

2024年07月19日
永吉股份(603058.SH)

SDIC

 **公司深度分析**

证券研究报告

纸包装

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

11.47元

股价(2024-07-18)

8.40元

交易数据

总市值(百万元)	3,527.88
流通市值(百万元)	3,507.29
总股本(百万股)	419.99
流通股本(百万股)	417.53
12个月价格区间	5.64/10.23元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.2	-5.1	-4.7
绝对收益	11.6	-6.5	-13.4

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

刘夏凡

联系人

SAC 执业证书编号: S1450123040055

liuxf3@essence.com.cn

相关报告

烟酒包装主业稳健， 医用大麻旭日方升

■ **永吉股份：烟酒包装细分龙头，医用大麻打造第二增长曲线。**公司成立于1997年，是贵州省规模最大的烟标和纸质包装供应商。公司股权结构稳定集中，实控人持股46.92%。公司持续分红回馈股东，16年上市后累计现金分红5.10亿元，已超直接融资总额。近6年公司营收CAGR约13.62%；历经行业短期调整后2023年利润快速修复，2024Q1收入、利润同比分别增长29%、31%，延续业绩回升。23年公司毛利率31.58%、净利率17.52%，伴随烟酒包装业务产能利用率提升以及新业务医用大麻快速发展，公司盈利中枢持续提升且有望保持行业领先。

■ **烟酒包装需求稳定，现金牛资产稳健增长。**公司传统主业纸包下游卷烟和白酒需求稳定，且进行高端化升级，烟酒包装市场规模整体有望保持稳定。精品烟包、高端酒包的客户进入门槛较高，龙头份额保持稳定。尽管行业近年受烟草客户持续推进降本增效及招投标政策影响，但龙头竞争优势明显下滑幅度相对有限。公司核心客户贵州中烟合作稳固，同时已开拓省外客户江苏中烟、湖南中烟；此外公司可转债募投项目酒包新产能23年开始陆续释放，助力新客户不断拓展。

■ **全球医用大麻市场广阔，新业务有望持续成长。**在人口老龄化问题愈加重以及慢性病和其他疾病的患病率不断上升背景下，潜在治疗作用较好的医用大麻益处被不断证明及认知，2023年以来全球医用大麻合法化政策加速推进，全球医用大麻市场有望快速增长。预计2021年-2028年全球医用大麻市场规模将以19.2%的CAGR自117亿美元增长至400亿美元。其中，2016年澳大利亚将医用大麻合法化，医用大麻市场踏上快车道，已经成为医用大麻全球第四大市场，预计2020-2028年澳大利亚医用大麻市场将以46%自0.97亿美元增长至20亿美元。公司（通过子公司TB）战略布局澳洲医用大麻。公司产品包括干花类和精油类，长期保有10-15款产品在售。零售渠道铺设进展较快，已完成澳洲市场90%以上药房上架，2023年TB实现收入8108万元，同比增长110%。产能方面，得益于澳洲塔斯马尼亚州生产基地得天独厚自然环境、极低电价优势，公司产能迅速扩张。公司共拥有20英亩种植基地，2023年TB温室面积达4000平，干花产能近2000千克。公司现有产能趋近饱和，快速扩张新产能。1万平现代化温室（10个生长室）已于2023Q4建成，1-4号生长室已投产新增2000千克产能，5-6号生长室预计将于2024年6月投产，将增加产能1400千克；2024年户外干花产能预计将提高至1000千克。

■ **投资建议：**我们预计永吉股份2024-2026年营业收入为9.83、11.58、13.51亿元，同比增长20.25%、17.80%、16.63%；归母净利润为1.66、2.15、2.89亿元，同比增长65.55%、29.55%、34.54%，对应PE为22.5x、17.4x、12.9x，给予公司24年29.41xPE，对应目标价11.47元。

目 风险提示：医用大麻业务开展不及预期、医用大麻限制政策解除程度及需求增长不及预期；纸包主业客户拓展不及预期、纸包主业存量客户订单及均价稳定性不及预期、盈利预测及假设不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	653.3	817.7	983.3	1,158.3	1,350.9
净利润	37.8	100.2	165.8	214.8	289.0
每股收益(元)	0.09	0.24	0.39	0.51	0.69
每股净资产(元)	2.51	2.55	2.78	3.12	3.58

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	98.9	37.3	22.5	17.4	12.9
市净率(倍)	3.5	3.5	3.2	2.8	2.5
净利润率	5.8%	12.2%	16.9%	18.5%	21.4%
净资产收益率	3.6%	9.3%	14.2%	16.4%	19.2%
股息收益率	5.6%	0.9%	1.5%	1.9%	2.6%
ROIC	4.8%	15.0%	15.3%	16.6%	22.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 永吉股份：烟酒包装细分龙头，医用大麻打造第二增长曲线	5
1.1. 烟标+酒标双轮驱动，医用大麻逐步发展	5
1.2. 股权结构集中稳定，持续分红回馈股东	5
1.3. 业绩保持稳健成长，盈利能力行业领先	7
2. 烟酒包装需求稳定，现金牛资产稳健增长	8
2.1. 烟酒包装市场稳定，集中度有望稳步提升	8
2.2. 烟标酒包一体两翼，传统包装主业稳健发展	11
3. 全球医用大麻市场广阔，新业务有望持续成长	13
3.1. 政策东风渐起，医用大麻行业快速发展	13
3.2. 澳洲产能持续扩张，新业务未来成长可期	16
4. 盈利预测及估值	18
5. 风险提示	20

目 录

图 1. 公司发展历程	5
图 2. 永吉股份股权结构（截至 2024 年 7 月 10 日）	6
图 3. 公司现金分红及归母净利润	6
图 4. 永吉股份营收及同比增速	7
图 5. 永吉股份归母净利润及同比增速	7
图 6. 永吉股份主营收入按地区拆分	7
图 7. 永吉股份主营收入按产品拆分	7
图 8. 永吉股份及可比公司毛利率	8
图 9. 永吉股份及可比公司净利率	8
图 10. 永吉股份及可比公司费用率	8
图 11. 永吉股份及可比公司 ROE（摊薄）	8
图 12. 烟标及酒包图示	9
图 13. 烟标龙头烟标毛利率	9
图 14. 烟标龙头烟标均价（元/套）	9
图 15. 卷烟产量和销量及同比增速	10
图 16. 中国人口数量及增速	10
图 17. 白酒企业总营收和业绩及增速	10
图 18. 烟标竞争格局	11
图 19. 公司烟标酒包主要客户	11
图 20. 公司烟标产能及产量	12
图 21. 公司酒包产能及产量	12
图 22. 公司现金流情况	13
图 23. 全球医用大麻市场规模	14
图 24. 全球工业及医用大麻龙头营收	14
图 25. 全球大麻龙头毛利率	14
图 26. 澳洲医用大麻市场规模	16
图 27. 澳洲不同产品形态产品销量占比	16
图 28. 公司资本开支	18
表 1: 各类大麻酚功效	13

表 2: 全球各国大麻限制等级梳理 (截至 2021 年 10 月)	15
表 3: 全球医用大麻合法化政策梳理	15
表 4: 公司大麻业务子公司情况梳理	17
表 5: 公司医用大麻产能梳理	17
表 6: 永吉股份盈利预测	19
表 7: 永吉股份及可比公司 (截至 2024 年 7 月 19 日)	20

1. 永吉股份：烟酒包装细分龙头，医用大麻打造第二增长曲线

1.1. 烟标+酒标双轮驱动，医用大麻逐步发展

“烟标+酒盒”双轮驱动，拓展医用大麻业务。贵州永吉印务股份有限公司成立于1997年，并于2016年12月23日在上海证券交易所正式上市交易。公司是贵州省规模最大的烟标和纸质包装供应商，主要产品包括烟标、药盒、酒盒、铝纸和框架纸，主要客户为贵州中烟等。2022年公司发行可转债，募资1.46亿元，主要用于新建酒盒产能。同时，公司积极拓展海外医用大麻业务、半导体外延衬底设备业务。医用大麻已成为第二增长曲线，半导体外延衬底设备业务方面，公司已完成高温气相沉积设备研制在境内技术路径升级和零部件供应链整合，进入客户验证阶段。

