稳健医疗 20260902

稳健医疗 2026H1 经营韧性凸显，海外去库结束与并购整合驱动增长

摘要

- 2026H1 医疗与消费品业务双增，医疗收入 26 亿（+3%），全棉时代收入 28 亿（+3.6%）且逐季提速。
- 海外医疗业务受 2025 年关税前置补货高基数影响，2026H1 处于去库期，预计 H2 随库存消化及高基数效应减退恢复增长。
- 并购 DII（CI）贡献医疗板块 1/4 收入，但利润率仅 2-3%，未来通过输出智能制造管理及财务降杠杆，盈利空间巨大。
- 全棉时代盈利能力修复至 14%，通过关闭大店、推广 300-500 平米高效店型，坪效由 8,800 提升至 14,000 元/平米/年。
- 应对成本压力：通过备货锁价对冲棉花 10-15% 涨幅；全球化布局越南、美国产能，2027Q3 越南一期量产以规避关税风险。
- 股东回报明确：承诺 2026-2028 年分红率不低于 55%，叠加 2-4 亿回购注销计划，预计 2026 年股息率达 4% 以上。

Q&A

请介绍一下公司 2026 年上半年的整体经营情况，包括面临的主要挑战、应对措施以及两大核心业务板块的表现？

2026 年上半年，公司整体经营面临较大的外部环境挑战，主要体现在三个方面。第一，地缘政治因素对海外业务造成影响，海运成本及货柜获取的困难影响了交付。为应对此问题，公司正推进全球化供应链布局，包括 2024 年并购的美国 DII 公司所带来的越南、多米尼加及美国产能，以及 2026 年上半年在越南自建的新工厂。随着产能整合与投产，未来应对此类问题的能力将增强。第二，大宗商品价格急剧上涨，尤其是作为主要原材料的棉花，2026 年上半年价格涨幅在 10%至 15%之间，对成本构成压力。公司采取了两方面措施对冲：一是在采购端进行备货和锁价，2026 年第一季度利用了已有库存，第二季度中段与中棉集团等战略采购伙伴进行了价格锁定，起到了缓冲作用；二是在销售端调整价格，医疗业

务的海外 OEM/ODM 订单根据协议机制进行了价格上调，但调整幅度尚不能完全覆盖成本涨幅。全棉时代在国内市场则通过控制折扣率来间接提升售价，在调整折扣的同时实现了销售增长。通过这些措施，公司努力维持整体毛利率的相对稳定。第三，人民币升值带来了汇兑损失，截至 2026 年上半年报表期末，汇损影响金额约为 8,000 万元。公司已积极采取结汇措施，在保证日常流动性的前提下，将外币库存降至安全线水平，以减少风险。 尽管面临上述压力，公司通过积极应对，在 2026 年上半年实现了收入与利润的双重增长，体现了经营韧性。分业务板块来看： 医疗耗材业务 2026 年上半年实现收入 26 亿元，同比增长约 3%。第二季度增长承压，主要原因除了宏观因素外，还受到海外市场高基数的影响。由于 2025 年关税问题导致客户在第二季度末至第三季度初集中补货，形成了 2026 年第二季度的高基数，且市场在上半年处于消化库存的低动销状态，对海外业务收入造成压制。预计下半年随着库存消化和高基数效应减退，海外业务将恢复良好增长。从渠道结构看，医疗板块依然保持海外业务占 50%、国内医院占 20%、国内 C 端占 20%的均衡结构。 消费品业务（全棉时代）2026 年上半年实现收入约 28 亿元，同比增长 3.6%，且呈现逐季提速态势，第一季度同比持平，第二季度已实现大个位数增长。四大战略品类中，棉柔巾、成人服饰、婴童服饰均实现了双位数同比增长。卫生巾品类同比下降约 10%，主要由于 2025 年上半年行业舆情事件带来的高基数效应，但同比降幅已在季度间有所收窄。公司对下半年消费品业务的提速增长抱有信心，主要基于已储备的大量新品将在下半年密集推出。渠道方面，线上及商超渠道增长较快，而拥有约 500 家门店的线下渠道在收入和利润方面则面临一定压力。

