

2024 年 10 月 18 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價	41.40 元
目標價	
3 個月	46.00 元
12 個月	46.00 元

## 協易機(4533 TT)

Trading Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

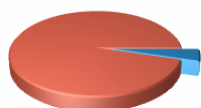
新客戶、新產品即將出貨。

**投資建議：**協易機受惠美國新客戶開始貢獻營運，未來也有 AI 伺服器零組件、氫能源、航太、醫療等新興產業機台開始出貨，長期營運樂觀，惟短期考量 3Q24 美金貶值可能影響協易機獲利，給予協易機 Trading Buy 的投資建議。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,584
市值(億元)	66
目前每股淨值(元)	16.15
外資持股比(%)	2.47
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	10.96
融資餘額(張)	15,331
現金股息配發率(%)	86.93

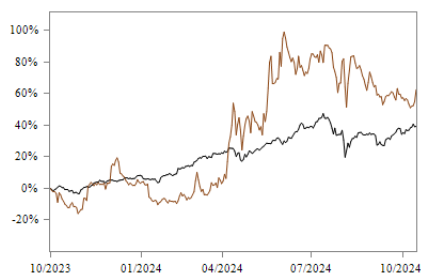
### 產品組合



● 沖床:95.58%  
● 其它:4.42%

### 股價相對大盤走勢

— 4533 — TWSE



**3Q24 短期船期影響、美金貶值，營運維持低檔：**雖然 2024 年協易機打入美國汽車業新客戶，帶動 2Q24 合約負債上升至 8.42 億元、QoQ+23.64%，但 3Q24 訂單受船期影響，加上美金貶值因素，預期 3Q24 營運仍維持低檔，3Q24 營收 9.98 億元，QoQ+9.32%，預估稅後純益 0.08 億元，QoQ-40.34%，EPS 0.05 元。

**4Q24 高水位的合約負債貢獻營運升溫：**考量協易機平均交期約 6-9 個月，預期 2Q24 合約負債於 4Q24 開始貢獻營運，加上船期遞延出貨回溫，帶動協易機營運成長，預估 4Q24 營收 10.55 億元，QoQ+5.67%，稅後純益 0.41 億元，QoQ+388.79%，EPS 0.26 元。

**2025 年 AI 伺服器、航太等新興市場需求，貢獻營運開始轉強：**近年協易機進行轉型，增加產品單價，並且深入新興產業，目前已打入國內 AI 伺服器零組件等機台生產，例如：滑軌、機殼、水冷散熱次產業，並持續打入氫能源、精密醫療、航太等新興市場，預期協易機 2025 年起新興市場佈局將開花結果，加上既有汽車行業機台訂單，2025 年營運開始成長，預估 2025 年營收 42.22 億元，YoY+12.19%，稅後純益 3.33 億元，YoY+80.11%，EPS 2.10 元。

**氫能源產品布局：**協易機氫能源產品為燃料電池片零組件-雙極板，隨著近年氫能源轉換效率提升，加上協易機逐步改進產品，預期 2025 年於東京金屬加工展展示協易機雙極板應用，帶動未來協易機營運持續成長。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	3,498	3,763	4,222	731	905	796	913	998	1,055	867	1,057	1,156
營業毛利淨額	1,062	1,055	1,242	210	286	277	202	256	320	306	266	296
營業利益	152	38	319	-19	10	58	-44	0	23	119	83	84
稅後純益	213	185	333	68	-36	122	14	8	41	102	95	87
稅後 EPS(元)	1.34	1.17	2.10	0.43	-0.23	0.77	0.09	0.05	0.26	0.64	0.60	0.55
毛利率(%)	30.36%	28.03%	29.41%	28.66%	31.57%	34.77%	22.10%	25.65%	30.34%	35.23%	25.14%	25.56%
營業利益率(%)	4.35%	1.00%	7.56%	-2.64%	1.16%	7.25%	-4.81%	0.04%	2.22%	13.73%	7.81%	7.25%
稅後純益率(%)	6.09%	4.92%	7.89%	9.30%	-4.01%	15.34%	1.53%	0.83%	3.85%	11.72%	9.02%	7.54%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-1.43%	7.58%	12.19%	-25.27%	23.79%	-12.04%	14.73%	9.32%	5.67%	-17.79%	21.86%	9.40%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	640.67%	-13.12%	80.11%	-48.99%	N.A	N.A	-88.59%	-40.34%	388.79%	150.26%	-6.22%	-8.59%

