

7957 フジコピアン株式会社 (Fujicopian Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 60.55/100 · B

这家公司是做什么的

フジコピアン主营热转印色带、修正带等信息记录耗材，同时经营功能性薄膜、受托涂布以及越南塑料成型业务。

最近亮点

2026年上半年销售额46.71亿日元、同比增长13.9%，营业利润由上年同期亏损1.92亿转为盈利1.97亿，经常利润2.36亿；公司把全年营业利润预测上调至3.50亿日元。TTM、修正带、击打式色带和越南塑料成…

资料截止 2026-09-23 · 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	2026-09-23
研究规则版本 SHA	28de3ddf3989721c9c794b9df9a901c35adfe826
评分版本	V3.2
发布源 SHA	d30a81614c701bf25ee6cf7c42f0a1d7564fc94d
交付代码版本 SHA	d30a81614c701bf25ee6cf7c42f0a1d7564fc94d
交付运行时指纹	982cb96ffa1d136907dc9f62bef38b51d1cc7a4b5157681a3dfb762146181cb3

先看研究要点

为什么值得研究	公司在配方、混炼、精密涂布、表面处理与界面控制上积累多年，TTM 仍是约六成销售额的核心现金来源，FIXFILM 与受托涂布提供向功能材料延伸的选择权；约 4.2 亿日元年度研发投入对其规模而言不低。2026 年营业利润恢复、政策持股变现和有息负债下降同时改善了资产负债表，若中期营业利润率能够从多年低位持续修复，当前市值对正常化盈利并不昂贵。
最需要担心什么	2023—2025 经营表现反复且 2025 年出现 23.02 亿日元营业外前的巨额减值影响，连续三年营业层面亏损说明历史执行力不足；2026 年净利润、预测 PER 和现金流又被政策持股出售收益显著抬高。更关键的是，截至 2026 年 8 月底仍有相当于 27.6 万股的可行使预约权，约为既有发行股数 15.4%，即使先以库存股交付，也会扩大经济上的流通股本并稀释现有股东的每股权益。
Kabugami 现在怎么看	フジコピアン已经从“连续亏损、资产减值”进入“经营修复 + 资产负债表清理 + 资本结构重排”的新阶段，但还没有证明自己已经成为稳定高回报企业。2026 年上半年营业利润转正具有实质含义；与此同时，一次性证券出售让净利润、自由现金流、PER 和高分红看起来比正常经营能力更漂亮，而大规模预约权又把一部分资本改善让渡给潜在新增流通股份。当前最值得验证的不是“便不便宜”，而是营业利润修复能否跨过一个完整周期并转化为持续现金回报，同时资本政策从“卖资产 + 高分红 + 扩大流通股”过渡到不稀释、可持续的普通股回报。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正的问题：这是一次周期性修复，还是盈利体质终于改变

フジコピアン并不是一个“突然出现的新材料故事”。它的核心业务仍然是热转印色带（Thermal Transfer Media，TTM）、修正带和击打式色带等记录耗材，长期竞争依赖配方、涂布、加工和客户适配能力。过去几年真正的问题不是没有技术积累，而是技术资产没有稳定转化为足够的营业利润与资本回报。

2023 年经常亏损约 6.68 亿日元，2024 年营业层面仍略亏，2025 年营业亏损扩大至 2.30 亿日元，同时计提约 24.76 亿日元减值，净亏损 27.01 亿日元。到了 2026 年上半年，销售额同比增长 13.9%，营业利润由亏损 1.92 亿日元转为盈利 1.97 亿日元，经常利润转为 2.36 亿日元。这是本轮最重要的变化。

因此，本轮的核心 Investment Question 是：

2026 年的利润修复，能否证明フジコピアン已经从“规模不足、成本吸收差、增长业务兑现慢”的长期低回报状态迁移到可以稳定产生营业利润与现金的状态；还是说，这只是库存调整结束、提价和一次性资产处置叠加形成的短期高光？

01.2 | 当前答案：经营修复是真的，结构性毕业还没证明

先把两个容易混在一起的事实拆开。

第一，经营改善是真的。2026 年上半年 TTM、修正带、击打式色带和越南塑料成型都增长，营业利润也已经转正，所以不能把全部改善归因于卖证券。

第二，股东看到的净利润、自由现金流、低 PER 和高股息率明显被一次性资产处置放大。上半年净利润约 11.95 亿日元，而经常利润只有 2.36 亿；投资现金流中包含约 13.94 亿日元有价证券出售收入，税前利润也包含约 10.58 亿日元证券出售收益。因此，眼前的“便宜”必须先剥掉一次性项目再判断。

最重要的中间结论是：

经营拐点已经出现；正常化 ROE 和每股股东回报拐点仍需证明。

01.3 | 为什么本轮是 FIRST_COMPLETE

本轮开始时，没有一份可以在当前 structured-deep-research-v1 方法身份下直接 KEEP_EXISTING 的完整 7957 Review。因此按照当前共享标准重新建立公司理解、Open Discovery、Coverage35、独立 Technical、Cross-domain Integration、Research Debt、Research Stop、Full Synthesis、V3.2 Score、Editorial Routing 与自然 00-15 的完整基线。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 经济本质：把“配方 + 涂布 + 加工”卖成耗材与功能材料

