

徐培珉  
(886-2)2563-6262  
david.hsu@firstsec.com.tw

# 敦陽科(2480)

買進, TP 75 (潛在報酬 15.21%)

## 買進

Price(08/06):65.1

Target Price : 75

展望 20Q3，目前至 20Q2 底存貨呈現上升趨勢，達 15.16 億，公司的存貨裡有 90%以上都是在手訂單，產品已在客戶廠房裝完等驗收中，預計在之後陸續貢獻。公司預估 20H2 將認列的在手訂單有 26 億，加上一些較大型已拿下的訂單，以及下半年新訂單的加入下，研究部預估下半年營收逐季成長，毛利率目前就產品組合來看，也有往正向方向前進，研究部預估 20Q3 稅後 EPS 達 1.38 元。展望 2020 年，敦陽 20Q2 底在手訂單仍有 38.54 億，預期其中 68% 將於 2020 年底前履約認列，為 2020 年 Q3~Q4 營運基本盤，存貨(確定將出貨)方面，20Q1 底達 14.55 億，20Q2 底達 15.16 億，維持高檔上升趨勢。敦陽長期成長動能有雲端伺服器、5G 基地台的 IT 基礎建置，這部分將從今年底開始陸續受惠與各大電信 5G 佈建的合作機會，年底至明後年電信業 5G 建置的投入(預估單一電信業的 5G 預算約 300 億元，金額龐大，下半年開始才將陸續開始執行)。而短中期成長動能則含蓋，中美貿易摩擦台商回台設廠、台灣《資通安全管理法》三讀並落實(2019/01 正式施行)、AI 反洗錢 (2017/6/28 《全新洗錢防制法》上路，Anti-Money Laundering(AML)過往針對個人，至未來將針對企業方面，為新商機)、雲端防火牆、逐筆交易。研究部推估敦陽未來成長動能無虞，綜合以上，研究部預估 2020 年稅後 EPS 為 4.93 元，預估 2021 年稅後 EPS 為 5.48 元。評價上，考量未來幾年將受惠 AI、5G 產業趨勢及台灣指標性大廠積極在台建廠擴張資本支出，而能持續成長，建議給予過往 9~17 倍區間中性略高的 14 倍本益比評價，目標價 75 元，投資建議買進。。

### ● 近期投資評等

04/16 區間操作 44

### ● 公司基本資料

股本(億)	10.64
收盤價	65.1
成交量	477.0
市值(億)	69.30
P/E(x)	13.21

### ● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	7.45	-0.63
投信	0.37	0
自營商	0.02	0.01

### ● 敦陽為台灣最大系統整合商，能在各產業領域提供完整一條龍的資訊服務：

敦陽科技成立於 1993 年，公司員工人數約 485 人，為台灣最大資訊系統整合商，為國內少數伺服器設備商，及網路設備相關與軟體服務廠商，並為 Oracle 及 IBM 等工作站及伺服器之重要代理商，提供超過 1600 家客戶之資訊整合相關服務，其中大多為國內上市櫃公司，例如：中華電信、愛立信、亞光、光寶、大立光、美光、遠傳、群創、南茂、國家高速網路中心、高通、新光銀行、聯發科、一零四、台積電，各客戶皆佔其營收不到 5%，前五大客戶佔其營收不到 30%，能跨入各產業領域，並提供完整一條龍資訊服務，為敦陽與其他同業的差異及優勢。代理超過 40 種國際知名資訊產品，並提供加值服務及解決方案。公司目前投入 Big data 的研究開發，針對大數據的

