

3524 日東製網株式会社 (NITTO SEIM O CO., LTD.)

Kabugami V3.1 63/100 · B

这家公司是做什么的

日東製網主营渔网和养殖网具，提供无结节网、养殖网箱、网型设计、维修和渔业支援；同时经营防兽网、防球网等陆上用网及相关材料业务。

最近亮点

2026财年销售221.04亿日元、+2.3%，经常利润9.63亿、+16.2%，净利6.80亿、+27.2%，但营业利润5.54亿、-18.5%，经营活动现金流约为-0.96亿。更深挖后确认，公司1925年首创无结节网量产、曾在16…

Research cutoff 2026-08-23 · Kabugami Research

Compliance：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资劝诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

先看研究要点

为什么值得研究	护城河不只来自历史品牌：无结节网比有结节网更轻、更强、水阻更小，设计、维修和长期现场数据形成切换成本；日本政策持续推动海上养殖，尤其是离岸养殖和可升降式养殖网箱，和公司的技术方向高度一致。陆上业务又提供防兽网和防球网等第二需求来源。
最需要担心什么	2026 财年营业利润下降、经营活动现金流转负、投资活动现金流约-12.38 亿、融资活动现金流约+11.74 亿；股东权益比率约 25%，利息费用上升。2027 财年公司指引营业利润 5 亿、经常利润 4.5 亿、净利 3 亿，均低于 2026 财年，说明强技术尚未稳定转化为高现金回报。
Kabugami 现在怎么看	上一版报告低估了 3524 的技术和服务护城河，但没有低估财务风险。公司拥有真正难复制的海上应用经验，而且日本养殖政策向离岸化发展的方向构成长期需求顺风；问题是这种技术价值目前仍被较低的分部利润率、营运资金占用和融资需求抵消。重估的决定条件不是订单多一点，而是库存和应收账款周转改善后，经营活动现金流持续转正，并让负债下降。

01 | 投资问题与当前结论

2026-08-22 已有完整报告。本轮属于重大更新与证据修正，不重复从零写公司历史。重新深挖产品技术、养殖政策、循环材料和竞争壁垒后，上一版报告需要修正一处核心判断：3524 的护城河不能只评为“长期客户关系 + 现场经验”，它还有更强的技术基础。

1925 年创始人小林照旭建立世界首个无结节网量产方法，公司称当时在 16 个国家取得 57 项相关专利。无结节结构不仅是历史故事：相比有结节网，公司给出的性能差异包括约 20-30%以上强度提升、20-40%轻量化、水中阻力下降，并减少鱼体被结节擦伤。这些性能会直接影响船舶燃料消耗、起网劳动量、鱼体品质与养殖安全。

更关键的是，公司已经把“网”扩展成一整套系统能力：NaLA 水下网形模拟、渔场调查、网具设计、维修、省力机械、可升降式大型养殖网箱、养殖饵料和销售支持，以及东南亚养殖项目。这个业务比普通纺织品更接近工程设计 + 水下模拟 + 耗材 + 维护服务的组合。

因此本轮真正的投资问题是：这种真实技术壁垒能否在日本养殖向离岸化、自动化、环保化迁移的过程中，提高每个项目的价值与重复收入，并最终把利润转成自由现金流。

目前答案仍是“技术成立，财务尚未证明”。

02 | 公司本质与商业模式

日東製網创立于 1910 年，今天的核心身份应理解为“水产作业系统供应商”。集团业务分为渔业相关与陆上相关两大板块，但经济活动可以进一步拆成四层：

- 1. 材料层：无结节网、特殊网、合成纤维绳、复合绳、铜合金网、防污材料；
- 2. 设计层：根据鱼种、海流、水深、网型、船型和作业方式设计网具；
- 3. 系统层：起网机械、可升降式养殖网箱、NaLA 水下网形模拟、养殖设施与施工；

