



2024/9/16

產業類別	其他
投資建議	買進 
收盤價	目標價
NT\$ 81.60	NT\$ 116.00

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	42.16
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	78.60-112.37
市值 (NT\$百萬元)	9840
市值 (US\$百萬元)	308
流通在外股數 (百萬股)	60.00
董監持股 (%)	1.21
外資持股 (%)	51.19
投信持股 (%)	0.66
融資使用率 (%)	9.4

財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	2,807
ROA (%)	9.73
ROE (%)	15
淨負債比率 (%)	33.63

公司簡介

91APP 成立於 2013 年，為國內首家掛牌上櫃 SaaS 軟體服務公司，提供 OMO 零售軟體雲服務。提供獨特「商務解決方案」及「行銷解決方案」，發揮「產品 X 服務」綜效，協助零售品牌快速切入 D2C 電商市場，有效啟動電商營運，達到全通路 OMO 營運效益，完成數位轉型目標。目前主要營業重心為台灣，海外市場則以香港及馬來西亞為主，未來將透過策略投資加速海外佈局。

主要客戶：
主要競爭對手：

蘇俊嘉 andy.su@sinopac.com

91APP*-KY (6741 TT)

獲利穩健向上趨勢沒有改變

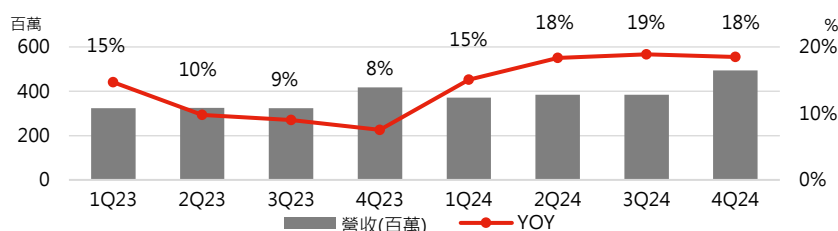
永豐觀點

91APP 為國內提供 D2C 解決方案 SaaS 服務領導廠商，而實體零售電商仍處在發展初升段，具備成長空間、未來趨勢向上，91APP 營運獲利持續穩健向上，目前評價位階具吸引力，建議長線佈局。

投資評價與建議

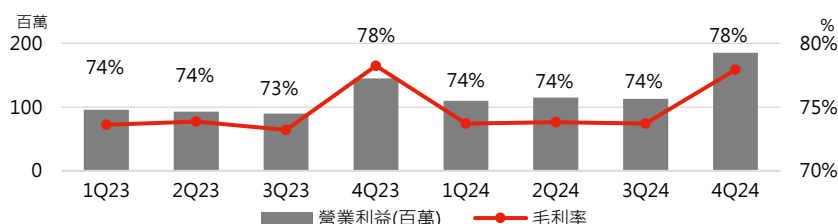
維持買進投資建議：研究處認為 (1) 實體零售電商進入擴張階段，而 91APP 為國內 D2C 解決方案領導廠商擁有其進入門檻；(2) 電商滲透率持續回升，產業未來趨勢向上且仍在初期階段，潛在成長空間大；(3) 目前 PEG 評價已落於約 0.9X，其營運獲利穩定性，股價位階具吸引力，公司未來獲利成長幅度優於營收成長幅度趨勢不變。研究處調整 2024/2025 年預估營收分別為 16.34 及 19.28 億元 (+17.6%、+18% YoY)，毛利率 74.96% 及 75.28%，稅後獲利 4.99 及 5.98 億元 (+25%、+20% YoY)，EPS 4.23 及 5.07 元，維持買進投資建議，考量略為下修今明兩年獲利，及目前產業評價下修，目標價由 132 元下調至 116 元(25 X 2024F & 2025F 平均 EPS)

近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

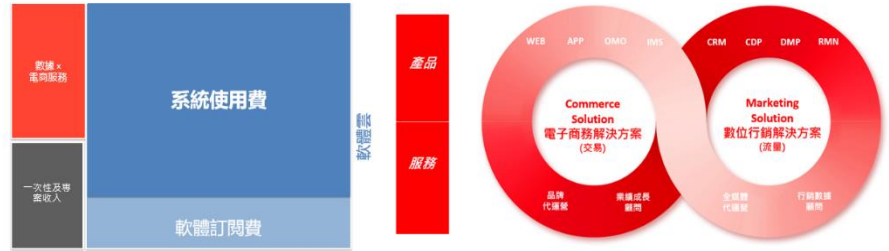
營運現況與分析

公司簡介：91APP 成立於 2013 年，為國內首家掛牌上櫃 SaaS 軟體服務公司，提供 OMO 零售軟體雲服務。提供獨特「商務解決方案」及「行銷解決方案」，發揮「產品 X 服務」綜效，協助零售品牌快速切入 D2C 電商市場，有效啟動電商營運，達到全通路 OMO 營運效益，完成數位轉型目標。目前主要營業重心為台灣，海外市場則以香港及馬來西亞為主，未來將透過策略投資加速海外佈局。

