

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6662 TT 樂斯科	未評等 目標價	樂斯科，預計1/4/2018股票登錄興櫃，日盛看好其未來發展潛力，係因： 1. 受惠國內生技產業蓬勃發展，產業市佔率58%，近五年平均配息2.4元。 2. 站穩內銷市場，轉投資印度、泰國，海外市場成長潛力大。

研究員 李振南
 donaldlee@jsun.com

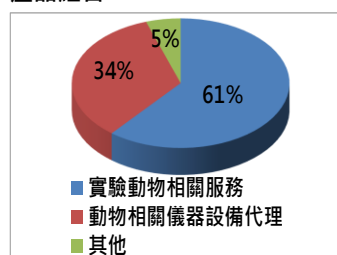
近期投資評等

日期	評等
01/04/2018	未評等

公司基本資料

收盤價(元)(01/03/2018)	N.A.
股本(百萬元)	220
總市值(億元)	N.A.
每股淨值(元)(2017年11月自結數)	13.98

產品組合



重點摘要

- ◆ **台灣第一家通過國際認證(AAALAC International)之民營實驗鼠培育中心**：樂斯科(6662.TT)成立於2001年，資本額2.2億元，為台灣第一家通過國際認證(AAALAC International)之民營實驗鼠培育中心。2016年經營項目占比：無特定病原(SPF)實驗鼠及實驗動物相關服務60.9%、實驗動物相關儀器設備及耗材代理33.9%，其他約5.2%。其實驗大鼠(Rat)、小鼠(Mouse)等種源主要來自於國際大廠Charles River技術授權。2016年營收2.31億元(YoY+2.8%)，稅後淨利0.40億元(YoY+6%)，稅後EPS 2.48元。公司總部位於台北南港，飼養廠房則位於宜蘭縣冬山鄉，實驗鼠年產能約50萬隻。以銷售市場來看，內銷91.8%，主要對象為國內學校、醫療院所、研究單位及生技公司；外銷約8.2%，其中中國佔比7.2%，東南亞等地約1%。
- ◆ **受惠國內生技產業蓬勃發展，產業市佔率58%**：受限於建置符合國際認證標準之實驗動物飼養廠投入成本較高，且量產高品質實驗動物之生產技術門檻高，若排除自行繁殖，台灣嚙齒類動物使用量每年約40~50萬隻，以樂斯特年銷售25~30萬隻實驗鼠計算，國內市佔率約58%。受惠政府將生技醫療產業納入5+2重大產業計畫，政策面鼓勵創新研發公司將研究項目商品化，預估新藥研發公司佔整體動物試驗使用量將由目前不及10%，逐步提升。此外，隨動保意識提升，政府加強對於動物房設置的標準化規範流程，醫療院所新增設備採購即帶動樂斯科2016年代理設備儀器及試劑營收0.79億元(YoY+16.2%)。設備裝置後，每年可收取維修保固收入，且在新設備採購後，研究機構亦會增加對於實驗鼠之採購，隱含實驗鼠成長動能。
- ◆ **轉投資印度、泰國，海外市場成長潛力大**：由於台灣實驗動物市場規模仍屬有限，樂斯科積極投入海外市場。2015年開始投資印度公司，將依市場發展狀況，陸續興建廠房，生產試驗動物，客戶鎖定當地經營之歐美大廠。2016年印度子公司營收約200萬元(YoY+210%)，主要來自代理銷售業務。隨著東南亞各國經濟發展對於醫藥與健康產業需求隨之提高，2016年投資泰國BioRiver，透過代理進口方式出口到泰國，營收貢獻約350萬元，惟當地關稅高達30%，若於當地設廠可享有8年內免稅，5年減半稅務優惠，樂斯科已著手評估設廠可能性。觀察公司近3年EPS均介於2.4~3元之間，獲利穩健。近5年累計配發現金股息已超過10元，為高配息率股。隨海外市場成長動能，帶動公司投資價值提升。

