

3878 株式会社巴川コーポレーション (TOMOEGAWA CORPORATION)

Kabugami V3.1 79.5/100 · A

这家公司是做什么的

巴川主营半导体和显示器用功能材料，包括引线框架固定胶带、静电吸盘和光学粘合膜；同时经营功能性片材、打印机碳粉、防伪安全介质及新材料开发业务。

最近亮点

2027财年第一季度销售101.07亿日元、+18.5%，营业利润8.75亿、+136.8%，营业利润率约8.7%。7月23日公司已将全年销售380亿上调至386亿、营业利润10亿上调至16亿，明确理由包括价格转嫁好于预期…

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	公司官方称引线框架固定胶带拥有全球领先份额，静电吸盘向国内外半导体设备厂供货超过 20 年，份额处于全球领先水平；打印机碳粉则属于全球最大级别的独立专业厂商。公司已取消原有事业公司制，改按四大业务领域管理，说明业务组合重构已经进入组织层面。
最需要担心什么	第一季度包含客户提前下单和日元偏弱的帮助；修正后 2027 财年营业利润 16 亿仍略低于 2026 财年的 16.18 亿，意味着公司自己也没有把第一季度利润率直接外推全年。第 9 次中期计划 2029 年净资产收益率目标仅 5.4%，说明技术护城河尚未充分转成资本回报。
Kabugami 现在怎么看	3878 最重要的重新定价理由并不是“0.46 倍市净率很低”，而是市场可能仍用集团过去低净资产收益率的历史，统一折价一组实际上拥有世界级细分地位的业务。若光学新项目、半导体材料和业务组合重构让营业利润率稳定提升、净资产收益率跨过 7% 左右，折价有较强收窄空间；若 2029 年只做到 5.4% 净资产收益率，技术价值仍会被资本配置效率吞掉。

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。上一版正确抓到了第一季度业绩上修与光学新项目，但低估了巴川各技术平台的真实行业位置，也没有充分解释“为什么拥有世界级产品却长期净资产收益率偏低”这一核心矛盾。

公司当前把业务明确分为半导体和显示器、功能性片材、打印机碳粉、防伪安全介质四大领域，并另设新产品开发。底层不是单一产品，而是造纸成形、高精度涂布、粘接和粉体加工四种可跨行业复用的工艺平台。

官方产品资料显示：引线框架固定胶带被公司称为全球领先份额；静电吸盘有 20 年以上向国内外半导体设备厂供货的经验，并称份额处于世界领先水平；碳粉业务则称为世界最大级别的独立专业碳粉厂商。这样的资产组合，按技术竞争地位看明显高于普通低市净率材料股。

所以核心问题变成：为什么强技术过去没有形成高净资产收益率？当前第 9 次中期计划、组织简化与新产品放量，能否让资本从低回报旧业务迁往这些高壁垒利润来源。

第一季度和 7 月上修是迄今最强正面证据，但仍必须保留“提前出货和汇率帮助可能回落”的反证。

02 | 公司本质与商业模式

巴川的共同能力可以压缩成四类工艺：

- 造纸成形技术：把纤维和无机材料形成具有特殊结构的功能性片材；
- 高精度涂布技术：在薄膜、金属箔或基材上均匀涂布功能层；
- 粘接和贴合技术：服务半导体封装和光学显示；
- 粉体加工技术：对颗粒进行粉碎、分级和形状控制，形成高精度粉体。

这些能力横跨半导体、显示器、电气绝缘、电池、医疗、建筑、印刷与影像设备。公司的优势不是押注某一个终端行业，而是能够把已成熟的加工工艺迁移到新材料需求。

经济上可拆成：

- 1. 高壁垒电子和光学材料：客户验证周期长、失效成本高，最有潜力形成超额回报；
- 2. 功能性片材：应用领域多，既有成熟现金流也有新材料机会；
- 3. 打印机碳粉：全球规模与粉体技术强，但传统打印市场成熟，中国经济等周期因素影响明显；
- 4. 防伪安全介质：传统稳定业务，增长较低；
- 5. 新产品开发：散热、加热、铜纤维片材等，属于未来增长选项。

