

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

大車隊

(2640.TW/2640 TT)

未評等

收盤價 March 16 (NT\$)	104.5
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

大車隊為台灣計程車派遣龍頭，公司除持續擴大車隊提升市佔外，積極拓展生活媒合服務，將創造公司另一波成長動能，帶動獲利及評價進一步向上。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	6.19 / 201.6
流通在外股數 (百萬股)：	59.26
外資持有股數 (百萬股)：	3.26
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.08
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	76.20 - 110.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	22.4	24	28.2
相對表現 (%)	17.6	19.5	38.4

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2020	1.01	1.17	1.68	1.47
2021	1.48	0.54	0.56	1.63
2022	1.78	1.33	1.51	N.A.

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886 2 2181 8719
angus.chuang@kgi.com

高政修
886.2.2181.8735
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

開駛新生活

重要訊息

隨後疫情時代產業結構轉變，大車隊核心計程車派遣業務進入大者恆大的態勢，公司將持續擴張市佔，加上生活媒合新服務進一步拓展，將享有營運槓桿效益提升整體獲利能力，帶動評價向上提升。

評論及分析

計程車派遣市佔持續擴張。大車隊為國內計程車派遣服務龍頭，去年市占率達 25%，管理層目標今年進一步提升至 27%，動能來自併購及委託經營地方型車隊（車隊規模約 100-500 輛）。藉由共用派遣、支付系統及客服人員，併購及委託經營貢獻的任務數將可提高台灣大車隊營運槓桿之效益。公司亦於 APP 上推出線上購物服務 It's on me，消費者購物將得到回饋（搭車金），目的為進一步提高車隊出車任務數，目前透過搭車金轉換之叫車服務達 2-3 萬趟/月，對比 2Q22 時每季僅 2-3 萬趟。

生活服務多頭並進。憑藉其 680 萬的會員基礎，大車隊陸續推出多項生活相關業務，隨各項業務持續拓展，生活服務將成為公司重要成長動能，長期目標營收佔資訊媒合之 50%，對比 1Q-3Q22 為 35%。公司酒後代駕現已為雙北市外之龍頭，目標今年成為雙北最大業者；洗衣業務新廠預計 6 月投產，待 2H23 產能利用率提升後，營收將明顯成長；快遞業務取消對 O2O 服務的補貼後預計虧損將較去年收斂。廣告通路預計進一步拓展至家外廣告，將推動廣告營收成長優於 2018-22 年年均複合成長率 8%。

獲利展望提升。台灣大車隊去年營收年增 23% 至 25.6 億元，較過去三年年均複合成長之 4% 加速，隨營運規模擴大，營利率將延續年增趨勢。展望 2023 年，管理層樂觀看待營收進一步成長，獲利能力則可望隨營運槓桿效益上升、快遞業務取消補貼、洗衣三廠投產後產能利用率提升而較今年改善，大車隊今年獲利也將較去年公司自估的 6 元/股提升。

投資建議

大車隊目前股價約交易在 2023 年每股盈餘預估的 15-16 倍，處歷史區間 9-29 倍之中緣，相較國際同業為 17 倍。

投資風險

政府放寬計程車牌照發放、新派遣平台車隊進入市場。

主要財務數據及估值

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A
營業收入 (NT\$百萬)	1,695	1,880	1,946	1,992	2,089
營業毛利 (NT\$百萬)	787	850	953	985	953
營業利益 (NT\$百萬)	278	301	398	417	329
稅後淨利 (NT\$百萬)	222	231	273	295	244
每股盈餘 (NT\$)	4.56	4.51	5.07	5.22	4.11
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.30	3.70	3.90	3.50
每股盈餘成長率 (%)	47.4	(1.2)	12.5	3.0	(21.3)
本益比 (x)	22.9	23.2	20.6	20.0	25.4
股價淨值比 (x)	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8
EV/EBITDA (x)	11.5	11.5	9.6	10.3	12.3
淨負債比率 (%)	19.8	22.1	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.3	3.2	3.5	3.7	3.3
股東權益報酬率 (%)	17.6	17.1	19.2	19.5	15.3