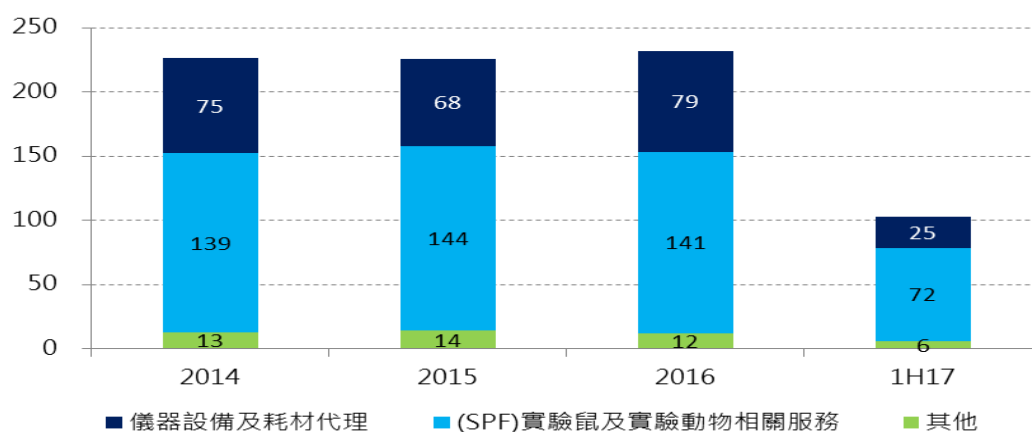
單位:百萬元	2014	2015	2016	1H16	1H17
營業收入淨額	227	226	232	102	104
營業毛利	93	99	97	43	45
營業利益	52	55	53	26	25
稅後純益(淨利歸屬母公司業主)	45	40	40	20	18
稅後 EPS (元)	3.01	2.51	2.48	1.07	0.80
毛利率(%)	41.21	43.89	41.70	42.63	43.65
營業利益率(%)	23.03	24.18	22.83	25.79	23.96
稅後純益率(%)	20.06	17.82	17.46	19.90	16.92
營業收入 YoY/QoQ (%)	N.A.	-0.47	2.65	N.A.	N.A.
營業利益 YoY/QoQ (%)	N.A.	5.77	-3.63	N.A.	N.A.
稅後純益 YoY/QoQ (%)	N.A.	-11.11	0.66	N.A.	N.A.

◆ **台灣第一家通過國際認證之民營實驗鼠培育中心**

樂斯科(6662.TT)成立於 2001 年，資本額 2.2 億元，為台灣第一家通過國際認證(AAALAC International)之民營實驗鼠培育中心*。2016 年經營項目占比為：無特定病原(SPF)實驗鼠及實驗動物相關服務 60.9%、實驗動物相關儀器設備及耗材代理 33.9%，其他約 5.2%。其實驗大鼠(Rat)、小鼠(Mouse)等種源主要來自於國際大廠 Charles River 技術授權。2016 年營收 2.31 億元(YoY+2.8%)，稅後淨利 0.40 億元(YoY+6%)，稅後 EPS 2.48 元。公司近 3 年 EPS 均介於 2.4-3 元之間，獲利穩健。近 5 年累計配發現金股息已超過 10 元，為高配息率股，具有投資價值。

圖一、樂斯科近年營收組成

單位：百萬元



資料來源：樂斯科、日盛投顧彙整

公司總部位於台北南港，飼養廠房則位於宜蘭縣冬山鄉，實驗鼠年產能約 50 萬隻。以銷售市場來看，內銷佔比約 91.8%，主要對象為國內學校、醫療院所、研究單位及生技公司；外銷約 8.2%，其中主要為中國佔比 7.2%，其他如東南亞等地約 1%。由於國內市場逐漸飽和，2015 年起公司陸續投資印度公司(Hylasco Bio-Technology India Private Limited)目前持股 33%；2016 年投資泰國公司(BioRiver Company Limited)持股 49%，並採權益法認列損益。股東結構為董事長陳振忠及配偶 14.16%(9.01%+5.15%)，詳細結構請參見表一。

表一、股權結構 (持股 5%以上大股東)

排序	大股東			機構法人		
	姓名	職稱	持股 (含配偶未成年子女)	代表人	公司	持股
1	陳振忠	總經理	14.16%	王相玉	寶成公司	5.62%
2	陳建璋	副總經理	11.64%			
3	張貴容	大股東	6.24%			
4	吳麗珠	董事	5.56%			

資料來源：樂斯科、日盛投顧彙整

*「國際實驗動物管理評鑑及認證協會」(Association for Assessment and Accreditation of Laboratory Animal Care International 簡稱 AAALAC International)是一個非營利性、跨國際的實驗動物認證組織。以符合道德和人道的方式使用實驗動物，推動醫學與科學研究為目的。

