

# 中小市值

证券研究报告

2019年08月28日

## 海外调研系列之加拿大篇：加拿大医疗大麻市场前景如何？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吴立

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517010002

wuli1@tfzq.com

林逸丹

联系人

linyidan@tfzq.com

**编者按：**加拿大在 2001 年颁布了医疗大麻法，允许大麻发挥医疗方面的积极作用。2019 年 8 月，我们实地走访了加拿大相关的种植、加工和销售商，希望展现出更为真实的加拿大医疗大麻产业情况，为投资者深入了解行业、选择标的提供帮助。

### 1、加拿大医疗大麻发展史：曾为受限产品，医疗积极用途推动政策变化

大麻最早由欧洲殖民者引入加拿大，最初被作为纺织用经济作物种植。1923 年加拿大议会通过《毒品药品修正法案》，医疗大麻一同被加入受限产品名单。2001 年加拿大政府颁布了该国第一版医用大麻法。政策的变化使得能够接触到大麻素相关产品的人数增加。

### 2、加拿大监管政策：许可证制度管理，今年开启“第二波合法”

目前加拿大采用许可证制度对企业进行监管。对于医疗用途的大麻，加拿大有种植、加工和销售三种许可牌照，许可证申请难度较大，按过去 5 年的经验，全新牌照申请或需 3-5 年时间。工业大麻的申请流程较为简单，申请者只需提交个人或企业的基本信息和工业大麻种植的相关信息即可向加拿大卫生部申请。今年 10 月 17 日，加拿大将开启第二波合法化——放开相关可食用产品，新开放的产品市场规模预计将达 27 亿美元。

### 3、加拿大市场规模：加拿大使用医疗大麻人数大幅增长，行业保持高速增长

2018 年，加拿大通过医疗用途许可注册的人数超 30 万人。有 13% 的受访者表示过去一年内使用大麻用于治疗疾病。近些年加拿大医疗大麻的规模快速增长。2014 年加拿大医疗大麻规模仅 0.1 亿加元，2018 年医疗大麻规模达 12.4 亿加元（约合 66.5 亿人民币），年均复合增长率达 233.7%。包含医疗大麻在内的加拿大全部合法产品规模也保持高速增长。2018 年加拿大合法大麻产品的规模约 16 亿美元，预计 2022 年超 50 亿美元（约合 357 亿人民币）。

### 4、加拿大代表性公司：巨头如何布局？中小企业如何突围？

市值较大的企业代表，Aurora Cannabis 和 Cronos Group 均在全产业链领先布局。**中小企业代表，BBT 公司是近几年在加拿大医疗大麻领域快速发展的公司。**作为加拿大多元化医疗大麻公司，BBT 有多个室内及温室生产基地，加工技术领先，获得了加拿大卫生部颁布的出售医疗大麻的许可证，并与欧洲和亚太地区多个企业建立良好品牌和渠道关系，进一步加强全球布局。

### 5、哪些中国企业在布局加拿大？

目前仅有为数不多的中国企业布局加拿大市场。

**亚太药业（002370）与加拿大上市公司 BBT 设立合资公司，探索与大麻行业相关的商业机会，**推动高含量 CBD 工业大麻的培育、种植、加工、销售和医用大麻的种植、研发以及高纯度 CBD 为主的大麻素的萃取、分离、提纯及其多领域的商业化应用。亚太药业看中 BBT 公司在加拿大医用大麻全产业链的优势。亚太药业和 BBT 的合作，可以利用双方的资源互补，抓住加拿大市场快速发展的机会，为公司进一步贡献业绩。

**汉麻集团通过投资加拿大当地生物公司、与加拿大生产渠道商合作布局加拿大市场，**在加拿大工业大麻研发、工业大麻宠物市场开发方面达成合作。

**风险提示：**工业大麻应与中间型大麻、娱乐大麻/毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化；用作医疗用途的娱乐大麻本质亦是毒品大麻，坚决反对此类大麻国内合法化；工业大麻相关业务可能含有政策变动风险、法律合规风险、经营管理风险、交易风险、税务风险、自然风险、研发操作风险、合作不确定性；我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加；部分公司潜在合作项目的条款及条件仍处磋商阶段，且概无订立具法律约束力的协议；相关领域公司实际合作还需取得相关监管机构一系列的牌照、许可证或批准；具体的实施进度和效果存在不确定性。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中小市值-行业研究周报:工业大麻投资第二波开始了吗?》2019-08-25
- 2 《中小市值-行业研究周报:大麻素检测领域空间广阔,国内哪些企业布局?》2019-08-18
- 3 《中小市值-行业研究周报:若问雾化技术何处去?先行企业探索 CBD 已有时》2019-08-11



## 内容目录

<b>1. 加拿大医疗大麻产业发展史</b> .....	<b>4</b>
1.1. 起源：纺织是最初用途，1923 年被加入受限产品名单 .....	4
1.2. 发现：医疗用大麻具有积极意义，2001 年颁布医用大麻法 .....	4
<b>2. 加拿大监管政策演变历程</b> .....	<b>5</b>
2.1. 政策发展历程：漫长曲折的合法之路 .....	5
2.2. 政策发展动力：满足医疗需求，遏制黑市扩张 .....	6
2.3. 当今政策和监管部门：许可证制度监管行业发展 .....	7
2.3.1. 医疗大麻：审批周期长，近两年牌照发放有所增加 .....	7
2.3.2. 工业大麻：仍需许可证，审批较为宽松 .....	8
2.4. 加拿大将迎来“第二波”政策合法化 .....	9
<b>3. 加拿大医疗大麻产业规模有多大？</b> .....	<b>10</b>
3.1. 使用群体：调查显示 13% 的加拿大人使用过医疗大麻 .....	10
3.2. 市场规模：百亿规模，预计未来保持高速增长 .....	12
<b>4. 加拿大医疗大麻优质企业：资本助力打通全产业链</b> .....	<b>13</b>
4.1. Aurora Cannabis：科技驱动的医疗大麻高产能供应商 .....	14
4.1.1. 战略：全产业链布局+可复制的生产&分销模式 .....	14
4.1.2. 研发：注重技术创新，推动营收增长 .....	14
4.1.3. 投资收购：提高自身竞争力，进而制定行业标准 .....	15
4.2. Cronos Group：发展产能，打通“烟草+工业大麻+护肤品”三领域 .....	16
4.2.1. 生产：生产能力强，产量较为领先 .....	16
4.2.2. 产品&渠道：多品牌产品布局，布局本土和欧洲区域市场 .....	16
4.2.3. 合作：与烟草巨头 Altria 和化妆品公司 Redwood 强强联合 .....	17
4.3. BBT：高增长潜力的多元化医疗大麻公司 .....	18
4.3.1. 产业上游种植环节：建立多个室内及温室生产基地 .....	19
4.3.2. 产业中游加工环节：加工提纯技术较先进 .....	20
4.3.3. 产业下游：初获许可，产品的销售具有很大潜力 .....	20
4.3.4. 全球区域布局：将建立良好品牌和渠道关系 .....	20
<b>5. 哪些中国企业在布局加拿大？</b> .....	<b>20</b>
5.1. 亚太药业：与加拿大 BBT 公司设立合资公司，布局 CBD 全产业链 .....	20
5.1.1. 亚太药业定位医疗大健康，从事医药生产制造和提供医药研发外包业务 .....	20
5.1.2. 看准加拿大工业大麻发展机会，与 BBT 公司设立合资公司 .....	21
5.1.3. 发挥各方优势，瞄准药用大麻领域 .....	22
5.2. 汉麻集团：投资加拿大生物公司、与加拿大生产渠道商合作 .....	23
5.2.1. 拟认购加拿大生物公司 35% 股权，从事加拿大工业大麻研发和销售工作 .....	23
5.2.2. 与加拿大工业大麻产品生产及渠道推广商 BlueSky 公司合作 .....	23
<b>6. 调研结论：看好医疗大麻前景，关注布局加拿大医疗大麻市场的中国企业</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 加拿大的大麻从欧洲引入, 最初用于纺织用途	4
图 2: 加拿大历年使用人数变化 (按年龄段分, 单位: 万人)	5
图 3: 加拿大大麻合法化道路上的关键事件	6
图 4: 产业合法的动力示意图	6
图 5: 加拿大种植、加工和销售三个环节的牌照情况 (截至 2019 年 8 月 1 日)	7
图 6: 近年加拿大及各州医疗和娱乐大麻发行牌照的数量情况 (张)	7
图 7: 目前国外已推出的部分 CBD 产品 (饮料、食品、护肤品)	9
图 8: 调研图片——政府对产品标签有严格要求 (产品包装可见主要大麻素含量、风险提示等)	10
图 9: 医用大麻使用群体的用户画像	10
图 10: 医疗大麻产品主要类型	11
图 11: 医疗大麻主要获取途径	11
图 12: 调研图片——加拿大相关产品通过药房销售	11
图 13: CBD 使用者的用户画像	12
图 14: 加拿大医疗大麻规模 (亿加元)	12
图 15: 加拿大相关合法产品市场规模 (亿美元)	13
图 16: 2020 年加拿大合法产品零售规模有望超越白酒 (亿美元)	13
图 17: 加拿大大麻提取物的细分应用市场 (单位: 亿加元)	13
图 18: Aurora Cannabis 的发展历程	14
图 19: Aurora Cannabis 的公司战略	14
图 20: Aurora Cannabis 的国内外分销渠道	14
图 21: Aurora 的季度销售额 (百万加元)	15
图 22: Aurora 的毛利率情况及与业内同类型的公司 Tilray 作比	15
图 23: Aurora Cannabis 迄今为止实现的收购和战略投资	15
图 24: Cronos Group 的发展战略	16
图 25: Cronos Group 的全球工厂和渠道	16
图 26: Cronos Group 的子品牌和国外分销市场	17
图 27: 烟草巨头 Altria 的转型战略——在工业大麻和电子烟领域	17
图 28: Lord Jones 旗下的 CBD 化妆品	18
图 29: Cronos Group 营收构成 (按产品, 单位百万美元)	18
图 30: Benchmark Botanicals 的发展历程	19
图 31: BBT 的 Pitt Meadows 温室生产基地	19
图 32: 公司业务类型不断调整 (营收占比)	21
图 33: 亚太药业看中 BBT 公司在产业链各环节的优势	21
图 34: 亚太药业与 BBT、Ripington Investment 的合资公司情况	22
图 35: 汉麻集团产业链布局情况	23
表 1: 工业大麻业务许可证要求方案	8

加拿大在 2001 年颁布了医疗大麻法，允许大麻发挥医疗方面的积极作用。2019 年 8 月，我们实地调研了加拿大相关的种植、加工和销售商，希望展现出更为真实的加拿大医疗大麻产业情况，为投资者深入了解行业、选择标的提供帮助。

## 1. 加拿大医疗大麻产业发展史

### 1.1. 起源：纺织是最初用途，1923 年被加入受限产品名单

在加拿大，大麻最初以经济作物的形式存在。最初在 16-17 世纪，加拿大在欧洲人的殖民统治下引入了大麻这一经济作物，生产用于衣服和绳索中的纤维，并为船舶提供帆和索具。18 世纪加拿大政府为刺激当地经济，鼓励农民进行种植。而直到 19 世纪末期，人们才逐渐发现大麻的精神用途，便有了医疗用大麻的最初起源。