图1. 公司发展历程

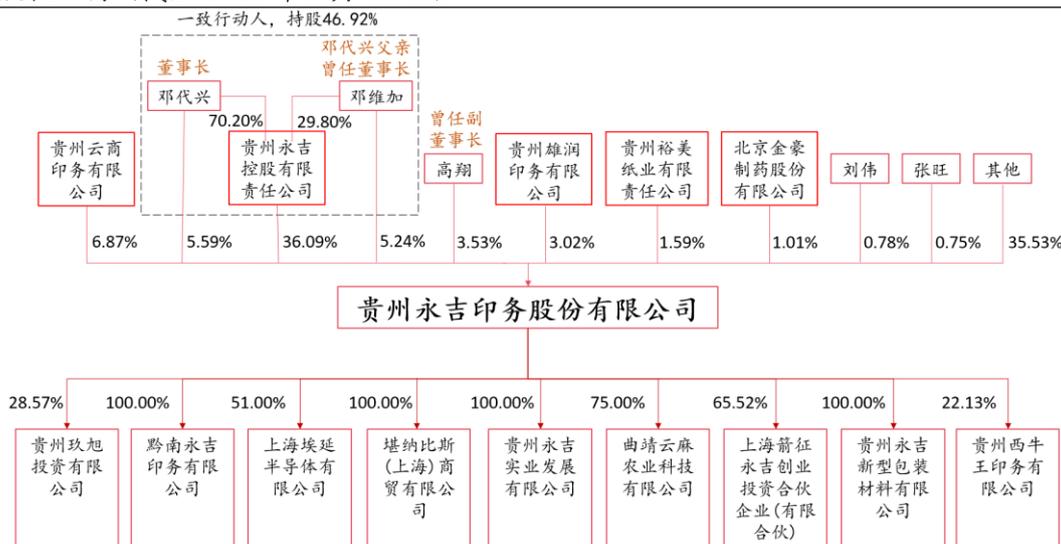


资料来源：公司公告，公司官网，国投证券研究中心

1.2. 股权结构集中稳定，持续分红回馈股东

公司实控人持股46.92%。公司实控人为公司董事长邓代兴及曾任董事长的邓维加，分别直接持股5.59%、5.24%，分别间接持股25.34%、10.75%，股权结构较为稳定。公司管理层经验丰富，在印刷、制药领域深耕多年。

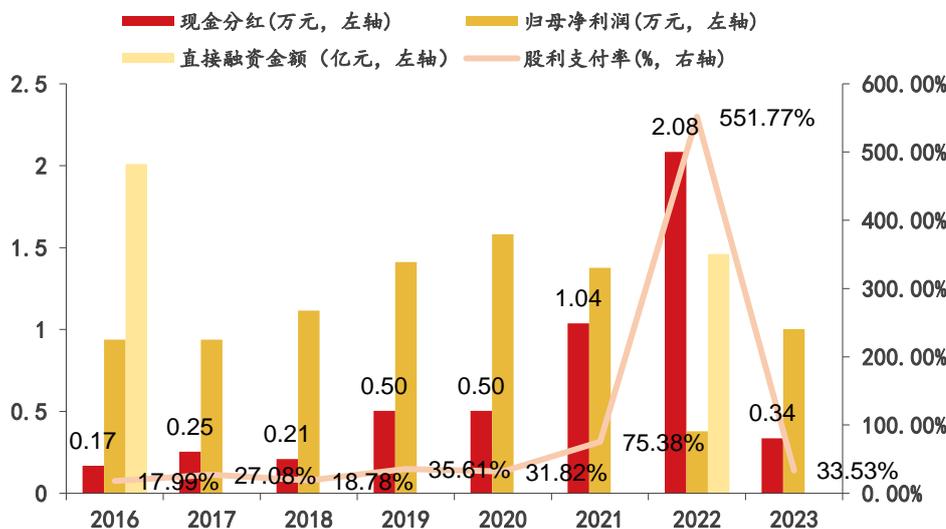
图2. 永吉股份股权结构（截至 2024 年 7 月 10 日）



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

持续分红回馈股东，上市后累计现金分红已超直接融资额。2016 年上市后公司累计现金分红达到 5.10 亿元，其中，2022 年股利支付率高达 551.77%，2023 年股利支付率为 33.53%。公司自 IPO 至今共向市场实施两次直接融资计划，包括 2016 年 IPO 和 2022 年可转债，累计融资 3.47 亿元。

图3. 公司现金分红及归母净利润



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

1.3. 业绩保持稳健成长，盈利能力行业领先

营收稳健增长，2024H1 归母净利润快速增长。2018-2023 年公司营收以 13.62% 的 CAGR 增长至 8.18 亿元。2018-2021 年公司归母净利润以 7.21% 的 CAGR 增长至 1.38 亿元。2022 年公司归母净利润承压，主要系证券投资产生的公允价值变动损益等同比下降 141.45% 至 0.59 亿元，致非经常损益同比下降 139.37% 至 0.45 亿元。23 年公司中标江苏中烟三款烟标产品，烟标收入提速增长，医用大麻收入呈逐月增长趋势，全年收入同比增长 109.48% 至 0.81 亿元，总营收同比增长 25.16% 至 8.18 亿元，归母净利润同比增长 165.22% 至 1.00 亿元。24H1 公司预计归母净利润为 0.74-0.79 亿元，同比增长 162.47%-180.21%，扣非归母净利润 0.72-0.77 亿元，同比增长 162.00%-180.19%，主要系 1) 医用大麻业务收入同比增长 70%；2) 贵州省外烟标印刷业务收入同比增长；3) 2023Q2 受烟标二维码升级改版影响基数较低。

图4. 永吉股份营收及同比增速

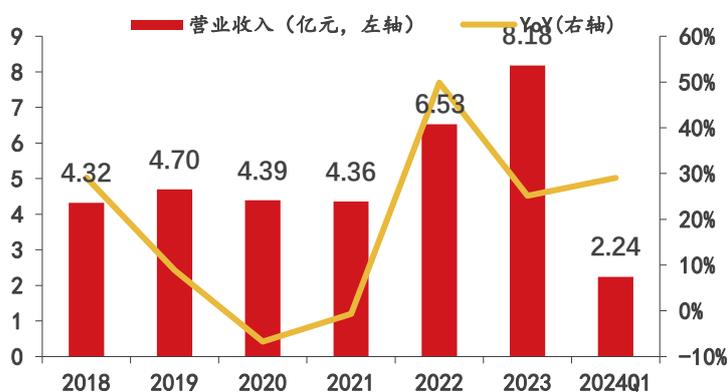
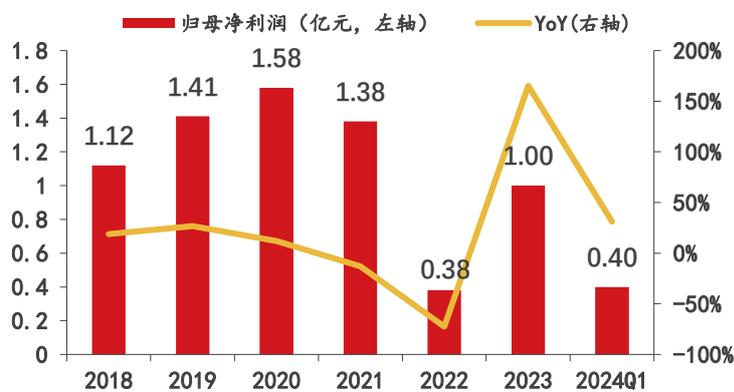


图5. 永吉股份归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，wind，国投证券研究中心

资料来源：公司公告，wind，国投证券研究中心

23 年烟标营收占比收缩至 68.60%，新业务医用大麻占比提升至 9.92%。伴随酒盒、医用大麻业务收入增长，23 年营收占比分别达到 5.92%、9.92%，2018-2023 年公司主业烟标收入占比自 86.80% 下降至 68.60%。分市场看，2023 年贵州/省外地区/澳大利亚收入占比分别为 81.32%/10.88%/7.8%。

图6. 永吉股份主营收入按地区拆分

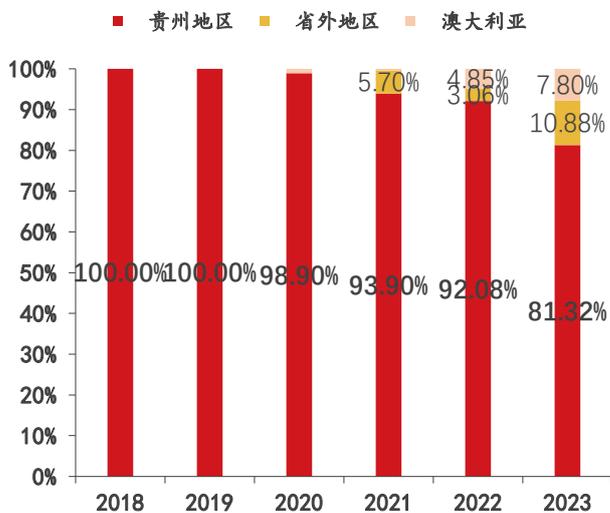
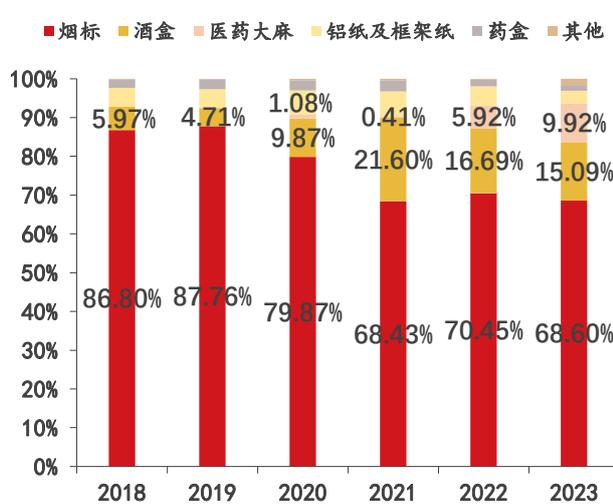


