稳健医疗 20260831

稳健医疗 2026H1 研报：海外业务预期提速，GRI 整合超预期与分红回购加码

摘要

- 医疗与消费双轮驱动，2026H1 医疗板块收入 26 亿，其中并购公司 GRI 贡献 6.4 亿且单体收入双位数增长，已实现扭亏为盈并开始贡献正利润。
- 海外医疗业务受 2025Q2 高基数及人民币升值承压，预计下半年随基数效应消退及市场流速恢复，海外销售增速有望提速。
- 全棉时代线上业务恢复双位数增长，货架电商占比达 80%，抖音平台 ROI ＞ 4 且连续盈利，整体线上盈利能力优于线下。
- 成本端受棉价上涨及汇兑损失（2026H1 约 8,000 万）冲击，公司通过提前锁价、海外 OEM 调价及全球供应链布局对冲压力。
- 卫生巾品类下半年将通过新品密集发布、KA 渠道渗透及新产线投产，力争实现销量同比转正，对冲 2025 年高基数影响。
- 资产减值风险大幅收敛，核心风险点平安医械商誉净值仅剩 5,400 万，对 2026 年报表扰动将显著小于往年。
- 强化股东回报，承诺未来三年分红率不低于 55%，2026 年拟回购 2-4 亿元股份用于注销，目前回购及分红总额已超上半年净利润。

Q&A

请介绍一下公司 2026 年上半年的整体经营情况、面临的挑战、应对措施以及对下半年的展望？

2026 年上半年，公司在复杂的宏观环境下实现了收入与利润的同步增长，展现了较强的抗风险能力与经营韧性。公司两大主营业务，即以“稳健医疗”为品牌的低值医疗耗材业务和以“全棉时代”为品牌的消费品业务，收入体量基本持平，但均面临多重挑战。 首先，在地缘政治冲突背景下，海运费上涨及货柜紧缺对占业务半数的海外出口业务造成冲击，推动了公司全球化供应链的布局。其次，棉花等大宗商品价格持续上涨，加大了成本压力。此外，人民币升值也对营收及

外币汇兑产生了负面影响。 为应对上述挑战，公司采取了多项措施。在供应链方面，公司持续推进全球化布局。2024 年并购的美国医疗耗材公司 GRI，其在美国、越南、多米尼加的产能布局有效对冲了交付风险，经过顺利整合，GRI 单体收入在 2026 年上半年实现双位数增长，并开始为集团贡献利润。同时，公司已于 2026 年上半年在越南购置土地新建工厂，预计 2027 年第三季度可投入使用，进一步增强全球产能。在成本控制方面，针对棉价上涨，医疗业务通过与 OEM/ODM 客户协商调整价格以保障毛利率；全棉时代业务则通过管控折扣率、推出新品迭代及优化产品结构等方式维持毛利水平。公司还在 2026 年上半年提前进行了棉花储备，并于五、六月份对棉花进行了锁价，后续将择机运用衍生工具进行对冲。在卓越运营层面，公司通过智能制造等方式持续降本增效，并加强了各项费用的管控。 分业务板块来看，医疗耗材业务 2026 年上半年的渠道结构保持稳定，海外业务占比约五十多，国内医院业务占比近 20%，国内 C 端业务占比 20%。海外销售承压主要源于人民币升值以及 2025 年第二季度因关税问题导致的出口集中出货所形成的高基数，这使得市场库存消化速度放缓。预计下半年随着高基数效应的消退和市场流速的恢复正常，海外业务销售增速有望提速。 消费品业务方面，全棉时代继续执行其核心单品战略。棉柔巾、成人服饰、婴童服饰及用品这几大战略品类在 2026 年上半年均录得双位数增长。卫生巾品类因 2025 年同期行业舆情事件导致“奈丝公主”品牌基数较高，上半年销售承压。但公司对下半年卫生巾产品的收入回正抱有信心，因为新品储备和市场投放力度将显著高于上半年，并力争实现全年正增长。同时，全棉时代的会员基数持续提升，线下门店也保持着审慎的净开店节奏。 展望 2026 年下半年，原材料成本和汇率波动等不确定性因素可能将持续，且原材料成本的影响或大于上半年。但积极因素在于，医疗业务海外市场的高基数问题将逐步消除，市场流速趋于正常。全棉时代的核心大单品表现依然稳健，下半年的新品上市和营销活动也将有力支持业务发展。因此，公司对下半年实现良好的收入和利润表现抱有信心。 此外，公司积极回报投资者。上市以来每年坚持分红且分红比例逐年上升，2026 年已是连续第三年进行中期分红，上半年中期分红占净利润比重约五十多。同时，公司也在进行股票回购，截至目前回购金额与现金分红总额已超过上半年净利润。公司已承诺未来三年分红率不低于 55%，并在 2026 年内回购 2 至 4 亿元人民币的股份用于注销，以提升每股收益。