图 1：加拿大的大麻从欧洲引入，最初用于纺织用途



资料来源：Medreleaf，天风证券研究所

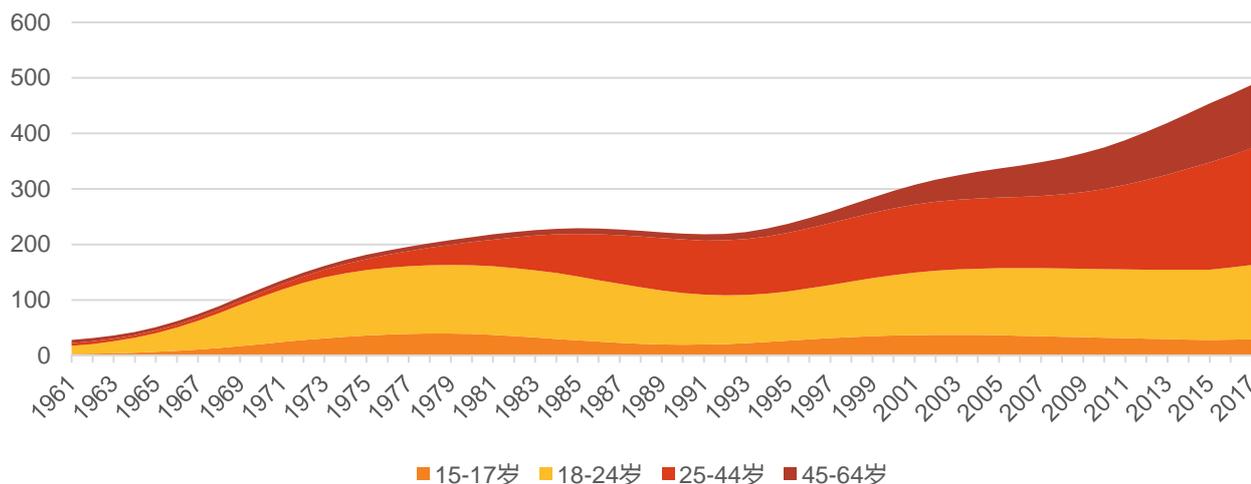
1923 年《毒品药品修正法案》将大麻加入受限产品名单。1923 年加拿大议会通过《毒品药品修正法案》，将大麻加入受限产品名单。当时加拿大联邦麻醉品管制司司长判断大麻很快就会受到国际管制，预期国际将采取管制行动，因此推动了加拿大管控过程——随后大麻被列入毒品清单受加拿大法律管控。

### 1.2. 发现：医疗用大麻具有积极意义，2001 年颁布医用大麻法

1979 年加拿大保守党政府打算改革大麻刑事犯罪相关的法案。而后的民意调查显示，舆论逐步转向产业扩张发展的方向。1998 年名叫 Jim Wakeford 艾滋病患者因试图种植大麻以治疗其症状，而面临来自加拿大卫生部的“大麻持有和种植”指控。在向安大略省高级法院申诉后，法院承认他有权获取大麻而不必担心被捕，并指示加拿大卫生部制定一个允许合法获取该药的法律程序。2001 年加拿大政府颁布了该国第一版医用大麻法，即“医疗大麻准入法”（MMAR），允许有执照的患者自己种植大麻或从有执照的种植者那里获取大麻用于医疗。

政策的变化使得能够接触到大麻素相关产品的人数增加。从使用人数来看，各个年龄群体使用的人数均有增加，近些年人数增速情况处于历史较高水平。

图 2：加拿大历年使用人数变化（按年龄段分，单位：万人）



资料来源：Statistics Canada，天风证券研究所

## 2. 加拿大监管政策演变历程

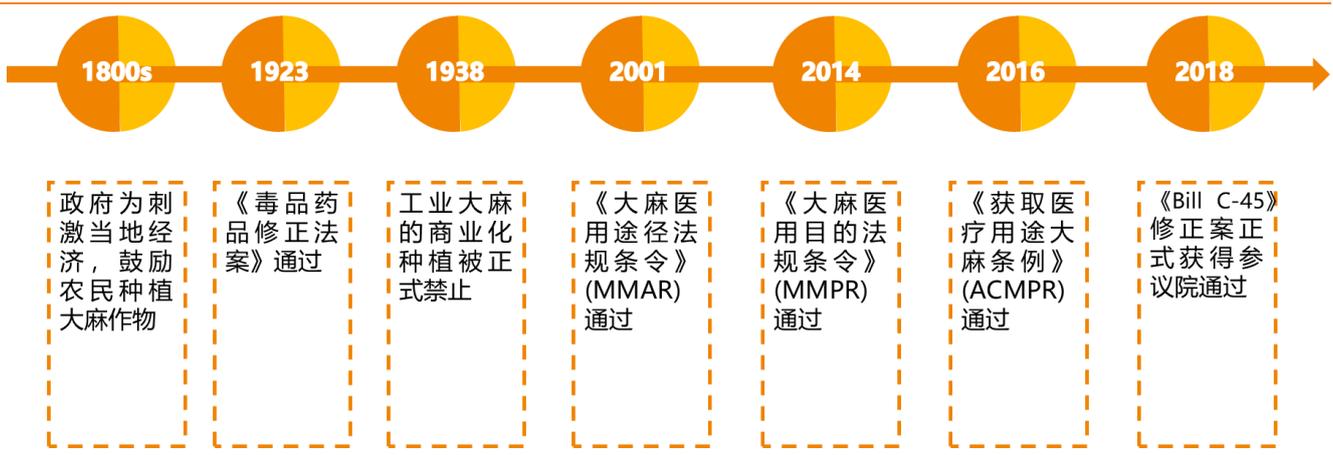
### 2.1. 政策发展历程：漫长曲折的合法之路

从 1937 年第一起“大麻持有”刑事案件到 2018 年 10 月 17 日的正式全面合法化，加拿大的大麻合法之路一波三折：

- 1801 年：加拿大省副州长向农民分发大麻种子，以刺激经济增长。
- 1923 年：“禁毒法案修正案”颁布，大麻的持有和使用在加拿大视为非法。
- 1937 年：加拿大执法部门实施**第一次大麻刑事案**的缉获。
- 1969 年：加拿大政府成立了皇家非医疗用药调查委员会，称为 Le Dain 委员会，负责调查大麻的非医疗用途。
- 1972 年：Le Dain 委员会发布了一份关于大麻的报告，**建议联邦政府取消对使用和拥有大麻的刑事处罚**，但经过两党讨论，没有采取措施使大麻合法化。
- 1996 年：Terrance Parker 因使用大麻治疗癫痫发作而被捕，原因是“大麻持有、种植和贩运”，他以“权利和自由宪章”起诉缉毒局。4 年后，安大略省法院裁定禁止大麻使用侵犯了 Terrance Parker 的生命权、自由权和人身安全权，从而使大麻禁令违宪。而 Terrance Parker 被豁免可以种植和使用大麻。
- 2001 年：加拿大政府颁布了该国**医用大麻法第一版**，即“**医疗大麻准入法**”(MMAR)，**允许有执照的患者种植自己的大麻或从有执照的种植者那里获取大麻用于医疗**。
- 2003 年：自由党的 Jean Chrétien 提出了**第一项联邦大麻非刑事化措施**，将持有最多 15 克大麻的刑事犯罪减轻为民事罚款。但由于美国缉毒局的压力，该提议未通过。
- 2006 年：**大麻管制趋严**。总理斯蒂芬哈珀宣布了一项新的国家禁毒战略，对大麻经销商实施强制性监禁，任何人被指控种植 500 株植物以上的将面临至少两年的最低刑期。生产大麻的最高处罚从 7 年增加到 14 年。
- 2014 年：政府实施了“**医疗目的大麻条例**”(MMPR)，**该条例为药用大麻的生产和销售创造了商业许可证**；2016 通过的“**获取医疗用途大麻条例**”(ACMPR)，**允许个人生产和购买医疗大麻**。
- 2018 年 10 月 17 日：《Bill C-45》修正案正式获得参议院通过，与 ACMPR 共存，行

业实现全国全面合法化。

图 3：加拿大大麻合法化道路上的关键事件



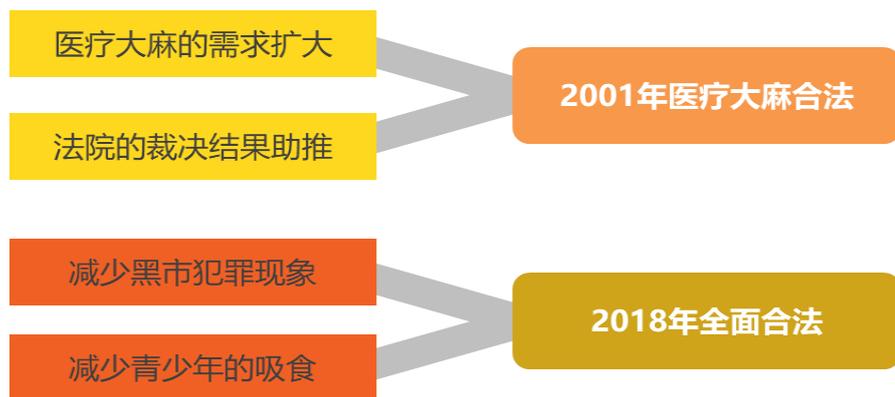
资料来源：leafly, 天风证券研究所

## 2.2. 政策发展动力：满足医疗需求，遏制黑市扩张

2001 年医疗用途的大麻合法化的原因在于人们对于医疗用途大麻日益增长的需求。这主要体现在执法过程中，1998 年名叫 Jim Wakeford 艾滋病患者因试图种植大麻以治疗其症状，而面临来自加拿大卫生部的“大麻持有和种植”指控。在向安大略省高级法院申诉后，法院承认他有权获取大麻而不必担心被捕，并指示加拿大卫生部制定一个允许合法获取该药的法律程序。

多个法院的裁决结果促使医疗大麻政策放开。翌年，类似的案件发生在用大麻进行治疗癫痫疾病的患者 Terrance Parker 身上，而最终法院裁决的结果是“大麻禁令侵犯了 Terrance Parker 的生命权、自由权和人身安全权”，进而得出“大麻禁令违宪”的结论。法院的裁决使 Terrance Parker 被豁免可以种植和使用用于医疗用途的大麻，并且在法院的敦促和提议下，加拿大政府于 2001 年颁布了第一版医用大麻法，即“医疗大麻准入法”(MMAR)，允许经认可的患者自己种植医疗用大麻或者从持牌种植者处购买医疗用大麻。

图 4：产业合法的动力示意图



资料来源：天风证券研究所

2018 年大麻的全面合法化主要有两方面的驱动力：减少黑市犯罪和青少年的使用。加拿大总理贾斯汀·特鲁多在 2015 年竞选时声称，“合法化可以保护加拿大年轻人，同时阻止犯罪分子通过毒品黑市牟利。”据加拿大统计局数据，在合法化之前的 2018 年前三个季度里，非法大麻的供应量占全部大麻市场供应量的 82.51%，原有的黑市贸易规模巨大；而在合法化之后，严格的限制在一定程度上打击了黑市贸易，2018 年第四季度非法的大麻供应量占比下降为 65.51%，有效规范了市场并且增加了政府的税收。

