

6858 株式会社小野測器 (Ono Sokki Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 70.58/100 · B+

这家公司是做什么的

小野測器主营电子测量仪器、传感器、数据采集与分析系统，并为汽车等研发客户提供定制试验装置、受托试验、咨询、校准和工程服务。

最近亮点

2026年上半年销售约76.91亿日元、同比+21.2%，营业利润约5.18亿日元、较上年同期约0.80亿日元营业亏损显著修复，经常利润约5.73亿、归母净利润约3.53亿。公司维持全年销售150亿、营业利润11亿、…

资料截止 2026-09-20 · Kabugami 研究

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

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-20
研究规则版本 SHA	c61d743568189295aa182008bbc3d7fedc193f89
评分版本	V3.2
发布源 SHA	827bb0ba902f134c9003c5e6f1bda0395d30adf2
交付代码版本 SHA	827bb0ba902f134c9003c5e6f1bda0395d30adf2
交付运行时指纹	f32e03aced78caa0b67e967499de62574add559d8d8afef2176757efb5419e04

先看研究要点

为什么值得研究	小野测器把传感器、声振/扭矩/流量等测量仪器与汽车开发用定制试验台、受托试验、校准、咨询和数据分析连接起来，正在从单纯卖设备向“产品→服务→产品”的循环靠近。2026 年两个业务群盈利均改善，资产负债表净现金充足，公司还执行约 1.6 亿日元股份回购；EV 热管理、CLC 中部研发据点和东京大学合作为下一轮能力扩张提供真实载体。
最需要担心什么	2026 年的高增长尚不能完全外推为结构性复利：上半年订单增幅显著低于收入增幅，特注试验装置及服务的新订单基本持平；2025 年本田技研工业约占销售 17.8%，客户集中度真实存在；2025 年 12 月取得的约 12.4 亿日元大型定制系统订单规模很大但客户和利润率未披露。上半年营业现金流又受到应收账款大幅回收帮助，不能直接年化。
Kabugami 现在怎么看	小野测器已经从“低 PBR、利润长期偏弱的测量仪器公司”进入经营修复更可信的阶段，但当前最重要的判断不是 2026 利润能否创近年高点，而是这轮利润能否从在手订单与大型项目兑现，升级成持续的新订单、服务收入和更高资本回报。公司 2026 年销售/营业利润指引已经超过中期计划原定 2027 目标，但按当前净利润与净资产粗算，ROE 仍大约只有 5%左右，尚未稳定达到中期目标 6% 以上。因而 70.58/B+ 来自真实盈利修复、强资产负债表、低估值、回购与正在扩大的技术服务能力；没有更高，是因为订单持续性、客户集中、增长投资回报和正常化现金转换仍需证明。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：利润恢复能否从“兑现库存订单”升级成持续的高回报服务循环

小野测器最容易被看成一家“汽车计测仪器公司”。这种理解只抓住产品，没有抓住公司正在改变的盈利结构。

公司一边销售转速、扭矩、声振、流量、位移等标准化测量仪器，一边为汽车 OEM、零部件企业和其他研发客户设计定制试验系统，并提供受托试验、校准、咨询、基准测试报告和数据分析。管理层把这种方

向概括成“モノ→コト→モノ”：先卖设备，再从服务和共创中获得研发问题与数据，再把这些经验反哺下一代产品。

2026 年盈利修复很强，但同一时期订单增长没有收入增长那么快，说明过去积累的在手订单正在加速兑现。

因此本轮最重要的公司特有问题是：

2026 年由在手订单、大型定制项目和特注试验装置/服务带来的利润恢复，能否进一步变成持续的新订单、服务化现金流和更高 ROE；并且这种资本效率改善，能否赶在 CLC 中部新据点、研发与设备投资大量消耗资产负债表缓冲之前兑现。

01.2 | 当前答案：经营修复是真的，但订单质量与资本回报还没有完全毕业

支持结构改善的证据不只是一季利润：

- 2025 年销售已增至约 136.29 亿日元；
- 2026 年上半年销售约 76.91 亿、同比+21.2%；
- 上半年营业利润约 5.18 亿，从上年同期亏损显著转正；
- 测量仪器业务和特注试验装置/服务业务都改善，不是单一业务补洞；
- 公司全年指引为销售 150 亿、营业利润 11 亿，已超过中期计划原本设定的 2027 年销售 145 亿、营业利润 10 亿目标；
- 资产负债表拥有约 60 亿日元级现金，财务压力较低。

反证同样具体：

- 上半年总订单约 76.81 亿，只同比增长约 3.2%；
- 特注试验装置/服务订单基本持平，但销售增长约 27%，说明旧订单兑现对当前增收贡献很大；
- 2025 年披露本田技研工业销售约 22.8 亿日元，占集团约 17.8%；
- 2025 年末公司披露一个约 12.4 亿日元的大型定制系统订单，规模接近上一年销售的一成，但客户与盈利率没有公开；
- 2026 上半年营业现金流很强，其中相当部分来自应收账款回收，不代表正常化自由现金流已经同步跳升。

