

7776 東証グロース

セルシード

Kabugami Research Report

赤字拡大

重要施策

継続前提重要事象

www.kabugami.jp V3.0 自有评级

B- | 高风险再生医療期权型

再生医療

細胞シート

CLS2901C

第3相

UpCell ADVANCE

日立HVCT RM

低温残焰

Kabugami V3.0 Score

62 / 100

Rating

B-

Type

风险观察型
临床期权型

セルシード 并不是 那种可以用利润、净现金、PBR与分红来计算的低估值制造企业。它真正值得研究的地方，在于 **CLS2901C 同种软骨细胞シート第3相、UpCell ADVANCE进入Cuorips/ReHeart制造链条、日立HVCT RM产业化排程系统、以及仍然压在股价上方的融资性供给** 之间的矛盾。

本报告性质：本报告为 www.kabugami.jp 基于公开资料、企业披露资料、四季报数据、TradingView公开图表及自有研究框架所作的自用研究记录的公开分享。本报告不构成投资助言、投资勧誘、买卖推荐、收益保证或价格预测。

生成日期：2026-06-21

目录

0. 阅读导引

本报告如何阅读 / 为什么7776属于再生医疗临床期权型研究对象

1. 企业内容客观呈现

1.1 公司定义 1.2 业绩冷数据 1.3 四季报评分 1.4 股东结构 1.5 四季报评论

2. ChatGPT与kabugami.jp 协同研究挖掘

2.1 细胞シート工学 2.2 CLS2901C与第3相 2.3 KOOS4与HTO真实市场 2.4 产品矩阵 2.5 UpCell / CDMO / NACS 2.6 日立HVCT RM 2.7 CEO/FIRM/DNP 2.8 融资结构 2.9 潜在提携方 2.10 估值框架

3. Kabugami Quantum Trend Layer

3.1 ATH后能量衰减 3.2 低温残焰 3.3 融资重力井 3.4 RSET前段观察 3.5 Quantum Trend 判定

4. Kabugami V3.0 Score

评分体系与最终评级：B- | 风险观察型 / 临床期权型

5. 最终判断

为什么可以研究，为什么不能当核心价值仓

6. 风险与免责声明

7. 资料来源

8. 彩蛋

UpCell ADVANCE：最安静但最可能被低估的小铲子

0. 阅读导引

本报告不是传统券商研报，也不是为了给出“明天涨不涨”的答案。www.kabugami.jp 的研究方式分为三层：先把四季报与公开资料中的客观事实摆清楚，再顺着公开线索做协同挖掘，最后用Kabugami自有图表模型观察市场定价是否已经开始变化。

7776是再生医疗临床期权型公司，研究重点不是当期盈利能力，而是临床成功概率、现金跑道、融资摊薄、合作方、产品注册制造链条与事件脉冲。因此，本报告的目标不是证明它“便宜”，而是判断它是否值得放入风险观察池。

一句话结论：7776 セルシード不是纯草台故事，也不是可以安心长期持有的现金流价值股。它是一个拥有真实细胞シート技术根基、真实第3相临床项目、真实产业链伙伴痕迹，但尚未穿越商业化死亡谷的上市风险投资票。

本次从四季报客观资料、公开IR、jRCT、东海大学论文线索、日立HVCT RM、Cuorips ReHeart链条、UpCell ADVANCE、DNP制造委托、FIRM/CEO网络、融资结构与TradingView月线图形进行交叉检查。三层资料基本互相印证：第一层财务很弱，第二层技术真实性较强，第三层价格图形显示市场尚未相信商业化已经发生。

因此，本报告不把7776定义为“低估好公司”，而定义为：**高风险再生医疗期权型资产**。它可能在第3相进度、合作方、UpCell收入确认、新株预约权消化等节点出现非线性脉冲；但若入组慢、融资继续、合作不落地，股东仍可能持续被摊薄。

第一层财务

弱

销售极小、持续赤字、无分红

第二层技术/产业

中强

CLS2901C第3相、UpCell、日立、Cuorips

第三层图形

未确认

低位残焰，右侧尚未完成

再次全网搜索后的补充发现

与前面对话相比，再次搜索补充出几个应写入报告的要点：公司2026年3月的成长可能性资料显示，第3相治验实施设施已列为6家，新增横浜南共济病院，且公司仍以2029年申请、2030年前后承认为核心时间轴[R2]；东海大学2026年发布NACS次世代同种软骨细胞シート与日立ハイテクiACE自动培养线索，理论上一次培养约640枚、约50人份，补强了量产/均质化/追溯性的产业化逻辑[R11]；CellSeed 2026年5月还确定了第26回新株予約権（无偿ストック・オプション），这不是MSワラント式融资，但说明公司开始把VISION2030中的人才与激励放入资

本结构[R3]；DNP与CellSeed在2014年已有细胞培养器材制造委托基本合同，并非普通随机股东[R14]；MetaTech台湾线已经解除且存在历史信息泄露/契约问题，说明海外license路径存在真实执行风险[R15]。

1. 企业内容客观呈现

1.1 公司定义

四季报给出的公司画像非常准确：“東京女子医大発バイオベンチャー。細胞シート培養皿による細胞加工受託と再生医療開発が柱。”这意味着CellSeed并不是传统药企，也不是普通医疗器械公司，而是围绕细胞シート工学做两类事：一类是细胞培养器材与细胞加工受托，另一类是把细胞シート本身推进成再生医疗产品。

項目	四季报/公司资料要点	Kabugami理解
公司名	セルシード / CellSeed Inc.	东京女子医大系細胞シート商业化公司
上市	2010年3月上场，东证グロース	上市已久，历史股价有多轮临床/再生医疗脉冲
设立	2001年5月	技术根基不浅，但商业兑现长期不足
员工	约36人，平均年龄约43岁，平均年收入约611万日元	研发/BD小团队，无法独自承担临床、销售、全球器材、CDMO全部商业化任务
主要业务	再生医療支援、細胞シート再生医療	当前收入来自支援业务，估值弹性来自CLS2901C临床期权

