证券研究报告

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

高股息的中药板块拐点已至、现金流充裕、估值低，重点推荐佐力药业等

——东吴医药周报

证券分析师：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn
2026年11月22日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

核心逻辑

- **高股息的中药板块拐点已至、现金流充裕、估值低，重点推荐佐力药业等。**

- **商业模式决定中药是医药行业中天然的高股息资产。**中药核心品种以经典名方、保密配方及品牌OTC为主，生命周期长、迭代压力小，不需要持续高强度的资本开支和创新药研发投入。2025年报整体法下，申万中药Ⅱ（68家）资本开支占营收仅3.09%、研发费用率仅2.94%，两项投入合计仅6.03%，远低于化学制药（19.24%）、医疗器械（20.72%）与生物制品（29.65%）。资本开支仅消耗经营现金流的28.22%，板块净现比连续三年提升至1.29倍，自由现金流覆盖归母净利润的0.93倍，2025年度板块整体现金分红率达57.68%，居医药盈利子行业首位。

- **估值已处于历史低位，股息利差创近五年新高，赔率具备吸引力。**截至2026年11月20日，申万中药ⅡPE-TTM为23.4倍（近21.55%分位），PB为1.87倍（近5年1.45%分位），底部特征清晰。同期板块滚动股息率升至3.39%，较10年期国债收益率（1.58%）的股息利差扩大至+181bp，创2021年以来峰值。横向对比，中药Ⅱ股息率已超过沪深300（2.82%），为医药生物大板块（1.65%）的2.05倍，而估值分位显著低于中证红利（PE近5年99.9%分位）。

- 优选“**低投入+强现金流+厚家底+估值低位**”标的，兼顾防御底仓与成长红利。建议关注：**佐力药业**（TTM股息率5.47%、PE14.4倍处近5年2.9%分位、2026H1首次开启中期分红的成长型红利）、云南白药（TTM股息率4.65%、净现金129.4亿元，央国企品牌防御底仓）、济川药业（TTM股息率5.57%、净现金105.1亿元、Q3强拐点叠加基药弹性）、华润江中（TTM股息率5.67%、2026Q1-Q3净现比1.62倍，央企高分红去库尾声）、东阿阿胶（TTM股息率5.34%、100%分红标杆、PE处近5年11%分位）；同时关注羚锐制药、华润三九、马应龙等。

- 风险提示：研发进展不及预期；商业化推进不及预期；集采风险，药品和耗材降价超预期风险。

本周医药核心事件一览表

日期	分类	公司/机构	核心事件
11月18日	管线进展	GSK	11月17日，GSK宣布FDA批准Neladalkib（商品名Nelkarmi）用于既往接受ALK-TKI及含铂化疗的局部晚期或转移性ALK阳性非小细胞肺癌，为GSK第二款获批肺癌新药。该药由Nuvalent研发，GSK今年6月以106亿美元收购其权益；ALKOVE-1研究确认客观缓解率32%至49%，并显示一定颅内缓解。
11月17日	管线进展	诺华	11月16日，诺华启动IL-6单抗Pacibekitug首个III期临床（PINNACLE-MI），拟全球入组10000例心肌梗死后心血管高风险患者，评估其降低3P-Coronary-MACE风险的有效性和安全性。该药来自诺华2025年9月以14亿美元收购的Tourmaline Bio；目前全球仅两款IL-6药物开展心血管III期。
11月19日	行业观察	科伦博泰	11月18日，科伦药业、科伦博泰公告刘革新辞任董事长，由刘思川接任。刘思川长期参与公司创新管线、全球BD及国际临床开发，推动公司由研发型Biotech向全产业链Biopharma转型；核心产品芦康沙妥珠单抗多项III期达到PFS、OS双终点，并成为首个在美国申报上市的国产ADC。
11月18日	行业观察	亚盛医药	11月14日，2026年国家医保药品目录公布，亚盛医药Bcl-2抑制剂利生妥（利沙托克拉）首次纳入医保，第三代BCR-ABL抑制剂耐立克（奥雷巴替尼）续约成功，旗下两款创新药全部获批适应症实现医保覆盖；耐立克全球注册III期研究持续推进。
11月18日	行业观察	浩鼎生技/诺华	11月16日，浩鼎生技（OBI Pharma）宣布与诺华达成合作与许可协议，交易总额超20亿美元。双方将基于浩鼎生技的技术平台开发具有新型有效载荷的下一代ADC，诺华将获得相关专利和ADC技术在选定未公开有效载荷类别中的全球权利。
11月17日	行业观察	赛诺菲	11月14日国家医保谈判结果公布，赛诺菲负责大中华区开发和商业化的1类新药、第二代心肌肌球蛋白抑制剂星舒平（阿夫凯泰片）将纳入医保目录。该药在中国实现全球首发且获批不到一年即纳入医保，用于治疗梗阻性肥厚型心肌病，“全球新”创新药可及性显著提升。
11月17日	行业观察	礼来/Stipple Bio	11月16日，Stipple Bio宣布与礼来达成一项多靶点、多模态的战略研发合作与许可协议，总额达59亿美元。根据协议，Stipple Bio将获得首付款及一笔股权投资，礼来获得开发和商业化合作所产生产品的全球独家权利。