图7. 永吉股份主营收入按产品拆分

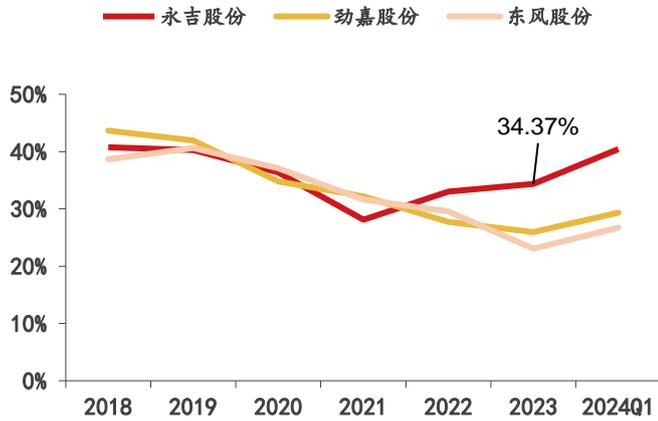


资料来源：公司公告，wind，国投证券研究中心（此处包含纸品营收）

资料来源：公司公告，wind，国投证券研究中心（由于纸品的所有营收需内扣，因此此处已剔除）

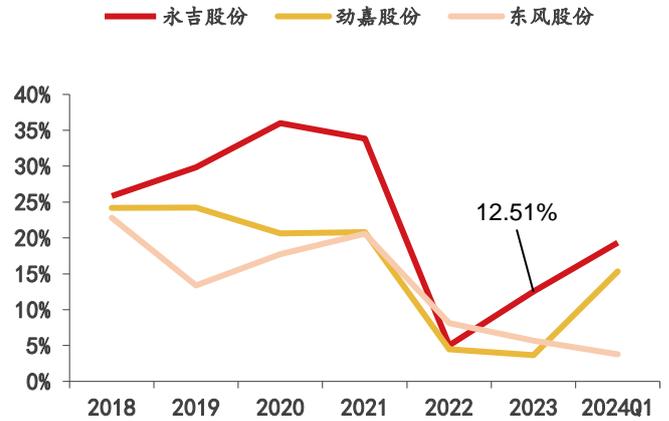
盈利能力行业领先，毛利率底部稳步回升。公司 2018-2021 年公司毛利率逐年承压，主要系烟标毛利率受到下游降本增效影响承压。22 年以来，伴随高毛利的医用大麻收入体量增长，带动毛利率逐年回暖，2021-2023 年自 28.11% 提升至 34.37%，且 22、23 年高于其他可比公司。费用率方面，近年期间费用率伴随新业务拓展有所提升，23 年为 19.93%。

图8. 永吉股份及可比公司毛利率



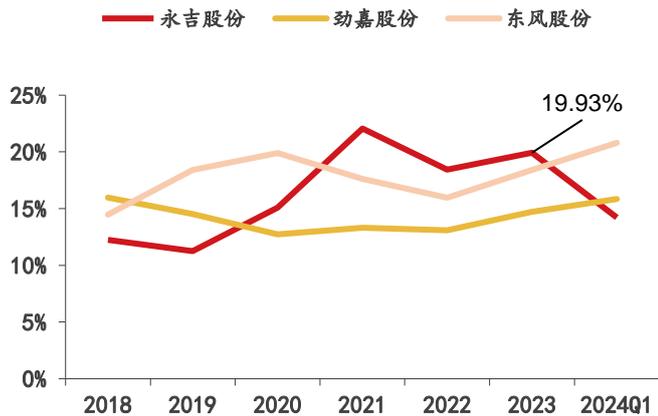
资料来源：公司公告，wind，国投证券研究中心

图9. 永吉股份及可比公司净利率



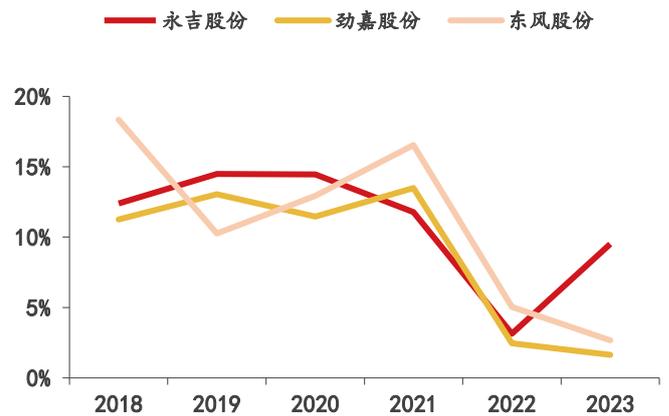
资料来源：公司公告，wind，国投证券研究中心

图10. 永吉股份及可比公司费用率



资料来源：公司公告，wind，国投证券研究中心

图11. 永吉股份及可比公司 ROE (摊薄)



资料来源：公司公告，wind，国投证券研究中心

2. 烟酒包装需求稳定，现金牛资产稳健增长

2.1. 烟酒包装市场稳定，集中度有望稳步提升

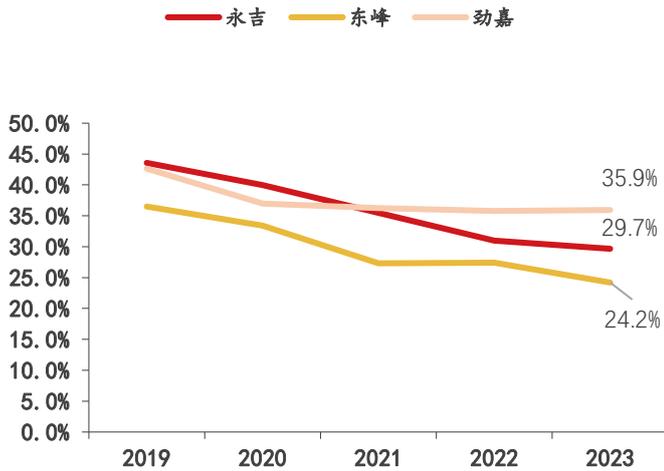
烟标技术壁垒高、附加值较高，2023 年龙头烟标毛利率仍有 24%-36%。烟标是香烟制品的商标，即烟盒。烟标为卷烟产品定位、品牌宣传的重要载体，也基本为唯一的较易触达消费者营销渠道。相较于其他包装行业，烟标在外观和防伪设计、包装材料选择、印刷工艺应用等方面要求更高，包括烟标的平整度、光滑度、耐磨性、热封性、膜切和套印精度等诸多指标。此外，为达到防伪目的，烟标设计中大量采用复杂的网点层次、专色的精美标识图案；生产材料方面广泛使用“热敏显像”、“光敏成像”等防伪油墨，印刷过程中采用定位防伪、激光全息、浮凸印刷技术和特殊荧光化合物涂料等，大幅提升了制作难度。因此烟标具备较高附加值，2023 年龙头烟标毛利率处于 24%-36% 区间。伴随下游卷烟市场高端化升级，中高端卷烟对于烟标的设计、质量以及防伪技术要求更高，有望对烟标价格形成支撑。但受烟草客户持续推进降本增效及招投标政策的影响，近年均价、毛利率有所下滑，但龙头凭借竞争优势，下滑幅度相对有限。