03 | 产品、客户与供应链

3.1 半导体材料：客户认证形成真正的切换成本

引线框架固定胶带用于集成电路封装，依赖高绝缘性、粘接稳定性和封装工艺兼容。产品一旦进入客户生产流程，更换材料需要重新验证可靠性，因此其经济壁垒明显强于普通片材。

静电吸盘用于半导体制造设备，20 年以上向设备厂配套供货的经验说明公司不是临时进入者。半导体设备客户对精度、耐久性和颗粒污染控制要求极高，长期验证记录本身就是资产。

3.2 光学薄膜：本轮盈利变化的直接新增量

公司 7 月提前上修明确写入光学薄膜新项目订单。巴川利用粘接和涂布技术生产光学粘合膜、视角和亮度控制膜等，可服务智能手机、车载显示等。

新项目的重要性在于它不是宏观推演，而是已经进入公司业绩修正理由的订单事实。但客户名称、生命周期、单个项目规模和长期毛利尚未充分披露，因此不能把第一季度利润直接年化。

3.3 打印机碳粉：技术强，但成熟市场会稀释集团成长性

公司称自己是世界最大级别的独立专业碳粉厂商，拥有混炼、分散、粉碎、分级和形状控制等粉体能力。技术可以延伸到其他微粒子产品，但传统复合机和打印机市场成熟，且中国景气低迷曾直接压制该业务。

因此碳粉既是现金和技术资产，也是集团净资产收益率被成熟业务拖累的可能来源之一。

04 | 竞争格局与产业关系

对象	关系	对 3878 的传导
半导体封装和设备厂商	固定胶带、静电吸盘客户	半导体设备投资与先进封装需求增加会放大高认证材料价值；客户验证提高切换成本
显示器和车载电子客户	光学薄膜需求方	新项目可提高高附加值产品占比和利润率，但单个项目周期和客户集中风险需跟踪
复合机和打印设备厂商	碳粉客户	成熟市场与中国景气限制增长，粉体技术可向新应用转移
综合化学和材料大厂	竞争者	对方资本和研发更强；巴川依靠细分工艺组合、快速定制与长期认证竞争
人工智能、电动车、5G 相关产业	新材料需求源	散热、电气和电磁、薄型化需求提高功能性片材价值，但商业化仍需逐项验证

竞争力真正稀缺的地方，在于多种加工技术可以在同一家公司内部组合，而不是依赖某一个单一专利。

05 | 护城河判断

本轮将护城河由“中等偏上”上调为较强的多细分市场组合型护城河。

原因包括：

- 半导体引线框架固定胶带，公司宣称全球领先份额；
- 静电吸盘向设备厂供货超过 20 年；
- 全球最大级别的独立碳粉平台；
- 高精度涂布、粘接、粉体、特殊造纸四种工艺可跨产品复用；
- 客户认证与共同开发形成切换摩擦。

但必须强调，公司自述的市场地位不是第三方独立份额证明；更重要的是，集团过去净资产收益率偏低，说明“产品护城河”没有完全转化成“资本配置护城河”。

06 | 财务质量与现金流

2026 财年销售 355.52 亿、营业利润 16.18 亿、经常利润 18.53 亿、净利 9.45 亿。2027 财年第一季度销售 101.07 亿、营业利润 8.75 亿、经常利润 8.93 亿、净利 5.93 亿，营业利润率由上年同期约 4.3% 升至约 8.7%。

7 月修正后全年销售 386 亿、营业利润 16 亿、经常利润 17 亿、净利 7 亿。这个数字有一个反常识点：即使第一季度已经赚 8.75 亿，公司仍只预计全年 16 亿营业利润。这意味着后面三个季度隐含合计约 7.25 亿，远低于第一季度。

原因包括客户提前下单、日元偏弱与确认时间差。投资者如果把第一季度乘四，会把阶段性因素误当成新常态。

真正更高质量的信号是价格转嫁好于预期与光学新项目，因为这两项更可能改变正常营业利润率。后续应重点看第二、第三季度即使提前订单出现反向影响，营业利润率是否仍高于过去 4-5% 的常态水平。

