

2024 年 1 月 25 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	100.50 元
目標價	
3 個月	119.00 元
12 個月	119.00 元

91APP*-KY(6741 TT)

Buy

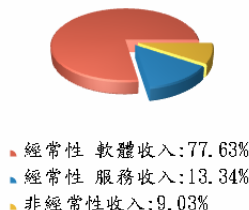
近期報告日期、評等及前日股價

10/26/2023	Buy	96.7
08/11/2023	Neutral	103
05/22/2023	Buy	134.5
03/15/2023	Buy	117.5
12/23/2022	Buy	120.5

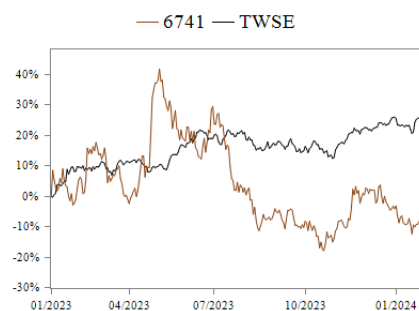
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	603
市值(億元)	121
目前每股淨值(元)	23.05
外資持股比(%)	62.11
投信持股比(%)	1.06
董監持股比(%)	1.46
融資餘額(張)	3,043
現金股息配發率(F)(%)	30.80

產品組合



股價相對大盤走勢



2024 年營收恢復成長動能，維持 Buy 的投資建議

投資建議：2023 年受到景氣下滑，以及解封後民眾外出購物意願提升影響線上消費力道，這些不利因素 2024 年將逐漸淡化，預估 2024 年 91APP 營收能恢復 YOY +15% 左右的高成長，故維持 Buy 的投資建議，目標價 119 元。

1Q24 為電商的淡季，然台灣線上消費滲透率仍偏低，公司合作客戶數仍不斷增加，預估營收 YOY 維持成長：1Q24 為電商的淡季，營收較 4Q23 下滑，不過考量台灣線上消費滲透率仍偏低，公司合作客戶數仍不斷增加，且公司營業額有 90% 以上為經常性收入，故預估營收 YOY 仍有望持續成長。

D2C 為品牌的趨勢，且台灣線上消費滲透率仍偏低，預估 2024 年 91APP 營收能恢復高成長：展望 2024 年，台灣線上消費滲透率約 10%，雖 2020~2022 年受到疫情的影響而加速滲透率的提升，但仍遠低於南韓、中國、英國、美國和印尼等國家的 20% 以上。2023 年受到景氣下滑，以及解封後民眾外出購物意願提升影響線上消費力道，這些不利因素 2024 年將逐漸淡化，預估 2024 年 91APP 營收能恢復高成長。實體零售業利用其具有線下門市、長期累積的店配供應鏈和豐富銷售品項等優勢，搭配實體零售業自己品牌的專屬 APP 和購物網頁，除了能鞏固實體零售業自有的客群外，客戶在專屬 APP 和購物網頁點擊甚麼商品以及購買甚麼商品都有記錄，透過大數據分析做精準行銷，可節省行銷成本，也更有機率促成購買，過往 91APP 就有導入 CRM(客戶關係管理)系統，2H23 更推出 CDP(客戶資料平台)和 DMP(資料管理平台)，使客戶能夠利用第一方和第三方數據，在廣告投放上更有效率。新增客戶方面，2023 年新增的客戶有豆府餐飲集團、OB 嚴選、無印良品和 Adidas，其中無印良品和 Adidas 則是於 4Q23 加入 91APP 陣營，有許多客戶尚在開發 APP 中，2024 年將會陸續加入 91APP 大家庭。91APP 在台灣的大型實體和品牌通路的市佔率目前為 15~20%，尚有不少實體客戶尚未轉型 D2C，公司目標是未來能在大型實體和品牌通路的市佔率達 30~40%。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	1,389	1,598	1,881	388	324	325	324	417	352	369	378	499
營業毛利淨額	1,033	1,199	1,411	306	238	240	237	318	259	273	287	380
營業利益	421	516	610	163	96	93	90	142	96	107	121	192
稅後純益	391	455	529	119	76	99	114	102	88	94	108	164
稅後 EPS(元)	3.25	3.77	4.39	0.99	0.63	0.82	0.95	0.85	0.73	0.78	0.90	1.36
毛利率(%)	74.37%	75.03%	75.02%	78.84%	73.60%	73.86%	73.21%	76.25%	73.60%	73.86%	75.90%	76.25%
營業利益率(%)	30.29%	32.29%	32.44%	41.99%	29.75%	28.55%	27.73%	34.05%	27.28%	28.93%	31.96%	38.55%
稅後純益率(%)	28.18%	28.46%	28.11%	30.71%	23.50%	30.44%	35.27%	24.53%	25.10%	25.31%	28.69%	32.98%
營業收入 YoY/QoQ(%)	10.00%	15.02%	17.75%	30.67%	-16.57%	0.40%	-0.41%	28.89%	-15.62%	5.00%	2.24%	32.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	15.85%	16.16%	16.34%	49.52%	-36.15%	30.05%	15.37%	-10.34%	-13.67%	5.87%	15.88%	51.73%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 6.03 億元計算。

