

## 91APP

(6741.TW/6741 TT)

## 增加持股 · 首次評等

收盤價 June 16 (NT\$)	123.5
12 個月目標價 (NT\$)	173.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	40.1

## 焦點內容

我們看好 91APP 受惠 D2C 大趨勢以及實體零售網路滲透率提高，且公司在實體零售業極具競爭優勢，我們給予「增加持股」投資評等，以 2024 預估 EPS 4.94 元及本益比 35 倍計算，目標價為 173 元。

## 交易資料表

市值：(NT\$/US\$mn)	14.89 / 481.9
流通在外股數(百萬股)：	120.6
外資持有股數(百萬股)：	73.52
3M 平均成交量(百萬股)：	2.71
52 週股價(低\高)(NT\$)：	72.40 -156.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	6	32.2	-5.7
相對表現 (%)	-7.6	13.2	-14.9

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.55A	0.60A	0.67A	1.00A
2023	0.64A	0.78F	0.81F	1.40F
2024	0.90F	1.03F	1.15F	1.87F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

[請即投票](#)

## 凱基投顧

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
serena.hsu@kgi.com

曾繁仁  
886 2 2181 8734  
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 實體零售虛實融合(OMO)的市場領導者

## 重要訊息

我們看好 91APP 2023-25 獲利皆達 20% 以上成長，主因 1、D2C 及實體零售網路滲透率持續提高；2、91APP 在零售 SaaS 領域具顯著競爭優勢。

## 評論及分析

**D2C 趨勢及網路滲透率持續提高：**鑑於 D2C 在成本控制及精確數據取得上都優於 B2C，我們認為 D2C 為現今實體零售之主要趨勢，2023-28 預估 CAGR 為 13-15%，高於 B2C 的 8-10%。此外，2022 年台灣電商滲透率(不含汽車、建材及燃料)僅達 15%，遠低於其他成熟國家的 30% 以上，其中實體零售網路滲透率更只有 5.5%，我們預估在整體電商持續發展，且 D2C 成長大於 B2C 的情況下，2025 年整體電商及實體零售網路滲透率將分別達 18.5% 及 7%。91APP 提供完整 OMO 解決方案，受惠上述兩大趨勢，預估 2023-25 營收成長將高於 D2C 產業成長力道。

**91APP 在零售軟體及服務 (SaaS) 的競爭優勢：**91APP 的競爭優勢在於：1、專注於 OMO 複雜性高的實體零售業，提供一站式 OMO 解決方案，從幫助客戶建立購物 APP，輔以商務雲及行銷雲創造綜效，到結帳金流、售後服務，為唯一提供完整購物 APP 的軟體服務商。2、能夠串接任何客戶既有 POS/ERP 系統，且擁有高規格資安防護系統。3、性價比高，國外競爭者如 Salesforce、Adobe 等，take rate 都較 91APP 高，91APP 能夠提供原生系統及零售業更完整服務，且價格極具競爭力。

**2023-25 預估獲利成長皆在 20% 以上：**91APP 不僅受惠於 D2C 整體發展趨勢，客戶數持續累積，也受惠現有客戶在自身營收成長的同時提高網路滲透率，我們預估 2023-25 營收成長皆達 15% 以上，其中經常性營收占比達 90% 以上，成本穩定 (75% 來自工程師薪資)，有助毛利率提升。在營收及毛利率雙重成長下，我們預估 2023-25 獲利成長都達 20% 以上。

## 投資建議

我們看好 91APP 受惠 D2C 大趨勢以及實體零售網路滲透率提高，且公司在實體零售業極具競爭優勢，我們給予「增加持股」投資評等，以 2024 預估 EPS 4.94 元及本益比 35 倍計算，目標價為 173 元。

## 投資風險

D2C 發展不如預期。

## 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	1,101	1,263	1,480	1,809	2,176
營業毛利 (NT\$百萬)	830	948	1,116	1,377	1,658
營業利益 (NT\$百萬)	368	411	517	701	847
稅後淨利 (NT\$百萬)	298	338	429	583	703
每股盈餘 (NT\$)	2.58	2.83	3.63	4.94	5.95
每股現金股利 (NT\$)	0.49	0.70	1.74	2.37	2.85
每股盈餘成長率 (%)	34.4	9.6	28.2	35.9	20.5
本益比 (x)	47.8	43.6	34.0	25.0	20.8
股價淨值比 (x)	3.1	3.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA (x)	30.6	18.9	12.8	8.5	5.9
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	0.4	0.6	1.4	1.9	2.3
股東權益報酬率 (%)	18.3	13.8	16.1	19.1	19.9

資料來源：公司資料，凱基

台灣的網路銷售佔整體零售業銷售額僅為 11.5%，餘下皆為實體零售。D2C 市場規模，也就是實體零售的網路銷售額，總計為 1,589 億元，占整體網路銷售的 32.2%。其中，91APP 的市場占有率為 12%。

D2C 成長潛力高於 B2C 為未來趨勢。2019-22 D2C 的銷售額 CAGR 達 32%，高於 B2C 的 15%，主要因為 D2C 有較高的營運成本控制彈性，並能直接與消費者建立關係，預計未來將持續領先 B2C 成長。

91APP 為實體零售提供 OMO 服務，分為商務和行銷解決方案。商務方案提供多元消費者購物途徑，處理電商流程，並串聯線上線下數據。

2022 年，台灣的電商滲透率為 15%，低於全球領先的國家。然而在整體電商持續發展，以及 D2C 成長速度超越 B2C 的情況下，2025 年的整體電商及實體零售網路滲透率將分別達 18.5% 及 7%，91APP 將為主要受惠者。

### D2C 為實體零售主要趨勢

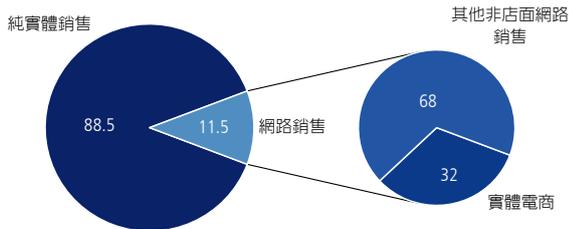
台灣 2022 年整體零售業銷售額高達 4 兆 2,815 億元，其中網路銷售僅占 11.5%，剩餘皆為實體零售。在零售業的網路銷售中，實體零售的網路銷售額（不含非店面、汽車、建材及燃料）總計為 1,589 億元，此為目前台灣 D2C 的市場規模，占整體網路銷售的 32.2%，其中 91APP 2022 年 GMV 約達 193 億元，市占 12%，並以美妝保健、服裝鞋包為大宗。

