

4920 株式会社日本色材工業研究所 (Nippon Shikizai, Inc.)

Kabugami V3.2 40.3/100 · C

这家公司是做什么的

日本色材主营化妆品及准药品的ODM/OEM，包括配方开发、试制、量产、灌装和包装；同时通过两家全资法国子公司经营化妆品及医药品受托制造。

最近亮点

FY2027第一季度收入增长13.6%、营业利润增长24.3%，显示订单与利用率可能恢复；但营业利润率仍约2.4%，全年指引未变，尚不足以证明持续的利润率和现金修复。

资料截止 2026-09-19 · 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	Canonical / OpenAI 研究
研究日期	2026-09-19
评分版本	V3.2
发布源 SHA	c61d743568189295aa182008bbc3d7fedc193f89
交付代码版本 SHA	c61d743568189295aa182008bbc3d7fedc193f89
交付运行时指纹	f32e03aced78caa0b67e967499de62574add559d8d8afef2176757efb5419e04
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	fdae8908-342d-5efa-8677-463dc2e4e9c9
Canonical 快照 ID	cb511bb7-8d38-5aee-933c-427a7fea6143
Canonical 研究日期	2026-09-19
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	4920

先看研究要点

为什么值得研究	公司拥有可信的配方、色彩匹配、规模化生产和法规能力，FY2027 第一季度经营恢复及 75.2 亿日元积压订单提供了可验证的复苏路径；若法国扭亏和现有产能利用率同步改善，薄利润基数可产生较强经营杠杆。
最需要担心什么	高固定成本与约 98.8 亿日元有息债务会放大客户项目、法国亏损和 Komoro 爬坡的不利变化；FY2026 经营现金流仅 1.4 亿日元，且库存与应收款上升，使低估值缺少可靠现金与资产负债表保护。
Kabugami 现在怎么看	C 评级，观察／暂不介入。日本色材具备真实的配方、量产和跨国制造能力，也有低估值下的复苏弹性；但在积压订单质量、法国盈利、Komoro 回报、营运资金和融资余量仍不明确的情况下，尚不能把经营反弹视为已建立的现金 ROIC 或安全边际。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹

这只股票的核心问题，不是订单能否短期回升，而是回升能否沿着“订单转化—产能利用率提高—固定成本吸收—营业利润率扩张—经营现金流改善—降低债务”这条链条走到底。FY2027 第一季度收入增长 13.6%、营业利润增长 24.3%，说明复苏并非没有依据；但营业利润率仍约 2.4%，全年指引也没有上调。与此同时，公司此前提出的 FY2026 销售额 200 亿日元目标最终只实现 166.43 亿日元，说明计划本身不能替代执行证据。

相关研究发现：F006·F019·F023·F064

01.2 | 当前结论：复苏有可能，价值创造尚未得到证明

公司拥有真实的配方、量产和法规能力，也有日本与法国的生产平台，因此订单恢复时具备较大的利润弹性。反面是薄利润、高固定成本、高债务、法国亏损和营运资金占用会把同一弹性反向放大。独立价格研究也尚未确认市场已接受一个更高且稳定的价格状态。当前因此应把日本色材视为有经营修复潜力、但尚未证明高质量现金 ROIC 的条件型复苏标的，而不是已经具备可靠安全边际的价值股。

相关研究发现：F023·F061·F064

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东

日本色材是为化妆品品牌提供 ODM/OEM 服务的企业，不拥有主导终端需求的消费品牌。集团在日本完成配方开发、试制、量产、灌装和包装，并通过全资法国子公司 THEPENIER PHARMA & COSMETICS 及 Nippon Shikizai France 经营欧洲化妆品和医药品受托制造。普通股东拥有的是这套跨国生产体系的收益与负担：法国利用率提高可以改善集团利润，持续亏损则会带来母公司资金支持和减值风险。

相关研究发现：F001·F002·F039·F040·F051·F052

02.2 | 商业模式的关键变量是利用率与收款，而非品牌溢价

品牌方决定新品上市、补货、终端销售和采购节奏，日本色材负责把客户概念转化为可规模生产并符合监管要求的产品。这个模式的收入从订单开始，却要经过原料和包装采购、配方确认、生产、交付、验收及收款后才成为股东现金。工厂固定成本较高，因此订单增加并不自动等于价值增加：只有产能利用率提高、价格覆盖成本、应收款及时回收，收入才会变成可用于还债和分红的自由现金。

相关研究发现：F002·F064·F065

02.3 | 技术型制造平台的耐久性受到财务结构约束

这套业务的耐久资产是配方和规模化生产经验、质量与法规体系、日本和法国工厂以及长期客户资格。其脆弱点同样清楚：利润率薄、项目集中、成本转嫁存在时滞、法国尚未稳定盈利，资产负债表又缺乏足够缓冲。自我修复要求现有资产先被稳定订单填满，并在不投入等量新增资本的情况下提高利润和现金；如果 Komoro 爬坡与法国支持同时消耗资金，修复能力会明显下降。

相关研究发现：F064

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明

公司的能力覆盖配方、色彩匹配、分散、热成型、试制放大、灌装包装和质量分析。日本 GMP/GQP 环境使受监管产品需要相应制造与质量体系；欧洲微塑料限制则带来配方替换需求，也增加开发成本。外部产品评选认可支持其配方可信度，但监管合规是行业门槛而非独占资产。技术能力能否转化为更高赢单率、客户留存、定价或利润率，公开证据仍不足。

相关研究发现：F012·F047·F048·F059·F060·F066

03.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动

IDA Laboratories 与 Parfums Christian Dior 分别占 FY2026 销售额 12.1% 和 10.7%，合计约 22.8%。Dior 等全球客户证明公司可以满足高要求项目，但集中项目具有双重作用：订单顺利时可形成较大批量并改善效率，延期或流失时，库存和固定成本却不会同步消失。客户关系年限、续约、第二供应商安排及产品层面的集中度均未披露，因此当前不能把知名客户等同于稳定需求。

相关研究发现：F003·F029·F037·F038·F049·F050·F067

03.3 | 75.2 亿日元积压订单是条件性可见性，不是已赚取收益

FY2026 年末订单同比增长 11.9%，积压订单增长 14.1% 至 75.2 亿日元，构成收入恢复的现实起点。但公司一般 ODM 流程从订单到交付约需三个月，并受原料、规格、法规程序、验收和回款影响。积压订单因此既不是已确认收入，也不是现金。其可取消性、账龄、产品结构、贡献利润及回款排期不可得；后续真正要看的是积压订单能否持续提高利用率和营业利润率，而非只看金额继续上升。

相关研究发现：F002·F008·F024·F025·F065

03.4 | 法国是国际增长选择权，也是已经发生过减值的资本风险

法国业务 FY2026 销售额约 50 亿日元、分部亏损约 8200 万日元。THEPENIER PHARMA & COSMETICS 与 Nippon Shikizai France 提供欧洲客户入口和跨国生产选择，但 NSF 此前因恢复落后计划产生约 1.257 亿日元减值。法国若通过订单、定价与利用率改善实现稳定盈利，会成为集团利润率的重要增量；若继续低负荷运行，则会把亏损、资金支持和进一步减值传给母公司股东。

相关研究发现：F007·F039·F040·F051·F052·F068

03.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值

公司以约 6.55 亿日元从 HABA 取得 Komoro 化妆品工厂，新增产能略低于国内总产能的 10%，计划从 FY2027 下半年分阶段启动。问题在于现有设施尚未证明稳定满负荷，新工厂会先增加启动人工、折旧和营运资金。供应端还面临原料、包装、能源、物流和熟练人员成本；如果重复订单调价慢于这些投入上涨，即使利用率提高，新增收入也未必形成足够利润。

相关研究发现：F011·F046·F058·F070·F071

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事

日本色材在 2023 年广义日本化妆品受托制造市场的份额约 3.0%，低于 TOA 的 18.4% 和 Tokiwa 的 7.8%。在彩妆这一更直接的比较维度，Tokiwa 披露拥有更大的品类份额、超过 1,200 种产品和 220 多家客户；TOA 则以护肤、护发和彩妆等全品类的一站式服务竞争。日本色材的彩妆和跨国制造能力具有差异化价值，但现有证据不支持广泛行业领导地位。

相关研究发现：F012·F013·F041·F042·F053·F054·F066

04.2 | 行业有温和顺风，却不足以自动填满新增产能

日本化妆品 2025 年出货金额仅增长 1.2%；化妆品受托制造市场名义增长较快，却部分来自涨价，同时小批量订单、实物量偏弱以及石化原料和容器扰动仍在。监管变化可能增加具备配方与合规能力企业的项目机会，但也会吸引同样合格的竞争者并抬高全行业成本。公司若要显著快于市场增长，必须依靠份额、产品结构、品牌外包渗透或海外订单，而不能依赖强劲的国内总量周期。

相关研究发现：F014·F047·F048·F059·F060

04.3 | 缺少的不是技术故事，而是技术带来超额回报的证据

竞争判断最终要落在经济结果上：复杂色号、稳定量产和监管支持若能减少客户上市风险，理论上可以提高留存和议价；但薄利润、订单波动和较小市场份额表明这种价值尚未广泛转化。需要客户采购对比、赢单率、留存率和配方类型利润率，才能区分真正的差异化与所有合格 ODM 厂商都必须具备的基本能力。

相关研究发现：F012·F030·F066

05 | 护城河判断

05.1 | 窄护城河候选来自验证与量产重现性

公司最可信的防御来自配方历史、复杂色彩匹配、试制放大、生产重现性和法规资格。客户更换供应商时需要重新验证配方、质量与量产过程，这可能产生实际摩擦，并使公司在复杂彩妆项目中保持竞争资格。该能力有助于企业存续和获得订单，是耐久业务画像中的明确正项。

相关研究发现：F012·F047·F059·F064·F066

05.2 | 竞争者规模与薄利润限制护城河强度

不过，切换成本不能仅凭制造复杂度推定。较大的 Tokiwa 和 TOA 同样拥有产品开发、量产和一站式能力，而日本色材的广义市场份额、利润率和订单稳定性都没有显示强定价权。更合理的判断是：公司可能在特定复杂项目上有局部壁垒，但公开证据尚不能证明客户普遍无法切换或公司能持续收取利润率溢价。

相关研究发现：F013·F041·F042·F053·F054·F066

05.3 | 留存、第二供应与利润溢价才是护城河测试

护城河结论的验证条件十分具体：主要客户关系应表现为长期续约、较低第二供应比例和较少流失；技术能力应对应更高赢单率、价格或利润率；订单波动也应随客户组合扩大而下降。相反，若 IDA 或 Dior 项目容易被替换，或新增订单仍只能以低利润获取，那么现有能力更接近竞争入场券，而非能保护股东回报的结构性优势。

相关研究发现：F029·F030·F064

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动

FY2026 收入下降 5.6%，营业利润却下降 63.2% 至 1.8 亿日元，清楚显示固定成本吸收对利润的放大作用。FY2027 第一季度收入和营业利润恢复，但约 2.4% 的营业利润率仍然很薄。日本与法国工厂若能被持续订单填满，新增收入可较快贡献利润；主要项目延迟或法国继续低负荷运行，则会让人工、折旧等成本留在账上。这解释了为什么一季增长是积极信号，却不足以证明正常化盈利。

相关研究发现：F004·F006·F007·F039·F040·F051·F052·F064·F067·F068

06.2 | 法定利润上升掩盖了主营盈利恶化

FY2026 归母净利润在经营恶化时反而上升，关键原因是约 2.84 亿日元固定资产处置收益，而不是主营盈利增强。税务上，亏损相关递延所得税资产已被全额计提估值备抵，不能作为可随时兑现的股东资产。因而历史 PE 和法定净利润会高估经常性经济质量；评估公司应回到正常化营业利润、现金税、营运资金和持续资本开支。

相关研究发现：F005·F021·F074

06.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求

FY2026 经营现金流只有 1.4 亿日元：应收款增加 3.44 亿日元、库存增加 4.30 亿日元，应付款又减少 2.06 亿日元。报表上的正自由现金流很大程度依赖 8.73 亿日元资产出售收入。更值得警惕的是，销售下降时应收款和库存反而上升；它可能是为 75.2 亿日元积压订单备货，也可能反映验收、收款或库存周转变慢。在订单归属、库存账龄和期后回款披露前，不能把这部分资金占用自动解释为健康增长。

