

4120 スガイ化学工業株式会社 (SUGAI CHEMICAL INDUSTRY CO., LTD.)

Kabugami V3.2 62.08/100 ・ B

这家公司是做什么的

スガイ化学是一家以有机合成技术为核心的小型精细化学公司，为医药、农药、功能材料等客户制造中间体、原药和界面活性剂，同时开发少量自有产品。

最近亮点

FY2027/3第一季度销售9.23亿日元，同比下降28.9%；营业亏损0.46亿日元、归母净亏损0.13亿日元。公司解释主力农药中间体受客户库存调整和销售时点影响大幅减少，而功能材料和医药中间体有所增加。

资料截止 2026-10-01 · 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	2026-10-01
研究规则版本 SHA	bd205d1b39920516b3b1f530e942d838810ea62c
评分版本	V3.2
发布源 SHA	e0277b43676c93b55f940ade49aeb5e6cd09ab49
交付代码版本 SHA	e0277b43676c93b55f940ade49aeb5e6cd09ab49
交付运行时指纹	6ffabcf9b787833d3c2350692dc19a76a3c1b0c8faf4ee18b1d0e3a75d581b8

先看研究要点

为什么值得研究	1928 年以来长期积累有机合成与量产经验；“一品一社”受托制造和从克级试作到数百吨量产的放大能力形成真实利基；资产负债表较厚；产品终端横跨医药、农药和功能材料。
最需要担心什么	客户和单一项目时点波动大；规模小、股票流动性薄；固定成本使销售波动迅速传导到利润；客户集中度和品种利用率披露有限；低 PBR 可能长期对应较低资本回报而非短期错价。
Kabugami 现在怎么看	スガイ化学真正值钱的不是“化工资产很便宜”，而是能否持续把难做的分子稳定放大并获得长期订单。账面折价是真实的，但只有订单恢复、设备利用率和资本回报一起改善，低 PBR 才会从结构性折价转成可修复折价。

01 | 投资问题：低 PBR 背后，是资产便宜还是盈利波动应有的折价

小型精细化学公司的工厂和设备只有被高价值订单长期利用时才真正有股东价值。

FY2027/3 第一季度销售下降近三成后，营业利润迅速从上年同期约 1 亿日元转为 0.46 亿日元亏损。这说明固定成本吸收对订单量很敏感。

因此本轮核心不是“净资产值多少”，而是：

公司的有机合成和放大能力，能否形成足够稳定的项目组合，让已有资产长期维持有质量的利用率。

02 | 公司本质：客户买的是“把复杂反应稳定放大”的能力

公司 1928 年创立，长期经营医药中间体、农药原体和中间体、功能性中间体、染料颜料中间体和界面活性剂。

公司公开披露的能力覆盖氧化、还原、Grignard 反应、偶联、卤化、氰化、磺化、硝化、氨化、加水分解和酯化等多种有机反应，并能从实验室少量试作一路放大到商业化数百吨生产。

这种能力降低客户自行开发工艺、建设设备和量产爬坡的风险。真正的护城河不在反应名称，而在长期工艺诀窍、质量稳定和客户验证历史。

03 | “一品一社”提高黏性，也放大项目集中风险

公司以“一品一社”的受托制造为基本模式。

一个产品一旦经过客户质量认证和量产验证，供应商切换通常不轻松，尤其在医药和农药领域。这给供应关系带来一定黏性。

反面是，某些产品会与特定客户、特定开发项目高度绑定。客户去库存、销售延期或产品生命周期变化，都会直接影响工厂利用率。

所以这里存在一个很重要的矛盾：

客户关系可能很深，但收入组合未必足够平滑。

04 | 产品分散不能自动等于利润稳定

医药、农药和功能材料跨越多个终端，确实降低单一行业依赖。

但不同品种的订单周期、认证周期和库存周期并不同步。FY2027/3 第一季度就出现了农药中间体显著减少，而功能材料和医药中间体增加仍不足以抵消的情况。

因此真正需要验证的是产品组合是否能够长期稳定设备利用率，而不是产品用途看起来是否足够多元。

05 | 护城河：有真实工艺门槛，但资本回报尚未证明“宽”

公司拥有和歌山、福井研究开发能力，多种反应技术和商业化放大经验，还披露约 150 种独自产品，并持续推进光学拆分、不对称合成和柱精制等技术。

这些能力是真实的。

但如果护城河足够宽，长期资本回报通常也应更突出。当前证据更支持“有工艺和质量门槛的小型利基制造商”，而不是具有强定价权的宽护城河企业。

06 | 第一季度恶化说明利润安全垫不厚

FY2027/3 第一季度：

- 销售约 9.23 亿日元，同比下降 28.9%；
- 营业亏损 0.46 亿日元；
- 经常利润仅约 0.09 亿日元；
- 归母净亏损约 0.13 亿日元。