圖一：91APP 兩大解決方案及營收模式

營收模式

91APP



電商軟體費：軟體訂閱費 + 系統使用費
系統使用費：根據交易總額(GMV) x 固定比率
數據+電商服務：品牌代運服務 + 全媒體代運服務

資料來源：公司提供；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

營運模式：91APP 採用的 SaaS 模式，為當前全球頂尖軟體產業主流。客戶不需要投入高昂的建置成本，即可以以便利的租賃方式使用功能完整且持續更新之成熟產品。其中兩大解決方案皆結合產品及服務層面，(1)「商務解決方案」產品以「商務雲」為基礎，處理複雜及具規模之電商交易，並提供具購物功能 WEB 官網、品牌購物 APP、LINE 及 OMO 管道，同時使消費者擁有完整的金物流選項。服務上則提供電商服務，如品牌代運營及業績成長顧問；(2)「行銷解決方案」產品則提供 CRM(以數據導向的會員管理)、CDP(提供訪客瀏覽品牌客戶之第一方數據，作進一步分析及廣告投放)、DMP(取得外部入口網站，如 Google、Meta 等第三方數據給予精準行銷)及 RMN(打通全媒體及全通路零售 AI 行銷解決方案)四個層面。服務上則提供數位廣告服務，如全媒體代運營服務及行銷數據顧問服務。

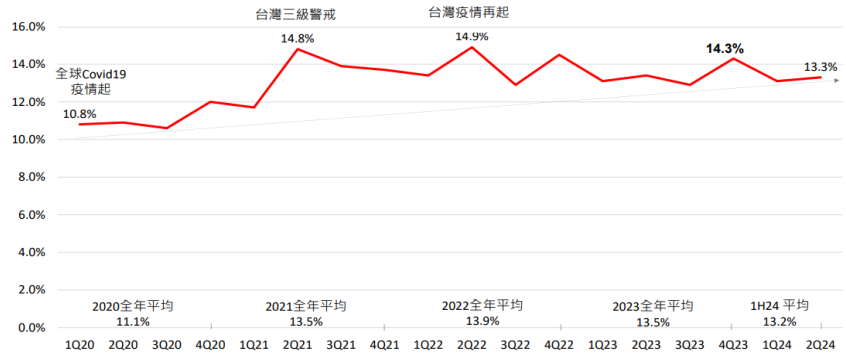
而公司營收主要分為經常性收入及非經常性收入，經常性收入包含系統使用費(依交易 GMV 金額收據固定比例抽成)、軟體訂閱費(SaaS 訂閱制年費)及數據 X 電商服務費(品牌電商代運營及全媒體代運營服務)。非經常性收入則為一次性專案收入。營收占比大致分為，系統使用費佔比約 65-70%、軟體訂閱費 10-15%、數據電商服務 10%-15%、非經常性收入約 10%以下。其中經常性收入占比高達 9 成以上，營運獲利相對穩定。

圖二：台灣電商滲透率趨勢

台灣電商滲透率

9IAPP

2023年為疫情解封後首年，對電商產業來說是挑戰的一年，然台灣電商滲透率在4Q23仍回升至高點的14.3%。



資料來源：公司提供；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

台灣電商滲透率回升指日可待：觀察到美國市場，2019 年疫情前電商滲透率約 10.6%，而疫情爆發後 4Q20 最高來到 16.6%，而後雖因解封後實體復甦電商滲透率有所回落，然整體消費行為模式改變，消費者對線上依賴程度仍逐步增加，整體電商滲透率仍穩定上升，4Q23 美國電商滲透率更創新高達 17.1%。回顧台灣市場，電商滲透趨勢亦與美國市場相近，評估因國內實體零售消費相對便利使疫後電商滲透率回升速度不及美國市場，惟消費行為已改變，消費者逐漸養成習慣於線上消費、比價，預估未來電商市場滲透率仍將向上趨勢不變。

