

## AENTRO Research

Initiation Report | 2026年5月11日

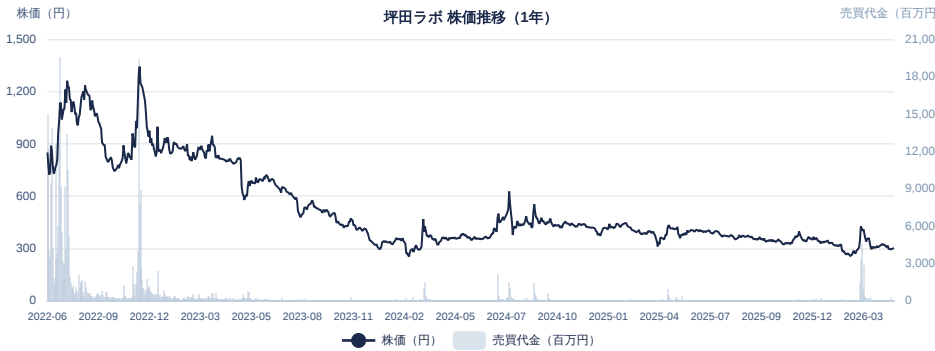
## 坪田ラボ (4890)

近視パンデミックの追い風を受ける慶應発眼科知財プラットフォーム

No Rating / No Target Price

TSE Growth

STOCK PRICE (2026/5/11 CLOSE)	MARKET CAP	FY2025/3 REV	OPM	PIPELINE
¥301	¥7.76B	¥1,357M	17.4%	12



項目	FY2021/3	FY2022/3	FY2023/3	FY2024/3	FY2025/3	FY2026/3E
売上高 (百万円)	687	640	954	673	1,357	200
営業利益 (百万円)	250	136	167	-649	235	-760
営業利益率 (%)	36.3	21.2	17.5	-96.4	17.3	-
当期純利益 (百万円)	201	153	90	-641	205	-740
当期純利益率 (%)	29.3	23.9	9.4	-95.2	15.1	-
EPS (円)	-	-	-	-	-	-
DPS (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

## 1. 会社概要

坪田ラボの事業を理解するうえでまず重要なのは、「何を作っている会社か」ではなく「何を所有し、誰に供給しているか」という問いへの答えである。同社は点眼薬も医療機器も自前では製造せず、販売もしない。慶應義塾大学の眼科研究から生まれた知的財産を起点に、世界の製薬・医療機器大手に独占ライセンスを供与する——それが坪田ラボの本質であり、「眼科ライセンスプラットフォーム」という再定義が正確にその本質を捉えている。

### 1-1. サマリー

#### 位置づけ

坪田ラボは、慶應義塾大学医学部眼科学教室の研究成果を起点に2012年に設立された知財ライセンスプラットフォームである。創業者・坪田一男氏（現代表取締役社長）が長年にわたって蓄積した世界最高水準の眼科研究を、特許という形で社会へ届けることを使命として誕生した。

「単なる眼科ベンチャー」という理解は、この会社の競争優位の核心を見失わせる。坪田ラボは製造・販売を自社では行わない「ラボレスモデル」を採用しており、ロート製薬・マルホ・Théa・JINSホールディングスといった国内外の大手に独占ライセンスを供与し、契約一時金・マイルストーン・ロイヤリティという三層収益を受け取る設計である。これは製薬会社ではなく、知財を「設計」して世界に提供するプラットフォーム事業に他ならない。

FY2025（2025年3月期）の売上高は1,357百万円（前期比+101.5%）と4年ぶりに過去最高を更新し、営業利益235百万円の黒字転換を果たした。この黒転は「偶発の1期」ではない。Laboratoires Théa（欧米向けTLM-003）、中国Shenyang Xingqi（点眼薬）、中国Beijing Yijie（TLG-001）という3件の海外新規契約が同一期に重なったことを基盤に、累積的に積み上がってきたパイプライン網が収益化の臨界点を越えつつあることを示すシグナルと当社はみる。

赤字研究期から収益多様化へ、坪田ラボは今まさに転換の入口に立つ。近視・ドライアイ・老眼・脳疾患という4つのアンメット・メディカル・ニーズ領域に12本のパイプラインを展開し、パートナー企業が後期臨床から上市・販売を担う。上市後は製品売上に連動するロイヤリティが每期積み上がる「複利効果」が始動する構造であり、その入口として現在のパイプライン進捗を評価する視点が不可欠である。

### 1-2. 基本情報

項目	内容
正式名称	株式会社坪田ラボ
英文名称	Tsubota Laboratory Incorporated
代表者	代表取締役社長 坪田一男
設立年月日	2012年5月28日
本店所在地	〒160-8582 東京都新宿区信濃町35番地 慶應義塾大学信濃町キャンパス2号館9階 CRiK信濃町E7
電話番号	03-6384-2866
事業内容	近視・ドライアイ・老眼・脳疾患を中心とした研究・開発（単一セグメント）
決算期	3月期
上場取引所	東京証券取引所 グロース市場（コード：4890）
上場年月日	2022年6月23日
資本金	825,197千円（2025年3月末）
発行可能株式数	80,000,000株
発行済株式数	25,639,300株（2025年3月末）
正社員数	17名（研究開発本部9名、事業開発本部4名、管理本部4名）
研究員数（委託含む）	43名
会計監査人	有限責任 あずさ監査法人

出所：有価証券報告書（第13期）よりAENTRO Research作成

従業員構成について補足する。正社員17名という数字は、医療機器・製薬業界では極めて少人数に映る。しかし坪田ラボの事業モデルにおいて、これは脆弱性ではなくモデルの強みである。研究実務は慶應義塾大学をはじめとする外部委託研究員43名が担い、製造・販売はロート製薬・マルホ等のパートナー企業が担う。正社員は知財戦略・事業開発・管理を集中的に担う少数精鋭であり、固定費を最小化しながら複数パイプラインを並走させる「ラボレスモデル」の設計思想がそのまま人員構成に反映されている。

### 1-3. ミッションと創業哲学

「VISIONary INNOVATIONで未来をごきげんにする」——この言葉が坪田ラボのミッションである。VisionはVision（眼疾患）とVisionary（先見性を持った）の両義を担い、Innovation（医療・ヘルスケアの革新）と組み合わせることで同社の事業領域と野心を一語で表す。このミッションは単なるスローガンではない。近視・ドライアイ・老眼・脳疾患という4つの疾患領域を研究対象として選んだことも、製造・販売を外部に委ね知財設計に特化したことも、すべてこの理念から必然的に導かれている。

創業者・坪田一男氏の存在は、この理念の具体化において決定的な役割を果たす。1955年生まれの坪田氏は、1980年に慶應義塾大学医学部眼科学教室に入局して以来、40年以上にわたり世界最前線の眼科研究を牽引してきた。2004年に同大学医学部眼科学教室教授に就任し、2021年には名誉教授の称号を授与されている。近年とくに注目されるのは、「バイオレットライト（波長360~400nm）が近視の進行を抑制する」という発見であり、2017年に坪田氏の研究室が世界に先駆けて明らかにしたこの知見が、TLG-001やTLM-003をはじめとする複数のパイプラインの科学的基盤となっている。

坪田ラボが慶應義塾ベンチャーとして担う社会的使命は、まさにこの科学的蓄積を患者のもとへ届けることにある。近視（世界患者数約26億人）・ドライアイ（同約7.5億人）・老眼（同約18億人）という疾患はいずれも現代社会において有病率が急上昇しており、かつ根本的な治療法が確立されていない「アンメット・メディカル・ニーズ」の高い領域だ。脳疾患（うつ病・パーキンソン病・軽度認知障害）への展開は、眼と脳とともに中枢神経系に属するという科学的洞察から生まれており、バイオレットライトの脳血流促進効果という知見がその基盤を支える。

理念が事業ドメインを直接規定する、という構造は坪田ラボの強みの本質でもある。坪田氏の研究権威そのものが知財品質の担保であり、ライセンス先パートナー企業の選択基準であり、契約条件の交渉力の源泉でもある。慶應大学医学部との緊密な共同研究関係（2024年~2027年の近視進行分子機序解明に関する最新契約を含む）は、パイプラインを継続的に創出する永続的なエンジンとして機能する。製造を持たないがゆえに、知財の質と科学的権威こそが競争優位の全てである。坪田氏のサイエンスへの傾倒と起業家的視点の両立が、同社のモデルを成立させる不可欠な条件だ。

## 1-4. 沿革

以下の表は、坪田ラボの創業から2025年3月までの主要な沿革をまとめたものである。単なる年表ではなく、同社が「ドライアイ薬剤開発会社」から「眼科知財ライセンスプラットフォーム」へ変貌を遂げてきた軌跡として読んでほしい。

年月	出来事
2012年5月	株式会社ドライアイKT設立（現 株式会社坪田ラボ）。ドライアイ薬剤・ケアグッズの開発を目的に東京都港区に創設
2014年6月	近視予防物品に関する特許を初出願（パイプラインTLG-001の嚆矢）
2015年2月	（株）近視研究所・（株）老眼研究所を吸収合併し、（株）坪田ラボへ商号変更。研究ドメインを多疾患へ拡大
2017年3月	「バイオレットライトによる近視進行抑制」に関する特許を出願（TLG-001の科学的根拠確立）
2019年2月	坪田一男が代表取締役社長に就任。経営と研究の一体化が進む
2019年5月	ジンスホールディングスとTLG-001（バイオレットライト眼鏡型医療機器）の実施許諾契約を締結。初の外部ライセンス契約
2020年10月	ロート製薬とTLM-003（近視抑制点眼薬）の実施許諾契約および共同研究開発契約を締結
2021年4月	マルホとTLM-001（マイボーム腺機能不全治療薬）の日本・米・欧向け実施許諾契約を締結。グローバル展開が本格化
2022年6月	東京証券取引所グロース市場に上場。調達資金を研究開発と海外展開に充当
2022年12月	欧州大手眼科専門製薬企業Laboratoires ThéaとTLM-003（米・欧向け）の独占実施許諾契約を締結
2023年6月	日本スタートアップ大賞 審査委員会特別賞を受賞
2024年7月	中国「Eye Valley（眼谷）」に日本企業として初めてオフィスを開業。中国近視市場への本格進出を宣言
2024年8月	慶應義塾大学インキュベーション拠点「CRIK信濃町」へ本社移転
2024年9月	中国大手眼科医薬品メーカー Shenyang Xingqi Pharmaceutical と点眼薬の独占実施許諾契約を締結
2024年10月	Laboratoires ThéaとTLM-003非臨床・臨床データに関するライセンス契約を追加締結
2025年3月	中国Beijing Yijie Pharmaceutical TechnologyとTLG-001の中国向け独占実施許諾契約を締結

出所：有価証券報告書（第13期）よりAENTRO Research作成

沿革を3段階に分けて解釈する。

第1期：創業・基礎研究期（2012～2018）。「ドライアイKT」という創業時の社名が示すように、当初は点眼薬・ケアグッズ開発を事業コンセプトとしていた。しかしこの時期に、バイオレットライトの近視抑制効果という世界的発見を含む複数の特許を出願し、知財ポートフォリオの基盤を構築した。2015年の商号変更はドメインの多様化と、「製品を売る会社」から「研究成果を社会に届ける会社」へのコンセプト転換を象徴する。

第2期：ライセンス体制構築期（2019～2021）。坪田一男氏がCEOとして前面に立ち、外部との契約が連続した。JINS（2019年）・ロート製薬（2020年）・マルホ（2021年）との実施許諾契約締結により、知財ライセンスビジネスの骨格が形成された。この3社との契約は今も同社の収益の中核を担う。

第3期：上場・グローバル拡張期（2022～2025）。2022年のグロース上場を転機に、国際展開が加速した。Théa（欧米）・Xingqi（中国）・BYPT（中国）という欧州・中国大手との相次ぐ契約、Eye Valleyオフィス開設はこの段階の象徴的な出来事である。FY2025の過去最高売上はこの第3期の成果が結実した決算であり、次のステージへの踏み台として位置づけられる。

## 1-5. 経営陣

坪田ラボの取締役会は4名（うち社外取締役1名）と小規模だが、研究者型と事業開発型のバランスが意図的に設計されている点特徴的である。以下に各取締役の経歴概要を示す。

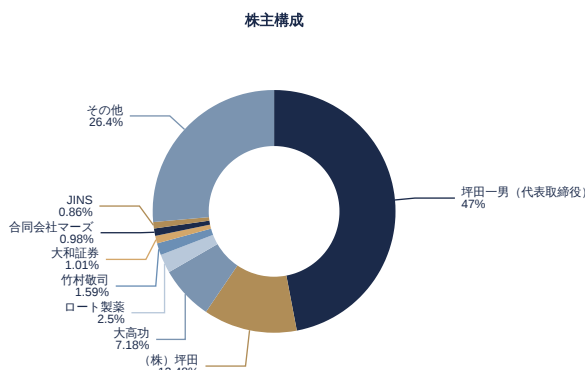
役職	氏名	略歴概要
代表取締役社長	坪田 一男	1955年生。慶應義塾大学医学部眼科学教室入局（1980年）以来、国立病院・東京歯科大学眼科教授を経て2004年慶應大教授就任、2021年名誉教授。バイオレットライトと近視進行抑制の関係を世界で初めて発見した眼科研究の世界的権威。2012年会社設立、2019年代表取締役社長就任
取締役 事業開発本部長	久保田 恵里	1971年生。朝日放送・ドキュメンタリージャパンでのメディア業界経験後、日本抗加齢医学会事務局を経て2005年（株）メディアプロデュース設立。2023年6月当社取締役就任。事業開発・産学連携実装を担う
取締役 研究開発本部長	森島 健司	1960年生。参天製薬（株）に約40年在籍し、製剤開発センター長・執行役員グローバル製品研究統括部長等を歴任。眼科医薬品の研究開発・製造・グローバル展開の実務経験者。2025年1月当社入社、同年6月取締役就任
社外取締役	小泉 信一	1956年生。米国国立衛生研究所・ノバルティスファーマ・ファイザー・ラクオリア創薬と製薬業界の研究開発・経営を幅広く経験。千葉大学大学院客員教授（現任）。2020年6月当社社外取締役就任

