

轻工制造

CBD 赋予工业大麻高价值，下游市场想象空间大

报告摘要

工业大麻：非毒品、用途广、市场潜力大。工业大麻不同于毒品大麻，其 THC（四氢大麻酚）含量低于 0.3%，毒性较低，并且在外形特征、种植条件、CBD（大麻二酚）含量等方面与毒品大麻有所区别。工业大麻全身是宝，下游用途广泛，CBD 是其主要价值所在，工业大麻籽、花叶、皮、杆、根等部位的提取物可用于药品、食品、化妆品、纺织等多个行业

海外：工业大麻合法化推进，催生全球广阔市场。截至 2019 年 1 月，全球有 41 个国家宣布医疗用大麻合法，超过 50 个国家宣布 CBD 合法。全球大麻市场价值超百亿美元，大麻产业快速发展，如美国已经实现 CBD 全面合法化，CBD 产品系列丰富。合法化政策推动下，海外企业进军大麻市场热情高涨，另有不少其他领域的公司巨头进行“跨界”旨在布局大麻产业。2018 年全球大麻市场价值约 129 亿美元，预计 2022 年可达 230 亿美元。全球 CBD（大麻二）酚产业价值在 2019 年将达到 57 亿美元，到 2021 年将达到 181 亿美元。

我国：工业大麻尚处发展初期，下游市场未来想象空间大。中国是工业大麻种植面积最大的国家，占全世界的一半左右，产量占全球工业大麻原麻总产量的 25%，2016 年我国大麻产量 7.7 万吨，预计 2021 年我国大麻产量预计将达 10.3 万吨。我国对工业大麻监管严格，种植、加工许可证资源稀缺，目前我国拥有工业大麻种植许可的企业超 30 家，获得花叶加工许可的企业仅有 4 家（汉素生物、汉康生物、汉木森、拜欧生物）。云南（2010 年）、黑龙江（2017 年）已获种植许可，吉林将成我国第三个开放工业大麻种植地省。我国 CBD 处于发展初期，能量产 CBD 的只有汉素生物，下游应用市场还未打开，近期国内企业纷纷布局工业大麻，催化下游市场想象空间。截止 2017 年底，我国大麻二酚行业的市场规模已经达到 4.48 亿元，预期 2024 年市场规模将提升至 18 亿元。

关注标的：1) **东风股份：**公司主营烟标印刷及包装，烟标主业稳健增长，现拟设立全资子公司进军工业大麻领域，优化新型烟草制品布局；2) **顺灏股份：**镀铝纸龙头地位稳固，持续进行产业布局，涉足新型烟草制品、有机农业、立体自由成型环保包装材料、微结构光学包装材料等多领域，子公司获得工业大麻种植和花叶加工试制许可，贡献新的利润增长点。

风险提示：政策推进不及预期，下游应用发展不及预期。

证券分析师：陈天蛟

电话：13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

联系人：庞盈盈

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

目录

1. 工业大麻：非毒品、用途广、市场潜力大.....	4
1.1 工业大麻不同于毒品大麻，合法化趋势下价值凸显.....	4
1.2 工业大麻全身是宝，下游用途广泛.....	5
2. 海外：工业大麻合法化推进，催生全球广阔市场.....	7
2.1 合法化国家持续增加，工业大麻发展前景广阔.....	7
2.2 工业大麻产业快速发展，CBD 赋予其高价值.....	8
3. 我国：工业大麻尚处发展初期，下游市场未来想象空间大.....	10
3.1 我国工业大麻种植面积全球最大，监管政策边际略有放松.....	10
3.2 企业纷纷布局工业大麻，有望催化下游 CBD 应用.....	13
4. 关注标的.....	16
4.1 东风股份：扎根烟标主业，进军工业大麻优化新型烟草布局.....	16
4.2 顺灏股份：镀铝纸龙头地位稳固，布局工业大麻获得新的业绩增长点.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 工业大麻 (HEMP) 和毒品大麻 (MARIJUANA) 对比	4
图表 2: CBD 和 THC	5
图表 3: 工业大麻产业链介绍	5
图表 4: 工业大麻下游应用广泛	6
图表 5: CANNACLEAR 大麻化妆品	6
图表 6: “爱麻饮力”活力型饮料	6
图表 7: 主要国家工业大麻合法化进程	7
图表 8: 全球大麻籽产量	8
图表 9: 全球 (不含中国) 大麻纤维产量	8
图表 10: 美国 CBD 相关商品	9
图表 11: 美国在售的 CBD 相关商品	9
图表 12: 美国 CBD 主要用途	9
图表 13: 美国每月用在 CBD 大麻产品的消费情况	9
图表 14: 全球大麻类公司融资额急剧增加	9
图表 15: CBD 产业全球价值大幅提升	9
图表 16: 海外主要工业大麻公司介绍	10
图表 17: 我国大麻产量 (万吨)	11
图表 18: 我国大麻播种面积 (千公顷)	11
图表 19: 中国工业大麻产量预测	11
图表 20: 中国 CBD 大麻二酚市场规模预测	11
图表 21: 工业大麻种植许可证	11
图表 22: 工业大麻加工许可证	11
图表 23: 我国现有 4 家企业获得工业大麻花叶加工许可证	12
图表 24: 我国工业大麻相关政策法规	13
图表 25: 我国 CBD 产业链结构	14
图表 26: CBD 纯度越高价值越高	14
图表 27: 云麻 8 号 CBD 收益测算	14
图表 28: 参与工业大麻的相关上市公司	15
图表 29: 东风股份营收及同比增速	16
图表 30: 东风股份净利润及同比增速	16
图表 31: 东风股份毛利率	16
图表 32: 东风股份净利率	16
图表 33: 顺灏股份营收及同比增速	17
图表 34: 顺灏股份净利润及同比增速	17
图表 35: 顺灏股份毛利率	18
图表 36: 顺灏股份净利率	18

