

5984 兼房株式会社 (KANEFUSA CORPORATION)

Kabugami V3.1 78/100 · A

这家公司是做什么的

兼房主营工业用机械刀具和切削工具，包括圆锯、平刀和精密刀具等，服务住宅木材、汽车与金属加工、纸品、树脂、薄膜等生产线；同时提供再研磨、切削试验和工厂现场应用技术支持。

最近亮点

2027财年第一季度销售57.26亿日元、同比增长17.1%，营业利润3.99亿、同比增长119.9%，营业利润率回到约7.0%；但日本恢复、美国利润受关税与采购成本挤压、中国和巴西亏损，利润改善并不是一张均…

Research cutoff 2026-08-28 · 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	刀具具有耗材属性，客户又依赖切削精度、寿命、再研磨和现场技术支持；没有单一客户达到集团销售 10%。历史上公司曾做到约 9%级营业利润率，说明当前 5%不是技术上限。
最需要担心什么	最大风险不是负债，而是资本回报长期过低。2026 财年 ROE 仅 3.3%，过去三年设备投资 59.1 亿日元；越南等扩产已形成很厚的资产基础，但新增资本能否赚到高于资本成本的回报仍未被证明。
Kabugami 现在怎么看	兼房是一个“产品层面的好生意明显强于股东层面的资本回报”的公司。真正的重估条件不是利润恢复一个季度，也不是 PBR 足够低，而是营业利润率、成长资本回报和资本配置至少两项开始同时改善；否则 0.3 倍级 PBR 可以长期有其合理性。

01 | 投资问题与当前结论

1.1 | 这次研究以后，问题已经从“低 PBR 值不值得买”变了

兼房最容易让人第一眼产生兴趣的数字，是约 0.34 倍 PBR。2026 年 8 月 27 日股价 775 日元，公司 2027 财年预测 EPS 64.75 日元，对应预测 PER 约 12 倍；也就是说，它不是那种“利润几乎不存在、只能靠资产想象价值”的公司。

但更深入以后，低 PBR 反而应该放到最后看。2026 财年公司净资产约 313 亿日元，ROE 只有 3.3%；2027 财年第一季度净资产进一步增加到约 317.5 亿。市场给这么低的 PBR，真正怀疑的不是“这些资产存不存在”，而是：这些资产什么时候能替普通股东赚到足够高的回报。

所以本轮的核心投资问题升级为：

兼房能不能把产品层面的细分市场优势，穿过厚资产、全球扩产和偏保守的资本政策，最终变成普通股东能拿到的高资本回报？

1.2 | 资本效率至少有两个按钮，而且缺一不可

第一个按钮是营业利润率。兼房 2026 财年营业利润率 5.2%，2027 财年第一季度已经回到约 7.0%；历史上 2019 年前后和 2022 财年都曾做到约 9%级，因此 5%不是这个生意天然的上限。

第二个按钮是资本配置。这里有一个非常有价值的同行反证：同属锯片、刀具行业的天龙制锯，2026 财年营业利润率高达 12.9%，但 ROE 仍只有 4.0%。这说明行业里即使产品利润率已经很好，只要现金、证券、设备和其他资产太厚，股东回报仍然可以很低。

所以兼房不能只回答“利润率能不能从 5%回到 7%”。它还要回答第二个更难的问题：越南、中国、美洲、印度以及其他成长投资，到底能不能赚到高于资本成本的回报；如果不能，资本会不会被收回来、返还或转向更高回报用途。

1.3 | 当前结论：改善是真的，但“资本效率毕业”还远没有成立

第一季度利润恢复不是假的，日本产能利用率改善也不是假的；刀具耗材属性、技术服务和广泛客户基础同样是真实的经营质量。

但我们仍没有看到三个条件同时成立：

- 1. 营业利润率稳定回到历史 7%—9%或更高区域；

2. 越南等新增资产经过完整周期后证明能赚到高于资本成本的回报；
3. 低回报资本被真正压缩、返还或重新配置，并出现可验证的 ROE/ROIC 改善。

这也是为什么本轮虽然研究更深入，却把 V3.1 从旧稿 80.5 调整到 78.0：不是公司突然变差，而是我们终于把“低资本效率到底有多难修”看得更清楚了。

02 | 公司本质与商业模式

2.1 | 它卖的不是一片刀，而是客户生产线持续稳定地“切下去”