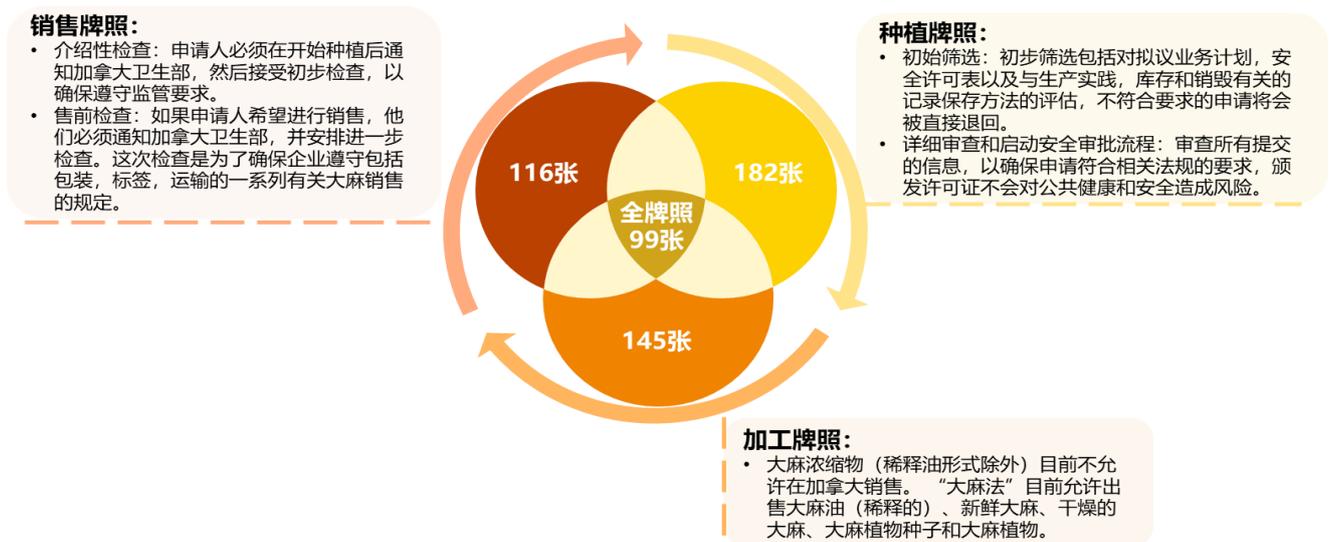
### 2.3. 当今政策和监管部门：许可证制度监管行业发展

加拿大采用许可证制度对企业进行监管。2013年6月实施的MMPR法规为今天的商业许可证制度提供了基础，加拿大政府规定所有相关公司的每个厂房设施必须向加拿大卫生部提出申请许可，经批准持牌后方能进行相关的种植、加工和销售活动。与此同时，根据2001年成立的消费税法，从事出售活动的相关企业还向加拿大税务局CRA申请相关税务许可证。

#### 2.3.1. 医疗大麻：审批周期长，近两年牌照发放有所增加

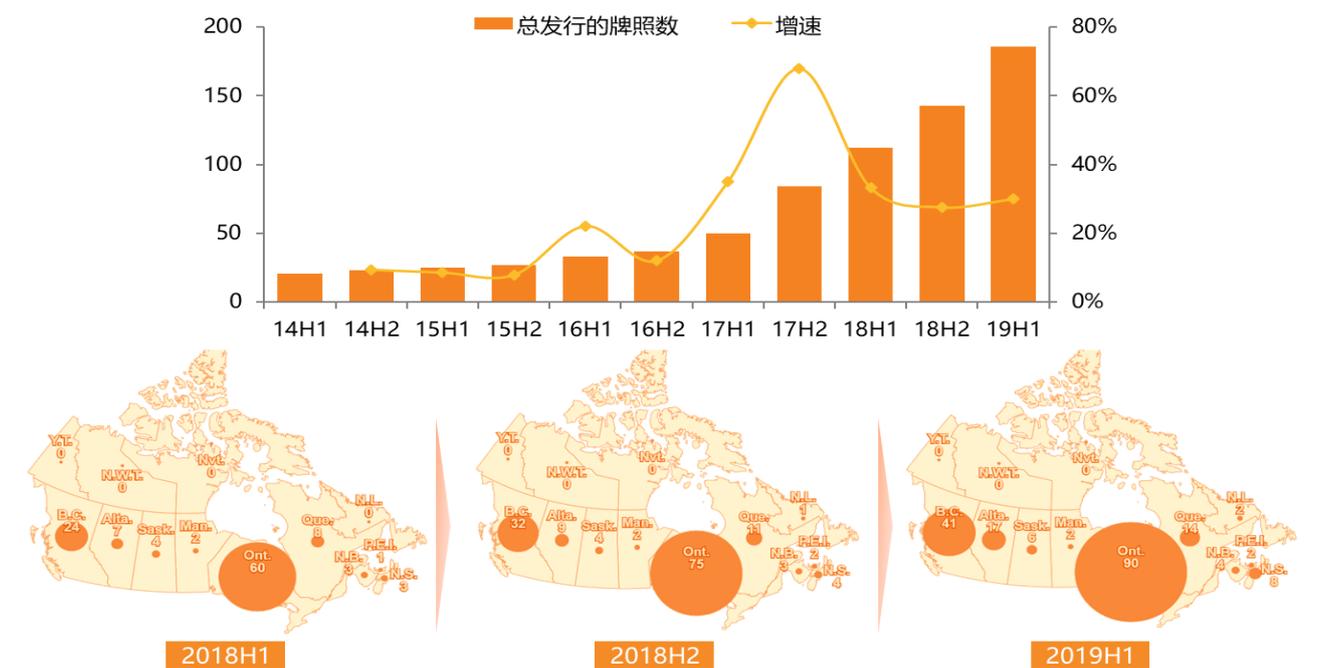
对于医疗用途的大麻，有种植、加工和销售三种许可牌照。只有持有牌照的厂商才能从事相应的业务，从目前来看获得许可证的公司数量并不多。牌照的申请审批周期较长，如果是全新的牌照，按过去从2013-2019年的经验，申请需要3-5年时间。加拿大卫生部也表示，公司在获得种植许可证后平均需要341天才能获得销售许可证。

图5：加拿大种植、加工和销售三个环节的牌照情况（截至2019年8月1日）



资料来源：JEFFERIES，天风证券研究所

图6：近年加拿大及各州医疗和娱乐大麻发行牌照的数量情况（张）



资料来源：Health Canada，Statistics Canada，天风证券研究所

### 2.3.2. 工业大麻：仍需许可证，审批较为宽松

对于工业大麻，持有专门的工业大麻牌照即可从事一定范围内相关的活动。据加拿大卫生部的《工业大麻牌照应用指南》，工业大麻法规将 THC 含量小于 0.3% 的大麻定义为工业大麻。对于从事工业大麻的企业，“需要工业大麻许可证，以持有、培养、销售/提供、加工、生产衍生物以及进出口工业大麻。”

下表说明了要从事工业大麻相关的业务对应需要的许可证类型。

表 1：工业大麻业务许可证要求方案

业务类型	细分类型	需要的许可证种类
种植工业大麻	批准的品种	工业大麻牌照
	未经批准但花叶中 THC 低于 0.3% 的品种	工业大麻牌照
由工业大麻制造衍生物/产品	谷物（例如去壳的大麻籽/大麻蛋白粉/大麻籽油）	工业大麻牌照
	无活力的谷物（例如无活力/无菌的谷物）	无需许可证
	裸露的成熟茎/提取的纤维	无需许可证
	根/部分根	无需许可证
	花叶提取物（例如提取 CBD 油）	大麻的加工/种植许可证
出售工业大麻	种子	工业大麻牌照
	谷物（活粮）	工业大麻牌照
	由谷物（例如去壳大麻籽/大麻籽油/大麻蛋白粉）制成的产品/衍生物，含有很少/没有植物性大麻素	如果在测试后小于 10 $\mu$ g/ g THC 且在批发销售的情况下符合工业大麻法规第 2 (1) (b) 的规定，则无需许可证 向省级零售商销售： 大麻加工/种植许可证
	由花叶制成的产品/衍生物（例如 CBD 油）	销售给消费者： 省或地区销售许可证（取决于省/地区） 向注册医疗用户销售： 大麻医疗销售许可证
	花叶枝（仅限于大麻法规允许的工业大麻许可证的持有者）	工业大麻牌照
	无活力的谷物（特别是无活力/无菌的谷物）	无需许可证
	裸露的成熟茎/提取的纤维	无需许可证
进出口工业大麻	根/部分根	无需许可证
	种子	工业大麻牌照 （每批货物也需要进出口许可证）
	谷物（活粮）	工业大麻牌照 （每批货物也需要进出口许可证）
	无活力的谷物	无需许可证
	裸露的成熟茎/提取的纤维	无需许可证
	根/部分根	无需许可证
	花叶枝	根据大麻条例获得“仅用于医疗和科学目的”的许可（每批货物也需要进口/出口许可证）
	由谷物（例如去壳大麻籽/大麻籽油/大麻蛋白粉）制成的产品/衍生物，要求不含任何植物大麻素	如果测试后 THC 低于 10 $\mu$ g/ g 且符合工业大麻法规第 2 (1) (a) 的规定，则无需许可证
	由花叶枝制成的产品/衍生物（例如 CBD 油）	根据大麻条例获得“仅用于医疗和科学目的”的许可（每批货物也需要进口/出口许可证）

消毒谷物以制造无活力的谷物	谷物（活粮）	工业大麻牌照
清洁工业大麻种子/谷物	种子（纯种子）/谷粒（活粮）	工业大麻牌照
制备工业大麻种子	种子（纯种子）	工业大麻牌照

资料来源：Health Canada，天风证券研究所

**工业大麻牌照申请流程实际并不复杂。**工业大麻牌照申请者只需提交个人或企业的基本信息和工业大麻种植的相关信息即可向加拿大卫生部申请，之后加拿大卫生部会定期对作物进行测试，并且每年对许可证进行更新。根据加拿大卫生部的最新发布的统计，截止 2018 年年末已经颁发了 1226 张工业大麻许可证，其中 75% 以上来自萨斯喀彻温省，阿尔伯塔省和曼尼托巴省。

## 2.4. 加拿大将迎来“第二波”政策合法化

**目前加拿大不允许销售大麻浓缩物（除稀释大麻油）。**2018 年加拿大颁布的“大麻法”目前仅允许出售大麻油（稀释未经浓缩的）、新鲜大麻花叶、干大麻、大麻植物种子和大麻植物。但是目前加拿大市场上已经出现 CBD 食品、饮料、化妆品和保健品等多种形式的产品尝试，例如加拿大 Phivida 饮料公司在 2018 年初推出一系列含有 CBD（大麻二酚）茶饮；加拿大纯天然冰淇淋制造商已经推出了 8 种含有 CBD 的冰激凌食品；加拿大大麻美妆公司 KaliKare 推出了超过 30 种的不同 CBD/THC 比例的各类护肤品，如 CBD 面霜、面膜、护手霜。