1.2 业绩冷数据：收入不是小，是极小

四季报截图显示，CellSeed的売上高长期只有0.8亿-1.9亿日元级别，而营业赤字从2023年的约6.97亿日元扩大到2026-2027年预测的12-13亿日元级别。2026年1Q公开摘要也显示，2026年全年预测売上高约7100万日元、营业亏损约12.25亿日元、净亏损约13.20亿日元[R3]。

年度	売上高	営業利益	純利益	1株益	配当
2023/12	约1.90亿日元	约-6.97亿	约-8.46亿	-29.4円	0
2024/12	约1.93亿日元	约-8.46亿	约-8.59亿	-25.7円	0
2025/12	约0.83亿日元	约-10.46亿	约-11.04亿	-31.8円	0
2026/12予	约0.70亿日元	约-12.30亿	约-13.20亿	-33.9円	0
2027/12予	约1.20亿日元	约-13.00亿	约-13.50亿	-34.6円	0

客观判断：这张损益表本身不能支撑80亿日元级别市值。公司现在的市值核心不是现有收入，而是未来临床与平台工具的期权价值。

1.3 四季报评分：安全性4并不等于商业安全

四季报给出四季报スコア2星，成长性1、规模1、收益性与割安度为空，安全性4、値上がり1。安全性4主要来自低债务、净现金与财务杠杆不高，而不是来自利润、分红或稳定现金流。截图里net D/E为-1.0倍、财务杠杆约1.1-1.3倍，但ROE、ROA长期为大幅负值。这里要避免误读：**财务杠杆安全，不等于商业模式已成立。**

1.4 股东结构：高度分散，没有强稳定大股东

四季报截图显示，外国人保有比率在近年大约1.7%-4.1%之间，投資信託保有比率为0，少数特定者保有比率从12.6%附近降至5.6%附近，浮动株比率约36.5%-45.0%。大股东名单多为证券公司、个人、DNP等小比例股东。这个结构对事件票非常典型：有材料时容易点火，但无稳定大股东托底，融资/失望/临床延迟时也容易快速回落。

DNP线索：大日本印刷在股东表中虽然比例很低，但不是完全随机股东。CellSeed资料显示，2014年4月曾与DNP签订细胞培养器材制造委托基本合同[R14]。这说明DNP更像产业链历史合作痕迹，而不是财务托底大股东。

1.5 四季报评论的冷静含义

四季报评论提到：细胞培养器材欧米销售苦战、同种软骨细胞シート3相费用通期化、研发费用增加、赤字扩大；同时也写到同种软骨シート国内3相加速、国内销售与海外开发销售等视野下与复数公司推进提携/共同研究、UpCellプラスコ欧米扩販、継続前提重要事象。这段话的含义非常完整：公司有真实推进，但也仍处于烧钱与持续经营重要事象阶段。

2. ChatGPT与kabugami.jp 协同研究挖掘

2.1 技术不是空故事：细胞シート工学是真资产

CellSeed的底层技术来自东京女子医大冈野光夫教授的细胞シート工学。其核心并不是“干细胞营销”，而是温度响应性材料与细胞培养表面的组合：细胞在37°C贴附生长，降温后表面亲水性变化，细胞可在不用胰蛋白酶等酶处理的情况下以片状回收，保留细胞间连接、细胞外基质和表面蛋白。UpCell就是这一技术在培养器材上的商业化形态[R12]。

这类技术的真正价值不在于“概念好听”，而在于它能够进入再生医疗产品制造流程。一旦某种培养器材写入获批产品的制造工艺或质量体系，未来替换材料往往会触发工艺同等性、质量验证和监管补充资料问题，替换成本高于普通实验耗材。

2.2 核心产品：CLS2901C同种软骨细胞シート

CLS2901C是CellSeed当前最重要的估值核心。jRCT登记显示该试验为“变形性膝关节症患者を対象としたCLS2901Cの有効性及び安全性を評価する第III相試験”，注册日为2024年1月23日，最后更新时间为2026年6月2日[R1]。公司2026年3月资料显示，第3相对象为变形性膝关节症且适合脛骨近位骨切り術（HTO）的患者，实施设施已列出6家：东海大学医学部付属病院、横浜石心会病院、海老名総合病院、顺天堂医院、横浜市立大学附属市民総合医療センター、横浜南共済病院；2025年10月第1症例登记，目前各设施按计划推进[R2]。

关键纠错：96例是第3相目标症例数，不是已经完成96例。公开确认的实际入组节点是2025年10月第1例登记。由于主要终点是术后52周KOOS4变化量，最后一例入组后至少还需要一年观察，再加数据整理与PMDA沟通。因此，2029申请时间轴可行但非常依赖2026-2027年的入组速度。

2.3 科学信号：10例临床研究是真，但不是第3相成功

东海大学2023年发布资料称，研究团队使用多指症患者手术时废弃软骨组织制备同种软骨细胞シート，并将其移植到10名接受HTO的变形性膝关节症患者软骨缺损部位，结果显示术后一年安全性、有效性，并确认硝子软骨样再生[R9]。该成果发表于npj Regenerative Medicine[R10]。

但是，这里必须谨慎。10例临床研究不是随机对照第3相，也不等于制造销售承认。最大的科学挑战在于：HTO本身就能改善疼痛、力线和功能，第3相必须证明“HTO + CLS2901C”相对于“HTO单独”具有足够明确、统计显著、临床有意义的增量疗效。

2.4 KOOS4：真正危险的是增量疗效，不是术后变好

第3相核心不是证明患者“术后改善”，因为HTO单独也会改善。关键是KOOS4从基线到术后52周的变化量，组合治疗是否比单独骨切り术更好。公开资料没有找到样本量计算依据、预设效应量或标准差。96例的设计意味着公司预期差异不能太小，否则统计功效会不足。

