

2802 味の素株式会社 (Ajinomoto Co., Inc.)

Kabugami V3.2 73.15/100 · B+

这家公司是做什么的

味の素已经不是“食品公司顺便卖一点半导体材料”：食品提供品牌与现金底座，ABF等Functional Materials正用极高利润率改变集团利润结构。

最近亮点

FY2026 Q1销售4,121亿日元、事业利益601亿，分别同比+13.2%和+27.3%；Functional Materials销售同比154%、事业利益177%，公司因此上调全年销售与事业利益预测。

资料截止 2026-09-09 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-09
研究规则版本 SHA	9f74cb806efa30ab137587718409e296ff4206ee
评分版本	V3.2
发布源 SHA	ed6eaa438a5d1d819520169f249c86dbdf4c9cf4
交付代码版本 SHA	44fda91af8ef13c41ed9cb94a65f153b6fc748ca
交付运行时指纹	ddb569196f35e376aa9ae4b537e8dafa073d6a8acc6b1d1b557b06dfa6a936da

先看研究要点

为什么值得研究	ABF 自推出以来公司披露全球份额维持 95% 以上；客户共同开发、性能与价格同步设计、先进封装面积和层数增加共同形成强护城河。Functional Materials FY2025 利润率已超过 50%，FY2026 Q1 产品组合继续改善。食品业务仍提供规模、品牌和高 ROIC 底座。
最需要担心什么	当前约 39 倍公司预测 PER、约 6.3 倍 PBR、预期股息率约 1%，安全边际薄；Q1 经营现金流同比下降而融资现金流大幅为正，母公司归属权益比率降至 39.9%。冷冻食品利润仍受原料、物流和召回恢复拖累，ABF 高度暴露 AI/HPC 资本开支周期且替代材料仍在发展。
Kabugami 现在怎么看	真正的投资问题已经从“味の素是不是好公司”变成“ABF 稀缺性、产品组合升级与 AFT 一体化能否让集团 ROIC 和现金流增长快到足以追上当前高估值”。现有证据显示答案正在向正面移动，但市场也已经认识到这一点。当前最合理的姿态是承认护城河和盈利结构升级，同时拒绝把 95% 份额直接等同于任何价格都值得买。

01 | 这次真正要回答的问题

1.1 | Investment Question：ABF 能不能把集团资本回报推到估值前面

本次 Review 从当前公司结构重新开始，而不是沿用上一份报告的“食品 + 科技”标签：

味の素是否正在真正变成一个由电子材料驱动的高 ROIC 复利集团——ABF 的稀缺性、产品组合升级和 AFT 一体化，能否让集团 ROIC、EPS 和自由现金流增长快于当前约 39 倍预测 PER 所隐含的期待；还是市场已经把未来数年的 AI 材料利润提前资本化，而成熟食品与低回报资产仍占据集团大部分资本？

这决定了现在是“高质量但仍有上行空间”，还是“高质量已经被高价格充分认识”。

相关研究发现：F001·F010

1.2 | 本次 Open Discovery 发现的关键变化：ABF 不是只靠量增长

2026 年 6 月电子材料说明会给出了比“AI 需求强”更重要的机制证据。ABF 针对客户从开发阶段共同设计，性能和价格同步优化；先进封装继续变大、层数增加，单块基板使用的 ABF 也增加。与此同时，新一代高附加值产品占比提升，把 Functional Materials 利润率从 FY2018 约 30%推到 FY2025 超过 50%。

因此增长来自三层叠加：AI/HPC 终端数量增加 × 单个先进封装材料用量增加 × 高附加值产品组合提高单价/利润率。

这比单纯押注“服务器数量增长”更强，也解释了为什么 Q1 Functional Materials 销售 154%、事业利益 177%。

相关研究发现：F002·F003·F004

02 | 公司本质：两个经济系统正在重新分配利润权重

2.1 | 食品不是旧业务包袱，而是高回报底座

调味料、食品、咖啡、汤料和 Solution & Ingredients 依靠品牌、配方、本地化渠道、规模采购与提价能力赚钱。Q1 Seasonings and Foods 销售和事业利益继续增长；公司披露该板块 FY2025 ROIC 约 20.8%，明显高于其约 8%的 WACC 参考值。