**D2C 成長潛力高於 B2C 為未來趨勢。**2019-2022 D2C 銷售額 CAGR 達 32%，遠高於 B2C 的 15%，主因：1、B2C 平台進駐費用及抽成費用較高，壓縮企業利潤，而 D2C 在營運成本掌控上有較高的彈性。2、D2C 可以直接與消費者建立關係並獲取第一手數據，對客戶喜好、行為及購買習慣進行分析，有助於進一步了解目標市場並制定策略。雖然疫情造成的爆發性成長使得基期更高，且疫後消費優先分配至餐飲及旅遊，但我們預估 D2C 銷售額 2023-28 CAGR 仍可達 13-15%，高於 B2C 的 8-10%。

除此之外，2022 台灣整體電商（含 B2C 及 D2C）滲透率（不含汽車、建材及燃料）為 15%，遠低於 eMarketer 統計國際上電商滲透率高的國家：中國 46.3%、英國 36.3% 及南韓 32.2%。而台灣實體零售的網路滲透率（D2C）僅達 5.5%，91APP 也觀察到客戶自身網路滲透率皆只有低個位數。我們預估在整體電商持續發展，D2C 成長速度高於 B2C 的情況下，2025 整體電商及實體零售網路滲透率將分別達 18.5% 及 7%。且在 91APP 持續協助客戶提高網路滲透率以及自身市占率的情況下，我們認為 91APP 2024-25 營收將維持 20% 以上成長。