ESG(Environment, Social, Governance)：

91APP*-KY(6741 TT)更換有節能標章之辦公室燈具共 356 盞，原舊燈具(T5)耗電 60W，新燈具(LED)耗電 25W，節能 40%。以辦公室平均點燈 12 小時計算，計算一年可節電 39,473 度，相當於減少 19.8 公噸的碳排放。陸續導入電子化公文簽核系統，並積極有效的控管紙張用量，並推行無紙化政策，以降低能源的耗量。

公司簡介：

91APP*-KY(6741 TT)成立於 2013 年，主要開發且維運符合新零售環境所需要的電子商務解決方案和數位行銷解決方案。此外，也針對實體零售品牌提供 D2C(Direct To Consumer)電商一站式整合服務，以協助客戶早日完成數位轉型的目標。

在電子商務解決方案的部分，提供具備購物功能的 Web 官網，以及品牌專屬的購物 APP，同時完整提供各種消費者常用的金物流選項，甚至跨境購物等進階功能。而數位行銷解決方案則包含了數位廣告及數據顧問服務。實際銷售上，為方便不同需求客戶選擇，一般會將服務內容分類組合從入門到高階，數個不同套裝銷售方案，目前包括了「APP 旗艦方案」、「門市企業方案」、「門市尊爵方案」以及「OMO 旗艦方案」等等。

圖一、91APP 服務項目

獨特的二大解決方案創造綜效

91APP

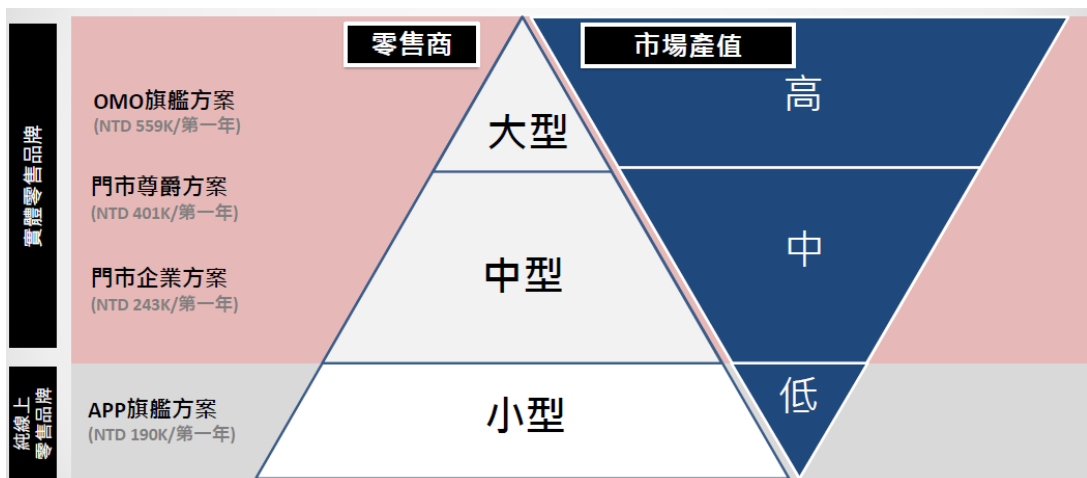


資料來源：91APP

「APP 旗艦方案」以服務純線上零售品牌為主，也是公司成立初期推廣的對象，市場產值較低。「門市企業方案」、「門市尊爵方案」以及「OMO 旗艦方案」則以實體零售品牌為主，市場產值較高，也是 91APP 所推廣的目標，故實體零售品牌的比重也從 2019 年的 46% 成長至 2023 年的 60%。

圖二、91APP 產品方案

2024 年 1 月 25 日



資料來源：91APP

為了擴大版圖，2017 年 91APP 在馬來西亞成立子公司，11/26/2020 以股權轉讓方式及現金增資取得 EasyStore 股權。2019 年則在香港成立子公司，陸續跟香港莎莎、余仁生、APITA UNY 和 UNION WELL 等客戶合作，2022 年香港子公司營收約佔 5%。