出所：有価証券報告書（第13期）よりAENTRO Research作成

執行役員として岡岡圭氏（企画管理本部長）が財務・IR・管理を統括する。

研究者型（坪田氏）と事業開発型（久保田氏・森島氏）の組み合わせは、坪田ラボの成長フェーズを反映している。過去の赤字期は「研究しかできない会社」という誤解を招いたが、森島氏（参天製薬40年のキャリア）の招聘は研究開発の事業化加速という意志を示す。FY2025通期において従業員が7名から17名へ10名増加した事実も、規模拡大への経営意志を裏付ける。

## 1-6. 主要株主・資本構成



出所：会社開示資料よりAENTRO Research作成

以下は2025年3月31日現在の主要株主上位8名である。

株主名	所有株数 (株)	持株比率 (%)
坪田一男	12,049,700	47.00
株式会社坪田	3,200,000	12.48
大高功	1,840,000	7.18
ロート製薬株式会社	640,000	2.50
竹村敬司	406,600	1.59
大和証券	258,500	1.01
合同会社マーズ	250,000	0.98
株式会社ジンスホールディングス	220,000	0.86

出所：コーポレートガバナンス報告書 (2025年7月1日版) より AENTRO Research 作成

坪田一男氏個人47.00%、資産管理会社の株式会社坪田12.48%を合算すると59.48%に達する。さらに二親等内血族を含めると61.78%となる。外国人株主保有比率は10%未満であり、流通株式比率は32.61% (2025年3月末) と東証グロス基準に対して一定の水準を維持している。

この創業者集中の意味を誤解してはならない。坪田氏が約60%の議決権を保有し続けることは、単純な「オーナー企業リスク」ではない。同氏の研究者としての権威と慶應大学とのネットワークが、坪田ラボのライセンス価値を直接担保している。世界の製薬大手がライセンス契約に応じるのは、製品の潜在的な価値だけでなく、「坪田一男の研究所が生み出した知財」という信頼性があることだ。創業者の高持株比率は、知財の品質保証として機能するという視点で読む必要がある。

戦略株主の意義も明確である。ロート製薬 (2.50%) はTLM-003・TLM-018の実施許諾パートナーであり、JINSホールディングス (0.86%) はTLG-001 (日本) の実施許諾パートナーである。両社が株主である事実は、ライセンス関係の継続性・深化に対するコミットメントを示す。単なる財務投資家ではなく、事業パートナーとしての保有である。この「パートナー株主」の存在は、坪田ラボのライセンスエコシステムが法的契約だけでなく資本関係によっても補強されていることを意味する。

## 1-7. コーポレートガバナンス

坪田ラボは監査役会設置会社として機関設計されており、取締役会・監査役会・会計監査人の三層構造を基本とする。

取締役会は4名で構成される (社内取締役3名、社外取締役1名)。定時取締役会は原則月1回、必要に応じて臨時取締役会を開催する。取締役の法定員数は7名以内 (定款規定)。

監査役会は社外監査役3名 (うち常勤1名) で構成される。常勤監査役の増田猛氏 (元三菱UFJ銀行・複数社常勤監査役経験) が日常の業務執行監視を担い、堤康之氏 (公認会計士) および村田真一氏 (弁護士) が財務・法的観点からの専門的監査を補完する。独立役員は4名 (社外取締役1名+社外監査役3名) であり、全社外役員が独立性を有する。

報酬委員会は独立社外取締役を委員長とし、社外取締役1名・社外監査役3名の計4名で構成される任意の諮問機関であり、報酬決定の透明性を確保する。

会計監査は有限責任あずさ監査法人 (継続監査6年) が担当する。コーポレートガバナンス・コードの基本原則はすべて実施しており、実施しない原則はないと報告されている。

小規模企業でありながら全監査役を外部から招聘する体制は、独立性の観点で評価できる。一方で、社外取締役が1名にとどまる点は今後の拡充が期待される領域である。経営規模の拡大とともにガバナンス体制の強化が求められるフェーズに入っており、FY2025に取締役が一新されたこと (研究開発本部長として森島氏が加入) は、その第一歩として位置づけられる。

## 1-8. ESG/サステナビリティ

以下は、有価証券報告書 (FY2025) に基づく主要ESG指標である。

指標	数値	備考
正社員数	17名	前期 (7名) から10名増加
平均年齢	47.8歳	
平均勤続年数	1.6年	組織の急速な拡充を反映
平均年間給与	8,874千円	
役員に占める女性比率	14.3% (1/7名)	久保田恵里取締役 (事業開発本部長)
労働組合	なし (労使関係良好)	
配当	0円 (無配継続)	研究開発投資を優先
自己資本比率	63.4%	
手元現金	1,538百万円	数年分の研究開発継続に十分な水準

出所：有価証券報告書 (第13期) より AENTRO Research 作成

坪田ラボのESGで特筆すべきは、事業それ自体がSDGsへの直接的貢献である点だ。近視・ドライアイ・老眼・脳疾患という疾患領域は、いずれも「WHO 目標3：すべての人に健康と福祉を」に直結する。世界で約26億人が罹患する近視は、不適切な治療・放置が失明原因となり得る深刻な公衆衛生課題であり、特に発展途上国の子どもたちに重くのしかかる問題だ。坪田ラボのバイプラインが上市されれば、その恩恵は製薬企業の利益に止まらず、視覚障害の予防・治療という形で世界規模の社会的価値を生む。

同社は国連SDGsの「目標3 (健康と福祉)」「目標4 (質の高い教育)」「目標9 (産業と技術革新)」の3つに積極的に取り組むことを明示している。慶應義塾大学をはじめとする研究機関への助成制度 (T-SBIR) を通じたアカデミア連携も、知の循環と次世代研究者育成という観点でSDGs貢献として位置づけられる。小規模組織ゆえにESG指標の整備はこれからという段階だが、事業コンセプトそのものが社会課題解決に根ざしていることは、今後の開示強化とともに投資家から正当に評価される強みである。

\*章末の問い：この会社は何でどうやって儲けているのか。製造も販売も行わない会社だが、なぜロート製薬・マルホ・Théaのような大手から契約を取り付けられるのか。次章でビジネスモデルの解剖を行う。\*

## 2. 事業内容

### 2-1. 事業全体像

坪田ラボの事業を理解するうえで重要なのは、同社を単なる「眼科創薬ベンチャー」として捉えないことである。

坪田ラボが行うのは研究開発と知的財産の創出、そしてその導出のみだ。製造設備はなく、販売網もない。薬を「作る」のではなく、薬の「設計図」を世界の大手企業に提供することで収益を得る。有価証券報告書に明記された事業定義を借りれば、「パートナー企業との共同研究開発契約や実施許諾契約による契約一時金、マイルストーン、さらにパイプラインの上市後に得られるロイヤリティ収入によって事業収益を確保し、その収益を新たな研究開発に再投資する循環型のイノベーションモデル」である。この記述は、通常の製薬会社の事業定義とは根本的に異なる。通常の製薬会社には「製造」「販売」が必ず登場する。坪田ラボには登場しない。

収益の流れは3段階で構成される。まず、研究成果と知財をパートナー企業がライセンスする際に「契約一時金」が入る。次に、パートナーが開発を進めて特定のマイルストーン（Phase 1終了、Phase 2開始など）を達成するたびに「マイルストーン収入」が発生する。そして製品が上市されると、パートナーの売上の一定割合が「ロイヤリティ」として毎期積み上がる。坪田ラボが自社開示する収益概念図によれば、パートナー売上2,000億円を前提とした場合、坪田ラボの取り分は200億円（10%）であり、その内訳は契約一時金5億円・マイルストーン15億円・ロイヤリティ180億円とされている。この比率が示唆する本質は、現在の収益（一時金・マイルストーン）が「先払い」であり、本来の果実であるロイヤリティはまだほとんど始まっていないという点だ。

坪田ラボの事業は3つのモダリティで構成される。第1は医薬品パイプライン（TLM）であり、マイボーム腺機能不全・近視進行抑制・移植片対宿主病（oGVHD）等を対象とした点眼薬・眼軟膏を中心に5本のパイプラインを保有する。第2は医療機器パイプライン（TLG）であり、バイオレットライトを用いた近視進行抑制メガネ型デバイスを中核に、脳疾患・網膜疾患・月経不順にまで拡張した5本超のパイプラインを持つ。第3はコンシューマー製品（TLCD）であり、医薬品・医療機器の開発期間中に先行上市することで早期収益化を図るデュアル戦略の一翼を担う。以下、各モダリティを順に解剖する。

### 2-2. 医薬品パイプライン（TLM）

坪田ラボの医薬品パイプラインは、近視・ドライアイという巨大アンメット・メディカル・ニーズ領域に複数の根本治療候補を有する点で、既存の対症療法との差別化が鮮明だ。現在のパイプライン全体を俯瞰すると、グローバル展開においてマルホ、ロート製薬、Laboratoires Théa（以下「Thea」）という3社の強力パートナーをすでに確保している。

以下に2025年3月末時点のパイプライン概要を示す。

コード	疾患適応	パートナー	開発段階
TLM-001	マイボーム腺機能不全（ドライアイ）	マルホ（グローバル）	臨床試験 Phase 1 終了
TLM-003	近視進行抑制	ロート製薬（国内・アジア）/ Thea（欧・米）	臨床試験 Phase 1 終了、Phase 2 開始（日本）
TLM-017	oGVHD（角結膜障害）	未定（導出交渉中）	非臨床段階・審査準備中
TLM-018	未公開（点眼薬）	ロート製薬	申請準備段階
TLM-023	近視進行抑制（新規メカニズム）	未定（導出交渉中）	非臨床試験完了・臨床準備中

出所：有価証券報告書、事業計画書より AENTRO Research 作成

TLM-001（マイボーム腺機能不全）は、坪田ラボのドライアイ領域における中核パイプラインだ。マイボーム腺は上下まぶたの縁に存在する脂腺であり、分泌される脂質が涙液の蒸発を防ぐ油層を形成する。加齢・慢性炎症によりマイボーム腺機能が低下すると油層が不安定化し、ドライアイが悪化する。坪田ラボはビタミンD関連物質がマイボーム腺機能を回復させることを動物モデル・臨床研究で実証し、この成果をマルホ株式会社に対してグローバル独占実施許諾契約を締結している（2021年4月）。パートナーであるマルホは皮膚科領域で国内トップクラスのプレゼンスを持ち、眼科外用薬市場への参入も積極的だ。Phase 1臨床試験は終了しており、安全性の確認が完了している。ドライアイの世界患者数は5~34億人と推定され、市場規模は2兆円に達する。マルホがグローバル展開を担う本パイプラインは、上市後のロイヤリティが複数国で積み上がる構造を持つ。

TLM-003（近視進行抑制点眼薬）は、当社が最大の収益カタリストと位置づけるパイプラインだ。作用機序は、近視の進行に伴い菲薄化する強膜のコラーゲン密度を高め、眼軸伸長を抑制するというものであり、現在市場に存在する対症療法（アトロピン点眼、光学レンズ等）とは根本的に異なる根本治療アプローチをとる。日本・アジア地域はロート製薬、欧州・米国はTheaが担当し、2022年12月にはTheaとの独占実施許諾契約を締結している。FY2026上半期において、ロート製薬が日本でPhase 2試験を開始したことが最大の進捗であり、これが近時の最重要カタリストとして機能する。Theaも欧州での臨床試験準備を進めている。近視の世界市場規模は28兆円と推定されており、複数地域のパートナーがそれぞれPhase 2→3を進めることで、マイルストーン収入が段階的に発生するとともに、上市後にはロイヤリティが各市場で積み上がる設計だ。当社はTLM-003を「本命パイプライン」と位置づけており、その進捗が坪田ラボ全体の企業価値を左右する。

TLM-017（oGVHD：移植片対宿主病による眼の合併症）は、近視・ドライアイ以外の新規適応拡大を示す戦略的パイプラインだ。造血幹細胞移植後に発症する眼の合併症（角結膜障害）は希少疾患に分類されるが、有効な治療法が乏しくアンメット・メディカル・ニーズが高い領域でもある。FY2026上半期の決算説明資料によれば、動物実験（CFS scoreによる評価）においてTLM-017投与群はvehicle群に対して有意にスコアが改善（ $p<0.01$ ）されており、導出交渉を現在実施中とされている。希少疾患での指定取得や迅速審査の適用可能性も視野に入る。