核心风险：如果最终两组都改善很多，但组合组只多出小几分，市场可能会失望；如果KOOS4差异接近或超过临床上有意义的幅度，并同时获得MRI/关节镜/结构性软骨再生证据支持，7776的估值层级才可能真正重定价。

2.5 HTO真实市场：3000万人故事不能直接估值

东海大学NACS资料提到，日本变形性膝关节症患者约2530万人，其中有症状者约800万人[R11]。但CLS2901C第3相入口不是所有膝OA患者，而是适合HTO的患者。这通常意味着患者年龄、活动水平、内侧型OA、膝关节力线、软骨保留状态、BMI、既往手术史等都有限制。因此，第一商业入口应按“适合HTO × 愿意随机/治疗 × 医院可执行 × 保险支付可接受”的窄口径估值，而不是按所有膝OA患者估值。

2.6 jRCT逐项检查：这是一场窄入口、高要求的第3相

从jRCT与公司资料结合来看，CLS2901C第3相的临床入口比“膝关节症大市场”窄很多。患者必须是变形性膝关节症且适合HTO的群体，而HTO本身是关节温存型手术，目标是通过校正膝关节力线改善负荷分布，帮助疼痛与功能改善[R21]。因此，CLS2901C并不是一个直接面向全部膝OA患者的简单注射疗法，而是一个嵌入骨切り术流程的外科-再生医疗组合产品。

jRCT/公司资料 项目	公开信息	Kabugami判断
试验ID	jRCT2033230587，注册于2024-01-23，2026-06-02有更新[R1]	试验登记真实，属于严肃企业治疗框架
对象患者	变形性膝关节症，且适合HTO[R2]	市场入口窄，不能用全部膝OA患者估值
对照设计	骨切り术 + CLS2901C/RMSC 并用 vs 骨切り术单独[R1]	最大的科学挑战是证明增量疗效
主要终点	术后52周KOOS4变化量[R1]	必须战胜HTO本身带来的改善
设施	2026年3月公司资料列出6家治疗实施设施[R2]	设施已扩展，但累计入组数未公开
时间轴	2025年10月首例登记；2029申请；2030承认取得/销售启动目标[R2]	若2026-2027入组不能加速，时间轴会吃紧

这里有一个投资上很容易犯的错误：看到“96例”就觉得很快做完。事实上，96例只是计划总症例数。由于每例需要术后52周观察，最后一例入组日会显著影响申请时间。若2027年仍未完成大部分入组，2029申请的可信度就会下降。

2.7 KOOS4的实战含义：症状改善不是答案，差异才是答案

KOOS4不是医生一句“好转”的主观感想，而是患者报告结局里Pain、Symptoms、Sport/Rec、QOL四个分量表的平均。HTO本身已能改善疼痛和功能，因此第3相如果只显示“患者术后好转”，投资价值不足；必须显示组合治疗相对于HTO单独的可解释增量。更进一步，若增量疗效能够与MRI、关节镜、组织学或其他结构性软骨修复证据互相支持，才有可能从“症状改善”升级成“软骨再生产品”的市场定位。

需要继续挖的缺口：公司尚未公开样本量设计依据、假设效应量、标准差与统计功效。这个缺口不代表试验不好，但意味着外部投资者无法精确计算第3相成功门槛，只能通过后续会议、学会发表、PMDA相关资料或申请时审评文件回推。

2.4 产品矩阵逐一拆解

产品/业务	真实性	商业化阶段	对估值重要性	Kabugami判断
CLS2901C 同种软骨细胞シート	高	第3相，2025年10月首例登记	极高	核心火种。成败决定公司是否重定价。
自体软骨细胞シート	高	先进医疗/服务型经验	中低	技术验证与临床经验资产，不是主要估值引擎。
食道上皮细胞シート	有医学意义	公司开发曾中断，自由诊疗受托存在	中	重要反面教材：真技术也可能被制造/PMDA/商业性拖死。
UpCell / UpCell ADVANCE	很高	销售中，已进入Cuorips/ReHeart制造链条	中高	平台工具。当前收入小，长期黏性来自注册制造流程。
UpCell フラスコ	高	欧米扩販重点	中	从研究盘向大量培养/回收工具扩展，方向正确但收入未显。
RepCell / HydroCell / cellZscope等	较高	科研工具	低	补充产品线，不是主要估值来源。
CDMO / CPC / 再生医疗受托	较高	有设施与许可，有服务实绩	中	产业卡位，但收入规模仍小，尚未证明赚钱能力。
NACS 次世代同种软骨细胞シート	早期但重要	临床研究/自动化培养	中后期权	量产逻辑补强，但CellSeed权益归属需继续确认。
中枢神经损伤共同研究	太早	シーズ探索/非临床前	低	远期option，不进入当前主估值。

3.0 产品逐一判断：有意义、故事性与商业性三者必须分开

CellSeed最容易被误读成两种极端：一种说“干细胞、再生医疗、协会理事、大学合作，马上起飞”；另一种说“赤字、融资、没有收入，全部是故事”。本报告采用中间判断：底层技术有意义，部分产品有真实产业位置，但公司尚未证明能把这些技术变成稳定利润。

真正有临床期权的产品

CLS2901C是当前唯一足以改变公司估值

真实但收入小的平台工具

UpCell/UpCell ADVANCE/UpCell フラス

层级的产品。它的科学依据不是空白，但第3相必须证明相对HTO单独的增量疗效。

コ不是PPT，它们的价值在于进入再生医疗制造工艺；但目前财报贡献非常小。

真实但未商业化放大的服务能力

CPC/CDMO证明公司不是草台，但其收入不足以支撑市值，更多是产业卡位与制造经验资产。

历史反面教材

食道上皮细胞シート有医学意义，但开发中断说明再生医疗项目可能被制造变更、监管、时间和商业性拖死。

CLS2901C：不是PPT，但仍是临床死亡谷

CLS2901C的最大优点是：它不是单纯学术概念，已经进入企业治验第3相；它的早期人类数据来自东海大学和npj论文，而不是单纯公司宣传[R9][R10]。最大风险则在于：它绑定HTO，必须在HTO已有疗效基础上证明额外价值；同时制造、排程、质量一致性、保险收载、医生培训与销售合作仍未完成。

