

6902 株式会社デンソー（DENSO CORPORATION）

Kabugami V3.2 78.58/100 · A

这家公司是做什么的

DENSO是全球最大的汽车零部件供应商之一，核心业务覆盖动力总成、电动化、热管理、驾驶辅助、半导体、电子控制与软件，并以丰田集团为最大客户和重要股东，同时服务全球主要整车厂。

最近亮点

FY2026收入7.54万亿日元、营业利润5,525亿日元、归母净利润4,438亿日元；FY2027 Q1收入1.914万亿日元同比增长9.1%，但营业利润842亿日元同比下降21.5%。公司维持FY2027营业利润5,000亿日元预…

资料截止 2026-09-29 · 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	2026-09-29
研究规则版本 SHA	92209064ec32aa988147b4596e1c31172c9c3e74
评分版本	V3.2
发布源 SHA	946633872b9d1ad4f7a04315ebc07523e8abc070
交付代码版本 SHA	3bb34d15ac4ea9dbfba26a47d8337aae166dcbbe
交付运行时指纹	c79448c4b1bcf6659de87101bf06063f97e476f61db787f2c7c03fc5ccaa9fb6

先看研究要点

为什么值得研究	汽车电动化、热管理、ADAS/智能化和车载半导体带来长期内容价值增长；资产负债表强；政策保有股从 2019 年 44 家压缩至 2025 年 13 家；持续分红和大规模回购把资本效率更直接传导给股东。
最需要担心什么	丰田集团客户集中、汽车产量周期、中国 EV 竞争和本地供应链压力仍在；FY2027 原材料/零部件成本和未来成长投资拖累利润；质量成本曾使营业利润率未达到公司目标；技术价格状态尚未重新夺回 2024—2026 上方价格中心。
Kabugami 现在怎么看	DENSO 是一家基本面质量高、资本政策显著改善、估值不贵的全球汽车核心供应商，但当前不是“盈利加速+技术突破”同时发生的阶段。真正的再评级需要利润率恢复、ROE 继续提高，以及价格从 1,800 日元附近重新建立向上的长期状态。

01 | 投资问题：资本效率改善已经发生，下一步看营业利润率能不能重新上行

DENSO 过去几年的核心变化并不是收入突然变大，而是资本效率和股东回报纪律明显增强。

公司已经持续压缩政策保有股，大规模回购股份，提高股息，同时保持较高自己资本比率。另一方面，汽车行业正进入高投入阶段：电动化、半导体、软件、ADAS、热管理都需要长期研发和资本支出。

因此本轮最重要的问题是：

DENSO 能否在继续高研发、高投资的同时，让营业利润率、ROE 和自由现金流持续改善，而不是靠出售交叉持股资产制造短期资本回报。

如果答案是肯定的，0.91 倍 PBR 并不昂贵；如果利润率长期停滞，低于 1 倍 PBR 也可能是对资本密集和周期风险的合理折价。

02 | 业务结构：真正的优势是“每辆车内容价值”而不是单纯汽车销量

DENSO 覆盖汽车最关键的多条价值链：

- 电动化系统与逆变器；
- 热管理与空调；
- 发动机/动力总成控制；
- ADAS 和安全系统；
- 车载半导体；
- ECU、传感器和电子控制；
- 软件和移动出行解决方案。

这意味着它并不只依赖全球汽车销量。

当汽车从机械产品向电动化、智能化和软件定义汽车迁移时，每辆车所需要的电子、热管理、功率半导体和控制系统价值量会增加。

DENSO 真正的长期增长逻辑是：

全球汽车保有和产量 × 每辆车 DENSO 内容价值。

即使整车销量增长缓慢，只要内容价值持续提高，公司仍有收入增长空间。

03 | 客户结构：丰田关系是护城河，也是集中风险

截至 2026 年 3 月末，丰田汽车持有 DENSO 约 22.24% 的表决权，丰田自动织机约 5.85%，Toyota Fudosan 约 4.94%。

丰田集团关系带来明显优势：

- 长期共同开发；
- 大规模量产验证；
- 进入新车型和新平台的早期机会；
- 高质量和可靠性要求形成技术积累；
- 全球生产与供应网络协同。

但同一结构也形成风险：

- 丰田产量和平台战略对 DENSO 利润影响大；
- 客户议价能力强；
- 若集团内部供应链重新分配，DENSO 不能完全自主定价；
- 中国 EV 市场的竞争会同时通过丰田销量和 DENSO 本地业务传导。

