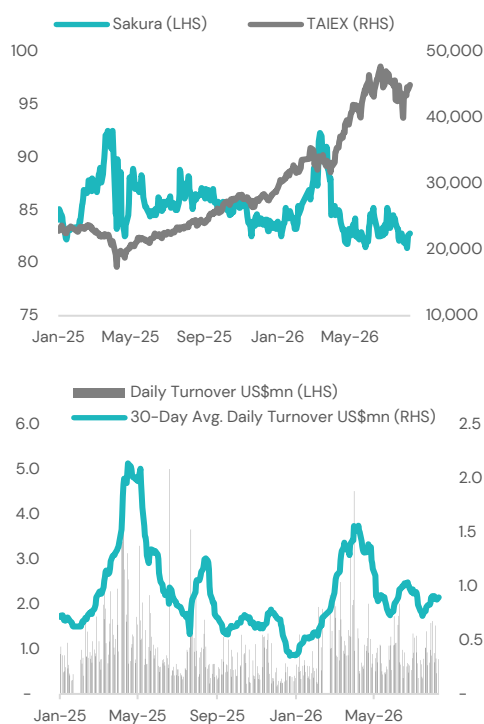


2026/08/11
TruePulse Equity Research
research@truepulsecapital.com

市場數據

股票代號:	9911.TW / 9911 TT
收盤價:	TWD 82.8
52周價格範圍:	TWD 81.0 – 92.8
30天平均交易量 (張)	341.0
在外流通股數 (百萬)	222.4
外資持股比例 (%)	18.83
市值 (百萬美元)	571.5

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(%)	6.1	6.8	7.7	8.8
本益比(x)	13.4	11.9	10.6	9.2
股價淨值比(x)	2.6	2.5	2.3	2.2
股價營收比(x)	1.8	1.6	1.5	1.3
企業價值倍數(x)	9.1	8.0	7.0	6.0

台灣櫻花

廚衛電龍頭構築家庭終身價值平台，單戶價值擴張啟動

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

市場仍以成熟硬體股定價，低估櫻花換購基本盤韌性：市場多將櫻花視為成熟廚衛電或住宅設備股，但公司營運結構並不完全受新屋市場與房市循環主導。廚衛電具高頻使用與剛性替換特性，相較可延後消費的一般耐久財，熱水器、抽油煙機與瓦斯爐一旦老化或故障，通常需即時維修或更換；目前櫻花約 70% 營收來自既有換購需求，形成穩定可預測的營運底盤。公司憑藉高品牌知名度、領先市占率、3,500+ 個通路與售後服務網絡，及 700 萬筆用戶資料，持續掌握設備生命週期與用戶需求。此一循環不僅支撐長期現金流，也讓櫻花能在既有家庭客戶中持續創造產品升級、耗材導入與再購機會。

從單品銷售到全屋裝修，推升單戶價值數十倍擴張：台灣廚衛電市場相對成熟，年需求量維持在 150–160 萬台，因此櫻花未來營收成長並非單純仰賴出貨量增加或市占率提升。公司產品版圖由傳統廚衛電單品，延伸至 AI Kitchen 智能產品、淨水器新事業、整體廚房與全屋裝修方案；其中，AI Kitchen 透過智能化與高階機型升級帶動 ASP 提升，並推動消費者由單機購買升級至套系採購；淨水器則隨主機安裝基數擴大，創造高毛利濾心耗材經常性收入；整體廚房與家居空間方案進一步擴大單戶可承接金額。隨產品組合由單品走向套系、耗材與居家空間解決方案，櫻花有望在市場總量穩定下持續提升單戶價值，具備數十倍級距擴張空間。

建案市場帶動中期新購營收成長，並沉澱為未來換購池：建案市場是櫻花取得新增家庭客戶的重要入口。台灣新屋帶裝修滲透率仍低，而櫻花為台灣少數具備品牌、設計、供應鏈、施工與售後整合能力，可大規模承接新屋廚房與家居裝修需求的業者。透過整體廚房、家居空間方案與建案端規模化導入，公司可在新屋交付階段即建立用戶關係，帶動中期新購營收成長。相較零售端逐戶開發，建案合作可一次導入多戶家庭，有助提升獲客效率、擴大設備安裝基礎，並提高後續售後服務與用戶資料沉澱機會。隨相關設備進入使用週期，這批新戶將進一步轉化為未來換購、維修、耗材與產品升級需求，形成「新購導入 → 用戶沉澱 → 長期換購」的營運飛輪。

從成熟硬體股到家庭終身價值平台，估值具重估空間：我們認為櫻花目前估值仍主要反映傳統廚衛電硬體股屬性，尚未充分定價其高市占家庭安裝基礎、換購循環、新品類滲透、耗材長尾收入、建案新戶導入與整體家居方案成長潛力。我們預估櫻花 2025–2028 年營收 11.4% 複合成長，並具備由 2025 年百億元營收邁向 2030 年 150 億元以上的中長期成長路徑。依據我們的情境分析，櫻花基準情境隱含價值為新台幣 111–127 元，樂觀情境則為 135–151 元。隨智慧廚房滲透率提升、淨水事業收入擴大、建案家居業務逐步認列，櫻花的評價框架有機會由成熟廚衛電硬體股，逐步轉向以換購現金流、家庭安裝基礎變現能力與居家空間延伸潛力為核心的家庭終身價值平台。

1. 公司概况與關鍵觀察

1.1 公司沿革與發展歷程

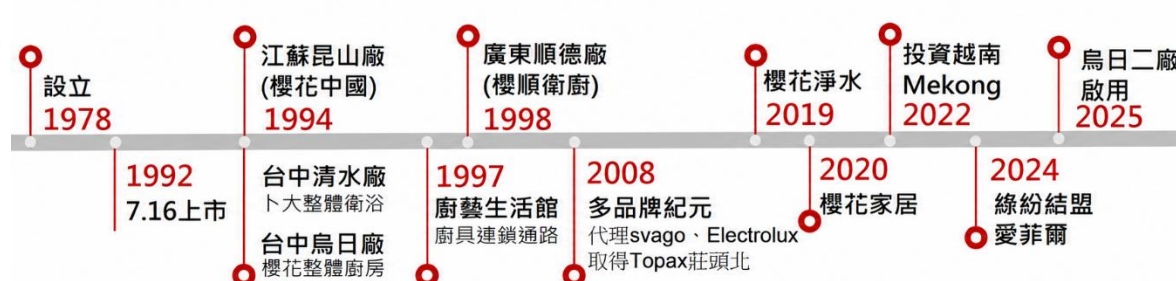
台灣櫻花早期源於源輝金屬的抽油煙機代工製造基礎，創辦人張宗璽於 1978 年創立櫻花後，開始發展自有品牌，逐步將產品線擴大至抽油煙機、瓦斯爐、熱水器與烤肉爐具等廚衛電商品。相較於一般家電，廚衛電產品具備較高的安裝需求、售後服務頻率與安全換購特性，因此公司自成立初期即透過「油網免費送到家」、「熱水器免費安全檢查」等售後服務機制，累積品牌信任、產品、通路、安裝與維修服務能力，為後續由單品銷售走向家庭客戶經營奠定基礎。

1992 年櫻花掛牌上市後，開始加速擴大製造、通路與服務布局。1990 年代公司陸續建立台灣與中國生產基地，並於 1997 年推動「櫻花廚藝生活館」廚具連鎖通路，將傳統產品銷售延伸為具品牌體驗與完整售前、售中、售後服務的專賣體系。近年公司進一步投資越南，形成跨區域生產及銷售布局，強化集團供應、生產與服務整合能力。

2008 年後櫻花進入多品牌、多品類經營階段。除自有品牌 SAKURA 外，公司亦取得 Topax 莊頭北，並代理多個國外品牌，藉此覆蓋不同價位帶與消費需求。隨後櫻花陸續拓展淨水器、全屋裝修、整體衛浴等事業，將產品組合由傳統廚衛電單品延伸至家居空間整合。

張永杰董事長於 2019 年啟動「五年成長策略」的轉型計畫，並將 2025 年營收突破百億元作為階段性目標，櫻花以品牌升級、新產品、新事業與新市場為成長動能，最終於 2025 年達成合併營收新台幣 102.8 億元，正式跨越百億營收門檻。

圖表1.1：台灣櫻花歷史沿革



資料來源: 公司資料，好脈資本

1.2 營運架構與事業版圖

櫻花的營運版圖已從早期的廚衛電產品，延伸至更完整的家庭生活場景。公司以熱水器、瓦斯爐、抽油煙機等核心品類建立與家庭的第一個接點，並進一步布局進口廚電、整體廚房、全屋裝修與海外市場，形成從單品設備到居家空間整合服務的多層次事業架構。

櫻花提出「HOME in O.N.E」的居家服務概念，以 One-stop 全方位服務、Numerous 多元選擇、Efficient 高效率供應為理念，從空間規劃、產品配置、安裝到售後服務，整合旗下各品牌群，提供消費者整體解決方案，並延伸至同一家庭未來商品換購、升級的消費循環，構築家庭終身價值平台 (Lifetime Value, LTV)。

(一) 廚衛電事業

是櫻花最核心的營運基本盤。產品包括廚衛電三機 (熱水器、抽油煙機、瓦斯爐) 與其它廚房電器等家庭設備。此一事業不僅支撐公司穩定營收與現金流，也是櫻花建立品牌信任、售後服務網絡與用戶資料的主要入口。根據公司資料，2025 年廚衛電約占合併營收 55%，仍為集團最大營收來源。

（二）進口事業

主要扮演產品選擇與設計風格延伸的角色。除自有品牌 SAKURA 及 Topax 莊頭北外，櫻花亦納入 svago、TEKA 等國際品牌，全面覆蓋不同價格帶與使用需求。透過自有與代理品牌並行，公司得以在廚房設計、家電選配與裝修規劃等不同消費情境中承接消費者需求。

（三）整體廚房（廚具）

是櫻花最早由單品設備銷售切入空間方案的延伸業務。相較於傳統廚衛電產品，整體廚房涵蓋廚電、櫥櫃、收納與設計規劃，單戶客單價較高，且可以同時對應零售裝修（2C）與建案（2B）交付需求。2025 年整體廚房約占合併營收 32%，已是公司除廚衛電外最具規模的事業，並為後續全屋裝修的發展奠定客戶基礎、通路經營與交付經驗。

（四）家居事業（全屋裝修）

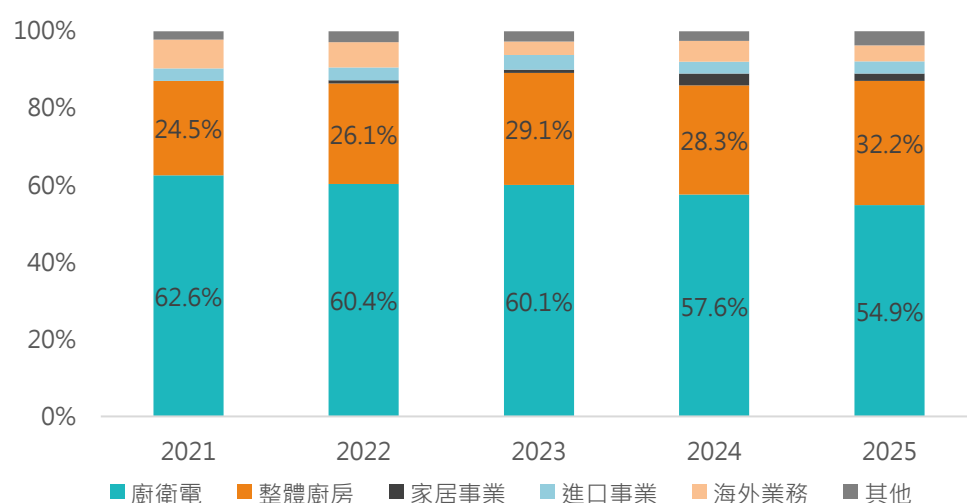
是櫻花由廚房場景進一步擴大至完整居家空間的布局。此業務涵蓋空間規劃、模組化供應與施工管理，並與整體廚房與整體衛浴等品類形成互補。目前櫻花家居事業主要聚焦建案端市場，透過與建商合作切入新屋交付前的空間規劃與裝修需求，尚未大規模拓展至一般零售市場。從商業模式來看，全屋裝修的意義在於提高公司對單一家庭裝修決策的參與深度，使櫻花有機會在不顯著增加額外獲客成本的情況下，擴大單戶消費金額與服務範圍。此一事業目前仍屬中長期成長布局，但具備提升客單價與延長客戶關係的戰略意義。

（五）海外事業

主要包括越南、北美與中國。海外事業短中期對集團營收與獲利貢獻相對有限，且不同市場的通路建置、品牌認知與營運成熟度仍需時間驗證。從公司現有布局來看，中國與越南已具備一定生產與銷售基礎，其中越南市場具備一個生產基地與超過 2,000 個銷售據點，可作為櫻花在台灣以外市場複製廚衛電與服務模式的觀察起點。

