

# 工业大麻概念来袭, 密切关注投资机会

## ——医药行业专题报告

2019年02月25日

看好/维持

医药 专题报告

### 投资摘要:

**工业大麻全球合法化带动产业发展。**2018年全球已有美国、阿根廷、澳大利亚、奥地利、智利等35个国家将医用大麻全面合法化,英国、法国、比利时、新西兰等9个国家部分医用大麻药物合法化。联合国麻醉药品委员会将在2019年3月的年度会议上讨论将不超过0.2% THC的纯CBD和CBD制剂不以任何方式列入国际药物管制公约,有望推动全球工业大麻的合法化。我国已有云南和黑龙江两个省份开放了大麻的种植和加工,吉林省2019年有望放开。

**工业大麻产业前景广阔。**工业大麻,是指四氢大麻酚(THC)含量低于0.3%(干物质重量百分比),并获准合法种植的大麻品种。这些工业大麻不会刺激消费者产生兴奋等生理反应,被认为不具备毒品利用价值,被广泛应用于与药品、保健食品、造纸、纺织、化工、日化等领域。工业大麻中目前医用价值最高的成分为CBD(大麻二酚)。我国2017年CBD市场规模为4.48亿元,2013-2017年期间保持了20%的复合增速,据观研天下预测,2024年我国CBD市场规模将达18亿元。另据CBD市场研究公司Brightfield Group预计,全球CBD产业的价值在2019年将达到57亿美元,到2022年将达到220亿美元。

**工业大麻药品尚在发展初期。**全球范围内以大麻成分为原料的药品还较为稀少,仅有欧美个别产品上市。根据国家药品监督管理局信息,我国尚未有大麻相关药品上市。

**工业大麻投资标的稀缺。**A股与H股中投资标的稀缺,医药行业的仅有紫鑫药业与康恩贝两家公司,其他个股包括顺灏股份、银河生物和美瑞健康(港股)。康恩贝和顺灏股份已获得工业大麻种植许可及加工大麻花叶项目获批复。银河生物和美瑞健康已分别入股全国最大的工业大麻企业汉麻集团子公司汉素生物5.55%和20%的股份。

工业大麻产业属于全球性新兴产业,涉及医药、食品饮料、纺织服装、轻工等多个行业,其中医药部分技术含量最高,附加值最大。基于法规松绑的预期、政策的支持,我们判断工业大麻产业将会加速发展,给予“看好”评级。

**投资策略:**关注工业大麻产业,暂不做个股推荐。

**风险提示:**政策不确定性风险,工业大麻产业化进度不达预期。

分析师:杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

研究助理:杨春雨

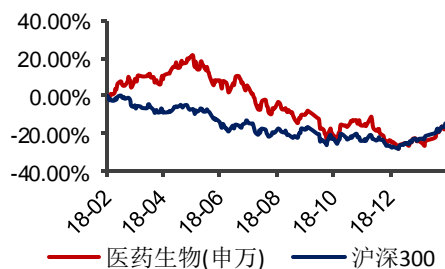
010-66554035

yangcy@dxzq.net.cn

细分行业	评级	动态
医药生物	看好	维持
中药	中性	首次
中药资源	看好	首次

行业基本资料	占比%
股票家数	291 7.90%
行业市值	33412.59 亿元 6.83%
流通市值	14701.54 亿元 8.73%
行业平均市盈率	27.3 /
市场平均市盈率	13.75 /

### 行业指数走势图



资料来源:东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目录

1. 工业大麻-全球性法规变革带来的朝阳产业 .....	3
1.1 工业大麻不是毒品大麻 .....	3
1.2 工业大麻经济潜力巨大 .....	4
1.3 工业大麻合法化成为全球趋势 .....	5
2. 我国工业大麻产业开启大门 .....	6
2.1 云南、黑龙江、吉林将工业大麻合法化 .....	6
2.2 政策推动工业大麻产业加快发展 .....	7
3. 工业大麻药品应用仍在初期阶段 .....	7
4. 工业大麻概念公司稀缺 .....	8
4.1 紫鑫药业 .....	8
4.2 康恩贝 .....	9
4.3 顺灏股份 .....	10
4.4 汉麻集团 .....	10
4.5 银河生物 .....	12
4.6 美瑞健康 .....	12
5. 风险提示 .....	13

## 表格目录

表 1: 我国开放或即将开放工业大麻省份 .....	6
----------------------------	---

## 插图目录

图 1: 工业大麻与大麻区别示意图 .....	3
图 2: 工业大麻与大麻区别示意图 .....	4
图 3: 我国大麻二酚 (CBD) 市场规模 (2013-2024E) .....	5
图 4: 我国大麻产量和消费量 (2009-2017) .....	5
图 5: 全球部分已获批准大麻提取物药品 .....	7
图 6: 汉麻集团公司结构 .....	11

