

生技

股票資訊

股票代號：	6666
掛牌股本：	4.3 億元

經營階層

董事長：	羅麗芬
總經理：	饒煥文

產品比例

美容保養產品	91%
諮詢會務收入	8%
其他	1%

羅麗芬-KY (6666.TT)

來自台灣，立足中國的女性專業線旗艦保養品牌

- **立足中國十餘載，羅麗芬為中國知名面部專業線美容保養品牌：**羅麗芬於2002年進軍中國市場，鎖定面部類美容保養產品並透過合作經銷商推廣至美容院，再售予終端消費者，至今羅麗芬已透過全國逾50個經銷商將三大品牌產品行銷於中國多個地區及遍布超過3,000家終端美容院。
- **培訓及活動向下落地至美容院及其會員，經銷商及美容院客群對羅麗芬品牌向心力強：**羅麗芬除與經銷商維持良好關係外，針對美容師也設立羅麗芬健康形象管理學院，從基礎培養專業人才，每年更舉辦多場培訓活動以及品牌互動，強化美容院對公司品牌產品操作與認同度，故從經銷商到終端美容院，整體營銷運作架構緊密且完整下，不僅合作經銷商數持續增加，公司產品之覆蓋美容院數也快速成長。
- **經銷制度下，成長速度較快且成本負擔低：**透過經銷商運行模式，拓展品牌覆蓋率及品牌發展皆不受區域限制，故羅麗芬在營運成長性對比同業較快，且因沒有展店成本壓力及相關人事、租金等費用負擔，整體費用支出比率相對同業亦較低，研究處認為隨營收量體放大，在費用增幅有限下，獲利跳增幅度將更明顯。
- **紮根經銷通路且多品牌策略操作得宜，羅麗芬營運高成長引擎將持續轉動，建議買進：**隨第三品牌黛昂絲覆蓋店家數成長、新產品推出及既有店產品使用率提升等因素驅動下，羅麗芬營運可望維持高成長力道。評價部分相較市場競爭同業，羅麗芬營運上採經銷商制度使營運績效較佳，故隨營收量體持續放量下，費用率降幅及獲利率增幅可望優於同業，**預估2018/2019年EPS預估達10.02與13.87元，目標價本益比應可往同業過去區間15-25倍的上緣靠攏。**

單位：百萬元	2017	2018 (F)	2019 (F)
合併營業收入	869	1,351	1,718
YoY%	99.8	55.5	27.2
營業毛利	524	900	1,186
毛利率(%)	60.4	66.7	69.0
營業淨利	315	583	808
稅前純益	319	583	808
稅前純益率(%)	36.7	43.1	47.0
稅後純益	240	432	598
YoY%	183.5	79.8	38.5
股本	330	431	431
稅後EPS(元)	7.27	10.02	13.87

資料來源：公開資訊觀測站；永豐投顧研究處整理，Sep. 2018

注意：投資人在閱讀本報告時，應考量該公司為本集團（永豐金控）下轄之永豐金證券股份有限公司之主辦承銷上市（櫃）公司。

羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容

目錄	頁次
一、羅麗芬為中國知名面部專業線美容保養品牌.....	3
二、「經銷商制度」與「掌握終端通路」為羅麗芬的成功關鍵.....	3
三、採取多品牌營運模式，使品牌發展不受區域限制.....	5
四、羅麗芬經營績效優於同業.....	6
五、2018-2019年營收獲利維持高成長.....	8
六、投資建議.....	10