融資率 3.54 0.07  
券餘(張) 8 -1

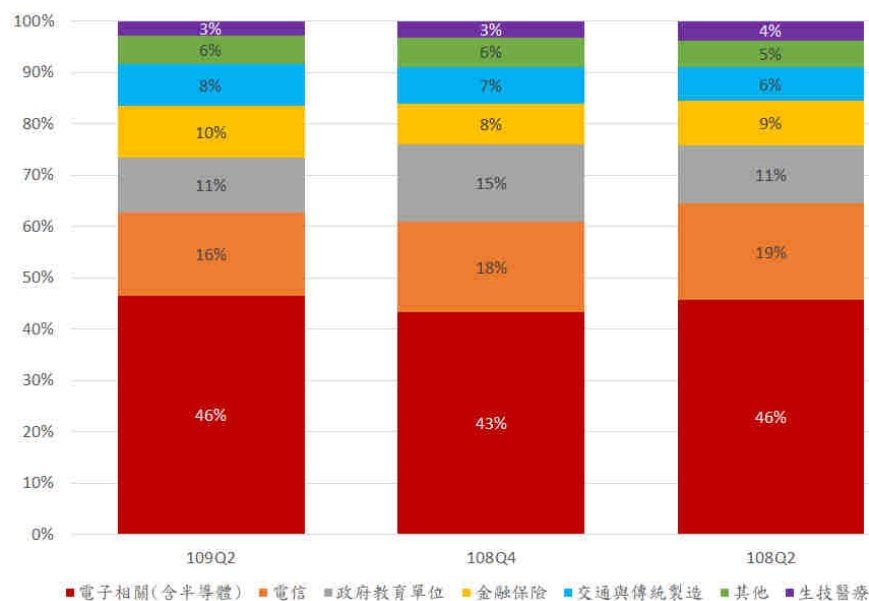
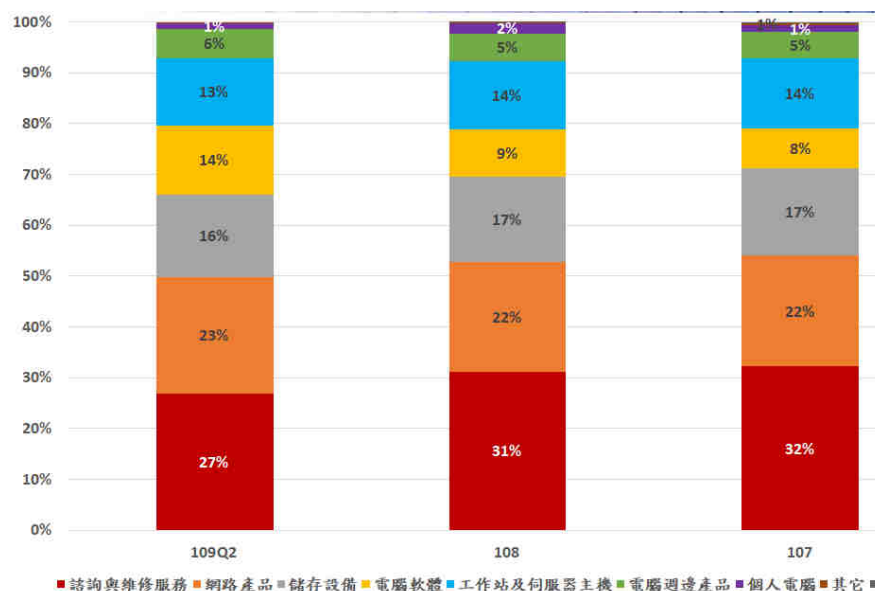
● 除權息狀況

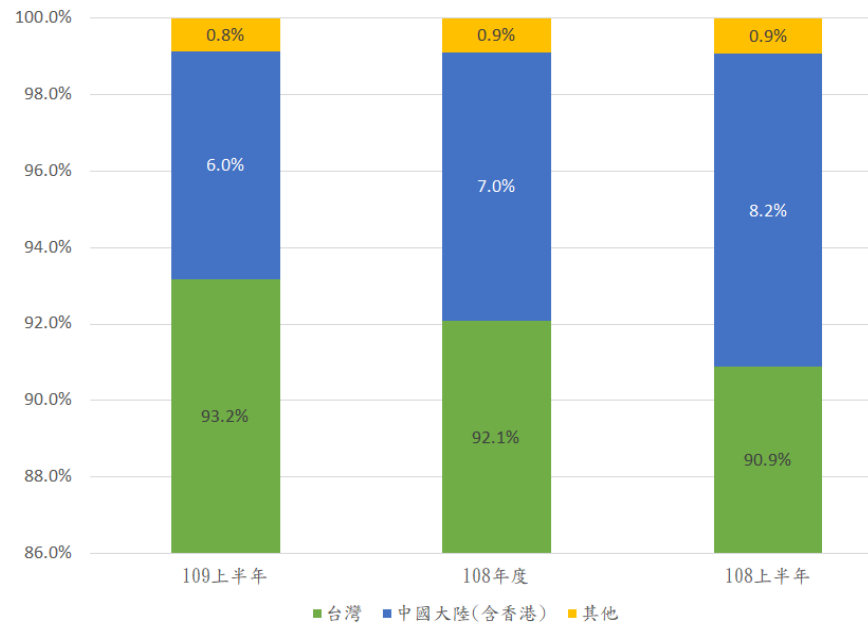
現金股利 4.45  
現金股利(總和) 4.45  
現金股利(去年) 3.42  
股票股利 0  
除息日 2020/06/18  
除權日 - -  
殖利率(%) 6.12

● 近期報酬率(%)

