

7980 株式会社重松製作所 (SHIGEMAT SU WORKS CO., LTD.)

Kabugami V3.2 68.04/100 · B+

这家公司是做什么的

重松製作所主营防尘、防毒、电动风机式等呼吸防护用品，同时销售自给式空气呼吸器、防护服、防护手套、护目镜、气体检测与避难救援用品，并提供防护装备维护与检修服务。

最近亮点

FY2027第一季度销售32.97亿日元，同比增长12.1%；营业利润1.50亿日元，明显高于上年同期约700万日元，并已超过公司上半年1.40亿日元的营业利润计划，但公司仍维持全年销售158亿日元、营业利润11…

资料截止 2026-09-24 · 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	2026-09-24
研究规则版本 SHA	bac50b72ec2c31ab39c7649d5d3c157a62e ec12d
评分版本	V3.2
发布源 SHA	5b70adf31b4403c0357cf760c15b16a32e54 59bf
交付代码版本 SHA	5b70adf31b4403c0357cf760c15b16a32e54 59bf
交付运行时指纹	8c0344f89aebb53c8831f3308e2eaa32247c d2c4b252d101b4412d432798325e

先看研究要点

为什么值得研究	需求并非只依赖疫情或灾害：日本化学物质风险评估与防护义务扩围、制造业安全投入、消防与危机管理需求形成较长期底盘；公司又拥有认证、维护、产品组合与部分独家代理关系。第三工厂若能提高吸收罐等产能与效率，当前约 0.6 倍 PBR 存在由盈利和资本效率改善驱动的重估空间。
最需要担心什么	FY2026 销售创新高但毛利率下降，新增工厂使固定资产、有息负债、折旧和利息同步上升，自由现金流仍为负。客户集中度、关键原材料与主要产品的细分市场份额公开量化不足；8 月确认的 7.41 亿日元补助金特别利益又可能让净利润看起来好于本业。
Kabugami 现在怎么看	重松製作所是一家具有真实专业壁垒、监管需求顺风与低估值的安全防护企业，但当前投资问题已经从“有没有需求”转成“这轮大额扩产能否把需求变成更高且可持续的 ROIC 和自由现金流”。Q1 给出第一份正面验证，却还不足以证明第三工厂完成爬坡、杠杆开始回落或利润率恢复；与此同时，股价 3 月的 1,347 日元脉冲已被完全重新吸收到旧区间。因而本轮维持 B+ 与观察／等待：基本面值得继续跟踪，价格和现金流都还欠一次更有分量的确认。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正的问题：扩产之后，回报率能不能跟着上去

重松製作所最容易被简单理解成“防毒面具、防尘口罩的老牌小公司”。这个理解漏掉了当前最重要的变化：公司正在把一个原本较轻的专业制造企业，推进到一次规模不小的产能扩张阶段。

FY2026 销售额达到 155.93 亿日元，连续增长并创下高位；但同期营业利润只有 10.55 亿日元，略低于前一年。原因并不是需求消失，而是材料费、人工费、促销费用以及第二船引事业所第三工厂建设和产线转移带来的成本先发生了。与此同时，固定资产明显增加，有息负债从约 50.3 亿日元升到 76.3 亿日元。

因此，本轮最有价值的 Investment Question 不是“防护用品需求会不会增长”，而是：

监管与制造业需求已经把订单推上去以后，新工厂和新增资本能否提高产能、效率与利润密度，使 ROE/ROIC 和自由现金流同步改善；还是公司只是用更大的资产负债表换来更多销售？

01.2 | 当前答案：第一季度方向正确，但仍处于资本回报证明期

FY2027 第一季度销售 32.97 亿日元，同比增长 12.1%；营业利润 1.50 亿日元，而上年同期只有约 700 万日元。公司给出的上半年营业利润计划只有 1.40 亿日元，因此 Q1 已经超过这一数字，这是当前最强的经营验证。

但这还不是最终答案。公司全年仍只预测营业利润 11 亿日元，比 FY2026 的 10.55 亿日元增加约 4%；说明管理层没有把 Q1 的强劲直接外推到全年。第三工厂刚完成建设和转移，折旧、人工、原材料、维护与融资成本都需要经历真实产量才能判断效率。

