

【事件】

公司公布未经审核的 2026 年中期业绩：收入 15.00 亿元，同比+42.6%；毛利 12.24 亿元，同比+41.4%，毛利率同比-0.8pt 至 81.6%；除税前溢利 3.02 亿元，同比+42.2%。期内净利润 2.56 亿元，同比+40.7%，净利润率同比-0.2pt 至 17.1%；经调整期内净利润 2.85 亿元，同比+42.1%。董事会建议派发中期股息每股 1.32 元，占归母净利润 72.15%。

【点评观点】

相关报告

1. **多品类接力与全渠道扩张共同驱动收入高增，对单一精华油和单一渠道的依赖进一步下降。**精华油收入 5.15 亿元，同比+7.6%，仍为第一大品类，但收入占比同比-11.2pts 至 34.3%；乳液及爽肤水收入 3.55 亿元，同比+264.2%，占比同比+14.4pts 至 23.7%，主要受小金珠精华水等新品放量带动。面霜、精华液及面膜收入分别同比+32.1%、+69.0%及+39.2%，公司产品结构由核心精华油向“1+4+N”矩阵扩展。渠道方面，线上收入 10.52 亿元，同比+52.9%，占比同比+4.8pts 至 70.2%；其中线上直销收入同比+50.1%，抖音及京东收入分别同比+72.5%及+57.1%。

线下收入 4.47 亿元，同比+23.0%；线下门店收入同比+19.6%，主要受门店网络扩张及店效提升共同推动，向线下零售商及企业客户销售同比+255.4%，显示品牌销售网络正向更多线下场景延伸。

2. **期内毛利率 81.6%，维持较高水平。**综合毛利率同比-0.8pt 至 81.6%，主要受高毛利率精华油的收入占比下降、低毛利率线上及线下零售渠道占比提升，以及经销业务毛利率下降影响；其中线上直销及线下直营店毛利率仍分别达到 83.5%及 86.4%。销售及分销费用同比+38.8%，费用率同比-1.5pts 至 53.7%；行政费用率同比-0.9pt 至 4.9%。公司继续强化研发，研发费用率同比+0.6pt 至 2.3%。剔除上市开支、股份支付及汇兑损失后，经调整净利润同比+42.1%。

3. **渠道扩张与经营效率提升将构成后续收入增长的主要变量。**截至 6 月末公司共有 638 家门店，其中直营店 410 家；管理层预计 2026 年末门店数接近 700 家，下半年计划在深圳、香港等地落地新店。线下将通过直营与联营结合继续扩大覆盖，并从流量、转化率、客单价及复购率等维度提升店效；线上则通过内容电商、货架电商及私域渠道

研究部

姓名：冯浩

SFC: BUQ780

电话：755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

的差异化定位与协同，降低单一渠道依赖，支撑收入延续增长。根据业绩会，公司预计韶华子品牌 2026 年收入超过 7,000 万元，未来几年综合毛利率保持在 80%以上。

➤ **点评观点：**

我们认为，公司作为聚焦山茶花成分与精华油品类的高端国货护肤品牌，上半年收入和净利润均实现超过 40%的增长，且增长已由核心精华油扩散至多个品类，线上、线下渠道同步扩张，验证品牌及渠道运营能力。综合毛利率保持 80%以上，销售及行政费用率改善，经调整净利润增速与收入基本匹配；充裕现金、无银行借款及未来三年分红规划亦提升股东回报的可预期性。后续直营门店扩张、店效提升、线上渠道协同及韶华子品牌收入增长将构成主要经营变量，建议保持关注。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>