



买入（维持）

所属行业：医疗保健业/药品及生物科技
当前价格(港币)：22.20元

证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

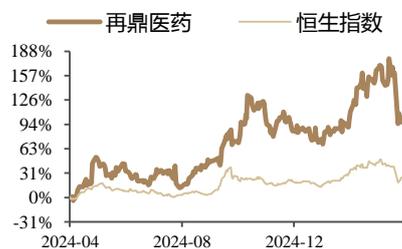
邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

李霁阳

资格编号：S0120523080003

邮箱：lijy7@tebon.com.cn

市场表现



恒生指数对	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.83	5.21	17.34
相对涨幅(%)	-7.45	9.53	7.63

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《---创新药管线更新系列报告-再鼎医药(09688.HK)：艾加莫德上调销售指引，爆款潜力初现》，2024.8.12
- 《再鼎医药(09688.HK)：新品放量超预期，公司迈入发展新阶段》，2024.5.10

再鼎医药(09688.HK)：艾加莫德新剂型获 FDA 批准，不惧竞争，大单品销售可期

投资要点

- 重症肌无力领域近期新药进展众多，我们认为艾加莫德作为 BIC，在 MG 治疗领域地位难以被撼动。
- 1) 快速起效，快速达标：越来越多的临床试验使用基于重症肌无力日常生活量表 (MG-ADL) 评估的最小症状表达 (MSE) 作为评价指标，ADAPT 研究结果显示有 40% 患者在首个治疗周期 MG-ADL 就达到 0 或 1 分状态，即最小临床表现 (MSE)。近日的研究表明艾加莫德相较于传统疗法能够诱导患者早期达到 MSE，并减少口服皮质类固醇的使用。
- 2) 长期有效性、安全性优异：ADAPT+ 研究显示，在长期治疗过程中，艾加莫德在 11 个周期中 MG-ADL 改善幅度相当，疗效可重复，并未出现使用时间长而疗效减退的现象。艾加莫德长期治疗可进一步提升达到有临床意义改善的患者比例，并持续获益。在安全性方面，ADAPT 及 ADAPT+ 研究的长期安全性特征一致，AE 发生率与安慰剂相当，大多数 AE 的严重程度为轻至中度。
- 艾加莫德预充式皮下注射剂型获 FDA 批准，国内预计年内报产。作为全球首款 FcRn 拮抗剂，艾加莫德目前已有包括预充式皮下注射 (PFS)，皮下注射 (SC) 和静脉输注 (IV) 三种给药方式。自我给药能够让 gMG 和 CIDP 患者选择灵活的时间和地点 (如家中、旅行中或医疗机构) 接受治疗。2025 年 4 月，再鼎医药合作伙伴 argenx 公司宣布，FDA 已正式批准了艾加莫德预充式皮下注射剂型。艾加莫德预充式皮下注射剂型每次注射 20-30 秒。再鼎医药将于 2025 年在国内递交艾加莫德预充式皮下注射剂型的上市申请。
- 多适应症拓展，大单品潜力不减。在 MG 领域，尽管美国近年来已获批多个生物制剂药物，包括多个 FcRn 靶点拮抗剂。然而 argenx 在全球的销售增长依旧强劲，2024 年全年全球销售额约 22 亿美金，其中 2024Q4 销售超 7 亿美金。艾加莫德有望治疗多种由致病性 IgG 抗体介导的严重的自身免疫性疾病，且正在多种自身免疫性疾病适应症中进行探索评估，包括 TED、LN 等大适应症，我们认为其潜在空间不可小觑，有望成为新一代自免领域大单品。
- 盈利预测与投资建议。我们预计公司 25-27 年的收入为 5.64/8.35/13.57 亿美元，增速为 41.35%/48.1%/62.5%，归母净利润为-1.66/0.17/1.68 亿美元。我们认为艾加莫德优势明显，有望成为新一代自免大单品，维持“买入”评级。
- 风险提示：临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、行业政策风险

股票数据

总股本(百万股):	1,101.28
流通股(百万股):	1,101.28
52 周内股价区间(港元):	10.620-30.850
总市值(百万港元):	24,448.50
总资产(百万港元):	9,204.43
每股净资产(港元):	5.97

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	267	399	564	835	1357
(+/-)YOY(%)	24.03%	49.59%	41.35%	48.10%	62.46%
净利润(百万美元)	-335	-257	-166	17	168
(+/-)YOY(%)	24.51%	23.17%	35.26%	110.22%	888.37%
全面摊薄 EPS(美元)	-0.30	-0.23	-0.15	0.02	0.15
毛利率(%)	64.08%	62.94%	64.47%	66.88%	69.45%
净资产收益率(%)	-42.03%	-30.57%	-24.69%	2.46%	19.57%