4. 服务层：维修、维护、渔场选择、养殖经营支持、销售和流通协助。

这四层叠加后，客户购买的不再是“每公斤网多少钱”，而是“这套系统能不能提高捕获效率、减少作业人员、降低燃料、提高鱼体品质，并在台风和强潮流下稳定运行”。

这种商业模式的优势是切换成本和长期现场数据积累；缺点是项目定制、库存和施工会占用更多营运资金，收入确认也比标准耗材更波动。

03 | 产品、客户与供应链

3.1 无结节网：真正具有经济传导的技术资产

无结节网的技术价值不应停留在“公司历史悠久”。结节会形成应力集中，去掉结节后，在使用相同纤维的情况下可以做到更强、更轻、水阻更小。对捕捞客户而言，这意味着可以使用更大的网，同时降低燃油负担并改善操船性；对养殖客户而言，则意味着鱼体损伤减少、网体更耐用、维护效率提高。

在海苔网领域，公司明确称自己是无结节海苔网的唯一供应商；在陆上防兽网领域，公司称其相关制造能力为国内最大。这些属于公司自身披露，不能简单等同于第三方认证的市场份额，但至少说明其产品能力存在明显差异化。

3.2 养殖：从网具供应向基础设施和运营支持扩张

公司提供大型可升降式养殖网箱：平时让鱼在网箱内养殖，遇到台风、强浪等恶劣海况时，可以把网箱下沉到较安全的水层，之后再升回水面。这项技术适合传统近岸静水区趋于饱和后，养殖向浪更大、潮流更强的离岸海域扩展。公司还销售更耐污、可回收的铜合金网，并在泰国建立生产和销售基础，与印尼养殖企业开展共同研究。

这与日本水产政策方向高度吻合。水产厅当前仍将“推动养殖业成长”“扩大离岸养殖”“推广可升降式养殖网箱”和省力化列为政策方向。政策不是公司订单保证，但它扩大了最适合日東製網技术组合的可服务市场。

3.3 传统捕捞：高鱼价并不等于设备投资自动增长

2026 财年公司指出，多数鱼种价格恢复，但燃料、人件费和材料成本上升正在压迫渔业经营，因此客户即使有投资意愿，决策也趋于谨慎。这是一个重要反证：鱼价上涨会提高客户现金收入，却未必直接转成网具设备投资，因为总成本也同步上升。

3.4 陆上用网：不是附属业务，而是第二现金来源

陆上业务包括防兽网、防球网、体育和游乐设施用网、农业和土木用途等。公司约 30 年前开发防兽网，并提供设计、施工与维护。2026 财年陆上业务销售 43.15 亿、+4.0%，约占集团两成，为水产业务周期提供一定分散。

04 | 竞争格局与产业关系

4.1 真正竞争不是“谁能织出网”，而是谁能把网嵌入客户作业流程

许多网类产品理论上可以被其他纤维制造商生产，但大型定置网、围网、养殖网的关键不只是材料，而是网在海中的形状、受力、船舶操作、修补和鱼种特性。公司通过 NaLA 系统模拟网具在水下的状态，并能够根据现有网设计提出改造方案，这让竞争从“单品采购”转成“现场问题解决”。

4.2 相关企业观察池

对象	关系	对 3524 的传导
东丽	废旧渔网回收再制聚酯渔网的合	若 2026 年正式商业落地顺利，

	作方	可把环保法规和客户可持续采购要求转成产品更新需求；但成本竞争力仍需验证
日本大型水产和养殖企业	主要终端客户群	养殖资本开支、鱼价、饲料成本与离岸化进度决定高附加值系统需求
水产厅	产业政策制定者	离岸养殖、可升降式养殖网箱、省力化政策与公司技术方向一致，但补助和政策不能替代商业回报
东南亚养殖企业	海外成长客户	泰国生产与印尼共同研究让公司有本地化入口；汇率、政治和客户信用同时增加风险
林业、地方政府、施工市场	陆上防兽网需求方	野生动物损害、造林保护和设施更新形成第二需求链

4.3 循环材料可能成为下一层壁垒，但尚未证明盈利性

日東製網与东丽推进“废旧渔网回收、再制成新聚酯渔网”的循环项目，并计划从 2026 年 2 月开始正式商业落地和销售。若回收材料在强度与耐久性上接近原生材料，这不仅是环保故事，也可能让客户在废弃网处理、采购和品牌认证上形成新的闭环。