图 7：目前国外已推出的部分 CBD 产品（饮料、食品、护肤品）



**CBD 饮料**  
Phivida



**CBD 冰激凌**  
Remedy



**CBD 护肤品**  
KaliKare

资料来源：sina, Little Baby's ice creams, 日化最前线, 天风证券研究所

**大麻浓缩物消费法案即将出台，大麻素迎来合法潮流。**2019 年 6 月 14 日出台的“食用大麻，大麻提取物，大麻外用”拟议消费法规指出，可食用大麻素制品将于 2019 年 10 月 17 日合法化，届时备受人们关注的可食用/浓缩 CBD 制品将出现在消费领域供公众选择。根据加拿大卫生部，从今年 10 月 17 日起，CBD 生产商须在销售新产品前 60 日上报。

**行业对合法化 2.0 如此重视的原因有两个：首先，它提供了一种方式来接触年轻一代的消费者。**举例来说，大麻二酚(CBD)作为一种非精神活性提取物，目前已经以其公认的医疗益处而闻名，并且在衍生产品系列中也有着较高的人气。**其次，衍生产品的利润率明显高于干花。**预计在加拿大合法化 2.0 开始后，将会有大量衍生产品开始进入有执照的商店。根据德勤报告，加拿大第二波合法化之后，新开放的产品市场规模预计将达 27 亿美元，其中仅食品市场价值将会达到 16 亿美元，另外 5.29 亿美元来自相关饮料产品。

**虽然 CBD 等大麻提取物迎来合法，但仍受到一定程度的限制。**由于大麻提取物消费品行

业处于发展初期、相关的研究并未深入、公众对大麻提取物的认识较浅，所以加拿大卫生部对于大麻提取物消费品尚未像一般消费品一样完全放开。例如，加拿大卫生部规定，CBD相关产品中不应含有任何酒精和尼古丁成分；不应含有任何可能与酒精饮料或烟草品牌相关联的元素；不得提出“益于健康”或“益于美容”的声明；不能吸引年轻人等以及对包装和标签也有一定的专门要求。

图 8：调研图片——政府对产品标签有严格要求（产品包装可见主要大麻素含量、风险提示等）



资料来源：天风证券研究所调研实地拍摄

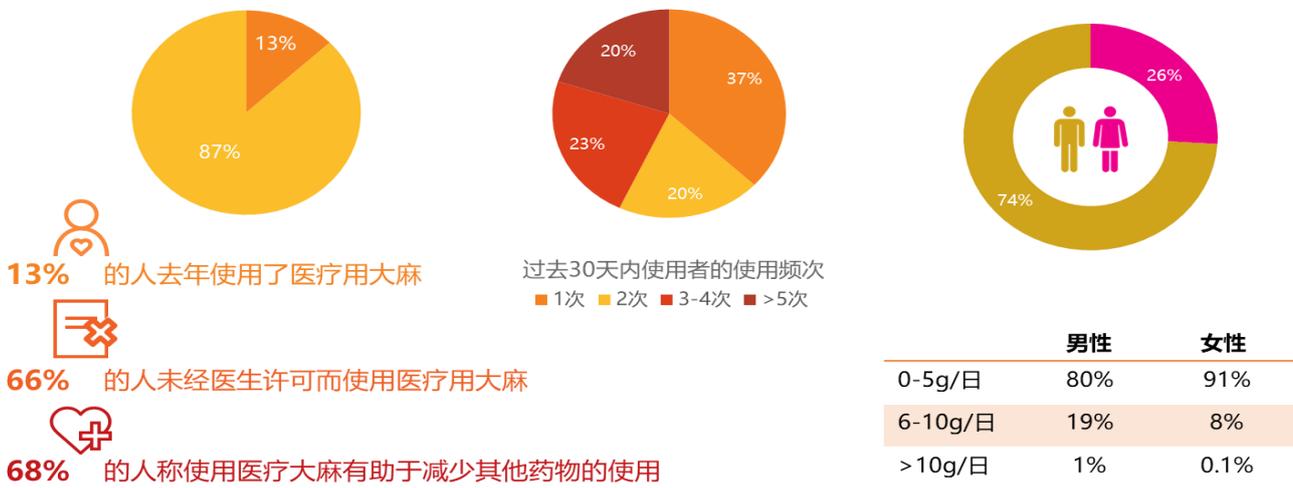
### 3. 加拿大医疗大麻产业规模有多大？

#### 3.1. 使用群体：调查显示 13%的加拿大人使用过医疗大麻

调查显示 13%的加拿大人在 2018 年使用了医疗用大麻。2018 年加拿大调查结果显示，有 13%的受访者表示过去一年内使用大麻用于医疗，比 2017 年的 12%有所增加，68%的人称使用医疗大麻有助于减少使用其他药物。

医疗大麻的使用频率高，日用量和消费金额较大。加拿大的医疗大麻注册的患者数量平均每月增加 10%。2018 年使用医疗大麻的人群中有 78%在过去 30 天内使用医疗大麻。关于他们的使用频率，这些人中有 37%称每天一次使用医疗大麻，20%每天使用两次，20%的人每天使用两次以上。关于 2018 年医疗大麻的人均使用的数量，干花叶的日使用平均量是 1.6 克；可食用的医疗大麻产品的人均消费量约为 1.2 份。此外，医疗大麻的使用者人均月花费约为 115 美元。

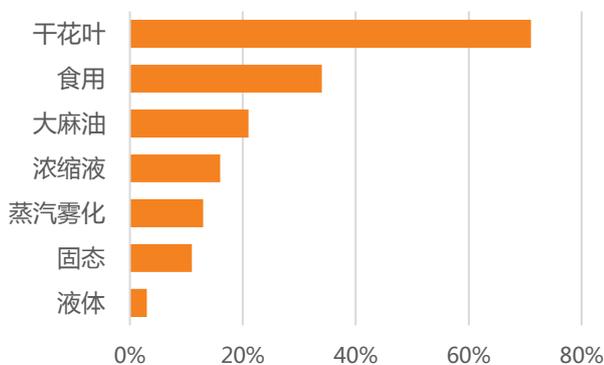
图 9：医用大麻使用群体的用户画像



资料来源：Health Canada, NFD, 天风证券研究所

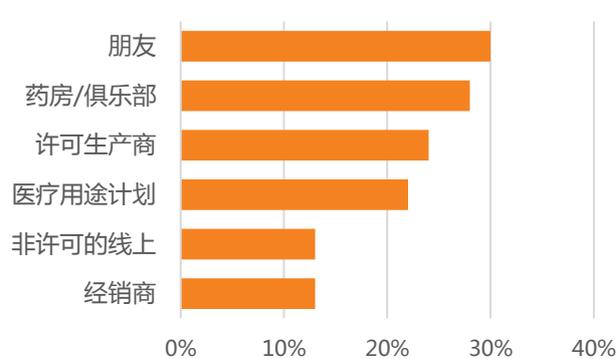
**医疗大麻产品的可选类型多样，来源渠道广泛。**据加拿大卫生部数据，71%的消费者会选择干花叶制品；食用医疗产品次之，占34%；此外还有大麻油（21%）、浓缩液（16%）和油盒及 Vape 笔的蒸汽雾化式产品（13%）等，多样的医疗产品类型满足了患者的各种需求，也充分说明了医疗大麻应用方式的多样性。从医疗大麻产品获取渠道来看，朋友赠与、从药房/俱乐部/许可生产商/通过医疗用途计划购买均为主要途径，均在 20%-30%的区间内。

图 10：医疗大麻产品主要类型



资料来源：Health Canada，天风证券研究所

图 11：医疗大麻主要获取途径



资料来源：Health Canada，天风证券研究所

药房是购买相关产品的重要途径。我们通过调研发现，这种需要特殊许可的药房并不像传统的药店布局，相反，购买大麻素等产品的药房是一个开放的空间，不同类别的产品摆在货架和展示台上，顾客可以在店内浏览甚至触摸部分产品，也有专门的导购帮助顾客选择合适的商品。

图 12：调研图片——加拿大相关产品通过药房销售



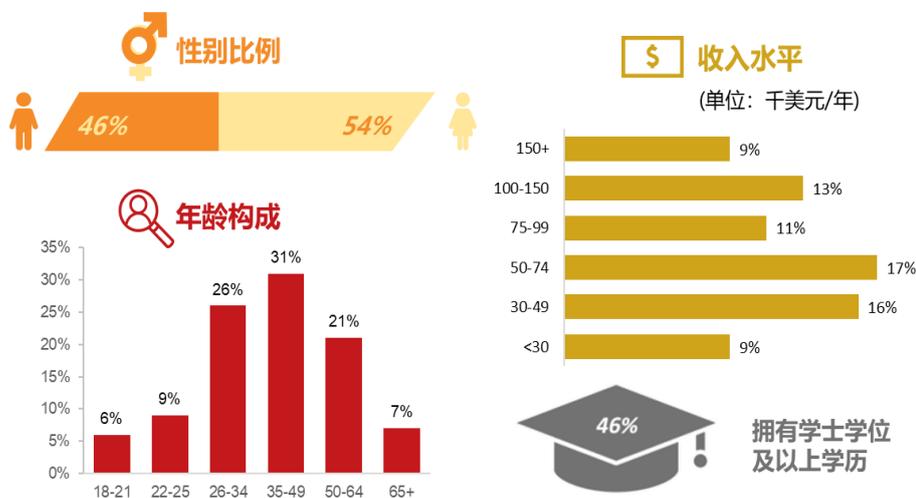
资料来源：天风证券研究所调研实地拍摄

此外，随着加拿大大麻政策的“第二波合法化”，以 CBD 产品为主的大麻提取物产品将由原来的鱼龙混杂的局面转变为在明确的市场法规下运行，产品的规范和放开使得消费者和企业对大麻提取物产品更有信心。

**从年龄来看**，CBD 用户和 Cannabis 用户年龄分布基本一致，使用者以青壮年为主。**从性别来看**，CBD 用户中女性（54%）多于男性（46%），其中使用从工业大麻中提取的 CBD 的

女性用户达到 59%。从收入来看，CBD 用户的收入在 5 万美元-7.4 万美元之间的占 17%，大约 33%的用户群体收入高于中位数，39%的用户群体收入低于中位数。从受教育水平来看，CBD 用户通常受过良好教育，只有 1.3%未获得高中毕业证书，近一半的 CBD 用户拥有学士学位或者更高的学历。

图 13: CBD 使用者的用户画像

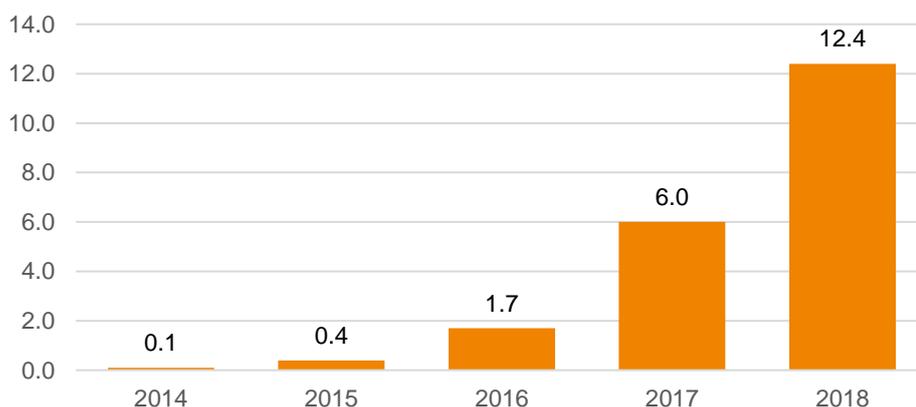


资料来源: Brightfield Group, 天风证券研究所

### 3.2. 市场规模: 百亿规模, 预计未来保持高速增长

随着医疗大麻的功效获得消费者的认可、医疗大麻使用注册的人数不断上升, 近些年医疗大麻的规模快速增长。2014 年加拿大医疗大麻规模仅 0.1 亿加元, 2018 年医疗大麻规模达到 12.4 亿加元 (约合 66.5 亿人民币), 年均复合增长率达到 233.7%。

