

2023 年 1 月 29 日

研究員：郭諺雅 A98251@capital.com.tw

前日收盤價 206.00 元
目標價
3 個月 247.00 元
12 個月 247.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

01/13/2022 中立 195.5

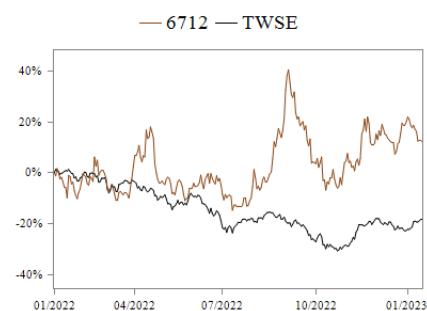
公司基本資訊

目前股本(百萬元) 681
市值(億元) 140
目前每股淨值(元) 24.40
外資持股比(%) 3.25
投信持股比(%) 5.62
董監持股比(%) 31.87
融資餘額(張) 5,973
現金股息配發率(F)(%) 142.88

產品組合



股價相對大盤走勢



長聖(6712 TT)

買進

再生醫療雙法將帶來正面助益，建議買進。

投資建議：深圳在 2022 年底通過《深圳經濟特區細胞和基因產業促進條例》，為中國首個細胞和基因產業專法。透過完善法規制度來促進細胞和基因治療產業發展已經是越來越多國家正在進行的工作，也顯示此領域是生技重點趨勢之一。長聖在台灣細胞治療具有領先的地位，近期也順利地推進多項臨床試驗，具有相當的潛力。將投資建議調升為買進，目標價 247 元(56X PER)。

UMSC01 用於治療多發性硬化症 Phase I/IIa 試驗獲准執行：產品 UMSC01 為異體臍帶間質幹細胞，已應用在急性心肌梗塞、急性缺血性腦中風等多種適應症上。向美國 FDA 申請治療多發性硬化症 Phase I/IIa 臨床試驗也在 07/2022 獲准執行。多發性硬化症為一種自體免疫疾病，免疫系統會攻擊神經系統，導致神經系統病變，目前尚無藥可根治，只能減少復發及延緩神經損傷。因神經或髓鞘細胞死亡後無法再生，公司希望可透過 UMSC01 具分化及免疫調節功能來達到治療的目的。

特管法細胞治療帶動 2022 年營收創新高：2022 年營收 6.28 億元，YoY+42.99%，再度創下新高，預估稅後淨利 1.43 億元，稅後 EPS 2.10 元。營收主要來自於執行特管法下細胞製劑委託製造服務之收入，2022 年收納治療了 200-300 位病患。由於細胞治療是採取階段式收費，在第一階段細胞製作、第二階段細胞回輸時分次收取費用，因此未來會隨著療程的推進持續認列營收，2023 年將維持成長步調。預估 2023 年營收 7.51 億元，稅後 EPS 4.41 元。

再生醫療雙法有機會在 2023 年通過，將推進台灣細胞治療發展：衛福部規劃中的再生醫療雙法包含「再生醫療施行管理條例」、「再生醫療製劑管理條例」，2023 年有機會送入立法院表決。法案中除了設立再生醫療基金以挹注資源外，針對部分特定疾病，於完成第二期臨床試驗，並經風險效益評估得以確保安全性及初步療效之前提下，可有條件核予許可證。未來若順利通過，將加速台灣細胞治療的發展，為長聖等相關廠商帶來正面助益。

(百萬元)	2021	2022F	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	439	628	751	155	123	153	172	180	183	186	189	192
營業毛利淨額	245	406	488	101	79	92	116	119	118	114	127	128
營業利益	116	268	349	60	49	61	75	82	88	84	87	90
稅後純益	370	143	300	82	-9	42	38	73	74	77	63	87
稅後 EPS(元)	5.43	2.10	4.41	1.21	-0.14	0.61	0.56	1.07	1.08	1.13	0.92	1.28
毛利率(%)	55.94%	64.67%	64.99%	65.17%	64.09%	60.18%	67.30%	66.39%	64.51%	61.37%	67.23%	66.74%
營業利益率(%)	26.48%	42.71%	46.51%	38.92%	39.95%	40.29%	43.62%	45.78%	48.16%	44.97%	46.18%	46.77%
稅後純益率(%)	84.22%	22.80%	39.98%	52.96%	-7.50%	27.23%	22.28%	40.35%	40.30%	41.21%	33.22%	45.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	521.61%	42.99%	19.67%	7.92%	-20.38%	23.60%	12.47%	4.71%	1.75%	1.86%	1.66%	1.58%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	-61.29%	109.85%	-64.78%	N.A	N.A	-7.98%	89.65%	1.62%	4.17%	-18.07%	38.03%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 6.81 億元計算。

