

细胞与基因治疗时代，CDMO 有望充分受益

相关研究：

1.《医疗服务行业周报：医疗服务中报表现不俗，CXO景气依旧》

2021.09.07

2.《创新药融资前景乐观，外包服务将持续受益》

2021.09.13

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	14	-7	19
绝对收益	15	-14	12

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: (8621)50293529

Email: jiangdong@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心名义楼层10楼湘财证券研究所

核心要点：

□ 上周医疗服务II下跌0.67%，跌幅靠前

上周医药生物报收 11447.33 点，上涨 0.27%，涨幅排名位列申万一级行业第 12 位，涨幅居中；医疗服务 II 报收 14479.93 点，下跌 0.67%；中药 II 报收 7038.53，下跌 0.06%；化学制药报收 11716.18 点，上涨 1.53%；生物制品 II 报收 13229.62 点，下跌 1.35%；医药商业 II 报收 6121.37 点，下跌 0.01%；医疗器械 II 报收 9539.86 点，上涨 1.77%；医药行业子板块医疗器械、化学制药涨幅居前，生物制品、医疗服务板块跌幅靠前。

从医疗服务板块公司的表现来看，表现居前的公司有：宜华健康(+16.15%)、*ST 百花(+14.35%)、阳光诺华(+11.76%)、诺泰生物(+9.62%)、诺禾致源(+7.03%)；表现靠后的公司有：南华生物(-12.95%)、*ST 华塑(-9.31%)、义翘神州(-3.20%)、昭衍新药(-2.92%)、泰格医药(-2.28%)。从涨跌特点上来看科创板相关公司阳光诺和、诺泰生物、诺禾致源等公司表现较好；近期 CRO/CDMO 板块反弹力度较大，昭衍新药、药石科技等公司创历史新高，本周有所回调。

□ 医疗服务 PE(ttm)环比下降 0.57 倍，PB(1f)环比下降 0.08 倍

上周医疗服务板块 PE 为 89.59 倍，近一年 PE 最大值为 189.16，最小值为 74.94；当前 PB 为 10.83 倍，近一年 PB 最大值为 14.47，最小值为 9.06。医疗服务板块 PE 环比下降 0.57 倍，PB 环比下降 0.08 倍，医疗服务板块 PE、PB 较前期低点已有所反弹，但仍处于近一年底部水平。医疗服务板块相对于沪深 300 估值溢价率 585.22%。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高，但考虑到专科医院及 CXO 产业相关公司业绩增速较高，行业发展趋势较好且政策免疫，目前估值已较为合理。

□ 重要资讯

(1) 国家发改委下发 300 亿，医疗器械市场扩容开始

日前，国家发改委发布消息，为深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，分步有序下达 2021 年度卫生健康领域中央预算内投资 300 亿元，支持全国 31 个省（区、市）和新疆生产建设兵团构筑公卫防疫屏障，搭建便民就医平台，推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局。其中：1) 公共卫生方面，推进省市县三级疾控中心建设达标切线。围绕新冠疫情防控暴露出的短板弱项，对照疾控机构建设标准，安排中央投资 84.44 亿元，支持省、市、县三级疾控中心建设；2) 建设区域医疗中心方面，安排中央投资 85.3 亿元。支持 24 个国家区域医疗中心试点医院起步建设，3 个省级区域医疗中心网格化布局，113 个县级医院提标扩能。3) 聚焦“重点病种”突破，打造疑难病症诊治省域高地。针对严重危害人民群众健康的肿瘤、心脑血管、呼吸系统等重点病种，安排中央投资 40.15 亿元，支持 54 个特色优势突出、医疗技术水平较高、辐射带动能力较强的省部级医院，改善基础条件，加强科研创新，提升省域内相关专科综合诊治能力。4) 安排中央投资 27.71 亿元，支持省级妇科、儿科项目以及人口大市妇幼保健机构项目建设。5) 中医药方面，安排中央投资 62.4 亿元。支持 14 个中医特色重点

