



2024/12/20

產業類別	其他
投資建議	買進
收盤價	目標價
NT\$ 83.80	NT\$ 116.00

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	38.42
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	78.60-106.43
市值 (NT\$百萬元)	10110
市值 (US\$百萬美元)	309
流通在外股數 (百萬股)	60.00
董監持股 (%)	1.24
外資持股 (%)	50.75
投信持股 (%)	0.66
融資使用率 (%)	8.07

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「電子商務解決方案」及「數位行銷解決方案」，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。

主要客戶：
主要競爭對手：

蘇俊嘉 andy.su@sinopac.com

91APP*-KY (6741 TT)

電商競爭加劇，等待評價回升

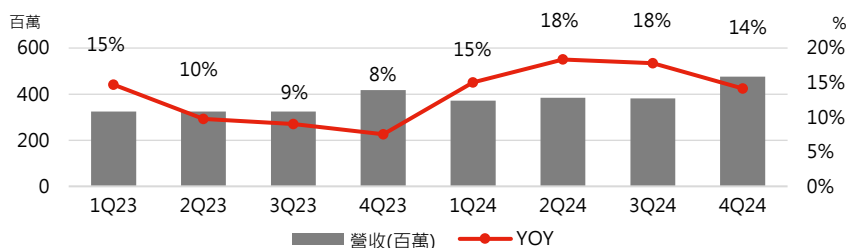
永豐觀點

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，雖目前電商環境競爭激烈，但目前評價位階仍低，建議需較長線佈局。

投資評價與建議

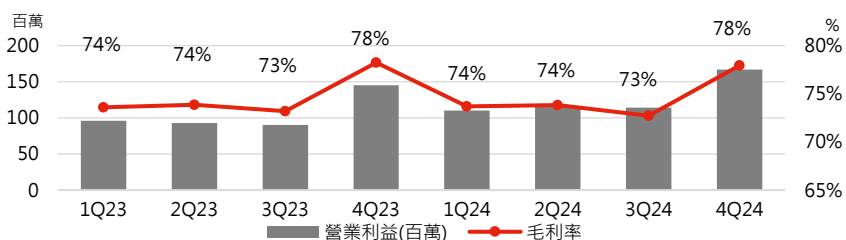
維持買進投資建議：研究處認為 (1) 電商已為國內最大零售通路，而電商未來成長動能即在 D2C，趨勢沒有改變且仍在初期階段，潛在成長空間大；(2) 其營運獲利具穩定性，股價評價位階仍在歷史區間下緣；(3) 惟觀察今年以來整體國內電商滲透率回升緩慢且 B2C 業者競爭加劇，成長幅度和緩。研究處略為調整 2024/2025 年預估營收分別為 16.13 及 19.03 億元(+16% YoY，+18% YoY)，稅後獲利分別為 4.86 及 5.65 億元(+22% YoY，+16% YoY)，EPS 4.12 及 4.79 元，維持買進投資建議，目標價維持 116 元(25X 2025F EPS)。

近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

近八季營業利益及毛利率趨勢圖



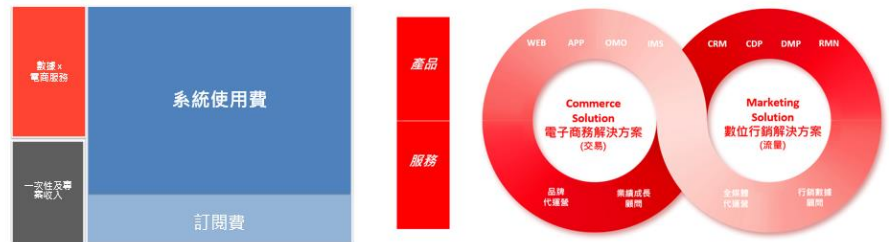
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

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「電子商務解決方案」及「數位行銷解決方案」，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



系統使用費：電商交易金額(GMV) X 固定比率
數據 X 電商服務：品牌代運營服務、全媒體代運營服務

資料來源：公司提供，永豐投顧研究處整理，Dec. 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)「電子商務解決方案」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)「數位行銷解決方案」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：台灣零售趨勢

