

川湖 (2059 TT) King Slide

3Q24 毛利率達 70.5%；GB200 市占率有望達 70-75%

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$1680.0

收盤價 (2024/11/07)：NT\$1430.0
隱含漲幅：17.5%

營收組成 (3Q24)

伺服器 84%、廚具 15%、其他 1%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	1680.0	1400.0
2024年營收 (NT\$/十億)	9.9	9.9
2024年EPS	58.0	58.6

交易資料表

市值	NT\$136,280百萬元
外資持股比率	16.1%
董監持股比率	14.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$216.55
負債比	18.3%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	7,799	5,763	9,935	11,031
營業利益	3,753	2,888	5,980	6,702
稅後純益	4,056	2,704	5,527	5,702
EPS (元)	42.58	28.38	57.99	59.84
EPS YoY (%)	95.8	-33.4	104.4	3.2
本益比 (倍)	33.6	50.4	24.7	23.9
股價淨值比 (倍)	8.7	8.3	6.6	5.8
ROE (%)	28.7	16.9	26.8	24.2
現金殖利率 (%)	1.4%	1.0%	2.0%	2.1%
現金股利 (元)	20.00	14.19	29.00	29.92

黃勵誠

eziohuang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- 因產品組合佳等因素致 3Q24 毛利率季增 0.9 個百分點，惟匯兌損失影響，EPS 12.12 元低於本中心/市場預期 12%/15%。
- 考量財報問題或使某美系伺服器大廠 GB200 訂單轉單，本中心認為 2025 年川湖 GB200 導軌市佔率將達 70%~75%。
- 考量川湖全球伺服器導軌領頭羊地位，且 GB200 市占率有望小幅上升助益獲利表現，本中心維持川湖買進評等，目標價上調至 1,680 元。

3Q24 毛利率優於預期，EPS 因匯兌損失低於預期 12%

受伺服器新舊平台轉換影響，3Q24 營收 25.77 億，季增 2%、年增 81%；毛利率 71%，優於本中心/市場預期 1.9/2.6 個百分點，推測因產品組合轉佳 (高毛利率之高 U 數 AI 伺服器營收比重提高) 等因素；稅後淨利 11.55 億元，EPS 12.12 元，季減 21%、年增 18%，低於本中心/市場預期 12%/15%，主因美元走弱認列約 3.5 億匯損致獲利降低。展望 4Q24，本中心認為隨高 U 數 AI 伺服器導軌產品需求持續且 GB200 導軌小量出貨，此外一般伺服器、廚具導軌逐漸回溫，4Q24 營運表現有望持續成長，預期 4Q24 營收 29.03 億元，季增 13%、年增 56%，毛利率 70.8%，EPS 16.04 元，季增 32%、年增 178%。

預期川湖 GB200 導軌 2025 年市佔率有望達 70-75%

此前考量川湖在 H100、H200 世代具有 7U、4U 導軌獨供之供應鏈地位，本中心原預估 2025 年川湖、南俊 GB200 導軌市佔率為 70%、30%。然而近期某美系伺服器大廠因財報問題而有 GB200 訂單轉單之風險，考量此美系大廠潛在之 GB200 伺服器市佔率以及與另一台系導軌廠較為密切之合作關係，本中心認為川湖 GB200 導軌市佔率或將小幅上升，預期川湖 2025 年 GB200 伺服器導軌市占率將為 70-75%，GB200 預估將占 2025 年營收 17%。

維持川湖買進評等，目標價上調至 1,680 元

本中心維持川湖買進評等，考量川湖為 GB200 世代主要之滑軌供應商，預估市占率約 70%-75%較此前預期小幅上升，而一般伺服器、廚具導軌業務則有望持續增溫，上修 2025 年獲利 3%，整體毛利率持續維持在高水準，目標價 1,680 元以 28 倍本益比及 2025 年預期 EPS 59.8 元評價。

營運分析

3Q24 毛利率優於預期 1.9 個百分點，EPS 因匯兌損失低於預期 12%

受伺服器新舊平台轉換等因素，3Q24 營收 25.77 億，季增 2%、年增 81%；毛利率 70.5%，優於本中心/市場預期 1.9/2.6 個百分點，推測主因為產品組合改善(高毛利率之高 U 數 AI 伺服器營收比重提高)、整體稼動率提升等因素，帶動營利率達 62.6%，優於本中心/市場預期 2.4/3.4 個百分點；稅後淨利 11.55 億元，EPS 12.12 元，季減 21%、年增 18%，低於本中心/市場預期 12%/15%，主因美元有所走弱認列約 3.5 億之匯損，致業外虧損約 1.68 億進而使獲利降低。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,423	2,517	2,577	2.4%	81.1%	2,589	2,646	-0.5%	-2.6%
營業毛利	831	1,752	1,818	3.7%	118.7%	1,777	1,798	2.3%	1.1%
營業利益	674	1,535	1,612	5.0%	139.3%	1,557	1,567	3.5%	2.9%
稅前利益	1,217	1,919	1,444	-24.8%	18.7%	1,729	1,710	-16.5%	-15.5%
稅後淨利	982	1,456	1,155	-20.7%	17.6%	1,314	1,354	-12.1%	-14.7%
調整後 EPS (元)	10.30	15.28	12.12	-20.7%	17.6%	13.80	14.22	-12.2%	-14.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	58.4%	69.6%	70.5%	0.9	12.1	68.7%	68.0%	1.9	2.6
營業利益率	47.3%	61.0%	62.6%	1.6	15.2	60.2%	59.2%	2.4	3.4
稅後純益率	69.0%	57.9%	44.8%	-13.1	-24.2	50.8%	51.2%	-5.9	-6.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