医院围绕名医、名方开展建设,31所重点中医医院开展传承创新能力建设,2个国家中医疫病救治基地带动提升区域内中医疫病防治能力。

(2) 19地中成药集采开始,76款药品纳入

9月25日,湖北省医药价格和招标采购管理服务网发布《中成药省际联盟集中带量采购公告(第1号)》,该中成药省际联盟涉及19地。公告显示,由湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、湖南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团等联盟地区委派代表组成中成药省际联盟集采领导小组办公室,代表各地区公立医疗机构(含军队医疗机构)及自愿参加的医保定点社会办医疗机构和定点药店实施中成药集中带量采购,由湖北省医疗保障局承担联采办日常工作并负责具体实施。本次中成药集中带量采购药品为临床使用量大、采购金额高、多家企业生产的中成药。根据产品的功能主治、给药途径和成分,将此次采购药品划分为17个产品组,包括银杏叶、丹参、双黄连等,涉及到76款药品名。

(3) 首届CGCT中国基因与细胞治疗青藜风云论坛召开:CAR-T细胞治疗元年,CDMO有望充分受益

9月25日-26日,由苏州市科学技术局、苏州市市场监督管理局、苏州工业园区管委会、苏州工业园区科技创新委员会指导,博腾生物、佰傲谷、BioBAY联合举办,上海理工大学-交大医学院苏州医工交叉创新研究院协办的CGCT中国基因与细胞治疗青藜风云论坛在苏州召开。

作为生物医药最前沿技术,细胞与基因治疗为难治疾病治疗提供了新选择,并可带来长期疗效。而细胞治疗 CDMO 行业也将充分受益于细胞与基因治疗的大时代:1) 细胞治疗 CDMO 公司通常拥有大型细胞或载体库可以帮助药企选择适合的细胞或载体并进行优化从而减少试错成本并提高研发成功率,其丰富的生产平台和严格的质检措施也可以帮助药企削减商业化生产成本和时间。2) 由于细胞与基因治疗对技术要求相较于小分子药物要求更高, Biotech 公司在进行相关研究时在对病毒载体选择、质粒选择、细胞培养与提纯等阶段更倾向选择与 CDMO 进行合作。3) 根据弗若斯特沙利文数据2016年-2020年美国的细胞和基因治疗 CMO/CDMO 市场规模从5亿美元增至11亿美元复合年增长率为23.8%。随着细胞与基因治疗相关研究和临床试验的扩大,到2025年全球细胞和基因治疗 CMO/CDMO 市场有望达到101亿美元,2020年至2025年的复合年增长率为34.9%。预计中国的细胞和基因治疗 CMO/CDMO 市场将是增长最快的市场,2020年至2025年的复合年增长率可达51.1%,2025年达到17亿美元规模。综上,细胞与基因治疗 CDMO 企业将有望充分受益于细胞与基因治疗的大时代。

□ 投资建议

医疗服务板块2021年中报营收及利润增长表现尤为亮眼,长期看在医改不断深入的背景之下,医疗服务板块成长性较好且具有政策免疫属性:(1) CXO 板块作为创新药的“卖水人”角色将持续受益于国内的创新大浪潮,且国内人力成本具有较大优势,CXO 板块将持续受益于全球产业链转移。国内细胞与基因治疗蓬勃发展也将为 CDMO 企业注入新动能;(2) 在老龄化趋势下, 专科医疗服务受益于政策支持和居民健康保健意识的增强,消费属性明显。我们维持医疗服务板块“增持”评级, 建议关注医疗服务眼科、口腔科,创新药产业链 CRO、CDMO 等相关公司。

