

2024 年 12 月 16 日

研究員：顏兆祥 [mike.yen@cim.capital.com.tw](mailto:mike.yen@cim.capital.com.tw)

前日收盤價	90.10 元
目標價	
3 個月	100.00 元
12 個月	100.00 元

## 91APP\*-KY(6741 TT)

Trading Buy

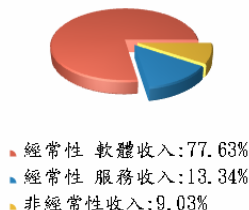
### 近期報告日期、評等及前日股價

06/12/2024	Buy	95.9
03/07/2024	Buy	97.5
01/25/2024	Buy	100.5
10/26/2023	Buy	96.7
08/11/2023	Neutral	103

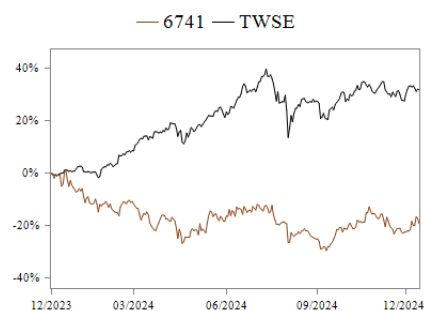
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	603
市值(億元)	109
目前每股淨值(元)	25.57
外資持股比(%)	50.92
投信持股比(%)	0.66
董監持股比(%)	1.24
融資餘額(張)	2,541
現金股息配發率(%)	28.19

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



因基期墊高和競爭加劇，故調降至 Trading Buy

**投資建議：**2025 年雖 D2C 成長力道會持續高於整體電商，不過因為基期墊高和競爭加劇，故調降評等至 Trading Buy，目標價 100 元。

**4Q24 因基期墊高以及電商競爭加劇的關係，營收 YOY 成長趨緩：**4Q24 為電商的旺季，營收呈現 QOQ 大幅成長，主要是受惠於雙 11、雙 12 以及聖誕節的促銷活動所貢獻。不過因為基期墊高以及電商競爭加劇的關係，4Q24 營收 YOY 為 12.97%，較 1Q~3Q24 營收 YOY 15~18% 下滑。預估 4Q24 營收為 4.71 億元，QOQ +23.58%，YOY +12.97%；稅後純益為 1.48 億元，QOQ +41.58%，YOY +35.27%；稅後 EPS 1.22 元。

**D2C 為品牌的趨勢，且台灣線上消費滲透率仍偏低，預估 2025 年 91APP 營收成長幅度能維持雙位數以上成長：**展望 2025 年，目前台灣線上消費滲透率約 13%，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，故未來台灣電商仍有很大的成長潛力，且 D2C 成長力道會持續高於整體電商，故預估 2025 年 91APP 營收將維持 YOY 雙位數以上的成長。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，2Q24 則有新增 Quicksilver、Roxy 和 DC Shoes 等品牌，尚有許多客戶仍在開發 APP 中，2024~2025 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，預估 2024 年營收為 16.09 億元，YOY +15.84%；稅後純益為 4.90 億元，YOY +23.01%；稅後 EPS 4.06 元。預估 2025 年營收為 18.84 億元，YOY +17.06%；稅後純益為 5.59 億元，YOY +14.05%；稅後 EPS 4.63 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	1,609	1,884	2,256	324	417	372	384	381	471	426	441	442
營業毛利淨額	1,205	1,414	1,694	237	326	274	284	277	369	314	326	325
營業利益	511	630	790	90	145	110	115	114	172	128	140	139
稅後純益	490	559	688	114	109	120	118	104	148	116	128	123
稅後 EPS(元)	4.06	4.63	5.70	0.95	0.90	1.00	0.98	0.86	1.22	0.96	1.06	1.02
毛利率(%)	74.87%	75.09%	75.09%	73.21%	78.24%	73.71%	73.82%	72.72%	78.39%	73.61%	73.90%	73.45%
營業利益率(%)	31.76%	33.47%	35.02%	27.73%	34.67%	29.60%	29.90%	29.79%	36.58%	29.94%	31.71%	31.38%
稅後純益率(%)	30.44%	29.66%	30.48%	35.27%	26.17%	32.24%	30.67%	27.35%	31.33%	27.25%	28.99%	27.86%
營業收入 YoY/QoQ(%)	15.84%	17.06%	19.77%	-0.41%	28.89%	-10.73%	3.27%	-0.84%	23.58%	-9.60%	3.50%	0.30%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	23.01%	14.05%	23.10%	15.37%	-4.37%	9.98%	-1.76%	-11.57%	41.58%	-21.37%	10.09%	-3.62%