这意味着味の素不是靠低回报食品业务给半导体故事“凑规模”。核心食品本身仍是一个高资本回报的现金底座。

相关研究发现：F005·F008

2.2 | 真正拖后腿的是冷冻食品，而不是所有食品

冷冻食品 Q1 日本和海外都出现利润下降：日本受原料和物流成本影响，海外还受到产品召回恢复延迟影响。公司给出的 FY2025 ROIC 只有 0.1%，剔除临时因素约 5.3%，与约 5%的 WACC 接近。

所以集团内部资本效率差异很大。不能用 ABF 的 50%+利润率覆盖低回报资产，也不能用冷冻食品的弱项否定核心食品和电子材料。

相关研究发现：F006

03 | ABF 护城河：为什么 95%份额不是一句营销口号

3.1 | 共同开发让材料进入客户设计流程

公司披露 ABF 自推出以来维持 95%以上市场份额。更重要的是，ABF 不是标准货架商品：从客户产品开发阶段起，味の素会针对芯片用途和要求共同优化性能，同时讨论达到性能所需的价格和成本。

这种模式把竞争从“谁能做出一张绝缘膜”变成“谁能长期在客户开发流程里按下一代封装要求快速迭代并稳定量产”。一旦材料、工艺参数和可靠性验证共同固化，替换成本会显著高于普通化工原料。

相关研究发现：F002·F003

3.2 | AI 不仅增加芯片数量，还增加每块基板用料

先进封装从 PC 时代的较小基板与较少层数，走向 HPC/AI 的大面积、多层结构。公司 2026 年说明会展示，代表性结构从过去约 3 层向 9、11、13 层演进，面积也继续扩大。

这使 ABF 拥有一个很稀缺的“强度增长”机制：即使芯片数量不按同样速度增长，单个高性能封装也可能使用更多 ABF。

相关研究发现：F004

04 | 产能、竞争与技术替代

4.1 | 产能扩张存在，但不是无成本无限复制

AFT 在 2025 年完成 Gunma 新厂的先进 ABF varnish 产线，约投资 100 亿日元；2023—2030 年相关投资预算约 250 亿日元。公司还取得岐阜可儿市土地，计划作为川崎、群马之后的第三生产基地，目标通过 DX 达到接近群马工厂的生产能力，并兼顾 BCP 分散。

这说明管理层正在为 2030 及以后准备容量，但也说明供给不是按需求按一下按钮就能增加。材料开发、设备、质量与客户验证共同限制扩产速度。

相关研究发现：F007

4.2 | 95%不是永恒权利：替代路线必须保留为反证

外部产业资料显示，其他材料厂商仍在开发 build-up dielectric film，玻璃基板等先进封装路线也在演进。目前没有证据显示这些路线已经在高端大规模量产中取代 ABF，但“客户永远没有第二选择”同样没有证据。

因此最合理的护城河判断是：当前极强，替代速度 UNKNOWN。真正值得警惕的不是某个实验室宣布新材料，而是大型基板厂开始以可观察规模通过认证并转移订单。

相关研究发现：F003·F012

05 | Q1 盈利结构：利润正在比销售更快向高价值业务移动

5.1 | 集团 Q1 不是只有汇率抬升

FY2026 Q1 销售 4,121.05 亿日元，同比+13.2%；事业利益 601.16 亿，同比+27.3%。公司拆分的事业利益变化中，销量带来的毛利增加、毛利率改善和 Functional Materials 均有真实贡献，同时也承担了人力、营销、研发投入增加。

Healthcare and Others Q1 事业利益同比+63.3%，成为最强利润增量；公司把该板块全年销售预测上调 90 亿、事业利益上调 50 亿，集团全年事业利益预测提高到 2,020 亿日元。

相关研究发现：F001·F009

5.2 | AFT 并入母公司是组织动作，不是凭空创造利润

公司计划 2027 年 4 月 1 日吸收合并 Ajinomoto Fine-Techno。AFT FY2025 销售 983.83 亿日元、营业利润 530.12 亿，利润密度极高。

吸收合并可能减少集团内边界、强化研发与资本配置协同，也可能产生正向税务效果；但这些只是潜在组织效率。AFT 本来就在集团合并范围内，所以不能把“合并”本身包装成新的集团利润来源。

相关研究发现：F010

06 | 现金流、资产负债表与资本效率

6.1 | 五年现金创造能力很强，Q1 却提醒不能只看事业利益

FY2022—FY2025，年度经营现金流分别约 1,456、1,176、1,681、2,099、2,394 亿日元，长期现金创造能力强。FY2025 全集团资产事业利益率 10.3%，ROE17.7%。

