

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4137 TT	持有	麗豐-KY的投資評等為持有，目標價205元，潛在漲幅13%，主要理由如下：
麗豐-KY	目標價 205	(1) 4Q17稅後EPS 2.27元，符合預期。公司預計配發8元現金股利，殖利率約4.4%； (2) 預估2018年加盟通路營收年增15%，然電商、醫美短期仍處於虧損，評價合理。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

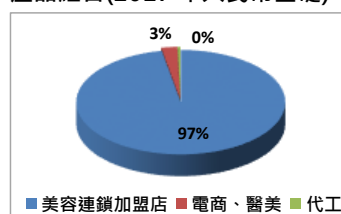
近期投資評等

03/27/2018	持有/中立
09/20/2017	持有/中立
01/24/2017	持有/中立

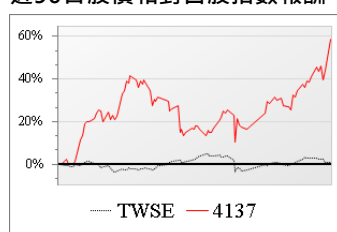
公司基本資料

收盤價(元)(03/26/2018)	181.50
股本(百萬元)	795
總市值(億元)	144.3
每股淨值(元)	49.87
外資持股比(%)	71.77
投信持股比(%)	1.29
近20日均量(張)	1,705
融資餘額(03/26/2018)	2,996

產品組合(2017年人民幣基礎)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2017	2018F	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	3,291	3,828	779	1,029	941	822	882	1,183
營業毛利	2,667	3,097	617	835	769	664	705	959
營業利益	803	1,006	194	235	246	212	233	315
稅後純益	583	777	151	180	172	184	180	241
稅後 EPS(元)	7.33	9.77	1.89	2.27	2.17	2.31	2.26	3.03
毛利率(%)	81.04	80.92	79.27	81.11	81.73	80.77	79.94	81.12
營業利益率(%)	24.41	26.27	24.97	22.83	26.12	25.77	26.44	26.62
稅後純益率(%)	17.72	20.29	19.33	17.54	18.3	22.37	20.41	20.35
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.08	16.32	1.84	32.16	-8.61	-12.56	7.26	34.07
營業利益 YoY/QoQ(%)	-19.96	25.19	-0.36	20.86	4.54	-13.74	10.08	35
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-20.23	33.25	-5.33	19.89	-4.63	6.87	-2.14	33.68

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **4Q17稅後EPS 2.27元，符合預期：**麗豐4Q17稅後淨利1.8億元(QoQ+19.9%、YoY+46.6%)，稅後EPS 2.27元，符合日盛預估的2.24元。合計2017年營收32.9億元(YoY-2.1%)，若以人民幣表達營收7.3億元(YoY+5.2%)，其中美容連鎖加盟店占比97%(YoY+23.3%)、電商及醫美事業占比2.5%(YoY-37%)、授權及代工占比0.4%(YoY-92%)。惟在主營加盟營收占比提升，各項業務拓展、招商、培訓、品牌行銷等活動持續進行下，費用率56.6%(YoY+6.2ppts)，稅後淨利5.83億元(YoY-20.2%)，稅後EPS 7.33元。公司決議配發8元現金股利，目前殖利率約4.4%。
- ◆ **2018年加盟店將以淨增加300家為目標：**麗豐1~2/2018營收6.7億元(YoY+56.2%)，係因：(1) 1~2/2018加盟店淨增加96家，而去年同期僅17家；(2) 2017年推廣精準護膚，刺激加盟店同店銷售成長；(3) 品牌宣傳及戲劇置入等，使終端消費者銷售增加。展望2018年，主營加盟店通路克麗緹娜，截至2/2018加盟店數4,000家，其中中國3,679家，台灣及東南亞約321家。歷經2016年加盟店汰舊換新，2017年加盟店營收年增23%，其中11~12%來自新展店，10%來自同店成長，略優於中國2017年美容消費支出年增8.8%的水平。管理層預計2018年仍將以淨增加300~400家為目標，以三四線城市拓展為主。公司自2Q17年開始布局越南市場，預計2018~2019年將以每年50家為展店目標，預估2018年加盟通路將年增15%。
- ◆ **電商、醫美短期仍處於虧損，評價合理：**麗豐將朝多通路、多品牌發展策略，並將增加臉部以外的身體保養產品。其中，電商平台《新美力》過去因半數為CHLITINA品牌商品無法給予價格折讓，且產品置於保稅倉，透過國際物流運送到中國，消費者等待期間較長，產品競爭力較低。2017年撤換舊的業務團隊，並豐富平台SKU種類，增加非CHLITINA品牌商品比重因應，1~2/2018營收成長約23%。醫美佈局方面，2Q17投資購買北京澳保加醫美診所，預計4/2018試營運，將以自有品牌Up Lider(雅樸麗德)行銷。日盛認為，麗豐加盟店穩定增長，後續關注麗豐產品線由臉部延伸到身體產品的市場接受度。預估2018年營收38.3億元(YoY+16.3%)，預計費用率將降低2ppts，稅後淨利7.8億元(YoY+33%)，稅後EPS 9.77元，目前PER約19倍，尚屬合理。考量電商、醫美短期仍無法享受到經由實體通路帶來的服務效果，建議持有。