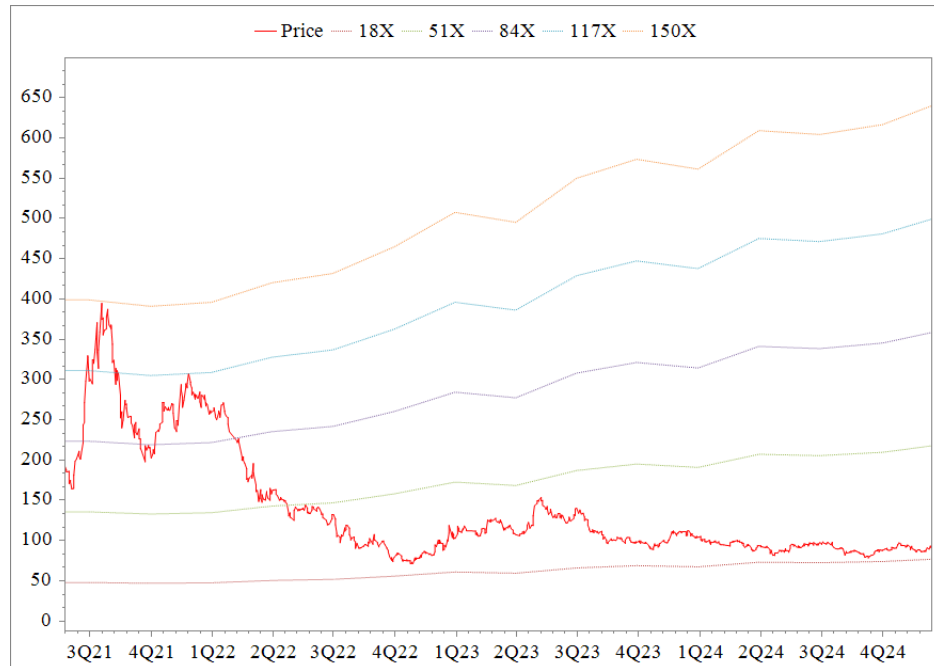
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 6.03 億元計算。

2024 年 12 月 16 日

## 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。

## 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 12 月 16 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	3,943	4,240	4,941	5,563	6,365
流動資產	3,612	3,614	4,236	4,799	5,598
現金及約當現金	2,467	1,500	2,325	2,339	2,890
應收帳款與票據	77	81	102	112	144
存貨	0	0	0	0	0
採權益法之投資	186	161	178	191	189
不動產、廠房設備	32	21	32	42	53
<b>負債總計</b>	1,434	1,426	1,753	1,962	2,259
流動負債	1,406	1,409	1,694	1,846	2,153
應付帳款及票據	0	0	0	0	0
非流動負債	28	17	59	117	105
<b>權益總計</b>	2,510	2,814	3,188	3,601	4,107
普通股股本	603	603	603	603	603
保留盈餘	888	1,203	1,577	1,990	2,496
母公司業主權益	2,503	2,807	3,182	3,596	4,103
<b>負債及權益總計</b>	3,943	4,240	4,941	5,563	6,365

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	581	506	1,150	370	1,008
稅前純益	426	518	602	690	850
折舊及攤銷	37	39	59	79	99
營運資金變動	-22	-4	-21	-10	-32
其他營運現金	140	-47	509	-388	91
<b>投資活動現金</b>	1,525	-1,363	-1,418	-1,402	-1,362
資本支出淨額	-19	-5	-5	-5	-5
長期投資變動	1,547	-1,362	-1,362	-1,362	-1,362
其他投資現金	-3	4	-51	-35	5
<b>籌資活動現金</b>	-415	-106	1,093	1,045	905
長借/公司債變動	0	0	42	57	-11
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-58	-83	-115	-145	-181
其他籌資現金	-357	-23	1,165	1,132	1,097
<b>淨現金流量</b>	1,823	-967	825	14	551
<b>期初現金</b>	644	2,467	1,500	2,325	2,339
<b>期末現金</b>	2,467	1,500	2,325	2,339	2,890