1. 工业大麻：非毒品、用途广、市场潜力大

1.1 工业大麻不同于毒品大麻，合法化趋势下价值凸显

大麻、可卡因、海洛因并称为世界三大毒品，根据THC（四氢大麻酚）含量的不同，我国将大麻分为工业大麻（hemp）和毒品大麻（marijuana），工业大麻是指THC含量低于0.3%的大麻，在我国又称为汉麻(hemp)，毒品大麻是毒品，不能种植。国内云南、黑龙江已取得工业大麻的合法种植权，吉林省也将有望取得合法种植权，工业大麻用途广泛，可用于药品、纺织品、食品、化妆品、造纸等领域。

工业大麻VS毒品大麻：从外形特征看，工业大麻叶子细窄，基本长在植株顶端，外形细高，毒品大麻叶子宽阔，紧挨着芽孢长，外形矮胖；从种植条件看，工业大麻多为田间种植，可适应各种气候环境，毒品大麻多为温室种植，需仔细控制温度、湿度、光照；从成分差异看，工业大麻成分中THC（四氢大麻酚）小于0.3%；毒品大麻中THC含量可高达20%以上。

图表1：工业大麻（hemp）和毒品大麻（marijuana）对比

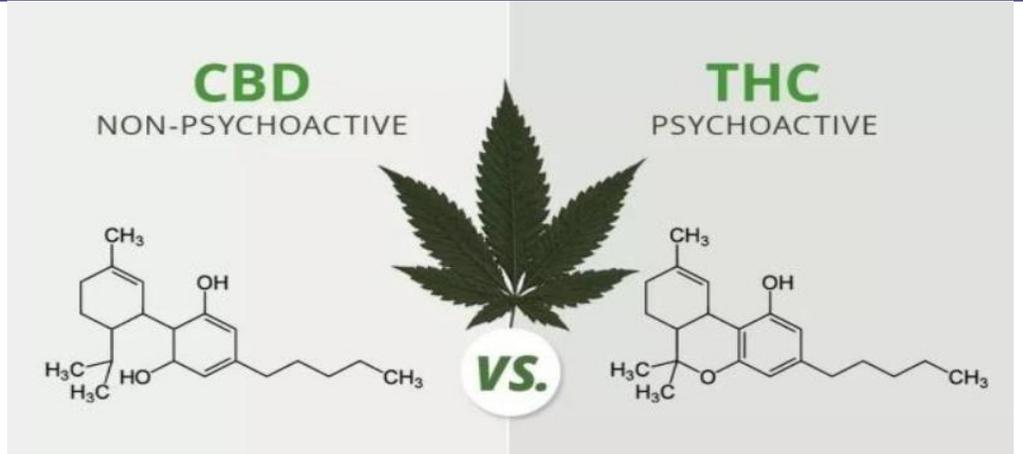
	工业大麻	毒品大麻
		
外形特征	叶子细窄，基本长在植株顶端；外形细高，最高能长到6米	叶子宽阔，紧挨着芽孢长；外形矮胖，看上去像是灌木丛
种植条件	多为田间种植，可适应各种气候环境，生长周期108-120天，植株间距10cm	多为温室种植，需仔细控制温度、湿度、光照，生长周期60-90天，植株间距1.8米
成分	THC<0.3%	THC在5%~20%之间，更高可达25%~30%，
用途	药品、纺织品、食品、化妆品、造纸、纤维板、肥料、饲料、工业原料等	毒品

资料来源：CBD资讯，百度百科，网络资料，太平洋研究院整理

工业大麻和毒品大麻的主要差别在于THC含量不同，CBD是大麻的主要价值所在。THC（四氢大麻酚）精神活性高，对中枢神经作用极强，是毒品大麻的主要毒性成分；CBD（大麻二酚）英文名Cannabidiol，能阻碍THC对人体神经系统的影响，具有抗痉

挛、抗焦虑、抗炎、抗癌、抗抑郁等药理作用，是大麻的主要价值所在。一般来说，富含CBD的产品通常含有等量的CBD和THC，或CBD比THC多一些，所以虽然毒品大麻中含有CBD，但由于毒品大麻中THC含量高、毒性强，应用中的CBD主要来自于工业大麻。

图表 2: CBD 和 THC



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

1.2 工业大麻全身是宝，下游用途广泛

工业大麻下游用途广泛，可用于药品、食品、化妆品、纺织等多个行业。工业大麻可谓全身是宝，其籽、花叶、皮、杆、根等部位的提取物下游应用领域非常广，从其籽中提取的大麻籽油可用于化妆品、保健品等；花叶中提取的大麻酚类化合物可以为癫痫、抑郁、帕金森症、癌症等多种疾病提供生物制药原料；大麻纤维具有抗菌、透气、速干、防紫外线等优点，可用于纺织或作为增强材料用于建筑材料、汽车、航天材料等。

