

建大 (2106 TT) Kenda Rubber

美國營收比重高，加徵關稅後不確定性加劇

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$27.0

收盤價 (2025/04/17) : NT\$24.2

隱含漲幅 : 11.6%

營收組成 (4Q24)

自行車胎 9%、摩托車及其他斜交胎 40%、輻射層輪胎 31%、內胎 5%、其他 15%。

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\$)	27	32
2025年營收 (NT\$/十億)	36.0	36.4
2025年EPS	0.9	1.9

*因應股本變動，調整前次目標價及 EPS 數值

交易資料表

市值	NT\$23,110百萬元
外資持股比率	9.2%
董監持股比率	24.6%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$20.58
負債比	55.3%
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	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	34,444	34,203	35,970	37,134
營業利益	1,295	1,554	1,033	1,374
稅後純益	881	1,241	845	1,101
EPS (元)	0.92	1.30	0.88	1.15
EPS YoY (%)	148.8	40.9	-31.9	30.3
本益比 (倍)	26.3	18.6	27.4	21.0
股價淨值比 (倍)	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE (%)	4.5	6.3	4.3	5.5
現金殖利率 (%)	4.1%	4.1%	4.6%	3.1%
現金股利 (元)	1.00	1.00	1.10	0.75

何宗祐

bill0066@yuanta.com

柯好璇

Varine.Ko@yuanta.com

元大觀點

◆ 1Q25 營收優於預期 4%主因歐美客戶遞延，然毛利率受原物料價格上漲以及美國新建庫存認列折舊所壓抑，EPS 低於預期 84%。

◆ 2Q25 進入輪胎產業拉貨旺季，然 25%關稅將壓抑毛利率表現，故下修毛利率 3.8 ppts 至 19%，估 EPS 為 0.16 元。

◆ 建大目前美國營收占比約 43%，預期獲利表現將受到 25%關稅衝擊，故下修目標價至 27 元，維持「持有」評等。

部分歐美訂單遞延至 1Q25，營收優於預期

建大 1Q25 營收 88 億元，季增 10%，優於原先估計 84 億元，主因 4Q24 部分歐美訂單因聖誕假期且歐美客戶拉貨力道暫緩，造成部分訂單遞延至 1Q25。然因 4Q24 原物料人造膠/天膠價格分別季增 1%/21%，且建大於 12M24 興建俄亥俄州倉庫，因此下調毛利率 4.1ppts 至 17.9%；稅後獲利 6,300 萬元，季減 69%/年減 86%，EPS 0.07 元，下修 84%。

2Q25 恢復旺季拉貨，惟終端需求仍須觀察

展望 2Q25，以往輪胎產業拉貨旺季通常自 3 月開始並於秋冬步入淡季，預期 PCR 拉貨動能將回升。建大 3 月營收 32.2 億元，符合進入旺季約 31-32 億元水準，不過因之前受關稅細則不確定性影響 2Q25 部分出貨時程，因此下調 2Q25 營收 6%至 91.2 億元，季增 3.6%/年減 0.1%；估毛利率仍可受惠原物料價格下降而回升，惟下調營收規模且目前仍維持 5/3 對美國進口汽車零組件課徵 25%關稅，將壓縮建大毛利表現，因此下調毛利率 3.8ppts 至 19%；稅後獲利 1.6 億元，季增 150%/年減 63%，下修 EPS 68%至 0.16 元。

建大美國營收占比高，2025 年具不確定性，維持中性建議

本中心預估建大 2025 年營收 359.7 億元，年增 5.2%，下調幅度約 1%，主因中美關稅不確定性仍高，建大目前美國營收占比約 43%，此次課徵關稅雖終端價格有望漲價反映關稅，然建大需負擔部分關稅及運費，同時 2H25 終端需求仍有待檢視，獲利表現將有壓力，估毛利率為 20.1%，年減 1.9ppts；稅後獲利 8.5 億元，年減 32%，EPS 0.88 元，下修 52%。評價方面，本中心認為關稅造成終端產品價格上漲，且輪胎產業仍面臨競爭加劇的情況，惟建大美國比重較高，美國政府對汽車零組件加徵 25%關稅，將影響建大獲利表現，因此本中心較前次 PB 1.5 倍下調至 1.3 倍，並以 2025 年每股淨值 20.58 元，目標價下調至 27 元，維持「持有-超越同業」評等。

