

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

Kabugami V3.1 77/100 · A

这家公司是做什么的

巴川コーポレーション已经不是传统“纸业”逻辑，而是以电子/光学/粉体/复合材料等功能性材料为核心的技术组合型公司，盈利取决于高附加值材料mix和事业组合改革。

最近亮点

FY2027 Q1销售101.07亿日元、+18.5%，营业利润8.75亿、+136.8%，经常利润8.93亿、+96.3%；7月23日已把全年营业利润预测10亿上调至16亿，理由包括价格转嫁超预期与光学フィルム新案件受注。

Research cutoff 2026-08-22 · 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	Q1 利润率约 8.7%，显著高于 FY2026 全年 4.6%；新中计推进事业组合重构，光学/电子材料具有客户验证和工艺壁垒，约 0.46 倍 PBR 仍处深折价。
最需要担心什么	公司明确存在前倒し订单与汇率帮助，Q1 不能线性年化；新中计 2029 目标 ROE 仅约 5.4%，说明资本效率距离高质量企业仍远。
Kabugami 现在怎么看	3878 正在从“低 ROE 多业务材料公司”向更聚焦的高功能材料平台迁移。Q1 和 7 月上修提供了比过去更强的经营证据，但全年 16 亿营业利润仍与 FY2026 基本持平，真正重估需要新案件持续、价格转嫁稳定，并让 ROE 明显高于 5%。

01 | 投资问题与历史对照

当前 kabugami-web-reports/main 此前没有 3878 完整 00-15 Review source，本轮按 FIRSTCOMPLETE。更早的研究文章、故事或图形只保留为 provenance。

核心问题：巴川的 Q1 爆发，是高功能材料业务进入新盈利中枢，还是前倒し订单+弱日元带来的阶段性高点？

7 月 23 日公司在 Q1 正式公布前就把全年销售 380 亿上调至 386 亿、营业利润 10 亿上调至 16 亿、经常利润 10 亿上调至 17 亿、净利 4.5 亿上调至 7 亿，并明确提到价格转嫁超预期和光学フィルム新案件。这是经营结构改善的实质证据。

02 | 公司本质与商业模式

巴川历史起点与纸相关，但现在更应理解为功能性材料集团。业务覆盖电子材料、光学相关、粉体/涂工/复合加工等多个技术领域。

共同能力是把“涂布、分散、粉体、薄膜、复合、精密加工”等材料技术应用到客户特定功能，而不是靠大宗材料规模。

这类业务一旦进入客户规格，切换供应商需要重新验证，经济性优于普通纸/化工品；但研发投入与新产品周期也更高。

03 | 产品、客户与供应链

电子/光学相关材料是当前最值得深挖的利润池。公司 7 月上修明确指出光学フィルム相关新案件受注，是高质量证据。

客户终端可能连接显示、电子设备、半导体/电气以及工业材料等，但具体客户名称和单品市占率公开有限，因此不夸大客户壁垒。

上游暴露树脂、溶剂、能源、功能性粉体及汇率。价格转嫁能力是本轮利润改善的重要变量。

04 | 竞争格局与产业关系

功能材料竞争不是单纯价格竞争，而是性能、批次稳定性、客户认证与共同开发。

大型综合化学企业拥有研发/资本优势，巴川的竞争路径更像在细分应用中用多技术组合快速解决客户问题。

公司还存在与关联公司/权益法投资相关的利润贡献，估值时需要拆分经营利润与权益法/营业外影响。

05 | 护城河判断

护城河中等偏上：

- 涂工、粉体与复合材料工艺 know-how；
- 客户认证与共同开发；
- 特定高功能材料的新案件；
- 长期研发积累。

但集团过去盈利率和 ROE 偏低，说明技术不等于商业护城河。只有高附加值产品占比提高，技术资产才会转成股东价值。

06 | 财务质量与现金流

FY2027 Q1 销售 101.07 亿、营业利润 8.75 亿、经常利润 8.93 亿、净利 5.93 亿；营业利润率约 8.7%，同比约 4.3% 大幅改善。

FY2026 全年销售 355.52 亿、营业利润 16.18 亿、经常利润 18.53 亿、净利 9.45 亿。FY2027 修正后全年营业利润 16 亿，仍略低于前期，这意味着管理层预期后续季度利润率显著低于 Q1。