資料來源：公司資料，凱基

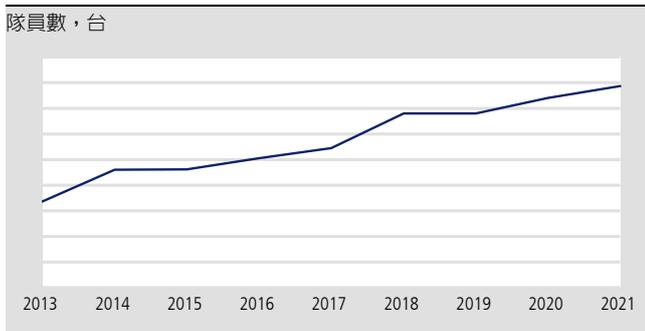
計程車派遣市佔進一步提升

台灣大車隊為國內計程車派遣服務龍頭，去年市占率以車隊隊員數計算達 25%，管理層目標今年市佔率進一步提升至 27%，動能來自併購及受委託經營地方型車隊（車隊規模約 100-500 輛）。藉由共用派遣、支付系統及客服人員，併購及委託經營貢獻的任務數將可提高台灣大車隊營運槓桿之效益。台灣大車隊透過併購、委託經營，陸續將婦協、大愛、泛亞、城市衛星等車隊納入旗下，推出 55899 My Taxi，去年亦開始與志英車隊的委外經營合作，以進一步擴大營運範圍，並與台灣大車隊 (55688) 互補，在原本 55688 無法服務的地區提供消費者另一選項，並進一步鞏固市佔。

除車隊透過合作擴大服務觸角，公司已於 APP 上推出線上購物服務 It's on me，提供消費者購物後可以獲得回饋（搭車金），目的為進一步提高叫車任務數，目前利用搭車金轉換之任務數達 2-3 萬趟/月，對比 2Q22 時每季僅 2-3 萬趟。公司今年將進一步優化 APP 介面，提供更佳的消費者使用體驗，以擴大每月活躍用戶數量、提高用戶黏著度，目標建立一個由大車隊提供計程車、洗衣、清潔及購物等多面向生活服務的生態系。

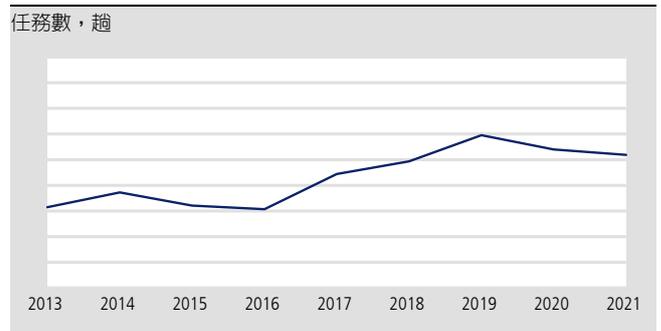
去年 12 月臺北市公共運輸處公告，大台北地區今年 4 月起調漲計程車費率，其中起程運價上漲 15 元 (21%) 至 85 元，延滯計時運價（車速每小時 5 公里以下）自每 80 秒 5 元調整為每 60 秒 5 元。台灣大車隊預估計程車費率調整每年可貢獻公司額外營收 3,300 萬元（以總叫車任務數 8,000 萬趟、非路招佔比 70%、多元計程車佔比 27% 來計算），增額營收將全部來自多元計程車，因為一般計程車分潤固定為每趟 10 元。

