

川湖 (2059 TT) King Slide

高 U 數、GB200 及 AI ASIC 導軌為今年成長動能

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$2200.0

收盤價 (2025/02/21) : NT\$1865.0
隱含漲幅 : 18.0%

營收組成 (4Q24)

伺服器 81%、廚具 17%、其他 2%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	2200	1680
2025年營收 (NT\$/十億)	14.6	11.0
2025年EPS	79.0	59.8

交易資料表

市值	NT\$177,730百萬元
外資持股比率	21.0%
董監持股比率	14.1%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$270.20
負債比	19.6%
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	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	5,763	10,129	14,564	17,011
營業利益	2,888	6,101	9,340	10,889
稅後純益	2,704	6,156	7,525	8,595
EPS (元)	28.38	64.59	78.96	90.19
EPS YoY (%)	-33.4	127.6	22.2	14.2
本益比 (倍)	65.7	28.9	23.6	20.7
股價淨值比 (倍)	10.8	8.4	6.9	5.8
ROE (%)	16.9	28.9	29.2	28.1
現金殖利率 (%)	0.8%	1.7%	2.1%	2.4%
現金股利 (元)	14.19	32.20	39.48	45.10

黃勵誠

eziohuang@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

- 受惠高 U 數 AI 導軌需求佳、匯兌利益等因素，4Q24 EPS 優於本中心預期 41%。預期 1Q25 營收季增 19%。
- 預期高 U 數、GB200 及 AI ASIC 導軌為 2025 年成長動能；其中 4U、7U 等高 U 數導軌營收比重將達 25-30%，此前僅預期約 20%。
- 維持川湖買進評等，目標價 2,200 元，預期川湖長期而言仍為全球伺服器導軌領頭羊。

高 U 數導軌需求佳、匯兌利益助 4Q24 EPS 優於預期 41%

4Q24 毛利率 71.8%，優於本中心/市場預期 1.1/1.5 個百分點，因毛利率較高之高 U 數導軌需求優於預期，且稼動率由前季近 70%提升至 85-90%；營業利益 19.4 億，優於本中心/市場預期 7%/5%；但業外收益約 7.3 億，其中匯兌利益約 5.6 億，助益川湖 4Q24 稅後淨利達 21.6 億，EPS 22.64 元，優於本中心/市場預期 41%/24%。短期而言，高 U 數 AI 伺服器導軌拉貨需求延續，12M24、1M25 營收逐月成長，且 GB200、美系 CSP AI ASIC 導軌將逐漸出貨，預期 1Q25 營收季增 19%；毛利率 71%，季減 0.8 個百分點（因毛利率與高 U 數相比較低之 GB200、ASIC 導軌逐漸出貨）；營業利益 24.1 億元，季增 24%，稅後淨利 20.0 億元，EPS 21.03 元，季減 7%。

預期高 U 數、GB200 及 AI ASIC 導軌為 2025 年成長動能

此前本中心判斷因新舊平台轉換，預期川湖高 U 數 AI 伺服器導軌出貨量將較去年有所下滑，然需求端因 GB200 出貨進度有所放緩增加高 U 數 AI 伺服器需求，因此本中心上修 NVIDIA 4U、7U 等高 U 數導軌出貨量，預期今年 4U、7U 等高 U 數導軌營收占比達 25-30%，此前預期僅約 20%。GB200 部分，本中心此前以 NVL 72 做為導軌產值計算單位，預期今年出貨量約為 4 至 5 萬櫃，然考量當前 GB200 出貨進度，下修至 2.5 至 3 萬櫃，GB200 導軌今年營收占比約為 10%。ASIC 部分，美系 CSP A 客戶專案之拉貨動能亦將助益營運表現，預期此專案營收比重落在高個位數至低雙位數之區間。

維持川湖買進評等，目標價 2,200 元

本中心維持川湖買進評等，考量高 U 數導軌潛在需求轉佳且仍由川湖獨供，而 GB200、AI ASIC 導軌後續亦將逐漸出貨助益營運表現，加上整體稼動率之上升、規模經濟效益浮現進一步助益毛利率表現，目標價 2,200 元系以 28 倍本益比及 2025 年預估 EPS 推得。