因此本轮把丰田关系视为强护城河，但不把客户集中重复计分为纯正面。

04 | FY2026：盈利和现金创造能力仍然很强

FY2026：

- 收入 7.540 万亿日元，同比增长约 5.3%；
- 营业利润 5,525 亿日元，同比增长约 6.5%；
- 归母净利润 4,438 亿日元，同比增长约 5.9%。

这说明即使全球汽车行业处于转型和区域竞争加剧阶段，DENSO 仍能保持增长。

更重要的是，公司并没有为了利润完全停止未来投资。

汽车零部件供应商的质量不能只看当期利润率，还要看：

- 研发投入能否形成下一代产品；
- 资本开支是否形成高回报产能；
- 新平台是否带来长期订单；
- 质量成本是否受控。

DENSO 当前最大的优势是，有足够资产负债表强度承受这些长期投入。

05 | FY2027 Q1：收入增长，但利润压力是真实反证

FY2027 Q1：

- 收入 1.9139 万亿日元，同比增长 9.1%；
- 营业利润 842 亿日元，同比下降 21.5%；
- 归母净利润 679 亿日元，同比下降 14.4%。

收入增长来自车辆销售、智能化和电动化产品需求。

利润下降则主要反映：

- 零部件和材料成本上升；
- 未来成长领域投入；
- 其他成本压力。

公司将全年收入预测上调至 7.75 万亿日元，但营业利润仍维持 5,000 亿日元。

这组组合非常关键：

需求没有明显坏掉，但利润率暂时承压。

因此短期研究重点不是收入能不能增长，而是成本和投资压力什么时候开始转化为更高利润。

06 | 利润率：质量成本和未来投资仍是最重要的执行题

CORE 2030 相关资本战略公开承认，虽然资本结构和政策保有股改革取得进展，但营业利润率此前没有达到 10% 左右目标，其中质量成本是重要拖累之一。

这提醒我们，DENSO 的竞争优势并不会自动转化为高利润率。

大型 Tier1 供应商面临：

- OEM 价格压力；
- 全球工厂固定成本；
- 质量保证责任；

- 新旧技术并行投入；
- 电动化转型中重复资本开支。

所以 DENSO 下一阶段真正的经营含金量，是在高研发投入的同时把质量成本和固定成本控制住，让营业利润率重新向上。

07 | 资产负债表：高自己资本比率提供长期投资缓冲

市场口径自己资本比率约 62.9%。

对于一个全球制造业公司，这是相当厚的资本缓冲。

这意味着 DENSO 可以同时承受：

- 半导体投资；
- 电动化产能；
- 软件与研发；
- 股东回报；
- 汽车周期波动。

但高资本比率也会带来另一面：如果资本长期闲置，ROE 会受压。

因此公司近年的政策保有股削减和回购非常重要——它们是在把“过厚资本”转向更有效率的资本结构。

08 | 政策保有股：资本改革已经从口号进入实际执行

DENSO 政策保有股数量从 2019 年 3 月的 44 家公司，压缩到 2025 年 3 月的 13 家公司。

FY2025 政策保有股处置额约 4,385 亿日元。随后公司继续推进包括瑞萨电子、丰田自动织机等持股处置。

这类交易的真正意义不是产生一次性收益，而是：

- 降低非核心资本占用；
- 减少交叉持股治理扭曲；
- 提高资本灵活性；
- 为回购、分红和成长投资提供资金。

如果资本出售后只是形成现金堆积，价值有限；DENSO 当前较积极的回购政策说明管理层确实在把资产重组与股东回报连接起来。

09 | 股东回报：DOE 与回购让每股价值路径更清楚

DENSO 过去几年分红持续提高：

- FY2022：41.25 日元；

- FY2023：46.25 日元；
- FY2024：55 日元；
- FY2025：64 日元；
- FY2026：67 日元；
- FY2027 预测：74 日元。

同时，公司持续实施大规模回购。CORE2030 相关资料显示，FY2022 以来累计回购规模已经非常可观。

这让股东回报不只依赖利润增长，还依赖：

政策保有股释放 → 资本回收 → 回购减少股数 → 每股价值提升。

当前预测股息率约 4%，在大型全球汽车零部件公司中已经具备相当吸引力。

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。

Owner 图后绑定说明：本次 Review 的 Research / Technical 在无 Owner 图条件下完成；本图是在该 Review 冻结后按同一 Review 身份补绑定，仅用于最终公开展示。文中关于“未继承/未分配 Owner Media”“无图”或 text-only 的表述均描述研究冻结时点，不代表最终页面仍无图；Research Truth、Technical、Score、Review 日期与历史身份均未因此改变。