## 1. 工业大麻-全球性法规变革带来的朝阳产业

### 1.1 工业大麻不是毒品大麻

工业大麻，是指四氢大麻酚(THC)含量低于 0.3%（干物质重量百分比），并获准合法种植的大麻品种。这些工业大麻被认为不具备毒品利用价值，其主要应用于医药、食品、保健品、农业种植等方面。由于四氢大麻酚具有一定的精神活性，所以联合国公约和许多国家的法律均将大麻列为“麻醉品”或“毒品”，对其采取限制、管制、监察和检察的措施。工业大麻虽然与大麻同属大麻科植物，但花和叶的干品中 THC 含量小于  $3g \cdot kg^{-1}$ ，不会刺激消费者产生兴奋等生理反应，2018 年，全世界已有 35 个国家将医用大麻全面合法化。

欧盟等国家普遍按照大麻植物上部的花、嫩叶中 THC 含量，并结合植物特征和用途，将大麻植物分为工业大麻、毒品大麻和中间型大麻 3 种类型。工业大麻植株高大，枝杈少，纤维含量高，THC 含量低；毒品大麻植株相对矮小，枝杈多，纤维含量低，THC 含量大于  $5g \cdot kg^{-1}$ ；中间型大麻 THC 含量为  $3-5g \cdot kg^{-1}$ ，精神活性较低，但有药用倾向，毒品大麻和中间型大麻均受到严格管制。

图 1：工业大麻与大麻区别示意图

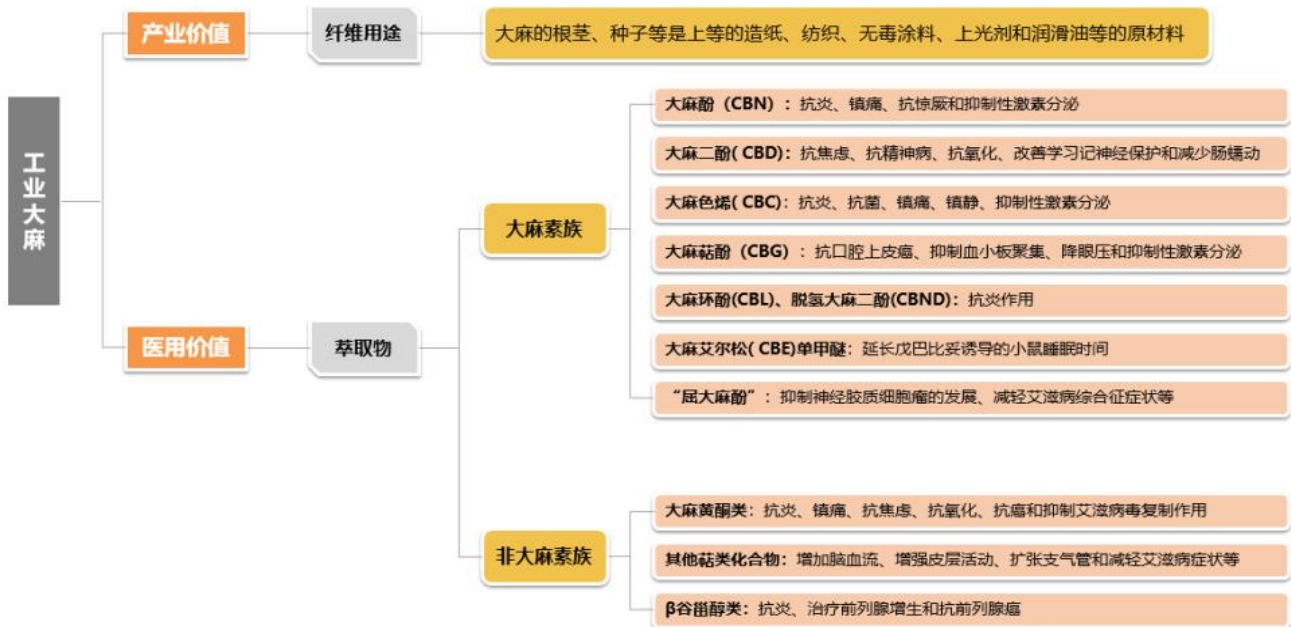


资料来源：汉麻集团官网，东兴证券研究所

## 1.2 工业大麻经济潜力巨大

工业大麻是优质的经济作物，花叶中富含大麻酚（CDN），大麻二酚（CBD）、茎中含 200 g. kg<sup>-1</sup>（以质量浓度计算，下同）的韧皮纤维，800 g. kg<sup>-1</sup>的粗亚麻，种子中含有 200—250 g. kg<sup>-1</sup>的蛋白质，200~300 g. kg<sup>-1</sup>的碳水化合物、100~150 g. kg<sup>-1</sup>的可溶性纤维素、300~400 g. kg<sup>-1</sup>左右的植物油和丰富的磷、钾、镁、钙、铁、锌等矿物质，广泛应用于与药品、保健食品、造纸、纺织、化工、日化等领域。