资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 起效快，长期数据优异，确立 BIC 地位	4
1.1. 快速起效，快速达标	4
1.2. 长期有效性、安全性优异	6
2. 艾加莫德预充式皮下注射剂型获 FDA 批准，进一步巩固优势	7
3. 超级大单品，不惧竞争，未来销售可期	8
4. 风险提示	9

图表目录

图 1: 艾加莫德三期临床试验设计.....	4
图 2: ADPAT 研究中总 IgG、AChR 抗体水平与 MG-ADL 评分的比较.....	4
图 3: ADAPT 临床试验结果-第三周时 MG-ADL 和 QMG 评分比较.....	5
图 4: ADAPT+研究主要疗效终点结果.....	6
图 5: 不同用药周期下副作用.....	6
图 6: 卫力迦 (艾加莫德皮下注射)- 有望为 CIDP 患者提供全新治疗体验.....	7
图 7: 艾加莫德全球销售情况 (百万美元).....	8
图 8: 艾加莫德 - 单产品多适应证拓展机遇.....	9
表 1: MG 治疗不同药物的用法用量和给药时间.....	7
表 2: 全球各生物制剂重症肌无力适应症研发格局.....	8

1. 起效快，长期数据优异，确立 BIC 地位

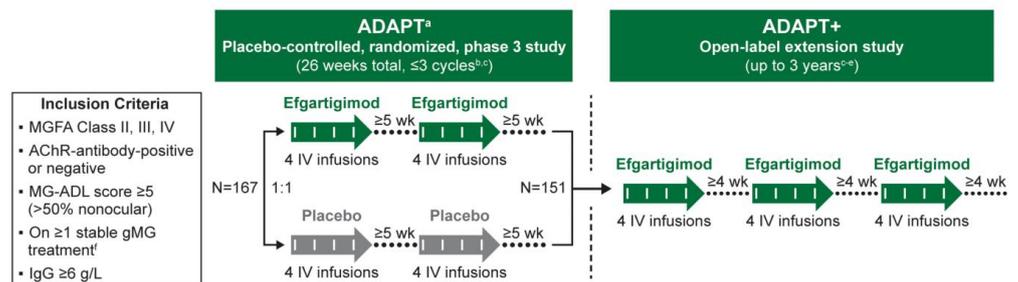
1.1. 快速起效，快速达标

MG 的疗效评价指标：一般临床中使用重症肌无力日常生活活动力量表 (MG-ADL) 来评估患者病情。MG-ADL 量表包含 8 个与 MG 相关的症状，每个症状按 0 到 3 分进行评分，0 分表示没有症状，3 分表示症状严重或持续存在。这些症状包括说话、咀嚼、吞咽、呼吸、刷牙和梳头、从坐位站起时的无力，以及双眼症状，如复视和眼睑下垂。

越来越多的临床试验使用基于重症肌无力日常生活量表 (MG-ADL) 评估的最小症状表达 (MSE) 作为评价指标。最小症状表达 (Minimal Symptom Expression, MSE) 是指重症肌无力 (Myasthenia Gravis, MG) 患者症状非常轻微或几乎没有症状的状态。当患者的 MG-ADL 总得分为 0~1 时，即被认为达到了最小症状表达。MSE 同时也是 MG 治疗的目标。

2021 年，艾加莫德的关键 III 期 ADPAT 研究结果正式发表于《The Lancet Neurology》。ADAPT 结束后，其中 151 例患者转入为期 3 年的 ADAPT+ 开放标签扩展研究，其研究终点与 ADAPT 研究一致。

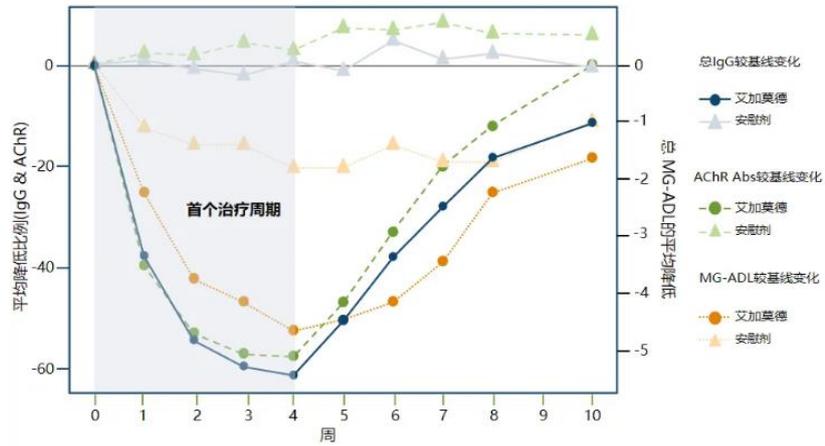
图 1：艾加莫德三期临床试验设计



资料来源：James F. Howard Jr.etc, Long-term safety, tolerability, and efficacy of efgartigimod (ADAPT+): interim results from a phase 3 open-label extension study in participants with generalized myasthenia gravis, 德邦研究所