考虑到原材料成本上涨，医疗板块在 2026 年下半年是否能通过价格调整来覆盖成本压力？其盈利能力的展望如何？

2026 年医疗板块的业务构成中，海外业务与国内医院及 C 端业务各占一半。国内医院业务方面，虽然多数品类不涉及集中采购，但在医院招标和带量采购中，价格是重要的评标维度，因此调价空间有限。国内 C 端业务对价格极为敏感，消费者会精确计算单片或单张成本，调价空间同样非常有限。因此，价格调整主要集中在海外 OEM 业务部分。这部分业务是为海外医疗巨头或寡头客户进行代工（OEM/ODM），相关战略协议中包含了调价条款。公司已尽力争取了可行的价格上调，但具体调整幅度因客户和品类而异。海外 OEM 业务约占海外业务总量的 90%，即占整个医疗板块业务的近一半。仅依靠这部分业务不同程度的价格调整，

来完全覆盖整个医疗板块的成本上涨压力，存在一定难度。不过，盈利能力不仅取决于毛利率，还受后端费率影响。公司将通过全球化供应链布局和智能制造等方式降本增效，以改善整体盈利水平。

针对卫生巾品类，公司在 2026 年下半年为实现重返增长，在产品、渠道和营销方面有哪些具体的策略和规划？

卫生巾是公司的战略品类之一，公司致力于推动其在 2026 年下半年重返增长。从季度数据看，2026 年第二季度的同比降幅相较第一季度已经收窄。下半年的增长信心主要来源于以下几个方面： 第一，在产品创新方面，下半年计划上市的新品数量和节奏将显著多于上半年，以配合双十一等销售旺季。具体举措包括：对核心产品“奈丝公主”超净吸系列进行全面升级；继 2025 年推出少女经期裤后，2026 年将推出片式少女卫生巾；围绕“全棉零致敏”和“医疗级洁净安全”的核心心智，下半年将推出净味抑菌等新系列；对经期裤等既有产品进行设计优化，提升包臀、舒适和轻薄等体验。 第二，在渠道拓展方面，将重点发力线下 KA 渠道，努力提升渗透率，以助推销售增量。 第三，在产能保障方面，为应对前期需求快速增长导致的产能不足，公司已扩充产线。2026 年下半年，新投资的卫生巾产线将投产，为业务增长提供产能保障。 第四，在品牌运营方面，将持续加强“奈丝公主”子品牌的独立运营能力，并在资源投放上给予一定倾斜。通过上述综合措施，力求推动卫生巾品类在 2026 年下半年实现销量同比增长转正。

2026 年第二季度消费品线上渠道实现了良好增长，且整体费用稳定，这是否意味着线上渠道的费销比和 ROI 有所改善？公司后续在线上各平台的投放策略是怎样的？

2026 年上半年，特别是第二季度，全棉时代线上业务恢复了双位数增长，这与棉柔巾、婴童及成人服饰等大单品的提速恢复有关。 公司整体渠道结构为：线上占全棉时代收入的 60%，线下（KA 商超及门店）占 40%。线上渠道中，淘系占 50%，京东占 20%，抖音占 15%，自有平台（微信小程序等）约占 10%，其他平台为个位数。从结构上看，公司并不依赖于盈利能力普遍受关注的兴趣电商。即便是占比 15%的抖音平台，也已连续三至四年实现盈利，且营业利润率持续提升，其 ROI 能达到 4 以上。淘系和京东的 ROI 则在 6 左右。整体而言，全棉时代的线上盈利能力高于线下，其中自有平台的盈利能力最强。货架电商（天猫、京东、官网）合计占比达 80%，而抖音等兴趣电商为辅，形成了以货架电商为主的稳健结构。 线上经营的思路始终未变，核心有两点： 第一，坚持“品牌优先于速度”的核心价值观。公司品牌自带流量和美誉度，尤其在特定消费圈层中通过口碑传播，实现“人找货”，而非依赖流量投放驱动的刺激性增长。 第二，发挥多品类协同优势。公司产品线覆盖快消品（棉柔巾、卫生巾）、耐耗品（服饰、婴童）及大件（床品），各品类间能形成协同和连带销售，相比单一品类品牌，投放效率更高。 综上，公司线上经营以品牌建设为核心，投放策略相对克制。内部实行费率红线管控，确保投放费用增速不超过收入增速，以维持健康的利润水平，