圖 1：大車隊隊員數



資料來源：公司資料；凱基

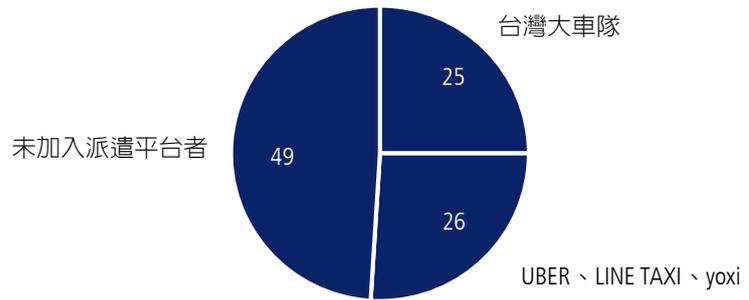
圖 2：大車隊隊員任務數



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：台灣大車隊計程車派遣市佔率達 25%

市佔率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

進一步拓展廣告通路

大車隊規劃今年將廣告業務自原有的車外及車內廣告拓展至家外廣告，預計開發之新通路包含影城、戶外看板、捷運及公車，以滿足客戶多元廣告通路之需求（線上與線下並存），將帶動今年營收成長優於過去平均。公司認為其優勢包括與廣告主長年合作關係密切、近期多個成效極佳的廣告案例及百萬名的 APP 每月活躍用戶，今年取得的廣告訂單數已高於去年同期，部分檔期廣告亦有調漲價格。目前仍有逾 50% 之計程車車輛可供車外廣告刊登，且委外經營車隊及多元計程車亦可進行刊登，成長機會可期。管理層預估今年廣告業務營收成長將優於 2018-22 年年均複合成長率 8%，動能來自疫後廣告預算投放增加、公司市佔率提升。

生活服務業務多頭並進

憑藉廣大的消費客群基礎（680 萬名會員），台灣大車隊陸續推出生活相關業務，包含居家清潔（生活大管家）、旅遊住宿（台灣大旅行社）、快遞（全球快遞）、洗衣（潔衣家）、搬家（55688 微搬家）、酒後代駕等服務，目標在核心計程車媒合業務外，透過多角化運營提高消費者黏著度，創造新商機。目前營收規模大小為快遞 > 洗衣 > 代駕 > 居家清潔，其中以代駕及居家清潔成長較快，而利潤率則以代駕及居家清潔較高。公司 2021 年生活媒合服務營收年增 9% 至 511 億元（佔資訊媒合之 35%）。隨各項業務持續拓展，生活服務將成為公司另一成長動能，長期目標營收佔資訊媒合 50%（1Q-3Q22 資訊媒合佔總營收之 70%），對比 2019 年、1Q-3Q22 分別為 32%、35%。

圖 4：台灣大車隊集團業務



資料來源：公司資料；凱基

考量國內的飲酒文化及衍生的代駕需求，台灣大車隊順勢推出酒後代駕服務，目前在全台除雙北外之所有縣市市佔皆為第一，公司目標今年成為雙北最大業者，動能來自知名度提升、與餐飲業者（例如乾杯集團）合作、民衆防範酒駕意識提升、警察機關執法趨嚴。2022 年公司酒後代駕酒後服務交易金額突破 1 億元，貢獻營收約 2,000 萬元（分潤比率 20%），管理層預計今年交易金額能進一步成長，且與目前計程車業務共用人力及派遣系統將創造營運槓桿效益。

公司洗衣業務目前有三座工廠，其中除服務企業客戶及來自全省超商通路、到府收送及乾洗店的客衣外，目前新的三廠已投產一條產線，第二條產線預計 6 月投產，目標鎖定大型飯店，主要係考量疫情期間多家服務飯店業的小型洗衣工廠倒閉，管理層預期 2H23 三廠產能利用率提升後，洗衣業務營收將明顯成長，並帶動獲利能力改善。

快遞業務目前經營商業文件、電商及 O2O（大型連鎖餐飲業者）遞送，定位為專業第三物流平台。全球快遞持續建置微型倉庫以擴大服務範圍，目標自現有的 30 座擴大至 50-80 座。公司另看好大型連鎖餐飲業者欲發展自有線上訂餐取代外送平台所衍生之遞送商機，並取消對 O2O 服務的補貼，預計今年快遞業務虧損將較去年收斂。

圖 5：潔衣家洗衣



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：全球快遞



資料來源：公司資料，凱基

汽車保修業務專注於底盤及輪胎保修，目前全台共有 13 間維修廠，每家年營收約 800-1,000 萬元，合計每年虧損逾 1,000 萬元。公司表示目前汽車保修業務仍處於先期投資階段，預計將持續拓點至 19 家維修廠，未來達 20 家維修廠後將開放加盟，以進一步擴大營運規模，並把握電動車興起後各大品牌外包維修業務之需求。

營收進一步成長，獲利能力改善

台灣大車隊去年營收年增 23% 至 25.6 億元，自過去三年年均複合成長之 4% 加速，隨營運規模擴大，營利率將延續年增趨勢。展望 2023 年，管理層樂觀看待營收進一步成長，動能來自生活服務業務規模擴大、計程車媒合業務市佔持續上升及廣告通路增加。隨計程車媒合、酒後代駕業務成長，大