客戶營收的部分，91APP 合作的客戶眾多，有上千家公司都有跟 91APP 合作，前 50 大客戶佔營收 50%，前 100 大客戶佔營收 60% 左右，故單一客戶影響程度不大。目前有與 91APP 合作的國內品牌有：全家(5903 TT)、寶雅(5904 TT)、康是美、小北百貨、杏一藥局和日藥本舖等等；國外品牌有 Adidas、無印良品、Timberland、The North Face、Levi's、Kipling、PUMA、MAKE UP FOR EVER、Wacoal、Philips 和 3M 等等。

圖三、91APP 跨國零售品牌客戶



資料來源：91APP

圖四、91APP 台灣零售品牌客戶

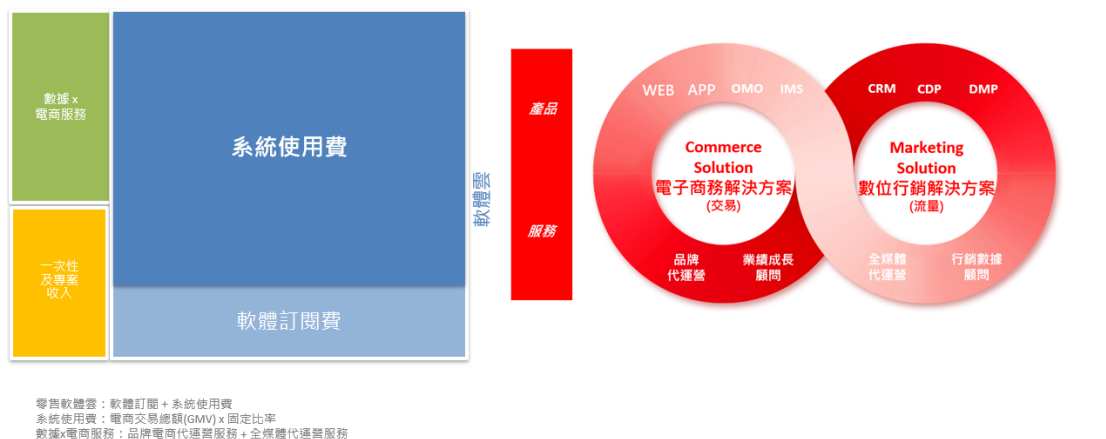
2024 年 1 月 25 日



資料來源：91APP

圖五、91APP 營收模式

營收模式



資料來源：91APP

營收認列方式：

91APP 營收最大一部分是來自於系統使用費，只要消費者使用 91APP 的 APP 或網頁進行購物，91APP 就會收取一筆費用，亦即電商交易總額(GMV)x 固定比例，系統使用費約佔整體營收的 60~70%。「數據 x 電商」服務的部分以國外品牌客戶為主，服務項目包括電商代運營、數位廣告及數據顧問服務，take rate 較系統使用費高，「數據 x 電商」服務約佔營收比重的 10%。軟體訂閱費的部分佔營收約 10%，大部分的客戶都是採訂閱制，都是以年約為主。剩下的部分則為一次性的專案收入。

2022 年營收比重：零售軟體雲收入(系統使用費+軟體訂閱費)佔 80%左右，「數據 x 電商」服務收入佔 10~15%，非經常性收入(一次性的專案收入)佔比低於 10%。

2024 年 1 月 25 日

4Q23 受到解封後民眾外出購物意願提升影響線上消費力道，使得營收成長趨緩：

4Q23 為電商的旺季，不過受到解封後民眾外出購物意願提升影響線上消費力道，使得營收成長趨緩。4Q23 營收為 4.17 億元，QOQ +28.89%，YOY +7.53%；因為台幣升值的關係，預估業外會有 -2,800 萬元的匯損；稅後純益為 1.02 億元，QOQ -10.34%，YOY -14.09%；稅後 EPS 0.85 元。

1Q24 為電商的淡季，然台灣線上消費滲透率仍偏低，公司合作客戶數仍不斷增加，預估營收 YOY 維持成長：

1Q24 為電商的淡季，營收較 4Q23 下滑，不過考量台灣線上消費滲透率仍偏低，公司合作客戶數仍不斷增加，且公司營業額有 90% 以上為經常性收入，故預估營收 YOY 仍有望持續成長。預估 1Q24 營收為 3.52 億元，QOQ -15.62%，YOY +8.74%；稅後純益為 8,834 萬元，QOQ -13.67%，YOY +16.14%；稅後 EPS 0.73 元。