營運分析

受惠高 U 數 AI 導軌需求佳、匯兌利益等因素，EPS 優於本中心預期 41%

受惠於高 U 數 AI 伺服器導軌需求佳、匯兌利益等因素，4Q24 營收 31 億，季增 20%、年增 66%；毛利率 71.8%，季增 1.3/年增 5.0 個百分點，優於本中心/市場預期 1.1/1.5 個百分點，推測因毛利率較高之高 U 數 AI 伺服器導軌需求優於本中心預期，且稼動率由前季近 70%提升至 85-90%；營業利益 19.4 億，季增 21%、年增 82%，優於本中心/市場預期 7%/5%，營業利益率 62.7%，季增 0.1/年增 5.4 個百分點，符合本中心預期/優於市場 0.6 個百分點；但業外收益約 7.3 億，其中匯兌利益約 5.6 億，助益川湖 4Q24 稅後淨利達 21.6 億，EPS 22.64 元，季增 87%、年增 292%，優於本中心/市場預期 41%/24%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	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	3,098	20.2%	66.1%	2,903	2,970	6.7%	4.3%
營業毛利	1,246	1,818	2,225	22.4%	78.5%	2,054	2,088	8.3%	6.5%
營業利益	1,068	1,612	1,942	20.5%	81.9%	1,821	1,844	6.6%	5.3%
稅前利益	634	1,444	2,692	86.4%	324.6%	1,985	2,108	35.6%	27.7%
稅後淨利	550	1,155	2,157	86.8%	292.3%	1,528	1,741	41.2%	23.9%
調整後 EPS (元)	5.77	12.12	22.64	86.8%	292.3%	16.04	18.27	41.2%	23.9%
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%	71.8%	1.3	5.0	70.8%	70.3%	1.1	1.5
營業利益率	57.3%	62.6%	62.7%	0.1	5.4	62.7%	62.1%	0.0	0.6
稅後純益率	29.5%	44.8%	69.6%	24.8	40.1	52.6%	58.6%	17.0	11.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

短期而言，本中心預期高 U 數 AI 伺服器導軌需求持續，預期 1Q25 營收 36.9 億，季增 19%、年增 90%，毛利率 71.0%，季減 0.8/年增 8.7 個百分點(因預期毛利率較高 U 數導軌為低之 GB200、美系 CSP 客戶 ASIC 導軌逐漸出貨致整體毛利率下滑)，較前次預估上修 4.6 個百分點；營業利益 24.1 億元，季增 24%、年增 139%，較前次預估上修 72%；稅後淨利 20.0 億元，EPS 21.03 元，季減 7%、年增 45%，較前次預估上修 57%。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,938	3,098	3,688	19.1%	90.3%	2,420	2,883	52.4%	27.9%
營業毛利	1,207	2,225	2,620	17.8%	117.0%	1,608	1,963	62.9%	33.4%
營業利益	1,011	1,942	2,412	24.2%	138.5%	1,399	1,703	72.3%	41.6%
稅前利益	1,733	2,692	2,569	-4.6%	48.2%	1,557	1,837	64.9%	39.8%
稅後淨利	1,387	2,157	2,004	-7.1%	44.5%	1,277	1,457	56.9%	37.5%
調整後 EPS (元)	14.55	22.64	21.03	-7.1%	44.5%	13.40	15.29	56.9%	37.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	62.3%	71.8%	71.0%	-0.8	8.7	66.5%	68.1%	4.6	2.9
營業利益率	52.2%	62.7%	65.4%	2.7	13.2	57.8%	59.1%	7.6	6.3
稅後純益率	71.6%	69.6%	54.3%	-15.3	-17.2	52.8%	50.5%	1.5	3.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預期高 U 數、GB200 及 AI ASIC 導軌為 2025 年成長動能

本中心預期高 U 數 AI 導軌、GB200 以及美系 CSP 客戶 AI ASIC 導軌為今年成長動能。此前本中心判斷因 GB200、NVIDIA H 系列新舊平台轉換等因素，預期川湖用於 NVIDIA H 系列之 4U、7U 高 U 數 AI 伺服器導軌出貨量將較 2024 年有所下滑，然而經本中心訪查，部分市場需求端或因 GB200 出貨進度有所放緩等因素，轉而增加 NVIDIA 高 U 數 AI 伺服器(H100、H200、B200 等)拉貨需求，且目前 NVIDIA 4U、7U 等高 U 數導軌仍由川湖獨供，進而帶動川湖 12M24、1M25 營收逐月成長(12M24、1M25 月營收月增率/年增率分別為 11%/76%、10%/88%)。考量此一情形，本中心上修 NVIDIA 4U、7U 等高 U 數導軌出貨量，預期今年 4U、7U 等高 U 數導軌營收占比約為 25-30%，此前預期僅約 20%。

GB200 部分，本中心此前以 NVL 72 做為導軌產值計算單位，預期 GB200 2025 年出貨量約為 4 至 5 萬櫃，然而考量目前 GB200 出貨進度慢於此前之預估，以 NVL 72 計算，則本中心目前預期 GB200 今年出貨僅 2.5 萬至 3 萬櫃出頭，GB200 導軌佔川湖今年營收占比約為 10%，此前預期約為 17%。然而，雖 GB200 導軌營收貢獻程度降低，但經供應鏈調查，GB200 Compute Tray 導軌 ASP 與此前相比有所上升，此前一組約為 50-70 美元，但需求端如大型 CSP 等要求 Compute Tray 導軌需加入如緩衝等新功能，使 Compute Tray 在推回伺服器時速度能放緩以避免機櫃承受過高之衝擊力，且載重能力亦有所上升(GB200 導軌載重上限可達 40 公斤以上，GB300 可達 50 公斤以上)，有助 ASP 持續上升。本中心預期在新功能加入後，GB200 世代之 Compute Tray 導軌報價或落在 60-80 美元之區間。本中心看好長期而言，GB300 導軌若導入更多新功能則有助 ASP 持續上升。