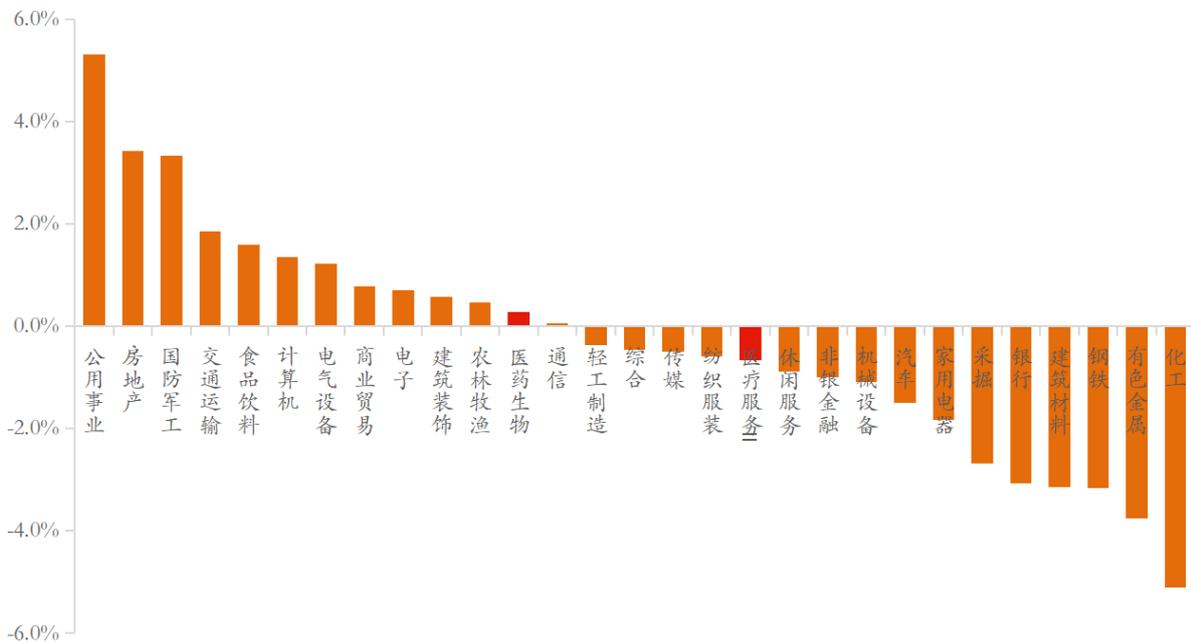
□ 风险提示

(1) 政策变动不确定性;(2) 创新药研发投入不及预期;(3) 行业及上市公司业绩不及预期风险。

1 板块及个股表现

上周医药生物报收 11447.33 点，上涨 0.27%，涨幅排名位列申万一级行业第 12 位，涨幅居中；医疗服务 II 报收 14479.93 点，下跌 0.67%；中药 II 报收 7038.53，下跌 0.06%；化学制药报收 11716.18 点，上涨 1.53%；生物制品 II 报收 13229.62 点，下跌 1.35%；医药商业 II 报收 6121.37 点，下跌 0.01%；医疗器械 II 报收 9539.86 点，上涨 1.77%；医药行业子板块医疗器械、化学制药涨幅居前，生物制品、医疗服务板块涨幅靠后。

图 1 上周各行业指数涨跌幅比较



资料来源：Wind、湘财证券研究所

表 1 医药各子版块一周涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅 (%)	
		上周	2020 年以来
医药生物	11447.33	0.27	43.21
医疗服务	14479.93	-0.67	119.21
中药	7038.53	-0.06	24.12
化学制药	11716.18	1.53	17.10
生物制品	13229.62	-1.35	51.00
医药商业	6121.37	-0.01	-3.98
医疗器械	9539.86	1.77	63.30