07 | 股东、管理层与治理

2026 年 4 月公司为第 9 次中期计划取消原有事业公司制，改成围绕四大业务领域的更简化管理体制。这件事比一般组织改名更有投资意义：它降低业务之间的组织壁垒，有利于技术平台和资本重新配置。

第 9 次中期计划被定义为通往第 10 次“正式成长阶段”的三年准备期，2029 目标销售 400 亿、营业利润 20 亿、净资产收益率 5.4%。

治理正面是业务组合重构和组织简化已经发生；负面则是净资产收益率目标本身仍偏低。一个真正具有多个世界级细分业务的材料集团，如果长期只能做到 5% 左右净资产收益率，说明资本配置、低效业务或资产占用仍有问题。

08 | 资本政策

2027 财年每股分红计划 15 日元，以 8 月 21 日前后约 873-875 日元为观察锚，股息率约 1.7%。股东返还并不是当前吸引力核心。

如果新增研发和设备投资能进入高投入资本回报率的半导体和光学材料，低分红合理；但若 2029 年净资产收益率仍停留 5.4%，大量留存未必优于股份回购。

因此资本政策的关键不是“分红太少”，而是每一日元留存能否从成熟和低回报业务迁移到高壁垒新产品。

09 | 估值与安全边际

8月21日前后约873-875日元，市净率（PBR）约0.46倍、预测市盈率（PER）约12倍。如此低市净率与多个世界级产品并存，市场显然不是在否定技术，而是在怀疑集团资本回报。

悲观情景：第一季度提前订单反转、光学新项目规模有限、碳粉继续低迷，净资产收益率停留3-5%，市净率折价长期存在。

基准情景：2027财年营业利润约16亿，光学新项目稳定，业务组合改善但净资产收益率缓慢上升，市净率逐步向0.5-0.6倍靠拢。

乐观情景：半导体和光学产品占比提高、营业利润超过20亿、净资产收益率达到7%以上，并出售或压缩低回报资产；此时市场可能开始按高功能材料公司而非低回报集团定价。

安全边际来自低市净率 + 世界级细分资产 + 组织重构，而不是高股息或净现金。

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；本轮先重建完整价格生命史，再把2026年7月23日业绩上修和8月第一季度财报作为事件响应实验。

10.1 | Technical Question：基本面已经变强，为什么价格仍没有换一个长期中心

3878的长期价格史并不缺少强势脉冲。2017年最高约1,890日元、2018年最高约1,820；2020年仍曾到1,041但也下探475；2021年最高1,014、2022年917、2023年1,004、2024年又到1,145。真正稳定的特征不是“经常突破”，而是这些扩张之后价格一次次重新回到约600—1,000日元的现代主要运行区间。

所以今天最值得问的不是“半导体和光学业务够不够好”，而是：如果基本面真的进入新阶段，为什么价格到现在还没有证明自己愿意长期离开这个多年包络。

10.2 | Failed Pulse Memory / Return：高点很多，保留下来的高度很少

2017—2018 的 1,800 日元级高位最终没有成为长期价格重心；2024 的 1,145 也没有。2025 年全年约 558—850、年末 772；2026 年 2 月冲到 949 并收 936，3 月又快速回到 758 附近、月末 765；4—5 月重新上到 900 附近，6—7 月低点又分别到 768 和 730。

这个路径指纹非常稳定：3878 的回复力很强，但过去主要把价格拉回旧中心，而不是把回抽终点留在更高世界。因此单次上涨速度对它的信息价值很低，真正稀缺的是高位保留。

10.3 | Good-news Response：7 月 23 日上修引发+16%，但第一轮高度迅速回吐

2026 年 7 月 23 日下午，公司把全年销售从 380 亿上调到 386 亿、营业利润从 10 亿上调到 16 亿，并明确给出价格转嫁好于预期、光学薄膜新项目等经营理由。这是一个质量很高的正向基本面冲击。

价格当天从前一交易日 756 日元附近直接收 877，单日上涨约 16%，盘中最高 898，成交量也显著放大。若只看一天，很容易把它解释成“市场确认了新的增长阶段”。但返回实验马上给出反证：7 月 24 日收 843，7 月 28 日已经回到 794。也就是说，第一轮事件脉冲的大部分高度很快被重新吸收。