營運分析

2024 年毛利低於預期，獲利低於預期

建大 2024 年營收 342 億元，年減 0.7%，毛利率 22%，年增 2.6ppts，主因自 2024 年起隨原物料價格上揚，輪胎廠商陸續於 1Q-3Q24 間調漲價格，營業利益 14.7 億元，年增 13.5%，低於原先預期 19.4 億元，主因 4Q24 進入傳統淡季，歐美客戶暫緩出貨使部分訂單遞延至 1Q25，4Q24 營業利益降至 7800 萬元(原估計 4Q24 營業利益 4.7 億元)，2024 年稅後獲利 12.4 億元，年增 40.9%，EPS 1.30 元，每股淨值 22.08 元。

圖 1：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024		2025 估		預估差異	
	實際值	預估值	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	34,203	34,616	35,970	36,367	-1.2%	-1.1%
營業毛利	7,540	7,821	7,235	8,235	-3.6%	-12.1%
營業利益	1,470	1,943	1,033	2,347	-24.3%	-56.0%
稅前利益	1,650	1,874	1,126	2,340	-11.9%	-51.9%
稅後淨利	1,240	1,390	845	1,755	-10.8%	-51.9%
調整後 EPS (元)	1.30	1.45	0.88	1.84	-10.4%	-51.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	22.0%	22.6%	20.1%	22.6%	-0.5	-2.5
營業利益率	4.3%	5.6%	2.9%	6.5%	-1.3	-3.6
稅後純益率	3.6%	4.0%	2.3%	4.8%	-0.4	-2.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估

部分歐美訂單遞延至 1Q25，營收優於預期

建大 1Q25 營收 88 億元，季增 10%，年增 6.5%，優於原先估計 84 億元，主因 4Q24 部分歐美訂單因聖誕假期且歐美客戶拉貨力道暫緩，造成部分訂單遞延至 1Q25。毛利方面，儘管營收表現優於預期，然因 4Q24 原物料人造膠/天膠價格分別季增 1%/21%，用料成本墊高，且建大於 12M24 興建俄亥俄州倉庫疊加 1Q25 工作天數較低，因此下調毛利率 4.1ppts 至 17.9%，季減 2.3ppts/年減 5.7 ppts，預期營業費用將持平 4Q24，因此下調營業利益至 0.6 億元，季減 22.3%/年減 89.1%，稅後獲利 6,300 萬元，季減 69%/年減 86%，EPS 0.07 元，下修 84%。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	8,265	7,995	8,802	10.1%	6.5%	8,428	-	4.4%	-
營業毛利	1,955	1,617	1,577	-2.4%	-19.3%	1,852	-	-14.8%	-
營業利益	554	78	60	-22.3%	-89.1%	505	-	-88.0%	-
稅前利益	579	247	84	-66.1%	-85.6%	503	-	-83.4%	-
稅後淨利	436	204	63	-69.2%	-85.6%	378	-	-83.4%	-
調整後 EPS (元)	0.46	0.21	0.07	-69.2%	-85.6%	0.40	-	-83.6%	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	23.7%	20.2%	17.9%	-2.3	-5.7	22.0%	-	-4.1	-
營業利益率	6.7%	1.0%	0.7%	-0.3	-6.0	6.0%	-	-5.3	-
稅後純益率	5.3%	2.6%	0.7%	-1.8	-4.6	4.5%	-	-3.8	-

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

美政府課徵對等關稅，台灣廠商正新、建大將分別以泰國/越南廠因應

據美國政府的關稅附件中，僅對於進口的天然橡膠/煙膠等輪胎原物料進行豁免，惟並未對於橡膠製成品進行豁免，而台灣廠商正新、建大此前輸美產品已分別由泰國/越南廠進行因應，如正新泰國廠 PCR 轎車胎及 LTR 輕卡胎需課徵反傾銷稅率終裁結果為 4.52%、建大越南廠輸美輪胎無反傾銷稅，僅反補貼稅 6.46%，儘管目前正式官方文件尚未公布，不過美國政府於 4/9 已宣布對多國實施的對等關稅將暫緩 90 天，期間僅徵收 10% 的基準關稅，正新/建大目前美國分別營收為 7%/42%，據本中心目前了解正新暫無調整出貨計畫維持穩定出貨，建大則加速越南廠出貨於美國子公司倉庫以因應未來所加徵的關稅。

