

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	49.70 元
目標價	
3 個月	55.00 元
12 個月	55.00 元

正新(2105 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

09/02/2024	Trading Buy	49.65
03/25/2024	Trading Buy	47.70
10/18/2023	Buy	43.10
08/28/2023	Trading Buy	37.60
09/19/2022	Neutral	39.50

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	32,414
市值(億元)	1,611
目前每股淨值(元)	27.57
外資持股比(%)	13.96
投信持股比(%)	11.61
董監持股比(%)	12.80
融資餘額(張)	2,450
現金股息配發率(%)	90.09

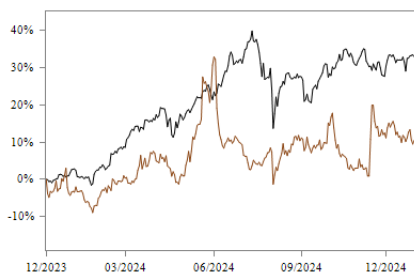
產品組合



- 輻射層汽車外胎: 42.77%
- 機車外胎: 16.77%
- 輻射層卡車外胎: 14.81%
- 其他: 25.65%

股價相對大盤走勢

— 2105 — TWSE



受惠 BMW 供應鏈效益，2025 年可望增加外銷歐洲量。

投資建議：預期正新 2024 年仍可得利於產品組合的優化，帶動毛利率維持在優於過去三年的水準，預估正新 2024 年營收為 974.28 億元，YoY+1.27%，稅後 EPS 2.63 元。2025 年受惠於外銷歐洲產品增加，營收可望成長至 1031 億元，YoY+5.83%，稅後 EPS 2.76 元。考量正新印度廠 2025 年產能將再提升約 25%，印尼廠則已達到獲利水準，東南亞的佈局已看得到初步成效。受惠打入 BMW 供應鏈效益發酵，2025 年對歐洲外銷可望成長。對正新的投資建議為 Trading Buy，目標價 55 元(2025 年 PER 20X)。

近期上游原料及膠價下跌，預期未來橡膠價格震盪整理機會較大：近期主要天然橡膠價格出現下跌，相較 9 月時的高點回落約 5% 左右，但以長期來看 2024 年天然橡膠價格仍是上漲。觀察上游原料 BD 及 SM 的價格在同期的跌幅接近二成，明顯弱於天然橡膠，主要因為中國的原料供需問題沒有解決所致。預期因天然橡膠供給成長放緩，天然橡膠價格將有支撐，但合成橡膠因原料價格偏弱將會對天然橡膠價格帶來一定的壓力，未來橡膠價格呈現震盪整理的機會較大。

打入 BMW 供應鏈效益有助擴大品牌知名度及全球市場銷售，對歐洲銷售增加可望推動 2025 年成長：正新打入 BMW 的原廠車胎供應鏈，經由高階車廠的採用有助於擴大正新品牌的知名度與能見度。打入 BMW 的效益可望在 2025 年持續擴大，帶動正新輪胎對歐洲的外銷增加，成為推動 2025 年成長的主要動能。

正新印尼廠已達到營運獲利水準，印度廠 2025 年將再擴廠至 2.5 萬條的產能水準：正新印尼廠 3Q24 已經實現營運獲利，短期暫無產能再度擴充的計劃。印度廠目前的稼動率維持滿載的水準。隨著出貨量的提升也順利帶動印度廠的虧損縮小。正新印度廠現在的產能已經由每日 1.7 萬條增加至每日 2 萬條，規劃 2025 年將再新增生產設備，讓日產能上升至 2.5 萬條。由於產能規模仍不夠大，目前印度廠仍未達到獲利的水平。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	97,428	103,103	106,545	25,333	22,717	23,622	24,346	25,504	23,955	23,939	25,991	27,427
營業毛利淨額	24,265	25,842	26,982	6,453	5,982	5,949	6,340	6,199	5,778	5,834	6,565	7,062
營業利益	10,920	12,373	13,259	3,090	2,749	2,736	3,052	2,706	2,427	2,541	3,206	3,661
稅後純益	8,512	8,932	9,749	1,972	1,550	2,220	2,355	2,329	1,608	1,981	2,313	2,603
稅後 EPS(元)	2.63	2.76	3.01	0.61	0.48	0.68	0.73	0.72	0.50	0.61	0.71	0.80
毛利率(%)	24.91%	25.06%	25.32%	25.47%	26.33%	25.18%	26.04%	24.31%	24.12%	24.37%	25.26%	25.75%
營業利益率(%)	11.21%	12.00%	12.44%	12.20%	12.10%	11.58%	12.53%	10.61%	10.13%	10.61%	12.34%	13.35%
稅後純益率(%)	8.74%	8.66%	9.15%	7.78%	6.82%	9.40%	9.67%	9.13%	6.71%	8.27%	8.90%	9.49%
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.27%	5.83%	3.34%	2.88%	-10.33%	3.99%	3.06%	4.76%	-6.07%	-0.07%	8.57%	5.52%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	18.52%	4.93%	9.15%	-5.10%	-21.39%	43.22%	6.11%	-1.14%	-30.94%	23.17%	16.77%	12.55%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 324.14 億元計算。