TLM-023（近視進行抑制・新規メカニズム）は、TLM-003とは異なる作用経路で近視を抑制する新規点眼薬候補だ。近視進行において眼内虚血が重要な役割を担うという坪田ラボの研究知見に基づき、眼の血流を改善することで近視を予防する設計である。動物実験では、眼軸長の伸びの抑制においてコントロール群との間で統計的有意差（ $p<0.001$ ）が確認されており、ヒトでの臨床研究開始が近い段階にある。TLM-003と並行して近視に2本の医薬品候補を持つことは、ポートフォリオリスクを分散しつつTAMへのアクセスを二重化する意義がある。当社はTLM-003（強膜へのアプローチ）とTLM-023（虚血改善アプローチ）を、近視の病態生理に対する「多面的な介入」として位置づけている。

### 2-3. 医療機器パイプライン（TLG）

医療機器パイプラインは、坪田ラボのコア技術である「バイオレットライト（波長360~400nmの可視光）」を起点に、眼疾患から脳神経疾患まで応用範囲を広げる戦略的ポートフォリオだ。バイオレットライトは、太陽光に含まれる可視光であり、現代の屋内中心の生活では不足しがちである一方、非視覚系光受容体OPN5を刺激して眼内・脳内の血流を増加させる効果が研究で確認されている。この「単一技術の応用拡張性」がTLGシリーズ全体の競争力の源泉だ。

主要パイプラインの概要は以下のとおりである。

コード	疾患適応	パートナー	開発段階
TLG-001	近視進行抑制 (バイオレットライトメガネ型デバイス)	JINS (日本) / BYPT (中国)	検証的臨床試験：治療期間終了→観察期間
TLG-003	円錐角膜進行抑制	未定	特定臨床研究終了
TLG-005M	軽度認知障害 (MCI)	FrontAct	特定臨床研究終了
TLG-005D	うつ病	未定	特定臨床研究終了、有効性示す結果
TLG-005P	パーキンソン病	未定	特定臨床研究終了、一部症状で改善
TLG-020	網膜色素変性症	未定	特定臨床研究準備中
TLG-021	月経不順	未定	臨床研究実施中

出所：有価証券報告書、事業計画書より AENTRO Research 作成

TLG-001 (バイオレットライト近視進行抑制医療機器) はメガネフレーム型のデバイスであり、東京の屋外年間平均バイオレットライト照度に基づいて設計されたバイオレットライトを照射する。日本ではJINSホールディングスが検証的臨床試験を実施中であり、2025年3月時点で全被験者が治療期間を終了し、観察期間に移行している。観察期間終了後に有効性データが出揃えば、JINSによる薬事承認申請、承認取得後の販売開始というシナリオが現実味を帯びる。中国では、中国大手眼科企業Sunflower社の関連会社であるBeijing Yijie Pharmaceutical Technology (BYPT) が2025年3月にライセンス契約を締結し (契約金総額10.3億円)、臨床試験の準備を進めている。中国市場では20歳時点の近視有病率が約8割に達しており、政府が青少年近視予防を国家重点政策と位置づけていることから、市場規模・政策支援の両面で圧倒的なポテンシャルを持つ。TLG-001の日中両市場での展開は、坪田ラボにとって近視パイプラインの本格収益化への最短経路だ。

TLG-005シリーズ (脳神経疾患への拡張) は、バイオレットライトが眼だけでなく脳の血流を増加させるという坪田ラボ独自の発見 (慶應義塾大学理工学部濱田教授との共同研究成果) を起点に、うつ病・軽度認知障害 (MCI) ・パーキンソン病という3つの脳神経疾患に応用したパイプライン群だ。いずれも特定臨床研究を完了しており、安全性はすべての疾患で確認されている。うつ病では有効性を示す結果が得られており、パーキンソン病でも一部症状での改善が示唆されている。TLG-005Mについては、FrontActが事業化を主導している。脳・中枢疾患の世界患者数は3億人、市場規模は15兆円と推定されており、バイオレットライトという「非侵襲・副作用なし」の照射デバイスが、薬物療法が困難な患者層への新たな治療選択肢となりうる。単一技術が眼科から脳神経科まで横断することは、知財の活用効率と開発コストの観点から同社の競争優位を大幅に高める。

TLG-020 (網膜色素変性症) は、遺伝性の難治性眼疾患である網膜色素変性症への応用パイプラインだ。網膜色素変性症は「目の早老症」とも位置づけられ、視野狭窄・視力低下が進行する進行性疾患であり、現在に至るまで根本的な治療法は存在しない。FY2026上半期の決算説明資料によると、マウス実験でバイオレットライト照射により網膜電図波形の改善が確認されており (200μW・3時間/日×7日の照射条件)、ヒトでの特定臨床研究の実施が予定されている。希少疾患への展開はTLM-017 (oGVHD) と同様に、加速承認・希少疾患指定等の優遇スキームを活用できる可能性がある。

TLG-021 (月経不順) は、非視覚系光受容体OPN5が概日リズム (サーカディアンリズム) 調節に関与するという知見を応用したパイプラインだ。非薬物的かつ副作用の少ない治療手段として、フェムテック (女性の健康技術) 市場という新規領域への接近を意味する。臨床研究は現在実施中であり、「光照射による月経不順治療機器の開発」は経済産業省の助成事業にも採択されている。

## 2-4. コンシューマー製品 (TLCD・デュアル戦略)

医薬品・医療機器の開発には時間がかかる。Phase 1から上市まで通常5~10年を要し、その間にも研究開発費は着実に積み上がる。この構造的課題に対し、坪田ラボは「デュアル戦略」と呼ぶ収益補完の仕組みを採用している。医薬品・医療機器開発と並行してコンシューマー製品を先行上市し、パートナー企業の販売ルートを通じて早期収益を確保するというアプローチだ。

有価証券報告書・事業計画書で確認できる既上市コンシューマー製品は以下の4つである。

コード	商品名・形態	パートナー	状況
TLCD-001	JINS VIOLET+ (バイオレットライト透過メガネレンズ)	JINSホールディングス	販売中
TLM-005	ロートクリアビジョンジュニアEX (サプリメント、クロセチン)	ロート製薬	販売中
TLCD-018	バイオレットライト対応メガネ	—	販売中
TLM-004	サプリメント	—	販売中

出所：有価証券報告書、事業計画書より AENTRO Research 作成

デュアル戦略の本質的な意義は2点ある。第1に、コンシューマー製品による収益は、ライセンス契約収入のような「非連続性」を持たず、比較的安定した積み上げが可能であること。第2に、パートナー企業との信頼関係と実績を構築し、次の医薬品・医療機器ライセンス契約に向けたビジネス関係を育成する「関係投資」として機能すること。特にロート製薬・JINSホールディングスとは、コンシューマー製品と医薬品・医療機器の両方にわたる複合的な関係が構築されており、ライセンス交渉における信頼基盤が形成されている。

コンシューマー製品は、あくまでも「本命 (ロイヤリティ収益) へのつなぎ役」に徹する。坪田ラボの事業計画書が示す収益積み上げイメージは、現状では一時金・マイルストーンが主体だが、医療機器の早期上市とコンシューマー製品の収益が積み上がった後に、医薬品ロイヤリティが大幅に積み増されていく構造だ。重要なのは、コンシューマー製品の収益が「本命を待つ間の財務的緩衝材」として機能し、追加の資金調達コストを抑制する役割を担う点である。

## 2-5. 収益モデルの解剖

坪田ラボの収益モデルは、外形上は「研究開発収入」として一括計上されるが、その中身は性質の異なる3つのレイヤーで構成されている。各レイヤーが発生するタイミング・確実性・規模感は大きく異なり、これを理解しないとFY2024の△649百万円とFY2025の+235百万円という「山谷」の意味が正確に読み取れない。

以下に三層収益構造を整理する。

収益タイプ	発生タイミング	確実性	特徴
契約一時金	実施許諾契約・共同研究契約の締結時 (前払い)	高い (契約確定時点で確定)	非連続・大型案件依存。FY2025急回復の主因
マイルストーン	Phase移行・規制当局申請・承認等の達成時	中程度 (パイプライン進捗次第)	開発進捗に連動。分散効果が徐々に始まる段階
ロイヤリティ	製品上市後 (パートナーの実売に応じて毎月)	上市後は高い (売上連動の積み上げ)	現時点では軽微。複利効果の主戦場

出所：有価証券報告書、事業計画書より AENTRO Research 作成

坪田ラボが自社開示する収益概念図は、この三層構造の将来インパクトを端的に示している。パートナー企業のトータル売上を2,000億円と仮定した場合、坪田ラボの受領額は200億円 (10%) であり、その内訳は「一時金5億円+マイルストーン15億円+ロイヤリティ180億円」となる。現時点では一時金・マイルストーンが収益の大半を占めるが、製品上市後にはロイヤリティが200億円の90% (180億円) を占める構造に変化する。ここに坪田ラボの長期的収益モデルの本質がある。複数のパイプラインが順次上市されていけば、各パイプラインのロイヤリティが毎期積み上がり、「複利効果」が発動する。

当社がみるに、現在はその転換点への助走段階にある。FY2025のXingqi社（18百万USドル）・BYPT（10.3億円）との契約締結によって契約一時金が積み上がり、4年ぶりの過去最高売上（1,357百万円、前年比+101.5%）と黒転を達成したのは、「ライセンス事業の本格化」という構造変化のシグナルと読む。

## 2-6. 主要KPI

坪田ラボのような知財ライセンスプラットフォームを評価する際、PL上の売上・利益だけを見ては本質を見誤る。重要なのは知財の「厚み」と研究体制の「強さ」であり、それを測る指標が特許数・研究員数・研究開発費・契約先数だ。

KPI	2022年1月時点	2023年1月時点	2024年1月時点	2025年1月時点
特許出願数（累計）	44件	55件	58件	66件
特許登録数	—	—	—	28件（2025年時点）
研究員数（委託含む）	—	—	38名	43名
研究開発費（百万円）	117（FY2022）	126（FY2023）	205（FY2024）	254（FY2025）
契約・共同研究先	—	—	—	20社・団体以上

出所：有価証券報告書、事業計画書より AENTRO Research 作成

特許出願数は2022年の44件から2025年の66件に増加しており、特に近視領域の特許が全体の約半数を占める。登録済み28件という実績は、出願の多くが着実に権利化されていることを示す。知財量の増加は導出交渉における交渉力の向上に直結する。研究開発費はFY2022の117百万円からFY2025の254百万円へと倍増以上に増加しており、FY2026計画ではさらに550百万円へ倍増が予定されている。この大幅増は、TLM-003のPhase 2を主因とするパートナー主導の開発進捗に対応するものであり、パイプライン価値の引き上げという「先行投資」の性格を持つ。

2024年に「令和7年度 知財功労賞 特許庁長官表彰」を受賞したことも、知財の質・管理体制が外部機関から評価されたことを意味する。2024年に13本の論文を発表し、総インパクトファクター52.8を記録していることは、研究の科学的信頼性がアカデミアレベルでも担保されていることを示す。

## 2-7. 競争優位

坪田ラボの競争優位は、単一の技術や製品に依存しておらず、研究・知財・商業化の三位一体の仕組みに埋め込まれている。当社は以下3点が同社の本質的な競争優位と判断している。

第1の優位：慶應義塾大学ブランドと坪田一男の研究権威

坪田一男氏は世界的な眼科研究者であり、近視・ドライアイ・バイオレットライト研究の先駆者として国際的な認知度を持つ。同氏がCEOとして直接ライセンス交渉に関与することは、ライセンスシーンにとって「慶應義塾大学発の世界最高水準の眼科研究成果に直接アクセスできる」という意味を持つ。この権威は、価格交渉力とパートナー獲得力の両方に直接影響する。マルホ（グローバル独占）、ロート製薬（Asia）、Thea（欧米）という業界大手がいずれもパートナーとして参加しているのは、このブランド力の証左だ。2025年6月の「令和7年度 知財功労賞 特許庁長官表彰」は、同社の知財管理体制への公的評価でもある。

第2の優位：T-SBIRプログラムによる固定費ゼロのパイプライン創出エコシステム

T-SBIR（Tsubota Small Business Innovation Research）は、坪田ラボが大学・研究機関に研究費を提供し、生まれたシーズを共同特許出願して坪田ラボが商業化する仕組みだ。米国の中小企業向けSBIRに着想を得た独自制度であり、年間5～10本の新規研究契約締結を目標としている。この仕組みの本質的な優位性は、坪田ラボが研究リソースを社内に抱えることなく、アカデミアの最先端研究の成果を継続的にパイプラインへと転換できる点にある。固定費の大幅増加なしにパイプライン数を積み増せるため、規模の拡大とコスト構造の改善が同時に実現する。

第3の優位：ラボレスモデルの拡張性と利益率

研究員43名（委託中心）で12本以上のパイプラインを管理し、製造・販売コストをゼロに近づけるビジネスモデルは、製薬大手が持つ製造・販売インフラを持たないがゆえに逆説的に高い利益率を実現する。坪田ラボの従業員数（正社員）は2025年3月末時点で17名に過ぎないが、委託研究員43名を機動的に活用することで、小規模組織でありながら多疾患・多地域に展開するポートフォリオを維持している。製造・販売リスクをすべてパートナーに転嫁することで、開発の失敗リスクは分散され、成功した場合の上振れ余地（ロイヤリティの複利効果）だけを手元に残す構造だ。

## 2-8. 事業上の主要論点

論点①：収益ボラティリティは欠陥か、特性か

坪田ラボの収益は年度ごとに大きく振れる。FY2024の△649百万円（営業損益）からFY2025の+235百万円への急回復は、ライセンス契約の非連続性という構造的な特性を示す典型例だ。契約一時金は「契約が成立したとき」に一括計上されるため、大型案件が成立した年は急増し、成立しない年は急減する。この変動はビジネスモデルの欠陥ではなく、ライセンス事業が本質的に持つ収益認識タイミングの問題だ。