公司成立于 1950 年，长期围绕信息记录耗材发展。今天的业务可以分成两类经济模型。

第一类是耗材型业务。TTM、修正带和击打式色带靠持续消耗和补充形成重复需求。其价值来自稳定生产、客户适配、品质控制、成本和渠道，而不是一次性设备销售。

第二类是功能材料与制造能力变现。FIXFILM、受托涂布/FCOTEC 以及越南塑料成型把公司积累的配方、涂布、表面处理、界面控制和加工能力卖给更广的工业用途。

这两类业务共享一套“薄膜与表面工程”能力，但经济质量并不相同。耗材业务更成熟、更可预测；功能材料业务上限更高，但客户认证、应用开发和量产节奏更不确定。

02.2 | 集团结构不复杂，但生产与市场有明确地域分工

集团由母公司和三家主要合并子公司构成：日本的フジ加工、香港的 Fujicopian (HK) 以及 FC Vietnam。香港承担销售与区域业务，越南同时承担生产、销售与塑料成型。

公司披露的两个报告分部是：

- 信息记录媒体与办公耗材；
- 塑料成型。

核心生产能力集中在日本冈山工厂，越南基地补充海外制造与塑料成型。冈山工厂的集中度意味着一旦发生自然灾害或重大生产中断，集团短期内存在较明显的单点风险，因此 BCP 不是形式问题，而是现金流连续性的真实约束。

02.3 | 收入规模多年没有形成稳定向上的资本效率

2021—2025 销售额大体在 80 多亿至接近 100 亿日元之间波动，规模并没有持续扩张。2022 年销售接近 98.5 亿日元，之后又回落；2025 年只有 84.76 亿日元。

这说明公司过去的问题不是简单“还不够大”。如果固定成本、研发、设备与海外网络长期存在，而销售和产品结构不能提供足够毛利，就会形成典型的小型制造企业经营杠杆：好年份利润修复很快，弱年份也很容易重新掉回亏损。

2026 年的关键，不是销售重新接近历史高位本身，而是这次恢复能否带着更好的产品结构与成本吸收一起回来。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | TTM 仍是决定公司盈利底盘的核心

2025 年 TTM 销售约 50.96 亿日元，占集团销售约六成。用途包括条码标签、带材/管材打印、轻包装等。2026 年上半年 TTM 销售约 27.76 亿日元，同比增长 9.5%。

这是公司最重要的盈利底盘。物流、制造、医疗和商品识别仍需要条码与可变信息打印，因此热转印色带并不是一个立即消失的市场。但客户持续追求更低成本、更高打印速度、更耐久性和更少耗材，直接热敏打印等替代方式也会长期存在。

TTM 的投资意义因此不是“行业会不会爆发”，而是：

公司能否在一个成熟但仍有稳定需求的市场里保持产品适配、成本竞争力和客户份额，从而提供足够现金去支持新材料业务。

03.2 | 修正带正在恢复，但 2025 年的大幅下滑不能忘

2025 年修正带销售约 14.43 亿日元，同比下降约 29.4%，是当年收入下滑的主要拖累之一。2026 年上半年则恢复到约 7.57 亿日元，同比增长 15.1%。

恢复来自库存调整缓解、新产品和需求修复，但中国市场仍偏弱。修正带是典型成熟文具耗材，品牌、渠道和 OEM 关系有价值，却很难仅靠行业增长提供高回报。

因此，这部分业务更适合被看成现金流修复变量，而不是公司估值上升的主要想象空间。

03.3 | 击打式色带：市场缩小，公司却在抢份额

击打式打印是结构性收缩市场，但 2025 年该产品销售约 8.41 亿日元，同比增长 13.8%；2026 年上半年又增长 54.5%至约 5.99 亿日元。

这是一条很有意思的反常识链条：

市场缩小 → 弱者退出或客户重新选择供应商 → 剩余可靠供应商反而取得份额。

这可以提高中短期利润，却不应被误解为长期成长市场。真正的风险是“最后留下来的好生意”最终仍会随着终端设备淘汰而下降。

03.4 | FIXFILM 是技术延伸的最重要选择权，但尚未兑现成稳定增长

FIXFILM 利用表面/界面控制技术，覆盖显示面板、触控、汽车面板等保护、固定、搬运用途，并可增加防眩、防反射、防指纹、抗静电等功能。公司也在探索半导体和建筑用途。

这条产品线最值得关注，因为它把公司从“打印耗材”向“功能性薄膜”延伸。

但当前证据仍然克制。2025 年 FIXFILM 销售约 4.03 亿日元，同比增长 8.8%；2026 年上半年却下降 4.6% 至约 2.07 亿，主要受欧洲汽车生产疲软和一名客户规格变化影响。

