

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，目標價由280元上修至300元，潛在漲幅11%，主要理由如下：
麗豐-KY	目標價	(1) 2018年電商平台正式轉盈，醫美診所持續展店；
	300	(2) 預計2019年目標展店400~500家，以小康地區為主，目前殖利率約4%，評價合理。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

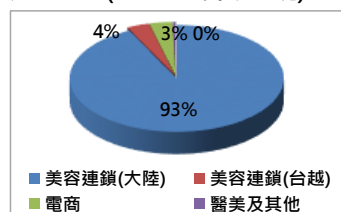
近期投資評等

03/15/2019	持有/中立
09/19/2018	持有/中立
07/17/2018	持有/中立

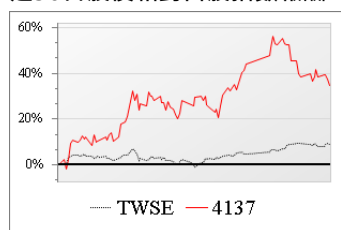
公司基本資料

收盤價(元)(03/14/2019)	270.50
股本(百萬元)	795
總市值(億元)	215
每股淨值(元)	51.74
外資持股比(%)	86.00
投信持股比(%)	0.51
近20日均量(張)	619
融資餘額(03/14/2019)	895

產品組合(2018 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	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	4,579	5,252	1,139	1,339	1,125	1,249	1,320	1,558
營業毛利	3,779	4,337	937	1,130	924	1,030	1,088	1,294
營業利益	1,563	1,779	422	438	366	430	464	518
稅後純益	1,219	1,483	312	319	375	373	353	383
稅後 EPS(元)	15.33	18.66	3.93	4.02	4.71	4.70	4.44	4.81
毛利率(%)	82.53	82.58	82.28	84.39	82.2	82.44	82.46	83.07
營業利益率(%)	34.13	33.88	37.05	32.68	32.59	34.44	35.16	33.27
稅後純益率(%)	26.62	28.25	27.39	23.86	33.3	29.9	26.74	24.55
營業收入 YoY/QoQ(%)	39.13	14.71	4.84	17.56	-16.02	11.08	5.65	18.04
營業利益 YoY/QoQ(%)	94.53	13.85	8.77	3.72	-16.28	17.4	7.85	11.7
稅後純益 YoY/QoQ(%)	109.08	21.71	13.37	2.38	17.23	-0.28	-5.51	8.39

資料來源:CMoney · JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **預計2019年目標展店400~500家**：麗豐4Q18稅後淨利3.19億元(YoY+77%)，稅後EPS 4.02元，優於日盛預期，係因營收規模提升，自營工廠稼動提升，毛利率84.4%，創去年單季新高。累積2018年營收45.8億元(YoY+39%)，成長來自美容連鎖加盟通路「克麗緹娜」，2018全年淨增加586家店，全球總加盟店數攀升至4,479家(YoY+15%)，2018年稅後淨利12.2億元(YoY+109%)，其中業外約有1,680萬人民幣財政補償，稅後EPS 15.33元。麗豐2/2019營收2.9億元(YoY+13%)，累積前2月營收YoY+8.7%，其中加盟店數較去年底已淨增加68家店，累積前2月在無招商促銷下，主營通路營收仍成長約15%(以人民幣計算)。管理層預計2019年『克麗緹娜』加盟店展店400~500家為目標，並以小康地區為主，預計2019年加盟店通路營收成長10~20%。
- ◆ **電商平台正式轉盈，醫美診所持續展店**：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，透過國際物流運送中國，消費者等待期較長，競爭力低。2017年撤換業務團隊，增加非CHLITINA品牌商品比重，目前平台SKU已達200~300項，2018年《新美力》平台營收1.6億元(YoY+103%)，並已獲利300~400萬元。醫美方面，北京醫美診所，6/2018正式營運，將以自有品牌Up Lider(雅樸麗德)直營經營，並規劃2019年在上海、南京拓展2~3家醫美新據點，2018年醫美營收1,650萬元，並虧損約4,000萬元。此外，1/2019通過將與上海皮膚病醫院合作(三甲醫院)，投資線上皮膚問診App《愛膚寶科技》，預計投資人民幣7,500萬，持股25%。由於醫美診所需要醫生及病人引流，在此App取得執照後，將取得大量人流，此模式與投資美甲美睫通路目的相同。
- ◆ **加盟店營運穩定，評價合理**：日盛認為，麗豐歷經轉型階段，3年以上穩定經營店舖占比約50%，加盟店業績可望隨GDP提升而穩定增長。預估2019年營收52.5億元(YoY+14.7%)，由於費用率管控得宜，且業外依據去年繳交稅收可望有財政補償收入，預估2019年稅後淨利14.8億元(YoY+22%)，稅後EPS 18.66元，目前PER約14.5倍，尚屬合理，然董事會通過發現金股利12元，配發率78%，目前現金殖利率約4%，下檔具保護，建議持有，目標價300元。(以2019年PER 16倍評價)