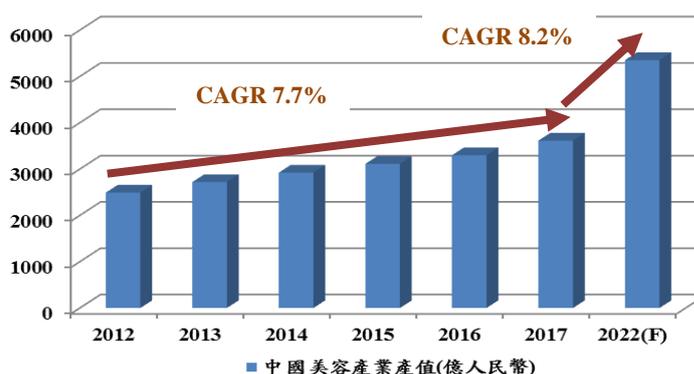
羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容-續

一、羅麗芬為中國知名面部專業線美容保養品牌

羅麗芬創辦人於 2000 年初進軍中國市場，至今已發展成為跨足科研、生產、銷售、培訓、與專業美容服務等多領域綜合性美容企業，鎖定面部類美容保養產品，並透過合作經銷商推廣至美容院再售予終端消費者，於 2004 年推出第一個品牌「葛林若」，2008 年再推出第二品牌「聖迪妮爾」，2015 年第三品牌「黛昂絲」，至今，羅麗芬已透過全國超過 50 個經銷商將產品行銷於陝西、杭州、深圳、雲南、長春等多個地區，遍布超過 3,000 家終端美容院。

中國美容市場雖競爭激烈，但隨著經濟成長及所得提高，中國美容市場近年仍維持成長趨勢，依據市調機構 Euromonitor 報告，2017 年中國美容與個人護理市場銷售額為 3,616 億人民幣，預估至 2022 年將達 5,352 億人民幣，年複合成長率 8.2%，成長性仍優於整體經濟成長率。

圖一：中國美容市場成長增速優於經濟成長率



資料來源：Euromonitor International；永豐投顧研究處整理，Sep. 2018

二、「經銷商制度」與「掌握終端通路」為羅麗芬的成功關鍵

美容產業經營模式可大致分為「經銷商模式」與「直營/加盟模式」，以經營效率來看，不直接涉足終端美容院經營的經銷商模式較有優勢，拓展品牌的覆蓋率較為快速，又不須承擔展店之成本人事等費用，成長速度較快；然而經銷商模式最大的缺點為對於終端美容院與會員的掌控性較低，與同業的直營加盟模式不同，羅麗芬在中國市場營運採經銷商模式，策略執行更有效率，且因無涉足終端美容院經營，品牌發展也不受區域或單一品牌侷限，另羅麗芬透過經銷商管理、美容師培訓、活動策畫、與品牌知名度提升等方式，使羅麗芬品牌與經銷商及終端美容院美容師、會員客群的連結度更深，改善傳統經銷商模式的缺點，也是羅麗芬中國美容霸業的重要優勢之一。

羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容-續

	傳統經銷商模式	直營/加盟模式
優點	管理有效率且成本壓力小	能直接監督終端美容院運營及銷售狀況
	經銷商在地經營，能即時掌握市場脈動 品牌開發不受區域侷限（可發展多品牌）	直接面對會員客群進行推銷，並可直接得到反饋
缺點	與經銷商連結程度為風險	品牌發展會受區域限制（單一品牌）
	對下游美容院店與會員客群的掌控力較弱	直營方式需負擔店面租金、人事等成本

（一）經銷商制度拓展品牌的成本壓力較小、成長快速、管理較方便

羅麗芬採取經銷商制度，由經銷商再透過合作美容院通路銷售至終端消費者，此營運模式雖然需給予經銷商較高的產品價格折扣，使營收規模相對較低，但在管理效率上有較明顯優勢，包括：

- （1）直接面對經銷商，品牌產品在美容院覆蓋率快速成長，且容易控管也容易下達公司策略；
- （2）經銷商負責市場美容院及客戶的管理，羅麗芬無須負擔美容院之人事、店面租金等成本，故費用負擔低；
- （3）中國幅員廣大，經銷商皆屬區域在地化經營，並配合設置美容導師團隊，能即時反應市場變動或針對美容院店給予協助；

