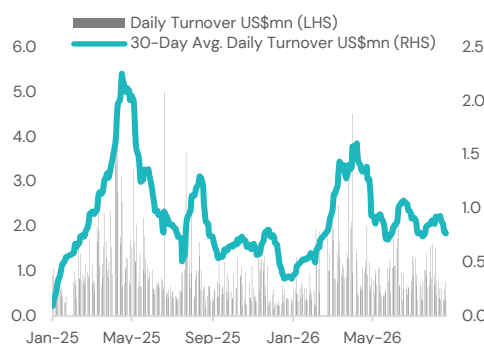
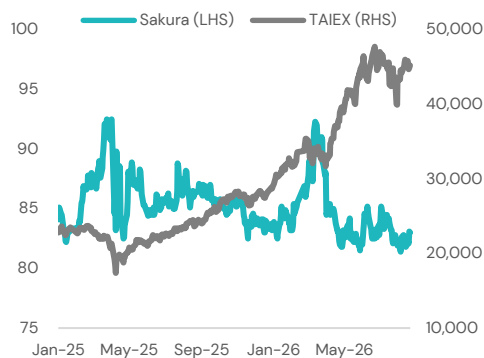


2026/08/24
TruePulse Equity Research
research@truepulsecapital.com

市場數據

股票代號:	9911.TW / 9911 TT
收盤價:	TWD 83.1
52周價格範圍:	TWD 81.0 – 92.8
30天平均交易量 (張)	311.8
在外流通股數 (百萬)	222.4
外資持股比例 (%)	18.74
市值 (百萬美元)	579.8

股價表現



財務摘要

新台幣 百萬	2025	2026E	2027E	2028E
營業收入	10,275	11,371	12,648	14,206
營業收入年增率(%)	7.0	10.7	11.2	12.3
毛利率(%)	35.3	35.7	36.1	36.4
營業利益率(%)	15.3	15.9	16.3	16.9
淨利(損)	1,373	1,541	1,744	2,011
淨利(損)年增率(%)	5.5	12.2	13.2	15.3
淨利率(%)	13.4	13.5	13.8	14.2
每股盈餘(元)	6.24	7.04	7.97	9.19
每股淨利(元)	31.91	33.09	35.29	38.16
股東權益報酬率(%)	20.4	21.9	23.6	25.3
殖利率(%)	6.0	6.8	7.7	8.8
本益比(x)	13.4	12.0	10.6	9.2
股價淨值比(x)	2.6	2.5	2.4	2.2
股價營收比(x)	1.8	1.6	1.5	1.3
企業價值倍數(x)	9.6	8.4	7.4	6.4

台灣櫻花

家庭終身價值投資論點持續驗證，成長動能與中期營收能見度同步強化

公司介紹

櫻花 (9911.TW) 成立於 1978 年，為台灣廚衛電市場領導品牌。核心產品熱水器、抽油煙機與瓦斯爐市占率皆超過 50%，展現其在台灣家庭中的高度滲透率與品牌基礎。除傳統三機外，公司亦延伸至整體廚房、家居空間方案與海外市場。憑藉高品牌力與市占率、全台逾 3,500 個銷售據點、完整服務體系及龐大的 700 萬既有家庭用戶基礎，櫻花不僅是設備製造銷售商，更是以家庭場景與客戶終身價值為核心的居家生活整合平台。過去十年公司營收與獲利穩健成長，2025 年營收突破百億元，EPS 達歷史新高；ROE 長期約 20% 以上，現金股利配發率多維持 70–80%，並具備淨現金部位。

重點摘要

LTV成為中長期策略主軸，成長邏輯由「設備銷售」轉向「經營家庭」：本次法說會中管理層明確表示，未來看待櫻花的成長動能已不能僅停留在廚衛電市場總量擴張，而應轉向以「家庭終身價值 (Lifetime Value, LTV) 」為核心的經營模式。公司將家庭視為長期經營單位，透過 AI Kitchen 推動廚衛電產品走向智能化與套系化，並藉由「HOME in O.N.E」將服務範圍由廚衛設備進一步延伸至整體廚房、整體衛浴與全屋裝修，同時透過建商合作持續導入新家庭客戶，形成「既有戶深化+新戶擴張」的雙軌成長模式。若量化此一策略，從單品設備延伸至整體廚房與全屋裝修後，單戶貢獻價值具備至少 30 倍擴張空間。