根據經濟部統計處最新資料顯示，1H24 全台零售業營業額 2.37 兆元年增 3.2%，網路銷售(+2.9% YoY)成長幅度不及實體零售(+3.27% YoY)。推算 1H24 台灣實體店網路銷售金額(意即 D2C 市場規模)約 968 億元較去年同期 955 億元年增 1.4%，評估 1H 實體零售年成長較顯著確實壓縮實體網路銷售市場，但觀察 2Q 單季實體網路銷售年成長幅度逾 4.5%，是優於實體零售及網路銷售市場成長幅度，評估未來零售業朝向 OMO 整合經營的重要性趨勢不變，相較單一通路消費顧客，OMO 消費者人均貢獻金額約純門市及純電商 2-4 倍，人均購買頻次亦增加 2-5 次，根據調查消費者在疫情前後偏好只使用實體通路佔比由 45.5%下降至 24.4%，而疫情前後偏好使用跨通路佔比則由 46.5%上升至 66.2%。推估未來實體零售市場約可有近 3 成為 D2C 市場，未來幾年將迎來 D2C 成長攀升階段，預估台灣 2023-2027 年 D2C 市場規模可望有超過 2 成以上 CAGR 增長。

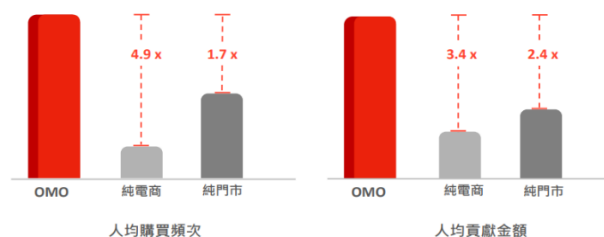
圖三：OMO 消費者貢獻效益

OMO消費者是品牌的高價值顧客

9IAPP

相較只在單一通路消費的顧客
電商與實體均有交易的OMO會員為品牌帶來更顯著的效益

不同通路消費者的人均購買頻次與貢獻金額



* 虛實融合 (Offline-Merge-Online / Online-Merge-Offline / Offline and Online Merge Together, 簡稱OMO)
資料來源：<9IAPP電商研究>
分析區間：2019/1/1-2024/6/30

9IAPP Inc. Confidential & Proprietary

資料來源：公司提供；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

91APP 已提前佈局十年·位居產業領先地位：91APP 即早發現零售產業轉型趨勢，成立十年期間已提前投入相關研發支出。主要競爭優勢在於 **(1) 從實體零售思維出發：**具備串接客戶既有 ERP 系統、POS 機能力，站在實體零售角度降低客戶轉型成本，使客戶更願意投入轉型。**(2) 一站式 D2C 服務：**具備商務及行銷兩大解決方案，從一開始商務交易層面提供客戶最完善的交易系統，並配合獲得之數據進行流量層面的精準行銷，可有效提升客戶成本效率帶動營運成長，進一步增加客戶黏著度。而同業多僅提供一次性建置及維運。**(3) 已領先同業佈局，專注開發零售 SaaS 服務：**成立十年為國內 D2C SaaS 服務領導廠商，工程師逾三百人，具備堅強硬實力，提供客戶最完善的整合、轉型協助，及後續維運行銷服務。**(4) 以中大型企業零售品牌客戶為主要客群：**91APP 目前主要客戶皆為國內外中大型零售品牌，可透過成功整合轉型經驗吸引更多客戶，亦因中大型零售品牌擁有相對較佳之市場產值，可快速推升自身成長。整體而言，91APP 為產業領頭羊，有望在客戶持續拓展及 D2C 滲透率不斷提升下，預期營運獲利可長期穩健向上。

1H24 營收年增逾 17%，優於實體零售及電商成長：91APP 2Q24 營收 3.84 億元(+18% YoY)，1H24 營收 7.57 億元(+17% YoY)，優於實體銷售及傳統電商表現，隨陸續新客戶上線及產業趨勢向上，公司營運持續穩健成長。1H24 毛利率 73.8% 與過去水準相當，營業利益 2.25 億元(+19% YoY)，而受匯兌利益貢獻業外收益整體 1H24 稅後獲利 2.38 億元(+36% YoY)，EPS 2.02 元，獲利成長幅度優於營收成長幅度。

目前多家新客戶陸續在 2H24 加入持續貢獻營運成長。深化數位行銷解決方案新產品 jooii AI 於去年 6 月正式上線，透過 AI 應用產生洞察報告提供品牌更直覺更迅速分析，及自動化探索區分客群並進行投放，可進一步提升精準行銷及廣告投放效益，2023 年占營收比重約 5%，預期今年可望倍數成長。目前與 TNL 聯手打造零售媒體聯播網 RMN，協助客戶提升精準並獲取高價值流量轉換，持續推出新產品提升用戶及消費者體驗，增加用戶黏著度。研究處預期 2024 年整體 GMV 約在 250-260 億元，未來公司將持續以企業級零售品牌為主要目標客群，並持續提升滲透率。預期今年因 3 天以上連續假期已明顯較今年減少，且隨台灣整體經濟環境持續轉佳，有望加速帶動消費力道回溫，而在新大型品牌客戶持續加入下，營收可保持雙位數成長。