此外羅麗芬也提供完整業務系統輔助及產品行銷說明，因此與大部分經銷商合作關係長達十餘年，品牌覆蓋的美容院數也持續增加。

（二）高度掌握終端通路美容師與會員的品牌忠誠度，提升品牌價值

傳統經銷商制度雖有拓展成長快速與管理方便等優點，而同時缺點在於對經銷商下游美容院店與會員客群的掌控力較弱，但羅麗芬與終端美容院美容師的黏著度相當高，主要因為羅麗芬從不同面向提高終端會員對於羅麗芬品牌的向心力，包括：

- （1）**健全的經銷商管理制度**：羅麗芬針對合作的經銷商除給予充分支援外，也要求其設置專門且具規模之團隊負責羅麗芬品牌的市場運行，包括專屬的美容導師團隊隨時協助美容院，而羅麗芬也會給予美導協助，因此羅麗芬針對經銷商有健全的管理制度，經銷商配合程度高，同時也使合作關係更為穩定；
- （2）**定期舉辦多場大型活動與培訓，深化經銷商與美容師對羅麗芬之向心力**：羅麗芬在通路經營上從人才培訓紮根做起，設立羅麗芬健康形象管理學院，從年輕學員開始培養專業美容知識與技能操作，畢業後即到羅麗芬合作之經銷商或美容院就職，同時可兼顧美容導師及美容師素質與向心力。此外羅麗芬每年皆會透過舉辦經銷商說明會（針對經銷商總經理、品牌總監）、全國招商會（針對經銷商總經理、品牌總監及店家院長）等，協助經銷商進行產

羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容-續

品行銷。既有美容師培訓部分，羅麗芬針對經銷商、終端美容院院長、店長、美容師等定期舉辦培訓課程，使其更了解羅麗芬產品之特性與專業美容手法之操作，也提高人員的專業性；

(3) 媒體約訪及合作節目增，品牌知名度提升：董事長羅麗芬本人以其本身專業形象魅力，積極受媒體邀約參與節目活動，包括2013年北京衛視的《楊瀾訪談錄》、2013-2015年的山東衛視《天下女人》、旅遊衛視《美麗俏佳人》、及廈門衛視獨立開創《壹周麗芬秀》等品牌置入行銷，使得羅麗芬在經銷商、美容院甚至消費者之品牌認同度持續提升；

整體而言，羅麗芬從經銷商到終端美容院通路，整體營銷運作架構緊密且完整下，不僅合作經銷商數持續增加，羅麗芬品牌攻佔美容院的覆蓋率也快速提升。

圖二：羅麗芬在經銷商及美容院端擁有完整培訓及活動架構



資料來源：羅麗芬；永豐投顧研究處整理，Sep. 2018

三、採取多品牌營運模式，使品牌發展不受區域限制

在考量到經銷商拓展美容院時容易受到同一區域相同品牌競爭的限制，羅麗芬即與國際美妝集團相同採取多品牌策略打破區域限制，於2004年推出第一個品牌「葛林若」後，2008年隨即再推出第二品牌「聖迪妮爾」，2015年第三品牌「黛昂絲」，多品牌策略之運行，同步加速經銷及美容院合作店數之增長，累計至1H18，使用葛林若產品之美容院數達1405家，聖迪妮爾1150家，黛昂絲696家。藉由多品牌操作，相同區域可以有一個以上的經銷商，也可以使美容院拓展更加密集。