这说明技术延伸是真的，客户集中、汽车周期和规格变更也是真实的商业风险。现阶段不能把 FIXFILM 直接估成第二增长曲线。

03.5 | 客户集中不是单一大客户风险，但终端需求仍高度工业周期化

公司披露没有单一客户占集团销售超过 10%，这是正面信息，说明并非被某一个超大客户完全绑定。

但“没有单一 10% 客户”不等于需求分散到足以抵抗周期。TTM 依赖制造、物流与标签，FIXFILM 受汽车/显示等工业应用影响，修正带又受办公文具需求和库存周期影响。集团的终端需求本质仍然是多个成熟工业/消费用途的组合。

供应端最大的公开风险是原材料与能源成本，尤其在日元偏弱环境下。2026 年公司通过提价和成本削减缓冲了原料涨价，但如果提价速度落后于成本，薄利制造业务会迅速感受到压力。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 技术历史有含金量，但全球竞争对手规模明显更大

フジコピアン的热转印技术历史并不弱。外部竞争资料显示，ARMOR 与 IIMAK 过去都曾与フジコピアン存在技术许可关系，后来发展为今天规模更大的全球热转印色带集团。ARMOR-IIMAK 公开资料显示其合并收入已超过 4 亿美元、员工约 1,650 人、年产量超过 25 亿平方米。

这组外部事实有两层含义。

正面是：フジコピアンの配方与涂布技术确实具有历史产业地位，并不是只靠公司自我宣传。

负面是：技术出身好，不等于今天拥有规模护城河。全球大型对手在产能、区域服务、采购、渠道和客户覆盖上有明显规模优势。

所以合理判断不是“技术领先”或“没有护城河”二选一，而是：

公司拥有可验证的工艺积累和细分客户适配能力，但全球规模优势并不在自己这一边。

04.2 | 真正的产业位置更像“细分工艺型供应商”

在条码打印、工业标签、办公耗材、功能性薄膜等领域，客户不会只买一个抽象“品牌”。他们更关心打印头适配、耐摩擦、耐热、清晰度、速度、胶黏/剥离性能、稳定供货和价格。

这让小型专业厂商仍能存在，因为产品需要长期配方优化和客户适配。

但这种优势的经济表现通常是：

- 可以留在供应链；
- 可以在特定用途抢份额；
- 可以通过定制维持客户关系；
- 但未必能获得非常高的利润率。

因此，公司的产业关系优势更接近技术/工艺黏性，而不是平台网络效应或强品牌定价权。

04.3 | 海外制造是成本与客户覆盖工具，不是独立护城河

越南子公司 2026 年上半年塑料成型销售增长 29.5%，显示海外制造改善。越南基地能提供成本、供应链和亚洲客户覆盖上的灵活性。

但塑料成型本身竞争激烈，若没有高附加值设计、模具、客户认证或长期项目绑定，单独估值并不高。它对集团更重要的意义是：提高制造组合的灵活性，并为亚洲客户提供近岸生产能力。

05 | 护城河判断

05.1 | 护城河来自工艺积累，而不是市场垄断

公司公开信息强调配方、混炼、精密涂布、表面处理、粘着/吸附与剥离的界面控制能力。这些能力需要长期试错、设备 know-how 和客户共同验证。

2025 年度研发费用约 4.22 亿日元，接近销售额 5%；公司披露国内外专利约 190 件。对于一个销售不足 100 亿日元的小型制造企业，这样的研发强度并不低。

最重要的正面机制是：

工艺积累 → 特定用途性能稳定 → 客户验证与转换成本 → 订单留存/细分份额 → 为新用途开发提供技术底座。

05.2 | 但历史利润说明护城河没有稳定转化成高资本回报

如果护城河非常强，长期通常会在价格、毛利、现金回报或 ROIC 中留下痕迹。フジコピアン过去三年营业层面连续亏损，2025 年又发生大额减值，这与“强定价权、高资本回报”的典型护城河并不相符。

所以更准确的评价是：

- 技术护城河：中等偏正面；
- 经济护城河：尚未证明足以持续产生高回报。

真正要看到护城河升级，需要未来几年出现：营业利润率稳定提高、研发/设备投入的增量回报提升、FIXFILM 等高附加值产品扩大，同时成熟耗材不被价格竞争侵蚀。

05.3 | 最大的反证：技术能力已有多年，却长期没能建立稳定盈利

这一点必须保留，因为它是对所有“技术故事”的最强反证。

公司今天讲的新用途、功能性薄膜、受托涂布等方向具有逻辑，但类似的技术延伸并不是 2026 年才第一次出现。此前计划也曾期待增长与利润改善，却没有顺利兑现。

因此，本轮不把“研发投入高”自动等同于“未来盈利高”。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2026 年营业利润修复比净利润更值得看

2026 年上半年：

- 销售额约 46.71 亿日元，同比增长 13.9%；
- 营业利润约 1.97 亿日元，上年同期亏损约 1.92 亿；
- 经常利润约 2.36 亿日元，上年同期亏损约 1.99 亿；
- 净利润约 11.95 亿日元。