图表3：工业大麻产业链介绍

选种	种植 (植株)	提取 (原材料)	研发 (消费品)
1) 种植合法化 2) 获得种植许可证 3) 与有关单位签署种子供应协议	籽	大麻籽粕	营养添加剂、蛋白粉、牲畜食物
		大麻籽油	化妆品、保健品
	花叶	大麻酚类化合物	营养添加剂、蛋白粉、牲畜食物
		非大麻酚类化合物	
	皮	大麻纤维 (长麻、短麻、麻屑)	纺织品、建筑材料、隔热/绝缘材料、汽车/航天材料、医疗器械、护理用品

	杆	杆芯	建筑材料、超细粉体、木质陶瓷、活性炭、粘胶纤维、纤维增强复合材料
	根	其他成分	燃料、电池正负材料

资料来源：汉麻集团官网，太平洋研究院整理

图表 4：工业大麻下游应用广泛

工业大麻下游用途



食药品

大麻籽自古药食同源，不仅可以加工成众多食品保健品如饮料、啤酒、口香糖、电子烟，还可以开发药品。工业大麻中蕴含多种酚类物质可以为癫痫、抑郁、帕金森症、癌症等多种疾病提供生物制药原料。

日化品

可以开发如洗手液、空气喷雾剂、肥皂、牙膏等；大麻油的抗氧化功能和大麻叶提取物独特的渗透及杀菌效果可以制作多种类型的高级化妆品。

纺织品

天然大麻纤维具有抗菌、透气、速干、防紫外线等优点，为开发医用纱布、儿童尿不湿、卫生护垫等产品提供原料。

新材料

工业大麻纤维作为增强材料，以热塑性树脂为基体制成的复合材料汽车零部件已经用于奔驰、宝马、大众等著名品牌汽车内饰。也可以作为木地板、壁纸等的原材料。

新能源

大麻根可以合成生物燃料，是可再生低碳新型能源。

替代石油

工业大麻已近覆盖十四个产业链，产品达千余种。因此生物质替代矿物质的革命势在必行！

资料来源：汉麻集团官网，太平洋研究院整理

随着研发、技术的推进，越来越多的工业大麻相关产品投入市场。海外市场来看，不少其他领域巨头也开始进行大麻产业链布局，如大麻饮品市场潜力巨大，可口可乐与大麻生产商Aurora Cannabis协商跨界合作，Corona啤酒制造商Constellation Brands则向大麻生产商Canopy Growth投入40亿美元；国内市场来看，汉麻集团已经推出Cannaclear系列大麻化妆品、爱麻饮力”活力型饮料。

图表5：Cannaclear大麻化妆品

图表6：“爱麻饮力”活力型饮料



资料来源：汉麻集团官网，太平洋研究院整理



资料来源：汉麻集团官网，太平洋研究院整理

2. 海外：工业大麻合法化推进，催生全球广阔市场

2.1 合法化国家持续增加，工业大麻发展前景广阔

现在越来越多国家宣布工业大麻合法。截至2019年1月，全球有41个国家宣布医疗用大麻合法，超过50个国家宣布CBD合法，其中乌拉圭、加拿大是全球仅有的二个使用大麻（包括工业大麻和娱乐大麻）合法化的国家，不过仍对大麻持有量做出严格规定。2018年12月20日，美国实现了全国范围内的工业大麻合法化

图表7：主要国家工业大麻合法化进程

主要国家	时间	合法进程
乌拉圭	2013. 12	乌拉圭议会13年12月10日以16比13票的微弱优势最终通过立法肯定了大麻种植、销售和消费行为，成为世界上第一个允许大麻合法化的国家。
澳大利亚	2016. 10	澳洲政府推出了“麻醉药物法规”（Narcotic Drugs Regulation 2016），允许就种植及生产医用或研究用大麻进行持证申请，让大麻种植和生产走向合法化。
	2017. 11	大麻食品在澳洲正式合法化，澳洲人民将可以在超市、零售店购买到各种含有大麻的食品。
	2018. 01	澳大利亚当局表示放行医用大麻出口。
加拿大	2001	加拿大成为首个准许末期病患自行种植、吸食自种大麻的国家。
	2018. 10	加拿大把大麻作为嗜好品，将持有及使用大麻合法化。加拿大成为继南美乌拉圭之后第二个使用大麻合法化的国家。
英国	2018. 11	药用大麻已经成为英国医生在“特殊临床需求”的情况下开处方的合法药物。新政策将涵盖含有“大麻，大麻树脂，大麻酚或大麻酚衍生物”的药物，只能在英格兰，威尔士和苏格兰（非北爱尔兰）的患者身上使用，只能由专科医院医生而不是全科医生处方。只有在其他治疗方案用尽的情况下，才能决定开出大麻产品。

韩国	2018.11	韩国成为东亚首个实现医疗大麻合法化的国家。韩国国民议会投票批准修改《麻醉品管制法》，根据新法案规定：经食品药品安全部部长批准，允许医疗目的大麻进出口、制造、运输、买卖或者食用。
美国	2012.11	美国科罗拉多州和华盛顿州，大麻完全合法化，在全美开创先例。
	2018.12	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。由此，全美范围内工业大麻全面合法化。
泰国	2018.12	泰国成为东南亚第二个允许使用医用大麻的国家。泰国国家立法议会批准大麻“甘差”条例草案，宣布以法律的形式出台实施，为大麻“甘差、甘冲”和卡痛叶提供医学研究的机会，以及在医师的监督下进行疾病治疗。