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	1,263	1,389	1,609	1,884	2,256
營業成本	315	348	404	469	562
<b>營業毛利淨額</b>	948	1,041	1,205	1,414	1,694
營業費用	538	618	694	784	904
<b>營業利益</b>	411	423	511	630	790
<b>EBITDA</b>	433	456	456	456	456
業外收入及支出	-15	-7	91	60	60
稅前純益	426	518	602	690	850
所得稅	88	119	114	132	163
稅後純益	338	398	490	559	688
稅後 EPS(元)	2.80	3.30	4.06	4.63	5.70
完全稀釋 EPS**	2.80	3.30	4.06	4.63	5.70

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	14.71%	10.00%	15.84%	17.06%	19.77%
營業毛利淨額	14.20%	9.81%	15.69%	17.40%	19.77%
營業利益	11.55%	3.12%	20.72%	23.35%	25.32%
稅後純益	13.23%	17.86%	23.01%	14.05%	23.10%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	75.10%	74.97%	74.87%	75.09%	75.09%
EBITDA(%)	34.27%	32.79%	28.31%	24.18%	20.19%
營益率	32.51%	30.48%	31.76%	33.47%	35.02%
稅後純益率	26.76%	28.67%	30.44%	29.66%	30.48%
總資產報酬率	8.57%	9.39%	9.91%	10.04%	10.81%
股東權益報酬率	13.46%	14.15%	15.37%	15.52%	16.75%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	36.36%	33.63%	35.48%	35.28%	35.48%
負債/淨值比(%)	57.14%	50.68%	55.00%	54.50%	55.00%
流動比率(%)	256.86%	256.48%	250.00%	260.00%	260.00%

### 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	18.95	20.67	20.67	20.67	20.67

2024 年 12 月 16 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	325	324	417	372	384	381	471	426	441	442	575	511
營業成本	85	87	91	98	101	104	102	112	115	117	124	135
營業毛利淨額	240	237	326	274	284	277	369	314	326	325	450	376
營業費用	147	147	182	164	169	164	197	186	186	186	226	213
營業利益	93	90	145	110	115	114	172	128	140	139	224	163
業外收入及支出	42	48	-2	37	27	15	12	15	15	15	15	15
稅前純益	135	137	142	148	142	128	184	142	155	154	239	178
所得稅	36	23	33	28	25	24	37	27	27	31	48	33
稅後純益	99	114	109	120	118	104	148	116	128	123	192	145
最新股本	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603
稅後EPS(元)	0.82	0.95	0.90	1.00	0.98	0.86	1.22	0.96	1.06	1.02	1.59	1.20

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	73.86%	73.21%	78.24%	73.71%	73.82%	72.72%	78.39%	73.61%	73.90%	73.45%	78.35%	73.61%
營業利益率(%)	28.55%	27.73%	34.67%	29.60%	29.90%	29.79%	36.58%	29.94%	31.71%	31.38%	39.03%	31.92%
稅後純益率(%)	30.44%	35.27%	26.17%	32.24%	30.67%	27.35%	31.33%	27.25%	28.99%	27.86%	33.34%	28.38%

## QoQ(%)

營業收入淨額	0.40%	-0.41%	28.89%	-10.73%	3.27%	-0.84%	23.58%	-9.60%	3.50%	0.30%	30.00%	-11.12%
營業利益	-3.66%	-3.25%	61.13%	-23.78%	4.30%	-1.18%	51.73%	-26.00%	9.61%	-0.72%	61.68%	-27.32%
稅前純益	30.64%	1.78%	3.55%	3.76%	-3.78%	-9.58%	43.50%	-22.70%	8.60%	-0.65%	55.71%	-25.62%
稅後純益	30.05%	15.37%	-4.37%	9.98%	-1.76%	-11.57%	41.58%	-21.37%	10.09%	-3.62%	55.60%	-24.34%

## YoY(%)

營業收入淨額	9.77%	9.00%	7.53%	15.05%	18.34%	17.83%	12.97%	14.40%	14.66%	15.97%	22.00%	19.95%
營業利益	5.54%	12.59%	-11.22%	14.48%	23.93%	26.58%	19.19%	15.71%	21.60%	22.17%	30.18%	27.87%
稅前純益	41.90%	38.24%	-3.40%	42.87%	5.22%	-6.52%	29.54%	-3.50%	8.92%	19.68%	29.86%	24.96%
稅後純益	36.70%	43.26%	-8.37%	57.82%	19.21%	-8.63%	35.27%	-3.29%	8.38%	18.12%	29.81%	24.91%

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。