兼房生产圆锯、平刀、精密刀具等工业机械刀具，终端横跨木材、钢铁、铝、纸、树脂、薄膜、片材和其他材料加工。刀具本身在客户整条生产线的成本里未必最大，但一旦切削质量不稳定，后面会发生材料报废、表面缺陷、停线、良率下降和换刀频率提高。

因此客户真正购买的并不只是金属本体，而是切削精度、寿命、生产节拍和生产线稳定性。

这个区别很重要。它意味着兼房不是卖完设备就离开的“一次性收入”公司，而是天然带有耗材属性：刀会磨损、要更换、要再研磨；材料或生产条件变化后，又需要重新试切、调整参数和选择刀具。

2.2 | “耗材 + 应用工程 + 再研磨”让复购关系比表面看起来更厚

公司公开的技术支持体系里，应用工程师会直接进入客户工厂，看加工方式、机器、夹具、进给速度和刀具转速，做切削试验并提出优化方案；公司也明确把正确使用和再研磨方法作为服务的一部分。

这类关系不像软件订阅那样有合同锁定，却会形成现实的流程切换成本：一套已经稳定运行的刀具、参数和再研磨周期，如果更换供应商，客户往往需要重新试切、重新建立寿命和良率经验。

因此兼房的商业模式更准确地说，是：

工业耗材的重复需求 + 应用工程能力 + 本地交付与再研磨服务。

它的护城河主要来自长期工艺经验和服务嵌入，而不是某一项专利永远不可替代。

03 | 产品、客户与供应链

3.1 | 客户很分散，这一点比“行业第一”的宣传更有研究价值

最新证券报告明确写明：没有任何单一客户达到集团销售额 10% 以上，因此无需披露主要销售客户。

这条信息看起来普通，其实很重要。工业工具公司如果高度依赖一家汽车厂、一家建材集团或一家设备商，所谓耗材复购很容易被单一客户议价权抵消。兼房没有这种明显的大客户集中风险，终端又分布在住宅木材、汽车、钢管、纸品、包装、树脂等不同场景，收入基础比单一行业刀具厂更分散。

3.2 | 真正值得看的产品组合，不是“刀具很多”，而是哪类刀具值得继续占用资本

新中期计划第一次把产品取舍说得更具体。公司希望把资源集中到汽车和住宅相关圆锯、竞争较少的胶合板与纸品加工平刀，同时继续开拓电动车、半导体相关高精度刀具和新材料切断。

这比“开发新产品”四个字有价值，因为它开始触碰真正的资本配置问题：哪些产品能够带来更高单价、更高技术门槛或更稳定的重复需求，哪些产品只是在维持规模。

未来最重要的披露，不再是新品数量，而是战略产品销售占比、利润率以及为了这些产品投入的资本回报。目前公司还没有公开到这个颗粒度。

3.3 | 钨已经从“原材料风险”变成一条战略问题

2025 年中国加强部分金属出口限制时，公司最初表示尚未立即影响产品供应；到 2026 年 3 月，公司已经公开表示，作为硬质合金关键原料的钨对日供应变得“极不稳定”，部分产品可能需要调整交期或数量。

这条时间线说明原料风险不是抽象风险项，而是已经从政策变化传导到实际采购。

更有意思的是，兼房多年研发方向之一正是减少稀有金属使用，通过刀刃局部使用硬质合金、涂层、接合等方式延长寿命并减少材料用量。过去这些技术容易被归到“环保”或“资源节约”，但在钨供应受限以后，它们多了一层非常现实的商业价值：如果能用更少稀有金属达到同等寿命和精度，就可能同时改善供应韧性和材料成本。

不过这里必须保留一个 UNKNOWN：公司没有公开量化节约了多少钨、覆盖多少收入、实际降低多少采购成本，因此目前只能把它定义为潜在供应链优势，而不是已经兑现的利润来源。

04 | 竞争格局与产业关系

4.1 | 产品利润率并不天然只能做到 5%

兼房过去自己的历史已经证明这一点：2019 年前后集团营业利润率约 9.6%，2022 财年约 9.0%；此后逐步回落，2024 财年约 5.3%、2025 财年 3.7%，2026 财年回到 5.2%。