食道上皮细胞シート：真医学意义，但提醒商业风险

食道上皮细胞シートの逻辑是减少食道癌ESD后的狭窄。这个医学逻辑并不虚假，但公司过去推进受阻，说明“真技术”与“可赚钱产品”之间隔着PMDA制造要求、质量同等性、临床周期和商业可行性。这个项目应作为CLS2901C估值折扣的重要历史教材。

RepCell、HydroCell、cellZscope：辅助产品线，不是估值主线

这些工具有现实科研用途：RepCell强调单细胞/小克隆、HydroCell强调低吸附和spheroid/胚状体培养、cellZscope用于屏障功能测定。但它们处在更普通的科研工具竞争环境里，不能单独支撑高估值。它们的作用是让CellSeed看起来更像一个完整细胞培养平台，而不是一个单产品临床壳。

3.1 UpCell ADVANCE与Cuorips ReHeart：小配角，但可能卡进制造链

CellSeed 2026年1月宣布与Cuorips签订细胞培养器材交易基本合同，目的为向Cuorips稳定供应UpCell ADVANCE，用于Cuorips开发的虚血性心筋症重症心不全用同种iPS细胞由来心筋細胞シート制造[R7]。Cuorips ReHeart在2026年3月取得日本条件及期限付承认[R8]。PMDA资料显示，ReHeart产品由iPS细胞由来心筋細胞シート4枚和洗浄液构成，实际移植时使用3枚[R8]。

这不是大阪万博“iPS心脏”展示本身，而是与Cuorips/大阪大学澤教授技术生态相关的真实治疗产品制造链条。万博展示是宣传与科普，ReHeart承认是医疗产品。对CellSeed而言，意义在于UpCell ADVANCE不只是研究耗材，而可能成为获批再生医疗产品制造流程的一部分。

投资含义：短期不能按ReHeart治疗收入给CellSeed估值，因为CellSeed卖的是制造耗材，不是治疗产品本身。但如果UpCell ADVANCE写入制造承认资料，其替换成本会显著高于普通耗材，未来黏性可能很强。

3.2 UpCell为什么没做大？不是产品假，而是场景窄、渠道难、下游未爆发

UpCell的科学逻辑很强，但商业上不是所有实验室都需要。多数普通细胞培养用trypsin即可，UpCell的优势集中在保留表面蛋白、避免酶损伤、回收完整细胞シート、细胞治疗/再生医疗研发等高级场景。CellSeed 2026年3月资料显示，器材业务过去曾通过Thermo Fisher海外销售扩大、2020年首次突破1亿日元销售、2022年UpCell フラスコ上市、UpCell ADVANCE注册美国FDA MAF；但2025年因美国政策变化，器材业务销售急减[R2]。

因此，UpCell不是“产品不过关”的简单问题，而是“好工具尚未遇到足够大的商业化下游”。真正放大路径是：更多再生医疗产品把它纳入注册制造流程，而不是普通研究耗材自然起量。

3.3 CDMO / CPC：有设施，有许可，但还不是赚钱机器

CellSeed 2026年资料显示，公司细胞培养中心延床面积763m²，4个细胞操作区域，具备特定细胞加工物制造许可（FA3160008）与再生医疗等产品制造业许可（13FZ110001），并有齿根膜细胞シート、自己软骨细胞シート、小儿自体上皮细胞シート、自由诊疗细胞シート等制造/支援实绩[R2]。

但收入仍然很小。原因不是没有CPC需求，而是CellSeed的核心不是消费医美型通用干细胞加工厂，而是临床级、细胞シート、GCTP/安确法文件与大学/医院/企业项目型受托。这样的业务质量门槛高，但销售周期长、项目少、商业化组织要求高。它证明公司不是草台，但还不能证明公司会赚钱。

3.4 NACS：可能是下一代量产答案，也是权益归属疑问

东海大学2026年发布次世代同种软骨细胞シート（NACS）研究，使用日立ハイテック细胞自动培养装置iACE，一次培养理论上可制造约640枚、约50人份，并目标实现质量均质化、追溯性

和量产化[R11]。这条线非常重要，因为它正好回应了再生医疗产品最难的问题：能不能批量、能不能一致、能不能追溯、能不能降低成本。

但NACS目前的权益归属、与CellSeed现行CLS2901C之间的商业关系、未来IP与制造利益如何分配，都还需要继续跟踪。它是正面产业信号，但不能直接全部计入CellSeed当前估值。

2.5 竞争格局：独特，但不是没有对手

CLS2901C不是全球唯一的软骨/膝OA再生医疗方向。它的独特性在于“多指症废弃软骨来源 + 同种软骨细胞 + 细胞シート + HTO并用 + 非基因导入”。但在广义膝关节软骨再生领域，已有多条竞争或替代路径。

路径/公司	技术方式	对CellSeed的含义
J-TEC等自体培养 软骨路线	患者自身软骨细胞培养后移植	医学上已存在软骨再生产品经验，但自体路线扩张性较弱
Medipost CARTISTEM	同种脐带血来源MSC，用于膝软骨缺损/骨关节炎，韩国2012年获批[R18][R19]	证明亚洲市场已有获批细胞产品，但路线与CellSeed细胞シート不同
Kolon Invossa	基因修饰细胞疗法，韩国曾批准后因细胞来源/成分问题2019年撤销[R20]	强烈警示质量、细胞来源、制造一致性与监管信任的重要性
MSC/PRP/脂肪干细胞注射	诊所/研究众多，偏症状改善	市场热度高，但多数缺少结构性透明软骨再生证据
人工关节/HTO/保守治疗	现有治疗体系	CLS2901C必须证明在现有治疗旁边有清晰增量价值