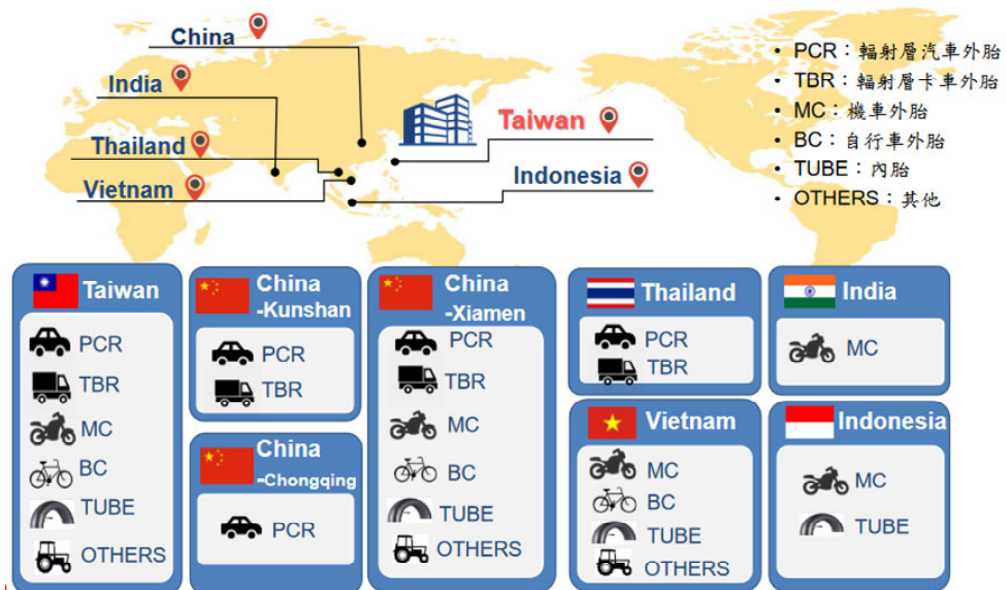
正新的 ESG：

正新為因應極端氣候之風險與衝擊，透過永續發展工作小組召集各部門相關負責人進行分組，依據重大性原則與氣候變遷相關財務揭露架構，鑑別出與正新相關的重大氣候風險議題，從中分析其衝擊程度與機會台灣與大陸地區所推動節能方案。目前成效：在兩岸廠房共減少溫室氣體排放量 18,133 噸。台灣與大陸地區共減少 439.36 百萬公升用水量，啟用太陽能光電系統，每年可產生 2,227.38 萬度。

公司簡介：

正新橡膠為台灣規模最大的輪胎製造廠，集團在中國、泰國、台灣、印度、印尼和越南均有生產基地，全球佈局完整。產品包括各種類的輪胎，各別產品的營收占比為，轎車胎 40%、卡車胎 14.1%、機車胎 19%、內胎 4.5%、自行車外胎 11%、其他 11.4%。正新的主要營收區域為中國，占比約 46%，美洲及歐洲各別占 12.7%及 9.4%，亞太占 22%，集團以當地生產銷售當地為主要策略，故大部份的銷貨為內銷，以此盡量降低各區域間銷售的關稅風險。

圖一、正新產能配置



資料來源：正新

打入 BMW 供應鏈效益有助擴大品牌知名度及全球市場銷售，對歐洲銷售增加可望推動 2025 年成長：

正新打入 BMW 的原廠車胎供應鏈，經由高階車廠的採用有助於擴大正新品牌的知名度與能見度。且未來可望從原廠組車胎慢慢切入 BMW 的售後車胎市場，可進一步擴大在全球市場的銷售基礎，讓正新逐漸擺脫中國市場的不利影響。打入 BMW 的效益可望在 2025 年持續擴大，帶動正新輪胎對歐洲的外銷增加，成為推動 2025 年成長的主要動能。