相关研究发现：F002·F008·F009·F024·F025·F031·F065·F069

06.4 | 高债务把经营波动传导为融资风险

期末有息债务约 98.8 亿日元，而权益约 42.4 亿日元、现金约 10.8 亿日元，权益比率仅 24.2%。这一结构尚可维持经营，却无法为另一轮利用率下滑提供厚实缓冲。贷款契约、利率敏感度、担保、法国实体现金能否上划以及母公司真实可用流动性未充分披露；因此净债务数字不能完全代表可调度的财务余量。

相关研究发现：F010·F035·F072

06.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值

FY2026 ROE 为 8.3%，但营业利润率只有 1.1%，且杠杆会机械抬高 ROE，因此不能据此认定经营资本效率良好。Komoro 新增产能只有在扣除启动费用、追加营运资金及融资成本后，现金 ROIC 仍高于资金成本，才会创造价值。正常化集团及分部 ROIC、Komoro 回收期 and 成本转嫁时滞都无法可靠计算；这使资本扩张的回报边界仍属重大未知。

相关研究发现：F011·F020·F027·F028·F036·F070·F071

07 | 股东、役員与治理

07.1 | 稳定控制与外部约束不足同时存在

由社长奥村佳代控制的 Towa Soeur 在 2026 年 4 月后持股约 34.3%，披露的共同持股达到约 38.6%。稳定控股可以支持长期客户关系和跨周期投资，但十名董事中仅两名为外部董事，少数股东对低回报投资的纠正能力有限。提名、薪酬和审计监督等正式制度存在，实际董事会挑战力度及控股股东协同行为则无法从公开资料观察。

相关研究发现：F015·F043·F055·F073

07.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

Chifure Holdings 和约持股 6% 的 Mitsubishi Pencil 属于战略股东，可能带来产业联系，但商业贡献未被量化，而且战略持股与家族持股共同压低流通盘。公司尚未满足东京证券交易所 Standard Market 的 10 亿日元流通市值要求，并增加名古屋 Main Market 上市作为流动性与上市风险应对。治理、所有权和交易流动性由此形成同一问题：外部价格发现与股东纪律都偏弱。

相关研究发现：F016·F044·F045·F056·F057·F073

07.3 | 治理质量要由目标落空后的资本问责来验证

公司未实现 FY2026 销售额 200 亿日元战略目标，实际为 166.43 亿日元。目标落空未必全部源自管理失误，行业需求、客户上市节奏和供应扰动也会影响结果；但它降低了以中长期计划作为估值依据的可信度。未来应观察董事会是否用现金 ROIC、债务下降和项目回报约束 Komoro 及法国投入，以及面对东京上市压力时是否采取兼顾少数股东的资本政策。

相关研究发现：F015·F019·F032

08 | 资本政策

08.1 | Komoro 是明确的增量 ROIC 考试

公司以约 6.55 亿日元取得 HABA 的 Komoro 工厂，并计划分阶段启动，这降低了一次性全面扩张的风险。然而，现有资产利用率尚未稳定，新增工厂仍会提前带来人工、折旧和营运资金。资本配置的正确与否不取决于产能增加多少，而取决于新增收入、贡献利润、现金占用和回收期能否使增量 ROIC 超过资金成本；这些关键项目经济性目前均未披露。

相关研究发现：F011·F027·F046·F058·F070

08.2 | 高杠杆下，增长必须服从现金回报约束

在权益比率偏低、经营现金流薄弱的情况下，资本排序应先保证现有资产产生现金、法国减少资金消耗并降低债务，再讨论更积极的扩张或回报。FY2026 的 8.3% ROE 受到杠杆影响，不能作为扩大投资的充分理由。只有正常化集团和分部 ROIC 得到验证，管理层才有依据证明新增资本不是以更高风险换取会计增长。

相关研究发现：F020·F036·F070·F072

08.3 | 30 日元分红提供补偿，但不是资本政策的核心支柱

FY2027 预测年度分红为 30 日元，另有面向符合条件股东的自有化妆品权益，提供有限的持有回报。但分红质量最终取决于经常性自由现金流，而不是资产出售收入。Komoro 投入、法国支持、营运资金和债务削减目前都具有更高资本优先级，因此不能把现有分红视为稳定高回报政策，也没有证据支持积极回购预期。

相关研究发现：F022·F072

09 | 估值与安全边际

09.1 | 看起来便宜，但历史 PE 最容易误导

以 2026 年 9 月 18 日收盘价 1,138 日元计，股票约为 FY2026 账面价值的 0.55 倍、法定历史 EPS 的 7.0 倍和公司 FY2027 预测 EPS 的 12.4 倍。三个数字讲的并不是同一个故事：7 倍历史 PE 受约 2.84 亿日元资产处置收益美化；12.4 倍预测 PE 反映的是仍然偏薄的恢复利润；0.55 倍 PBR 则包含对低资本效率、杠杆、治理和流动性的折价。

相关研究发现：F005·F017·F074

09.2 | 账面价值缺少清晰的释放机制

低 PBR 也不等于可兑现的资产保护。约 2.73 亿日元上市证券规模不足以抵消债务，税务亏损相关递延所得税资产又已全额计提估值备抵；极低成交量、流通市值不达标和集中控制还会延长折价。更重要的是，账面工厂只有在取得足够订单和现金回报时才是生产性资产，若持续低负荷运行，它们反而构成固定成本与减值风险。

相关研究发现：F010·F016·F021·F043·F055·F072·F073

09.3 | 重估依赖现金 ROIC，而非单纯利润恢复

估值上行需要同一组经营事实共同出现：日本与法国利用率持续提高，正常化营业利润率稳定扩张，营运资金转为释放现金，债务下降，Komoro 现金 ROIC 超过资金成本。缺少这些条件时，低倍数可能只是对薄利润和高资本占用的合理定价。由于正常化分部 ROIC、法国盈亏平衡点和 Komoro 项目回报未知，当前无法用高精度目标价掩盖估值区间的宽度。

相关研究发现：F020·F027·F036·F064·F070

09.4 | 安全边际判断：有恢复弹性，缺少可靠底部

当前价格已反映相当程度的经营、治理与流动性折价，若复苏最终转化为去杠杆，股价确有较大弹性。但在经常性现金流与资产回报尚未得到证明时，这种便宜更像一张有条件的复苏期权，而非明确下行保护。现阶段合理行动是观察，不把低 PBR 或一次性收益压低后的 PE 当作独立买入理由。

相关研究发现：F023·F064

10 | Kabugami 技术结构

10.1 | 从 2016 年高点下来，跌势减弱但迁移尚未完成

可观察的长期路径始于 2009 年约 417.5 日元低点，随后上升至 2016 年约 3,565 日元的结构性高点，再经历长期下跌和多轮未能维持的反弹。2024 年价格一度接近 1,700 日元，之后迅速回落；2025 年低点约 898 日元，2026 年主要范围约 1,020—1,287 日元。到 9 月 18 日收于 1,138 日元，成交仅 600 股。长期下跌的幅度已经明显衰减，但这只是旧不利过程变弱，不代表新的更高价格状态已经形成。

相关研究发现：F061·F063

10.2 | 900—1,300 日元区域仍在重新吸收上冲

约 900—1,300 日元仍是价格长期反复返回和重新整理的主要区域。2024 年超过 1,500 日元的上冲最终回到 898 日元；2026 年 4 月触及 1,287 日元后，9 月又回到 1,100 日元附近。每次离开旧区间后的回抽都较深，保留下来的新高度有限，说明旧低位区域仍有很强的重新吸收能力。当前技术状态因此是低位稳定、反复迁移失败，尚无明确长期技术优势。

相关研究发现：F061·F063

10.3 | 低波动主要来自流动性不足，而非已确认的积累

2025—2026 年的低点有所抬高，说明向下压力弱于更早阶段；但窄幅运行同时伴随极低成交量，频繁出现仅数百至一千股左右的交易日。这样的压缩更接近缺乏参与的死寂或模糊压缩，不能解释为积极蓄势。2025 低点至 2026 高点的恢复速度具有方向性改善，却在其后回吐，未能变成稳定迁移。由于缺少完整复权的多时间尺度 OHLCV 数据，恢复半衰期、月度回抽和参与度只能作方向性判断，技术置信度为中低。

相关研究发现：F033·F063

10.4 | 经营复苏消息产生脉冲，却没有留下更高价格状态

纯价格状态形成后再看公开经营事件，响应同样偏弱。较强的 FY2025 经营阶段对应了 2024 年价格脉冲，但涨幅后来大幅消失；FY2026 业绩发布附近形成 2026 年 4 月高点，随后重新回到 1,100 日元附近；FY2027 第一季度复苏也未使价格持续离开原区间。这是“事件后迁移失败”，而非价格与基本面同步确认：正面消息会产生脉冲，但市场尚未保留一个更高的价格区域。

相关研究发现：F062·F063

10.5 | 确认条件是回抽后的保留，失效条件是重新跌回旧低位

真正的确认不是一次低成交量突破，而是价格持续越过 2026 年高点后，经历有意义的回抽仍守在原 1,100—1,300 日元区域上方，并在更高区间形成重复月度收盘且成交参与扩大；若此后负面经营冲击也不能把价格拉回 2025—2026 低位，迁移可信度会进一步提高。相反，再次受阻后跌破 2025 年低点，或反复回到 1,000 日元附近，将恢复旧不利过程的主导地位。

相关研究发现：F033·F063

11 | 风险与催化剂

11.1 | 积压订单既是主要催化剂，也是集中风险载体

第一组风险来自订单质量。两大客户占销售约 22.8%，积压订单虽达 75.2 亿日元，却缺少可取消性、利润率、验收和回款信息。主要项目延期或丢失，不仅会减少收入，还会让已经准备的库存和工厂固定成本留在公司。反过来，若积压订单连续转化并使利用率和营业利润率同步上升，它就是最直接的经营催化剂。

相关研究发现：F003·F008·F037·F038·F049·F050·F065·F067

11.2 | 法国扭亏是利润催化剂，也是继续漏损价值的风险

第二组风险来自法国。法国订单与利用率改善可以把约 8200 万日元分部亏损转成利润增量，是合并利润率修复的重要来源；但 NSF 已有约 1.257 亿日元减值历史，说明风险不是假设。持续亏损、进一步减值或更多母公司资金支持会削弱资本弹性；连续分部盈利且不再依赖额外支持，则会显著增强复苏判断。

相关研究发现：F007·F026·F040·F052·F068

11.3 | 恢复可能先消耗现金，随后才有机会修复资产负债表

第三组风险是复苏与融资之间的时间差。Komoro 启动及订单备货会先增加人工、折旧、库存和应收款，而 FY2026 经营现金流已经很弱。若订单快速转化并回款，经营杠杆可用于还债；若爬坡慢、库存难以变现或贷款条件收紧，恢复反而会增加借款需求。贷款契约、利率敏感度和实体现金限制未知，使这一风险的严重程度无法精确量化。

相关研究发现：F004·F009·F010·F011·F035·F069·F070·F072

11.4 | 经营复苏不一定自动消除治理与流动性折价

第四组风险来自治理和流动性。家族及战略股东提高控制稳定性，却减少流通盘和外部问责；东京市场流通市值要求尚未满足，FY2026 战略销售目标又落空。新增名古屋上市是应对动作，但能否实质提高交易参与和解除东京上市压力仍未知。即使经营改善，治理与流动性折价也可能继续限制估值。

相关研究发现：F015·F016·F019·F073

11.5 | 催化剂只有穿透到现金和去杠杆才有投资意义

行业温和复苏、欧洲配方替换需求、FY2027 第一季度增长、法国改善和 Komoro 顺利爬坡均可能成为催化剂，但它们必须表现为利润率、现金和债务的持续变化。主要证伪条件则包括：复苏再次只是短期新品波动；法国持续亏损；营运资金进一步恶化；Komoro 低回报；融资压力上升；或正面结果后股价仍被旧低位区域重新吸收。

相关研究发现：F006·F014·F023·F048·F060·F064·F071

12 | 反常识发现

12.1 | 利润增长与现金改善在 FY2026 并不是同一件事

最容易产生误判的地方，是 FY2026 归母利润增长与主营经营恶化同时发生。约 2.84 亿日元资产处置收益抬高了净利润，8.73 亿日元资产出售收入又支撑了表面自由现金流；如果只看净利润、历史 PE 或报表自由现金流，会得到比主营经济质量明显乐观的结论。把一次性收益剥离后，公司仍需要证明薄利润业务能够稳定产生经营现金。

相关研究发现：F074

12.2 | 业务恢复可能在早期增加借款，而不是减少借款

更反常识的是，订单恢复并不一定立即改善资产负债表。ODM 生产需要提前采购原料和包装，交付后还会形成应收款；只要验收或付款较慢，销售增长就可能先推高库存、应收款和借款。对日本色材而言，真正健康的恢复不是收入单独增长，而是营运资金在一段爬坡后释放、经营现金流扩大并推动债务下降。