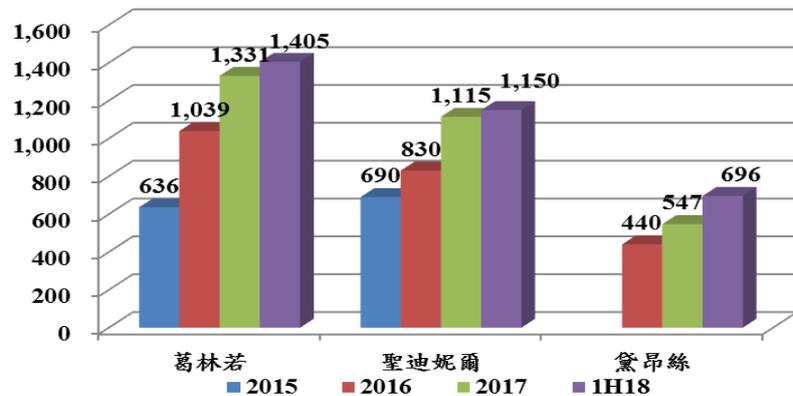
羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容-續

圖三：經銷商運行模式下，羅麗芬可進行多品牌發展



資料來源：羅麗芬；永豐投顧研究處整理，Sep. 2018

圖四：有效運行多品牌策略，各品牌美容院數持續成長



資料來源：羅麗芬；永豐投顧研究處整理，Sep. 2018

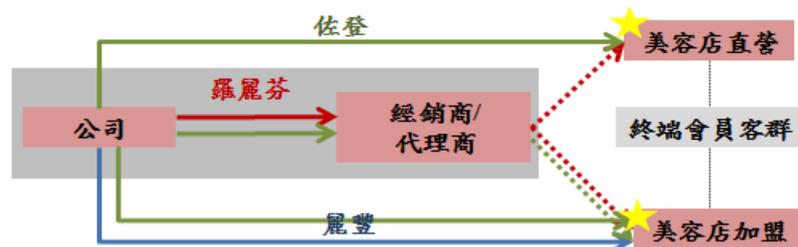
四、羅麗芬經營績效優於同業

1. 經銷制度下，羅麗芬的營收成長速度較快

與美容同業營運模式比較：麗豐採加盟模式直接將產品銷售給下游加盟美容院；佐登則採加盟與直營併行，直營部分除了產品銷售外也直接負責課程操作，另外目前也規畫部分區域採經銷商模式。無論加盟或直營模式，佐登與麗豐皆為直接掌握終端美容院通路，產品售價折扣較少因此收入認列較多，但相對展店之成本與費用壓力較高。

而羅麗芬的經銷商制度雖未能直接掌握終端美容院營運，但因提供完整培訓與品牌認同活動，使終端美容院對羅麗芬產品的忠誠度極高，加上經銷商拓展及品牌發展不受區域限制下，羅麗芬營運成長性相較於同業更快。

羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容-續



表一：羅麗芬相較同業，品牌拓展速度及營運成長性上較快且佳

		2015	2016	2017	1H18
羅麗芬	中國店面數	1,326	2,309	2,993	3,251
	中國營收	210,098	434,653	868,559	620,657
	淨增加店面數	-	983	684	258
	營收 YoY	-	106.9	99.8	87.7
麗豐	中國店面數	3,673	3,547	3,893	4,328
	中國營收	4,394,264	3,360,584	3,290,702	2,100,054
	淨增加店面數	92	-126	346	435
	營收 YoY	13.7	-23.5	-2.1	41.6
佐登	中國店面數	568	544	511	498
	中國營收	515,530	601,268	1,015,078	863,867
	淨增加店面數	-	-24	-33	-13
	營收 YoY	-	16.6	68.8	41.3

資料來源：各公司；永豐投顧研究處整理，Sep. 2018

2. 羅麗芬與同業毛利率之差距在於產品價格折扣較高

在產品銷售部分，羅麗芬給予經銷商價格為產品終端售價的 1.5-2.5 折，佐登則加盟為 3.5 折（直營全部認列），麗豐則為 6 折，因此在相同店家數基礎上羅麗芬的營收規模較小，產品毛利率也略低於同業水準，然而近三年羅麗芬持續調整產品售價、產品組合與產能利用率提升，毛利率成長近 10 個百分點，也縮小與同業之差距。

