

5940 不二サッシ株式会社 (FUJISASHI CO., LTD.)

Kabugami V3.1 61/100 · B

这家公司是做什么的

不二サッシ是以铝制门窗、幕墙与建材工程为主，并经营铝型材外贩和相关环境产品的建筑材料集团；收入规模大，但行业施工周期、原材料与working capital决定现金回报。

最近亮点

FY2027 Q1销售230.45亿日元、+1.5%，营业亏损2.67亿，较上年同期4.69亿亏损明显收窄；建材利润率改善与型材外贩较强。FY2026全年营业利润27.78亿、+12.2%，但FY2027仍仅指引20亿。

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	约 0.38 倍 PBR、6 倍级 PER、约 4%股息率具明显价值属性；Q1 虽然季节性亏损，但亏损幅度收窄，说明成本/售价管理改善。
最需要担心什么	自有资本比率仅约三成，建筑项目需要较多营运资本；铝、能源、人件费和施工延误会放大利润波动，FY2027 营业利润指引比 FY2026 下降约 28%。
Kabugami 现在怎么看	5940 的机会不是“低 PBR 自动回归”，而是建筑建材利润率能否在低资本缓冲下稳定提升。Q1 亏损收窄是正证据，但全年 20 亿营业利润仍低于前期，现阶段属于有资产折价、有修复迹象、但现金防御一般的 B 级价值股。

01 | 投资问题与历史对照

当前 kabugami-web-reports/main 此前没有 5940 完整 00-15 Review source，本轮按 FIRSTCOMPLETE。任何更早的故事或旧页面只保留 provenance。

核心问题：FY2026 利润改善是否可持续，还是 FY2027 会因建设成本/项目 mix 重新回落？

FY2026 销售 1014.70 亿、营业利润 27.78 亿；FY2027 公司预测销售 1030 亿、营业利润 20 亿、净利 16 亿。Q1 亏损收窄支持改善，但全年指引仍保守。

02 | 公司本质与商业模式

不二サッシ主营建筑用铝サッシ、カーテンウォール、门窗与相关建材工程，并经营铝型材外贩等业务。

商业模式介于制造与工程之间：既要采购铝材、加工制造，也要配合建筑项目进度、安装和验收。收入确认和现金回收因此比纯标准品制造更受施工时点影响。

03 | 产品、客户与供应链

客户主要连接房地产开发、建筑总包、住宅/非住宅更新、工厂及公共设施。需求受新建、改修、节能法规和城市更新驱动。

上游关键是铝锭、能源、玻璃、运输与人件费。材料价格上涨能否及时转嫁，是毛利率关键。

公司也推进回收铝/再生材料等环境方向。若法规和客户低碳采购要求加强，再生铝含量和产品认证可能成为差异化来源。

04 | 竞争格局与产业关系

日本门窗/建材市场竞争者包括 LIXIL、YKK AP、三協立山等大型企业。不二サッシ规模较小，品牌和渠道不具压倒性优势。

其优势来自长期建筑实绩、工程应对、项目定制和铝加工能力。大型项目切换供应商有认证、设计和施工协调成本，但行业整体仍是价格与交付竞争。

05 | 护城河判断

护城河中等偏弱：

- 建筑项目经验与技术规格形成一定进入门槛；
- 工厂/模具/工程组织提高复制成本；
- 但同类大型竞争者很多，客户议价权强。

因此重估更依赖成本结构和资本效率，而非市场份额垄断。

06 | 财务质量与现金流

FY2027 Q1 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。上年同期营业亏损 4.69 亿，因此损失收窄约 2 亿。

建筑建材通常具有明显季节性，Q1 赤字本身不能简单判定全年恶化；真正要看 Q2-Q4 利润释放和现金回收。

FY2027 全年预测营业利润 20 亿、经常利润 20 亿、净利 16 亿，较 FY2026 营业利润 27.78 亿下降，意味着管理层没有假设利润率持续上升。