公司 Q1 解释含前倒し订单与弱日元影响，因此 Kabugami 不把 8.7% 利润率直接乘四。

07 | 股东、役員与治理

公司进入第 9 次中期经营计划，2029 年目标销售 400 亿、营业利润 20 亿、ROE 约 5.4%，并推进事业 portfolio 重组。

方向正确，但 5.4% 的 ROE 目标本身并不高。对 0.46 倍 PBR 公司而言，市场折价的根源正是资本成本高于 ROE。

限制性股票报酬等管理层激励已有动作，但是否与 ROE/TSR 真正绑定需继续观察。

08 | 资本政策

FY2027 配当 15 日元，以 8 月 21 日约 873-875 日元计，股息率约 1.7%，股东回报不高。

若高功能材料真正进入成长阶段，保留资本用于高 ROIC 研发/设备合理；如果 ROE 只能 5% 左右，低配当和低回购会令 0.5 倍以下 PBR 难以修复。

因此资本政策必须与新中计投资回报一起评估。

09 | 估值与安全边际

8 月 21 日约 873-875 日元，预测 PER 约 12 倍、PBR 约 0.46 倍、BPS 约 1885 日元。

Base：全年营业利润 16 亿、ROE 维持 4-5%，PBR 约 0.45-0.55 倍。

Bull：光学新案件持续、价格转嫁和 portfolio 改善使营业利润 20 亿以上、ROE7%+，估值明显修复。

Bear：前倒し订单反转、汇率逆风、新产品放量不足，利润回到低个位数 margin。

安全边际来自低 PBR 和技术资产，但不是高股息/净现金型安全边际。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；用于本章结构研究。

Owner 原始月线图显示高位冲击后长期耗散，近年进入低位反复压缩。2026 年从年中低点出现一定右侧恢复，但仍在长期大结构内部。

7 月业绩上修和 Q1 高利润构成新的外力输入；若后续订单消化后价格仍能守住更高平台，才可确认吸引子迁移。

技术判断：低位结构被基本面外力撬动，右侧迁移正在测试。

11 | 风险与催化剂

风险：前倒し需求回落、汇率、原材料、光学/电子需求、新产品失速、权益法利润波动、研发回报、低 ROE。

催化剂：Q2 利润率高于中计假设；光学新案件追加；全年再次上修；portfolio 出售/集中；ROE 目标提高；回购或增配；高性能材料海外客户扩张。

12 | Insight / 反常识发现

Insight 1：Q1 高利润不是唯一正面，7 月提前上修的“原因”更重要
价格转嫁和光学新订单是可持续性比汇率更高的证据。

Insight 2：市场仍按 0.46 倍 PBR 定价，说明投资者还没有相信技术组合能产生足够 ROE
这正是重估空间与风险同时所在。

Insight 3：2029 ROE 5.4%目标其实揭示了管理层问题意识，也揭示了上限
如果公司只做到 5.4%，估值可能改善但难成为高质量复利股。

13 | 下一次值得跟踪什么

1. Q2 光学新案件出货；2. 前倒し订单反动；3. 价格转嫁率；4. 营业利润率；5. 事业 portfolio 调整；6. R&D 与新产品；7. 权益法利润；8. FCF；9. ROE 目标；10. 配当/回购。

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	12.5	18	财务可控，但并非极强净现金型
护城河与行业地位	14.0	18	高功能材料工艺与客户认证具真实壁垒
盈利质量与现金流	11.5	14	Q1 利润率显著提升，前倒し/汇率需折扣
产品 / 供应链 / 客户结构	12.0	14	光学/电子等高附加值方向明确，应用多元
估值与安全边际	9.0	12	约 0.46 倍 PBR 仍具折价
资本政策	6.0	10	配当低，投资回报与返还仍需改善
治理	6.0	8	portfolio 重构与中计清晰，ROE 目标仍偏低
技术结构	6.0	6	基本面外力与右侧恢复同步
Total	77.0	100	A

15 | 来源与 Compliance

15.1 公司/适时开示资料

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 第 2 四半期および通期連結業績予想の修正（2026-07-23）

3. 巴川コーポレーション | 2026 年 3 月期 決算短信（2026-05-15）

4. 巴川コーポレーション | 第 9 次中期経営計画 / IR 資料

<https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>

15.2 研究边界

- 8月21日约873-875日元、PBR约0.46倍等仅作观察锚，不保证实时行情。
- 公司披露Q1包含前倒し订单和汇率影响，因此非线性年化。
- 当前生产仓库无此前3878完整00-15 source，本轮按FIRSTCOMPLETE。
- 数据截止2026-08-22。

Compliance：本报告是Kabugami.jp独立研究记录，不构成投资建议、投资劝诱、买卖推荐、目标价或收益保证。3878暴露于电子/光学需求、前倒し订单、汇率、原材料、研发、portfolio执行与资本效率风险，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。