之后价格又逐步恢复，7 月 31 日 833、8 月 7 日 858、8 月 12 日 914。这说明利好并非完全消失，但它留下的是旧包络上半部的价格修复，而不是一个已经脱离历史包络的新长期中心。

10.4 | Price-Fundamental Timing：这是 Fundamental-led pulse，不是 Price-led migration

基本面端已经给出比过去更强的证据：价格转嫁、新光学项目、第一季度营业利润率约 8.7%、组织结构重构都是真实变化。价格也确实对这些消息做出了强烈反应。

但截至 8 月 21 日前后，价格仍在 800—900 多日元区域，尚未跨越过去多年 1,000—1,150 日元附近的上部记忆区，更没有经历“突破后回抽仍保留在更高区域”的重复测试。

因此当前最准确的时序判断是：Fundamental-led improvement → event pulse → partial retention；价格系统尚未完成长期迁移确认。企业在走前面，价格已经开始响应，但市场还没有给这组技术资产一个永久更高的价格世界。

10.5 | Current State：中心修复明显，迁移仍待证明

当前技术状态应定义为：现代 600—1,000 日元价格体系仍然主导；2025—2026 价格重心和回复能力改善，7 月利好冲击留下了部分高度，但仍属于旧包络上缘的重建。

真正升级需要看到价格有效离开 1,000—1,150 日元旧上缘，随后第一次、第二次回抽都不再回到原有主要区间，并在更高区域形成持续数月的价格重心，再从那里扩张。反过来，如果后续基本面继续强而价格仍反复回到 700—900 日元，就说明市场对资本回报的怀疑仍没有被真正打破。

技术分维持 3.5/6，总分 79.5：不是否定基本面改善，而是明确区分“企业变好”与“长期价格迁移已经发生”是两件不同的事。

11 | 风险与催化剂

主要风险

- 第一季度提前订单的反向影响；
- 日元升值削弱海外换算与价格优势；

- 光学新项目生命周期和客户集中；
- 半导体周期与设备资本开支；
- 中国经济拖累打印机碳粉；
- 原材料和能源价格；
- 新产品长期投入但商业化不足；
- 低净资产收益率与低股东返还；
- 公司市场份额表述缺少独立第三方验证。

主要催化剂

- 第二、第三季度营业利润率高于历史常态；
- 光学新项目追加订单和新客户；
- 半导体固定胶带和静电吸盘扩张；
- 第9次中期计划中低回报业务退出和资源集中；
- 新产品量产；
- 2027财年再次上修且来自营业利润；
- 净资产收益率目标上调；
- 回购、资产处置与资本再配置。

12 | 深挖发现 / 反常识发现

发现 1：巴川的低市净率不是“市场没看见技术”，而是“市场不相信技术能穿透集团结构”

多个产品拥有公司自述的世界级地位，但市净率仍约 0.46 倍。真正矛盾是资本回报，而不是技术认知。投资逻辑必须围绕净资产收益率，而不是产品新闻数量。

发现 2：第一季度最危险的数字恰好是最漂亮的 8.75 亿营业利润

因为公司全年只指引 16 亿，它本身已经告诉投资者不能乘四。更有信息价值的是“价格转嫁好于预期 + 光学新项目”，因为这两项可能改变未来正常利润率。

发现 3：取消原有事业公司制可能是隐藏的重要资本配置动作

四种底层工艺可以跨业务应用，而过强的事业壁垒容易导致重复资源和资本固化。管理组织简化如果真的让研发、客户和产能共享，可能比单个成本削减更能提高投入资本回报率。

发现 4：打印机碳粉是护城河，也是估值拖累来源

世界最大级别独立专业厂商的地位说明粉体技术很强；但终端成熟意味着强竞争位置不必然对应高增长。真正价值可能来自把粉体技术迁移到非打印新材料，而不是守住碳粉份额本身。