这意味着当前“持续 5%以上”的经营目标，不能被理解成行业经济性的天花板。它更像公司从过去几年盈利下滑后重新设定的一条最低合格线。

4.2 | 天龙制锯给了一个很重要的反例：高利润率也不等于高 ROE

FY2026	兼房 5984	天龙制锯 5945
销售额	209.5 亿日元	134.8 亿日元
营业利润率	5.2%	12.9%
ROE	3.3%	4.0%

如果只看产品和营业利润率，天龙制锯明显更强；但它 12.9%的营业利润率最终只变成 4.0%的 ROE。原因不是产品不赚钱，而是资本结构同样很厚。

这个同行比较改变了本轮研究的方向：兼房的低 ROE 并不只是“把营业利润率修回去”就会自动解决。在这个行业，库存、工厂、现金和证券等资本都可能长期沉淀。真正优秀的股东经济性，需要经营效率和资本配置同时改善。

4.3 | 竞争优势更接近“难以快速复制的工艺系统”，而不是垄断

兼房自己称国内行业份额第一并具有全球领先地位，这可以作为公司自述使用，但本报告不把它等同于独立市场份额认证。

更可靠的护城河证据来自产品结构本身：材料选择、刃形、热处理、涂层、接合、研磨、切削参数和工厂现场经验要一起工作。竞争者当然能做刀具，但要在不同客户、材料和机器条件里稳定复制同样的寿命、精度和服务反应速度，需要长期工程积累。

因此我们的判断是“较强细分市场护城河”，不是不可替代的垄断。

05 | 护城河判断

5.1 | 护城河在客户生产线上，而不在财务报表上

兼房最有价值的地方，是刀具本身属于高频使用、会磨损的生产耗材，而公司的应用工程师又参与客户实际加工条件。这使产品关系能够跨越“第一次采购”，进入使用、再研磨、改良和下一代材料切削。

没有单一客户超过 10%，说明这种关系不是靠一两个大客户堆出来的；日本、印尼、中国、越南的生产和全球销售网络，也让它在工业耗材需要快速交付和现场支持的场景里有现实优势。

5.2 | 但股东层面的护城河明显弱于产品层面

这里必须把两个层次分开。

产品层面：客户有重复需求，技术和服务有积累，历史上能做到高个位数营业利润率。

股东层面：2026 财年 ROE 只有 3.3%，经营现金流明显回落，大量资本继续沉淀在库存、工厂和海外扩产中。

如果一个优秀产品系统需要不断追加低回报资本才能维持增长，那么产品护城河并不会自动变成股东护城河。

所以本轮护城河判断仍然偏正面，但不再把“全球细分优势”直接等同于“高质量复利资产”。两者之间还隔着资本回报这一关。

06 | 财务质量与现金流

6.1 | 第一季度利润翻倍是真的，但拆开以后不是“全面复苏”

2027 财年第一季度，兼房销售 57.26 亿日元，同比增长 17.1%；营业利润 3.99 亿，同比增长 119.9%，营业利润率约 7.0%。公司明确解释，销售增长带来的产能利用率改善和汇率影响抵消了部分原材料成本上升。

更有意思的是，把地区拆开以后，这不是一张均匀的地图：

2027Q1	销售额	同比	营业利润	粗略营业利润率	发生了什么
日本	44.79 亿	+18.1%	2.64 亿	约 5.9%	产能利用率和汇率改善，利润显著恢复
印尼	9.48 亿	-0.6%	0.84 亿	约 8.9%	仍保持较好盈利
美国	7.17 亿	+27.7%	0.06 亿	约 0.8%	集团采购价上升与关税吞掉增长质量
欧洲	5.99 亿	+16.3%	0.20 亿	约 3.3%	人工成本上升
中国	4.58 亿	+13.5%	-0.02 亿	亏损	高成本产品组合增加
巴西	2.39 亿	+23.2%	-0.02 亿	亏损	运输费用增加
越南	3.68 亿	+21.1%	0.11 亿	约 3.0%	纸品刀具投产、木工刀具增产

\ 分部销售含内部交易，利润率只用于观察方向，不等同于集团外部销售口径的正式利润率。

所以“Q1 利润翻倍”真正有价值的解释是：日本的产能利用率恢复是真改善，但海外增长的质量分化很大。美国销售大涨却几乎没有留下利润，中国、巴西仍亏损；这会直接影响我们怎样评价公司下一阶段全球扩张的资本回报。