3. 經銷制度下展店成本負擔低，羅麗芬淨利率較高

在費用部分，羅麗芬僅需面對經銷通路，故無展店壓力及相關人事、租金等費用負擔，且經銷商須配合公司配置專屬美容導師團隊（由經銷商負擔人事費用），而美容院參與公司舉辦之培訓活動或招商大會等也需付費參加（認列營收與成本），電視節目行銷部分由於羅麗芬為知名美容專業人士，故多受電視台主動邀請合作下，整體行銷活動費用支出不高，因此羅麗芬整體費用率僅 20-25% 明顯低於同業水準，研究處認為隨營收量體放大，在費用增幅有限下，獲利跳增幅度將更明顯。

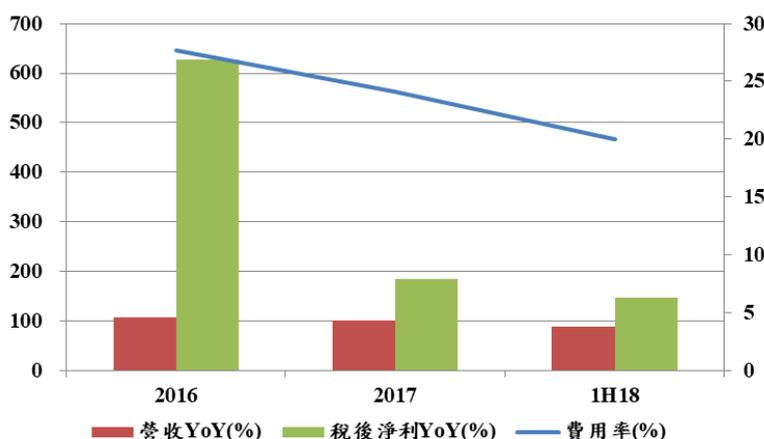
羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容-續

表二：羅麗芬經銷制度相較同業成本負擔較低

		2015	2016	2017	1H18
羅麗芬	毛利率	54.2	51.8	60.4	65.6
	費用率	47.0	27.7	24.1	21.9
	營利率	7.2	24.0	36.3	43.7
	稅後淨利率	5.5	19.5	27.6	32.9
麗豐	毛利率	76.0	80.3	81.0	81.5
	費用率	44.8	50.4	56.6	48.0
	營利率	31.2	29.9	24.4	33.5
	稅後淨利率	26.6	21.7	17.7	28.0
佐登	毛利率	67.7	68.4	71.1	77.0
	費用率	43.2	50.5	61.7	54.0
	營利率	24.5	17.9	9.4	22.9
	稅後淨利率	19.7	14.8	7.9	17.5