并持续追求 ROI、投放精准度和内容质量的提升。

关于线下渠道，公司在全面实施数字化门店和渠道调整方面的具体进展如何？未来有哪些新的举措，以及是否有明确的开店规划？

近两年线下渠道确实面临较大压力。公司一方面在审慎积极地开设新店，另一方面也在主动对老旧门店进行调整改造。在开店规划方面，截至 2026 年上半年末，公司共有 508 家门店。2026 年上半年新开 11 家，关闭 8 家，净增 3 家。尽管市场存在压力，但考虑到公司全渠道年销售额五六十亿的体量，线下仅有五百余家门店，市场空间依然广阔。因此，公司将坚持审慎、节制的开店策略，选择在经营状况和客流良好的优质购物中心内，寻找符合品牌调性的铺位。未来的计划是每年新开 20 至 30 家最高品质的门店，并确保每家新店都能实现良好的店效和盈利能力。公司已通过调整策略，减少了过去开设的亏损的 500 平米以上大店，转向开设盈利能力更强的小店，从而使线下业务扭亏为盈。在门店结构上，目前 508 家门店中，自营店为 387 家，加盟店为 121 家，公司希望未来能维持一个均衡合理的结构。 在门店调整改造方面，公司计划用三年左右的时间对存量门店进行全方位改造。调整的重点在于提升门店形象、店长及员工素质和商品陈列，旨在使顾客的进店体验与产品价格相匹配。同时，公司将持续进行精细化运营，例如在企划和配货方面下功夫，最终目标是提升单店的商品售罄率和店效。此项改造计划自 2025 年第二季度提出，但实际进度慢于预期，因为改造涉及装修等重资产投入，会暂时影响门店的正常销售。因此，公司将放缓改造节奏，确保“改造一家，成功一家”。为表示决心，公司 VP 及总监级别以上的管理层已开始分管门店，以“一人带几家店”的模式推进。预计调整改造的效果不会立竿见影，而是一个潜移默化、逐步优化的过程，但公司有信心实现收入增速和利润的持续向好。

2026 年上半年汇率波动对公司业绩产生了较大影响，下半年汇兑损益预计将呈现何种趋势？公司采取了哪些应对措施？

2026 年上半年，由于汇率快速升值，公司产生了约 8,000 万元的汇兑损失，对财务报表造成了较大冲击。汇兑损失主要来源于两个方面：一是财务报表日的在账外币现金存量，二是在业务往来中尚未结算的应收应付等款项。 针对此情况，公司在 2026 年上半年主要采取了结汇的措施，在保证安全的前提下，已将美元等外币的现金储备降至较低水平，从而减少了现金存量部分的汇兑风险。然而，业务往来部分的风险依然存在，因为下半年的正常经营活动仍会持续产生外币业务。 对于下半年的汇率走势，其受到宏观金融环境如利率政策等多种因素影响，存在较大不确定性。虽然公司内部曾预期下半年汇率可能回落，但目前看变数较多。因此，汇兑损失仍是影响 2026 年下半年盈利能力的一个不确定性因素。公司已组建了包括外部专家在内的专门团队，持续监控汇率动态。如果出现合适的时机窗口，公司会考虑进行锁汇操作。

公司目前海外收入中，采用套期保值等对冲工具的比例大概是多少？

目前公司尚未进行套期保值等对冲操作。主要原因是 2026 年上半年汇率处于非常陡峭的上升通道，难以找到合适的窗口进行操作，因此公司选择了结汇作为主要的应对方式。公司董事会已经授权管理层进行相关对冲操作，决策流程上没有障碍。公司也已外聘顾问团队持续监控市场，一旦发现合适的、判断准确的时机窗口，会随时启动对冲。

