

91APP*-KY

(6741.TW/6741 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 March 20 (NT\$)	89.00
12 個月目標價 (NT\$)	133.0
前次目標價 (NT\$)	133.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	49.4

焦點內容

1. 台灣 D2C 成長率重回 10% 以上，帶動 91APP 營收成長回升至 15% 以上。
2. 2.91APP 於 2023 營收及獲利成長 10% 及 18%，優於 B2C 同業。
3. 雖業外收益減少，但 2024 獲利仍可年增 32%。

交易資料表

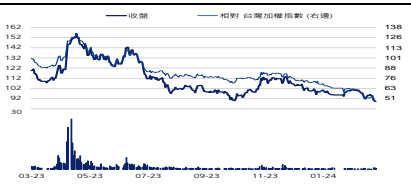
市值：(NT\$bn/US\$m)	10.73 / 337.4
流通在外股數 (百萬股)：	120.6
外資持有股數 (百萬股)：	74.72
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.27
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	89.00 - 156.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-18.7	-10.2	-24.3
相對表現 (%)	-30.9	-29.9	-52.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.55A	0.60A	0.67A	1.00A
2023	0.64A	0.84A	0.97A	0.92F
2024	0.98F	0.98F	0.91F	1.57F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

將受惠台灣 D2C 高成長

重要訊息

我們看好台灣 D2C 成長率將由 2023 年的 6.2% 回升至 2024 年的 10% 以上，帶動 91APP 營收成長回升至 15% 以上。

評論及分析

台灣 D2C 成長率重回 10% 以上：在歷經多年消費者已習慣零售業的 OMO(線上線下整合)服務模式，也觀察到在實體店和電商的整合下，消費者每年購買的金額及次數都會變多。在此趨勢下，我們預期 2024 年台灣 D2C 成長率將回升至 10% 以上，主要原因為：1、愈來愈多中大型品牌商整合線上、線下銷售，並提高資源在線上銷售比重。2、台灣品牌商線上銷售比重仍低於 10%，相較國際品牌線上銷售比重多在 15% 以上，仍有很大成長空間

2023 年獲利年增 18%：91APP 的 2023 營收為 13.89 億元，年增 10%，稅後盈餘 3.98 億元，年增 17.9%，EPS 為 3.37 元。營收成長下降主因仍受到消費支出分配朝向旅遊及實體店消費。但在毛利率維持在 75% 及有業外收益貢獻，使獲利年增近 18%。91APP 在 2023 年營收及獲利成長均優於 B2C 同業。

雖業外收益減少，但 2024 獲利仍可年增 32%：我們看好 91APP 仍可受惠於台灣 D2C 發展趨勢，帶動舊有客戶 GMV 成長，加上持續拓展新客戶，2024 營收將年增 16.2% 至 16.14 億元。在固定成本比重高的情況下，營收成長將帶動毛利率提昇，以及規模經濟顯現下，2024 年營業利益率將增加 4.2ppts 至 34.6%，雖 2024 年業外匯兌收益大幅減少，但獲利仍可年增 31.7% 至 5.24 億元，EPS 可達 4.44 元。

投資建議

我們仍看好 91APP 持續受惠於實體零售線上銷售滲透率提高，帶動營收及獲利成長。維持「增加持股」投資評等，一年目標價為 133 元，以 2024 預估 EPS 的本益比 30 倍計算。

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	1,389	1,614	1,883
營業毛利 (NT\$百萬)	830	948	1,041	1,225	1,436
營業利益 (NT\$百萬)	368	411	423	559	685
稅後淨利 (NT\$百萬)	298	338	398	524	647
每股盈餘 (NT\$)	2.58	2.83	3.37	4.44	5.48
每股現金股利 (NT\$)	0.49	0.70	0.95	1.33	1.64
每股盈餘成長率 (%)	34.4	9.6	19.0	31.7	23.5
本益比 (x)	34.4	31.4	26.4	20.0	16.2
股價淨值比 (x)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	21.1	10.6	8.0	4.9	2.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.6	0.8	1.1	1.5	1.8
股東權益報酬率 (%)	18.3	13.8	15.0	17.5	18.8

資料來源：公司資料，凱基

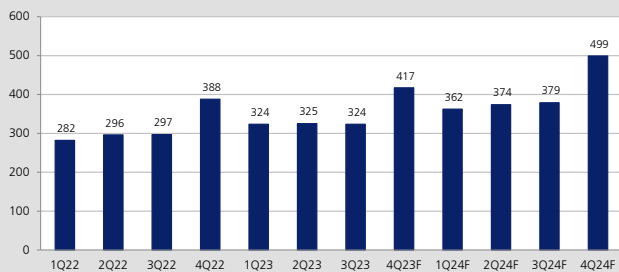
圖 1: 公司概況

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%)、數據與電商服務(10-12%)及一次性及專案收入。