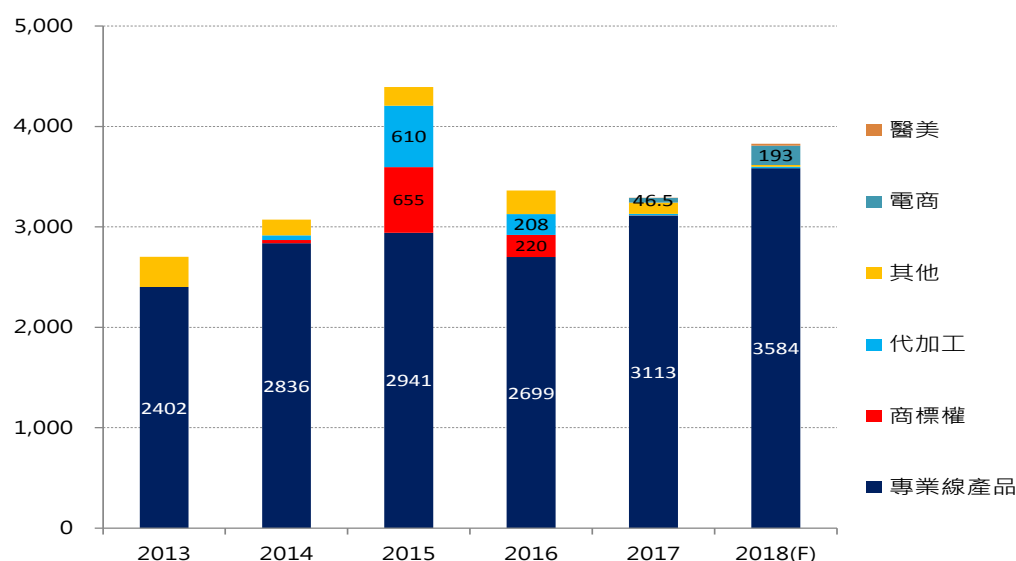
◆ **麗豐-KY 為大中華區美容連鎖龍頭：**

2013年克麗緹娜(CHLITINA)以麗豐-KY為名在台灣第一上市，主要業務為美容產品與護理套組的研發製造、銷售。克麗緹娜1989年於台灣創立，1997年正式進軍中國市場，透過連鎖加盟的方式，迅速擴張營運版圖。截至2017年底，旗下美容加盟連鎖店已達4,000家，其中中國3,679家，涵蓋上海、北京等一線大城市，甘肅、新疆、青海省等四、五線偏遠城市，台灣及東南亞約321家。依據過去經驗，虧損加盟店將於1~2年內退出，開業3年以上即屬穩定店家，目前麗豐加盟店開業大於3年的比例約57%。麗豐-KY營收約95%來自中國，香港、台灣及其他合計為5%。

過去麗豐獲利成長主要來自同一集團克緹中國，以授權《3DR》、《貝卡布》商標權，獲取代工及權利金收入。然而，在面臨中國直銷競爭加劇下，克緹調整行銷組合，朝向日用品、保健食品，降低美容保養品比重。故2017年起，麗豐-KY主要成長來自於主營業務美容連鎖加盟通路，佔整體營收比重達97%，公司並採取多通路多品牌策略。

圖一、麗豐美容加盟連鎖通路仍為主營項目

單位：百萬元



資料來源：麗豐 KY、日盛投顧彙整

圖二、麗豐將以多品牌、多通路策略迎戰



資料來源：麗豐 KY、日盛投顧彙整

◆ **4Q17 稅後 EPS 2.27 元，符合預期：**

2016年麗豐-KY本業美容加盟通路受中國經濟放緩、淘汰營運效率不佳店面，且較多加盟商違規於線上銷售店銷產品，2016年加盟店淨減少165家，在歷經2017年調整後，麗豐4Q17稅後淨利1.8億元(QoQ+19.9%、YoY+46.6%)，稅後EPS 2.27元，符合日盛預估的2.24元。