6.2 | 全年指引没有跟着 Q1 上去，这是一个有用的矛盾

公司全年仍预测销售 220 亿、营业利润 11 亿、净利润 9 亿，营业利润率正好 5%。第一季度已经完成全年营业利润目标约 36%，公司却没有上修全年指引。

这不一定意味着后面一定会变差，可能包含订单时间、汇率、原料、关税或公司一贯保守的预测方式。但它提醒我们：不能把 7% 的第一季度利润率直接乘四，更不能把一次利润弹性当成新的常态。

下一次中期数据真正有信息价值的地方，是日本改善能不能持续，以及美国、中国、越南这些区域的利润质量有没有同步变好。

6.3 | 利润恢复了，经营现金流却明显没有同步回来

2026 财年营业利润从 7.48 亿升到 10.91 亿，但经营活动现金流从前一年的约 26.38 亿降到约 10.94 亿。

原因不是一个抽象的“现金流波动”：库存从上一年释放现金，变成当年占用现金；应付项目减少，税款支付也明显增加。到 2027 财年第一季度，原材料和储备品又比年末增加约 2.70 亿日元。

这说明兼房当前改善的另一面是：增长和供应安全正在继续吃营运资金。在钨等材料供应紧张的环境里，增加库存可能是合理防御，但对普通股东而言，它仍然是真实的资本占用。

6.4 | 净利润历史比较还要剥掉资产出售

2025 财年公司曾因土地等固定资产出售录得约 9.6 亿日元固定资产出售收益；2026 财年也有固定资产出售和业务转让收益，只是规模明显更小。

因此研究兼房不能只盯净利润和 EPS。营业利润、经营现金流和资本占用更能回答公司本业到底有没有变强。

07 | 股东、管理层与治理

7.1 | 这是一个控制相当集中的老牌公司

截至 2026 年 3 月末，大口兴产持有 16.55%，渡邉裕子 9.83%，太田万佐子 9.55%，员工持股会 5.41%，另外还有多名渡邉、太田相关个人进入前十大股东；前十大股东合计持有约 59.4% 的流通在外股份。会长渡邉将人本人持有 2.88%。

公开资料本身并没有给出每一位同姓股东之间的具体亲属关系，因此本报告不自行推定；但从持股结构看，控制权显然比一般分散持股上市公司集中得多。

这种结构有正反两面。正面是长期经营取向可以更稳定；反面是当公司长期持有大量低回报资本时，外部资本市场对“压缩分母”的推动力可能没有那么强。

7.2 | 治理真正要证明的，不是口号，而是资本决策变快

现任社长磯谷岳摩是内部成长起来的经营者，公司近年强化执行体系，并在新中期计划里明确提出业务选择和集中、缩短计划到修正的周期、提高资本成本意识。

这些方向都正确，但现在还缺一个非常实在的证明：当某个地区、产品或资产长期低于资本成本时，公司会不会真的停止投入、退出、出售或把资本挪走。

对兼房来说，这比增加一个治理制度名词更重要。

08 | 资本政策

8.1 | 公司没有靠增发长大，这一点是值得肯定的

最新有价值证券报告显示，兼房发行股份总数自 1997 年的无偿分割后一直维持 14,310,000 股；没有股票期权，也没有可变行权价新股预约权。2026 财年库存股增加仅来自 80 股零股回购。

换句话说，过去很长时间公司的全球扩张主要靠内部留存和借款，而不是不断稀释股东。这是资本政策里明确的正面项。

8.2 | 但“不稀释”不等于“资本配置高效”

2026 财年公司分红 26 日元，2027 财年预测 23 日元，政策目标是全年至少 15 日元并以合并派息率 35%左右为基准。相比早期政策，这是明显改善。

问题在于，2026 年 3 月末净资产已经超过 313 亿日元，而当年真正的主动回购几乎没有。对一家 PBR 只有约 0.34 倍、ROE 约 3%的公司来说，如果管理层确信账面资本未来能产生高回报，继续留存可以成立；如果不能，回购和资产压缩会比继续堆资本更有效。