相关研究发现：F069

12.3 | 市场不是没有响应，而是没有长期保留响应

价格系统提供了另一层独立信息：经营改善多次引起上冲，却没有留下稳定的更高运行区间。这并不证明基本面必然失败，但说明市场仍把改善视为阶段性事件，而非可资本化的长期盈利变化。只有正面业绩之后的回抽越来越浅、保留的新高度越来越多，价格才会开始支持而不是继续质疑复苏叙事。

相关研究发现：F062

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 先确认 75.2 亿日元积压订单的利润与现金质量

优先跟踪积压订单的实际转化：收入、产能利用率和营业利润率是否连续改善；库存能否与明确订单对应；应收款是否按期收回；重复订单调价能否覆盖人工、原料、能源和包装成本。最有价值的新证据是积压订单账龄、取消与延期情况、产品组合、贡献利润、库存周转和期后回款。

相关研究发现：F024·F025·F028·F031

13.2 | 法国与 Komoro 必须分别通过资本回报测试

其次跟踪法国分部和 Komoro。法国需要披露或表现出可持续盈亏平衡所需的订单、定价与利用率，并避免进一步减值或母公司支持；Komoro 则需要用新增收入、营业利润、营运资金和回收期证明增量 ROIC 超过资金成本。正常化合并及分部 ROIC，是判断本轮恢复究竟创造价值还是扩大资本占用的核心指标。

相关研究发现：F026·F027·F036

13.3 | 用客户行为而非技术宣传验证护城河

第三，寻找 IDA Laboratories 与 Dior 的项目年限、续约、第二供应商和新品节奏，以及公司相对 Tokiwa、TOA 的赢单率、定价和利润率证据。若技术与法规能力能对应更高留存和利润溢价，护城河判断可以上调；若客户保持多供应商且项目容易迁移，能力仍应被视为必要竞争条件。

相关研究发现：F029·F030

13.4 | 查清真实融资余量，并观察控股股东的资本选择

第四，补足贷款契约、利率敏感度、担保、法国现金上划限制与母公司可用流动性，并观察董事会如何在债务削减、Komoro 投入、法国支持和股东回报之间排序。面对东京上市维持压力时，控股股东是否改善流通盘、问责和少数股东待遇，也会决定治理折价能否收窄。

相关研究发现：F032·F035

13.5 | 用完整复权数据验证回抽后的价格保留

技术面需要完整复权的日、周、月 OHLCV 数据，进一步比较恢复半衰期、成交参与和上冲后的月度回抽结构。关键不是测算机械目标价，而是验证价格能否在突破后经深度回抽仍保留新高度；如果成交持续极低，任何单日突破都应降低权重。

相关研究发现：F033

13.6 | 9 月 19 日首次公开的信息属于下一次更新

本 Review 的信息边界止于 2026 年 9 月 18 日。任何首次在 9 月 19 日公开的业绩、公告或市场观察都不能倒填至本判断，应作为后续 MATERIAL_UPDATE 或新 Review 的起点。

相关研究发现：F034

14 | Kabugami 评分卡

14.1 | 财务与盈利质量是评分的主要约束

V3.2 总分为 40.3，对应 C 评级。财务韧性与下行防御贡献 4.55/13：高债务、24.2%权益比率和有限经营现金流使另一轮利用率下滑具有破坏性。盈利质量、现金转化与资本效率贡献 5.10/17：FY2026 主营利润下降、营运资金吸收现金，而一次性资产处置同时美化净利润和表面自由现金流。

相关研究发现：F009·F010·F072·F074

14.2 | 能力可信，但尚未转化为强护城河

竞争优势与结构耐久性贡献 5.60/14：配方、量产和法规能力真实，但市场份额、定价权及客户留存证据不足。商业结构、产品、客户与关键依赖贡献 5.50/11：跨国制造能力和积压订单提供业务基础，两大客户集中、品牌方控制上市节奏及法国依赖则使正负因素大致相抵。

相关研究发现：F003·F008·F012·F013·F066

14.3 | 估值便宜提供弹性，资本配置尚未证明纪律

估值与安全边际贡献 8.25/15：约 0.55 倍 PBR 和约 12.4 倍 FY2027 预测 EPS 包含恢复弹性，但低倍数缺少经常性现金流与资产释放机制支撑。资本配置与股东回报贡献 3.00/10：Komoro 分阶段启动和 30 日元预测分红提供有限正项，项目回报不透明、高债务及法国资金需求则限制判断。

相关研究发现：F011·F017·F023·F070

14.4 | 治理与技术面都未提供独立加分

治理、所有权与管理层贡献 2.45/7：稳定控制伴随有限外部制衡、低流通盘和目标执行落差。Kabugami 技术结构贡献 5.85/13：长期跌势已减弱，但价格多次上冲后被旧低位区域重新吸收，未形成明确技术优势。各模块贡献按 V3.2 既定权重合计 40.3；本节仅解释已完成的下游裁决，不重新评分或改变评级。

相关研究发现：F015·F063·F073

14.5 | 既定行动：观察，等待经营与价格双重确认

既定行动为“观察／暂不介入”。需要等待积压订单转化为持续利润率和经营现金流、法国改善、Komoro 增量 ROIC 得到验证、债务开始下降，并由更高价格区域经回抽后的稳定保留提供独立确认。C 评级表达的是当前风险回报与证据状态，并不等同于公司没有经营修复可能。

相关研究发现：F023·F064

14.6 | V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由
财务韧性与下行防御	13	4.55	资产负债表能够维持经营，但 24.2%的权益比率、弱经营现金流和未披露的真实融资余量，使另一轮利用率下滑具有明显破坏性。
竞争优势与结构耐久性	14	5.6	技术和法规能力真实且有生存价值，但行业规模、定价权和客户留存证据不足，当前更像必要竞争能力而非强结构性优势。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	5.1	FY2026 营业利润下降 63.2%，归母利润又受约¥284 million 资产处置收益支持；经营现金流仅¥140 million，表明法定利润和自由现金流均高估了经常性经济质量。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	5.5	产品与技术能力具有可信度，积压订单提供恢复可见性，但品牌方控制上市和终端销售，客户、项目及法国业务依

			赖使结构总体仍属正负相抵。
估值与安全边际	15	8.25	价格已反映相当程度的经营与流动性折价，但当前便宜主要是观察事实，尚不是由经常性现金流或净资产释放机制支撑的明确安全边际。
资本配置与股东回报	10	3	资本政策仍以产能和法国修复为中心，但项目回报缺乏透明度，且高负债和弱现金转化使扩张纪律尚未得到证明。
治理、所有权与管理层	7	2.45	家族与战略股东结构带来连续性，却同时降低外部纪律、流通股比例和少数股东影响力；历史目标落空也削弱执行可信度。
Kabugami 技术结构	13	5.85	受保护的 Technical Synthesis 显示低位稳定、反复迁移失败及无明确长期技术优势；窄幅运行更多受极低流动性影响，不能视为已建立的新状态。

总分：40.3 / 100

评级：C

操作建议：观察／暂不介入：等待积压订单转化为持续利润率和经营现金流、法国业务改善、Komoro 增量 ROIC 得到验证、债务开始下降，并由更高价格区间经回抽后的稳定保留提供独立确认。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告用于公开投资研究与教育，不构成个别化投资建议、收益保证或买卖指令。低流动性、高债务、客户集中、法国亏损、营运资金、产能投资、治理与上市维持风险均可能导致实际结果显著偏离当前判断。除所引用的公开持股和产业关系外，本材料未提供额外利益冲突事实；读者仍应自行核实最新公告、价格及个人适当性。

相关研究发现：F001·F018

15.1 | 来源范围与证据层级

本 Review 主要依据日本色材的公司网站、FY2026 证券报告、FY2027 第一季度决算、公司说明会资料、资本政策、中长期战略、治理报告及股东资料；外部交叉证据包括 JPX、监管机构、行业协会、政府产业报告、Yano Research、Tokiwa 和 TOA 的一手资料，以及公开市场历史数据。公司陈述被视为证据而非自动结论，竞争地位、监管作用、市场需求和价格表现均尽可能以外部资料核对。

相关研究发现：F001

15.2 | 时点边界与反后见之明说明

Review 日期为 2026 年 9 月 19 日，但研究信息和已完成市场观察的截止日为 2026 年 9 月 18 日。9 月 19 日首次公开或首次发生的信息不属于本 Review 的信息集，不能以后见之明倒填。价格相关结论以 9 月 18 日已完成交易时点为锚；任何后续公告、修订或市场变化应进入新的更新。

相关研究发现：F018·F034

15.3 | 资料缺口与判断边界

公开资料仍有重要限制：订单取消、验收和回款条款，客户续约与第二供应商安排，供应商集中度，法国盈亏平衡条件，Komoro 项目回报，贷款契约和实体现金限制均未充分披露。完整复权多时间尺度 OHLCV 也不可得，因此部分技术判断只能保持方向性。未知项没有被推断为确定事实，也未被公司自述替代。

相关研究发现：F018

研究发现索引 | 阅读版

本页只列正文 00/01 已提升为核心判断入口的 8 项发现。本次研究共 74 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文
F001 · 在线	02 2.1 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东
F006 · 在线	01 1.1 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹
F017 · 在线	09 9.1 看起来便宜，但历史 PE 最容易误导
F018 · 在线	研究发现
F023 · 在线	01 1.1 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹
F019 · 在线	01 1.1 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹
F064 · 在线	01 1.1 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹
F061 · 在线	01 1.2 当前结论：复苏有可能，价值创造尚未得到证明

附录 A | 完整研究发现索引

纸面版按“对应中文正文 → 对普通股东的含义 → 证据来源”阅读；重复的证据角色与研究域已经合并。内部英文/机器标记只作为核对记录保留，不再占据读者主视线。在线查看逐条可折叠版本 →

F001 | 02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东；15 | 15.1 | 来源范围与证据层级；15 | 15.4 | Compliance 与非投资建议声明

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 東証上場会社情報サービス — 4920 日本色材工業研究所
(<https://www2.jpx.co.jp/tseHpFront/StockSearch.do?method=topsearch&topSearchStr=4920>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01
- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 企業概要・グループ会社・沿革 — Structured identity review
(<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JPX ticker 4920 is Nippon Shikizai, a Japan-based cosmetics and quasi-drug ODM/OEM group with domestic factories and two wholly owned French manufacturing subsidiaries.
- 内部研究类型：INVESTABLE_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Defines the assets, liabilities and operating cash flows owned through the listed ordinary share.

- 不确定性（原始记录）：French entity-level cash availability and upstreaming restrictions are not separately established.

在线打开本发现 →

F002 | 02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东

写入正文：02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东；02 | 2.2 | 商业模式的关键变量是利用率与收款，而非品牌溢价；03 | 3.3 | 75.2 亿日元积压订单是条件性可见性，不是已赚取收益；06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料 (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 当社の強み — ODM・研究開発・生産技術・品質保証 (<https://shikizai.com/feature/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10、13；专项深挖：03、04、10、13
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- 化粧品受託製造市場に関する調査を実施（2026 年） (https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/4156) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、35；反向验证：02、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、30
- ODM process and lead-time description (<https://shikizai.com/odm/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15；专项深挖：02、05、15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The company is a high-fixed-cost B2B2C contract manufacturer rather than a branded-cosmetics owner: customers control launches and sell-through, while Nippon Shikizai provides formulation, scale-up, manufacturing, filling and packaging.
- 内部研究类型：ECONOMIC_MODEL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Brand-owner decisions determine orders, while utilization and working-capital timing determine whether those orders become shareholder cash.
- 不确定性（原始记录）：Contract duration, minimum-volume protection, repricing, cancellation, acceptance and payment terms are confidential.

在线打开本发现 →

F003 | 03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动

写入正文：03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动；11 | 11.1 | 积压订单既是主要催化剂，也是集中风险载体；14 | 14.2 | 能力可信，但尚未转化为强护城河

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：IDA Laboratories and Parfums Christian Dior jointly represented approximately 22.8% of FY2026 consolidated sales, making customer and launch-program concentration material.
- 内部研究类型：CONCENTRATION_RISK
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A delayed or lost major program can reduce utilization, margin and cash disproportionately.
- 不确定性（原始记录）：Program tenure, cancellability, second sourcing and product-level concentration are undisclosed.