因此，CellSeed不是诺贝尔奖式“独一无二必然成功”，但也不是普通干细胞注射故事。它的差异化来自细胞シート形态、同种软骨细胞来源、HTO并用和日本再生医疗监管生态。真正要看的不是概念独特，而是第3相结果能否让医生、监管、保险和合作方同时相信。

2.6 日立HVCT RM：背书、工具还是陷阱？

日立2026年5月宣布，向CellSeed第3相临床试验提供再生医疗等产品向けバリューチェーン統合管理プラットフォームHVCT RM，并于2026年4月开始运用。该平台支持从细胞采集、生产、运输到投与的供应链管理，并首次实现“リソース予約管理機能”，帮助制造企业根据培养加工线空闲状况生成预约框，医疗机构从候选日中选择[R6]。

4.1 这是什么背书？

这不是日立对CLS2901C临床疗效的背书。日立不是疗效评估机构，也没有承诺产品会成功。更准确的说法是：**日立为CellSeed第3相临床的供应链、追溯、排程与未来商业化准备提供系统性背书。**

4.2 为什么重要？

再生医疗产品和普通药不同。普通药可以批量生产、库存、配送；细胞产品常常绑定供体、批次、制造窗口、医院手术日与投与日。样本错、批次错、排程错、温度错、运输错，都会造成严重问题。CellSeed的CLS2901C如果未来商业化，不能靠Excel和电话协调。因此，HVCT RM的意义是把“临床研究项目”向“可工业化管理的再生医疗产品”推了一步。

4.3 行业地位与局限

HVCT RM不是CellSeed独占。日立过去已将其用于ニブコのStemirac注供应管理。对日立集团而言，这项业务收入占比应很小，更像Lumada/HMAX Industry框架下的战略展示与平台化尝试。对CellSeed而言，这条线索加分较大，因为它证明公司认真补产业化短板；但它不能替代临床结果和销售提携。

结论：日立线索70%是背书，30%需防过度解读。背书的是执行与产业化准备，不是疗效与销售成功。

2.7 CEO、FIRM、DNP与治理

5.1 橋本せつ子：不是“干细胞协会老大”，但有产业网络

CellSeed社长橋本せつ子是生命科学商业化/国际BD背景，官方资料显示其为代表取締役社長兼CEO[R17]。FIRM官方资料列出她为理事之一，FIRM会长为J-TEC的畠賢一郎，理事中还包
括BMS、Takara Bio等公司代表[R13]。这意味着她不是“协会最高负责人”，但确实处于日本再生医疗产业圈核心网络中。

这对企业的好处是：政策/监管语言能力、产业沟通、BD网络、海外表达能力较强。风险是：行业人脉不自动等于收入，过去UpCell、CPC、CDMO都未形成显著利润，说明管理层商业落地能力仍需打折。

5.2 董事与团队：专业性不低，资本绑定不强

董事背景包含生命科学BD、开发战略、管理/法务等方向[R17]。但四季报与公开股东结构显示，没有强创始人控股或大型产业股东长期托底。CEO持股比例不高，公司更像专业团队推动项目，而不是创始人身家全押型企业。这对生物医药公司不罕见，但对二级市场股东意味着：资本市场融资会是常态变量。

5.3 MetaTech：海外license并非没有风险

CellSeed曾与台湾三顧股份有限公司（MetaTech/AP）有独占业务提携，后来契约关系解除，并存在信息泄露等争议说明[R15]。这提示：海外license、合资、区域开发并非只要签约就能顺利变现。未来如果出现海外提携公告，必须看预付款、里程碑、权益归属、临床/监管责任、终止条款，而不能只看标题。

2.8 融资结构、现金桥与股东稀释

6.1 第25回新株予約権：最大结构性压制

2025年11月公司发行第25回新株予約権，全部分配给Barclays Bank PLC，潜在株数860万股，行使价按前一交易日终值97%修正，下限行使价190日元[R4]。这不是战略大股东长期入场，而是典型行使价修正型融资工具。资金不是一次性到账，而是新株予約権被行使时才到账[R4]。

2026年5月行使状况显示，当月交付172,500股，行使1,725个，占发行总数2.00%；5月底未行使新株予約権41,060个，对应潜在410.6万股[R5]。

項目	数値/機制	解釋
潜在总股数	约860万股	相对既有股本有明显稀释
下限行使价	190日元	若股价低于下限附近，融资效率与行使动力下降
2026年5月底剩余	41,060个 / 410.6万股	仍是上方供给阀门
剩余可募估算	约7.8-12亿日元区间	取决于股价，不能简单假设13-15亿自动到账

6.2 现金桥：能活，但不能自然活到2030

2026年1Q末公司现金及存款约20.12亿日元，自己资本比率约84.1%；但2026年全年仍预计净亏损约13.2亿日元[R3]。按3月底现金约20亿，加剩余新股在当前价位附近可能再带来的约8亿上下，理论上可支撑两年多，但不能自然撑到2030商业化。

关键逻辑：CellSeed的理想路径不是“这次融资完就安全”，而是用第25回撑到第3相进展显性化，再用入组/合作/中期事件提高估值，在更高股价或合作方资金下完成下一轮现金桥。最危险的是2027年前后仍没有硬进展，却必须第26/第27回MS融资。

6.3 第26回无偿ストック・オプション

2026年5月，公司确定第26回新株予約権（无偿ストック・オプション）发行内容，对象为董事与员工，普通株式238,200股，行使价约247日元。它不是类似第25回的外部融资供给，但意味着公司VISION2030中的人才激励开始资本化。对股东而言，稀释比例不大，但也提示“股票工具”仍将是公司治理与融资的一部分。

2.9 潜在销售提携方：最可能不是传统大药厂

四季报和公司资料都反复提到“複数社との提携・共同研究等交渉推進”。但这句话不能直接当成资产估值。提携要看类型、对价与责任分配。本报告认为，CLS2901C最自然的合作方排序如下。