真正值得肯定的是前三项。它们说明产品销量/组合、提价、成本和产能吸收共同发生了改善。

净利润却不能照单全收，因为其中包含政策持股出售产生的巨额收益。

06.2 | 上半年“自由现金流”很强，但资产出售是主要来源之一

上半年营业现金流约 11.37 亿日元，投资现金流约 +6.31 亿日元，表面上形成约 17.69 亿日元正向“营业 + 投资”现金流。

但投资现金流中包含约 13.94 亿日元有价证券出售收入，同时资本支出约 7.89 亿日元。税前利润还包含约 10.58 亿日元有价证券出售收益。

因此，不能把 17.69 亿日元当成可重复的经营自由现金流。

更重要的历史参照是 2025 年全年营业现金流只有约 1.02 亿日元，而当年固定资产投资现金流流出约 5.60 亿日元。也就是说，公司正常经营现金创造此前并不强。

本轮财务判断是：

现金正在变多，但“卖资产的现金”和“经营自己赚的现金”必须分开。

06.3 | 资产负债表明显改善，但仍要看经营能否接棒

2026 年上半年末：

- 现金及存款较年末增加约 13.86 亿日元；
- 总资产约 135.37 亿日元；
- 负债约 49.30 亿日元，较年末下降约 9.72 亿；
- 净资产约 86.07 亿日元；
- 长期借款也在下降。

政策持股变现把非核心金融资产转成现金，并降低杠杆，这对下行防御是实质利好。

但当这批可出售的交叉持股接近清理完毕后，资产负债表就不能再靠同样方式持续“变好”。下一阶段只能依靠营业利润、营业现金流和资本配置本身。

06.4 | 2025 年的巨额减值把历史低回报问题一次性暴露出来

2025 年公司计提约 24.76 亿日元减值，净亏损约 27.01 亿日元，净资产受到明显打击。

减值本身不是未来现金支出，却是历史投资回报不足的证据：过去投下去的设备/资产没有产生原先预期的经济回报。

因此，2026 年不能只看“减值已经过去”。更重要的问题是：

新的资本开支能不能比旧资本开支产生更高回报。

07 | 股东、役員与治理

07.1 | 股权集中度不低，且存在家族/关系股东色彩

2025 年末主要股东中，Suzuka Co. 持有约 16.86%，东京海上约 7.17%，Toa Reinsurance 约 7.14%，Mizuho 约 4.97%，OG Corp 约 4.35%。Akagi 姓个人股东也位列主要持有人。

公司自身持有大量库存股，2025 年末库存股约 25.88 万股，占发行股数约 14.5%。这批库存股后来成为预约权行使时扩大流通股本的重要来源。

主要股东集中可以稳定治理，但也意味着普通流通股东的影响力有限。

07.2 | 治理结构形式完整，历史执行结果仍是最重要评分依据

公司设有审计等委员会与提名/薪酬咨询委员会，2025 年董事会召开 15 次，也有独立外部董事。

这些机制是正面的治理基础。

但治理最终不能只看委员会数量。过去多年中期目标与实际盈利之间存在明显落差，2025 年又发生大额减值。因此，本轮治理判断不会因为制度形式完整就给高分。

2025 年 3 月新任社长佐々木俊樹上任后，公司进入战略重整阶段。未来治理质量要靠实际结果证明：

- 是否更快退出低回报投入；
- 是否对新项目设置更严格资本回报门槛；
- 是否在预约权完成后建立更清晰的普通股资本政策；
- 是否能够兑现滚动中期计划而非反复重置目标。

07.3 | 没有发现单一控制股东，但需要持续观察资本结构变化

公司并非一眼可见的单一大股东绝对控制结构，但股权集中、库存股、预约权和关系股东共同使资本结构比普通小型制造公司复杂。

因此，普通股股东真正需要关注的不是“谁是最大股东”这一条，而是未来股份总量与经济流通股本如何变化。

08 | 资本政策

08.1 | 卖政策持股：方向正确，但收益不可重复

公司正在把政策持股逐步压缩至接近零。2025 年末仍持有约 13 亿日元市值的政策性股票，并有较大未实现收益；2026 年上半年出售产生约 10.58 亿日元收益。

这件事的长期方向是正面的：

- 释放低战略必要性的资产；
- 增加现金；
- 降低资产负债表波动；
- 为投资、还债或股东回报提供资金。

但出售收益只有一次。若把一次性收益资本化为永久盈利，就会严重高估公司。

08.2 | 高分红看起来非常诱人，但不能脱离利润来源

2025 年度每股分红 40 日元，而且来源涉及资本盈余。2026 年度公司把预测分红提高到 170 日元，以 2,569 日元股价计算约 6.6%。

这个数字对投资者非常醒目，但必须回答两个问题：

1. 170 日元中有多少依赖政策持股出售的一次性利润与现金？
2. 当政策持股清理接近完成后，正常营业利润能否支持类似水平？

在正常化盈利没有建立之前，把 6.6% 当作永久股息率并不安全。

08.3 | 预约权是本轮最重要的普通股股东风险之一

公司 2025 年 3 月向 Mita Securities 发行可调整行权价的新股预约权：

- 总量对应 38 万股；
- 相当于发行时既有发行股数约 21.2%；
- 初始行权价 1,676 日元；
- 下限 838 日元；
- 调整机制与市价联动；
- 行权期至 2028 年 3 月；
- 计划资金主要用于研发与成长投资，同时增加流通股份、改善上市维持标准。