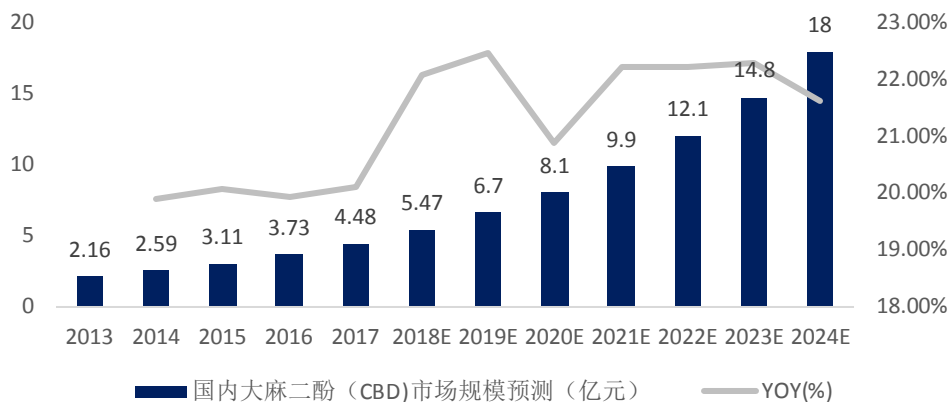
图 2：工业大麻产业价值



资料来源：汉麻集团官网，东兴证券研究所

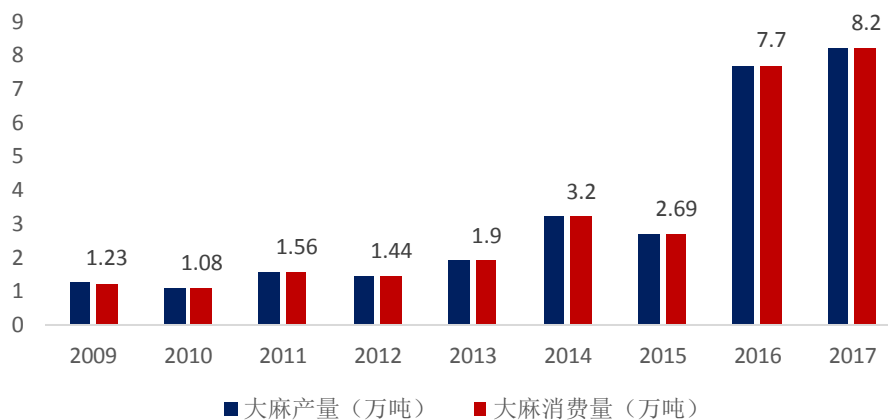
工业大麻中目前医用价值最高的成分为 CBD。CBD（大麻二酚），英文全称为 Cannabidiol，是大麻的主要成分之一，提取自雌性大麻植株，在 85 种工业大麻所含的特殊化合物中含量第二高，平均含量在 40%左右。具有抗痉挛、抗焦虑、抗炎等药理作用，CBD 不仅可以作用于多种疑难疾病的治疗，还可以有效地消除四氢大麻酚（THC）对人体产生的致幻作用，被称为“反毒品化合物”，欧美一些发达国家已经有相关产品(药品、食品、保健品等)在市场销售。

我国 2017 年 CBD 市场规模为 4.48 亿元，2013-2017 年期间保持了 20%的复合增速，据观研天下预测，2024 年我国 CBD 市场规模将达 18 亿元。另据 CBD 市场研究公司 Brightfield Group 预计，全球 CBD 产业的价值在 2019 年将达到 57 亿美元，到 2022 年将达到 220 亿美元。

**图 3：我国大麻二酚（CBD）市场规模（2013-2024E）**


资料来源：观研天下，东兴证券研究所

目前，我国的大麻产量与消费量还处于较低水平，2015 年之前最高值为 3.2 万吨/年，2016 年、2017 年明显推高，2017 年消费量为 8.2 万吨；国内大麻生产量与消费量高度一致，可能是由于法规限制，我国大麻进出口量较少，处于自给自足状态，在供给提高后，可能带动消费量的提升。

**图 4：我国大麻产量和消费量（2009-2017）**


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

### 1.3 工业大麻合法化成为全球趋势

据汉麻博士消息，2018 年全球已有美国、阿根廷、澳大利亚、奥地利、智利等 35 个国家将医用大麻全面合法化，英国、法国、比利时、新西兰等 9 个国家部分医用大麻药物合法化。

**联合国有望推动解除 CBD 限制。**2017 年 11 月，世卫组织专家委员会会议上得出结论：CBD 在纯态下似乎没有滥用的可能性，也不会对人体造成伤害。然而，大麻提取物和酞剂已包括在《1961 年联合国麻醉品单一公约》之内，如果 CBD 作为大麻提取物用于制药，那么将违背公约内容。2018 年 12 月，世卫组织建议联合国麻醉药品



委员会重新安排大麻限制、明确“生物多样性公约”，预计联合国麻醉药品委员会将在2019年3月的年度会议上考虑这项建议。世卫组织建议的核心内容是含有不超过0.2%THC的纯CBD和CBD制剂不以任何方式列入国际药物管制公约。一旦联合国麻醉药品委员会接受这项建议，CBD的使用限制将在所有成员国中消除。那时，CBD的应用将在全球范围内打开。