2Q25 恢復旺季拉貨，惟終端需求仍須觀察

展望 2Q25，以往輪胎產業拉貨旺季通常自 3 月開始並於秋冬步入淡季，預期 PCR 拉貨動能將回升。建大 3 月營收 32.2 億元，符合進入旺季約 31-32 億元水準，各胎別皆成長，不過因之前受關稅細則不確定性影響 2Q25 部分出貨時程，因此本中心下調 2Q25 營收至 91.2 億元，季增 3.6%/年減 0.1%，毛利率方面，1Q25 人造膠/天膠價格皆分別季減 4%，估毛利率仍可受惠原物料價格下降而回升，惟下調營收規模且目前仍維持 2025/5/3 對美國進口汽車零組件課徵 25% 關稅，將壓縮建大毛利表現，因此下調毛利率 3.8ppts 至 19%，營業利益 1.9 億元，季增 208%/年減 61.8%，稅後獲利 1.6 億元，季增 150%/年減 63%，EPS 0.16 元，下修 68%。

圖 3：2025 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q24A	1Q25F	2Q25F	季增率	年增率	2Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	9,122	8,802	9,116	3.6%	-0.1%	9,730	-	-6.3%	-
營業毛利	2,052	1,577	1,731	9.7%	-15.7%	2,219	-	-22.0%	-
營業利益	488	60	186	208.4%	-61.8%	654	-	-71.5%	-
稅前利益	558	84	210	150.3%	-62.5%	652	-	-67.9%	-
稅後淨利	425	63	157	150.3%	-63.0%	489	-	-67.9%	-
調整後 EPS (元)	0.45	0.07	0.16	150.3%	-63.0%	0.51	-	-67.7%	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	22.5%	17.9%	19.0%	1.1	-3.5	22.8%	-	-3.8	-
營業利益率	5.3%	0.7%	2.0%	1.4	-3.3	6.7%	-	-4.7	-
稅後純益率	4.7%	0.7%	1.7%	1.0	-2.9	5.0%	-	-3.3	-

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

建大美國營收占比高，2025 年具不確定性

展望 2025 年，儘管 1Q25 營收表現優於預期，不過本中心仍下調 2025 年營收 359.7 億元，年增 5.2%，下調幅度約 1%，主因中美關稅不確定性仍高，建大目前美國營收約 20% 為輪胎銷售、輪圈銷售約 23.8%，合計美國區營收約 43%，此次課徵關稅雖終端價格有望漲價反映關稅，然建大需負擔關稅及運費，同時 2H25 終端需求仍有待檢視，獲利表現將有壓力，估 2025 年毛利率 20.1%，年減 1.9ppts，營業利益 10.3 億元，年減 30%，稅後獲利 8.5 億元，年減 32%，EPS 0.88 元。

建大北美修補胎市場市佔率提升，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，建大乘用車胎及輕卡車胎在北美修補胎市場市佔率於 2022 年分別為 1.5%/1.5%，分別提升 0.5ppts/持平。

圖 4：2022 年北美修補胎市場市佔率

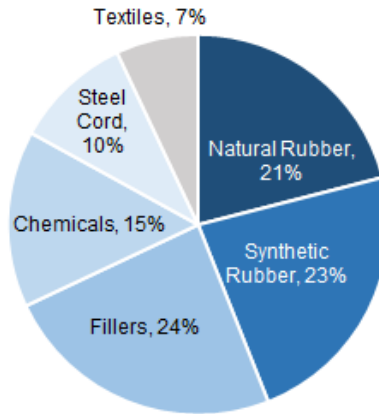
轎車修補胎市場市佔率		卡車胎修補胎市場市佔率	
品牌	2022 市占率	品牌	2022 市占率
Goodyear	10.5%	Goodyear	9.0%
Michelin	9.5%	BFGoodrich	7.5%
Bridgestone	7.0%	Bridgestone	6.5%
Firestone	7.0%	Firestone	6.5%
Continental	5.0%	Michelin	6.5%
Falken	5.0%	General	6.0%
BFGoodrich	4.0%	Cooper	5.5%
Cooper	3.5%	Toyo	5.5%
Hankook	3.5%	Yokohama	5.0%
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，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 5：輪胎原物料成本占比



