# 药明康德 (603259 CH)

## 被移除 1260H 清单，地缘政治风险扰动再降

快评

| | |
|---|---|
| 评级 | 买入 |
| 目标价 | 190.00人民币 |
| 潜在升幅 | 26.4% |
| 当前股价 | 150.29人民币 |

中国医药

武 煜, CFA
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA
huangbenchen@cmbi.com.hk

美国当地时间 11 月 9 日，美国国防部已决定将药明康德从 1260H 项下的“中国军工企业”名单（以下简称“1260H 清单”）中移除（链接）。美国国防部在今年 6 月初将包括药明康德在内的 80 家中国公司（仅统计母公司）纳入其 1260H 清单。药明康德随即在美国法院对美国国防部提起诉讼，并随后向法院提出了初步禁令动议，法院在当地时间 8 月 7 日批准了药明康德的初步禁令动议，从而阻止美国国防部执行、实施 1260H 认定或者根据 1260H 认定采取任何其他行动。为了遵守美国法院的初步裁定，美国国防部将药明康德从 1260H 清单中移除，但同时表示不排除日后基于其他新增/补充理由重新纳入清单的可能。我们认为，基于药明康德的业务属性，将药明康德从 1260H 清单中移除是完全合理的，这将进一步降低地缘政治风险扰动对公司运营的影响。

- **1260H 清单是美国国防部例行更新的针对中国公司的清单。**列入该清单的企业将无法与美国国防部签订、续签或者延长采购合同。同时，基于对政治风险的考量，供应链上下游合作伙伴或者金融投资者将可能减少或者中断与进入 1260H 清单的企业合作。但进入 1260H 清单的企业可通过行政申诉或者法律诉讼将自身从清单中移除，过往已有多家中国公司通过相关途径成功从清单中移除，药明康德此次被移除清单是中国公司通过法律武器维护自身正当利益的又一个案例。
- **1260H 清单是《生物安全法案》的重要制度入口。**列入 1260H 清单的直接影响是相关企业将无法与美国国防部签订、续签或者延长采购合同。更重要的是，被纳入 1260H 清单的生物技术公司将被列入《生物安全法案》下的“受关注生物技术公司（BCC）清单”。根据 2025 年 12 月美国国会投票通过的 FY26 NDAA 法案的《生物安全法案》相关条款，《生物安全法案》管控的 BCC 清单将参考美国国防部的 1260H 清单，因此一家生物技术公司一旦被列入 1260H 清单即意味着将被纳入《生物安全法案》的 BCC 清单，将无法与所有美国政府机构签订订单。在这种关联框架下，1260H 清单已成为进入《生物安全法案》管控范围的重要制度入口，而美国国防部可以看做是第一个将要执行《生物安全法案》的美国政府机构。
- **地缘政治风险扰动再次降低。**此次美国国防部将药明康德移除 1260H 清单的同时明确保留重新纳入空间，因此不宜解读为相关质疑被实质性清零，但地缘政治风险扰动无疑已再次降低。我们仍旧看到对中美医药商业合作的潜在政策干扰，例如正在美国国会立法流程中的 Biotech Investment National Security Act (BINSA) 草案以及美国财政部拟将生物科技纳入 COINS 法案监管范围的征求意见。此外，美国民主党重新控制参众两院后，大概率不会放松对华敏感技术管控，但手法可能更强调规则清晰、程序正当（在 2025 年《生物安全法案》的立法过程中，绝大多数反对票来自民主党议员，争议点在于是否可以直接点名特定公司），因此我们预计正常的医药商业合作将获得更多理性的政策空间。我们始终认为，基于药明康德在化学药 CDMO 领域的强劲全球竞争力，地缘政治扰动对业务影响将非常有限。
- **我们维持药明康德的“买入”评级和目标价 190 元人民币。**预计公司在 2026E/ 27E/ 28E 的收入同比增长 35.1%/ 18.7%/ 15.7%（持续经营业务收入同比增长 41.4%/ 18.7%/ 15.7%），经调整 non-IFRS 净利润同比增长 68.4%/ 18.8%/ 14.4%，对应最新收盘价的经调整 PE 分别为 18.1x/ 15.3x/ 13.3x。

# 免责声明及披露

## 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

## 招银国际环球市场投资评级

**买入** ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
**持有** ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
**卖出** ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
**未评级** ：招银国际证券并未给予投资评级

## 招银国际环球市场行业投资评级

**优于大市** ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
**同步大市** ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
**落后大市** ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

*招银国际环球市场有限公司*

**地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼** **电话: (852) 3900 0888** **传真: (852) 3900 0800**

**招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)**

## 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（“FINRA”）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。