圖 1: 2022 年台灣 D2C 市場規模

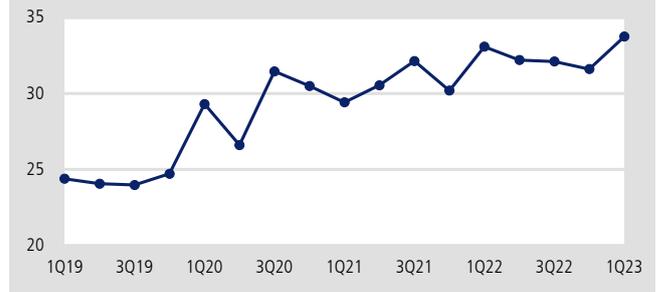
占比，百分比



資料來源：經濟部，凱基整理

圖 2: D2C 占整體網路銷售額比例持續提高

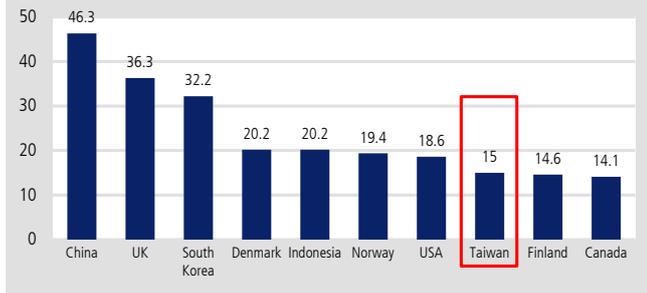
占比，百分比



資料來源：經濟部，凱基整理

圖 3: 台灣電商滲透率低於其他成熟國家

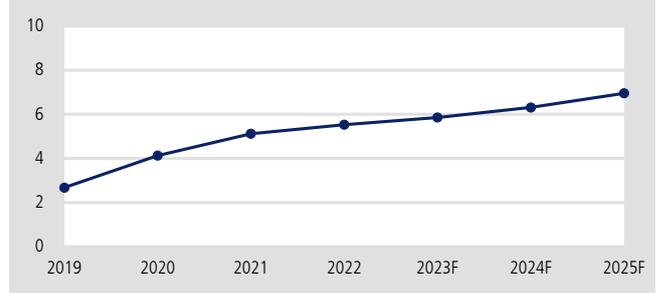
滲透率，百分比



資料來源：eMarketer

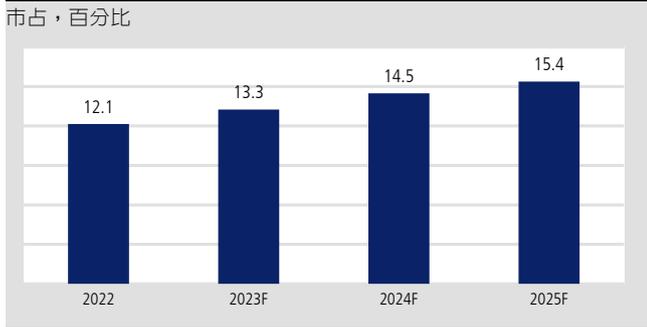
圖 4: 預估 2025 實體零售的網路滲透率將提高至 7%

滲透率，百分比



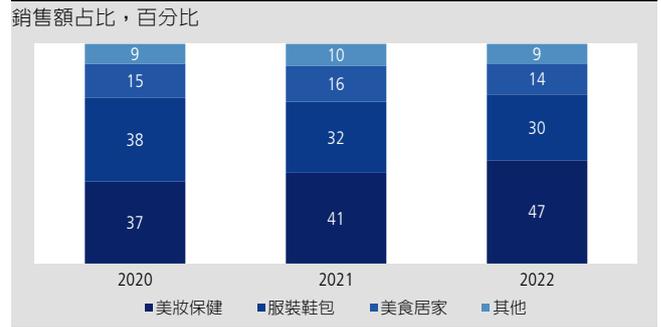
資料來源：凱基預估

圖 5: 91APP 在整體零售網路銷售市占將持續提高



資料來源：凱基預估

圖 6: 美妝保健與服裝鞋包為 91APP 客戶 GMV 主要來源



資料來源：凱基預估

### 91APP 競爭優勢

#### 提供一站式實體零售 OMO 解決方案

91APP 為實體零售提供 OMO 服務，分為商務和行銷解決方案。商務方案提供多元消費者購物途徑，處理電商流程，並串聯線上線下數據。

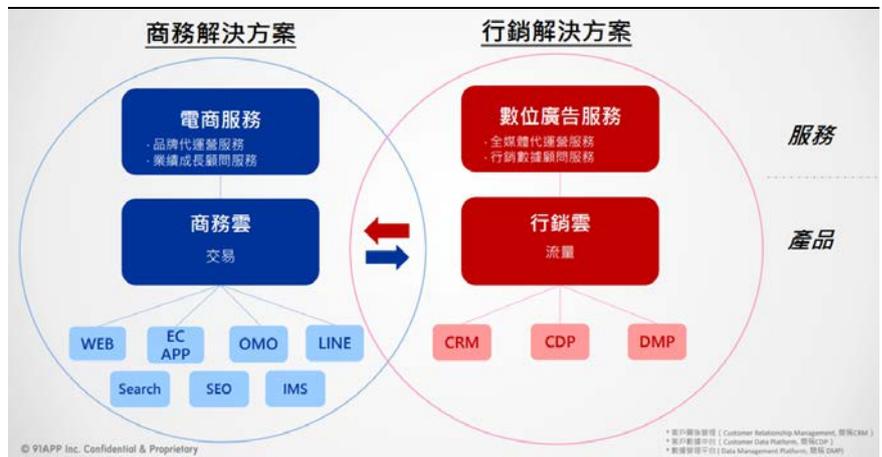
行銷方案則在 2023 年下半年上線，利用 CDP 和 DMP 獲取及整合數據，提供全媒體代運營和數據顧問服務，提升廣告效益。

91APP 為實體零售提供的 OMO 服務具備豐富的經驗，主要分為商務和行銷兩大解決方案。商務解決方案提供四種消費者購物並結帳的管道，包括品牌購物官網、品牌購物 APP、實體通路和 Line。此方案處理複雜的電商交易流程，並提供各種金、物流選項和存貨管理系統等，更進一步串聯線上線下系統和數據，方便客戶累積消費者數據並進行深度分析。91APP 也提供全面的品牌代營運服務和業績成長顧問服務，成為唯一提供完整購物 APP 服務的軟體服務商。

另一方面，預計在 2023 年下半年上線的行銷解決方案，將利用 CDP (Customer Data Platform) 和 DMP (Data Management Platform) 來獲取和整合第一方和第三方數據，並且提供全媒體代運營服務和行銷數據顧問服務，協助客戶找到最適合的受眾進行廣告投放，以提升廣告投資的效益。

行銷雲將為 91APP 中長期另一成長動力，根據凱基調研，1H23 利用現有客戶測試行銷雲方案，ROAS (Return on Advertising Spending) 皆能超越客戶預期，有望為接下來 1-2 年快速成長的動能。

圖 7: 91APP 虛實融合兩大解決方案



資料來源：公司資料

91APP 利用 API 完美串接實體零售客戶的 POS 和 ERP 系統，實現無縫的線上線下整合，節省更換系統成本。

全天候系統維運、自動化管理確保穩定運行。面對巨大流量，如雙 11，依然高效運作。資安達銀行級 SOC 2 標準，確保客戶和消費者資料安全。

### 能夠串接客戶既有 POS/ERP 系統，並擁有高規格資安防護系統

許多實體零售過去不願意將商品上到網路上，主因需更換 POS/ERP 系統，機器及員工訓練都將增加成本。如今 91APP 透過與台灣 POS/ERP 系統主要廠商鼎新及旌泓合作，能夠完美串接實體零售客戶現有的 POS 與 ERP 系統，實現線上與線下系統及數據的無縫整合，幫助客戶避免改變現有運作模式以及額外的系統替換成本。此外，91APP 配備全天候系統維運支援，大量使用自動化管理工具及監控機制，確保系統運轉不停機，也格外重視瞬間巨量承載，在面對如雙 11 購物節等巨量流量及運算需求時，能夠持續維持高效服務不宕機。最後，91APP 十分重視資安問題，具有銀行金融業者等級的 SOC 2 (Service Organization Controls 2) 國際級最高資安認證，確保客戶及消費者個資都受到嚴密保護。

圖 8：91APP 十分重視資安防護問題

AWS	全面採用亞馬遜全雲端服務，可處理PB/TB級海量資料，達到效能、成本、品質及安全性堅固的技術創新。
GCP	最高效Google安全儲存空間、企業及運算功能及整合式資料分析產品加速拓展品牌業務。
SOC2	目前僅有銀行金融業者具備的Service Organization Controls 2國際級最高資格認證，全天候系統監控維護以支撐瞬間流量和交易，全站資料加密與HTTPS傳輸，定期系統弱掃、資安分析、漏洞修補。
DDoS防護	全面採用Best Practices for DDoS Mitigation on AWS白皮書的建議與作法，研發團隊均制定高規格格式開發標準。在每個新功能及每次異動時透過自動化工具與多位資深工程師審查方式同步檢核，以確定所有功能都符合規格要求與安全標準。
駭客防護	落實國際資訊安全標準建議內容與做法。每年召開資安安全管理審查會議，並同時跟業界知名資安檢測公司「DEVCORE戴夫寇爾」合作，定期模擬駭客行為以保障產品安全性。
個資保護	所有機敏性資料均有加密防護，透過建立「防禦縱深」來保障客戶與消費者的權益。除了委託資安公司的技術檢測之外，同時請「勤業家信聯合會計師事務所」進行SOC2資訊安全稽核作業。
SLA 99.5%	採用亞馬遜AWS平台來提供服務，透過全球第一的雲端系統商來保障主機服務、網路頻寬與穩定性。同時建立24x7小時全天候維運、監控機制並大量使用自動化工具及監控基礎設施以確保系統持續營運。
7x24x365監控	配備全天候系統維運支援。並大量使用自動化管理工具及監控機制，確保系統持續運轉不停機。
異地備援	參照AWS Using Amazon Web Services for Disaster Recovery白皮書的建議與做法。確保區域性機房發生任何嚴重災難，可持續業務服務。
瞬間巨量承載	強大技術基礎，面對臨時的巨量流量及運算需求如雙11購物節持續維持高效服務，也是眾多大型品牌與91APP合作的主因。