資料來源：公司資料、元大投顧、Cmoney

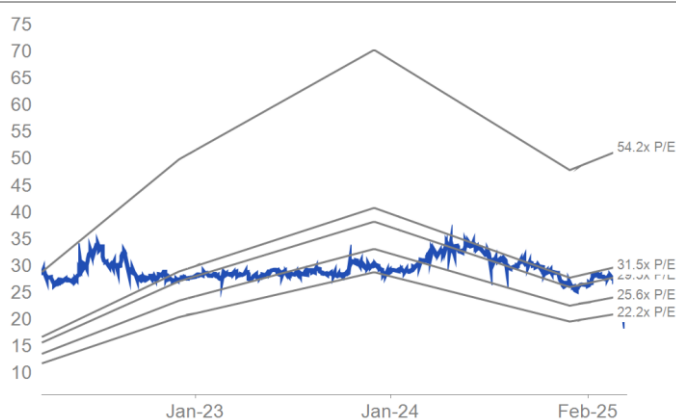
獲利調整與股票評價

維持建大「持有-超越同業」投資評等，目標價 27 元

本中心預估建大 2025 年營收 359.7 億元，年增 5.2%，下調幅度約 1%，主因中美關稅不確定性仍高，建大目前美國營收約 20% 為輪胎銷售、輪圈銷售約 23.8%，合計美國區營收約 43%，此次課徵關稅雖終端價格有望漲價反映關稅，然建大需負擔部分關稅及運費，同時 2H25 終端需求仍有待檢視，獲利表現將有壓力，估毛利率為 20.1%，年減 1.9ppts，營業利益 10.3 億元，年減 30%，稅後獲利 8.5 億元，年減 32%，EPS 0.88 元，下修 52%。

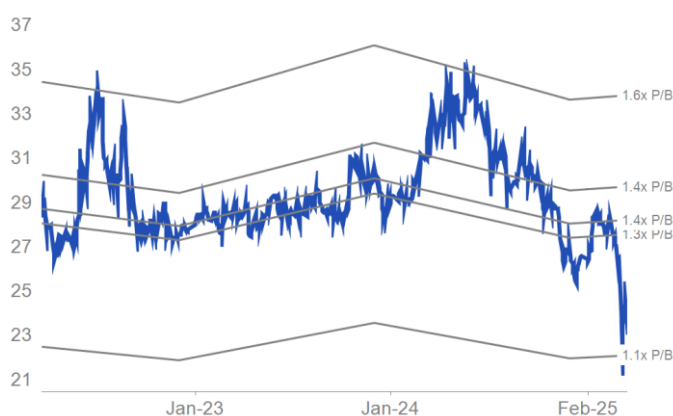
評價方面，本中心認為關稅造成終端產品價格上漲，且輪胎產業仍面臨競爭加劇的情況，惟建大美國比重較高，美國政府對汽車零組件加徵 25% 關稅，將影響建大獲利表現，因此本中心較前次 PB 1.5 倍下調至 1.3 倍，並以 2025 年每股淨值 20.58 元，目標價下調至 27 元，維持建大持有-超越同業評等。

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：12 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 8：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
建大	2106 TT	持有-超越 同業	24.2	700	1.30	0.88	1.15	18.6	27.4	21.0	40.9	(31.9)	30.3
國內同業													
正新	2105 TT	持有-超越 同業	48.7	4,873	2.5	2.5	3.0	19.7	19.5	16.2	11.6	1.1	20.0
國內同業平均					2.5	2.5	3.0	19.7	19.5	16.2	11.6	1.1	20.0
國外同業													
Yokohama Rubber Co Ltd	5101 JP	未評等	2885.5	3,450	467.8	504.3	572.1	6.2	5.7	5.0	11.6	7.8	13.5
Sumitomo Rubber Industries Ltd	5110 JP	未評等	1665.0	3,088	37.5	216.3	270.2	44.4	7.7	6.2	(73.4)	476.6	24.9
Bridgestone Corp	5108 JP	未評等	5819.0	29,284	416.2	440.7	590.1	14.0	13.2	9.9	(12.9)	5.9	33.9
Hankook Tire & Technology Co Ltd	161390 KS	未評等	38150.0	3,343	9137.1	9953.4	10301.4	4.2	3.8	3.7	54.8	8.9	3.5
Pirelli & C SpA	PIRC IM	未評等	5.0	5,652	--	0.6	0.7	--	8.5	7.4	--	--	14.9
Continental AG	CONG GY	未評等	64.9	14,625	5.8	8.1	10.0	11.1	8.0	6.5	1.0	38.8	23.4
Goodyear Tire & Rubber Co	GT US	未評等	9.7	2,751	0.2	1.5	2.0	39.6	6.6	4.9	--	496.3	34.3
Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	MICP FP	未評等	30.0	23,932	2.7	3.4	3.9	11.3	8.7	7.8	(4.4)	29.7	11.9
Shandong Linglong Tyre Co Ltd	601966 CH	未評等	15.0	3,013	--	1.8	2.1	--	8.4	7.2	--	--	15.6
國外同業平均					1438.2	1236.7	1305.8	18.7	7.9	6.5	(3.9)	152.0	19.5