关于资产减值风险，特别是“稳健平安”等并购公司的经营情况，2026 年是否还存在大额减值的可能性？

资产减值，特别是商誉减值，在过去几年确实对公司财务报表造成了较大扰动。公司持续为并购的公司赋能，希望通过改善经营来弥补收购时机不佳带来的影响。截至目前，公司商誉净值约 10 亿元。其中，风险主要集中在平安医械（平安一线）。该公司收购时的商誉原值约为 3.9 亿元，经过前几年的减值，目前商誉净值仅剩 5,400 万元，已累计减值近 86%。根据 2026 年上半年的经营迹象，平安医械大概率还需要进行减值，但减值金额的上限就是剩余的 5,400 万元。与过去几年相比（2025 年减值 1.8 亿元，2023 年减值 1.9 亿元，2027 年减值 9,000 万元），2026 年即便发生减值，其体量和影响也将显著小于前几年。 至于其他并购公司，如隆泰医疗和 GRI，它们并非疫情相关标的，收购时估值公允，目前经营状况良好，未看到任何减值迹象。另一家持续减值的桂林乳胶，其情况与平安医械类似。总体而言，2026 年主要的减值风险仍来自平安医械，但其潜在影响已大幅降低。

关于公司收购的美国 GIA 公司，其 2026 年上半年的收入增速表现不错，请问目前 GIA 的毛利率和净利润水平如何？与公司内生医疗业务相比，其盈利能力是否存在差距？

收购 GIA 的考量更多是基于战略层面，而非短期财务回报。GIA 在全球多点拥有产能，且其销售渠道与稳健医疗现有海外渠道形成互补。稳健医疗的海外市场重点在欧洲和日本，美洲市场相对较弱，而 GIA 总部位于美国，深耕当地渠道二十余年，其 75%的收入来自美国市场，这为双方渠道的融合与助力提供了良好基础。从盈利能力看，GIA 与稳健医疗内生业务存在较大差距。在 2024 年收购时，GIA 单体报表的年收入约为 11 亿元人民币，净利润约在 5,000 万至 7,000 万元之间，净利率约为 6%左右。由于稳健医疗仅收购了 75%的股权，在计算归母净利润时需乘以 75%。此外，收购产生的溢价在合并报表层面会形成评估增值摊销，进一步影响利润。综合这些因素，GIA 贡献至母公司报表的净利润率可能仅为 1%至 2%。因此，建议将 GIA 业务从内生医疗业务中独立看待。以 2026 年上半年数据为例，整个医疗板块收入为 26 亿元，其中 GIA 贡献了 6.4 亿元，占比约 25%，体量不小，但其盈利能力相对较弱。具体来看，2026 年上半年，包含 GIA 在内的医疗板块营业利润率约为 7%，若剔除 GIA，该数据则为 9%。 尽管短期盈有差距，但 GIA 是未来医疗板块利润弹性的重要来源。首先，稳健医疗将

人在草木间

制造、智能制造及数字化方面对 GIA 进行赋能，以提升其相对薄弱的制造端能力。其次，在财务方面，GIA 历史上资产负债率较高，约 60%左右，而稳健医疗主体资产负债率长期低于 40%。并入稳健医疗体系后，无论是通过增信还是母公司直接资金支持，都能显著缓解其财务压力。 这些融合措施已在推进中。2026 年上半年，GIA 是公司医疗业务中增速最快的板块，其单体收入同比增长超过 10%，毛利也实现了可观的提升。2025 年，在贸易战背景下，GIA 单体报表并未亏损，但由于合并报表的评估增值摊销，归母净利润亏损近 1,000 万元。进入 2026 年，即使在摊销影响下，GIA 已开始对集团贡献正利润，我们对其后续盈利能力的提升充满信心。总而言之，收购 GIA 的战略意义大于其短期财务意义。

公司在本轮回购计划执行完毕后，是否有推出新回购计划的预期？

面对 2026 年上半年资本市场的压力，公司为体现对自身价值的信心，于 4 月 30 日同步推出了为期三年的分红计划和为期一年的回购计划。目前，4 亿元的回购计划已执行过半，后续将根据市场行情走势择时继续进行。回购的股份主要计划用于注销，以提升每股收益。 此轮回购的主要目的是在股价下行时进行市值维护。该计划的有效期为一年，执行情况将视资金使用进度和市场变化而定。目前尚无法承诺本轮计划结束后是否会推出新的回购计划，公司将采取边走边看的策略。我们希望市场能回归理性均衡，公司所在板块具备长期稳定发展的价值。因此，是否启动新一轮回购，以及本轮回购资金的使用程度，都将根据后续市场整体走势来判断。