当前结论是：需求端已经有较高可信度，资本回报端仍未毕业。

01.3 | 为什么本轮是 FIRST_COMPLETE

本轮开始时，report-source/7980/content.md 不存在当前 Structured Deep 方法下的完整正式 Review，因此重新完成公司理解、Open Discovery、Coverage35、独立 Technical Research、Cross-domain Integration、Research Debt、Research Stop、Full Synthesis、V3.2 Score、Editorial Routing 与自然 00-15 投影。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 卖的不是普通口罩，而是“合规使用的安全系统”

公司是单体经营、单一业务分部，核心是劳动安全卫生防护用品。主要收入来自防毒面具、防尘口罩、电动风机式呼吸防护用品、自给式空气呼吸器、送气面罩等呼吸防护产品，外围还有防护服、防护手套、护目镜、气体检测与避难救援用品。

这些产品的购买逻辑与日用消费口罩不同。客户买的是在化学品、粉尘、焊接、消防、救援等高风险环境下符合规则、能持续使用、能被维护和正确选型的防护能力。认证、过滤材料、面体适配、气密性、佩戴教育、配件供应和检修能力共同决定产品价值。

这使公司的商业模式同时包含：

- 自有研发制造的专业防护用品；
- 外部合作产品的销售与国内代理；
- 消耗品、滤盒、配件等重复需求；
- 检修、维护与更换形成的售后关系；
- 法规变化推动的产品更新与客户教育。

02.2 | 单体、单一分部降低了理解复杂度，也提高了集中度

公司没有复杂子公司集团，经营边界较清楚。优点是利润和资产归属不容易被少数股东权益、JV 或多层持股结构混淆。

反过来，业务集中在劳动安全防护意味着公司没有完全不同的第二利润池来抵消行业或监管周期。真正的分散来自产品用途、客户行业和需求场景，而不是财务分部。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 四类呼吸防护产品共同增长，收入质量好于“单一爆款”

FY2026 主要品类中，防毒面具销售约 36.5 亿日元、防尘口罩约 40.0 亿日元、自给式空气呼吸器约 36.6 亿日元、送气面罩约 6.8 亿日元。前三大品类都增长，不是某一个单品把销售额拉起来。

这很重要，因为它说明当前增长同时来自制造业安全、化学物质防护、消防和危机管理等多种使用场景。与一次性疫情用品相比，这种收入结构更接近长期职业安全开支。

但公开资料没有给出前十大客户占比、最大客户销售比例、续购率或渠道库存。因此“需求分散”目前只能从产品和终端用途间接判断，不能替代客户集中度的直接证据。

03.2 | 自给式空气呼吸器的独家代理是一条真实但有依赖性的壁垒

公司长期承担工ア・ウォーター防災制造的自给式空气呼吸器国内销售总代理。外部采购案例显示，东京消防厅对相关空气呼吸器部件维修采用特命方式时，理由之一就是重松製作所为该产品空气呼吸器领域的总代理，只有它能承接相关维修合同。

这条关系有两面性。

正面是：设备存量、原厂部件、维修能力和代理权形成较高切换摩擦，尤其在消防等安全关键场景。

负面是：FY2026 自给式空气呼吸器销售约 36.6 亿日元，已经是很大的收入部分。若总代理关系、上游供货能力或产品竞争力发生变化，风险也会直接传导。

03.3 | 原材料和外协成本仍然能吃掉规模增长

FY2026 制造成本中材料费约 34.86 亿日元，同比增长接近 10%；外协加工费约 9.69 亿日元。材料费约占制造成本 47%，因此树脂、橡胶、过滤材料、活性炭、金属与外购部件等成本变化，都可能影响毛利。

公司公开资料对关键原材料的供应商集中度、单一来源比例和替代周期披露有限。本轮不能把“供应链稳定”当成已被证明的事实。真正要观察的是销售扩大后，材料与外协成本占比能否下降，以及第三工厂是否降低单位制造成本。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 竞争优势来自“安全关键 + 认证 + 产品深度”，不是单纯品牌

日本呼吸防护市场并非没有竞争。国内存在兴研等专业厂商，国际上也有 3M、Honeywell、Moldex、Dräger 等不同产品线的竞争者。标准化的一次性口罩尤其容易出现价格竞争。