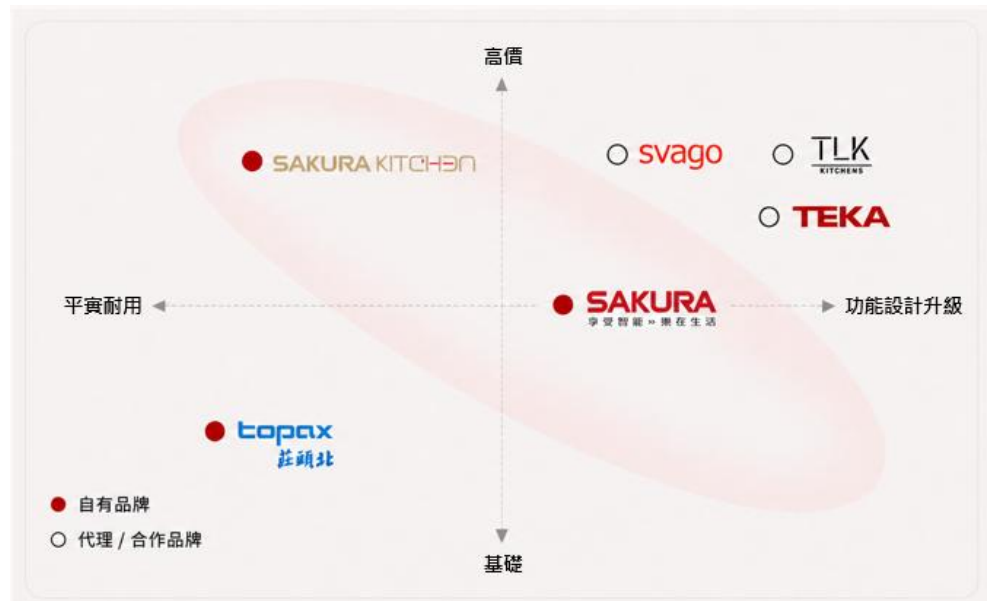
整體而言，櫻花五大事業體並非彼此獨立，而是圍繞同一個家庭客戶逐步延伸：廚衛電建立安裝入口與換購基礎，進口事業補足品牌與價格帶，整體廚房提升客單價，全屋裝修放大空間整合價值，海外市場則提供長期成長選項。此一架構使櫻花不再只是傳統「三機」品牌，而是逐步形成以家庭場景與終身價值為核心的家居生活整合平台。

圖表1.2：櫻花五大事業體營收貢獻



資料來源：公司資料，好脈資本

圖表1.3：櫻花採多品牌策略，涵蓋不同客層市場

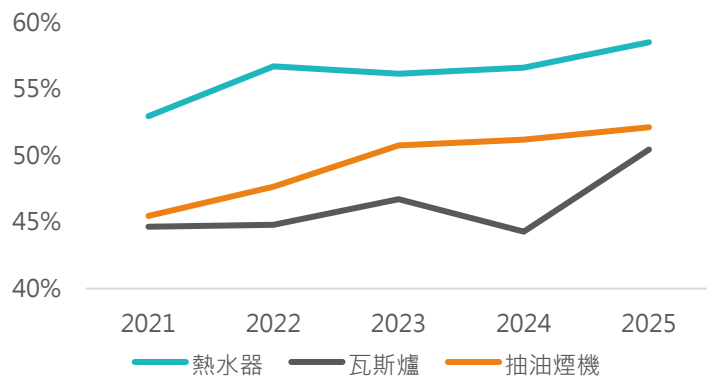


資料來源: 公司資料，好脈資本

1.3 市場地位與競爭優勢

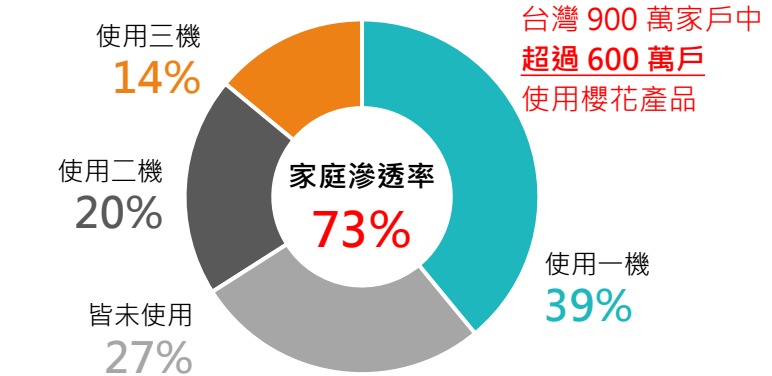
櫻花為台灣廚衛電市場領導品牌，在熱水器、抽油煙機與瓦斯爐等主要品類均具備明確市占優勢。根據公司資料，2025 年櫻花自有品牌 SAKURA 於熱水器、抽油煙機與瓦斯爐市占率分別達 58.5%、52.1% 與 50.5%，均位居市場第一；同時，公司在台灣家庭滲透率超過 70%，累積 700 萬筆以上用戶資料。這些指標顯示，櫻花的市場地位並非來自單一產品成功，而是長期經營通路、產品品質、安裝與售後服務等共同累積的結果。

圖表1.4：櫻花廚衛電三機市占率



資料來源: 公司資料，好脈資本
註：不包含莊頭北

圖表1.5：櫻花家庭滲透率



資料來源: 公司資料，好脈資本

櫻花在台灣擁有超過 3,500 個銷售據點，通路滲透率達 100%。通路型態除了傳統的特約店、衛材行、零廚工廠，近年更積極擴大佈點櫻花廚藝生活館以及現代通路與電商，另外也協助經銷商升級為社區體驗店；在2B市場則與建商擁有長期深入的合作關係，對前 20 大建商的覆蓋率達 80%。此一完整通路結構使櫻花能同時觸及零售購買、裝修需求與建案市場等多元場景，在不同消費決策情境下提供產品銷售、展示、安裝與售後服務。

服務能力是櫻花維持市場龍頭地位的重要支撐。公司自成立初期即強調消費者服務，透過 SAKURA iCare，櫻花建立涵蓋登錄、聆聽、派工、檢修與管理的一站式智能服務平台，此一系統使公司能更有效掌握產品登錄、服務需求與客戶履歷，提升售後反應速度與服務品質。在具體服務項目上，櫻花已將傳統設備售後維修保養服務延伸至廚房健檢、淨水器健檢、空間健檢與更

新規劃等不同場景。對於具備安裝、安全與定期維護屬性的廚衛電產品而言，這類服務能力不僅提高品牌信任度，也讓櫻花在产品維修、換購、升級與跨品類銷售需求出現時，能更早接觸消費者並承接後續商機。換言之，服務能力不只是單次交易後的維修支援，而是涵蓋售前諮詢、安裝交付與售後維護的全流程接點，使櫻花能在家庭客戶生命週期中持續建立互動關係。

圖表1.6：櫻花銷售管道及通路



資料來源: 公司資料，好脈資本

相較於傳統家電製造商多以單次、低頻的設備銷售為主要模式，櫻花已逐步建立以家庭客戶為核心的長期經營能力。憑藉台灣廚衛電龍頭地位、高品牌知名度、綿密通路網絡，以及涵蓋售前、安裝、維修、保固與售後關懷的服務體系，公司能在產品銷售後持續與用戶保持連結，而非止於一次性交易。

此外，櫻花累積約 700 萬活躍用戶資料庫，有助於掌握家庭設備生命週期與使用者需求痛點，並將相關資料回饋至產品升級、服務提醒與精準行銷。換言之，櫻花的投資價值不應僅以廚衛電製造與銷售來理解，而應視為以家庭場景為核心、具備持續觸達與重複變現能力的家庭終身價值平台。

圖表1.7：傳統家電製造商 vs. 櫻花家庭終身價值平台

項目	傳統家電製造商	櫻花：家庭終身價值平台
核心願景	設備製造與銷售	美好居家生活創造者
營收模式	單次、低頻交易	終身換購與長尾耗材
成長驅動	依賴新屋落成與房市交易	滲透率深化、ASP 提升與跨品類銷售
客戶資產	弱連結、出貨即斷線	700 萬活躍資料庫，主動預判與經營

資料來源: 公司資料，好脈資本

1.4 成長動能與未來展望

台灣廚衛電市場年需求長期維持在約 150–160 萬台，整體市場總量相對穩定，因此我們認為櫻花下一階段成長動能並非來自市場規模快速擴張，而是來自產品升級、延伸品類與新戶入口三個方向。

1.4.1 高階與智能廚衛電：產品升級推動價量轉移

廚衛電事業是櫻花最核心的營運基本盤，公司約 70% 營收來自既有換購需求，支撐其在成熟市場中的穩定性。在此基礎上，櫻花持續推動價量轉移，成長重點並非單純仰賴出貨台數增加或市占率擴張，而是透過高階化、節能化與智能化產品升級，帶動平均售價 (ASP) 與產品組合改善。

從過去營運表現來看，櫻花已證明其在成熟市場中推動產品升級的能力。2012–2021 年間公司持續推出變頻、節能與渦輪等高階機型，帶動營業毛利年複合成長約 9.2%，顯示即使市場總量相對穩定，仍可透過價格帶上移與產品組合優化推升獲利。

2024 年櫻花正式發表 AI Kitchen 系列廚電，可視為公司最新一波產品升級策略。AI Kitchen 將傳統廚衛電由單一功能、獨立運作，提升為智慧化、可協同連動的設備解決方案。以抽油煙機價格帶觀察，變頻系列相較傳統油煙機 ASP 約提升 70%，AI Kitchen 系列則可再較變頻機型提升約 90%，反映智能化與高階化產品具備明確單價提升效果。

近期營運數據亦已初步反映產品組合升級效益。2023–2025 年櫻花營業毛利 CAGR 達 12.2%，高於 2012–2021 年的 9.2%，顯示高階產品占比提升與價格帶上移，正逐步轉化為獲利成長。我們認為，隨 AI Kitchen 滲透率進一步提高，櫻花有望延續過去價量轉移成功經驗，透過 ASP 提升與毛利結構改善支撐核心廚衛電事業成長動能。

1.4.2 淨水事業擴張帶動長尾性收入

淨水事業是櫻花近年積極切入的廚電延伸品類。相較於傳統廚衛電產品多以單次、低交易頻率設備銷售為主，淨水設備除主機安裝收入外，後續濾心更換具備重複且高頻的消費特性，使公司能與家庭用戶維持更穩定的服務接點，並提高後續交叉銷售與服務觸發機會。

淨水主機營收 2020–2025 年 CAGR 約 33%，同期濾心耗材營收則 CAGR 約 37.2%，成長速度高於主機。此一結構反映隨主機安裝基數擴大，帶動耗材回購逐步放大，成為淨水事業中具長尾特性的收入來源。此外，濾心等耗材通常具備較佳毛利特性，毛利率較主機高出約 10–15 個百分點。因此，淨水事業放大不僅有助於延長單一家庭客戶的消費週期，也能提升經常性收入占比，並對公司整體毛利結構帶來正面貢獻。

1.4.3 建案市場：新戶入口沉澱成未來換購池

建案市場是櫻花取得新家庭客戶與提高訂單能見度的重要管道。台灣新建案全屋裝修滲透率仍低於 10%，相較鄰近亞洲市場仍有明顯提升空間；隨建商對差異化銷售、交屋品質與一站式服務需求增加，整體廚房、整體衛浴與家居空間方案導入建案的機會有望逐步擴大。

櫻花在台灣市場具備品牌、供應鏈、施工管理、安裝交付與售後服務整合能力，是少數能以規模化方式服務建案端需求的業者。相較一般單一品類供應商，櫻花可同時承接廚衛電、整體廚房與家居空間方案，協助建商降低多工種協調與交付管理成本，並提升單戶客單價與合作深度。

從簽約動能來看，櫻花建案事業（含整體廚房與全屋裝修）新增簽約金額於 2021–2025 年年複合成長 11.5%，反映建案端對整合式空間方案的接受度逐步提升。由於建案從簽約到交屋認列通常存在約 3–5 年時間差，相關訂單

有助於提前確立中期營收認列節奏，提升未來數年的營運能見度。

更重要的是，建案交屋後的家庭用戶將沉澱為櫻花後續維修、耗材、換購與產品升級需求的基礎。換言之，建案市場不僅帶動中期新購營收成長，也將成為擴大未來換購池的重要入口，延續公司「新購導入 → 用戶沉澱 → 長期換購」的營運循環。

1.4.4 海外市場：打開長期成長邊界

目前櫻花營運重心仍以台灣為主，且在換購需求、AI Kitchen、淨水耗材與建案家居方案帶動下，已具備清楚成長路徑；在此基礎上，國際市場拓展則提供櫻花進一步放大品牌、產品、通路與服務能力的長期成長空間。

越南與北美是較具潛力的兩個方向。越南具備人口成長、城市化與住宅品質升級趨勢，且市場競爭格局仍相對分散，櫻花有機會憑藉在地生產基地、通路布局與台灣既有營運經驗，逐步複製「產品銷售、安裝服務、長期換購與建案合作」模式。北美則以抽油煙機作為切入品類，透過 ODM 進入既有品牌或通路體系，並同步評估 OBM 自有品牌發展機會，逐步切入高單價廚房設備市場。中國以改善現有營運效率、優化產品結構與渠道經營為目前重點。

整體而言，櫻花國際布局可概括為「越南擴張、北美切入、中國優化」。雖然海外事業短期營收與獲利貢獻仍有限，但其發展方向與櫻花既有廚衛電、通路與服務能力高度連結。若公司借鏡台灣成功營運經驗，未來持續深化國際布局，海外市場將有機會成為櫻花由台灣廚衛電龍頭走向區域居家生活平台的重要延伸。

1.5 財務概況

2015 到 2025 年櫻花營收與獲利呈現穩定向上趨勢，合併營收由 2015 年的 51.5 億元成長至 2025 年的 102.8 億元，年複合成長率約 7.2%；同期歸屬母公司淨利則由 5.2 億元提升至 13.7 億元，年複合成長率達 10.3%，獲利成長優於營收。此一表現主要來自核心廚衛電基本盤穩定、換購需求支撐營收韌性，加上產品升級、整體廚房放大，以及淨水、家居等新事業逐步貢獻，使公司在台灣廚衛電市場總量相對成熟的背景下，仍能維持長期成長。