穩定換購基本盤提供防禦性，並成為單戶貢獻擴張的核心資產：櫻花約 70% 營收來自既有家庭設備汰舊換新，憑藉高市占率、龐大安裝基數、綿密通路與完整售前、中、後服務體系，公司能精準掌握設備生命週期與用戶設備更新需求，形成相對不受房市景氣波動影響的穩定營運底盤。更重要的是，龐大的既有家庭客戶池亦提供後續產品升級與再購、耗材回購及跨品類銷售機會，使既有家庭的設備更新需求不只是防禦性現金流來源，更可透過提高產品滲透率、交易頻率及家庭服務範圍，進一步轉化為長期單戶貢獻與營收成長動能。

建案市場提升中期營收能見度，並沉澱為長期換購基本盤：管理層於會中指出，台灣新屋帶裝修滲透率仍低於 10%，隨建商追求建案商品差異化與價值提升，以及消費者降低裝修資金與監工負擔的需求增加，帶裝修或部分裝修標配化趨勢有望延續。櫻花憑藉品牌價值與消費者認同、一站式規劃、供應鏈整合及大規模交付能力，為台灣少數具規模化承接建案需求的業者。由於建案從簽約至交屋、安裝及營收認列存在數年時間差，持續累積的新增簽約可提前鎖定未來營收，形成具高度能見度的訂單池；新屋交付後所導入的家庭客戶，未來亦將逐步轉化為維修、耗材、換購與升級需求，使中期建案收入進一步轉換為長期營運基本盤。

多元成長動能逐步驗證，估值有望擺脫成熟硬體框架：上半年 AI 產品銷售額年增 16%、濾心營收年增 19%，整體廚房與全屋裝修新增簽約量亦增加 16%，三項關鍵指標均維持雙位數成長，進一步驗證我們先前提出的 LTV 成長邏輯。我們對公司未來三年展望維持不變，預估櫻花 2025–2028 年營收複合成長率 11.4%，EPS 年複合成長率約 13.8%，並具備由 2025 年百億元營收邁向 2030 年 150 億元以上的清晰路徑。我們重申先前初次覆蓋報告中的情境分析觀點，詳見[初次覆蓋報告]，Base Case 隱含價值為新台幣 111–127 元 (14–16 倍)。目前估值仍僅反映廚衛電硬體股屬性，尚未充分定價其深厚家庭客戶基礎，以及持續深化家庭終身價值所帶來的中長期成長潛力。

1H26 法說會重點摘要

櫻花 2026 年上半年合併營收 54.97 億元，較去年同期成長 6.4%；營業利益 8.61 億元，年增 8.7%，營業利率為 15.7%；歸屬母公司淨利達 7.13 億元，年增 7.1%，每股盈餘 (EPS) 為 3.26 元。整體而言，上半年營運維持穩健成長，且營業利益增幅高於營收增幅，反映公司在營收規模擴大的同時，產品組合優化與高階產品占比提升亦逐步挹注獲利表現。

核心廚衛電事業方面，主要成長動能來自 AI Kitchen 所帶動的高階化與智能化產品升級。2026 年上半年 AI 產品銷售額年增 16%，明顯高於整體廚衛電事業約 5% 的營收成長，顯示智慧廚房相關產品正逐步獲得市場接受，並帶動高階產品銷售占比提升。以油煙機為例，傳統機型平均售價約 8,000 元，變頻機型提升至約 14,000 元，AI Kitchen 機型則進一步達約 25,000 元，反映智能化升級對 ASP 與產品組合的實質拉動。相較傳統單機銷售，AI Kitchen 透過產品智能化、設備連動及套系化銷售，提升使用體驗與產品附加價值，使櫻花在成熟廚衛電市場中，得以透過價格帶上移與產品組合優化創造成長，而非單純依賴市場總量或出貨台數擴張。

