



研究報告

川湖(2059.TT)

買進(維持)

TP：1,630

欲小不易，成長可期

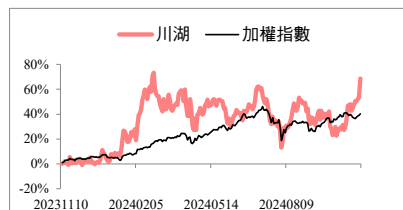
核心觀點

川湖於 BlackWell 伺服器供貨比重高達 8 成以上，將貢獻營收超過 20 億元，且 AI 伺服器需求強勁，稼動率快速提升及產品組合轉佳推升毛利率走揚，故我們上調 2025 年獲利預估，並維持「買進」評等。

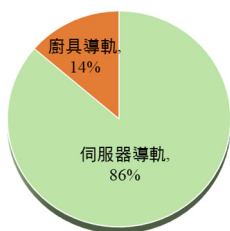
交易資料

收盤價	1,430.00
市值(億元)	1,362.80
流通在外股數(百萬股)	95.30
本益比(2025F)	21.09
股價淨值比	6.09
240 日股價(低/均/高)	833/1137.9/1475
60 日均成交額(百萬元)	1,238.40

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	51%至 65%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

重要訊息

川湖召開法說會，說明24Q3營運及未來展望。

玉山觀點

本業獲利優於預期，惟認列匯兌損失拖累EPS下滑。川湖24Q3營收25.8億元，QoQ+2.4%、YoY+81.1%，營收達成率98%，符合預期，毛利率則提升至70.54%，優於預期，主要受惠於伺服器滑軌出貨季增7.5%，帶動產品組合轉佳，本業獲利亦優於預期，不過受制於台幣轉強認列匯兌損失3.5億元(影響EPS約3.67元)，拖累稅後EPS下降至12.12元。

川湖為BlackWell伺服器滑軌主要供應商，營運動能強勁。川湖為全球滑軌龍頭，於伺服器市場供貨比重超過6成，過去一櫃H100滑軌價格約800至1,200美元，川湖則為主要供應商，推測24Q3高階滑軌營收占比達4成以上。展望未來，B200採6U高度設計，以一櫃伺服器6台計算，推測ASP為600至900美元，而GB200因使用水冷進行散熱，採1U、2U設計，承重需求降低，一組單價為40至60美元，GB200 NVL72採8+9+10設計，整櫃將採用27組滑軌，ASP為1,080至1,620美元，而根據供應鏈詢問，川湖於BlackWell伺服器滑軌供貨比重超過8成，將貢獻營收20億元以上。綜合以上，預估川湖2024/2025年營收將成長70.1%/26.6%。

稼動率持續提升，有望於年底達成70%目標，毛利率看法正向。川湖10月營收9.6億元，MoM+17.1%、YoY+56.4%，創下歷史新高，接近管理層先前給予70%稼動率目標，隨著GB200滑軌於24Q4小量出貨，預估將於年底達成月營收10億目標，且隨著AI伺服器需求持續增長，推測川湖稼動率有望於2025年達到8成以上，加上高階滑軌佔比提升，毛利率看法正向，故上修2024/2025年EPS至57.19/67.81元。

投資建議

川湖於BlackWell伺服器供貨比重高達8成以上，推測將貢獻營收超過20億元，且AI伺服器需求強勁，稼動率快速提升及產品組合轉佳推升毛利率走揚，故上修2024/2025年EPS至57.19/67.81元，維持「買進」評等，同步上調目標價至1,630元(24倍PER*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	1,938	2,517	2,577	2,769	9,800	12,409
YoY	66.86%	91.55%	81.07%	48.47%	70.05%	26.62%
毛利率	62.29%	69.63%	70.54%	71.57%	68.96%	71.19%
營益率	52.18%	60.99%	62.57%	63.50%	60.37%	63.36%
稅後淨利	1,387	1,456	1,155	1,452	5,450	6,462
EPS(元)	14.55	15.28	12.12	15.23	57.19	67.81

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	2,577	2,769	2,623	2,794	(1.76)	(0.91)
毛利	1,818	1,981	1,790	1,932	1.56	2.56
營業利益	1,612	1,758	1,551	1,664	3.93	5.65
稅前淨利	1,444	1,815	1,528	1,721	(5.48)	5.44
稅後淨利	1,155	1,452	1,222	1,377	(5.51)	5.43
每股盈餘(元)	12.12	15.23	12.83	14.45	(5.51)	5.42
財務比率(%)						
毛利率	70.54	71.57	68.23	69.12	3.38	3.54
營益率	62.57	63.50	59.14	59.55	5.80	6.63
淨利率	56.05	65.54	58.25	61.58	(3.78)	6.44

資料來源：玉山投顧(2024/10)