D2C 為品牌的趨勢，且台灣線上消費滲透率仍偏低，預估 2024 年 91APP 營收能恢復高成長：

展望 2024 年，台灣線上消費滲透率約 10%，雖 2020~2022 年受到疫情的影響而加速滲透率的提升，但仍遠低於南韓、中國、英國、美國和印尼等國家的 20% 以上。2023 年受到景氣下滑，以及解封後民眾外出購物意願提升影響線上消費力道，這些不利因素 2024 年將逐漸淡化，預估 2024 年 91APP 營收能恢復高成長。

根據經濟部統計處的數據顯示，2023 年台灣實體零售網路銷售額為 1,687 億元，YOY +6.2%，高於無店面網路銷售額的 +0.2%。實體零售業利用其具有線下門市、長期累積的店配供應鏈和豐富銷售品項等優勢，搭配實體零售業自己品牌的專屬 APP 和購物網頁，除了能鞏固實體零售業自有的客群外，客戶在專屬 APP 和購物網頁點擊甚麼商品以及購買甚麼商品都有記錄，透過大數據分析做精準行銷，可節省行銷成本，也更有機率促成購買，過往 91APP 就有導入 CRM(客戶關係管理)系統，2H23 更推出 CDP(客戶資料平台)和 DMP(資料管理平台)，使客戶能夠利用第一方和第三方數據，在廣告投放上更有效率。

新增客戶方面，2023 年新增的客戶有豆府餐飲集團、OB 嚴選、無印良品和 Adidas，其中無印良品和 Adidas 則是於 4Q23 加入 91APP 陣營，有許多客戶尚在開發 APP 中，2024 年將會陸續加入 91APP 大家庭。91APP 在台灣的大型實體和品牌通路的市佔率目前為 15~20%，尚有不少實體客戶尚未轉型 D2C，公司目標是未來能在大型實體和品牌通路的市佔率達 30~40%。

綜合以上，2023 年營收為 13.89 億元，YoY +10.00%；預估稅後純益為 3.91 億元，YOY +15.85%；稅後 EPS 3.25 元。預估 2024 年營收為 15.98 億元，YOY +15.02%；稅後純益為 4.55 億元，YOY +16.16%；稅後 EPS 3.77 元。

投資建議：

2023 年受到景氣下滑，以及解封後民眾外出購物意願提升影響線上消費力道，這些不利因素 2024 年將逐漸淡化，預估 2024 年 91APP 營收能恢復 YOY +15% 左右的高成長，故維持 Buy 的投資建議，目標價 119 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 1 月 25 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	4,192	3,943	4,478	4,722	5,259
流動資產	3,891	3,612	3,699	3,733	3,947
現金及約當現金	644	2,467	1,534	2,042	1,899
應收帳款與票據	55	77	68	98	97
存貨	0	0	0	0	0
採權益法之投資	187	186	468	603	807
不動產、廠房設備	25	32	25	18	11
負債總計	1,780	1,434	1,662	1,574	1,753
流動負債	1,761	1,406	1,608	1,524	1,679
應付帳款及票據	0	0	0	0	0
非流動負債	19	28	53	51	74
權益總計	2,412	2,510	2,817	3,148	3,506
普通股股本	603	603	603	603	603
保留盈餘	608	888	1,195	1,526	1,884
母公司業主權益	2,407	2,503	2,810	3,144	3,504
負債及權益總計	4,192	3,943	4,478	4,722	5,259

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	1,101	1,263	1,389	1,598	1,881
營業成本	270	315	356	399	470
營業毛利淨額	830	948	1,033	1,199	1,411
營業費用	462	538	612	683	801
營業利益	368	411	421	516	610
EBITDA	392	433	392	392	392
業外收入及支出	6	16	83	60	60
稅前純益	374	426	504	575	670
所得稅	75	88	113	123	143
稅後純益	298	338	391	455	529
稅後 EPS(元)	2.47	2.80	3.25	3.77	4.39
完全稀釋 EPS**	2.47	2.80	3.25	3.77	4.39

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 6.03【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 6.03 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	25.79%	14.71%	10.00%	15.02%	17.75%
營業毛利淨額	30.60%	14.20%	8.94%	16.05%	17.73%
營業利益	51.01%	11.55%	2.49%	22.60%	18.32%
稅後純益	44.71%	13.23%	15.85%	16.16%	16.34%

獲利能力分析(%)