展望 4Q24，本中心認為隨高 U 數 AI 伺服器導軌產品需求持續且 GB200 導軌小量出貨，此外一般伺服器、廚具導軌逐漸回溫，4Q24 營運表現有望持續成長，預期川湖 4Q24 營收 29.0 億元，季增 13%、年增 56%，上修 3%；毛利率 70.8%，季增 0.3 個百分點，上修 1.8 個百分點；營業利益 18.2 億元，季增 13%、年增 71%，上修 6%；稅後淨利 15.3 億元，EPS 16.04 元，季增 32%、年增 178%，上修 7%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,865	2,577	2,903	12.7%	55.7%	2,828	2,850	2.7%	1.9%
營業毛利	1,246	1,818	2,054	13.0%	64.8%	1,950	1,942	5.3%	5.8%
營業利益	1,068	1,612	1,821	13.0%	70.5%	1,726	1,698	5.5%	7.3%
稅前利益	634	1,444	1,985	37.5%	213.1%	1,889	1,802	5.1%	10.1%
稅後淨利	550	1,155	1,528	32.3%	177.8%	1,426	1,419	7.2%	7.7%
調整後 EPS (元)	5.77	12.12	16.04	32.3%	177.9%	14.97	14.89	7.1%	7.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	66.8%	70.5%	70.8%	0.2	3.9	69.0%	68.1%	1.8	2.6
營業利益率	57.3%	62.6%	62.7%	0.2	5.5	61.0%	59.6%	1.7	3.1
稅後純益率	29.5%	44.8%	52.6%	7.8	23.2	50.4%	49.8%	2.2	2.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預期川湖 GB200 伺服器導軌 2025 年市佔率有望達到 70-75%

經供應鏈訪談，除川湖早已具有 NVIDIA GB200 AI 伺服器導軌 RVL 資格外，本中心得知南俊已於十月初獲得 GB200 導軌 RVL 資格，因此預期川湖、南俊將為 2025 年 NVIDIA GB200 伺服器導軌主要供應商。

此前考量川湖在 NVIDIA H100、H200 世代具有 7U、4U 導軌獨供之供應鏈地位，因此本中心原先預估 2025 年川湖、南俊 GB200 導軌市佔率分別為 70%、30%。然而近期某美系伺服器大廠因財報問題而有 GB200 訂單轉單之風險，考量此美系大廠潛在之 GB200 伺服器市佔率以及與南俊較為密切之合作關係，本中心認為川湖 GB200 導軌市佔率或將小幅上升，預期川湖 2025 年 GB200 伺服器導軌市占率將為 70-75%，南俊則為 25-30%。此外高 U 數 AI 伺服器導軌市占率部分，本中心仍維持川湖、南俊分別為 90%、10%之預估。

整體而言，本中心預估川湖 GB200 伺服器導軌、高 U 數 AI 伺服器導軌(如用 B200 等 AI 伺服器)營收占川湖 2025 年比重分別約 17%、21%。非 NVIDIA AI 用途之伺服器導軌業務(包含一般伺服器、CSP ASIC 等需求之導軌)部分，雖市場預期 2025 年全球伺服器出貨量僅 0-5%之小幅成長，但目前白牌伺服器成長性高於品牌伺服器，而川湖伺服器導軌終端需求中白牌伺服器需求高於品牌伺服器(經供應鏈調查得知比重約為 55:45)，加上預期部分 CSP 2025 年 AI 伺服器第二選擇為自身 ASIC 專案(第一選擇為 NVIDIA GB200)，因此本中心預期川湖非 NVIDIA AI 用途之伺服器導軌業務(包含一般伺服器、CSP ASIC 等需求之導軌)2025 年營收將年增 27%，營收占比 42%。

而廚具導軌佔比將為因歐美地區總經壓力、廚房整修需求普通等因素致成長性低於 AI 伺服器、一般伺服器導軌產品，預估 2025 年營收年增 9%，營收占比 17%。

AI 貢獻顯現，四大 CSP 資本支出展望持續上修

CY3Q24 法說會中，4 大 CSP 業者表示 AI 需求暢旺，將持續投資基礎建設、AI 相關研發以因應市場需求。Microsoft CY3Q24 資本支出季增 8%，主要為 AI 相關投資，其中約 50%用於基礎建設需求，50%用於伺服器的 CPU 及 GPU 需求；Google 資本支出季持平，管理層表示從 Google Gemini 功能提升、Google Cloud Platform 及 Google Search 營收增長，可以看到 AI 相關投資逐漸開花結果；Amazon 資本支出季增 28%，資本支出主要用於基礎建設以支持 AWS AI 服務；Meta 資本支出季增 9%，主要來自伺服器的建置，部份來自資料中心。CSP 業者均認為 AI 需求持續快速增長，為支持 AI 功能研發，預估四大 CSP 2024/2025 年資本支出將年增 47%/11%。