**北美市场大麻开放度高。**2018年12月20日，美国总统特朗普在2018年《农业法案》上签字，将含量低于0.3%THC的大麻从“受控物质法”中删除，全美范围内工业大麻全面合法化。此前，美国已实现33个州医用大麻合法化，10个州娱乐大麻合法化。但FDA表示，CBD和THC不能添加到食品、药品或化妆品中。加拿大政府宣布自2018年10月17日起，放开休闲类大麻（即THC），加拿大成为自乌拉圭后第二个休闲类大麻合法化的国家，也是唯一一个G7国家。

**英国是最大的合法大麻出口国与生产国。**据国际麻醉品管制局，2016年，英国生产合法大麻95吨，占世界总量的44.9%；其次是加拿大，生产合法大麻80.7吨。2016年，英国出口大麻2.1吨，占世界总量的67.7%，其次是荷兰（16.4%）。

## 2. 我国工业大麻产业开启大门

### 2.1 云南、黑龙江、吉林将工业大麻合法化

目前，我国已有云南和黑龙江两个省份开放了大麻的种植和加工，其中云南省是唯一一个以专门法规规定工业大麻种植加工要求的省份，也是工业大麻产业发展最早的省份。吉林省公安厅2018年8月发布信息称省公安厅正代拟《吉林省委吉林省人民政府关于加强新时代禁毒工作的意见》，将工业大麻管理规范作为一项重要内容纳入其中，作为我省加强禁毒工作的重点突破项目予以推进落实。下一步，我省将参照云南省做法，以政府令形式出台我省工业大麻具体管理规定。预计吉林省2019年有望成为我国第三个开放工业大麻种植加工的省份。

表 1：我国开放或即将开放工业大麻省份

省份	时间	文件	核心内容	状态
云南	2010年 1月1日	《云南省工业大麻种植加工许可规定》	允许并监管工业大麻种植、加工等	已开放
黑龙江	2017年 5月1日	《黑龙江省禁毒条例》	单章列出“工业用大麻管理”，明确将工业用大麻和毒品大麻区分开，允许工业用大麻的种植、销售和加工。	已开放
吉林	2018年 8月	《吉林省禁毒条例》	将“工业大麻管理”作为单独章节，对工业大麻的定义、性质以及育种、种植、加工、销售等环节作了规定，明确在有序放开的前提下加强行业监管。拟在省公安厅党委会审议通过后，呈报省政府履行立法程序。	即将开放

资料来源：公开信息，东兴证券研究所

## 2.2 政策推动工业大麻产业加快发展

我国是全球主要的大麻种植区域，种植面积占全世界的一半左右，且根据世界知识产权组织的统计结果来看，全球 606 项涉及大麻的专利中，有 309 项来源于中国的企业和个人。在工业大麻产业兴起的背景下，已经有省份出台政策，支持工业大麻的发展。

2018 年，黑龙江省出台了《黑龙江省汉麻产业三年专项行动计划（2018—2020）》，将汉麻产业列为新增长领域的培育对象，重点圈定齐齐哈尔、大庆、黑河、绥化等汉麻种植优势地区。《行动计划》的总体目标就是到 2020 年，将黑龙江省打造成国内甚至全球最大的汉麻产业基地，达到：7 万吨汉麻麻皮深加工能力、1 万吨麻籽深加工能力、1 万吨叶花深加工能力、30 万吨秆芯综合利用加工能力初步形成汉麻种植、纤维加工、籽花叶深度开发、秆芯综合利用的全产业链汉麻种植加工体系。

## 3. 工业大麻药品应用仍在初期阶段

目前，全球范围内以大麻成分为原料的药品还较为稀少，仅有欧美个别产品上市。根据国家药品监督管理局信息，我国尚未有大麻相关药品上市。

图 5：全球部分已获批准大麻提取物药品



资料来源：公开信息，东兴证券研究所

2018 年 6 月，美国食品药品监督管理局（FDA）批准了 GW 制药公司生产的药物 Epidiolex，用于治疗两岁以上儿童罕见癫痫病（Lennox-Gastaut 综合症和 Dravieau 综合症）。Epidiolex 是一种含有高纯度的大麻二酚（CBD）口服液，该药物只含有微量的精神活性元素四氢大麻酚（THC），不会让使用者出现情绪兴奋的状态，该药物是第一批含有大麻成分的药物获准用于医疗领域。目前美国患有此类病症的人数接近 45000 人，专家预计该药物未来还可用于治疗其他类型的癫痫。欧洲药品管理局(EMA)也正在对该药进行审查，预计将在 2019 年第一季度做出决定。