数据来源：医药魔方、东吴证券研究所

本周专题：高股息的中药板块拐点已至、现金流充裕、估值低，重点推荐佐力药业等

商业模式筑底：低投入、稳现金流铸就中药高分红基因

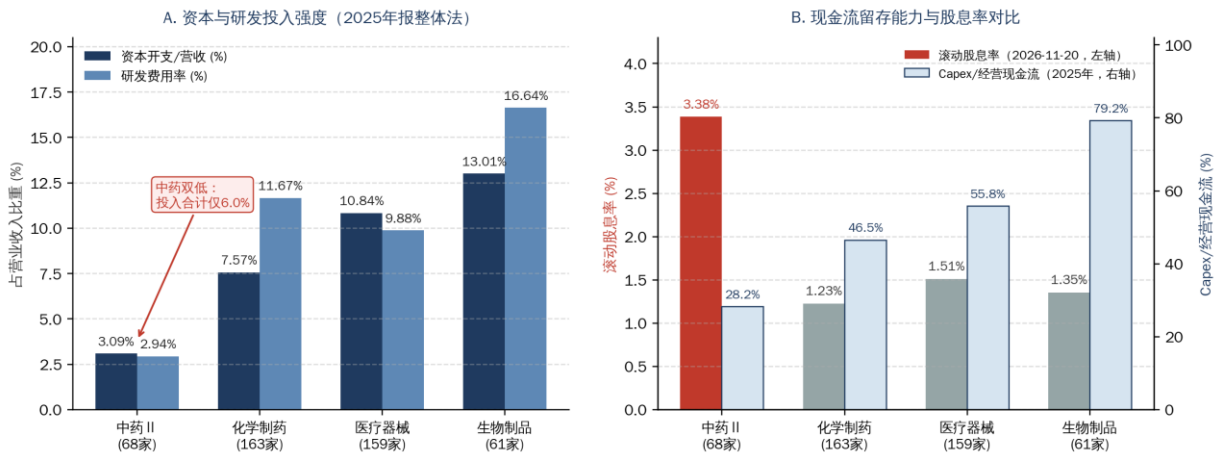
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 按申万二级行业最新成分股全口径整体法测算，2025年报中：
  - 资本开支强度低：中药Ⅱ资本开支合计105.89亿元，占营收比重仅3.09%，较2023年（3.62%）和2024年（3.74%）进一步收窄；同期化学制药为7.57%、医疗器械为10.84%、生物制品为13.01%。
  - 研发投入负担轻：中药Ⅱ研发费用率稳定在2.94%（2023—2025年介于2.81%—2.95%），而化学制药、医疗器械、生物制品分别高达11.67%、9.88%与16.64%。中药两项再投入合计仅占营收的6.03%，不足其他医药子行业的三分之一。
  - 经营现金流留存率高：2025年中药Ⅱ资本开支仅消耗经营现金流净额（375.26亿元）的28.22%，远低于化学制药（46.49%）、医疗器械（55.78%）和生物制品（79.18%）。板块净现比由2023年的1.09倍稳步抬升至2025年的1.29倍，自由现金流（OCF-Capex）达269.37亿元，占归母净利润的0.93倍。
  - 2023—2025年，中药Ⅱ板块合计现金分红率维持在48.94%—57.68%的高位区间，2025年现金分红总额167.94亿元（45家实施分红），显著高于化学制药（42.82%）与医疗器械（38.16%）。