图12. 烟标及酒包图示



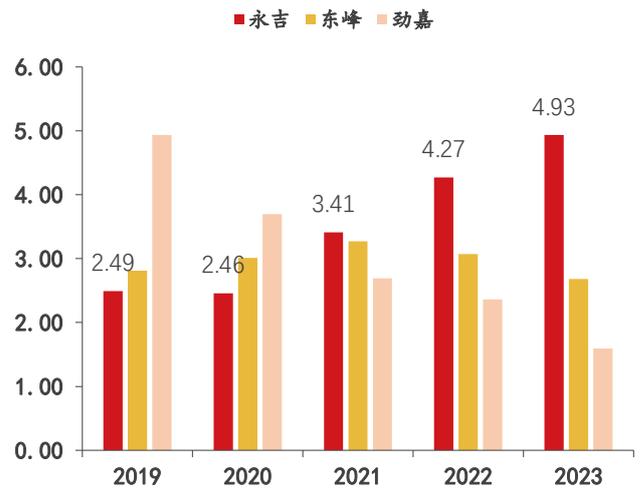
资料来源：永吉股份官网，国投证券研究中心

图13. 烟标龙头烟标毛利率



资料来源：各公司公告，国投证券研究中心

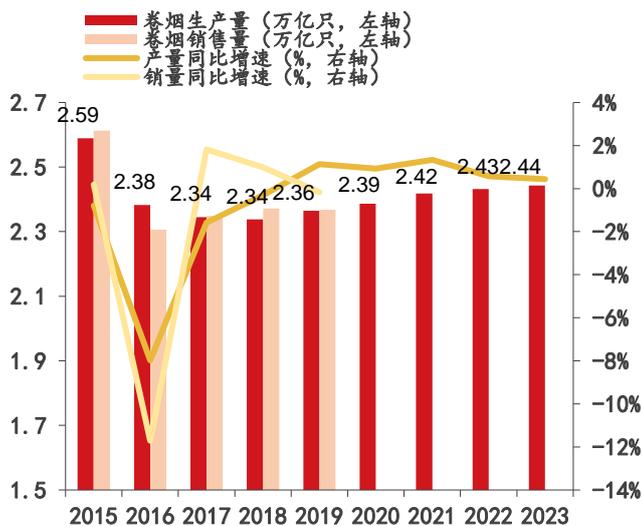
图14. 烟标龙头烟标均价（元/套）



资料来源：各公司公告，国投证券研究中心

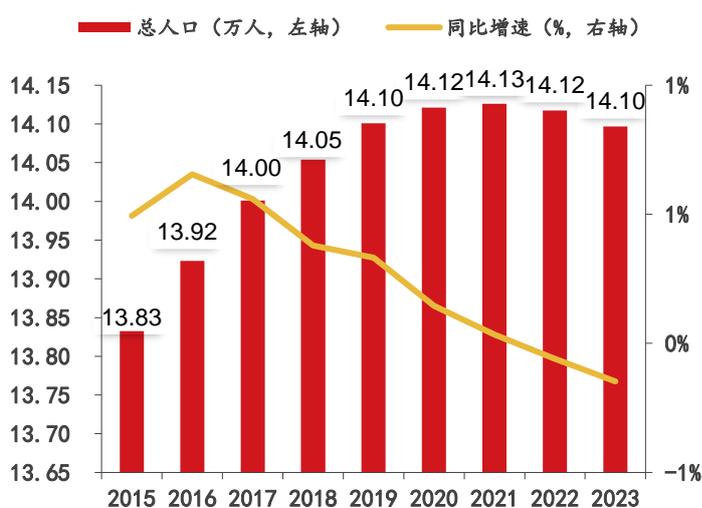
量稳价增，预计卷烟市场规模整体保持稳定。根据国家卫健委发布的《中国吸烟危害健康报告 2020》，我国吸烟人群超过 3 亿，15 岁及以上人群吸烟率为 26.6%，其中男性吸烟率高达 50.5%。我国是世界上最大的卷烟生产和消费国家，对烟草行业实行“统一领导、垂直管理、专卖专营”的管理体制，由国家烟草专卖局、中国烟草总公司对全国烟草行业进行集中统一管理。2015 年进行税率调整，对卷烟批发环节从价税率由 5% 提高至 11%，并按 0.005 元/支加征从量税，对需求有一定压制，除此之外市场规模整体伴随人口扩张缓慢增长。2023 年卷烟产量达 2.44 万亿只，同比增长 0.44%。近年烟草市场高端化升级，中支烟、细支烟、短支烟、爆珠烟等新型卷烟品类快速发展。价格较高的细支和超细支烟占比提升有望驱动卷烟均价提升。

图15. 卷烟产量和销量及同比增速



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

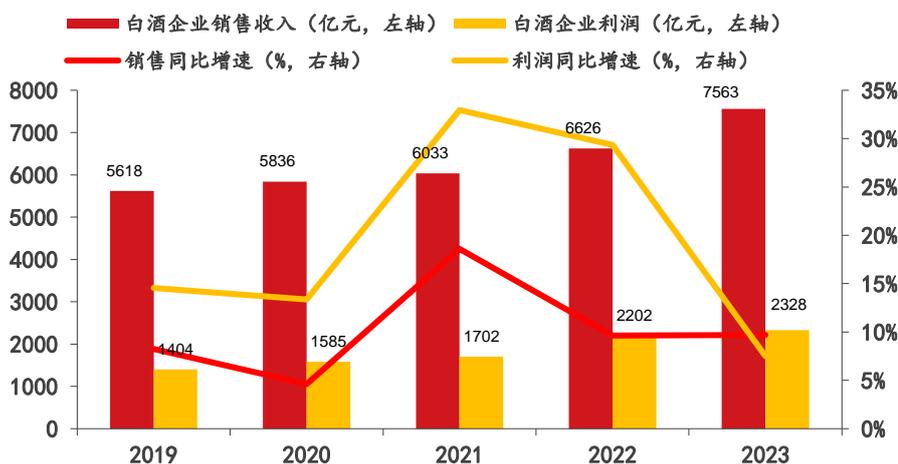
图16. 中国人口数量及增速



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

下游白酒营收稳增，有望带动酒标市场稳增。酒标含义类同于烟标，指酒制品的外包装等具有标识性的包装物的总称，用于满足酒类销售中的图案、防伪、色彩等需求，能体现品牌的个性、文化性及品质塑造，占酒类产品售价比重较大。近年下游白酒产业呈现消费升级趋势，消费需求往头部企业和优秀品牌集中，行业“马太效应”越发明显。且白酒厂商为应对高端化、品质化竞争，积极开发新产品、迭代升级老产品，加重差异化追求，对上游酒包企业的创意设计服务能力要求提升。白酒企业总销售收入及利润持续增长，2023年度白酒企业总销售收入、利润分别达7563、2328亿元，分别同比增长9.7%、7.5%。包材成本在白酒成本中占比约为5-10%。

图17. 白酒企业总营收和业绩及增速

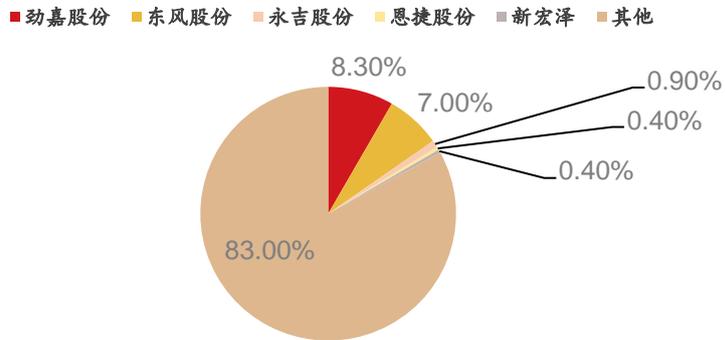


资料来源: 中国酒业协会、国投证券研究中心

精品烟包、高端酒包的客户进入门槛较高，龙头份额保持稳定。精品烟包、高端酒包的客户进入门槛较高，其包装除宣传、包装功能外还兼具防伪功能。例如，烟标产品的生产相比较其他印刷包装产品，具有高稳定性、大批量、多批次、高精度、高防伪和环保性强等特点，在印刷设备、设计工艺、环保水平等方面对比其他印刷包装细分行业有着更高的要求，行业准入门槛较高。目前烟标采购通常采用招标方式，供应商准入门槛较高，并且下游客户通常不会轻易替换其烟标供应商，龙头与客户粘性较强。集中度方面，烟标行业为典型的技术和资金密集型行业，不同卷烟品牌所需印刷材料和生产工艺不同，此前下游烟草行业的多品牌战略导致烟标印刷行业市场化程度较高，竞争格局相对分散，导致行业集中度相对较低，2021

年烟标市场 CR3 约为 16.2%。伴随国内卷烟品牌数量受政策影响逐渐减少，单一品牌卷烟的销售量增加，对烟标印刷企业大批量、多批次的生产能力提出了更高要求，结合全球烟草行业的演化规律，预计未来烟标印刷企业的规模化发展水平将不断增强，头部烟标印刷企业的市场份额将持续提高，有望带动烟标集中度提升。

图18. 烟标竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国投证券研究中心

2.2. 烟标酒包一体两翼，传统包装主业稳健发展

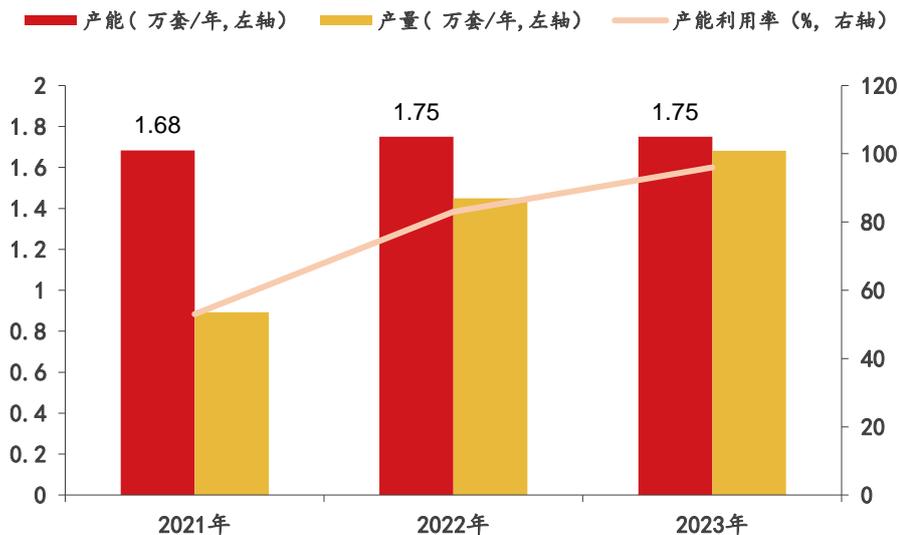
核心客户贵州中烟合作稳固，积极开拓省外客户。烟标作为卷烟的配套产品，出于生产、运输的便利性，以及服务及时性等因素考虑，烟草企业通常倾向就近选择配套的烟标企业提供服务，叠加烟草企业的分布格局呈现区域化分布的特征，因此烟标企业同样具备明显的区域分布特点。华东、西南和华中地区为我国主要卷烟生产地区，配套的烟标印刷业相应较为发达，产量占 70%以上。贵州是传统白酒、烟草大省，公司作为贵州省内大规模的专业烟标印刷企业，充分利用地域优势、产业优势，立足省内市场，逐步开拓省外市场。烟标方面，公司自成立以来，即与核心客户贵州中烟及其前身建立稳固合作关系，自 2007 年以来一直为贵州中烟提供商品和服务，23 年销售额占公司印刷包装销售额比重达 65.72%。同时，公司顺利开拓第二客户江苏中烟，23 年中标三款产品，订单量逐步释放，占比达 13.57%，同时使得产能利用率大幅提升。23H2 公司新增香港红塔国际烟草有限公司的“阿诗玛 (ASHIMA)”出口产品，已批量投产。