2024 年 12 月 31 日

正新印尼廠已達到營運獲利水準，印度廠 2025 年將再擴廠至 2.5 萬條的產能水準：

正新為了擴展東南亞的市場，在印度及印尼設立新廠已有多多年，但因為營運規模的不足，因此前幾年都處於虧損的狀態，但隨經濟規模增加獲利已看得到曙光。

正新印尼廠 3Q24 已經實現營運獲利，短期暫無產能再度擴充的計劃。印度廠目前的稼動率維持滿載的水準。隨著出貨量的提升也順利帶動印度廠的虧損縮小。正新印度廠現在的產能已經由每日 1.7 萬條增加至每日 2 萬條，規劃 2025 年將再新增生產設備，讓日產能上升至 2.5 萬條。由於產能規模仍不夠大，目前印度廠仍未達到獲利的水準。

美國對泰國出口的汽車胎雙反稅率複審降低，正新的稅率由 17% 降至 4.52%，有利於外銷美國汽車胎的獲利能力：

美國於 2021 年 5 月宣布對台灣、南韓、越南及泰國等四地生產外銷往美國的轎車胎及輕卡車胎課徵反傾銷稅及反補貼稅。經過泰國政府提出申訴後，美國商務部對泰國輪胎反傾銷稅率複審初裁結果出爐。

正新泰國廠的反傾銷稅率，從原本的 17.06% 降至 4.52%，有利於正新泰國廠轎車胎及輕卡車胎外銷美國。其它同業如中國業者森麒麟為 1.24%、日商住友為 6.16%，其他泰國公司的反傾銷稅率皆降為 4.52%。美國對泰國輪胎業者的反傾銷稅率大幅下降，正新將調配產線把外銷美國的產品集中在泰國廠生產，由於在泰國設廠的同業皆可受惠稅率降低，因此正新泰國廠的稅率降低對銷往美國的輪胎銷售量提升幫助有限，但可望提升正新外銷美國汽車胎的獲利能力。

近期上游原料及膠價下跌，預期未來橡膠價格震盪整理機會較大：

近期主要天然橡膠價格出現下跌，相較 9 月時的高點回落約 5% 左右，但以長期來看 2024 年天然橡膠價格仍是上漲。觀察上游原料 BD 及 SM 的價格在同期的跌幅接近二成，明顯弱於天然橡膠，主要因為中國的原料供需問題沒有解決所致。預期因天然橡膠供給成長放緩，天然橡膠價格將有支撐，但合成橡膠因原料價格偏弱將會對天然橡膠價格帶來一定的壓力，未來橡膠價格呈現震盪整理的機會較大。

瑪吉斯電動車胎目前主打售後市場，未來爭取成為原廠配備：

順應電動車趨勢，正新旗下品牌瑪吉斯推出電動車用輪胎。瑪吉斯的電動車胎採封閉式胎肩設計加上內層的吸音棉，可有效降低行駛間噪音至 68 分貝，優化車室靜音表現。胎紋的閃電動花紋及 4 條寬主溝設計，加快輪胎排水及溼捉性能。配合全新的電動車胎配方，降低滾動阻力 20%，延長輪胎續航力及磨耗里程。初期電動車胎主攻售後補修市場，未來將有機會與品牌廠合作，切入原廠配件市場。目前瑪吉斯的 VS-EV 車胎的營收占比仍低，但由於在德國及法國都有得獎的記錄，且產品的性價比具有競爭優勢，未來的成長空間仍大。電動車胎的售價及毛利率都較傳統車胎來得高，正新的第一款電動車胎有機會在市場打下好的口碑，為未來十年的電動車胎競爭打下基礎。

2024 年 12 月 31 日

投資建議：

預期正新 2024 年仍可得利於產品組合的優化，帶動毛利率維持在優於過去三年的水準，預估正新 2024 年營收為 974.28 億元，YoY+1.27%，稅後 EPS 2.63 元。2025 年受惠於外銷歐洲產品增加，營收可望成長至 1031 億元，YoY+5.83%，稅後 EPS 2.76 元。