医药四大子行业“低投入—强现金流—高分红”整体法对比

申万二级行业	指标年份	Capex/营收	研发费用率	Capex/OCF	净现比（倍）	FCF/归母净利	整体现金分红率	市值加权股息率
中药Ⅱ	**2025**	**3.09%**	**2.94%**	**28.22%**	**1.29**	**0.93**	**57.68%**	**2.75%**
中药Ⅱ	2024	3.74%	2.95%	37.59%	1.19	0.75	48.94%	3.22%
中药Ⅱ	2023	3.62%	2.81%	33.21%	1.09	0.73	54.63%	2.23%
化学制药	2025	7.57%	11.67%	46.49%	2.29	1.22	42.82%	1.20%
医疗器械	2025	10.84%	9.88%	55.78%	1.78	0.79	38.16%	1.46%
生物制品	2025	13.01%	16.64%	79.18%	-3.26	-0.68	亏损分红	1.61%

医药四大子行业资本/研发投入强度与现金流留存、股息率对比



数据来源：Wind；东吴证券研究所整理

PB处近十年0.5%分位，股息利差创近五年峰值

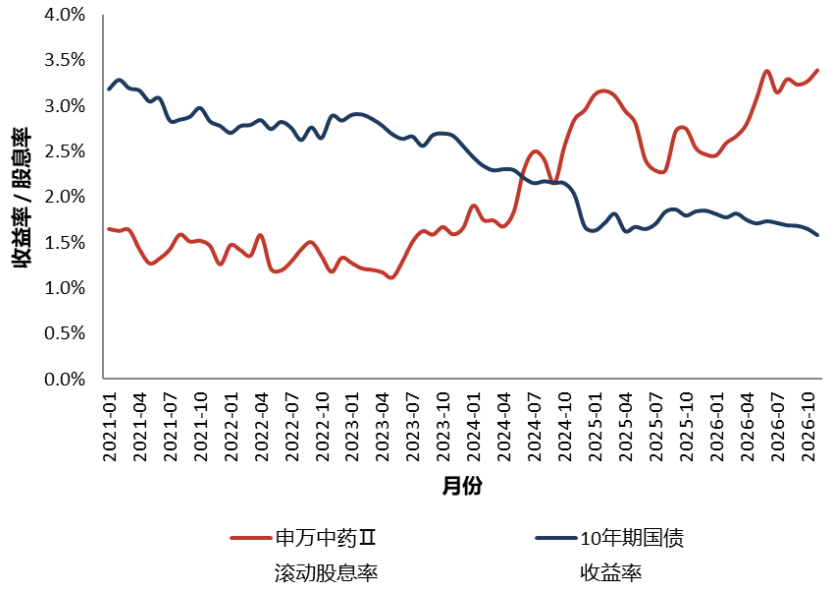
■ 经历2024—2025年的行业去库存与政策消化后，中药板块估值已压缩至历史底部区间。截至2026年11月20日，申万中药Ⅱ指数PE-TTM为23.4倍，处于近5年21.55%分位；PB（LF）仅1.87倍，处于近5年1.45%分位。

■ 2026年11月20日，10年期中债国债收益率回落至1.5803%，而申万中药Ⅱ滚动股息率攀升至3.3935%，两者股息利差扩大至+181bp，不仅远高于2021—2023年长期负利差水平（最低曾至-177bp），也创下2021年以来的历史峰值。

申万中药Ⅱ与医药子行业、宽基及红利指数估值与股息率对比（截至2026/11/20）

指数名称	指数代码	PE-TTM	PE近5年分位	PB（LF）	PB近5年分位	滚动股息率	较10Y国债利差
申万中药II	**801155.SI**	23.4	21.55%	1.87	1.45%	3.3935%	28.46
申万医药生物	801150.SI	27.56	39.8%	2.27	4%	1.6585%	34.47
申万化学制药	801151.SI	29.8	8.26%	2.47	6.61%	1.2251%	17.65
申万医疗器械II	801153.SI	30.47	57.97%	2.25	0.25%	1.5139%	54.51
申万生物制品II	801152.SI	36.61	69.74%	1.86	0%	1.3547%	54.47
沪深300	000300.SH	13.5278	75.56%	1.3437	37.65%	3.0126%	69.82
中证红利	000922.CSI	9.4918	100%	0.9227	100%	4.3497%	100