淨水事業方面，隨過去數年主機安裝基數累積，濾心更換需求逐漸放大。2025 年濾心營收已超過 2 億元，2026 年上半年濾心銷售額年增 19%，顯示既有主機安裝基礎正轉化為穩定的耗材回購收入。相較傳統廚衛電產品約 6-7 年的更新週期，濾心更換將客戶交易頻率縮短至數月一次，且毛利率較公司整體水準高約 10 個百分點，使淨水事業同時具備提高客戶互動頻率與優化獲利結構的特性。隨主機安裝規模持續擴大，濾心收入有望形成更具規模的高毛利經常性收入，進一步提升單戶貢獻。

整體家居事業上半年受惠建案交屋與專案執行進度推進，營收年增 7%。在建案市場，公司每年整體廚房交付規模約 4 萬戶，並覆蓋台灣前 20 大建商約 80%，既有建商合作與規模化交付能力，已成為後續導入全屋裝修與整體衛浴的重要入口；零售端則透過生活館通路與顧問式服務，強化消費者體驗及整體廚房方案銷售。AI Kitchen 在建案與零售市場的簽約滲透率均已超過 20%，顯示智能化產品正同步滲透不同銷售場景，帶動高階產品與智慧廚房需求。2026 年上半年整體廚房與全屋裝修新增簽約量合計年增 16%，反映公司接案動能維持穩健。由於建案自簽約至交屋、安裝與營收認列存在數年時間差，累積中的新增簽約可形成未來數年的訂單基礎，提升中期營收能見度。更長期來看，透過建案導入的新家庭客戶亦將進入後續維修、耗材、設備更新及產品升級週期，使當期建案收入進一步沉澱為未來家庭客戶經營與 LTV 擴張的基礎。

會議中管理層對海外市場的態度仍偏中長期布局。越南目前尚處於通路布建與營運模式調整階段，公司看好當地市場潛力，期待隨通路覆蓋逐步完善後帶動銷量成長；北美則將由過去較單一的中式油煙機產品，逐步擴充品類與通路布局，提升自有品牌在當地市場的發展空間。中國市場短期仍受整體廚衛電需求疲弱影響，上半年表現亦承壓，目前以營運調整與效率改善為主。

整體而言，我們認為 2026 年上半年營運結果進一步驗證公司轉型方向正在逐步反映於實際財務表現。營業利益年增率高於營收的成長幅度，顯示高階產品占比提升及產品組合改善已開始對獲利能力帶來正面貢獻；另一方面，AI 產品銷售、濾心收入及整體廚房與全屋裝修新增簽約均維持雙位數成長，顯示公司由傳統廚衛電設備銷售，向高價值智能產品、經常性耗材收入及整體家居方案延伸的策略正逐步反映於營運數據。在台灣市場既有成長動能已足以支撐中期營運擴張的情況下，海外市場可視為額外的長期成長選項，而非現階段投資論點的必要前提。現階段各項新成長動能仍處於逐步放大的階段，若相關指標持續以高於公司整體營收的速度成長，其占比提升後，有望進一步推升公司中長期營收增速與優化整體獲利結構。

圖表1.1：櫻花財務概況與主要假設

營收佔比 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
廚衛電	57.6%	54.9%	54.1%	53.2%	51.3%
整廚	28.3%	32.2%	32.8%	33.4%	34.5%
家居	3.1%	1.9%	2.5%	3.2%	4.6%
進口	3.0%	3.1%	3.0%	2.8%	2.6%
海外	5.4%	4.2%	3.9%	3.7%	3.5%
其他	2.5%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%
(NT\$mn)					
合併營收	9,601	10,275	11,371	12,648	14,206
營業毛利	3,399	3,629	4,058	4,562	5,165
營業利益	1,464	1,573	1,808	2,060	2,395
業外收益	163	134	112	107	109
稅前淨利	1,627	1,708	1,920	2,167	2,504
稅後淨利	1,301	1,373	1,541	1,744	2,011
每股盈餘 (NT\$)	5.94	6.24	7.04	7.97	9.19
財務比例					
毛利率	35.4%	35.3%	35.7%	36.1%	36.4%
營業費用率	20.2%	20.0%	19.8%	19.8%	19.5%
營業利益率	15.2%	15.3%	15.9%	16.3%	16.9%
稅前淨利率	16.9%	16.6%	16.9%	17.1%	17.6%
稅後淨利率	13.5%	13.4%	13.5%	13.8%	14.2%
年增長率 (YoY)					
合併營收	16.1%	7.0%	10.7%	11.2%	12.3%
營業毛利	17.9%	6.8%	11.8%	12.4%	13.2%
營業淨利	19.0%	7.5%	14.9%	13.9%	16.3%
稅後淨利	21.3%	5.5%	12.2%	13.2%	15.3%
每股盈餘	21.3%	4.9%	12.9%	13.2%	15.3%