在线打开本发现 →

F004 | 06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动

写入正文：06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动；11 | 11.3 | 恢复可能先消耗现金，随后才有机会修复资产负债表

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Factory utilization and fixed-cost absorption dominate near-term earnings: FY2026 revenue fell 5.6%, while operating profit fell 63.2% to ¥180 million as orders normalized and costs remained elevated.
- 内部研究类型：OPERATING_LEVERAGE_MECHANISM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Small revenue changes can create much larger operating-profit changes in either direction.
- 不确定性（原始记录）：The price, mix, utilization, outsourcing and inflation bridge is not fully quantified.

在线打开本发现 →

F005 | 06 | 6.2 | 法定利润上升掩盖了主营盈利恶化

写入正文：06 | 6.2 | 法定利润上升掩盖了主营盈利恶化；09 | 9.1 | 看起来便宜，但历史 PE 最容易误导

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2026 attributable profit rose despite operating deterioration because approximately ¥284 million of fixed-asset disposal gains supported the bottom line.
- 内部研究类型：EARNINGS_QUALITY_DISTORTION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Trailing statutory profit and PE overstate recurring operating progress.
- 不确定性（原始记录）：None material to identifying the nonrecurring character of the gain.

在线打开本发现 →

F006 | 01 | 1.1 | 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.1 | 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹；06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动；11 | 11.5 | 催化剂只有穿透到现金和去杠杆才有投资意义

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接 / 支持

- FY2027 first-quarter results — Structured recovery test
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、15、16、30、35；反向验证：16、18、27、28；专项深挖：05、12、15、16、18、27、28、30
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：其他用途：反证
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2027 first-quarter revenue rose 13.6% and operating profit 24.3%, but the operating margin remained about 2.4% and full-year guidance was unchanged.
- 内部研究类型：CURRENT_RECOVERY_SIGNAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The quarter supports a recovery path but not a completed high-return transition.
- 不确定性（原始记录）：One quarter does not establish durable utilization, pricing, margins or cash conversion.

在线打开本发现 →

F007 | 03 | 3.4 | 法国是国际增长选择权，也是已经发生过减值的资本风险

写入正文：03 | 3.4 | 法国是国际增长选择权，也是已经发生过减值的资本风险；06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动；11 | 11.2 | 法国扭亏是利润催化剂，也是继续漏损价值的风险

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29

、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

- FY2024 securities report — NSF impairment history (<https://fs2.magicalir.net/edinet/2024/4920/S100TJ0D.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：29、33、35；专项深挖：29、33；同业比较：35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結） (https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：French operations are both the principal international-growth option and a major earnings and capital-allocation risk: FY2026 sales were about ¥5.0 billion with an ¥82 million segment loss, and prior NSF underperformance caused approximately ¥125.7 million of impairment.
- 内部研究类型：INTERNATIONAL_TURNAROUND_OPTION_AND_DRAG
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A successful turnaround can materially improve consolidated margins; failure can require continued funding and further impairment.
- 不确定性（原始记录）：The order volume, pricing and utilization required for durable French profitability are not disclosed.

在线打开本发现 →

F008 | 03 | 3.3 | 75.2 亿日元积压订单是条件性可见性，不是已赚取收益

写入正文：03 | 3.3 | 75.2 亿日元积压订单是条件性可见性，不是已赚取收益；06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求；11 | 11.1 | 积压订单既是主要催化剂，也是集中风险载体；14 | 14.2 | 能力可信，但尚未转化为强护城河

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結） (https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2027 first-quarter results — Structured recovery test (https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：

直接证据；一手验证：05、12、15、16、30、35；反向验证：16、18、27、28；专项深挖：05、12、15、16、18、27、28、30

- ODM process and lead-time description (<https://shikizai.com/odm/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15；专项深挖：02、05、15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2026 year-end orders rose 11.9% and backlog rose 14.1% to ¥7.52 billion, but the approximately three-month ODM process and its material, specification, regulatory, acceptance and collection conditions mean backlog is not revenue or shareholder cash.
- 内部研究类型：CONDITIONAL_REVENUE_VISIBILITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Backlog creates upside only when it converts on time, at adequate contribution margin, and ultimately into cash.
- 不确定性（原始记录）：Cancellation rights, aging, launch-delay exposure, mix, margin and collection schedule are unavailable.

在线打开本发现 →

F009 | 06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求

写入正文：06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求；11 | 11.3 | 恢复可能先消耗现金，随后才有机会修复资产负债表；14 | 14.1 | 财务与盈利质量是评分的主要约束

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（5项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026年2月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026年7月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2026 operating cash flow fell to ¥140 million as receivables rose ¥344 million, inventory rose ¥430 million and payables fell ¥206 million; positive reported free cash flow materially depended on ¥873 million of asset-sale proceeds.
- 内部研究类型：CASH_CONVERSION_WEAKNESS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：Weak recurring cash conversion restricts deleveraging and reduces the protection implied by accounting profit.
- 不确定性（原始记录）：It is unresolved whether the working-capital build represents profitable order preparation or delayed collection and slow-moving inventory.

在线打开本发现 →

F010 | 06 | 6.4 | 高债务把经营波动传导为融资风险

写入正文：06 | 6.4 | 高债务把经营波动传导为融资风险；09 | 9.2 | 账面价值缺少清晰的释放机制；11 | 11.3 | 恢复可能先消耗现金，随后才有机会修复资产负债表；14 | 14.1 | 财务与盈利质量是评分的主要约束

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（6项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026年2月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026年7月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

- 資本政策の考え方

(https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29

- FY2026 earnings and five-year financial history

(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2026 year-end interest-bearing debt was approximately ¥9.88 billion versus ¥4.24 billion of equity and ¥1.08 billion of cash; the equity ratio was only 24.2%.
- 内部研究类型：FINANCIAL_FRAGILITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：High leverage reduces resilience to another utilization downturn and competes with dividends and investment for cash.
- 不确定性（原始记录）：Covenant headroom, interest-rate mix, guarantees and parent-available cash are not fully disclosed.

在线打开本发现 →

F011 | 03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值

写入正文：03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值；06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值；08 | 8.1 | Komoro 是明确的增量 ROIC 考试；11 | 11.3 | 恢复可能先消耗现金，随后才有机会修复资产负债表；14 | 14.3 | 估值便宜提供弹性，资本配置尚未证明纪律

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年版 化粧品受託製造・容器・原料市場の展望と戦略
(https://www.yano.co.jp/market_reports/C68100900) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：20
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2026 earnings and five-year financial history (<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The ¥655 million Komoro acquisition adds just under 10% to domestic capacity and starts gradually in FY2027's second half, before existing facilities have demonstrated stable full utilization.
- 内部研究类型：CAPACITY_ALLOCATION_TENSION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Successful utilization could expand margins, while a weak ramp would add fixed cost and leverage before existing assets are fully productive.
- 不确定性（原始记录）：Incremental revenue, contribution profit, working-capital requirement, payback and hurdle rate are undisclosed.

在线打开本发现 →

F012 | 03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明

写入正文：03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明；04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事；04 | 4.3 | 缺少的不是技术故事，而是技术带来超额回报的证据；05 | 5.1 | 窄护城河候选来自验证与量产重现性；14 | 14.2 | 能力可信，但尚未转化为强护城河

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（11项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料 (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書全文 FY2026 (<https://edinetdb.jp/company/E01040/text?fy=2026>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 当社の強み — ODM・研究開発・生産技術・品質保証 (<https://shikizai.com/feature/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10、13；专项深挖：03、04、10、13
- 2026年7月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30

、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

- Ministerial Ordinances — GQP and GMP (<https://www.pmda.go.jp/english/review-services/regulatory-info/0001.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：10、13；反向验证：13；专项深挖：10、13
- Microplastics restrictions (<https://echa.europa.eu/en/hot-topics/microplastics>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：13；专项深挖：13
- MakeUp in Paris 2026 exhibition result (<https://shikizai.com/news/exhibited-at-makeup-in-paris-2026/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30
- トキワ OEM サービス (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：其他用途：反证
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：反证、历史
- トキワ OEM サービス — Structured competitor review (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：外部现实校验：03、04、08、09、10、35；反向验证：03、04、08、09、10；专项深挖：03、04、08、09、10；其他用途：反证
- TOA Our Business (<https://www.toa-cosme.co.jp/en/business/>) | 怎么使用：外部现实校验：03、08、10、35；反向验证：03、04、07、08、10；专项深挖：03、04、07、08、10；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The group has credible formulation, shade-matching, dispersion, heat-molding, scale-up and regulatory capabilities across Japan and France; regulatory change and external product recognition support technical credibility but do not establish broad pricing power or a category-leading moat.
- 内部研究类型：CAPABILITY_WITH_UNPROVEN_VALUE_CAPTURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Real technical capability may support survival and order wins, but it creates shareholder value only if converted into profitable, repeat business.
- 不确定性（原始记录）：Technology-driven pricing power, retention, win rates and margin premiums are not measurable from available public evidence.

在线打开本发现 →

F013 | 04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事

写入正文：04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事；05 | 5.2 | 竞争者规模与薄利润限制护城河强度；14 | 14.2 | 能力可信，但尚未转化为强护城河

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（4项；重复标签已按来源合并）

- トキワ OEM サービス (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据

- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：历史
- トキワ OEM サービス — Structured competitor review
(<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、04、08、09、10、35；反向验证：03、04、08、09、10；专项深挖：03、04、08、09、10
- TOA Our Business (<https://www.toa-cosme.co.jp/en/business/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、08、10、35；反向验证：03、04、07、08、10；专项深挖：03、04、07、08、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Nippon Shikizai held about 3.0% of the broad 2023 domestic contract-manufacturing market, versus 18.4% for TOA and 7.8% for Tokiwa; Tokiwa separately reports much greater makeup-category scale.
- 内部研究类型：COMPETITIVE_COUNTEREVIDENCE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Limited scale constrains purchasing power, customer diversification and confidence in durable margin expansion.
- 不确定性（原始记录）：Nippon Shikizai's exact makeup-specific share and relative price, lead-time and defect performance remain unknown.

在线打开本发现 →

F014 | 04 | 4.2 | 行业有温和顺风，却不足以自动填满新增产能

写入正文：04 | 4.2 | 行业有温和顺风，却不足以自动填满新增产能；11 | 11.5 | 催化剂只有穿透到现金和去杠杆才有投资意义

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 化粧品出荷 (<https://www.jcia.org/user/statistics/shipment>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：11；其他用途：历史
- 化粧品受託製造市場に関する調査を実施（2026 年）
(https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/4156) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、35；反向验证：02、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、30
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Japanese cosmetics shipments rose only 1.2% in 2025, while broader contract-manufacturing growth partly reflected pricing amid smaller order lots, weak physical volume and petrochemical/container disruption.
- 内部研究类型：MODEST_END_MARKET_TAILWIND
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Growth must come from share, mix, outsourcing penetration or overseas wins rather than a powerful domestic volume tailwind.
- 不确定性（原始记录）：The issuer's future share capture and overseas serviceable market are unresolved.

在线打开本发现 →

F015 | 07 | 7.1 | 稳定控制与外部约束不足同时存在

写入正文：07 | 7.1 | 稳定控制与外部约束不足同时存在；07 | 7.3 | 治理质量要由目标落空后的资本问责来验证；11 | 11.4 | 经营复苏不一定自动消除治理与流动性折价；14 | 14.4 | 治理与技术面都未提供独立加分

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 主要株主の異動（予定）および株式会社トワ・スールによる当社株式の取得に関するお知らせ
(https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3188842) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- コーポレートガバナンス報告書 2026 (https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3007552) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23、24；反向验证：23；专项深挖：23、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Towa Soeur, controlled by President Kayo Okumura, held 34.3% after April 2026; disclosed joint holdings reached 38.6%, while only two of ten directors were outside directors.
- 内部研究类型：CONTROL_AND_ACCOUNTABILITY_RISK
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Stable control can support patience but may prolong low-return capacity decisions and limit minority influence.
- 不确定性（原始记录）：Practical board challenge, coordinated voting and post-investment accountability are not observable from public materials.

在线打开本发现 →

F016 | 07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

写入正文：07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘；09 | 9.2 | 账面价值缺少清晰的释放机制；11 | 11.4 | 经营复苏不一定自动消除治理与流动性折价

研究范围：开放研究

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Nippon Shikizai Inc (4920) 過去データ (<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接证据
- IR よくあるご質問 (<https://shikizai.com/ir/faq/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 4920 completed September 18, 2026 market observation
(<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The company is below the Tokyo Standard Market's ¥1.0 billion tradable-market-capitalization requirement and added a Nagoya Main Market listing as a liquidity and listing-risk response.
- 内部研究类型：LISTING_AND_LIQUIDITY_CONSTRAINT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Illiquidity can preserve a valuation discount, reduce price discovery and sustain listing risk.
- 不确定性（原始记录）：The probability and timing of curing the Tokyo tradable-market-capitalization shortfall are unknown.