申万中药Ⅱ滚动股息率vs10年期中债国债收益率及股息利差



数据来源：Wind；东吴证券研究所整理

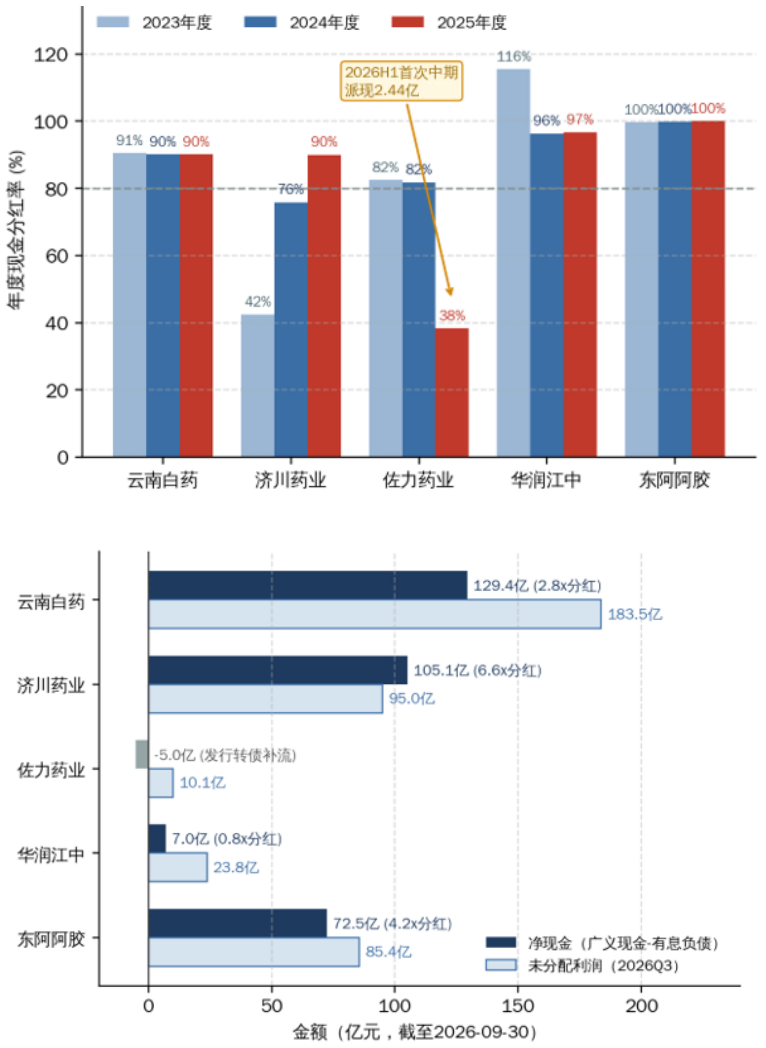
建议关注标的：“防御底仓+成长红利”

■ 综合分红持续性、现金流覆盖度、资产负债表安全垫、估值分位与经营边际变化，建议关注**云南白药、济川药业、佐力药业、华润江中、东阿阿胶**五家核心标的，并列示羚锐制药、华润三九、马应龙作为高股息对照观察。五家核心标的分为两个层次：前四家（云南白药、济川药业、华润江中、东阿阿胶）属于成熟现金牛型防御底仓，2025年分红率均达90%—100%、TTM股息率4.65%—5.67%；佐力药业属于成长型高股息标的，PE仅14.4倍，2026H1首次开启中期分红、TTM股息率达5.47%，兼顾红利与成长弹性。