所以当前答案是：利润修复已经发生，商业结构也确实在服务化；但订单补充速度、客户集中、服务收入的重复性与资本投资回报仍是下一阶段必须验证的核心。

01.3 | 本轮为何是 FIRST_COMPLETE

当前正式 report-source/6858/中没有可作为 structured-deep-research-v1 现行基线的完整 Review。

因此本轮按当前方法重新完成公司先行 Open Discovery、Coverage35 Structured Deep Research、独立 Technical、Cross-domain Integration、Research Debt 修复、Full Synthesis、V3.2 Score、Routing 与自然 00—15，不用旧文章或旧方法研究授权 KEEP_EXISTING。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 真正卖的是“测得准 + 试得出来 + 把开发周期缩短”

标准仪器只是入口。

汽车、工业设备、半导体设备和其他研发客户在开发过程中需要把速度、扭矩、振动、声音、流量、温度、位移等物理现象转换成可重复的数据，再通过试验台、软件与模型判断产品是否满足性能与可靠性要求。

小野测器可以提供：

- 传感器与独立测量仪器；
- 数据采集与 FFT/时序分析系统；
- 汽车动力系统、EV 等定制试验台；
- 受托试验与咨询；
- 校准、设备点检和工程服务；
- 基准测试与分析报告。

客户最终购买的不是某一个传感器，而是更快、更稳定地把研发问题变成可验证数据。

02.2 | 标准仪器与定制系统形成两种不同经济模型

测量仪器业务更接近产品生意：产品可以跨客户销售，研发成果可重复利用，单个客户项目依赖相对低。

特注试验装置与服务则更接近项目与工程生意：订单金额大、交付周期长、客户规格差异高，项目管理和验收决定收入确认节奏。

2026 年上半年：

- 测量仪器销售约 22.49 亿日元、同比约+9%；
- 特注试验装置及服务销售约 54.34 亿、同比约+27%；
- 后者营业利润约 4.82 亿，成为当前利润修复的主引擎。

这让当前盈利更强，也让订单时间、项目组合和客户集中度更重要。

02.3 | “产品→服务→产品”是合理战略，但需要用重复收入和研发回报验证

服务业务的真正价值不是“服务毛利看起来高”，而是能否形成闭环：

设备进入客户研发现场 → 服务团队看到真实开发问题 → 数据/模型沉淀 → 新设备和软件更贴合客户 → 下一个项目更容易进入。

如果闭环成立，公司会从一次性设备供应商转向客户研发流程中的长期工具与知识节点。

如果服务仍主要依赖一次性大型试验台项目，它就更像工程承包，盈利仍会随项目交付大幅波动。

当前证据支持“闭环正在形成”，但不足以证明已经变成高重复性服务收入模型。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 产品跨度很宽，声振与汽车测试是关键能力交汇点

产品覆盖声音/振动、扭矩、流量、位移、转速、温度、电压、数据采集、FFT 分析、燃烧分析等。

汽车开发解决方案又把这些单点测量能力连接成动力系统、EV/HEV、实验室自动化和受托测试系统。

这种组合的意义在于：单一传感器容易比价，但当客户需要多物理量同步、试验台控制、模型、软件、校准和工程支持时，系统整合能力更重要。

03.2 | 本田技研工业约 17.8% 的销售占比是最需要保留的客户事实

2025 年有价证券报告披露，对本田技研工业的销售约 22.8 亿日元，占集团销售约 17.8%，高于前一年的约 14.6%。

这个关系说明小野测器确实进入大型汽车 OEM 研发链，但也产生双面含义：

- 正面：长期项目经验、规格适配和工程关系可能提高进入门槛；
- 负面：一个客户的研发预算、平台切换、采购策略或内制化会显著影响集团收入。

本轮不把“大客户”自动等同护城河，也不把集中度自动视为坏事；真正需要验证的是该关系能否带来持续高 ROIC，而不是只带来大项目收入。

03.3 | 12.4 亿日元大型订单证明接单能力，也放大项目波动

公司 2025 年 12 月披露获得约 12.4 亿日元定制系统订单，规模约相当于 2025 年销售的 9% 左右，预计在 2026 年确认。

这证明公司能承接大型研发设备项目。

但客户身份、项目毛利和后续复购没有公开，因此不能直接把这一订单外推成新的年化收入平台；本轮也不推测该订单客户就是本田。

03.4 | 供应链风险主要来自电子部件、半导体与专业人才，而不是单一原材料

官方风险披露长期提到电子部件、半导体、原材料供给、价格上涨和人才问题。

测量仪器与试验系统需要传感器、电子控制器、数据采集硬件和专业工程人员。大型定制项目若关键部件交期拉长，会同时影响收入确认、库存和营运资金。

公开资料没有披露足够细的单一关键供应商集中度，这是本轮保留的 Research Debt，而不是推测“供应链已经完全可控”。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 竞争不是“只有一个测量仪器同行”