资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

全球大麻市场价值超百亿美元。2018年全球大麻市场价值约129亿美元，其中美国占有最大市场，未来五年全球大麻市场每年可能增长22%，2022年全球大麻市场的总值可能达230亿美元。2017年全球大麻纤维产量超5万吨，大麻籽产量超11万吨，全球大麻纺织市场规模扩大，促进了全球大麻纤维产量的增加。据Bright Field Group预计，全球CBD大麻二酚产业价值在2019年将达到57亿美元，到2021年将达到181亿美元。

图表8：全球大麻籽产量



资料来源：FAO、智研咨询，太平洋研究院整理

图表9：全球（不含中国）大麻纤维产量



资料来源：FAO、智研咨询，太平洋研究院整理

2.2 工业大麻产业快速发展，CBD 赋予其高价值

美国CBD全面合法化，CBD产品系列丰富。在以加拿大、美国为代表的西方国家中，大麻主要包括医用大麻和娱乐大麻，医用大麻CBD含量高。以美国为例，美国CBD产品琳琅满目，如医疗用的油、酊剂、VAPE笔、胶囊、软膏、外用贴、护肤品、软糖饮料等，CBD产品可用于缓解焦虑、失眠、关节疼痛等，据统计美国约有23%左右的使用者每月花费21-50美元购买CBD产品，随着目前美国在全国范围内实行CBD合法化，

CBD产品的研发推广将会大有所为。

图表10：美国CBD相关商品



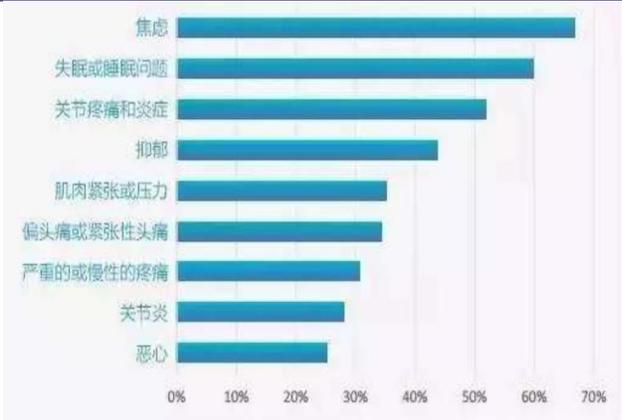
资料来源：公开资料，太平洋研究院整理

图表11：美国在售的CBD相关商品



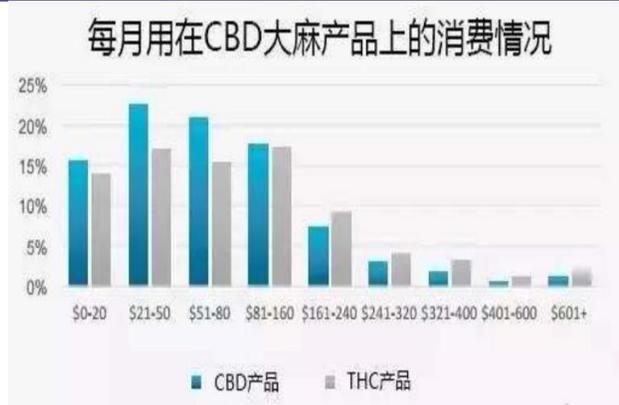
资料来源：公开资料，太平洋研究院整理

图表12：美国CBD主要用途



资料来源：美国CBD调研数据，太平洋研究院整理

图表13：美国每月用在CBD大麻产品的消费情况

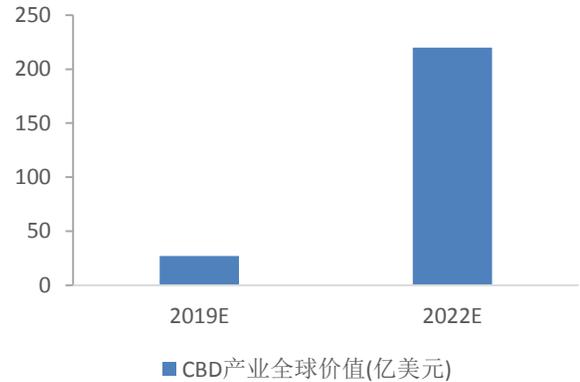
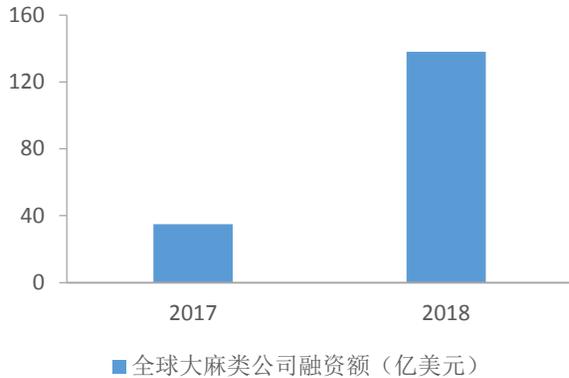


资料来源：美国CBD调研数据，太平洋研究院整理

合法化政策推动下，企业进军大麻市场热情高涨。随着越来越多的国家政策转变实行工业大麻合法化，全球大麻企业数量快速增加，并且部分大麻龙头成功上市，如 Canopy Growth、Tilray、GW Pharmaceuticals 等大麻企业都已上市。另外不少其他领域的公司巨头进行“跨界”旨在布局大麻产业，2018年8月科罗娜啤酒生产商星座集团 (Constellation Brands) 斥资40亿美元参股大麻公司 Canopy Growth，2018年12月万宝路生产商 Altria 宣布对加拿大大麻公司 Cronos Group 进行18亿美元的投资。全球大麻类公司融资额急剧增加，2018年融资近138亿美元，2017年仅为35亿美元。