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 15.84 億元計算。

## 協易機 ESG：

協易機訂定 2022 年為碳盤查元年，並以首年為基礎推動 3 年後碳排量、用水量以急廢棄物總重量均減少 5%，並於 2022 年完成導入 ISO 14064-1，類別 1 至 6 之盤查，2023 年執行內部查證作業，委由第三方公正單位查驗溫室氣體盤查資料，同時規劃多項減碳措施，例如：舉手之勞節約能源、辦公室區域室溫控管於 26°C、定期檢討照明迴路、定期設備保養、逐年更換燃油交通工具等，並統計過去 2 年碳排放量，2022 年用水量為 12,896 度、用電量為 1,993,487 度、廢棄物總重量為 27,600 Kg，而 2022 年廢棄物產出量已較前一年度減少 3%。

## 公司簡介：

協易機成立於 1962 年，為伺服沖床設備的全球領導品牌，近年來協易機的中大型伺服沖床在全球已有不同應用的具體實績，例如：打進美國、歐洲、日本一級汽車零組件大廠並建立起長期合作關係。終端應用佔比，汽車零配件 50%，高階電子 20%，家電應用 20%，其他 10%。

## 圖一、協易機全產品線

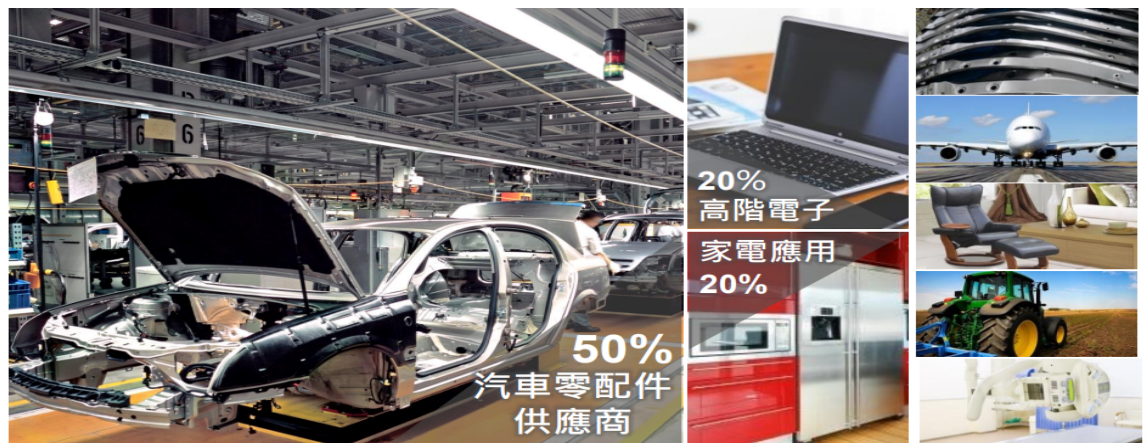
### 全產品線



資料來源：協易機

## 圖二、協易機主要客戶產業佔比

### 主要客戶產業



資料來源：協易機

2024 年 10 月 18 日

## 3Q24短期船期影響、美金貶值，營運維持低檔：

雖然受惠協易機2024年成功打入美國汽車輪圈等產品的新客戶，加上新客戶的出貨產品噸數規格提升，帶動2Q24合約負債上升至8.42億元、QoQ+23.64%，但3Q24部分訂單受船期遞延影響，加上研究部預期3Q24美金貶值影響，業外收入將明顯衰退，使得協易機3Q24營運仍維持低檔水準，3Q24營收9.98億元，QoQ+9.32%，預估稅後純益0.08億元，QoQ-40.34%，EPS 0.05元。