合計2017年營收32.9億元(YoY-2.1%)，若以人民幣表達營收7.3億元(YoY+5.2%)，其中美容連鎖加盟店占比97%(YoY+23.3%)、電商及醫美事業占比2.5%(YoY-37%)、授權及代工占比0.4%(YoY-92%)。惟在主營加盟營收占比提升，各項業務拓展、招商、培訓、品牌行銷等活動持續進行下，費用率56.6%(YoY+6.2ppts)，稅後淨利5.83億元(YoY-20.2%)，稅後EPS 7.33元。公司決議配發8元現金股利，目前殖利率約4.4%。

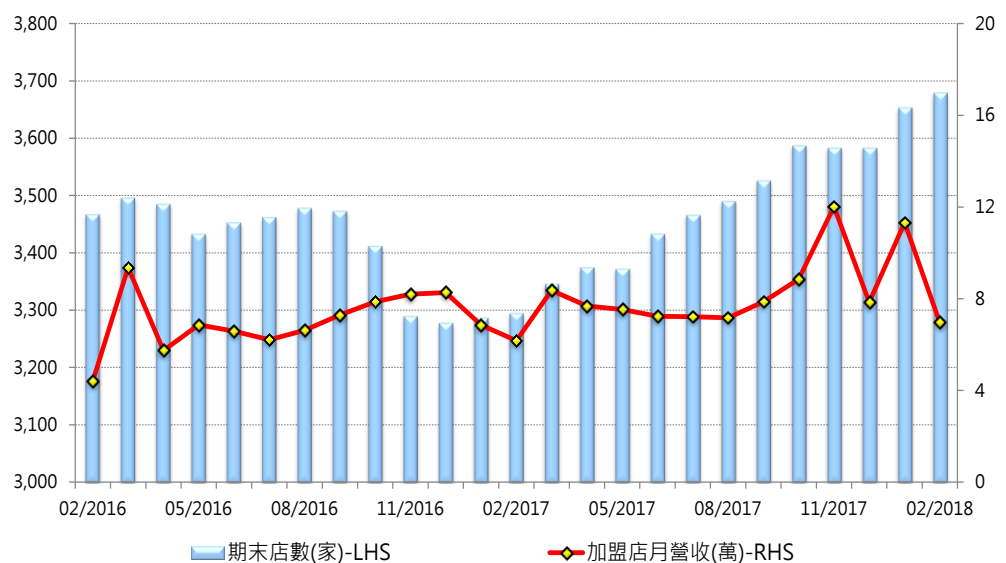
◆ **2018 年加盟店將以淨增加 300 家為目標：**

麗豐-KY 1~2/2018營收6.7億元(YoY+56.2%)，係因：(1) 1~2/2018加盟店淨增加96家，而去年同期僅17家；(2) 2017年推廣精準護膚，刺激加盟店同店銷售成長；(3) 品牌宣傳及戲劇置入等，使終端消費者銷售增加。展望2018年，主營加盟店通路克麗緹娜，截至2/2018加盟店數4,000家，其中中國3,679家，台灣及東南亞約321家。歷經2016年加盟店汰舊換新，2017年加盟店營收年增23%，其中11%~12%來自新展店，10%來自同店成長，略優於中國2017年美容消費支出年增8.8%的水平。管理層預計2018年仍將以淨增加300家為目標，並以三四線城市拓展為主。

此外，公司自2Q17年開始布局越南市場，預計2018~2019年將以每年50家為展店目標，然日盛認為，初期均以插旗為主，預估2018年加盟通路營收年增15%。

圖三、麗豐中國美容加盟通路單店月營業額走勢

單位：家/萬新台幣



資料來源：麗豐 KY、日盛投顧彙整

◆ **電商、醫美短期仍處於虧損，評價合理：**

麗豐-KY將朝多通路、多品牌發展策略，並將增加臉部以外的身體保養產品。其中，電商平台《新美力》過去因半數為CHLITINA品牌商品無法給予價格折讓，且產品置於保稅倉，透過國際物流運送到中國，消費者等待期間較長，產品競爭力較低。2017年撤換舊的業務團隊，並豐富平台SKU種類，增加非CHLITINA品牌商品比重因應，1~2/2018營收成長約23%。醫美佈局方面，2Q17投資購買北京澳保加醫美診所，預計4/2018試營運，將以自有品牌Up Lider(雅樸麗德)行銷。日盛認為，麗豐-KY加盟店穩定增長，後續關注麗豐-KY產品線由臉部延伸到身體產品的市場接受度。預估2018年營收38.3億元(YoY+16.3%)，預計費用率將降低2ppts，稅後淨利7.8億元(YoY+33%)，稅後EPS 9.77元，目前PER約19倍，尚屬合理。考量電商、醫美短期仍無法享受到經由實體通路帶來的服務效果，建議持有。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