当前海外医疗业务的库存消化情况如何？预计何时能恢复正常下单节奏？

2026 年上半年海外业务的库存水平较高，主要源于 2025 年因关税政策变动导致的市场行为。当时客户为应对关税问题，在 2025 年 6 月及第三季度进行了集中补货，打乱了全年正常的交互结构。这导致从 2025 年第四季度到 2026 年上半年，整个市场都处于消耗库存的阶段。预计到 2026 年下半年，随着高基数效应的消退，市场库存将回归正常水平，海外客户也将恢复到较为正常的下单流速。公司期望通过下半年的增长，弥补上半年的负增长，力争实现 2026 年全年海外业务收入与去年持平。

从中长期视角看，例如展望 2027 年及以后，海外医疗业务的合理健康增速预期是多少？

公司的医疗板块业务始于海外市场，自 1991 年公司成立初期便开始发展。国内医院业务和 C 端业务则是在 2003 年左右才逐步拓展。

请介绍公司海外业务的发展历程、增长动力以及中长期展望？

公司最初以海外医疗代工业务起家，主要生产低值医疗耗材。目前，海外业务是公司最坚实的基础。公司于 2003 年前后开始以自主品牌进入国内医院市场，并

在 2010 年之后发展电商及跨境电商业务。从收入体量和盈利贡献来看，海外业务是公司的基本盘。回顾过去几年，包括疫情期间，海外业务一直保持双位数增长。增长动力主要来源于稳固的客户关系、新客户的持续拓展以及老客户的品类扩充。公司在高端塑料等核心品类上具备竞争力。2024 年，公司并购了美国公司 CI，进一步拓展了海外业务。原有的海外渠道以欧洲和日本为主，而 CI 公司深耕美洲市场超过 20 年，为公司带来了增量市场。因此，中长期来看，海外业务具备较强的韧性和稳定的发展性，预计将维持双位数左右的增长。

公司在收购 CI 后，其美国、多米尼加、越南等生产基地的分工是怎样的？越南新工厂的产能释放计划如何？

公司的全球化战略始于产品出海，通过并购 CI 实现了产能出海，最终目标是品牌出海，成为国际知名的医疗耗材品牌公司。并购 CI 不仅是产能的扩展，其自带的销售渠道也为公司带来了补充和增量。在产能分工方面，CI 的生产基地目前主要生产其主力产品，即以手术组合包为核心的手术室耗材，同时也生产纱布、高分子类产品、手术衣等单品。公司的品类比 CI 更丰富，例如高端塑料产品是 CI 所没有的。整合的第一步是将公司部分高价值、高毛利的产品，如高端塑料和手术组合包，转移至 CI 的海外生产基地进行生产，后续也可能进行扩产。为配合海外产能布局，公司于 2026 年上半年在越南新购入一块占地 9.3 万平方米的土地，定位为海外核心生产基地，旨在对现有海外产能进行补充和升级。该基地将分两期开发，一期用于医疗板块，预计 2027 年 Q3 实现核心产品产线的量产；二期预留给消费品板块，为未来全棉时代的品牌出海进行产能布局。整体而言，多点布局有助于降低地缘政治、物流交付及贸易关税等方面的风险。

CI 在 2026 年上半年的利润贡献表现良好，其当前的利润率水平是否已达到稳态？未来的提升空间和主要抓手是什么？

2026 年上半年，公司医疗板块整体收入为 26 亿元，其中 CI 贡献了超过 6 亿元，本部贡献约 20 亿元，CI 的收入体量已占医疗板块的四分之一。然而，CI 的盈利能力显著低于本部。在 2024 年 Q3 并购时，CI 的财务数据显示其单体年收入约 10-11 亿元人民币，利润为六七千万元。考虑到公司仅收购其 75%的股权以及并购产生的评估增值摊销，其利润率水平更低，预计目前仅为 2-3%左右，与本部双位数的营业利润率存在较大差距。未来的提升空间主要来自两方面的赋能。第一，在生产制造方面，公司在智能制造和数字化工厂管理方面较为先进，已在国内投建多个“黑灯工厂”，而 CI 的部分海外产能仍依赖手工，人力依赖较大。公司将通过输出先进的工厂管理能力，帮助 CI 提升良品率、生产质量并实现降本增效。第二，在财务方面，CI 在并购时的资产负债率约为 60%，导致财务成本较高。相比之下，公司自身的资产负债率通常在 32-35%之间。并购后，公司可以通过增信、降低利率或直接拆借等方式，显著缓解其财务压力。此外，内部管理系统（如 SAP）的协同也能带来提升。2026 年上半年 CI 的规模贡献提升常明显，但远未达到上限，未来将努力使其盈利能力向本部靠拢。