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2018

圖五：羅麗芬費用增幅有限下，獲利跳增幅度更勝營收



資料來源：羅麗芬；永豐投顧研究處整理，Sep. 2018

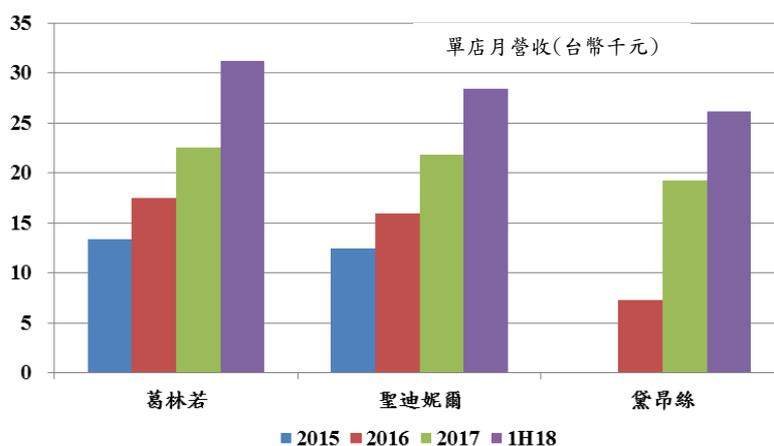
五、2018-2019 年營收獲利維持高成長

1. 三品牌合作美容院增且同店營業額亦成長，1H18 營收 YoY 達 88%

由於羅麗芬在美容界已建立專業形象，且隨電視節目採訪與置入行銷，產品能見度更提升下，旗下三品牌透過經銷商與之合作的美容院店家數持續增加，另因公司成功運行媒體播放進行二次行銷有效促進消費下，三品牌單店營業額亦逐年成長，在雙引擎驅動下，羅麗芬1H18營收與去年同期相比成長87.7%達6.21億元。

羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容-續

圖六：三大品牌店家數增加與同店營業額上升為營收成長雙引擎



資料來源：羅麗芬；永豐投顧研究處整理，Sep. 2018

2. 高毛利產品比重增且費用率降，1H18 獲利成長達 143% YoY

由於羅麗芬高毛利之明星商品芙蓉霜 1H18 營收比重由 2017 年的 27.5% 增至 32%，帶動 1H18 毛利率表現由 2017 年 60.4% 跳升至 65.6%，隨營收規模放大，費用率由 2017 年 24.1% 再降至 21.9%，1H18 稅後淨利 2.04 億元 (+143.3% YoY)，獲利增幅大於營收增幅，稅後 EPS 以掛牌後股本 4.31 億元計算為 4.74 元。

3. 財務結構與流動性佳，存貨壓力低且銷貨周轉快

由於羅麗芬經銷制度之執行，相較同業直接進行實體美容院之營運，不僅現金水位充足亦無存貨壓力，且公司採取款到發貨方式，應收帳款也較低，負債部分均無借款僅為一般營運產生之應付帳款，故費用比率部分更隨營運規模放大，持續下降，1H18 負債比由 2017 的 27.8% 再降至 24.3%，整體財務結構極佳。

4. 預估羅麗芬 2018-19 稅後 EPS 可達 10.02 元及 13.87 元

研究處認為羅麗芬 2018-19 年營收有機會成長 55.5% 與 27.2% YoY，獲利可望成長 79.8% 與 38.5% YoY，主因成長動能有：

- (1) 第三品牌黛昂絲展店數還有一倍以上的成長空間：觀察前兩品牌葛林若及聖迪妮爾於美容店面數之發展歷程，單一品牌店家數目前達 1100-1400 家，而 1H18 黛昂絲美容院數僅有 696 家，尚有一倍以上的成長空間。
- (2) 合作經銷商及美容院數可望持續增加：羅麗芬對經銷商除給予相較其他同業較優惠之進貨折扣價外，也提供完整業務系統輔助與訓練，每年更舉辦多場培訓活動及獎勵大會，強化終端美容院之向心力，在整體營銷運作架構緊密且完整下，預估合作經銷商數

羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容-續

持續增加，美容院數也將持續增加，預估 2018 年羅麗芬產品品牌在美容院覆蓋店數可超過 3,500 家，2019 年超過 3,800 家。

- (3) **單店營業額提升及產品滲透率提升**：若撇除產品售價折扣因素，以羅麗芬目前單店單月產品營收，換算成銷售給終端美容院會員之月營收貢獻約台幣 10-11 萬元，相較美容同業佐登及麗豐的 13-16 萬元，羅麗芬產品在美容院之銷售還有提升空間，包括單店中產品滲透率提升及羅麗芬品牌產品線的擴充（如發展身體課程類產品等），故研究處認為羅麗芬單店營業額與店內品牌產品滲透率預期將再提高。
- (4) **明星產品改版升級售價提升與高單價新產品推出**：1H18 羅麗芬明星商品芙蓉霜營收占比達 32%，較去年同期增長 89.4%，由於今年持續進行產品改版升級，售價增加 20-30% 外，也將陸續推出高單價新產品如幹細胞系列保養品等，由於羅麗芬之經銷商夥伴與終端美容院對公司品牌忠誠度高，預期對於產品售價提升以及新產品的接受度也相當高。