重松製作所更有价值的部分，是在高风险工业场景里同时拥有多种面体、滤盒、电动风机式产品、送气设备、自给式呼吸器、防护服、检修与选型支持。客户在安全关键环境下更换供应商，不只比较单价，还要重新确认标准适用、佩戴、部件兼容、教育和维护。

因此，公司具有专业化壁垒，但本轮没有找到足够可靠的外部数据来证明其在所有主要细分市场拥有绝对份额优势。公开市场资料常称其“产业用防毒面具高份额”，本轮只把它作为外部线索，不把未经明确分母验证的份额数字写成确定事实。

04.2 | 监管是需求来源，也是持续研发和合规成本

2024 年以后，日本针对风险评估对象化学物质的防护措施继续扩围；2026 年又有护目镜、呼吸防护相关 JIS 更新，以及皮肤障害防护装备选择手册更新。对专业厂商而言，规则越细，客户越需要正确选型、验证与培训。

这既提高进入门槛，也要求供应商持续承担认证、资料更新、研发和质量责任。监管不是免费的护城河，它是一条需要持续投入才能保住的壁垒。

04.3 | 需求具有结构底盘，也保留事件周期

制造业化学物质管理、基础设施更新、消防救援和职业安全投入具有持续性；灾害、传染病、火山、应急储备则会形成脉冲。

这意味着正常化盈利不应按“每年都发生灾害特需”估算，也不能把疫情后需求全部视为一次性。最合理的模型是：结构性职业安全底盘 + 周期性/事件性增量。

05 | 护城河判断

05.1 | 最强的护城河是“合规使用链条”

公司真正的护城河不是某一个滤盒配方，而是从研发、国家检定/JIS 适配、型号选择、佩戴和适配测试，到配件供应、维修的完整链条。

安全产品的失效成本很高。只要客户在高危环境下把某套产品纳入标准作业和培训流程，切换会产生新的选型、验证、教育与维护成本。这种摩擦比普通消费品更稳定。

05.2 | 独家代理和设备存量增加切换摩擦

自给式空气呼吸器的总代理与维修关系，把一部分客户关系从一次销售延伸到设备生命周期。消防等客户的既有装备越多，配件、检修和更换越依赖原产品体系。

但这条护城河的一部分来自合作伙伴而不是公司完全自有知识产权，因此必须同时记住“壁垒”和“合作依赖”两个事实。

05.3 | 反证：质量资料错误会直接损害最重要的资产

公司 2026 年曾更正综合目录中的滤芯兼容信息，2025 年也更正过送气相关说明；更早还披露过空气呼吸器气瓶阀门气密问题。

这些事件不等于产品体系失去可靠性，但它们是不能删除的反证。公司的经济价值高度依赖“客户相信它能正确保护人”，因此目录、兼容性、维护说明和质量控制的准确性本身就是护城河的一部分。

综合判断：专业壁垒真实，且比普通制造业更耐久；但不是不可替代，也不应因为“安全行业”三个字就自动给最高护城河评分。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 销售增长很扎实，利润率却没有同步抬升

FY2022 到 FY2026 销售从 119.18 亿日元增长到 155.93 亿日元。同期营业利润依次约 6.05、9.65、7.84、10.69、10.55 亿日元。

FY2026 销售增长 10.5%，但营业利润下降 1.4%。毛利从 44.31 亿升到 46.10 亿，毛利率却从约 31.4%降到 29.6%。材料、人工、折旧和新工厂转移费用把相当一部分规模红利吃掉。

因此，当前盈利质量的关键不是“销售还涨不涨”，而是每新增 100 日元销售，最后能留下多少营业利润和现金。

06.2 | 营业现金流恢复，但扩产使自由现金流明显为负

FY2026 营业现金流约 12.14 亿日元，较 FY2025 约 2.28 亿日元显著恢复，且高于当期净利润 7.02 亿日元。这说明本业并非“只赚会计利润不收现金”。

但投资现金流约负 27.32 亿日元，其中有形固定资产支出约 27.08 亿日元。以最简单的营业现金流减投资现金流口径看，自由现金流约负 15 亿日元。

这不是自动的坏事，因为第三工厂正处于建设高峰；但它意味着股东不能只看 PER。新资本必须在未来带来更高利润和现金，否则当前低 PBR 会变成“资产越来越大，回报率没有变”。