2014年，FDA已授予Insys公司大麻二酚用于治疗兰诺克斯综合征孤儿药资格，兰诺克斯综合征是一种儿科发作性癫痫。2017年12月，INSYS公司宣布，美国FDA已经批准大麻二酚(CBD)口服溶液治疗Prader-Willi综合征快速通道认定。Prader-Willi综合征是一种罕见的复杂遗传疾病，常常会导致儿童肥胖和2型糖尿病。

英国政府对GW制药公司旗下的大麻提取物Sativex开通特许权。大麻提取物Sativex(nabiximols)是一种口腔喷雾制剂，用于缓解神经性疼痛，痉挛状态，膀胱过度活动症和其他多发性硬化症状，已经在英国之外的16个国家获得批准销售。

药用大麻及化妆品公司MGC制药有限公司(ASX:MXC)宣布，公司设于欧洲的药用大麻生产工厂获得临时优质生产规范(GMP)牌照，为MGC欧洲制造合成厂开启生产首批成人癫痫药大麻药物CannEpil铺平道路。CannEpil是MGC开发的首个医药级药用大麻产品，主要针对耐药性癫痫(或称为难治性癫痫)。在澳大利亚每年近24万确诊癫痫病患者中，耐药性癫痫病占比达到近30%。

## 4. 工业大麻概念公司稀缺

目前，工业大麻产业在我国尚属起步阶段，A股与H股中投资标的稀缺，医药行业的仅有紫鑫药业与康恩贝两家公司，其他个股包括顺灏股份、银河生物和美瑞健康(港股)。

### 4.1 紫鑫药业

**人参种植特色中药企业。**紫鑫药业为A股(股票代码:002118)医药行业上市公司，总市值73.76亿元，PE(TTM)15.45倍。2017和2018前三季度归母净利润分别为3.72亿元(+127.73%)和3.29亿元(+107.23%)(2019年2月23日Wind数据)。公司是一家以中成药、人参、基因测序仪三大产业为支柱，集科研、生产、销售、药用动植物种养殖为一体的高科技股份制企业。2013年，公司开始布局基因测序仪产业。基因测序仪及配套试剂的研发、生产和销售是公司目前大力发展的业务。公司先后被评为“全国百强医药企业”、“国家级高新技术企业”、“国家级农业产业化重点龙头企业”、“国家级守合同重信用企业”等荣誉称号。“紫鑫”商标被评为中国驰名商标。

**国际合作推动工业大麻产业链技术与产业落地。**2019年1月9日，公司公告吉林省农业科学院与公司的荷兰全资子公司Fytagoras B.V.共同签订了《工业大麻合作研究协议》，开展工业大麻的研发工作，并计划以完成大麻品种的CBD含量达10%以上为工作目标。双方将组建合作研发机构，以吉林省麻类工程研究中心为依托，对工业大麻品种进行选育、生产技术、产品加工、生物活性成分提取技术等进行研发。本次合作方中，吉林省农业科学院是吉林省政府直属的综合性农业科研机构，拥有强大的科研队伍和科研实力。Fytagoras B.V.前身为荷兰皇家应用科学研究院的一部分，在工业大麻领域，已经有多年丰富知识及经验。其中包括工业大麻的种子技术、工业大麻育种、工业大麻栽培、工业大麻生物活性成分研究和大麻中的化合物等技术，同时Fytagoras B.V.拥有工业大麻乙醇提取的相关设备及经验，可以用于大规模提取及



高端应用的加压溶剂萃取，被荷兰福利和卫生部正式指派为药用大麻的质量控制、生物活动和药物活动等研发活动的合作伙伴。双方合作研究期间，共同研究形成的一切成果，形成的知识产权共享，甲乙双方各享有 50% 的权益。推广应用所产生的收益双方各享有 50%。

## 4.2 康恩贝

**优质 OTC 药品企业。**康恩贝为 A 股（股票代码：600572）医药行业上市公司，总市值 198.18 亿元，PE(TTM) 22.76 倍。2017 和 2018 前三季度归母净利润分别为 7.11 亿元（+61.23%）和 7.67 亿元（+26.27%）（2019 年 2 月 23 日 Wind 数据）。公司是一家以现代中药和植物药为核心业务的制药企业集团，经过三十多年的发展，已成为中国中药十强，浙江制药工业龙头企业。公司的发展战略是以现代中药、植物药为基础产业，以特色化学药为重要支撑，并积极布局发展生物制药。康恩贝在云南已布局发展多年，在植物提取、加工和现代中药、植物药等领域拥有较好的产业基础和条件，在昆明、曲靖、安宁、泸西等地都有生产经营基地。