資料來源：公司資料

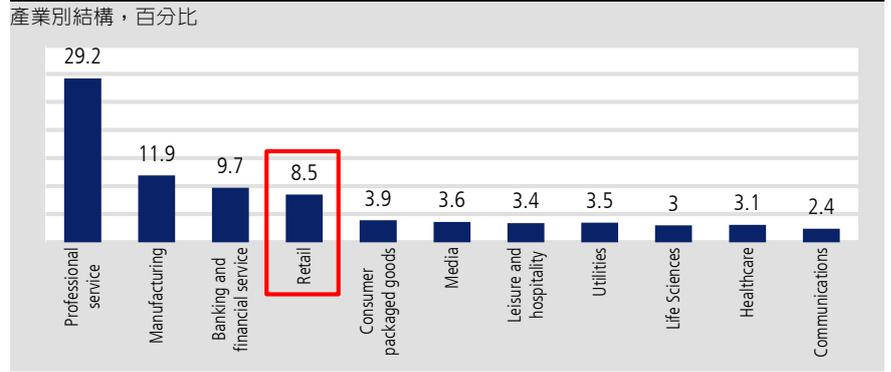
以客戶 GMV 的 6-7%作為收費，提供一站式服務，相較於 Salesforce 和 Adobe，91APP 成本效益更高，且更深厚的產業知識和產品細節。強大的客戶黏著度可由近年客戶續約率 (retention rate) 98-99%可見一斑。

### 原生系統深耕零售產業，價格競爭力高

91APP 收取客戶系統使用費，方式為客戶交易總額 (GMV)乘以特定比率 (take rate)，91APP 提供完整一站式解決方案，整體 take rate 大約落在 6-7%。若與國際競爭同業相較，Salesforce 及 Adobe 除初期建置費用較高外，提供之 SaaS 服務雖多元，然需一項一項疊加，整體計算下來 take rate 皆較 91APP 高，對一般零售業者成本負擔較重。且 91APP 提供之軟體為從底層建立之原生系統，不同於 Shopify 與多家夥伴合作，將多項功能湊為產品提供給客戶，若其中一項功能出問題便須尋求合作夥伴解決。91APP 擁有強大工程團隊，所有系統皆自己建，任何環節出問題都能馬上協助客戶解決，效率較高。

另外，國際競爭同業客群較廣，2022 年 Salesforce CRM 客戶中，零售業僅占 8.5%，Adobe 零售業僅占 4.5%，91APP 專注於零售業 SaaS 開發，產業知識及產品細節皆勝過競爭者。在同樣具有企業級規模服務，並對零售業較為熟悉的情況下，91APP 產品性價比高，極具價格競爭力。強大的客戶黏著度可由近年客戶續約率 (retention rate) 98- 99% 可見一斑。

圖 9：Salesforce 客群較廣，零售業僅占 8.5%



資料來源：Statista

91APP 經常性營收占比達 90% 以上

91APP 的主要收入來自系統使用費(65-70%)、軟體訂閱費(10-12%)、數據與電商服務(10-12%)和一次性專案收入。經常性收入占總收入的 90% 以上，因客戶數量穩步增加而逐年增加，預計 2023-24 年的毛利率將分別為 75.4% 和 76.1%。

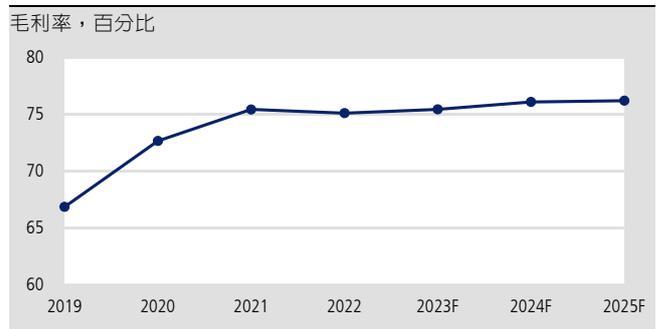
91APP 營收組成主要分成四大項：系統使用費(占比 65-70%)、軟體訂閱費(10-12%)、數據 x 電商服務(10-12%)及一次性及專案收入。系統使用費來自客戶購物 APP 及官網交易總額 (GMV)\*特定比率，軟體訂閱費為訂閱商務雲和行銷雲產品的年費，數據 x 電商服務為 91APP 在商務雲及行銷雲下提供的代運營服務。以上三種為 91APP 的經常性收入，自 2020 年起穩定維持在總營收的 90% 以上，且隨客戶數穩定累積而上升。在經常性收入占比高，營業成本也相對穩定 (約 75% 來自工程師薪資) 的情況下，我們預估毛利率可穩定小幅提升，2023-24 預估毛利率為 75.4% 及 76.1%。

圖 10: 91APP 經常性收入占比達 90% 以上



資料來源：公司資料，凱基整理

圖 11: 預估毛利率穩定小幅提升



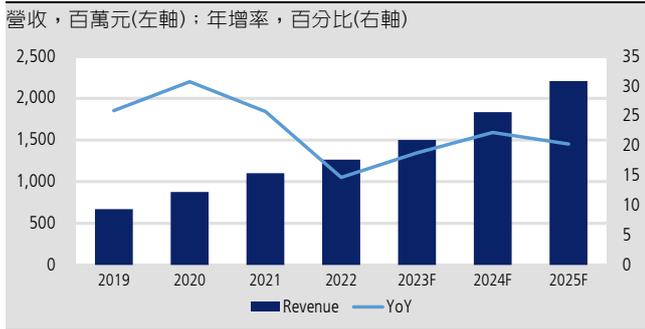
資料來源：公司資料，凱基預估

### 2023-25 預估獲利 CAGR 達 28%

91APP 2023-25 年受益於 D2C 發展趨勢、新進客戶的增加和現有客戶提高網路滲透率，將帶來三重成長動能，獲利預計成長 27%、36%及 21%，CAGR 高達 28%。