在汽车测试和工程服务领域，小野测器面对的是多层竞争：

- HORIBA 提供从动力系统、排放到 EV、电池和整车测试的一体化实验能力；
- A&D 提供动力总成、EV、车辆动力学、HILS/SILS、受托试验等系统；
- 各类专业传感器、数据采集与软件企业可以在单点功能上替代；
- 大型汽车 OEM 本身也可能扩大内制测试、数据平台和仿真能力。

因此不能只用“70 年测量经验”证明行业地位。

04.2 | 小野测器的差异化更像“多物理量测量 + 定制工程 + 客户现场经验”

公司的优势不一定来自绝对规模，而来自对声音、振动、转速、扭矩等真实物理现象的长期积累，再把这些传感/分析能力装进客户试验台与开发流程。

这类能力对小批量高复杂度研发项目有价值，因为客户并不只需要标准硬件，还需要系统搭建、测量不确定性控制、软件与问题诊断。

但 HORIBA 和 A&D 也具备完整汽车测试能力，因此当前护城河更应定义为真实但中等强度的工程知识与客户嵌入壁垒，而不是不可替代。

04.3 | 与 CHINO 和东京大学合作说明公司会主动补齐边界能力

2026 年 5 月，小野测器与 CHINO 共同开发 Thermal-VRS 热瞬态试验台，用于电动车热管理。

CHINO 擅长温度测量、控制与环境设备，小野测器提供仿真模型、动力系统试验台与多物理量测量。这个合作的正面意义是，小野测器不必自建所有专业模块，也能进入热管理新需求。

反过来也说明，新方案的价值来自生态组合，而不是小野测器单独拥有所有技术。

公司还与东京大学围绕 EV 振动测量控制开展社会合作讲座，并计划把相关控制技术导入 CLC 中部新据点。

这种产学研共创有助于提升试验系统能力，但真正经济价值仍要用订单、利用率和资本回报验证。

05 | 护城河判断

05.1 | 护城河来自“工程关系”和“测量可信度”，不是品牌溢价本身

工业研发测量有一个与消费品不同的特征：如果一个传感器、测量流程、标定方式和分析软件已经进入客户的研发标准流程，切换供应商并不只意味着换一件硬件，还可能意味着重新验证数据一致性、接口和工程方法。

大型定制试验系统的切换成本更高，因为控制逻辑、软件、机械设备、传感器和项目知识彼此连接。

这构成真实粘性。

05.2 | 反证：大型竞争者同样能提供系统级测试

HORIBA 拥有整车、电池、动力系统与分析服务的一体化测试网络；A&D 也拥有 EV 动力总成、HILS/SILS、车辆试验等完整方案。

所以小野测器的壁垒不能理解为“别人做不了”，更准确的是：

客户在特定测量问题、历史设备、工程关系和定制开发上更换供应商需要付出时间与验证成本，但竞争者仍然存在。

05.3 | 真正把护城河升级的证据将来自服务复购和新领域扩张

如果 CLC、受托试验、热管理、Sound One 和基准测试等服务持续提高复购，并反过来带动设备销售，公司会从项目型设备供应商向研发平台靠近。

如果新增长仍主要依赖少数大额定制系统，护城河就更偏关系和工程能力，而非可扩张的平台效应。

当前结论：中等偏上的专业壁垒，但尚未证明形成高 ROIC 的平台型护城河。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 收入已经连续增长，2026 利润弹性明显放大

2021—2025 年销售大致由 98.52 亿日元增长到 136.29 亿，说明收入恢复并非单季现象。

2026 年上半年销售约 76.91 亿，营业利润约 5.18 亿，营业利润率约 6.7%；全年指引 150 亿销售、11 亿营业利润，对应约 7.3% 营业利润率。

相比 2025 年约 5.88 亿营业利润，全年指引接近翻倍。

最重要的积极变化是：利润增长速度已经明显快于收入。

06.2 | 但 2026 收入增速远高于订单增速，需要区分“吃在手订单”与“新需求加速”