日 週 月  
-0.15 0.93 -4.96

金融、電信、製造產業進行服務。公司主要營運項目含蓋機房建置、伺服器相關代理、電腦相關產品銷售、諮詢服務與維修服務。20Q2 營收比重：產品銷售佔 75%，諮詢維修佔 25%，其他應用別佔比參閱下圖。





● **20Q2 營運概況：**

敦陽科 20Q2 營收 13.26 億元，QOQ1.42%，YOY10.39%，毛利率 24.79，營利率 9.53%，稅後 EPS 達 1.07 元，表現符合預期。第二季營收呈現季增及年增，符合產業趨勢及在手訂單認列情況，毛利率及營利率受到產品組合而略有下滑，綜合以上，敦陽科 20Q2 稅後 EPS 達 1.07 元，表現符合預期。

● **2020 營運展望：**

展望 20Q3，目前至 20Q2 底存貨呈現上升趨勢，達 15.16 億，公司的存貨裡有 90%以上都是在手訂單，產品已在客戶廠房裝完等驗收中，預計在之後陸續貢獻。公司預估 20H2 將認列的在手訂單有 26 億，加上一些較大型已拿下的訂單，以及下半年新訂單的加入下，研究部預估下半年營收逐季成長，毛利率目前就產品組合來看，也有往正向方向前進，研究部預估 20Q3 稅後 EPS 達 1.38 元。

展望 2020 年，敦陽為資訊服務業，根據研調機構 MIC 的產業研究數據顯示，受惠雲端運算、巨量資料應用興起，全球資訊服務市場成長走勢平穩，近五年產值 CAGR 將達 4.4%，2019 年產值達約 9490 億美元，其中成長性最高的區塊為雲端服務。敦陽 20Q2 底在手訂單仍有 38.54 億，預期其中 68%將於 2020 年底前履約認列，為 2020 年 Q3~Q4 營運基本盤，存貨(確定將出貨)方面，20Q1 底達 14.55 億，20Q2 底達 15.16 億，維持高檔上升趨勢。敦陽長期成長動能有雲端伺服器、5G 基地台的 IT 基礎建置，這部分將從今年底開始陸續受惠與各大電信 5G 佈建的合作機會，年底至明後年電信業 5G 建置的投入(預估單一電信業的 5G 預算約 300 億元，金額龐大，下半年開

始才將陸續開始執行)。而短中期成長動能則含蓋，中美貿易摩擦台商回台設廠、台灣《資通安全管理法》三讀並落實(2019/01 正式施行)、AI 反洗錢(2017/6/28 《全新洗錢防制法》上路，Anti-Money Laundering(AML)過往針對個人，至未來將針對企業方面，為新商機)、雲端防火牆、逐筆交易。研究部推估敦陽未來成長動能無虞，綜合以上，研究部預估 2020 年稅後 EPS 為 4.93 元，預估 2021 年稅後 EPS 為 5.48 元。