图表14：全球大麻类公司融资额急剧增加

图表15：CBD产业全球价值大幅提升



资料来源: Viridian Capital, 太平洋研究院整理

资料来源: Brightfield Group, 太平洋研究院整理

图表16: 海外主要工业大麻公司介绍

企业名称	企业介绍	2017营收 (亿美元)
Canopy Growth	成立于2014年, 前身为Tweed Marijuana Inc, 在加拿大从事医疗市场、休闲市场生产和销售大麻, 是全球最大医疗大麻合法种植者, 目前业务遍布超10个国家	0.6
Tilray	2018年登陆纳斯达克, 为遍布五大洲的10个国家的数万名患者提供优质大麻产品, 并在加拿大和欧洲生产医用大麻, 目前Tilray的产品已在阿根廷, 澳大利亚, 加拿大, 智利, 德国等多个国家销售。	0.21
GW Pharmaceuticals	成立于1998年, 总部位于英国Cambridge, 是一家生物制药公司, 专研大麻处方药的发现, 开发和商业化, 是全球第一家获准推出处方大麻药Sativex的公司。	0.11

资料来源: 各公司官网, wind, 太平洋研究院整理

3. 我国: 工业大麻尚处发展初期, 下游市场未来想象空间大

3.1 我国工业大麻种植面积全球最大, 监管政策边际略有放松

中国是工业大麻种植面积最大的国家, 占全世界的一半左右, 产量占全球工业大麻原麻总产量的**25%**。根据世界知识产权组织的统计结果来看, 2017年全球606项涉及大麻的专利中, 有309项来源于中国企业和个人。2016年我国大麻产量7.7万吨, 较2015年增长了5万吨, 增幅达到185%, 大麻播种面积15.8千公顷, 预计2021年我国大麻产量预计将达10.3万吨。截止2017年底, 我国大麻二酚行业的市场规模已经达到 4.48

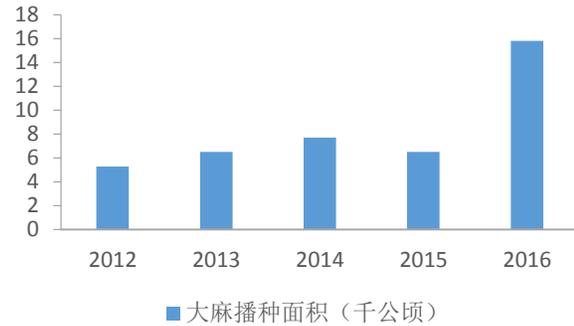
亿元，预期2024年市场规模将提升至18亿元。

图表17：我国大麻产量（万吨）



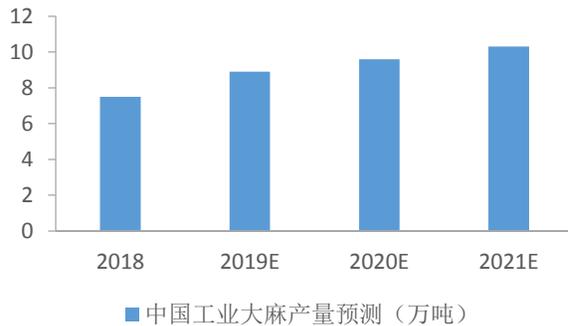
资料来源：国家统计局，太平洋研究院整理

图表18：我国大麻播种面积（千公顷）



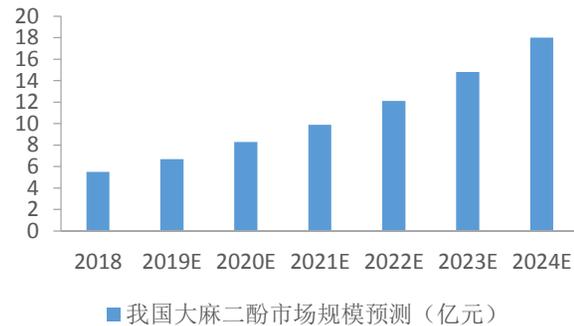
资料来源：国家统计局，太平洋研究院整理

图表19：中国工业大麻产量预测



资料来源：智研咨询，太平洋研究院整理

图表20：中国CBD大麻二酚市场规模预测



资料来源：智研咨询，太平洋研究院整理

我国对工业大麻监管严格，种植、加工许可证资源稀缺。按照《云南省工业大麻种植加工许可规定》要求，公安部对工业大麻的种植、加工、运输、储存、经营等环节进行细致管理，尤其是在种植、加工环节监管严格。种植环节，工业大麻可用于科学研究、繁殖、工业原料、园艺、民俗五种目的，前三种被要求获得许可，后两种也要备案；在麻杆、麻籽、花叶的加工环节，支队花叶加工实行许可，因为大麻中的有毒成分THC集中在花叶上。目前我国拥有工业大麻种植许可的企业超30家，获得加工许可的企业仅有4家。