但当前尚缺销售额、毛利率和客户采用率数据，因此本轮只把它列为潜在新壁垒，不计入成熟盈利能力。

05 | 护城河判断

本轮将护城河评价从“中等”提高为中等偏强的细分市场护城河，理由是：

- 1925 年以来无结节网的长期技术积累；
- 综合覆盖定置网、围网、养殖网、底拖网、海苔网等多种网具，而不是单一品类；
- 材料、水下模拟、网型设计、机械、施工、维修与运营支持的一体化；
- 现场数据、客户经验和海况应用经验难以快速复制；
- 养殖向离岸海域发展以及省力化提高系统复杂度，理论上扩大专业供应商在项目中的价值份额。

但护城河的反证也非常清楚：2026 财年水产相关销售+1.9%而分部利润-18.7%，陆上销售+4.0%而利润-18.4%。如果壁垒无法抵御人件费、材料和生产波动，就不是具有强定价权的护城河。

因此最准确的表述是：技术壁垒真实，但还没有充分转化成更高利润和现金回报。

06 | 财务质量与现金流

2026 财年销售 221.04 亿、营业利润 5.54 亿、经常利润 9.63 亿、净利 6.80 亿。最容易误判的是经常利润和净利：营业利润同比-18.5%，经常利润却+16.2%，主要因为汇兑收益、海外税款返还等营业外因素；同时利率上升令利息费用增加。

分部表现也说明主营利润承压：水产相关销售 177.85 亿、分部利润 3.12 亿，利润率约 1.8%；陆上相关销售 43.15 亿、利润 2.42 亿，约 5.6%。公司的技术差异化是真实的，但集团总营业利润率仍只有约 2.5%。

现金流是当前投资判断的最大负面证据。2026 财年经营活动现金流约-0.96 亿，投资活动现金流约-12.38 亿，融资活动现金流约+11.74 亿。也就是说，经营本身没有产生足够现金覆盖资本开支和营运资金占用，资金缺口主要由融资补上。

公司披露库存和应收账款增加、短期借款上升，这符合项目型制造和施工业务在销售增长期容易吞现金的特征。若增长越快需要越多库存和赊销，股东价值就不一定随销售增长。

所以未来最关键的现金链条是：

订单 → 出货/施工 → 收回应收账款 → 库存下降 → 经营活动现金流转正 → 借款下降。

只要这条链没有恢复，利润表改善都需要打折。

07 | 股东、管理层与治理

代表董事社长为小林宏明，公司长期由熟悉渔业与网具技术的经营团队管理。2026 财年净资产收益率（ROE）约 8.8%，表面上对市净率低于 0.5 倍具有吸引力；但股东权益比率约 25.3%，意味着股东资本回报的一部分来自较高财务杠杆。

治理评价必须同时看净资产收益率和资本结构。若未来 ROE 维持 8% 以上，同时股东权益比率上升、净债务下降，那才是“质量提高”；若 ROE 靠持续高杠杆维持，则不能给予相同估值。

本轮没有发现足以证明公司已经建立明确的投入资本回报率（ROIC）或资本成本管理制度的公开中期目标，因此治理分仍保守。

08 | 资本政策

2026 财年每股分红 50 日元，2027 财年公司仍计划 50 日元。以 8 月 21 日前后约 1,488 日元为观察锚，对应股息率约 3.4%。

稳定分红对长期股东有价值，但当前不能把 50 日元视为“无风险收益”：2026 财年经营活动现金流为负、资本开支较大且融资增加。分红最终必须由正常经营产生的自由现金流覆盖。

因此资本政策未来最优先顺序应是：恢复经营活动现金流、控制营运资金、降低融资依赖，然后再讨论更高股东返还。

09 | 估值与安全边际

约 1,488 日元对应每股净资产约 3,118 日元，市净率（PBR）约 0.48 倍；2027 财年公司预测每股收益约 115.69 日元，对应市盈率（PER）约 12.9 倍。低市净率看起来便宜，但估值折价有明确理由：股东权益比率低、经营活动现金流为负、营业利润率低，以及 2027 财年利润下滑指引。

