

5940 不二サッシ株式会社 (FUJISASHI CO., LTD.)

Kabugami V3.1 66.5/100 · B+

这家公司是做什么的

不二サッシ主营建筑用铝合金门窗、幕墙和翻修改造工程；同时经营铝型材挤压与加工、环境设备、物流，以及镁合金等新材料业务。

最近亮点

2026财年销售1014.70亿日元、营业利润27.78亿，净资产收益率（ROE）达到8.3%；公司自己披露股东资本成本约9%，因此已接近但仍未稳定超过市场要求的回报率。2027财年第一季度销售230.45亿、+1....

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	公司中期资本计划明确要求净资产收益率持续 8% 以上、市净率中长期超过 1 倍、每股分红 30 日元以上；低碳铝 Re サッシ系列已取得环境产品声明（EPD），2026 年 6 月“Re サッシ グリーン”在大型物流设施首次采用，随后 100%再生铝“R100”开始标准展开。建材本业 2026 财年利润率约 5.2%，已不是单纯低利润资产股。
最需要担心什么	2027 财年营业利润预测 20 亿，较 2026 财年下降约 28%；建筑项目存在验收季节性、应收账款与库存占用，股东权益比率仍约三成。公司低市净率并非纯粹误价：净资产收益率 8.3%仍略低于其披露的股东资本成本约 9%。
Kabugami 现在怎么看	5940 已经从“便宜但低回报”的旧框架向“回报率接近资本成本、开始有低碳铝成长选项”的阶段移动。最值得看的不是 0.4 倍市净率本身，而是低碳再生铝门窗、保温隔热门窗和铝型材加工品能否提高高附加值产品占比，同时通过自动化、资产处置与营运资金管理，让净资产收益率持续高于 9%。若做到，市净率折价才有结构性修复基础。

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。上一版主要把 5940 看成“低市净率 + 利润修复的建筑材料股”，但 2026 年资本成本披露与 Re サッシ商业化让投资问题明显升级。

公司 2026 年 5 月公开给出一组非常有价值的自我诊断：市净率约 0.43 倍、净资产收益率 8.3%、股东资本成本约 9%。这意味着低市净率不能简单归因于市场忽视资产——公司自己的回报率仍略低于投资者要求收益率。

管理层因此提出净资产收益率持续 8%以上、市净率中长期 1 倍以上、30 日元以上分红，并把建材高收益化、铝型材外销从原材料向加工品迁移、低碳铝和医疗用镁合金列为下一阶段增长方向。

因此核心问题是：2026 财年的 8.3%净资产收益率能否不是一次周期高点，而是通过产品组合和资本效率稳定超过约 9%的资本成本。

02 | 公司本质与商业模式

集团业务不能只按“铝门窗”理解：

- 1. 建材：建筑门窗、幕墙、门窗改造工程，是收入和利润核心；
- 2. 铝型材外销：向外部销售铝挤压和加工材料，公司正在从低附加值素材向加工品迁移；
- 3. 环境设备：废弃物处理等环境装置和工程业务；
- 4. 物流：集团运输和物流服务，利润率相对较高；
- 5. 其他和新材料：镁合金，包括难燃、耐热与医疗用细管等。

建筑建材是制造和工程混合模式：设计、加工、施工、验收共同决定收入，因此季度利润和现金流会受项目进度影响。

03 | 产品、客户与供应链

3.1 Re サッシ：环保概念已经开始变成真实订单

公司推进低碳铝建材“Re サッシ”。2026 年 1 月 R100 与グリーン获得 SuMPO 环境产品声明；6 月 Re サッシ グリーン在大型物流设施“プロロジスパーク東海 1”首次采用；6 月下旬又宣布 100%再生铝“Re サッシ R100”向建筑用门窗标准展开。

铝产品的主要碳排放来自原生铝冶炼。再生铝可以显著减少相关碳排放，因此建筑业主如果越来越重视建材生产阶段的碳排放、供应链间接排放和绿色建筑认证，门窗材料中的再生铝比例可能从“加分项”变成采购条件。

商业价值要看三件事：是否能获得更高售价、是否扩大中标率、再生铝采购成本是否稳定。当前已有实际采用，但尚无足够毛利数据。

3.2 建材：真正改善来自提案能力与施工效率

公司把价值工程和成本优化提案、生产自动化、省人化和高附加值产品作为建材高收益化手段。2026 财年建材相关公开数据对应营业利润率约 5.2%，已经比传统印象更好。