上半年订单约 76.81 亿，同比约+3.2%，与同期销售 76.91 亿大致相当。

其中特注试验装置/服务订单同比基本持平，而销售却增长约 27%。

这说明期初约 90 亿日元级在手订单正在被快速转化为收入。

如果后续新订单不能加速，2026 高增长可能部分是订单兑现时点前移，而不是新的持续需求斜率。

06.3 | 营业现金流 32 亿日元很强，但应回收贡献很大

2026 年上半年营业现金流约 32.11 亿日元，表面上远高于利润。

但应收账款减少约 21.82 亿日元，是主要现金来源之一。

这不是坏事——把项目应收真正收回本身就是现金质量的一部分——但不能把 32 亿上半年 OCF 直接年化成长期现金创造能力。

正常化现金质量仍应看：

营业利润 → 应收/在制品 → 资本开支 → 自由现金流。

06.4 | 资产负债表强，给高研发/设备投资留出缓冲

上半年末现金约 62.5 亿日元，总资产约 228 亿、净资产约 172 亿，自己资本比率约 74%。有息负债相对现金较低，整体处于净现金状态。

这意味着公司有能力和同时承担研发、CLC 建设和股东回报，不容易因为一轮景气下行立刻面临融资压力。

但强资产负债表也产生另一个问题：如果大量现金、投资有价证券和设备长期只能产生约 5% 以下 ROE，低 PBR 就有经济理由。

06.5 | 历史 ROE 说明“利润增长”还没有等于“资本效率毕业”

2024 年净利润受旧总部固定资产出售收益显著抬高，不能把当年约 10% 级 ROE 当成正常水平。

2025 年 ROE 只有低个位数。

按 2026 公司归母净利润 8 亿指引与约 170 亿日元级净资产粗算，预测 ROE 仍大致在 5% 左右，尚未稳定达到中期计划 6% 以上目标。

因此公司最重要的财务升级不是再多一点销售，而是让新增利润对大额净资产产生更高回报。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 没有控制股东，持股结构相对分散

截至 2025 年末，剔除库存股后的在外股份约 1,042 万股。第一大股东桂武约 6.29%，代理店/特约店持股会约 5.93%，取引先持股会约 5.72%，三菱 UFJ 银行约 4.44%。

这种结构没有单一控制股东压倒其他股东，但代理店、取引先、员工和银行等关系型持股比例不低。

关系型股东可能稳定长期经营，也可能降低资本市场施压强度，因此资本政策需要用实际结果判断，而不是仅凭股权结构贴标签。

07.2 | 治理形式完整，最值得验证的是资本配置

公司采用董事会、监事会和自愿设置的提名/薪酬委员会等治理机制。2026 年管理层也有女性董事参与。

本轮没有发现需要升级为重大治理风险的具体不当事件。

但对一家长期低 PBR、净现金较多、投资支出扩大的公司，治理最重要的验证仍然是：

- 新据点与研发投资有没有明确回报；
- 投资有价证券是否继续占用大量资本；
- 利润增长以后分红和回购是否合理提高；
- 大客户关系是否由董事会以回报与风险而不是规模导向管理。

07.3 | 经营战略比过去更清晰，但执行周期刚进入重投入阶段

社长大越祐史推动的“产品→服务→产品”循环，与 CLC、受托试验、数据服务、外部合作方向一致。

战略逻辑是连贯的。

真正的不确定性在于，战略从“讲得清楚”到“资本回报更高”之间还隔着数十亿日元研发和设备投资、人才建设及客户转化。

08 | 资本政策

08.1 | 2026 股份回购是真实正面信号

公司 2026 年设置最高 20 万股、1.6 亿日元的回购框架，最终累计取得约 19.24 万股、金额约 1.60 亿日元。

相对剔除库存股后的股份，这大致接近 2%。

在 PBR 长期低于 1 倍、资产负债表净现金充足时，这种回购在不损害增长投资的前提下具有合理资本效率意义。

08.2 | 30 日元分红提高当前现金回报，但派息率并不激进

按公司全年 EPS 约 76.8 日元与 30 日元分红预测，派息率粗算约 39%。

9 月 18 日 834 日元股价对应股息率约 3.6%。

这比单纯持有现金更能把经营修复传导给股东，但公司同时处于高投资期，因此不能只追求短期分红最大化。

08.3 | 真正的资本配置考题是约 75—80 亿日元级增长投资

中期计划披露三年研发投入约 35—40 亿日元、设备投资约 40 亿日元。

CLC 中部新据点、控制技术、热管理、新传感和测量平台都需要资本。

如果这些投资把服务订单、海外销售、利用率和 ROE 抬高，今天的低 PBR 可能成为重估起点。

如果投资只是扩大资产而没有提升利润密度，当前大额净现金会逐步转成低回报固定资产，低 PBR 反而会持续。

08.4 | 约 34 亿日元投资有价证券仍是资本效率变量

2026 年上半年资产负债表仍有约 34 亿日元投资有价证券。

这些资产可能包含业务关系型持股，不能直接假设全部可立即分配给股东。

但它们规模不小，应持续观察是否压低资本效率，以及管理层是否有更清晰的持有/出售纪律。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 约 10.9 倍预测 PER、0.51 倍 PBR 与 3.6%股息率并不贵