(NT\$億)	百貨	超市	便利店	量販店	其他綜合商品零售業	電商	電商	一般電商 B2C	%	實體電商 D2C	%
2019	3,568	2,010	3,301	2,061	1,692	3,356	3,356	2,559	76%	797	24%
2020	3,562	2,200	3,497	2,229	1,196	4,393	4,393	3,203	73%	1,190	27%
2021	3,451	2,349	3,453	2,362	1,077	5,557	5,557	4,035	73%	1,522	27%
2022	3,988	2,420	3,732	2,431	1,183	6,203	6,203	4,425	71%	1,778	29%
2023	4,427	2,444	4,018	2,377	1,501	6,364	6,364	4,438	70%	1,926	30%
1Q-3Q24	3,148	1,922	3,161	1,836	1,205	4,686	4,686	3,232	69%	1,455	31%

備註：
1.綜合商品零售業的統計數據（包括百貨、超市、便利店、量販店及其他綜合商品零售業）已納入網路銷售金額，經濟部統計處目前尚未提供扣除網路銷售後的分項數據，但即便如此，電商仍為最大通路，若各項數據進一步扣除網路銷售金額，其差距將更加顯著。
2.綜合商品零售業的網路銷售金額分別為：2019年123億元(佔綜合商品零售業的1.0%)、2020年216億元(佔綜合商品零售業的1.7%)、2021年329億元(佔綜合商品零售業的2.6%)、2022年380億元(佔綜合商品零售業的2.8%)、2023年394億元(佔綜合商品零售業的2.7%)，以及2024年1至3季301億元(佔綜合商品零售業的2.7%)。

資料來源：公司提供，永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

電商為國內零售最大通路，而 D2C 即為未來成長主要動能：根據經濟部統計處最新資料顯示，9M24 全台零售業營業額 3.57 兆元年增 2.97%，網路銷售(+2.99% YoY)成長幅度略高於實體零售(+2.97% YoY)。推算 9M24 台灣實體店網路銷售金額(意即 D2C 市場規模)約 1,454 億元較去年同期 1,405 億元年增 3.49%，評估國內網路銷售動能成長和緩，D2C 市場成長幅度仍略優於整體零售及網路銷售，其中 3Q24 單季 D2C 市場規模年增 8%，則是明顯優於網路銷售(+3% YoY)及實體零售(+2.38% YoY)成長。觀察圖二，整體電商市場自 2019 年來已翻倍成長，成為國內零售業最大通路，2019-2023 年 CAGR 約為 17.35%，其中 D2C 實體電商占比持續提升超過 3 成，顯示未來電商成長需仰賴 D2C 為其主要成長動能。

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。

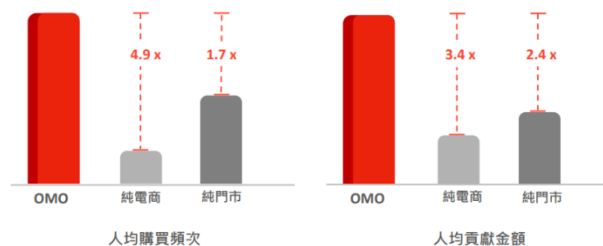
圖三：OMO 消費者貢獻效益

OMO消費者是品牌的高價值顧客

91APP

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



* 虛實聯合 (Offline-Merge-Online / Online-Merge-Offline / Offline and Online Merge Together, 簡稱OMO)

資料來源：<91APP零售研究>
分析日期：2019/1/1-2024/6/30

91APP Inc. Confidential & Proprietary

資料來源：公司提供，永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

9M24 營收年增 17%，優於實體零售及電商成長：91APP 3Q24 營收 3.81 億元(+18% YoY)，9M24 營收 11.38 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，3Q24 毛利率 72.7%與過去水準相當。9M24 營業利益 3.39 億元(+22% YoY)，而受匯兌利益貢獻業外收益整體稅後獲利 3.41 億元(+18% YoY)，EPS 2.9 元，獲利成長幅度因 3Q 單季產生匯兌損失而略較為收斂。

目前多家新客戶陸續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 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。