**加工大麻花叶项目获批复，母公司获 2.4 万亩工业大麻种植许可。**2019 年 1 月 25 日，公司公告全资孙公司云南云杏生物科技有限公司（以下简称“云杏公司”）当日收到《泸西县公安局关于对云南云杏生物科技有限公司加工大麻花叶项目申请批复的函》同意申请办理相关建厂手续的前置审批，用于进行批复筹备办理各类证照、设置加工场所；同意在筹备期内开展花叶加工试制，用于设备调试及试制生产，试制前需进行现场核查，同意后再进行试制，经过试制生产后，试制产品具备《云南省工业大麻种植加工许可规定》第十二条规定的条件和生产场所及生产设施的相关规定并通过省公安厅检查合格后，再进行正式生产加工的申请。公司 2 月 14 日互动平台表示，**下属云杏公司取得工业大麻花叶加工项目前置批复后，正抓紧制定实施方案，按规定完成试制后争取年内尽早获得正式许可证，开展加工业务。**2019 年 2 月 20 日，公司母公司康恩贝集团在官网发布消息称，近日，康恩贝集团公司下属子公司云南希康生物科技有限公司（下称：希康公司）在下属的三大子公司：云南希美康农业开发有限公司、泸西希康银杏发展有限公司、云南希诺康生物科技有限公司均已取得《云南省工业大麻种植许可证》，分别在云南曲靖市沾益县（区）获批工业大麻种植面积 5,000 亩，在云南红河州获批工业大麻种植面积 5,000 亩，在云南文山市获批工业大麻种植面积 14,000 亩，合计 2.4 万亩，均采用云麻 7 号种子，并已按规定与有关单位签署了种子供应协议。

**生产软硬件齐备，优势明显。**云杏公司为此前公司在云南布局发展银杏叶等药材提取加工基地需要建设，厂区占地面积 49428 平方米，2015 年末基本完成厂房、生产线和内部公用配套设施建设，厂房等建筑面积约 11000 平方米，包括提取生产车间、配套综合仓库、综合办公楼（含检测实验室）、员工宿舍及食堂，还有污水处理站（300t/d）、消防水池和泵房、供配电等设施。由于银杏叶下游产品市场需求趋于疲软，加上国内一些提取厂家投建的扩产产能竣工投产，导致银杏叶提取物市场需求量下降，出现较大的供求失衡、产能过剩局面，2018 年以来市场仍处于低位企稳阶段。云杏公司的银杏叶提取生产线基本处于闲置状况，以现有厂房和技术人员开展工业大麻提取将一举两得，一方面盘活孙公司，减少亏损和资源浪费，另一方面可加快加工

**大麻花叶项目的进度。**云杏公司申请开展大麻花叶加工项目是康恩贝对工业大麻领域的全新探索，未来在该项目建成并取得加工许可证后，公司将对工业大麻中的大麻二酚（CBD）及其他活性成分的提取物做加工技术研究和产品研发，为公司寻求新的利润增长点。

### 4.3 顺灏股份

顺灏股份为 A 股（股票代码：002565）商业服务行业上市公司，总市值 68.29 亿元，PE(TTM) 52.76 倍。2017 和 2018 前三季度归母净利润分别为 10319.07 万元(+4.86%) 和 6377.56 万元(+69.90%)（2019 年 2 月 23 日 Wind 数据）。公司是一家集研发、制造、销售环保包装材料于一体的高新技术企业和外商投资先进技术企业。公司的主营业务是从事真空镀铝纸、白卡纸、复膜纸、烟用丙纤丝束等产品的研发、生产、加工和销售。主导产品为真空镀铝纸等环保包装材料。公司产品目前主要应用于礼品、化妆品、卷烟、酒、食品、药品等产品的包装印刷领域，其中大部分应用于烟包印刷领域。主要收入来源于镀铝纸（48.74%）和印刷品（23.67%）。

**已获种植许可，加工大麻花叶项目获批复。**2019 年 1 月 16 日，公司全资子公司云南绿新生物药业有限公司（以下简称“云南绿新”）收到曲靖市公安局沾益分局颁发的《云南省工业大麻种植许可证》，以及关于对云南绿新加工大麻花叶项目申请的批复。取得《云南省工业大麻种植许可证》后云南绿新具有工业大麻云麻 7 号的种植资质，未来将有助于云南绿新开展工业大麻相关领域的生产经营活动，拓宽公司产业链，增强公司的综合竞争力，为公司持续健康发展提供强有力的支持和保障。取得加工项目批复后，公司可以办理相关建厂手续的前置审批，用于进行批复筹备办理各类证照、设置加工场所，在筹备期内开展花叶加工试制，用于设备调试及试制生产，试制前需进行现场核查，同意后再进行试制，试制产品具备《云南省工业大麻种植加工许可规定》第十二条规定的条件和生产场所及生产设施的相关规定并通过省公安厅检查合格后，再进行正式生产加工的申请。未来在该项目建成并取得加工许可证后，将对工业大麻中的大麻二酚（CBD）及其他活性成分的提取物做加工技术研究和产品研发，为公司寻求新的利润增长点。