但 FY2026 Q1 经营现金流只有 184 亿日元，低于上年同期 304 亿；投资现金流为-225 亿，而融资现金流转为+936 亿，季末现金增至约 1,970 亿。母公司归属权益比率则从 FY2025 末 42.5%降至 39.9%。

一个季度现金流受营运资本、收购与融资时点影响很大，不能直接判定恶化；但高估值公司最需要的恰恰是“利润变现金”的连续证明，因此 Q1 现金转化是必须继续追踪的反证。

相关研究发现：F009·F011

6.2 | 集团层面 ROIC 仍高于 WACC，但板块差异决定下一轮价值创造

公司 Q1 资料给出的 FY2025 集团 ROIC 约 11.8%，参考 WACC 约 7%；FY2026 全年 ROIC 预测约 11%。Healthcare and Others FY2025 ROIC 约 12%、参考 WACC 约 8%，公司预计 FY2026 约 15%；Seasonings and Foods 则约 20.8%，远高于约 8%的 WACC。

因此资本配置的真正问题不是“集团有没有赚到资本成本”，而是新增资本是否持续流向高回报业务，同时低回报冷冻食品能否改善或收缩资本占用。

相关研究发现：F006·F008

07 | Bio-Pharma：第二条增长腿仍需要独立证明

7.1 | CDMO 正在改善，但还不能享受 ABF 同等级确定性

Q1 Bio-Pharma Services 整体收入和利润增长；小分子和 Forge 基因治疗增长，Forge 亏损收窄，公司目标本财年达到 EBITDA 盈利。AJIPHASE 因出货时点收入利润下降，但符合计划，公司预计 Q3 改善。

这是一条真实的成长路线，但项目时点、产能利用、技术平台商业化和并购整合都比 ABF 更不稳定。当前不应把 Healthcare and Others 的高增全部归因于一个统一护城河。

相关研究发现：F011

08 | 资本配置、股东回报与治理

8.1 | 股东回报在增加，但高价回购要看机会成本

FY2026 公司预测全年分红 50 日元，按 5,084 日元约 1%股息率。2025 年 11 月启动的回购计划上限 3000 万股、800 亿日元，并计划全部注销；截至 2026 年 8 月底累计回购约 1,462 万股、636.7 亿日元。

注销回购能提高每股权益，但当估值已经很高时，回购的资本效率不能自动视为优秀。应该和继续投资 ABF 高回报产能、偿债、并购以及分红的机会成本一起比较。

相关研究发现：F013

8.2 | 治理结构成熟，真正的挑战是跨业务资本纪律

味の素采用指名委员会等设置公司，监督与执行分离；董事会强调独立监督、多样性和风险管理。股权也高度机构化，外国投资者与金融机构合计占大多数，没有控制股东。

当前没有发现足以改变投资结论的重大治理缺陷。更重要的治理问题是：管理层能否在品牌食品、低回报冷冻食品、ABF、CDMO 和股东回报之间持续做高质量资本配置。

相关研究发现：F014

09 | 估值：好公司已经不是秘密

9.1 | 公司预测利润口径下，市场已经在付未来的钱

9 月 9 日东证收盘 5,084 日元。按公司 FY2026 预测 EPS 约 129.84 日元，预测 PER 约 39 倍；以 FY2025 末 BVPS 约 804 日元粗算，PBR 约 6.3 倍；全年 50 日元分红对应约 1%收益率。

即使承认 ABF 拥有极强护城河，这些倍数也意味着市场已经要求未来多年利润保持很高的质量和增长。这里没有低 PBR 资产股那种“只要不坏就能赢”的缓冲。

相关研究发现：F015

9.2 | 高估值并不等于一定贵，关键是集团利润结构能否继续迁移

如果 Functional Materials 继续以明显高于集团平均的利润率和 ROIC 增长，ABF/AminoScience 在总利润中的占比继续提高，那么今天按全集团计算的 39 倍 PER 可能逐步被更高质量的利润结构消化。

相反，如果 AI 资本开支降速、ABF 增量放缓，而成熟业务重新主导增长，市场会重新把公司当作全球食品集团定价，估值压缩就会成为主要风险。

相关研究发现：F001·F015

10 | Kabugami 技术结构

10.1 | 纯价格历史：旧状态已经被长期离开

不使用基本面、Owner 图或单一技术指标，只看价格。2020 年味の素年末约 1,168 日元，随后 2021 约 1,748、2022 约 2,015、2023 约 2,720、2024 约 3,226、2025 约 3,317。长期价格重心连续抬升，旧的 1,000—2,000 日元体系已经被明显离开。

