



研究報告

川湖(2059.TT)

買進(維持)

TP：2,175

全球伺服器滑軌龍頭，營收、毛利快速成長

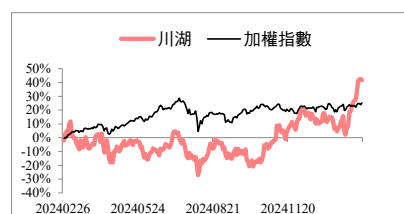
核心觀點

川湖於 B200、GB200、GB300、Trainium2 滑軌扮演重要角色，供貨比重均逾 9 成，且 24Q4 毛利率表現亮眼，故我們上修 AI 滑軌毛利率及 EPS 預估，並維持「買進」評等。

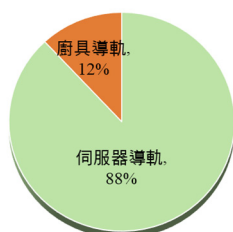
交易資料

收盤價	1,865.00
市值(億元)	1,777.30
流通在外股數(百萬股)	95.30
本益比	22.29
股價淨值比	7.54
240 日股價(低/均/高)	879/1297/1950
60 日均成交額(百萬元)	1,747.76

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	2024 排名	2023 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24Q4營運及未來展望。

玉山觀點

H200拉貨強勁、GB200開始出貨，24Q4營收表現亮眼。川湖24Q4營收31億元，QoQ+20.2%、YoY+66.1%，營收達成率112%，大幅優於預期，主因CSP加大對於H200需求帶動高U數滑軌出貨量，且GB200已於24Q4出貨推升營收，毛利率則受惠於AI佔比提升至51%進一步攀升至71.8%，另外，因台幣表現疲弱，認列6.4億匯兌收入，稅後EPS為22.64元，大幅優於預期。

川湖為BlackWell、Trainium2伺服器滑軌主要供應商。根據供應鏈調查，我們將GB200出貨量調整至31K櫃，且近期因應系統組裝廠良率問題，部分CSP增加B200的訂單，B200採用氣冷散熱設計高度為7U，對滑軌承重要求高，單價、毛利亦優於其他滑軌，而川湖於B200供貨比重超過9成，首先受惠。GB200方面，我們觀察到冗餘電源需求提升，power shelf由6層改為8層，故整櫃GB200 NVL 72採用35組(10+9+8+8)滑軌，整櫃產值為2,500美元。GB300方面，維持原先8層power shelf架構並新增4層電容層，整櫃GB300 NVL 72採用39組(10+9+8+8+4)滑軌，另外有部分CSP廠將導入BBU設計，或將再增加8層滑軌，整櫃產值約在3,000美元。川湖亦為Trainium2滑軌供應商，供貨比重超過9成，Trainium2為氣冷設計，採用22組滑軌，整櫃產值約1,500美元。最後，因AI需求強勁，24Q4稼動率已提升至85%，管理層此次將稼動上限提升至160%，且美國廠高自動化產線逐步開出，產能無虞。有鑒於B200需求提升、GB300滑軌用量增加、Trainium2需求強勁，故上修2025年營收預估至152億元，毛利率受惠於AI伺服器滑軌佔比由41%提升至59%而上修72.3%，稅後EPS為83.68元。

投資建議

B200需求提升、GB300滑軌用量增加、Trainium2需求強勁帶動營收、毛利率快速成長，上修川湖2025年EPS至83.68元，維持「買進」評等，同步上調目標價至2,175元(26倍PER*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	10,129	3,426	3,629	3,910	4,226	15,190
YoY	75.8%	76.8%	44.2%	51.7%	36.4%	50.0%
毛利率	69.1%	72.5%	71.8%	71.7%	73.2%	72.3%
營益率	60.2%	64.4%	63.9%	63.8%	64.6%	64.2%
稅後淨利	6,156	1,802	1,899	2,043	2,231	7,975
EPS(元)	64.59	18.91	19.92	21.44	23.41	83.68

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	3,426	3,629	2,702	3,109	26.78	16.72
毛利	2,482	2,604	1,857	2,224	33.68	17.09
營業利益	2,205	2,320	1,636	1,980	34.75	17.16
稅前淨利	2,252	2,373	1,684	2,034	33.75	16.68
稅後淨利	1,802	1,899	1,347	1,627	33.77	16.70
每股盈餘(元)	18.91	19.92	14.14	17.07	33.72	16.72
財務比率(%)						
毛利率	72.47	71.76	68.28	71.54	6.13	0.31
營益率	64.36	63.93	60.17	63.71	6.96	0.34
淨利率	65.75	65.40	61.97	65.43	6.10	(0.04)

資料來源：玉山投顧(2025/02)