資料來源：凱基

圖 3: 季營業收入

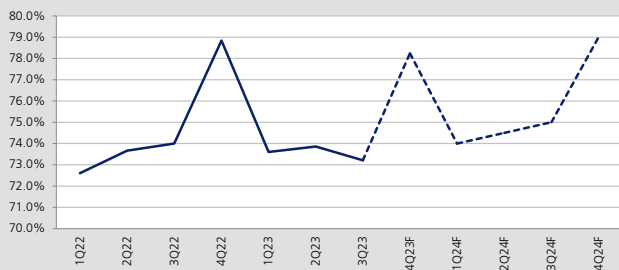
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

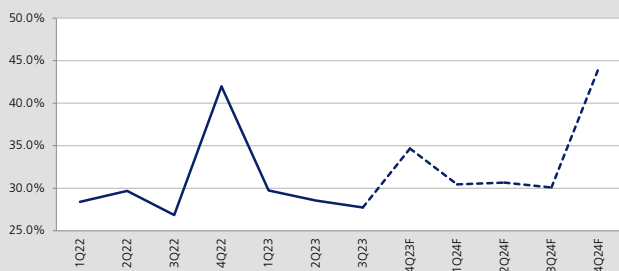
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

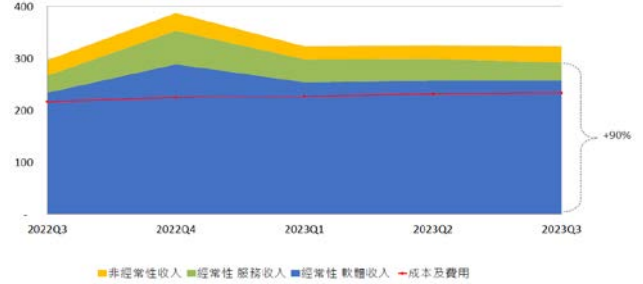
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 2: 91APP 營收組成 90%以上為經常性收入

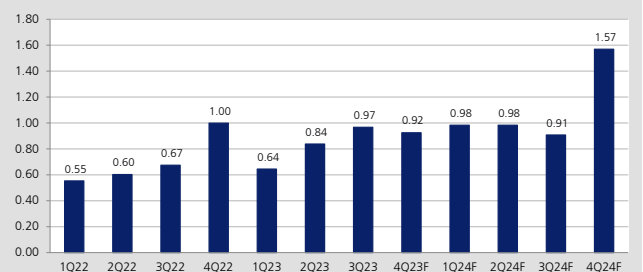
營收來源，百萬元



資料來源：凱基

圖 46: 每股盈利

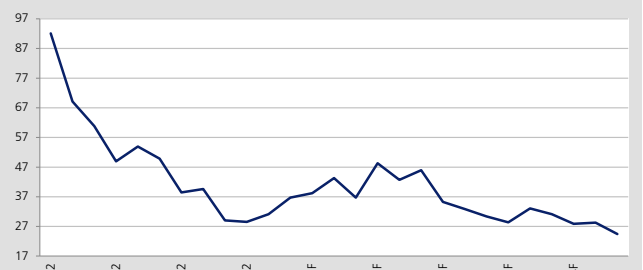
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 6: 本益比