ADAPT 研究结果显示，在首个周期输注完成后，艾加莫德组后即有 77.8% 患者实现 MG-ADL 最小改善 ≥ 2 分。同时在首个治疗周期达到主要终点的 44 例患者中，84% 在前 2 周即产生应答，实现早期应答。**其中有 40% 患者在首个治疗周期 MG-ADL 就达到 0 或 1 分状态，即最小临床表现 (MSE)**，同时该组患者延髓、肢体运动、眼部、呼吸评分均有改善。因此，艾加莫德治疗 gMG 患者时起效迅速，并能使患者显著获益。

图 2：ADPAT 研究中总 IgG、AChR 抗体水平与 MG-ADL 评分的比较



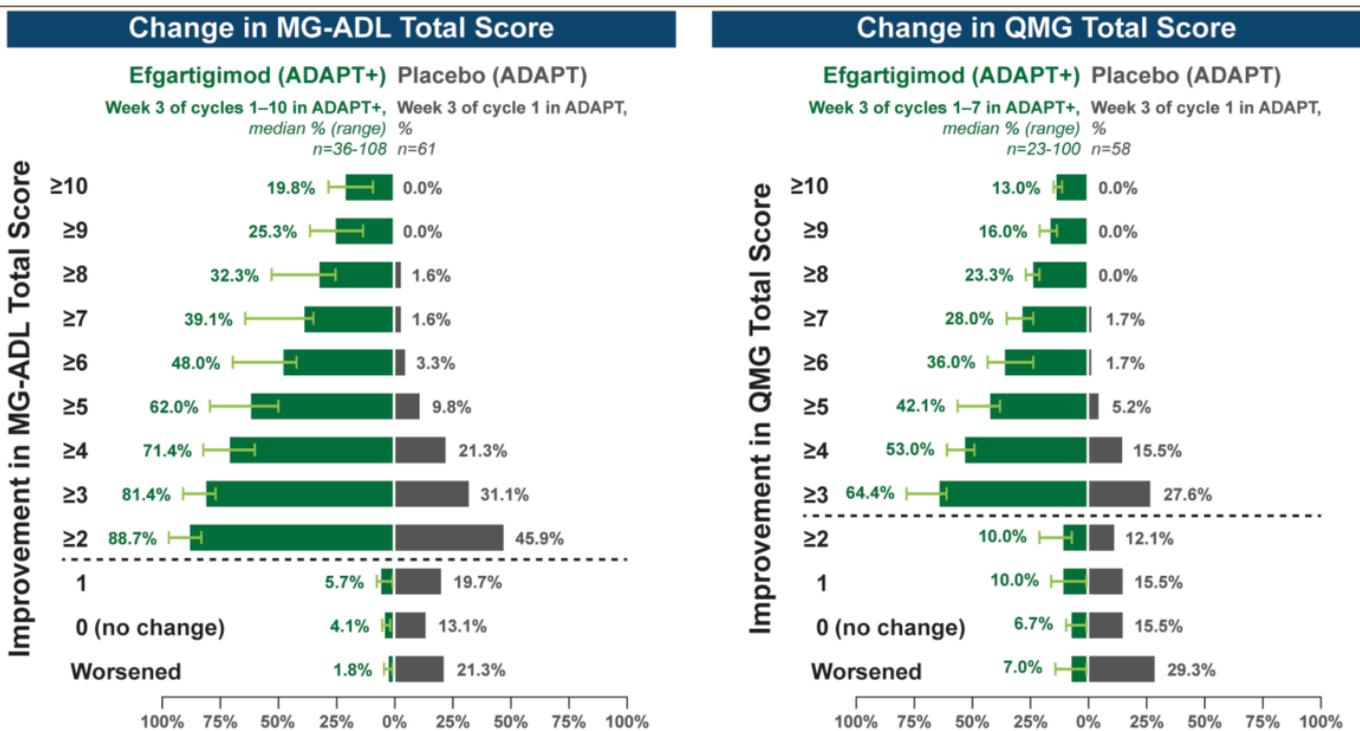
资料来源：医脉通神经科官方账号、德邦研究所

近日，中山大学附属第一医院冯慧宇教授团队最新研究成果“艾加莫德 MG 中实现最小症状表达 (MSE) 的疗效对比：一项多中心对照研究”，正式发表在《International Immunopharmacology》。研究结果显示，艾加莫德多周期治疗可作为重症肌无力的一种有效且起效迅速的治疗选择，相较于传统疗法能够诱导患者早期达到 MSE，并减少口服皮质类固醇的使用。