在线打开本发现 →

F017 | 09 | 9.1 | 看起来便宜，但历史 PE 最容易误导

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；09 | 9.1 | 看起来便宜，但历史 PE 最容易误导；14 | 14.3 | 估值便宜提供弹性，资本配置尚未证明纪律

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Nippon Shikizai Inc (4920) 過去データ (<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

- 4920 long-horizon monthly price chart and extrema
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=month&code=4920&kikan=50000>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：27、29、30、31、33、34、35；其他用途：历史
- 4920 completed September 18, 2026 market observation
(<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At the September 18 close of ¥1,138 on only 600 shares, the stock traded near 0.55 times FY2026 book, about 7.0 times statutory trailing EPS and roughly 12.4 times forecast FY2027 EPS; listed securities of about ¥273 million are too small to offset debt, and trailing PE is flattered by nonrecurring profit.
- 内部研究类型：POINT_IN_TIME_VALUATION_OBSERVATION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Headline cheapness offers recovery upside but is not itself downside protection.
- 不确定性（原始记录）：Fair value depends on unresolved normalized margins, cash conversion, leverage and liquidity discount.

在线打开本发现 →

F018 | 研究发现

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；15 | 15.2 | 时点边界与反后见之明说明；15 | 15.3 | 资料缺口与判断边界；15 | 15.4 | Compliance 与非投资建议声明

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Nippon Shikizai Inc (4920) 過去データ (<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The September 19, 2026 Review uses information reasonably knowable through September 18, 2026 and cannot assume September 19 publications or market observations.
- 内部研究类型：POINT_IN_TIME_EVIDENCE_BOUNDARY

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Prevents post-cutoff information from being backfilled into this point-in-time judgment.
- 不确定性（原始记录）：Whether any material information first became public on September 19 was unknowable at the September 18 research boundary.

在线打开本发现 →

F019 | 01 | 1.1 | 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹

写入正文：01 | 1.1 | 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹；07 | 7.3 | 治理质量要由目标落空后的资本问责来验证；11 | 11.4 | 经营复苏不一定自动消除治理与流动性折价

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- 中長期事業戦略ビジョン — 2030 年に向けて — (https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/strategic_vision202504.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：03、23；同业比较：03、23；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The company missed its ¥20 billion FY2026 strategic sales objective, reporting ¥16.643 billion.
- 内部研究类型：STRATEGIC_EXECUTION_SHORTFALL
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The miss weakens confidence in management targets and reinforces the need for operating evidence rather than plan-based valuation.
- 不确定性（原始记录）：The extent to which the miss reflects cycle, execution or unrealistic planning is not fully separable.

在线打开本发现 →

F020 | 06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值

写入正文：06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值；08 | 8.2 | 高杠杆下，增长必须服从现金回报约束；09 | 9.3 | 重估依赖现金 ROIC，而非单纯利润恢复

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

- 資本政策の考え方

(https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29

- FY2026 earnings and five-year financial history

(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：20、28；专项深挖：

02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：

02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2026 ROE of 8.3% does not establish strong operating capital efficiency because leverage inflated ROE while the operating margin was only 1.1%.
- 内部研究类型：CAPITAL_EFFICIENCY_WARNING
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Capacity growth may destroy value if returns fail to exceed debt and equity funding costs.
- 不确定性（原始记录）：Normalized consolidated, segment and incremental ROIC cannot be calculated reliably from available disclosures.

在线打开本发现 →

F021 | 06 | 6.2 | 法定利润上升掩盖了主营盈利恶化

写入正文：06 | 6.2 | 法定利润上升掩盖了主营盈利恶化；09 | 9.2 | 账面价值缺少清晰的释放机制

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2026 tax-loss deferred-tax assets were fully valuation-allowanced and are not readily realizable shareholder value.
- 内部研究类型：NON_REALIZABLE_TAX_ASSET
- 内部来源标记：COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Nominal tax losses should not be added mechanically to downside value or normalized earnings.
- 不确定性（原始记录）：Future usability depends on taxable income and legal constraints not presently demonstrated.

在线打开本发现 →

F022 | 08 | 8.3 | 30 日元分红提供补偿，但不是资本政策的核心支柱

写入正文：08 | 8.3 | 30 日元分红提供补偿，但不是资本政策的核心支柱

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- 個人投資家の皆さまへ — shareholder returns review (<https://shikizai.com/ir/investor/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；专项深挖：26
- FY2026 earnings and five-year financial history (<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A forecast ¥30 annual dividend and shareholder product benefit provide modest return, but distributions remain subordinate to debt reduction, working capital and capacity funding.
- 内部研究类型：MODEST_SHAREHOLDER_RETURN
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The return provides limited compensation but cannot substitute for balance-sheet rebuilding or recurring FCF.
- 不确定性（原始记录）：Normalized payout capacity after Komoro spending and French support is unresolved.

在线打开本发现 →

F023 | 01 | 1.1 | 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.1 | 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹；01 | 1.2 | 当前结论：复苏有可能，价值创造尚未得到证明；09 | 9.4 | 安全边际判断：有恢复弹性，缺少可靠底部；11 | 11.5 | 催化剂只有穿透到现金和去杠杆才有投资意义；14 | 14.3 | 估值便宜提供弹性，资本配置尚未证明纪律；14 | 14.5 | 既定行动：观察，等待经营与价格双重确认

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2027 first-quarter results — Structured recovery test
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、15、16、30、35；反向验证：16、18、27、28；专项深挖：
05、12、15、16、18、27、28、30
- 化粧品受託製造市場に関する調査を実施（2026 年）
(https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/4156) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、35；反向验证：
02、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：
02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、30
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：
04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：历史
- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：
20、28；专项深挖：

02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：

02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

- FY2024 securities report — NSF impairment history
(<https://fs2.magicalir.net/edinet/2024/4920/S100TJ0D.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：33；反向验证：29、33、35；专项深挖：29、33；同业比较：35；其他用途：历史
- 4920 long-horizon monthly price chart and extrema
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=month&code=4920&kikan=50000>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：27、29、30、31、33、34、35；其他用途：历史
- 4920 completed September 18, 2026 market observation
(<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Nippon Shikizai offers meaningful recovery leverage and a low headline valuation, but current evidence does not yet establish durable cash ROIC above funding cost; operational proof is required before treating cheapness as safety.
- 内部研究类型：CONDITIONAL_INVESTMENT_JUDGMENT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：The shares become attractive only if recovery produces durable operating cash and deleveraging rather than another one-off earnings pulse.
- 不确定性（原始记录）：Backlog quality, French profitability, Komoro ROIC, working-capital reversal and customer durability remain unresolved.

在线打开本发现 →

F024 | 03 | 3.3 | 75.2 亿日元积压订单是条件性可见性，不是已赚取收益

写入正文：03 | 3.3 | 75.2 亿日元积压订单是条件性可见性，不是已赚取收益；06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求；13 | 13.1 | 先确认 75.2 亿日元积压订单的利润与现金质量

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

- FY2027 first-quarter results — Structured recovery test (https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、15、16、30、35；反向验证：16、18、27、28；专项深挖：05、12、15、16、18、27、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Will the ¥7.52 billion FY2026 year-end backlog and FY2027 first-quarter recovery convert into sustained factory utilization and operating-margin expansion?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer determines whether the recovery is durable or merely another launch wave.
- 不确定性（原始记录）：Awaiting subsequent operating results and conversion evidence.

在线打开本发现 →

F025 | 03 | 3.3 | 75.2 亿日元积压订单是条件性可见性，不是已赚取收益

写入正文：03 | 3.3 | 75.2 亿日元积压订单是条件性可见性，不是已赚取收益；06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求；13 | 13.1 | 先确认 75.2 亿日元积压订单的利润与现金质量

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- ODM process and lead-time description (<https://shikizai.com/odm/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15；专项深挖：02、05、15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What proportion of backlog is cancellable, delay-prone or low-margin, and what is its revenue and cash-conversion schedule?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Low-quality or delayed backlog can consume cash without producing adequate profit.

- 不确定性（原始记录）：Contract terms and backlog aging are not publicly disclosed.

在线打开本发现 →

F026 | 11 | 11.2 | 法国扭亏是利润催化剂，也是继续漏损价值的风险

写入正文：11 | 11.2 | 法国扭亏是利润催化剂，也是继续漏损价值的风险；13 | 13.2 | 法国与 Komoro 必须分别通过资本回报测试

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2024 securities report — NSF impairment history
(<https://fs2.magicalir.net/edinet/2024/4920/S100TJ0D.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：33；反向验证：29、33、35；专项深挖：29、33；同业比较：35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Can Nippon Shikizai France reach durable profitability without further impairment or parent funding?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer determines whether France becomes a profit source or continues consuming parent capital.
- 不确定性（原始记录）：Required order volume, pricing and utilization are undisclosed.

在线打开本发现 →

F027 | 06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值

写入正文：06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值；08 | 8.1 | Komoro 是明确的增量 ROIC 考试；09 | 9.3 | 重估依赖现金 ROIC，而非单纯利润恢复；13 | 13.2 | 法国与 Komoro 必须分别通过资本回报测试

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年版 化粧品受託製造・容器・原料市場の展望と戦略
(https://www.yano.co.jp/market_reports/C68100900) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：20
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What incremental revenue, operating profit and ROIC must Komoro produce to exceed the group's funding cost after startup and working-capital needs?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer determines whether new capacity creates or destroys value.
- 不确定性（原始记录）：Project economics are not disclosed.

在线打开本发现 →

F028 | 06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值

写入正文：06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值；13 | 13.1 | 先确认 75.2 亿日元积压订单的利润与现金质量

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- 化粧品受託製造市場に関する調査を実施（2026 年）
(https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/4156) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、35；反向验证：
02、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：
02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、30
- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：
20、28；专项深挖：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：How much inflation has been passed through on repeat orders, and does repricing lag labor, material, energy and packaging costs?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A persistent pass-through lag can prevent utilization recovery from becoming margin recovery.
- 不确定性（原始记录）：Repeat-order pricing and cost lags are not quantified.

在线打开本发现 →

F029 | 03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动

写入正文：03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动；05 | 5.3 | 留存、第二供应与利润溢价才是护城河测试；13 | 13.3 | 用客户行为而非技术宣传验证护城河

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：How durable are the IDA Laboratories and Dior relationships, including renewal, second-source and launch behavior?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Major-customer durability governs utilization stability and concentration downside.
- 不确定性（原始记录）：Customer procurement behavior is confidential.

在线打开本发现 →

F030 | 04 | 4.3 | 缺少的不是技术故事，而是技术带来超额回报的证据

写入正文：04 | 4.3 | 缺少的不是技术故事，而是技术带来超额回报的证据；05 | 5.3 | 留存、第二供应与利润溢价才是护城河测试；13 | 13.3 | 用客户行为而非技术宣传验证护城河

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 当社の強み — ODM・研究開発・生産技術・品質保証 (<https://shikizai.com/feature/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10、13；专项深挖：03、04、10、13
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：历史
- トキワ OEM サービス — Structured competitor review (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、04、08、09、10、35；反向验证：03、04、08、09、10；专项深挖：03、04、08、09、10
- TOA Our Business (<https://www.toa-cosme.co.jp/en/business/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、08、10、35；反向验证：03、04、07、08、10；专项深挖：03、04、07、08、10
- MakeUp in Paris 2026 exhibition result (<https://shikizai.com/news/exhibited-at-makeup-in-paris-2026/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Do formulation and regulatory capabilities produce measurable pricing, win-rate, retention or margin advantages versus larger competitors?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：The answer determines whether capability is a moat or merely a competitive requirement.
- 不确定性（原始记录）：Customer comparisons and product economics are not public.

在线打开本发现 →

F031 | 06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求

写入正文：06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求；13 | 13.1 | 先确认 75.2 亿日元积压订单的利润与现金质量

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- 化粧品受託製造市場に関する調査を実施（2026 年）(https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/4156) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、35；反向验证：02、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、30
- FY2026 earnings and five-year financial history (<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Why did receivables and inventory rise while FY2026 sales declined, and how much reflects recoverable order preparation rather than slow acceptance, collection or turnover?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer determines whether working-capital use is recoverable growth preparation or deterioration.
- 不确定性（原始记录）：Inventory aging, ownership, order linkage and post-year-end collection are unavailable.