圖 3：四大 CSP 資本支出預估

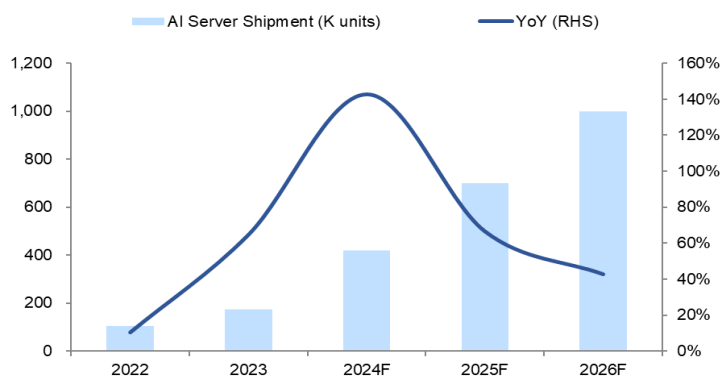
CAPEX(US\$mn)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	22,281	24,640	31,485	32,251	50,748	56,356
Microsoft	17,592	23,216	24,768	35,202	53,022	58,702
Amazon	40,141	61,053	63,645	52,729	74,965	76,767
Meta	15,115	18,628	31,431	27,266	38,098	48,580
Total	95,129	127,537	151,329	147,448	216,833	240,405
YoY Growth (%)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	-5.4%	10.6%	27.8%	2.4%	57.4%	11.1%
Microsoft	29.9%	32.0%	6.7%	42.1%	50.6%	10.7%
Amazon	138.1%	52.1%	4.2%	-17.2%	42.2%	2.4%
Meta	0.1%	23.2%	68.7%	-13.3%	39.7%	27.5%
Total	37.8%	34.1%	18.7%	-2.6%	47.1%	10.9%

資料來源：元大投顧預估

CoWoS-L 良率不足 GB200 遞延出貨，然暫不影響 CSP 採購意願

根據調查，B200 良率仍低於台積電標準，目前良率僅達 90-95%。由於 CoWoS-L 需要由頂層晶片、Interposer 和 HBM 一起封裝，現階段良率不足的情況下只能透過增加 CoWoS-L 產能來彌補。目前唯一能夠提高產能的方式是暫時性的取消 B100 發佈，並略微延後 B200 HGX 出貨時間。本中心原先預計 GB200 將於 4Q24 由鴻海和廣達開始出貨，但由於產能不足及良率待改善的問題，初期僅鴻海 GB200 公版可以出貨，其餘 CSP/SI 廠商需延至 1Q25 開始生產和出貨。雖 CoWoS-L 良率問題造成 GB200/B200 系列產品遞延至少一個季度，不過，CSP 業者採購需求並未降低，預估 2025 年 GB200 出貨量為 60,000-70,000 櫃。

圖 4：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

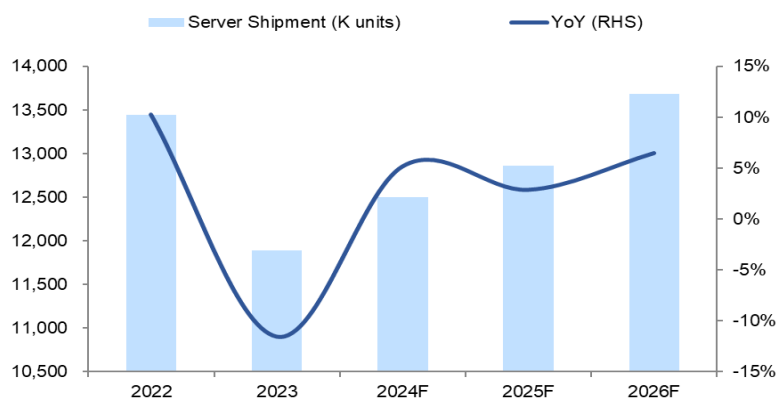
明年 GB200 逐漸放量，高 U 數伺服器滲透率將明顯減少

本中心預期，2025 年 NVIDIA GB200 伺服器將逐漸獲需求端如美系四大 CSP 採用成為 AI 伺服器市場中之主流產品。由於 GB200 伺服器由多個低 U 數機殼組成(如 GB200 NVL36 機櫃採用 5+9+4 格具，共 18 個 2U 機殼組成)，預期明年高 U 數伺服器如 NVIDIA H100 系列之滲透率與目前相比將有較為明顯之下滑。

一般伺服器需求漸回溫有利對應之導軌需求

經供應鏈調查，今年上半年一般伺服器需求有逐漸回溫之跡象，Intel Eagle Stream、AMD Genoa 等新平台伺服器拉貨需求陸續出現。本中心預期今年全球伺服器出貨量為 1,250 萬台，2025 年則為近 1,286 萬台。一般伺服器需求回溫亦有利相對應之導軌需求。