**一期试种 1000 亩，2019 年尚无业绩贡献。**公司披露的 2019 年 1 月 24-25 投资者关系记录显示公司目前仅拿到曲靖市公安局沾益分局对加工业大麻项目的预批复，该项目后续还要进行厂房、设备和试产的投入，并经云南省公安厅禁毒局验收合格，取得《云南省工业大麻加工许可证》后方可进行正式的生产加工，2019 年云南绿新将主要进行工业大麻花叶加工厂的前期基础建设和设备采购，后续提取测试还需等厂房设备建设完毕后开展，因此对 2019 年经营成果没有重大影响。工业大麻是一年一季草本植物，一般是 3-4 月份播种，10-11 月份收获。该项目用地预计近期完成与当地政府和农户的土地流转协议的签订，计划 2019 年 3 月份在曲靖市进行种植，第一期试种面积 1000 亩，后续根据实际经营情况再进行扩展。

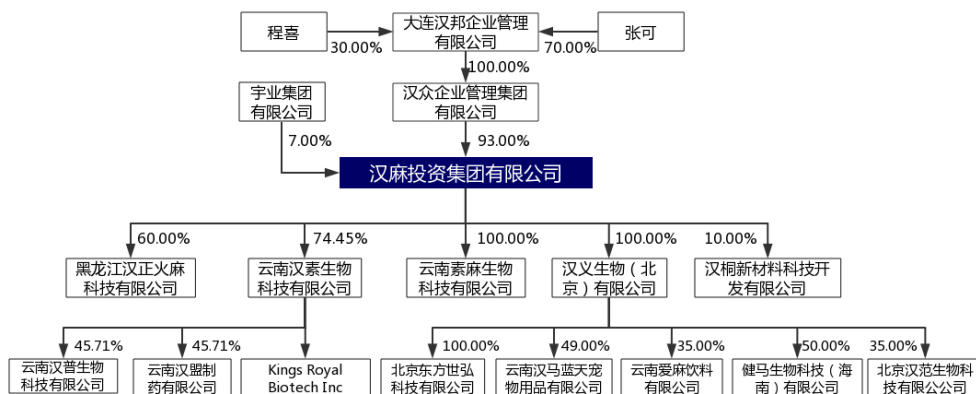
### 4.4 汉麻集团

汉麻投资集团有限公司（简称“汉麻集团”），是目前中国境内唯一一家合法的以工业大麻全产业链布局为基础、以生物制药为方向的投资集团。汉麻集团在全球范围内开

展育种、种植、提取、研发、生产及销售工作，产业涵盖生物制药、食品、保健品、美容化妆品、医疗器械、纺织、新材料等多个领域。

**参股港股企业的非上市公司。**汉麻集团尚未登陆资本市场，其大股东为汉众企业管理集团有限公司，持股 93%，实际控制人为张可，间接持有汉麻集团 65.1% 的股权。2018 年 2 月 20 日，美瑞健康 (02327.HK) 公告，汉麻集团投入资金 1.09 亿港元，通过定增获得 3.12 亿股，占扩大后股本约 8%，成为其战略股东；此前银河生物 (000806)、美瑞健康 (02327.HK) 已分别入股公司子公司汉素生物 5.55% 和 20% 的股份。汉素生物是汉麻集团在医用大麻领域的核心子公司，汉素生物投资的工业大麻提取基地的二期工程即云南汉盟制药有限公司的建设吸引了大型央企、国企为主要 LP，以清华启迪之星为基金管理人的汉麻产业基金的参与。汉素生物 2016 年、2017 年营业收入分别为 493.95 万元、4718.05 万元，净利润分别为 -100.40 万元、2028.15 万元。

**图 6：汉麻集团公司结构**



资料来源：汉麻集团官网，天眼查，东兴证券研究所

工业大麻合法资质齐全，全产业链覆盖。1) 汉麻集团在育种和种植领域，投资设立了云南素麻生物科技有限公司，黑龙江汉正火麻科技有限公司，并取得了公安部门颁发的《工业大麻种植许可证》。携手中国农业科学院麻类研究所、黑龙江省科学院等科研单位在云南省和黑龙江省设立了医用大麻和纤维大麻育种示范基地，目前纤维用途大麻品种“火麻一号”已经取得了黑龙江省农作物品种登记证书，耕种面积已经突破十万亩，医用大麻二酚高含量品种“汉麻一号”已经进入了繁种阶段。2) 在医用大麻的原料提取方面，汉麻集团旗下云南汉素生物科技有限公司(简称“汉素生物”)在昆明投资建成了全球首个符合 GMP 标准的大型工业大麻生物萃取分离基地，通过各行政主管单位及省公安厅禁毒局的验收并获得了《工业大麻花叶加工许可证》，具备提取 20%-99% 不同纯度大麻二酚 CBD 产品的能力，并已通过美国陡峰实验室 (SteepHi II) 认证，是国内 CBD 萃取行业的标杆企业。汉素生物采用醇溶流体结晶技术，从工业大麻花叶中萃取分离出对医疗大健康行业意义积极、影响深远的非精神活性成分大麻二酚 (CBD)。该基地目前是世界上最大的单体大麻二酚及其他大麻素提取工厂，可以萃取分离多种不含精神活性的有效成分，并且是世界上唯一可以从大麻中工业化提取香叶基黄酮 A 的工厂。3) 在化妆品、食品、宠物用品领域，集团子公司