候选类别	为什么可能	含金量判断
骨科器械 / HTO生态公司	CLS2901C当前绑定HTO，掌握骨切り术医生、固定板、手术培训与医院渠道的企业最容易导入	最高。若出现国内销售提携，估值含金量明显提高
再生医疗产品公司 / CDMO公司	懂GCTP、上市后调查、质量体系、医院导入，能补CellSeed商业化短板	高。若含预付款/里程碑，能延长现金桥
医疗材料/培养基/设备公司	可能参与制造、耗材、自动化或供应链，但未必能销售治疗产品	中。更偏产业链补强
传统大药厂	若第3相强阳性并扩展到大OA市场，大药厂可能感兴趣	当前概率不最高。大药厂多半等数据更硬
海外license方	公司历史上有海外license尝试，未来仍可能分区域授权	需严格审查条款。MetaTech历史说明不能只看标题

真正高含金量的公告不是“共同研究”四个字，而是：销售体制、国内独占/共同销售、海外开发販売权、预付款、开发里程碑、销售里程碑、ロイヤルティ、制造责任与终止条款。没有这些，市场可能只给短期脉冲，不给长期重估。

2.10 估值框架：不能用PE/PB，要用“现金 + 平台 + 临床期权”

7776不能按传统利润倍数方式估值。PER无意义，PBR 4倍对临床期生物股也不是核心。正确思路是拆成三层：

现金残值层 20-30亿 现金、低债务、剩余融资可能。会随烧钱下降。	平台工具层 10-30亿 UpCell、CDMO、DNP、Cuorips链条。当前收入小。	临床期权层 30-80亿+ CLS2901C第3相成败决定上限与下限。
---	--	--

当前80亿日元级别市值大致可以理解为：现金残值20-30亿 + 平台工具10-30亿 + CLS2901C临床期权30-80亿。这个价格并非明显白捡，也不是纯垃圾估值。真正的估值分歧在于第3相是否能证明增量疗效、合作方是否落地、UpCell是否开始出现可见收入。

成功/中性/失败三路径

路径	前提	估值变化	股东结果
乐观路径	入组加速、KOOS4强阳性、合作方出现、新股消化	市值可能从期权层重估到准上市产品层	摊薄仍存在，但上涨可能覆盖摊薄
中性路径	第3相推进但慢，合作方模糊，UpCell收入小	脉冲反复，但难以趋势化	适合事件仓，不适合核心仓
悲观路径	入组慢、疗效差异小、持续融资、无销售提携	回到现金残值/壳价值重估	连续稀释与价格下行并存

2.11 风险投资式估值公式

对7776，最朴素的公式不是PE，而是：期望价值 = 成功概率 × 成功后市值 + 失败概率 × 失败残值 - 未来摊薄 - 时间成本。这个公式很粗，但比PE/PB有用。若第3相强阳性、合作方落地、承认申请可见，80亿市值可能不高；若入组慢、疗效差异小、持续低位融资，80亿市值就可能太高。

这种股票执行上不能“越跌越信仰”，而要“越接近里程碑越清晰”。小仓位先观察，等入组、合作、UpCell收入、融资消化等硬证据出现，再决定是否升级。没有硬证据的下跌，不一定是机会；有硬证据的上涨，反而可能是风险下降。

3. Kabugami Quantum Trend Layer



图：用户提供的TradingView月线截图，时间点约2026-06-21。此图仅用于Kabugami内部图形结构研究，不构成交易指令。

3.1 不是普通技术分析，而是ATH后的能量衰减研究

7776的价格历史不是价值股的慢复利结构，而是典型再生医疗事件股：长期沉睡、临床/再生医疗故事点火、垂直脉冲、放量换手、商业兑现不足后坍塌，再次回到低位。2013年前后的ATH是主能量峰，之后2018、2023-2025出现多轮次级脉冲，但每轮高度均未重新越过主峰能量边界。

在Kabugami语言中，这不是“趋势成长型”，而是ATH后长期阻尼衰减 + 事件脉冲残响。每次市场重新相信再生医疗叙事，价格会被点燃；每次利润、承认、销售、合作没有接上，价格又回到低温带。

8.2 当前状态：低温残焰，不是右侧完成

月线层面，当前价格仍位于月线短均线与中轨下方，MACD没有形成强势扩张。2023-2025年曾出现过一次右侧重构尝试，成交量和动能均有明显反应，但2025-2026年价格重新回落至低位，说明右侧结构尚未完成。

Kabugami定义：7776当前属于“低温残焰型临床期权体 / RSET前段观察”。火种存在，市场记忆仍在，但还没有从脉冲残响转入结构性自旋。

3.3 融资重力井：190-210附近不是普通低位

第25回新株预约权下限行使价190日元，使当前低位具有特殊含义。这里不是普通技术支撑，而是融资重力井边缘：若价格继续贴近或跌破该区域，剩余新株行使效率下降，现金桥预期变差；若价格反弹，剩余新股又可能被行使，形成上方供给阀门。价格因此被夹在“下方融资效率担忧”和“上方融资供给压力”之间。

3.4 图形与基本面的吻合

图形并没有否定第二层挖掘，反而给第二层降温：日立、Cuorips、UpCell、东海大学、NACS这些线索都是真实的，但市场没有把它们定价为确定性利润。价格回到低位说明市场仍要求看到更硬的证据：第3相入组进度、KOOS4增量疗效、销售提携、UpCell收入、融资消化。

图形要素	Kabugami判断
ATH后长期结构	主峰能量已衰减，多轮脉冲高度递减
月线状态	低位，但未完成右侧结构确认
成交记忆	有脉冲记忆，不是死股
融资影响	低位与MSフロント下限形成重力井
操作属性	小仓位事件期权，不是核心价值仓