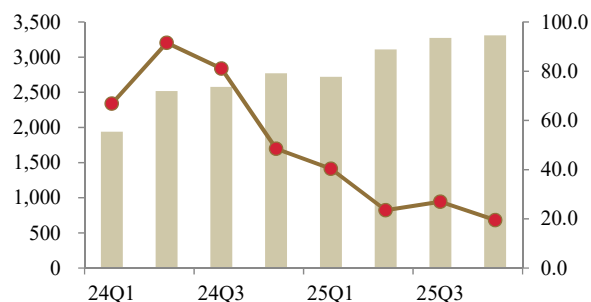
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	1,938	2,517	2,577	2,769	9,800	2,720	3,109	3,272	3,308	12,409
營業毛利	1,207	1,752	1,818	1,981	6,758	1,857	2,224	2,361	2,391	8,834
營業費用	196	217	205	223	842	221	244	257	250	972
營業利益	1,011	1,535	1,612	1,758	5,916	1,636	1,980	2,104	2,141	7,862
淨業外收支	722	384	(168)	57	995	48	54	57	58	216
稅前淨利	1,733	1,919	1,444	1,815	6,912	1,684	2,034	2,161	2,199	8,078
稅後淨利	1,387	1,456	1,155	1,452	5,450	1,347	1,627	1,729	1,759	6,462
EPS(元)	14.55	15.28	12.12	15.23	57.19	14.14	17.07	18.14	18.46	67.81
財務比率										
毛利率	62.29	69.63	70.54	71.57	68.96	68.28	71.54	72.16	72.29	71.19
營業利益率	52.18	60.99	62.57	63.50	60.37	60.17	63.71	64.29	64.72	63.36
稅前淨利率	89.45	76.27	56.05	65.54	70.53	61.93	65.43	66.04	66.47	65.10
YoY(%)										
營業收入	66.86	91.55	81.07	48.47	70.05	40.35	23.52	26.99	19.49	26.62
營業毛利	78.33	125.51	118.62	58.99	91.37	53.84	26.92	29.91	20.70	30.71
營業利益	87.23	152.99	139.37	64.64	104.85	61.83	29.02	30.48	21.79	32.88
稅前淨利	203.63	91.14	18.71	186.25	101.76	(2.84)	5.97	49.62	21.18	16.88
稅後淨利	203.0	103.79	17.62	163.96	101.53	(2.85)	11.73	49.67	21.18	18.58
QoQ(%)										
營業收入	3.92	29.87	2.38	7.45		(1.77)	14.30	5.26	1.10	
營業毛利	(3.13)	45.16	3.72	9.01		(6.28)	19.76	6.17	1.28	
營業利益	(5.30)	51.80	5.03	9.04		(6.91)	21.02	6.23	1.77	
稅前淨利	173.44	10.73	(24.75)	25.64		(7.18)	20.77	6.24	1.77	
稅後淨利	152.18	5.01	(20.70)	25.69		(7.18)	20.77	6.24	1.77	

資料來源：玉山投顧(2024/10)

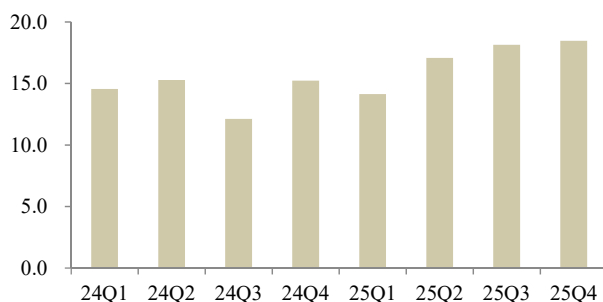
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



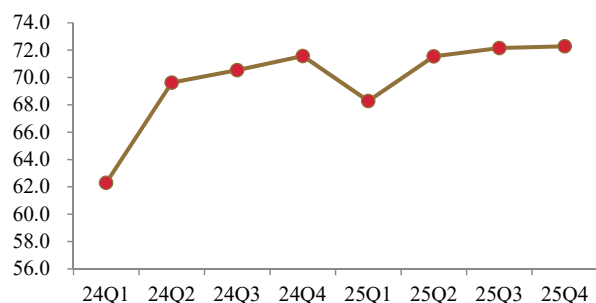
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



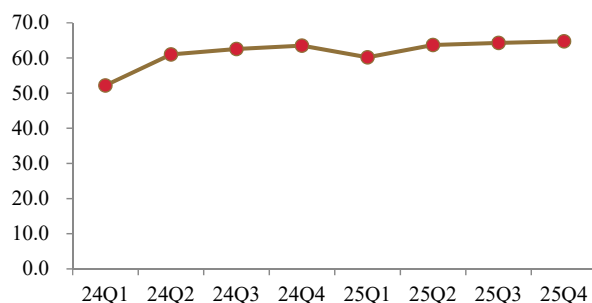
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