ASIC 部分，美系 CSP A 客戶 AI ASIC 專案之拉貨動能亦將助益川湖營運表現，且本中心判斷此專案導軌之報價與 GB200 Compute Tray 接近，預期 A 客戶 AI ASIC 專案營收比重落在高個位數至低雙位數之區間。

整體而言，受惠於高 U 數導軌、GB200 以及 AI ASIC 導軌之拉貨需求，本中心預期川湖整體伺服器導軌營收比重約為 80-85%，年增 45-50%。

2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 34%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推出於市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，帶動 2024 年 AI 伺服器需求大幅成長，2024 年美國四大 CSP 業者資本支出年增 55%至 2,283 億美元。四大 CSP 業者積極採購 AI 伺服器，2024 年採購量大約達到 10 萬台 H100/H200 伺服器，為了能夠在資料中心放置更多的伺服器，CSP 業者增加許多供電系統、升級基礎設備，並且持續加蓋新資料中心以放置更多 AI 伺服器，強化自家大模型，未來即可推出相關的 AI 服務或軟體。

展望 2025 年，根據四大 CSP 業者的法說會指引，明年的資本支出將較今年成長，雖然各業者明年 GB200 採購需求暢旺，總金額可望超過 40 億美元，將帶動資本支出成長，在高基期下年增幅將會放緩，預估四大 CSP 2025 年資本支出為 3,050 億美元，年增 34%。

圖 3：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	31,485	32,251	52,535	75,000	77,888
Microsoft	24,768	35,202	55,552	67,573	74,369
Amazon	63,645	52,729	82,999	100,000	97,675
Meta	31,431	27,266	37,256	62,500	67,112
Total	151,329	147,448	228,342	305,073	317,044
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	27.8%	2.4%	62.9%	42.8%	3.9%
Microsoft	6.7%	42.1%	57.8%	21.6%	10.1%
Amazon	4.2%	-17.2%	57.4%	20.5%	-2.3%
Meta	68.7%	-13.3%	36.6%	67.8%	7.4%
Total	18.7%	-2.6%	54.9%	33.6%	3.9%

資料來源：元大投顧整理

安菲諾零組件供不應求，GB200 2 月開始小量出貨

B200 晶片在過去幾個月面臨良率挑戰，主因封裝過程中零部件熱膨脹係數不匹配，導致晶片翹曲並引發功能性故障。此外，為提升散熱效率，Blackwell 系列將 Hopper 系列的不鏽鋼環狀 Stiffener 改為石墨烯均熱片，但這在封裝時可能導致散熱膏貼合不良，為解決此問題，均熱片表面設計改為沙漏形，有效降低封裝貼合的不良率，顯著提升良率，上述問題目前皆已解決。

儘管先前出現的各種問題已經解決，但目前仍有幾個問題存在，受到先前 Nvidia 將 Switch Tray HDI 主板改成 PCB 材料，並將 Overpass 數量減少並重新設計排列，該設計花較多時間重新認證，目前材料廠如 CCL 供應商預計 12 開始才會陸續量產 Switch Tray 用的 CCL，因此現階段組裝廠只有取得少量的 Switch Tray，造成出貨時程大幅遞延。

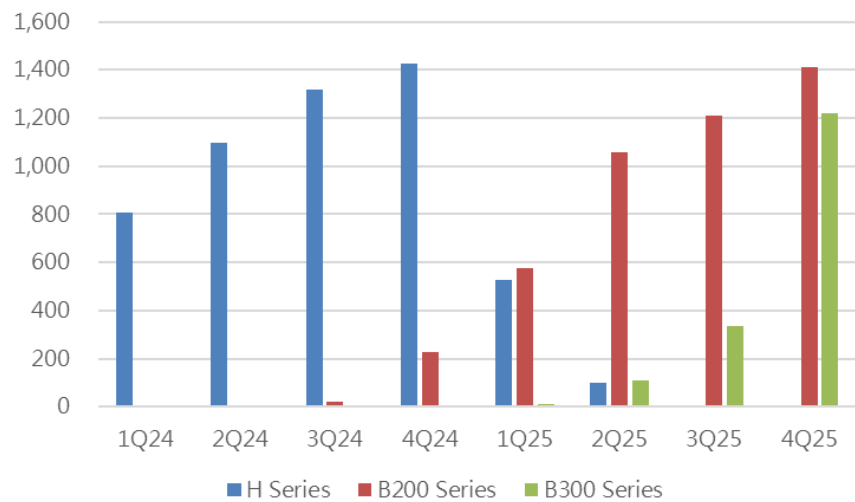
另外，安菲諾獨家供應的連接器(cable cartridge)，是 NV 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速率及更低的延遲性，並且可以讓多張 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適合應用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

根據調查，之前安菲諾生產的 cable cartridge 有效能問題，導致 GPU 無法使用 100%的效能進行平行運算，組裝廠僅有少量的 cartridge 造成多數 GB200 無法大量生產，且由於先前 Switch Tray 設計變更也讓出貨時程往後遞延。