13 | 下一次值得跟踪什么

1. 第二、第三季度光学新项目销售和毛利；2. 提前订单反向影响规模；3. 半导体和显示器业务利润率；4. 碳粉中国需求与正常利润；5. 价格转嫁率；6. 新组织下低回报业务退出和资源共享实例；7. 研发和新产品量产进度；8. 经营活动现金流和自由现金流；9. 净资产收益率是否从 5% 目标向更高水平移动；10. 低回报资产处置；11. 分红和回购政策；12. 独立第三方对核心产品份额的验证。

后续研究重点：当前最大缺口是四大业务领域的投入资本与投入资本回报率未充分公开。下一轮若能建立“业务利润 ÷ 业务投入资本”矩阵，就能判断世界级产品究竟创造了多少超额回报，以及哪个旧业务在吞噬它。

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	13.0	18	财务可控、盈利恢复，但仍非净现金防御型
护城河与行业地位	16.0	18	多个公司自述的世界级细分产品与客户认证，技术平台深
盈利质量与现金流	11.0	14	第一季度强，但提前订单和汇率需折扣；正常利润率待确认
产品 / 供应链 / 客户结构	13.0	14	半导体、光学、粉体、功能片材多元且高附加值
估值与安全边际	10.0	12	约 0.46 倍市净率对技术资产折价明显
资本政策	6.0	10	留存资本回报仍需证明，股东返还偏低
治理	7.0	8	业务组合重构、组织简化明确，但净资产收益率目标仍低
技术结构	3.5	6	现代 600—1,000 日元价格体系仍主导，利好脉冲留下部分高度但长期迁移尚未证实
Total	79.5	100	A

15 | 来源与合规说明

15.1 公司一手资料

- 1. 巴川コーポレーション | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 (2026-08-07)
<https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>
- 2. 巴川コーポレーション | 2027 年 3 月期 業績予想修正 (2026-07-23)
- 3. 巴川コーポレーション | 第 9 次中期経営計画 (2026-07)
<https://www.tomoegawa.co.jp/ir/mediumtermplan/>
- 4. 巴川コーポレーション | 事業領域：半導体・ディスプレイ、機能性シート、トナー、セキュリティメディア、新規開発
<https://www.tomoegawa.co.jp/corporation/business/>
- 5. 巴川コーポレーション | 半導体・ディスプレイ関連製品
<https://www.tomoegawa.co.jp/product/electro/>
- 6. 巴川コーポレーション | 粉体技術 / トナー事業
<https://www.tomoegawa.co.jp/tech/powder/>
- 7. 巴川コーポレーション | 2026 年 4 月 1 日組織変更・カンパニー制度廃止

<https://www.tomoegawa.co.jp/topic/2025/topic20260327.html>

15.2 市场价格交叉核对

8. Yahoo!ファイナンス | 3878.T，2026-08-21 前后市场价格观察。

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3878.T/history>

9. 株探 | 3878 年次・月次株价时系列，用于本轮 Section 10 长期包络、多次失败扩张及 2025—2026 价格重心验证。

<https://s.kabutan.jp/stocks/3878/historicalprices/yearly/>

10. 株探 | 3878 日次/周次株价时系列，用于 2026-07-23 业绩上修与 8 月第一季度财报前后的事件响应。

<https://s.kabutan.jp/stocks/3878/historicalprices/daily/>

15.3 研究边界

- 2027 财年第一季度销售 101.07 亿、营业利润 8.75 亿、经常利润 8.93 亿、净利 5.93 亿；修正后全年销售 386 亿、营业利润 16 亿、经常利润 17 亿、净利 7 亿。
- “全球领先份额”“世界领先水平份额”“世界最大级别独立专业碳粉厂商”等来自公司官方资料，本报告将其视为重要一手证据但不冒充独立第三方市场份额认证。
- 第 9 次中期计划 2029 目标销售 400 亿、营业利润 20 亿、净资产收益率 5.4%。
- 8 月 21 日前后约 873-875 日元、市净率约 0.46 倍等仅作研究观察锚，不保证实时行情。
- 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。
- 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。3878 暴露于半导体和显示周期、客户项目集中、提前订单反向影响、汇率、原材料、中国碳粉需求、新产品商业化、低净资产收益率与资本配置风险，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。