ESG (Environment, Social, Governance)：

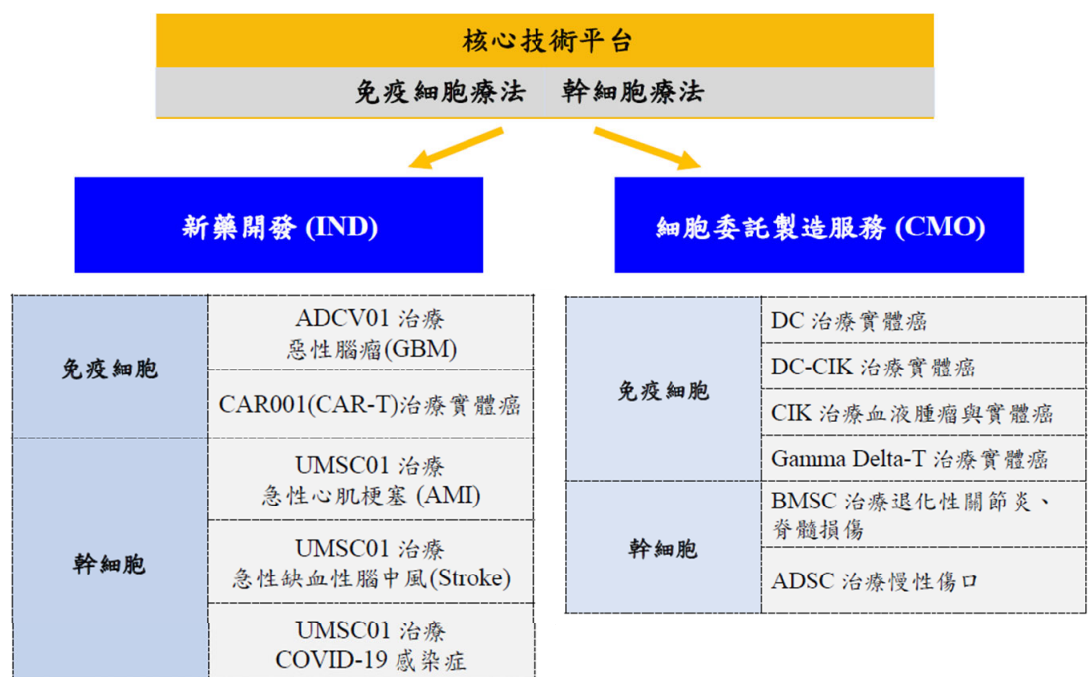
長聖目前對溫室氣體排放，能源、水資源、廢棄物管理尚未有相關數據公布。在社會及公司治理層面，管理職女性主管占比為 22.22%，女性董事席次比率為 12.50%；董事之董事會出席率、進修時數符合進修要點比率分別為 90.63%、25%。

公司概況：

長聖成立於 2016 年，開發「細胞療法」為其主要發展方向。以由中國醫學大學、交通大學及中央研究院所授權的技術，建立出「免疫細胞療法」和「幹細胞療法」兩大核心技術平台。

目前常見的免疫細胞治療種類包含細胞因子誘導殺手細胞(CIK)、自然殺手細胞 (NK)、樹突細胞 (DC)、樹突細胞結合細胞因子誘導殺手細胞(DC-CIK)、腫瘤浸潤淋巴細胞(TIL)、Gamma-Delta T 細胞(GDT)與嵌合抗原受體 T 細胞(CAR-T)療法等。幹細胞療法則是利用幹細胞具有自我更新、分化與再生的能力，幫助減緩組織損傷及恢復功能。細胞療法是繼小分子、大分子藥物後，另一個被寄予厚望的治療方式。長聖以此兩大技術平台進行新藥開發，也提供細胞製劑委託製造服務。

圖一：長聖核心技術平台



資料來源：長聖

UMSC01 用於治療多發性硬化症 Phase I/IIa 試驗獲准執行：

產品 UMSC01 為異體臍帶間質幹細胞，可應用在多種適應症上。針對急性心肌梗塞已經完成 Phase I 收案，已經向 FDA、TFDA 提出 PhaseIIa 臨床試驗申請。而治療急性缺血性腦中風的部分，長聖採取合併動脈和靜脈注射的雙途徑施打策略來提升幹細胞輸送至病灶部位的精準度，Phase I 正在收案當中。此外，向美國 FDA 申請治療多發性硬化症(Multiple Sclerosis, MS)