◆ **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2/2019，旗下美容加盟連鎖店已達4,547家，其中中國4,201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315家及東南亞約31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50%，佔整體營收貢獻約56%。麗豐-KY營收約95%來自中國，香港、台灣及其他合計為5%。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96%，公司並採取多通路、多品牌策略，經營包含電商平台《新美力》及醫美事業自有品牌雅樸。

圖一、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

圖二、麗豐展店鎖定高成長的小康及開發中二三線城市



Source: Chlittina

克麗緹娜加盟店	已發達地區	小康地區	開發中地區	台、港、越	合計
2018店家數占比	46%	42%	5%	8%	100%
2018進貨額占比	47%	26%	19%	21%	100%
2018年平均單店業績 單位:人民幣仟元	224	210	171	99	216

資料來源：麗豐 KY、日盛投顧彙整

◆ **預計 2019 年目標展店 400~500 家：**

麗豐1H18展店以鼓勵加盟店主開立第二家店，或輔導美容師開店，給予加盟金促銷優惠。累積2018年營收45.8億元(YoY+39%)，成長來自於美容連鎖加盟通路「克麗緹娜」營收42.2億元(YoY+40%)，其中2018全年加盟店淨增加586家，全球總加盟店數攀升至4,479家(YoY+15%)。

麗豐2/2019營收2.9億元(YoY+13%)，累積前2月營收YoY+8.7%，其中加盟店數較去年底已淨增加68家店，累積前2月在無招商促銷下，主營通路營收仍成長約15%(以人民幣計算)。管理層預計2019年「克麗緹娜」加盟店展店400~500家為目標，並以小康地區為主，預計2019年加盟店通路營收成長10~20%。

圖三、麗豐克麗緹娜加盟店年資 vs 營收

克麗緹娜加盟店(陸)	<1年	1-3年	3-5年	5-10年	>10年	合計
2018店家數占比	23%	27%	17%	18%	15%	100%
2018年進貨額占比	18%	26%	19%	21%	16%	100%
2018平均單店業績 <small>單位:人民幣千元</small>	178	218	252	255	245	225

資料來源：麗豐KY、日盛投顧彙整

◆ **電商、醫美及海外布局漸有新獲：**

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，目前SKU種類已達200~300項，增加非CHLITINA品牌商品比重因應，2018年《新美力》平台營收1.6億元(YoY+103%)，並已獲利300~400萬元。

醫美佈局方面，2Q17投資購買北京澳保加醫美診所，6/2018正式營運，以自有品牌Up Lider(雅樸麗德)行銷，2018年醫美營收1,650萬元，並虧損約4,000萬元。公司並已規劃2019年在上海、南京拓展2~3家醫美診所。未來希望全中國27家子公司旗下均有醫美診所。

此外，1/2019通過將與上海皮膚病醫院合作(三甲醫院)，投資線上皮膚問診App《愛膚寶科技》，預計投資人民幣7,500萬，持股25%。由於醫美診所需要醫生及病人引流，在此App取得執照後，將取得大量人流，此模式與投資美甲美睫通路目的相同。

海外市場方面，截至2018年底台灣、東南亞總計約310家(年增9家)、34家(減少5家)，營收貢獻1.5億元(YoY-6%)。管理層預計2019年增加河內辦公室，並加速展店，提升規模經濟加速獲利。

◆ **克緹中國新產品及中美貿易戰影響，仍待追蹤：**

近期麗豐關係企業克緹中國直銷已完成包括3DR、貝卡布在內的8項直銷化妝產品登記許可證，由於兩項商標權歸麗豐所有，兩系列產品自2018年以來雖有持續小量出貨關鍵原料，但因克緹中國針對該系列產品的單月銷售額並未突破1,000萬人民幣，故暫時無法抽取6%的權利金。由於克緹中國進行營運調整，且受到微商市場影響，2017年銷售僅8億元人民幣(YoY-60%)，後續新品銷售情況仍需追蹤。

**圖四、克緹中國近期完成 3DR、貝卡布等 8 項新產品註冊**

克緹(中国)日用品有限公司调整直销产品

【上海市商务委员会】 【2018-09-07】

序号	调整情况	类别	产品名称	生产企业
1	新增	化妆品	贝卡布水精灵精华面膜	克緹(中国)日用品有限公司
2	新增	化妆品	3DR雪漾盈透保湿乳	克緹(中国)日用品有限公司
3	新增	化妆品	3DR雪漾盈透精华露	克緹(中国)日用品有限公司
4	新增	化妆品	3DR雪漾盈透莹亮精华素	克緹(中国)日用品有限公司
5	新增	化妆品	3DR雪漾盈透保湿霜	克緹(中国)日用品有限公司
6	新增	化妆品	3DR雪漾盈透精华面膜	克緹(中国)日用品有限公司
7	新增	保洁用品	kelti克緹优美水肌源沐浴乳	克緹(中国)日用品有限公司
8	新增	保洁用品	kelti克緹优美飞逸凝润护发素	克緹(中国)日用品有限公司
9	新增	保洁用品	kelti克緹优美飞逸凝润洗发水	克緹(中国)日用品有限公司
10	新增	化妆品	3DR金悦恒时倍护素眼乳	克緹(中国)日用品有限公司
11	新增	化妆品	3DR香缇洁容霜	克緹(中国)日用品有限公司