圖 5：伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

重申川湖買進評等，目標價上調至 1,680 元

本中心預估 2024 年營收上修 1%至 99.4 億元，年增 72%；因 3Q24 川湖毛利率優於本中心預期，上修 2024 毛利率 1 個百分點至 68.8%，年增 7.5 個百分點；下修稅後淨利 1 個百分點，預估 2024 年 EPS 58 元，年增 104%。

展望 2025 年，本中心預估營收年增 11%至 110.3 億；毛利率上調 1.9 個百分點至 68.9%，年增 0.1 個百分點，主因考量川湖 GB200 AI 伺服器導軌 2025 年市佔率高於原先預期；營業利益上修 3.3%至 67 億元，年增 12%；稅後淨利上調 2.8%，EPS 59.84 元，年增 3%。

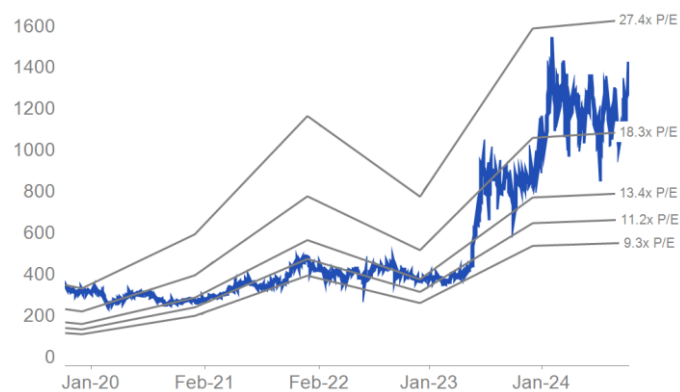
本中心維持川湖買進評等，考量川湖為 GB200 世代主要之滑軌供應商，預估市占率約 70-75%，而一般伺服器、廚具導軌業務則有望持續增溫，整體毛利率仍將維持在高水準之上。此外，川湖專利數龐大、產線自動化程度高，長期而言仍為全球伺服器導軌領頭羊，目標價 1,680 元以 28 倍本益比及 2025 年預估 EPS 評價。(前次以 24 倍本益比及 2025 年預估 EPS 評價)

圖 6：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	9,935	9,871	11,031	11,026	0.6%	0
營業毛利	6,831	6,686	7,602	7,389	2.2%	2.9%
營業利益	5,980	5,829	6,702	6,489	2.6%	3.3%
稅前利益	7,082	7,271	7,317	7,126	-2.6%	2.7%
稅後淨利	5,527	5,584	5,702	5,548	-1.0%	2.8%
調整後 EPS (元)	57.99	58.62	59.84	58.24	-1.1%	2.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	68.8%	67.7%	68.9%	67.0%	1.0	1.9
營業利益率	60.2%	59.1%	60.8%	58.9%	1.1	1.9
稅後純益率	55.6%	56.6%	51.7%	50.3%	-0.9	1.4

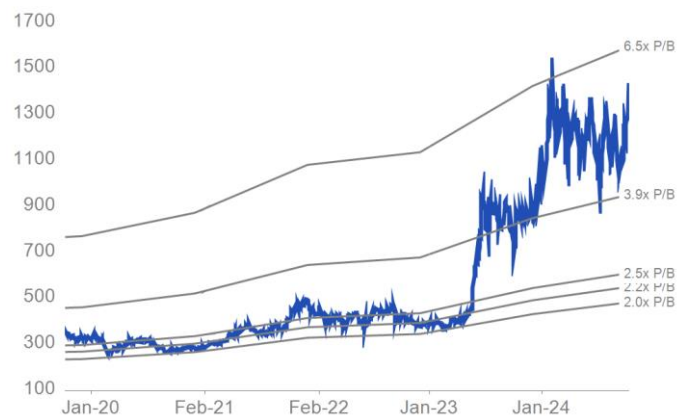
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：12 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 9：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 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
川湖	2059 TT	買進	1430.0	4,258	28.38	57.99	59.84	50.4	24.7	23.9	(33.4)	104.4	3.2
國外同業													
立訊	002475 CH	未評等	40.9	42,037	1.6	1.9	2.4	26.4	21.5	16.9	12.2	23.1	27.1
Flex	FLEX US	未評等	39.0	15,116	2.3	2.5	2.5	16.9	15.5	15.9	22.7	8.7	(2.5)
國外同業平均					1.9	2.2	2.4	21.7	18.5	16.4	17.5	15.9	12.3
國內同業													
廣達	2382	買進	325.5	38,812	10.3	15.1	19.9	31.6	21.5	16.3	37.0	46.9	31.9
英業達	2356	持有-超越同業	52.5	5,860	1.7	2.1	2.9	30.7	25.1	18.4	0	22.3	36.4
緯穎	6669	買進	2000.0	11,594	68.9	126.5	122.0	29.0	15.8	16.4	(14.3)	83.6	(3.6)
緯創	3231	未評等	120.0	10,853	4.2	6.6	8.3	28.6	18.3	14.4	24.9	56.2	27.1
勤誠	8210	買進	295.0	1,073	9.0	15.9	18.8	32.7	18.5	15.7	8.6	76.4	18.0
南俊	6584	買進	170.5	343	0.1	3.3	8.3	1284.2	52.5	20.5	(94.1)	2347.8	156.3
國內同業平均					15.7	28.2	30.0	239.5	25.3	16.9	(6.3)	438.9	44.3