重要なのは、この変動がパイプライン数の増加に伴い「平準化」に向かうという構造的な特性だ。パイプライン数が少ない段階では、1本の大型契約の有無が業績を左右する。しかし複数のパイプラインが複数地域で展開されれば、契約の「到着タイミング」がずれることで、年度ごとの変動幅が縮小していく。FY2024は主要な大型契約が成立しなかった「谷」であり、FY2025はXingqi・BYPT・Thea・ロート製薬の複数契約が重なった「山」だ。坪田ラボが現在向かっているのは、この山谷の振幅を縮小しながら水準を引き上げていく段階への移行だ。

論点②：競合との棲み分け

近視進行抑制市場には複数の競合が存在する。最も注目されるのはアトロピン点眼薬（参天製薬「リジュセア」等）であり、2024年に日本で近視進行抑制薬として初承認された。また、光学設計を用いた医療機器（サイトグラスのドットレンズ、HOYAのDIMSレンズ、CooperVisionのMiSight CL等）も市場に参入している。

坪田ラボのアプローチは、これら既存療法との「対症療法 vs. 根本治療メカニズム」という差別化軸で整理できる。アトロピンや光学レンズは近視の「進行速度を遅らせる」対症療法であり、眼の血流や強膜コラーゲンという「病態の根本」には介入しない。一方、TLM-003（強膜コラーゲン密度改善）、TLM-023（眼内虚血改善）、TLG-001（バイオレットライトによる血流改善）は、いずれも近視進行の病態生理に対して直接介入する設計だ。坪田ラボが自ら作成した近視の病態フロー図（「近見作業→目の虚血→強膜菲薄化→近視進行」）において、競合品は個々の症状に対処するが、坪田ラボのパイプラインはその「連鎖の根本」を断ち切ることを目指している。

この差別化が実証されれば、既存の対症療法との共存・補完関係が成立するため、市場シェア争いに限定されない需要創出が可能になる。根本治療の市場プレミアム（承認取得後の高価格帯設定）も、ロイヤリティ収入の絶対額を押し上げる。

## 第2章 まとめ

製造・販売を持たないラボレスモデルが、マルホ・ロート・Thea・JINS・BYPT・Xingqiというパートナー網を通じて複利的なロイヤリティ積み上げを可能にする。3モダリティで12本超のパイプラインを抱える中、2～3本が同時に収益化フェーズに到達した時点で、このモデルは臨界点を越える。

その転換点の先行指標は3つに絞られる。TLM-003のPhase 2開始、TLG-001の観察期間への移行、TLM-017/023の導出交渉進展である。次章では、この3つをどう回すための3軸戦略（深化・探索・拡大）なのかを読む。

### 3. 経営戦略

坪田ラボの経営戦略を一言でいえば、「深化×探索×拡大」の3軸を、製造・販売という固定費を持たないラボレスモデルだからこそ同時並行で回せる、知財プラットフォーム型の全方位戦略である。既存パイプラインの開発進捗を最大限に収益化しながら（深化）、T-SBIRプログラムで新規パイプラインを継続創出し（探索）、グローバル——とりわけ中国——という桁違いの潜在市場へ展開する（拡大）。当社はこの3軸を、現在「パイプライン構築期から収益化期への移行段階」と位置づけている。

#### 3-1. 戦略の全体像

坪田ラボが採用する成長戦略の骨子は、同社の開示資料が「T字型戦略」と表現する構造に集約される。縦軸が「深化」——既存パイプラインの価値を開発進捗・エリア拡大・知財強化の3つのルートで最大化すること——であり、横軸が「探索」と「拡大」だ。探索は年間5~10本の新規研究契約を通じた継続的なパイプライン創出、拡大はグローバル市場、特に中国近視市場への積極展開を指す。

同社の経営方針書によれば、研究開発予算の約70%を深化（既存研究の深掘り・知財強化）に、残る約30%を探索（新領域の基礎研究・新規知財創出）に配分する。この比率設定は、短期的な収益貢献と中長期的な成長機会の両立を意識した実務的な判断である。

当社はこの3軸戦略について、ラボレスモデルゆえに可能と強調する。製造ラインも販売部隊も持たない坪田ラボにとって、リソース配分の制約はコスト構造の硬直性ではなく、人員と研究費の時間軸上の柔軟な組み合わせに帰着する。43名の研究員（2025年4月時点、大半が業務委託）で12本のパイプラインを同時に維持できるのは、この構造的な軽さに起因する。

当社アナリストとして当社の観点を重ねていえば、この「同時並行」こそが坪田ラボの最大の経営的賭けであり、かつ最大の差別化要因である。従来型の製薬開発会社が1~2本の主力品に経営資源を集中するのに対し、坪田ラボはパイプライン数の多さそのものを収益の安定化装置として機能させようとしている。

#### 3-2. 市場環境と市場機会

戦略の妥当性を評価するには、まずアドレスする市場の規模感を把握しなければならない。坪田ラボが対象とする疾患領域のTAM（到達可能最大市場）は、近視・ドライアイ・脳疾患を合計すると45兆円を超える水準に達する。

疾患領域	世界患者数（概数）	ターゲット市場規模
近視	26億人（2020年）→ 47.6億人（2050年予測）	28兆円
ドライアイ	5~34億人	2兆円
脳・中枢（うつ病・パーキンソン病）	3億人	15兆円

出所：事業計画書、有価証券報告書より AENTRO Research 作成

この中で特に注目すべきは近視の構造的成長である。Brien Holden Vision Institute（2016年）の推計によれば、世界の近視人口は2000年の14億人から2050年には47.6億人へと約3.3倍に拡大する見通しだ。2020年時点で既に26億人を突破しており、世界人口の34%が近視という計算になる。単純な人口増加だけでなく、COVID-19パンデミック下でのスクリーンタイム急増・屋外活動減少が有病率を押し上げた。香港での調査では、パンデミック前後で小児の近視有病率が約24%から36%へと急拡大している（Zhang et al. 2023）。

国内でも状況は深刻だ。文部科学省の2024年度学校保健統計調査によれば、裸眼視力1.0未満の割合は高等学校で71%超、中学校で約61%、小学校で約37%と、いずれも過去最高水準に近い。近視は単なる視力の問題にとどまらず、進行すると網膜剥離・緑内障・黄斑変性など失明リスクを高める疾患であり、日本の視覚障害者の失明原因第5位（7.8%）を占める（厚労省研究班調査）。

当社がとりわけ重視する中国は、20歳時点での近視率が8割に達し、都市部では失明原因の第1位が近視という。中国政府は2018年に「青少年近視防治实施方案」を發布し、2030年までに各年齢層の近視率を段階的に引き下げる数値目標を設けている。この政策的追い風は、坪田ラボが中国市場を「拡大」戦略の最重要ターゲットと位置づける根拠の一つとなっている。

もっとも、TAM45兆円超はあくまで市場の潜在上限を示す数値であり、坪田ラボが現実的にアドレスできるSAM（サービス可能市場）は各パイプラインの開発段階と地域展開に応じて段階的に拡大するものと当社はみる。まず近視（TLM-003・TLG-001のPhase 2以降）から収益化が進み、その後ドライアイ（TLM-001のマルホとのグローバル展開）、さらに脳神経領域（TLG-005系）へと順次拡張されるイメージだ。

#### 3-3. 既存パイプラインの価値最大化戦略

「深化」の実体は、現在開発中の主力パイプラインを複数の地域に複数のパートナーを通じて展開し、開発進捗に応じたマイルストーンとロイヤリティを積み上げることにある。以下の表は、坪田ラボが開示する地域別パートナー展開状況をまとめたものである。

パイプライン（想定適応）	日本	中国	アジア	欧州	米国
TLM-003（近視進行抑制点眼薬）	ロート製薬	非開示	ロート製薬	Thea	Thea
TLM-001（マイボーム腺機能不全）	マルホ	マルホ	マルホ	マルホ	マルホ
TLG-001（近視進行抑制VLMメガネ）	JINS	BYPT	—	—	—
TLM-018（未公開、点眼薬）	ロート製薬	—	—	—	—
TLM-017（角結膜障害）	導出候補	導出候補	導出候補	導出候補	導出候補
TLM-023（近視進行抑制）	導出候補	導出候補	導出候補	導出候補	導出候補

出所：事業計画書より AENTRO Research 作成。BYPT=Beijing Yijie Pharmaceutical Technology Co., Ltd.

このマトリクスが示すのは、坪田ラボが「1本のパイプラインを複数地域で分割ライセンス」という戦略的設計だ。TLM-003を例に取ると、日本とアジアをロート製薬、欧州と米国をLaboratoires Théaという2社に割り当てており、それぞれから独立した一時金・マイルストーン・ロイヤリティを受領できる構造になっている。中国については契約先は非開示だが、Xingqi（瀋陽興齊眼薬）との独占的実施許諾契約（2024年9月）を踏まえると、TLM系の中国展開もXingqiが担う可能性が高い。

収益化のルートは段階的に組み込まれている。パイプライン導出時の「契約一時金」、各開発フェーズ通過時の「マイルストーン」、そして製品上市後の「ロイヤリティ」という3層構造だ。坪田ラボが開示する概念試算によれば、パートナー企業のトータル売上2,000億円に対し坪田ラボが受け取る対価は約200億円（10%）、内訳は一時金5億円・マイルストーン15億円・ロイヤリティ180億円とされている。上市前は一時金とマイルストーンが収益の中心だが、ロイヤリティが発生し始めると毎期の積み上がりが増える。TLM-003やTLM-001が上市後のフェーズに入れば、この「複利効果」が発動する。

知財の延長と強化も「深化」の重要な柱だ。特許出願数は2022年1月の44件から2025年1月には66件へと50%増加し、うち28件が登録済みとなっている。令和7年度「知財功労賞 特許庁長官表彰」の受賞は、知財プラットフォームとしての信認を外部から裏付けるシンボルとして機能している。

#### 3-4. 中国近視市場戦略

中国近視市場は、坪田ラボの「拡大」戦略において最も優先度の高い戦場である。このセクションを独立させたのは、潜在収益の桁感が他の地域とは根本的に異なるからだ。

中国の基本的な市場数値を整理しよう。人口14億人のうち20歳以上の近視率は8割に達する。政府の2018年法案「青少年近視防治实施方案」は、学校段階別に2030年までの数値目標を設けている。高校生の近視率を89%から70%以下へ、中学生を76%から60%以下へ引き下げるとい目標は、裏を返せば近視抑制製品に対する制度的・社会的需要が今後長期にわたって維持されることを意味する。

対象	2018年近視率	2030年目標
6歳児	15%	3%程度
小学生	47%	38%以下
中学生	76%	60%以下
高校生	89%	70%以下

出所：中華人民共和國教育部、事業計画書より AENTRO Research 作成

坪田ラボは現時点で以下の3つの足がかりを中国市場に持つ。

第一に、Shenyang Xingqi Pharmaceutical Co., Ltd. (瀋陽興齊眼薬) との独占的実施許諾契約 (2024年9月締結)。Xingqiは中国の大手眼科用医薬品メーカーであり、既にアトロピン点眼薬を中国で上市している実績を持つ。TLM系のパイプラインを中国で商業化するパートナーとして、販売ネットワークと薬事当局への対応能力を兼ね備える。

第二に、Beijing Yijie Pharmaceutical Technology Co., Ltd. (BYPT) との契約 (2025年3月)。BYPTはSunflower社の関連会社であり、TLG-001 (バイオレットライトを用いた近視進行抑制医療機器) の中国における展開パートナーとなる。

第三に、中国浙江省温州「Eye Valley」へのオフィス開設 (2024年7月)。温州は中国の眼科産業集積地として知られ、日本企業として同地区に初めてオフィスを構えた坪田ラボは、現地のネットワーク構築と情報収集において先行者優位を得ている。

TLG-001の中国ポテンシャルについて、同社は中国5~15歳人口ベースのTAMを13.7兆円と試算している。TAMの1%獲得で1,370億円、10%で1.3兆円という数値は、現時点では想定域を出ないが、潜在的な市場規模感を示すものとして有意義だ。当社としては、Xingqiおよびジンス (JINSの中国販売網) が実際に製品を上市し、初期のロイヤリティデータが確認できるまで具体的な収益予測には慎重な立場を維持する。それでも中国市場が坪田ラボの中長期シナリオにおける「最大の収益レバー」であることに変わりはない。

### 3-5. 新規パイプライン創出：T-SBIRプログラム

「探索」の中核をなすのが、T-SBIR (Tsubota Small Business Innovation Research) プログラムだ。坪田ラボが大学・研究機関の革新的な研究活動に研究費を助成し、そこから生まれたシーズを同社と共同で特許出願し、商業化を坪田ラボが担うという仕組みである。

プロセスは3段階に整理できる。社内のデュー・ディリジェンスを経て有望な研究先と共同研究契約を締結し研究費を投じる (投資フェーズ)。次いで共同研究先が研究を推進し、坪田ラボのノウハウも活用する (研究フェーズ)。最後に新たな知財とパイプラインが創出され、次の投資サイクルへとフィードバックされる (創出フェーズ)。年間5~10本の新規研究契約というペースは、中長期的には現在の12本を上回るパイプライン数の確保を可能にする。