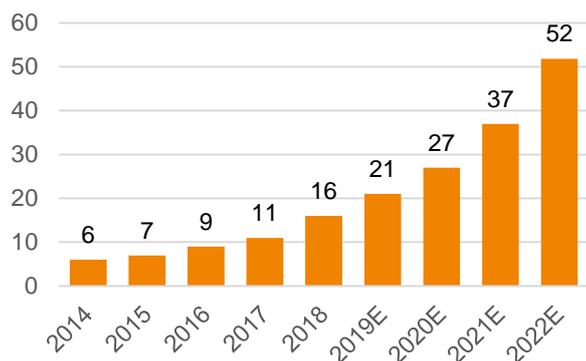
图 14: 加拿大医疗大麻规模 (亿加元)



资料来源: NFD, 天风证券研究所

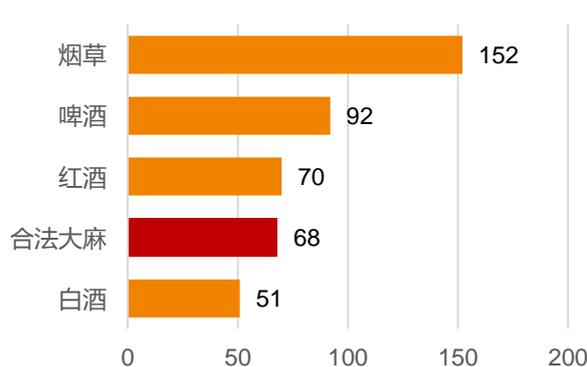
包含医疗大麻在内的全部合法产品也保持较高的增速。根据 2018 年加拿大消费者在相关合法产品上的支出为 2017 年的 2 倍。2018 年加拿大合法大麻产品的规模约 16 亿美元 (约合 114 亿人民币), 预计 2022 年规模超 50 亿美元 (约合 357 亿人民币)。根据 CIBC 分析, 2020 年, 合法大麻产业的零售端价值达 68 亿美元, 超越白酒 (烈酒) 的市场规模, 逼近红酒的市场规模。

图 15：加拿大相关合法产品市场规模（亿美元）



资料来源：cannabusinessplans, 天风证券研究所

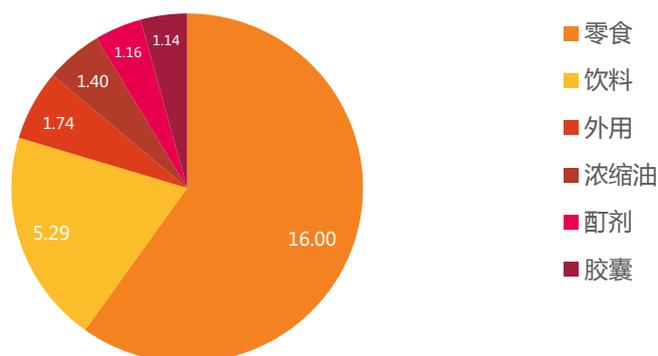
图 16：2020 年加拿大合法产品零售规模有望超越白酒（亿美元）



资料来源：CIBC, 天风证券研究所

加拿大第二波政策合法化后，以 CBD 为代表的大麻素应用场景十分丰富，给了行业很大的想象空间。据 Deloitte 对即将到来的“加拿大大麻 2.0 时代”的大麻提取物进行了预计，**仅在食用等消费领域的大麻提取物将达到 27 亿加元的规模**。根据 Fior Markets 数据，2018 年全球 CBD 市场为 14.54 亿美元，预计至 2026 年将达 173.46 亿美元，而加拿大在 CBD 等大麻提取物的各类型产品的开发和应用促进了市场的增长。

图 17：加拿大大麻提取物的细分应用市场（单位：亿加元）



资料来源：Deloitte, 天风证券研究所

#### 4. 加拿大医疗大麻优质企业：资本助力打通全产业链

医用大麻及 CBD 的产业链主要分为育种及种植、提取和加工以及制成品（主要是医疗/保健药品）的研发和生产几个环节。加拿大市值前三的 Canopy Growth、Aurora Cannabis 和 Cronos Group 均在全产业链领先布局，并且有在产能、研发、渠道和品牌等不同方面均有优势。

国外领先公司的共同点：

- ①**成立较早、资本化助力扩张**：目前市值靠前的国外公司大多起跑较早，在全面合法化之前就有较深的布局；与此同时，公司较快完成上市以募集资金，加速在蓝海市场的扩张。
- ②**全产业链布局**：布局大麻行业全产业链，不仅提高了公司的应对原材料价格波动的调节能力，也提升公司自主研发和创新升级的积极性、产品定价的主动性。
- ③**应用端开发领先**：从产业链来看，未来大麻产业链中“应用端”具有最大的空间。市场给予较高估值的国外公司大多在“应用产品”方面领先竞争对手。例如 Canopy Growth 与饮料巨头星座集团达成了饮料产品的项目合作；Cronos Group 于 2018 年 12 月获得全球

烟草巨头 Altria 奥驰亚的 18 亿美元投资。

本次报告我们重点介绍选择了 2 家公司 Aurora 和 Cronos 作为市值领先的代表进行分析，并选择了我们调研的规模尚小但是快速崛起的上市公司 BBT 公司作为案例，希望通过分析他们的成功经验为投资人提供启示。

#### 4.1. Aurora Cannabis：科技驱动的医疗大麻高产能供应商

Aurora Cannabis (NYSE:ACB) 成立于 2013 年，总部位于加拿大埃德蒙顿，分别于 2014 年 5 月和 2018 年 10 月在 OTCQX 和 NYSE 上市交易。公司主营医用大麻产品的生产和销售，覆盖大麻价值链各环节：工厂的工程和设计、大麻育种、遗传研究、生产、高附加值产品开发，批发及零售。公司在 2018 财年实现盈利，是为数不多的早期实现盈利的医疗和工业大麻企业之一。

图 18：Aurora Cannabis 的发展历程



资料来源：cbc, albertaventure, cantechletter, assets, 天风证券研究所

##### 4.1.1. 战略：全产业链布局+可复制的生产&分销模式

公司主营医用大麻产品的生产和销售，覆盖大麻价值链各环节，包括大麻育种、遗传研究、生产、衍生品、高附加值产品开发，种植，批发及零售。公司产品包括 THC 和 CBD 的干大麻和大麻油等，以及生产大麻所需的配套设备。

公司布局大麻行业产业链上游的种植环节，不仅提高了公司的生产能力和应对原材料价格波动的调节能力，也提升公司自主研发和创新升级的积极性、产品定价的主动性。

公司通过合作商的药房网络进行营销布局产业链下游，通过与 PharmaChoice、Pharmasave 和 Shoppers Drug Mart 签订合作协议，产品远销五大洲的 25 个国家。

图 19：Aurora Cannabis 的公司战略



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：Aurora Cannabis 的国内外分销渠道



资料来源：公司公告，天风证券研究所

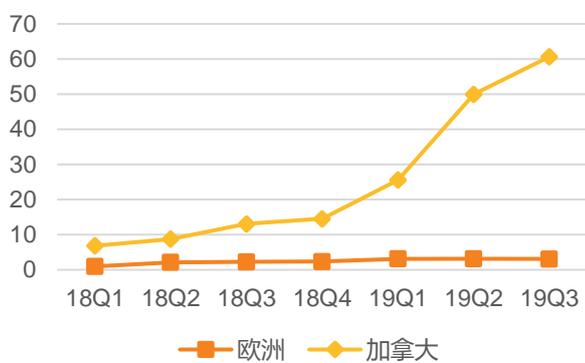
##### 4.1.2. 研发：注重技术创新，推动营收增长

公司使用“Sky Class”级别的设施，利用全球最先进的种植方法和克隆运转蛋白技术，使 Aurora 的产品能够服务于各种终端市场，通过精确控制培养变量（养分、照明、湿度、温度和气流等）低成本生产使 Aurora 能够执行其高利润战略。公司在全球共有 15 家生产工厂，预计 2020 年年产量将超过 625 吨花叶。

公司不仅是医药大麻的生产者，更是医药大麻药物的研发者。除了生产设施的高技术含量，Aurora Cannabis 还在大麻医疗药理学研究领域不断深入，其正在进行或已完成 40 项临床研究、正在进行临床前研究 7 项以及在讨论 27 项临床研究。公司具有较强的临床研究专利意识，并且研究涵盖医疗大麻的多个领域，疾病范围涵盖疼痛、癫痫、创伤后应激障碍、焦虑、阿片类药物依赖、癌症和神经退行性疾病。

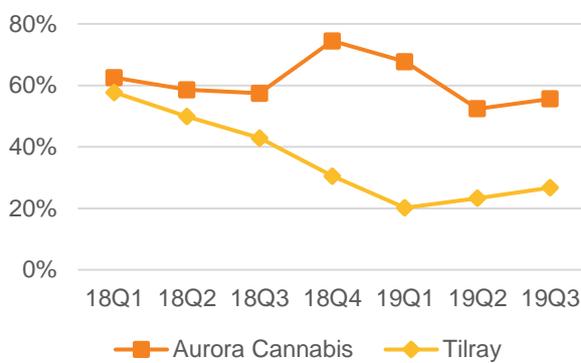
公司抓住行业机会窗口，先期的研发投入使得公司可以在行业迅速发展期进行加拿大和世界市场的放量，第一波合法化的热潮使公司在 2018 财年实现营收 5520 万加元，同比增长 205.51%。上市至今公司营业收入和净利润迅速增长，营业收入的增长率(CAGR)高达 566%。同时，公司通过大规模高科技设施达到低成本生产，实现其高利润战略。

图 21: Aurora 的季度销售额 (百万加元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 22: Aurora 的毛利率情况及与业内同类型的公司 Tilray 作比



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

### 4.1.3. 投资收购: 提高自身竞争力, 进而制定行业标准

Aurora 进行了一系列与运营基础设施整合的战略投资, 使投资回报价值大幅增加, 为公司提供了额外的杠杆作用和进一步加速增长的机会。通过收购 CanniMed、MedReleaf 和 Anandia Labs, Aurora 的研发团队已经拥有 40 多位博士和硕士级别的研究人员, 他们继续进行临床试验, 开发适销对路的知识产权, 建立新的药物输送技术并提高生产效率。公司通过收购 BC Northern Lights 和 Urban Cultivator 等多个种植基地实现自身种植产能扩张。