资料来源：Wind、湘财证券研究所

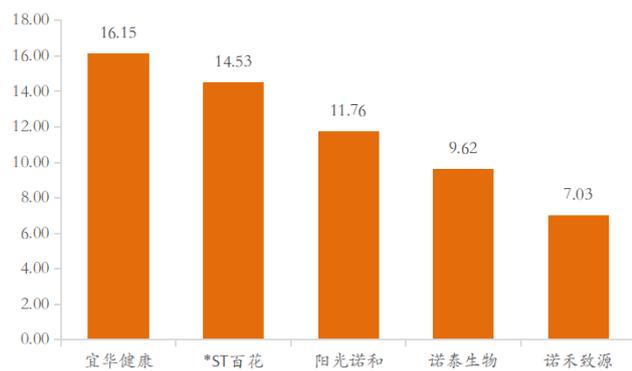
图 2 医疗服务板块走势图



资料来源: Wind、湘财证券研究所

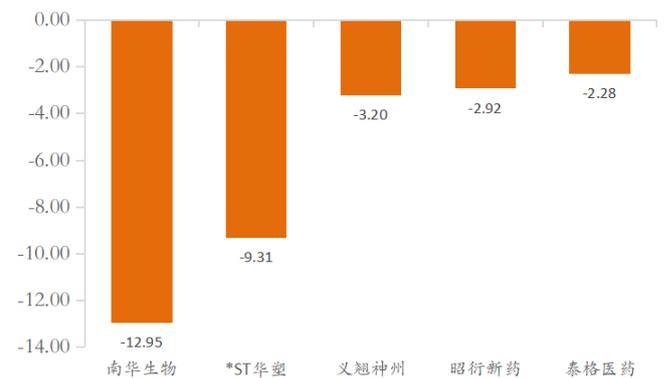
从医疗服务板块公司的表现来看,表现居前的公司有: 宜华健康(+16.15%)、*ST 百花(+14.35%)、阳光诺华(+11.76%)、诺泰生物(+9.62%)、诺禾致源(+7.03%); 表现靠后的公司有: 南华生物(-12.95%)、*ST 华塑(-9.31%)、义翘神州(-3.20%)、昭衍新药(-2.92%)、泰格医药(-2.28%)。从涨跌特点上来看科创板 CDMO 相关公司阳光诺和、诺泰生物、诺禾致源等公司表现较好; 近期 CRO/CDMO 板块反弹力度较大,昭衍新药、药石科技等公司创历史新高,本周有所回调。

图 3 医疗服务板块上市公司一周涨跌幅前五名



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 4 医疗服务板块上市公司一周涨跌幅后五名



资料来源: Wind、湘财证券研究所

2 行业估值

上周医疗服务板块 PE 为 89.59 倍,近一年 PE 最大值为 189.16,最小值为 74.94; 当前 PB 为 10.83 倍,近一年 PB 最大值为 14.47,最小值为 9.06。

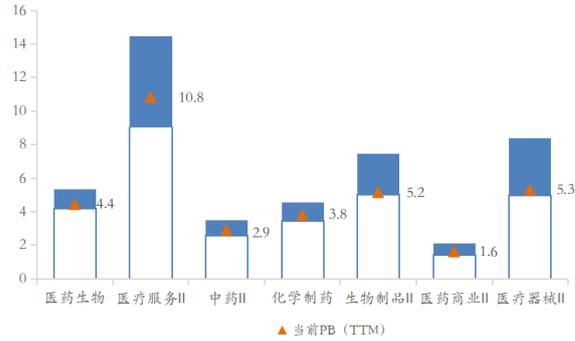
医疗服务板块 PE 环比下降 0.57 倍, PB 环比下降 0.08 倍, 医疗服务板块 PE、PB 较前期低点已有所反弹, 但仍处于近一年底部水平。医疗服务板块相对于沪深 300 估值溢价率 585.22%。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高, 但考虑到专科医院及 CXO 产业相关公司业绩增速较高, 行业发展趋势较好且政策免疫, 目前估值已较为合理。

图 5 近一年医药各子版块 PE 概况



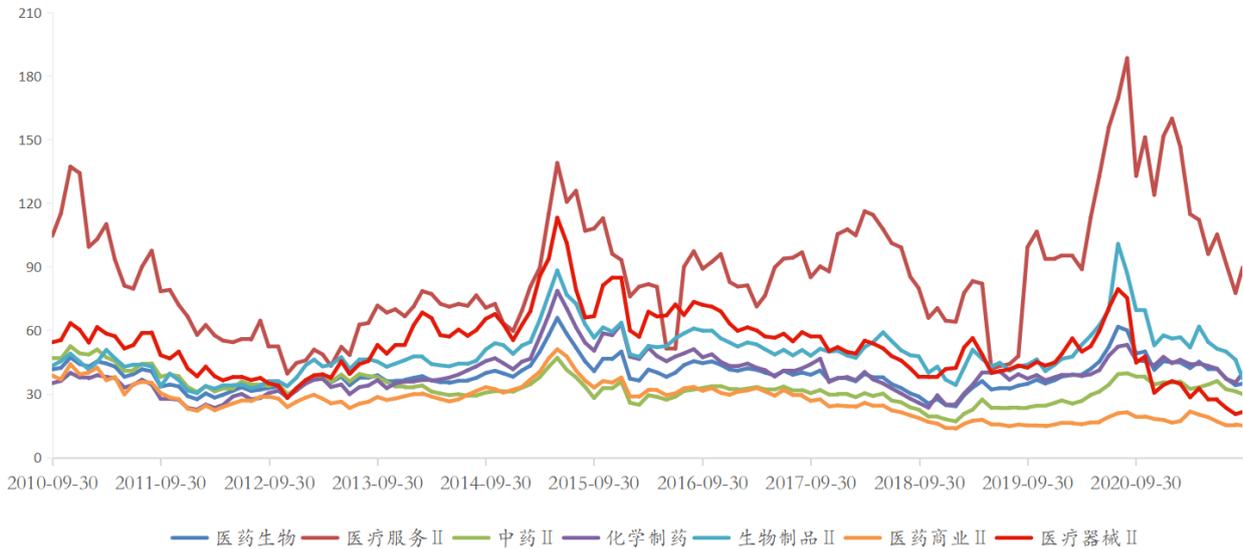
资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 6 近一年医药各子版块 PB 情况