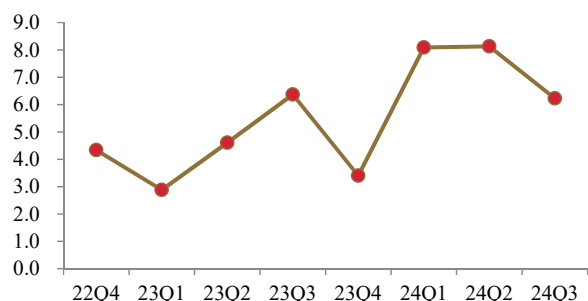
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



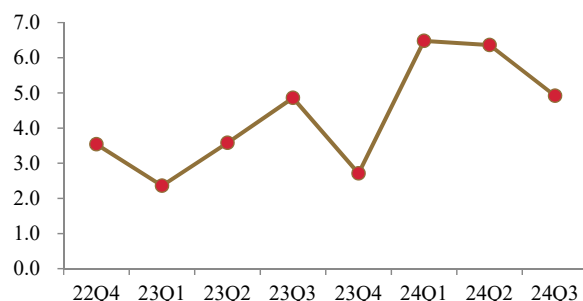
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/10)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	7,799	5,763	9,800	12,409
營業成本	3,333	2,231	3,041	3,575
營業毛利	4,466	3,532	6,758	8,834
營業費用	713	643	842	972
營業利益	3,753	2,888	5,916	7,862
營業外收支淨額	1,321	538	995	216
稅前淨利	5,073	3,426	6,912	8,078
稅後淨利	4,056	2,704	5,450	6,462
普通股股本	953	953	953	953
EPS(元)	42.56	28.38	57.19	67.81
年成長率				
營收	23.0%	-26.1%	70.0%	26.6%
營業利益	38.0%	-23.0%	104.9%	32.9%
稅前淨利	95.4%	-32.5%	101.8%	16.9%
母公司稅後淨利	95.7%	-33.3%	101.5%	18.6%
獲利能力比率				
毛利率	57.3%	61.3%	69.0%	71.2%
營業利益率	48.1%	50.1%	60.4%	63.4%
稅前淨利率	65.1%	59.4%	70.5%	65.1%
稅後淨利率	52.0%	46.9%	55.6%	52.1%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	15,520	16,202	18,049	22,598
現金及約當現金	11,592	12,603	12,603	15,958
存貨	920	1,012	1,720	2178
應收帳款及票據	1,825	1,625	2,764	3,499
其他流動資產	1,183	963	963	963
長期投資	0	0	0	0
固定資產	2,955	3,192	3,780	4,362
其他長期資產	770	1,196	1,196	1,196
資產總額	19,236	20,581	23,016	28,147
流動負債	1,973	2,174	2,588	3,745
應付帳款及票據	429	345	586	742
短期借款	0	0	0	0
什項負債	1,544	1,830	2,178	3,152
非流動負債	1,625	1,970	1,892	2,440
負債總額	3,598	4,145	4,480	6,185
普通股股本	953	953	953	953
資本公積	797	797	797	797
保留盈餘	13,893	14,694	17,583	21,009
股東權益總額	15,638	16,436	18,536	21,962

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	5,073	3,426	6,912	8,078
折舊及攤提費用	224	269	222	221
本期營運資金變動	41	116	-1,606	-1,038
其他項目	-1,400	-533	-907	-1,148
營運活動之現金流量	3,938	3,278	4,621	6,113
資本支出	-824	-375	-810	-803
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	388	214	-2,462	58
投資活動之現金流量	-436	-161	-3,272	-745
短期借款及票券變動	0	0	0	0
舉措/償還長期借款	448	-32	-79	548
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-1,037	-1,906	-1,271	-2,561
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-624	-1,966	-1,349	-2,013
匯率影響數	788	-141	0	0
本期現金流量	3,666	1,010	0	3,355
期末現金及約當現金	11,592	12,603	12,603	15,958

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	18.7%	20.1%	19.5%	22.0%
槓桿比率	23.0%	25.2%	24.2%	28.2%
流動比率	786.6%	745.2%	697.4%	603.4%
速動比率	740.0%	698.6%	630.9%	545.2%
存貨週轉率(次)	3.61	2.31	2.23	1.83
存貨週轉天數	99.67	155.79	161.67	196.27
應收帳款週轉率(次)	2.69	1.78	4.47	3.96
應收帳款週轉天數	81.82	84.02	80.61	90.85
總資產週轉率(次)	0.41	0.28	0.43	0.44
淨值週轉率(次)	0.50	0.35	0.53	0.57
股東權益報酬率	28.7%	16.9%	31.2%	31.9%
總資產報酬率	23.4%	13.6%	25.0%	25.3%
OCF/流動負債	215.6%	158.1%	194.1%	193.0%
每股比率				
每股淨值(元)	164.10	172.47	194.51	230.46
每股營收(元)	81.83	60.47	102.83	130.21
每股盈餘(元)	42.56	28.38	57.19	67.81
每股現金股利(元)	20.00	13.33	26.87	31.87
現金股利配發率	47.0%	47.0%	47.0%	47.0%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法