中药板块关注标的与高股息对照标的财务、分红及估值全景（截至2026/11/20）

公司（代码）	25分红率(23/24)	26H1分红(当期利润占比)	股息率TTM(25口径)	PE-TTM	26Q3净现金(负债率)	净现比25(26Q3)	26Q1-Q3营收/归母增速	26Q3单季营收/扣非增速
云南白药 000538.SZ	**90.1%**(91/90%)	18.5亿(38%)	**4.65%**(4.61%)	19.4x	**129.4亿**(26.5%)	0.89x(**1.01x**)	+5.2%/+1.0%	**+10.4%**/+2.2%
济川药业 600566.SH	**90.0%**(42/76%)	未实施	**5.57%**(5.57%)	15.8x	**105.1亿**(17.5%)	0.67x(**0.93x**)	-7.5%/+3.8%	**+10.6%/+39.7%**
佐力药业 300181.SZ	**38.4%**(82/82%)	**2.4亿**(49%)	**5.47%**(2.73%)	**14.4x**	-5.0亿(35.2%)	0.65x(0.45x)	**+10.1%**/-3.0%	**+9.6%**/-10.4%
华润江中 600750.SH	**96.7%**(116/96%)	3.2亿(51%)	**5.67%**(5.66%)	18.4x	7.0亿(32.1%)	**1.07x(1.62x)**	-9.3%/-9.7%	-7.9%/-24.3%
东阿阿胶 000423.SZ	**100.0%**(100/100%)	8.6亿(65%)	**5.34%**(5.21%)	18.6x	**72.5亿**(20.6%)	**1.32x**(0.30x)	+3.7%/+4.4%	+4.1%/**+19.4%**
羚锐制药 600285.SH	82.1%(79/71%)	未实施	4.58%(4.58%)	16.5x	7.0亿(43.4%)	0.73x(1.42x)	+3.2%/+10.4%	+5.3%/+19.2%
华润三九 000999.SZ	50.6%(52/50%)	6.9亿(32%)	3.87%(4.00%)	13.4x	31.2亿(30.1%)	1.61x(1.06x)	-2.6%/-8.3%	-10.9%/-3.9%
马应龙 600993.SH	51.9%(39/51%)	未实施	2.66%(2.66%)	19.1x	23.8亿(16.4%)	1.03x(1.26x)	+4.4%/+2.7%	+6.9%/-3.0%

云南白药等5家高股息标的2023—2025年度分红率（左）与2026Q3净现金/未分配利润



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所整理

佐力药业：一路向C战略稳步推进，持续高分红重视股东回报

- **“一路向C”战略持续深化，“乌灵+X”矩阵蓄力长期成长。**公司坚定推进“一路向C”战略，已设立大健康运营主体与澳门子公司，联合浙江大学共建AI赋能的食药研发中心，持续拓展助眠安神、脑力提升、肠道健康等多维场景，覆盖口服液、软糖、咀嚼片等多种剂型。2026年10月20日，佐力药业“佐力乌灵”品牌两款大健康新品（每日乌灵睡眠软胶囊、睡前乌灵GABA软胶囊）正式登陆澳门，同步入驻当地10家核心药房。公司依托乌灵菌独家技术优势，从院内药用场景向大众健康消费场景延伸，“一路向C”战略落地再下一城，本次澳门首发不仅是消费端产品落地，更以澳门为国际化窗口，推动乌灵品牌与中式康养理念出海。随着大健康产品矩阵逐步丰富与渠道铺开，第二增长曲线有望持续兑现。

- **院内基本盘龙头地位稳固，循证壁垒支撑品牌向下延伸。**核心产品乌灵胶囊作为国内神经系统中成药龙头，持续稳居城市及县级公立医院市场份额TOP1，累计进入95项临床指南、共识及教材，入选首批百个循证中药品种，兼具基药与医保甲类身份，院内基本盘韧性充足。深厚的学术积累与独家发酵技术构建核心壁垒，也为乌灵品牌向消费级健康品延伸奠定了专业背书与原料基础。

- **持续高分红重视股东回报。**公司2023、2024年度分红率均超81%，2025年度因统筹扩产与并购资金阶段性回调至38.39%（派现2.43亿元），但2026H1首次推出中期分红（每10股派3.5元，派现2.44亿元，占H1归母49.23%），按近12个月合计派现4.86亿元测算，TTM股息率高达5.47%，在中药行业处于第一梯队。

- 盈利预测与投资评级：我们预计公司2026-2028年归母净利润为8.3/10.3/11.9亿元，当前市值对应PE为11/9/7X，维持“买入”评级。

- 风险提示：集采后放量不及预期风险，市场竞争加剧风险。

风险提示

- **研发进展不及预期：**

  对于依赖于新产品的公司，由于新药、新器械研发周期长、难度大，在研发过程中可能存在研发失败、或研发进展不及预期的风险。

- **商业化推进不及预期：**

  公司产品在招标进院和医药代表商业化推广改革导致商业化推广不及预期，未来招标降价政策的出台可能会导致业绩不及预期。

- **集采风险，药品和耗材降价超预期风险：**

  中药、生物类似物、耗材等可能会面对进一步的集采风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：http://www.dwzq.com.cn

东吴证券
SOOCHOW SECURITIES

东吴证券财富家园