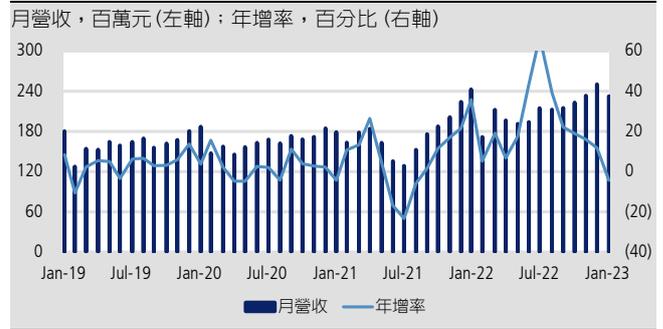
車隊營運槓桿效益有機會再提升，而快遞業務取消補貼、洗衣新廠投產後產能利用率提升皆有助改善今年獲利能力，公司今年獲利也將較去年自估的 6 元/股再進步。台灣大車隊過往皆維持穩健之股利政策，近六年現金股利發放率平均近 8 成。

圖 7：資訊媒合為大車隊主要營收來源



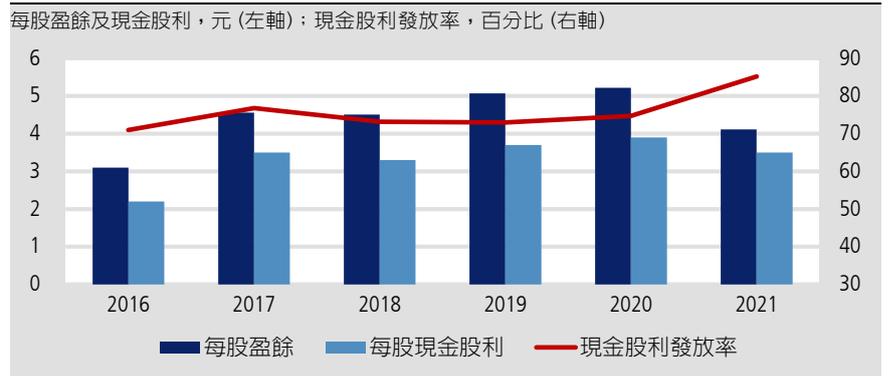
資料來源：公司資料；凱基

圖 8：營收在疫後明顯復甦



資料來源：TEJ；凱基

圖 9：近六年現金股利發放率平均接近 8 成



資料來源：公司資料；凱基

大車隊目前股價約交易在 2023 年預估每股盈餘的 15-16 倍，隨公司持續擴張市占、酒後代駕業務成長，大車隊營運槓桿效益將再提升，而快遞業務取消補貼、洗衣三廠投產後產能利用率提升皆有助其獲利能力較今年改善，有機會帶動公司評價進一步向上。

圖 10：目前本益比居歷史交易區間中段



資料來源：TEJ；凱基

圖 11: 同業評價比較

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)			本益比			毛利率 (%)			營業利率率 (%)			股價表現			
				2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	3M	6M	12M	YTD
大車隊	2640 TT	202	104.50	4.11	N.A.	N.A.	25.4	N.M.	N.M.	45.6	N.A.	N.A.	15.8	N.A.	N.A.	22.4	24.0	28.2	16.9
康福德高	CD SP	1,865	1.16	0.06	0.08	0.09	19.3	15.1	13.6	N.A.	100.0	100.0	5.9	7.1	7.2	(5.7)	(17.1)	(16.3)	(5.7)
BTS Group	BTS TB	2,718	7.10	0.35	0.21	0.19	20.4	34.1	36.8	18.4	19.0	33.1	22.6	14.4	24.5	(13.9)	(19.8)	(23.7)	(15.5)
Firstgroup	FGP LN	884	1.01	0.07	0.01	0.07	15.6	202.4	13.7	N.A.	44.8	41.6	4.0	2.2	2.9	3.2	(19.0)	(3.6)	0.2
National Express Group	NEX LN	890	1.20	(0.13)	0.14	0.15	N.M.	8.6	7.8	N.A.	N.A.	100.0	(1.7)	6.9	6.9	(15.0)	(38.3)	(48.3)	(7.6)
滴滴全球	DIDIY US	17,620	3.63	(19.01)	(0.40)	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	9.8	15.0	17.0	(27.9)	(3.9)	(0.4)	(0.3)	65.0	42.4	14.2
新捷運	SBUS SP	625	2.70	0.17	0.22	0.25	16.3	12.3	10.8	N.A.	N.A.	N.A.	4.1	5.7	6.5	5.9	(3.2)	(6.3)	4.7
海汽集團	603069 CH	1,200	26.18	(0.23)	(0.10)	0.55	N.M.	N.M.	47.6	14.1	12.6	22.4	(8.1)	(5.4)	6.6	(14.9)	0.1	141.3	(0.7)
國內同業平均							19.4	17.5	16.5	22.0	38.3	52.3	1.8	3.8	7.7	(2.3)	(1.0)	14.2	0.8