我們預估櫻花 2025–2028 年營收年複合成長率約 11.4%，EPS 年複合成長率約 13.8%。未來成長將延續三大主軸：高階與智能廚衛電帶動 ASP 與產品組合改善、淨水事業擴大主機與濾心收入，以及建案市場貢獻訂單能見度與單戶客單價提升。隨著產品組合持續升級與營收規模擴大，獲利成長有望維持略優於營收成長的表現。

圖表1.8：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\$m)					
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

1.6 估值摘要與同業比較

在估值架構上，我們採用同業比較的本益比分析。同業組合涵蓋台灣住宅設備與家居產品同業、國際廚衛電與家居家電同業、國際水科技與淨水解決方案同業、國際居家空間解決方案同業，與台灣消費性類股指標性公司，以反映櫻花在廚衛電基本盤、淨水耗材、家居空間方案與穩定消費型公司財務品質上的多重屬性。

評價結果顯示，櫻花目前 2027 年預估本益比約 10.6 倍，市場評價低於國際廚衛電與家居家電同業平均 16.1 倍，相較具備整體解決方案的國際水科技同業，與同樣具備綿密通路與穩定現金流的消費性類股相比，更存在明顯折價。顯示市場目前仍偏向以傳統硬體設備商角度評價櫻花，尚未充分理解其具備經營家庭終身價值與家居空間方案的成長潛力。我們認為櫻花現階段估值仍偏保守，長期具備估值重估空間。

圖表1.9：櫻花市場評價與同業比較

	市值	EPS CAGR	本益比 (x)			股價淨值比 (x)			企業價值倍數 (x)			股東權益報酬率 (%)			殖利率 (%)		
	(US\$mn)	2025-2028E	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
台灣住宅設備與家居產品同業																	
櫻花	571	13.8%	11.9	10.6	9.2	2.5	2.3	2.2	8.0	7.0	6.0	21.9	23.6	25.3	6.8	7.7	8.8
和成	231	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
凱薩衛浴	87	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
億豐	3,447	9.2%	15.1	14.3	12.9	3.5	3.2	2.9	8.6	7.9	7.3	24.2	23.6	22.9	4.5	5.0	5.3
平均		11.5%	13.5	12.4	11.0	3.0	2.8	2.5	8.3	7.5	6.7	23.1	23.6	24.1	5.7	6.3	7.1
國際廚衛電與家居家電同業																	
Noritz	722	-0.6%	14.5	26.1	34.8	0.7	0.7	0.7	8.8	8.3	8.0	5.7	3.1	2.3	4.0	3.4	3.4
Rinnai	3,217	7.8%	14.7	14.1	13.7	1.2	1.1	1.0	6.1	6.0	5.6	8.5	8.1	8.1	2.8	2.9	3.1
Coway	4,666	11.7%	9.3	8.2	7.7	1.6	1.4	1.2	6.2	5.7	5.4	18.2	17.8	17.2	3.4	3.8	4.5
平均		6.3%	12.8	16.1	18.7	1.2	1.1	1.0	7.0	6.7	6.3	10.8	9.7	9.2	3.4	3.4	3.7
國際熱水設備與淨水方案同業																	
A.O. Smith	8,695	4.8%	16.9	15.8	13.8	4.6	4.1	3.7	11.4	10.8	10.2	27.2	27.7	27.8	2.3	2.3	2.4
Watts Water	13,094	13.9%	30.8	27.9	26.0	5.6	4.8	4.2	20.5	18.4	17.3	18.9	19.4	16.6	0.6	0.7	0.7
Pentair	10,997	9.4%	16.7	14.0	12.8	2.8	2.5	2.2	12.3	10.9	10.2	19.0	19.5	18.5	1.6	1.6	1.7
Zurn Elkay	8,529	19.4%	29.5	29.2	25.3	5.1	4.7	4.1	17.2	15.9	15.0	18.4	18.7	19.3	0.9	0.9	0.9
Ariston	1,651	4.2%	12.0	10.7	9.5	0.9	0.9	0.8	6.1	5.3	4.9	8.4	9.1	9.7	2.9	3.5	3.7
平均		10.3%	21.2	19.5	17.5	3.8	3.4	3.0	13.5	12.3	11.5	18.4	18.9	18.4	1.6	1.8	1.9
國際居家空間解決方案同業																	
TOTO	6,860	69.2%	32.6	22.5	18.5	2.1	1.9	1.8	11.8	10.4	8.7	6.3	8.9	10.2	1.5	1.8	2.3
LIXIL	3,291	132.6%	43.7	35.3	20.8	0.9	0.8	0.8	9.3	9.0	7.9	1.9	2.2	3.8	5.0	5.0	5.0
平均		100.9%	38.2	28.9	19.6	1.5	1.4	1.3	10.5	9.7	8.3	4.1	5.5	7.0	3.2	3.4	3.6
台灣消費性類股指標廠商																	
寶雅	2,616	14.4%	21.8	19.7	17.9	14.1	10.9	10.3	13.0	12.9	11.9	53.0	50.4	43.6	4.0	4.4	4.8
統一超	7,082	10.9%	18.9	17.7	14.9	5.0	4.3	3.9	7.7	7.4	7.1	26.2	25.5	27.0	4.2	4.5	4.9
全家便利商店	1,282	7.5%	23.7	21.0	19.6	4.3	4.1	3.9	7.0	8.0	9.2	18.3	19.7	20.2	3.6	4.0	4.0
平均		10.9%	21.5	19.5	17.5	7.8	6.4	6.0	9.2	9.5	9.4	32.5	31.9	30.3	3.9	4.3	4.6

資料來源: 公司資料・Bloomberg・好脈資本

綜合我們的情境分析，櫻花的隱含價值區間落在新台幣 87-151 元之間，基準情境為 111-127 元，較現價約有 34-53% 的上檔空間。整體而言，櫻花營運結構兼具「成長」與「防禦」特性，現行市場評價尚未充分反映其中長期營收潛力，以及獲利改善空間。

圖表1.10：櫻花隱含價值情境分析

情境假設	採用本益比倍數	隱含價值區間 (NT\$)	關鍵假設
保守情境 (Bear Case)	11-13 倍	87-103 元	廚衛電換購需求穩定，但 AI Kitchen 滲透率提升較慢；建案新增簽約金額與認列進度低於預期
基準情境 (Base Case)	14-16 倍	111-127 元	AI Kitchen 滲透率穩步提升；建案簽約逐步轉化為交屋認列營收
樂觀情境 (Bull Case)	17-19 倍	135-151 元	AI Kitchen 滲透率提升快於預期；建案新增簽約金額顯著增加

資料來源: 公司資料・好脈資本

1.7 風險與挑戰

櫻花在台灣廚衛電市場具備領先市占、深度通路與售後服務優勢，且近年已逐步由單品設備銷售延伸至家庭客戶價值經營。然而，公司仍面臨若干外部變數與執行風險，可能影響短中期營收認列與獲利表現：

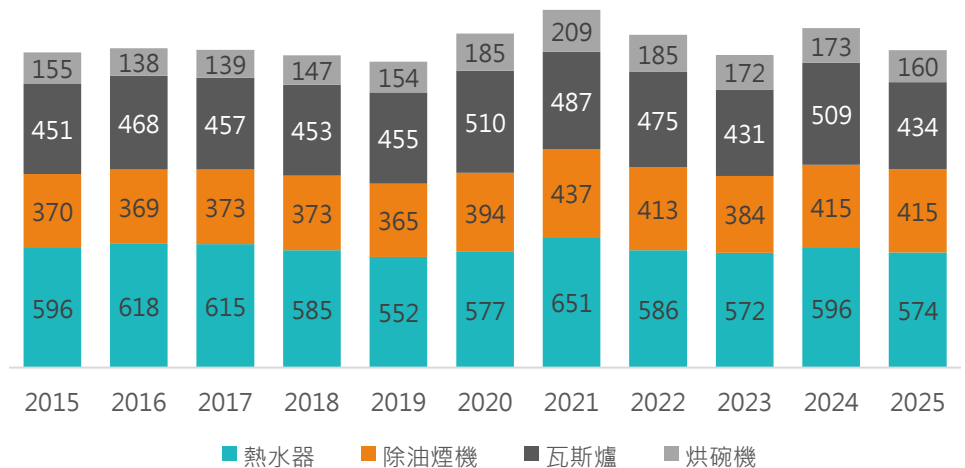
- **總體經濟與成本波動：**若通膨、利率或消費信心變化導致家庭裝修與耐久財支出轉趨保守，可能影響民眾廚衛電採購與裝修需求。同時，原物料、零組件、運輸及能源成本若出現大幅波動，也可能對短期毛利率及成本轉嫁造成壓力。
- **房地產景氣與建案認列風險：**櫻花核心營運仍以既有家庭換購為主，因此房市波動不至於完全主導公司基本盤。但新屋與建案市場仍是重要新戶入口，若房地產景氣降溫、限貸政策延續或建案推案或交屋時程遞延，可能影響建案相關訂單承接、專案認列節奏與建商端採購預算。
- **產業競爭與價格壓力：**廚衛電與智能廚房市場競爭持續升溫，國際品牌、在地品牌及低價品牌分別在高階、中階與平價市場形成競爭壓力。若同業透過價格促銷、通路補貼或新產品導入加速搶市，可能影響櫻花部分品類的市占、平均售價或毛利率。進口品牌代理市場亦存在競爭者增加的風險，可能壓縮中高階產品的銷售空間。
- **海外市場執行不確定性：**公司持續擴大海外布局，需面對不同市場的法規、產品規格、通路建置、品牌認知與售後服務模式調整等挑戰。海外事業長期具潛力，但實際貢獻時點與規模仍有待觀察。

2. 產業與公司展望

2.1 70% 營收來自換購需求，支撐營運防禦性

台灣廚衛電市場已進入成熟階段，年需求長期維持在約 150–160 萬台，顯示市場總量相對穩定，需求結構已由新增安裝轉向既有住宅設備的汰換與升級。換言之，龐大的住宅存量與既有安裝基礎，是支撐廚衛電市場維持穩定需求的主要來源。

圖表2.1：台灣廚衛電市場總量 (千台)



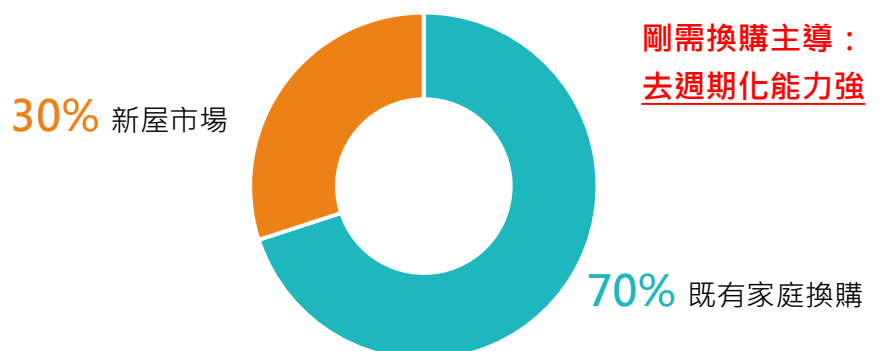
資料來源: 公司資料，好脈資本

目前櫻花約 70% 營收來自既有家庭換購需求，新屋市場約占 30%。對櫻花而言，換購需求不只是成熟市場下的自然結果，更是公司長期經營既有家庭用戶所累積的營運成果。公司自成立初期即長期深耕通路、服務與品牌信任，持續與既有客戶保持黏著度，使公司在產品老舊、故障維修或功能升級時，能優先承接消費者的換購需求。

廚衛電產品本身也具備較強的剛性需求。熱水器、瓦斯爐與抽油煙機均屬家庭日常高頻使用設備，與洗浴、烹調、安全使用及居家生活品質高度相關；一旦設備故障，通常難以長時間延後處理。因此，相較於一般可延後購買的消費性家電，廚衛電更接近家庭基礎設備，當產品老舊、維修成本提高、安全需求提升或功能升級誘因出現時，較容易形成明確換購需求。

因此，櫻花的營運基本盤主要建立在既有家庭換購之上，而非單純依賴新屋交付或建案循環。約 70% 的換購營收，使公司在房市景氣波動下仍具備穩定的收入基礎；新購市場則是新增家庭用戶的重要來源，並可透過櫻花的品牌、通路與服務能力，逐步轉化為未來維修、換購與升級需求。整體而言，換購市場提供營運穩定性，新購市場帶動中期營收成長與持續補充未來換購池，形成櫻花較不受房市週期主導的營運結構。

圖表2.2：櫻花營收結構



資料來源: 公司資料，好脈資本

2.2 價值擴張：從單品升級、耗材長尾到空間方案

在台灣廚衛電市場總量相對穩定的背景下，櫻花的成長重點不再只是「賣出更多台產品」，而是提高單一家庭客戶的可經營價值。公司透過 AI Kitchen 與高階智能廚衛電推動產品升級，淨水器事業創造耗材型長尾收入，並由整體廚房延伸到整體衛浴與全屋裝修，將業務範圍由單品設備擴大至完整居家空間方案，單戶價值具備數十倍的擴張空間，為成熟市場下延續成長的重要來源。