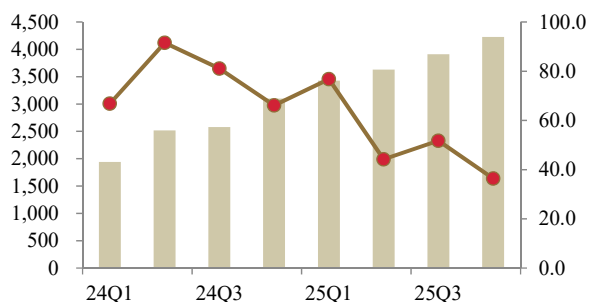
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	1,938	2,517	2,577	3,098	10,129	3,426	3,629	3,910	4,226	15,190
營業毛利	1,207	1,752	1,818	2,225	7,002	2,482	2,604	2,804	3,095	10,986
營業費用	196	217	205	283	901	278	284	308	364	1,234
營業利益	1,011	1,535	1,612	1,942	6,101	2,205	2,320	2,496	2,731	9,752
淨業外收支	722	384	(168)	750	1,688	48	54	57	58	216
稅前淨利	1,733	1,919	1,444	2,692	7,789	2,252	2,373	2,553	2,789	9,968
稅後淨利	1,387	1,456	1,155	2,157	6,156	1,802	1,899	2,043	2,231	7,975
EPS(元)	14.55	15.28	12.12	22.64	64.59	18.91	19.92	21.44	23.41	83.68
財務比率										
毛利率	62.29	69.63	70.54	71.81	69.12	72.47	71.76	71.71	73.25	72.32
營業利益率	52.18	60.99	62.57	62.69	60.23	64.36	63.93	63.85	64.63	64.20
稅前淨利率	89.45	76.27	56.05	86.88	76.89	65.75	65.40	65.31	66.00	65.62
YoY(%)										
營業收入	66.86	91.55	81.07	66.14	75.77	76.77	44.19	51.74	36.40	49.96
營業毛利	78.33	125.51	118.62	78.52	98.26	105.65	48.61	54.27	39.13	56.90
營業利益	87.23	152.99	139.37	81.89	111.23	118.01	51.12	54.83	40.61	59.85
稅前淨利	203.63	91.14	18.71	324.61	127.37	29.94	23.65	76.80	3.61	27.98
稅後淨利	203.0	103.79	17.62	292.25	127.62	29.92	30.37	76.87	3.43	29.55
QoQ(%)										
營業收入	3.92	29.87	2.38	20.24		10.57	5.93	7.74	8.08	
營業毛利	(3.13)	45.16	3.72	22.40		11.58	4.90	7.68	10.39	
營業利益	(5.30)	51.80	5.03	20.46		13.51	5.22	7.61	9.40	
稅前淨利	173.44	10.73	(24.75)	86.38		(16.32)	5.37	7.59	9.22	
稅後淨利	152.18	5.01	(20.70)	86.78		(16.47)	5.37	7.59	9.22	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

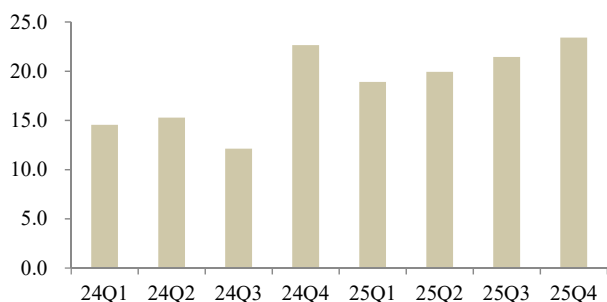
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



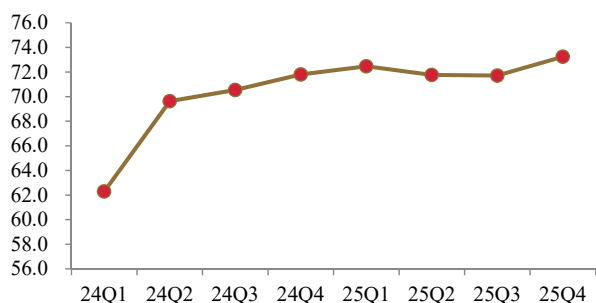
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



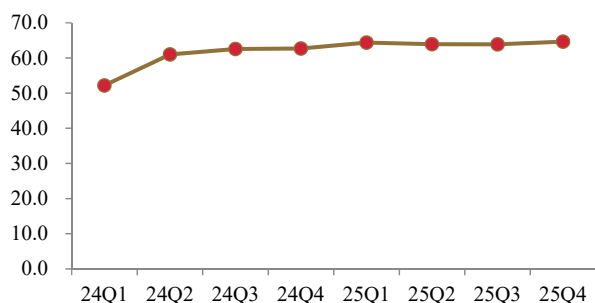
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