人在草木间

CI 未来的利润率上限是否有可能超过公司医疗业务本部目前中高个位数的净利率水平？

CI 利润率的上限尚不确定，具体取决于整合进度。公司拥有一些毛利率天然更高的产品品类。在整合为一家公司后，公司更多的是在经营层面进行赋能。虽然不一定能超过本部现有的利润率水平，但可以确定的是，在其现有基础上实现显著提升是大概率事件。

CI 在客户资源或产品线上，是否能与公司国内的手术室耗材业务产生协同效应？

CI 与国内业务的协同效应不多。CI 的产能主要分布在海外，其在中国的产能也主要作为海外业务的半成品加工基地，产品最终流向海外市场。从收入来源看，CI 的收入 75%来自美洲，20%多来自欧洲，亚太地区占比很小。因此，CI 的战略价值主要体现在其海外产能布局和渠道资源的搭建上，对国内业务的直接协同作用并非当前最主要的考量。

消费品板块中的卫生巾品类在 2026 年上半年表现承压，下半年的恢复趋势如何？公司将采取哪些措施推动其重返增长？

2026 年上半年，卫生巾品类收入同比下降约 10%，但趋势向好，Q1 为大双位数降幅，Q2 已收窄至个位数降幅。公司有信心在下半年通过多方面努力，推动该品类重返增长。信心的来源主要有三方面：第一，产品创新。下半年，奈丝公主（NICE PRINCESS）品牌将作为独立的子品牌运作，其新品上市节奏和资源投放将显著高于往年。核心的超净吸系列将进行升级，同时会推出全新的少女系列、净味系列、抑菌系列和干爽 MAX 系列等，并对老产品进行迭代，以补充产品线，保障增量。第二，渠道拓展。公司将加大在线下 KA 商超和线上抖音渠道的资源投入，积极进入更多线下商超，并与更多认可品牌调性的经销商合作，以扩大渠道增量。第三，产能支持。为应对去年（2025 年）产品热销后的产能瓶颈，公司已于去年（2025 年）投资了新的卫生巾相关产线，为下半年的增长提供了产能保障。

贵公司对 2026 年下半年的业绩增长有何展望？尤其在营销、新品、渠道和产能方面有哪些具体举措？

2026 年下半年，公司对增长保持信心，并将在多个方面积极发力。尽管行业数据显示消费品及鞋服板块在七八月份存在小幅承压，但全棉时代在此期间的流水实现了急速增长。具体来看，下半年的增长支撑主要来自以下几个方面：营销层面，将积极进行市场推广；新品层面，将有新品推出；增量层面，将拓展新的增长点；渠道层面，将优化渠道布局。此外，产能方面，位于湖北黄冈和天津的两大生产基地预计在 2026 年下半年达到预定可使用状态，为业绩增长提供充足的产能保障。

卫生巾品类市场竞争激烈，贵公司如何看待该品类的中长期增长空间与竞争策略？

卫生巾品类与公司其他品类（如棉柔巾）不同，公司在该领域是后入者，而非开创者。卫生巾市场全国规模约千亿级别，公司 2025 年销售额约 10 亿元，市占率不足 1%，因此市场空间巨大。面对激烈的竞争，公司的核心策略是坚守“第一性原理”，即依靠产品本身的使用体验和差异化标签获得消费者认可，而非单纯依赖大规模广告投放。公司的竞争优势主要体现在两个标签：一是全棉表层带来的舒适体验；二是依托稳健医疗背景，在 30 万级洁净车间进行生产，保障了医疗级的安全标准。实践证明，在流量高峰过后，新客的复购率维持在较好水平，说明产品获得了用户认可。为拓展市场，公司正向低年龄段渗透，例如奈丝公主品牌在 2025 年推出了针对初潮期女孩的粉色包装经期裤，并计划于 2026 年推出片式产品。中长期来看，虽然短期市场会受营销投放和促销方式的影响，但最终能够长远发展的将是那些真正专注于产品品质、具备独特性和可识别差异化的公司。