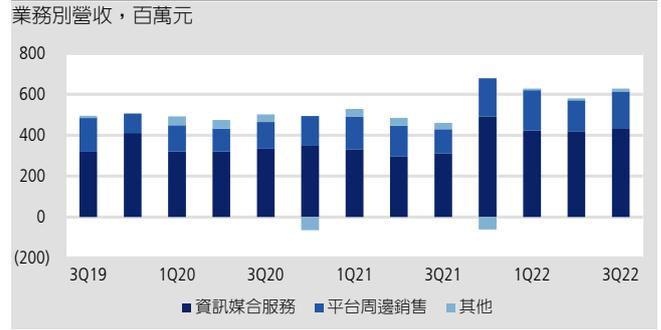
資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 12: 公司概況

成立於 1995 年，台灣大車隊為國內計程車派遣龍頭，目前公司擁有 680 萬會員數，旗下車隊數量約為 2.3 萬台，市佔率達 25%。近年，公司多角化布局集團事業，跨入居家清潔、洗衣及搬家等生活媒合服務。台灣大車隊 2021 年營收組成可分為資訊媒合服務、平台周邊及其他，佔營收比重分別為 70%、29%、1%。

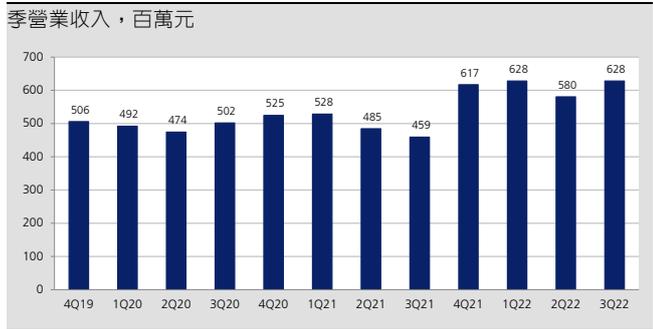
資料來源：凱基

圖 13: 資訊媒合為大車隊主要營收來源



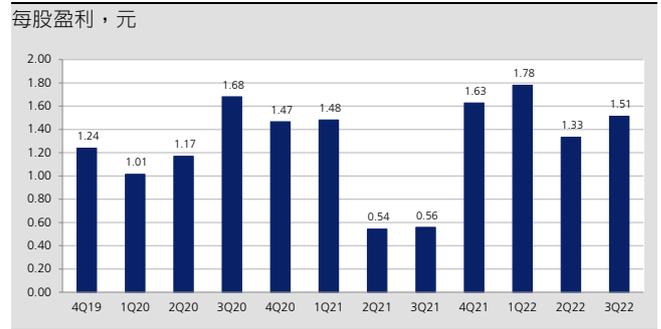
資料來源：凱基

圖 14: 季營業收入



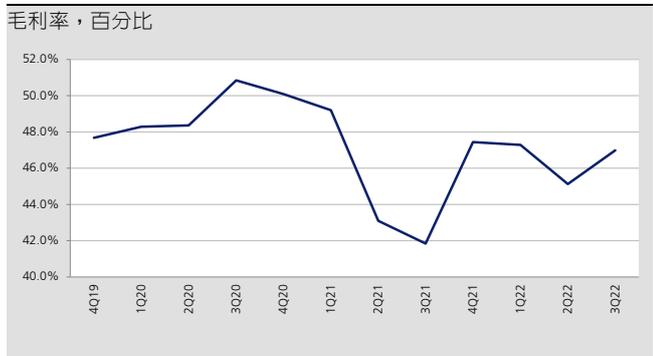
資料來源：凱基

圖 15: 每股盈利



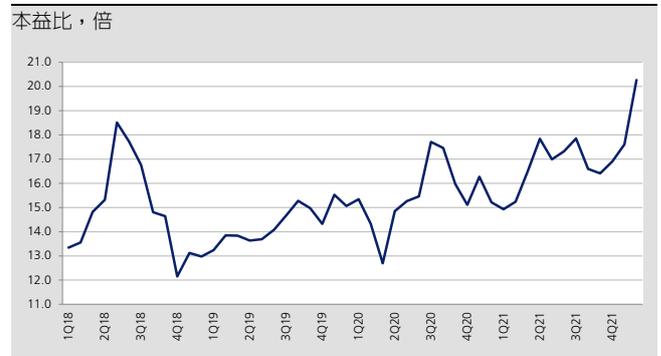
資料來源：凱基

圖 16: 毛利率



資料來源：凱基

圖 17: 本益比



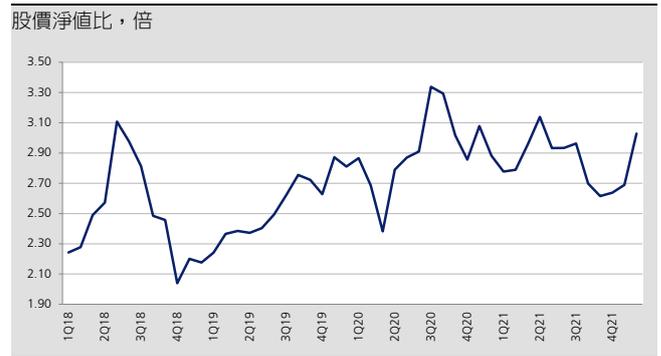
資料來源：凱基

圖 18: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 19: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度									年度		
	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	
營業收入	525	528	485	459	617	628	580	628	1,946	1,992	2,089	
營業成本	(262)	(268)	(276)	(267)	(324)	(331)	(319)	(333)	(993)	(1,008)	(1,135)	
營業毛利	263	260	209	192	293	297	262	295	953	985	953	
營業費用	(153)	(156)	(157)	(145)	(166)	(169)	(169)	(179)	(555)	(567)	(624)	
營業利益	109	104	52	47	126	128	93	116	398	417	329	
折舊	(23)	(24)	(61)	(36)	(33)	(38)	(39)	(41)	(134)	(105)	(155)	
攤提	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	(4)	(20)	(17)	(18)	
EBITDA	137	132	116	88	165	171	136	161	551	539	502	
利息收入	0	0	0	(0)	0	0	0	0	1	1	1	
投資利益淨額	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
其他營業外收入	5	1	2	2	2	3	7	(5)	11	21	8	
總營業外收入	5	2	2	2	3	3	7	(5)	13	22	9	
利息費用	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(1)	(1)	(3)	(8)	(6)	(6)	
投資損失	0	(0)	-	(0)	(0)	-	-	-	(2)	(0)	(0)	
其他營業外費用	(10)	(5)	(4)	(2)	(8)	1	(1)	3	(51)	(50)	(19)	
總營業外費用	(11)	(6)	(5)	(3)	(11)	(1)	(2)	(0)	(61)	(56)	(25)	
稅前純益	104	99	49	46	118	130	98	111	350	383	313	
所得稅費用[利益]	(21)	(16)	(18)	(14)	(28)	(29)	(23)	(25)	(77)	(87)	(76)	