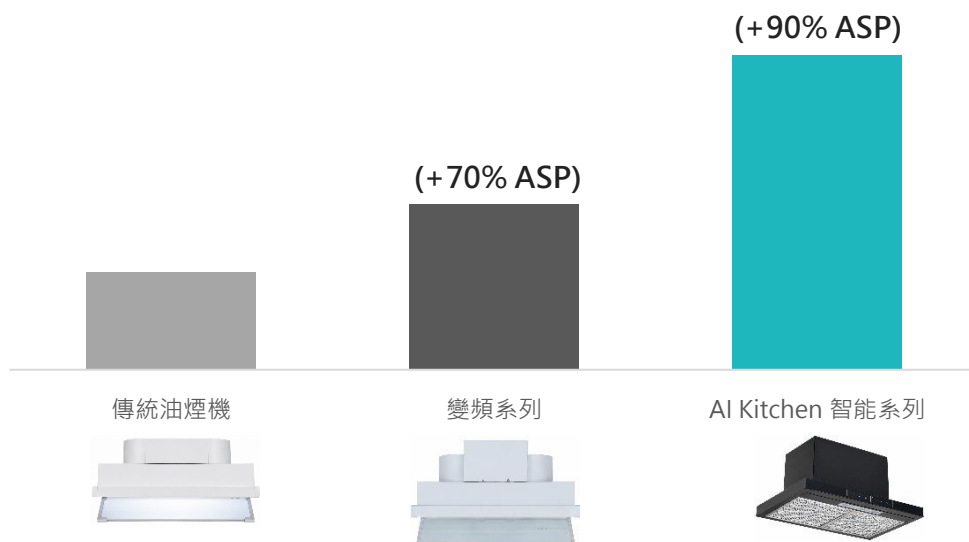
2.2.1 廚衛電價量轉移延續：AI Kitchen 帶動產品組合升級

櫻花過去十多年持續推出節能、渦輪變頻、渦輪增壓與智慧化產品，使產品組合逐步往高價值帶移動。2024 年公司正式推出 AI Kitchen 廚電系列，可視為此一升級路徑的下一階段。AI Kitchen 的核心並非單一產品智能化，而是將廚房場景中的料理、洗滌與收納等環節進行整合，透過環境感測、未來預判與智慧調節，使廚電設備從過去的單品獨立運作，升級為能夠依據使用情境自動反應的協同系統。換言之，AI Kitchen 將傳統廚電由單機功能設備，進一步提升為具備智慧偵測、設備連動與更佳使用體驗的高階產品方案。

消費者願意為廚衛電產品升級支付溢價，主要來自安全性、節能效率與使用便利性的提升。熱水器、瓦斯爐與油煙機屬於家庭高頻使用且具備安全屬性的基礎設備；若高階產品能降低使用疑慮、提升節能效率，或透過智慧偵測、自動調節與設備連動減少操作負擔，便能形成較明確的升級誘因。因此，當消費者原本就需要汰換既有設備時，櫻花可透過這些功能差異，引導需求由基本款轉向中高階產品，進而推升平均售價 (ASP) 與產品組合。

以抽油煙機建議售價為例，變頻系列相較傳統油煙機 ASP 約提升 70%，AI Kitchen 系列則可再較變頻機型提升約 90%，呈現明顯價格帶上移，反映消費者不只是為硬體規格付費，也願意為更佳效能、便利性、安全性、智能化與整體使用體驗支付溢價。

圖表2.3：抽油煙機升級路徑帶動 ASP 提升



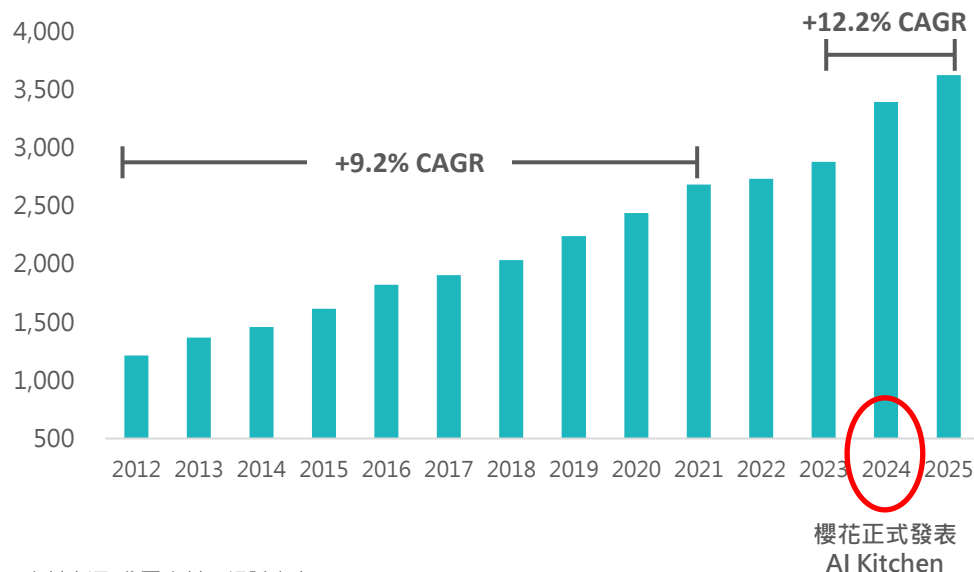
資料來源: 公司資料，好脈資本
註: 以櫻花官網油煙機建議零售價比較

從櫻花歷年營業毛利趨勢來看，產品升級帶動價量轉移的策略已確實反映在獲利成長上。2012–2021 年間公司持續推出變頻、節能與渦輪等高階機型，帶動營業毛利年複合成長約 9.2%，而 2023–2025 年營業毛利年複合成長更達 12.2%，顯示即使廚衛電市場總量相對穩定且已具備高市占率，透過產品規格提升與產品組合優化，仍可推升單機價值與毛利貢獻。

我們認為，未來隨著 AI Kitchen 滲透率持續提升，高階智能產品占比增加，

將有助於進一步推升 ASP、改善毛利率，並支撐核心廚衛電事業的營收動能與獲利品質。

圖表2.4：櫻花歷年營業毛利趨勢圖 (NT\$m)



2.2.2 淨水事業：濾心回購建立長尾收入基礎

淨水事業是櫻花放大單戶價值的另一個重要方向。相較傳統廚衛電主要來自設備汰換需求，淨水器具備「主機安裝 + 濾心更換」的商業模式；除一次性主機銷售外，後續濾心更換可帶來重複性耗材收入，使櫻花與家庭用戶的接觸不再只發生於設備購買或故障維修時，而是延伸至更穩定的定期服務場景。

台灣淨水器市場已有一定需求基礎，但品牌與通路相對分散。以前三大品牌來看，3M 與 Brita 的市占率分別落在 18~19% 跟 12~13%，櫻花則約在 9~10%，剩下市場份額則由數十個中小型廠牌、水電行自組品牌或白牌廠商分食，故消費者在選購、安裝、售後與濾心更換上，仍高度仰賴品牌信任與服務能力。對櫻花而言，淨水事業的意義不只是新增產品線，而是結合既有銷售通路、安裝服務與家庭客戶基礎，將主機安裝後的用戶關係延伸至後續濾心更換、定期提醒與服務觸發。

圖表2.5：低頻收入 vs. 長尾收入比較

項目	傳統廚衛電	淨水事業
初始收入	設備銷售	主機銷售
後續收入	維修 / 零件更換 / 換購	濾心定期更換 / 維修 / 換購
收入特性	交易頻率較低、週期較長	經常性、訂閱制
財務意義	提供穩定換購基本盤	長尾收入 + 毛利改善

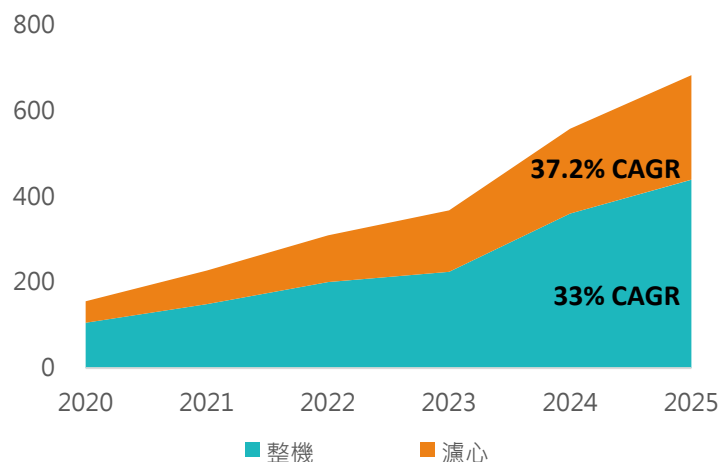
資料來源: 公司資料，好脈資本

櫻花於 2020 年開始積極耕耘淨水產品，並且是唯一具有內部研發團隊的品牌商，致力於推出具差異化與價值型的產品。淨水主機營收 2020–2025 年年複合成長率為 33%，同期濾心耗材營收年複合成長則達 37.2%，成長速度高於主機，反映隨主機安裝基數擴大，後續濾心更換需求正逐步累積。此一結構使淨水事業不僅具備產品銷售成長性，也開始形成可持續回購的收入基礎。

從獲利結構來看，濾心等耗材通常具備較佳毛利特性，毛利率較主機高出約 10–15 個百分點。因此，隨主機有效安裝量持續提升、濾心回購規模擴大，淨水事業有望提高營收可預測性，並逐步改善自身毛利結構。整體而言，淨

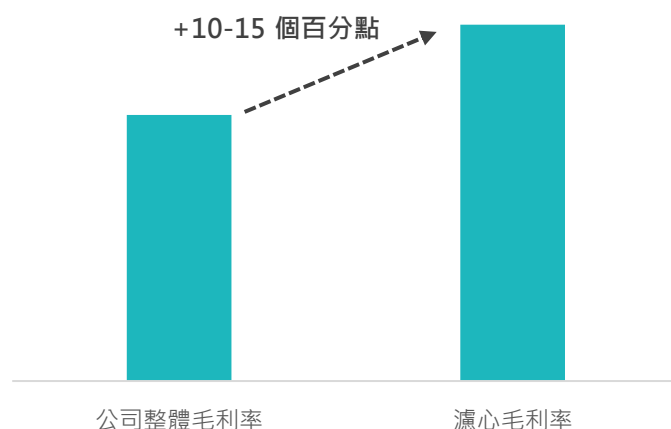
水事業讓櫻花既有家庭客戶與通路基礎上，建立一個具備重複消費、定期服務與毛利改善潛力的延伸業務，進一步放大單戶終身價值。

圖表2.6：櫻花淨水事業收入 (NT\$mn)



資料來源: 公司資料，好脈資本

圖表2.7：櫻花整體毛利率 vs. 濾心毛利率



資料來源: 公司資料，好脈資本

2.2.3 從單品到空間方案：單戶可承接價值級距放大

除了透過 AI Kitchen 提升單品價值、淨水器建立經常性收入外，櫻花更大的價值擴張來自業務範圍由單一廚衛電設備，擴大至整體廚房、全屋裝修與其他空間方案。此一轉變使櫻花不再只參與家庭設備汰換的單點需求，而能進一步切入家庭裝修與空間規劃決策，擴大單一家庭客戶的服務範圍與客單價。

目前公司空間方案的核心仍以整體廚房與全屋裝修為主。整體廚房是櫻花最具基礎的空間延伸業務，公司已累積超過 30 年經營經驗，具備廚電、櫥櫃、收納、檯面、設計、製造與安裝交付的一體化能力，年交付量可達 4 萬套，能對應建案端大規模交付需求。進一步延伸至全屋裝修後，櫻花則可從廚房場景擴大至玄關、客廳、臥室、收納與其他居家空間，透過一站式規劃、供應與施工管理，協助建商提升交屋完整度與服務效率，也使單戶可承接價值進一步放大。

以一般廚衛電設備為例，單機客單價多落在萬元級；若延伸至整體廚房，涵蓋廚電、櫥櫃、收納、檯面、設計與安裝服務，單戶金額可提升至十萬元級；若再擴大至全屋裝修方案，則可進一步提升至數十萬元級以上。換言之，櫻花從萬元級單品設備切入，逐步擴大至數十萬元級空間方案後，單戶可經營價值具備約數十倍的擴張空間。

台灣整體衛浴市場仍處於發展初期，2021 年前累計實績約 1.5 萬套，其中住宅建築類占比逾五成；其優勢在於模組化施作，具有工期較短且長期維修成本較低的優勢，符合營建缺工與縮短工期的產業需求。櫻花目前對卜大實業持有 43.19% 股權，卜大為台灣整體浴室市場中具規模的自產自銷業者，具有近 4,000 套的年交付產能，有助於櫻花在既有整體廚房與全屋裝修業務之外，保留向衛浴空間方案延伸的能力，公司可在既有建商合作、整體廚房交付與家居方案基礎上，進一步承接衛浴空間需求，作為單戶價值擴張的潛在增量。