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 9：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
建大	2106 TT	持有-超越 同業	24.2	700	6.3	4.3	5.5	20.80	20.58	20.99	1.2	1.2	1.2
國內同業													
正新	2105 TT	持有-超越 同業	48.7	4,873	9.1	9.3	10.9	27.7	26.9	27.5	1.8	1.8	1.8
國內同業平均					9.1	9.3	10.9	27.7	26.9	27.5	1.8	1.8	1.8
國外同業													
Yokohama Rubber Co Ltd	5101 JP	未評等	2885.5	3,450	10.1	9.2	9.5	4980.7	5802.9	6339.0	0.6	0.5	0.5
Sumitomo Rubber Industries Ltd	5110 JP	未評等	1665.0	3,088	2.5	8.8	10.2	2425.4	2598.6	2779.6	0.7	0.6	0.6
Bridgestone Corp	5108 JP	未評等	5819.0	29,284	10.2	8.0	10.5	5269.3	5523.2	5829.0	1.1	1.1	1.0
Hankook Tire & Technology Co Ltd	161390 KS	未評等	38150.0	3,343	13.2	10.9	10.4	86945.3	94939.8	103466.5	0.4	0.4	0.4
Pirelli & C SpA	PIRC IM	未評等	5.0	5,652	9.2	9.7	10.4	5.8	6.1	6.2	0.9	0.8	0.8
Continental AG	CONG GY	未評等	64.9	14,625	10.6	10.8	12.4	71.2	75.2	75.9	0.9	0.9	0.9
Goodyear Tire & Rubber Co	GT US	未評等	9.7	2,751	5.0	7.5	9.8	16.6	18.2	19.8	0.6	0.5	0.5
Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	MICP FP	未評等	30.0	23,932	12.3	12.6	13.1	26.1	27.7	29.5	1.2	1.1	1.0
Shandong Linglong Tyre Co Ltd	601966 CH	未評等	15.0	3,013	10.1	10.9	11.6	15.3	16.6	18.1	1.0	0.9	0.8
國外同業平均					9.2	9.8	10.9	11084.0	12112.0	13173.7	0.8	0.8	0.7

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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

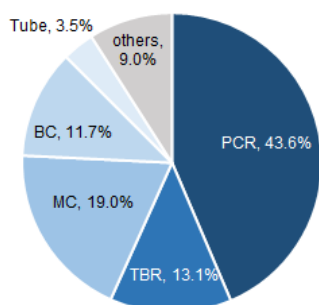
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	8,265	9,122	8,820	7,995	8,802	9,116	9,213	8,839	34,203	35,970
銷貨成本	(6,310)	(7,069)	(6,905)	(6,379)	(7,224)	(7,385)	(7,211)	(6,914)	(26,663)	(28,735)
營業毛利	1,955	2,052	1,916	1,617	1,577	1,731	2,002	1,925	7,540	7,235
營業費用	(1,401)	(1,498)	(1,554)	(1,533)	(1,517)	(1,544)	(1,550)	(1,591)	(5,986)	(6,202)
營業利益	554	488	350	78	60	186	452	334	1,470	1,033
業外利益	25	70	(85)	170	24	24	24	23	180	93
稅前純益	579	558	266	247	84	210	476	357	1,650	1,126
所得稅費用	(144)	(133)	(90)	(43)	(21)	(52)	(119)	(89)	(409)	(282)
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	204	63	157	357	268	1,240	845
調整後每股盈餘(NT\$)	0.46	0.45	0.18	0.21	0.07	0.16	0.37	0.28	1.30	0.88
調整後加權平均股數(百萬股)	955	955	955	955	955	955	955	955	955	955
重要比率										
營業毛利率	23.7%	22.5%	21.7%	20.2%	17.9%	19.0%	21.7%	21.8%	22.0%	20.1%
營業利益率	6.7%	5.3%	4.0%	1.0%	0.7%	2.0%	4.9%	3.8%	4.3%	2.9%
稅前純益率	7.0%	6.1%	3.0%	3.1%	1.0%	2.3%	5.2%	4.0%	4.8%	3.1%
稅後純益率	5.3%	4.7%	2.0%	2.6%	0.7%	1.7%	3.9%	3.0%	3.6%	2.3%
有效所得稅率	24.8%	23.8%	33.9%	17.3%	25.0%	24.8%	25.0%	24.9%	24.8%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	-3.5%	10.4%	-3.3%	-9.4%	10.1%	3.6%	1.1%	-4.1%		
營業利益	-13.6%	-12.0%	-28.2%	-77.8%	-22.3%	208.4%	143.0%	-26.2%		
稅後純益	-1.6%	-2.5%	-58.8%	16.6%	-69.2%	150.3%	127.1%	-24.9%		
調整後每股盈餘	-1.6%	-2.5%	-58.8%	16.6%	-69.2%	150.3%	127.1%	-24.9%		
年增率(%)										
營業收入	0.5%	4.8%	-1.5%	-6.6%	6.5%	-0.1%	4.5%	10.6%	-0.7%	5.2%
營業利益	--	70.3%	-39.4%	-87.9%	-89.1%	-61.8%	29.2%	329.7%	13.5%	-29.7%
稅後純益	--	9.8%	-59.3%	-54.0%	-85.6%	-63.0%	103.9%	31.3%	40.9%	-31.9%
調整後每股盈餘	--	9.8%	-59.3%	-54.0%	-85.6%	-63.0%	103.9%	31.3%	40.9%	-31.9%