图表21：工业大麻种植许可证

图表22：工业大麻加工许可证



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理



资料来源：汉素生物官网，太平洋研究院整理

图表23：我国现有4家企业获得工业大麻花叶加工许可证

企业名称	主要产品	企业介绍
云南汉素生物科技有限公司	大麻二酚、全谱系大麻油、10%水溶性CBD等	在昆明投资建成了国内首个工业大麻生物萃取分离基地，2016年种植面积已达2万亩，成功研发并推出CBD样品现已进行量产，销往全球。年加工能力可达1000吨原料，拥有中国黑龙江省唯一合法的工业大麻种子“火麻一号”系列
汉康(云南)生物科技有限公司	工业大麻花、叶、杆、茎、籽的加工提取的自产产品电子烟油、大麻叶提取物的化妆品、大麻籽油、大麻蛋白等	成立于2014年，业务涵盖工业大麻的原料种植及科学研究，工业大麻花、叶、杆、茎、籽的加工提取的自产产品销售；2015年建成CBD工业化生产工厂，并于2015年成功生产100kg大麻二酚并出口。原材料为云麻1号的废弃花叶，生物提取纯度达95%的大麻二酚
云南汉木森生物科技有限责任公司	工业大麻花叶加工及销售；电子烟油、精油、日化用品、保洁用品生产及销售。	含有工业大麻的药包、利用超临界二氧化碳萃取大麻二酚分方法及其大麻二酚产品，用超临界二氧化碳提取大麻中的大麻油,大麻二酚的提取率最高可以达到90%,纯度在20%以上
昆明拜欧生物科技有限公司	产品线涵盖食品、保健食品，以及药品的研究开发	成立于2014年，应用范围涵盖：固体饮料、含茶制品、代用茶、天然化妆品原料、天然香精香料、天然食品添加剂、中草药提取物的加工销售；工业大麻花、叶收购、加工、运输、销售、对外出口；电子烟油产品、化妆品原料的提取、销售及对外出口

资料来源：各公司官网，网络资料，太平洋研究院整理

我国工业大麻种植许可进度：云南（2010年）、黑龙江（2017年）已获种植许可，

吉林将成我国第三个开放工业大麻种植地省。

1) 云南是我国第一个放开工业大麻种植的省份，2010年正式施行《云南省工业大麻种植加工许可规定》。据云南省公安厅禁毒局提供的数据显示，2010年以来，该省共核定种植工业大麻22万多亩，遍及13个州（市）的38个县（市、区）。

2) 黑龙江成为我国第二个开放工业大麻种植的省份。2017年黑龙江省修改《禁毒条例》，允许种植工业大麻，对工业大麻的种植、加工、销售进行专项管理。并计划到2020年，打造成国内甚至全球最大的汉麻产业基地。

3) 2018年3月，吉林省政府将《吉林省禁毒条例》列入地方性法规立法项目，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。吉林省将成为我国第三个开放工业大麻种植地省。

图表24：我国工业大麻相关政策法规

地区	时间	相关法规
云南	2003.3	云南省公安厅制定《云南省工业大麻管理暂行规定》，并由云南省政府颁布实施
	2010.1.1	正式施行《云南省工业大麻种植加工许可规定》，成为我国第一个放开工业大麻种植的省份
黑龙江	2017.5	黑龙江省修改《黑龙江省禁毒条例》，允许种植工业大麻，对工业大麻的种植、加工、销售进行专项管理
	2018	黑龙江省出台《汉麻产业三年专项行动计划（2018-2020）》，计划到2020年打造成国内甚至全球最大的汉麻产业基地，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
吉林	2018.3	吉林省政府将《吉林省禁毒条例》列入今年地方性法规立法项目，将“工业大麻管理”作为单独章节，对工业大麻的定义、种植、销售等环节作了规定。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。因此，吉林省有望成为我国第三个允许工业大麻种植的省
	2019.1	吉林省农业科学院与荷兰FG公司合作成立吉林省麻类工程研究中心，签订《工业大麻合作研究协议》，使工业大麻产业成为吉林新经济增长点