9 月 18 日收盘 834 日元，Yahoo! Finance 显示预测 PER 约 10.85 倍、PBR 约 0.51 倍。

公司全年 EPS 预测约 76.8 日元，30 日元分红对应约 3.6%股息率。

对一个净现金、盈利正在修复的工业测量企业，这组价格没有给出高增长溢价。

09.2 | 低 PBR 的正面逻辑来自“利润修复 + 回购 + 资本效率路径”，而不是账面资产本身

公司净资产厚、现金多，又有回购，这是安全边际的一部分。

但 0.51 倍 PBR 不是自动套利，因为历史 ROE 长期偏低，大量资本还将投入 CLC 和研发。

市场真正需要看到的不是“净资产很多”，而是：

新增利润能否让 ROE 越过 6%，并在重投入以后继续提高。

09.3 | 估值的最大陷阱是把 2026 利润直接当长期正常值

2026 全年 11 亿营业利润指引建立在：

- 高位期初在手订单；
- 大型定制系统订单；
- 特注试验装置/服务快速交付；
- 上半年应回收带来的现金改善。

这些因素都是真实的，但其中一部分具有时间集中性。

如果 2027 新订单跟不上，10.9 倍预测 PER 会变成周期高点盈利上的低倍数，而不是真正便宜。

09.4 | 安全边际的关键是净现金给了公司“犯一次错”的能力

公司目前并不依赖高杠杆维持增长。

即使 CLC 投产爬坡慢、某个大型项目延后，净现金和高自己资本比率也提供缓冲。

因此当前估值的下行保护比典型高负债设备企业更好，但真正的长期上行仍取决于订单重复性与资本回报，而不是现金本身。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1 | Technical Question：2026 上破旧高点，是新的长期价格区域，还是又一次会被完全吸回的脉冲

小野测器长期价格史里，强反弹并不少见。

2007 年股价最高曾到约 2,316 日元，此后长期下移；2013—2016 年一度回到约 850—1,100 日元区间，但 2018 以后再次跌向 500 日元附近，2022 年最低约 364 日元。

2023—2025 年开始出现更稳定的底部：年度低点约 372、417、411 日元，年末收盘又从 447 升至 576、635 日元。

2026 年价格进一步突破 2024 年 720 日元和 2025 年 676 日元的年度高点，6 月 10 日最高到 1,020 日元，9 月 18 日回到 834 日元。

因此当前真正的问题是：

2026 这次离开 400—650 日元长期低位后，第一次明显回抽还能否保留在旧区之上；如果能，旧状态才算真正失去重新吸收价格的能力。

10.2 | 完整价格生命史：2007 高点之后是长期重心下移，不是一轮普通回调

2007 年高点约 2,316 日元；2008 年低点约 672 日元。之后虽然 2009、2012、2013—2016 都出现反弹，但长期价格未回到 2007 状态。

2018—2022 年再次下沉：

- 2018 年最低约 531 日元；
- 2020 年低点约 396 日元；
- 2021 年约 477 日元；
- 2022 年低点约 364 日元。

这说明历史最重要的背景是长期价格记忆向下迁移后，低位持续多年。

10.3 | 2023—2025 的底部更像有生命的压缩，而不是死寂横盘

2023—2025 三年低点分别约 372、417、411 日元，没有重新跌破 2022 年的 364 日元；同期年末收盘从 447 日元提高到 576、635 日元。