圖表2.8：單戶價值級距放大路徑

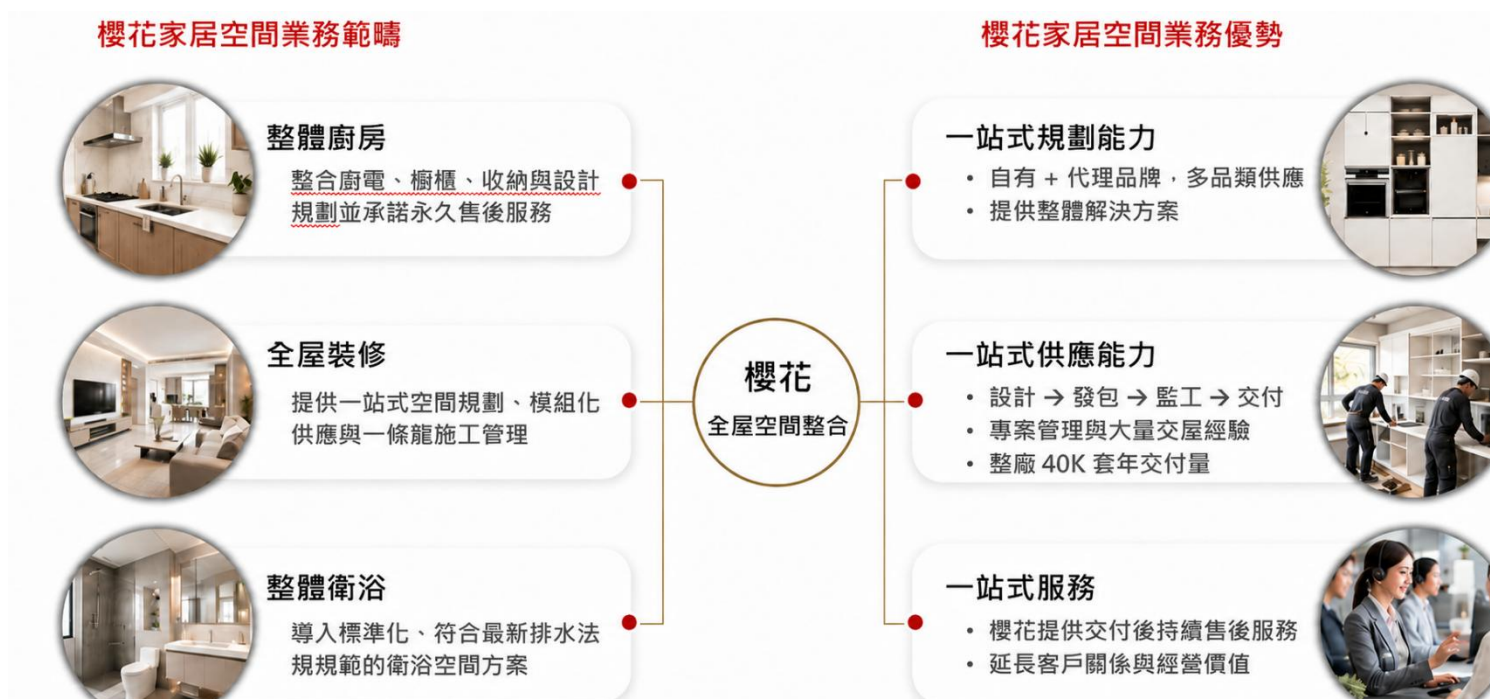


資料來源：公司資料，好脈資本

櫻花切入居家空間方案，並非跨入完全陌生的市場，而是建立在既有能力上的自然延伸。公司過去在廚衛電市場累積的品牌信任、製造與安裝能力、通路服務網絡，以及與建商合作的經驗，皆有助於支撐其由單品設備銷售擴大至整體空間方案；對消費者而言，空間方案涉及設計、選品、施工、交付與後續維護，對品牌可靠度與服務品質要求更高，而這正是櫻花長期經營家庭用戶所累積的基礎。

整體而言，櫻花單戶價值擴張路徑仍以「廚衛電單品 → 整體廚房 → 全屋裝修」為主軸，整體衛浴則提供後續延伸至更多居家空間場景的可能性。這不僅放大單戶客單價，也使公司能從傳統設備供應商，逐步轉向家庭空間方案與長期客戶經營平台。

圖表2.9：櫻花以既有能力承接空間方案



資料來源：公司資料，好脈資本

2.3 建案合作創造新戶入口，持續擴大未來換購池

櫻花約 70% 營收來自既有家庭換購需求，新屋市場約占 30%，因此公司營運基本盤並非高度依賴建案循環。建案市場的意義，在於使櫻花能透過新屋交付取得新增家庭客戶，並將其納入後續安裝、保固、售後、維修與換購體系。換言之，建案業務一方面擴增新購營收，另一方面也持續補充未來換購池，強化公司不受房市週期主導的營運結構。

2.3.1 建案規模化導入：低獲客成本取得新增家庭客戶

目前櫻花對台灣前 20 大建商覆蓋率達 80%，在建案市場具備明確合作基礎。透過建案導入廚衛電設備、整體廚房與家居空間方案，櫻花可在新屋交付階段即進入家庭場景，綁定購屋族群。

相較於零售端逐戶開發，建案合作可一次性接觸大量新增家庭用戶，有助於降低逐戶獲客成本。這些新戶在交屋後，將進入櫻花的服務體系，並逐步沉澱為未來維修、換購與升級需求的基礎。因此，建案市場不只是中期新購營收來源，更是櫻花補充長期換購基數的重要入口。

2.3.2 建案訂單能見度：簽約至交屋具備 3–5 年可視性

建案業務相較一般零售，具備更明確的訂單能見度。零售需求多與消費者汰換或購買行為同步發生，認列節奏較偏即時；建案業務則通常在規劃或施工階段即完成產品規格導入與合約簽訂，後續隨完工、交屋與安裝進度認列營收。因此，建案簽約金額可作為觀察未來數年新購營收的重要前瞻指標。

一般而言，建案從簽約、施工、交屋到設備安裝與營收認列，存在約 3–5 年的時間差。對櫻花而言，這代表公司可提前掌握未來交付需求與產能規劃的可視性。

圖表2.10：建案導入 vs 零售獲客

項目	零售端逐戶獲客	建案端規模化導入
接觸時點	主要為設備故障、汰換或裝修時	新屋交付
獲客方式	逐戶開發、通路較分散	與建商合作，一次導入多戶
導入內容	單品設備為主	廚衛電、整體廚房、家居方案
獲客效率	單戶接觸，獲客成本重複投入	規模化導入，攤提固定獲客成本
營收認列特性	需求發生後即時認列	隨完工交付認列
訂單能見度	低，可預測性低	較高，簽約至交屋具 3–5 年可視性
意涵	支撐穩定換購基本盤	新客戶取得並轉換成未來換購基數

資料來源：公司資料，好脈資本

2.3.3 台灣建案帶裝修滲透率提升空間大，家居事業成長可期

目前台灣新屋帶裝修滲透率仍低於 10%，相較鄰近亞洲市場普遍超過 50% 仍處於早期階段。隨台灣新建案趨勢逐步從毛坯屋或基本廚衛配備，走向帶裝修或部分裝修標配化，將有助櫻花擴大建案市場可承接價值，並帶動整體廚房、整體衛浴與家居空間方案需求。

對消費者而言，購屋後自行裝潢通常需額外準備數十萬至百萬資金，且需面對裝修公司選擇、品質控管、施工進度與售後保固等資訊不對稱問題；若由建商導入新屋裝修方案，相關費用可納入房貸分期攤還，有助於降低現金流壓力與避免裝潢監工可能衍生的問題。對建商而言，帶裝修可提升建案產品附加價值與銷售差異化，而櫻花擁有品牌、設計、供應鏈、施工管理與售後

服務能力等實績，並代替建商直接承接與消費者驗屋、交屋與後續維修保固等事項，能有效降低建商的管理負擔以及可能衍生的溝通成本與爭議，故建案市場也樂意導入櫻花家居方案。

圖表2.11：台灣鄰近國家建案帶裝修市場趨勢

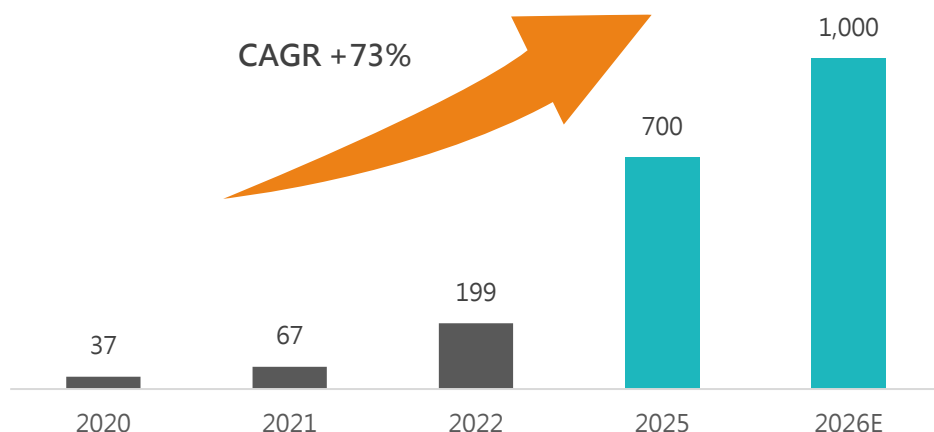
市場	主要交付形態	帶裝修滲透率概況	驅動原因與趨勢
台灣	毛胚屋 / 基本廚衛配備為主	低於 10%，仍處早期	消費者習慣自行裝修；建案差異化需求逐步提升
中國	精裝修，包含硬體裝潢、廚衛設備、固定式家具	新建住宅中超過 60% 已實現全裝修/精裝修交付	政策推動、房企差異化，近年需求與交付節奏放緩
日本	成品住宅，以標準硬裝為主	高度成熟 (> 90%)	房價與建築成本高導致坪數縮小，極度依賴「收納極大化」與「多功能整合家具」的預裝
韓國	公寓集中供給，標準化裝修較普遍	相對成熟 (> 70%)	大型建商主導、社區型住宅開發、標配化程度高
泰國	都市公寓多採帶裝修或半裝修交付	中高端公寓滲透率較高	開發商為提升銷售吸引力，多提供裝修、家具或家電配置；外國買方與投資型需求亦推動即住型產品
越南	毛胚與半裝修並存，中高端案逐步導入精裝	仍處成長初期	城市化、中產階級擴大與大型開發商興起，帶動中高端住宅導入標準化裝修與交付方案

資料來源: 好脈資本

註: 各市場「新屋帶裝修」定義與統計口徑不一，可能涵蓋精裝、半裝修、基本廚衛配備、家具家電或部分空間配置；本表主要作方向性比較。

從櫻花家居事業簽約金額來看，市場需求已開始反映在訂單動能上。2020 簽約金額約 3,700 萬，2025 年簽約金額約 7 億元，2026 年預計進一步成長至 10 億元，2020-2026 年複合成長達 73%，顯示建案端對新屋帶裝修趨勢以及櫻花整合能力的接受度皆持續提升。

圖表2.12：櫻花家居事業簽約金額 (NT\$mn)



資料來源: 公司資料，好脈資本

2.3.4 一站式規劃 x 供應 x 服務，規模交付能力

建案業務的競爭關鍵不僅在產品價格，更在於能否穩定對應大量戶數、跨棟別與多工種施工管理。對建商而言，若施作時程延誤、現場安裝協調不佳或售後支援不足，將直接影響交屋效率與客戶滿意度。因此，能否在大規模建案中維持一致的交付品質，是供應商能否長期取得建商合作的核心門檻。

櫻花在整體廚房市場已累積超過 30 年經營基礎，目前廚具年交付量約 4 萬套，故面對建案動輒上百戶甚至是破千戶的全屋裝修規模，具備從產品設計、製造供應、現場安裝到保固維修的一體化能力。相較於僅提供單一櫥櫃、廚衛電設備或施工服務的業者，櫻花可同時對應建案大規模交付、安裝排程、多工種協調與跨戶棟別管理，形成台灣市場高度稀缺的整合交付能力。

在工程管理上，櫻花採用 KAC 系統進行工程進度管控，協助追蹤各建案從供應、派工、安裝到驗收的執行狀態，提升大型建案交付的可管理性與時程掌握度。隨著建案導入範圍由整體廚房擴大至整體衛浴與全屋裝修方案，這套規模化交付與工程管理能力，將成為櫻花承接建案帶裝修趨勢的重要基礎與優勢。換言之，櫻花不只是建案設備供應商，而是能協助建商完成空間方案導入、交屋安裝、工程管理與後續家庭服務承接的整合型合作夥伴。

2.4 海外市場擴張：越南複製台灣模式，北美切入高單價品類

櫻花目前營運重心仍以台灣市場為主，且台灣本業在換購需求、AI Kitchen、淨水耗材與建案家居方案帶動下，已具備清楚的成長路徑與執行基礎。換言之，台灣市場足以支撐公司未來成長，但海外市場則提供櫻花進一步打開成長邊界的想像空間。其中，越南與北美分別代表不同型態的海外擴張機會：越南具備人口成長、城市化與住宅品質升級趨勢，適合作為櫻花複製台灣廚衛電經營模式的主要市場；北美則以抽油煙機作為切入品類，透過 ODM 與 OBM 並行方式逐步建立市場基礎。

圖表2.13：櫻花海外市場布局



資料來源：公司資料，好脈資本

越南是櫻花現階段海外布局中，最具長期規模化潛力的市場，目前年營收約新台幣 2-3 億元。根據 IMARC Group 預估，越南廚房電器市場規模將由 2025 年約 10.2 億美元成長至 2034 年約 15.3 億美元，城市化、所得提升與住宅品質升級，可望持續帶動廚房設備需求。除了市場本身的成長外，越南廚衛電市場的競爭格局仍相對分散，目前尚未出現同時在品牌認知、通路覆蓋及售後服務能力上具壓倒性優勢的領導者，為具備品牌經營與通路整合能力的業者留下發展空間。