汉义生物下设了化妆品研发销售平台、食品保健品研发销售平台，并与加拿大 BlueSky 公司签署了合资协议，将合资成立宠物用品公司以研发销售宠物保健品、零食、毛发护理等系列产品

**研发和知识产权保护处于领先地位。**汉义生物被国家主管部门认定为北京市高新技术企业、北京市专利试点单位，同时也是该行业内唯一一家军民融合式发展部队特需新药的基础研究和应用转化平台。汉义生物与哈尔滨医科大学原校长杨宝峰院士合作成立了院士工作站，同时聘请了多位国内、国际知名教授专家进站合作，并组建了药理学研究平台、药理研究平台、制剂开发平台、植化分离技术研究平台等多个专业开发平台。该研究院于 2016 年成功申报了北京市科委“十病十药”重大课题抗癫痫中药五类新药“大麻多酚片”，获得了北京市科委的认同和经费支持，以缓解癌痛为适应症的化药一类新药的研发工作也取得了初步进展。汉麻集团对大麻产业的全球知识产权进行了全面的规划和布局，并在生物制药及大健康领域申报了八十余项国内、国际发明专利，汉义生物在大麻素制药的探索研究领域已处于国际领先地位。

**技术领先带动全球化合作。**美国 Kings Royal Biotech Inc.（以下简称“KRB 公司”）在肯塔基州投资 4000 万美元建设的工业大麻提取工厂，在充分考察了全球大麻提取工艺技术后，肯定了汉素生物在大麻素提取方面的技术全球领先，并邀请汉素生物以提取技术作价 35% 的股份入股 KRB 公司，在内华达投资建设的汉麻集团的提取工厂已经得到了美国政府颁发的育种、种植、提取许可证，位于拉斯维加斯的厂房已经建设完成，预计 2019 年上半年可以正式投产。

#### 4.5 银河生物

银河生物为 A 股（股票代码：000806）电工电网行业上市公司，总市值 44.88 亿元，2017 和 2018 前三季度归母净利润分别为 1,022.76 万元和 -11,637.60 万元（2019 年 2 月 23 日 Wind 数据）。主要收入来源于电气设备（65.75%）和电子元器件（18.65%），医药生物收入占比为 1.92%。

**参股汉素生物 5.55% 股份。**2018 年 4 月 26 日，公司与汉麻集团协议，拟先行以 3,000 万元人民币收购汉素生物 5.55% 股权，后续的收购事宜根据标的公司的业绩水平、双方的合作意愿等情况再行协商。汉麻集团对汉素生物 2018 年、2019 年业绩承诺为归母扣非净利润 2018 年度不低于 3,900 万元，2019 年不低于 5,000 万元。如汉素生物未实现承诺净利润的 80%，银河生物有权在汉素生物相关年度审计报告出具后 1 个月内，要求汉麻集团按照“乙方支付的本金+同期银行贷款利息”的价格一次性回购乙方所持目标公司的股权。汉素生物 2016 年、2017 年营业收入分别为 493.95 万元、4718.05 万元，净利润分别为 -100.40 万元、2028.15 万元。

#### 4.6 美瑞健康

美瑞健康为 H 股（股票代码：2327.HK）上市公司，总市值 24.6 亿港元，PE(TTM)30.33 倍，2017 和 2018 上半年归母净利润分别为 6692.80 万元和 2703.48 万元（2019 年 2 月 23 日 Wind 数据）。公司主要从事投资控股。其附属公司之主要业务包括买卖医药及健康护理产品、研究及开发化学及生物产品、投资及财务业务以及顾问及营销代



理业务。公司所经营之贸易产品主要包括透过一间获授权之独立进出口公司间接向昆明积大销售之进口处方药品，以及少量于中国生产之保健产品。同时，集团将继续在中国内地物业销售及顾问业务上寻找发展机会。

**参股汉素生物 20%股份。**2018年3月16日，美瑞健康发布公告，芜湖美瑞与汉麻投资集团于2018年3月16日订立股权转让协议，据此汉麻投资集团转让20%股权予芜湖美瑞，代价为人民币6000万元，于收购事项20%股权转让完成后，目标公司将成为公司联营公司，及将于公司财务报表中以权益法确认。根据协议，目标公司董事会须由五名董事组成，而芜湖美瑞有权指定一名董事提名人，芜湖美瑞已决定指定周文川担任董事提名人。美瑞健康承诺投资汉盟扩大其CBD产能，并组建合资公司开发大麻素为原料药的抑郁症、癫痫、阿尔兹海默症等神经性疾病药物研发和临床应用。

## 5. 风险提示

政策不确定性风险，工业大麻产业化进度不达预期。



## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 研究助理简介

### 杨春雨

医药行业研究员。中国中医科学院中药学博士，中国药科大学药剂学硕士，美国药典委员会访问学者。2018年水晶球第六名团队核心成员。曾就职于国家药典委员会，2018年7月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。