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

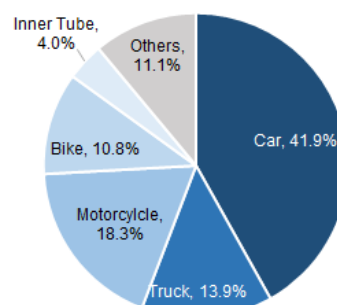
建大成立於 1962 年 3 月，是一家以生產自行車內外胎起家的廠商，目前產品除了自行車車胎外，還包括機車內外胎、工業用車內外胎、輕型卡車內外胎、轎車胎、輻射層輪胎及防水膠布等，並以自有品牌「KENDA」行銷全球，為台灣第二大輪胎廠。2024 年產品別可分為：自行車內外胎 6%、摩托車及其他斜交胎 41%、輻射層輪胎 30%；地區別為北美 40%、中國 34%、台灣 9%、其他 18%。

圖 11：產能組成



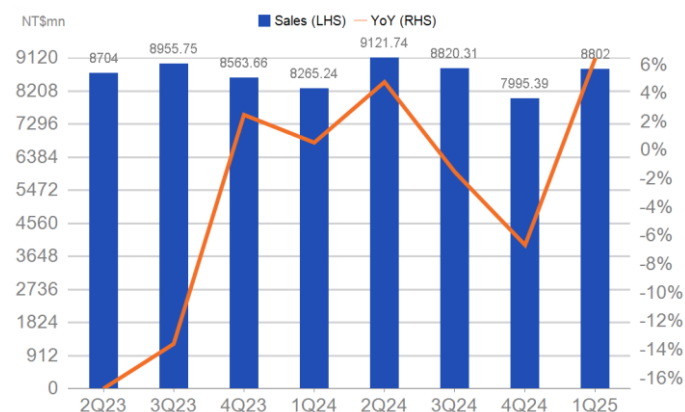
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



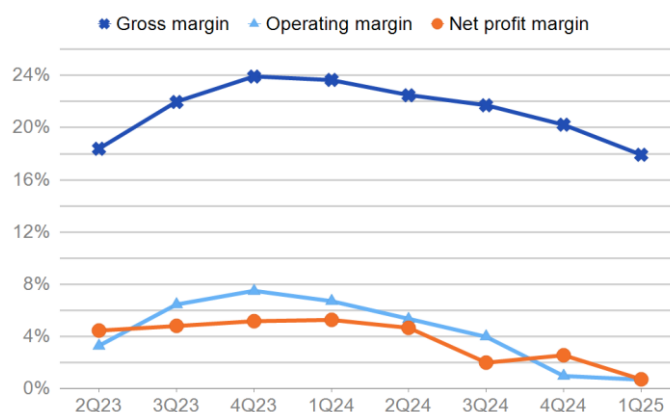
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



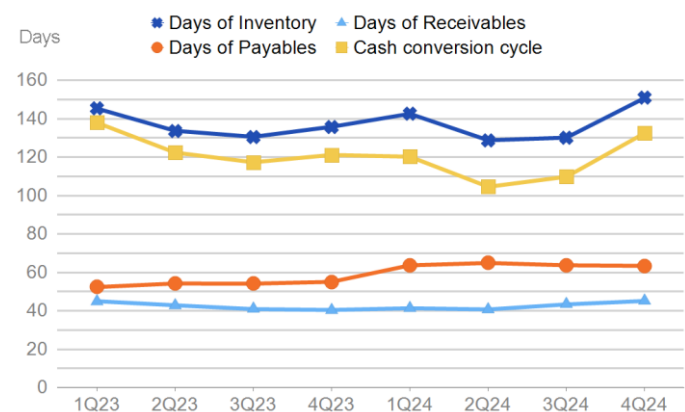
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