截至 2026 年 8 月底，仍有对应约 27.6 万股的预约权未行使，约等于当时发行股数的 15.4%。

2026 年 8 月行使的 7.55 万股由库存股交付，因此没有增加“已发行股份总数”，但从现有普通股股东经济角度看，库存股重新进入流通仍然会扩大在外股份、稀释每股权益和持股比例。

这是本轮资本政策评分较低的主要原因。

08.4 | 上市维持标准本身也推动公司增加流通股

截至 2025 年 12 月末，公司东证 Standard 上市维持指标中，股东数、流通股数和流通比例达标，但流通市值约 7.9 亿日元，低于 10 亿日元标准，改善期限至 2026 年 12 月末。

2025 年 10 月又在福冈证券交易所本则市场上市，也有改善流动性的目的。

因此，预约权并非单纯为了筹资。它还承担扩大流通股、提高流通市值的资本市场任务。这意味着在公司完成上市维持改善前，普通股供给压力不能被忽略。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 表面估值很低，但预测 PER 是最容易误导的数字

2026 年 9 月 18 日收盘 2,569 日元。市场数据显示：

- 预测 PER 约 3.15 倍；
- PBR 约 0.46 倍；
- 公司预测股息率约 6.62%。

如果只看三项，这像一只典型“低估值 + 高股息”股票。

问题是，预测 EPS 约 814 日元的基础包含政策持股出售带来的巨额一次性利润。公司全年净利润预测约 12.5 亿日元，而经常利润预测只有约 3.6 亿日元，两者差距非常大。

所以 3.15 倍更接近一次性高净利润的 PE，不是正常化经营 PE。

09.2 | PBR 比 PER 更有参考价值，但低 PBR 必须与 ROE 一起看

PBR 约 0.46 倍确实不高。公司上半年净资产约 86.1 亿日元，而市值只有约 46 亿日元级别，账面折价明显。

但 PBR 折价是否便宜，取决于这 86 亿净资产未来能赚多少。

中期计划原先预计：

- 2027 年营业利润 3 亿日元、ROE 约 2.6%；
- 2028 年营业利润 5 亿、ROE 约 4.6%；
- 2029 年 7.5 亿、ROE 约 6.1%；
- 2030 年 10 亿、ROE 约 7.3%。

即使 2030 目标实现，ROE 也只是从低位修复到中个位数偏高水平，并非高回报商业模式。低 PBR 因此有其历史理由。

09.3 | 真正的估值桥：正常化营业利润能走到哪里

更有意义的估值不是拿 2026 一次性净利润除市值，而是问三个情景。

弱情景：2026 修复只是库存/提价与阶段性订单带来的反弹，之后营业利润重新接近盈亏平衡。此时 0.46 倍 PBR 并不便宜，因为资产回报仍低。

中性情景：公司能稳定维持 3—5 亿日元营业利润，逐步提高现金转化，同时预约权消化完毕。当前市值会开始显得合理偏低。

强情景：2030 年 10 亿日元营业利润目标接近兑现，FIXFILM/受托涂布真正成为高附加值增长来源，成熟耗材又能提供稳定现金。那当前市值才具有明显的长期重估空间。

现在的问题是，市场已经把股价从 4 月低点 1,374 日元推到 2,569 日元，部分强情景已经被提前交易。

09.4 | 安全边际来自资产负债表，不来自“3 倍 PE”

本轮真正的安全边际来自：

- 净资产规模高于市值；
- 政策持股变现增加现金；
- 有息负债下降；
- 核心 TTM 业务仍有稳定需求；
- 2026 营业利润已经转正。

真正侵蚀安全边际的因素是：

- 历史经营亏损；
- 新增长业务兑现不稳；
- 预约权潜在稀释；
- 股价快速重估；

- 高分红可持续性未知。

因此，当前估值是“账面资产保护尚可，但正常化盈利仍需证明”，而不是简单的“3 倍 PE 便宜股”。

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 | 技术问题：2026 年的上冲能否留下一个真正更高的长期运行区间

7957 长期价格史有一个非常重要的特征：大的上冲过去经常被旧区域重新吸收。

2015 年股价一度冲到 3,040 日元，但当年末已回到 1,640 日元附近；之后多年大部分时间仍在约 1,350—2,200 日元区间运行。2020 年低点约 1,368 日元，2023—2025 年末也基本停留在 1,500 日元上下。