现在市场还没有看到一个足够清晰的“何时投资、何时退出、何时返还”的资本纪律。

8.3 | 过去三年 59.1 亿设备投资，是下一阶段最需要验收的一笔账

2026-2028 中期计划回顾显示，上一轮三年设备投资实际约 59.1 亿日元。单 2026 财年设备投资 8.47 亿，其中越南仍是最大的投入方向之一。

越南制造子公司到 2026 年 3 月末有形固定资产账面价值约 48.5 亿日元，整个越南分部资产约 73.2 亿；但 FY2026 分部利润只有约 0.96 亿，2027Q1 利润约 0.11 亿。

这并不能直接证明越南项目失败，因为工厂仍在扩产和爬坡；但它给资本市场提出了一张非常清楚的未来试卷：这么大的新增资产，成熟以后到底能赚多少。

09 | 估值与安全边际

9.1 | 0.34 倍 PBR 为什么看起来很便宜，却又可以长期存在

2026 年 8 月 27 日兼房收盘 775 日元，市场数据对应 PBR 约 0.34 倍、公司预测 PER 约 12 倍。

如果只看 PBR，会产生强烈的“资产打三折”感觉。但资产负债表拆开以后，约 317.5 亿净资产并不是一箱可以马上分掉的现金：第一季度现金约 78.4 亿，同时存货合计约 86.1 亿，有形固定资产约 151.7 亿，另外还有应收、投资和其他经营资产。

也就是说，市场折价的对象是一个需要大量库存和生产资产才能运转的资本系统，而不是纯现金壳。

9.2 | 一个粗略计算说明：5%营业利润率为什么远远不够“毕业”

用 2027Q1 净资产约 317.5 亿，加上约 30.8 亿有息借款，再减去约 78.4 亿现金，粗略得到约 270 亿日元的投入资本。这个算法只是研究敏感性，不是公司披露的正式 ROIC。

若销售 220 亿：

假设营业利润率	营业利润	按 30%税率粗略折算税后营业利润	对约 270 亿粗略投入资本的回报
---------	------	-------------------	-------------------

5%	11.0 亿	约 7.7 亿	约 2.9%
7%	15.4 亿	约 10.8 亿	约 4.0%
9%	19.8 亿	约 13.9 亿	约 5.1%

这张表最重要的不是精确到小数点，而是数量级：如果资本规模不变，5%营业利润率更像止损线，而不是资本效率毕业线；即使 9%，回报也只是刚开始接近更有竞争力的水平。

所以重估有两条路：利润率明显提高，或者投入资本明显下降；最好两者同时发生。

9.3 | 三种情景不是猜股价，而是看折价什么时候有理由改变

悲观情景：Q1 主要是日本产能利用率和时点改善，全年回到 5%左右；海外扩张继续吃资本，ROE 维持 3%附近。此时 0.3 倍级 PBR 并不奇怪。

基准情景：日本恢复较稳定，集团营业利润率逐步站到 6%—7%，越南和美国利润质量改善，现金流恢复，但资本政策变化有限。折价有条件收窄，但不会自动消失。

乐观情景：营业利润率回到历史 7%—9%或更高区域，同时新增资本回报被证明、低回报资产被压缩或资本返还更积极，ROE/ROIC 开始出现明确上移。只有这种“分子和分母同时改善”，才真正支持估值体系改变。

安全边际来自真实工业耗材生意、强资产负债表和低估值；价值陷阱则来自好资产长期赚不到足够高的股东回报。

10 | Kabugami 技术结构

价格研究采用完整长期历史，并以 2026 年 8 月 27 日最近完整交易日收盘 775 日元为当前观察点。技术状态先由价格系统独立形成；Q1 业绩只在其后用于观察公开事件后的真实价格响应。

10.1 | 技术问题：2026 年的上涨，是新的长期价格区域，还是又一次上沿脉冲

5984 在 2008 年金融危机后形成了很长的低位价格历史。2009—2013 年多数时间在约 450—700 日元；2014—2015 年曾两次向 1,000 日元以上扩张，但 2016 年又回到 607—753。2017—2019 再次上探 970—1,139，2020 年最低又回到 545、年末 586。

这段历史最重要的特征不是“永远横盘”，而是：向上脉冲并不少，但价格在更高区域持续稳定运行的能力一直不强。

10.2 | 2020 以后，600—900 日元仍是最有记忆的主要运行区间

2021 年最低 581、年末 672；2022 年最高 925、年末 781；2023 年年末 712；2024 年最高 932，却年末 668；2025 年最低 624、年末 706。