这不是一次短反弹，而是跨多个年度的状态迁移。

相关研究发现：F016

10.2 | 2026 是一次强扩张后的第一次大保持测试

2026 年最低 3,270 日元，7 月最高 6,340，9 月 9 日收 5,084。当前价格较年内高点回撤约 20%，但仍高于 2025 年 4,544 的年度高点，也远高于 2026 年初低位。

因此这次回撤目前没有把价格重新吸回旧状态。对 Kabugami 而言，这比“是不是已经回到前高”更重要：新状态经历了明显压力，但暂时保留。

相关研究发现：F017

10.3 | 为什么 Technical 不是满分

6,340 之后的回撤幅度已经足够大，说明高位存在真实供给；当前也尚未重新越过 7 月高点。只有后续再次扩张并能在更高区域保持，才能确认 2026 这一轮价格发现已经完成。

纯价格判断：Old-state weakening = STRONG；New-state established = STRONG；但最新高位扩张的长期保持 = 尚未完全确认。Technical 取 83。

相关研究发现：F016·F017

11 | 接下来真正值得看的验证点

11.1 | 最重要的四件事

1. Functional Materials 增长是否继续来自量、单基板用量和高价值 mix 三者，而不是单一 AI 抢货周期；
2. 集团 ROIC 是否维持显著高于 WACC，尤其 Healthcare and Others 能否从约 12%继续走向公司预测的 15%；
3. Q1 偏弱的现金转化是否在 H1/FY 恢复，融资增加是否只是时点而非结构性资金依赖；
4. 冷冻食品是否从接近资本成本的回报水平真正改善，而不是让高回报 ABF 补贴低回报资产。

相关研究发现：F004·F006·F009·F011

11.2 | 最有信息价值的外部反证

真正改变 ABF 护城河判断的外部证据会是：大型高端基板客户通过另一种 build-up film 或新基板架构的量产认证，并出现可观察的份额迁移。实验室材料、概念产品或单一媒体“替代将至”都不足以证明护城河已经破坏。

相关研究发现：F012

12 | Research Debt、UNKNOWN 与反证

12.1 | 客户集中度是最重要的未披露变量之一

公司公开披露 ABF 市场份额、共同开发机制和用途，却没有给出足以构造完整风险分布的客户级收入、利润和合同集中度。高端半导体基板行业本身客户数量有限，因此 95% 市场份额既是护城河，也可能把少数大型客户和终端资本开支周期集中到同一利润池。

我们保留这个 UNKNOWN，不用“95% 份额”代替客户集中度研究。

相关研究发现：F003·F012

12.2 | ABF 价格与真实增量回报没有被完整拆开

公司披露产品 mix 改善和利润率超过 50%，但没有公开足够颗粒度让外部投资者把每一代 ABF 的单位售价、原料成本、良率、客户价格弹性和增量 ROIC 逐项拆开。

这不妨碍确认“利润率在上升”的事实，却限制了我们对未来利润持续性的精确外推。

相关研究发现：F004

12.3 | 这些问题今天不值得无限搜索

对客户级经济性、未来替代认证、下一代 ABF 价格弹性和 Q1 融资变化的持续性，今天已经没有公开的高 VOI 下一步能够把 UNKNOWN 变成确定事实。继续搜索更容易增加噪声而不是改变核心判断。

因此 Research Stop 成立；未知项保留到下一次真实披露或产业验证，而不是为了“报告更厚”制造确定性。

13 | Full Synthesis：真正的价值创造链在哪里

13.1 | Durable Business Portrait

味の素拥有两类很不一样但都真实的长期资产：一类是全球食品品牌、配方、渠道和本地化运营；另一类是从 AminoScience 和精细化学延伸出来的材料、分析、质量保证和客户共同开发能力。

ABF 之所以重要，不是因为“食品公司跨界 AI”的故事感，而是因为这套材料能力已经通过 95%+ 份额、客户共同开发、50%+ Functional Materials 利润率和持续产品升级得到经营验证。

13.2 | 本次 Research Dividend

本次最重要的新理解不是“ABF 增长很快”，而是看清了增长强度机制：AI 封装不仅增加需求数量，还让基板面积和层数扩大，使单个高性能封装使用更多 ABF；与此同时新产品 mix 把利润率从约 30%推到 50%以上。