本研究为中国南方 16 家医院的真实世界观察性分析，艾加莫德组和标准治疗组 (SoC) 分别纳入了 76 例和 124 例 MG 患者，旨在评估两组达到 MSE 的比例和所需时间。**与 SoC 组相比，艾加莫德组达到 MSE 的比例更高 (9 个月 MSE 达成率：73.3% vs. 22.6%， $p < 0.001$)，所需时间更短 (0.7 个月 vs. 3.3 个月， $p < 0.001$)。**

研究还发现，随着艾加莫德治疗周期的增加，患者不同肌群症状的改善程度增加，经过 3 周期治疗，呼吸肌症状完全消失。另外，艾加莫德可有效降低每日口服糖皮质激素用量，3 周期治疗后，近 50% 患者口服糖皮质激素降为零，且总体安全性良好。本研究为艾加莫德在 MG 治疗中的应用提供了重要证据，证明其多周期治疗相较于传统免疫治疗能快速且显著提高 MSE 比例并减少糖皮质激素的使用，尤其对于存在呼吸肌和球部肌群症状的患者。

图 3：ADAPT 临床试验结果-第三周时 MG-ADL 和 QMG 评分比较

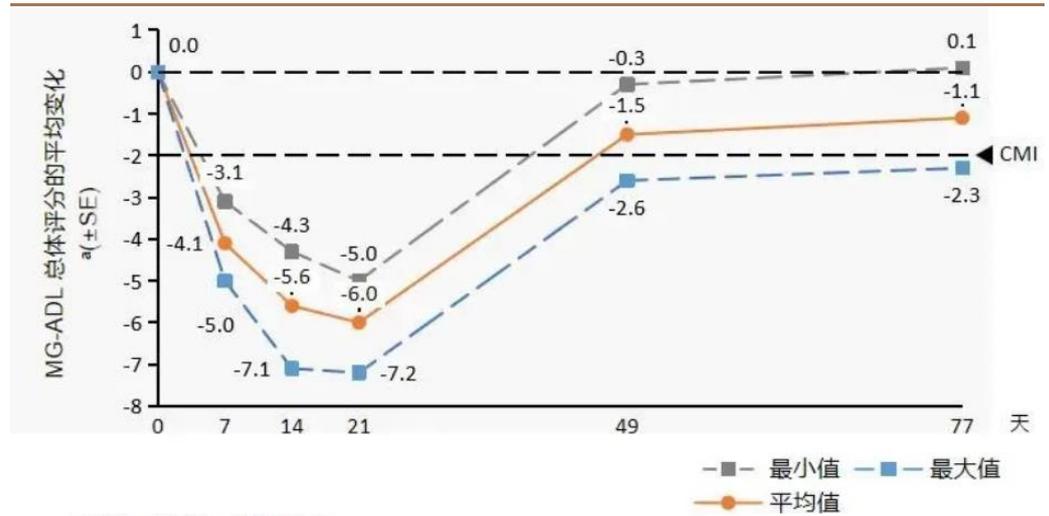


资料来源: James F. Howard Jr. etc, Long-term safety, tolerability, and efficacy of efgartigimod (ADAPT+): interim results from a phase 3 open-label extension study in participants with generalized myasthenia gravis, 德邦研究所

1.2. 长期有效性、安全性优异

ADAPT+研究是艾加莫德针对全身型重症肌无力 (gMG) 患者的长期开放标签扩展研究, 旨在评估艾加莫德的长期有效性和安全性。ADAPT+研究结果显示, 在长期治疗过程中, **艾加莫德在 11 个周期中 MG-ADL 改善幅度相当, 疗效可重复, 并未出现使用时间长而疗效减退的现象。**截止至第 11 个周期时, 艾加莫德组有 89% 的患者 MG-ADL 评分改善 ≥ 2 分。同时艾加莫德可持续显著降低 IgG 和抗 AChR 抗体, 各周期下降幅度一致。因此, 艾加莫德长期治疗可进一步提升达到有临床意义改善的患者比例, 并持续获益。