3.3 镁合金：长期机会，不能提前计入主要利润

集团能提供通用、难燃、耐热和医疗用镁合金细管，后者面向血管支架等用途。轻量化和可被人体吸收的材料具有潜在高附加值，但医疗验证、法规和量产周期很长。公司自己把“医疗用镁合金商业化”列入成长课题，因此本轮视为长期机会，而不是当前利润柱。

04 | 竞争格局与产业关系

LIXIL、YKK AP、三協立山等规模更大的建材企业拥有品牌、渠道和采购优势。不二サッシ的竞争力更多来自大型建筑和幕墙项目经验、定制设计、工程协调和铝加工。

对象	关系	对 5940 的传导
大型总承包商和开发商	建材主要客户	新建、再开发、物流设施与翻修改造决定项目量；绿色采购可推动 Re サッシ
LIXIL、YKK AP、三協立山	主要竞争者	规模强于不二，迫使 5940 依靠项目技术、成本和低碳产品差异化
铝供应链	核心原料	铝锭价格、能源及再生料供给决定利润率和低碳产品成本
物流设施开发商	Re サッシ早期采用者	大型仓储对绿色建筑要求较高，可能成为低碳铝放量入口
医疗器械和研究机构	医疗镁合金潜在客户	成功验证可形成高壁垒新利润来源，但时间和失败风险高

05 | 护城河判断

护城河从上一版“中等偏弱”修正为中等。

大型幕墙和建筑门窗工程需要设计、规格认证、建筑信息建模与施工协调和售后，对新进入者有实际门槛；低碳再生铝、隔热技术与大型项目经验进一步强化差异化。

但行业竞争强、客户体量大、项目制导致议价权并不稳定，所以不能给高壁垒评级。

06 | 财务质量与现金流

2026 财年销售 1014.70 亿、营业利润 27.78 亿、经常利润 27.96 亿、净资产收益率约 8.3%。公司资本成本资料显示，这一回报率虽达到自己“8%以上”阶段目标，却仍略低于其估计股东资本成本约 9%。

2027 财年第一季度销售 230.45 亿、营业亏损 2.67 亿、经常亏损 2.32 亿、净亏损 2.50 亿。上年第一季度营业亏损 4.69 亿，因此亏损收窄约 2.02 亿，经营趋势比绝对亏损更重要。

公司全年预测销售 1030 亿、营业利润 20 亿、净利 16 亿，营业利润同比明显下降。第一季度改善与全年利润下滑指引并存，说明研究不能过早外推。

建筑工程公司最重要的是现金转换：项目成本通常先支出，验收后才确认收入和回款，营运资金可能吞噬利润。因此后续必须同时跟踪应收账款、库存和未完工项目资产、借款以及经营活动现金流。

07 | 股东、管理层与治理

2025-2027 中期计划以“加速持续成长投资”为方向。2026 年资本成本更新明确提出：

- 净资产收益率持续 8%以上；
- 市净率中长期超过 1 倍；
- 建材业务提高盈利能力；
- 铝型材外销向加工品转移；
- 亏损或低效资产出售和有效利用；
- 集团资金集中管理；
- 低碳铝、隔热门窗与医疗镁合金成长投资；
- 每股分红 30 日元以上。

这套框架比一般“提高企业价值”口号更具体。真正的治理验证，是 2027 财年利润下滑环境下净资产收益率是否仍能接近资本成本，以及低效资产是否真的退出。

08 | 资本政策

2026 财年每股分红提高至 30 日元，2027 财年也维持 30 日元目标。公司已经把“30 日元以上”写入资本政策目标。

但股东权益比率约三成，使激进回购空间弱于净现金公司。资本分配优先级应该是：维持项目流动性 → 投资高回报的自动化和低碳产品 → 处置亏损或低效资产 → 稳定分红，再根据市净率和财务余力决定回购。

09 | 估值与安全边际

8 月 21 日收盘 747 日元，市净率（PBR）约 0.38 倍、预测市盈率（PER）约 6 倍、30 日元分红对应股息率约 4%。静态估值非常低。

但公司自己的资本成本数据提醒：只要净资产收益率低于约 9%，市净率低于 1 倍并不奇怪。

悲观情景：2027 财年营业利润降到 20 亿附近，建筑成本和现金占用恶化，净资产收益率再跌到资本成本以下，低市净率持续。

基准情景：第一季度亏损收窄延续，全年 20 亿营业利润兑现，Re サッシ逐步采用，净资产收益率中期维持 8%左右，市净率缓慢修复。

乐观情景：低碳铝和隔热门窗提高高附加值产品占比，建材利润率继续改善，资产处置与自动化提升资本效率，净资产收益率稳定 10% 以上；此时市净率向更高区间修复有基本面基础。