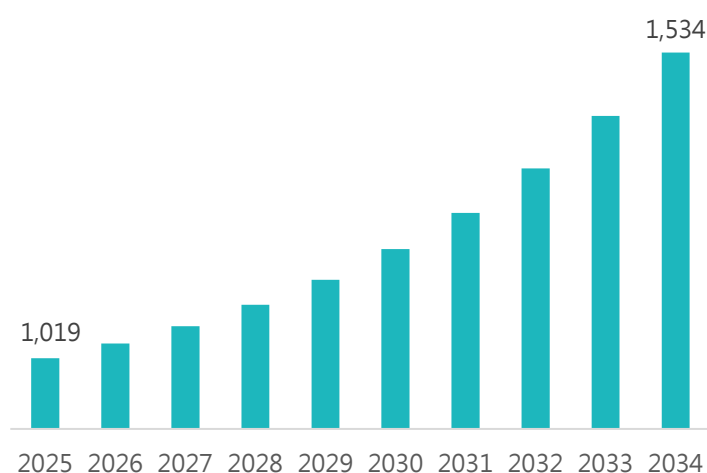
櫻花已在當地建立生產基地，並擁有超過 2,000 個銷售據點，初步具備在地製造與通路擴張的基礎。長期而言，若公司能進一步提升品牌滲透率、強化通路管理與售後服務體系，並逐步導入台灣市場已驗證的「產品銷售、安裝服務、長期換購與建案合作」經營模式，越南營收有機會取得優於市場平均的成長，並成為拓展其他東南亞市場的重要據點。我們認為越南市場長期具備貢獻新台幣 10 億元以上營收的潛力；惟目前營收規模仍小，品牌定位、通路效率、服務體系及商業模式能否成功複製，仍需透過後續營運表現逐步驗證，因此現階段宜將其視為具高度潛力、但仍處於投入與驗證期的海外成長引擎。

北美市場目前則以抽油煙機為主要切入品類，年營收約新台幣 6,000-7,000 萬元。從市場規模來看，北美抽油煙機市場本身已具備可觀基礎，預估將由 2025 年約 35 億美元成長至 2034 年約 63 億美元。對櫻花而言，北美市場

的戰略意義，不僅在於增加海外銷售，更重要的是藉由進入產品規格、安裝品質與售後服務要求較高的成熟市場，推動品牌由「台灣廚衛電龍頭」進一步升級為具國際競爭力的廚房設備品牌。

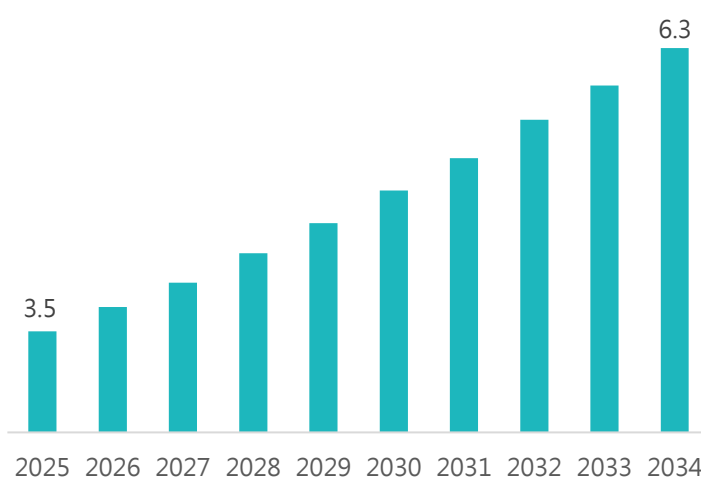
公司初期以抽油煙機作為切入點，透過 ODM 模式依客戶需求進行產品設計與製造，先進入既有品牌及通路體系，在控制市場開發風險的同時，累積對北美產品規格、消費需求與通路運作的理解；另一方面，公司亦積極拓展 OBM 機會，以自有品牌直接面向終端市場，逐步提升品牌辨識度、產品定價能力與長期品牌價值。若櫻花能持續累積產品口碑、通路合作及售後服務能力，北美市場的發展將不只是抽油煙機銷量的擴張，更可望成為公司驗證國際化能力的重要市場。未來產品線亦有機會由單一品類延伸至其他廚衛電產品，逐步建立更完整的產品組合與市場經營深度，並透過北美市場的品牌背書，強化櫻花在其他海外市場的品牌形象與拓展能力。

圖表2.14：越南廚房電器市場規模 (US\$mn)



資料來源: IMARC Group，好脈資本

圖表2.15：北美抽油煙機市場規模 (US\$bn)



資料來源: Global Market Insights，好脈資本

中國市場雖切入較早，但因當地房市與消費環境變化，營運策略相對保守，短期重點在於既有業務調整、產品結構優化與生產效率改善。

整體而言，櫻花海外布局可概括為「越南擴張、北美切入、中國優化」。目前公司成長主軸仍以台灣市場為核心，但越南與北美皆具備可觀的中長期潛在空間；若公司未來投入更多資源深化海外品牌、通路與服務體系，海外市場將有機會成為櫻花由台灣廚衛電龍頭走向區域居家生活平台的重要延伸。

2.5 產能建置與智能基地布局：支撐產品升級與規模交付

櫻花目前在台灣共擁有四座工廠。隨 AI Kitchen、整體廚房與家居空間方案需求提升，公司需要更高的交付穩定性、製造一致性與跨品類整合能力。近年公司持續優化產能配置，透過產線整併升級、製造流程優化與 AI 智能化導入，提升供應能力、生產效率與品質控管。同時，烏日二廠作為後續整廚與智能製造的重要基地，將進一步支撐大規模建案交付與產品升級需求。整體而言，產能布局優化有助於為未來營收成長保留彈性，並透過效率提升降低單位生產成本，支撐中長期營運與獲利擴張。

圖表2.16：櫻花智能製造基地



資料來源: 公司資料・好脈資本

3. 財務表現與預測

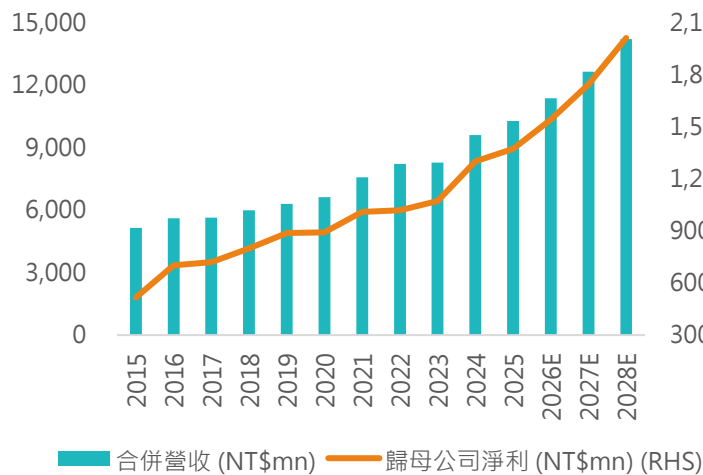
3.1 歷史營運表現 (2015–2025)

櫻花 2015–2025 年營收維持穩健成長，反映公司在台灣廚衛電高滲透率基礎上，持續透過價量轉移、新產品與新事業拓展擴大營運規模。2025 年營收正式突破新台幣百億元，EPS 達 6.24 元，創下歷史新高，顯示營收規模擴張已逐步轉化為獲利成長。

獲利能力方面，櫻花毛利率與營業利益率長期維持相對穩定，並隨高階產品與整體廚房等較高價值業務比重提升而逐步改善。2022 年毛利率短暫下滑，主要受到 2021 年底原物料成本上升影響，不過公司自 2022 年下半年起逐步反映成本壓力並調整價格，帶動 2023 年毛利率明顯回升。

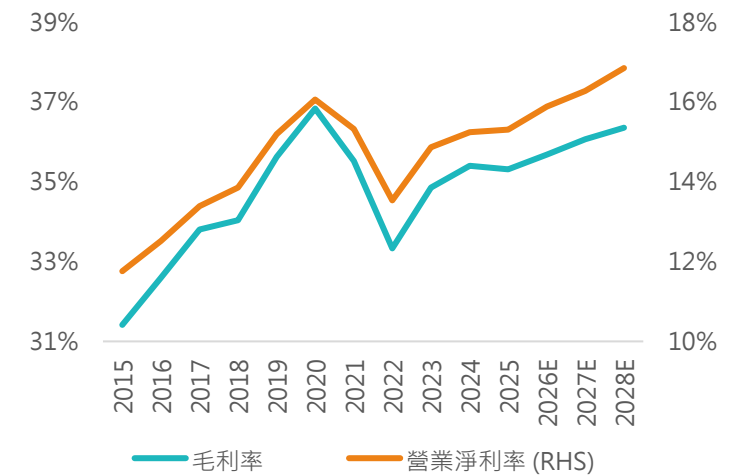
整體而言，櫻花過去十年展現「穩定換購基本盤、產品組合升級與新事業放大」的複合成長特徵。後續隨 AI Kitchen、整體廚房、淨水與家居空間方案占比提升，公司營收擴張與獲利率改善仍具延續空間。

圖表 3.1：櫻花合併營收及歸屬母公司淨利趨勢



資料來源：公司資料，好脈資本

圖表 3.2：櫻花毛利率及營業淨利率趨勢



資料來源：公司資料，好脈資本

3.2 財務預估與近期表現 (2026–2028)

2026 年上半年營運重點摘要：

- 合併營收 54.97 億元 (年增 6.4%)；
- 營業利益 8.61 億元 (年增 8.7%)，營業利益率 15.7%；
- 歸屬母公司淨利 7.13 億元 (年增 7.1%)，EPS 3.26 元。

營運動能主要來自高階產品升級與新事業成長。上半年 AI 產品銷售額年增 16%，顯示智慧廚房應用逐步獲得市場認同，並帶動高階產品占比提升，使廚衛電事業營收年增 5%。淨水事業方面，隨主機安裝基數持續累積，濾心銷售額年增 19%，反映耗材回購需求逐步放大。

整體家居事業則受惠建案交屋進度推進，上半年營收年增 7%。建案端，公司持續發揮整體廚房規劃、供應與大規模交付能力；零售端則透過生活館通路與顧問式服務，提升消費者產品體驗。AI Kitchen 在建案及零售市場的簽約滲透率皆已達 20% 以上，持續推動智慧廚房與產品升級需求。同時，上半年整體廚房與全屋裝修新增簽約量合計年增 16%，反映建商需求與公司接案動能穩健提升，並為後續出貨與營收認列提供能見度。

整體而言，上半年營業利益成長優於營收成長，顯示高階產品占比提升與產品組合改善已逐步反映在獲利表現上，驗證公司由傳統廚衛電銷售，向高價值智能產品、淨水耗材與整體家居方案升級的趨勢正逐漸轉化為財務成果。

我們預估櫻花營收將由 2025 年的 102.8 億元提升至 2028 年的 142.1 億元，對應 2025–2028 年營收年複合成長率約 11.4%。主要成長來自於建案市場擴張，並由廚衛電事業穩定支撐整體營收規模。

廚衛電事業

我們預期廚衛電事業營收占比將由 2025 年的 55.0% 下降至 2028 年的 51.3%，但同期廚衛電營收年複合成長率仍約有 9%。換言之，占比下降並非來自營收衰退，而是整體廚房、家居事業等建案相關業務成長速度更快，帶動公司營收結構更加平衡。

廚衛電事業的成長動能主要來自產品升級與 AI Kitchen 滲透率提升。我們預期 AI Kitchen 機型占整體出貨台數比重將由 2025 年的 5.7% 提升至 2028 年的 9.7%，推升高階智能產品占比，並帶動 ASP 與產品組合持續優化。

此外，淨水事業將成為廚衛電相關業務中成長幅度較快的項目。隨主機安裝基數擴大，後續濾心更換需求將逐步累積，帶動耗材營收快速成長。我們預估 2025–2028 年濾心耗材營收 CAGR 約 27.6%，將於 2028 年突破新台幣 5 億營收，且高於同期淨水主機營收 CAGR 的 14.2%，反映耗材回購模式對單戶價值與營收可預測性的提升。

建案相關事業（整體廚房與家居事業）

建案相關事業短期營收認列仍受過往簽約節奏影響。2023–2024 年受「新青年安心成家貸款」政策帶動，房市銷售熱絡，建商在去化壓力較低、銷售速度較快的情況下，對全屋裝修導入的積極度相對有限，使櫻花家居事業簽約金額短期承壓。由於建案業務從簽約到完工交屋通常存在約 3–5 年時間差，2023–2024 年簽約動能較弱，將使 2026–2027 年相關營收認列增幅相對溫和。

不過，自 2025 年起，櫻花家居事業簽約金額明顯回升，反映建案端對全屋裝修方案的接受度提升。我們預估家居事業營收將由 2025 年約 2 億元，提升至 2028 年約 6.5 億元；其中 2026–2027 年仍處於簽約動能轉換至營收認列的過渡期，2028 年起隨新簽約案件進入交付階段，營收成長有望加速。

若將整體廚房中來自建案的貢獻與家居事業合併觀察，我們預估整體建案營收將由 2025 年約 28.7 億元，提升至 2028 年約 48 億元，對應 2025–2028 年的年複合成長率約 18.7%，建案相關營收占比預估將由 2025 年約 28% 提升至 2028 年約 34%。

海外市場方面短期營收貢獻仍相對有限，不作為主要成長假設。越南市場受惠城市化與廚衛電需求提升，具備較高成長潛力，我們預估 2025 年到 2028 年的越南營收年複合成長率約 9.3%；北美市場則仍處於通路與產品布局階段。換言之，2026–2028 年主要成長動能仍來自台灣市場。