現在の研究拠点は慶應義塾大学信濃町キャンパス医学部 (101.1n<sup>2</sup>+マウス室) と矢上キャンパス理工学部 (63.8n<sup>2</sup>+マウス室) の2カ所。外部連携は20社・団体以上に広がっており、第3回つぼラボ学会 (2025年H1時点) では約60名の共同研究者がCRIKに集結した。このネットワークの厚みが、新規パイプライン創出の持続性を担保している。

T-SBIRの戦略的意義は眼科の枠を超えつつある。バイオレットライトが脳内血流を増加させるという坪田ラボの発見 (慶應義塾大学理工学部との共同研究、特許WO2020/027305) は、TLG-005系の脳神経疾患パイプライン (うつ病・パーキンソン病・軽度認知障害) へと発展した。眼科の知財が脳神経という隣接領域に横展開できるのは、「バイオレットライト→OPN5活性化→血流改善」というメカニズムが眼内と脳内の両方に共通するからだ。この技術拡張性こそ、坪田ラボが「眼科ニッチ」にとどまらないプラットフォーム企業であることの証左といえる。

### 3-6. 人材・組織戦略と投資計画

知財プラットフォームは「人」で動く。坪田ラボは上場後に一時7名まで正社員数が減少したが、FY2024末 (2024年3月期末) から積極採用に転じ、FY2025末 (2025年3月期末) には17名へと2.4倍に拡大した。FY2026 H1 (2025年11月現在) には19名に達している。

採用の柱は3つだ。製薬企業やバイオベンチャー出身の研究開発人材 (研究開発本部9名)、グローバルに活躍する事業開発専門家 (事業開発本部4名)、そして戦略実行を支えるオフィス部門 (管理本部4名)。インターン採用も積極化しており、2024年度2名・2025年度6名と拡大している。

投資の方向性も鮮明だ。FY2026の研究開発費は2.5億円から5.5億円へと倍増する計画 (予算ベース) であり、これはTLM-003のPhase 2進捗とTLG-001の観察期間終了への備えとして理解できる。また、2022年上場時に調達した資金のうちボストン子会社設立として予定していた1億円については、その後ワシントン州エバレット (シアトル地域) に米国事務所 (SBIホールディングスとの共同インキュベーション施設) を2025年5月に開設するかたちで具現化した。北米を「拡大」戦略の次のステップに据える意図が透けて見える。

時点	従業員数
FY2021期末 (2021年3月)	8名
FY2023期末 (2023年3月)	10名
FY2024期末 (2024年3月)	7名 (一時減)
FY2025期末 (2025年3月)	17名
FY2026 H1 (2025年11月)	19名

出所：有価証券報告書、決算説明資料より AENTRO Research 作成

### 3-7. 戦略の優先順位と今後の論点

現時点での戦略上の最重要事項は3点に絞られる。

第一が、TLM-003 (近視進行抑制点眼薬) のPhase 2進捗だ。ロート製薬が2025年から日本でPhase 2試験を開始し、Laboratoires Théaが欧州での臨床試験を準備中である。Phase 2の中間・最終結果は次のマイルストーン収入と、最終的なPhase 3投入判断に直結する。坪田ラボの収益シナリオにおいて最も短期的なトリガーとなりうる。

第二が、TLG-001 (近視進行抑制バイオレットライトメガネ) の観察期間終了後の結果だ。検証的臨床試験ですでに全被験者が治療期間を終了し、観察期間に移行している (2025年3月期時点)。観察期間終了後の有効性データが承認申請に値する水準であれば、JINSによる申請・販売開始というシナリオが具体化する。これは日本国内初の「上市後ロイヤリティ」を坪田ラボにもたらす最初の機会となりうる。

第三が、中国での収益化の実現性と時間軸だ。Xingqi・BYPTとの契約は実現したが、実際の製品上市がいつになるかは中国当局の薬事審査速度と中国国内での臨床試験進捗に依存する。Eye Valleyオフィスによる現地情報収集と、Xingqi・BYPTとの開発協力の深度が鍵を握る。

これら3点に共通するのは、いずれも坪田ラボがコントロールできる変数ではなく、パートナー企業の開発活動と規制当局の判断に依存するという点だ。知財プラットフォームという事業モデルは、アップサイドの大きさとコントロール可能性の低さをトレードオフとして持つ。この非対称性をどう評価するかが、坪田ラボへの投資判断の核心問題でもある。

#### 章のまとめ

「深化×探索×拡大」の3軸戦略は一見、リソース分散リスクを孕んでいるように見える。しかし製造も販売もしないラボレスモデルであれば、パイプライン数の増加は固定費増ではなく、主にパートナー企業の開発活動に依存する。坪田ラボにとってのリソースとは、研究員の知的専門性と知財ポートフォリオであり、これらはスケールアップしやすい性質を持つ。

当社の見立てでは、この3軸が同時並行で進む構造は、知財プラットフォームモデルだからこそ可能なオーケストレーションである。問いは次章へ移る。この戦略が数字としてどう現れているのか——収益ボラティリティの正体と業績動向を解剖する。

## 4. 業績動向

### 4-0. ライセンス収益の読み方——本章を読む前に

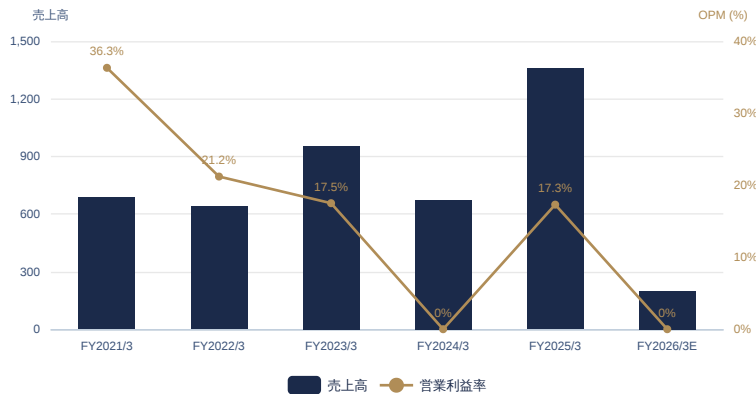
坪田ラボのPLを正しく読むには、収益認識のタイミングが契約フェーズによって三層に分かれることを理解しておく必要がある。契約締結時は「一時金」として一括計上され、開発マイルストーン達成時は「マイルストーン収入」が計上され、パートナー製品の上市後はじめて「ロイヤリティ」が毎期積み上がる。この三層構造を前提に置かないかぎり、単純な前年比増減は誤読の源になる。FY2024の営業損失△649百万円は「事業が悪化したから」ではなく、FY2023に複数の大型契約（TLG-001北米ライセンス・TLM-003欧米ライセンス）の一時金・マイルストーンが前倒し集中した反動期にあたる。FY2025の過去最高売上1,357百万円もまた、中国Xingqi社・Thea社との新規大型契約が集中した「峰」である。このビジネスモデルの特性を踏まえ、以下の分析を読み進めていただきたい。

### 4-1. 直近5年の経営成績

坪田ラボの直近5期のPLは、ライセンスビジネス特有の非連続性を鮮やかに映し出す。FY2021からFY2025にかけて、売上高は688百万円→641百万円→955百万円→674百万円→1,357百万円と、山と谷を交互に描きながら水準を切り上げてきた。

項目（百万円）	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
売上高	688	641	955	674	1,357
売上原価	—	84	236	652	180
売上総利益	—	557	719	21	1,177
販売費及び一般管理費	—	421	552	671	941
営業利益	250	136	167	△649	235
経常利益	256	202	144	△636	281
当期純利益	202	153	90	△641	206
売上高営業利益率	36.3%	21.2%	17.5%	—	17.3%
研究開発費	108	117	126	205	254

出所：有価証券報告書・決算短信よりAENTRO Research作成



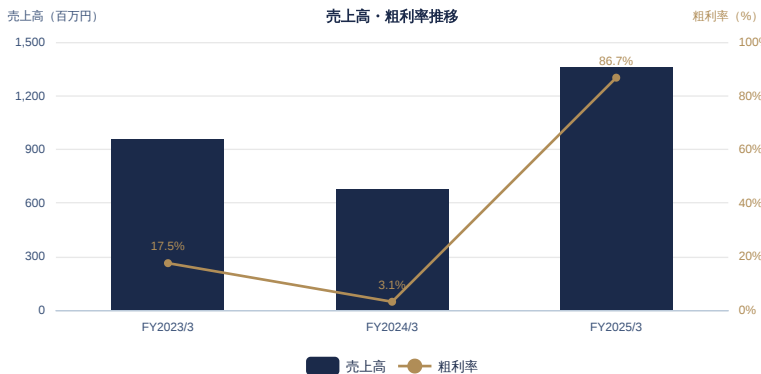
出所：会社開示資料よりAENTRO Research作成

FY2024の「底」の正体は、売上原価の急膨張にある。TLG-001の検証的臨床試験が佳境を迎え、その試験費用が受領済み契約一時金を超過するとの見積りが確定したことで、契約損失引当金328百万円がFY2024に一括計上された。この引当金計上が売上原価を652百万円まで押し上げ、売上総利益をわずかに21百万円まで圧縮したのが赤字の本質的な原因である。研究開発費の増加（FY2023:126百万→FY2024:205百万）が加わり、赤字幅はさらに拡大した。

FY2025の「V字回復」は、FY2024の引当金一括計上という技術的要因の剥落と、中国向け大型新規契約の集中という二つの力が重なって実現した。当社は中国大手眼科薬メーカー・Xingqi社との独占実施許諾契約（総額18百万USドル）とBYPT（Beijing Yijie Pharmaceutical Technology）とのTLG-001ライセンス契約（10.3億円）を相次いで締結し、その一時金・マイルストーンの大部分がFY2025に集中計上された。売上高101.5%増、4年ぶりの過去最高という数字は、パイプラインの価値が市場に認められつつあることの証左と当社はみる。

### 4-2. 収益構造の変化と利益率の見方

研究開発費は3期連続で増加しており（FY2023:126百万→FY2024:205百万→FY2025:254百万）、その傾向は今後も続く。次期FY2026には550百万円の研究開発投資計画が開示されており、積み上げ速度が加速する局面にある。



注目すべきは、「研究開発費を増やしても、収益貢献するパイプラインが増えれば利益率が維持される」という構造である。FY2022の営業利益率21.2%は研究費増（117百万）と一時金の多い年が重なった結果だが、FY2025の17.3%は研究費がFY2022比で倍以上（254百万）に膨らんでいながらも同水準を維持している。これはFY2025の売上高がFY2022の2倍超に達したためであり、収益レバレッジが機能していることを示している。

一方、FY2024の売上高営業利益率は意味をなさない（売上原価に引当金が含まれる特殊要因）。当社のような知財ライセンス企業を評価する際は、単年の営業利益率よりも「どの契約がいくらの一時金・マイルストーンをもたらしたか」というパイプライン収益の積み上がりを追う方が実態に近い。

### 4-3. 財政状態と資本効率

坪田ラボのBSは、研究開発フェーズにある知財企業として極めて健全な構造を維持している。

項目 (百万円)	FY2023	FY2024	FY2025
総資産	2,673	2,295	2,503
現金・現金同等物	2,161	1,883	1,539
純資産	1,950	1,367	1,587
自己資本比率	73.0%	59.6%	63.4%

出所：有価証券報告書・決算短信よりAENTRO Research作成

分析の焦点は現金ランウェイにある。FY2025末時点では1,539百万円の現金・現金同等物を保有しており、同期の研究開発費254百万円と比較すると6年分超に相当する。赤字局面でも事業継続に支障が生じない構造的な安全弁がここにある。

FY2024に自己資本比率が59.6%まで低下したのは、641百万円の当期純損失が純資産を直撃したためである。しかしFY2025の黒転により純資産が1,587百万円まで回復し、自己資本比率も63.4%に改善した。FY2023のIPO調達で積み上げた財務基盤が、大型赤字期を乗り越えるバッファとして機能した格好であり、追加調達なしに研究開発を継続できた点は評価に値する。

### 4-4. キャッシュフローと財務運営

坪田ラボのキャッシュフロー構造を理解する上で最も重要な点は、営業CFのマイナスが「赤字」と同義ではないということだ。

項目 (百万円)	FY2023	FY2024	FY2025
営業CF	28	△301	△317
投資CF	△54	△12	△14
財務CF	1,012	36	△12
期末現金	2,161	1,883	1,539

出所：有価証券報告書・決算短信よりAENTRO Research作成

FY2025は営業利益235百万円の黒字にもかかわらず、営業CFは△317百万円となった。その主因は売掛金の急増である。Xingqi社・BYPT・Thea社との契約から生じた売掛金が528百万円増加し、PLには計上済みの収益が現金として未入金の状態にあった。ライセンス収益の現金化は契約条件によって遅延する場合があり、これが営業CFをマイナスに押し下げた。損益と現金収支のズレは、ライセンスビジネスに構造的に内在するものである。

FY2023の財務CF1,012百万円は2022年6月のIPO（東証グロース市場上場）による増資が主因であり、この調達資金が現在の手元現金の礎となっている。FY2024・FY2025の財務CFはほぼ中立（借入返済と新株予約権行使の相殺）であり、追加的な外部資金調達に依存していない。

### 4-5. 直近四半期の概要 (FY2026 Q3)

FY2026（2025年4月～2026年3月期）は、FY2025の反動が鮮明に表れている局面にある。

期間	売上高	前年同期比	営業損益
FY2025 Q3累計 (2024年4月～12月)	792百万円	+355.2%	90百万円 (利益)
FY2026 Q3累計 (2025年4月～12月)	145百万円	△81.6%	△540百万円 (損失)