07 | 股东、役員与治理

公司持续披露支配股东相关事项与资本成本/股价意识。对于低 PBR 公司，治理的核心是少数股东利益、交叉持股和资本回报政策是否真正改善。

现阶段没有足够证据把治理评价提高到高等级，需继续看 ROE、资产出售、回购及配当的可持续性。

08 | 资本政策

FY2027 配当预测 30 日元，以约 751 日元价格锚计算股息率约 4%。

高股息是当前估值的重要支撑，但如果营业利润降至 20 亿、营运资本继续扩大，配当覆盖要结合 FCF 观察。

低 PBR 情况下，若财务空间允许，政策持股压缩与回购可提高资本效率；但较低自有资本比率限制了激进返还空间。

09 | 估值与安全边际

8 月中下旬约 750 日元附近，PBR 约 0.38 倍、预测 PER 约 5.9 倍、配当 30 日元。

Base：营业利润 20 亿、Q1 季节性亏损后恢复，PBR 维持 0.35-0.45 倍。

Bull：建材利润率持续改善、再生铝/改修需求增强，营业利润回到 28-30 亿以上，低估值修复。

Bear：铝价、人件费和施工延误侵蚀利润，现金流转弱、负债上升。

安全边际来自低估值与成熟资产，但资产负债表并非极强，因此折价不能全部视作无风险。

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 原始月线图显示历史上曾有多次高能量冲击，随后长期衰减并在低位收敛。近期仍处在低位压缩后的恢复尝试，尚没有形成持续远离旧吸引子的确认。

若基本面能以 Q1 亏损收窄为起点，在 Q2/Q3 连续兑现营业利润，价格结构才更可能完成迁移。

技术判断：低位压缩、恢复早期，等待盈利外力。

11 | 风险与催化剂

风险：新建住宅/建筑需求、项目延误、铝与能源、人件费、应收/库存、利率、低自有资本比率、竞争。

催化剂：Q2/Q3 利润率改善；全年 20 亿营业利润达成/上修；再生铝/节能建材需求；配当维持；政策持股出售；负债下降；改修市场增长。

12 | Insight / 反常识发现

Insight 1：Q1 仍亏损，但“亏损幅度”比绝对赤字更重要

营业亏损从 4.69 亿缩到 2.67 亿，说明成本/mix 已有改善，不应只看正负号。

Insight 2：低 PER 并不自动代表便宜，因为建材利润高度受周期和营运资本影响

利润需要穿过现金流才能成为股东价值。

Insight 3：再生铝可能是长期结构变量，但尚不足以单独成为 Thesis

需要看到订单、售价和毛利贡献，而不是只看环保叙事。

13 | 下一次值得跟踪什么

1. Q2 营业利润；2. 建材分部毛利率；3. 型材外贩增长；4. 铝价转嫁；5. 营业 CF；6. 应收/库存；7. 借款；8. 全年 20 亿指引；9. 配当覆盖；10. 再生铝订单。

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	规模大但自有资本比率约三成，营运资本负担高
护城河与行业地位	9.0	18	建筑实绩和工程能力有门槛，竞争者强
盈利质量与现金流	7.5	14	FY26 改善，Q1 亏损收窄，但 FY27 指引下降
产品 / 供应链 / 客户结构	9.0	14	建材/型材多元，材料和施工周期风险高
估值与安全边际	8.5	12	PBR 约 0.38 倍、PER 约 6 倍、股息约 4%
资本政策	6.0	10	30 日元配当支撑，回购/资产优化空间仍需观察
治理	6.0	8	资本成本意识增强，但执行证据尚有限
技术结构	5.0	6	长期低位压缩，恢复尝试尚未确认
Total	61.0	100	B

15 | 来源与 Compliance

15.1 主要资料

- 1. 不二サッシ | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信（2026-08-04）
- 2. 不二サッシ | 2026 年 3 月期 決算短信（2026-05-14）
- 3. 不二サッシ | IR・適時開示

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

15.2 研究边界

- 8 月中下旬约 750 日元、PBR/PER/配当为估值观察锚，不保证实时行情。
- 建筑项目季节性和完工验收会造成季度波动，不能把 Q1 直接年化。
- 当前生产仓库无此前 5940 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、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。5940 暴露于建筑需求、工程进度、铝材/能源、人件费、利率、营运资本及财务杠杆风险，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。