这意味着下跌幅度没有继续扩张，恢复位置反而逐步提高。

低波动本身并不看多，但这里同时出现：

- 极端低点不再下移；
- 年末价格逐年抬高；
- 2024、2025 每轮上冲后保留的价格也提高。

因此这一阶段更接近低位压缩中的回复能力改善。

10.4 | 2026 真正改变了旧结构：价格越过连续两年的年度高点

2024 年年度高点约 720 日元，2025 年约 676 日元。

2026 年 6 月最高 1,020 日元，不是只碰到旧高点，而是明显越过。

截至 9 月 18 日收盘 834 日元，虽较 1,020 日元高点回落约 18%，但仍高于 2024、2025 两个完整年度的最高价。

这点非常重要：

第一次有较强证据表明，旧的 400—650 日元主要运行区已经失去一部分重新吸收价格的能力。

10.5 | Return Topology：回抽不浅，但目前仍保留了突破的大部分状态变化

从 1,020 日元回到 834 日元，回撤接近两成，说明新状态并不稳固。

但如果这是过去典型的失败脉冲，价格通常会重新掉回旧的 500—650 日元区域。目前 834 日元仍明显高于那个区域，也高于此前 720 日元旧高点。

所以这次回抽提供的证据是：

新状态尚未毕业，但旧状态也没有成功把价格吸回去。

当前 800—900 日元区域是 2026 逃离后的第一次有意义的保留测试。

10.6 | 长期记忆仍然存在，所以不能把 1,020 日元突破直接叫新牛市

2013—2016 年公司曾长期在 850—1,100 日元附近运行，历史上这个区域并不陌生。

这意味着今天 834 日元既是相对 2022—2025 的新高位，也是在更长历史中重新进入旧的中层价格记忆。

如果价格能在 800—900 日元反复稳定，并在下一轮回抽继续守住 720 日元以上，才有更强证据说明新的价格重心开始形成。

如果很快跌回 650 日元以下，则更像 2012、2013 等历史强脉冲之后的再次回吸。

10.7 | 事件响应：价格先给了盈利修复信用，H1 正式确认后反而进入消化

2025 年末公司取得大型定制系统订单，2026 年上半年收入和营业利润随后大幅改善。

价格在 2026 年上半年从年初低点 642 日元上冲至 1,020 日元，先于完整 H1 结果给出重估。

7 月 H1 正式确认明显盈利修复后，价格没有继续向上扩张，而是在 800—900 日元附近消化。

事件本身不是技术证据；价格响应说明：市场已经提前计入一部分盈利恢复，现在开始等待订单连续性和资本回报的下一层证明。

10.8 | Price-Fundamental Timing：价格领先进入部分同步

当前最接近 Price-led → partly synchronized。

价格先于全年盈利兑现向上迁移，随后基本面确实用 H1 利润验证了方向；但新订单增速偏慢、ROE 仍未达到中期目标，使价格没有继续扩张到更高状态。

这和基本面研究形成一致但不互相替代的结论：盈利修复已被价格承认，资本效率与订单重复性仍未被完全承认。

10.9 | 下一步确认与证伪

更强确认：

- 深回抽仍能保留 720 日元以上；
- 800—900 日元形成可重复的主要运行区；
- 再次接近 1,000—1,020 日元时不出现快速完全回吐；
- 下一轮上冲后的回抽低点继续抬高。

主要证伪：

- 持续跌破 720 日元；
- 进一步回到 650 日元以下并重新进入 500—650 日元旧区；
- 基本面没有恶化但价格仍被旧低位长期重新吸收，说明 2026 迁移质量被高估。

本轮 Technical 内部判断 72/100，对应 V3.2 技术贡献 9.36/13。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

订单兑现快于新订单补充。上半年销售增长约 21%，订单只增长约 3%；如果下半年/2027 新订单不加速，在手订单会成为一次性缓冲而非增长底盘。

大客户集中。本田技研工业 2025 年约占销售 17.8%。汽车 OEM 研发预算、平台变更或采购调整会对公司产生明显影响。

大型项目波动。12.4 亿日元级定制系统能显著改变单年收入和利润；交付、验收与项目组合会带来季度波动。

汽车开发范式变化。仿真、软件定义汽车和虚拟验证会减少部分传统物理试验需求；公司必须证明物理测量与数字模型能够结合，而不是被仿真取代。

重投资回报。研发与设备投资合计约 75—80 亿日元级，如果 CLC 及新技术平台利用率不足，会扩大低回报资产。

现金流误读。上半年营业现金流受到应收账款回收显著帮助，不能把单期现金流年化。

供应链与人才。电子部件、半导体、专业控制/测量工程师均可能限制交付。

海外扩张。中期计划要求海外销售占比明显提高，当前海外收入仍远低于国内；国际渠道和本地服务能力需要投入。

11.2 | 主要催化剂

- 10 月 23 日 Q3 披露显示订单/在手订单重新加速；
- 特注试验装置与服务在高基数下仍维持高利润；
- 大型定制项目之后出现新的同类订单，而不是一次性空档；
- 本田以外客户增长，集中度下降；
- Thermal-VRS 在 2026 年末开始销售并形成真实订单；
- CLC 建设与东京大学合作开始形成客户共创项目；
- ROE 逐步越过 6%且自由现金仍为正；
- 投资有价证券减少、回购/分红延续；
- 股价在 720—800 日元以上完成深回抽，并重新挑战 1,000—1,020 日元。

12 | 反常识发现

12.1 | 中期计划最难的目标已经从“利润”变成“资本效率”