出所：決算短信よりAENTRO Research作成

Q3累計売上145百万円は、前年同期の792百万円から646百万円の急減である。これは「事業環境の悪化」ではなく、「新規ライセンス契約の締結がずれ込んだ」ことに起因する。会社側の説明によれば、複数のパートナー候補との交渉は継続中であるが、当初FY2026期中に見込んでいた一部契約の締結が翌期以降となる見込みとなったことで、収益計上が限定的となった。

なお、Q3までの実績として、TLM-001（マルホ社、マイゴーム腺機能不全）がPhase 2a試験へ進捗したことによるマイルストーン収入、TLM-003（ロート製薬）のPhase 2移行マイルストーンは計上されており、既存パイプラインの進捗自体は計画通りと会社は説明している。

#### 4-6. 通期見直し

FY2026通期予想の下方修正幅は、市場に強烈的な印象を残した。

項目（百万円）	FY2025実績	FY2026初回予想	FY2026修正後	Q3進捗率
売上高	1,357	1,400	200	72.5%
営業利益	235	200	△760	—
経常利益	281	220	△740	—
当期純利益	206	150	△740	—

出所：決算短信より AENTRO Research 作成

初回予想1,400百万円（FY2025比+3.2%増の穏やかな成長シナリオ）から修正後200百万円（△85.3%）へ、わずか3四半期で1,200百万円の見直しとなった。当社はモンテカルロ・シミュレーションを用いて初回予想を策定していたが、契約交渉のタイミング読みがいかに困難を示す典型例となった。

Q3累計の売上145百万円に対し通期予想200百万円という数字は、Q4（2026年1～3月）に残り55百万円の計上を見込んでいることを意味し、進捗率は72.5%に留まる。当社が新たに展開を始めた宇宙化粧品ブランド「Aeonia」（ハーバード大学医学部発）の国内独占販売などのヘルスケア事業も追加収益として見込まれるが、FY2026全体としては大幅な赤字着地が確実な状況にある。

当社はこの下方修正について「研究開発の進捗や各パイプラインの状況に重要な変化はない」と明言しており、当社としても同見解を支持する。問題は事業価値ではなく、契約締結タイミングの読みにくさであり、これがバイオリセンズ企業に対する市場のバリュエーション困難を生み出している主因である。

#### 4-7. 今後の注目点

##### 1. TLM-003のPhase 2試験結果（ロート製薬・Thea）

近視進行抑制点眼薬TLM-003は、FY2025末時点でロート製薬がPhase 1臨床試験を完了し、2025年中にPhase 2へ移行する計画にある。Laboratoires Théa（欧州）も並行して臨床準備を進めている。Phase 2試験の成功は、次のマイルストーン収入のトリガーとなるだけでなく、最終的な上市後ロイヤリティの確度を高める最重要イベントである。グローバルな近視治療市場の規模を鑑みれば、成功時のマイルストーン規模は数十～数百億円に及ぶ可能性がある。

##### 2. 中国パートナー（Xingqi・BYPT）の製品上市進捗

Xingqi社（TLM-003系）・BYPT（TLG-001、中国市場）との契約は一時金・マイルストーン段階にある。中国では青少年の近視率が約60%（高校生では8割超）に達しており、政府が近視対策を最重要施策に位置づけている。パートナー各社が製品承認・上市まで到達すれば、坪田ラボには売上高連動のロイヤリティが恒常的に積み上がり始める。この「ロイヤリティの複利化」が、ライセンス一時金依存から脱却する最初のシグナルとなる。

##### 3. FY2026期末の現金残高と資本政策

FY2025末の手元現金1,539百万円は、FY2026 Q3末時点で1,182百万円（推計）まで減少しており、赤字局面での消費が続いている。FY2026通期で740百万円規模の純損失が見込まれる中、期末残高は800百万円前後まで低下する可能性がある。これは引き続き研究開発を複数年継続できる水準ではあるものの、FY2027以降も大規模な一時金収入がなければ追加の資本調達を検討せざるを得ない局面に差し掛かる。新株予約権の行使動向と、次の大型契約成立のタイミングが、資本政策上の最大の注目点となる。

#### 章末まとめ

坪田ラボは赤字常態化企業としてではなく、大型ライセンス契約の非連続性が業績に山と谷を作る知財プラットフォームとして読むべきである。FY2025の過去最高売上と、FY2026の大幅下方修正という対照は、まさにこのビジネスモデルの特性を如実に示している。そして、この非連続性の「振れ幅」はパイプライン数の増加とともに徐々に小さくなっていく——それが当社の見立てる中期的な業績安定化の経路である。FY2025の黒転を「例外的な好業績」と切り捨てるのではなく、知財ライセンスが収益化の臨界点に近づきつつあるシグナルと読むか否かが、この会社の評価を分ける核心である。

## 5. 中長期成長方針・資本政策

### 5-1. 位置づけ：計画から方針への読み方転換

坪田ラボには正式な3か年中期経営計画文書は存在しない。しかし、それは戦略の不在を意味しない。東証グロース市場の規定に基づき毎年開示される「事業計画及び成長可能性に関する事項」(2025年6月版)が、事実上の方向性開示の場であり、当社はこの資料を通じてパイプライン進捗・資金使途・収益見通しを包括的に示している。

従来の中計分析が「数値目標 vs 実績」のトラッキングを軸とするのに対し、坪田ラボに対しては「方針の妥当性評価」という評価軸が適切だと当社はみる。理由はビジネスモデルの構造にある。ライセンス契約は複数のパートナー企業が臨床試験の結果を受けて交渉を進める性質上、収益化の正確なタイミングを自社単独でコントロールすることが難しい。したがって「いつ、いくら」という点予測よりも、「なぜその方向性が正しく、何が起きれば価値が実現するか」という問いに答える分析が、投資判断上の実質的な情報価値を持つ。

坪田ラボが示す成長の枠組みは「深化・探索・拡大」の3軸である。深化とは既存パイプラインの価値最大化(開発進捗・エリア拡大・知財強化)、探索とは新規パイプラインの継続創出(年間5~10本の新規研究契約、T-SBIRプログラム)、拡大とは膨大な潜在市場、特に中国近視市場への本格参入を指す。本章ではこの3軸を踏まえつつ、投資家が追うべきマイルストーンと資本配分の論理を整理する。

### 5-2. 数値目標の読み方

坪田ラボが示している定量目標には2つの異なる粒度がある。一つは収益モデルの概念例示、もう一つは当期予想の具体数値である。

収益モデルの概念例示として、同社は「パートナー企業のトータル売上高2,000億円に対して当社が10%(200億円)を受け取る」という構造を公表している。この内訳は、一時金5億円、マイルストーン15億円、ロイヤリティ180億円であり、上市後にロイヤリティが本格化すると収益の重心が根本的に変わることを示している。現時点の収益構造は一時金・マイルストーン中心だが、この例示が描く「ロイヤリティが主軸の状態」こそが、坪田ラボが目指す収益の到達形である。

当期(FY2026)の数値予想については、以下のとおり大幅な修正が生じている。

指標	当初予想(2025年5月)	修正予想(2026年2月)	FY2025実績
売上高(百万円)	1,400	200	1,357
営業利益(百万円)	200	△760	235
研究開発費(百万円)	550	—	254

下方修正の理由は契約締結時期の後ズレである。第3四半期決算短信(2026年2月13日付)において、同社は「当初中期中の締結を見込んでいたライセンス契約について、収益計上が翌期以降となる見込みとなった」と説明した。研究開発の進捗や各パイプラインの状況には「重要な変化は生じていない」と明言しており、事業機会そのものの毀損ではない。これは第4章で論じたライセンス収益の非連続性という構造的特性の典型例であり、当社はこの修正を「失敗」ではなく「次期以降への繰り越し」と読む。

数値目標の精度よりも方向性の質を評価するという評価軸の転換は、まさにこの局面で実効性を持つ。問われるべきは「FY2026の200億円が達成できるか」ではなく、「翌期以降に繰り越された契約収入が実現する土台として、パイプラインは計画どおりに進んでいるか」である。

### 5-3. 最重要テーマ①：TLM-003(近視進行抑制剤)の上市への道

当社がFY2026~FY2030にかけて最も重要なバリューイベントと位置づけるのはTLM-003の臨床開発進捗である。

TLM-003が最も重要な理由は、近視市場の規模(TAM:世界28兆円)と、すでに複数の大手パートナーが開発を本格化している点にある。ロート製薬(日本・アジア地域)が日本においてPhase 2試験を開始(ロート社内コード:ROH-001)し、Laboratoires Théa(欧米地域)は欧州での臨床試験準備を進めている。地域ごとに独占実施許諾契約が締結済みであり、各エリアのパートナーが規制当局と向き合いながら開発リスクを担う構造になっている。

TLM-003の作用機序は既存の競合品と本質的に異なる。アトロピン(参天製薬)が対症療法として毛様体筋に作用するのに対し、TLM-003は近視進行の根本的なメカニズムである「強膜の菲薄化」に直接介入する。近視では眼球の支持組織である強膜のコラーゲン線維のリモデリングが亢進し、眼軸長が伸長することで近視が進行する。TLM-003はこの強膜コラーゲンのリモデリングを抑制し、眼軸長伸長を防ぐことで作用する(Harper et al., Exp Eye Res. 2015)。従来型の対症療法とは異なる根本的アプローチであり、承認された場合は新たな治療カテゴリーを創設する可能性を持つ。

開発タイムラインの推定は以下のとおりである。

フェーズ	想定期間	主な条件
Phase 2(日本・欧州)	現在~2028年頃	眼軸長抑制エンドポイントの達成
Phase 3(グローバル)	2028~2032年頃	大規模無作為化試験の完了
申請・承認	2032~2034年頃	各国規制当局の審査
ロイヤリティ開始	2033~2035年頃以降	販売開始後の売上比例収入

このタイムラインは長い。しかしその長さは、参入障壁の高さと裏一体である。医薬品として承認された近視進行抑制剤の市場は、先行者が独占的な地位を享受できる。近視患者は2050年に47億5,800万人と推定(Brien Holden Vision Institute, 2016年)されており、人口ベースで見れば史上最大級の慢性疾患市場の一つになる。

当社はTLM-003のPhase 2エンドポイント(眼軸長の有意な伸長抑制)の達成を、最初の価値実現マイルストーンと捉えている。ここで有効性が確認されれば、Phase 3への移行決定・パートナー企業の開発継続意思・将来のロイヤリティ規模の見通しが一気に具体化する。

### 5-4. 最重要テーマ②：中国市場の収益化

近視患者数において中国は世界最大の単一市場である。20歳時点での近視有病率は約8割に達し、都市部における失明原因の第1位が近視となっている(中国統計)。2018年に発表された「青少年近視予防法案」は、中国政府が近視対策を国家的優先政策として位置づけたことを示しており、2030年までに小学生の近視率を38%以下、高校生を70%以下とする政策目標が設定されている。14億人の人口規模と政府の強力な政策的後押しが重なる市場は、近視パンデミックの最大の戦場でもある。

坪田ラボはFY2025において、中国市場への足がかりを急速に整えた。

契約・拠点	内容	対象パイプライン	契約規模
Shenyang Xingqi Pharmaceutical	独占の実施許諾契約 (2024年9月)	点眼薬系 (TLM-003等)	契約金総額18百万USD
Beijing Yijie Pharmaceutical Technology (BYPT)	独占の実施許諾契約 (2025年3月)	TLG-001 (バイオレットライト医療機器)	契約金総額10.3億円
Eye Valley (中国浙江省温州)	日本企業として初のオフィス開設 (2024年7月)	—	—
米国事務所 (ワシントン州エバレット)	SBIホールディングスとの共同設立施設に開設 (2025年5月)	—	—

Xingqi (瀋陽興齊眼薬) は中国国内で眼科用薬品を手掛ける大手であり、アトロピン点眼薬を中国市場ですでに上市している。このパートナーが坪田ラボの知財を独占ライセンスしているという事実は、競合他社と比較した坪田ラボの差別化をXingqi自身が評価したことを意味する。BYPTはSunflower社の関連会社であり、中国において光デバイス系の医療機器販売を担う体制を整えつつある。

Eye Valleyへのオフィス開設は、単なる形式的な拠点確保を超える戦略的意味を持つ。温州市は中国の眼科産業の集積地であり、中国における研究機関・規制当局・パートナー企業との近接性を得ることで、情報収集と事業開発の速度が上がる。日本企業として初のオフィス開設という点は、中国眼科コミュニティへのシグナリングとしても機能している。

中国市場の最大の潜在的収益は、Xingqi経由でのTLM系点眼薬の上市後のロイヤリティである。中国国内の近視患者数と薬価水準を踏まえると、単一市場からのロイヤリティ収入として相当な規模が見込まれる。ただし、承認タイムラインは日本・欧州と異なる中国独自の薬事規制に依存するため、当面の予見性は限定的である。当社は中国をTLM-003の「最大の変数」として、ポジティブサプライズの余地が最も大きな市場と位置づける。

## 5-5. キャピタルアロケーション

上場 (2022年6月) 時に調達した資金は、以下の計画に基づいて執行された。FY2025末時点で上場時調達分の使途計画は事実上完了している。

項目	予定額 (千円)	FY2023実績	FY2024実績	FY2025実績	累計
治験費用 (研究開発)	370,704	235,557	135,147	—	370,704
基礎研究費	429,252	126,266	205,296	97,690	429,252
人員採用	65,043	15,214	28,000	21,829	65,043
ボストン子会社設立	100,000	0	0	0	0
有利子負債返済	60,000	60,000	0	0	60,000