表一、協易機2Q24業外金融外幣資產與負債概況

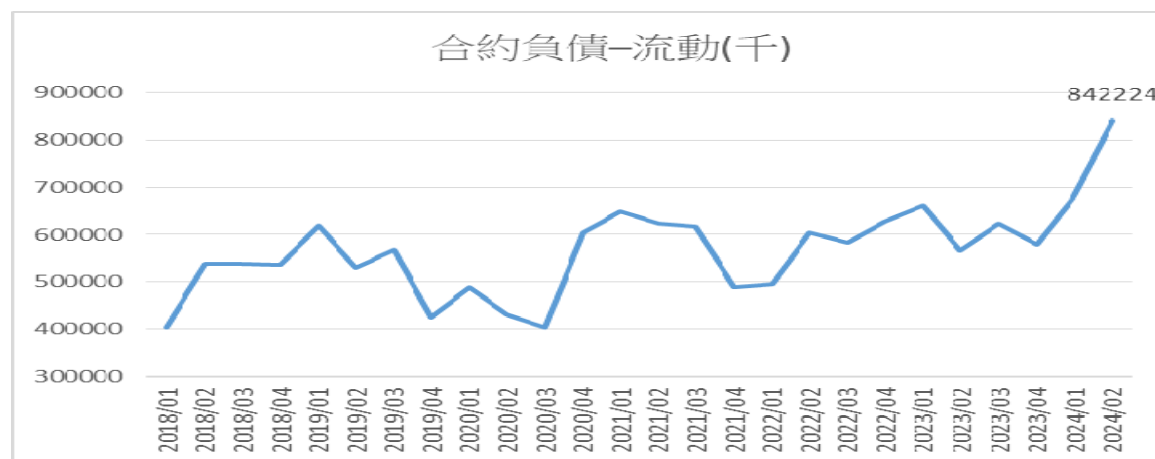
外幣資產	外幣	匯率	帳面金額
美元	\$56,887	32.45	(美元：新台幣) \$1,845,986
美元	3,485	7.3	(美元：人民幣) 113,102
歐元	2,731	34.71	(歐元：新台幣) 94,798
人民幣	47,176	4.445	(人民幣：新台幣) 209,695
人民幣	2,407	0.137	(人民幣：美元) 10,698
日圓	121,144	0.2017	(日圓：新台幣) 24,435
			2,298,714
外幣負債	外幣	匯率	帳面金額
美元	\$5,659	32.45	(美元：新台幣) \$183,636
歐元	66	34.71	(歐元：新台幣) 2,290
日圓	29,641	0.20117	(日圓：新台幣) 5,979
人民幣	307	4.445	(人民幣：新台幣) 1,366
			193,271

資料來源：協易機，群益投顧匯整

## 4Q24高水位的合約負債貢獻營運升溫：

考量協易機平均交期約6-9個月，研究部預期高水位的合約負債將於4Q24貢獻營運，加上先前因船期遞延出貨回溫，帶動協易機營運成長，預估4Q24營收10.55億元，QoQ+5.67%，稅後純益0.41億元，QoQ+388.79%，EPS 0.26元。

圖三、協易機合約負債金額



資料來源：Cmoney，群益投顧匯整



2024 年 10 月 18 日

## 2024年打入美國汽車業新客戶，營運先蹲後跳：

2024年協易機受惠打入美國汽車業新客戶，營運先蹲後跳，預估2024年營收37.63億元，YoY+7.58%，稅後純益1.85億元，YoY-13.12%，EPS1.17元。

## 2025年AI伺服器、航太等新興市場需求，貢獻營運開始轉強：

近年來，協易機持續進行轉型，透過提升服務品質，增加產品單價，並且深入新興產業，目前已打入國內AI伺服器零組件等機台生產，例如：滑軌、機殼、水冷散熱次產業，並持續打入氫能源、精密醫療、航太、無人機、精密光學等新興市場，預期協易機2025年起多年的新興市場佈局將逐漸開花結果，加上既有汽車行業機台訂單，2025年營運開始成長，預估2025年營收42.22億元，YoY+12.19%，稅後純益3.33億元，YoY+80.11%，EPS2.10元。