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	1	6	4	4	4	(0)	(0)	7	
非常項目前稅後純益	83	84	31	33	96	105	79	90	273	295	244	
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	0	0	0	(0)	-	0	0	
稅後淨利	83	84	31	33	96	105	79	90	273	295	244	
每股盈餘 (NT\$)	1.47	1.48	0.54	0.56	1.63	1.78	1.33	1.51	5.07	5.22	4.11	
獲利率 (%)												
營業毛利率	50.1	49.2	43.1	41.8	47.4	47.3	45.1	47.0	49.0	49.4	45.6	
營業利益率	20.9	19.7	10.6	10.3	20.5	20.4	16.0	18.4	20.5	20.9	15.8	
EBITDA Margin	26.0	25.0	24.0	19.3	26.8	27.2	23.5	25.7	28.3	27.1	24.0	
稅前純益率	19.9	18.8	10.0	10.1	19.2	20.8	16.8	17.6	18.0	19.2	15.0	
稅後純益率	15.8	15.8	6.3	7.2	15.6	16.8	13.6	14.3	14.0	14.8	11.7	
季成長率 (%)												
營業收入	4.6	0.7	(8.3)	(5.3)	34.4	1.8	(7.6)	8.2				
營業毛利	3.0	(1.1)	(19.6)	(8.1)	52.3	1.5	(11.8)	12.6				
營業收益增長	(8.2)	(5.1)	(50.4)	(8.4)	167.5	1.2	(27.5)	24.8				
EBITDA	(8.9)	(3.2)	(12.1)	(24.0)	86.6	3.4	(20.2)	18.3				
稅前純益	(12.3)	(4.5)	(51.2)	(4.5)	155.5	10.2	(25.0)	13.3				
稅後純益	(12.8)	1.0	(63.4)	8.1	191.4	9.4	(25.1)	13.5				
年成長率 (%)												
營業收入	3.7	7.4	2.2	(8.5)	17.6	18.9	19.8	36.8	3.5	2.4	4.8	
營業毛利	9.0	9.4	(8.9)	(24.7)	11.3	14.3	25.4	53.6	12.2	3.3	(3.2)	
營業收益	10.6	18.7	(48.9)	(60.4)	15.5	23.0	79.7	144.7	32.4	4.9	(21.1)	
EBITDA	3.4	10.7	(12.6)	(41.0)	20.8	29.0	17.1	82.2	18.4	(2.2)	(6.9)	
稅前純益	16.8	32.3	(42.5)	(61.0)	13.7	31.1	101.5	139.0	17.3	9.4	(18.2)	
稅後純益	24.4	53.3	(51.3)	(65.1)	16.5	26.2	158.2	171.1	18.1	8.2	(17.4)	

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A
資產總額	2,318	2,547	2,419	2,575	3,033
流動資產	869	961	931	822	1,042
現金及短期投資	385	456	575	492	683
存貨	33	29	18	25	27
應收帳款及票據	373	344	274	221	249
其他流動資產	77	131	65	83	82
非流動資產	1,449	1,586	1,488	1,753	1,991
長期投資	55	76	24	23	25
固定資產	838	1,106	977	1,007	1,167
什項資產	556	404	488	723	800
負債總額	994	1,169	956	1,016	1,275
流動負債	877	873	679	709	837
應付帳款及票據	65	87	127	167	137