2023 年 1 月 29 日

Phase I/IIa 臨床試驗也在 07/2022 獲准執行。多發性硬化症為一種自體免疫疾病，免疫系統會攻擊神經系統，導致神經系統病變，目前尚無藥可根治，只能減少復發及延緩神經損傷。因神經或髓鞘細胞死亡後無法再生，公司希望可透過 UMSC01 具分化及免疫調節功能來達到治療的目的。

CAR001 可專一辨識 HLA-G，將挑戰實體腫瘤：

免疫細胞治療癌症的部分，長聖擁有 ADCV01、CAR001 二大產品。ADCV01 用於惡性腦瘤治療，其是將病人自體的抗原呈現細胞-樹突細胞(DC)，分離至體外與腫瘤一起培養，製作出帶有腫瘤抗原之樹突細胞，再回注病人體內以訓練其 T 細胞準確地攻擊癌細胞。目前正在台灣進行臨床二期試驗。

而 CAR001 則是屬於 CAR-T (Chimeric antigen receptor T-cell，嵌合抗原受體 T 細胞)療法。利用生物技術將可辨識癌細胞表面特定抗原的基因帶入 T 細胞，讓 T 細胞具有毒殺特定腫瘤的能力，如 Novartis 的 Kymriah、Gilead 的 Yescarta 都是屬於此類型。但目前取得藥證的產品都是自體 CAR-T 細胞，且只侷限在血液腫瘤。CAR001 可專一辨識 HLA-G (人類白血球抗原 G)，已知 HLA-G 在多種實體腫瘤上高度表現，長聖計畫朝向實體腫瘤治療來發展，1Q23 將提出 Phase I/IIa 臨床試驗申請。

圖二：長聖新藥開發進度

	Product	Indication	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IND (新藥臨床試驗)	ADCV01	急性腦癌	IND (TW)	Phase II Clinical Trial*			Phase III Clinical Trial	
	UMSC01	急性心肌梗塞		Phase I Clinical Trial			Phase II Clinical Trial	
	UMSC01	腦中風	IND (US/TW)	Phase I Clinical Trial			Phase II Clinical Trial*	
	UMSC01	COVID-19		IND (US)	Phase I/II a Clinical Trial		Phase II b Clinical Trial*	
申請中	UMSC01	多發性硬化症				IND (US/TW)	Phase I /IIa Clinical Trial	
	CAR001	實體腫瘤		Non-Clinical		IND (US/TW)	Phase I /IIa Clinical Trial	
	aGDT	實體腫瘤			Non-Clinical	IND (TW)	Phase I /II Clinical Trial	
Future Development (未來新藥開發)	造血幹細胞	輸血		Non-Clinical		IND (US/TW)	Phase I Clinical Trial	
	磁性褐藻糖奈米粒子	實體腫瘤		Non-Clinical		IND (US/TW)	Phase I Clinical Trial	
	基因修飾的間質幹細胞	實體腫瘤		Non-Clinical		IND (US/TW)	Phase I Clinical Trial	

資料來源：長聖

特管法細胞治療帶動 2022 年營收創新高：

09/2018 台灣衛福部發布特管法修正條文，開放 6 項細胞治療技術，包括自體免疫細胞治療用於癌症病人；自體軟骨細胞移植用於膝關節軟骨缺損；自體脂肪幹細胞移植用於大面積燒傷及困難癒合傷口等。長聖憑藉自身在細胞治療技術上的優勢，和 15 家醫院攜手合作，截至 11/2022，衛福部核准的 117 件免疫癌症治療案件中，長聖占 37 件(32%)，為國內之最。除了數量居冠，細胞治療產品也相當多元，包含免疫細胞產品 DC、DC-CIK、CIK、獨家 Gamma Delta-T (GDT)、DC-CIK (WT1)與幹細胞產品骨髓間質幹細胞(BMSC)治療退化性關節炎與脊髓損傷。