销售减少后利润很快转负，说明固定成本和产品组合变化对盈利影响很大。

公司仍维持全年销售 65 亿日元预测，但受中东局势等不确定因素影响，利润预测尚未给出。这也意味着当前正常化盈利能力仍需要后续季度重新确认。

07 | 资产负债表很厚，但生产资产必须产生现金才有价值

第一季度末总资产约 124 亿日元、净资产约 87 亿日元，自己资本比率约 70.4%。

这降低传统偿债风险，也是低 PBR 安全边际的重要来源。

但制造企业的资产大量是生产设备和营运资本，不是可以直接分给股东的现金。设备如果长期利用不足，会继续折旧、维护并消耗资本。

所以资产保护必须同时满足两件事：

财务杠杆低 + 生产资产能持续产生现金。

08 | 资本配置：90 日元配当有意义，但新投资更要看回报

FY2027/3 年度配当预测 90 日元。

稳定现金分红可以减少低 PBR 企业长期囤积资本的担忧，但真正决定价值的仍是新增资本开支和研发投入能否获得高于资本成本的回报。

如果未来设备投资能带来长期量产订单，资本投入会创造价值；如果订单不足，更多设备只会增加固定成本。

09 | 估值：账面折价是真实的，流动性折价也是真实的

3,130 日元附近 PBR 约 0.5 倍，账面折价明显。

但股票成交量长期偏低。小成交量意味着市场价格对真实大额可成交价值的代表性较弱，也意味着投资者需要把流动性折价计入安全边际。

因此不能把全部 PBR 折价都理解成市场错误。

10 | Kabugami 技术结构

10.1 | 2026 年低位修复明显，但成交稀薄降低信号质量

2026 年 4 月低点约 2,173 日元后，价格逐步回升，9 月已回到 3,000 日元附近。

这说明旧低位有明显修复。

但成交量很薄，同样幅度的上涨在这里比高流动性股票更容易受少量订单影响，因此 Technical 结论需要主动打折。

10.2 | 未来回抽能否留在更高区域，比一次高点更重要

真正有价值的下一步证据，不是偶尔触及更高价，而是订单恢复后，股价在出现回撤时能否仍稳定在明显高于年内低位的价格区域。

如果重新接近 2,173 日元，说明本轮修复仍未完成长期状态迁移。

11 | 风险与催化剂

主要风险：

1. 农药中间体库存调整或客户项目延期；
2. 单一品种和客户对设备利用率影响过大；
3. 原材料、能源和环保合规成本；

- 4. 固定成本放大利润波动；
- 5. 股票流动性薄；
- 6. 低 PBR 长期对应低 ROE 而不是短期错价。

主要催化剂：

- 农药中间体销售恢复；
- 医药和功能材料新项目进入量产；
- 产能利用率回升；
- 自有产品收入提高；
- 营业现金流和 ROE 改善；
- 稳定分红持续。

12 | Insight：设备便宜，不等于产能有价值

低 PBR 最容易产生的错觉，是“工厂和净资产很便宜”。

但精细化学真正值钱的是：

客户愿意长期把什么高价值分子放在这些设备里生产。

同一套反应设备，如果装满技术要求高、验证成本高、切换供应商困难的产品，就能产生较好的现金回报；如果订单不足，它只是持续折旧和维护的固定成本。

所以未来最应该跟踪的不是净资产继续增加多少，而是高价值订单能否把已有资产持续激活。

13 | 下一次值得跟踪什么

- 1. 第二、第三季度销售是否恢复；
- 2. 农药中间体库存调整结束的时间；
- 3. 医药和功能材料订单增长能否抵消农药波动；
- 4. 产能利用率和固定成本吸收；
- 5. 主要客户与产品集中度；
- 6. 营业现金流、资本开支和自由现金流；
- 7. ROE 能否持续提高；
- 8. 低流动性环境下回抽后的价格稳定区。

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	76	9.88	净资产厚、自己资本比率约 70%，传统财务风险低。
竞争优势与结构耐	14	64	8.96	有机合成与量产放

久性				大能力真实，但项目集中使盈利不够平滑。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	48	8.16	第一季度销售急降并转营业亏损，正常化盈利仍需确认。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	58	6.38	多终端降低部分风险，“一品一社”又放大客户和项目依赖。
估值与安全边际	15	82	12.30	约 0.5 倍 PBR 提供明显账面折价，但需扣除利用率和流动性折价。
资本配置与股东回报	10	62	6.20	90 日元配当提供现金回报，新增资本投入回报仍需验证。
治理、所有权与管理层	7	64	4.48	治理结构正常，真正关键仍是资本效率结果。
Kabugami 技术结构	13	44	5.72	低位修复明显，但极低成交量降低技术信号可信度。
Total	100		62.08	Rating B

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告基于截至 2026-10-01 可获得的公开信息；市场价格采用截至 2026-09-29 已核实的收盘数据。公司预测和管理层说明均作为证据而非保证。本报告用于 Kabugami 长期研究记录，不构成证券买卖建议、投资招揽、目标价或收益承诺。

15.1 | 主要公开来源

1. スガイ化学工業 | 会社概要

https://www.sugai-chem.co.jp/company/company_profile.html

2. スガイ化学工業 | 事業と強み

https://www.sugai-chem.co.jp/recruit_special/business/

3. スガイ化学工業 | IR

<https://www.sugai-chem.co.jp/ir/>

4. 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 (2026-08-06)

5. Yahoo!ファイナンス | 4120 決算・株価情報

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4120.T/financials>

15.2 | 关键仍未知的信息

- 前几大客户和主要产品的收入集中度；
- 产品群别产能利用率与毛利率；
- 农药中间体销售下降中库存、时点和终端需求的拆分；
- 自有产品相对受托制造的利润贡献；
- 新工艺投资的 ROIC 和回收期。

这些未知没有被假设性填补。若其中任何一项足以改变正常化利润、资本效率或估值，应重新评估本 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。