图 23: Aurora Cannabis 迄今为止实现的收购和战略投资

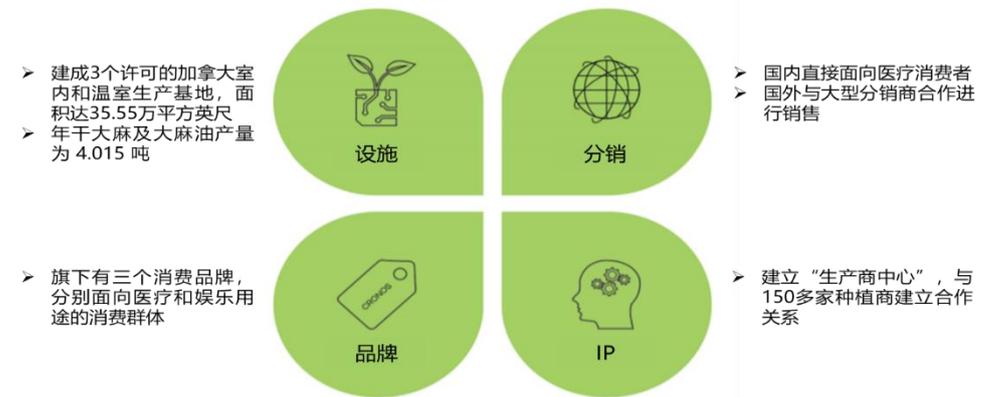


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 4.2. Cronos Group: 发展产能, 打通“烟草+工业大麻+护肤品”三领域

Cronos Group (NASDAQ: CRON)成立于2013年, 总部位于加拿大安大略省, 于2016年7月在NASDAQ上市。公司是全牌照大麻生产商, 并致力于推进工业大麻研究, 技术和产品开发, 目前是加拿大行业内市值第三的公司。2018年12月Cronos获资本助力, 全球烟草巨头奥驰亚(Altria)以18亿美元入股Cronos集团, 占总股本的45%。

图 24: Cronos Group 的发展战略

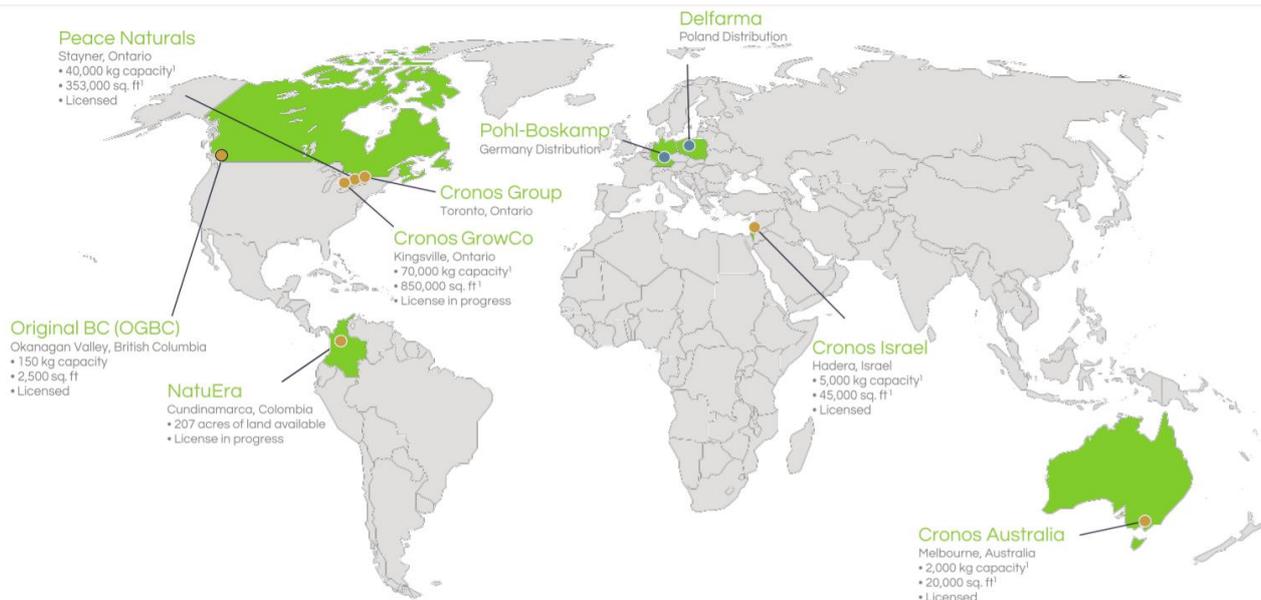


资料来源: 公司公告(2019年4月), 天风证券研究所

### 4.2.1. 生产: 生产能力强, 产量较为领先

公司积极开拓全球化生产, 有较强的生产力和产量。截止2019年4月, 公司建成3个许可的加拿大室内和温室生产基地, 年大麻及大麻油产量为4.015吨; 还有1个国内和3个在国外的生产基地, 这些基地建成后, 总年产量预计达到11.72吨。此外, Cronos还建立了“生产商中心”, 凝聚了150多家大麻种植商, 涵盖加拿大最大的三家Raphael, White Widow, Dancehall种植商为其提供优质原料。

图 25: Cronos Group 的全球工厂和渠道



资料来源: 公司公告(2019年4月), 天风证券研究所

### 4.2.2. 产品&渠道: 多品牌产品布局, 布局本土和欧洲区域市场

公司针对不同的用户需求和当地的合法化政策进行医疗用和娱乐大麻的消费品牌布局。目前公司旗下有 PEACE NATURALS™, COVE™, Spinach™ 三大品牌，其中 PEACE NATURAL™ 专注全球药用大麻市场，在加拿大和欧洲范围内销售 CBD 药物。

在国内采用直销渠道，在国外采用合作分销渠道进行销售。Cronos Group 在加拿大国内开展医疗用和成人大麻的直接销售业务，患者可以通过药房购买 Cronos Group 的产品。Cronos Group 在国外的欧洲市场销售业务通过合作伙伴的分销实现，例如在德国与 1835 年成立的国际化公司制药 Pohl-Boskamp 签订 5 年合作协议，通过 10550 家当地药房进行分销；在波兰与 Delfarma 签订 5 年合作协议，通过当地 5000 家药房和 200 家医院销售。

图 26：Cronos Group 的子品牌和国外分销市场

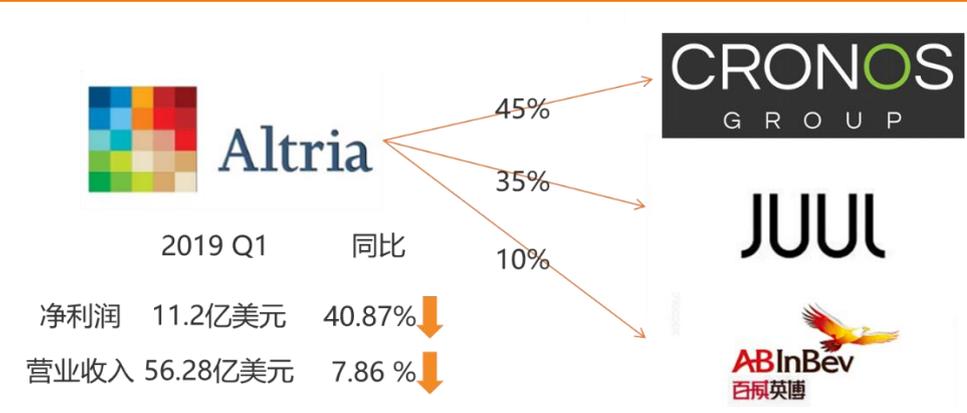


资料来源：公司官网，天风证券研究所

#### 4.2.3. 合作：与烟草巨头 Altria 和化妆品公司 Redwood 强强联合

**获烟草巨头奥驰亚 18 亿美元战略投资入股。**2018 年 12 月，全球烟草巨头奥驰亚 (Altria) 集团宣布以 18 亿美元购买 Cronos Group 45% 的股份，以及 5 年内以 19 加元的股价再收购 Cronos 10% 股权的认股期权。奥驰亚的 CEO Howard Willard 表示，“Cronos 拥有强大的生产能力和优秀的管理团队，是我们在新兴全球大麻产业中的独家合作伙伴，此次战略投资为奥驰亚带来了新增长机会。”根据投资协议，这笔投资不仅仅代表着充足的现金，Cronos 也将会获得奥驰亚在专业知识和市场拓展等方面的指导。

图 27：烟草巨头 Altria 的转型战略——在工业大麻和电子烟领域



资料来源：Dots 机构社区，天风证券研究所

**收购 CBD 化妆品牌 Lord Jones，将打通“烟草+工业大麻+护肤品”三领域。**Cronos Group 于 8 月 2 日宣布，已经与美国公司 Redwood Holding Group 达成近 3 亿美元的收购协议，

后者主营业务是在 CBD 美容品牌 Lord Jones 下销售和分销 CBD 产品，包括添加 CBD 的乳液、软糖、浴盐和油。2018 年 10 月, Lord Jones 成为第一个入驻美容零售商丝芙兰( Sephora ) 的 CBD 品牌，且首批在丝芙兰官网上线。这次 Cronos 收购 Redwood 及旗下 Lord Jones 品牌, 使 Cronos 在快速增长的美国 CBD 市场立足, 以实现打通“烟草+工业大麻+护肤品”三领域的战略布局。

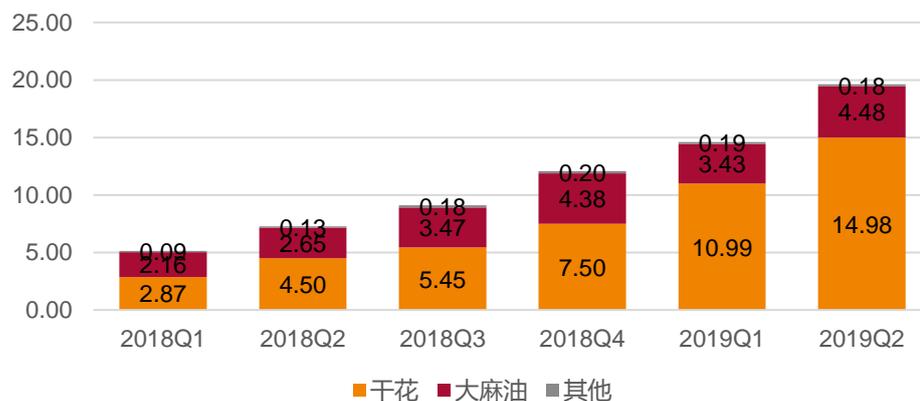
图 28: Lord Jones 旗下的 CBD 化妆品



资料来源: Lord Jones 官网, 天风证券研究所

2018 年以来, 公司营收一直保持高速增长, 2019 年第二季度, 公司收入达 1964 万美元。干花是公司最主要的产品, 占比超 70%。但是在当前扩张阶段, 公司的销售营销费用和行政管理开支均较快增长, 导致目前公司仍处于亏损状态。2019 年第二季度公司税前利润为 -4290 万美元。

图 29: Cronos Group 营收构成 (按产品, 单位百万美元)