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 10：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
川湖	2059 TT	買進	1430.0	4,258	16.9	26.8	24.2	172.47	216.55	247.39	8.3	6.6	5.8
國外同業													
立訊	002475 CH	未評等	40.9	42,037	19.5	19.6	20.6	8.1	10.5	12.1	5.1	3.9	3.4
Flex	FLEX US	未評等	39.0	15,116	23.7	15.4	16.1	9.3	12.0	13.4	4.2	3.2	2.9
國外同業平均					21.6	17.5	18.3	8.7	11.2	12.8	4.6	3.6	3.1
國內同業													
廣達	2382	買進	325.5	38,812	21.9	31.0	35.6	48.2	48.8	56.1	6.8	6.7	5.8
英業達	2356	持有-超越同業	52.5	5,860	10.1	12.4	16.0	17.0	16.9	17.8	3.1	3.1	3.0
緯穎	6669	買進	2000.0	11,594	29.7	42.8	35.7	241.6	295.3	342.3	8.3	6.8	5.8
緯創	3231	未評等	120.0	10,853	11.5	16.2	17.9	36.9	44.1	48.4	3.3	2.7	2.5
勤誠	8210	買進	295.0	1,073	19.6	28.0	27.7	46.0	57.0	67.9	6.4	5.2	4.3
南俊	6584	買進	170.5	343	0.5	10.6	22.7	29.4	30.6	36.8	--	2114.6	113.4
國內同業平均					15.6	23.5	25.9	69.8	82.1	94.9	5.6	356.5	22.5

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 11：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,938	2,517	2,577	2,903	2,420	2,648	2,811	3,152	9,935	11,031
銷貨成本	(731)	(764)	(759)	(849)	(811)	(822)	(849)	(946)	(3,103)	(3,429)
營業毛利	1,207	1,752	1,818	2,054	1,608	1,826	1,962	2,206	6,831	7,602
營業費用	(196)	(217)	(205)	(233)	(209)	(224)	(228)	(239)	(851)	(900)
營業利益	1,011	1,535	1,612	1,821	1,399	1,602	1,734	1,967	5,980	6,702
業外利益	722	384	(168)	164	158	153	154	149	1,102	615
稅前純益	1,733	1,919	1,444	1,985	1,557	1,755	1,888	2,116	7,082	7,317
所得稅費用	(347)	(463)	(289)	(457)	(280)	(386)	(440)	(508)	(1,555)	(1,614)
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	1,387	1,456	1,155	1,528	1,277	1,369	1,448	1,608	5,527	5,702
調整後每股盈餘(NT\$)	14.55	15.28	12.12	16.04	13.40	14.36	15.20	16.88	57.99	59.84
調整後加權平均股數(百萬股)	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95
重要比率										
營業毛利率	62.3%	69.6%	70.5%	70.8%	66.5%	69.0%	69.8%	70.0%	68.8%	68.9%
營業利益率	52.2%	61.0%	62.6%	62.7%	57.8%	60.5%	61.7%	62.4%	60.2%	60.8%
稅前純益率	89.5%	76.3%	56.1%	68.4%	64.4%	66.3%	67.2%	67.1%	71.3%	66.3%
稅後純益率	71.6%	57.9%	44.8%	52.6%	52.8%	51.7%	51.5%	51.0%	55.6%	51.7%
有效所得稅率	20.0%	24.1%	20.0%	23.0%	18.0%	22.0%	23.3%	24.0%	22.0%	22.1%
季增率(%)										
營業收入	3.9%	29.9%	2.4%	12.7%	-16.6%	9.4%	6.2%	12.1%		
營業利益	-5.3%	51.8%	5.0%	13.0%	-23.2%	14.5%	8.2%	13.4%		
稅後純益	152.2%	5.0%	-20.7%	32.3%	-16.4%	7.2%	5.8%	11.0%		
調整後每股盈餘	152.2%	5.0%	-20.7%	32.3%	-16.4%	7.2%	5.8%	11.0%		
年增率(%)										
營業收入	66.9%	91.6%	81.1%	55.7%	24.9%	5.2%	9.1%	8.6%	72.4%	11.0%
營業利益	87.2%	153.0%	139.3%	70.5%	38.4%	4.4%	7.6%	8.0%	107.1%	12.1%
稅後純益	203.0%	103.8%	17.6%	177.8%	-7.9%	-6.0%	25.4%	5.2%	104.4%	3.2%
調整後每股盈餘	203.0%	103.8%	17.6%	177.9%	-7.9%	-6.0%	25.4%	5.2%	104.4%	3.2%