这意味着 ABF 有可能在终端数量增长之外继续获得“单位内容价值”增长。它比单纯依赖服务器出货量的逻辑更耐久，也是本次 Review 对旧结论最重要的增量。

相关研究发现：F004

13.3 | Frozen Full Synthesis Map

主链：食品品牌/渠道产生稳定高 ROIC 利润 → AminoScience 研发和资本投入 → ABF 客户共同开发与高端认证 → AI/HPC 基板面积/层数增加 + 新产品 mix 提升 → Functional Materials 利润与 ROIC 高于集团平均 → 集团利润结构向高价值业务迁移 → EPS/FCF 增长 → 高估值被盈利消化。

反链：AI/HPC 资本开支降速或替代材料通过认证 → ABF 量/价/mix 增长放缓 → 冷冻食品与其他低回报资本重新拖累集团 → 高估值失去增长支撑 → 即使公司质量不差，股东回报仍可能被估值压缩。

现金链：事业利益增长必须最终转化为经营现金并覆盖增长投资、并购、回购和分红；若持续依赖更多融资维持这些动作，利润质量需要下调。

相关研究发现：F001·F006·F009·F011·F015

14 | Kabugami Score 评分卡

14.1 | V3.2 模块评分

模块	权重	判断强度	加权得分	核心理由
财务韧性与下行防御	13	75	9.75	年度 OCF 长期强、集团 ROIC 高于 WACC；Q1 权益比率下降和融资现金流转正需要继续验证。
竞争优势与结构耐久性	14	95	13.30	ABF 95%+份额、客户共同开发、高速研发和量产质量体系形成非常强的现实护城河；替代路线仍需监控。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	78	13.26	FY2025 OCF 与 ROE 强、Q1 事业利益增长 27%；但 Q1 现金转化弱于利润，板块 ROIC 差异明显。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	85	9.35	食品与 AminoScience 两套经济系统都清

				晰，ABF 内容价值增长机制优秀；客户集中度未充分披露。
估值与安全边际	15	25	3.75	约 39 倍公司预测 PER、约 6.3 倍 PBR、约 1%股息率，市场已提前支付大量成长。
资本配置与股东回报	10	70	7.00	高 ROIC 投资、分红和大规模注销回购并行；但高估值下回购机会成本与 Q1 融资增加值得折价。
治理、所有权与管理层	7	85	5.95	指名委员会等设置公司、独立监督和机构化股权结构较成熟；核心治理任务是跨业务资本纪律。
Kabugami 技术结构	13	83	10.79	2020 年以来多年价格状态持续上移，2026 约 20% 高位回撤仍守在 2025 高点之上；但尚未重夺 6,340。
Total	100		73.15	Rating B+

相关研究发现：F005·F008·F013·F015·F017

14.2 | 为什么强公司只有 73.15 分

V3.2 不把“公司好”和“股票在当前价格值得承担风险”混成一件事。ABF 护城河几乎把 Moat 推到上限，食品和集团 ROIC 也很强；真正压分的是估值安全边际，以及 Q1 现金转化和低回报冷冻食品留下的资本配置问题。

如果未来 Functional Materials 继续高增长、集团现金流追上利润，同时股价不再提前扩张倍数，Score 可以自然上升；反之，即使 ABF 业务继续优秀，估值再扩张也可能让 Score 下降。

15 | 来源、Research Findings 与 Compliance

合规与风险声明

本报告为 Kabugami.jp 公开研究记录，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价、收益保证或适合性判断；投资者可能损失部分或全部本金。

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景、技术结构或其他研究判断均可能因事实遗漏、资料时差、解释差异、模型错误、市场、流动性、信用、业务、技术、治理或资本政策变化而偏离实际结果。读者应阅读最新法定披露，并结合自身风险承受能力、资金期限及税务／法律状况独立决策。