悲观情景：客户投资继续谨慎，成本无法完全转嫁，库存和应收账款维持高位，融资成本上升；市净率低于 0.5 倍可能长期合理。

基准情景：水产与陆上订单稳定，生产安排改善，2027 财年营业利润约 5 亿，经营活动现金流恢复但减债缓慢；估值维持资产折价。

乐观情景：离岸养殖、大型可升降式养殖网箱与东南亚养殖项目增长，循环渔网商业化成功，同时营运资金下降、自由现金流持续转正、股东权益比率提高；此时细分市场护城河才有资格得到更高市净率。

真正的安全边际来自技术资产 + 长期客户 + 低市净率，但必须减去高杠杆 + 现金转化弱。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；用于本章结构研究。

价格观察截至 2026-08-21。Owner 长期月线图继续作为视觉交叉验证；本轮重新读取真实年线、月线和关键事件日前后的日线，先形成纯价格结论，再把基本面事件作为响应实验。

10.1 | Technical Question：这个多年均衡究竟有没有被打破

3524 最有辨识度的不是“低位”或“突破”，而是一个非常顽固的多年价格均衡。近年真实年线显示，2022 年约 1,284—1,783 日元、年末 1,405；2023 年约 1,333—1,692、年末 1,547；2024 年一度冲到 2,059、年末仍回 1,557；2025 年约 1,363—1,721、年末 1,574。连续多年之后可以确认，约 1,300—1,700 日元不是普通支撑阻力区，而是市场反复形成价格重心的主要运行区间。

所以这只股票真正值得问的不是“下一次能不能涨到 2,000”，而是：什么证据足以证明这个多年均衡已经失去控制力。

10.2 | Failed Pulse Memory：2024 已经给过一次很完整的反证

2024 年最高 2,059 日元，是一次足够明显的向上离开；如果系统真的完成迁移，随后回抽至少应该在明显高于旧中心的位置形成新的价格重心。但结果相反：当年年末回到 1,557，2025 年全年最高也只有 1,721，价格重新回到原来的主要区间。

这使 2,000 日元附近成为非常有价值的失败脉冲记忆。它提醒我们：3524 可以冲出去，但过去的回复力会把价格重新拉回多年均衡。以后再出现一次 2,000 日元级高点，本身仍然不是新证据；只有“离开以后不再被完整吸回”才是。

10.3 | Event Response：6 月 12 日业绩与新指引，没有改变价格层级

2026 年 6 月 12 日公司公布全年业绩：销售、经常利润和净利润同比改善，但营业利润下降，同时新年度营业利润、经常利润和净利润指引均低于上期。这是一组有正有负的混合基本面信息。

价格反应非常克制。6月11日收盘约1,449日元，6月12日约1,448，下一交易日6月15日约1,436；之后一个多月仍主要围绕1,400多日元运行。也就是说，这个足以重新定义利润质量的事件既没有制造向下失速，也没有把价格推到新的层级。

这个结果对3524很有信息量：基本面发生变化，但价格系统仍然优先服从自己多年形成的均衡。这更接近 Price-led equilibrium，而不是 Fundamental-led migration。

10.4 | Current State：低能量、强回复、旧中枢继续主导

2026年截至8月，价格大致运行在1,400—1,639日元，7月低点约1,400、月末1,484，8月21日前后约1,488。无论从振幅还是位置看，它都仍完整处在过去数年的主要价格区间内。

因此当前最准确的技术状态不是“早期右侧迁移”，而是：长期负向能量已经充分耗散，价格系统进入低能量稳定状态；但旧的1,300—1,700日元价格中枢仍拥有很强回复力，向更高价格中枢的迁移尚未发生。

这只股票的技术优势不是趋势强，而是稳定；技术劣势也恰恰在这里——稳定得太久，说明市场还没有找到足以让价格重心换层的持续力量。

10.5 | 确认与失效：下一次真正要看的是“离开以后留下什么”

后续确认条件不需要复杂指标。第一步是价格有效离开多年中枢；第二步更重要：第一次回抽不能再回到1,300—1,700日元的核心区域，而要在明显更高的位置重新形成可重复价格重心；第三步再从这个新中心扩张。只有这条链完整出现，2024那种失败脉冲记忆才真正被推翻。