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 7 2010 年至今各子行业估值变化情况



资料来源: Wind、湘财证券研究所

医疗服务板块今年整体压力较大, 大多数公司估值较前期有明显回落, 部分公司已具性价比。其中 CXO 相关公司虽然表观估值仍高, 但其产业逻辑好、当前估值与 CXO 产业增速匹配: 1) 一方面, 与创新药企业相比, CXO 并不承担研发失败风险; 2) 另一方面, 头部 CXO 公司已与创新药企业深度

绑定，基于其对于新药产业的前瞻判断，超前对新药平台进行投资，除了能分享创新药企估值提升带来的投资收益，还能分享创新药上市带来的新药销售收益。

表 2 重点公司估值跟踪

	证券名称	总市值	2020 营收 (亿元)	2020 利润 (亿元)	Wind 盈利预测 (亿元)			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300725.SZ	药石科技	407 亿	10.2	1.8	4.5	4.3	5.9	91X	94X	69X
002821.SZ	凯莱英	1067 亿	31.5	7.2	9.9	13.2	17.5	108X	81X	61X
603259.SH	药明康德	4440 亿	165.4	29.6	43.2	57.1	75.0	103X	78X	59X
300347.SZ	泰格医药	1442 亿	31.9	17.5	20.0	24.2	29.3	72X	60X	49X
300759.SZ	康龙化成	1632 亿	51.3	11.7	14.4	19.3	25.8	114X	84X	63X
603127.SH	昭衍新药	595 亿	10.8	3.2	4.4	5.8	7.6	134X	103X	78X
2269.HK	药明生物	4995 亿	56.2	16.9	29.8	41.8	61.1	167X	119X	82X
300363.SZ	博腾股份	547 亿	20.7	3.2	4.6	6.2	8.2	120X	88X	66X
688131.SH	皓元医药	291 亿	6.4	1.3	2.0	2.9	4.1	145X	100X	71X
300244.SZ	迪安诊断	185 亿	106.5	8.0	11.0	11.5	13.6	17X	16X	14X
603882.SH	金域医学	469 亿	82.4	15.1	17.7	16.3	18.1	26X	29X	26X
300015.SZ	爱尔眼科	2805 亿	119.1	17.2	23.6	31.1	40.5	119X	90X	69X
600763.SH	通策医疗	911 亿	20.9	4.9	7.4	9.9	13.0	123X	92X	70X

资料来源：Wind、湘财证券研究所 数据截至 2021 年 9 月 24 日

3 行业要闻及重要公告

3.1 行业要闻

➤ 国家发改委下发 300 亿，医疗器械市场扩容开始

日前，国家发改委发布消息，为深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，分步有序下达 2021 年度卫生健康领域中央预算内投资 300 亿元，支持全国 31 个省（区、市）和新疆生产建设兵团构筑公卫防疫屏障，搭建便民就医平台，推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局。其中：1) 公共卫生方面，推进省市县三级疾控中心建设达标切线。围绕新冠疫情防控暴露出的短板弱项，对照疾控机构建设标准，安排中央投资 84.44 亿元，支持省、市、县三级疾控中心建设；2) 建设区域医疗中心方面，安排中央投资 85.3 亿元。支持 24 个国家区域医疗中心试点医院起步建设，3 个省级区域医疗中心网格化布局，113 个县级医院提标扩能。3) 聚焦“重点病种”突破，打造疑难病症诊治省域高地。针对严重危害人民群众健康的肿瘤、心脑血管、呼吸系统等重点病种，安排中央投资 40.15 亿元，支持 54 个特色优势突出、医疗技术水平较高、辐射带动能力较强的省部级医院，改善基础条件，加强科研创新，提升省域内相关

