

吳冠徹
(886-2)2563-6262
gary.wu@firstsec.com.tw

大車隊(2640)

買進, TP 84 (潛在報酬 18.48%)

買進

Price(07/30):70.9

Target Price : 84

大車隊在推出多元化計程車之後除了本身營運的成長更能夠進一步抑制競爭對手的發展,同時在非現金支付比重持續提高加上轉投資事業金鑽營運可望好轉,未來快遞事業更可以期待與相關超商業者合作所挹注的新動能,考量與 Uber 競爭最壞時刻已經過去,以及各大業務展望正向,給予過往歷史區間上緣 15 x PER(2020 EPS),目標價 84 元,投資建議為買進。

● 近期投資評等

● 公司基本資料

股本(億)	5.120
收盤價	70.9
成交量	104.0
市值(億)	36.30
P/E(x)	13.84

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	4.31	0.02
投信	1.34	0
自營商	0.09	-0.05
融資率	6.29	0.38
券餘(張)	0	0

● 除權息狀況

現金股利	3.3
現金股利(總和)	3.3
現金股利(去年)	3.5
股票股利	0.5
除息日	2019/07/05
除權日	--
殖利率(%)	4.78

● 近期報酬率(%)

日	週	月
3.05	3.81	10.47

● 公司基本資料

大車隊成立於 2005 年,主要經營計程車派遣業務,並以加盟隊員之車輛提供廣告服務等業務,目前全省共有約 21000 名隊員,市占率約 24%,2018 年營收分布部分叫車與資訊媒合服務比重 43%、廣告投放 13%、快遞服務 17%及其他包括保養廠業務、生活大管家等占比 27%。

● 19Q1 營運回顧

大車隊 19Q1 營收 4.58 億元, YoY-1.13%,而在保養廠業務重新改造關閉五股廠,加上增加投放於 MID(行動傳媒)的廣告案件,以及自動化叫車與現金支付比率持續提升,毛利率/營益率 48.95%/20.09%皆為 2016 年以來新高,不過因業外打銷保養廠關閉成本約 2000 多萬影響,稅後純益 0.44 億元, YoY-32.14%, EPS 0.86 元。

● 19Q2 營運概況

大車隊 19Q2 營收 4.76 億元, YoY-1.03%,而在獲利率較高的廣告投放營收表現優於去年同期,加上業外不存在 19Q1 打銷虧損之下,預估稅後純益 0.7 億元, YoY+28.76%, EPS 1.38 元。

● 與 Uber 競爭已逝 多元化計程車推升大車隊營運再成長

台灣計程車產業成熟飽和,同時先前遭遇 Uber 來台之後的競爭,加上非叫車業務發展尚未明朗,導致大車隊營運遭遇陣痛期,雖然政府政策陸續對於 Uber 出手整治,不過在美方以及相關民意的壓力下,短時間來看《汽車運輸業管理規則第 103 條之 1 修正草案》(每趟起租時數 1 小時起跳、接完一個客戶後,就得回公司不得巡迴攬客)暫時不會實施,對於 Uber 司機仍可以持續正常載客。

不過為了因應 Uber 的競爭,大車隊於去年開始積極推行多元化計程車業務(會員兼差免穿制服,車體非黃色,車號紅字),

目前司機數已達約 2000 人，中長期目標則希望可以達到 10000 人，相較 Uber 司機車資需要被抽成 25% 以及租賃靠行 8% 合計約 33%，大車隊遠低於此成數，也讓未來 Uber 市占率要再擴大不易，且在多元化計程車對於大車隊單輛車營收貢獻度高於傳統車隊下，有助於公司於成熟的產業挹注新的動能。另一方面，除了多元化計程車之外，為了順應線上支付的潮流，大車隊也持續推動提高非現金支付的比重，目前已由去年的 15~17% 來到 25~30%，將可提升公司手續費及相關廠商合作的分潤收入，增加核心事業的營收貢獻。

至於廣告投放部分，營收規模大致維持穩定，不過公司於 2016 年之後進行客戶端屬性策略改變，由過往較為被動的媒體購買商轉而主動的直接面對客戶爭取業務，雖然單筆案量金額較低，不過由於降低了中間抽成等相關費用，獲利貢獻度優於先前，加上增加 MID 降低傳統車體的投放，更有助於營收產品結構的優化進一步提升毛利率表現。

其他轉投資部分，先前每年約虧損 3000 萬元的保養廠業務(金鑽)，大車隊於年初結束五股廠的營運，轉進規模較小的社區型保養廠並與固特異進行品牌結盟，目前開設三重及汐止兩個分點且單店已達損平，唯需要攤銷金鑽總公司相關開銷，預估每個月仍將虧損約 100 萬元，後續隨著最快年底再開設兩個分點後，整體可望達到損益兩平。至於快遞業務部分，受惠電商單日到貨及社區物流趨勢，營收穩定成長，同時公司目前也與統一超商及全聯等接洽中，有機會與其合作取得商品店到宅的快遞業務，為後續值得期待的部分。