反过来，只要每次上冲后仍重新回到当前多年中枢，哪怕单月高点很漂亮，也只是旧均衡内部的扩张与回归。技术分维持4.0/6：不是因为结构差，而是因为稳定已经被证明，迁移还没有。

11 | 风险与催化剂

主要风险

- 渔业客户受鱼价、燃料、人件费和材料成本共同影响，投资决策可能延迟；
- 海洋环境、赤潮、台风、鱼种资源变化会直接影响客户经营；
- 原材料、树脂、金属、能源与物流成本难以完全转嫁；
- 项目型网具和施工导致库存和应收账款占用；
- 股东权益比率较低、短期借款与利息费用上升；
- 海外扩张带来汇率、信用和当地经营风险；
- 循环渔网和离岸养殖技术虽然方向正确，但商业化速度可能低于预期。

主要催化剂

- 2027财年第一、第二季度营业利润好于公司下滑指引；
- 大型可升降式养殖网箱、离岸养殖项目落地；
- 东南亚养殖订单增长；
- 废旧渔网回收再制产品出现实质销售；
- 生产安排改善，水产分部利润率恢复；
- 经营活动现金流转正、库存和应收账款下降；
- 借款与利息费用下降；
- 陆上防兽网和体育设施用网施工继续增长。

12 | 深挖发现 / 反常识发现

发现 1：3524 真正的护城河不是“网”，而是海里的物理规律与 100 年的现场数据

材料强度只是第一层。客户真正依赖的是网在潮流和波浪下如何展开、受力、下沉、起网，以及如何适配船舶和鱼种。NaLA 水下网形模拟和长期现场经验，把一个看似低技术的纤维产品变成工程系统。这是上一版报告最重要的遗漏。

发现 2：日本推动离岸养殖，可能让每一张“网”的价值变高，而不是只让数量变多

近岸静水区不足后，养殖走向更深、更强潮流、更高风险海域，需要可升降式养殖网箱、耐久材料、水下模拟、维护和省力机械。环境越复杂，专业系统供应商在一个项目中能提供的价值理论上越高。这比简单预测“养殖产量增长多少”更重要。

发现 3：强技术与低利润率可以同时存在

水产分部 2026 财年利润率只有约 1.8%。原因可能不是产品没有价值，而是行业客户承受能力有限、项目定制成本高、生产安排不均衡以及原料和人工上涨。技术护城河不等于强定价能力。对股东而言，后者才决定估值。

发现 4：循环渔网如果成功，价值不只来自环保标签

与东丽合作的废旧渔网回收再制项目如果能形成稳定闭环，客户可能从“一次采购网具”变成“采购—使用—回收—再采购”的长期关系。它潜在提高客户黏性，也可能降低废弃处理摩擦。但在销售和毛利数据出现前，本轮不提前计入价值。

13 | 下一次值得跟踪什么

1. 2027 财年第一季度水产和陆上分部利润率；
2. 经营活动现金流是否恢复为正；
3. 商品、在产品库存与应收账款变化；
4. 短期借款、净债务和利息费用；
5. 离岸养殖和大型可升降式养殖网箱实际项目；
6. 泰国、印尼等东南亚业务订单与回款；
7. 废旧渔网回收再制产品在 2026 年正式商业落地后的销售额与客户采用；
8. 原料和人工成本转嫁率；
9. 水产业务生产安排是否改善；
10. 陆上防兽网、防球网与施工订单；
11. 资本开支与折旧；
12. 50 日元分红能否被正常经营产生的自由现金流覆盖。

后续研究重点：最重要的未知是公司没有公开足够细的产品、项目毛利与客户集中度。下一轮若能获得养殖系统、传统捕捞网与陆上施工的利润结构，应优先判断“离岸化”究竟提高公司利润率，还是只增加资金占用更大的项目。