獲利結構預期持續改善

我們預估櫻花整體毛利率將由 2025 年的 35.3%，逐步提升至 2028 年的 36.4%。毛利率改善主要來自廚衛電高階產品占比提升、高毛利濾心耗材貢獻增加，以及整體廚房規模化交付帶來的效率改善；家居事業隨交付量提升與極低獲客成本，亦逐漸顯現規模化效益，毛利率往 35% 靠攏。

櫻花營業利益率將由 2025 年的 15.3% 提升至 2028 年約 16.9%，反映建案一次性導入多戶降低獲客與服務成本，以及公司持續推動產線整併與智慧製造，提升營運槓桿。稅後淨利預估由 13.7 億元成長至 20.1 億元，EPS 則由 6.24 元提升至 9.19 元，對應 2025–2028 年 EPS 年複合成長率約 13.8%，成長幅度優於營收。

圖表3.3：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\$m)					
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3.4：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

3.3 股利政策與股東報酬

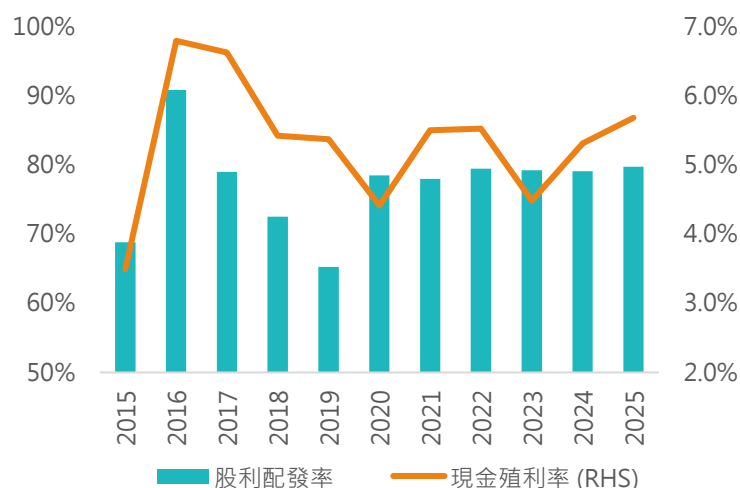
櫻花長期維持穩定現金股利政策，配息率大多維持在 70–80%，反映公司現金流穩定、資本支出壓力相對可控，並具備將多數盈餘回饋股東的能力與意願。以 2025 年每股現金股利 5.0 元計算，現金殖利率約 6.0%，在穩定成長型公司中具備一定吸引力。

圖表3.5：櫻花歷年股利發放 (NT\$)



資料來源: 公司資料・好脈資本

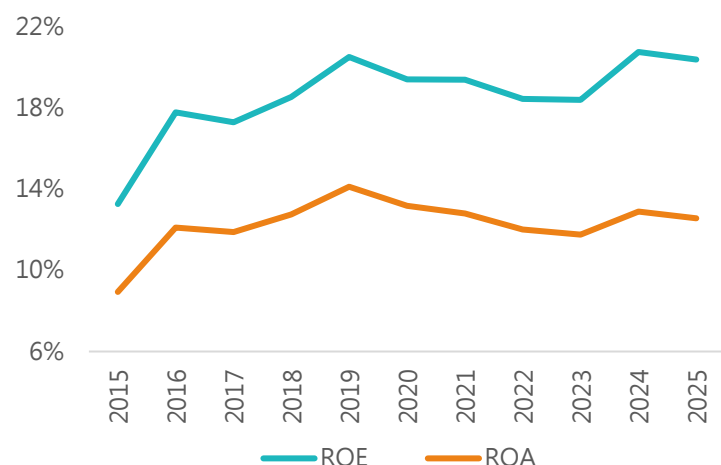
圖表3.6：櫻花歷史發放率與殖利率



資料來源: 公司資料・好脈資本

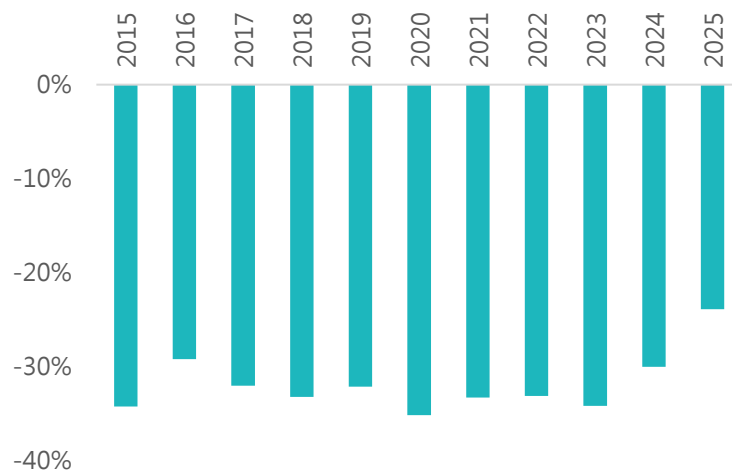
從股東報酬角度來看，櫻花 ROE 長期多維持在 20% 上下，顯示公司在穩健資本結構下仍具備良好獲利效率。同時，公司長期維持淨現金體質，代表帳上自有現金部位充足、財務槓桿偏低，整體財務結構抗風險能力強。良好的財務體質使櫻花在投入新產品、新事業與新市場布局時，具備較高資金彈性，且不需過度依賴舉債支應成長投資。整體而言，穩定現金流、淨現金部位與低槓桿結構，是公司能夠維持高配息政策，同時持續投資長期成長項目的重要基礎。

圖表3.7：櫻花歷年 ROE 與 ROA



資料來源: 公司資料，好脈資本

圖表3.8：櫻花歷年淨負債權益比



資料來源: 公司資料，好脈資本

4. 評價與情境分析

4.1 評價架構

我們採用同業比較法為主要評價依據，核心指標以 2027 年預估本益比 (Forward P/E) 為主，並輔以 P/B、ROE 與現金殖利率交叉檢驗。由於櫻花具備穩定換購需求基本盤，同時正透過 AI Kitchen、淨水耗材、整體廚房與家居空間方案推動單戶價值擴張，本益比能較直接反映其未來獲利成長與估值重估空間；現金殖利率則可作為衡量其穩定現金流與高配息政策下股東回報吸引力的重要補充指標。

同業比較組合涵蓋五大類：

- 台灣住宅設備與家居產品同業：億豐、和成、凱撒衛浴。
- 國際廚衛電與家居家電同業：Noritz、Rinnai、Coway 等。
- 國際水科技與淨水解決方案同業：A.O. Smith、Watts Water、Pentair、Zurn Elkay、Ariston。
- 國際居家空間解決方案同業：TOTO、LIXIL。
- 台灣消費性類股指標廠商：統一超、全家、寶雅。

此比較架構可同時反映櫻花在廚衛電、淨水耗材、家居空間方案與台灣穩定消費型公司財務特徵上的多重屬性。

圖表4.1：櫻花市場評價與同業比較

	市值	EPS CAGR	本益比 (x)			股價淨值比 (x)			企業價值倍數 (x)			股東權益報酬率 (%)			殖利率 (%)		
	(US\$m)	2025-2028E	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
台灣住宅設備與家居產品同業																	
櫻花	571	13.8%	11.9	10.6	9.2	2.5	2.3	2.2	8.0	7.0	6.0	21.9	23.6	25.3	6.8	7.7	8.8
和成	231	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
凱薩衛浴	87	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
億豐	3,447	9.2%	15.1	14.3	12.9	3.5	3.2	2.9	8.6	7.9	7.3	24.2	23.6	22.9	4.5	5.0	5.3
平均		11.5%	13.5	12.4	11.0	3.0	2.8	2.5	8.3	7.5	6.7	23.1	23.6	24.1	5.7	6.3	7.1
國際廚衛電與家居家電同業																	
Noritz	722	-0.6%	14.5	26.1	34.8	0.7	0.7	0.7	8.8	8.3	8.0	5.7	3.1	2.3	4.0	3.4	3.4
Rinnai	3,217	7.8%	14.7	14.1	13.7	1.2	1.1	1.0	6.1	6.0	5.6	8.5	8.1	8.1	2.8	2.9	3.1
Coway	4,666	11.7%	9.3	8.2	7.7	1.6	1.4	1.2	6.2	5.7	5.4	18.2	17.8	17.2	3.4	3.8	4.5
平均		6.3%	12.8	16.1	18.7	1.2	1.1	1.0	7.0	6.7	6.3	10.8	9.7	9.2	3.4	3.4	3.7
國際熱水設備與淨水方案同業																	
A.O. Smith	8,695	4.8%	16.9	15.8	13.8	4.6	4.1	3.7	11.4	10.8	10.2	27.2	27.7	27.8	2.3	2.3	2.4
Watts Water	13,094	13.9%	30.8	27.9	26.0	5.6	4.8	4.2	20.5	18.4	17.3	18.9	19.4	16.6	0.6	0.7	0.7
Pentair	10,997	9.4%	16.7	14.0	12.8	2.8	2.5	2.2	12.3	10.9	10.2	19.0	19.5	18.5	1.6	1.6	1.7
Zurn Elkay	8,529	19.4%	29.5	29.2	25.3	5.1	4.7	4.1	17.2	15.9	15.0	18.4	18.7	19.3	0.9	0.9	0.9
Ariston	1,651	4.2%	12.0	10.7	9.5	0.9	0.9	0.8	6.1	5.3	4.9	8.4	9.1	9.7	2.9	3.5	3.7
平均		10.3%	21.2	19.5	17.5	3.8	3.4	3.0	13.5	12.3	11.5	18.4	18.9	18.4	1.6	1.8	1.9
國際居家空間解決方案同業																	
TOTO	6,860	69.2%	32.6	22.5	18.5	2.1	1.9	1.8	11.8	10.4	8.7	6.3	8.9	10.2	1.5	1.8	2.3
LIXIL	3,291	132.6%	43.7	35.3	20.8	0.9	0.8	0.8	9.3	9.0	7.9	1.9	2.2	3.8	5.0	5.0	5.0
平均		100.9%	38.2	28.9	19.6	1.5	1.4	1.3	10.5	9.7	8.3	4.1	5.5	7.0	3.2	3.4	3.6
台灣消費性類股指標廠商																	
寶雅	2,616	14.4%	21.8	19.7	17.9	14.1	10.9	10.3	13.0	12.9	11.9	53.0	50.4	43.6	4.0	4.4	4.8
統一超	7,082	10.9%	18.9	17.7	14.9	5.0	4.3	3.9	7.7	7.4	7.1	26.2	25.5	27.0	4.2	4.5	4.9
全家便利商店	1,282	7.5%	23.7	21.0	19.6	4.3	4.1	3.9	7.0	8.0	9.2	18.3	19.7	20.2	3.6	4.0	4.0
平均		10.9%	21.5	19.5	17.5	7.8	6.4	6.0	9.2	9.5	9.4	32.5	31.9	30.3	3.9	4.3	4.6

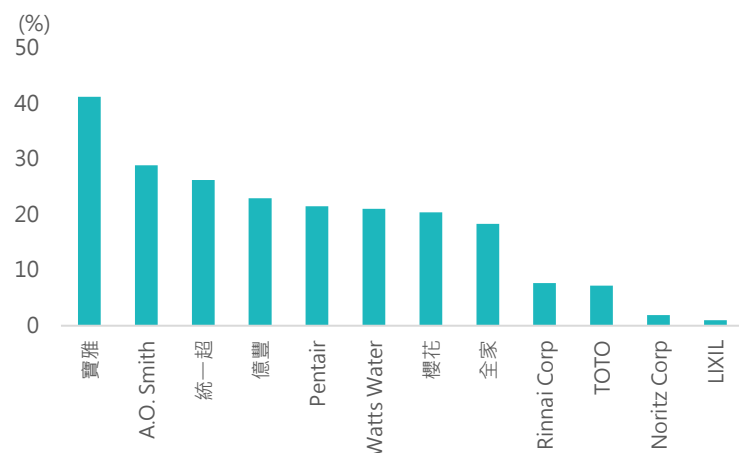
資料來源：公司資料、Bloomberg、好脈資本

我們納入寶雅、全家與統一超作為比較對象，並非將其視為業務模式完全相同的同業，而是因這些公司過去具備穩定消費需求、廣泛通路網絡、良好資本效率與穩定現金流，長期受到市場與外資投資人青睞，並享有較高本益比評價。櫻花同樣具備高市占率、廣泛通路、穩定換購需求與淨現金體質，主要財務指標並不遜於這些消費性指標公司，但目前本益比卻存在明顯落差。

從估值結果來看，櫻花目前 2027E P/E 約 10.6 倍，低於台灣住宅設備與家居產品同業億豐的 14.3 倍，亦低於國際廚衛電與家居家電同業平均約 16.1 倍。若進一步與具備耗材回購或空間方案屬性的國際同業相比，折價更為明顯；國際水科技與淨水解決方案同業 2027E P/E 平均約 19.5 倍，國際居家空間解決方案同業平均約 28.9 倍，台灣消費性類股指標廠商平均亦達 19.5 倍，均顯著高於櫻花目前估值水準。此一折價並非來自成長性不足。根據我們預估，櫻花 2025–2028E EPS CAGR 約 13.8%，高於億豐的 9.2%，亦優於國際廚衛電與家居家電同業平均約 6.3%、國際水科技與淨水解決方案同業平均約 10.3%，以及台灣消費性類股平均約 10.9%。