目前 cable cartridge 良率已經調整完成，但生產產能不足影響到明年上半年 GB200 出貨量，預估 1Q25/2Q25 安菲諾僅能供應 4,000/7,500 櫃 GB200，下半年在 TE 加入供應鏈後，供貨量可望翻倍，預估 2025 年 GB200 出貨量約 3.5-4 萬櫃。

另外，GB300 雖然目前晶片、NVQD、滑軌、水冷板、BBU 等零組件規格已確定，但由於該版本主要是賣 B300 Socket 給業者自行設計並組裝，目前 ODM 尚未取得 B300 晶片，因此無法測試 GB300 伺服器機櫃，現階段僅初期與客戶合作研發 GB300 系統設計，並沒有看到客戶要求提前 GB300 相關專案，預估最快要 4Q25 才能小量生產，且需要觀察相關新零組件是否有良率問題造成遞延。

圖 4：AI 晶片出貨量預估，B200/B300 分別在上下半年量產



資料來源：元大投顧；*出貨量為千個晶片。

獲利調整與股票評價

重申川湖買進評等，目標價上調至 2,200 元

受惠 NVIDIA 高 U 數 AI 伺服器導軌需求佳、挹注營收比重約 40-45%等因素，川湖 2024 年營收 101.3 億，年增 76%；毛利率 69.1%，年增 7.8 個百分點；營業利益 61.0 億，年增 111%；稅後淨利 61.6 億、EPS 64.59 元，年增 128%。

展望 2025 年，本中心上調營收 32%至 145.6 億元；毛利率上調 1.5 個百分點至 70.4%，因考量 NVIDIA 4U、7U 等高 U 數導軌需求優於原先預期，且 GB200、ASIC 專案導軌亦將逐漸出貨助益營運表現。營業利益上修 39%至 93 億元，年增 53%；EPS 上調 32%至 78.96 元，年增 22%。此外看好長期 AI 伺服器需求持續成長，預期 2026 年營收年增 17%至 170 億元，毛利率 69.5%，營業利率 64%，稅後淨利 86 億元，EPS 90.19 元。

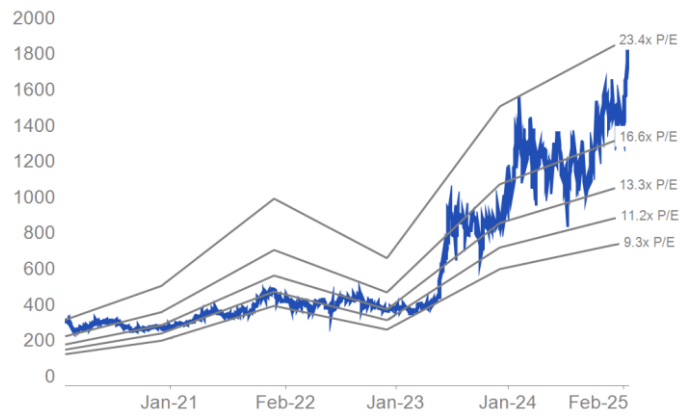
本中心維持川湖買進評等，考量高 U 數導軌潛在需求轉佳且仍由川湖獨供，而 GB200、AI ASIC 導軌後續亦將逐漸出貨助益營運表現，加上整體稼動率之上升、規模經濟效益浮現進一步助益毛利率表現，預期川湖長期而言仍為全球伺服器導軌領頭羊，目標價 2,200 元系以 28 倍本益比及 2025 年預估 EPS 推得。

圖 5：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	14,564	11,031	17,011	-	32.0%	-
營業毛利	10,252	7,602	11,819	-	34.9%	-
營業利益	9,340	6,702	10,889	-	39.4%	-
稅前利益	9,950	7,317	11,432	-	36.0%	-
稅後淨利	7,525	5,702	8,595	-	32.0%	-
調整後 EPS (元)	78.96	59.84	90.19	-	32.0%	-
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	70.4%	68.9%	69.5%	-	1.5	-
營業利益率	64.1%	60.8%	64.0%	-	3.4	-
稅後純益率	51.7%	51.7%	50.5%	-	0.0	-