2018 年 1 月 4 日

而為滿足客戶一站式服務，2017 年毒理病理實驗室正式啟用。此外，因應精準醫療時代來臨，投資台基盟生技股份有限公司，參與國衛院「精準醫療與學習型醫療照護系統」旗艦計畫，首次由動物試驗延伸至人體相關領域，並將建立 PDX 模型，向下垂直整合至藥物篩選平台。故未來成長動能在於擴充海外市場項目，以及延伸國內實驗鼠的附加價值。

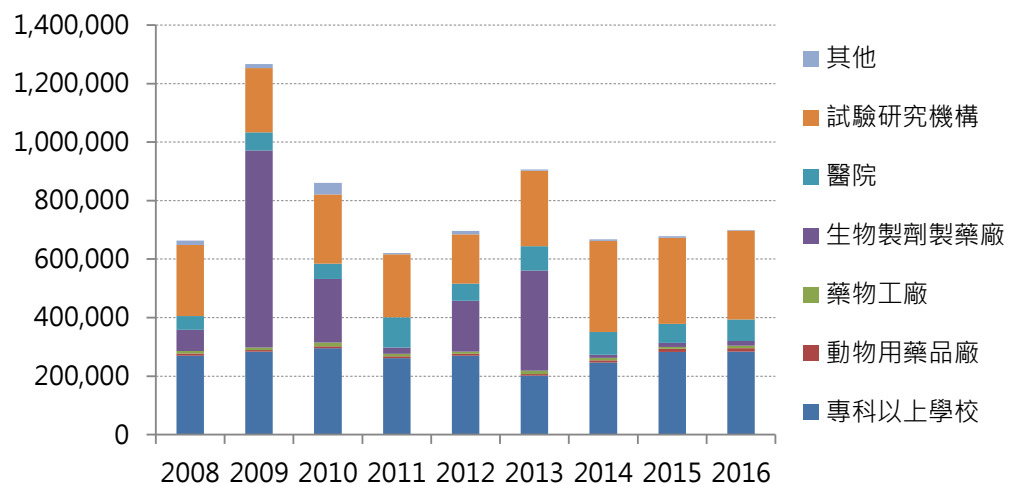
◆ 受惠國內生技產業蓬勃發展，產業市佔率 58%

在實驗動物中，由於實驗鼠具有基因序列和人類相似，在近交品系中不同老鼠間個體差異小，在遠交品系中，不同老鼠間遺傳背景差異較大，能做為模擬人類個體差異化的動物模式。因產仔數多與繁殖周期短的特性，能短時間提供所需的實驗動物數量以進行試驗，並且便於觀察動物各生命階段的反應，另一方面其遺傳訊息已經定序完成，因此便於進行遺傳修飾，成為特殊模式以供研究使用，加上經濟成本較低之特性，長期被廣泛用於生醫研究，初估全球每年科學研究使用近 2 萬種小鼠品系、超過千萬隻實驗鼠。

由於實驗動物品質將影響其試驗結果準確性，高品質 SPF 等級實驗動物被廣為使用。根據實驗動物人道管理年報統計，2008~2016 年台灣各科學研究機構在啮齒類動物上平均使用數至少 60 萬隻(含非 SPF 等級動物數量)，近年來並以學研單位為最大使用者。