15.1 | 本 Review 的方法与身份

- Research Producer：GPT Research Lane。
- Research Review：2026-09-09。
- Research Authority SHA：9f74cb806efa30ab137587718409e296ff4206ee。
- Coverage35 Method Epoch：structured-deep-research-v1。
- ResearchSynthesis Method Epoch：full-synthesis-map-v1。
- EditorialRouting Method Epoch：loss-preserving-routing-v1。
- Score Version：V3.2。
- 2026-08-22 V3.1 Review 保留为不可改写的历史记录；本次不是 patch，也没有继承旧 Score、旧 Action 或旧 Synthesis。
- 上一 Review 的 Owner chart inbox attachment 2536 属于上一 Review 身份，本次新 Review 不继承；当前 Owner Media 为 text-only / null。
- Open Discovery 先于 Coverage35，先形成公司特定 Investment Question，再对固定覆盖面逐项做第二层本公司研究动作；没有用 Coverage 清单决定公司故事。
- Coverage35 已覆盖业务经济、产品/客户、竞争、供应链、行业、财务、现金流、资本效率、资产负债表、治理、股东结构、资本配置、分红回购、估值、监管/风险、可持续性物质项、市场结构和外部替代等全部固定边界；弱材料未被强行升级成 Findings。
- Technical 在纯价格事实下独立形成，之后才进入 Protected Technical Synthesis；未使用基本面、Owner 图或单一指标倒推。
- Research Stop 先于 Synthesis：客户集中度、替代认证、ABF 单位经济和 Q1 融资持续性等高价值 UNKNOWN 已保留为 Research Debt，今天没有合理公开路径继续消除。
- Frozen Full Synthesis Map 在 Score 之前完成；Score 没有反向决定研究问题、证据强度或 Findings。

15.2 | 主要公开来源

1. Ajinomoto | FY2026 Q1 Results Presentation (2026-08-06)

https://www.ajinomoto.co.jp/company/en/ir/event/presentation/main/011111113/teaserItems1/01/linkList/00/link/FY26Q1_Presentation_E.pdf

2. Ajinomoto | FY2026 Q1 Financial Statement (2026-08-06)

<https://www.ajinomoto.co.jp/company/en/ir/event/presentation.html>

3. Ajinomoto Fine-Techno | Growth Strategy for the Electronic Materials Business (2026-06-30)

https://www.ajinomoto.co.jp/company/en/ir/event/business_briefing/main/011117/teaserItems1/01/linkList/03/link/20260630_presentation_E.pdf

4. Ajinomoto | FY2025 Financial Indicators / Cash Flow

https://www.ajinomoto.co.jp/company/jp/ir/financial/ifrs_indicator1.html

5. Ajinomoto | Shareholder Returns

<https://www.ajinomoto.co.jp/company/jp/ir/stock/dividend.html>

6. Ajinomoto | Corporate Governance 2026

https://www.ajinomoto.co.jp/company/en/ir/strategy/corp_gov.html

7. Ajinomoto | ASV Report 2026 / IR Library

<https://www.ajinomoto.co.jp/company/en/ir/library/annual.html>

8. Ajinomoto | Annual Securities Report FY2025

<https://www.ajinomoto.co.jp/company/en/ir/library/report.html>

9. Ajinomoto | IR News / 2026-09-02 share repurchase progress

<https://www.ajinomoto.co.jp/company/en/ir/>

10. Ajinomoto | 2026-09-09 mayonnaise price revision / current food cost response

<https://www.ajinomoto.co.jp/company/jp/ir/>

11. StockAnalysis | 2802 historical/current market price (2026-09-09)

<https://stockanalysis.com/quote/tyo/2802/>

12. Kabutan | 2802 long-term yearly price history

https://s.kabutan.jp/stocks/2802/historical_prices/yearly/

13. Reuters Breakingviews | Ajinomoto ABF / activist and pricing context (2026-04-01 ; 仅作外部反证/市场背景，不替代公司事实)

<https://www.reuters.com/commentary/breakingviews/pallisers-spicy-bet-crystallizes-japan-ai-gambit-2026-04-01/>

15.3 | Research Findings : 正文与证据双向索引

展开本次 Review 的 17 项研究发现

F001 | 2802 的投资问题已经从食品稳定性转向高利润电子材料能否持续提高集团利润与资本回报权重。

研究类型：investment_question

来源研究：OPEN_DISCOVERY

普通股含义：高估值是否合理取决于利润结构迁移，而不只是集团销售增长。

不确定性：未来 ABF 在集团利润占比的持续速度未知。

证据：直接证据 | FY2026 Q1 Results Presentation。

回到正文：00 | 核心结论 · 01.1 | Investment Question · 13.3 | Synthesis

F002 | 公司披露 ABF 自推出以来全球市场份额维持 95% 以上。

研究类型：market_position

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股含义：这是极强的现实竞争地位，但不等于未来份额永不变化。