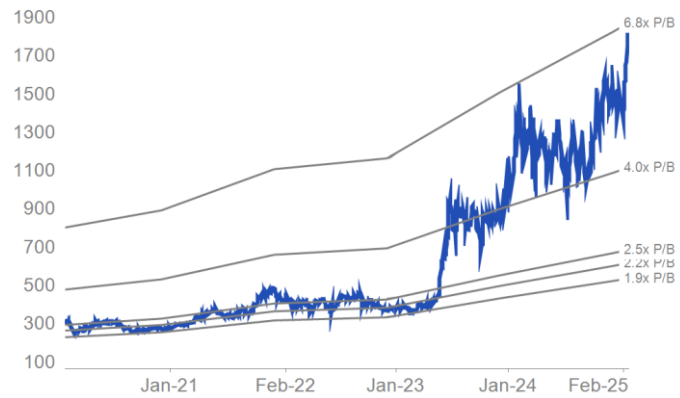
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：12 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 8：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
川湖	2059 TT	買進	1865.0	5,385	64.59	78.96	90.19	28.9	23.6	19.1	127.6	22.2	23.5
國外同業													
立訊	002475 CH	未評等	45.0	44,870	1.9	2.4	2.9	24.0	18.6	15.4	21.8	28.9	20.8
Flex	FLEX US	未評等	41.7	15,972	2.5	2.6	2.9	16.6	16.0	14.5	67.0	4.0	10.1
國外同業平均					2.2	2.5	2.9	20.3	17.3	14.9	44.4	16.4	15.5
國內同業													
廣達	2382	買進	270.0	31,909	15.2	20.0	22.0	17.8	13.5	12.3	47.7	31.6	10.0
英業達	2356	持有-超越 同業	48.5	5,323	2.0	2.8	--	24.0	17.3	--	18.2	38.6	--
緯穎	6669	買進	2080.0	11,827	124.5	152.4	183.9	16.7	13.7	11.3	80.7	22.4	20.7
緯創	3231	未評等	117.5	10,413	6.2	8.5	10.3	18.9	13.8	11.4	52.4	36.8	20.8
勤誠	8210	買進	301.5	1,116	15.8	18.0	--	19.1	16.8	--	74.6	13.9	--
南俊	6584	未評等	151.5	306	2.7	7.4	--	55.9	20.5	--	1941.1	173.1	--
國內同業平均					27.7	34.8	72.0	25.4	15.9	11.7	369.1	52.7	17.1

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 9：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
川湖	2059 TT	買進	1865.0	5,385	28.9	29.2	29.7	223.43	270.20	328.24	8.4	6.9	5.7
國外同業													
立訊	002475 CH	未評等	45.0	44,870	19.7	20.6	20.6	9.7	12.1	14.3	4.6	3.7	3.2
Flex	FLEX US	未評等	41.7	15,972	15.4	17.1	17.5	12.0	12.6	13.6	3.5	3.3	3.1
國外同業平均					17.5	18.9	19.0	10.9	12.4	13.9	4.0	3.5	3.1
國內同業													
廣達	2382	買進	270.0	31,909	26.4	30.5	30.5	57.5	65.6	72.1	4.7	4.1	3.8
英業達	2356	持有-超越 同業	48.5	5,323	10.4	13.8	--	19.5	20.3	--	2.5	2.4	--
緯穎	6669	買進	2080.0	11,827	41.5	40.3	36.8	346.9	414.8	581.8	6.0	5.0	3.6
緯創	3231	未評等	117.5	10,413	15.5	18.8	19.0	42.3	47.0	57.2	2.8	2.5	2.1
勤誠	8210	買進	301.5	1,116	26.8	26.0	--	58.8	68.9	--	5.1	4.4	--
南俊	6584	未評等	151.5	306	9.5	21.8	--	28.7	33.9	--	5.3	4.5	--
國內同業平均					21.7	25.2	28.8	92.3	108.4	237.0	4.4	3.8	3.1

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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	1,938	2,517	2,577	3,098	3,688	3,525	3,762	3,588	10,129	14,564
銷貨成本	(731)	(764)	(759)	(873)	(1,068)	(1,038)	(1,120)	(1,087)	(3,128)	(4,313)
營業毛利	1,207	1,752	1,818	2,225	2,620	2,488	2,642	2,502	7,002	10,252
營業費用	(196)	(217)	(205)	(283)	(208)	(227)	(234)	(243)	(901)	(912)
營業利益	1,011	1,535	1,612	1,942	2,412	2,261	2,408	2,259	6,101	9,340
業外利益	722	384	(168)	750	157	152	153	148	1,688	610
稅前純益	1,733	1,919	1,444	2,692	2,569	2,413	2,561	2,407	7,789	9,950
所得稅費用	(347)	(463)	(289)	(535)	(565)	(596)	(645)	(619)	(1,633)	(2,425)
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	2,157	2,004	1,817	1,916	1,788	6,156	7,525
調整後每股盈餘(NT\$)	14.55	15.28	12.12	22.64	21.03	19.06	20.11	18.77	64.59	78.96
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%	71.8%	71.0%	70.6%	70.2%	69.7%	69.1%	70.4%
營業利益率	52.2%	61.0%	62.6%	62.7%	65.4%	64.1%	64.0%	63.0%	60.2%	64.1%
稅前純益率	89.5%	76.3%	56.1%	86.9%	69.7%	68.4%	68.1%	67.1%	76.9%	68.3%
稅後純益率	71.6%	57.9%	44.8%	69.6%	54.3%	51.5%	50.9%	49.8%	60.8%	51.7%
有效所得稅率	20.0%	24.1%	20.0%	19.9%	22.0%	24.7%	25.2%	25.7%	21.0%	24.4%
季增率(%)										
營業收入	3.9%	29.9%	2.4%	20.2%	19.1%	-4.4%	6.7%	-4.6%		
營業利益	-5.3%	51.8%	5.0%	20.5%	24.2%	-6.3%	6.5%	-6.2%		
稅後純益	152.2%	5.0%	-20.7%	86.8%	-7.1%	-9.3%	5.4%	-6.7%		
調整後每股盈餘	152.2%	5.0%	-20.7%	86.8%	-7.1%	-9.3%	5.5%	-6.7%		
年增率(%)										
營業收入	66.9%	91.6%	81.1%	66.1%	90.3%	40.1%	46.0%	15.8%	75.8%	43.8%
營業利益	87.2%	153.0%	139.4%	81.9%	138.5%	47.3%	49.4%	16.3%	111.2%	53.1%
稅後純益	203.0%	103.8%	17.6%	292.3%	44.5%	24.8%	65.9%	-17.1%	127.6%	22.2%
調整後每股盈餘	203.0%	103.8%	17.6%	292.3%	44.5%	24.7%	65.9%	-17.1%	127.6%	22.2%