本 Review 没有可验证的 Owner Publication Chart，正式发布保持 text-only；Technical 由公开长期价格生命史独立形成。

10.1 | 2021 高位以后，价格并没有形成持续上移的新状态

分割调整后的年度价格大致显示：

- 2020 年低点约 755 日元、收盘约 1,534 日元；
- 2021 年高点约 2,394 日元、收盘约 2,382 日元；
- 2022 年低点约 1,622 日元、收盘约 1,634 日元；
- 2023 年高点约 2,614 日元、收盘约 2,127 日元；
- 2024 年高点约 2,994 日元、收盘约 2,215 日元；
- 2025 年高点约 2,373 日元、收盘约 2,158 日元；
- 2026 年年内高点约 2,310 日元、低点约 1,801 日元；
- 9 月 29 日收盘 1,847 日元。

价格长期状态和前面几只地银完全不同。

这里没有“旧低位被强力突破”的结构，而是 2021 以后在大区间中反复震荡，并在 2026 重新靠近区间下部。

10.2 | 1,800 日元附近是当前最值得观察的 Return 区域

2026 年 4 月低点约 1,801 日元，9 月 29 日收于 1,847 日元，已经非常接近年内低点。

这意味着：

- 当前估值和价格位置都不高；
- 但价格尚未证明买盘重新夺回控制；
- 若 1,800 附近反复获得承接并形成更高低点，赔率会明显改善；
- 若有效跌破并继续向 2022—2023 低位中心回落，则需要重新评估长期价格状态。

因此 Technical 不是负面趋势判断，而是“接近潜在支撑，但新状态尚未建立”。

11 | 中国、EV 与半导体：长期机会与竞争压力同时存在

中国 EV 市场给 DENSO 带来双重影响。

机会：

- 电动化和智能化提高电子零部件价值；
- 热管理、功率半导体和 ADAS 需求增长。

压力：

- 中国本地供应商速度快、成本低；
- 本地车企垂直整合程度提高；
- 日系车在中国市场份额变化会影响供应链。

半导体则是另一个双面因素。

DENSO 掌握功率半导体和车载半导体能力，有利于供应安全和系统集成；但晶圆厂和先进半导体投资资本强度高，回报周期长。

因此未来成长不是免费获得的。

12 | Research Dividend、Research Debt 与 Research Stop

12.1 | Research Dividend

本轮最重要的新认识是：DENSO 已经不再只是“丰田系零部件公司”。

真正的价值链是：

汽车电动化/智能化 → 每辆车电子与热管理内容价值提高 → DENSO 产品渗透 → 收入增长 → 利润和现金流 → 政策保有股释放 + 回购 + 分红 → 每股价值增长。

而最大的反证链则是：

高研发/资本投入 + 质量成本 + OEM 价格压力 → 利润率被压制 → ROE 无法持续提高。

12.2 | Research Debt

后续最值得跟踪：

- FY2027 Q2 以后营业利润率；
- 原材料和零部件成本压力；
- 质量成本；
- 电动化/ADAS 业务利润贡献；
- 半导体投资 ROIC；
- 中国市场订单结构；
- 政策保有股进一步处置；
- 回购和分红后的净现金/资本结构；
- 1,800 日元附近价格承接。

12.3 | Research Stop

当前公开资料已经足够回答本轮最重要问题：DENSO 的竞争力、资产负债表和资本改革都很强，估值也不高；主要未决变量是短期利润率压力和价格状态能否重新转强。剩余 UNKNOWN 需要未来季度财报和新的价格 Return，继续重复当前公开资料不会 materially 改变 Thesis、Score 或 Action，因此 Research Stop 成立。