3.5 Kabugami RSET定位：前段观察，不是完成态

在Kabugami体系里，ATH是主锚点。7776在2013年前后完成过一次主能量释放，随后进入长期阻尼衰减。2018与2023-2025的脉冲是次级能量回流，但高度递减，说明市场每次点火后都因商业兑现不足而重新降温。当前月线没有完成“零轴后稳定右侧”的确认，因此不能把它写成趋势资产。

本图应读成：长期ATH残响尚未消失，低位残焰仍存在；但价格仍受融资性供给层、旧脉冲套牢层和临床等待时间层压制。只有当第二层的临床进展、合作方、UpCell收入与融资消化同向共振时，才可能从RSET前段观察进入脉冲释放态。

4. Kabugami V3.0 Score

Kabugami V3.0 Score 必须使用统一权重体系。不同公司之间，不因行业不同而改变模块权重；差异只体现在各模块得分与最终总分。本报告对7776的评分仍采用固定模块：事业质量与护城河、成长性与利润修复、财务安全性、估值与安全边际、股东结构与资本政策、信息透明度与可验证性、Quantum Trend Layer。

模块	权重	评价	得分
事业质量与护城河	25	细胞シート工学、东海大学、UpCell、Cuorips、日立线索均较真实；但当前仍未形成利润护城河	18
成长性与利润修复	15	CLS2901C若成功，上限较高；但当期销售极小、2026-2027仍预计大幅赤字	9
财务安全性	15	现金短期足够、负债压力不高；但每年烧钱约13亿，2030前仍可能再融资	8
估值与安全边际	15	80亿市值并非离谱，但现金残值无法覆盖全部估值，临床期权占比高	7
股东结构与资本政策	10	无稳定大股东，第25回新株预约权仍构成供给阀门，资本结构对小股东不够友好	4
信息透明度与可验证性	5	jRCT、IR、大学资料、日立、Cuorips线索较多，但入组速度与商业条款仍不透明	5
Quantum Trend Layer	15	低温残焰，有脉冲记忆，但右侧结构未完成，仍属于RSET前段观察	11
合计	100	B- 风险观察型 / 临床期权型	62

www.kabugami.jp V3.0 自有评级

B- | 高风险再生医疗期权型 / 低温残焰型临床脉冲体

它不是分红安全股，也不是纯草台投机壳。它是一个有真实技术与产业链火种、但尚未完成临床与商业化穿越的风险投资型资产。

4.3 能让评级上调的条件

- 2026-2027年jRCT或公司公告显示第3相入组速度明显加快。
- 销售提携从“交涉推进”变为签约，且包含国内销售、海外开发、预付款、里程碑或ロイヤルティ结构。
- UpCell ADVANCE对Cuorips/ReHeart形成可见收入，或确认其被注册制造流程锁定。
- 第25回新株预约权基本消化，且没有立刻追加MSワラント式融资。
- NACS与CellSeed权益关系清晰，显示公司能分享次世代量产技术价值。

4.4 会让评级下调的条件

- 第3相入组长期没有明确进展，仍只有“顺利推进”的模糊表述。
- 现金桥变短但合作方未落地，被迫继续低位融资。
- KOOS4结果仅有小幅差异，无法证明相对于HTO单独的临床增量价值。
- UpCell/CPC/CDMO继续多年小收入，无法证明商业化能力。
- 海外license或合作重演MetaTech式不确定性。

4.5 仓位哲学：用VC期权仓，不用价值核心仓

对于7776，必须用风险投资逻辑：小仓位、分阶段、看里程碑、不摊平信仰、不把故事当证据。生物医药股不怕成功前融资，怕的是没有价值里程碑之前不断融资；若临床和合作改变估值层级，摊薄可以接受；若没有硬进展，摊薄就是股东价值流失。

最终一句话：7776可以进入Kabugami风险观察池，但不能进入核心价值仓。它的价值不是“现在便宜的好公司”，而是“未来某个临床与产业事件可能重定价的期权”。

5. 最终判断与后续验证清单

主题	要继续追踪的问题	触发意义
jRCT/入组	累计入组是否公开、是否新增设施、募集状态变化	决定2029申请时间轴可信度
KOOS4/统计	样本量设计依据、效应量、次要终点、影像/关节镜证据	决定第3相结果能否真正重估
UpCell ADVANCE	Cuorips每例耗材量、单价、毛利率、是否写入承认制造流程	决定工具平台估值能否上调
销售提携	骨科器械、再生医疗公司、海外开发方、预付款与里程碑	决定现金桥和商业化能力
NACS	CellSeed权益、IP归属、与CLS2901C的承接关系	决定量产路线是否归属于上市公司
融资	第25回剩余行使、是否追加MS融资、股价是否脱离融资重力井	决定股东稀释与图形压力

6. 风险与免责声明

6.1 主要风险

风险	说明
临床失败风险	CLS2901C第3相可能无法证明相对HTO单独治疗的足够增量疗效。
入组延迟风险	目标96例虽然不大，但HTO适应症窄、入排标准严格，若2026-2027入组不加速，2029申请时间轴会后移。
融资稀释风险	第25回新株预约权仍有剩余，若后续再低位融资，现有股东价值可能继续被稀释。
商业化执行风险	UpCell、CDMO、CPC多年未形成规模收入，说明公司尚未证明强销售与商业落地能力。
合作方不确定性	四季报写“提携・共同研究等交渉推進”，但交渉不等于合同，合同也需看预付款、里程碑和责任分配。
监管与制造风险	再生医疗产品对制造一致性、追溯、质量体系要求极高，食道上皮细胞シート历史说明真技术也可能被制造与监管拖慢。
市场流动性与脉冲风险	股价容易因材料暴涨，也容易因兑现不足与融资压力快速回落。
资料更新风险	jRCT、IR、承认审查、融资行使、合作公告均可能随时间更新，本报告应持续修正。

6.2 免责声明

本报告为 www.kabugami.jp 基于公开资料、企业披露资料、四季报数据、TradingView公开图表及自有研究框架所作的自用研究记录的公开分享。本报告不构成金融商品交易法或其他相关法律意义上的投资助言、投资勧誘、买卖推荐、收益保证或价格预测。