06.3 | 杠杆明显上升，资产负债表从保守转向扩张

FY2026 末总资产 215.88 亿日元、净资产 94.36 亿日元，自有资本比率 43.7%，低于前一年的 47.5%。

有息负债约 76.26 亿日元，比前一年增加约 52%；现金及存款约 24.46 亿日元。仅按现金抵扣，有息净负债仍约 51.8 亿日元。利息费用也随融资增加。

公司还有约 23.34 亿日元投资有价证券，这提供一定资产缓冲，但不能未经证明就全部当作“随时可拿来还债的现金”。其可处置性、税负、交易关系与持有目的都需要单独判断。

06.4 | 库存与营运资金占用仍需控制

FY2026 商品及产品约 23.97 亿日元，较上年下降；但加上在制品和原材料后，公司整体库存仍是资产负债表的重要部分。销售增长会同时推高应收和库存需求。

第三工厂扩产完成后，如果收入增长而营业现金流不能持续覆盖营运资金和维护性资本开支，那么产能扩张的股东价值会打折。

06.5 | ROE 尚未达到公司想要的水平

FY2026 ROE 约 7.8%。公司长期目标强调经常性 ROE 10%以上。

差距不算巨大，但关键是实现方式：如果 ROE 改善主要靠负债增加，质量一般；如果来自单位资本产生更多营业利润、库存和应收周转改善、以及不必要资产减少，质量会明显更高。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 股权结构有产业关系，也有明显的家族/管理层色彩

主要股东包括エア・ウォーター防災约 10.3%、千代田テクノル约 9.9%、社长重松宣雄约 6.3%，另有理研计器、员工持股会和金融机构。

产业股东能够稳定合作关系，尤其エア・ウォーター防災既是大股东又是重要产品伙伴，这种关系有商业价值。

但普通股东也需要关注：合作采购、代理条件、资本政策是否始终以重松製作所整体利益为标准，而不是让稳定关系替代资本效率。

07.2 | 长期任职带来经验，也带来接班问题

重松宣雄社长自 1998 年起长期担任代表取缔役社长，并持有较多股份。长期经营在专业安全装备行业有助于保持技术、客户与渠道连续性。

反面是管理层年龄和任期提高接班治理的重要性。当前公司正在扩产、加杠杆、导入新的生产能力，这恰好是未来几年需要稳定交接和资本纪律的阶段。

07.3 | 治理判断不因低估值而放松

目录更正、产品说明更正和历史气密问题表明，质量管理仍需要持续跟踪。对安全装备企业，治理不是“有没有独立董事”这么窄，而是质量信息能否及时、准确地进入产品与客户流程。

08 | 资本政策

08.1 | 当前资本配置优先级明显是扩产，不是高回报

FY2026 的资本开支远高于营业现金流，新增借款明显增加。公司选择把资本投向第三工厂、设备和产能，而不是优先大幅提高分红或回购。

这不应被简单评价为负面。若需求确实稳定、现有产能受限且新工厂能降低单位成本，扩产可能是最高回报用途。

真正的问题只有一个：项目投产后的增量 ROIC 是否高于资金成本。

08.2 | 15 日元分红稳定，但现金回报偏薄

FY2024 分红 12.5 日元，FY2025 和 FY2026 为 15 日元，FY2027 仍计划 15 日元。以 877 日元股价计算，预测股息率约 1.71%；FY2026 派息率约 15%。

这提供稳定性，但并不是高股息投资逻辑。当前资本政策的价值主要取决于扩产回报，而不是股东立刻收到大量现金。

08.3 | 低 PBR 环境下，资本效率比“守住分红”更重要

公司账面净资产较厚，投资有价证券也不少。如果未来扩产完成后仍维持较低 ROE，而现金没有用于减债、提高分红、回购或更高回报投资，市场可能继续给低 PBR。

因此，资本政策的下一阶段应该观察：扩张结束后，现金优先用来做什么。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 表面上很便宜：约 8.5 倍 PER、0.64 倍 PBR