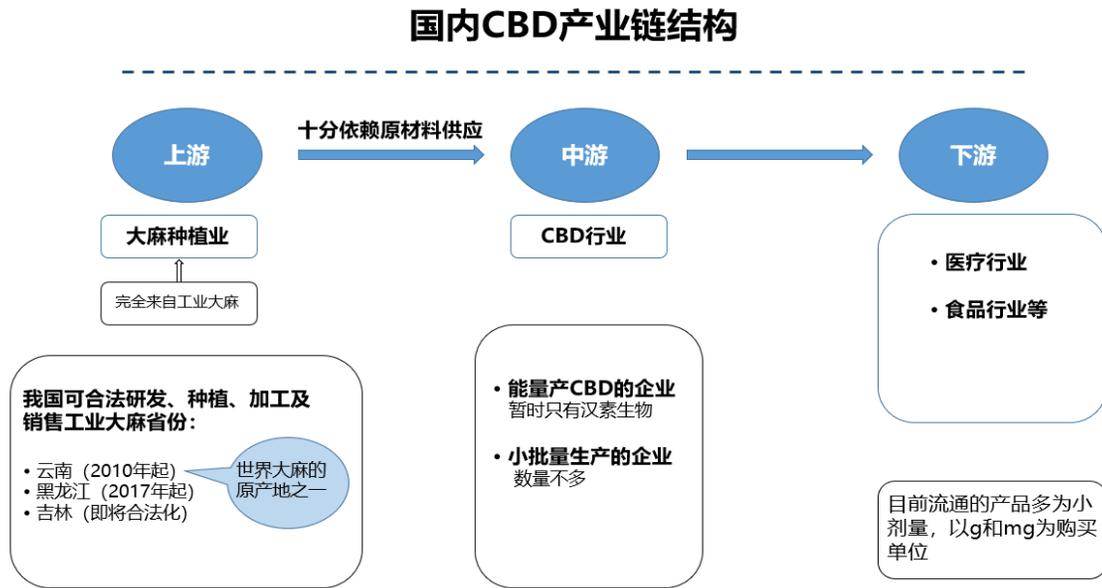
资料来源：各省公安厅网站，太平洋研究院整理

3.2 企业纷纷布局工业大麻，有望催化下游 CBD 应用

我国CBD处于发展初期，下游应用市场还未打开。目前我国 80%的大麻用于医药行业，CBD产能限制比较严格，CBD原材料为工业大麻，因此行业受到政府管制，只

有政府下发牌照的企业才能合法生产大麻二酚。我国大麻二酚行业正处于发展初期，国内企业能量产的企业只有汉素生物一家，小批量生产的企业数量也不多，汉素生物年加工能力可达1000吨原料。

图表 25：我国 CBD 产业链结构



资料来源：CBD资讯，太平洋研究院整理

大麻提取物CBD价值高，如若量产市场潜力大。目前我国种植的工业大麻，大多还只是纤维用和种子用两大类，很少或几乎不含CBD，而美国则多为高CBD含量的，同时在大麻方面尽管我们的专利在数量上比较多，但是在产业化和应用方面还有较大提升空间。随着以大麻二酚为原料的产品应用越来越多，行业的市场规模也将不断增长，截止2017年底，我国大麻二酚行业市场规模已经达到4.48亿元，预期2024年市场规模将提升至18亿元。

图表 26：CBD纯度越高价值越高



资料来源：CBD资讯，21世纪经济报道，太平洋研究院整理

图表 27：云麻8号CBD收益测算



资料来源：CBD资讯，21世纪经济报道，太平洋研究院整理

国内企业纷纷布局工业大麻，催化下游市场想象空间。随着我国工业大麻政策的边际放松、科研技术推进，越来越多企业试图布局工业大麻领域，也对资本市场产生一定催化作用。如顺灏股份子公司云南绿新获得《云南省工业大麻种植许可证》，及加工大麻花叶项目申请的批复，龙津药业规模化种植工业大麻的牧亚农业，康恩贝旗下3家公司共获2.4万亩工业大麻种植面积批复。越来越多的企业布局工业大麻领域，有望进一步催化我国工业大麻下游市场发展。

图表28：参与工业大麻的相关上市公司

企业名称	参与方式	2017营收 (亿元)	2017净利润 (亿元)	市值 (亿元)
东风股份	2019.2.19日公告参股公司绿馨电子与云南汉素、汉麻集团签订《合作协议》，设立合资公司云南汉馨电子生物科技有限公司，绿馨电子持股65%，布局工业大麻花叶萃取后基础材料应用的相关业务，以优化其在新型烟草制品的布局	28.02	6.68	130
顺灏股份	2019.1.16日公告全资子公司云南绿新生物药业有限公司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》，及加工大麻花叶项目申请的批复，先进行花叶加工试制，检查合格后再进行正式生产加工的申请	19.49	1.13	98.07
龙津药业	2019.2.28日公告计划以自有资金不超过人民币1500万元对牧亚农业增资并取得其51%股权，牧亚农业主要业务为规模化种植工业大麻，并于2016年首次取得《云南省工业大麻种植许可证》	3.04	0.35	73.7
德展健康	2019.3.8日公告与汉众企业管理集团有限公司、汉麻投资集团有限公司签署股权收购及全面战略合作框架协议，约定汉众集团将其所持汉麻投资的25%股份质押给德展健康	22.20	7.95	256
天津磁卡	联手云南工业大麻参股云南西双版纳云麻有限公司，云南省西双版纳云麻实业有限公司的主营业务就是云麻（工业大麻）的种植和销售	1.42	-0.61	42.9
银河生物	2018.4.26公告拟先行以3,000万元人民币收购汉素生物	10.46	0.15	73.6

	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。			
紫鑫药业	2019.1.9日公告吉林省农业科学院与公司的荷兰全资子公司Fytagoras B.V签订了工业大麻合作研究协议	13.27	3.71	104
康恩贝	旗下3家公司共获2.4万亩工业大麻种植面积批复，此外下属子公司云南希陶的全资子公司云南云杏收到《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》，同意在筹备期内开展花叶加工试制，检查合格后再进行正式生产加工的申请	52.94	7.30	264

资料来源：wind，太平洋研究院整理。注：市值日期为2019.3.13

4. 关注标的

4.1 东风股份：扎根烟标主业，进军工业大麻优化新型烟草布局

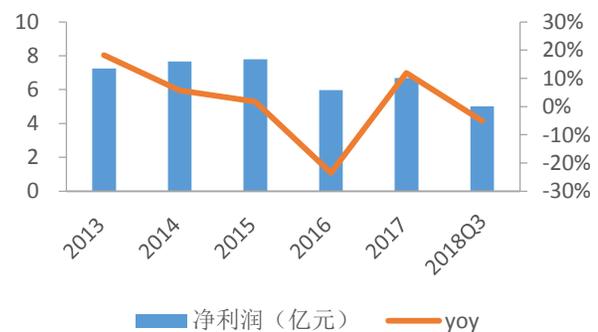
公司作为包装印刷服务供应商，主营烟标印刷及相关包装材料的设计、生产与销售。2017年公司实现营收28亿元，同比增长20%，归母净利润6.52亿元，同比增长15.06%，2018年前三季度公司实现营收23.40亿元，同比增长10.20%，归母净利润4.92亿元，同比下降4.91%。盈利能力方面，2018年前三季度公司毛利率、净利率分别为38.67%、21.38%，原材料价格上涨、客户降本等导致毛利率有所下滑。