不确定性：客户级份额与未来替代速度未披露。

证据：直接证据 | 2026-06-30 Electronic Materials Business Briefing。

回到正文：01.2 | 关键变化 · 03.1 | 护城河

F003 | ABF 从开发阶段与客户共同优化性能与价格，使材料能力嵌入客户设计和认证流程。

研究类型：switching_cost_mechanism

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股含义：竞争门槛来自共同开发、工艺适配、质量与量产可靠性，而不只是配方专利。

不确定性：客户转换所需时间和成本未公开量化。

证据：直接证据 | 2026 Electronic Materials Briefing。

回到正文：03.1 | 共同开发 · 04.2 | 替代 · 12.1 | 客户集中

F004 | AI/HPC 封装面积和层数增加提高单个封装 ABF 用量，同时高价值产品 mix 把 Functional Materials 利润率从 FY2018 约 30% 推至 FY2025 超过 50%。

研究类型：content_growth_margin

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / SYNTHESIS

普通股含义：增长不只来自芯片数量，还来自单位内容价值和 mix。

不确定性：单代产品价格、良率和增量 ROIC 未完整披露。

证据：直接证据 | 2026 Electronic Materials Briefing。

回到正文：01.2 | 增长机制 · 03.2 | 单基板用量 · 13.2 | Research Dividend

F005 | Seasonings and Foods 不是低回报旧业务：FY2025 ROIC 约 20.8%，明显高于约 8% 参考 WACC。

研究类型：food_capital_efficiency

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：核心食品仍是高回报底座，不应被 ABF 叙事错误降级。

不确定性：原料通胀和提价对销量的未来弹性。

证据：直接证据 | FY2026 Q1 Growth Paths by Segment。

回到正文：02.1 | 食品底座 · 14.1 | Score

F006 | Frozen Foods 仍是组合里的资本效率弱点，FY2025 ROIC 仅 0.1%，剔除临时因素约 5.3%，Q1 利润继续受原料、物流和召回恢复拖累。

研究类型：counterevidence_low_return_asset

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：集团不能长期依赖 ABF 高回报掩盖低回报资产。

不确定性：提价和运营改善能否把 ROIC 持续拉离 WACC。

证据：直接证据 | FY2026 Q1 Results Presentation。

回到正文：02.2 | 冷冻食品 · 06.2 | ROIC · 13.3 | 反链

F007 | ABF 持续扩产但供给并非瞬时可复制：Gunma 新厂约 100 亿日元投资，2023—2030 预算约 250 亿，岐阜第三基地用于 2030 后增产与 BCP。

研究类型：capacity_supply

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：需求增长可转化为真实资本投入，但扩产也需要回报验证。

不确定性：各阶段实际开工时间、利用率和回报。

证据：直接证据 | 2026 Electronic Materials Briefing。

回到正文：04.1 | 产能

F008 | 集团 FY2025 ROIC 约 11.8% 高于约 7% 参考 WACC，核心食品和 Healthcare 均高于各自资本成本。

研究类型：capital_efficiency

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：集团当前确实创造经济利润，资本效率不是纯故事。

不确定性：FY2026 扩张投资、并购与融资后的持续 ROIC。

证据：直接证据 | FY2026 Q1 Growth Paths by Segment。

回到正文：02.1 | 食品 · 06.2 | ROIC · 14.1 | Score

F009 | FY2026 Q1 销售+13.2%、事业利益+27.3%，Functional Materials 销售 154%、事业利益 177%，利润增长明显快于集团销售。

研究类型：earnings_mix_shift

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：高利润业务的权重正在上升，当前重估有真实盈利基础。

不确定性：AI/HPC 需求周期长度。

证据：直接证据 | FY2026 Q1 Results Presentation。

回到正文：05.1 | Q1 盈利结构 · 06.1 | 现金流

F010 | AFT 计划 2027-04-01 并入母公司；AFT FY2025 销售 983.83 亿、营业利润 530.12 亿，但合并本身不创造新的集团利润。

研究类型：organization_integration

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：真正价值来自研发、税务和资本配置协同，而非会计边界变化。