綜合以上，來自於多元化計程車等的核心業務營收成長可望抵銷保養廠業務營收下滑，研究部預估 2019 年營收 18.96 億元，YoY+0.85%，不過毛利率則是在叫車業務的規模經濟以及營收組成優化下提升至 48.39%，稅後純益 2.62 億元，除權稀釋後 EPS 4.88 元。展望 2020 年，多元計程車持續擴大、非現金支付比重提升、保養廠新分點的開設加上快遞業務的穩定成長，預估營收 19.38 億元，YoY+2.22%，稅後純益 2.99 億元，YoY+14.14%，EPS 5.57 元。

● **結論與建議:**

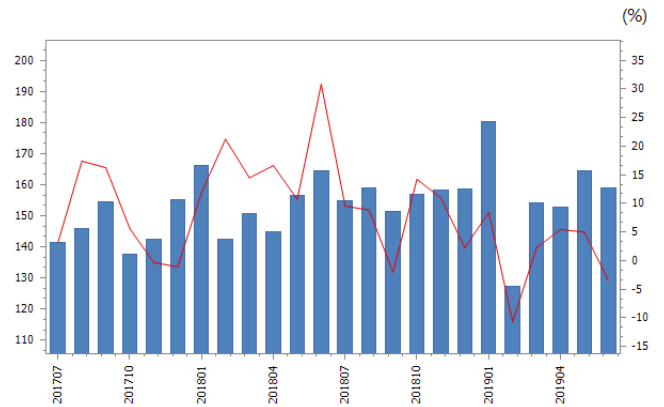
大車隊在推出多元化計程車之後除了本身營運的成長更能夠進一步抑制競爭對手的發展，同時在非現金支付比重持續提高加上轉投資事業金鑽營運可望好轉，未來快遞事業更可以期待與相關超商業者合作所挹注的新動能，考量與 Uber 競爭最壞時刻已經過去，以及各大業務展望正向，給予過往歷史區間上