9 月 18 日收盘 877 日元，市场显示预测 PER 约 8.5 倍、PBR 约 0.64 倍。公司 FY2027 预测净利润 7.3 亿日元，对应 EPS 约 102.7 日元。

从股权价格看，这已经反映了相当多谨慎预期。只要公司能把 ROE 稳定推向 10%、维持利润与现金流，低 PBR 具有重估空间。

09.2 | 但企业价值没有股权倍数看起来那么便宜

877 日元乘以 720 万股，对应市值约 63 亿日元。FY2026 末有息负债约 76 亿、现金约 24 亿，简单净负债约 52 亿。若暂不把投资有价证券全部当现金，企业价值约 115 亿日元。

相对公司 FY2027 预测营业利润 11 亿日元，简单 EV/营业利润约 10 倍。这个数字仍合理，但不像 0.64 倍 PBR 那样“极端便宜”。

这说明低 PBR 背后有真实原因：公司正在用负债为产能扩张融资，股权价值必须承担项目回报的不确定性。

09.3 | 隐藏资产提供缓冲，但不能重复计算

公司投资有价证券约 23 亿日元，相当于市值的三分之一以上。若其中相当部分可出售并最终用于减债或股东回报，会增强安全边际。

但这些资产已经体现在账面净资产里，不能在“低 PBR”之后再把全部证券价值加一次当作额外免费资产。正确做法是观察其可处置性与资本用途。

09.4 | 本轮估值结论

当前估值对一家具有专业壁垒、收入增长和监管顺风的公司并不贵。

但最关键的重估条件不是再讲一次“PBR 低”，而是：

1. 第三工厂爬坡后毛利率和营业利润率恢复；
2. 营业现金流覆盖维护资本开支并使自由现金流转正；
3. 有息负债开始下降；
4. ROE 朝 10%走，而不是靠进一步加杠杆提高。

这些条件若兑现，0.6 倍左右 PBR 偏低；若兑现不了，低估值可能长期存在。

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 | 先看价格事实：2026 年 3 月的 1,347 日元脉冲被完整收回

7980 长期价格历史里有很强的事件脉冲记忆。2020 年曾出现 2,795 日元的上场来高点，此后长期回落。最近三年则更多在 700—900 日元附近运行：2023 年高 868、低 759、年末 774；2024 年高 948、低 746、年末 783；2025 年高 889、低 727、年末 783。

2026 年 1 月从 786 日元附近起步，3 月 3 日突然升至年内高点 1,347 日元；随后一路回落，6 月 11 日最低 775 日元。换句话说，3 月那次离开旧区间的强脉冲，在三个月内几乎被旧价格区域完全重新吸收。

到 9 月 18 日，股价回到 877 日元。最近几周从 800 日元附近回升，9 月 11 日一度触及 916，但仍位于过去几年熟悉的主要运行区间附近。

10.2 | 当前技术问题：这次回升是新迁移，还是又一次旧区间内的恢复

因此本轮真正的 Technical Question 是：

经历 1,347 日元脉冲失败并回到 775 日元之后，当前 800—900 日元的恢复，是否已经开始形成更高、可重复的价格重心；还是仍由过去数年的 700—900 日元旧区间主导？

现阶段证据更支持后者。

3 月高点后的回撤深度非常大，价格不仅跌破 1,000，也重新进入 2023—2025 年的旧运行区域。以 1,347 到 775 的跌幅计算，要收复一半跌幅大约需要回到 1,061 日元附近，9 月 18 日的 877 仍明显低于这个位置。因此这一次主要下跌的恢复速度与幅度都还不能证明新的长期状态已经建立。

10.3 | 旧状态没有死，但它的下沿暂时没有继续下移

负面证据是旧区间重新吸收能力仍强：2026 年的大脉冲最终回到了 700—900 日元这一多年价格带。

正面证据是回落后没有继续跌破 2025 年的 727，也没有重现更低的长期价格区域。6 月 775 见底后，7—9 月低点与价格重心逐步抬升，9 月周线重新靠近 900。这说明价格系统没有进入新的长期恶化，只是“向上迁移”的证据还很薄。