資料來源: 公司資料・好脈資本

圖表1.2：櫻花財務概況與主要假設 (季度)

營收佔比 (%)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
廚衛電	55.7%	52.7%	52.1%	55.6%	55.4%	53.8%	49.4%	54.3%
整廚	34.9%	35.4%	34.7%	26.5%	34.3%	32.5%	37.1%	29.6%
家居	0.3%	0.7%	3.2%	5.7%	2.4%	3.4%	3.5%	3.6%
進口	2.1%	3.4%	2.7%	3.7%	1.9%	3.2%	2.5%	3.6%
海外	3.0%	4.0%	4.1%	4.7%	2.7%	3.8%	3.9%	4.5%
其他	4.0%	3.8%	3.2%	3.9%	3.3%	3.3%	3.5%	4.3%
(NT\$mn)								
合併營收	2,910	2,586	2,903	2,972	3,376	2,850	3,206	3,216
營業毛利	1,038	910	1,041	1,070	1,218	1,026	1,153	1,165
營業利益	483	378	467	481	550	451	521	538
業外收益	19	8	57	28	25	28	27	27
稅前淨利	502	385	523	509	575	479	548	565
稅後淨利	408	305	418	409	463	387	439	454
每股盈餘 (NT\$)	1.87	1.39	1.91	1.87	2.12	1.77	2.01	2.08
財務比例								
毛利率	35.7%	35.2%	35.9%	36.0%	36.1%	36.0%	36.0%	36.2%
營業費用率	19.1%	20.6%	19.8%	19.8%	19.8%	20.2%	19.7%	19.5%
營業利益率	16.6%	14.6%	16.1%	16.2%	16.3%	15.8%	16.3%	16.7%
稅前淨利率	17.2%	14.9%	18.0%	17.1%	17.0%	16.8%	17.1%	17.6%
稅後淨利率	14.0%	11.8%	14.4%	13.8%	13.7%	13.6%	13.7%	14.1%
年增長率 (YoY)								
合併營收	5.5%	7.6%	13.6%	16.3%	16.0%	10.2%	10.4%	8.2%
營業毛利	8.7%	8.0%	14.3%	16.1%	17.4%	12.7%	10.8%	8.9%
營業淨利	12.0%	4.5%	22.1%	20.7%	13.9%	19.4%	11.7%	11.8%
稅後淨利	7.3%	6.8%	25.6%	9.5%	13.5%	27.0%	4.9%	11.1%
每股盈餘	7.3%	6.8%	25.6%	10.1%	13.5%	27.0%	4.9%	11.1%

資料來源: 公司資料・好脈資本

資料來源: 公司資料・好脈資本

資料來源: 公司資料・好脈本

台灣櫻花損益表

NT\$m	2024	2025	2026E	2027E	2028E
銷貨收入淨額	9,601	10,275	11,371	12,648	14,206
銷貨成本	6,202	6,646	7,313	8,086	9,041
已實現銷貨 (損) 益	0	0	0	0	0
營業毛利	3,399	3,629	4,058	4,562	5,165
推銷費用	1,486	1,573	1,709	1,903	2,111
管理費用	355	376	431	475	521
研發費用	91	104	110	125	139
其他營業費用	4	3	-1	-1	-1
營業利益	1,464	1,573	1,808	2,060	2,395
稅前息折舊攤銷前利潤	1,675	1,825	2,097	2,376	2,750
利息收入 (支出) 淨額	22	13	2	4	4
其他淨額 (通常指營業外收支淨額)	101	128	95	101	102
稅前淨利 (不含非常損益/特殊項目)	1,586	1,714	1,904	2,165	2,501
處分投資 (損) 益	0	0	0	0	0
處分資產 (損) 益	-4	-6	0	0	0
匯兌 (損) 益	42	-2	13	0	0
其他特殊項目合計	2	2	3	2	2
稅前淨利 (含非常損益/特殊項目)	1,627	1,708	1,920	2,167	2,504
所得稅費用	335	334	382	426	496
繼續營業單位淨利	1,292	1,374	1,538	1,741	2,008
停業單位損益	0	0	0	0	0
本期淨利 (或 稅後淨利)	1,292	1,374	1,538	1,741	2,008
少數股權	-9	1	-3	-3	-3
特種股股利	0	0	0	0	0
歸屬於母公司業主淨利	1,301	1,373	1,541	1,744	2,011
每股盈餘 (新台幣)	5.94	6.24	7.04	7.97	9.19