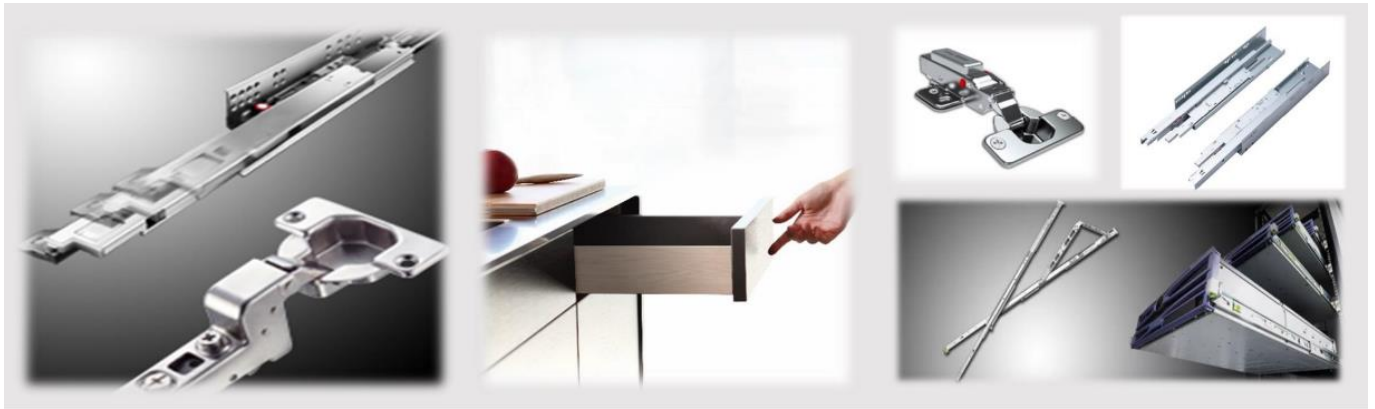
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

川湖：AI 發展浪潮下之主要伺服器導軌受惠廠商

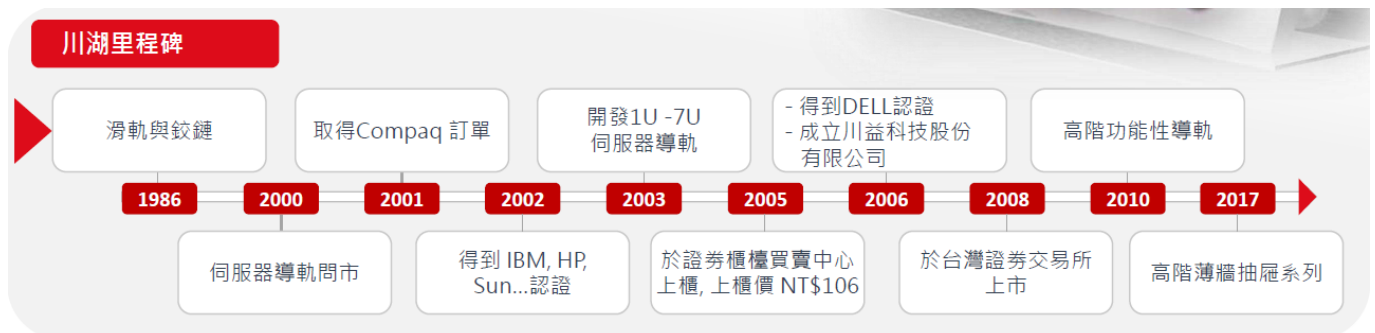
川湖科技成立於 1986 年，2000-2001 年進入伺服器市場，目前伺服器、網路通訊、雲端資料中心及其週邊設備產品的比重最高，其次是廚具相關產品，而鉸鏈、滑軌產品主要用於傢俱、鋼櫃、工具櫃、木製傢俱等產品。川湖員工數約 1,500 人，廠房位於高雄市路竹區(川湖總部)及高雄科學園區(川益科技)。2024 年營收比重中，伺服器業務佔營收約 80%、廚具業務約 17%、其他業務則約為 3%。雖早期市場消息傳出川湖在伺服器導軌產業中全球市佔率約為 30% 左右之水準，但經供應鏈調查後推測受惠於近年美系 CSP 對於白牌伺服器需求大增等因素，川湖或擁有全球最高伺服器導軌之市佔率。此外經供應鏈調查後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 11：川湖導軌產品