在线打开本发现 →

F032 | 07 | 7.3 | 治理质量要由目标落空后的资本问责来验证

写入正文：07 | 7.3 | 治理质量要由目标落空后的资本问责来验证；13 | 13.4 | 查清真实融资余量，并观察控股股东的资本选择

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 主要株主の異動（予定）および株式会社トワ・スールによる当社株式の取得に関するお知らせ (https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3188842) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：24
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- コーポレートガバナンス報告書 2026 (https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3007552) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23、24；反向验证：23；专项深挖：23、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：How will family control and limited board independence affect capital allocation, executive accountability and the response to Tokyo listing pressure?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Governance behavior will shape capacity discipline, minority returns and listing-risk responses.
- 不确定性（原始记录）：Board deliberations and controlling-holder intentions are not observable.

在线打开本发现 →

F033 | 10 | 10.3 | 低波动主要来自流动性不足，而非已确认的积累

写入正文：10 | 10.3 | 低波动主要来自流动性不足，而非已确认的积累；10 | 10.5 | 确认条件是回抽后的保留，失效条件是重新跌回旧低位；13 | 13.5 | 用完整复权数据验证回抽后的价格保留

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 4920 long-horizon monthly price chart and extrema
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=month&code=4920&kikan=50000>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：27、29、30、31、33、34、35；其他用途：历史
- 4920 completed September 18, 2026 market observation
(<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What does a complete adjusted OHLCV dataset show about recovery half-life, participation and monthly return topology?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Better data could refine Technical confidence but is not currently expected to overturn the bounded judgment.
- 不确定性（原始记录）：A complete adjusted multi-resolution dataset was not available.

在线打开本发现 →

F034 | 13 | 13.6 | 9 月 19 日首次公开的信息属于下一次更新

写入正文：13 | 13.6 | 9 月 19 日首次公开的信息属于下一次更新；15 | 15.2 | 时点边界与反后见之明说明

研究范围：开放研究

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Was material information first published on September 19, 2026? It cannot be anticipated or backfilled into this Review.
- 内部研究类型：FUTURE_CUTOFF_BOUNDARY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Any such information belongs to a later update rather than this Review.
- 不确定性（原始记录）：Information first published on September 19 was outside the research information set.

在线打开本发现 →

F035 | 06 | 6.4 | 高债务把经营波动传导为融资风险

写入正文：06 | 6.4 | 高债务把经营波动传导为融资风险；11 | 11.3 | 恢复可能先消耗现金，随后才可能会修复资产负债表；13 | 13.4 | 查清真实融资余量，并观察控股股东的资本选择

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- 資本政策の考え方 (https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What covenants, interest-rate sensitivities, guarantees and entity-level cash restrictions determine the group's true financial headroom?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：True headroom determines whether another downturn would require destructive financing.
- 不确定性（原始记录）：Loan and entity-liquidity detail is not fully public.

在线打开本发现 →

F036 | 06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值

写入正文：06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值；08 | 8.2 | 高杠杆下，增长必须服从现金回报约束；09 | 9.3 | 重估依赖现金 ROIC，而非单纯利润恢复；13 | 13.2 | 法国与 Komoro 必须分别通过资本回报测试

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- 資本政策の考え方 (https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29
- FY2026 earnings and five-year financial history (<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：

02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35
；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What is normalized consolidated and segment ROIC after adjusting for one-offs, underutilized factories and working capital?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer determines whether recovery and capacity expansion create economic value.
- 不确定性（原始记录）：Operating invested capital and segment/project returns are not disclosed sufficiently.

在线打开本发现 →

F037 | 03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动

写入正文：03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动；11 | 11.1 | 积压订单既是主要催化剂，也是集中风险载体

归并到：F049

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 如何使用：直接证据
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 如何使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：IDA Laboratories is a major customer of Nippon Shikizai.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Major customer concentration.
- 不确定性（原始记录）：Program-level economics are undisclosed.

在线打开本发现 →

F038 | 03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动

写入正文：03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动；11 | 11.1 | 积压订单既是主要催化剂，也是集中风险载体

归并到：F050

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Parfums Christian Dior is a major customer of Nippon Shikizai.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Major customer and French/global validation.
- 不确定性（原始记录）：Program-level economics are undisclosed.

在线打开本发现 →

F039 | 02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东

写入正文：02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东；03 | 3.4 | 法国是国际增长选择权，也是已经发生过减值的资本风险；06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动

归并到：F051

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 企業概要・グループ会社・沿革 — Structured identity review
(<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：THEPENIER PHARMA & COSMETICS is a wholly owned French subsidiary.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Material French operating subsidiary.
- 不确定性（原始记录）：Entity-level liquidity is not established.

在线打开本发现 →

F040 | 02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东

写入正文：02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东；03 | 3.4 | 法国是国际增长选择权，也是已经发生过减值的资本风险；06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动；11 | 11.2 | 法国扭亏是利润催化剂，也是继续漏损价值的风险

归并到：F052

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 企業概要・グループ会社・沿革 — Structured identity review
(<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01

- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2024 securities report — NSF impairment history
(<https://fs2.magicalir.net/edinet/2024/4920/S100TJ0D.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：33；反向验证：29、33、35；专项深挖：29、33；同业比较：35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Nippon Shikizai France is a wholly owned French subsidiary.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Material loss, funding and impairment exposure.
- 不确定性（原始记录）：Turnaround requirements remain unresolved.

在线打开本发现 →

F041 | 04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事

写入正文：04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事；05 | 5.2 | 竞争者规模与薄利润限制护城河强度

归并到：F053

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- トキワ OEM サービス (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：
04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：历史
- トキワ OEM サービス — Structured competitor review
(<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：
03、04、08、09、10、35；反向验证：03、04、08、09、10；专项深挖：
03、04、08、09、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Tokiwa is a direct cosmetics contract-manufacturing competitor.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Direct makeup ODM/OEM benchmark.
- 不确定性（原始记录）：Private comparative economics are limited.

在线打开本发现 →

F042 | 04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事

写入正文：04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事；05 | 5.2 | 竞争者规模与薄利润限制护城河强度

归并到：F054

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：历史
- TOA Our Business (<https://www.toa-cosme.co.jp/en/business/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、08、10、35；反向验证：03、04、07、08、10；专项深挖：03、04、07、08、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：TOA is a major broad cosmetics contract-manufacturing competitor.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Broad full-line competitor benchmark.
- 不确定性（原始记录）：Private comparative economics are limited.

在线打开本发现 →

F043 | 07 | 7.1 | 稳定控制与外部约束不足同时存在

写入正文：07 | 7.1 | 稳定控制与外部约束不足同时存在；09 | 9.2 | 账面价值缺少清晰的释放机制

归并到：F055

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 主要株主の異動（予定）および株式会社トワ・スールによる当社株式の取得に関するお知らせ
(https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3188842) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：24
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

- コーポレートガバナンス報告書 2026 (https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3007552) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23、24；反向验证：23；专项深挖：23、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Towa Soeur is a president-controlled major shareholder.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Controlling ownership block.
- 不确定性（原始记录）：Voting coordination beyond disclosed ownership is unknown.

在线打开本发现 →

F044 | 07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

写入正文：07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

归并到：F056

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料 (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Chifure Holdings is a strategic cosmetics-industry shareholder.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Strategic relationship and free-float effect.
- 不确定性（原始记录）：Commercial contribution is not quantified.

在线打开本发现 →

F045 | 07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

写入正文：07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

归并到：F057

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Mitsubishi Pencil is a strategic shareholder.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Strategic relationship and free-float effect.
- 不确定性（原始记录）：Industrial cooperation is not quantified.

在线打开本发现 →

F046 | 03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值

写入正文：03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值；08 | 8.1 | Komoro 是明确的增量 ROIC 考试

归并到：F058

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据

- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：HABA sold the Komoro cosmetics factory to Nippon Shikizai.
- 内部研究类型：RELATED_ENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Counterparty to the Komoro capacity acquisition.
- 不确定性（原始记录）：None material to the factory-sale relationship.

在线打开本发现 →

F047 | 03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明

写入正文：03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明；04 | 4.2 | 行业有温和顺风，却不足以自动填满新增产能；05 | 5.1 | 窄护城河候选来自验证与量产重现性

归并到：F059

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Ministerial Ordinances — GQP and GMP (<https://www.pmda.go.jp/english/review-services/regulatory-info/0001.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：10、13；反向验证：13；专项深挖：10、13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：PMDA-related GMP/GQP requirements affect regulated manufacturing and quality systems.
- 内部研究类型：REGULATORY_ENTITY
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Shapes qualification and compliance requirements.
- 不确定性（原始记录）：None material to the identified regulatory role.

在线打开本发现 →

F048 | 03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明

写入正文：03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明；04 | 4.2 | 行业有温和顺风，却不足以自动填满新增产能；11 | 11.5 | 催化剂只有穿透到现金和去杠杆才有投资意义

归并到：F060

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Microplastics restrictions (<https://echa.europa.eu/en/hot-topics/microplastics>) | 如何使用：直接证据；外部现实校验：13；专项深挖：13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ECHA microplastics restrictions affect European cosmetic formulations.
- 内部研究类型：REGULATORY_ENTITY
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Shapes European reformulation demand and costs.
- 不确定性（原始记录）：Company-specific compliance economics are not quantified.

在线打开本发现 →

F049 | 03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动

写入正文：03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动；11 | 11.1 | 积压订单既是主要催化剂，也是集中风险载体

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 如何使用：直接证据
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 如何使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：IDA Laboratories is the largest disclosed FY2026 customer at 12.1% of sales; successful programs support utilization, while delay or loss would materially affect margin and cash.
- 内部研究类型：CUSTOMER_DEPENDENCY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F050 | 03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动

写入正文：03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动；11 | 11.1 | 积压订单既是主要催化剂，也是集中风险载体

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Parfums Christian Dior represented 10.7% of FY2026 sales, validating global capability while creating dependence on a small number of brand programs.
- 内部研究类型：CUSTOMER_DEPENDENCY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F051 | 02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东

写入正文：02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东；03 | 3.4 | 法国是国际增长选择权，也是已经发生过减值的资本风险；06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 企業概要・グループ会社・沿革 — Structured identity review
(<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>)

d.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The listed group wholly owns THEPENIER PHARMA & COSMETICS; greater utilization and customer diversification there are important to consolidated margin normalization.
- 内部研究类型：WHOLLY_OWNS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F052 | 02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东

写入正文：02 | 2.1 | 品牌不属于公司，制造能力和工厂负担属于股东；03 | 3.4 | 法国是国际增长选择权，也是已经发生过减值的资本风险；06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动；11 | 11.2 | 法国扭亏是利润催化剂，也是继续漏损价值的风险

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料 (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 企業概要・グループ会社・沿革 — Structured identity review (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2024 securities report — NSF impairment history (<https://fs2.magicalir.net/edinet/2024/4920/S100TJ0D.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：33；反向验证：29、33、35；专项深挖：29、33；同业比较：35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The group wholly owns and supports Nippon Shikizai France, whose losses and impairment history make it a central turnaround and capital-consumption risk.
- 内部研究类型：WHOLLY_OWNS_AND_SUPPORTS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F053 | 04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事

写入正文：04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事；05 | 5.2 | 竞争者规模与薄利润限制护城河强度

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- トキワ OEM サービス (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年版 化粧品受託製造・容器・原料市場の展望と戦略 (https://www.yano.co.jp/market_reports/C68100900) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：20
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：历史
- トキワ OEM サービス — Structured competitor review (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、04、08、09、10、35；反向验证：03、04、08、09、10；专项深挖：03、04、08、09、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Tokiwa is a direct makeup ODM/OEM competitor whose disclosed category share, product breadth and customer scale constrain broad leadership or moat claims for Nippon Shikizai.
- 内部研究类型：COMPETES_WITH
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F054 | 04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事

写入正文：04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事；05 | 5.2 | 竞争者规模与薄利润限制护城河强度

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年版 化粧品受託製造・容器・原料市場の展望と戦略
(https://www.yano.co.jp/market_reports/C68100900) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：20
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：历史
- TOA Our Business (<https://www.toa-cosme.co.jp/en/business/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、08、10、35；反向验证：03、04、07、08、10；专项深挖：03、04、07、08、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：TOA is a larger full-line, one-stop contract-manufacturing substitute whose scale and breadth increase pricing and customer-acquisition pressure.
- 内部研究类型：COMPETES_WITH
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F055 | 07 | 7.1 | 稳定控制与外部约束不足同时存在

写入正文：07 | 7.1 | 稳定控制与外部约束不足同时存在；09 | 9.2 | 账面价值缺少清晰的释放机制

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 主要株主の異動（予定）および株式会社トワ・スールによる当社株式の取得に関するお知らせ
(https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3188842) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：24
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

- コーポレートガバナンス報告書 2026 (https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3007552) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23、24；反向验证：23；专项深挖：23、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：President-controlled Towa Soeur holds approximately 34.3%, providing stable control while raising minority-governance, capital-allocation and free-float concerns.
- 内部研究类型：CONTROLLED_BY_BLOCKHOLDER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F056 | 07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

写入正文：07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料 (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Chifure Holdings is a strategic cosmetics-industry shareholder whose relationship may support commercial ties but contributes to a tightly held register.
- 内部研究类型：STRATEGIC_SHAREHOLDER_RELATIONSHIP
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F057 | 07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

写入正文：07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Mitsubishi Pencil is an approximately 6% strategic shareholder; potential industrial cooperation coexists with reduced tradable float.
- 内部研究类型：STRATEGIC_SHAREHOLDER_RELATIONSHIP
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F058 | 03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值

写入正文：03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值；08 | 8.1 | Komoro 是明确的增量 ROIC 考试

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Nippon Shikizai acquired the Komoro cosmetics factory from HABA for approximately ¥655 million, creating a material incremental-ROIC and utilization question.