91APP 除受惠 D2C 整體發展趨勢，持續累積新進客戶外，也受惠現有客戶在自身營收成長的同時提高網路滲透率，且行銷雲將於 2H23 上線，三重成長動能下，我們預估 2023-25 營收分別成長 17.2%、22.3%及 20.3%。而在經常性營收占比達 90%以上，成本穩定的情況下，我們預估毛利率小幅提升，2023-25 毛利率分別為 75.4%、76.1%及 76.2%。營收及毛利率雙重成長下，預估 2023-25 獲利分別成長 27%、36%及 21%，CAGR 達 28%，EPS 分別為 3.63、4.94 及 5.95 元。

圖 12: 營收持續維持雙位數成長



資料來源：公司資料, 凱基預估

圖 13: 2023-25 獲利維持 20%以上成長



資料來源：公司資料, 凱基預估

圖 14: 91APP 2Q23&3Q23 財務預估

百萬元	2Q23F			3Q23F		
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)
營收	340	5.2	15.0	350	2.9	18.0
毛利	255	7.2	17.1	264	3.6	20.4
營業利益	106	9.7	20.2	112	5.7	40.0
稅後淨利	92	20.5	26.6	96	4.8	20.5
每股盈餘 (元)	0.78	20.5	28.8	0.81	4.8	20.5
毛利率 (%)	75.0	1.4 ppts	1.3 ppts	75.5	0.5 ppts	1.5 ppts
營業利益率 (%)	31.0	1.3 ppts	1.3 ppts	31.9	0.8 ppts	5.0 ppts
淨利率 (%)	26.9	3.4 ppts	2.5 ppts	27.4	0.5 ppts	0.6 ppts

資料來源：凱基預估, Bloomberg

圖 15: 91APP 2023-2025 財務預估

百萬元	2023F		2024F		2025F	
	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	1,480	17.2	1,809	22.3	2,176	20.3
毛利	1,116	17.7	1,377	23.3	1,658	20.5
營業利益	517	25.9	701	35.5	847	20.9
稅後淨利	429	27.0	583	35.9	703	20.5
每股盈餘 (元)	3.63	28.2	4.94	35.9	5.95	20.5
毛利率 (%)	75.4	0.3 ppts	76.1	0.7 ppts	76.2	0.1 ppts
營利率 (%)	34.9	2.4 ppts	38.7	3.8 ppts	38.9	0.2 ppts
淨利率 (%)	29.0	2.2 ppts	32.2	3.2 ppts	32.3	0.0 ppts

資料來源：凱基預估, Bloomberg

圖 16: 同業比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	本益比 (x)			股價營收比 (x)			股東權益報酬率 (%)			每股盈餘年增率 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
<b>IaaS/PaaS</b>															
Chief Telecom	6561 TT	865	375.0	31.7	32.8	29.5	12.2	11.6	10.1	26.2	26.0	27.2	21.5	(3.6)	11.3
Amazon	AMZN US	1,304,194	127.1	47.4	21.3	15.6	0.0	0.0	0.0	(1.9)	11.9	16.0	(95.9)	122.5	36.7
Microsoft	MSFT US	2,588,293	348.1	35.9	36.2	31.7	0.2	0.2	0.1	47.2	36.3	33.0	19.5	(1.0)	14.4
Alphabet Inc-A	GOOGL US	1,592,688	125.1	27.3	21.8	18.4	0.0	0.1	0.0	23.6	25.6	25.1	(96.0)	25.0	18.2
Vmware	VMW US	61,274	142.4	32.8	22.2	20.3	1.1	1.1	1.0	N.A.	N.A.	109.8	(11.4)	47.6	9.5
Oracle	ORCL US	341,660	126.6	50.8	25.1	22.9	0.3	0.3	0.2	N.A.	(423.6)	211.8	(46.7)	102.3	9.6
<b>MSP</b>															
Ecloudvalley	6689 TT	345	155.5	96.6	76.0	34.8	1.8	1.5	1.2	4.4	5.0	11.8	(52.6)	27.1	118.2
Acer E-Enabling	6811 TT	307	227.5	20.0	18.2	15.4	3.2	2.8	2.5	33.0	33.6	34.1	45.8	10.2	18.0
Accenture	ACN US	204,698	323.8	29.8	28.0	26.0	0.5	0.5	0.5	33.0	30.3	28.4	16.8	6.3	7.9
Rackspace Techno	RXT US	458	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	0.1	0.1	0.1	(82.3)	(21.5)	87.2	N.A.	N.A.	N.A.
Infosys	INFY US	64,821	1,286.2	N.A.	21.7	19.6	0.1	0.1	0.1	29.1	31.5	32.3	N.A.	N.A.	10.3
<b>SaaS</b>															
91App Inc	6741 TT	486	123.5	43.6	34.0	25.0	9.8	8.3	6.8	13.8	16.1	19.1	9.6	28.2	35.9
Shopify Inc - A	SHOP US	84,464	66.1	N.A.	195.0	119.5	1.2	1.0	0.8	(35.7)	(0.2)	4.0	N.A.	N.A.	63.1
Wix.Com Ltd	WIX US	5,062	89.2	N.A.	36.0	27.4	9.0	7.0	6.4	N.A.	(51.4)	(125.1)	N.A.	N.A.	31.8
Bigcommerce-1	BIGC US	721	9.7	N.A.	N.A.	N.A.	6.3	4.4	3.5	(152.1)	(54.1)	6.6	N.A.	N.A.	N.A.
Adobe	ADBE US	225,180	490.9	48.5	31.4	27.8	3.8	3.1	2.8	33.0	41.6	39.2	0.3	54.2	13.0
Salesforce Inc	CRM US	206,410	211.9	140.3	43.0	28.5	1.2	1.0	0.8	2.9	8.2	10.6	(66.3)	226.5	50.6

資料來源: Bloomberg, 凱基預估

## 公司概況

創立於 2013 年的 91APP 是一家專精於電商與虛實融合(OMO)的公司，它是最早提供 D2C 解決方案的 SaaS 供應商，主要幫助零售業者完成數位轉型。該公司主要提供商務雲和行銷雲兩大解決方案，並為各種規模的零售商提供一站式的服務。

91APP 的主要客戶包括國內外的實體零售品牌和通路商，如 The North Face、Puma、Levi's、Philips 等國外品牌，以及歐都那、G2000、Stayreal 等國內品牌，都是其客戶。其主要競爭優勢在於對零售業的豐富經驗、高性價比的服務以及與國際同業比較，價格更有競爭力。由於疫情推動了台灣 D2C 的整體發展趨勢，我們預期 91APP 的營收將保持 20% 以上的成長動能。