毛利率	75.43%	75.10%	74.37%	75.03%	75.02%
EBITDA(%)	35.65%	34.27%	28.25%	24.56%	20.86%
營益率	33.43%	32.51%	30.29%	32.29%	32.44%
稅後純益率	27.11%	26.76%	28.18%	28.46%	28.11%
總資產報酬率	7.12%	8.57%	8.74%	9.63%	10.06%
股東權益報酬率	12.37%	13.46%	13.90%	14.44%	15.09%

償債能力檢視

負債比率(%)	42.46%	36.36%	37.11%	33.33%	33.33%
負債/淨值比(%)	73.80%	57.14%	59.00%	50.00%	50.00%
流動比率(%)	221.00%	256.86%	230.00%	245.00%	235.00%

其他比率分析

存貨天數	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
應收帳款天數	15.86	18.95	18.95	18.95	18.95

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	-269	581	-291	982	479
稅前純益	374	426	504	575	670
折舊及攤銷	23	37	23	17	10
營運資金變動	-13	-22	9	-31	1
其他營運現金	-652	140	-827	421	-203
投資活動現金	-1,094	1,525	1,355	1,445	1,403
資本支出淨額	-20	-19	-19	-19	-19
長期投資變動	-1,076	1,547	1,547	1,547	1,547
其他投資現金	2	-3	-172	-82	-125
籌資活動現金	1,257	-415	-1,997	-1,919	-2,025
長借/公司債變動	0	0	25	-2	22
現金增資	1,270	0	0	0	0
發放現金股利	0	-58	-84	-121	-169
其他籌資現金	-13	-357	-1,939	-1,796	-1,879
淨現金流量	-124	1,823	-933	509	-143
期初現金	768	644	2,467	1,534	2,042
期末現金	644	2,467	1,534	2,042	1,899

資料來源：CMoney、群益

2024 年 1 月 25 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	297	388	324	325	324	417	352	369	378	499	424	434
營業成本	77	82	85	85	87	99	93	97	91	118	112	114
營業毛利淨額	220	306	238	240	237	318	259	273	287	380	312	321
營業費用	140	143	142	147	147	176	163	166	166	188	190	194
營業利益	80	163	96	93	90	142	96	107	121	192	122	127
業外收入及支出	20	-16	7	42	48	-13	15	15	15	15	15	15
稅前純益	99	147	103	135	137	129	111	122	136	207	137	142
所得稅	19	28	27	36	23	27	23	29	28	43	29	34
稅後純益	80	119	76	99	114	102	88	94	108	164	109	109
最新股本	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603
稅後EPS(元)	0.66	0.99	0.63	0.82	0.95	0.85	0.73	0.78	0.90	1.36	0.91	0.90

獲利能力(%)

毛利率(%)	74.00%	78.84%	73.60%	73.86%	73.21%	76.25%	73.60%	73.86%	75.90%	76.25%	73.60%	73.86%
營業利益率(%)	26.85%	41.99%	29.75%	28.55%	27.73%	34.05%	27.28%	28.93%	31.96%	38.55%	28.84%	29.21%
稅後純益率(%)	26.84%	30.71%	23.50%	30.44%	35.27%	24.53%	25.10%	25.31%	28.69%	32.98%	25.73%	25.04%

QoQ(%)

營業收入淨額	0.29%	30.67%	-16.57%	0.40%	-0.41%	28.89%	-15.62%	5.00%	2.24%	32.00%	-14.88%	2.36%
營業利益	-9.31%	104.33%	-40.89%	-3.66%	-3.25%	58.26%	-32.40%	11.36%	12.93%	59.22%	-36.33%	3.69%
稅前純益	4.47%	48.18%	-29.84%	30.64%	1.78%	-6.37%	-13.77%	9.84%	11.35%	52.72%	-33.72%	3.29%
稅後純益	10.09%	49.52%	-36.15%	30.05%	15.37%	-10.34%	-13.67%	5.87%	15.88%	51.73%	-33.58%	-0.41%

YoY(%)

營業收入淨額	8.78%	16.06%	14.71%	9.77%	9.00%	7.53%	8.74%	13.73%	16.75%	19.57%	20.62%	17.59%
營業利益	-12.82%	23.92%	20.18%	5.54%	12.59%	-12.80%	-0.28%	15.26%	34.54%	35.36%	27.50%	18.71%
稅前純益	5.04%	13.86%	21.97%	41.90%	38.24%	-12.65%	7.35%	-9.75%	-1.26%	61.06%	23.81%	16.42%
稅後純益	5.14%	19.68%	13.94%	36.70%	43.26%	-14.09%	16.14%	-5.45%	-5.04%	60.70%	23.64%	16.32%

註1：稅後EPS以股本6.03億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。