不确定性：实际协同和税务效果尚未量化。

证据：直接证据 | FY2026 Q1 Results Presentation。

回到正文：00 | 核心结论 · 05.2 | AFT 合并

F011 | 年度现金创造强，但 Q1 OCF 降至 184 亿日元、融资 CF 转为+936 亿、权益比率降至 39.9%，现金转化需要后续确认。

研究类型：cash_conversion_counterevidence

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：高估值必须由持续现金兑现，不能只看事业利益。

不确定性：Q1 营运资本与融资时点影响尚不能外推全年。

证据：直接证据 | FY2026 Q1 Financial Statement；FY2025 Financial Indicators。

回到正文：06.1 | 现金流 · 07.1 | Bio-Pharma · 13.3 | 现金链

F012 | ABF 替代与客户集中是两个必须保留的 UNKNOWN：当前没有大规模高端替代证据，但外部替代材料和新基板架构仍在开发。

研究类型：material_unknown

来源研究：COVERAGE35 / RESEARCH_DEBT

普通股东含义：95% 份额应被视为当前事实，不应被外推成永久垄断。

不确定性：高端认证、客户份额和替代时间表未公开。

证据：公司市场份额披露 + 外部产业替代资料。

回到正文：04.2 | 替代 · 11.2 | 外部反证 · 12.1 | Research Debt

F013 | 公司持续提高股东回报：FY2026 预测分红 50 日元，回购计划上限 800 亿且全部注销，截至 8 月底累计回购约 636.7 亿日元。

研究类型：shareholder_return

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：每股价值获得支持，但高估值回购需要与高 ROIC 增长投资比较机会成本。
不确定性：剩余回购执行价格和未来资本需求。
证据：直接证据 | Shareholder Returns；2026-09-02 share repurchase progress。
回到正文：00 | 核心结论 · 08.1 | 股东回报 · 14.1 | Score

F014 | 治理结构成熟，没有发现足以改变本次投资结论的重大治理缺陷；核心治理任务是跨业务资本配置。

研究类型：governance

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：治理不是当前主要折价来源，但仍需用 ROIC 结果验证资本纪律。

不确定性：未来并购与低回报资产处置决策。

证据：直接证据 | Corporate Governance 2026；Annual Securities Report。

回到正文：08.2 | 治理 · 14.1 | Score

F015 | 5,084 日元按公司 FY2026 预测 EPS 对应约 39 倍 PER、PBR 粗算约 6.3 倍、股息率约 1%，安全边际明显弱于经营质量。

研究类型：valuation

来源研究：COVERAGE35 / SYNTHESIS

普通股含义：投资回报需要盈利追赶估值，而不是只靠倍数继续扩张。

不确定性：未来利润结构变化可能提高合理估值中枢。

证据：公司 FY2026 预测 + 2026-09-09 市场价格。

回到正文：09.1 | 估值 · 09.2 | 利润结构 · 13.3 | 反链

F016 | 2020—2025 长期价格重心连续抬升，旧的 1,000—2,000 日元价格状态已被多年离开。

研究类型：technical_history

来源研究：TECHNICAL

普通股含义：长期状态迁移比一次事件型突破更可信。

不确定性：未来大级别回撤尚未发生。

证据：纯价格 | Kabutan yearly history。

回到正文：00 | 核心结论 · 10.1 | 长期历史 · 10.3 | Technical

F017 | 2026 从 3,270 升至 6,340 后回撤约 20% 至 5,084，但仍站在 2025 年 4,544 年度高点之上，新状态通过了第一轮明显保持测试。

研究类型：technical_retention

来源研究：TECHNICAL

普通股含义：价格结构仍强，但未重夺 6,340 意味着最新高位扩张尚未最终确认。

不确定性：下一轮回撤/突破的保持行为尚未发生。

证据：纯价格 | 2026-09-09 current/historical market data。

回到正文：10.2 | 保持测试 · 10.3 | Technical · 14.1 | Score

15.4 | 最终 Research Stop 与可证伪条件

本次 Research Stop 不是因为“看得够多”，而是剩余高价值问题都需要未来新事实：客户级 ABF 经济、替代材料大规模认证、下一代产品实际价格/良率、Q1 现金与融资变化是否延续，以及 Frozen Foods 资本回报能否改善。

本 Review 最重要的可证伪条件：

- 正面证实：Functional Materials 继续高于集团平均速度增长，Healthcare ROIC 向 15% 推进，经营现金流重新追上利润，且集团不靠持续加杠杆维持投资与股东回报；
- 负面证伪：ABF 量/价/mix 任一核心驱动明显失速、出现真实高端份额迁移，或集团现金转化持续弱、低回报资产继续吞噬资本，而估值仍维持高位。

未来新事实到来时重新 Review，不为维持今天的 73.15 分解释新证据。

最后一页 | 合规与风险声明

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。