創立於 2013 年的 91APP，專注於提供雲端軟體加值服務，並專精於電商與虛實融合 (OMO) 的領域。它是最早提供 D2C 解決方案的 SaaS 供應商，主力在幫助零售業者完成數位轉型。所有的解決方案，包括商務雲和行銷雲，均由公司自行開發並維護，且建立在 AWS 上。

公司主要提供商務雲及行銷雲兩大解決方案，並為大型及中型零售商提供 OMO 旗艦方案、門市尊爵方案、門市企業方案及 APP 旗艦方案，提供之產品及服務包含 OMO (虛實融合)、IMS (Inventory Management System, 存貨管理系統)、CDP (Customer Data Platform, 訪客數據平台)、DMP (Data Management Platform, 數據管理平台)、業績成長顧問、品牌及全媒體代運營服務等，從建立購物網站/APP，進行存貨、業績、訪客數據管理，到業績成長及行銷數據顧問服務，91APP 提供一站式完整服務，且深具零售產業經驗。

91APP 主要客戶為國內外實體零售品牌及通路商，KA (key account, 每年營業額超過 NT\$360 萬元之客戶) 就將近 500 家，皆為大眾耳熟能詳之商家。國外品牌如 The North Face、Puma、Levi's、Philips 等，國內品牌如歐都那、G2000、Stayreal 等，通路如全聯、寶雅、康是美、全家等皆是 91APP 之客戶。

對零售業的豐富經驗及知識，加上與國際同業相比性價比高的服務，為 91APP 主要競爭優勢。國際同業包含 Salesforce 及 Adobe，服務客群較廣泛且價格較高，Shopify 雖價格部份較低，然針對小型零售，中大型台灣零售業首選仍為 91APP。而台灣 D2C 的整體發展趨勢在疫情期間爆發，將推動 91APP 營收維持 20% 以上成長動能，獲利更因為經常性收入占比高、成本相對穩定下，成長力道高於營收。

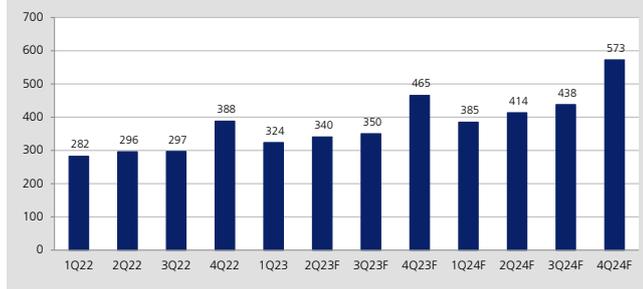
圖 17: 公司概况

創立於 2013 年的 91APP，專注於提供雲端軟體加值服務，並專精於電商與虛實融合 (OMO) 的領域。它是最早提供 D2C 解決方案的 SaaS 供應商，主力在幫助零售業者完成數位轉型。91APP 主要提供商務解決方案及行銷解決方案，營收組成分成四大項：系統使用費(占比 65-70%)、軟體訂閱費(10-12%)、數據 x 電商服務(10-12%)及一次性及專案收入。

資料來源：凱基

圖 19: 季營業收入

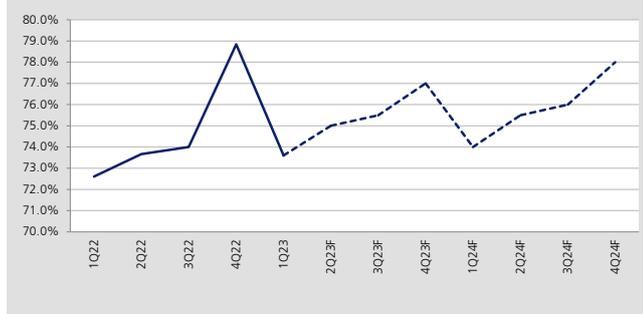
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 21: 毛利率

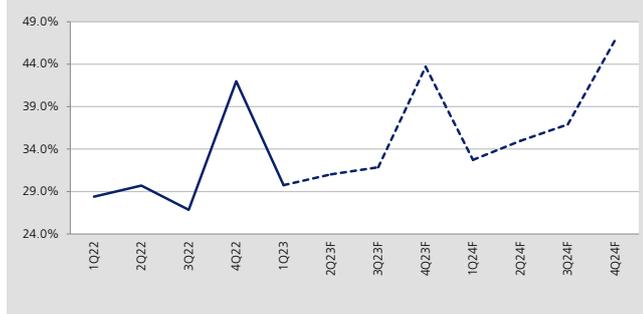
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 23: 營業利潤率

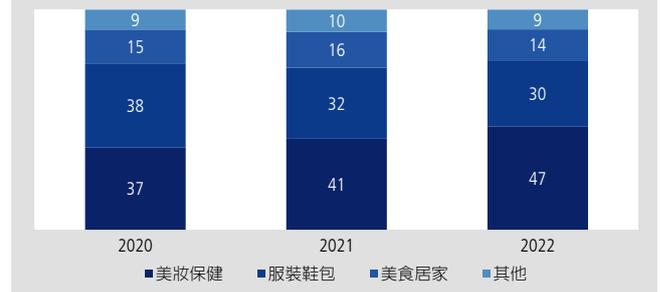
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 18: 91APP 銷售額組成結構

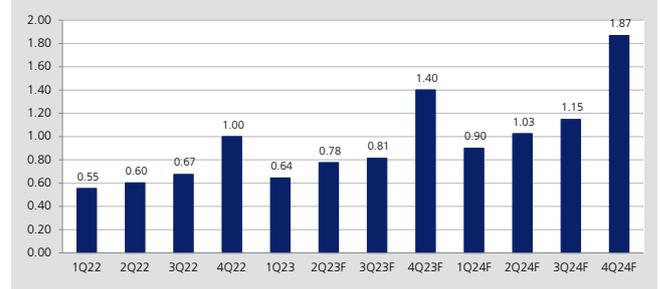
銷售額占比，百分比



資料來源：凱基

圖 20: 每股盈利

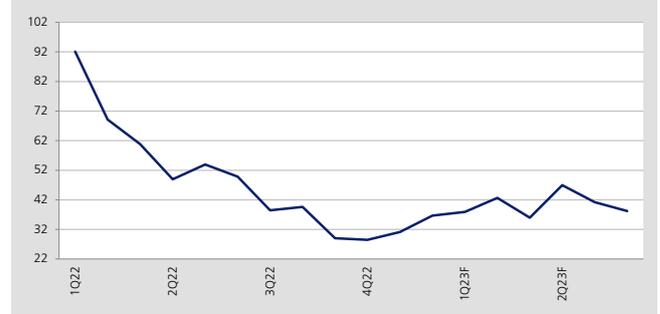
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 22: 本益比