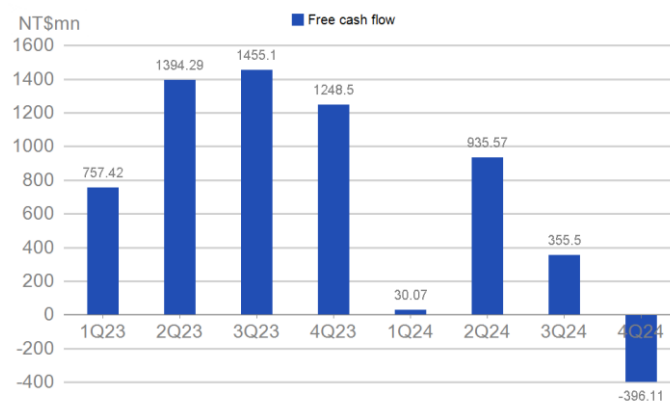
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：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 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 17：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	19.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	48.7
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	51

資料來源：Sustainalytics (2025/4/17)

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)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	7,057	7,537	7,580	7,918	8,912
存貨	12,330	9,678	10,775	10,953	11,422
應收帳款及票據	3,912	3,538	3,771	3,916	4,020
其他流動資產	2,524	3,200	3,200	3,200	3,200
流動資產	25,823	23,954	25,327	25,987	27,554
採用權益法之投資	134	139	552	552	552
固定資產	16,334	15,640	14,670	13,778	12,886
無形資產	0	0	(15)	(31)	(46)
其他非流動資產	4,308	3,994	3,581	3,581	3,581
非流動資產	20,777	19,772	18,787	17,880	16,973
資產總額	46,600	43,726	44,114	43,866	44,527
應付帳款及票據	2,516	2,360	2,462	2,419	2,695
短期借款	4,590	3,359	3,359	3,359	3,359
什項負債	4,128	4,467	4,467	4,467	4,467
流動負債	11,234	10,186	10,287	10,245	10,521
長期借款	14,019	11,851	11,851	11,851	11,851
其他負債及準備	1,965	2,116	2,116	2,116	2,116
長期負債	15,984	13,967	13,967	13,967	13,967
負債總額	27,218	24,153	24,255	24,213	24,488
股本	9,094	9,549	9,549	9,549	9,549
資本公積	0	0	0	0	0
保留盈餘	11,120	11,118	11,404	11,198	11,584
什項權益	(831)	(1,094)	(1,094)	(1,094)	(1,094)
歸屬母公司之權益	19,382	19,573	19,859	19,654	20,039
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	19,382	19,573	19,859	19,654	20,039

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)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
本期純益	338	881	1,241	845	1,101
折舊及攤提	1,843	1,813	1,922	1,844	1,844
本期營運資金變動	(447)	3,037	(1,228)	(364)	(298)
其他營業資產 及負債變動	(416)	(111)	0	0	0
營運活動之現金流量	1,318	5,620	1,935	2,324	2,647
資本支出	(1,298)	(765)	(937)	(937)	(937)
本期長期投資變動	29	4	0	0	0
其他資產變動	(209)	(828)	0	0	0
投資活動之現金流量	(1,478)	(1,588)	(937)	(937)	(937)
股本變動	0	455	0	0	0
本期負債變動	596	(3,152)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(909)	(455)	(955)	(1,050)	(716)
其他調整數	137	(403)	0	0	0
融資活動之現金流量	(176)	(3,555)	(955)	(1,050)	(716)
匯率影響數	246	4	0	0	0
本期產生現金流量	(91)	480	43	337	994
自由現金流量	19	4,855	998	1,388	1,710

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	38,618	34,444	34,203	35,970	37,134
銷貨成本	(32,947)	(27,771)	(26,663)	(28,735)	(29,167)
營業毛利	5,670	6,673	7,540	7,235	7,967
營業費用	(5,440)	(5,378)	(5,986)	(6,202)	(6,593)
推銷費用	(2,563)	(2,407)	(2,691)	(2,794)	(2,956)
研究費用	(1,490)	(1,489)	(1,655)	(1,725)	(1,840)
管理費用	(1,378)	(1,487)	(1,623)	(1,683)	(1,797)
其他費用	(8)	6	(17)	0	0
營業利益	231	1,295	1,554	1,033	1,374
利息收入	154	256	271	265	265
利息費用	(374)	(558)	(371)	(180)	(180)
利息收入淨額	(219)	(302)	(100)	85	85
投資利益(損失)淨額	21	13	34	8	8
匯兌損益	481	112	70	0	0
其他業外收入(支出)淨額	198	187	88	0	0
稅前純益	711	1,305	1,650	1,126	1,467
所得稅費用	(373)	(424)	(409)	(282)	(367)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	338	881	1,241	845	1,101
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,927	3,676	3,476	2,877	3,218
調整後每股盈餘 (NT\$)	0.37	0.92	1.30	0.88	1.15