2026 年 1 月价格从 712 附近快速抬升，2 月最高到 940、月末 888，看起来再次接近突破历史上沿；但 3 月月末迅速回到 756，5 月最低又到 698、月末 722。

因此纯价格证据仍然更支持：900—940 附近是反复出现的上沿记忆，600—900 仍是 2020 年以来最有支配力的主要运行区间。

10.3 | 今年真正的新变化，是 698 以后没有继续向下扩张

5 月触及 698 以后，6 月月末 725、7 月 735，8 月到 27 日为 775。短期低点没有继续向 600 低位扩张，价格重心开始从 700 附近缓慢抬高。

这是一条真实改善，但证据级别仍然有限。它说明区间内部的回复力增强，不等于长期价格层级已经迁移。

如果未来只是再次触及 900—940 后快速回到 700 附近，历史失败脉冲的记忆仍然有效。

10.4 | Q1 利好之后，市场没有完全吐回，但也没有重新定价

纯价格状态形成以后，再看 8 月 6 日 Q1 事件：8 月 5 日收 732；8 月 6 日最高 780、收 758，成交量明显放大；8 月 7 日收 754。随后价格没有把事件高度全部吐回，而是逐步到 8 月 21 日 771、8 月 27 日 775。

这说明市场并非完全无视利润改善。好消息带来的约 20—40 日元抬升得到了一定保留，事件后的价格位置比事件前更高。

但 775 依然处于长期主要运行区间内部，离 2 月 940 高点和历史上多次失败的 900—1,000 区域仍有明显距离。因此目前最准确的跨域判断是：

基本面改善领先，价格只做了部分确认。

10.5 | 当前技术状态：区间内部韧性改善，长期迁移未成立

当前不需要再等一个“金叉”或再碰一次 940 来下结论。真正有信息量的升级条件是：价格离开 900 附近上沿以后，经历一段有意义的回抽和时间检验，仍然能在明显更高区域反复稳定运行，而不是重新深入 700 附近旧区间。

相反，如果后续又快速回到 700 上下并长期停留，就说明 2026 年的上涨仍然属于长期区间内部的脉冲与恢复。

技术分维持 2.5/6。它只表示市场尚未确认长期定价层级改变，并不否定兼房的产品质量。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 真正需要担心的，不是公司会不会破产

兼房 81% 以上的自己资本比率和大量现金，使传统财务危机风险很低。真正的长期风险反而更安静：

- 日本利润恢复，但美国、欧洲、中国、巴西增长不能转化成利润；
- 越南等新增工厂长期达不到足够资本回报；
- 钨和其他稀有材料供应紧张，库存和成本继续上升；
- 价格传导慢于原材料和关税上涨；
- 业务选择和集中停留在计划层面，低回报业务/资产没有退出；
- 家族与稳定股东结构使资本返还速度长期偏慢；
- 营业利润率回到 5% 以后就停止改善，ROE 仍停在 3% 左右。

11.2 | 真正的催化剂也不只是“下一次利润增长”

最有价值的正面证据是：日本之外的区域利润率开始跟上销售增长；越南利润相对资产规模明显抬升；公司公布清晰的 ROE/ROIC 或资本成本目标；经营现金流重新跟上利润；出现有意义的资产压缩、政策持股出售、回购或其他资本返还；战略产品开始披露可验证的销售和盈利贡献。

价格方面，只有离开 900 附近历史上沿后还能在更高价格区域稳定下来，才会构成技术层面的同步确认。

12 | Insight / 反常识发现

12.1 | 最重要的同行发现：利润率不是唯一按钮

天龙制锯 12.9%营业利润率却只有 4.0% ROE，是本轮最有价值的反证之一。它证明这个行业可以有优秀的产品利润率，同时仍然因为资本太厚而给股东较低回报。

因此兼房未来即使把营业利润率恢复到 7%—9%，也不能自动判定估值问题解决。资本效率至少有两个按钮：经营利润率 + 资本配置。

12.2 | 兼房的全球利润地图和全球资产地图不是同一张图

FY2026 分部数据给出了一个非常有意思的方向性比较。下表的“分部利润÷分部资产”不是正式 ROIC，因为分部资产包含内部结构和会计分配，只用于观察资本占用与盈利的相对关系：