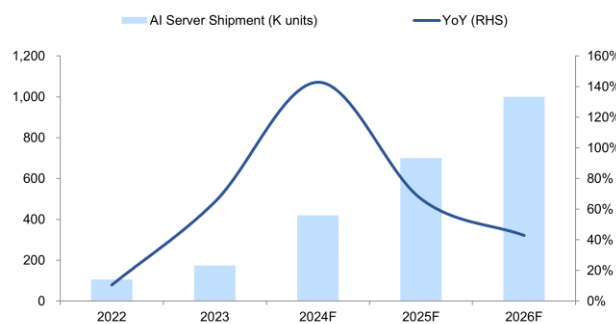
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 12：川湖發展歷程



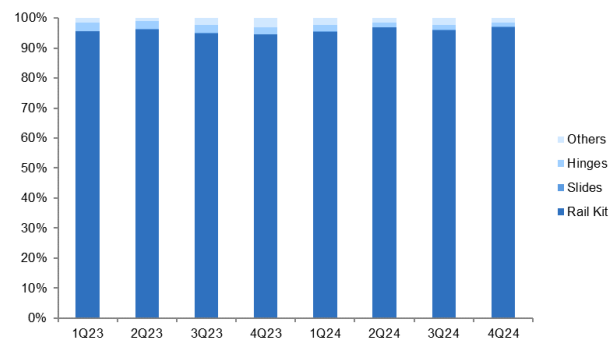
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 13：全球伺服器出貨量預估



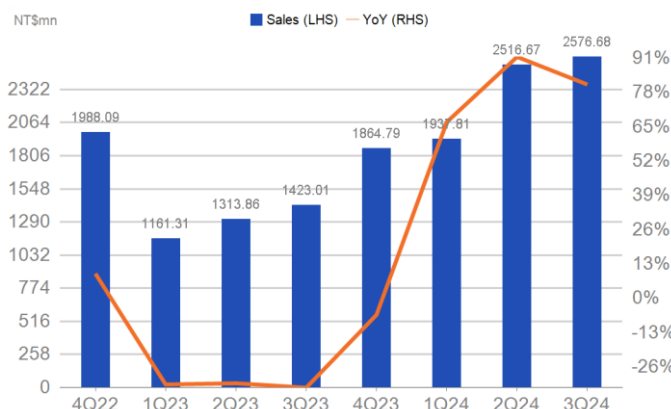
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



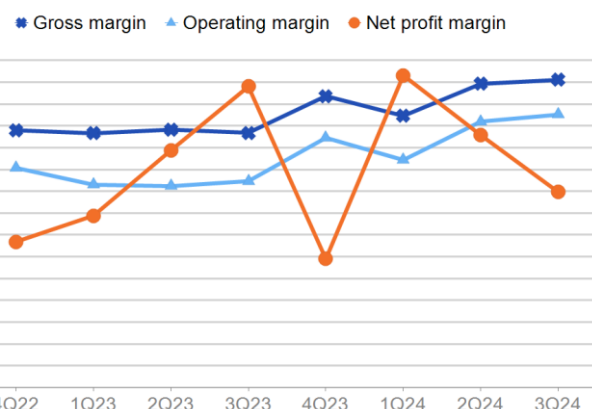
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



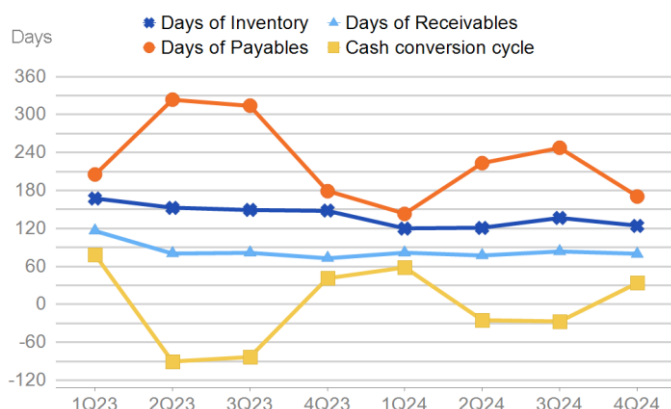
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



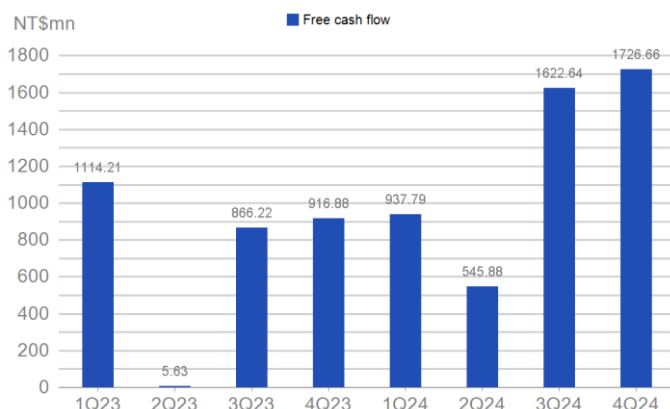
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：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 19：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 (2025/2/22)