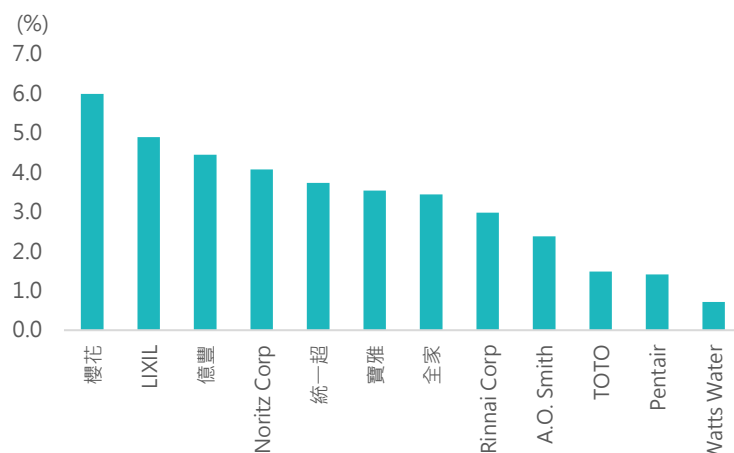
再比較各項財務品質，櫻花在 ROE、現金殖利率、現金循環週期與淨負債權益比等主要指標上，綜合表現優於多數可比公司。整體而言，櫻花的獲利成長性與營運體質兼具品質與韌性，但本益比評價卻落在相對偏低區間，顯示市場目前給予的估值仍偏向傳統住宅設備與硬體製造商水準，尚未充分反映其轉向經營家庭終身價值平台的成長路徑。我們認為目前的評價仍偏保守，長期具備估值重估空間。

圖表 4.2 : ROE 比較 (2025)



資料來源: 公司資料 · Bloomberg · 好脈資本

圖表 4.3 : 現金殖利率比較 (2025)



資料來源: 公司資料 · Bloomberg · 好脈資本

圖表 4.4 : 現金循環週期比較 (2025)



資料來源: 公司資料 · Bloomberg · 好脈資本

圖表 4.5 : 淨債務權益比比比較 (2025)



資料來源: 公司資料 · Bloomberg · 好脈資本

4.2 情境式隱含價值分析

為反映櫻花在穩定剛性換購需求與建案市場成長下，不同執行狀況可能對估值帶來的影響，我們以 2027 年預估 EPS NT\$7.97 元為基礎，搭配不同本益比假設，推導出情境式的隱含價值區間。

圖表 4.6：櫻花隱含價值情境分析

情境假設	採用本益比倍數	隱含價值區間 (NT\$)	關鍵假設
保守情境 (Bear Case)	11-13 倍	87-103 元	廚衛電換購需求穩定，但 AI Kitchen 滲透率提升較慢；建案新增簽約金額與認列進度低於預期
基準情境 (Base Case)	14-16 倍	111-127 元	AI Kitchen 滲透率穩步提升；建案簽約逐步轉化為交屋認列營收
樂觀情境 (Bull Case)	17-19 倍	135-151 元	AI Kitchen 滲透率提升快於預期；建案新增簽約金額顯著增加

資料來源：公司資料，好脈資本

樂觀情境 (Bull Case): 隱含價值 NT\$135-151 元 (2027E P/E 約 17-19 倍)

在相對樂觀情境下，假設櫻花多項成長動能同時優於基準假設，包括：AI Kitchen 滲透率提升快於預期，廚衛電 ASP 與產品組合進一步優化；建案帶裝修滲透率提升，推升整體廚房與家居空間方案簽約金額明顯成長；同時，建案簽約轉化為交屋認列的節奏順利，促使建案相關營收貢獻加速提升。

在此情境下，市場對櫻花的評價可望由傳統廚衛電硬體商，逐步向具備換購、耗材回購、空間方案與家庭客戶經營能力的平台型公司靠攏，本益比對應至較高區間，隱含價值約落在 NT\$135-151。

基準情境 (Base Case): 隱含價值 NT\$111-127 元 (2027E P/E 約 14-16 倍)

基準情境假設營運進展大致符合目前預期：廚衛電換購需求維持穩定，AI Kitchen 滲透率穩步提升，推動高階產品占比與 ASP 改善；建案簽約逐步轉化為交屋與營收認列，整體廚房與家居方案貢獻持續提高；淨水事業則隨主機安裝基數擴大，帶動濾心耗材回購成長。

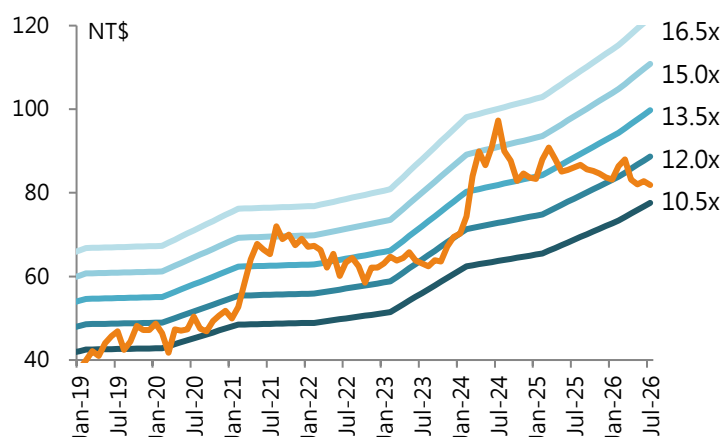
在此情境下，櫻花兼具防禦性換購基本盤與建案新購成長動能，估值水準應高於傳統硬體設備商，並逐步反映其家庭終身價值平台的轉型潛力。對應 2027E P/E 約 14-16 倍，隱含價值區間約為 NT\$111-127。

保守情境 (Bear Case): 隱含價值 NT\$87-103 元 (2027E P/E 約 11-13 倍)

保守情境主要反映成長動能推進較慢的可能性，包括：廚衛電換購需求雖維持穩定，但 AI Kitchen 滲透率提升速度低於預期；建案交屋與家居方案新增簽約金額認列進度落後，使整體廚房與家居事業短期成長不如預期；同時，全屋裝修事業尚未顯現規模化效益，毛利率改善幅度有限。

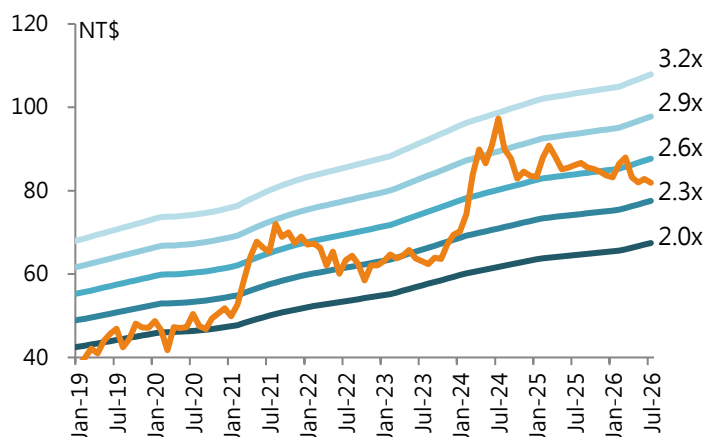
在此情境下，市場可能仍以傳統廚衛電硬體商角度評價櫻花，給予較低本益比區間。不過，考量公司仍具備 70% 換購需求基本盤、淨現金體質、穩定現金流與高配息政策，估值下方仍具一定支撐，隱含價值約落在 NT\$87-103。

圖表 4.7：櫻花預期本益比



資料來源：公司資料，好脈資本

圖表 4.8：櫻花預期股價淨值比



資料來源：公司資料，好脈資本

4.3 風險與挑戰

- **總體經濟與成本波動：**若通膨、利率或消費信心變化導致家庭裝修與耐久財支出轉趨保守，可能影響民眾廚衛電採購與裝修需求。同時，原物料、零組件、運輸及能源成本若出現大幅波動，也可能對短期毛利率及成本轉嫁造成壓力。
- **房地產景氣與建案認列風險：**櫻花核心營運仍以既有家庭換購為主，因此房市波動不至於完全主導公司基本盤。但新屋與建案市場仍是重要新戶入口，若房地產景氣降溫、限貸政策延續或建案推案或交屋時程遞延，可能影響建案相關訂單承接、專案認列節奏與建商端採購預算。
- **產業競爭與價格壓力：**廚衛電與智能廚房市場競爭持續升溫，國際品牌、在地品牌及低價品牌分別在高階、中階與平價市場形成競爭壓力。若同業透過價格促銷、通路補貼或新產品導入加速搶市，可能影響櫻花部分品類的市占、平均售價或毛利率。進口品牌代理市場亦存在競爭者增加的風險，可能壓縮中高階產品的銷售空間。
- **海外市場執行不確定性：**公司持續擴大海外布局，需面對不同市場的法規、產品規格、通路建置、品牌認知與售後服務模式調整等挑戰。海外事業長期具潛力，但實際貢獻時點與規模仍有待觀察。

5. 附錄

5.1 經營團隊簡介

董事長：張永杰先生

張永杰先生為櫻花的二代經營者，為公司近十年轉型的重要推動者。自 2013 年出任董事長以來，帶領公司由傳統熱水器、瓦斯爐以及排油煙機「三機」零售商，逐步轉型為整體家居解決方案業者，積極推動品牌形象升級、產品技術升級、通路服務升級與服務系統升級。張董事長於 2018 年成立「經營規劃室」，專門主導公司長期發展策略，並於 2019 年定下邁向「百億營收」的成長願景，並圍繞此目標展開一連串內部組織轉型與營運模式升級。

學歷背景

- 美國南加大國際關係系

專業經歷

張董事長於正式接任董事長前，已於集團內深耕多年，對於兩岸市場及品牌通路運籌有豐富實務經驗：

- 雅適國際流通事業(股)公司執行長
- 台灣櫻花(股)公司董事長特助
- 櫻花衛廚(中國)股份有限公司總經理

總經理：李惠恂先生

李總經理是帶領櫻花成功跨越「百億營收」大關的核心執行者。在進入櫻花前，李惠恂先生曾在知名消費品企業歷練，對於消費者洞察與通路經營有極高的敏銳度。在櫻花集團內歷任品牌行銷、投資人關係、營運規劃與策略整合等角色，具備深厚的行銷管理與產業實務背景。2023 年 7 月 1 日正式接任總經理後，更加積極推動企業轉型，公司同年 10 月推出「HOME in O.N.E」理念，提供「一站式服務」、「多樣產品選擇」、「輕鬆擁有」整體解決方案，以創新模式滿足各式家庭需求。在他領導的管理團隊推動下，櫻花於 2025 年正式達成營收突破 100 億台幣的里程碑，實現了公司成立以來最重要的規模突破，並進一步立下營收 150 億的新願景。

學歷背景

- 中原大學企管系

專業經歷

- 台灣櫻花(股)公司經營規劃室副總經理
- 台灣櫻花(股)公司企劃處總監
- 永豐餘紙業家品事業部經理

在管理階層長期穩健經營與治理紀律下，櫻花亦將 ESG 議題逐步納入營運管理與企業發展方向。公司在 ESG 表現上以穩健治理、環境永續與社會責任為三大主軸：

- 治理面：公司長期強化治理透明度與法規遵循，重視董事會職責並定期辦理董事會績效評估；另外亦強調零個資外洩、零重大違法 / 貪腐事件。
- 環境面：訂定 2050 年集團目標淨零排放，溫室氣體盤查範圍已擴大揭露至範疇三；推動節能設計與綠色產品，主力產品多數已達標二級效能，並持續朝一級能效邁進。
- 社會面：追求顧客與供應鏈永續共榮，將 ESG 納入供應商季度評核，且主要供應商 ESG 稽核覆蓋率已達 100%。

圖表5.1：櫻花「HOME in O.N.E」創新服務理念



資料來源: 公司資料・好脈資本

5.2 AI Kitchen：廚房生活的新定義

櫻花自 2024 年開始提出 AI Kitchen 概念，推動智能化廚電產品，以 PREVU (Predictable + View) 為核心概念，透過數據收集、環境感測與 AI 運算為產品技術基礎，即時掌握料理過程中的各項變化，將原本不可視、不可量化的烹飪過程，轉化為可觀測、可分析的數據基礎，推動廚電產品使用從「經驗判斷」邁向「精準掌控」。

PREVU 運作邏輯可分為三個核心層次：

- 環境感測：透過多點溫度監測與使用狀態判讀，即時捕捉烹飪過程中的關鍵資訊，使料理過程由經驗導向轉為數據導向。
- 未來預判：系統依據即時數據與歷史模型進行分析，預測使用者下一步需求，例如火力調整、油煙變化或水量控制，實現從反應式操作轉為預測式決策。
- 智慧調節：系統自動執行最佳化設定，包括火力控制、排煙效率與安全機制，讓整體料理流程達到最優化的使用體驗。

AI Kitchen 除了產品本身智能化，更強調不同產品間的協同連動，例如 IH 感應爐與油煙機連動，依料理狀態自動調整火力與抽風量。此一升級使廚電產品不再只是獨立設備，而是逐步形成可互相感知、反應與調節的廚房系統。對消費者而言，連動功能可提升安全性、便利性與料理效率；對櫻花而言，則有助於推動消費者由單機購買升級至 1+1 甚至 1+N 的套系購買，進一步提高單戶客單價與產品組合價值。

隨著 AI Kitchen 產品滲透率提升，櫻花亦可累積更多使用場景與設備互動資料，回饋至後續產品研發、功能優化與服務提醒。長期來看，AI Kitchen 不只是高階產品線，而是櫻花從單品硬體銷售走向智能廚房生態與家庭終身價值經營的重要入口。

圖表5.2：櫻花 AI Kitchen 科技深度融入家居空間設計



資料來源: 公司資料・好脈資本

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/>。