图 4: ADAPT+研究主要疗效终点结果

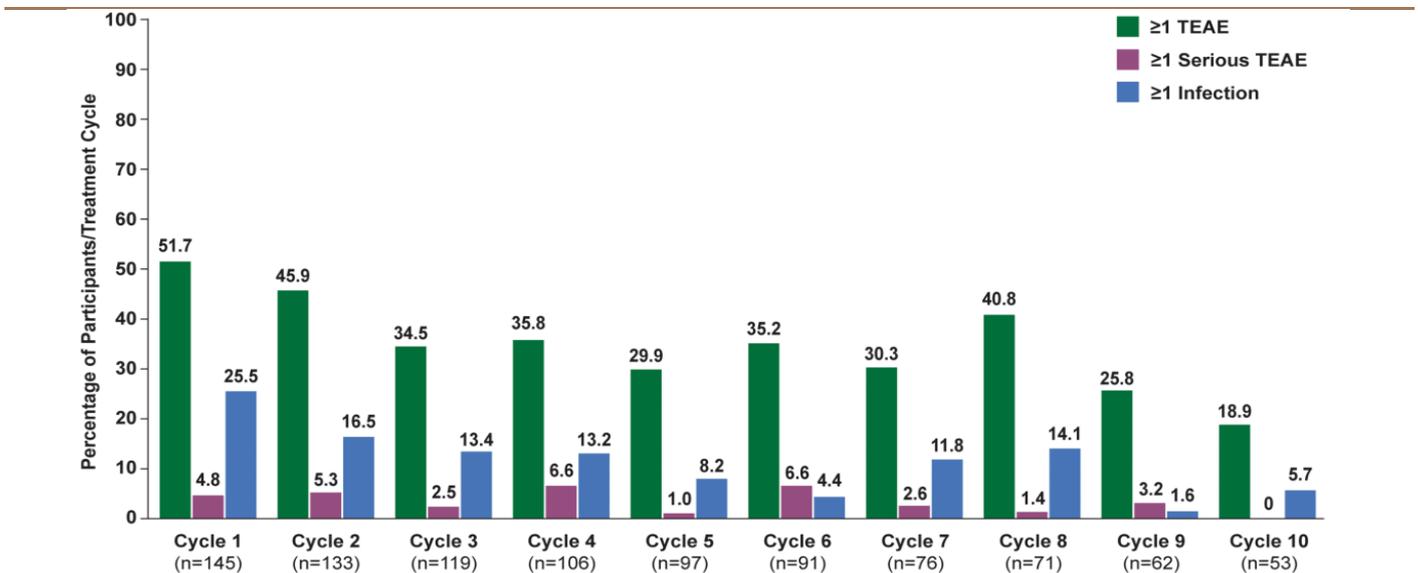


*仅描述了截止到第11个周期的数据。
AChR Ab+: 乙酰胆碱受体抗体阳性; MG-ADL: 重症肌无力日常活动量表; CMI, 有临床意义的改善

资料来源: 医脉通神经科官方账号、德邦研究所

在安全性方面, ADAPT 及 ADAPT+研究的长期安全性特征一致, AE 发生率与安慰剂相当, 大多数 AE 的严重程度为轻至中度。且随着用药时间延长, 艾加莫德组安全性风险并未增加, 提示长期使用艾加莫德安全性良好。

图 5: 不同用药周期下副作用



资料来源: James F. Howard Jr. et al., Long-term safety, tolerability, and efficacy of efgartigimod (ADAPT+): interim results from a phase 3 open-label extension study in participants with generalized myasthenia gravis, 德邦研究所

2. 艾加莫德预充式皮下注射剂型获 FDA 批准, 进一步巩固优势

作为全球首款 FcRn 拮抗剂, 艾加莫德目前已有包括预充式皮下注射(PFS), 皮下注射 (SC) 和静脉输注 (IV) 三种给药方式。自我给药能够让 gMG 和 CIDP 患者选择灵活的时间和地点 (如家中、旅行中或医疗机构) 接受治疗。艾加莫德预充式皮下注射剂型的获批, 能够为患者提供个体化、安全且有效的创新治疗选择。

2025 年 4 月, 再鼎医药合作伙伴 argenx 公司宣布, FDA 已正式批准了艾加莫德预充式皮下注射剂型。艾加莫德预充式皮下注射剂型每次注射 20-30 秒, 由患者、照护人员或医疗卫生专业人士操作。患者在接受皮下注射的指导后可自我给药。目前在国内, 艾加莫德已有静脉输注和皮下注射 2 种给药方式。**再鼎医药将于 2025 年在国内递交艾加莫德预充式皮下注射剂型的上市申请。**

表 1: MG 治疗不同药物的用法用量和给药时间

药品	注射方式	机制	用法用量	给药时间
艾加莫德	预充式皮下注射 (PFS)	FcRn 抗体片段	皮下一次注射, 每个治疗期时每周一次, 连续 3 周共 4 次注射	20-30 秒
艾加莫德	皮下注射 (SC)	FcRn 抗体片段	皮下一次注射, 每个治疗期时每周一次, 连续 3 周共 4 次注射	30-90 秒内
艾加莫德	静脉输注 (IV)	FcRn 抗体片段	推荐剂量为 10 mg/kg, 静脉输注 1 小时, 每周一次, 连续 4 周。	每次输注 1200 mg (3 瓶)
罗泽利昔单抗	皮下注射 (SC)	FcRn 单抗	根据体重 420-840mg, 每周一次, 持续六周	每小时 20ml
泰它西普	皮下注射 (SC)	BLyS/APRIL 融合蛋白	80 mg/支皮下注射, 冻干粉复溶, 240mg/次, 每周给药一次	从复溶到完成皮下注射的总时间不应超过 4 小时