- 内部研究类型：ACQUIRED_FACTORY_FROM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F059 | 03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明

写入正文：03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明；04 | 4.2 | 行业有温和顺风，却不足以自动填满新增产能；05 | 5.1 | 窄护城河候选来自验证与量产重现性

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Ministerial Ordinances — GQP and GMP (<https://www.pmda.go.jp/english/review-services/regulatory-info/0001.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：10、13；反向验证：13；专项深挖：10、13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Japanese GMP/GQP requirements overseen through the PMDA regulatory environment create necessary qualification and compliance capabilities for regulated production.
- 内部研究类型：REGULATED_BY
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F060 | 03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明

写入正文：03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明；04 | 4.2 | 行业有温和顺风，却不足以自动填满新增产能；11 | 11.5 | 催化剂只有穿透到现金和去杠杆才有投资意义

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Microplastics restrictions (<https://echa.europa.eu/en/hot-topics/microplastics>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：13；专项深挖：13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：European microplastics restrictions create reformulation demand and compliance cost relevant to the French footprint and clean-beauty strategy.
- 内部研究类型：SUBJECT_TO_REGULATORY_INFLUENCE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F061 | 01 | 1.2 | 当前结论：复苏有可能，价值创造尚未得到证明

写入正文：01 | 1.2 | 当前结论：复苏有可能，价值创造尚未得到证明；10 | 10.1 | 从 2016 年高点下来，跌势减弱但迁移尚未完成；10 | 10.2 | 900—1,300 日元区域仍在重新吸收上冲

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 4920 long-horizon monthly price chart and extrema
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=month&code=4920&kikan=50000>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：27、29、30、31、33、34、35；其他用途：历史
- 4920 completed September 18, 2026 market observation
(<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The protected Technical Synthesis independently qualifies the recovery thesis: price-system evidence does not yet confirm a durable higher state.
- 内部研究类型：QUALIFIES_WITH_INDEPENDENT_PRICE_EVIDENCE
- 内部来源标记：TECHNICAL / OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F062 | 10 | 10.4 | 经营复苏消息产生脉冲，却没有留下更高价格状态

写入正文：10 | 10.4 | 经营复苏消息产生脉冲，却没有留下更高价格状态；12 | 12.3 | 市场不是没有响应，而是没有长期保留响应

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY2027 first-quarter results — Structured recovery test
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、15、16、30、35；反向验证：16、18、27、28；专项深挖：05、12、15、16、18、27、28、30
- 4920 long-horizon monthly price chart and extrema
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=month&code=4920&kikan=50000>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：27、29、30、31、33、34、35；其他用途：历史
- 4920 completed September 18, 2026 market observation
(<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Operating-recovery announcements have generated price pulses without durable higher-range retention, producing an event-failed rather than synchronized Price-Fundamental Timing judgment.

- 内部研究类型：EVENT_RESPONSE_TIMING
- 内部来源标记：TECHNICAL / OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F063 | 10 | 10.1 | 从2016年高点下来，跌势减弱但迁移尚未完成

写入正文：10 | 10.1 | 从2016年高点下来，跌势减弱但迁移尚未完成；10 | 10.2 | 900—1,300 日元区域仍在重新吸收上冲；10 | 10.3 | 低波动主要来自流动性不足，而非已确认的积累；10 | 10.4 | 经营复苏消息产生脉冲，却没有留下更高价格状态；10 | 10.5 | 确认条件是回抽后的保留，失效条件是重新跌回旧低位；14 | 14.4 | 治理与技术面都未提供独立加分

还不能确定：受保护的 Technical Research 结构；公开边界以其正文路由为准。

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Protected Technical Synthesis
- 内部研究类型：PROTECTED_TECHNICAL_SYNTHESIS
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 公开边界：受保护 Technical Research 仅保留可追踪身份，本索引不重写其内部语义。

在线打开本发现 →

F064 | 01 | 1.1 | 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹

写入正文：01 | 1.1 | 真正要验证的是现金回报，而不是一季收入反弹；01 | 1.2 | 当前结论：复苏有可能，价值创造尚未得到证明；02 | 2.2 | 商业模式的关键变量是利用率与收款，而非品牌溢价；02 | 2.3 | 技术型制造平台的耐久性受到财务结构约束；05 | 5.1 | 窄护城河候选来自验证与量产重现性；05 | 5.3 | 留存、第二供应与利润溢价才是护城河测试；06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动；09 | 9.3 | 重估依赖现金 ROIC，而非单纯利润恢复；09 | 9.4 | 安全边际判断：有恢复弹性，缺少可靠底部；11 | 11.5 | 催化剂只有穿透到现金和去杠杆才有投资意义；14 | 14.5 | 既定行动：观察，等待经营与价格双重确认

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（33 项；重复标签已按来源合并）

- 東証上場会社情報サービス — 4920 日本色材工業研究所
(<https://www2.jpx.co.jp/tseHpFront/StockSearch.do?method=topsearch&topSearchStr=4920>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01
- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 企業概要・グループ会社・沿革 — Structured identity review
(<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：

- 02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
- 01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- 当社の強み — ODM・研究開発・生産技術・品質保証 (<https://shikizai.com/feature/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10、13；专项深挖：03、04、10、13
- 化粧品受託製造市場に関する調査を実施（2026年）(https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/4156) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、35；反向验证：02、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、30
- ODM process and lead-time description (<https://shikizai.com/odm/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15；专项深挖：02、05、15
- FY2026 earnings and five-year financial history (<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史
- 2027年2月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- FY2024 securities report — NSF impairment history (<https://fs2.magicalir.net/edinet/2024/4920/S100TJ0D.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：29、33、35；专项深挖：29、33；同业比较：35；其他用途：历史
- FY2027 first-quarter results — Structured recovery test (https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、15、16、30、35；反向验证：16、18、27、28；专项深挖：05、12、15、16、18、27、28、30
- 資本政策の考え方 (https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29
- 2026年版 化粧品受託製造・容器・原料市場の展望と戦略 (https://www.yano.co.jp/market_reports/C68100900) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：20
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書全文 FY2026 (<https://edinetdb.jp/company/E01040/text?fy=2026>) | 怎么使用：直接 / 支持

- Ministerial Ordinances — GQP and GMP (<https://www.pmda.go.jp/english/review-services/regulatory-info/0001.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：10、13；反向验证：13；专项深挖：10、13
- Microplastics restrictions (<https://echa.europa.eu/en/hot-topics/microplastics>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：13；专项深挖：13
- MakeUp in Paris 2026 exhibition result (<https://shikizai.com/news/exhibited-at-makeup-in-paris-2026/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30
- トキワ OEM サービス (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据；其他用途：反证
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：反证、历史
- トキワ OEM サービス — Structured competitor review (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、04、08、09、10、35；反向验证：03、04、08、09、10；专项深挖：03、04、08、09、10；其他用途：反证
- TOA Our Business (<https://www.toa-cosme.co.jp/en/business/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、08、10、35；反向验证：03、04、07、08、10；专项深挖：03、04、07、08、10；其他用途：反证
- 主要株主の異動（予定）および株式会社トワ・スールによる当社株式の取得に関するお知らせ (https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3188842) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24
- コーポレートガバナンス報告書 2026 (https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3007552) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23、24；反向验证：23；专项深挖：23、24
- Nippon Shikizai Inc (4920) 過去データ (<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持
- IR よくあるご質問 (<https://shikizai.com/ir/faq/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 4920 completed September 18, 2026 market observation (<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 long-horizon monthly price chart and extrema (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=month&code=4920&kikan=50000>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：27、29、30、31、33、34、35；其他用途：历史
- 化粧品出荷 (<https://www.jcia.org/user/statistics/shipment>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：11；其他用途：历史
- 個人投資家の皆さまへ — shareholder returns review (<https://shikizai.com/ir/investor/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；专项深挖：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable business portrait: technically capable, utilization-dependent and financially fragile | Nippon Shikizai is a technically capable but financially fragile ODM/OEM platform. Durable assets include formulation and scale-up know-how, qualification history, Japanese and French plants and regulatory capability. Structural weaknesses are thin margins, fixed-cost leverage, debt, weak cash conversion, concentrated programs, French losses and concentrated control. The company can repair itself if stable orders fill existing assets, pricing catches costs and France improves without equivalent new capital; another utilization decline during Komoro ramp, customer loss, refinancing stress, further French impairment, persistent working-capital expansion or undisciplined capital allocation would be difficult to repair.
- 内部研究类型：DURABLE_BUSINESS_PORTRAIT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The equity has recovery leverage but lacks robust downside protection until recurring cash flow and capital returns improve.
- 不确定性（原始记录）：Self-repair through utilization, repricing and staged capacity remains conditional rather than proven.

在线打开本发现 →

F065 | 02 | 2.2 | 商业模式的关键变量是利用率与收款，而非品牌溢价

写入正文：02 | 2.2 | 商业模式的关键变量是利用率与收款，而非品牌溢价；03 | 3.3 | 75.2 亿日元积压订单是条件性可见性，不是已赚取收益；06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求；11 | 11.1 | 积压订单既是主要催化剂，也是集中风险载体

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料 (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 当社の強み — ODM・研究開発・生産技術・品質保証 (<https://shikizai.com/feature/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10、13；专项深挖：03、04、10、13
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- 化粧品受託製造市場に関する調査を実施（2026 年） (https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/4156) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、35；反向验证：

02、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：

02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、30

- ODM process and lead-time description (<https://shikizai.com/odm/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15；专项深挖：02、05、15
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- FY2027 first-quarter results — Structured recovery test (https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、15、16、30、35；反向验证：16、18、27、28；专项深挖：05、12、15、16、18、27、28、30
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2026 earnings and five-year financial history (<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史
- 資本政策の考え方 (https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Orders-to-cash operating chain | Brand launches and outsourcing decisions create orders; production preparation consumes inventory and cash; utilization determines fixed-cost absorption; operating margin and collection then determine debt-repayment capacity. Backlog has value only when conversion, pricing, acceptance and collection are satisfactory.
- 内部研究类型：MAIN_CAUSAL_CHAIN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Revenue recovery can initially consume cash and does not create value unless it improves recurring margin and deleveraging.
- 不确定性（原始记录）：Backlog conversion quality and collection timing remain unknown.