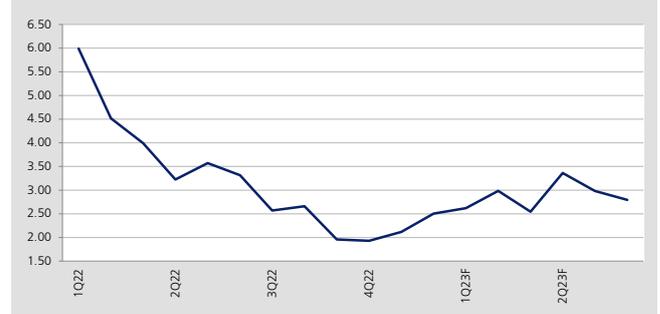
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 24: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	324	340	350	465	385	414	438	573	1,480	1,809	2,176
營業成本	(85)	(85)	(86)	(107)	(100)	(101)	(105)	(126)	(363)	(432)	(518)
營業毛利	238	255	264	358	285	312	333	447	1,116	1,377	1,658
營業費用	(142)	(150)	(153)	(155)	(159)	(168)	(171)	(178)	(599)	(676)	(811)
營業利益	96	106	112	203	126	145	162	268	517	701	847
折舊	(10)	(18)	(18)	(26)	(21)	(21)	(21)	(21)	(72)	(83)	(93)
攤提	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	106	124	130	230	147	165	182	289	589	783	940
利息收入	23	25	27	21	16	16	18	17	97	67	42
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1	(3)	(8)	(6)	(0)	(2)	(2)	(1)	(17)	(4)	(1)
總營業外收入	24	22	19	14	16	15	16	16	80	63	41
利息費用	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投資損失	(8)	(5)	(2)	(1)	(4)	(3)	(2)	(1)	(16)	(10)	(2)
其他營業外費用	(9)	(7)	(8)	(10)	(5)	(5)	(6)	(7)	(35)	(23)	(7)
總營業外費用	(17)	(13)	(11)	(11)	(9)	(8)	(8)	(8)	(51)	(33)	(9)
稅前純益	103	115	120	207	133	152	170	276	545	730	879
所得稅費用[利益]	(27)	(23)	(24)	(41)	(27)	(30)	(34)	(55)	(115)	(146)	(176)
少數股東損益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
非常項目前稅後純益	76	92	96	165	106	121	135	221	429	583	703
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	76	92	96	165	106	121	135	221	429	583	703
每股盈餘 (NT\$)	0.64	0.78	0.81	1.40	0.90	1.03	1.15	1.87	3.63	4.94	5.95
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	73.6	75.0	75.5	77.0	74.0	75.5	76.0	78.0	75.4	76.1	76.2
營業利益率	29.7	31.0	31.9	43.7	32.7	35.0	36.9	46.9	34.9	38.7	38.9
EBITDA Margin	32.8	36.3	37.0	49.3	38.1	40.0	41.6	50.5	39.8	43.3	43.2
稅前純益率	31.9	33.7	34.3	44.5	34.6	36.7	38.7	48.2	36.9	40.4	40.4
稅後純益率	23.5	26.9	27.4	35.5	27.6	29.3	30.9	38.5	29.0	32.2	32.3
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(16.6)	5.2	2.9	32.9	(17.3)	7.4	5.9	30.8			
營業毛利	(22.1)	7.2	3.6	35.5	(20.5)	9.6	6.6	34.2			
營業收益增長	(40.9)	9.7	5.7	82.3	(38.0)	14.7	11.7	66.1			
EBITDA	(38.5)	16.5	4.9	77.1	(36.1)	12.7	10.3	58.6			
稅前純益	(29.8)	11.1	4.8	72.1	(35.7)	14.0	11.7	62.7			
稅後純益	(36.1)	20.5	4.8	72.3	(35.8)	14.0	11.8	62.9			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	14.7	15.0	18.0	20.0	19.0	21.5	25.0	23.0	17.2	22.3	20.3
營業毛利	16.3	17.1	20.4	17.2	19.6	22.3	25.8	24.6	17.7	23.3	20.5
營業收益	20.2	20.2	40.0	24.9	30.9	36.9	44.8	31.9	25.9	35.5	20.9
EBITDA	19.2	27.4	45.6	33.2	38.2	33.7	40.6	25.9	31.6	33.0	20.1
稅前純益	22.0	20.7	21.0	40.6	28.9	32.3	41.1	33.3	27.9	34.0	20.4
稅後純益	13.9	26.6	20.5	38.9	39.6	32.1	41.0	33.3	27.0	35.9	20.5