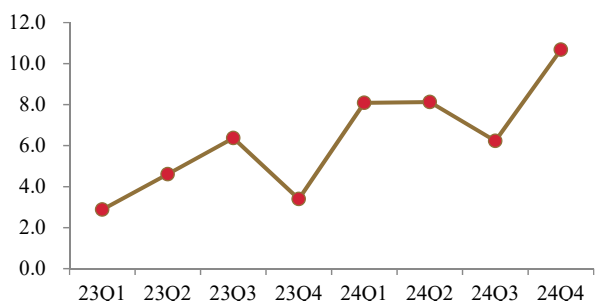
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



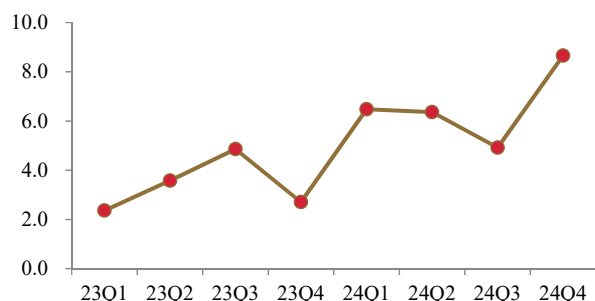
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/02)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	7,799	5,763	10,129	15,190
營業成本	3,333	2,231	3,128	4,204
營業毛利	4,466	3,532	7,002	10,986
營業費用	713	643	901	1,234
營業利益	3,753	2,888	6,101	9,752
營業外收支淨額	1,321	538	1,688	216
稅前淨利	5,073	3,426	7,789	9,968
稅後淨利	4,056	2,704	6,156	7,975
普通股股本	953	953	953	953
EPS(元)	42.56	28.38	64.59	83.68
年成長率				
營收	23.0%	-26.1%	75.8%	50.0%
營業利益	38.0%	-23.0%	111.2%	59.8%
稅前淨利	95.4%	-32.5%	127.4%	28.0%
母公司稅後淨利	95.7%	-33.3%	127.6%	29.5%
獲利能力比率				
毛利率	57.3%	61.3%	69.1%	72.3%
營業利益率	48.1%	50.1%	60.2%	64.2%
稅前淨利率	65.1%	59.4%	76.9%	65.6%
稅後淨利率	52.0%	46.9%	60.8%	52.5%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	15,520	16,202	21,949	32,863
現金及約當現金	11,592	12,603	17,488	26,226
存貨	920	1,012	1,231	1,846
應收帳款及票據	1,825	1,625	3,127	4,689
其他流動資產	1,183	963	103	103
長期投資	0	0	0	0
固定資產	2,955	3,192	3,287	3,870
其他長期資產	770	1,196	1,245	1,245
資產總額	19,236	20,581	26,472	37,969
流動負債	1,973	2,174	3,149	3,778
應付帳款及票據	429	345	462	692
短期借款	0	0	0	0
什項負債	1,544	1,830	2,687	3,224
非流動負債	1,625	1,970	2,031	11,055
負債總額	3,598	4,145	5,180	14,833
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	19,499	23,727
股東權益總額	15,638	16,436	21,292	23,137

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	5,073	3,426	7,789	9,968
折舊及攤提費用	224	269	222	221
本期營運資金變動	41	116	-1,604	-1,947
其他項目	-1,400	-533	-938	-1,406
營運活動之現金流量	3,938	3,278	5,469	6,836
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	1,437	-3,427
投資活動之現金流量	-436	-161	627	-4,230
短期借款及票券變動	0	0	0	0
舉措/償還長期借款	448	-32	61	9,024
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	-2,892
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-624	-1,966	-1,210	6,131
匯率影響數	788	-141	0	0
本期現金流量	3,666	1,010	4,886	8,737
期末現金及約當現金	11,592	12,603	17,488	26,226

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	18.7%	20.1%	19.6%	39.1%
槓桿比率	23.0%	25.2%	24.3%	64.1%
流動比率	786.6%	745.2%	697.0%	869.9%
速動比率	740.0%	698.6%	657.9%	821.0%
存貨週轉率(次)	3.61	2.31	2.79	2.73
存貨週轉天數	99.67	155.79	129.06	131.73
應收帳款週轉率(次)	2.69	1.78	2.01	3.89
應收帳款週轉天數	81.82	84.02	110.02	92.62
總資產週轉率(次)	0.41	0.28	0.38	0.40
淨值週轉率(次)	0.50	0.35	0.48	0.66
股東權益報酬率	28.7%	16.9%	32.6%	35.9%
總資產報酬率	23.4%	13.6%	26.2%	24.7%
OCF/流動負債	215.6%	158.1%	205.5%	197.4%
每股比率				
每股淨值(元)	164.10	172.47	223.42	242.78
每股營收(元)	81.83	60.47	106.29	159.40
每股盈餘(元)	42.56	28.38	64.59	83.68
每股現金股利(元)	20.00	13.33	30.35	39.32
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。

邀請過去3年內有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。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

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