资料来源: 医药魔方、各药品说明书、再鼎医药官方公众号等, 德邦研究所

卫力迦® (艾加莫德皮下注射) 是一款皮下注射剂型的生物制剂, 艾加莫德皮下注射与重组人透明质酸酶 PH20 (rHuPH20) 共同配制, 使用 Halozyme 的 ENHANZE® 药物递送技术, 从而促进生物制剂的皮下注射给药。**艾加莫德皮下注射将在 30-90 秒内以单次皮下注射 (固定剂量 1,000mg) 的方式给药, 连续 4 周每周注射一次为一治疗周期。**

图 6: 卫力迦 (艾加莫德皮下注射) - 有望为 CIDP 患者提供全新治疗体验



资料来源: 再鼎医药官网介绍 PPT、德邦研究所

根据河南省人民政府官网，记者 1 月 4 日从郑大一附院获悉，用于治疗全身型重症肌无力的生物靶向制剂艾加莫德皮下注射，在该院开出了针对乙酰胆碱受体 (AChR) 抗体阳性的成人全身型重症肌无力 (gMG) 的全国首张处方。神经内科病区主任王莉梅教授介绍，艾加莫德皮下注射，患者只需在腹部选择一个注射部位，30—90 秒即可完成给药。相较于此前的静脉输注剂型，皮下注射效果相当，但操作更为简便灵活，用药体验更为舒适，极大地提高了患者的治疗依从性，为全身型重症肌无力患者实现长期“双达标”提供了更灵活便捷的选择。