FY2026	分部利润	分部资产	粗略利润/资产
日本	3.11 亿	309.8 亿	约 1.0%
印尼	3.99 亿	55.0 亿	约 7.2%
美国	0.83 亿	16.2 亿	约 5.1%
欧洲	0.41 亿	14.7 亿	约 2.8%
中国	0.06 亿	21.8 亿	约 0.3%
巴西	-0.22 亿	7.7 亿	亏损
越南	0.96 亿	73.2 亿	约 1.3%

最值得注意的是越南：资产规模已经明显大于印尼，却仍处于低利润爬坡阶段。它可能是未来最重要的增长工厂，也可能成为新的资本回报拖累。同一笔资本到底属于“尚未成熟的好投资”还是“长期低回报资产”，现在还不能下结论。

12.3 | 钨危机让“环保技术”突然有了资产负债表意义

公司早就研究减少稀有金属使用、延长刀具寿命和局部使用硬质合金。过去这些内容容易被投资者归到 ESG 或技术介绍里。

但当中国出口限制让钨供应真正变得不稳定以后，这些技术开始直接连接到采购安全、库存需求、成本和交期。也就是说，一个原本看起来和估值关系不大的研发方向，可能变成供应链韧性的一部分。

现在缺的不是故事，而是量化：到底少用了多少钨、覆盖多少收入、能否形成成本优势。这个 UNKNOWN 值得保留，而不是用想象补上。

12.4 | 过去的 10%利润率目标被压到 5%，既是失败记录，也可能是一次变得现实

2023 年发布的上一轮中期计划曾把 2025 年度目标设为销售 230 亿、营业利润 23 亿、营业利润率 10%、ROE 5.5%以上；后来目标多次下修，最终变成销售 200 亿、营业利润 10 亿、利润率 5%、ROE 2.3%以上。实际结果是销售 209.4 亿、营业利润 10.9 亿、利润率 5.2%、ROE 3.3%。

表面上看，这是目标大幅缩水；但另一个解释也值得保留：管理层开始承认现实，不再用一个无法兑现的 10%目标掩盖资本效率问题。

真正的判断点因此变得更清晰：如果 5%只是修复后的底线，后面继续往 7%—9%走，这是好事；如果 5%变成新的长期满意线，那就很难支撑更高资本回报。

12.5 | 近 30 年没有靠增发扩张，问题不是稀释，而是留存资本怎么用

发行股份总数自 1997 年以后没有增加，这对一个长期全球扩产的制造企业并不常见。

因此兼房的资本问题不是“不断向股东融资然后稀释”，而恰恰相反：公司把赚到的钱长期留在体系里，再用这些钱建设库存、设备和海外工厂。

这使未来的核心问题更尖锐：这些留存资本到底创造了什么新增回报？如果答案越来越清楚，低 PBR 会变得有吸引力；如果答案始终模糊，低 PBR 本身就是市场对长期资本沉淀的价格。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 下一份财报先看五个问题，而不是先看净利润同比

公司目前计划 2026 年 11 月 9 日公布 2027 财年第二季度（中间期）业绩。下一次 Review 优先看：

- 1. 日本营业利润率是否继续保持，而不是 Q1 产能利用率的一次性弹性；
- 2. 美国销售增长能否在关税和集团采购价之后重新留下利润；
- 3. 中国、巴西能否结束亏损，越南利润能否快于资产继续增长；
- 4. 库存、经营现金流和自由现金流是否重新跟上利润；
- 5. 全年 11 亿营业利润指引是否上修，或者公司解释为什么 Q1 高完成率不能外推。

13.2 | Research Debt：现在公开资料还回答不了的五件事

- 产品 × 地区的真实新增 ROIC。公司没有披露战略产品和各地区的投入资本回报，尤其越南成熟后的回报率仍未知。
- 2027—2028 明确的 ROE/ROIC 门槛。新中期计划把 ROE 列为主要 KPI、强调资本成本以上收益，但具体数值目标仍待公司后续更新。
- 电动车、半导体和新材料刀具到底贡献多少收入与利润。战略方向明确，经济规模未披露。
- 稀有金属节约技术到底降低多少钨使用和成本。逻辑成立，量化证据缺失。
- 原材料、关税与售价之间的传导时滞。美国 Q1 已经出现销售增长但利润被挤压，未来能否提价修复仍需真实季度数据。

