

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

前日收盤價	99.40 元
目標價	
3 個月	126.00 元
12 個月	126.00 元

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

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

02/03/2024	Buy	88.0
12/16/2024	Trading Buy	88.0
06/12/2024	Buy	95.9
03/07/2024	Buy	97.5
01/25/2024	Buy	100.5

### 公司基本資訊

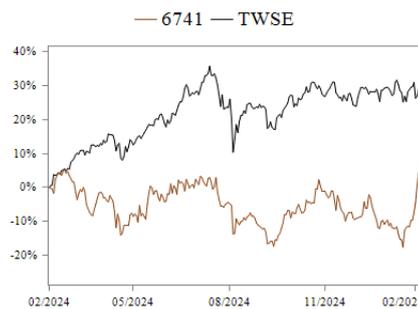
目前股本(百萬元)	603
市值(億元)	120
目前每股淨值(元)	25.57
外資持股比(%)	51.74
投信持股比(%)	0.66
董監持股比(%)	1.23
融資餘額(張)	2,173
現金股息配發率(F)(%)	28.25

### 產品組合



- 經常性 軟體收入:78.85%
- 經常性 服務收入:13.36%
- 非經常性收入:7.79%

### 股價相對大盤走勢



## 2025年維持高成長，調升目標價，投資建議維持 Buy

**投資建議：**2025年 D2C 成長力道會持續高於整體電商，預估營收仍會有 15~20% 的高成長，故調升目標價至 126 元，約為 2026 年 PER 的 22x，投資建議維持 Buy。

**4Q24 為電商旺季，營收 QOQ +26.20%：**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。4Q24 營收為 4.81 億元，QOQ +26.20%，YOY +15.36%；稅後純益為 1.70 億元，QOQ +62.93%，YOY +55.67%；稅後 EPS 1.41 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。1Q~3Q24 上線的品牌有 Quicksilver、ROXY、DC shoes、TAKASHIMA、Coway，4Q24 新加入的品牌有 OK 便利商店、墨咖啡、Discovery Expedition、麗彤生醫、歐瑞生醫等等，尚有許多客戶尚在開發 APP 中，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，2024 年營收為 16.19 億元，YOY +16.56%；稅後純益為 5.12 億元，YOY +28.60%；稅後 EPS 4.25 元。預估 2025 年營收為 19.16 億元，YOY +18.33%；稅後純益為 5.78 億元，YOY +12.92%；稅後 EPS 4.80 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,619	1,916	2,295	417	372	384	381	481	433	448	450	585
營業毛利淨額	1,213	1,439	1,723	326	274	284	277	377	319	331	330	458
營業利益	519	655	796	145	110	115	114	180	133	145	144	232
稅後純益	512	578	693	109	120	118	104	170	120	132	128	198
稅後 EPS(元)	4.25	4.80	5.74	0.90	1.00	0.98	0.86	1.41	1.00	1.10	1.06	1.64
毛利率(%)	74.89%	75.09%	75.09%	78.24%	73.71%	73.82%	72.72%	78.39%	73.61%	73.90%	73.45%	78.35%
營業利益率(%)	32.05%	34.17%	34.69%	34.67%	29.60%	29.90%	29.79%	37.45%	30.68%	32.42%	32.09%	39.69%
稅後純益率(%)	31.63%	30.18%	30.18%	26.17%	32.24%	30.67%	27.35%	35.31%	27.80%	29.53%	28.38%	33.83%
營業收入 YoY/QoQ(%)	16.56%	18.33%	19.77%	28.89%	-10.73%	3.27%	-0.84%	26.20%	-9.96%	3.50%	0.30%	30.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	28.60%	12.92%	19.78%	-4.37%	9.98%	-1.76%	-11.57%	62.93%	-29.10%	9.92%	-3.61%	55.01%

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。

## 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

2025年2月6日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	3,943	4,240	4,975	5,628	6,438
流動資產	3,612	3,614	4,284	4,905	5,670
現金及約當現金	2,467	1,500	2,352	2,393	2,928
應收帳款與票據	77	81	103	114	146
存貨	0	0	0	0	0
採權益法之投資	186	161	175	180	189
不動產、廠房設備	32	21	32	42	53
<b>負債總計</b>	1,434	1,426	1,765	1,985	2,284
流動負債	1,406	1,409	1,714	1,887	2,181
應付帳款及票據	0	0	0	0	0
非流動負債	28	17	52	99	103
<b>權益總計</b>	2,510	2,814	3,210	3,643	4,153
普通股股本	603	603	603	603	603
保留盈餘	888	1,203	1,599	2,032	2,543
母公司業主權益	2,503	2,807	3,204	3,638	4,150
<b>負債及權益總計</b>	3,943	4,240	4,975	5,628	6,438