我们预计预充式皮下注射剂型上市后，患者在接受皮下注射的指导后可自我给药，将带来更大的便利性，进一步巩固艾加莫德领先地位。

3. 超级大单品，不惧竞争，未来销售可期

在 MG 领域，尽管美国近年来已获批多个生物制剂药物，包括多个 FcRn 靶点拮抗剂。然而 argenx 在全球的销售增长依旧强劲。

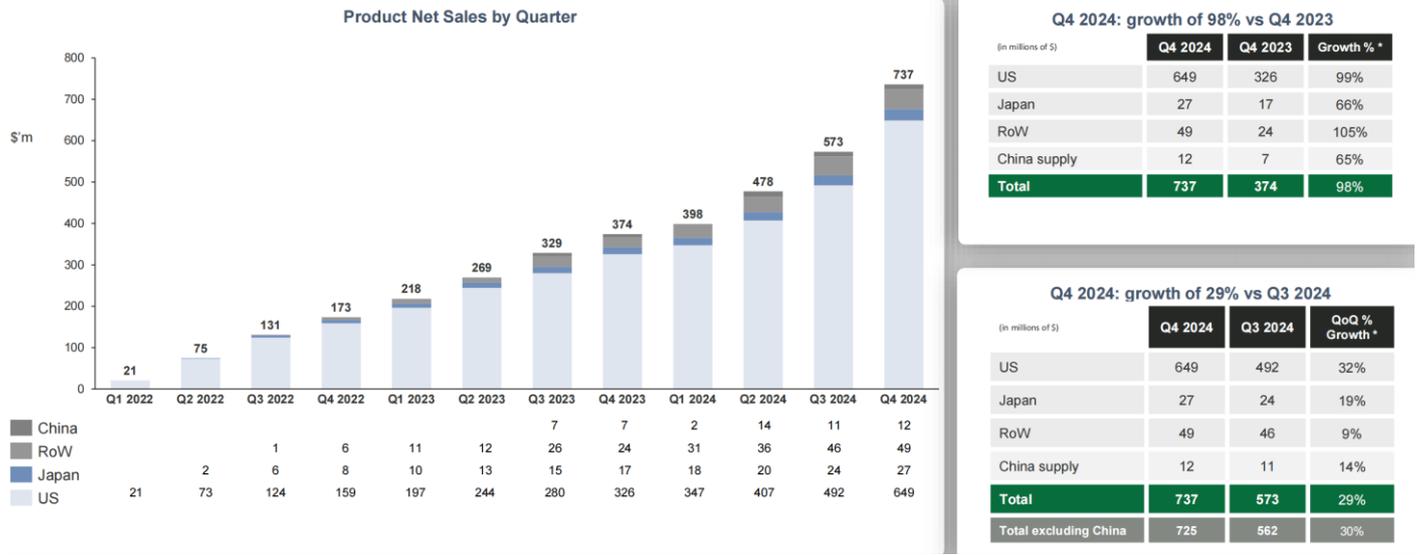
表 2：全球各生物制剂重症肌无力适应症研发格局

药品名称	研发机构	作用机制	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期	美国最高研发阶段	美国最高研发阶段开始日期
依库珠单抗	Research Corporation Technologies(原研);Alexion Pharmaceuticals(AstraZeneca)(Top20 MNC)(原研)	anti-C5 单抗	批准上市	2023-06-12	批准上市	2017-10-23
艾加莫德 α	Argenx(原研);Medison;Halozyme Therapeutics;再鼎医药;University of Texas Southwestern Medical Center(原研)	anti-FcRn 抗体片段	批准上市	2023-06-30	批准上市	2021-12-17
瑞利珠单抗	Alexion Pharmaceuticals(AstraZeneca)(Top20 MNC)(原研);Xencor	anti-C5 单抗			批准上市	2022-04-27
efgartigimod PH20 SC	Argenx;Halozyme Therapeutics(原研);再鼎医药	重组 HAase;anti-FcRn 抗体片段	批准上市	2024-07-16	批准上市	2023-06-20
罗泽利昔单抗	UCB(原研)	anti-FcRn 单抗	批准上市	2025-03-25	批准上市	2023-06-26
尼卡利单抗	Momenta Pharmaceuticals(Johnson & Johnson)(Top20 MNC);AnaptysBio(原研)(无权益)	anti-FcRn 单抗	III 期临床	2021-07-07	申请上市	2024-08-29
巴托利单抗	石药集团;HanAll Biopharma(原研);Immunovant;和铂医药(无权益)	anti-FcRn 单抗	申请上市	2023-06-28	III 期临床	2022-06-03
泰它西普	荣昌生物(原研)	TACI-Fc 融合蛋白	申请上市	2024-10-26	III 期临床	2024-06-13

资料来源：医药魔方、德邦研究所

2021 年 12 月，艾加莫德于美国获批全身型重症肌无力 (gMG)，2024 年 6 月获批慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病 (CIDP)，2024 年全年全球销售额约 22 亿美金，其中 2024Q4 销售超 7 亿美金，展现出强劲的增长势能。

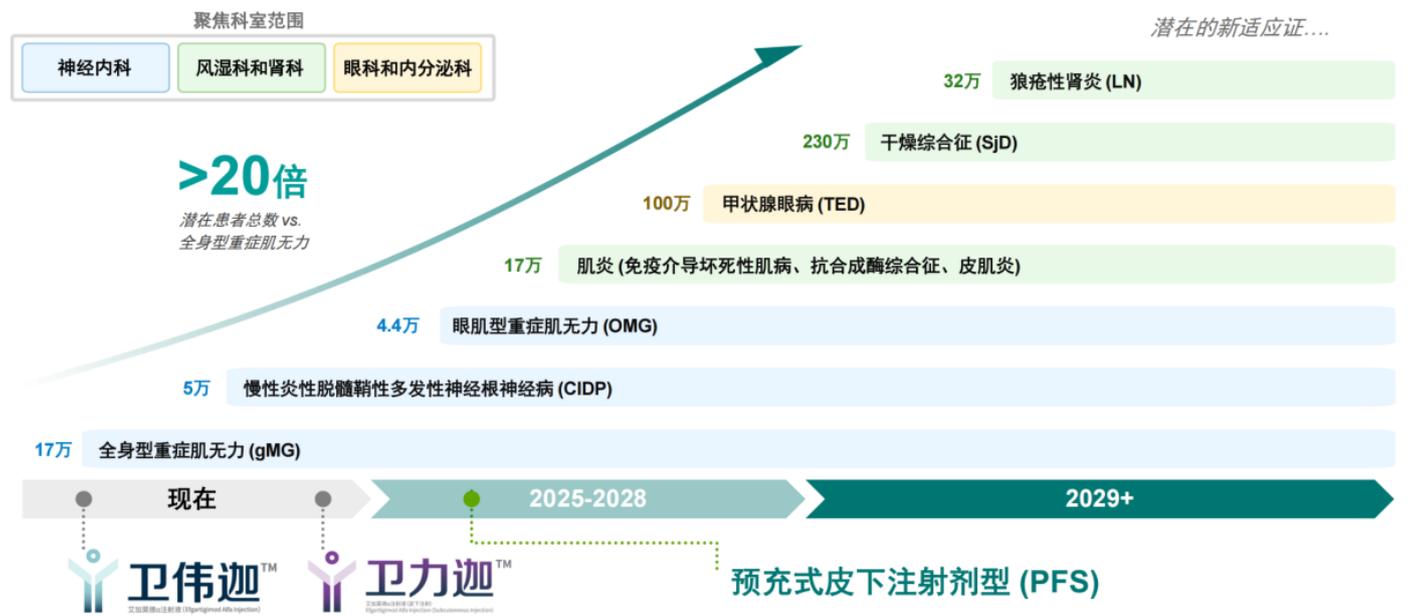
图 7：艾加莫德全球销售情况 (百万美元)