所以本轮真正的 Technical Question 不是“2026 涨了多少”，而是：

这次离开旧的 1,500—2,000 日元主要运行区间以后，回抽还能不能保留一个更高、可重复的价格重心；还是最终会像历史脉冲一样被重新吸回旧区域？

10.2 | 2026 年与历史最大的不同，是上涨后的保留程度明显更强

2026 年 4 月 6 日股价低点约 1,374 日元。之后价格逐步修复；到 8 月 10 日前后已经接近 1,990 日元。

8 月上旬公司业绩与分红预期上调后，价格出现明显跃迁：

- 8 月 12 日收盘约 2,390 日元；
- 8 月 13 日盘中最高 2,850 日元，成交量放大到约 19 万股；
- 随后并没有快速回到 2,000 日元以内。

8 月中下旬到 9 月，股价多数时间在约 2,450—2,650 日元重新组织。9 月 18 日收盘 2,569 日元，较 8 月 13 日高点低约 10%，但仍比 8 月 10 日前后的 1,990 日元高约 29%，比 4 月低点高约 87%。

这次最重要的技术证据不是“突破 2,000”，而是突破后没有被旧区域迅速重新吸收。

旧状态的回复约束已经明显减弱。

10.3 | 但一次高位整理还不足以证明长期迁移已经完成

积极证据很强，但不能把它写成“新长期状态已确认”。

原因有三点。

第一，2,850 日元仍低于 2015 年 3,040 日元历史高位附近的重要供给记忆。

第二，当前高位区间形成时间只有约一个多月，尚未经历一次真正深、真正有压力的回抽。最有信息价值的下一次测试，是价格回到 2,400—2,500 乃至更低区域时是否仍能保留更高位置。

第三，这只股票日常流动性很低。除 8 月事件日外，很多交易日成交量只有数千股。低流动性会放大单日价格跳动，也会降低“精确价位”作为技术边界的可信度。

因此当前纯价格状态是：

旧状态控制显著减弱；更高价格区域已经初步建立，但长期迁移尚未完成一次有分量的回抽验证。

10.4 | 事件响应：基本面修复与价格迁移目前是同步的

先有价格事实，再看事件响应。

4 月至 8 月前，股价已经从低位抬升。5 月业绩改善后，价格继续脱离低位；8 月公司进一步上调业绩与分红预期后，股价出现大幅跳升。

关键是事件后价格表现：它没有像历史一些脉冲那样很快完全回吐，而是在 2,500 日元上下保留了大部分涨幅。

所以当前 Price-Fundamental Timing 更接近：

Synchronized（基本面改善与价格迁移同步）。

这不是说“业绩导致技术面成立”。技术判断仍来自价格本身；这里只说明市场对公开基本面变化的价格响应应具有较高保留度。

10.5 | 后续确认与失效

进一步确认：

- 一次有成交量、有时间长度的回抽仍能守住大致 2,400—2,500 日元区域；
- 随后重新挑战 2,850 日元时，回落深度进一步变浅；
- 即使没有新的重大利好，价格也不重新掉回旧的 1,800—2,000 日元运行区间。

结构降级：

- 持续回到约 2,200 日元以下；
- 特别是重新被 1,800—2,000 日元旧区域吸收；
- 后续正面消息只能制造短促上冲，却无法保留更高价格重心。

由于流动性偏低，这些是价格区域而非机械触发线。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险一：2026 的营业修复无法持续

当前最核心风险不是一次性净利润回落，而是营业利润重新转弱。

需要警惕：

- TTM 需求恢复结束；
- 修正带库存周期再度走弱；
- 原材料/能源价格上涨快于提价；
- 固定成本重新压缩利润；
- 新业务仍不足以提供高毛利增量。

如果下半年营业利润不能延续，上半年拐点就会被重新定义为一次短周期修复。

11.2 | 主要风险二：预约权稀释持续时间长于市场预期

截至 2026 年 8 月底仍有约 27.6 万股等值预约权未行使。

如果股价保持较高水平，行使会继续改善公司资金与流通市值；但对现有股东，每次库存股重新进入流通或未来新增股份，都会提高经济上的在外股数。

因此，公司融资成功与现有股东每股价值最大化并不是同一个问题。

11.3 | 主要风险三：高分红在资产出售结束后下降

170 日元预测分红具有很强吸引力，但其可持续性尚未被正常营业利润证明。

如果 2027 年度分红随着一次性资产出售结束明显下降，市场可能重新给出更低的收益率估值锚。

11.4 | 主要风险四：新材料业务客户/应用波动

FIXFILM 2026 年上半年受到欧洲汽车弱势和特定客户规格变化影响。小规模高附加值业务往往对个别项目更敏感。

如果新应用延迟，研发与设备投入会先发生，收入与现金回报却延后。

11.5 | 主要催化剂

最有价值的催化剂依次是：

1. 下半年在不依赖证券出售的情况下继续实现正营业利润与正营业现金流；
2. 2027—2031 新滚动中期计划给出更可信的利润率、ROE 和资本回报路径；
3. FIXFILM/受托涂布获得可以量化的新应用或客户；
4. 剩余预约权明显下降，且行权价格/资本用途对现有股东更友好；
5. 东证流通市值维持标准明确达标；
6. 政策持股清理结束后，建立可持续而非一次性的分红/回购政策。