ボストン子会社設立費用 (計画100,000千円) については、最終的にワシントン州エバレット (シアトル地域) への米国事務所開設という形で実現しており、費用対効果を踏まえた形で執行された。当初計画の変容は資金の規律的活用を示しており、海外拠点への資本投下で規模ではなく機能で判断された点は評価できる。

上場時調達分の消化完了後、坪田ラボの研究開発投資は営業キャッシュフローと手元現金によって支えられる構造になっている。FY2025末の現金及び預金残高は1,538,853千円 (約15.4億円) であったが、FY2026第3四半期末 (2025年12月31日時点) には1,182,358千円 (約11.8億円) に減少している。研究開発費をFY2026に大幅増 (2.5億円→5.5億円) する方針を掲げた結果、FY2026通期は約7.4億円の純損失見込みとなっており、期末現金は8~9億円程度に着地する可能性が高い。

研究開発費の配分について、有報では「研究開発予算の約70%を『深化』(既存パイプラインの深掘りと知財強化) に、約30%を『探索』(新領域の基礎研究と新規知財創出) に配分する」という方針が示されている。この70/30ルールは、短期の収益貢献 (既存パイプライン価値最大化) と中長期の成長基盤 (新規パイプライン創出) のバランスを明確に定式化したものであり、場当たり的な投資ではなく、フレームワークに基づく資本配分が行われていることを示す。

当社は現在の手元現金を「パイプライン構築期を維持するための戦略的バッファ」と評価する。継続企業の前提に関する注記は第3四半期時点では不要とされており (短信記載)、研究開発活動に必要な資金を賄う能力は現時点で確保されている。ただし、FY2027以降に大型契約収入がなければ追加調達が必要となる可能性もあり、パイプラインの進捗と資金残高は並行して注視すべき指標である。

## 5-6. 配当政策・株主還元

坪田ラボは上場以来、全期間にわたって無配を継続しており、FY2026 (2026年3月期) 予想も0円である。配当政策についての公式な方針開示はなく、株主還元方針も未開示である。ただし、当社が無配を続けることの論理は明確である。知財ライセンスプラットフォームとして、研究開発への再投資こそが企業価値の源泉であり、現時点でキャッシュを株主に還元することは、将来のパイプライン価値を毀損することと等しい。坪田ラボのビジネスモデルは「投資→知財→ライセンス→ロイヤリティ→再投資」という循環型であり、この循環が回転し始める前に配当を導入する合理性はない。

配当が始まる条件として想定されるのは、TLM-003等の主力パイプラインが上市してロイヤリティ収入が安定的に発生し、研究開発費を賄った上で継続的に余剰キャッシュが創出される段階である。現在の開発タイムラインを踏まえると、その状態に達するのはFY2035以降の時間軸となる可能性が高い。

当面の投資家にとっては、配当ではなく株主資本ゲインがリターンの中核である。株主を動かすのはパイプラインの進捗マイルストーンであり、特にTLM-003のPhase 2結果は単年の最大のバイナリーイベントとなる。

## 5-7. まとめと評価軸

「正式な中計がない=戦略がない」という読み方は、坪田ラボに対して誤読である。「事業計画及び成長可能性に関する事項」で示された3軸成長戦略 (深化・探索・拡大) は、知財ライセンスプラットフォームとして取りうる戦略のロジックとして一貫している。ラボレスモデルが維持されている限り、固定費を膨張させることなくパイプラインを拡充できる拡張性は保たれる。問いは「戦略の有無」ではなく「スピード」である。

投資家が追うべき最重要KPIを3つ挙げる。

KPI①: TLM-003 Phase 2のエンドポイント達成

Phase 2において眼軸長伸展抑制の有効性が統計的に確認されれば、Phase 3移行が確定し、ロート製薬・Théaの開発コミットメントが強化される。これが近視領域のロイヤリティ収入の起点となる。

KPI②: 中国パートナー (Xingqi・BYPT) の製品上市タイムライン

Xingqi経由のTLM系点眼薬、BYPT経由のTLG-001が中国国内で上市されると、ロイヤリティの複利効果が始動する。中国市場の規模を考えると、1品目の上市が収益構造を根本的に変える可能性がある。

KPI③: 特許出願数の継続増加

2022年1月の44件から2025年1月の66件へと着実に増加してきた特許ポートフォリオは、新規パイプライン創出の先行指標である。この増加傾向が維持されることは、TSBIRによる探索投資が知財という形で蓄積されていることを示す。

この章の1行結論として提示したとおり、TLM-003とTLG-001の上市が実現すれば、ロイヤリティの複利効果が始動し、単年契約依存から安定収益型へのモデル転換が実現する。現フェーズはその転換前夜である。近視パンデミックの社会的緊急度が世界的に高まるほど、ロート製薬・Théa・Xingqiといったパートナー企業が開発速度を上げる動機も強まる。坪田ラボは知財と

いう「シード」を握っており、パートナーが加速するほど、その果実の受け取り手として恩恵を最大化できる設計になっている。

## 6. 株価インサイト

### 6-1. 株価の読み方

マーケットデータ (基準日: 2026年4月24日)

項目	値
株価 (基準日: 2026年4月24日)	315円
時価総額	8,076百万円
発行済株式数	25,639,300株 (FY2025末)
PER	39.2倍
PBR	5.09倍
EPS	8.04円 (FY2025)
BPS	61.91円 (FY2025末)
ROE	13.9% (FY2025)
自己資本比率	63.4% (FY2025末)
最高株価 (FY2025)	625円
最低株価 (FY2025)	318円
年間配当	0円 (全期間無配)

注: 52週高値/安値・株主総利回りはベンダー計算指標のため含めない。配当については、研究開発投資の継続を優先するため当面は無配方針。

#### バイオベンチャーの株価の読み方

坪田ラボ株のPERを単体で見ても、評価の軸としては機能しない。FY2025のEPSは8.04円であり、FY2024が当期純損失だったことを踏まえれば、この黒転の意味は大きい。しかし翌FY2026は年度当初売上予想1,400百万円を200百万円へ大幅修正し、再び赤字圧力が生じている。その結果、PERは急上昇し、EPSは悪化する。これをファンダメンタルの劣化と読むのは誤りだ。

バイオベンチャーの株価を規定するのは、二つの変数である。一つは「パイプライン価値の暗黙的な織り込み方」、もう一つは「現金ランウェイ」だ。ライセンス収益は契約の締結タイミングに依存して非連続に発生するため、単年度のPERやEPSは本質的な評価指標にならない。市場が問うのは「このパイプラインは成功するか」「それまで生き延びられるか」の二点に集約される。FY2025末の手元現金1,539百万円（現金及び現金同等物）は、この問いに対して現時点では明確な肯定を与えている。

### 6-2. バリュエーションの見方 (評価軸型)

#### PBRとキャッシュ企業としての読み方

FY2025末のBPSは61.91円であり、現在株価に対するPBRは5.09倍となる。この数字を解読する鍵は、純資産の内訳にある。FY2025末の現金及び預金は1,538,853千円（1,539百万円）であり、発行済株式数25,639,300株で割れば、1株当たり約60.0円のキャッシュが積み上がっている計算になる。つまり、BPS61.91円のはほぼ全額が現金に相当する。

ここに評価の核心がある。市場がPBR1倍超の水準で坪田ラボ株を評価しているとすれば、その差分は純粋なパイプライン価値への期待として読み取れる。言い換えれば、「時価総額から手元現金を引いた残額が、市場の暗示的なパイプライン評価」である。パイプラインの進捗が加速すれば、この差分は拡大する。逆に開発停滞や現金消耗が続けば、差分は縮小する。坪田ラボのバリュエーション分析は、常にこの構図を念頭に置くべきだ。

#### バイオベンチャーへの正しいアプローチ

伝統的なDCFアプローチをバイオベンチャーに適用する場合、各パイプラインの成功確率×市場規模×ロイヤリティ率の現在価値合計を算出するリスク調整後NPV (rNPV) が理論的に正確だ。ただしこのアプローチには、成功確率の推計が恣意的になりやすいという根本的な限界がある。

より実務的な評価軸として、以下の三点を推奨する。第一に、手元現金1,539百万円が何年分の研究開発費をカバーするか（FY2025の研究開発費254百万円ベースで約6年分、FY2026の倍増計画550百万円ベースで約2~3年分）。第二に、TLM-003のPhase 2成功確率に対してどの程度のプレミアムが正当化されるか。第三に、次の契約一時金収入が発生するタイミングとその規模感。これらをモニタリングしながら、株価の上値余地と下値リスクを相対的に判断することが、現実的なアプローチとなる。

### 6-3. シナリオ分析 (Opportunity / Anti-thesis)

ポジティブ要因	ネガティブ要因
<b>近視パンデミックの加速</b> 中国政府の青少年近視防治政策強化でXingqi・BYPTの市場展開速度が上がりロイヤリティ計上が早まる。2兆円市場の1%獲得でも数千億円規模	<b>収益予測困難性とガイダンス信頼性</b> FY2026の売上予想を1400百万円から200百万円へ大幅下方修正。ライセンス契約タイミングが社外依存で中期PL見通しが本質的に困難
<b>TLM-003 Phase 2成功による市上加速</b> ロート製薬（日本）・Théa（欧州）で臨床進行中。アトロピンと異なる強膜コラーゲンリモデリング機序で差別化が成立	<b>創業者依存リスク</b> 坪田一男氏が議決権61.78%保有し代表取締役を兼務。有報も「依存度は極めて高い」と明記。次世代リーダー移行計画は不透明
<b>脳神経疾患へのプラットフォーム拡張</b> TLG-005（うつ病・MCI・パーキンソン病）で15兆円市場への入口が開く。眼科臨床インフラの神経疾患への転用戦略	<b>開発タイムライン長期性と失敗リスク</b> Phase 1完了から上市まで通常5~10年。医療機器や他社アトロピンに市場を先取りされるリスクと臨床失敗リスクが複合で存在

出所: 会社開示資料よりAENTRO Research作成

坪田ラボ株の評価は、以下の6変数（ポジティブ3点・ネガティブ3点）が上下どちらに振れるかで大きく変動する。ポジティブ側はいずれも実現すればバリュエーションの段上げ要因となるが、発生タイミングは社外のパートナー進捗に依存する。ネガティブ側はいずれも構造的な要因で既に株価に相当程度織り込まれているが、顕在化の度合いによっては追加ディスカウント要因となる。

#### Opportunity 1: 近視パンデミックの加速

2050年に47.6億人という近視患者数の増加トレンドは、構造的に加速している。COVID-19後のスクリーンタイム急増と、中国政府による青少年近視防治政策の強化がその背景にある。中国政府が政策を強化するほど、坪田ラボのパートナーであるXingqi (星旗) やBYPT (北京億捷) の市場展開速度は上がり、ロイヤリティの計上が早まる。近視 (28兆円市場) でTLM-003が1%のシェアを獲得するだけで、数千億円規模の売上が生まれる。その一定割合が坪田ラボへのロイヤリティとして帰属する計算であり、この数字の大きさは「100億円のロイヤリティ」すら非現実的ではないことを示唆する。

#### Opportunity 2: TLM-003のPhase 2成功による上市加速

TLM-003は坪田ラボのパイプラインの中で最も商業的インパクトが大きい。ロート製薬が日本でPhase 2を開始し、Laboratoires Théaが欧州での臨床試験を準備している。TLM-003の作用機序は強膜のコラーゲン線維のリモデリングを抑制するもので、既存のアトロピン (参天製薬) とは作用点が異なる。これが有効性を示せば、差別化された薬剤として「アトロピンに加えて使う薬」としての位置づけが確立する。Phase 2の肯定的な結果は、グローバルパートナーからの追加マイルストーン支払いを引き出すと同時に、株価の再評価トリガーとなりうる。

#### Opportunity 3: 脳神経疾患へのプラットフォーム拡張

TLM-005 (うつ病・MCI・パーキンソン病) は、坪田ラボの眼科プラットフォームが神経科学へ延伸する戦略的ピボットポイントを示す。うつ病での特定臨床研究で有効性を示す結果が出ており、近視 (28兆円) に続く第二の収益柱として脳・中枢神経疾患市場 (15兆円) への入口が開きつつある。眼科の臨床インフラとパートナーネットワークを神経疾患の開発に転用できるとすれば、坪田ラボのアドレス可能市場は現在の評価を大きく超える水準に拡張される。

#### Anti-thesis 1: 収益予測困難性とガイダンス信頼性の問題

FY2026において、年度当初の売上予想1,400百万円が200百万円へ大幅修正された事実は重い。投資家の「収益予測が立たない企業」という評価は、感情的な批判ではなく、構造的に正当な指摘である。ライセンス契約の締結タイミングは社外のパートナーの意思決定に依存しており、坪田ラボ単独でコントロールできない。この非連続性は、中期的なPL見通しを立てることを本質的に困難にする。短期では「わからなさ」がバリュエーションプレミアムを圧縮し続けるリスクがある。

#### Anti-thesis 2: 創業者依存リスク

坪田一男氏は直接保有で議決権の47.00%、資産管理会社及び二親等内血族を合算すれば61.78%の議決権を保有し、代表取締役社長を兼務する。「坪田先生の個人商店」という批判は、構造的に正当である。同氏の知名度・慶應ブランド・アカデミアネットワークが坪田ラボの知財価値を裏付けているという投資テーゼの裏側で、同氏の健康・引退・意思決定が事業価値に直結するリスクが存在する。有価証券報告書自身が「依存度は極めて高い」と記載し、「特定人物への依存 (影響度: 大)」として開示している。次世代リーダーへの移行計画は現状不透明であり、これはレーティングを設定できない理由の一つでもある。