图19. 公司烟标酒包主要客户



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

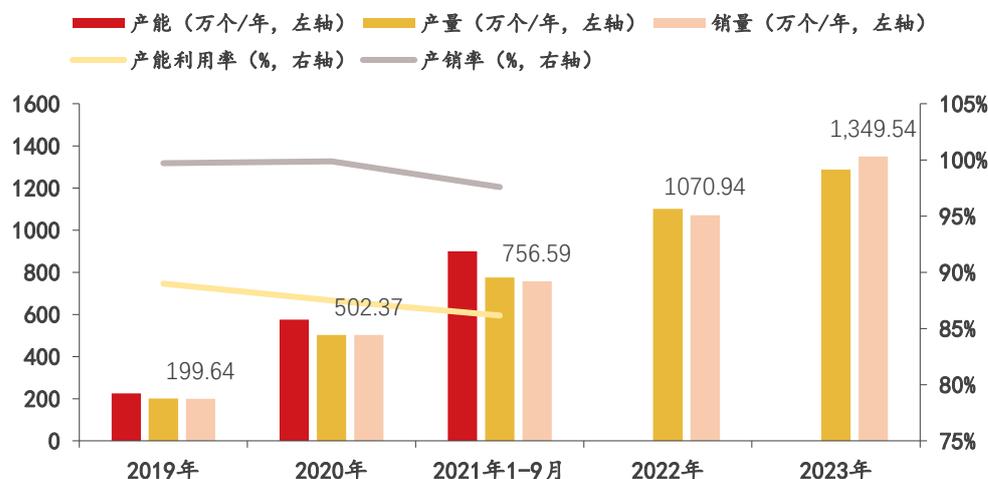
图20. 公司烟标产能及产量



资料来源：永吉股份 2024 年跟踪评级报告公告，国投证券研究中心

2023 年酒包新产能释放瓶颈，助力新客户拓展。公司依托贵州省内白酒产业优势及政策支持，持续加大对酒标业务的拓展。公司于 2019 年成立永吉盛琬并开始开展酒盒包装业务，2019 年下半年酒盒产能开始投产，2020 年以来受疫情停工、外地生产工人延期复岗、以及陆续新增的产线存在达产周期的影响，2020 年及 2021 年 1-9 月整体产能表现存在空余，但实际产能利用率已处于饱和状态。公司于 2022 年完成可转债发行及上市，募集资金 1.46 亿元，大部分募集资金用于“永吉盛琬酒盒生产基地建设项目”，项目共投入投资额 2.76 亿元，已于 23 年完工，进一步提升生产制造能力及生产效率，提高规模优势，降低单位成本，有效释放公司酒标产品产能，增强市场竞争优势。公司持续优化客户结构，积极争取市场份额，扩大市场占有率。同时加强成本费用控制，强化生产工艺流程分析、管理与监督，不断进行工艺创新及精益化生产，持续优化生产工艺及资源配置以达到降本增效。目前公司主要产品为茅台（1935）、贵州茅台酒（癸卯兔年）、贵州茅台王子酒（癸卯兔年）、茅台汉酱酒、茅台醇（2008）、习酒京匠（尊品）、习酒（窖藏 1988 金樽）、习酒京匠（精品）、飞满天·天禧、品味·舍得、舍之道、沱牌优曲（生态）、金沙百年酒（传承）等多款酒标产品。

图21. 公司酒包产能及产量

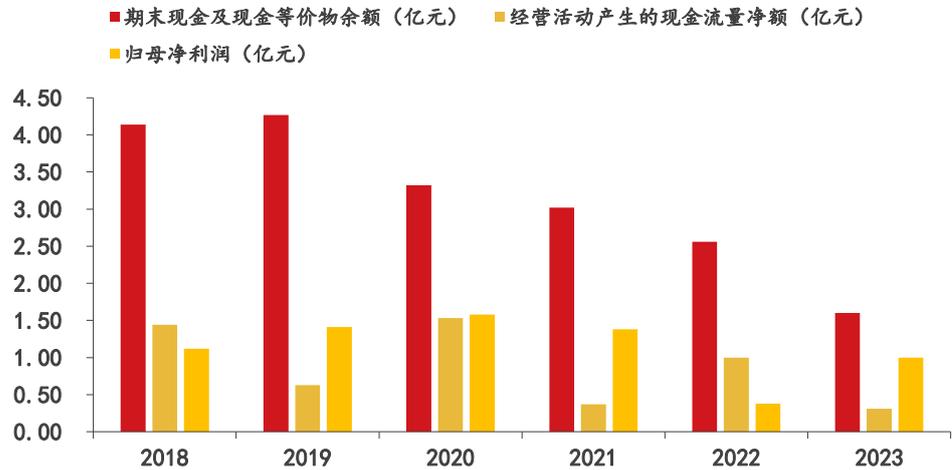


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

公司纸包业务带来稳定现金流贡献，为公司开拓新业务提供充足资金支撑。得益于下游为烟酒行业，终端需求较付稳定，且公司与核心客户合作稳定，账期时间不长，2018-2023 年公

司应收账款周转率稳定于 2.5-4.1 次区间，2018 年以来，除 18、21、23 年经营现金流净额相对归母净利润较少以外，经营活动产生的现金流净额接近净利润。其中，2018 年主要系以现金形式向供应商结算货款数额较上年有所增加；2021 年主要系以现金支付材料款较上期增加；2023 年主要受支付的税金增加影响。

图22. 公司现金流情况



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

3. 全球医用大麻市场广阔，新业务有望持续成长

3.1. 政策东风渐起，医用大麻行业快速发展

医用大麻主要成本分为 THC 和 CBD，具有良好治疗作用。大麻行业通常分为医用大麻和娱乐大麻。根据权威大麻数据机构 New Frontier Data，2020 年全球大麻合法市场规模为 237 亿美元，包括娱乐大麻 134 亿美元、医用大麻 102 亿美元。其中医用大麻指用于治疗的大麻或大麻素，目前研究最深入的两种大麻素是四氢大麻酚 (THC) 和大麻二酚 (CBD)。1) **四氢大麻酚 (THC)**: 四氢大麻酚 (THC) 广泛应用于纺织、食品、医药、日化、造纸及新型环保材料等领域，目前医疗方面在精神类治疗，在止痛、松弛肌肉等方面有较好表现。2) **CBD** 在化学结构上与 THC 相似，但不具有与 THC 相同的精神活性，是大麻主要的非成瘾性成分，具有调节免疫、抗癫痫、抗焦虑、抗肿瘤、抗炎、抗氧化、止吐、镇痛等药用功能和健康价值。部分国家已经开发出以 CBD 为主要成分的药品，被批准用于治疗多发性硬化症、癫痫等疾病，CBD 相关的药品、食品、化妆品及电子烟等产品陆续开发并上市。近年，CBD 无成瘾性且具备药用价值才逐渐被证实，提取技术也已发展到了能够实现 THC 与 CBD 分离的水平。CBD 为目前大麻研究开发的热点，CBD 产品市场规模有望快速增长。目前市面产品分为只含有 THC，只含有 CBD，以及 CBD 与 THC 各种比例混合。

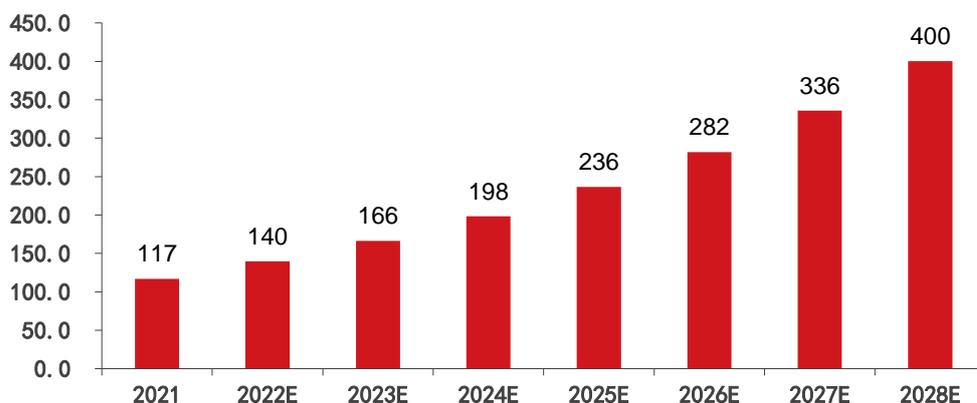
表1: 各类大麻酚功效

名称	主要功效
四氢大麻酚 (THC)	缓解疼痛(超过 CBD 等替代品)、提神、有助于缓解恶心、肌肉痉挛、睡眠障碍等问题、改变新陈代谢，帮助避免体重增加
大麻二酚 (CBD)	缓解焦虑和抑郁、缓解疼痛，减少炎症、帮助治疗癫痫、阿尔茨海默病、癌症、精神病、帕金森病和其他严重疾病
THC+CBD	多数研究表明，同时服用 THC 和 CBD 实际上可以减轻四氢大麻酚副作用的严重程度，比如记忆障碍或焦虑感
大麻帖酚 (CBG)	止痛剂和消炎剂、可以作为神经保护剂，防止亨廷顿氏病等疾病的退化、可能有助于对抗结肠直肠癌、前列腺癌和口腔癌、抗 MRSA 等耐药细菌菌株的抗菌药物，帮助治疗牛皮癣和其他皮肤疾病、调节情绪
大麻酚 (CBN)	与 THC 联合使用时具有更强的镇静作用、治疗失眠、刺激食欲、缓解青光眼、对抗炎症和自身免疫性疾病
大麻色烯 (CBC)	强效抗生素、可能有助于保护大脑免受阿尔茨海默氏症等神经退行性疾病的侵害