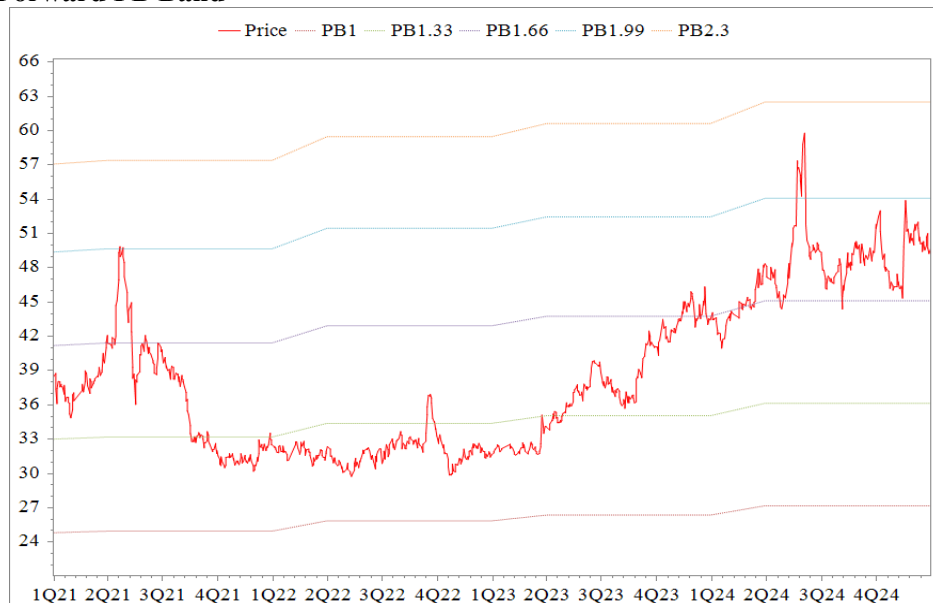
考量正新印度廠 2025 年產能將再提升約 25%，印尼廠則已達到獲利水準，東南亞的佈局已看得到初步成效。受惠打入 BMW 供應鏈效益發酵，2025 年對歐洲外銷可望成長。對正新的投資建議為 Trading Buy，目標價 55 元 (2025 年 PER 20X)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 12 月 31 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	145,884	141,586	155,206	159,641	165,402
流動資產	59,474	57,151	56,137	63,750	60,139
現金及約當現金	23,341	23,576	22,583	25,975	24,358
應收帳款與票據	13,049	13,489	11,068	14,920	11,935
存貨	20,984	17,043	21,042	19,177	22,240
採權益法之投資	200	179	329	297	393
不動產、廠房設備	75,517	66,977	66,977	66,977	66,977
負債總計	61,497	55,591	66,517	68,417	70,887
流動負債	28,971	19,780	28,068	31,875	30,070
應付帳款及票據	7,333	7,333	7,500	8,164	7,967
非流動負債	32,526	35,811	38,281	35,711	40,183
權益總計	84,387	85,995	88,689	91,223	94,515
普通股股本	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414
保留盈餘	57,200	59,870	62,564	65,098	68,390
母公司業主權益	83,811	85,433	88,110	90,559	93,824
負債及權益總計	145,884	141,586	155,206	159,641	165,402

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	14,525	21,210	29,067	21,110	22,738
稅前純益	6,971	10,507	11,380	12,149	13,172
折舊及攤銷	10,722	10,700	9,377	9,377	9,377
營運資金變動	-2,181	3,499	-1,410	-1,323	-276
其他營運現金	-987	-3,496	9,721	908	465
投資活動現金	-6,784	-10,519	-19,007	-1,375	-13,798
資本支出淨額	-3,125	-3,027	-4,522	-4,522	-4,522
長期投資變動	-3,167	-7,479	0	0	0
其他投資現金	-491	-13	-14,485	3,147	-9,276
籌資活動現金	-10,546	-10,331	-11,053	-16,343	-10,556
長借/公司債變動	-3,157	-2,688	2,470	-2,570	4,471
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,912	-4,556	-5,835	-6,483	-6,483
其他籌資現金	-3,477	-3,087	-7,689	-7,290	-8,545
淨現金流量	-2,587	234	-992	3,392	-1,617
期初現金	25,928	23,341	23,576	22,583	25,975
期末現金	23,341	23,576	22,583	25,975	24,358

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	98,623	96,201	97,428	103,103	106,545
營業成本	77,640	72,813	73,163	77,261	79,563
營業毛利淨額	20,983	23,389	24,265	25,842	26,982
營業費用	13,609	13,031	13,345	13,468	13,723
營業利益	7,374	10,358	10,920	12,373	13,259
EBITDA	18,097	21,602	22,456	23,355	24,052
業外收入及支出	-779	-642	459	-225	-87
稅前純益	6,971	10,507	11,380	12,149	13,172
所得稅	1,978	3,309	2,851	3,132	3,397
稅後純益	4,961	7,182	8,512	8,932	9,749
稅後 EPS(元)	1.53	2.22	2.63	2.76	3.01
完全稀釋 EPS**	1.53	2.22	2.63	2.76	3.01