惟觀察今年整體電商市場成長和緩，主要係國外 B2C 業者加入市場競爭加劇，及台灣電商滲透率復甦程度較原先預期緩慢，連帶影響今年實體電商成長幅度，預期

91APP 全年營收仍可保持雙位數成長。展望明年，預期台灣市場電商滲透率因競爭者加入，反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，整體台灣電商滲透率回升趨勢不變，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。略為調整預估 2024-2027 年 91APP GMV CAGR 可達 19.99%，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 2024-2027 年營收 CAGR 達 19.99%。因下修今年營收成長幅度，調整 2024/2025 年營收分別為 16.13 及 19.03 億元(+16% YoY，+18% YoY)，毛利率 74.74%及 75.06%，稅後獲利 4.86 及 5.65 億元(+22% YoY，+16% YoY)，EPS 4.12 及 4.79 元。

預期 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，獲利成長幅度可較有明顯上升。以明年獲利來看目前 P/E 評價約在 17-18 倍，已低於歷史評價區間下緣。國外同業 CRM 及 ADBE 目前 P/E 評價仍在 40-50 倍，考量目前國內產業評價修正，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，目標價維持 116 元(25X 2025F EPS)。

附表一：2024 年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4F	2024F
營業收入	372	384	381	476	1,613
營業毛利	274	284	277	371	1,205
營業利益	110	115	114	167	504
稅前淨利	148	142	128	183	599
稅後純益	120	118	104	146	486
稅後 EPS (元)	1.02	1.00	0.88	1.22	4.12
營收 QoQ 成長率	-10.73	3.27	-0.84	24.93	--
營收 YoY 成長率	15.05	18.34	17.83	14.15	16.13
毛利率	73.71	73.82	72.72	77.94	74.71
營益率	29.60	29.90	29.79	35.08	31.25
稅後純益率	32.24	30.46	27.29	30.67	30.13

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

附表二：2025 年度損益表

單位：百萬元	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F	2025F
營業收入	434	446	446	577	1,903
營業毛利	318	330	329	451	1,428
營業利益	129	134	125	222	610
稅前淨利	153	158	149	245	705
稅後純益	122	127	119	197	565
稅後 EPS (元)	1.03	1.08	1.01	1.67	4.79
營收 QoQ 成長率	-8.82	2.76	0.00	29.37	--
營收 YoY 成長率	16.67	16.15	17.06	21.22	17.98
毛利率	73.27	73.99	73.77	78.16	75.04
營益率	29.72	30.04	28.03	38.47	32.05
稅後純益率	28.11	28.48	26.68	34.14	29.69

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

附表三：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	1,101	1,263	1,389	1,613	1,903
%變動率	25.79	14.71	10.00	16.13	17.98
營業毛利	830	948	1,041	1,205	1,428
毛利率 (%)	75.43	75.10	74.96	74.71	75.04
營業淨利	368	411	423	504	610
稅前淨利	374	426	518	599	705
%變動率	47.07	14.02	21.45	15.64	17.7
稅後純益	298	338	398	486	565
%變動率	44.71	13.23	17.86	22.11	16.26
稅後 EPS * (元)	2.58	2.83	3.37	4.12	4.79
市調 EPS * (元)	4.63	4.93	6.67	3.87	--
PER (x)	32.48	29.61	24.87	20.34	17.49
PBR (x)	4.20	4.04	3.60	3.02	2.58
每股淨值 * (元)	19.96	20.76	23.28	27.77	32.54
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

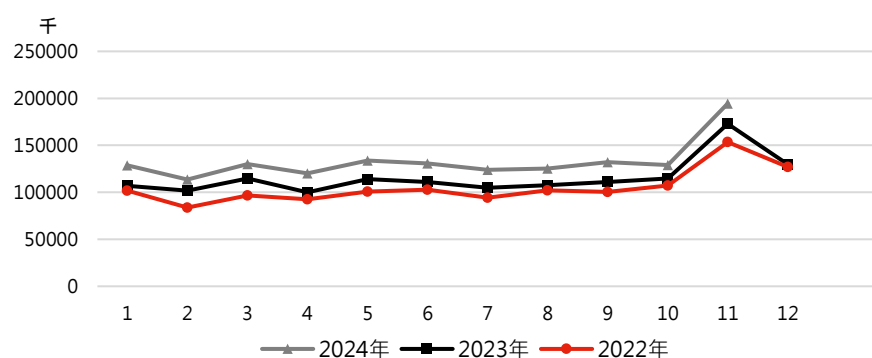
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