圖二、2008~2016 年各科學研究機構在啮齒類動物使用數

單位：隻

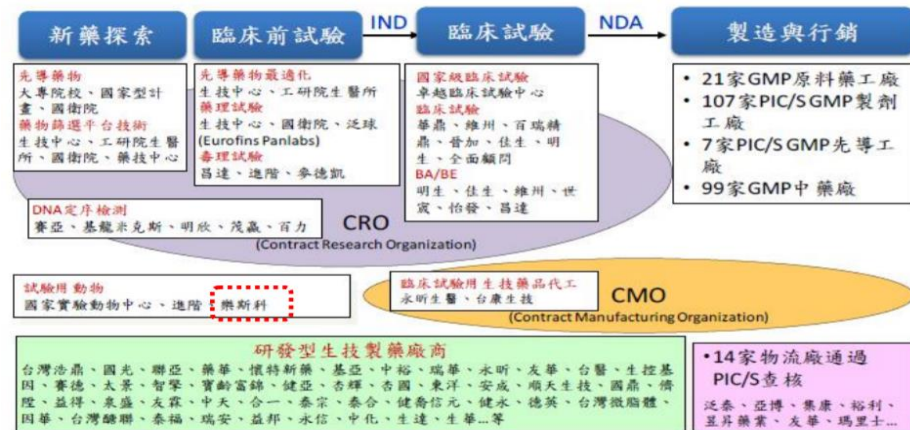


資料來源：實驗動物人道管理年報、日盛投顧彙整

受限於建置符合國際認證標準之實驗動物飼養廠投入成本較高，且量產高品質實驗動物之生產技術門檻，目前國內除國家實驗動物中心生產特殊性實驗動物外，僅少數公司或學研單位小量自行繁殖。若排除自行繁殖，台灣啮齒類動物使用量約 40~50 萬隻，以樂斯特一年銷售 25~30 萬隻實驗鼠計算，國內市佔率約 58%，國家試驗動物中心 22%，其餘則來自大專院校等佔比約 20%。樂斯科前五大客戶佔比約 27%，客戶穩定，且受單一客戶影響較低。

2016 年樂斯特(SPF)實驗鼠及實驗動物相關服務收入 1.41 億元(YoY-1.8%)，下滑係因研究單位使用量微降；然因政策面鼓勵創新研發公司將研究項目商品化，預估新藥研發公司佔整體動物試驗使用量將由目前不及 10%，逐步提升。

圖三、樂斯科於生技服務價值鏈中上游



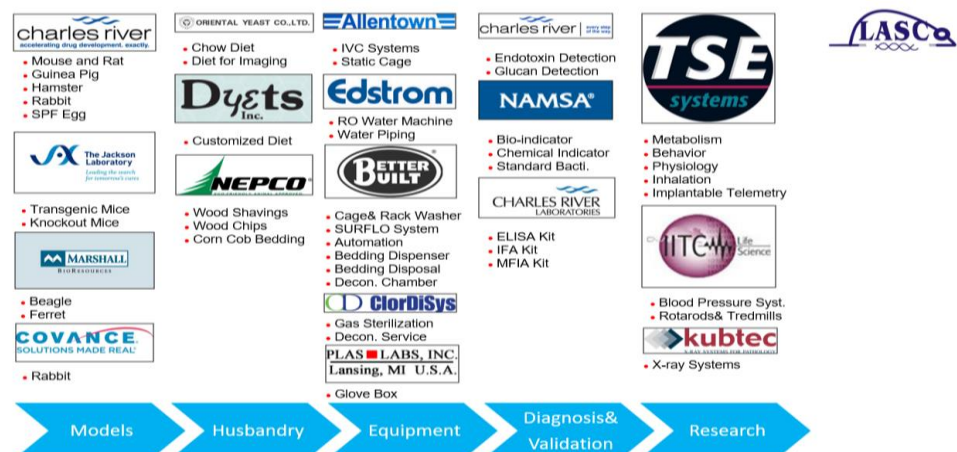
資料來源：衛福部、財團法人生物技術開發中心、日盛投顧彙整

◆ 法規趨於完善，設備代理銷售增加，隱含實驗鼠成長潛力

由於實驗動物飼養所需的相關設備，如實驗儀器、檢測試劑、飼養系統、清洗系統與消毒系統等，是完善的動物試驗成果的重要一環，過去台灣市場年銷售額約 1~1.5 億元，公司平均市占率約 25%~30%。受惠政府將生技醫療產業納入 5+2 重大產業計畫，如國家生醫園區(202 兵工廠改建)；此外，隨動保意識提升，政府加強對於動物房設置的標準化規範流程，帶動樂斯科 2016 年代理設備儀器及試劑營收 0.79 億元 (YoY+16.2%)。

目前樂斯科代理產品線，主要來自於 Oriental Yeast、Allentown、Better Built 等國際廠商，佔比超過 6 成。除每年可收取維修保固收入外，且新設備採購後，研究機構亦會增加對於實驗鼠之採購。隱含實驗鼠成長潛力。