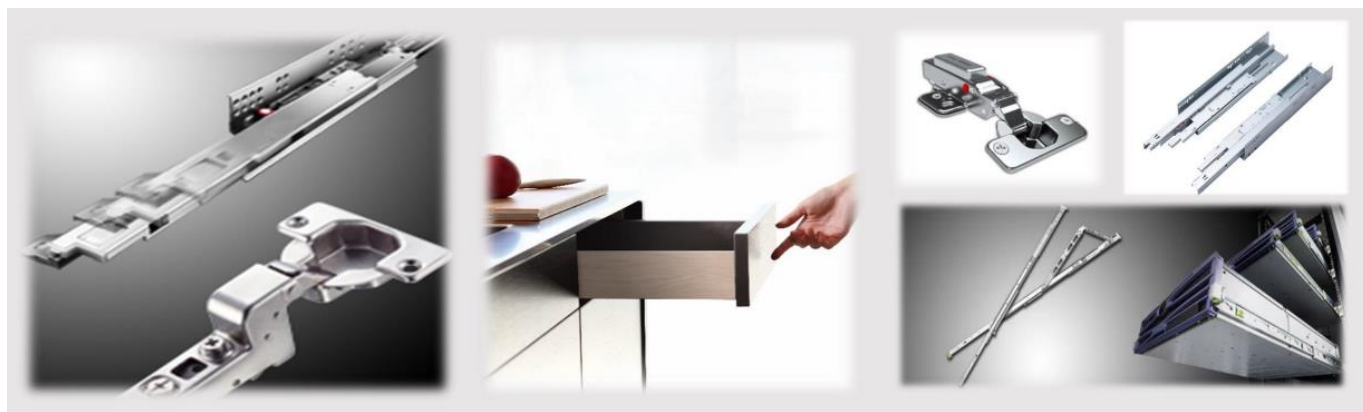
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

川湖：AI 發展浪潮下之主要伺服器導軌受惠廠商

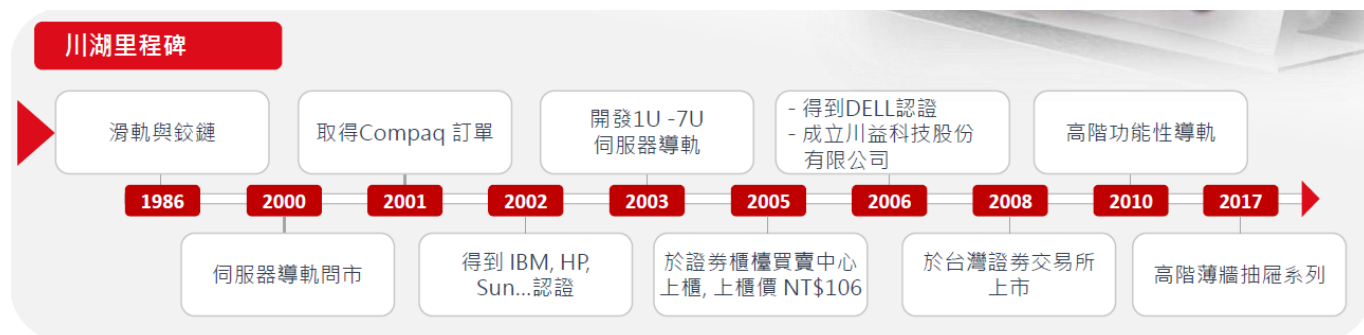
川湖科技成立於 1986 年，2000-2001 年進入伺服器市場，目前伺服器、網路通訊、雲端資料中心及其週邊設備產品的比重最高，其次是廚具相關產品，而鉸鏈、滑軌產品主要用於傢俱、鋼櫃、工具櫃、木製傢俱等產品。川湖員工數約 1,500 人，廠房位於高雄市路竹區(川湖總部)及高雄科學園區(川益科技)。2Q24 營收比重中，伺服器業務佔營收約 80%、廚具業務約 17%、其他業務則約為 3%。雖早期市場消息傳出川湖在伺服器導軌產業中全球市佔率約為 30% 左右之水準，但經供應鏈調查後推測受惠於近年美系 CSP 對於白牌伺服器需求大增等因素，川湖或擁有全球最高伺服器導軌之市佔率。此外經供應鏈調查後本中心認為目前川湖在 NVIDIA H100 AI 伺服器中或具有導軌獨供地位(公司管理層一向表示長期目標仍為市佔率 50%)，服務客戶包含美系四大 CSP 等企業，顯示川湖為 ChatGPT 問市以來 AI 伺服器發展浪潮下之受惠企業，帶動 1H24 營收明顯成長。

圖 12：川湖導軌產品



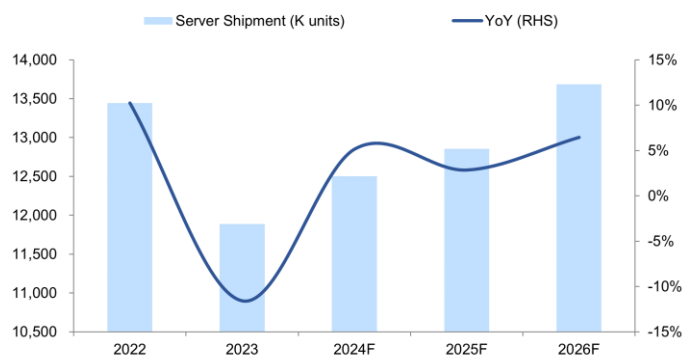
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 13：川湖發展歷程