资料来源: cannigma 官网, 国投证券研究中心

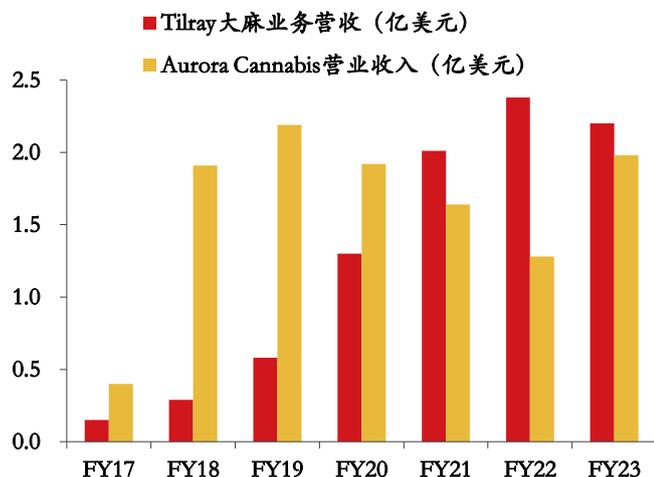
医用大麻益处被不断证明及认知、合法化政策快速推进，全球医用大麻市场有望快速增长。在人口老龄化问题愈加严重以及慢性病和其他疾病的患病率不断上升背景下，作为治疗潜力好的医用大麻获得的各种私人 and 政府组织对大麻研究的研发活动和资金支持不断增加。伴随研究监管环境的宽松、患者及医护人员的接收程度显著提高，越来越多科学研究支持医用大麻对各种疾病的治疗效果，显著促进各国民众接受度提高。越来越多的国家政府认识到医用大麻益处，全球度医用大麻合法化的支持显著增加。2021 年全球医用大麻市场规模为 117 亿美元，将以 19.2% 的 CAGR 增长至 2028 年的 400 亿美元。其中，根据 Towards Healthcare，得益于早期合法化、成熟的市场和日益普及，北美为最大市场，占有 56% 的市场份额。

图23. 全球医用大麻市场规模



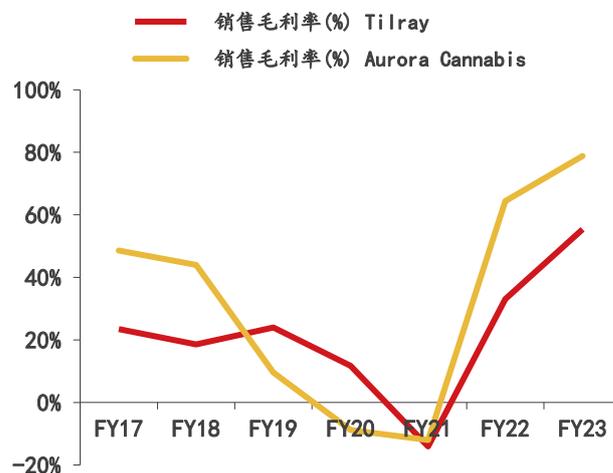
资料来源: Grand View Research, 永吉股份年报, 国投证券研究中心

图24. 全球工业及医用大麻龙头营收



资料来源: 各公司公告, 国投证券研究中心 (Aurora Cannabis 为全球大麻龙头, 主营药用和娱乐大麻; Tilray Brands 为全球大麻龙头, 主营医用和娱乐用途大麻, 酒类饮料)

图25. 全球大麻龙头毛利率



资料来源: 各公司公告, 国投证券研究中心

2023 年以来全球医用大麻合法化政策加速推进。2017 年起，一场全球 CBD 解禁潮出现。2017 年，新西兰、德国、巴西、阿根廷不同程度地宣布医用大麻合法化，对 CBD 产品解禁。2018 年 1 月，世界反兴奋剂机构(WADA)将大麻二酚(CBD)从“违禁物质清单”中删除的规定正式生效；6 月，世界卫生组织(WHO)正式认定，CBD 不具备成瘾性且具备医用价值；12 月，美国通过《农业法案》，CBD 在全美 50 个州合法化。随后，英国、以色列、韩国、泰国等多个国家前后开始对大麻做出不同程度的解禁。截至 2021 年 10 月，全球共 69 个不同程度的医用大麻合法

国家。23 年以来大麻合法化加速，一些南美洲、亚洲以及欧洲国家正在研究相关改革方案并且有可能会在 2024 年启动改革。

表2：全球各国大麻限制等级梳理（截至 2021 年 10 月）

大麻限制等级	该等级国家数量 (个)	该类国家人口占比	国家 (地区)
娱乐用大麻合法国家	10	21%	加拿大、美国、荷兰、南非、西班牙、墨西哥、格鲁吉亚、乌拉圭、关岛、北马里亚纳群岛
高浓度医疗大麻合法国家	20	15%	澳大利亚、英国、法国、德国、意大利、波兰、葡萄牙、智利、丹麦、芬兰、哥伦比亚、以色列、挪威、秘鲁等
低浓度医用大麻合法国家	39	26%	泰国、新西兰、瑞士、韩国、菲律宾、奥地利、比利时、希腊、爱尔兰、土耳其、阿根廷、巴西等
大麻非法国家	146	38%	中国、日本、印度等