表三：羅麗芬簡易損益表

	2015	2016	2017	1H18	2018 (F)	2019 (F)
財務表現 (千元)						
營收	210,019	434,653	868,559	620,657	1,351,009	1,718,131
毛利	113,899	224,944	524,280	407,210	900,718	1,185,510
營業利益	15,197	104,506	315,170	271,468	583,231	807,522
稅後淨利	11,652	84,665	240,015	204,127	431,591	597,566
稅後 EPS	0.35	2.38	7.27	4.74	10.02	13.87
財務比率 (%)						
毛利率	54.2	51.8	60.4	65.6	66.7	69.0
營益率	7.2	24.0	36.3	43.7	43.2	47.0
稅後淨利率	5.5	19.5	27.6	32.9	31.9	34.8

註：1H18、2018 及 2019 年稅後 EPS 皆以掛牌後股本 4.31 億元計算

資料來源：羅麗芬；永豐投顧研究處整理預估，Sep. 2018

六、紮根經銷通路且多品牌策略操作得宜，有效掌握終端顧客群，羅麗芬營運高成長引擎將持續轉動，建議買進

中國美容產業隨國民所得增加、生活品質要求提升下，估計未來幾年產業成長性將優於整體經濟成長率，對羅麗芬而言，其不僅與經銷商端已維持良好且緊密關係外，因培訓制度完整及品牌形象佳，美容院對公司產品忠誠度極高，近年更隨媒體曝光度增加，有效提升羅麗芬產品市場專業形象認知度，帶動合作經銷商及美容院數快速成長。

羅麗芬-KY (6666.TT) 訪談內容-續

評價面而言，美容同業麗豐及佐登以 2019 年預估之稅後 EPS，目前本益比皆為在過去三年歷史區間下緣，然而過去本益比區間皆達 15-25 倍水準。研究處認為，隨羅麗芬第三品牌黛昂絲店家數成長、新產品推出及既有店產品使用率提升等因素驅動下，營運可望維持高成長力道，加上羅麗芬營運上採經銷商制，營運績效佳，故隨營收量體持續放量下，費用率降幅及獲利率增幅可望優於同業，預估 2018 /2019 年 EPS 預估達 10.02 與 13.87 元，目標價本益比應可往同業過去區間 15-25 倍上緣靠攏。

表四：競爭同業比較

公司	代碼	市值 (億元)	EPS			PE		近三年
			2017	2018 (F)	2019 (F)	2018	2019	
麗豐-KY	4137.TT	205	7.33	14.36	16.5	18.0	15.6	15~25
佐登-KY	4190.TT	66.3	3.12	9.79	9.82	11.1	11.0	18~25
平均						14.6	13.3	

資料來源：Bloomberg；永豐投顧研究處整理預估，Sep. 2018

台北

永豐證券投資顧問股份有限公司
台北市八德路二段306號8樓
電話：(886 2) 2382-3582

台北

永豐金證券股份有限公司
台北市重慶南路一段2號17樓
電話：(886 2) 2311-4345

倫敦

永豐金證券（歐洲）有限公司
4th Floor, Mitre House, 12-14 Mitre Street
London EC3A 5BU
UK
電話：(44 20) 7614 9999

香港

永豐金證券（亞洲）有限公司
香港九龍尖沙咀北京道1號21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1903A室
電話：(86-21) 6886-5358

責任聲明：本報告所載內容已力求公正客觀性，並有合理環境假設基礎，相關內容僅供閱讀者參考，讀者仍應自行思考及研判各項投資風險，本公司不負擔投資人投資損益責任，並留意本集團（永豐金控）下轄之永豐金證券股份有限公司擔任羅麗芬-KY 主辦承銷券商角色。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。
102年金管投顧新字第003號