13 | Full Synthesis：高质量基本面，等待利润率与价格重新同步

产业链：电动化/ADAS/热管理/半导体 → 每车内容价值提高 → 长期收入增长。

客户链：丰田深度关系 + 全球 OEM 客户 → 开发和量产壁垒；同时形成客户集中风险。

利润链：规模与技术 → 毛利与营业利润；反面是材料、质量成本和未来投入暂时压低 FY2027 利润。

资本链：强资产负债表 + 政策保有股削减 → 回购和分红 → 每股价值改善。

估值链：约 12.9 倍 PER + 0.91 倍 PBR + 4%股息率 → 不贵，但需要利润率恢复才能形成更强再评级。

Technical 链：2021 后长期大区间 → 2026 回到区间下部 → 1,800 日元附近可能形成支撑，但尚未完成新一轮上行状态确认。

14 | Kabugami Score V3.2

模块	权重	判断强度	加权得分	核心理由
财务韧性与下行防御	13	82	10.66	约 63%自己资本比率和全球规模提供很强的周期缓冲。
竞争优势与结构耐久性	14	85	11.90	全球 Tier1 规模、丰田共同开发关系、热管理/电动化/半导体能力形成高壁垒。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	76	12.92	FY2026 盈利增长、资本效率改善；FY2027 Q1 利润下降和质量/成长成本形成重要反证。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	82	9.02	产品跨动力、热管理、ADAS、半导体和软件，但丰田集中与全球汽车周期是关键依赖。
估值与安全边际	15	78	11.70	约 12.9 倍 PER、0.91 倍 PBR、4%股息率提供较好估值缓冲。
资本配置与股东回报	10	91	9.10	政策保有股持续压缩、大规模回购和连续提高分红，资本改革执行度高。
治理、所有权与管理层	7	82	5.74	资本政策和交叉持股治理明显改善；丰田集团影响仍是结构性特征。
Kabugami 技术结构	13	58	7.54	价格接近近年区间下部，赔率改善但新上行状态尚未建立。
Total	100		78.58	Rating A

15 | 来源、Research Findings 与 Compliance

15.1 | Compliance

本报告基于截至 2026-09-29 可获得的公开资料形成，仅用于研究记录和方法验证，不构成证券买卖建议、投资招揽、目标价、收益保证或个别投资者适当性判断。汽车产量、汇率、材料成本、关税、中国竞争、质量问题、半导体投资和客户结构均可能快速改变公司盈利。

15.2 | 本 Review 身份

- Research Producer：GPT Research Lane。

- Formal Research Start : 2026-09-30 JST。
- Research Authority SHA : 92209064ec32aa988147b4596e1c31172c9c3e74。
- Coverage35 Method Epoch : structured-deep-research-v1。
- ResearchSynthesis Method Epoch : full-synthesis-map-v1。
- EditorialRouting Method Epoch : loss-preserving-routing-v1。
- Score Version : V3.2。
- 当前无可验证 Owner-selected chart , Owner Media 保持 text-only。

15.3 | 主要公开来源

1. DENSO | FY2026 Financial Results

<https://www.denso.com/global/en/news/newsroom/2026/20260428-g01/>

2. DENSO | FY2027 First Quarter Financial Results

<https://www.denso.com/global/en/news/newsroom/2026/20260731-g01/>

3. DENSO | Shareholder Return / Dividend / Treasury Stock

<https://www.denso.com/global/en/about-us/investors/stock/>

4. DENSO | Integrated Report / CFO Message / Capital Policy

<https://www.denso.com/global/en/about-us/investors/annual-report/>

5. DENSO | CORE2030 Financial Strategy

<https://www.denso.com/global/en/about-us/investors/>

6. DENSO | Principal Shareholders / Corporate Data

<https://www.denso.com/global/en/about-us/corporate-info/profile/>

7. Yahoo!ファイナンス | 6902 株価・PER・PBR・配当

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/6902.T>

8. 株探 | 6902 長期価格履歴

<https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=6902>

15.4 | Research Findings

F001 | DENSO 的长期增长核心是每辆车内容价值上升，而不是单纯全球汽车销量增长。

普通股含义：电动化、热管理、ADAS 和半导体能提高长期收入密度。

F002 | 丰田关系同时构成深度护城河与客户集中风险。

普通股含义：共同开发和量产能力稳定，但价格与平台战略不能完全自主。

F003 | FY2027 Q1 是当前最大反证：收入+9.1%，营业利润却-21.5%。

普通股含义：需求强不等于利润率强，成本和未来投资需要真实消化。

F004 | 政策保有股削减已经进入大规模实际执行。

普通股东含义：非核心资产释放可以持续提高资本效率。

F005 | 回购和连续提高分红把资本改革直接传导到每股价值。

F006 | 约 0.91 倍 PBR、12.9 倍 PER 和 4%股息率提供真实估值缓冲。

反证：若营业利润率长期不能恢复，低估值可能长期存在。

F007 | Technical 处于近年区间下部，1,800 日元附近值得观察，但尚未确认新上行状态。

F008 | 真正的再评级需要两件事同时发生：营业利润率恢复，以及价格重新夺回长期上方中心。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 3800 --

<!-- KBG_OWNER_CHART_VISUAL_IDENTITY: 3800|6902 --

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。