9,678	9,408	9,398
應收帳款及票據	3,962	3,912	3,538	4,428	4,539
其他流動資產	2,941	2,524	3,200	4,700	5,700
流動資產	25,420	25,823	23,954	26,072	26,095
採用權益法之投資	106	134	139	552	552
固定資產	14,732	16,334	15,640	14,111	14,460
無形資產	0	0	0	(42)	(72)
其他非流動資產	6,079	4,308	3,994	3,581	3,581
非流動資產	20,916	20,777	19,772	18,202	18,521
資產總額	46,336	46,600	43,726	44,273	44,617
應付帳款及票據	4,177	2,516	2,360	2,485	2,602
短期借款	3,747	4,590	3,359	3,359	3,359
什項負債	4,018	4,128	4,467	4,467	4,467
流動負債	11,942	11,234	10,186	10,311	10,428
長期借款	13,816	14,019	11,851	11,851	11,851
其他負債及準備	1,840	1,965	2,116	2,116	2,116
長期負債	15,656	15,984	13,967	13,967	13,967
負債總額	27,598	27,218	24,153	24,278	24,395
股本	9,094	9,094	9,549	9,549	9,549
資本公積	0	0	0	0	0
保留盈餘	11,615	11,120	11,118	11,539	11,767
什項權益	(1,971)	(831)	(1,094)	(1,094)	(1,094)
歸屬母公司之權益	18,738	19,382	19,573	19,995	20,222
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	18,738	19,382	19,573	19,995	20,222

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	918	338	881	1,390	1,755
折舊及攤提	1,562	1,843	1,813	1,949	1,858
本期營運資金變動	(4,390)	(447)	3,037	(494)	16
其他營業資產 及負債變動	768	(416)	(111)	(1,500)	(1,000)
營運活動之現金流量	(1,141)	1,318	5,620	1,344	2,629
資本支出	(660)	(1,298)	(765)	(378)	(2,178)
本期長期投資變動	3	29	4	0	0
其他資產變動	(2,259)	(209)	(828)	0	0
投資活動之現金流量	(2,916)	(1,478)	(1,588)	(378)	(2,178)
股本變動	0	0	455	0	0
本期負債變動	2,693	596	(3,152)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(909)	(909)	(455)	(968)	(1,528)
其他調整數	(86)	137	(403)	0	0
融資活動之現金流量	1,697	(176)	(3,555)	(968)	(1,528)
匯率影響數	(173)	246	4	0	0
本期產生現金流量	(2,533)	(91)	480	(2)	(1,077)
自由現金流量	(1,801)	19	4,855	966	451

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	34,896	38,618	34,444	34,616	36,367
銷貨成本	(27,746)	(32,947)	(27,771)	(26,795)	(28,132)
營業毛利	7,150	5,670	6,673	7,821	8,235
營業費用	(5,407)	(5,440)	(5,378)	(5,878)	(5,888)
推銷費用	(2,639)	(2,563)	(2,407)	(2,643)	(2,769)
研究費用	(1,451)	(1,490)	(1,489)	(1,614)	(1,544)
管理費用	(1,306)	(1,378)	(1,487)	(1,612)	(1,574)
其他費用	(11)	(8)	6	(8)	0
營業利益	1,741	231	1,295	1,943	2,347
利息收入	121	154	256	270	262
利息費用	(187)	(374)	(558)	(316)	(280)
利息收入淨額	(66)	(219)	(302)	(46)	(18)
投資利益(損失)淨額	0	21	13	35	11
匯兌損益	(240)	481	112	129	0
其他業外收入(支出)淨額	248	198	187	53	0
稅前純益	1,683	711	1,305	1,874	2,340
所得稅費用	(765)	(373)	(424)	(484)	(585)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	918	338	881	1,390	1,755
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,432	2,927	3,676	3,892	4,206
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.01	0.37	0.92	1.45	1.84

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	15.3	10.7	(10.8)	0.5	5.1
營業利益	13.4	(86.8)	461.7	50.0	20.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	13.4	(14.7)	25.6	5.9	8.1
稅後純益	(5.6)	(63.2)	160.5	57.8	26.3
調整後每股盈餘	(5.6)	(63.3)	148.8	57.8	26.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.5	14.7	19.4	22.6	22.6
營業利益率	5.0	0.6	3.8	5.6	6.5
稅前息前淨利率	4.3	0.9	2.2	5.6	6.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	9.8	7.6	10.7	11.2	11.6
稅前純益率	4.8	1.8	3.8	5.4	6.4
稅後純益率	2.6	0.9	2.6	4.0	4.8
資產報酬率	2.1	0.7	2.0	3.1	3.9
股東權益報酬率	4.9	1.8	4.5	7.0	8.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	147.3	140.4	123.4	121.4	120.6
淨負債權益比(%)	62.0	59.6	39.2	38.4	43.3
利息保障倍數 (倍)	10.0	2.9	3.3	6.9	9.4
流動比率 (%)	212.9	229.9	235.2	252.9	250.3
速動比率 (%)	102.8	117.6	137.6	161.6	160.1
淨負債 (NT\$百萬元)	11,610	11,552	7,672	7,675	8,751
調整後每股淨值 (NT\$)	20.60	21.31	20.50	20.52	20.75
評價指標 (倍)					
本益比	30.6	78.0	31.4	19.9	15.7
股價自由現金流量比	--	1456.2	5.8	29.1	62.4
股價淨值比	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.2	9.6	7.7	7.2	6.7
股價營收比	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8

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。

建大 (2106 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，為於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 仁愛路三段 157 號 4 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>.