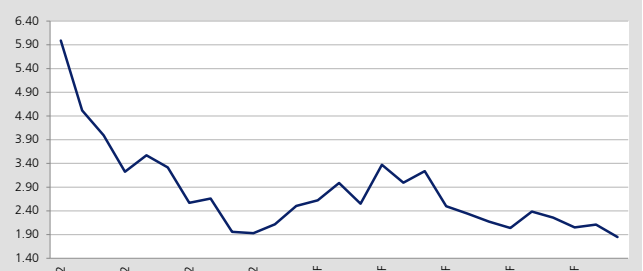
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 8: 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-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	324	325	324	417	362	374	379	499	1,389	1,614	1,883
營業成本	(85)	(85)	(87)	(91)	(94)	(95)	(95)	(105)	(348)	(389)	(448)
營業毛利	238	240	237	326	268	278	284	394	1,041	1,225	1,436
營業費用	(142)	(147)	(147)	(182)	(158)	(164)	(170)	(174)	(618)	(666)	(751)
營業利益	96	93	90	145	110	115	114	220	423	559	685
折舊	(10)	(9)	(9)	(44)	(21)	(21)	(21)	(21)	(72)	(83)	(93)
攤提	(0)	(0)	(0)	1	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	106	103	100	187	131	135	135	241	495	642	778
利息收入	23	28	24	32	29	29	29	29	108	114	115
投資利益淨額	-	-	9	(9)	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1	1	2	33	(2)	(5)	(2)	(10)	37	(19)	10
總營業外收入	24	29	36	56	27	23	26	19	145	95	125
利息費用	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投資損失	(8)	(8)	-	(3)	-	-	-	-	(18)	-	-
其他營業外費用	(9)	21	12	(56)	8	8	(6)	(7)	(32)	3	1
總營業外費用	(17)	13	12	(59)	8	8	(6)	(7)	(51)	3	0
稅前純益	103	135	137	142	145	145	134	232	518	657	810
所得稅費用[利益]	(27)	(36)	(23)	(33)	(29)	(29)	(27)	(46)	(119)	(131)	(162)
少數股東損益	(1)	0	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
非常項目前稅後純益	76	99	114	109	116	116	107	185	398	524	647
非常項目	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	(0)	-
稅後淨利	76	99	114	109	116	116	107	185	398	524	647
每股盈餘 (NT\$)	0.64	0.84	0.97	0.92	0.98	0.98	0.91	1.57	3.37	4.44	5.48
獲利率 (%)											
營業毛利率	73.6	73.9	73.2	78.2	74.0	74.5	75.0	79.0	75.0	75.9	76.2
營業利益率	29.7	28.5	27.7	34.7	30.5	30.7	30.1	44.1	30.5	34.6	36.4
EBITDA Margin	32.8	31.5	30.8	44.9	36.1	36.2	35.5	48.2	35.7	39.8	41.3
稅前純益率	31.9	41.5	42.4	34.1	40.1	38.9	35.4	46.4	37.3	40.7	43.0
稅後純益率	23.5	30.4	35.3	26.2	32.0	31.1	28.3	37.1	28.7	32.5	34.4
季成長率 (%)											
營業收入	(16.6)	0.4	(0.4)	28.9	(13.1)	3.1	1.3	31.9			
營業毛利	(22.1)	0.7	(1.3)	37.7	(17.8)	3.8	2.0	38.9			
營業收益增長	(40.9)	(3.7)	(3.3)	61.1	(23.7)	3.8	(0.6)	93.3			
EBITDA	(38.5)	(3.4)	(2.9)	88.1	(30.0)	3.2	(0.5)	79.0			
稅前純益	(29.8)	30.6	1.8	3.5	2.2	(0.0)	(7.7)	72.7			
稅後純益	(36.1)	30.1	15.4	(4.4)	6.3	(0.0)	(7.7)	72.9			
年成長率 (%)											
營業收入	14.7	9.8	9.0	7.5	12.0	15.0	17.0	19.7	10.0	16.2	16.7
營業毛利	16.3	10.1	7.8	6.7	12.6	16.0	19.9	20.9	9.8	17.6	17.2
營業收益	20.2	5.5	12.6	(11.2)	14.6	23.6	26.9	52.2	3.1	32.0	22.6
EBITDA	19.2	5.6	11.8	8.6	23.5	31.9	35.1	28.6	10.7	29.5	21.3
稅前純益	22.0	41.9	38.2	(3.4)	40.7	7.7	(2.3)	63.0	21.4	26.8	23.4
稅後純益	13.9	36.7	43.3	(8.4)	52.6	17.3	(6.1)	69.7	17.9	31.7	23.5