12 | 反常识发现

12.1 | 最重要的反常识：2026 的“好现金流”与“好经营”不是同一个东西

上半年营业利润转正是真的，所以不能把复苏说成假的。

但同一份财务报表里，自由现金流和净利润又被有价证券出售显著放大。

这形成一个很容易被表面数字掩盖的双重事实：

经营修复是真的；现金与净利润看起来“特别好”又有很大一部分是不可重复的。

投资判断必须同时保留这两边，而不是选一个更方便的故事。

12.2 | 第二个反常识：资本结构改善与股东稀释可以同时发生

公司出售政策持股、增加现金、降低负债，这是资产负债表改善。

公司又通过预约权把库存股重新释放到市场、扩大流通股，这有助于满足上市维持标准和融资。

所以同一时期可以同时出现：

公司层面的财务风险下降 + 每股层面的稀释风险上升。

这也是为什么不能只看“净现金增加”就判断资本政策优秀。

12.3 | 第三个反常识：衰退市场也能带来短期份额红利

击打式色带的终端市场长期收缩，但公司 2025—2026 仍取得明显销售增长。

原因不是行业突然成长，而可能是供应商退出、客户集中到仍能稳定供货的厂商。

这种“最后留下来的人”的经济学可以让成熟业务在一段时间里更赚钱，但长期终端衰退仍然存在。它适合贡献现金，不适合被当成长周期增长引擎。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 第一优先：把一次性收益拿掉以后，营业利润还剩多少

下一次财报最值得看的不是净利润增速，而是：

- 销售增长；
- 毛利/营业利润率；
- TTM、修正带、FIXFILM 与塑料成型的产品结构；
- 原料涨价与提价的净效果；
- 营业现金流。

如果营业利润继续为正，即使净利润因为没有证券出售而下降，反而更能证明经营体质改善。

13.2 | 第二优先：预约权还剩多少、怎么行使

每月预约权行使报告是最重要的资本结构追踪资料之一。

需要持续记录：

- 当月行使股数；

- 剩余潜在股数；
- 行权价；
- 使用库存股还是新增股份；
- 资金用途是否真正转化为增长资本回报。

13.3 | 第三优先：2027—2031 新滚动中期计划

公司已说明会滚动更新计划，并预计在 2027 年 3 月前后给出下一期。

最值得比较的不是新目标有多高，而是：

- 2026 实际与旧计划差多少；
- 2030 营业利润 10 亿日元目标是否保留；
- ROE 目标是否上调；
- 高分红是否建立在正常化利润上；
- 新资本开支的回报门槛是否更清楚。

13.4 | 第四优先：FIXFILM 能否从“技术选择权”变成“利润池”

关注：

- 汽车客户恢复；
- 规格变更影响是否一次性；
- 半导体/建筑等新用途是否出现量产；
- 受托涂布是否带来更高毛利客户；
- 功能膜销售与利润贡献是否真正扩大。

13.5 | 第五优先：技术面的第一次真正深回抽

当前技术结构最有信息价值的未来证据不是再涨一根，而是回抽以后留在哪里。

如果一次有分量的回调仍能在明显高于旧运行区间的位置稳定，再次向 2,850 日元附近扩张，长期迁移可信度会明显提高。

14 | Kabugami Score 评分卡

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	75/100	9.75	政策持股变现、现金增加、负债下降和净资产规模提供下行缓冲；但历史亏损与减值说明资产质量和回报并非天然稳健。
竞争优势与结构耐久性	14	60/100	8.40	配方、涂布、界面控制、专利与客户适配形成真实工艺积累；全球竞争者规模更大，历史利润又没有证明强定价权。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	45/100	7.65	2026 营业利润修复真实，但净利润

				与现金流受证券出售显著放大；过去连续亏损和大额减值压低正常化资本效率判断。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	65/100	7.15	TTM 提供成熟需求底盘，产品/地域相对多元且无单一 10% 客户；但工业周期、冈山生产集中和 FIXFILM 项目波动仍明显。
估值与安全边际	15	70/100	10.50	PBR 约 0.46 倍、资产负债表改善提供一定保护；但 3.15 倍 PER 与 6.6% 股息率被一次性收益美化，且股价已经大幅重估。
资本配置与股东回报	10	35/100	3.50	清理政策持股和高分红是正面；大规模可调整行权价预约权、潜在 15.4% 剩余稀释和分红可持续性不明显著拖累。
治理、所有权与管理层	7	55/100	3.85	治理形式基本齐备，新管理层在重整；但历史计划兑现不足、减值和资本政策复杂使治理仍需用结果证明。
Kabugami 技术结构	13	75/100	9.75	2026 离开多年旧区域后保留度显著提高，更高价格区初步形成；但低流动性、历史失败脉冲和缺乏一次深回抽验证阻止更高评分。
合计	100		60.55	B