圖四、協易機新興市場布局



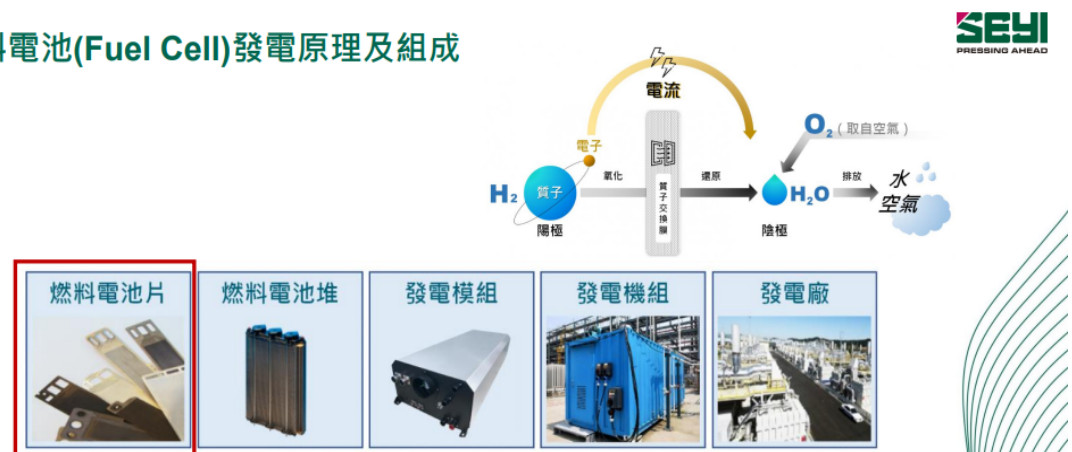
資料來源：協易機

## 氫能源產品布局：

協易機的氫能源產品為燃料電池片零組件-雙極板，隨著近年氫能源轉換效率逐漸提升，商業模式即將成熟，加上協易機逐步改進產品精度與鋼性，管理階層預期2025年將於東京金屬加工展展示協易機的雙極板應用產品，帶動未來協易機營運持續成長。