2023 年 1 月 29 日

2022 年營收 6.28 億元，YoY+42.99%，再度創下新高，預估稅後淨利 1.43 億元，稅後 EPS 2.10 元。營收主要來自於執行特管法下細胞製劑委託製造服務之收入，2022 年收納治療了 200-300 位病患。由於細胞治療是採取階段式收費，在第一階段細胞製作、第二階段細胞回輸時分次收取費用，因此未來會隨著療程的推進持續認列營收，2023 年將維持成長步調。預估 2023 年營收 7.51 億元，稅後 EPS 4.41 元。

圖三：長聖在特管法下的細胞治療產品

產品	外觀	適應症	備註
自體樹突細胞 (DC)		<ul style="list-style-type: none"> 第4期實體癌 第1-3期實體癌 	衛福部核准第一期至第四期實體癌
樹突細胞結合細胞因子 誘導殺手細胞 (DC-CIK)		<ul style="list-style-type: none"> 第4期實體癌 第1-3期實體癌 	衛福部核准第四期實體癌
骨髓間質幹細胞 (BMSC)		<ul style="list-style-type: none"> 退化性關節炎 脊髓損傷 	衛福部核准退化性關節炎 衛福部核准脊髓損傷
細胞因子誘導殺手細胞 (CIK)		<ul style="list-style-type: none"> 第4期實體癌 第1-3期實體癌 血液惡性腫瘤 	衛福部核准血液惡性腫瘤、第一期至第四期實體癌
Gamma-Delta T細胞 (GDT)		<ul style="list-style-type: none"> 第4期實體癌 	衛福部核准第四期實體癌
自體脂肪間質幹細胞 (ADSC)		<ul style="list-style-type: none"> 慢性傷口 	申請中

資料來源：長聖

再生醫療雙法有機會在 2023 年通過，將推進台灣細胞治療發展：

衛福部規劃中的再生醫療雙法包含「再生醫療施行管理條例」、「再生醫療製劑管理條例」，2023 年有機會送入立法院表決。法案中除了設立再生醫療基金以挹注資源外，針對部分特定疾病，於完成第二期臨床試驗，並經風險效益評估得以確保安全性及初步療效之前提下，可有條件核予許可證。未來法案若順利通過，將加速台灣細胞治療的發展，為長聖等相關廠商帶來正面助益。

投資建議：

深圳在 2022 年底通過《深圳經濟特區細胞和基因產業促進條例》，為中國首個細胞和基因產業專法。透過完善法規制度來促進細胞和基因治療產業發展已經是越來越多國家正在進行的工作，也顯示此領域是生技重點趨勢之一。長聖在台灣細胞治療具有領先的地位，近期也順利地推進多項臨床試驗，具有相當的潛力。將投資建議調升為買進，目標價 247 元(56X PER)。

2023 年 1 月 29 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2023 年 1 月 29 日

資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
資產總計	911	858	2,023	1,857	1,974
流動資產	627	479	1,467	1,824	1,905
現金及約當現金	32	69	641	666	756
應收帳款與票據	5	15	34	79	67
存貨	15	35	57	67	72
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	72	129	91	91	91
負債總計	65	78	125	125	146
流動負債	29	40	97	120	127
應付帳款及票據	1	5	15	6	16
非流動負債	36	37	28	14	18
權益總計	846	781	1,898	1,732	1,828
普通股股本	560	563	618	681	681
保留盈餘	-194	-301	69	-159	-63
母公司業主權益	846	781	1,898	1,731	1,827
負債及權益總計	911	858	2,023	1,857	1,974

損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	11	71	439	628	751
營業成本	9	89	193	222	263
營業毛利淨額	2	-18	245	406	488
營業費用	138	139	129	138	139
營業利益	-135	-157	116	268	349
EBITDA	-109	-108	430	302	418
業外收入及支出	16	16	281	-83	4
稅前純益	-120	-137	397	185	354
所得稅	-25	-31	27	42	54
稅後純益	-94	-107	370	143	300
稅後 EPS(元)	-1.38	-1.57	5.43	2.10	4.41
完全稀釋 EPS**	-1.38	-1.57	5.43	2.10	4.41

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 6.81【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 6.81 億元計算

比率分析

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	N.A	552.53%	521.61%	42.99%	19.67%
營業毛利淨額	N.A	N.A	N.A	65.32%	20.25%
營業利益	N.A	N.A	N.A	130.63%	30.33%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	-61.29%	109.85%

獲利能力分析(%)