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	1,263	1,389	1,619	1,916	2,295
營業成本	315	348	407	477	572
<b>營業毛利淨額</b>	948	1,041	1,213	1,439	1,723
營業費用	538	618	694	784	927
<b>營業利益</b>	411	423	519	655	796
<b>EBITDA</b>	433	456	456	456	456
業外收入及支出	-15	-7	111	60	60
<b>稅前純益</b>	426	518	630	714	856
所得稅	88	119	119	137	164
<b>稅後純益</b>	338	398	512	578	693
稅後 EPS(元)	2.80	3.30	4.25	4.80	5.74
完全稀釋 EPS**	2.80	3.30	4.25	4.80	5.74

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%	16.56%	18.33%	19.77%
營業毛利淨額	14.20%	9.81%	16.45%	18.64%	19.77%
營業利益	11.55%	3.12%	22.57%	26.16%	21.60%
稅後純益	13.23%	17.86%	28.60%	12.92%	19.78%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	75.10%	74.97%	74.89%	75.09%	75.09%
EBITDA(%)	34.27%	32.79%	28.13%	23.77%	19.85%
營益率	32.51%	30.48%	32.05%	34.17%	34.69%
稅後純益率	26.76%	28.67%	31.63%	30.18%	30.18%
總資產報酬率	8.57%	9.39%	10.29%	10.28%	10.76%
股東權益報酬率	13.46%	14.15%	15.95%	15.88%	16.68%

### 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

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	581	506	1,175	385	1,019
稅前純益	426	518	630	714	856
折舊及攤銷	37	39	59	79	99
營運資金變動	-22	-4	-22	-12	-31
其他營運現金	140	-47	508	-396	95
<b>投資活動現金</b>	1,525	-1,363	-1,408	-1,382	-1,392
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	-41	-15	-25
<b>籌資活動現金</b>	-415	-106	1,084	1,037	909
長借/公司債變動	0	0	34	46	4
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	1,164	1,135	1,085
<b>淨現金流量</b>	1,823	-967	852	40	535
<b>期初現金</b>	644	2,467	1,500	2,352	2,393
<b>期末現金</b>	2,467	1,500	2,352	2,393	2,928

資料來源：CMoney、群益

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	324	417	372	384	381	481	433	448	450	585	520	537
營業成本	87	91	98	101	104	104	114	117	119	127	137	140
營業毛利淨額	237	326	274	284	277	377	319	331	330	458	383	397
營業費用	147	182	164	169	164	197	186	186	186	226	218	218
營業利益	90	145	110	115	114	180	133	145	144	232	165	179
業外收入及支出	48	-2	37	27	15	32	15	15	15	15	15	15
稅前純益	137	142	148	142	128	212	148	160	159	247	179	194
所得稅	23	33	28	25	24	42	28	28	32	49	33	34
稅後純益	114	109	120	118	104	170	120	132	128	198	146	160
最新股本	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603
稅後EPS(元)	0.95	0.90	1.00	0.98	0.86	1.41	1.00	1.10	1.06	1.64	1.21	1.33
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	73.21%	78.24%	73.71%	73.82%	72.72%	78.39%	73.61%	73.90%	73.45%	78.35%	73.61%	73.90%
營業利益率(%)	27.73%	34.67%	29.60%	29.90%	29.79%	37.45%	30.68%	32.42%	32.09%	39.69%	31.66%	33.29%
稅後純益率(%)	35.27%	26.17%	32.24%	30.67%	27.35%	35.31%	27.80%	29.53%	28.38%	33.83%	28.13%	29.79%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-0.41%	28.89%	-10.73%	3.27%	-0.84%	26.20%	-9.96%	3.50%	0.30%	30.00%	-11.12%	3.30%
營業利益	-3.25%	61.13%	-23.78%	4.30%	-1.18%	58.62%	-26.24%	9.38%	-0.71%	60.80%	-29.11%	8.62%
稅前純益	1.78%	3.55%	3.76%	-3.78%	-9.58%	65.17%	-30.31%	8.43%	-0.64%	55.11%	-27.35%	7.90%
稅後純益	15.37%	-4.37%	9.98%	-1.76%	-11.57%	62.93%	-29.10%	9.92%	-3.61%	55.01%	-26.11%	9.39%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	9.00%	7.53%	15.05%	18.34%	17.83%	15.36%	16.36%	16.62%	17.96%	21.51%	19.95%	19.72%
營業利益	12.59%	-11.22%	14.48%	23.93%	26.58%	24.60%	20.59%	26.46%	27.07%	28.81%	23.79%	22.94%
稅前純益	38.24%	-3.40%	42.87%	5.22%	-6.52%	49.10%	0.14%	12.85%	24.01%	16.46%	21.40%	20.81%
稅後純益	43.26%	-8.37%	57.82%	19.21%	-8.63%	55.67%	0.35%	12.28%	22.39%	16.44%	21.35%	20.77%

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。