文中涉及的企业评价、趋势观察、估值框架、评分与评级，均为研究者个人观察，不保证未来结果。股票投资存在价格波动、流动性不足、业绩恶化、融资稀释、临床失败、行业环境变化、市场整体下跌及本金损失风险。读者不应仅依据本报告作出投资判断，最终投资判断请基于自身责任、风险承受能力及必要的专业意见独立作出。

7. 资料来源

本报告结合用户提供的四季报截图、TradingView月线图、公司公开IR、jRCT、PMDA、东海大学、日立、Cuorips、FIRM等公开资料整理。以下为主要公开来源；本报告中[R#]对应下列来源。

1. **[R1]** jRCT2033230587 - CLS2901C 第3相试验登记
<https://jrct.mhlw.go.jp/en/latest-detail/jRCT2033230587>
2. **[R2]** CellSeed 2026年3月《事業計画及び成長可能性に関する事項》
<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260331/20260331594106.pdf>
3. **[R3]** CellSeed 2026年12月期 第1四半期決算短信 / Bridge摘要
https://www.bridge-salon.jp/report_bridge/archives/2026/06/260601_7776.html
4. **[R4]** 第25回新株予約権発行公告 - Barclays / 下限行使价190日元
<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20251120/20251120506542.pdf>
5. **[R5]** 第25回新株予約権 2026年5月行使状況
<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260601/20260601557346.pdf>
6. **[R6]** Hitachi HVCT RM 提供给CellSeed第3相试验
<https://www.hitachi.com/ja-jp/press/articles/2026/05/0519/>
7. **[R7]** CellSeed与Cuorips签订UpCell ADVANCE交易基本合同
<https://kabushiki.jp/news/731303>
8. **[R8]** Cuorips ReHeart 条件及期限付承认 / PMDA资料
<https://cuorips.co.jp/en/news/2026/03/06/512/>
9. **[R9]** 东海大学 - 同种软骨细胞シート10例临床研究成果
https://www.tokai.ac.jp/news/detail/post_427.html
10. **[R10]** npj Regenerative Medicine 2022 - PD allogeneic chondrocyte cell-sheet with HTO
<https://www.nature.com/articles/s41536-022-00272-1>
11. **[R11]** 东海大学 - NACS / iACE自动培养次世代同种软骨细胞シート
https://www.tokai.ac.jp/news/detail/post_644.html
12. **[R12]** CellSeed Cell Cultureware / Aomi Cell Cultureware Innovation Center
<https://www.cellseed.com/en/business/product/>
13. **[R13]** FIRM - 再生医療イノベーションフォーラム役員資料
<https://firm.or.jp/en/about/summary/>

14. [R14] CellSeed 2015资料 - 与大日本印刷签订细胞培养器材制造委托基本合同
https://www.cellseed.com/news/news_file/file/20150410_other_release.pdf
15. [R15] MetaTech相关报道与CellSeed说明
<https://www2.jpx.co.jp/disc/77760/140120230726527064.pdf>
16. [R16] 会社四季報オンライン - CellSeedプロフィール（用户截图补充）
<https://shikiho.toyokeizai.net/stocks/7776/corporate>
17. [R17] CellSeed董事与公司基本资料
<https://www.cellseed.com/en/company/director.html>
18. [R18] Medipost CARTISTEM - allogeneic umbilical cord blood-derived MSC cartilage product
<https://en.medi-post.co.kr/cartistem/>
19. [R19] MFDS biological product list - CARTISTEM approved Jan 2012
https://www.mfds.go.kr/eng/brd/m_30/view.do?seq=69798
20. [R20] Kolon / Invossa background and 2019 Korea approval revocation
<https://www.kolon.com/en/media/newsDtl?detailsKey=8349>
21. [R21] AO Foundation - Open Wedge High Tibial Osteotomy principles
https://www.aofoundation.org/trauma/about-aotrauma/blog/2023_04-blog-open-wedge-high-tibia-osteotomy

免责声明：本报告为研究报告，不构成投资建议。再生医疗、生物医药、临床试验、融资工具与小型成长股均具有高度不确定性。报告中所有评级、估值框架与图形判断均为研究假设，应随公开信息更新而调整。

8. 彩蛋

UpCell ADVANCE：最安静但最可能被低估的小铲子

7776最容易被市场盯住的是CLS2901C第3相，因为它决定股价能不能出现非线性脉冲。但本报告认为，CellSeed最安静、也最值得长期追踪的彩蛋，反而是UpCell ADVANCE。

UpCell ADVANCE不是治疗产品本身，也不是“万博iPS心脏”展示物本身。它更像再生医疗制造链条里的一把小铲子：不起眼、单价未必特别高，但一旦被写入获批产品的制造工艺，替换就不再是简单采购问题，而会牵涉工艺验证、质量一致性与监管资料。

Cuorips/ReHeart线索让这件事第一次具有了更现实的商业含义。CellSeed卖的不是ReHeart治疗收入，而是制造过程中的细胞培养器材。但如果越来越多细胞シート产品使用UpCell ADVANCE，CellSeed就可能从“单一临床失败/成功期权”之外，逐渐拥有一个平台工具小生态。

因子	单独看	组合后
CLS2901C	高风险第3相	若成功，重估空间最大
UpCell ADVANCE	当前收入小	若嵌入多个获批制造流程，黏性增强
日立HVCT RM	系统供应商	补足追溯、排程、量产管理短板
NACS	权益未完全确认	提示自动化量产路线正在形成
现金桥	只能撑两年多	若里程碑提前出现，可换取更高质量融资

Kabugami 彩蛋判定：UpCell ADVANCE不是当前业绩支撑，但可能是CellSeed从单一临床事件股，进化为“再生医疗制造工具平台”的最小种子。这个彩蛋还很小，不能单独推高评级；但它是本报告愿意把7776放入风险观察池，而不是直接归类为普通赤字生物股的重要原因之一。