#### Anti-thesis 3: 開発タイムラインの長期性と失敗リスク

Phase 1完了から上市まで通常5~10年という現実、バイオベンチャー投資の宿命である。TLM-001はPhase 1が終了しているが、上市は最遅でも2028~2030年代とみられる。この間に医療機器 (ドットレンズ、DIMSレンズ等) や他社のアトロピン点眼薬が近視市場を先取りする可能性がある。また臨床試験の失敗は一時金・マイルストーンの消失を意味し、株価への影響は即時かつ大きい。「時間のリスク」と「失敗のリスク」が複合して存在することを、投資家は常に織り込んでおく必要がある。

## 6-4. 同業比較

(注) 医療用医薬品業界 (小分類) 登録企業から、坪田ラボのビジネスモデル・事業規模に照らして参照可能な銘柄を抜粋。坪田ラボはラボレスモデルの知財プラットフォームであり直接の類似企業は存在しないため、同分類内から事業規模・ステージに近い銘柄および参考比較として主要眼科企業を掲載する。データは各社直近開示年度。

コード	企業名	決算期	売上高 (百万円)	純利益 (百万円)	純利益率 (%)	売上増率 (%)	従業員 (人)	時価総額 (百万円)	PER (倍)
4890	坪田ラボ	2025/03	1,357	206	15.2	+101.3	17	8,125	39.4
4536	参天製薬	2025/03	300,004	36,256	12.1	△0.6	3,849	553,344	15.2
4579	ラクオリア創薬	2025/12	3,980	273	6.9	+28.1	85	22,557	82.6
4587	ペプチドリーム	2025/12	18,521	△3,749	-	△60.3	645	151,137	-
4552	JCRファーマ	2025/03	33,072	△4,759	-	△22.9	987	77,423	-
4888	ステラファーマ	2025/03	961	△141	-	+257.2	43	21,931	-
4563	アンジェス	2025/12	874	△5,123	-	+35.7	56	21,759	-
4889	レナサイエンス	2025/03	133	113	85.0	△31.4	3	18,392	162.8
4593	ヘリオス	2025/12	104	△2,217	-	△81.4	75	50,086	-
-	業界中央値 (坪田ラボ除く)	-	18,521	△654	+0.8	+4.5	80	23,685	21.0

出所: 各社開示資料・株価データより AENTRO Research 作成 (基準日: 2026年4月21日)

バイオベンチャーは会社ごとにパイプライン構成・段階・モダリティが異なるため、PSR/PERの単純比較では評価の軸として機能しない。上表は事業規模・ステージの参照用途にとどめ、本質的なバリュエーション判断は §6-2 「評価軸型」 (キャッシュ+パイプライン期待値) で行う。

## 6-5. 今後の注目KPI・カタリスト

### 四半期でモニタリングすべき5指標

新規ライセンス契約の締結状況 — 一時金収入は非連続だが、それゆえにサプライズが大きい。単四半期で数百百万円規模の契約一時金計上が起こりうる

TLM-003 Phase 2のエンドポイント達成報告 — 最重要カタリスト。ロート (日本)・Thea (欧州) それぞれの進捗開示を追う

FY2026通期業績の着地 — 売上200百万円予想に対する実績。下振れであれば現金ランウェイへの懸念が高まる

手元現金の減少ペース — FY2025末1,539百万円から、FY2026計画開発費550百万円 (倍増計画) を踏まえた残高推移。300百万円を割る水準が近付けば、増資観測が株価の重石になりうる

中国パートナー (Xingqi) の承認申請・上市進捗 — 中国での上市が実現すれば、ロイヤリティ収入の初計上という形で「プラットフォームが機能した」証明になる

#### イベントカレンダー

時期	イベント	注目点
2026年5月 (予定)	FY2026通期決算発表	業績着地と次期FY2027予想。現金残高の確認
時期未公表	TLM-003 Phase 2 中間結果	最重要。肯定的結果であれば株価の大幅上振れ要因
年1回 (次回未確定)	つばラボ学会	研究進捗の発表の場。新規パイプライン・データ開示が出る場合あり

#### 結論

坪田ラボ株は、近視パンデミックという構造的テーマへの最もビュアなエクスポージャーを提供する銘柄として位置づけられる。製造・販売を持たないラボレスモデルであるがゆえに、パイプラインが一本でも上市段階に進めば、資本効率の跳ね方は通常の製薬会社とは比較にならない。

その成否はTLM-003の臨床開発の進捗にかかっており、Phase 2の結果が出るまでは、評価の前提となる根拠の一つが不確定のまま残る。創業者依存・収益非連続性・タイムラインの長さという三つのアンチテーゼは、現時点でレーティングを設定する根拠を持ちえない理由として合理的である。

投資家としての合理的なアプローチは、手元現金1,539百万円超というバッファを確認しながら、パイプライン進捗という唯一の本質的KPIを追い続けることだ。バリュエーションのアンカーは「キャッシュ+パイプライン期待値」であり、それを常に分解して見ることが、この銘柄を正しく評価する唯一の方法である。

## 7. Appendix

### 7-1. 損益計算書 推移 (単位: 百万円)

科目	FY2021/3	FY2022/3	FY2023/3	FY2024/3	FY2025/3	LTM (2025/12)	FY2026/3E
売上高	687	641	955	674	1,357	711	200
売上原価	—	84	236	652	180	130	—
売上総利益	—	557	719	21	1,177	581	—
販売費及び一般管理費	—	421	552	671	941	975	—
EBITDA	—	174	206	△614	264	△373	△736
営業利益	250	136	167	△650	235	△397	△760
経常利益	255	202	144	△636	281	△360	△740
親会社株主に帰属する当期純利益	201	153	90	△641	206	△398	△740
売上総利益率	—	86.9%	75.3%	3.1%	86.7%	81.7%	—
営業利益率	36.4%	21.2%	17.5%	—	17.3%	—	—
純利益率	29.3%	23.9%	9.4%	—	15.2%	—	—

(注) FY2021/3は有価証券報告書比較年度データより。FY2022/3~FY2025/3は有価証券報告書より。LTMは2025年12月末時点(第3四半期短信ベース)。FY2026/3Eは会社予想(2026年2月13日公表)。売上原価=売上高-売上総利益。△はマイナス値。  
出所: 有価証券報告書・各社開示資料より AENTRO Research 作成

### 7-2. 貸借対照表 推移 (単位: 百万円)

科目	FY2022/3	FY2023/3	FY2024/3	FY2025/3	直近 (2025/12)
資産合計	1,618	2,673	2,295	2,503	1,673
流動資産	1,515	2,569	2,224	2,445	1,630
固定資産	103	104	71	58	43
負債合計	873	723	928	916	567
流動負債	674	608	838	847	515
固定負債	199	115	90	69	53
純資産合計	744	1,950	1,367	1,587	1,106
現金等	1,175	2,161	1,883	1,539	1,182
有利子負債	224	139	117	90	75
自己資本比率	46.0%	73.0%	59.6%	63.4%	66.1%

(注) 直近 (2025/12) はFY2026/3 第3四半期短信ベース。有利子負債は有価証券報告書記載値。自己資本比率=純資産合計÷資産合計。  
出所: 有価証券報告書・各社開示資料より AENTRO Research 作成

## 7-3. キャッシュ・フロー計算書 推移 (単位: 百万円)

科目	FY2022/3	FY2023/3	FY2024/3	FY2025/3
営業活動によるキャッシュ・フロー	655	28	△301	△318
投資活動によるキャッシュ・フロー	△72	△54	△12	△15
財務活動によるキャッシュ・フロー	△19	1,012	36	△12
フリー・キャッシュ・フロー (営業+投資)	583	△26	△313	△333
現預金等期末残高	1,175	2,161	1,883	1,539

(注) FY2023/3の財務CFは2022年6月の東証グロス市場上場 (IPO調達約1,012百万円) が主因。FY2025/3の営業CFマイナスは売掛金528百万円増加 (Xingqi社・BYPT・Théa社との契約から発生) による。  
出所: 有価証券報告書・各社開示資料より AENTRO Research 作成

## 7-4. 主要財務指標

## 収益性・効率性

指標	FY2022/3	FY2023/3	FY2024/3	FY2025/3
売上総利益率	86.9%	75.3%	3.1%	86.7%
営業利益率	21.2%	17.5%	—	17.3%
EBITDAマージン	27.1%	21.6%	—	19.5%
純利益率	23.9%	9.4%	—	15.2%
ROE	22.9%	6.7%	—	13.9%
ROA	11.3%	4.2%	—	8.6%
ROIC	9.7%	7.4%	—	10.1%

## 安全性・レバレッジ

指標	FY2022/3	FY2023/3	FY2024/3	FY2025/3
株主資本比率	46.0%	73.0%	59.6%	63.4%
流動比率	224.8%	422.5%	265.4%	288.7%
D/Eレシオ	0.30	0.07	0.09	0.06
ネットD/Eレシオ	△1.28	△1.04	△1.29	△0.91
インタレストカバレッジ (倍)	136.0	167.0	—	236.0

(注) ネットD/E = (有利子負債 - 現預金等) ÷ 純資産合計。△はネットキャッシュポジション (実質無借金)。

## 1株当たり情報

指標	FY2022/3	FY2023/3	FY2024/3	FY2025/3
EPS (円)	6.77	3.66	△25.15	8.04
潜在株式調整後EPS (円)	—	3.52	—	7.92
BPS (円)	32.89	77.07	53.45	61.91
年間配当 (円)	0	0	0	0

発行済株式数: 25,639,300株 (普通株式、2025年3月末時点)

## バリュエーション推移

指標	FY2023/3	FY2024/3	FY2025/3
時価総額 (百万円)	20,979	9,054	10,102
EV (百万円)	18,957	7,288	8,653
PER (倍)	233.1	—	49.0
PBR (倍)	10.8	6.6	6.4
PSR (倍)	22.0	13.4	7.4
EV/EBITDA (倍)	92.0	—	32.8
EV/売上高 (倍)	19.9	10.8	6.4

(注) 各期末時点の株価に基づく。時価総額は自己株式調整後。FY2024/3はEPS・EBITDAがマイナスのためPER・EV/EBITDAは非表示。

出所：有価証券報告書・各社開示資料より AENTRO Research 作成

## 7-5. 会社基本情報

項目	内容
会社名	坪田ラボ株式会社
英語名	Tsubota Laboratory, Inc.
ティッカー	4890
上場市場	東京証券取引所 グロース市場
上場日	2022年6月28日
決算期	3月末
設立	法人設立2012年（慶應義塾大学医学部坪田研究室を母体として発足）
本社	東京都渋谷区
代表取締役	坪田一男（慶應義塾大学医学部 眼科学教室 特別招聘教授）
事業内容	眼科領域を中心とした医薬品・医療機器・ヘルスケア製品の研究開発およびライセンス供与
従業員数	19名（2025年11月現在）、研究委託スタッフ含む約43名
監査法人	太陽有限責任監査法人

### 主要株主（FY2025/3末時点）

株主名	持株比率
坪田一男（代表取締役）	47.00%
株式会社坪田（資産管理会社）	12.48%
大高功	7.18%
ロート製薬株式会社	2.50%
竹村敬司	1.59%
大和証券株式会社	1.01%
合同会社マーズ	0.98%
株式会社JINS	0.86%
その他	26.40%

(注) 坪田一男氏個人47.00%と資産管理会社（株）坪田12.48%の合算で59.48%。創業者による支配的持分構造。

出所：有価証券報告書（FY2025/3）、コーポレートガバナンス報告書（2025年）より AENTRO Research 作成

## 7-6. 株価情報

指標	値
直近株価 (2026年4月24日終値)	315円
発行済株式数	25,639,300株
時価総額 (概算)	約80.8億円 (8,076百万円)
最高株価 (FY2025/3期中)	625円 (2024年7月30日)
最安値 (FY2025/3期中)	318円 (有報記載値)
年間配当	0円 (全期間無配)
PBR (直近株価 ÷ BPS 61.91円)	約5.1倍
PSR (直近時価総額 ÷ 売上高1,357百万円)	約5.9倍
ROE	13.9% (FY2025/3末)
自己資本比率	63.4% (FY2025/3末)
手元現金 (FY2025/3末)	1,539百万円 (現金及び現金同等物)
手元現金 (直近: 2025/12末)	1,182百万円 (第3四半期短信より)

(注) 最高株価は公開株価データより確認 (625円、2024年7月30日)。最安値は有価証券報告書「株価の状況」欄の記載値 (318円) を採用。  
出所: 公開資料 (有価証券報告書・株価データ) をベースに AENTRO Research 作成 (基準日: 2026年4月24日)

## ディスクレーマー (免責事項)

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており、投資の勧誘もしくは推奨を意図しているものではありません。本レポートに記載されている数値や情報等の正確性については一切保証するところではございません。本レポートは対象企業からの委託に基づき株式会社AENTROにて作成し、対価として報酬を得ています。株式会社AENTROの役員・従業員は対象企業の有価証券について売買等の取引を行っているか、将来行う可能性がございます。本レポートに基づいた取引については株式会社AENTROは一切責任を負いません。本レポートの著作権は株式会社AENTROに帰属するため、複製物の配布・転用・修正は固く禁じます。