緣 15 x PER(2020 EPS)，目標價 84 元，投資建議為買進。

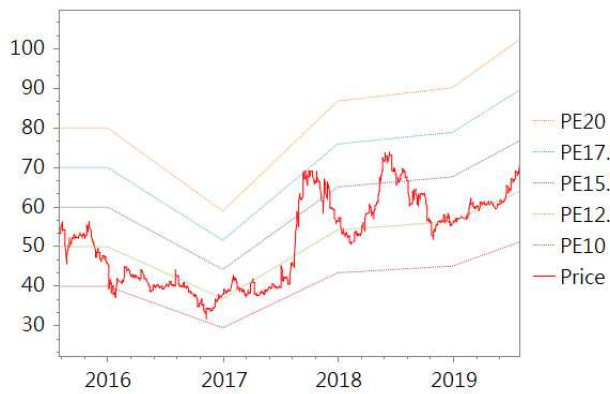
股價相對指數走勢圖



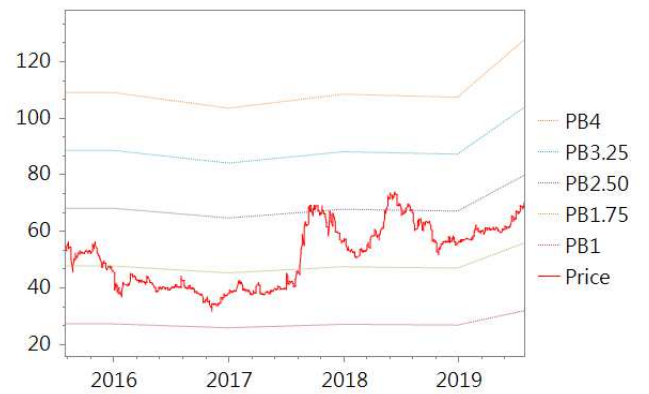
月營收&年增率



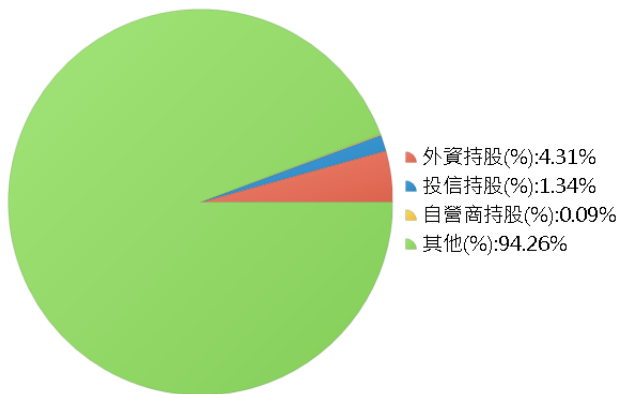
Forward PE bands



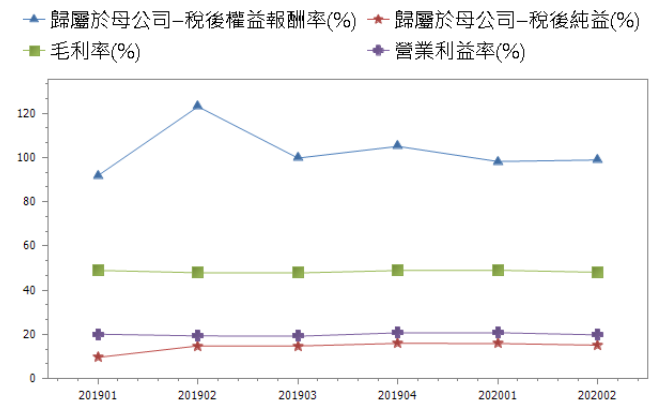
Forward PB bands



持股統計



財務比率



2640 大車隊綜合損益表										
單位:Mn,%,元	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	2019F	2020F
營業收入淨額	478.5	457.3	458.2	476.0	475.0	487.0	472.4	485.5	1,896	1,938
毛利率	44.32	46.53	48.95	47.91	47.81	48.91	49.01	48.1	48.39	48.55
營業利益率	16.04	15.74	20.09	19.34	19.18	20.68	20.75	19.78	19.83	20.2
營業外收入及支出	-0.535	1.504	-26.84	-1.660	-1.660	-1.660	-1.844	-1.841	-31.82	-7.367
稅前純益	76.22	73.50	65.23	90.41	89.44	99.03	96.19	94.18	344.1	384.2
稅後純益	59.38	51.82	44.03	70.42	70.11	77.64	74.93	73.36	262.2	299.3
普通股股本	512.0	512.0	512.0	512.0	512.0	512.0	512.0	512.0	512.0	512.0
未稀釋 EPS	1.16	1.01	0.86	1.38	1.37	1.52	1.46	1.43	5.12	5.85
稀釋後 EPS	1.16	1	0.86	1.38	1.37	1.52	1.39	1.36	5.12	5.57
QoQ(%)										
營收	-0.51	-4.43	0.19	3.89	-0.22	2.52	-3	2.76		
營業利益	10.31	-6.2	27.87	-0.01	-1.05	10.54	-2.67	-2.04		
稅後純益	8.57	-12.73	-15.03	59.93	-0.45	10.74	-3.5	-2.1		
YoY(%)										
營收	9.62	3.64	-1.13	-1.03	-0.74	6.49	3.11	1.98	0.85	2.22
營業利益	2.77	10.36	11.81	32.32	18.7	39.88	6.47	4.3	25.04	4.16
稅後純益	10.34	2.33	-32.14	28.76	18.07	49.82	70.17	4.17	13.62	14.14

2640 大車隊資產負債表

單位:Mn	2015	2016	2017	2018
流動資產	1,064	895.1	869.3	960.9
現金及約當現金	549.2	365.0	385.4	454.3
短期投資合計	--	--	--	--
應收帳款與票據合計	370.2	410.3	373.5	344.2
存貨	67.93	63.66	33.38	29.36
非流動資產	1,515	1,547	1,449	1,586
投資性不動產	--	--	--	--
無形資產	225.9	222.1	221.3	216.8
資產總計	2,579	2,442	2,318	2,547
流動負債	1,312	749.5	877.0	873.0
一年內到期長期負債	967.6	95.75	75.00	50.45
非流動負債	58.06	487.4	116.8	295.7
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	0.000	424.3	47.50	220.8
負債總計	1,370	1,237	993.8	1,169
資本公積	452.5	451.3	451.3	451.3
保留盈餘	311.9	287.6	384.6	420.3
權益總計	1,209	1,205	1,325	1,378

2640 大車隊現金流量表

營業活動現金流量	214.3	323.5	425.5	378.1
投資活動現金流量	-367.2	-144.0	-65.89	-257.2
籌資活動現金流量	-279.1	-363.7	-339.2	-52.04
本期現金增減數	-432.0	-184.2	20.40	68.81

2640 大車隊綜合損益表

單位: Mn,%,元	2017	2018	2019F	2020F
營業收入淨額	1,695	1,880	1,896	1,938
毛利率	46.43	45.19	48.39	48.55
營業利益率	16.42	15.99	19.83	20.2
營業外收入及支出	-8.312	-2.409	-31.82	-7.367
稅前純益	269.9	298.3	344.1	384.2
稅後純益	222.4	230.8	262.2	299.3
普通股股本	487.6	512.0	512.0	512.0
未稀釋 EPS	4.34	4.51	5.12	5.85
稀釋後 EPS	4.45	4.55	5.12	5.57
YoY(%)				
營收	2.31	10.94	0.85	2.22
營業利益	24.83	8.06	25.04	4.16
稅後純益	54.72	3.78	13.62	14.14

2640 大車隊財報分析

年度	2015	2016	2017	2018
稅後權益報酬率(%)	15.28	11.93	17.6	17.1
稅後資產報酬率(%)	7.06	5.73	9.34	9.49
流動比率(%)	81.11	119.43	99.13	110.07
速動比率(%)	72.31	106.16	90.07	101.16
負債比率(%)	53.12	50.66	42.87	45.89
利息保障倍數(倍)	10.97	6.57	27.7	35.26
應付款項週轉天數(天)	71.76	66.29	77.01	77.56
應收款項週轉天數(天)	79.95	86.83	84.86	76.31
存貨週轉天數(天)	23.04	25.24	19.24	10.96