短期借款	601	540	268	210	253
什項負債	212	246	283	333	447
長期負債	117	296	277	307	438
長期借款	48	221	92	-	-
其他負債及準備	69	75	80	80	76
股東權益總額	1,325	1,378	1,463	1,559	1,759
普通股本	488	512	538	564	593
保留盈餘	268	282	304	355	320
少數股東權益	1	2	2	2	128
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A
年成長率					
營業收入	2.3%	10.9%	3.5%	2.4%	4.8%
營業收益增長	24.8%	8.1%	32.4%	4.9%	(21.1%)
EBITDA	14.3%	4.4%	18.4%	(2.2%)	(6.9%)
稅後純益	54.7%	3.8%	18.1%	8.2%	(17.4%)
每股盈餘成長率	47.4%	(1.2%)	12.5%	3.0%	(21.3%)
獲利能力分析					
營業毛利率	46.4%	45.2%	49.0%	49.4%	45.6%
營業利率	16.4%	16.0%	20.5%	20.9%	15.8%
EBITDA Margin	26.3%	24.8%	28.3%	27.1%	24.0%
稅後純益率	13.1%	12.3%	14.0%	14.8%	11.7%
平均資產報酬率	9.3%	9.5%	11.0%	11.8%	8.7%
股東權益報酬率	17.6%	17.1%	19.2%	19.5%	15.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	48.9%	55.2%	24.7%	13.5%	14.4%
淨負債比率	19.8%	22.1%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	27.7	35.3	43.0	60.4	49.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.3	0.6	0.6	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	42.1	43.6	85.6	73.9	71.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.7	0.7	2.6	2.2	1.8
流動比率 (x)	1.0	1.1	1.4	1.2	1.2
速動比率 (x)	1.0	1.1	1.3	1.1	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	263	305	(214)	(282)	(431)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.56	4.51	5.07	5.22	4.11
每股現金盈餘 (NT\$)	8.73	7.41	13.27	8.43	7.73
每股淨值 (NT\$)	27.14	26.88	27.18	27.59	27.51
調整後每股淨值 (NT\$)	27.14	26.88	27.18	27.59	27.51
每股營收 (NT\$)	34.76	36.73	36.20	35.30	35.24
EBITDA/Share (NT\$)	9.15	9.10	10.26	9.55	8.47
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.30	3.70	3.90	3.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.71	0.77	0.78	0.80	0.74
應收帳款周轉天數	80.4	66.8	51.3	40.7	43.6
存貨周轉天數	13.4	10.4	6.5	9.3	8.8
應付帳款周轉天數	26.0	30.7	46.7	60.6	44.1
現金轉換周轉天數	67.8	46.5	11.2	(10.7)	8.2