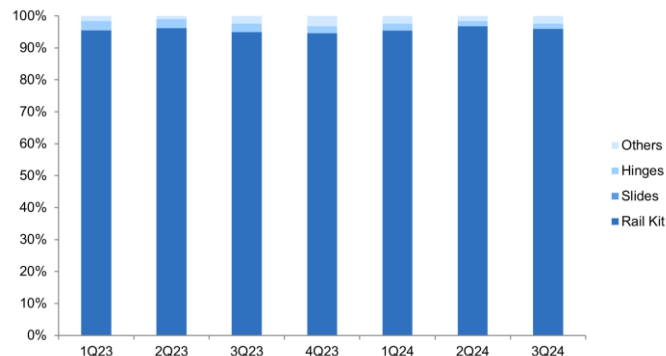
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 14：全球伺服器出貨量預估



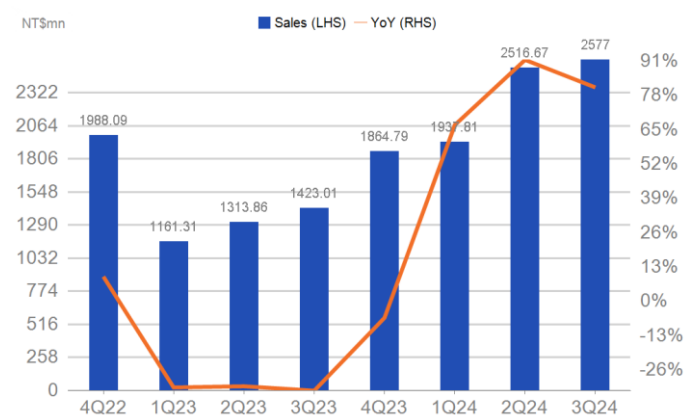
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



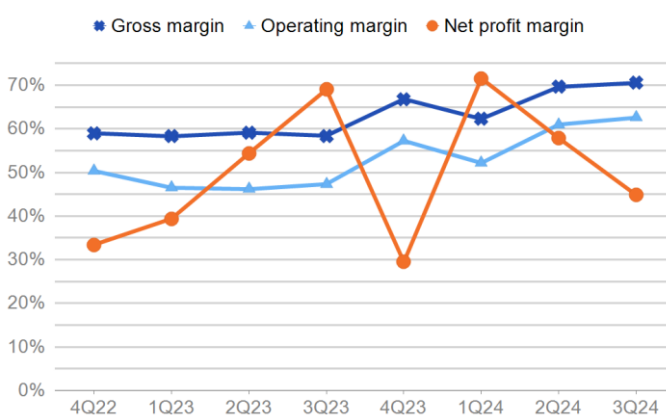
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



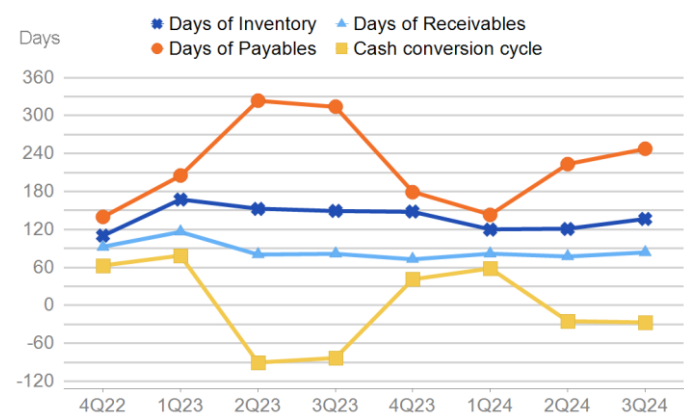
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



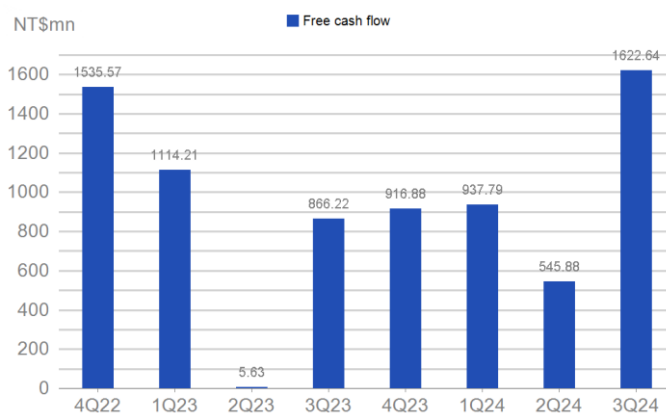
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：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：**川湖整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在科技硬體行業的公司中亦領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**川湖的整體曝險屬於中等水準，略優於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資源、公司產品碳排等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**川湖在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。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 20：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	20.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	43.2
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	54.2
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/11/7)