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>4,192</b>	<b>3,943</b>	<b>4,291</b>	<b>4,770</b>	<b>5,331</b>
<b>流動資產</b>	<b>3,891</b>	<b>3,612</b>	<b>3,947</b>	<b>4,459</b>	<b>5,035</b>
現金及短期投資	2,201	2,477	2,799	3,292	3,845
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	55	77	90	109	132
其他流動資產	1,635	1,058	1,058	1,058	1,058
<b>非流動資產</b>	<b>301</b>	<b>331</b>	<b>344</b>	<b>311</b>	<b>296</b>
長期投資	187	243	308	339	397
固定資產	25	32	(21)	(84)	(157)
什項資產	89	56	56	56	56
<b>負債總額</b>	<b>1,780</b>	<b>1,434</b>	<b>1,456</b>	<b>1,494</b>	<b>1,523</b>
<b>流動負債</b>	<b>1,761</b>	<b>1,406</b>	<b>1,429</b>	<b>1,466</b>	<b>1,496</b>
應付帳款及票據	0	0	0	0	0
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	1,761	1,406	1,428	1,466	1,495
<b>長期負債</b>	<b>19</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	8	9	9	9	9
<b>股東權益總額</b>	<b>2,412</b>	<b>2,510</b>	<b>2,835</b>	<b>3,276</b>	<b>3,808</b>
普通股股本	603	603	603	603	603
保留盈餘	608	858	1,182	1,622	2,153
少數股東權益	5	6	7	9	9
優先股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	25.8%	14.7%	17.2%	22.3%	20.3%
營業收益增長	51.0%	11.5%	25.9%	35.5%	20.9%
EBITDA	48.3%	14.5%	31.6%	33.0%	20.1%
稅後純益	44.7%	13.2%	27.0%	35.9%	20.5%
每股盈餘成長率	34.4%	9.6%	28.2%	35.9%	20.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	75.4%	75.1%	75.4%	76.1%	76.2%
營業利益率	33.4%	32.5%	34.9%	38.7%	38.9%
EBITDA Margin	35.5%	35.4%	39.8%	43.3%	43.2%
稅後純益率	27.1%	26.8%	29.0%	32.2%	32.3%
平均資產報酬率	9.9%	8.3%	10.4%	12.9%	13.9%
股東權益報酬率	18.3%	13.8%	16.1%	19.1%	19.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	1,290.5	950.6	1,206.5	1,795.3	2,139.3
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	(926.5)	1,294.1	1,114.1	1,611.5	1,885.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(926.5)	1,294.1	1,114.1	1,611.5	1,885.1
流動比率 (x)	2.2	2.6	2.8	3.0	3.4
速動比率 (x)	2.2	2.6	2.8	3.0	3.4
淨負債 (NT\$百萬)	(644)	(2,467)	(2,789)	(3,281)	(3,834)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	2.58	2.83	3.63	4.94	5.95
每股現金盈餘 (NT\$)	(2.33)	4.87	4.27	5.56	6.56
每股淨值 (NT\$)	39.93	41.52	46.90	54.20	63.01
調整後每股淨值 (NT\$)	20.85	21.00	23.95	27.68	32.17
每股營收 (NT\$)	9.54	10.59	12.53	15.32	18.43
EBITDA/Share (NT\$)	3.39	3.75	4.99	6.63	7.96
每股現金股利 (NT\$)	0.49	0.70	1.74	2.37	2.85
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.37	0.31	0.36	0.40	0.43
應收帳款周轉天數	18.1	22.1	22.1	22.1	22.1
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
現金轉換周轉天數	18.0	22.0	22.0	22.0	22.0

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>1,101</b>	<b>1,263</b>	<b>1,480</b>	<b>1,809</b>	<b>2,176</b>
營業成本	(270)	(315)	(363)	(432)	(518)
<b>營業毛利</b>	<b>830</b>	<b>948</b>	<b>1,116</b>	<b>1,377</b>	<b>1,658</b>
營業費用	(462)	(538)	(599)	(676)	(811)
<b>營業利益</b>	<b>368</b>	<b>411</b>	<b>517</b>	<b>701</b>	<b>847</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>11</b>	<b>46</b>	<b>80</b>	<b>63</b>	<b>41</b>
利息收入	5	31	97	67	42
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	6	15	(17)	(4)	(1)
<b>總營業外費用</b>	<b>(5)</b>	<b>(30)</b>	<b>(51)</b>	<b>(33)</b>	<b>(9)</b>
利息費用	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投資損失	(5)	(12)	(16)	(10)	(2)
其他營業外費用	1	(17)	(35)	(23)	(7)
<b>稅前純益</b>	<b>374</b>	<b>426</b>	<b>545</b>	<b>730</b>	<b>879</b>
所得稅費用[利益]	(75)	(88)	(115)	(146)	(176)
少數股東損益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>298</b>	<b>338</b>	<b>429</b>	<b>583</b>	<b>703</b>
<b>EBITDA</b>	<b>391</b>	<b>448</b>	<b>589</b>	<b>783</b>	<b>940</b>
每股盈餘 (NT\$)	2.58	2.83	3.63	4.94	5.95

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(269)</b>	<b>581</b>	<b>504</b>	<b>656</b>	<b>775</b>
本期純益	298	338	429	583	703
折舊及攤提	23	37	72	83	93
本期運用資金變動	(13)	(22)	(13)	(20)	(23)
其他營業資產及負債變動	(577)	228	16	10	2
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,094)</b>	<b>1,525</b>	<b>(101)</b>	<b>(60)</b>	<b>(80)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(915)	1,547	-	-	-
本期長期投資變動	(161)	-	(81)	(40)	(61)
資本支出淨額	(20)	(19)	(20)	(20)	(20)
其他資產變動	2	(3)	-	-	-
<b>自由現金流</b>	<b>283</b>	<b>322</b>	<b>447</b>	<b>604</b>	<b>729</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>1,257</b>	<b>(415)</b>	<b>(82)</b>	<b>(104)</b>	<b>(142)</b>
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	1,270	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	(58)	(83)	(105)	(143)
其他融資現金流	(13)	(22)	1	1	1
<b>匯率影響數</b>	<b>(18)</b>	<b>132</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(124)</b>	<b>1,823</b>	<b>322</b>	<b>492</b>	<b>553</b>

**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	42.0%	42.6%	40.5%	37.4%	37.3%
<b>= 營業利益率</b>	<b>33.4%</b>	<b>32.5%</b>	<b>34.9%</b>	<b>38.7%</b>	<b>38.9%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>75.9</b>	<b>(5.4)</b>	<b>(5.0)</b>	<b>(4.8)</b>	<b>(4.8)</b>
營業利益率	33.4%	32.5%	34.9%	38.7%	38.9%
x 資本周轉率	75.9	(5.4)	(5.0)	(4.8)	(4.8)
x (1 - 有效現金稅率)	79.9%	79.4%	78.9%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>2026.4%</b>	<b>(140.2%)</b>	<b>(138.7%)</b>	<b>(149.4%)</b>	<b>(148.9%)</b>

資料來源：公司資料，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
<b>泰國</b>	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
<b>新加坡</b>		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
<b>印尼</b>		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。