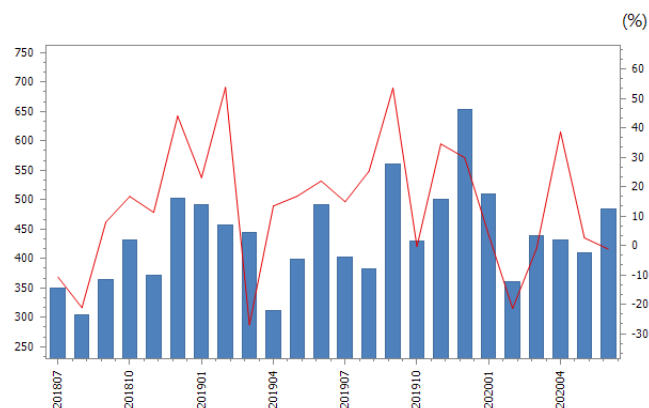
● **投資結論與建議：**

展望 20Q3，目前至 20Q2 底存貨呈現上升趨勢，達 15.16 億，公司的存貨裡有 90%以上都是在手訂單，產品已在客戶廠房裝完等驗收中，預計在之後陸續貢獻。公司預估 20H2 將認列的在手訂單有 26 億，加上一些較大型已拿下的訂單，以及下半年新訂單的加入下，研究部預估下半年營收逐季成長，毛利率目前就產品組合來看，也有往正向方向前進，研究部預估 20Q3 稅後 EPS 達 1.38 元。展望 2020 年，敦陽 20Q2 底在手訂單仍有 38.54 億，預期其中 68%將於 2020 年底前履約認列，為 2020 年 Q3~Q4 營運基本盤，存貨(確定將出貨)方面，20Q1 底達 14.55 億，20Q2 底達 15.16 億，維持高檔上升趨勢。敦陽長期成長動能有雲端伺服器、5G 基地台的 IT 基礎建置，這部分將從今年底開始陸續受惠與各大電信 5G 佈建的合作機會，年底至明後年電信業 5G 建置的投入(預估單一電信業的 5G 預算約 300 億元，金額龐大，下半年開始才將陸續開始執行)。而短中期成長動能則含蓋，中美貿易摩擦台商回台設廠、台灣《資通安全管理法》三讀並落實(2019/01 正式施行)、AI 反洗錢(2017/6/28 《全新洗錢防制法》上路，Anti-Money Laundering(AML)過往針對個人，至未來將針對企業方面，為新商機)、雲端防火牆、逐筆交易。研究部推估敦陽未來成長動能無虞，綜合以上，研究部預估 2020 年稅後 EPS 為 4.93 元，預估 2021 年稅後 EPS 為 5.48 元。評價上，考量未來幾年將受惠 AI、5G 產業趨勢及台灣指標性大廠積極在台建廠擴張資本支出，而能持續成長，建議給予過往 9~17 倍區間中性略高的 14 倍本益比評價，目標價 75 元，投資建議買進。