圖五、協易機氫能源產品布局

## 燃料電池(Fuel Cell)發電原理及組成

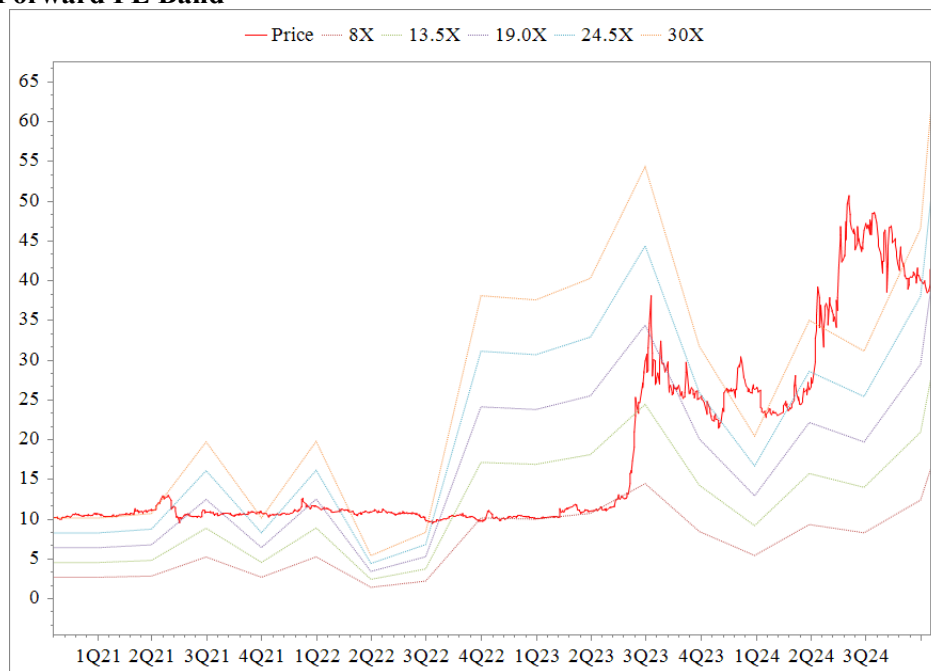


資料來源：協易機

## 投資建議：

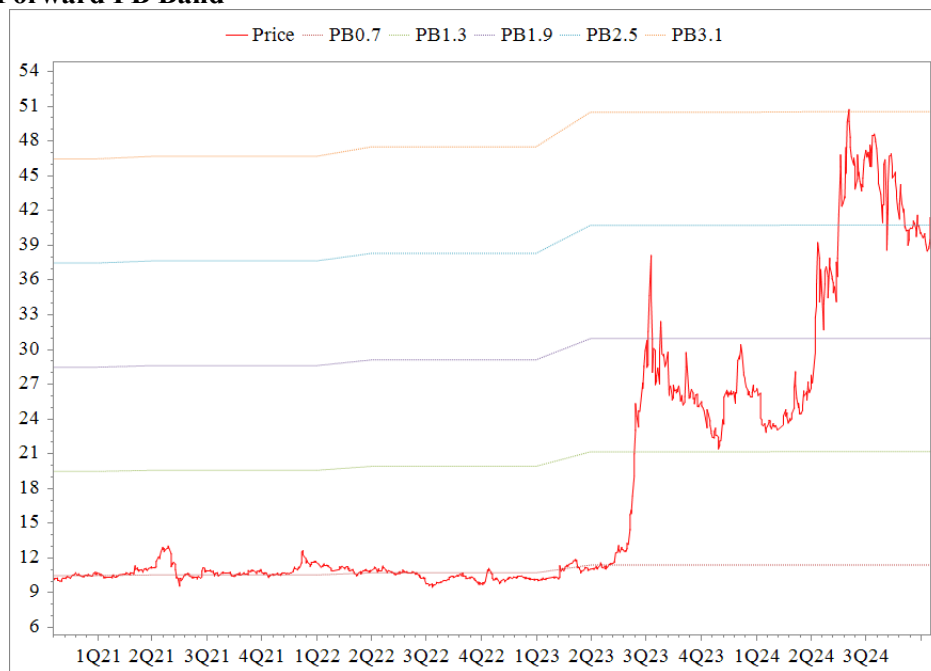
協易機受惠美國新客戶開始貢獻營運，未來也有 AI 伺服器零組件、氫能源、航太、醫療等新興產業機台開始出貨，長期營運樂觀，惟短期考量 3Q24 美金貶值可能影響協易機獲利，給予協易機 Trading Buy 的投資建議。

## 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 10 月 18 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	6,132	6,220	6,051	6,599	6,830
流動資產	4,758	5,040	4,950	5,052	4,807
現金及約當現金	2,330	2,479	2,278	2,406	2,251
應收帳款與票據	618	631	399	433	512
存貨	969	1,168	1,238	1,279	1,313
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	857	791	747	756	767
<b>負債總計</b>	<b>3,747</b>	<b>3,794</b>	<b>3,470</b>	<b>4,017</b>	<b>4,072</b>
流動負債	2,640	2,533	2,064	2,689	2,308
應付帳款及票據	1,208	1,248	933	999	1,139
非流動負債	1,107	1,262	1,406	1,262	1,558
<b>權益總計</b>	<b>2,386</b>	<b>2,426</b>	<b>2,581</b>	<b>2,582</b>	<b>2,758</b>
普通股股本	<b>1,584</b>	<b>1,584</b>	<b>1,584</b>	<b>1,584</b>	<b>1,584</b>
保留盈餘	801	784	954	955	1,131
母公司業主權益	2,386	2,426	2,581	2,582	2,758
<b>負債及權益總計</b>	<b>6,132</b>	<b>6,220</b>	<b>6,051</b>	<b>6,599</b>	<b>6,830</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	3,796	3,549	3,498	3,763	4,222
營業成本	2,983	2,705	2,436	2,708	2,980
<b>營業毛利淨額</b>	813	843	1,062	1,055	1,242
營業費用	807	873	910	1,017	923
<b>營業利益</b>	5	-30	152	38	319
<b>EBITDA</b>	156	182	295	289	303
業外收入及支出	-3	67	11	199	97
稅前純益	46	83	256	236	416
所得稅	-10	54	44	51	83
稅後純益	57	29	213	185	333
稅後 EPS(元)	0.36	0.18	1.34	1.17	2.10
完全稀釋 EPS**	0.36	0.18	1.34	1.17	2.10

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 15.84【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 15.84 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	43.66%	-6.51%	-1.43%	7.58%	12.19%
營業毛利淨額	43.31%	3.73%	25.93%	-0.66%	17.72%
營業利益	N.A	N.A	N.A	-75.29%	748.94%
稅後純益	261.56%	-49.27%	640.67%	-13.12%	80.11%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	21.42%	23.76%	30.36%	28.03%	29.41%
EBITDA(%)	4.11%	5.13%	8.44%	7.68%	7.17%
營益率	0.14%	-0.84%	4.35%	1.00%	7.56%
稅後純益率	1.49%	0.81%	6.09%	4.92%	7.89%
總資產報酬率	0.92%	0.46%	3.52%	2.80%	4.88%
股東權益報酬率	2.38%	1.18%	8.25%	7.16%	12.08%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	61.10%	61.00%	57.35%	60.87%	59.62%
負債/淨值比(%)	157.06%	156.39%	134.44%	155.55%	147.63%
流動比率(%)	180.24%	199.01%	239.83%	187.88%	208.26%