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)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	7,926	11,592	12,603	16,830	19,331
存貨	926	920	1,012	1,230	1,270
應收帳款及票據	1,733	1,825	1,625	2,281	2,304
其他流動資產	1,567	1,183	963	86	86
流動資產	12,151	15,520	16,202	20,427	22,990
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	2,446	2,955	3,192	3,234	3,495
無形資產	3	2	3	2	2
其他非流動資產	832	759	1,184	1,217	1,242
非流動資產	3,281	3,716	4,379	4,454	4,739
資產總額	15,433	19,236	20,581	24,881	27,730
應付帳款及票據	567	429	345	478	488
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	1,113	1,544	1,830	1,832	1,832
流動負債	1,680	1,973	2,174	2,311	2,320
長期借款	452	895	741	621	521
其他負債及準備	698	730	1,229	1,312	1,312
長期負債	1,150	1,625	1,970	1,934	1,834
負債總額	2,830	3,598	4,145	4,244	4,154
股本	953	953	953	953	953
資本公積	797	797	797	797	797
保留盈餘	10,863	13,893	14,694	18,869	21,808
什項權益	(9)	(4)	(8)	18	18
歸屬母公司之權益	12,603	15,638	16,436	20,636	23,576
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	12,603	15,638	16,436	20,636	23,576

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)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	2,073	4,056	2,704	5,527	5,702
折舊及攤提	214	224	269	331	380
本期營運資金變動	(1,094)	(159)	102	(722)	(53)
其他營業資產 及負債變動	325	(183)	203	(156)	0
營運活動之現金流量	1,518	3,938	3,278	4,979	6,029
資本支出	(768)	(824)	(375)	(341)	(641)
本期長期投資變動	0	0	0	2	0
其他資產變動	(1,493)	388	214	884	(24)
投資活動之現金流量	(2,261)	(436)	(161)	545	(665)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	257	448	(32)	(122)	(100)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(583)	(1,037)	(1,906)	(1,352)	(2,763)
其他調整數	(33)	(35)	(28)	(19)	0
融資活動之現金流量	(359)	(624)	(1,966)	(1,494)	(2,863)
匯率影響數	(22)	788	(141)	198	0
本期產生現金流量	(1,124)	3,666	1,010	4,228	2,500
自由現金流量	751	3,114	2,903	4,638	5,388

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	6,342	7,799	5,763	9,935	11,031
銷貨成本	(2,987)	(3,333)	(2,231)	(3,103)	(3,429)
營業毛利	3,355	4,466	3,532	6,831	7,602
營業費用	(635)	(713)	(643)	(851)	(900)
推銷費用	(179)	(221)	(178)	(213)	(232)
研究費用	(235)	(233)	(250)	(325)	(337)
管理費用	(207)	(253)	(231)	(315)	(331)
其他費用	(15)	(6)	15	2	0
營業利益	2,720	3,753	2,888	5,980	6,702
利息收入	20	169	525	684	648
利息費用	(14)	(18)	(31)	(7)	0
利息收入淨額	6	151	494	678	648
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(179)	1,103	(32)	881	0
其他業外收入(支出)淨額	48	67	76	(456)	(34)
稅前純益	2,596	5,073	3,426	7,082	7,317
所得稅費用	(523)	(1,017)	(721)	(1,555)	(1,614)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	2,073	4,056	2,704	5,527	5,702
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,820	5,308	3,725	5,649	6,322
調整後每股盈餘 (NT\$)	21.75	42.58	28.38	57.99	59.84

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	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	32.1	23.0	(26.1)	72.4	11.0
營業利益	38.7	38.0	(23.0)	107.1	12.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	61.2	88.2	(29.8)	51.6	11.9
稅後純益	78.0	95.7	(33.3)	104.4	3.2
調整後每股盈餘	78.0	95.8	(33.4)	104.4	3.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	52.9	57.3	61.3	68.8	68.9
營業利益率	42.9	48.1	50.1	60.2	60.8
稅前息前淨利率	40.7	64.8	58.9	60.2	60.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	44.5	68.1	64.6	56.9	57.3
稅前純益率	40.9	65.1	59.4	71.3	66.3
稅後純益率	32.7	52.0	46.9	55.6	51.7
資產報酬率	14.4	23.4	13.6	22.2	20.6
股東權益報酬率	17.5	28.7	16.9	26.8	24.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	22.5	23.0	25.2	20.6	17.6
淨負債權益比(%)	(59.3)	(68.4)	(72.2)	(78.6)	(79.8)
利息保障倍數 (倍)	191.4	276.8	110.5	1077.9	0
流動比率 (%)	723.5	786.6	745.2	884.1	990.9
速動比率 (%)	668.4	740.0	698.6	830.8	936.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(7,474)	(10,698)	(11,861)	(16,209)	(18,809)
調整後每股淨值 (NT\$)	132.25	164.10	172.47	216.55	247.39
評價指標 (倍)					
本益比	65.8	33.6	50.4	24.7	23.9
股價自由現金流量比	181.0	43.6	46.8	29.3	25.2
股價淨值比	10.8	8.7	8.3	6.6	5.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	48.2	25.6	36.5	24.1	21.5
股價營收比	21.4	17.4	23.6	13.7	12.3

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。

川湖 (2059 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



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 = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。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

© 2024 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

© {2024} 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>.