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

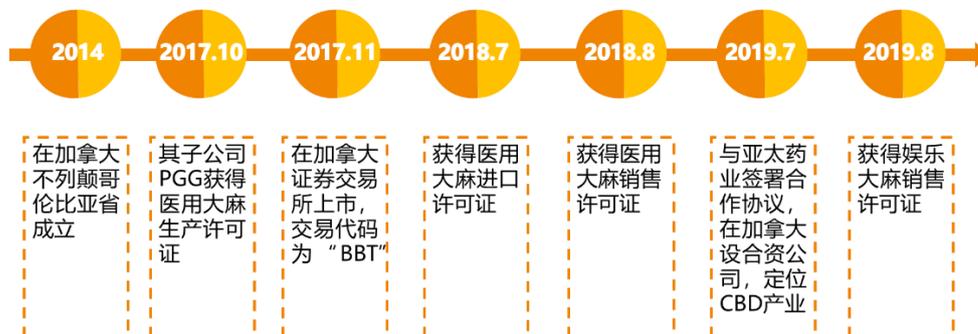
### 4.3. BBT: 高增长潜力的多元化医疗大麻公司

Benchmark Botanicals Inc. (CSE:BBT) 位于加拿大不列颠哥伦比亚省, 是一家多元化的大麻生产商, 专注于医疗大麻、大麻制药等三向垂直市场。公司于 2017 年 11 月在加拿大证券交易所(CSE)上市, 目前拥有医用大麻种植、销售许可证。

公司与亚太药业 (002370.SZ) 达成战略合作协议, 在加拿大建立一家合资公司, 以便在遵守加拿大大麻法和相关法规的情况下, 探索培育、制造、加工和销售大麻二酚 (CBD) 大麻产品; 以及医用大麻的研发和商业用途的高 CBD 含量的大麻油的提取、分离和纯化。

作为成立时间较短但是发展较快的公司，BBT 在全产业链和全球区域布局的发展战略值得借鉴。

图 30：Benchmark Botanics 的发展历程



资料来源：公司官网&公告，天风证券研究所

#### 4.3.1. 产业上游种植环节：建立多个室内及温室生产基地

公司具有加拿大工业大麻种植牌照和 5 个种植室。公司的全资子公司 Potanicals Green Growers Inc. (PGG) 是加拿大卫生部许可的工业大麻持牌生产商，后者在 Peachland Cannabis Complex 进行室内工业大麻种植和生产，占地 12,700 平方英尺(约 1180 平方米)，拥有 5 个种植室，生产能力为 550 公斤干大麻。除了种植和生产外，公司的 Peachland 工厂还涉足育种、研发，并使用 CO<sup>2</sup> 萃取技术提取和加工 CBD，并且公司在争取 EU-GMP 的认证过程。

公司通过扩建和另建种植基地实现产能扩张。公司将在 Peachland Cannabis Complex 扩建另外的 50,000 平方英尺(约合 4645 平方米)二期种植设施。另外，公司与 1139000 BC 公司建立合作协议，由后者在不列颠哥伦比亚省建 4 英亩的 Pitt Meadows 温室生产基地，总面积为 17.42 万平方英尺(约合 1.62 万平方米)，该设施是公司未来的第二个生产设施，将使用最先进的安全，监测和灌溉系统。在 Benchmark 的扩张计划完成后，公司将拥有 23.69 万平方英尺(约合 2.2 万平方米)的生产设施。

图 31：BBT 的 Pitt Meadows 温室生产基地



资料来源：公司官网，天风证券研究所

此外，公司计划实施自动化生产系统，该系统具有完全受控的环境、营养和灌溉系统，以保证更高的产量，并且与其他的室内大麻种植设施相比使用了最低劳动力成本和运营成本。

#### 4.3.2. 产业中游加工环节：加工提纯技术较先进

公司拥有超临界二氧化碳提取技术和设备，并有优良可供加工的品种。2018 年公司获得加拿大卫生部的工业大麻进口许可证后，工厂被允许种植和生产 60 多种不同的大麻品种，并拥有超临界二氧化碳提取技术和设备，用于大麻油的冷分离提取方法，将确保提取最高质量的 CBD 油。

#### 4.3.3. 产业下游：初获许可，产品的销售具有很大潜力

公司拥有医疗大麻的销售许可证。2018 年 8 月 31 日，BBT 的全资子公司 Potanicals 获得了加拿大卫生部颁布的在“获取医疗用途大麻条例”（“ACMPR”）下出售医疗大麻的许可证；2019 年 7 月 26 日，Potanicals 获得加拿大卫生部颁发的销售许可证，该许可证允许 Benchmark 向加拿大各省的分销商和零售商供应和销售大麻产品，包括医疗干大麻、胶囊和其他形式的大麻产品。

Benchmark Botanicals 首席执行官 William Ying 表示，“获得加拿大卫生部的销售许可证非常重要，标志着 Benchmark 的发展迈出了一大步…销售许可证使公司能够销售大麻衍生产品，并且在食品市场的第二波合法化的背景下，我们的销售许可证将使我们能够进入加拿大医疗和娱乐市场，进而实现国际市场的供应。”

#### 4.3.4. 全球区域布局：将建立良好品牌和渠道关系

与欧盟发展合作伙伴关系。Benchmark Botanicals 已为欧洲未来的销售和分销建立了重要的欧盟合作伙伴关系。这些伙伴关系将有可能使该公司从荷兰进口种子和菌株，将大麻和大麻产品出口到德国，并从西班牙开发和生产新的大麻及其繁殖材料，以便在加拿大和全球市场进口，销售和分销。

- 荷兰：该公司已获得商标许可协议，授权该公司在加拿大使用“The Bulldog”商标。在荷兰开设大麻咖啡店出售大麻蛋糕。
- 德国：Benchmark Botanicals 正在德国积极寻求商业伙伴关系，以出口大麻和大麻产品。
- 西班牙：公司与西班牙的 BBG Projects 公司签订了合作协议，用于繁育和生产新的大麻植物品种，以便在加拿大和全球市场销售和分销。BBG Projects 已同意向 Peachland 的 Benchmark 研发中心提供大麻种子培育、克隆和菌株开发的专有技术。

亚太地区营养保健战略。公司重视具有巨大增长潜力的亚太市场，从 2018 年 11 月韩国成为第一个将医疗大麻合法化的东亚国家开始，泰国和马来西亚也纷纷起草立法，将医药大麻非刑事化，这使得公司对亚太地区的医疗用大麻的政策落地和市场放量寄予厚望。因此公司的亚太地区营养保健战略是通过合资企业的方式，旨在未来成为第一家在亚太地区进入和销售营养保健大麻的加拿大特许生产商。

## 5. 哪些中国企业在布局加拿大？

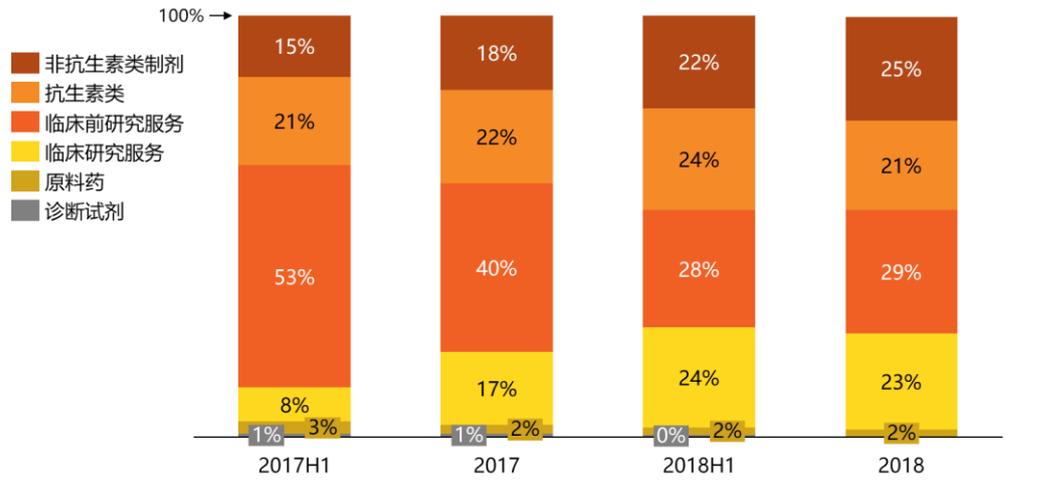
### 5.1. 亚太药业：与加拿大 BBT 公司设立合资公司，布局 CBD 全产业链

#### 5.1.1. 亚太药业定位医疗大健康，从事医药生产制造和提供医药研发外包业务

浙江亚太药业股份有限公司（002370）是一家从事医药生产制造业务和提供医药研发外包服务的公司，其中医药生产制造业务包括化学制剂、原料药、诊断试剂的研发、生产、销售。公司由浙江亚太集团有限公司和绍兴县双梅工业供销公司投资设立投资，2010 年 3 月 16 日在深交所正式挂牌上市。

公司战略不断调整，制药和服务业务并驾齐驱。近年来医药政策规范化的背景下，公司回归发展医药制造和研发的业务，成功在医药改革的背景下实现战略调整，集医药生产制造和医药服务为一体、双向并重，2018 年末，按业务类型划分，抗生素类和非抗生素类制剂、临床和临床前研究服务的营收占比接近。2018 年公司实现营业收入 13.10 亿元，较上年同期增长 20.94%；归属股东净利润 2.08 亿元，较上年同期增长 2.79%。

图 32：公司业务类型不断调整（营收占比）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 5.1.2. 看准加拿大工业大麻发展机会，与 BBT 公司设立合资公司

在医疗大健康战略背景下，公司积极寻找新的业务增长点，公司敏锐发掘到工业大麻中的 CBD 成分具有独特的药用功效，并认识到海外市场的巨大机会，着手布局海外大麻市场，与加拿大公司 BBT 和 RI 在大麻产业领域开展合作。

亚太药业看中 BBT 公司在产业链上具有独特优势。在育种方面，BBT 公司具有育种优势。公司开展自身育种业务，育有 CBD 含量高达 17%-18% 以上的品种。相比之下国内 2019 年过审的汉麻 7 号和龙汉麻 5 号，后两者对应 CBD 含量只有 1.21% 和 1.12%。在 CBD 萃取方面，公司有两套不同萃取的技术，可分离提取出 CBG、CBN、CBV 等多种大麻素，能够把 THC 和 CBD 精确的分离开，产出纯度 99.9% 的大麻素产品。因为公司本身从事种植和加工的业务，可以有效的控制成本，在此基础上实现从生产供应到销售的一体化，提高经济效益。

图 33：亚太药业看中 BBT 公司在产业链各环节的优势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019 年 5 月 27 日，公司与 BBT、RI 签署了《投资合作协议》，三方拟在加拿大设立合资公司。合资公司 YATAI&BBT Biotech Ltd. 注册资本为 1400 万加元（折合人民币约 7168 万元），其主营业务为“探索与大麻行业相关的商业机会，在符合加拿大大麻法规的前提下，以推动高含量 CBD（大麻二酚）工业大麻的培育、种植、加工、销售和医用大麻的种植、研发以及高纯度 CBD 为主的大麻素的萃取、分离、提纯及其多领域的商业化应用”。