在线打开本发现 →

F066 | 03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明

写入正文：03 | 3.1 | 从配方到量产的能力真实，但价值捕获仍待证明；04 | 4.1 | 专业能力存在，但规模对比否定了宽泛的领导者叙事；04 | 4.3 | 缺少的不是技术故事，而是技术带来超额回报的证据；05 | 5.1 | 窄护城河候选来自验证与量产重现性；05 | 5.2 | 竞争者规模与薄利润限制护城河强度；14 | 14.2 | 能力可信，但尚未转化为强护城河

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（12项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書全文 FY2026
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/text?fy=2026>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 当社の強み — ODM・研究開発・生産技術・品質保証 (<https://shikizai.com/feature/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10、13；专项深挖：03、04、10、13
- 2026年7月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- Ministerial Ordinances — GQP and GMP (<https://www.pmda.go.jp/english/review-services/regulatory-info/0001.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：10、13；反向验证：13；专项深挖：10、13
- Microplastics restrictions (<https://echa.europa.eu/en/hot-topics/microplastics>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：13；专项深挖：13
- MakeUp in Paris 2026 exhibition result (<https://shikizai.com/news/exhibited-at-makeup-in-paris-2026/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30
- トキワ OEM サービス (<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据；其他用途：反证
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：反证、历史
- トキワ OEM サービス — Structured competitor review
(<https://www.tokiwa-corp.com/service/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、04、08、09、10、35；反向验证：03、04、08、09、10；专项深挖：03、04、08、09、10；其他用途：反证
- TOA Our Business (<https://www.toa-cosme.co.jp/en/business/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、08、10、35；反向验证：03、04、07、08、10；专项深挖：03、04、07、08、10；其他用途：反证
- 2026年版 化粧品受託製造・容器・原料市場の展望と戦略
(https://www.yano.co.jp/market_reports/C68100900) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：20

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Real capability without proven broad moat | Formulation, shade matching, scale-up and regulatory capability improve proposals and qualification potential, but competitor scale shows that these capabilities do not establish category leadership or strong pricing power by themselves.
- 内部研究类型：CAPABILITY_VALUE_CAPTURE_CHAIN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：Technical competence supports survival, but valuation should not assume premium margins until value capture is demonstrated.
- 不确定性（原始记录）：Customer retention, pricing and win-rate effects are unmeasured.

在线打开本发现 →

F067 | 03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动

写入正文：03 | 3.2 | 两大客户既提供规模效率，也放大项目波动；06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动；11 | 11.1 | 积压订单既是主要催化剂，也是集中风险载体

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：
其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Customer concentration as efficiency source and volatility amplifier | Concentrated programs can create efficient large production runs when successful, but launch delay or normalization can abruptly reduce utilization while leaving inventory and fixed costs in place.
- 内部研究类型：DUAL_EFFECT_DEPENDENCY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The same concentration that can accelerate recovery can deepen a downturn.
- 不确定性（原始记录）：Program-level order and renewal behavior is unavailable.

在线打开本发现 →

F068 | 03 | 3.4 | 法国是国际增长选择权，也是已经发生过减值的资本风险

写入正文：03 | 3.4 | 法国是国际增长选择权，也是已经发生过减值的资本风险；06 | 6.1 | 收入小幅变化为何会变成利润的大幅波动；11 | 11.2 | 法国扭亏是利润催化剂，也是继续漏损价值的风险

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2024 securities report — NSF impairment history
(<https://fs2.magicalir.net/edinet/2024/4920/S100TJ0D.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：29、33、35；专项深挖：29、33；同业比较：35；其他用途：历史

- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：其他用途：反证
- 資本政策の考え方
(https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29
- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史
- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据
- 企業概要・グループ会社・沿革 — Structured identity review
(<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：French turnaround versus continuing value leakage | Higher French equipment and customer utilization can reduce segment losses and improve consolidated margins; continued underutilization instead transmits parent support, impairment and weaker capital flexibility to shareholders.
- 内部研究类型：TURNAROUND_OR_VALUE_LEAKAGE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：France is a meaningful upside option and one of the clearest routes to further capital loss.
- 不确定性（原始记录）：Required French breakeven volume and funding needs are undisclosed.

在线打开本发现 →

F069 | 06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求

写入正文：06 | 6.3 | 利润没有顺利变成现金，复苏甚至可能先增加融资需求；11 | 11.3 | 恢复可能先消耗现金，随后才有机会修复资产负债表；12 | 12.2 | 业务恢复可能在早期增加借款，而不是减少借款

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142>)

d.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

- FY2027 first-quarter results — Structured recovery test
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、15、16、30、35；反向验证：16、18、27、28；专项深挖：05、12、15、16、18、27、28、30
- ODM process and lead-time description (<https://shikizai.com/odm/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15；专项深挖：02、05、15
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史
- 資本政策の考え方
(https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Recovery can consume cash before it repairs the balance sheet | Order recovery requires advance purchases and later creates receivables, so sales can rise before cash and can increase financing needs if conversion or payment is delayed.
- 内部研究类型：RECOVERY_FINANCING_PARADOX
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A reported recovery may temporarily increase borrowing and inventory risk rather than immediately improving shareholder cash.
- 不确定性（原始记录）：Order linkage, inventory realizability and collection timing remain unresolved.

在线打开本发现 →

F070 | 03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值

写入正文：03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值；06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值；08 | 8.1 | Komoro 是明确的增量 ROIC 考试；08 | 8.2 | 高杠杆下，增长必须服从现金回报约束；09 | 9.3 | 重估依赖现金 ROIC，而非单纯利润恢复；11 | 11.3 | 恢复可能先消耗现金，随后才有机会修复资产负债表；14 | 14.3 | 估值便宜提供弹性，资本配置尚未证明纪律

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：20、28；专项深挖：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：其他用途：反证
- 2026 年版 化粧品受託製造・容器・原料市場の展望と戦略
(https://www.yano.co.jp/market_reports/C68100900) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：20
- 資本政策の考え方
(https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capacity expansion must pass the incremental-ROIC test | Existing underutilized assets plus Komoro create greater potential output but also depreciation, startup labor and working-capital needs; value is created only if sustained incremental cash ROIC exceeds funding cost.
- 内部研究类型：CAPACITY_VALUE_CREATION_TEST
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：A successful ramp creates operating leverage; a failed ramp compounds debt and weak normalized earnings.
- 不确定性（原始记录）：Komoro and existing-asset incremental economics are not disclosed.

在线打开本发现 →

F071 | 03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值

写入正文：03 | 3.5 | 新增产能与成本转嫁共同决定订单增长是否创造价值；06 | 6.5 | ROE 达标不等于工厂投资已经创造经济价值；11 | 11.5 | 催化剂只有穿透到现金和去杠杆才有投资意义

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- 企業概要・グループ会社・沿革 (<https://shikizai.com/overview/>) | 怎么使用：直接证据
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料 (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 当社の強み — ODM・研究開発・生産技術・品質保証 (<https://shikizai.com/feature/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10、13；专项深挖：03、04、10、13
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- 化粧品受託製造市場に関する調査を実施（2026 年） (https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/4156) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、35；反向验证：02、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：02、05、06、11、12、14、15、16、19、28、30
- ODM process and lead-time description (<https://shikizai.com/odm/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15；专项深挖：02、05、15
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：

01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：其他用途：反证
- 化粧品出荷 (<https://www.jcia.org/user/statistics/shipment>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：11；其他用途：历史
- 国内の化粧品 OEM/ODM/原料製造市場及び企業の概要
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2024FY/000308.pdf) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、35；反向验证：04、10、11、35；专项深挖：04、08、09、10、11；同业比较：08、09；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Inflation transmission and repricing lag | Labor scarcity and raw-material, packaging, energy and logistics inflation compress margins unless repeat-order repricing and productivity catch up; customer bargaining power determines the lag.
- 内部研究类型：COST_PASS_THROUGH_CHAIN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Thin margins make even modest unrecovered cost inflation material to profit and cash.
- 不确定性（原始记录）：Actual pass-through lag and customer bargaining power are not quantified.

在线打开本发现 →

F072 | 06 | 6.4 | 高债务把经营波动传导为融资风险

写入正文：06 | 6.4 | 高债务把经营波动传导为融资风险；08 | 8.2 | 高杠杆下，增长必须服从现金回报约束；08 | 8.3 | 30 日元分红提供补偿，但不是资本政策的核心支柱；09 | 9.2 | 账面价值缺少清晰的释放机制；11 | 11.3 | 恢复可能先消耗现金，随后才有机会修复资产负债表；14 | 14.1 | 财务与盈利质量是评分的主要约束

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：
02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：
01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2026 earnings and five-year financial history
(<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）
(https://japanir.jp/company/company-4920/ir/4920-20260714-01_wp_basic/) | 怎么使用：其他用途：反证
- 資本政策の考え方
(https://shikizai.com/wp-content/themes/NIPPON_SHIKIZAI/pdf/capital_policy_202504.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：18、22、25、29；反向验证：22；专项深挖：18、22、25、29
- 個人投資家の皆さまへ — shareholder returns review (<https://shikizai.com/ir/investor/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；专项深挖：26
- Nippon Shikizai Inc (4920) 過去データ (<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 4920 long-horizon monthly price chart and extrema
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=month&code=4920&kikan=50000>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：27、29、30、31、33、34、35；其他用途：历史
- 4920 completed September 18, 2026 market observation
(<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Thin margins and leverage limit strategic flexibility | Thin margins and high debt amplify small order changes and restrict dividends, buybacks and reinvestment flexibility despite low PE/PBR observations.
- 内部研究类型：FINANCIAL_AMPLIFICATION_CHAIN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Low valuation is not a reliable floor when operating volatility can quickly consume financial headroom.
- 不确定性（原始记录）：Refinancing terms and normalized cash generation remain unresolved.

在线打开本发现 →

F073 | 07 | 7.1 | 稳定控制与外部约束不足同时存在

写入正文：07 | 7.1 | 稳定控制与外部约束不足同时存在；07 | 7.2 | 战略持股增强关系稳定性，却进一步压缩流通盘；09 | 9.2 | 账面价值缺少清晰的释放机制；11 | 11.4 | 经营复苏不一定自动消除治理与流动性折价；14 | 14.4 | 治理与技术面都未提供独立加分

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 主要株主の異動（予定）および株式会社トワ・スールによる当社株式の取得に関するお知らせ
(https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3188842) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24
- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review
(https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- コーポレートガバナンス報告書 2026 (https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=4920&i=3007552) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23、24；反向验证：23；专项深挖：23、24
- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料
(<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Nippon Shikizai Inc (4920) 過去データ (<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接证据
- IR よくあるご質問 (<https://shikizai.com/ir/faq/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 4920 completed September 18, 2026 market observation
(<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史
- 個人投資家の皆さまへ — shareholder returns review (<https://shikizai.com/ir/investor/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；专项深挖：26
- FY2026 earnings and five-year financial history (<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Stable control, weak external discipline and low liquidity | Family and strategic blocks provide continuity but reduce free float and minority influence; equity incentives may align employees while diluting holders if not sourced from treasury shares.
- 内部研究类型：GOVERNANCE_LIQUIDITY_SYSTEM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The stock may retain a governance and liquidity discount even if operations recover.
- 不确定性（原始记录）：Future equity-plan sourcing and controlling-holder responses to listing pressure are unknown.

在线打开本发现 →

F074 | 06 | 6.2 | 法定利润上升掩盖了主营盈利恶化

写入正文：06 | 6.2 | 法定利润上升掩盖了主营盈利恶化；09 | 9.1 | 看起来便宜，但历史 PE 最容易误导；12 | 12.1 | 利润增长与现金改善在 FY2026 并不是同一件事；14 | 14.1 | 财务与盈利质量是评分的主要约束

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社日本色材工業研究所 会社説明会資料 (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 株式会社日本色材工業研究所 有価証券報告書 2026 年 2 月期 (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 7 月会社説明会資料 — Structured operating and capital review (<https://shikizai.com/wp-content/uploads/2026/07/3a5fb05a45c83b014535d093e3a9142d.pdf>)

d.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

02、03、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、25、26、28、30、31、33、35；反向验证：21；专项深挖：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、16、17、19、20、21、25、26、28、30、31、33；同业比较：01、04、07、21；其他用途：历史

- FY2026 securities report — Structured financial, ownership and accounting review (https://regfis.com/reports/20260529_S100Y7HD_E01040_null_010_030000_120) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、27、28、29、32、33、35；反向验证：26、35；专项深挖：
01、04、05、06、07、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- FY2026 earnings and five-year financial history (<https://edinetdb.jp/company/E01040/earnings/FY2026>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：20、28；专项深挖：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33；同业比较：
02、05、06、10、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、29、32、33、35；其他用途：历史
- Nippon Shikizai Inc (4920) 過去データ (<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 4920 long-horizon monthly price chart and extrema (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=month&code=4920&kikan=50000>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：27、29、30、31、33、34、35；其他用途：历史
- 4920 completed September 18, 2026 market observation (<https://jp.investing.com/equities/nippon-shikizai-inc-historical-data>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 4920 price history and valuation observations (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4920.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Headline earnings overstate recurring economics | Asset-disposal gains and tax effects raised reported profit and apparent free cash flow while recurring operating performance and cash conversion remained weak; valuation must therefore rely on normalized operating margin and cash rather than statutory net income alone.
- 内部研究类型：ACCOUNTING_TO_ECONOMIC_BRIDGE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Trailing earnings multiples materially understate operating and balance-sheet risk.
- 不确定性（原始记录）：Future recurring tax and asset-sale effects depend on facts not yet available.

在线打开本发现 →

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。