中期计划原本设定 2027 年销售 145 亿、营业利润 10 亿、ROE 至少 6%。

2026 公司指引已经是销售 150 亿、营业利润 11 亿，也就是说名义收入和营业利润目标可能提前完成。

但按 8 亿日元归母净利润和约 170 亿日元级净资产粗算，ROE 仍大约只有 5%。

所以接下来真正决定重估的，不是再多赚一点营业利润，而是：能否让一大块净现金、投资证券、研发和新基地真正提高股东资本回报。

12.2 | 最亮眼的上半年营业现金流，反而不能成为最乐观的证据

上半年营业现金流约 32 亿日元，看起来远高于利润。

其中应收账款减少约 22 亿，是非常重要的来源。

这说明项目现金收回顺利，是正面事实；但它也提醒投资者：项目型公司现金流会随验收和回款时点大幅波动，不能把一期数字当成新的长期现金利润率。

12.3 | 真正的利润引擎已经不是“多卖几个传感器”，而是定制系统与服务

2026 上半年特注试验装置与服务贡献约 54 亿销售和约 4.8 亿分部利润，明显主导利润修复。

这与“产品→服务→产品”的战略方向一致。

反面是，这也使大型订单、客户集中、工程交付和在手订单质量对盈利越来越重要。服务化并不自动等于 SaaS 式重复收入。

12.4 | 价格已经比财报更早相信了利润修复，现在市场等的是第二个答案

2026 股价在 H1 完整披露前已经从年初 642 日元附近上冲到 1,020 日元。

H1 确认利润恢复后，股价反而回到 800—900 日元消化。

这说明市场第一个问题“利润会不会修复”已经部分回答；第二个问题变成：订单能不能重复、ROE 能不能提高、重投资能不能赚钱。

13 | 下一次值得跟踪什么

下一轮最高信息价值不在继续收集产品目录，而在以下证据：

1. 2026 年 10 月 23 日 Q3 订单。总订单和特注试验装置/服务订单能否重新高于收入，决定在手订单是否会被持续补充。
2. 约 12.4 亿日元大型项目的兑现质量。收入确认、毛利、回款以及是否出现相似复购。
3. Honda 集中度。2026 全年本田销售占比是继续上升还是被其他客户增长稀释。
4. 正常化营业现金流。剔除应收大额回收以后，利润到现金的转换率。
5. CLC 回报。建设进度、客户项目、设备利用率和 2027 投产后的新增收入/利润。
6. Thermal-VRS。2026 年末上市后是否形成首批客户与复购，而不仅是展示产品。
7. 海外销售。是否向中期计划 24% 左右销售占比靠近，以及海外服务能力是否同步。
8. 资本政策。2026 回购之后是否继续通过回购、分红或政策持股压缩低效率资本。
9. ROE。名义利润目标提前完成后，6% 以上 ROE 是否真正实现。
10. 技术结构。720 日元旧高点能否在深回抽中守住，800—900 日元能否成为稳定主要运行区，并再次挑战 1,000—1,020 日元。

当前最重要的 Research Debt：

- 12.4 亿日元大型订单的客户、项目毛利和复购概率；
- 2026 年最新主要客户集中度及 Honda 以外客户结构；
- 特注试验装置中的一次性硬件与重复性服务收入/利润拆分；
- CLC 及三年约 75—80 亿日元研发/设备投资的项目级回报率；
- 约 34 亿日元投资有价证券的业务必要性、可处分性与未来压缩计划；
- 关键半导体/电子部件供应商集中度；
- Sound One 等数字/服务业务的独立收入和盈利；
- 可外部验证的细分市场份额与竞标胜负数据。

这些问题当前公开资料不足以精确闭合；本轮已沿公司、合作方、竞争者、历史财务、市场价格与资本政策等高信息价值路径研究，剩余问题没有合理公开路径足以在当前 Review 改变核心结论，因此保留为下一 Review 的明确起点。

14 | Kabugami Score 评分卡

Score Version：V3.2

Kabugami Score：70.58 / 100

Rating：B+

模块	权重	内部判断	加权贡献	当前理由
财务韧性与下行防御	13	82/100	10.66	约 60 亿日元级现金、高自己资本比率、净现金状态提供明显缓冲；但未来 CLC 及研发/设备投资将持续消耗资金。
竞争优势与结构耐久性	14	63/100	8.82	多物理量测量、定制系统、校准与客户工程关系形成真实壁垒；HORIBA、A&D 及客户内制仍构成有力替代。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	60/100	10.20	2026 利润率显著修复，但订单增速低于销售、OCF 受应回收帮助、ROE 仍未稳定达到 6%，正常化质量尚待验证。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	74/100	8.14	产品+定制系统+工程服务形成较完整研发解决方案；17.8% Honda 集中和大项目波动限制更高判断。
估值与安全边际	15	78/100	11.70	预测 PER 约 10.9 倍、PBR 约 0.51 倍、股息率约 3.6%，且净现金提供保护；但若 2026 利润是项目兑现高点，低倍数会失真。
资本配置与股东回报	10	68/100	6.80	约 1.6 亿日元回购和 30 日元分红方向正面；但未来高额研发/设备投资与投资证券占资需要用 ROIC 证明。
治理、所有权与管	7	70/100	4.90	无控制股东、治理

理层				结构完整、战略方向清晰；关系型持股和大额资本投入的回报纪律仍需长期验证。
Kabugami 技术结构	13	72/100	9.36	2026 突破连续两年年度高点后回抽仍保留在旧高点之上，旧低位状态明显削弱；但 1,020 日元高位尚未形成可重复新状态。
合计	100		70.58	B+