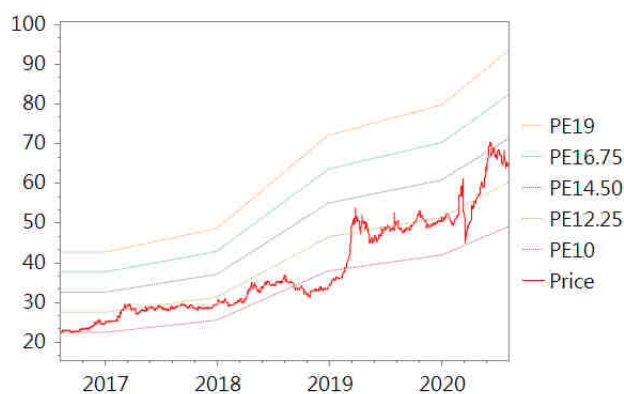
### 股價相對指數走勢圖



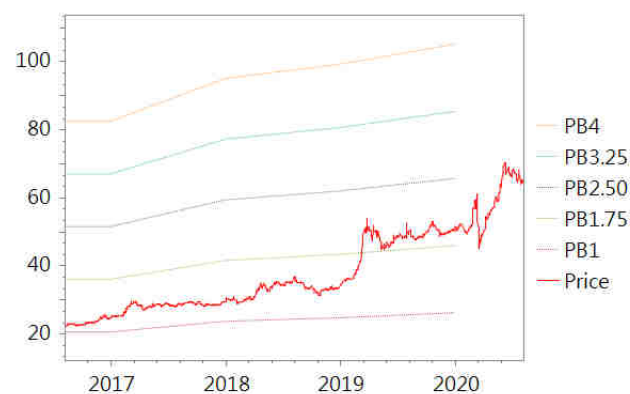
### 月營收&年增率



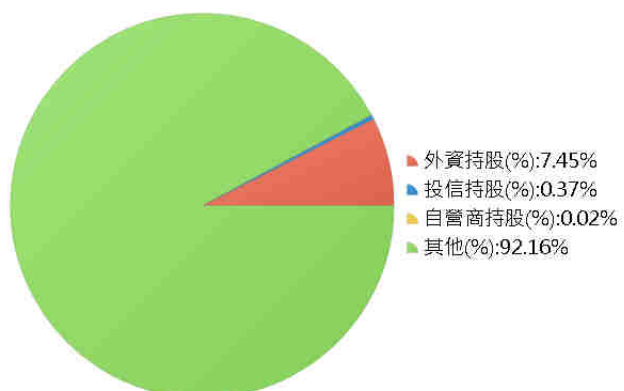
### Forward PE bands



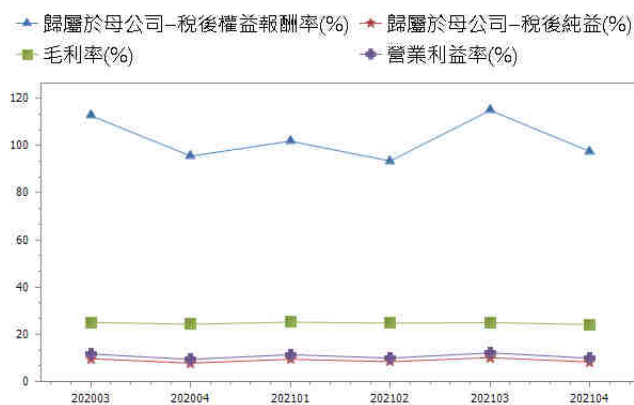
### Forward PB bands



### 持股統計



### 財務比率





2480 敦陽科綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020F	2021F
營業收入淨額	1,308	1,326	1,509	1,709	1,465	1,442	1,619	1,888	5,851	6,415
毛利率	25.45	24.79	25.09	24.34	25.22	24.78	25.03	24.2	24.88	24.77
營業利益率	11.91	9.53	11.68	9.43	11.41	9.98	12.19	9.95	10.59	10.86
營業外收入及支出	10.89	19.74	10.00	8.000	11.00	13.00	12.00	10.00	48.62	46.00
稅前純益	166.6	146.1	186.2	169.2	178.1	156.9	209.3	197.9	668.0	742.3
稅後純益	130.1	113.7	146.6	134.1	139.2	122.1	164.8	156.9	524.4	582.9
普通股股本	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064
未稀釋 EPS	1.22	1.07	1.38	1.26	1.31	1.15	1.55	1.47	4.93	5.48
稀釋後 EPS	1.22	1.06	1.38	1.26	1.31	1.15	1.55	1.47	4.92	5.48
QoQ(%)										
營收	-17.4	1.42	13.75	13.25	-14.25	-1.59	12.23	16.67		
營業利益	5.22	-18.83	39.43	-8.57	3.76	-13.92	37.08	-4.77		
稅後純益	5.94	-12.65	28.93	-8.55	3.81	-12.3	35	-4.82		
YoY(%)										
營收	-6.09	10.39	12.26	7.92	12.05	8.74	7.28	10.52	5.98	9.62
營業利益	-0.14	3.95	84.37	8.88	7.38	13.89	11.97	16.62	18.88	12.42
稅後純益	6.08	7.25	54.29	9.12	6.93	7.38	12.43	17.01	17.45	11.14

#### 2480 敦陽科資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	4,134	3,641	4,283	4,254
現金及約當現金	1,687	1,401	1,310	1,567
短期投資合計	10.19	0.000	--	--
應收帳款與票據合計	1,335	1,056	469.8	497.0
存貨	738.9	793.7	1,697	1,471
非流動資產	545.5	669.7	680.7	859.4
投資性不動產	0.000	--	--	--
無形資產	2.763	0.715	4.637	5.530
資產總計	4,679	4,311	4,964	5,114
流動負債	1,901	1,740	2,268	2,212
一年內到期長期負債	0.000	0.000	--	--
非流動負債	34.01	41.78	56.54	104.1
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	--	--	--	--
負債總計	1,935	1,781	2,324	2,316
資本公積	232.5	211.2	211.2	166.5
保留盈餘	1,190	1,233	1,453	1,630
權益總計	2,744	2,529	2,640	2,798

#### 2480 敦陽科現金流量表

營業活動現金流量	644.2	412.6	147.0	580.5
投資活動現金流量	70.50	-108.3	-53.89	33.36
籌資活動現金流量	-221.9	-585.6	-181.5	-346.8
本期現金增減數	478.1	-285.8	-91.02	257.0

#### 2480 敦陽科綜合損益表

單位: Mn,%,元	2018	2019	2020F	2021F
營業收入淨額	4,648	5,521	5,851	6,415
毛利率	29.72	24.36	24.88	24.77
營業利益率	10.75	9.44	10.59	10.86
營業外收入及支出	29.14	48.66	48.62	46.00
稅前純益	528.9	569.7	668.0	742.3
稅後純益	404.2	446.5	524.4	582.9
普通股股本	1,064	1,064	1,064	1,064
未稀釋 EPS	3.8	4.2	4.93	5.48
稀釋後 EPS	3.77	4.17	4.92	5.48
YoY(%)				
營收	10.65	18.78	5.98	9.62
營業利益	48.1	4.25	18.88	12.42
稅後純益	32.24	10.46	17.45	11.14

#### 2480 敦陽科財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	10.86	11.59	15.64	16.42
稅後資產報酬率(%)	6.77	6.8	8.72	8.86
流動比率(%)	217.42	209.3	188.88	192.34
速動比率(%)	162.43	145.46	97.76	109.4
負債比率(%)	41.36	41.33	46.82	45.29
利息保障倍數(倍)	1,283.13	6,386.07	731.59	335.93
應付款項週轉天數(天)	102.8	105.53	113.36	97.52
應收款項週轉天數(天)	126.07	102.95	59.59	31.7
存貨週轉天數(天)	66.22	89.42	137.23	136.52