专科综合诊治能力。4) 安排中央投资 27.71 亿元, 支持省级妇科、儿科项目以及人口大市妇幼保健机构项目建设。5) 中医药方面, 安排中央投资 62.4 亿元。支持 14 个中医特色重点医院围绕名医、名方开展建设, 31 所重点中医医院开展传承创新能力建设, 2 个国家中医疫病救治基地带动提升区域内中医疫病防治能力。

➤ 19 地中成药集采开始, 76 款药品纳入

9 月 25 日, 湖北省医药价格和招标采购管理服务网发布《中成药省际联盟集中带量采购公告(第 1 号)》, 该中成药省际联盟涉及 19 地。公告显示, 由湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、湖南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团等联盟地区委派代表组成中成药省际联盟集采领导小组办公室, 代表各地区公立医疗机构(含军队医疗机构)及自愿参加的医保定点社会办医疗机构和定点药店实施中成药集中带量采购, 由湖北省医疗保障局承担联采办日常工作并负责具体实施。本次中成药集中带量采购药品为临床使用量大、采购金额高、多家企业生产的中成药。根据产品的功能主治、给药途径和成分, 将此次采购药品划分为 17 个产品组, 包括银杏叶、丹参、双黄连等, 涉及到 76 款药品名。

➤ 首届 CGCT 中国基因与细胞治疗青藜风云论坛召开: CAR-T 细胞治疗元年, CDMO 有望充分受益

9 月 25 日-26 日, 由苏州市科学技术局、苏州市市场监督管理局、苏州工业园区管委会、苏州工业园区科技创新委员会指导, 博腾生物、佰傲谷、BioBAY 联合举办, 上海理工大学-交大医学院苏州医工交叉创新研究院协办的 CGCT 中国基因与细胞治疗青藜风云论坛在苏州召开。本次大会分设一大主论坛, 两大平行论坛, 涵盖 30+ 前沿话题, 聚焦中国细胞基因治疗学术前沿进展、生产关键工艺技术及临床前安全评价、基因治疗 AAV 生产和载体安全性评估、以及最近新兴热潮的 RNA 药物等领域; 30 余位细胞基因治疗领域内的院士专家、行业大咖、创新领袖、企业代表云集现场, 参会人员规模 600+。

今年 6 月 23 日复星医药旗下公司“复星凯特”的 CAR-T 细胞治疗产品, 阿基仑赛注射液已正式获得上市批准, 中国正式迎来首款获批上市的 CAR-T 细胞治疗产品, 之后的 9 月 3 日药明巨诺的靶向 CD19 的 CAR-T 产品瑞基奥仑赛注射液也正式获批, 2021 年可谓中国 CAR-T 元年。作为生物医药最前沿技术, 细胞与基因治疗为难治疾病治疗提供了新选择, 并可带来长期疗效, 而细胞治疗 CDMO 行业也将充分受益于细胞与基因治疗的大时代: 1) 细胞治疗 CDMO 公司通常拥有大型细胞或载体库可以帮助药企选择适合的细胞或

载体并进行优化从而减少试错成本并提高研发成功率，其丰富的生产平台和严格的质检措施也可以帮助药企削减商业化生产成本和时间。2) 由于细胞与基因治疗对技术要求相较于小分子药物要求更高，Biotech 公司在进行相关研究时在对病毒载体选择、质粒选择、细胞培养与提纯等阶段更倾向选择与 CDMO 进行合作。3) 根据弗若斯特沙利文数据 2016 年-2020 年美国的细胞和基因治疗 CMO/CDMO 市场规模从 5 亿美元增至 11 亿美元复合年增长率为 23.8%。随着细胞与基因治疗相关研究和临床试验的扩大，到 2025 年全球细胞和基因治疗 CMO/CDMO 市场有望达到 101 亿美元，2020 年至 2025 年的复合年增长率为 34.9%。预计中国的细胞和基因治疗 CMO/CDMO 市场将是增长最快的市场，2020 年至 2025 年的复合年增长率可达 51.1%，2025 年达到 17 亿美元规模。综上，细胞与基因治疗 CDMO 企业将有望充分受益于细胞与基因治疗的大时代。