展望明年，台灣市場電商滲透率可望隨傳統 B2C 電商競爭者加入，而有利於擁有多渠道之 D2C 業者取得競爭優勢，並進一步推動台灣電商市場成長，預期台灣電商滲透率可跟進美國市場創疫情後新高，而亦因成本及費用有效控管，未來將可持續推升獲利表現，獲利成長幅度優於營收成長幅度趨勢不變，研究處預期 91APP 2025 年整體 GMV 可望在 290-300 億元，年成長 18%。

未來營運及獲利預估：91APP 目前 TOP 50 客戶 GMV 佔比約 5 成，TOP100 客戶 GMV 佔比約 6 成，且並未有單一客戶超過 10%，顯示未有客戶過於集中情形。推估目前主要客戶線上滲透率僅在個位數，未來仍有充足成長空間。預估 2024-2027 年 91APP GMV CAGR 可達 20.96%，而在成本費用控管得當下，隨規模經濟效益顯現未來毛利率及營業利益率皆有望進一步提升。研究處預估 91APP 營運持續擴張，預期 2024-2027 年營收 CAGR 達 20.96%。預估 91APP 2024/2025 年營收分別為 16.34 及 19.28 億元(+17.6%、+18% YoY)，毛利率 74.96% 及 75.28%，稅後獲利 4.99 及 5.98 億元(+25%、+20% YoY)，EPS 4.23 及 5.07 元。

目前以 PEG 評價已落於約 0.9X，考量 91APP 未來隨營收達到一定規模後其經濟規模效應可顯著體現在獲利表現上，未來獲利成長幅度有望持續向上攀升，目前評價位階偏低，初步 PEG 應回到 1.1-1.2X 合理區間。但考量整體產業評價修正評估

需等待獲利成長幅度顯著提升後始可擁有較高評價，仍是維持買進投資建議，目標價由 132 元下修至 116 元(25 X 2024F & 2025F 平均 EPS)。

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2	24Q3F	24Q4F	2024F
營業收入	372	384	384	494	1,634
營業毛利	274	284	283	385	1,225
營業利益	110	115	113	185	522
稅前淨利	148	142	128	201	617
稅後純益	120	118	102	161	499
稅後 EPS (元)	1.02	1.00	0.85	1.36	4.23
營收 QoQ 成長率	-10.73	3.27	0.00	28.65	--
營收 YoY 成長率	15.05	18.34	18.89	18.47	17.64
毛利率	73.71	73.82	73.70	77.94	74.97
營益率	29.60	29.90	29.43	37.45	31.95
稅後純益率	32.24	30.46	26.56	32.59	30.54

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	1,101	1,263	1,389	1,634	1,928
%變動率	25.79	14.71	10.00	17.64	17.99
營業毛利	830	948	1,041	1,225	1,451
毛利率 (%)	75.43	75.10	74.96	74.97	75.26
營業淨利	368	411	423	522	651
稅前淨利	374	426	518	617	746
%變動率	47.07	14.02	21.45	19.11	20.91
稅後純益	298	338	398	499	598
%變動率	44.71	13.23	17.86	25.38	19.84
稅後 EPS * (元)	2.58	2.83	3.37	4.23	5.07
市調 EPS * (元)	4.63	4.93	6.67	3.96	--
PER (x)	31.63	28.83	24.21	19.29	16.09
PBR (x)	4.09	3.93	3.51	2.93	2.48
每股淨值 * (元)	19.96	20.76	23.28	27.88	32.93
每股股利 (元)	0.49	0.70	0.95	--	--
殖利率 (%)	0.19	0.68	0.91	--	--

* 以目前股本計算

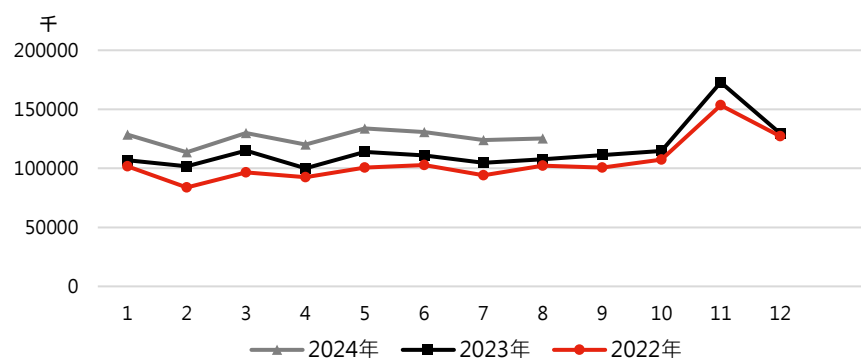
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