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)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	11,592	12,603	17,488	21,582	25,876
存貨	920	1,012	1,231	1,270	1,380
應收帳款及票據	1,825	1,625	3,127	3,158	3,221
其他流動資產	1,183	963	103	103	103
流動資產	15,520	16,202	21,949	26,113	30,580
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	2,955	3,192	3,287	3,464	3,703
無形資產	2	3	2	2	2
其他非流動資產	759	1,184	1,234	1,259	1,284
非流動資產	3,716	4,379	4,524	4,725	4,990
資產總額	19,236	20,581	26,472	30,838	35,570
應付帳款及票據	429	345	441	450	450
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	1,544	1,830	2,708	2,708	2,708
流動負債	1,973	2,174	3,149	3,158	3,158
長期借款	895	741	615	515	415
其他負債及準備	730	1,229	1,416	1,416	1,416
長期負債	1,625	1,970	2,031	1,931	1,831
負債總額	3,598	4,145	5,180	5,089	4,989
股本	953	953	953	953	953
資本公積	797	797	797	797	797
保留盈餘	13,893	14,694	19,499	23,956	28,788
什項權益	(4)	(8)	43	43	43
歸屬母公司之權益	15,638	16,436	21,292	25,749	30,581
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	15,638	16,436	21,292	25,749	30,581

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)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
本期純益	4,056	2,704	6,156	7,525	8,595
折舊及攤提	224	269	328	379	425
本期營運資金變動	(159)	102	(1,598)	(61)	(173)
其他營業資產 及負債變動	(183)	203	301	0	(10)
營運活動之現金流量	3,938	3,278	5,187	7,843	8,837
資本支出	(824)	(375)	(354)	(556)	(665)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	388	214	884	(25)	(25)
投資活動之現金流量	(436)	(161)	530	(581)	(690)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	448	(32)	(130)	(100)	(100)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,037)	(1,906)	(1,352)	(3,069)	(3,763)
其他調整數	(35)	(28)	(26)	0	0
融資活動之現金流量	(624)	(1,966)	(1,508)	(3,169)	(3,863)
匯率影響數	788	(141)	676	0	10
本期產生現金流量	3,666	1,010	4,886	4,094	4,294
自由現金流量	3,114	2,903	4,833	7,287	8,172

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	7,799	5,763	10,129	14,564	17,011
銷貨成本	(3,333)	(2,231)	(3,128)	(4,313)	(5,192)
營業毛利	4,466	3,532	7,002	10,252	11,819
營業費用	(713)	(643)	(901)	(912)	(930)
推銷費用	(221)	(178)	(218)	(234)	(240)
研究費用	(233)	(250)	(348)	(341)	(346)
管理費用	(253)	(231)	(332)	(337)	(344)
其他費用	(6)	15	(3)	0	0
營業利益	3,753	2,888	6,101	9,340	10,889
利息收入	169	525	684	644	595
利息費用	(18)	(31)	(13)	(12)	(12)
利息收入淨額	151	494	672	632	583
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	1,103	(32)	1,994	0	10
其他業外收入(支出)淨額	67	76	(978)	(21)	(50)
稅前純益	5,073	3,426	7,789	9,950	11,432
所得稅費用	(1,017)	(721)	(1,633)	(2,425)	(2,838)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	4,056	2,704	6,156	7,525	8,595
稅前息前折舊攤銷前淨利	5,308	3,725	5,773	8,960	10,464
調整後每股盈餘 (NT\$)	42.58	28.38	64.59	78.96	90.19

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	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	23.0	(26.1)	75.8	43.8	16.8
營業利益	38.0	(23.0)	111.2	53.1	16.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	88.2	(29.8)	55.0	55.2	16.8
稅後純益	95.7	(33.3)	127.6	22.2	14.2
調整後每股盈餘	95.8	(33.4)	127.6	22.2	14.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	57.3	61.3	69.1	70.4	69.5
營業利益率	48.1	50.1	60.2	64.1	64.0
稅前息前淨利率	64.8	58.9	60.2	64.1	64.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	68.1	64.6	57.0	61.5	61.5
稅前純益率	65.1	59.4	76.9	68.3	67.2
稅後純益率	52.0	46.9	60.8	51.7	50.5
資產報酬率	23.4	13.6	23.3	24.4	24.2
股東權益報酬率	28.7	16.9	28.9	29.2	28.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	23.0	25.2	24.3	19.8	16.3
淨負債權益比(%)	(68.4)	(72.2)	(79.3)	(81.8)	(83.3)
利息保障倍數 (倍)	276.8	110.5	605.3	805.5	0
流動比率 (%)	786.6	745.2	697.0	826.9	968.4
速動比率 (%)	740.0	698.6	657.9	786.7	924.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(10,698)	(11,861)	(16,874)	(21,067)	(25,462)
調整後每股淨值 (NT\$)	164.10	172.47	223.43	270.20	320.91
評價指標 (倍)					
本益比	43.8	65.7	28.9	23.6	20.7
股價自由現金流量比	56.9	61.0	36.7	24.3	21.7
股價淨值比	11.4	10.8	8.4	6.9	5.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	33.4	47.6	30.7	19.8	16.9
股價營收比	22.7	30.7	17.5	12.2	10.4

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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.