这些不是报告缺陷，而是下一次 Review 应该从哪里开始。

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	17.0	18	自己资本比率 81.7%、现金充足、负债压力低；防御性很强
护城河与行业地位	15.5	18	耗材复购、应用工程、再研磨和工艺积累真实；全球地位部分仍主要来自公司自述
盈利质量与现金流	10.5	14	Q1 利润弹性强，但地区质量分化，FY2026 经营现金流弱于利润，历史还有资产出售收益干扰
产品 / 供应链 / 客户结构	12.0	14	无单一客户 ≥ 10%，终端分散；钨供应风险真实，技术减材具潜在战略价值
估值与安全边际	10.0	12	PBR 约 0.34 倍、PER 约 12 倍，但资产高度

			经营化，低估值需资本效率改善才能兑现
资本政策	5.0	10	长期无明显稀释、派息率目标提高；但回购和分母压缩弱，新增资本回报缺少明确门槛
治理	5.5	8	控制较集中、内部经营延续性强；业务取舍和资本成本意识需要用真实退出/配置动作证明
技术结构	2.5	6	区间内部韧性改善，但900—940附近历史上沿仍有效，长期价格层级迁移未成立
Total	78.0	100	A

15 | 来源与 Compliance

15.1 | 公司与法定一手资料

1. 兼房 | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信（2026-08-06）

<https://www.kanefusa.co.jp/assets/asset/202608/20260806kessantanshin4651.pdf>

2. 兼房 | 第 78 期 有価証券報告書（2026-06-22）

<https://www.kanefusa.co.jp/assets/asset/202606/20260622yuho7967.pdf>

3. 兼房 | 2026 年 3 月期 決算短信（2026-05-12）

<https://www.kanefusa.co.jp/assets/asset/202605/20260512kessantanshin.pdf>

4. 兼房 | 「2035 年のありたい姿」と中期経営計画（2026 年度～2028 年度）

<https://www.kanefusa.co.jp/assets/asset/202605/20260512aritaishugatatochuukikeieikeikaku.pdf>

5. 兼房 | 2024 年 3 月期 第 76 期中間報告書／旧中期计划目标

<https://www.kanefusa.co.jp/ir/library/reports/7601.html>

6. 兼房 | 超硬合金素材を使用した工具の供給体制について（2026-03-04）

<https://www.kanefusa.co.jp/news/info/000646.html>

7. 兼房 | 中国輸出規制に伴う当社製品に関する影響（2025-03-20）

<https://www.kanefusa.co.jp/assets/asset/202503/20250320yusyutukisei5836.pdf>

8. 兼房 | 技術サポート／AE・切削試験・再研磨

<https://www.kanefusa.co.jp/support/engineer.html>

9. 兼房 | 会社概要・事業内容

<https://www.kanefusa.co.jp/aboutus/outline/>

15.2 | 同行与市场对照

10. 天龙制锯 | 2026 年 3 月期 決算短信 (2026-05-14, JPX)

<https://www2.jpx.co.jp/disc/59450/140120260513528751.pdf>

11. 天龙制锯 | 中期経営計画 (2024 年度～2026 年度) 数值目标修正／资本效率目标

<https://www.tenryu-saw.com/websystem5/attach/irplans/0/1778739747fEXY.pdf>

12. Yahoo!ファイナンス | 5984 价格历史、PER/PBR

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5984.T/history>

13. 株探 | 5984 月度价格历史

<https://s.kabutan.jp/stocks/5984/historicalprices/monthly/>

15.3 | 研究边界

- 公司关于“国内第一、全球领先”等竞争地位表述，在没有当前独立第三方份额资料充分验证时，仅按公司自述使用，不升级成独立事实。
- 分部利润÷分部资产只用于方向性观察，不等同于正式 ROIC；报告中的约 270 亿投入资本和对应税后营业回报属于透明敏感性估算，不是公司披露 KPI。
- 2026-08-28 为本次 Research Review 资料截止日；市场价格使用最近完整交易日 2026-08-27 收盘 775 日元。
- 稀有金属节约技术的实际钨节约量、覆盖收入和成本优势没有公开量化，因此保持 Research Debt。
- 电动车、半导体和新材料高精度刀具的独立销售额与利润尚未公开，因此不把战略方向当成已兑现盈利。
- 本报告用于独立研究和信息整理，不构成投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价或收益保证。

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。