圖四、樂斯科動物飼養設備代理線完整



資料來源：樂斯科、日盛投顧彙整

◆ 轉投資印度、泰國，海外市場成長潛力大

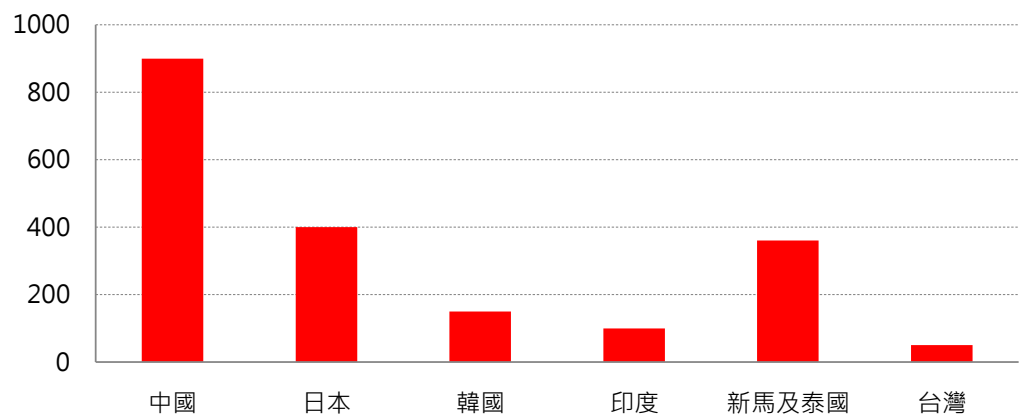
由於台灣實驗動物市場規模仍屬有限，樂斯科積極投入海外市場。以亞洲市場來看，中國為最大市場，每年實驗動物需求約 920 萬隻，其次為日本 430 萬隻與南韓 156 萬隻。礙於技術原廠 Charles River 於中國擁有動物房，樂斯科不在當地設廠，但仍可透過自營業務於當地銷售，2016 年中國市場佔公司營收比達 7%，未來仍有成長空間。

印度為全球第二大人口國，廣大的人口基數使其醫藥產業近年成長迅速，實驗動物年使用量約為 100 萬隻，在眾多國際級醫藥公司進入下，整體醫藥產業將快速成長，將帶動符合國際認證標準實驗動物需求，預估未來幾年將迅速成長到 250~300 萬隻，為南亞地區最大嚙齒類實驗動物使用國。樂斯科於 2015 年開始投資印度公司，2016 年印度轉投資公司營收約 200 萬元(YoY+210%)，主要來自於代理銷售，因未達規模經濟，2016 年小幅虧損。樂斯科引進策略投資夥伴後，目前持股為 33%。未來將依市場發展狀況，陸續興建廠房，生產試驗動物，客戶鎖定於當地經營之歐美大廠。印度將是樂斯科海外重要發展市場。

隨著東南亞各國經濟發展對於醫藥開發與健康相關產業的需求將隨之提高。2016 年投資泰國 BioRiver，目前透過代理進口方式出口到泰國，營收貢獻約 350 萬元，惟當地關稅高達 30%，若於當地設廠可享有 8 年內免稅，5 年減半稅務優惠，樂斯科已著手評估設廠可能性。

圖五、亞洲各國實驗鼠年需求用量

單位：百萬隻



資料來源：樂斯科、日盛投顧彙整

◆ 獲利穩健，兼具高配息優勢

作為全球最大的實驗動物公司，Charles River Laboratories 一直是全球實驗動物商業化繁育和市場供應的領導者，分布在北美、歐洲和日本等 17 個國家和地區擁有 70 餘個分設施，銷售網絡遍布全球。目前全球僅三個區域對外授權，台灣(樂斯科)、韓國(OBI)及樂斯科印度轉投資公司(Hylasco Bio-Technology)，代表樂斯科可以最優的品種、最合理的價格以及國際通行標準提供實驗動物產品，保證動物健康和遺傳完整性符合嚴格的國際標準。

2018 年 1 月 4 日

日盛認為，在站穩台灣市場後，樂斯科將以成功的營運模式及飼養管理經驗轉移至泰國及印度之海外轉投資公司。

此外，並於 2017 年新增病理毒理分析判讀業務。未來將透過實驗動物服務的垂直與橫向整合，如精準醫學服務、建構實驗動物代養業務，搭配病理毒理分析服務，降低使用者自行設置實驗與飼養環境的成本，來增加實驗動物使用範圍，並提高實驗動物與其相關服務之附加價值。在儀器設備與相關耗材方面，將持續引進新產品代理，擴充產品線項目，提供更多元的產品以滿足客戶所需。

觀察公司近 3 年 EPS 均介於 2.4~3 元之間，獲利穩健。近 5 年累計配發現金股息已超過 10 元，為高配息率股，隨海外市場成長動能，帶動公司投資價值提升。

表二、樂斯科近 5 年每股盈餘及配息

年	EPS	配息	配股
101	3.15	2.60	-
102	3.60	3.24	-
103	3.01	2.10	0.60
104	2.51	2.50	-
105	2.48	1.50	1.50

資料來源：樂斯科、日盛投顧彙整

2018 年 1 月 4 日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股