營運基本資料

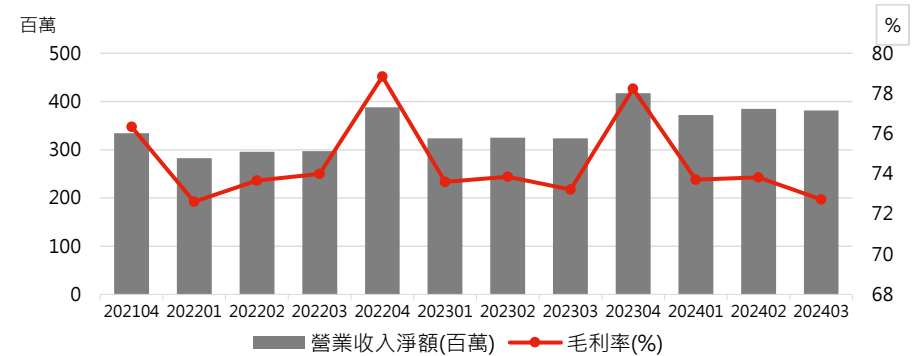
同業比較

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

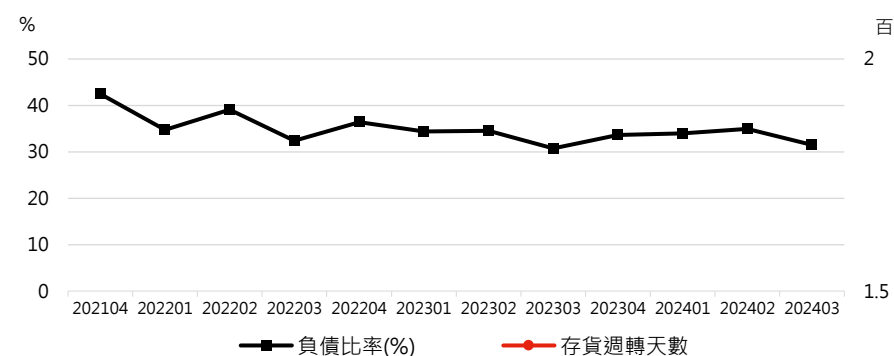
近三年單月營收狀況



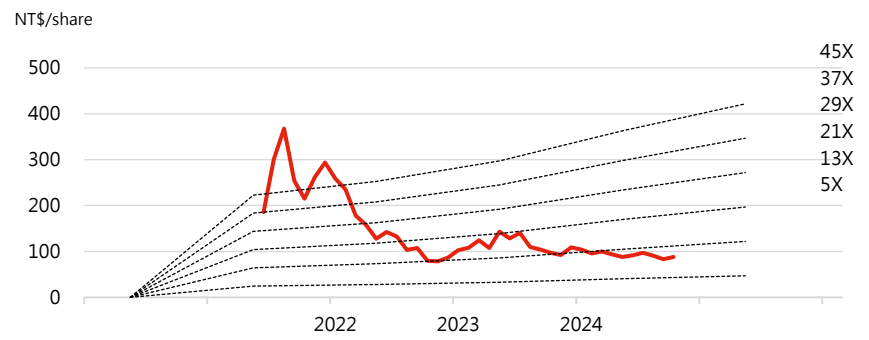
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



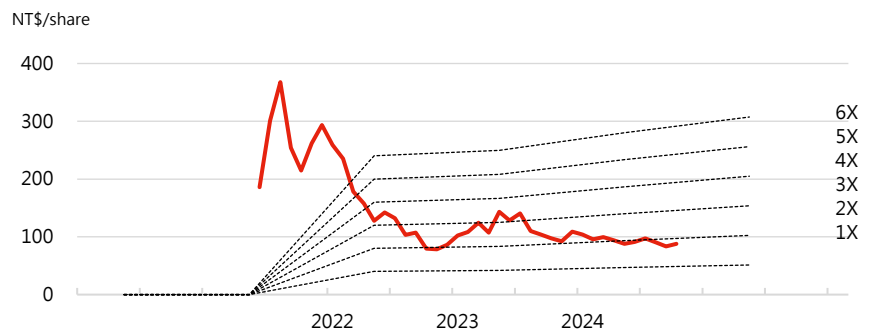
負債比率 VS 存貨周轉天數



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.