2018年3月27日

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180327	持有/中立	205.0
20170920	持有/中立	124.0
20170124	持有/中立	128.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年3月27日

損益表

單位：百萬元	2016	2017	2018F	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	3,361	3,291	3,828	815	718	765	779	1,029	941	822	882	1,183
營業毛利	2,698	2,667	3,097	650	593	621	617	835	769	664	705	959
營業費用	1,695	1,863	2,092	460	415	426	423	600	523	452	472	645
營業利益	1,004	803	1,006	191	179	195	194	235	246	212	233	315
營業外收支	21	18	40	9	-37	32	11	11	-18	33	12	13
稅前純益	1,025	821	1,046	199	142	228	206	246	228	245	245	328
稅後純益	731	583	777	123	93	159	151	180	172	184	180	241
最新股本	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795
稅後 EPS(元)	9.19	7.33	9.77	1.55	1.17	2.00	1.89	2.27	2.17	2.31	2.26	3.03
經營效率(%)												
毛利率	80.29	81.04	80.92	79.82	82.63	81.24	79.27	81.11	81.73	80.77	79.94	81.12
營業利益率	29.87	24.41	26.27	23.41	24.9	25.52	24.97	22.83	26.12	25.77	26.44	26.62
稅前純益率	30.5	24.96	27.33	24.47	19.81	29.76	26.42	23.88	24.24	29.83	27.77	27.72
稅後純益率	21.75	17.72	20.29	15.11	12.93	20.8	19.33	17.54	18.3	22.37	20.41	20.35
YoY(%)												
營收	-23.52	-2.08	16.32	-43.47	-34.89	4.78	9.16	26.34	30.98	7.55	13.27	14.91
營業利益	-26.8	-19.96	25.19	-63.92	-58.29	6.82	-3.58	23.23	37.41	8.59	19.96	34
稅前純益	-28.9	-19.89	27.39	-61.5	-66.87	8.54	10.15	23.27	60.31	7.8	19.07	33.43
稅後純益	-37.38	-20.23	33.25	-71.27	-71.32	3.54	15.61	46.64	85.33	15.68	19.58	33.34
QoQ(%)												
營收				14.18	-11.85	6.49	1.84	32.16	-8.61	-12.56	7.26	34.07
營業利益				-5.44	-6.24	9.15	-0.36	20.86	4.54	-13.74	10.08	35
稅前純益				6.73	-28.65	59.99	-9.59	19.45	-7.22	7.59	-0.14	33.86
稅後純益				-5.48	-24.54	71.23	-5.33	19.89	-4.63	6.87	-2.14	33.68

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	4Q17
流動資產	4,260	4,194	4,194
現金及約當現金	3,548	3,423	3,423
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	461	450	450
非流動資產	1,350	1,197	1,197
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	975	1,057	1,057
無形資產	39	59	59
資產總計	5,610	5,392	5,392
流動負債	2,030	1,899	1,899
短期借款	0	714	714
非流動負債	20	11	11
負債總計	2,050	1,910	1,910
股本	795	795	795
普通股股本	795	795	795
資本公積	1,456	1,456	1,456
保留盈餘	1,533	1,605	1,605
庫藏股票	-43	-117	-117
股東權益	3,560	3,482	3,482
每股淨值(元)	44.95	44.24	44.24
流動比率(%)	209.88	220.84	220.84
速動比率(%)	182.44	192.24	192.24
應收帳款週轉率(%)	9.37	192.78	26.91
負債比率(%)	36.54	35.42	35.42
稅後股東權益報酬率(%)	19.47	16.56	5.33

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	4Q17
繼續營業單位稅前損益	1,025	821	821
折舊及攤提費用	103	102	102
利息費用	17	17	17
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	9	1	1
處分不動產、廠房及設備	1	5	5
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-1	1	1
存貨增減	-58	6	6
應付帳款增減	-57	-21	-21
營業活動現金流量	1,508	719	719
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	-122	136	136
取得不動產、廠房及設備	-64	-71	-71
處分不動產、廠房及設備	1	18	18
投資活動現金流量	-327	10	10
短期借款增減	0	714	714
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	0	-921	-921
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-795	-512	-512
庫藏股票增減	-43	-73	--
籌資活動現金流量	-838	-791	-791
淨現金流量	151	-125	-125

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年3月27日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股