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	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	10.7	(10.8)	(0.7)	5.2	3.2
營業利益	(86.8)	461.7	20.0	(33.5)	33.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	(14.7)	25.6	(5.4)	(17.2)	11.9
稅後純益	(63.2)	160.5	40.9	(31.9)	30.3
調整後每股盈餘	(63.3)	148.8	40.9	(31.9)	30.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	14.7	19.4	22.0	20.1	21.5
營業利益率	0.6	3.8	4.5	2.9	3.7
稅前息前淨利率	0.9	2.2	4.5	2.9	3.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	7.6	10.7	10.2	8.0	8.7
稅前純益率	1.8	3.8	4.8	3.1	4.0
稅後純益率	0.9	2.6	3.6	2.4	3.0
資產報酬率	0.7	2.0	2.8	1.9	2.5
股東權益報酬率	1.8	4.5	6.3	4.3	5.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	140.4	123.4	122.1	123.2	122.2
淨負債權益比(%)	59.6	39.2	38.4	37.1	31.4
利息保障倍數 (倍)	2.9	3.3	5.5	7.3	9.2
流動比率 (%)	229.9	235.2	246.2	253.6	261.9
速動比率 (%)	117.6	137.6	141.5	146.7	153.3
淨負債 (NT\$百萬元)	11,552	7,672	7,629	7,292	6,297
調整後每股淨值 (NT\$)	21.31	20.50	20.80	20.58	20.99
評價指標 (倍)					
本益比	65.3	26.3	18.6	27.4	21.0
股價自由現金流量比	1195.6	4.8	23.2	16.7	13.5
股價淨值比	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	7.9	6.3	6.7	8.0	7.2
股價營收比	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

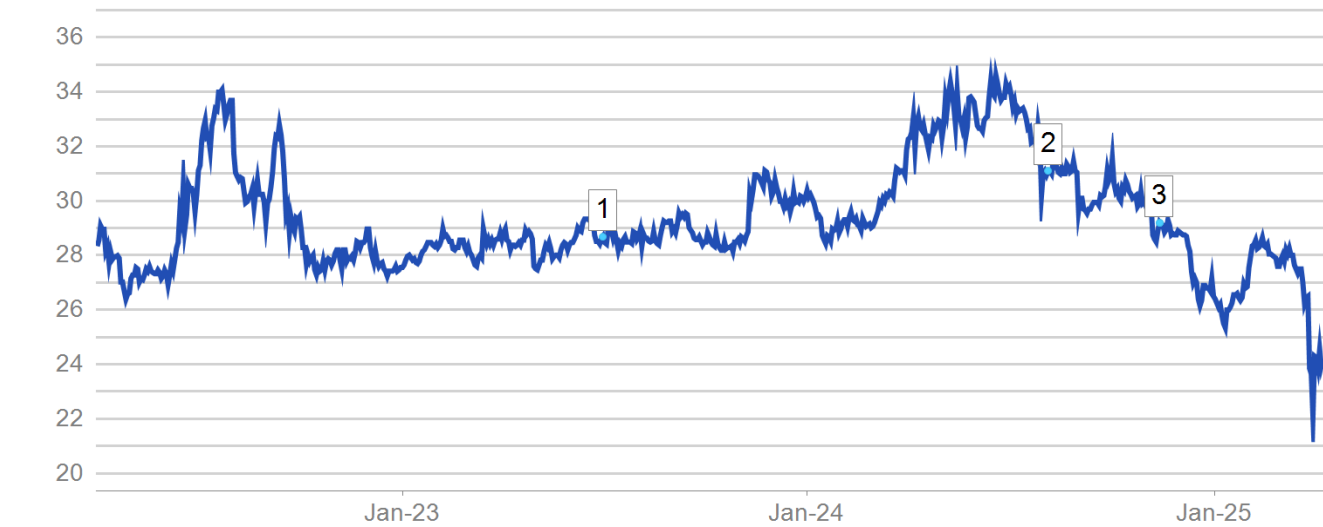
附錄：重要揭露事項

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

— 收盤價



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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} 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>.