本轮没有把同一因果重复计分：Honda 集中主要进入商业结构/关键依赖；大型订单与在手订单兑现主要进入盈利质量；净现金属于财务韧性，估值模块只评价当前市场价格相对于可持续盈利/净资产的折价；回购只在资本政策中给予主要正面贡献。

15 | 来源与合规

15.1 | 合规与风险声明

本报告仅基于截至 2026-09-20 公开可得或在该时点前合理可知的信息进行研究，不构成投资建议、买卖招揽、目标价或收益保证。文中估值、ROE、现金流归因和技术结构包含基于公开资料的研究计算与判断；实际投资结果可能受到订单延期、客户预算、宏观/汽车研发周期、资本开支、市场流动性和价格波动影响。

15.2 | 主要公司一手资料

1. 小野测器 | 会社概要

<https://www.onosokki.co.jp/corporate/about-us/company-overview/index.html>

2. 小野测器 | IR 情報

<https://www.onosokki.co.jp/corporate/ir/index.html>

3. 小野测器 | 決算関連情報（2026 年 12 月期第 2 四半期含む）

<https://www.onosokki.co.jp/corporate/ir/financial-information/index.html>

4. 小野测器 | 2025 年 12 月期 有価証券報告書

<https://www.onosokki.co.jp/corporate/assets/files/ir/yuukashouken2025.pdf>

5. 小野测器 | 統合報告書 2026

<https://www.onosokki.co.jp/corporate/ir/integrated-report/index.html>

6. 小野测器 | 株式情報・大株主

<https://www.onosokki.co.jp/corporate/ir/stock-information/index.html>

7. 小野测器 | IR 関連リリース（自己株式取得等）

<https://www.onosokki.co.jp/corporate/ir/ir-releases/index.html>

8. 小野測器 | IR カレンダー

<https://www.onosokki.co.jp/corporate/ir/ir-calendar/index.html>

9. 小野測器 | 製品・サービス情報

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

10. 小野測器 | CLC 中部リンケージコモンズ建設

https://www.onosokki.co.jp/HP-WK/whats_new/press/25_11_4.htm

11. 小野測器 | CLC 地鎮祭・東京大学共同技術導入

https://www.onosokki.co.jp/HP-WK/whats_new/press/25_12_18.htm

12. 小野測器 | CHINO 協作・Thermal-VRS

https://www.onosokki.co.jp/HP-WK/whats_new/press/26_05_27.htm

15.3 | 外部现实、竞争与市场资料

13. HORIBA | Biwako E-LAB / next-generation mobility testing

<https://www.horiba.com/twn/mobility/service/testing/e-lab/>

14. A&D | 自動車関連試験機（計測・制御・シミュレーション）

<https://www.aandd.co.jp/products/dsp-tech/>

15. A&D | EV 开发测试解决方案

<https://www.aandd.co.jp/products/dsp-tech/dsp-ptt-product/dsp-ev-dev/>

16. Yahoo! ファイナンス | 6858 股价时序・PER/PBR

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/6858.T/history>

17. 株探 | 6858 长期年度价格历史

https://s.kabutan.jp/stocks/6858/historical_prices/yearly/

15.4 | Owner Media

18. Owner 提供的 6858 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Images attachment 3783。正式 HANDOFF 通过既有 Review-specific Owner Media 控制绑定该附件；Owner 图是公开视觉权威，不替代本轮基于真实长期市场历史完成的独立 Technical Research。

15.5 | 研究边界

- Review 日期为 2026-09-20；9 月 20 日为非交易日，settled Technical 观察锚点使用最近完整交易日 2026-09-18 东证收盘 834 日元。
- 2026 年全年 ROE 约 5% 的表述为基于公司 8 亿日元净利润指引与当前约 170 亿日元级净资产的粗略研究计算，不是公司预测。
- 12.4 亿日元大型订单客户与利润率未公开，本报告没有推测其客户身份。

- 2026 上半年营业现金流不能直接年化；应收账款减少是重要贡献。
- 关键供应商集中度、特注系统内重复性服务利润、CLC 项目级回报、Sound One 独立盈利及细分市场
份额仍为 UNKNOWN 并保留为 Research Debt。
- 本轮 Research Authority 固定为 Formal Research Start 时的
c61d743568189295aa182008bbc3d7fedc193f89；Publication Start 时已按规则重新读取
then-current Public Delivery authority，后续 delivery main 变化不改写本轮 Research 方法
身份。

Publication continuity：本轮形成 6858 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；公开交付仅走既有 Single Report → WordPress → homepage/Gateway/Permanent/PDF/Timeline/SEO-GEO 路径，不创建第二发布路径。

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。