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 324.14【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 324.14 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-2.87%	-2.46%	1.27%	5.83%	3.34%
營業毛利淨額	-6.27%	11.46%	3.75%	6.50%	4.42%
營業利益	-3.65%	40.46%	5.43%	13.31%	7.16%
稅後純益	-5.86%	44.77%	18.52%	4.93%	9.15%
獲利能力分析(%)					
毛利率	21.28%	24.31%	24.91%	25.06%	25.32%
EBITDA(%)	18.35%	22.46%	23.05%	22.65%	22.57%
營益率	7.48%	10.77%	11.21%	12.00%	12.44%
稅後純益率	5.03%	7.47%	8.74%	8.66%	9.15%
總資產報酬率	3.40%	5.07%	5.48%	5.59%	5.89%
股東權益報酬率	5.88%	8.35%	9.60%	9.79%	10.31%
償債能力檢視					
負債比率(%)	42.15%	39.26%	42.86%	42.86%	42.86%
負債/淨值比(%)	72.87%	64.64%	75.00%	75.00%	75.00%
流動比率(%)	205.29%	288.94%	200.00%	200.00%	200.00%
其他比率分析					
存貨天數	97.17	95.31	95.00	95.00	95.00
應收帳款天數	46.38	50.34	46.00	46.00	46.00

2024 年 12 月 31 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	24,623	25,333	22,717	23,622	24,346	25,504	23,955	23,939	25,991	27,427	25,746	24,576
營業成本	18,695	18,880	16,734	17,674	18,006	19,305	18,177	18,105	19,426	20,365	19,366	18,542
營業毛利淨額	5,929	6,453	5,982	5,949	6,340	6,199	5,778	5,834	6,565	7,062	6,380	6,033
營業費用	3,298	3,363	3,233	3,213	3,288	3,493	3,351	3,293	3,359	3,401	3,415	3,355
營業利益	2,631	3,090	2,749	2,736	3,052	2,706	2,427	2,541	3,206	3,661	2,965	2,678
業外收入及支出	284	-149	-298	304	65	229	-139	125	-51	-110	-190	104
稅前純益	2,915	2,941	2,451	3,040	3,117	2,935	2,288	2,666	3,156	3,551	2,776	2,782
所得稅	823	969	899	819	761	607	663	667	820	923	722	695
稅後純益	2,078	1,972	1,550	2,220	2,355	2,329	1,608	1,981	2,313	2,603	2,035	2,081
最新股本	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414
稅後EPS(元)	0.64	0.61	0.48	0.68	0.73	0.72	0.50	0.61	0.71	0.80	0.63	0.64

獲利能力(%)

毛利率(%)	24.08%	25.47%	26.33%	25.18%	26.04%	24.31%	24.12%	24.37%	25.26%	25.75%	24.78%	24.55%
營業利益率(%)	10.68%	12.20%	12.10%	11.58%	12.53%	10.61%	10.13%	10.61%	12.34%	13.35%	11.52%	10.90%
稅後純益率(%)	8.44%	7.78%	6.82%	9.40%	9.67%	9.13%	6.71%	8.27%	8.90%	9.49%	7.90%	8.47%

QoQ(%)

營業收入淨額	4.65%	2.88%	-10.33%	3.99%	3.06%	4.76%	-6.07%	-0.07%	8.57%	5.52%	-6.13%	-4.55%
營業利益	39.38%	17.44%	-11.02%	-0.48%	11.54%	-11.34%	-10.30%	4.69%	26.19%	14.19%	-19.01%	-9.69%
稅前純益	32.53%	0.88%	-16.65%	24.02%	2.54%	-5.85%	-22.04%	16.53%	18.36%	12.55%	-21.84%	0.22%
稅後純益	31.22%	-5.10%	-21.39%	43.22%	6.11%	-1.14%	-30.94%	23.17%	16.77%	12.55%	-21.84%	2.27%

YoY(%)

營業收入淨額	2.35%	-5.57%	-1.06%	0.40%	-1.13%	0.68%	5.45%	1.34%	6.76%	7.54%	7.48%	2.66%
營業利益	43.16%	46.86%	56.91%	44.95%	15.99%	-12.44%	-11.73%	-7.14%	5.06%	35.32%	22.19%	5.40%
稅前純益	68.32%	37.32%	96.69%	38.21%	6.93%	-0.21%	-6.67%	-12.30%	1.23%	21.01%	21.33%	4.34%
稅後純益	80.98%	30.54%	66.88%	40.20%	13.38%	18.11%	3.77%	-10.77%	-1.80%	11.79%	26.51%	5.04%

註1：稅後EPS以股本324.14億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。