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
資產總額	4,192	3,943	4,259	4,687	5,207
流動資產	3,891	3,612	3,918	4,368	4,901
現金及短期投資	2,201	2,477	2,776	3,213	3,729
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	55	77	84	98	114
其他流動資產	1,635	1,058	1,058	1,058	1,058
非流動資產	301	331	342	319	306
長期投資	187	243	306	346	407
固定資產	25	32	(21)	(84)	(157)
什項資產	89	56	56	56	56
負債總額	1,780	1,434	1,449	1,480	1,510
流動負債	1,761	1,406	1,421	1,452	1,482
應付帳款及票據	0	0	0	0	0
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	1,761	1,406	1,421	1,452	1,482
長期負債	19	28	28	28	28
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	8	9	9	9	9
股東權益總額	2,412	2,510	2,811	3,208	3,698
普通股股本	603	603	603	603	603
保留盈餘	608	858	1,159	1,555	2,044
少數股東權益	5	6	7	7	8
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	25.8%	14.7%	10.0%	16.2%	16.7%
營業收益增長	51.0%	11.5%	3.1%	32.0%	22.6%
EBITDA	48.3%	14.5%	10.7%	29.5%	21.3%
稅後純益	44.7%	13.2%	17.9%	31.7%	23.5%
每股盈餘成長率	34.4%	9.6%	19.0%	31.7%	23.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	75.4%	75.1%	75.0%	75.9%	76.2%
營業利益率	33.4%	32.5%	30.5%	34.6%	36.4%
EBITDA Margin	35.5%	35.4%	35.7%	39.8%	41.3%
稅後純益率	27.1%	26.8%	28.7%	32.5%	34.4%
平均資產報酬率	9.9%	8.3%	9.7%	11.7%	13.1%
股東權益報酬率	18.3%	13.8%	15.0%	17.5%	18.8%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	1,290.5	950.6	1,097.3	1,545.6	1,888.5
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	1,018.3	1,396.5	1,686.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(926.5)	1,294.1	1,018.3	1,396.5	1,686.2
流動比率 (x)	2.2	2.6	2.8	3.0	3.3
速動比率 (x)	2.2	2.6	2.8	3.0	3.3
淨負債 (NT\$百萬)	(644)	(2,467)	(2,765)	(3,202)	(3,718)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.58	2.83	3.37	4.44	5.48
每股現金盈餘 (NT\$)	(2.33)	4.87	4.07	5.03	6.13
每股淨值 (NT\$)	39.93	41.52	46.51	53.08	61.19
調整後每股淨值 (NT\$)	20.85	21.00	23.75	27.10	31.24
每股營收 (NT\$)	9.54	10.59	11.76	13.67	15.95
EBITDA/Share (NT\$)	3.39	3.75	4.20	5.43	6.59
每股現金股利 (NT\$)	0.49	0.70	0.95	1.33	1.64
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.37	0.31	0.34	0.36	0.38
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
營業收入	1,101	1,263	1,389	1,614	1,883
營業成本	(270)	(315)	(348)	(389)	(448)
營業毛利	830	948	1,041	1,225	1,436
營業費用	(462)	(538)	(618)	(666)	(751)
營業利益	368	411	423	559	685
總營業外收入	11	46	145	95	125
利息收入	5	31	108	114	115
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	6	15	37	(19)	10
總營業外費用	(5)	(30)	(51)	3	0
利息費用	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投資損失	(5)	(12)	(18)	-	-
其他營業外費用	1	(17)	(32)	3	1
稅前純益	374	426	518	657	810
所得稅費用[利益]	(75)	(88)	(119)	(131)	(162)
少數股東損益	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)
非常項目	-	0	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	298	338	398	524	647
EBITDA	391	448	495	642	778
每股盈餘 (NT\$)	2.58	2.83	3.37	4.44	5.48

現金流量

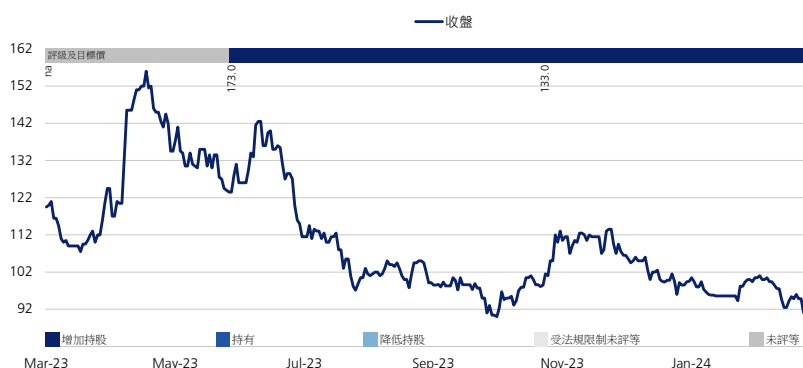
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	(269)	581	481	594	724
本期純益	298	338	398	524	647
折舊及攤提	23	37	72	83	93
本期運用資金變動	(13)	(22)	(8)	(13)	(17)
其他營業資產及負債變動	(577)	228	18	(0)	(0)
投資活動之現金流量	(1,094)	1,525	(101)	(60)	(80)
投資用短期投資出售[新購]	(915)	1,547	-	-	-
本期長期投資變動	(161)	-	(81)	(40)	(61)
資本支出淨額	(20)	(19)	(20)	(20)	(20)
其他資產變動	2	(3)	-	-	-
自由現金流	283	322	371	497	605
融資活動之現金流量	1,257	(415)	(82)	(97)	(127)
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)	(97)	(128)
其他融資現金流	(13)	(22)	0	1	1
匯率影響數	(18)	132			
本期產生現金流量	(124)	1,823	298	437	516

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%	44.5%	41.3%	39.9%
= 營業利益率	33.4%	32.5%	30.5%	34.6%	36.4%
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	75.9	(5.4)	(4.8)	(4.3)	(4.1)
營業利益率	33.4%	32.5%	30.5%	34.6%	36.4%
x 資本周轉率	75.9	(5.4)	(4.8)	(4.3)	(4.1)
x (1 - 有效現金稅率)	79.9%	79.4%	77.0%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	2026.4%	(140.2%)	(111.6%)	(120.0%)	(119.3%)

資料來源：公司資料，凱基

91APP*-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-03-14	增加持股	133.0	96.0
2023-11-14	增加持股	133.0	98.5
2023-06-17	增加持股	173.0	123.5

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	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
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		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
泰國	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
新加坡		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
印尼		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	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。
未評等 (R)	
*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。