## 其他比率分析

存貨天數	121.62	144.16	180.29	169.65	158.76
應收帳款天數	48.88	64.25	53.76	40.36	40.85

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	52	-58	69	968	210
稅前純益	46	83	256	236	416
折舊及攤銷	128	117	97	81	84
營運資金變動	153	-171	-153	-8	26
其他營運現金	-276	-86	-131	659	-317
<b>投資活動現金</b>	-151	264	-229	-522	-564
資本支出淨額	-19	-17	-22	-45	-55
長期投資變動	-163	231	-405	-40	-45
其他投資現金	30	50	199	-437	-464
<b>籌資活動現金</b>	32	-191	-35	-318	200
長借/公司債變動	-113	207	43	-144	296
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-32	-55	-51	-184	-157
其他籌資現金	177	-342	-27	10	60
<b>淨現金流量</b>	-110	149	-202	128	-154
<b>期初現金</b>	2,441	2,330	2,479	2,278	2,406
<b>期末現金</b>	2,330	2,479	2,278	2,406	2,251

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 18 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	978	731	905	796	913	998	1,055	867	1,057	1,156	1,141	902
營業成本	664	522	619	519	711	742	735	562	791	861	766	583
營業毛利淨額	315	210	286	277	202	256	320	306	266	296	375	319
營業費用	201	229	275	219	246	256	297	186	183	212	341	183
營業利益	114	-19	10	58	-44	0	23	119	83	84	34	136
業外收入及支出	53	98	-56	101	60	10	27	8	37	25	27	8
稅前純益	167	79	-45	159	16	10	51	127	119	109	61	144
所得稅	34	11	-9	37	2	2	10	25	24	22	12	29
稅後純益	133	68	-36	122	14	8	41	102	95	87	49	115
最新股本	1,584	1,584	1,584	1,584	1,584	1,584	1,584	1,584	1,584	1,584	1,584	1,584
稅後EPS(元)	0.84	0.43	-0.23	0.77	0.09	0.05	0.26	0.64	0.60	0.55	0.31	0.73

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	32.16%	28.66%	31.57%	34.77%	22.10%	25.65%	30.34%	35.23%	25.14%	25.56%	32.86%	35.37%
營業利益率(%)	11.64%	-2.64%	1.16%	7.25%	-4.81%	0.04%	2.22%	13.73%	7.81%	7.25%	2.96%	15.11%
稅後純益率(%)	13.62%	9.30%	-4.01%	15.34%	1.53%	0.83%	3.85%	11.72%	9.02%	7.54%	4.29%	12.80%

## QoQ(%)

營業收入淨額	10.78%	-25.27%	23.79%	-12.04%	14.73%	9.32%	5.67%	-17.79%	21.86%	9.40%	-1.31%	-20.95%
營業利益	141.63%	N.A	N.A	449.38%	N.A	N.A	5879.85%	407.94%	-30.66%	1.54%	-59.66%	302.97%
稅前純益	200.50%	-52.96%	N.A	N.A	-89.91%	-35.24%	388.75%	150.26%	-6.22%	-8.59%	-43.87%	135.95%
稅後純益	178.04%	-48.99%	N.A	N.A	-88.59%	-40.34%	388.79%	150.26%	-6.22%	-8.59%	-43.87%	135.95%

## YoY(%)

營業收入淨額	51.05%	-40.15%	0.20%	-9.86%	-6.64%	36.56%	16.57%	8.94%	15.72%	15.81%	8.16%	4.00%
營業利益	N.A	N.A	N.A	22.41%	N.A	N.A	123.27%	106.43%	N.A	21284.44%	44.27%	14.46%
稅前純益	N.A	-30.18%	N.A	185.71%	-90.41%	-86.80%	N.A	-20.10%	642.90%	948.60%	20.43%	13.54%
稅後純益	N.A	-4.01%	N.A	154.76%	-89.54%	-87.77%	N.A	-16.71%	584.35%	948.67%	20.43%	13.54%

註1：稅後EPS以股本15.84億元計算

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。