➤ 加快创新药械落户，上海力争 2025 生物医药规模达 1.2 万亿

9 月 26 日，在“2021 上海国际生物医药产业周”新闻通气会上，上海市药品监督管理局副局长张清表示：“上海将加快创新药械落地落户上海，全力助推生物医药产业高质量发展。”据悉，今年“上海国际生物医药产业周”将展示上海生物医药产业发展优势和配套政策，促进各方思想碰撞和深入交流，吸引全球优势资源汇聚融通。数据显示，2020 年，上海生物医药产业规模超过 6000 亿元，创历史新高。2021 年上半年，上海生物医药产业规模同比增长 22.8%，达到 3500 亿元；新增 3 家本土科创板上市企业，累计达到 15 家。到 2025 年，上海力争生物医药产业规模达到 1.2 万亿元。

3.2 重要公告

➤ 昭衍新药：发布 2021 年 A 股员工持股计划（草案）及 2021 年 A 股限制性股票激励计划

9 月 22 日，昭衍新药发布员工持股计划（草案）及 2021 年 A 股限制性股票激励计划。本次员工持股计划的参与对象为公司监事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干。参加本员工持股计划的总人数不超过 11 人，其中监事、高级管理人员为 4 人。拟通过非交易过户等法律法规允许的受让方式受让公司回购的 A 股股票，股票总数不超过 3.26 万股，约占公司目前股本总额的 0.009%。本员工持股计划购买回购股票的价格为董事会会议召开日前 1 个交易日交易均价的 50%，即 83.97 元/股。**业绩考核条件：**以 2020 年营业收入为基数，2021-2023 年营收增长率分别不低于 30%、69%和 119.7%。本次限制性股票激励计划授予的激励对象总人数为 505 人，包括公司公告本激励计划

时在公司（含控股子公司）任职的公司核心技术（业务）骨干。本激励计划授予限制性股票的授予价格为 83.97 元/股。业绩考核条件：以 2020 年营业收入为基数，2021-2023 年营收增长率分别不低于 30%、69% 和 119.7%。

➤ 凯莱英：H 股公开发行获证监会批复

9 月 22 日，凯莱英发布公告，公司首次 H 股公开发行获得中国证监会批复核准发行不超过 49,238,800 股。当前，我国医药产业正在由仿制为主向创新为主转变，在审评审批制度改革、上市许可人制度（MAH）、创新药医保谈判等系列政策的推进下，国内创新药研发生产市场需求持续增长，凯莱英作为 CDMO 龙头公司充分受益。公司海外业务占比约 90%，有望成为继药明康德、康龙化成、泰格医药、昭衍新药之后，又一家实现“A+H”布局的 CRO/CDMO 企业。若此次 H 股发行成功有望助力公司推进新业务发展，尤其是为潜在的兼并收购做好资金储备。

4 投资建议

医疗服务板块 2021 年中报营收及利润增长表现尤为亮眼，长期看在医改不断深入的背景之下，医疗服务板块成长性较好且具有政策免疫属性：（1）CXO 板块作为创新药的“卖水人”角色将持续受益于国内的创新大浪潮，且国内人力成本具有较大优势，CXO 板块将持续受益于全球产业链转移。国内细胞与基因治疗蓬勃发展也将为 CDMO 企业注入新动能；（2）在老龄化趋势下，专科医疗服务受益于政策支持和居民健康保健意识的增强，消费属性明显。我们维持医疗服务板块“增持”评级，**建议关注医疗服务眼科、口腔科，创新药产业链 CRO、CDMO 等相关公司。**

5 风险提示

（1）政策变动不确定性；（2）创新药研发投入不及预期；（3）行业及上市公司业绩不及预期风险。

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并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。