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。本轮用完整长期价格识别失败脉冲体系，再把 8 月 4 日 Q1 公布前后的价格反转作为事件响应。

10.1 | Technical Question : 5940 从来不缺“冲高”，真正缺的是哪一次能留下更高价格中枢

5940 长期史的辨识度极高。1996 年最高 17,800 日元、1997 年仍到 8,000，之后价格体系长期坍塌；2008 年最低 330、收 370，进入现代低价世界。后面并不是没有反弹：2011 年从 290 冲到 980，2013 年甚至冲到 4,350、年末 2,220，2018 年也到 1,830。

但这些高能量脉冲最后都没有建立持续更高的主要运行区间。对 5940 而言，Failed Pulse Memory 不是辅助证据，而是长期价格系统最重要的特征。

10.2 | Return：2016 年以来约 600—1,200 日元仍是强吸收区，2025—2026 没有改写它

2017 年高 1,240、年末 980；2018 高 1,830 却只收 760；2019 高 1,190、2020 高 1,140。之后 2021—2025 大部分时间仍回到约 560—1,070 日元区间。2025 虽然从 559 恢复并以 918 收年，2026 年 2 月又到 1,082，但 5 月最低 697、6 月最低 662，8 月 21 收 747。

这意味着 2025—2026 的上行依然被旧中枢重新吸收。长期负向速度当然已经大幅耗散，600—700 附近也反复显示回复力；但“跌不动”与“迁移向上”不是一回事。

10.3 | Earnings-day Reversal : 8月4日先涨5.3%，财报后下一交易日跌6.5%，脉冲完整被吐回

8月4日公司公布Q1：销售小幅增长、营业亏损由上年4.69亿缩窄到2.67亿。当天正常交易时段价格先从前一日741上涨到780，盘中高814，收盘涨约5.3%；但财报在收盘后发布，夜盘即转弱，8月5日正式市场收729，单日-6.5%，把前一天的涨幅全部吐掉。

这一反应与5940的长期价格指纹高度一致：上冲可以很快，但只要新的经营证据不足以改变长期定价，价格就会被旧中枢迅速重新吸收。

之后价格逐步修复，8月21回到747，已经恢复到8月3日财报前741附近，但仍明显低于8月4日780的事件日兴奋价格。也就是说，市场消化完财报后回到了原有均衡，而不是建立新均衡。

10.4 | Price-Fundamental Timing : 基本面修复在推进，但价格仍按旧失败脉冲系统定价

公司层面已经出现净资产收益率8.3%、低碳铝商业化、Q1亏损收窄等改善；但2027财年全年营业利润仍指引同比下降约28%。价格也没有领先形成新的长期中心，反而在8月事件中重复“冲高—回旧区”的历史行为。

因此当前交叉关系更接近：Fundamental repair underway / Price still governed by old failed-pulse memory。这不是悲观结论，而是告诉我们真正的升级信号必须更严格：经营改善需要持续到足以改变价格Return的终点。

10.5 | Current State : 低位修复成立，长期迁移未成立

当前最准确的技术状态是：长期下行已充分耗散，2016年以来约600—1,200日元价格体系仍主导；2025—2026属于旧体系内的修复和脉冲，8月财报事件再次显示高点容易形成、但高度难以保留。

后续不需要再被一次1,000或1,500日元的急涨说服。真正的确认必须是：离开旧体系后，较深回抽不再回到700—900附近，而能在1,000日元以上形成持续数月的可重复价格重心，再从那里二次扩张。

技术分维持2.5/6。它准确反映的是耗散充分但迁移证据仍弱，而不是对公司基本面质量的评分。

11 | 风险与催化剂

主要风险：建筑投资、新建和改造项目延期、铝和玻璃及能源成本、人件费、施工能力、营运资金、较低股东权益比率、行业竞争、绿色产品无法获得溢价、新材料研发失败。

主要催化剂：第二、第三季度建材利润率；Re サッシ新增大型采用；隔热产品增长；铝型材加工品占比提高；亏损或低效资产出售；自动化省人化；经营活动现金流改善；2027财年业绩上修；医疗镁合金验证和商业化进展。

12 | 深挖发现 / 反常识发现

发现1：5940已经不是“净资产收益率很低的0.4倍市净率股”了——但还差最后一步

2026财年净资产收益率已经8.3%，与公司估计约9%的股东资本成本只差不到1个百分点。估值问题已经从“完全不赚钱”变成“能否稳定超过资本成本”。这会明显改变未来市净率修复的判断门槛。