资料来源：New Frontier Data，国投证券研究中心

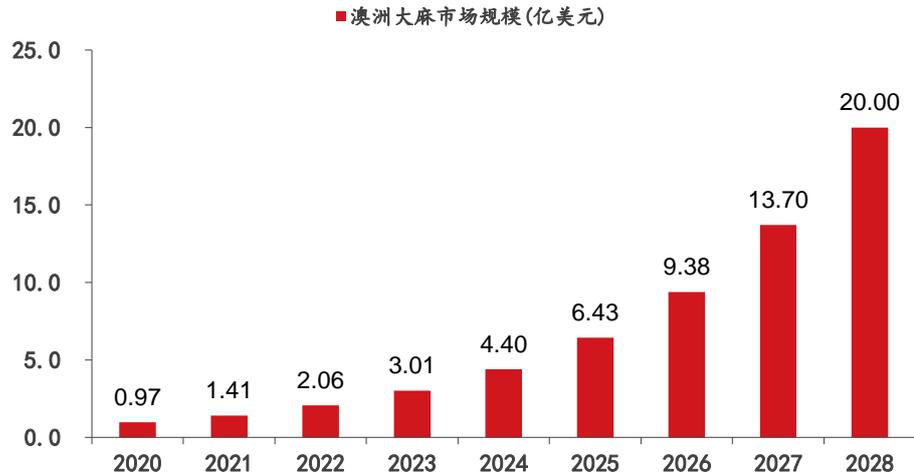
表3：全球医用大麻合法化政策梳理

时间	国家	政策 (事件) 详情
2016-2017 年	阿根廷	医用大麻自 2016 年 9 月 23 日起在丘布特省合法化，自 2016 年 11 月 30 日起在圣大非省合法化，全国范围自 2017 年 9 月 21 日起合法化。
2018 年	加拿大	合法持有政府颁发的医疗或工业许可证合法。2016 年 4 月 20 日，卫生部长 Jane Philpott 宣布将于 2017 年春季推出新立法，以便在加拿大合法化和监管大麻。 2018 年 10 月 17 日，大麻的娱乐用途和个人种植正式合法化。
2018 年	葡萄牙	葡萄牙自 2018 年投票推动医用大麻合法化以来，有一款大麻制剂通过了葡萄牙监管机构 INFARMED 的批准。
2022 年 3 月	美国	美国参议院正式批准了《大麻二酚和大麻研究扩展法案》，推动与保障 CBD 和其他潜在有益的大麻衍生生物质的科学研究，截至 23 年末，美国已有 24 个州将成人用大麻合法化，38 个州允许医疗用途大麻。
2022 年 6 月	泰国	从 2022 年 6 月 9 日起合法种植大麻
2023 年	意大利	意大利在 2023 年的医用大麻政策中，由意大利军队种植的医疗大麻满足了全国患者一半的药用需求。这表明意大利在医用大麻的生产和供应方面有着显著的进展
2023 年 1 月	日本	日本修订《大麻控制法》，允许医用大麻用于治疗疾病
2023 年 12 月 6 日	日本	日本在 2023 年 12 月 6 日通过了《大麻取缔法》修正案，该修正案允许含有大麻成分的医药品在安全性和有效性得到确认后使用，同时禁止了大麻的娱乐使用。修正案预计将在公布后 1 年内开始实施。日本的医用大麻与 CBD 的合法化已经箭在弦上，业界最关心的是法规和标准、进出口与加工、医疗应用等三个关键的市场准入环节。
2024 年	法国	法国有 275 家医疗机构参与的大规模临床实验结束，预计 2025 年医用大麻或将上架全国药房。
2024 年 3 月 10 日	中国台湾	中国台湾卫福部经专家会议决议开放医用大麻二酚 (CBD) 药物上市，一项含 CBD 药物正式取得食药署药物许可证，可用于罕见疾病卓飞氏症候群 (Dravet)、结节性硬化症的患者，治疗难治型癫痫症状。
2024 年 2 月	德国	德国通过议案，将大麻重新分类为非麻醉品后，更多患者将获得医用大麻。 同时允许个人和非营利性团体种植和持有有限数量的大麻，成年德国居民可以合法地随身携带不超过 25 克的大麻，在家中最多可以储存 50 克，每户家中还可以种植不多于 3 株大麻。德国成为欧洲大麻法律最开放的国家之一

资料来源：维基百科，关键评论，联合日报，国投证券研究中心

政策利好东风起，澳大利亚医用大麻市场踏上快车道。2016 年澳大利亚联邦政府将医用大麻合法化，并逐步明确医用大麻的合法使用范围、建立监管机制、加强产品质量和安全标准，2016 年以来澳大利亚医用大麻市场快速增长。澳洲已经成为医用大麻第四大市场，仅次于美国、加拿大、德国。伴随授权处方者医师数量增加和患者对医用大麻需求的增长，市场规模有望持续快速增长。根据 FreshLeaf 数据，Prohibition Partners 预计 2020-2028 年澳大利亚医用大麻市场将以 46% 自 0.97 亿美元增长至 20 亿美元。竞争格局方面，澳洲目前约有 100 家企业或机构获得 ODC 颁发的从事大麻相关业务或研究的许可证书，其中 21 家为上市企业。

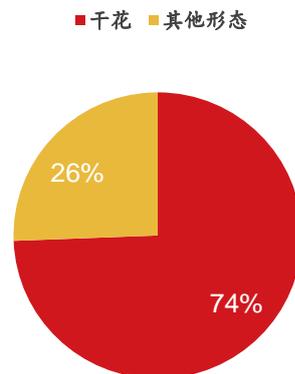
图26. 澳洲医用大麻市场规模



资料来源: Rrohibition Partners, 国投证券研究中心

澳洲医生通过 AP 途径开具医用大麻数量快速增长。在澳洲市场，医用大麻产品形态包括精油、干花、胶囊、乳霜、咀嚼片、锭剂、雾化精油、凝胶等，其中精油、干花为主要形式。目前澳洲医用大麻主要用于治疗癌症疼痛和/或症状，缓解化疗引起的呕吐、严重癫痫、多发性硬化症的肌肉痉挛和疼痛、神经系统损伤引起的疼痛、缓解与绝症相关的疼痛或症状。在获取方式方面，大多数医用大麻产品在澳大利亚都是未经批准的产品，因为它们未出现在澳大利亚治疗用品注册(ARTG)上，不像购买传统注册药品一样简单看医生、获得处方并在药房取药。TGA（负责管理包括医用大麻在内的所有药物获取的管理机构）为医生在临床适当的情况下为患者获取医用大麻产品开辟了途径。在获得澳大利亚治疗用品管理局(TGA)和相关州或地区卫生部门的批准后医生可以开具医用大麻处方，包括特殊准入计划 SAS（为单个患者采购药品）或授权处方者计划 AP（允许医生为一类患者开具未注册药品）两种方式。目前，AP 途径已成为主要方式，通过授权处方者（AP）批准的医用大麻数量持续快速增长。2023H1 通过 AP 批准的医用大麻数量达到了约 30.4 万个，同比增速超过 120%，截至 2023 年 6 月，占比超过 84%。23 年澳洲授权处方批准(AP)总数

图27. 澳洲不同产品形态产品销量占比



资料来源: Penington Institute, 国投证券研究中心

3.2. 澳洲产能持续扩张，新业务未来成长可期

公司战略布局第二业务澳洲医用大麻市场，已进入收入快速增长、规模效应显现盈利水平提升阶段。公司主要通过澳洲子公司 Tasmanian Botanics Pty Ltd（简称 TB 公司）开拓澳洲医用大麻的种植及销售业务。产品方面，TB 根据澳洲本土市场情况合理布局产品结构与业务

发展方向，不断优化产品体系，充分服务不同类型的消费者和客户需求，长期保有 10-15 款产品在售。目前主要产品分为两类，1) 干花类销售额占比约 75%-80%，主打产品为 T-Opal、T-Jade、T-Amethyst 等；2) 精油类主打产品为 C100 与 T25+C25。2023 年 TB 充分利用公司的本土种植产能优势，进一步加强销售渠道的开发和建设，23H2 零售方面产品和渠道拓展迅速，批发业务持续稳定推进。目前，TB 已完成澳洲市场 90% 以上药房上架。2023 年，公司通过澳大利亚一家药品及医疗用品分销公司 Anspec 渠道，已实现 5000 多家店铺触及、500 家形成稳定销售、超 300 名医生开单。2023 年 TB 实现销售收入约 8108 万元，同比增长 110%。

表4：公司大麻业务子公司情况梳理

子公司名称	主要经营地	业务性质	经营范围	注册地	持股比例	取得方式	备注
曲靖云麻农业科技有限 公司	云南省曲靖市	工业大麻	工业大麻种植（按照取得的云南省工业大麻种植许可证的核准开展经营活动，与云南省农科院经济作物研究所签订“工业大麻”试验种植协议）	云南省曲靖市	75%（直接）	非同一控制下合并	公司控股子公司
Tasmanian Botanics Pty Ltd	澳大利亚	医用大麻	种植医用大麻，生产精油类和干花类产品	澳大利亚	45.64%（间接）	非同一控制下合并	塔斯马尼亚植物有限公司（简称：TB 公司）
Y Cannabis Holdings Pty Ltd	澳大利亚	生物资产投资	为澳洲投资设立的持股平台，不经营其他业务	澳大利亚	100%（间接）	投资设立	公司全资二级子公司，Y 康纳比思控股有限公司
Pijen No 22 Pty Ltd	澳大利亚	生物资产投资	为澳洲投资设立的持股平台，不经营其他业务	澳大利亚	47.31%（间接）	非同一控制下合并	简称：PJ 公司

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

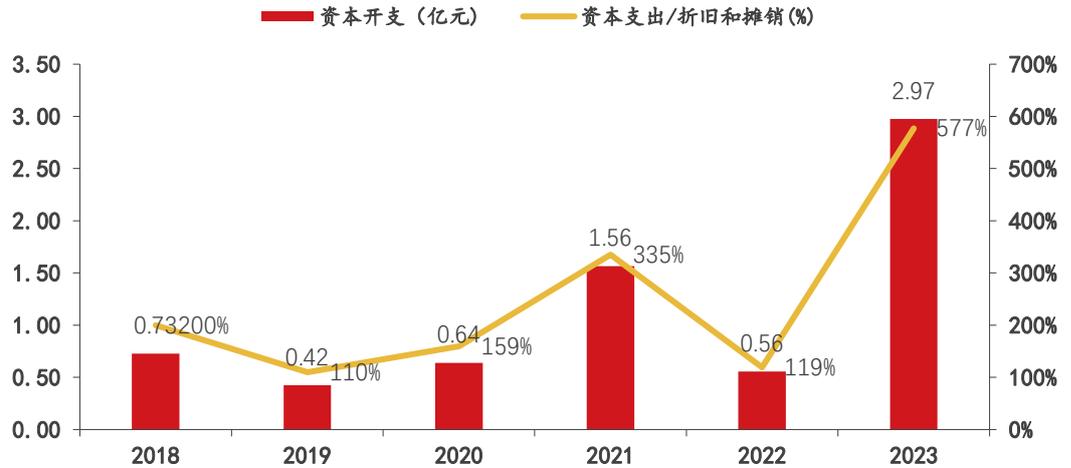
得益于澳洲塔斯马尼亚州生产基地具得天独厚的自然环境，产能迅速扩张。医用大麻方面，公司在澳洲塔斯马尼亚州拥有总面积约 20 英亩的种植基地。医用大麻的生长需要充足的自然光，低湿度和适当的人工照明作为补充，塔斯马尼亚州自然环境优越，阳光充足、空气干燥，还具备极低的电价优势。公司子公司 TB 分为室内温室种植及室外种植两种种植方式。室内基地生产计划主要根据市场需求的增长以阶梯式提高产量。2023 年 TB 温室面积达 4000 平，干花产能（包括室内外）接近 2000 千克，现有产能趋近饱和。2023 年公司加快推进新生产基地建设，新建的 10000 平现代化温室已于 2023 年 4 季度建成，共有 10 个生长室，1-4 号生长室已投产，为公司新增 2000 千克产能，5-6 号生长室公司预计将于 2024 年 6 月投产，将增加产能 1400 千克。2024 年，公司预计户外干花产能预计将会提高至 1000 千克左右。