營運基本資料

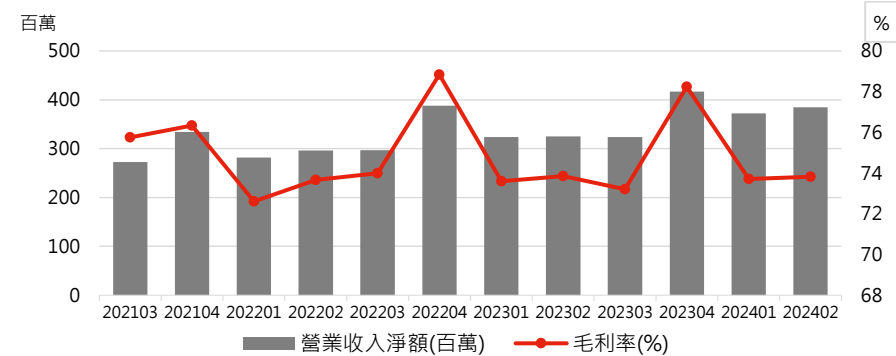
同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024

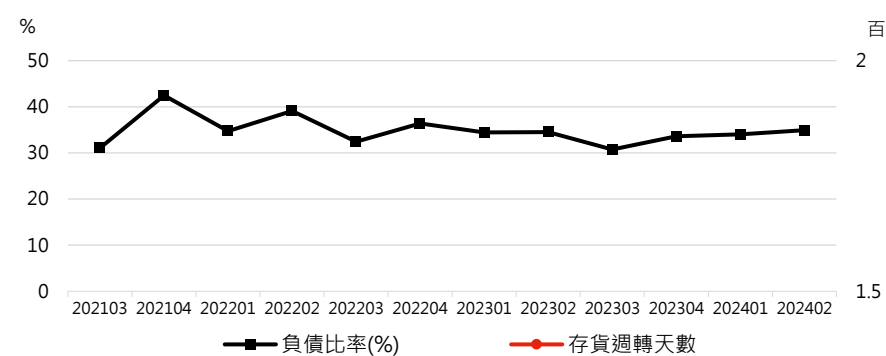
近三年單月營收狀況



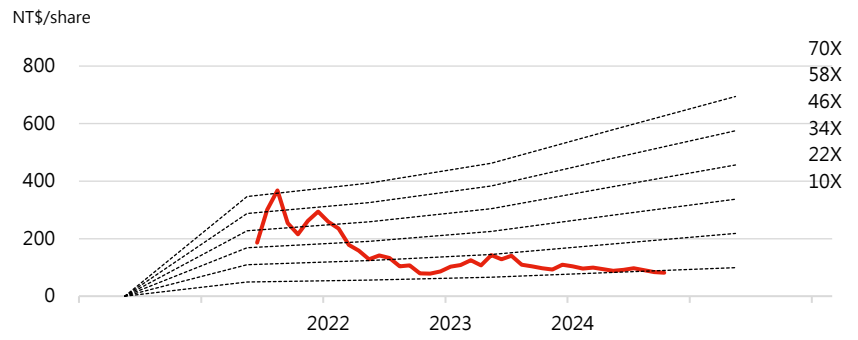
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



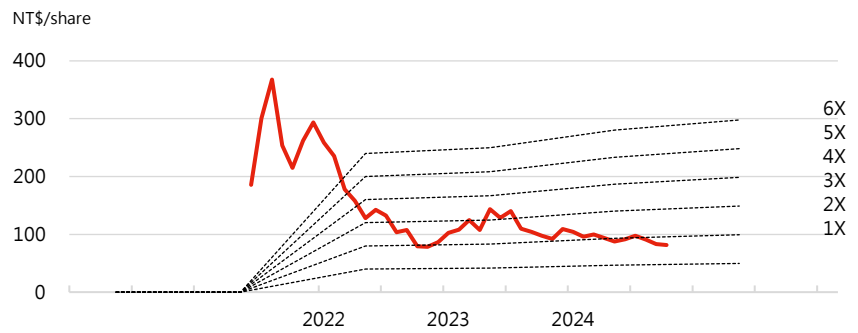
負債比率 VS 存貨周轉天數



歷史 PE 圖



歷史 PB 圖



臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
----	---	---

香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288
----	---

上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220
----	---

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.