发现2：低碳铝的价值不是环保宣传，而是可能改变建筑采购标准

Re サッシ已经获得环境产品声明并进入大型物流设施。如果开发商把建材生产阶段的碳排放纳入供应商评价，产品竞争会从“价格和性能”增加第三个维度“碳排放强度”，给拥有再生铝能力的公司新的差异化空间。

发现 3：100%再生铝可能提高中标率，却不保证提高利润率

如果再生料成本、认证、分选和加工增加的成本全部被客户压价，销售增长不等于价值增长。下一轮最应该找的是 Re サッシ的价格溢价、订单和毛利，而不是更多环保奖项。

发现 4：医疗镁合金很诱人，但现在最不应该放进基准情景

可吸收和轻量材料有高附加值想象空间，但法规和量产验证周期远长于建材。把它作为额外长期机会合理，把它提前当盈利支柱会高估公司。

13 | 下一次值得跟踪什么

1. 第二、第三季度建材营业利润率；2. Re サッシ R100 和グリーン订单数量与金额；3. 低碳铝价格溢价和成本；4. 铝型材外销中加工品占比；5. 铝价转嫁；6. 经营活动现金流；7. 应收账款、库存和项目资产；8. 股东权益比率与借款；9. 净资产收益率相对 9%资本成本；10. 亏损或低效资产处置；11. 30 日元分红覆盖能力；12. 医疗镁合金里程碑。

后续研究重点：目前最大未知是低碳铝的单位经济性。下一轮若能拿到 Re サッシ订单占比、再生铝采购成本与毛利变化，将直接决定它是“真正利润升级”还是“必要但低回报的绿色合规”。

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	10.0	18	净资产收益率改善但股东权益约三成，工程营运资金仍重
护城河与行业地位	11.0	18	大型项目经验、设计施工与低碳铝形成中等壁垒
盈利质量与现金流	9.0	14	2026 财年利润强、第一季度亏损收窄，2027 财年利润下滑仍需折扣
产品 / 供应链 / 客户结构	11.0	14	建材、型材、环境、物流多元且出现低碳铝和镁新产品
估值与安全边际	10.0	12	低市净率和市盈率与约 4%股息有吸引力，但并非净现金型
资本政策	7.0	10	30 日元以上目标、资产优化与成长投资框架清晰
治理	6.0	8	资本成本、净资产收益率和市净率目标具体，执行仍需跨周期验证
技术结构	2.5	6	长期下行已耗散，但旧 600—1,200 日元体系仍主导；8 月财报前冲高后次日完整回吐，再次强化失败脉冲记忆
Total	66.5	100	B+

15 | 来源与合规说明

15.1 公司一手资料

1. 不二サッシ | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 (2026-08-04)

<https://www.fujisash.co.jp/hp/ir/calendar/>

2. 不二サッシ | 2026 年 3 月期 決算短信・2025 年度決算説明資料 (2026-05-14)

<https://www.fujisash.co.jp/hp/ir/data/sett/>

3. 不二サッシ | 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応アップデート (2026-05-14)

<https://www.fujisash.co.jp/hp/company/ir/news/tdisc/5940td2605141.pdf>

4. 不二サッシ | Re サッシ グリーン採用 (2026-06-01) ・ Re サッシ R100 標準展開 (2026-06-24)

<https://www.fujisash.co.jp/>

5. 不二サッシ | マグネシウム合金事業

<https://www.fujisash.co.jp/hp/business/magnesium/>

15.2 技术价格来源

6. 株探 | 5940 年次株価時系列：<https://s.kabutan.jp/stocks/5940/historicalprices/yearly/>

7. 株探 | 5940 月次株価時系列：<https://s.kabutan.jp/stocks/5940/historicalprices/monthly/>

8. 株探 | 5940 日次株価時系列：<https://s.kabutan.jp/stocks/5940/historicalprices/daily/>

15.3 研究边界

- 2026 财年销售 1014.70 亿、营业利润 27.78 亿；公司披露净资产收益率 8.3%、市净率约 0.43 倍、股东资本成本约 9%。
- 2027 财年第一季度销售 230.45 亿、营业亏损 2.67 亿；全年预测销售 1030 亿、营业利润 20 亿、净利 16 亿。
- Re サッシ已有环境产品声明和早期大型采用，但公司尚未公开足够的订单占比和毛利数据，因此本报告不把低碳铝提前视为高利润业务。
- 8 月 21 日收盘 747 日元等仅为研究观察锚。
- 2026 年 8 月月线尚未结束，不把 8 月月线当作已确认月度状态。
- 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。5940 暴露于建筑周期、项目延误、铝和能源、人件费、营运资金、较低资本缓冲、竞争、低碳产品商业化与新材料研发风险，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。