14.1 | 为什么不是 B+ 以上

评分被压住的不是“公司没有任何改善”，而是三条尚未完成的链：

1. 经营修复 → 正常化高资本回报 尚未完成；
2. 资产出售 → 可持续股东回报 尚未完成；
3. 价格上移 → 经深回抽验证的长期迁移 尚未完成。

14.2 | 什么会让评分上升

最可能提高评分的证据是：

- 连续多个季度不依赖证券出售仍保持营业盈利和正营业现金流；
- 预约权大部分消化完毕，且后续资本政策不再稀释；
- 新中期计划显示 ROE/ROIC 明显高于过去，并有真实兑现证据；
- FIXFILM/受托涂布形成可量化高附加值利润；
- 技术结构经一次有分量回抽仍保留更高价格区域。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告基于公开资料形成点时判断。公司预测、市场预测、管理层目标与外部市场估计均被视为证据而非自动事实；一次性收益与正常化经营能力已明确区分。技术研究以真实历史价格为基础，Owner Media 仅作为本 Review 的公开视觉载体，不替代完整价格证据。

本报告不构成投资建议、证券推荐、收益承诺、目标价或任何形式的招揽。投资者应根据自身风险承受能力与最新公开资料独立判断。

15.1 | 主要一手来源

1. フジコピアン株式会社 | IR 资料总览

<https://www.fujicopian.com/company/ir.html>

用于定位有偿证券报告书、决算资料、适时披露、中期经营计划与预约权月报。

2. 2026 年 12 月期 第 2 四半期决算说明资料

https://www.fujicopian.com/company/pdf/r08_28.pdf

用于 2026 年上半年销售、营业/经常/净利润、产品别销售、全年修正预测、资产负债表与现金流。

3. 2026 年 8 月 新股预约权月报

https://www.fujicopian.com/company/pdf/r08_29.pdf

用于 8 月行使股数、剩余预约权、行权价与库存股交付事实。

4. 2025 年 12 月期 有偿证券报告书

https://www.fujicopian.com/company/pdf/r08_09.pdf

用于集团结构、业务分部、股东、治理、研发、生产、财务、政策持股、风险与历史经营数据。

5. 上市维持标准适合计划相关披露

https://www.fujicopian.com/company/pdf/r08_08.pdf

用于东证 Standard 流通市值未达标、改善期限及公司应对。

6. 中期经营计划资料

https://www.fujicopian.com/company/pdf/r08_07.pdf

用于 2026—2030 销售、营业利润、ROE 目标与滚动更新方针。

7. 公司概况

<https://www.fujicopian.com/company/profile.html>

用于公司历史、资本、员工、业务身份等基础信息。

8. 产品与技术

<https://www.fujicopian.com/product/index.html>

用于 TTM、修正带、功能材料、受托涂布等产品体系。

9. FIXFILM 官方产品站

<https://www.fixfilm.com/en/about.html>

用于功能性薄膜的应用、表面功能与界面控制能力。

15.2 | 外部/市场交叉证据

10. ARMOR-IIMAK | 公司整合与 TTR 历史资料

<https://www.armor-iimak.us/en/inkside/armor-iimak-become-one/>

用于外部验证热转印色带竞争格局、历史技术关系与全球对手规模。

11. Yahoo!ファイナンス | 7957 历史行情/估值与分红

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7957.T/history>

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7957.T/dividend>

用于最近完整交易日、市场估值与公司预测股息的交叉确认。

12. 株探 | 7957 长期年度价格历史

https://s.kabutan.jp/stocks/7957/historical_prices/yearly/

用于完整价格生命史中的年度高低点、2015 历史脉冲与长期运行区间。

15.3 | 证据边界与 Research Debt

本轮仍有以下 material UNKNOWN，但当前没有发现足以改变结论、且仍具高信息价值的公开路径可以可靠解决，因此保留为 Research Debt 而不是制造确定性：

- 各主要产品真实毛利率与增量利润率未公开，无法精确拆分 TTM、修正带、FIXFILM 的利润池；
- 主要 OEM/工业客户虽然不存在单一销售占比 10% 的公开披露，但更细的客户集中度、认证周期与切换行为并不充分公开；
- 新研发/成长资本开支的项目级 IRR、回收期和量产成功率未披露；
- 预约权未来月度行使速度、最终有多少使用库存股/新增股以及对 2027 每股利润的完整影响仍取决于未来市场与行使行为；
- 2027 年度以后高分红是否延续，需要等政策持股清理后的正常化资本政策与新滚动中期计划。

15.4 | 价格与时间边界

2026 年 9 月 23 日为本 Review 资料截止日。日本股市 9 月 21 日至 23 日连续无正常交易，本轮技术判断使用 2026 年 9 月 18 日最近完整交易日数据作为市场价格观察锚，不把不存在的 9 月 23 日盘中价格或未来走势写入本 Review。

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。