14 | V3.1 评分卡

模块	得分	权重	关键判断
财务稳健与现金防御	9.0	18	股东权益比率约 25%、经营活动现金流转负、融资增加是最大扣分项
护城河与行业地位	14.0	18	无结节网、多种网具、水下模拟、设计和服务形成真实的细分市场护城河
盈利质量与现金流	7.0	14	主营利润下降、经常利润受营业外收益帮助，现金转化弱
产品 / 供应链 / 客户结构	11.0	14	水产系统和陆上网具双结构，养殖向离岸发展提供长期机会
估值与安全边际	8.0	12	市净率约 0.48 倍提供折价，但高杠杆与利润下滑指引削弱安全边际
资本政策	5.0	10	分红稳定，但当前更需要减债和修复自由现金流
治理	5.0	8	技术经营深度高，投入资本回报率和资本成本管理制度仍有限
技术结构	4.0	6	多年价格中枢仍主导，2024 向上脉冲被重新吸收；长期迁移尚未确认
Total	63.0	100	B

15 | 来源与合规说明

15.1 公司一手资料

1. 日東製網 | 2026 年 4 月期 決算短信 (2026-06-12)

<https://nittoseimo.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/2026%E5%B9%B4%EF%BC%94%E6%9C%88%E6%9C%9F%E3%80%80%E6%B1%BA%E7%AE%97%E7%9F%AD%E4%BF%A1%E3%80%94%E6%97%A5%E6%9C%AC%E5%9F%BA%E6%BA%96%E3%80%95%EF%BC%88%E9%80%A3%E7%B5%90%E7%BC%89.pdf>

2. 日東製網 | 2026 年 4 月期 有価証券報告書 (2026-07-23)

<https://nittoseimo.co.jp/ir/library/securities-report/>

3. 日東製網 | 無結節網について / 経営理念・歴史

<https://nittoseimo.co.jp/company/about/knotless-net/>

4. 日東製網 | 養殖網

<https://nittoseimo.co.jp/products/fish-farming-nets/>

5. 日東製網 | 底曳網 / NaLA 網なりシミュレーション

<https://nittoseimo.co.jp/products/trawl-nets/>

6. 日東製網 | 陸上関連

<https://nittoseimo.co.jp/products/onshore-business/>

7. 日東製網 | 循環型漁業「漁網 to 漁網」 ポリエステルリサイクル (2025-09-16)

8. 日東製網 | サステナビリティ / 沖合養殖・銅合金生簀・循環漁網

15.2 政策与外部现实

9. 水産庁 | 養殖業の振興について / 養殖業成長産業化

<https://www.jfa.maff.go.jp/j/saibai/yousyokukaimen.html>

10. 水産庁 | 令和 7 年度水産施策：沖合養殖の拡大、浮沈式生簀、省力化

<https://www.jfa.maff.go.jp/j/kikaku/wpaper/r06h/measure/m022.html>

11. 株探 | 3524 年次・月次株价时系列，用于本轮 Section 10 多年价格中枢、2024 失败脉冲与 2026 当前区间交叉核对。

<https://s.kabutan.jp/stocks/3524/historicalprices/yearly/>

12. Yahoo! ファイナンス | 3524 株価时系列，用于 2026-06-12 业绩事件前后日线响应交叉核对。

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3524.T/history>

15.3 研究边界

- 2026 财年实绩：销售 221.04 亿、营业利润 5.54 亿、经常利润 9.63 亿、净利 6.80 亿；经营活动现金流约-0.96 亿、投资活动现金流约-12.38 亿、融资活动现金流约+11.74 亿。
- 2027 财年公司预测为营业利润 5 亿、经常利润 4.5 亿、净利 3 亿；截至 2026-08-23，下一季度正式财报尚未披露。
- 8 月 21 日前后约 1,488 日元、市净率约 0.48 倍等仅为估值观察锚，不保证实时行情。
- “世界首个无结节网量产”“16 国 57 项专利”“无结节海苔网唯一供应商”“陆上相关制造能力国内最大”等来自公司公开资料，本报告不把公司自述自动等同于独立第三方市场份额认证。
- 本轮为 2026-08-23 重大更新；2026-08-22 完整报告属于正式时间线中的前一版报告，2026-03-07 旧式页面仅为更早来源记录。
- 数据截止 2026-08-23。

合规说明：本报告是 Kabugami.jp 独立研究记录，不构成投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价或收益保证。3524 暴露于渔业和养殖周期、海洋环境、原材料、汇率、库存、应收账款、借款、利率、资本开支、海外项目与客户投资延迟风险，投资者可能损失全部本金。

最后一页 Compliance / 风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。