图表29：东风股份营收及同比增速



资料来源：wind，太平洋研究院整理

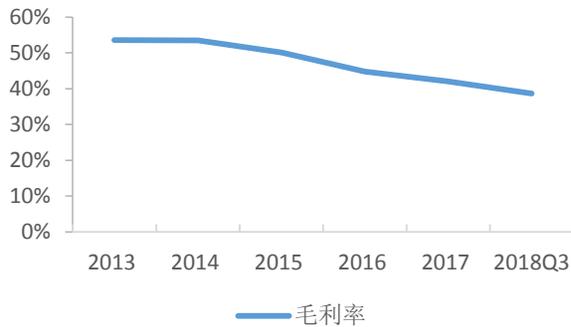
图表30：东风股份净利润及同比增速



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表31：东风股份毛利率

图表32：东风股份净利率



资料来源: wind, 太平洋研究院整理



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

烟标主业稳健增长，大消费产业逐步推进。公司覆盖基膜、油墨、涂料、电化铝、镭射膜、复合纸、镭射转移纸、印刷包装设计和生产的全产业链条，为全国近20个重点卷烟品牌如“云烟”、“红塔山”等提供印刷包装业务。随着国内卷烟行业去库存完成，卷烟销量恢复增长，公司抓住行业回暖机遇，积极挖掘原有资源，烟标主业实现稳步增长。同时公司积极推进向“印刷包装与大消费产业双轮驱动发展”的战略转型，与天图投资共同设立的8亿元大消费产业基金落地。2018上半年开拓菲律宾市场，加强烟标出口业务的市场开拓。

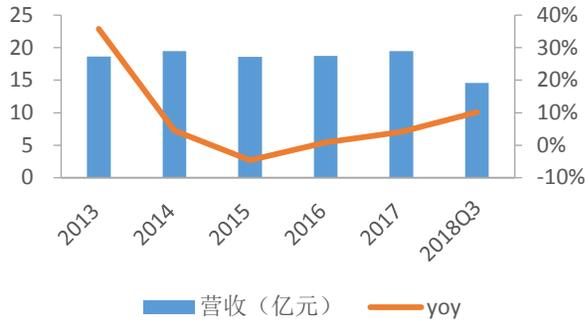
进军工业大麻领域，优化新型烟草制品布局。2019年2月19日公司公告称，其参股公司绿馨电子与云南汉素、汉麻集团签订《合作协议》，共同设立合资公司云南汉馨电子生物科技有限公司，绿馨电子出资人民币2000万元，持股65%，《合作协议》的生效取决于合资公司能否取得公安禁毒部门《关于研发生产销售工业大麻电子烟类终端产品的批复》。通过合资公司旨在探索包括工业大麻花叶基料应用于加热不燃烧固体电子烟类产品在内的相关领域，以优化其在新型烟草制品的布局。

4.2 顺灏股份：镀铝纸龙头地位稳固，布局工业大麻获得新的业绩增长点

公司成立于2004年，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，产品主要销售给卷烟生产企业、高端社会产品生产企业等终端客户，目前公司真空镀铝纸产能超过十万吨。2018年公司实现营收20.56亿元，同比增长5.49%，归母净利润1.01亿元，同比下滑2%。

图表33：顺灏股份营收及同比增速

图表34：顺灏股份净利润及同比增速

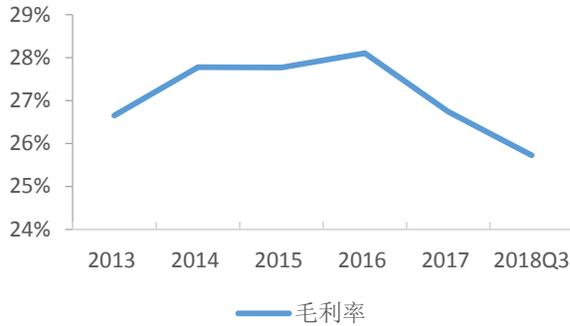


资料来源: wind, 太平洋研究院整理



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表35: 顺灏股份毛利率



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表36: 顺灏股份净利率



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

镀铝纸龙头，持续开拓产业布局。近年来，公司持续进行产业布局，涉足新型烟草制品、有机农业、立体自由成型环保包装材料、微结构光学包装材料等多领域。2013年与东风股份合资设立上海绿馨电子科技有限公司，从事电子烟的研发和制造，2018年11月，公司子公司香港新绿丰收购柬埔寨卷烟制造商SINO-JK100%的股份，加强不燃烧新型烟草加热烟弹的研发制造与销售。

全资子公司获得工业大麻种植和花叶加工试制许可，贡献新的利润增长点。2019年1月16日公司公告全资子公司云南绿新生物药业有限公司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》，及加工大麻花叶项目申请的批复，先进行花叶加工试制，检查合格后再进行正式生产加工的申请。云南绿新具有工业大麻云麻7号的种植资质，正式进军工业大麻领域，且取得加工许可证后，公司将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。

5. 风险提示

政策推进不及预期，下游应用发展不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。