亚太药业以现金出资 700 万加元（折合人民币约 3584 万元），占注册资本的 50%，为合资公司的控股股东；BBT 以其全资子公司 Potanicals Green Growers Inc.（PGG）拥有的由加拿大卫生部颁发的大麻种植、萃取、销售牌照，为公司的种植场地申请牌照为对价出资 350 万加元（折合人民币约 1792 万元），占注册资本的 25%；RI 以现金出资 350 万加元（折合人民币约 1792 万元），占注册资本的 25%。

图 34：亚太药业与 BBT、Rippington Investment 的合资公司情况

亚太药业的义务	BBT公司的义务
<ul style="list-style-type: none"> <li>①履行国家商务部和发改委的关于对外投资的核准和/或备案手续。</li> <li>②向外汇管理部门申请外汇审批流程。</li> <li>③为公司额外融资提供协议中所述的援助。</li> <li>④发挥在医药领域的药品研发、生产、销售方面等优势，促进大麻素在医药领域的发展。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①负责确认经营场地。②利用 PGG 拥有的大麻生产许可证，负责经营场地上的大麻培育、种植、加工、销售许可证申请。③为高纯度CBD大麻的育种、生产、加工提供技术支持。④共享目前BBT已有的销售渠道和相关信息资源。⑤确保育种目标为CBD含量达15%以上的大麻品种。⑥确保经纯化后的大麻CBD的纯度依据其使用领域保持在35%-99.99%的纯度。</li> </ul>
	RI公司的义务
	<ul style="list-style-type: none"> <li>①负责筹集350万加元的认购资金汇入加拿大注册会计师账户。②协助注册公司。③负责协调并帮助取得项目经营场地。④协调帮助经营场地上的大麻培育、种植、加工、销售牌照申请及负责协调公司后续运行的相关事宜。</li> </ul>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**合资公司注册顺利，协议规定的第一批投资款均已出资到位。**据公司 2019 年 7 月 31 日发布公告，合资公司 YATAI & BBT Biotech Ltd.已于温哥华时间 2019 年 6 月 17 日由加拿大律师代为注册。根据《投资合作协议》约定的分为两期的投资款，RI 的第一期投资款 200 万加元和亚太药业的第一期投资款 400 万加元均已出资到位。合资公司 YATAI & BBT Biotech Ltd.向 RI、公司发行相应股份，公司取得股份认购证书。《投资合作协议》各方将按照相关约定，履行后续出资义务，合资公司将发行相应股份。另外合资公司的董事为陈尧根、刘海峰、孙大庆，亚太药业的董事长陈尧根任合资公司董事长。

### 5.1.3. 发挥各方优势，瞄准药用大麻领域

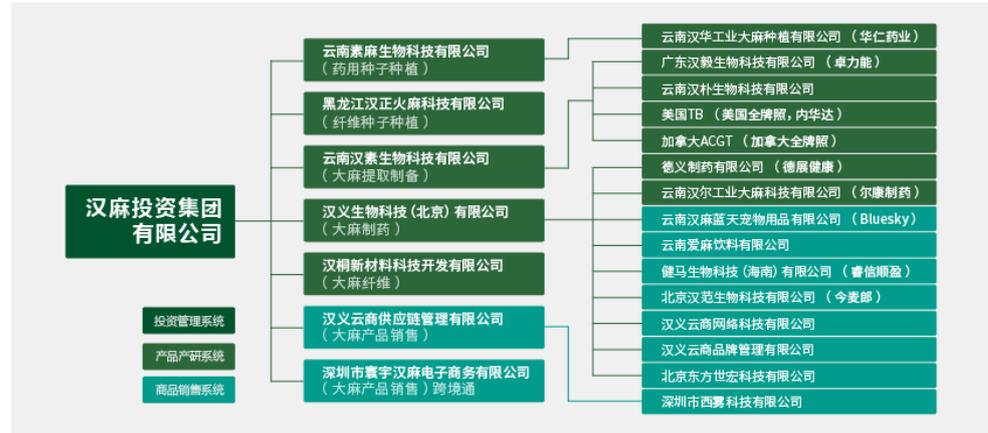
**合资公司瞄准 CBD 药用市场。**虽然目前在加拿大已开启全部大麻合法化，但亚太发现药用大麻的市场具有更高的附加值和利润率，并且具有增速快、比一般制药行业投资回报快的特点（药用大麻厂可一年实现盈亏平衡），因此亚太将布局重点放在药用大麻 CBD 产品方面。药用市场分两种，一类是需经临床实验和审批再投入市场的药物，另一类是可迅速投入市场的 CBD 保健品，包括直接萃取的 CBD 油，市场应用比较广泛，迅速投入市场就能产生利润。合资公司瞄准的 CBD 药用市场是将来发展的趋势，同时也是公司重点开发的市场。

**布局与双方的优势和战略吻合。**BBT 具有大麻从育种、种植、大麻产品分离提取、高纯度 CBD 为主的提取产品的应用研究和生产销售经验，亚太药业近年来一直在寻求医药行业全球化的机遇，构建大健康产业生态系统，2017 年在武汉成立亚太生命科学院，能够为未来 CBD 药用研发提供技术和人才支持。亚太药业和 BBT 合作，可以利用双方的资源互补，抓住加拿大市场快速发展的机会，为公司进一步贡献业绩。

## 5.2. 汉麻集团：投资加拿大生物公司、与加拿大生产渠道商合作

汉麻集团是国内工业大麻全产业链投资公司，在全球范围内种植、萃取、研发及生产销售工业大麻相关产品，其产品涵盖生物制药、生活用品、纺织纤维、复合材料、生物质能等多个领域，其旗下企业分别在种子资源、工业大麻的生物萃取与分离、工业大麻的产业化应用等方面拥有较明显的优势。其中，云南汉素是汉麻集团子公司，拥有中国首个符合 GMP 标准的大麻加工许可证，是中国最大的单体大麻二酚及其他大麻酚类物质萃取基地之一。

图 35：汉麻集团产业链布局情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

汉麻集团通过投资加拿大当地生物公司、与加拿大生产渠道商合作布局加拿大市场。

### 5.2.1. 拟认购加拿大生物公司 35% 股权，从事加拿大工业大麻研发和销售工作

2019 年 4 月 20 日，云南汉素及其控股股东汉麻集团与加拿大 DNA 测序和分子生物学公司 ACGT DNA Technologies Corporation 订立投资协议，云南汉素拟认购 ACGT 的 35% 权益，成为 ACGT 单一最大股东。ACGT 公司成立于 1995 年，已有 20 多年的历史，持续致力于寡核苷酸合成和 DNA 测序服务，为医院和大学实验室以及本地、加拿大和全球医用大麻公司提供产品和服务。该公司已申请大麻种植提取牌照，并致力于打造大麻基生物制药的国际知名企业。

双方协议包括：①研究业务：双方将在工业大麻种子育种及保护、植株鉴定、大麻素提取纯化、新药研发等领域展开深度合作；②销售业务：ACGT 有权作为汉麻集团及其附属公司的独家代理，直接或间接在加拿大或从加拿大获取、采购或出口各种类型的 Cannabis 及 Hemp 及其任何提取物或衍生物，汉麻集团通过 ACGT 从加拿大获得、采购或进口相关产品进入中国。

### 5.2.2. 与加拿大工业大麻产品生产及渠道推广商 BlueSky 公司合作

2017 年 8 月加拿大工业大麻产品生产及渠道推广商 BlueSky 公司 CEO 拜访汉麻集团，双方在大麻二酚（CBD）及其他工业大麻产品的联合开发，加拿大、澳大利亚的市场开拓和营销推广等方面达成了合作共识。2018 年 8 月汉麻集团与 BlueSky 签署合资协议，在全球工业大麻宠物市场进行深入合作。BlueSky 在工业大麻行业深耕十余年，在近百个国家拥有成熟的宠物产品渠道布局，同时进行围绕工业大麻的多种终端产品的研究与开发。

## 6. 调研结论：看好医疗大麻前景，关注布局加拿大医疗大麻市场的中国企业

通过本次调研我们发现：

### 1、加拿大医疗大麻发展史：曾为受限产品，医疗积极用途推动政策变化

大麻最早由欧洲殖民者引入加拿大，最初被作为纺织用经济作物种植。1923 年加拿大议会通过《毒品药品修正法案》，医疗大麻一同被加入受限产品名单。2001 年加拿大政府颁布了该国第一版医用大麻法。政策的变化使得能够接触到大麻素相关产品的人数增加。

## 2、加拿大监管政策：许可证制度管理，今年开启“第二波合法”

目前加拿大采用许可证制度对企业进行监管。对于医疗用途的大麻，加拿大有种植、加工和销售三种许可牌照，许可证申请难度较大，按过去 5 年的经验，全新牌照申请或需 3-5 年时间。工业大麻的申请流程较为简单，申请者只需提交个人或企业的基本信息和工业大麻种植的相关信息即可向加拿大卫生部申请。今年 10 月 17 日，加拿大将开启第二波合法化——放开相关可食用产品，新开放的产品市场规模预计将达 27 亿美元。

## 3、加拿大市场规模：加拿大使用医疗大麻人数大幅增长，行业保持高增速

2018 年，加拿大通过医疗用途许可注册的人数超 30 万人。有 13% 的受访者表示过去一年内使用大麻用于治疗疾病。近些年加拿大医疗大麻的规模快速增长。2014 年加拿大医疗大麻规模仅 0.1 亿加元，2018 年医疗大麻规模达 12.4 亿加元（约合 66.5 亿人民币），年均复合增长率达 233.7%。包含医疗大麻在内的加拿大全部合法产品规模也保持高速增长。2018 年加拿大合法大麻产品的规模约 16 亿美元，预计 2022 年超 50 亿美元（约合 357 亿人民币）。

## 4、加拿大代表性公司：巨头如何布局？中小企业如何突围？

市值较大的企业代表，Aurora Cannabis 和 Cronos Group 均在全产业链领先布局。Aurora Cannabis 是科技驱动的医疗大麻高产能供应商，注重技术创新，通过先进设施助力产能扩张。Cronos Group 获全球烟草巨头奥驰亚（Altria）18 亿美元入股，努力打通“烟草+工业大麻+护肤品”三领域。

中小企业代表，BBT 公司表现亮眼，作为加拿大多元化医疗大麻公司，BBT 有多个室内及温室生产基地，加工技术领先，获得了加拿大卫生部颁布的出售医疗大麻的许可证，并与欧洲和亚太地区多个企业建立良好品牌和渠道关系，进一步加强全球布局，是近几年在加拿大医疗大麻领域快速发展的公司。

## 5、哪些中国企业在布局加拿大？

目前仅有为数不多的中国企业布局加拿大市场。

亚太药业（002370）与加拿大上市公司 BBT 设立合资公司，探索与大麻行业相关的商业机会，推动高含量 CBD 工业大麻的培育、种植、加工、销售和医用大麻的种植、研发以及高纯度 CBD 为主的大麻素的萃取、分离、提纯及其多领域的商业化应用。亚太药业看中 BBT 公司在加拿大医用大麻全产业链的优势。亚太药业和 BBT 的合作，可以利用双方的资源互补，抓住加拿大市场快速发展的机会，为公司进一步贡献业绩。

汉麻集团通过投资加拿大当地生物公司、与加拿大生产渠道商合作布局加拿大市场，在加拿大工业大麻研发、工业大麻宠物市场开发方面达成合作。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com