表5：公司医用大麻产能梳理

公司	种植方式/种类	产能布局	产量
		现有 4,000 平方米	室内干花年产量稳定在 1000 千克左右
TB 公司	室内温室种植	23 年 4 季度投产 10,000 平现代化温室（10 个生长室）	23Q4 已投产的 1-4 号生长室将为公司新增 2000 千克产能 5-6 号生长室预计将于 2024 年 6 月左右投入使用，预估产能 1400 千克
	室外种植	室内和室外种植基地合计总面积约 20 英亩（约 80,937 平方米）	23 年室外干花收获 950 千克，2024 年，户外干花产能预计将会提高至 1000 千克左右
曲靖云麻	工业大麻种植		已于 2023 年 7 月完成“云麻雌 1 号”的全部种植任务；10-11 月，完成雄麻及雌麻的砍收工作

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图28. 公司资本开支



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 9.83、11.58、13.51 亿元，同比增长 20.25%、17.80%、16.63%；毛利率分别 38.24%、39.68%、41.60%。

1) **医药大麻**：公司澳洲医用大麻市场有望快速增长，公司大麻产能将快速释放，23 年室内干花新产能投放前公司干花产量约 1000 千克，约占干花总产能的一半，23、24 年新产能将增加 3400 千克，我们预计公司 2024-2026 年医用大麻收入分别为 1.54、2.43、3.41 亿元，同比分别增长 90%、58%、40%。目前公司医用大麻营收体量较小，伴随产能持续提升，规模效应有望释放，我们预计公司 2024-2026 年医药大麻毛利率分别为 55%、57%、60%。

2) **烟标**：公司积极与江苏中烟等新客户共同开发新产品，并开拓其他新客户，我们预计烟标业务保持稳增，2024-2026 年烟标收入分别为 6.28、6.91、7.60 亿元，同比分别增长 12%、10%、10%。下游卷烟客户降本增效，烟标行业毛利率整体承压，我们预计烟标盈利能力略有下降，2024-2026 年烟标毛利率分别为 29.36%、28.66%、28.36%。

3) **纸品**：我们预测 2024-2026 年纸品收入分别为 2.67、3.07、3.38 亿元，同比分别增长 20%、15%、10%；伴随业务规模稳增，我们预计纸品盈利能力有望小幅提升后保持稳定，2024-2026 年毛利率分别为 23%、23%、23%。

4) **酒盒**：公司 23 年新产能完工投产突破产能瓶颈，助力新客户开拓，酒盒业务收入有望持续稳增，我们预测 2024-2026 年酒盒收入分别为 1.48、1.70、1.96 亿元，同比增长分别为 20%、15%、15%。规模效应有望逐步释放，我们预计 2024-2026 年酒盒毛利率分别为 23%、24%、26%。

5) **铝纸及框架纸**：该业务市场需求整体稳定，我们预测 2024-2026 年收入保持稳定，分别为 0.27、0.27、0.27 亿元；预计 2024-2026 年铝纸及框架纸毛利率保持稳定，分别为 18.95%、18.95%、18.95%。

6) **药盒**：人口老龄化趋势下，下游医药需求有望持续增长，我们预测 2024-2026 年药包业务收入稳增，分别为 0.13、0.13、0.14 亿元，同比分别增长 5%、5%、5%。公司预测药盒业务毛利率保持稳定，2024-2026 年分别为 33%、33%、33%。

7) **其他业务**：其他业务体量较小，我们预计 2024-2026 年其他业务收入分别为 0.13、0.13、0.13 亿元；2024-2026 年其他业务毛利率分别为 25.30%、25.30%、25.30%。

表6: 永吉股份盈利预测

(亿元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	4.39	4.36	6.53	8.18	9.83	11.58	13.51
YoY	-6.73%	-0.65%	49.86%	25.16%	20.25%	17.80%	16.63%
毛利率	36.36%	28.11%	33.01%	34.37%	38.24%	39.68%	41.60%
医药大麻	0.05	0.02	0.39	0.81	1.54	2.43	3.41
YoY	-	-62.47%	2084.94%	109.48%	90.00%	58.00%	40.00%
毛利率	61.47%	43.87%	35.47%	42.70%	55.00%	57.00%	60.00%
纸包装	4.34	4.34	6.15	7.37	8.29	9.15	10.10
YoY	-7.73%	0.03%	41.55%	19.85%	12.57%	10.33%	10.42%
毛利率	35.96%	27.96%	32.86%	33.45%	35.13%	35.08%	35.40%
烟标	3.50	2.98	4.60	5.61	6.28	6.91	7.60
YoY	-15.11%	-14.88%	54.35%	21.82%	12.00%	10.00%	10.00%
毛利率	39.98%	35.47%	30.98%	29.66%	29.36%	28.66%	28.36%
纸品	--	--	1.44	2.22	2.67	3.07	3.38
YoY	-	-	-	54.37%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	--	--	25.51%	20.18%	23.00%	23.00%	23.00%
酒盒	0.43	0.94	1.09	1.23	1.48	1.70	1.96
YoY	95.26%	117.48%	15.81%	13.11%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	21.59%	9.35%	13.05%	19.31%	23.00%	24.00%	27.00%
铝纸及框架纸	0.27	0.27	0.33	0.27	0.27	0.27	0.27
YoY	17.82%	1.33%	18.83%	-16.72%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	18.29%	17.71%	16.78%	18.95%	19.00%	19.00%	19.00%
药盒	0.11	0.13	0.11	0.12	0.13	0.13	0.14
YoY	-3.57%	10.68%	-10.60%	5.81%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	14.40%	15.11%	24.35%	32.80%	33.00%	33.00%	33.00%
其他	0.02	0.02	0.01	0.13	0.13	0.13	0.13
YoY	196.95%	-9.84%	-11.84%	817.72%	0%	0%	0%
毛利率	31.73%	24.00%	62.54%	25.30%	25.30%	25.30%	25.30%
内部抵销	--	--	-1.44	-2.22	-2.67	-3.07	-3.38
毛利率			0.54%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%

资料来源: ifind, 国投证券研究中心测算

我们给予公司 24 年 29.06xPE, 对应目标价 11.47 元。我们预计永吉股份 2024-2026 年营业收入为 9.83、11.58、13.51 亿元, 同比增长 20.25%、17.80%、16.63%; 归母净利润为 1.66、2.15、2.89 亿元, 同比增长 65.55%、29.55%、34.54%, 对应 PE 为 22.5x、17.4x、12.9x。我们选择可比公司纸标龙头劲嘉股份、东峰集团和纸包装龙头裕同科技, 以及加拿大娱乐及医用大麻龙头 GREEN THUMB INDUSTRIES, 24 年平均 PE 为 24.9x。考虑到公司医用大麻资产在国内的稀缺性, 我们认为能够给予一定估值溢价, 我们给予公司 24 年 29.41xPE, 对应目标价 11.47 元。

表7：永吉股份及可比公司（截至 2024 年 7 月 19 日）

代码	公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				市盈率				23-26 年净利 润 CAGR
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002191.SZ	劲嘉股份	3.74	54.68	1.18	3.10	3.82	3.75	45.5	17.4	14.1	14.3	46.87%
601515.SH	东峰集团	3.35	61.74	1.51	2.63	3.29	4.08	37.3	21.3	17.1	13.8	39.38%
002831.SZ	裕同科技	24.63	229.19	14.38	17.21	19.91	22.88	15.6	13.0	11.3	9.8	16.75%
BYU_H.TO	GREEN THUMB INDUSTRIES	85.49	182.29	1.93	3.82	3.81	-	94.3	47.7	47.9	-	40.36%
平均值	-	-	-	-	-	-	-	-	24.9	-	-	35.84%
603058.SH	永吉股份	8.40	36.08	1.00	1.66	2.15	2.89	37.3	22.5	17.4	12.9	46.87%

资料来源：wind, 彭博, 国投证券研究中心 (裕同科技盈利预测来自 wind 一致预期; GREEN THUMB INDUSTRIES 盈利预测来自彭博一致预期并以加币对人民币 5.33 汇率换算)

5. 风险提示

- 1) 医用大麻业务开展不及预期风险：若公司医用大麻业务渠道拓展、产能释放情况不及预期，则将影响公司医用大麻业务收入增长。
- 2) 医用大麻限制政策解除程度及需求增长不及预期风险：若澳洲及全球医用大麻限制政策解除进程较慢、或恢复限制，以及下游需求不及预期，则将影响公司医用大麻业务收入增长。
- 3) 纸包主业客户拓展不及预期风险：公司烟标、酒包等纸包装业务持续拓展新客户，若拓展节奏不及预期，则可能影响传统业务增速。
- 4) 纸包主业存量客户订单及均价稳定性不及预期：若公司纸包主业存量客户订单下滑、或均价大幅下滑，则可能影响公司营收。
- 5) 盈利预测及假设不及预期风险：若盈利预测假设条件不及预期，可能影响公司业绩。

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034