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A
營業收入	1,695	1,880	1,946	1,992	2,089
營業成本	(908)	(1,031)	(993)	(1,008)	(1,135)
營業毛利	787	850	953	985	953
營業費用	(509)	(549)	(555)	(567)	(624)
營業利益	278	301	398	417	329
總營業外收入	9	26	13	22	9
利息收入	1	1	1	1	1
投資利益淨額	0	-	-	-	-
其他營業外收入	8	25	11	21	8
總營業外費用	(17)	(28)	(61)	(56)	(25)
利息費用	(10)	(9)	(8)	(6)	(6)
投資損失	-	(2)	(2)	(0)	(0)
其他營業外費用	(7)	(17)	(51)	(50)	(19)
稅前純益	270	298	350	383	313
所得稅費用[利益]	(48)	(67)	(77)	(87)	(76)
少數股東損益	0	(0)	(0)	(0)	7
非常項目	-	(0)	(0)	0	0
稅後淨利	222	231	273	295	244
EBITDA	446	466	551	539	502
每股盈餘 (NT\$)	4.56	4.51	5.07	5.22	4.11

現金流量

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A
營運活動之現金流量	426	380	713	476	458
本期純益	222	231	273	295	244
折舊及攤提	168	165	153	122	173
本期運用資金變動	85	30	110	79	(60)
其他營業資產及負債變動	(50)	(46)	177	(20)	101
投資活動之現金流量	(66)	(257)	(6)	(185)	(231)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	31	6	(7)
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(104)	(406)	(27)	(96)	(166)
其他資產變動	38	149	(10)	(95)	(58)
自由現金流	350	(2)	527	410	179
融資活動之現金流量	(339)	(52)	(583)	(373)	(36)
短期借款變動	154	(36)	(260)	(20)	43
長期借款變動	(398)	149	(140)	(131)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(102)	(171)	(169)	(199)	(220)
其他融資現金流	6	6	(14)	(23)	142
匯率影響數	-	-	-	-	-
本期產生現金流量	20	70	125	(82)	191

投資回報率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A
1 - 營業成本/營業收入	30.0%	29.2%	28.5%	28.5%	29.9%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	16.4%	16.0%	20.5%	20.9%	15.8%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
= 資本周轉率	1.2	1.3	1.8	1.9	2.0
營業利益率	16.4%	16.0%	20.5%	20.9%	15.8%
x 資本周轉率	1.2	1.3	1.8	1.9	2.0
x (1 - 有效現金稅率)	82.3%	77.5%	78.1%	77.1%	75.7%
= 稅後 ROIC	16.6%	15.9%	28.5%	31.1%	23.9%

資料來源：公司資料，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 未評等 (R)	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。
	*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，邇後若有變更時，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。