資料來源: 公司資料・好脈資本

台灣櫻花資產負債表

NT\$m	2024	2025	2026E	2027E	2028E
現金及約當現金	2,409	2,157	2,102	2,115	2,276
交易性金融資產	0	0	0	0	0
短期投資	289	313	381	381	381
應收帳款及應收票據	1,284	1,389	1,596	1,750	1,956
存貨	1,646	1,769	1,814	2,057	2,275
預付費用	277	356	336	336	336
其他流動資產	149	155	137	137	137
流動資產合計	6,054	6,139	6,366	6,777	7,362
長期投資	423	442	460	460	460
不動產、廠房及設備合計	2,686	3,066	3,243	3,515	3,748
商譽	0	35	35	35	35
其他無形資產	150	220	225	225	225
其他非流動資產	1,316	1,311	1,398	1,398	1,398
資產總計	10,629	11,213	11,728	12,410	13,229
應付帳款及應付票據	1,654	1,655	1,917	2,082	2,279
應付費用	1,271	1,301	1,429	1,464	1,458
其他流動負債	264	317	341	341	341
流動負債合計	3,189	3,273	3,687	3,887	4,079
營運週轉金 / 循環信貸 (短期借款)	157	180	80	80	80
總債務 (含一年內到期長期負債)	565	613	589	589	589
其他負債	135	125	132	132	132
負債總計	4,046	4,190	4,488	4,687	4,879
普通股權益總額	6,540	6,919	7,139	7,624	8,255
普通股股本	2,211	2,224	2,224	2,224	2,224
資本公積	48	48	48	48	48
保留盈餘	4,093	4,435	4,619	5,101	5,728
其他調整項目	188	212	248	251	255
特別股權益總額	0	0	0	0	0
非控制權益 (少數股權)	44	104	101	98	95
權益總計	6,584	7,023	7,240	7,723	8,350

資料來源: 公司資料・好脈資本

台灣櫻花現金流量表

NT\$m	2024	2025	2026E	2027E	2028E
本期淨利	1,301	1,373	1,541	1,744	2,011
少數股權損益	-9	1	-3	-3	-3
折舊及攤銷合計	212	252	288	316	355
遞延費用攤銷	0	0	0	0	0
營運資產淨變動	-174	-229	-311	-232	-227
其他非現金項目合計	-54	-24	48	0	0
其他非現金項目合計	-63	-23	103	0	0
營業活動現金流量	1,276	1,372	1,564	1,825	2,136
資本支出	-265	-395	-413	-588	-588
處分不動產、廠房及設備	0	0	0	0	0
其他投資活動	-335	-71	-39	0	0
投資活動現金流量	-600	-466	-452	-588	-588
債務發行 / (償還)	126	-127	-70	0	0
銀行循環貸款增加 / (償還)	15	-5	-11	0	0
長期債務 (償還)	111	-122	-59	0	0
普通股發行 / (收回、買回)	0	0	0	0	0
特別股發行 / (收回)	0	0	0	0	0
已付現金股利	-849	-1,028	-1,100	-1,228	-1,390
其他籌資活動	1	1	-0	0	0
非控制權益增加 (減少)	0	0	0	0	0
籌資活動現金流量	-722	-1,155	-1,170	-1,228	-1,390
匯率變動影響數	6	-3	4	4	4
現金及約當現金淨增減	-40	-252	-55	12	161
期初現金餘額	2,449	2,409	2,157	2,102	2,115
期末現金餘額	2,409	2,157	2,102	2,115	2,276