說明：3DR、貝卡布商標權歸麗豐。資料來源：麗豐KY、日盛投顧彙整

日盛認為，麗豐歷經轉型階段，3年以上穩定經營店鋪占比約50%，加盟店業績可望隨GDP提升而穩定增長。預估2019年營收52.5億元(YoY+14.7%)，由於費用率管控得宜，且業外依據去年繳交稅收可望有財政補償收入，預估2019年稅後淨利14.8億元(YoY+22%)，稅後EPS 18.66元，目前PER約14.5倍，尚屬合理，董事會通過發現金股利12元，配發率78%，目前現金殖利率約4%，下檔具保護，建議持有，目標價300元。(以2019年PER 16倍評價)

### PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

### 投資評等與股價走勢圖



### 近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190315	持有	300.0
20180919	持有	280.0
20180717	中立	360.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整



2019年3月15日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	3,291	4,579	5,252	1,029	1,013	1,087	1,139	1,339	1,125	1,249	1,320	1,558
營業毛利	2,667	3,779	4,337	835	823	888	937	1,130	924	1,030	1,088	1,294
營業費用	1,863	2,216	2,558	600	508	500	515	692	558	600	624	776
營業利益	803	1,563	1,779	235	315	388	422	438	366	430	464	518
營業外收支	18	106	216	11	103	3	17	-18	130	68	16	2
稅前純益	821	1,669	1,995	246	418	391	440	420	496	498	480	520
稅後純益	583	1,219	1,483	180	312	275	312	319	375	373	353	383
最新股本	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795
稅後 EPS(元)	7.33	15.33	18.66	2.27	3.93	3.46	3.93	4.02	4.71	4.70	4.44	4.81
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	81.04	82.53	82.58	81.11	81.22	81.74	82.28	84.39	82.2	82.44	82.46	83.07
營業利益率	24.41	34.13	33.88	22.83	31.07	35.71	37.05	32.68	32.59	34.44	35.16	33.27
稅前純益率	24.96	36.44	37.98	23.88	41.21	36	38.58	31.37	44.11	39.86	36.38	33.41
稅後純益率	17.72	26.62	28.25	17.54	30.79	25.33	27.39	23.86	33.3	29.9	26.74	24.55
<b>YoY(%)</b>												
營收	-2.08	39.13	14.71	26.34	41.13	42.1	46.28	30.13	10.97	14.97	15.86	16.33
營業利益	-19.96	94.53	13.85	23.23	76.16	98.84	117.06	86.28	16.37	10.89	9.95	18.41
稅前純益	-19.89	103.18	19.54	23.27	193.67	71.92	113.64	70.99	18.77	27.3	9.25	23.86
稅後純益	-20.23	109.08	21.71	46.64	235.97	73.09	107.29	77	20.02	35.68	13.09	19.74
<b>QoQ(%)</b>												
營收				32.16	-1.53	7.22	4.84	17.56	-16.02	11.08	5.65	18.04
營業利益				20.86	34.02	23.21	8.77	3.72	-16.28	17.4	7.85	11.7
稅前純益				19.45	69.97	-6.34	12.35	-4.4	18.06	0.39	-3.58	8.39
稅後純益				19.89	72.88	-11.79	13.37	2.38	17.23	-0.28	-5.51	8.39

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	2017	2018	4Q18
流動資產	4,185	4,769	4,769
現金及約當現金	3,423	3,946	3,946
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	450	481	481
非流動資產	1,206	1,619	1,619
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,057	1,364	1,364
無形資產	59	76	76
資產總計	5,392	6,388	6,388
流動負債	1,899	2,246	2,246
短期借款	714	1,035	1,035
非流動負債	11	29	29
負債總計	1,910	2,275	2,275
股本	795	795	795
普通股股本	795	795	795
資本公積	1,456	1,352	1,352
保留盈餘	1,605	2,307	2,307
庫藏股票	-117	0	0
股東權益	3,482	4,114	4,114
每股淨值(元)	44.24	51.75	51.75
流動比率(%)	220.38	212.33	212.33
速動比率(%)	191.77	186.9	186.9
應收帳款週轉率(%)	192.78	299.23	60.42
負債比率(%)	35.42	35.61	35.61
稅後股東權益報酬率(%)	16.56	32.1	8.12

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
繼續營業單位稅前損益	821	1,669	1,669
折舊及攤提費用	102	123	123
利息費用	17	29	29
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	1	4	4
處分不動產、廠房及設備	5	1	1
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	6	-41	-41
應付帳款增減	-21	6	6
營業活動現金流量	719	1,317	1,317
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	-128	--
權益法長期股權投資增減	136	0	0
取得不動產、廠房及設備	-71	-558	-558
處分不動產、廠房及設備	18	0	0
投資活動現金流量	10	-532	-532
短期借款增減	714	302	302
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	-921	-2	-2
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-512	-636	-636
庫藏股票增減	-73	117	--
籌資活動現金流量	-791	-219	-219
淨現金流量	-125	523	523

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年3月15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