当前更准确的表述是：旧状态仍控制长期结构，短周期恢复正在形成；旧状态弱化尚未被证明，新状态更
没有完成。

10.4 | Failed Pulse Memory：3月失败会成为下一次突破的检验标准

一次大幅脉冲失败并不会让系统“回到什么都没发生之前”。1,000—1,350 日元区域已经留下大量交易记忆和套牢盘，未来再上行时，这一带会成为重要的回归测试。

因此，下一次真正有信息量的不是单日突破 900，而是：

- 先有效越过 9 月高点 916 并进入 1,000 日元附近；
- 经回抽后仍能在 900 以上反复稳定；
- 再次挑战 1,061 附近的半程恢复位置时，不被快速打回旧区间。

如果这些动作发生，才说明 3 月失败留下的高位记忆正在被消化，而不是又一次短促脉冲。

10.5 | 价格与基本面时序：Q1 变好，但价格没有重新追逐 3 月高点

纯价格状态先按上面完成，再叠加公开事件。

5 月全年决算显示销售创新高但利润受成本拖累；8 月第一季度利润明显改善，公司仍维持全年预测。股价从 6 月低位恢复到 9 月 877，但没有因为 Q1 改善重新接近 3 月 1,347 高点。

这更接近 Fundamental-led / price not yet confirmed：基本面当前的边际改善比价格结构走得更前，市场尚未用一个新的长期价格区间确认它。

这不是看空证据，而是一种“基本面已经给出第一份答案，价格还在等第二份答案”的不同步。

10.6 | 确认与失效

技术结构升级需要看到：

- 900—916 不再只是短期高点，而能在回抽后被保留；
- 股价重新进入 1,000 日元以上，并逐步向约 1,061 日元的半程恢复位置靠近；
- 再次上冲后不快速回到 700—800 区间。

技术结构明显降级的证据包括：

- 跌破 6 月 775，并进一步跌破 2025 年 727 附近；
- 900 附近多次尝试都被快速重新吸收，且反弹高点持续下降；
- 正面经营事件只能产生越来越短的价格脉冲。

当前纯价格技术状态：多年 700—900 日元旧区间仍有较强控制力；6 月后的恢复改善了短周期状态，但尚不足以证明长期价格迁移。

11 | 主要风险与催化剂

11.1 | 主要风险

扩产回报不及预期。第三工厂投资相对公司市值很大，如果设备利用率、单位成本或产品销量不够，折旧和利息会长期压低 ROIC。

杠杆与现金流风险。有息负债明显上升，自由现金流为负。若需求减弱或营运资金再次占用现金，公司将同时面对资本开支和融资压力。

原材料与外协成本。FY2026 销售增长但毛利率下降，说明公司并非可以无条件转嫁成本。

合作伙伴依赖。自给式空气呼吸器收入规模较大，总代理关系是壁垒也是依赖。

客户集中度未知。公开资料没有足够精细的主要客户分布数据，无法完全排除少数大型制造业或公共安全客户对订单波动的影响。

利润被一次性项目美化。2026 年 8 月披露约 7.41 亿日元补助金特别利益，金额接近公司原全年净利润预测。它可以改善资本回收，却不能被当成本业利润率提高。

质量与合规风险。安全防护产品发生兼容、标示或质量错误时，影响的不只是退货，还包括客户信任与认证价值。

管理层接班。长期经营带来连续性，也让未来接班和资本纪律成为重要治理变量。

技术面旧区间重新吸收。3 月大涨被完全回收，说明市场尚未认可可持续的新价格状态。

11.2 | 主要催化剂

- FY2027 第二季度继续明显高于原上半年利润计划，并推动全年本业预测上调；
- 第三工厂产量提升后，毛利率和营业利润率恢复；
- 营业现金流继续改善，资本开支回落，自由现金流转正；
- 有息负债下降，投资有价证券得到更高效配置；
- 化学物质防护、焊接、消防和危机管理需求持续转化成多品类订单，而非单一事件特需；
- ROE 稳定向 10% 靠近；
- 股价越过 900—916 并在回抽后保留更高价格重心。