資料來源: 公司資料・好脈資本

台灣櫻花財務比例

新台幣百萬元 / 百分比 / 天數	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利潤率 (獲利能力指標)					
毛利率	35.4%	35.3%	35.7%	36.1%	36.4%
營業費用率	20.2%	20.0%	19.8%	19.8%	19.5%
營業利益率	15.2%	15.3%	15.9%	16.3%	16.9%
EBITDA 獲利率	17.5%	17.8%	18.4%	18.8%	19.4%
稅前淨利率	16.9%	16.6%	16.9%	17.1%	17.6%
稅後淨利率 (純益率)	13.5%	13.4%	13.5%	13.8%	14.2%
資產負債表比率 (營運效率)					
應收帳款	1,284	1,389	1,596	1,750	1,956
存貨	1,646	1,769	1,814	2,057	2,275
應付帳款	1,654	1,655	1,917	2,082	2,279
淨營運資本	1,275	1,503	1,492	1,725	1,952
應收帳款週轉天數	48.0	47.5	47.9	48.3	47.6
存貨庫存天數	86.6	93.8	89.4	87.4	87.5
應付帳款付現天數	95.2	90.9	89.1	90.3	88.0
現金循環週期 (或 營運週期)	39.4	50.4	48.2	45.4	47.0
流動性比率 (償債能力)					
營業活動現金流量	1,276	1,372	1,564	1,825	2,136
資本支出	-265	-395	-413	-588	-588
自由現金流量	1,011	977	1,151	1,237	1,548
現金及約當現金	2,409	2,157	2,102	2,115	2,276
總債務 (有息負債總額)	722	792	669	669	669
淨債務	-1,977	-1,678	-1,814	-1,827	-1,988
總債務權益比	11%	11%	9%	9%	8%
淨債務權益比 (淨負債比)	-30%	-24%	-25%	-24%	-24%
負債權益比 (財務槓桿比率)	61%	60%	62%	61%	58%
負債比率 (總負債 / 總資產)	38%	37%	38%	38%	37%
報酬率指標					
平均股東權益報酬率	20.8%	20.4%	21.9%	23.6%	25.3%
平均資產報酬率	12.9%	12.6%	13.4%	14.4%	15.7%

資料來源: 公司資料・好脈資本

免責聲明

好脈資本 (TruePulse Capital Advisory) 為專業的企業與金融顧問機構，提供資本市場相關解決方案。根據中華民國相關法令規範，好脈資本未具備證券經紀商、證券承銷商、證券自營商、投資銀行、承銷商或證券投資顧問等資格與執照。本公司發布的文章、研究報告及相關訪談 (以下統稱「本網站內容」) 僅供參考，不應被視為於台灣地區對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項之要約、招攬、提供分析意見或推介建議。本網站內容不構成專業財務建議，亦非針對任何公司、產業或證券進行完整資訊揭露或深入分析。投資人應自行評估，並向專業財務、稅務及法律顧問尋求建議，以根據自身需求與風險承受能力做出適當的投資決策。

本網站內容係根據本公司認可之資料來源，提供客觀且一般性證券投資資訊。本公司不對該等資料或第三方網站的準確性或完整性承擔責任。本刊物為定期發布之資訊來源，未根據個別投資人之特定需求量身規劃。本公司不提供個別化投資建議，且本報告提及之任何特定有價證券，均不構成對該有價證券或任何其他證券相關商品的推介建議。

好脈資本及其關係企業，可能因與本報告無關之專業服務，自所涵蓋之公司 (Covered Companies) 獲取報酬，包含但不限於企業簡報、投資人會議、策略顧問及投資人關係服務。該等服務與本公司是否於報告中涵蓋特定公司無關，亦不影響本報告之內容或觀點。

本網站內容不構成對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項之要約、招攬、提供分析意見或推介建議。好脈資本不對依賴本資料進行投資決策的個人或機構負有確保其遵守台灣證券法令之責任。本公司不對本網站內容所載資訊之正確性、完整性或即時性作出任何陳述或保證，所有資訊均以「現況」提供，因此，有些資料可能會變得過時，而有些觀點可能有變。好脈資本對於因使用或依賴該等資訊而可能產生的直接或間接損失 (包含但不限於投資損失) 概不負責。

本報告所包含之所有投資資訊，投資人應自行進行獨立查證。如需進一步資訊，請造訪好脈資本官方網站：
<https://www.truepulsecapital.com/>。