资料来源: argenx 官网介绍 PPT、德邦研究所

艾加莫德有望治疗多种由致病性 IgG 抗体介导的严重的自身免疫性疾病, 且正在多种自身免疫性疾病适应症中进行探索评估, 包括 TED、LN 等大适应症, 我们认为其潜在空间不可小觑, 有望成为新一代自免领域大单品。

图 8: 艾加莫德 - 单产品多适应症拓展机遇



资料来源: 再鼎医药官网介绍 PPT、德邦研究所

4. 风险提示

临床研发失败风险: 创新药研发具有较大不确定性, 临床试验过程中的影响因素增多, 可能导致临床数据不及 II 期而研发失败。

竞争格局恶化风险: 公司核心布局产品虽然进度较为领先, 但临床上已有竞争对手布局, 存在未来竞争格局恶化风险。

行业政策风险: 进入医保的创新药品种增多, 医保基金的压力逐年增加, 可能导致药物的谈判价格不及预期, 存在受到行业政策或监管政策影响的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)				
每股收益	-0.26	-0.15	0.02	0.15
每股净资产	0.77	0.61	0.63	0.78
每股经营现金流	-0.20	-0.06	-0.12	0.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	-10.45	-19.09	186.91	18.91
P/B	3.54	4.71	4.60	3.70
P/S	7.45	5.64	3.81	2.34
EV/EBITDA	-9.36	-18.01	129.23	14.76
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	62.94%	64.47%	66.88%	69.45%
净利润率	-64.44%	-29.52%	2.04%	12.39%
净资产收益率	-30.57%	-24.69%	2.46%	19.57%
资产回报率	-21.68%	-15.48%	1.63%	12.83%
投资回报率	-30.02%	-21.36%	1.63%	16.83%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	49.59%	41.35%	48.10%	62.46%
EBIT 增长率	22.02%	41.03%	109.14%	1145.95%
净利润增长率	23.17%	35.26%	110.22%	888.37%
偿债能力指标				
资产负债率	29.1%	37.3%	33.8%	34.4%
流动比率	3.5	2.7	3.0	3.0
速动比率	3.0	2.5	2.7	2.6
现金比率	1.5	1.1	0.8	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	65.1	67.2	67.0	64.6
存货周转天数	103.1	95.8	103.5	100.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.8	1.2
固定资产周转率	7.8	12.4	20.4	36.9

现金流量表(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-257	-166	17	168
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	8	9	8	7
非经营收益	102	3	3	3
营运资金变动	-68	86	-156	-105
经营活动现金流	-215	-68	-128	73
资产	-62	0	0	0
投资	-314	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-375	0	0	0
债权募资	131	0	0	0
股权募资	219	0	0	0
其他	-1	-3	-3	-3
融资活动现金流	350	-3	-3	-3
现金净流量	-240	-72	-131	69

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	399	564	835	1357
营业成本	148	200	277	415
毛利率%	62.94%	64.47%	66.88%	69.45%
营业税金及附加				
营业税金率%				
销售、管理及其他费用	299	310	334	529
SG&A 费用率%	74.87%	55.00%	40.00%	39.00%
研发费用	235	226	209	217
研发费用率%	58.77%	40.00%	25.00%	16.00%
EBIT	-292	-172	16	196
财务费用	-35	-6	-4	-2
财务费用率%	-8.73%	-1.01%	-0.51%	-0.12%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-282	-172	16	196
营业外收支				
利润总额	-257	-166	20	198
EBITDA	-284	-163	24	203
所得税	0	0	3	30
有效所得税率%	0.00%	0.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-257	-166	17	168

资产负债表(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	450	378	247	316
应收账款及应收票据	85	125	186	302
存货	40	67	92	138
其它流动资产	476	379	401	443
流动资产合计	1050	949	926	1198
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	48	43	39	35
在建工程				
无形资产	78	73	69	67
非流动资产合计	135	126	118	111
资产总计	1186	1075	1044	1310
短期借款	132	132	132	132
应付票据及应付账款	101	111	92	138
预收账款				
其它流动负债	67	113	84	136
流动负债合计	299	356	307	406
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	45	45	45	45
非流动负债合计	45	45	45	45
负债总计	345	401	353	451
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	841	674	691	859
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1186	1075	1044	1310

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。电子科技大学生物技术学士，华威大学商学院会计与金融学硕士。拥有三年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。执业证书编号：S0120523080003

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。