12 | 反常识发现

12.1 | 最值得看的不是“防灾概念”，而是新工厂的单位资本产出

市场很容易在灾害、疫情、火山或防卫主题出现时把重松製作所当作概念股。2026 年 3 月的价格脉冲本身就说明这种事件想象可以产生巨大波动。

但公司真正有可能产生长期估值变化的，不是下一次主题脉冲，而是第三工厂投产以后：

每一亿日元固定资产，能不能带来更多营业利润和现金。

这是把“订单增长”与“股东回报增长”区分开的最重要指标。

12.2 | 低 PBR 并不等于低企业价值，杠杆解释了一部分折价

0.64 倍 PBR 很醒目，但公司目前净负债也很大。把市值与净负债一起看，企业价值相对营业利润的倍数并没有低到离谱。

因此这只股票真正的重估路径不是“市场发现它账面资产很多”，而是扩产之后自由现金流恢复、负债下降，让更多企业价值重新归属于股权。

12.3 | 7.41 亿日元补助金既是好消息，也是利润质量陷阱

补助金有真实价值：它相当于政府分担了一部分扩产资本，能降低项目经济成本。

但如果投资者只看最终净利润，它又可能掩盖本业利润率仍处证明期的事实。因此同一笔补助金同时是“资本回收正面因素”和“净利润解释需要剥离的一次性因素”。

12.4 | 最强的竞争壁垒可能不是产品，而是“错误不能发生”的使用关系

安全装备行业的特殊之处在于：客户不只是选择一个便宜产品，而是在建立一套不能轻易出错的合规使用流程。

这让认证、培训、维护和存量设备关系形成真实切换成本。但它也意味着公司自己的错误成本更高。护城河和质量风险来自同一个机制。

13 | 下一次最值得跟踪什么

- 1. FY2027 上半年与全年营业利润。 Q1 已经超过上半年计划，下一份业绩是否上调本业预测，比净利润因补助金上调更有信息量。
- 2. 毛利率与第三工厂效率。 销售增长之后，毛利率能否从 FY2026 约 29.6% 的低位恢复。
- 3. 营业现金流、资本开支与自由现金流。 建设高峰过去后，现金能否由负转正是扩产成功的核心证明。
- 4. 有息负债。 76 亿日元附近是否开始下降，还是继续用借款支撑营运资金与新投资。
- 5. 自给式空气呼吸器代理关系。 合作条款、产品更新、维修存量与销售增速是否稳定。
- 6. 客户与供应商集中度。 若后续披露主要客户、关键材料或单一来源，应立即补足当前 Research Debt。
- 7. 资本政策。 扩产完成后，现金用于减债、分红、回购还是继续扩张。
- 8. 质量与产品资料。 任何新的更正、召回、认证问题都具有高信息价值。
- 9. 价格确认。 900—916 是否能从阻力变成回抽后的稳定区域；若进一步站上 1,000 并保留，Technical State 才有资格升级。

Research Debt

当前最重要的未决问题是：

- 第三工厂满产后的设计产能、实际利用率、单位成本改善幅度与项目级 ROIC 没有被公开资料充分量化；
- 主要客户集中度与前五大客户收入比例缺乏直接披露；
- 关键原材料的供应商集中度、长期采购条款与替代周期缺乏足够公开证据；
- 自有产品与代理产品的利润率拆分未公开，无法精确判断哪一类增长最能提高集团利润密度。

这些未知不会阻止本轮形成有界判断，但会限制护城河、盈利质量与资本效率评分上限。

14 | Kabugami Score 评分卡

本轮采用 Review-pinned V3.2。评分来自冻结后的完整 Synthesis，而不是按章节数量或研究量加分。

模块	权重	内部判断	加权贡献	核心理由
财务韧性 & 下行防	13	62/100	8.06	营业现金流恢复、

御				净资产厚，但扩产使有息负债明显上升，自有资本比率下降。
竞争优势与结构耐久性	14	78/100	10.92	安全关键、认证、维护、产品深度与独家代理形成真实切换成本；但细分市场份和和部分合作依赖限制上限。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	68/100	11.56	销售多年增长、营业现金流为正；但 FY2026 毛利率下降、FCF 因扩产为负，项目 ROIC 仍待证明。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	80/100	8.80	多类呼吸防护产品同步增长、监管需求稳定；客户集中度和关键供应商量化不足。
估值与安全边际	15	80/100	12.00	约 8.5 倍预测 PER、0.64 倍 PBR 具有吸引力，但净负债使企业价值没有股权倍数看起来那么便宜。
资本配置与股东回报	10	60/100	6.00	扩产可能创造价值，但当前 15 日元分红和低派息率偏薄，尚缺投产后减债/回报纪律的证明。
治理、所有权与管理层	7	60/100	4.20	产业股东和管理层持股带来稳定性；长期任职、接班与质量信息管理需要持续观察。
Kabugami 技术结构	13	50/100	6.50	3 月 1,347 日元脉冲被完全重新吸收到多年旧区间；6 月后恢复存在，但尚未建立更高稳定运行区间。
合计	100		68.04	B+