当前线上费用投放的策略有何变化，尤其是在追求投入产出比方面？能否介绍一下线上各渠道的布局和打法？

公司的营销策略始终坚持以投入产出比为核心，追求投放的精准度和内容的优质性，而非通过大规模投入来换取增长，这与一些由激进投放转向注重 ROI 的公司有所不同。公司的战略是“产品领先、卓越运营、品牌驱动”，品牌建设优先于增长速度。这种稳健的增长模式可以从线上渠道结构得到侧面印证：在线上业务 60%的占比中，淘系占 50%，京东占 20%，微信小程序占 10%，这些传统货架电商合计占比达到 80%。近年来增速较快的抖音，目前在线上业务中的占比也仅为 15%。这表明公司的整体业务以货架电商为核心，内容电商为辅助。即使在内容电商领域，也以自播为主、达人播为辅，强调产品品质、复购率和口碑传播。得益于这种策略，公司近三年的利润增长持续超过收入增长，利润率在稳步提升，验证了品牌路线的正确性。

线下门店未来的开店计划、店效提升策略以及门店结构调整取得了哪些成效？

线下门店是品牌阵地、产品体验和客户服务的重要渠道，公司将继续坚持开设门店。目前全国约有 500 家门店，对于年收入五六十亿体量的品牌而言，密度仍然不足，存在线下拓展机会。线下开店能有效带动该区域的线上销售，并与美团到家等 O2O 新消费场景结合，门店可直接作为发货点。不过，考虑到当前线下经营环境的压力，公司会放缓开店节奏，计划未来每年新开二三十家高品质门店，并采取“一店一策”的审慎选址策略，确保新开门店的盈利能力和品牌调性。 在提升店效方面，公司已完成第一阶段的结构调整。通过对单店模型的测算，发现 300-500 平方米的门店是盈利能力最佳的面积段。自 2021-2022 年起，公司对原有的大店进行关闭、调整或缩小面积，转而开设盈利能力更强的中小店铺。截至目前，在 508 家门店中，500 平米以上的大店数量已不足 30 家，95%为盈利能力

较好的中小店型。这一调整使门店坪效从 2022 年的不足 8,800 元/平米/年，提升至目前的 14,000 元/平米/年，线下业务也从亏损较多转为微利。 从 2025 年下半年开始，公司进入第二阶段的门店精细化管理。2026 年上半年已对 50 家门店进行调改，计划用 3 年时间完成所有门店的升级。调改方向主要包括优化门店陈列与形象、统一店员服务话术、提升服务能力等。通过这些精细化运营措施，预计未来几年门店的坪效、店效和盈利能力将持续提升。

消费品业务和医疗业务的盈利能力变化趋势如何？未来哪个板块的利润率提升空间更大？

消费品业务（全棉时代）与医疗业务的盈利能力呈现相反的走势。全棉时代在 2018-2019 年消费升级时期，营业利润率约为 14%-15%；受疫情期间线下业务拖累，2022 年降至 9.7%的低点。此后，通过品类聚焦、折扣管理、精细化运营和精准投放等一系列措施，盈利能力稳步回升，2023 年为 11.4%，2024 年为 12.1%，2025 年达到约 13%，至 2026 年上半年已恢复至 14%左右的水平，未来仍有提升空间，但已完成一轮显著的修复。 相比之下，医疗板块在疫情前营业利润率约为 15%-16%，疫情期间因口罩业务一度升至 20%以上。进入常态化后，目前总部可比范围内的营业利润率恢复至 10%左右，且受到低盈利能力的 DRI 业务影响。因此，无论是总部业务还是 DRI 业务，医疗板块的盈利能力提升工作刚刚开始，其未来的提升空间看起来比消费品板块更大。

除了经营层面的展望，公司在股东回报方面有哪些具体规划和举措？

公司在追求成长性的同时，也积极通过分红和回购回报投资者。自上市以来，公司每年都进行分红，且分红率逐年提升，2026 年实施了中期分红。为维护市值和体现公司价值，2026 年 4 月 30 日发布了两项重要公告：第一，未来三年的股东回报规划，承诺未来三年（2026-2028 年）的分红率不低于 55%，为股东提供了明确的预期保障。第二，启动股票回购计划，拟在 12 个月内回购 2 亿至 4 亿元人民币的股份用于注销，以提升每股收益。截至 2026 年 8 月末，已回购 2.3 亿元，超过了回购计划的下限，后续将根据市场情况择机继续执行。综合股票回购与分红政策，预计 2026 年的股息率可达 4%以上。这些举措体现了公司在成长性与绝对收益之间的均衡发展策略。