毛利率	20.94%	-25.42%	55.94%	64.67%	64.99%
EBITDA(%)	-1007.88%	-153.46%	98.07%	48.13%	55.66%
營益率	-1252.31%	-222.54%	26.48%	42.71%	46.51%
稅後純益率	-870.87%	-151.32%	84.22%	22.80%	39.98%
總資產報酬率	-10.35%	-12.45%	18.27%	7.70%	15.21%
股東權益報酬率	-11.14%	-13.68%	19.48%	8.26%	16.43%

償債能力檢視

負債比率(%)	7.12%	9.04%	6.17%	6.73%	7.39%
負債/淨值比(%)	7.67%	9.93%	6.58%	7.22%	7.98%
流動比率(%)	2168.24%	1187.08%	1519.89%	1521.96%	1503.73%

其他比率分析

存貨天數	314.94	103.57	87.08	101.69	96.43
應收帳款天數	89.49	53.52	20.40	32.79	35.62

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業活動現金	-121	-138	136	-102	400
稅前純益	-120	-137	397	185	354
折舊及攤銷	17	32	36	22	30
營運資金變動	-19	-27	-30	-64	16
其他營運現金	1	-6	-267	-245	1
投資活動現金	141	147	-297	413	-35
資本支出淨額	-5	-59	26	-57	-11
長期投資變動	390	216	-316	-53	12
其他投資現金	-244	-10	-7	523	-36
籌資活動現金	-1	29	733	-286	-275
長借/公司債變動	0	0	0	-14	4
現金增資	0	32	741	0	0
發放現金股利	0	0	0	-309	-204
其他籌資現金	-1	-3	-8	37	-75
淨現金流量	18	37	572	24	91
期初現金	14	32	69	641	666
期末現金	32	69	641	666	756

資料來源：CMoney、群益

2023 年 1 月 29 日

季度損益表

(百萬元)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	144	155	123	153	172	180	183	186	189	192	195	198
營業成本	65	54	44	61	56	60	65	72	62	64	68	75
營業毛利淨額	79	101	79	92	116	119	118	114	127	128	127	123
營業費用	29	41	30	30	41	37	30	31	40	38	30	32
營業利益	50	60	49	61	75	82	88	84	87	90	97	91
業外收入及支出	196	34	-48	-13	-20	-1	-2	2	0	5	6	-2
稅前純益	246	94	1	49	55	81	86	86	88	95	103	90
所得稅	13	12	10	7	17	8	12	9	25	8	17	16
稅後純益	233	82	-9	42	38	73	74	77	63	87	85	73
最新股本	681	681	681	681	681	681	681	681	681	681	681	681
稅後EPS(元)	3.42	1.21	-0.14	0.61	0.56	1.07	1.08	1.13	0.92	1.28	1.25	1.08

獲利能力(%)

毛利率(%)	55.08%	65.17%	64.09%	60.18%	67.30%	66.39%	64.51%	61.37%	67.23%	66.74%	65.09%	62.34%
營業利益率(%)	34.73%	38.92%	39.95%	40.29%	43.62%	45.78%	48.16%	44.97%	46.18%	46.77%	49.57%	46.10%
稅後純益率(%)	162.28%	52.96%	-7.50%	27.23%	22.28%	40.35%	40.30%	41.21%	33.22%	45.14%	43.75%	37.01%

QoQ(%)

營業收入淨額	57.84%	7.92%	-20.38%	23.60%	12.47%	4.71%	1.75%	1.86%	1.66%	1.58%	1.45%	1.41%
營業利益	149.43%	20.95%	-18.25%	24.63%	21.76%	9.90%	7.03%	-4.87%	4.39%	2.89%	7.51%	-5.70%
稅前純益	255.44%	-61.76%	-98.94%	4763.26%	13.03%	47.20%	6.30%	-0.22%	2.12%	7.95%	8.81%	-12.75%
稅後純益	244.55%	-64.78%	N.A	N.A	-7.98%	89.65%	1.62%	4.17%	-18.07%	38.03%	-1.66%	-14.21%

YoY(%)

營業收入淨額	429.56%	494.71%	152.06%	67.63%	19.44%	15.90%	48.10%	22.06%	10.33%	7.03%	6.71%	6.24%
營業利益	N.A	N.A	N.A	207.36%	50.04%	36.33%	78.50%	36.24%	16.80%	9.35%	9.85%	8.90%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	-29.88%	-77.70%	-14.15%	8501.80%	76.48%	59.44%	16.92%	19.68%	4.66%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	-38.60%	-83.60%	-11.70%	N.A	84.75%	64.50%	19.72%	15.86%	-4.59%

註1：稅後EPS以股本6.81億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。