Score 解释

68.04 不是“公司一般”，而是把两组同时真实的事实放在一起：

一组是专业壁垒、监管需求、连续销售增长、低估值和 Q1 改善。

另一组是扩产后的债务与负自由现金流、利润率尚未恢复、股东现金回报偏低，以及技术结构仍被旧价格区间控制。

若未来确认第三工厂提高利润率和自由现金流，同时债务下降，评分上修最可能来自“盈利质量与资本效率”“财务韧性”“资本配置”。若销售增长却无法转化成现金，低估值本身不会自动提高评分。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance / 风险披露

本报告是截至 2026-09-24 的公开信息研究与投资判断，仅用于信息整理，不构成投资建议、证券推荐、买卖招揽、收益承诺或适当性判断。市场价格、公司业绩、法规与资本政策均可能在本报告后变化；读者应独立核验最新事实并自行承担投资决策责任。

Owner-selected chart attachment 3791 仅作为本 Review 的公开视觉资产，不替代完整价格历史和独立 Technical Research。Technical Research 使用真实市场历史；因本轮无法可靠核验 2026-09-24 盘中完整交易数据，所有完成态价格事实锚定 2026-09-18 最近完整可核验交易日。

15.2 | 主要一次资料

1. 株式会社重松製作所 | IR ニュース (2026 年決算、FY2027 Q1、特别利益等)

https://www.sts-japan.com/ir/ir_news/

2. 株式会社重松製作所 | 财务高光

<https://www.sts-japan.com/ir/highlight/>

3. 株式会社重松製作所 | 产品与公司官网

<https://www.sts-japan.com/>

4. 株式会社重松製作所 | 2026 年版综合目录更正

<https://www.sts-japan.com/news/2026/260213.php>

5. 株式会社重松製作所 | 2026 年职业安全、热中症及防护规则相关资料

<https://www.sts-japan.com/news/2026/260403.php>

<https://www.sts-japan.com/news/2026/2604033.php>

<https://www.sts-japan.com/news/2026/2605073.php>

6. 金融庁 EDINET 提出资料的公开文本镜像 | 第 80 期有价证券报告书 (2026 年 6 月 29 日)

https://regfis.com/reports/20260629_S100YKGZ_E02383_null_010_030000_120

15.3 | 外部交叉验证与市场资料

7. Yahoo!ファイナンス | 7980 股价历史、PER/PBR、分红

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7980.T/history>

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7980.T/dividend>

8. 株探 | 7980 年次、周次价格历史

https://s.kabutan.jp/stocks/7980/historical_prices/yearly/

https://s.kabutan.jp/stocks/7980/historical_prices/weekly/

9. 東京消防庁相关公开采购结果镜像 | 空气呼吸器部件维修与总代理关系

<https://www2.njss.info/offers/view/31500874>

10. IRBANK / Finboard / Strainer 等公开财务数据库用于财务时序交叉核对；若与公司法定披露冲突，以公司 IR 与 EDINET 为准。

15.4 | 证据边界

- 本轮财务与经营判断优先使用公司 IR 和 10-K 报告；外部数据库只承担交叉核对角色。
- 对“产业用防毒面具高份额”等市场叙述，本轮没有取得足够公开、可核验的市场份额分母，因此没有把未验证百分比写成确定事实。
- 客户集中度、关键供应商集中度、第三工厂项目级 ROIC 与自有/代理产品利润率拆分仍为 Research Debt。
- 2026 年 8 月披露的约 7.41 亿日元补助金特别利益属于非经常项目；本轮不把它当作营业利润改善证据。

最后一页 | 合规与风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。