5204 石塚硝子株式会社（ISHIZUKA GLASS CO.,LTD.）

Kabugami V3.2 55.95/100 · B

这家公司是做什么的

公司制造玻璃瓶、纸容器、PET瓶胚、餐具及功能材料，并经营饮料袋装充填等业务。

最近亮点

大型扩产后的资本开支下降，经营现金流增加；公司提前了ROE目标，并已执行小规模回购。

资料截止 2026-10-19 · 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、投资勸诱、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	2026-10-19
研究规则版本 SHA	384c588020052dea430734a7a3c0c62b0510a53c
评分版本	V3.2
发布源 SHA	21c9720cc0e07791fe1e5a3a94985df35b252780
交付代码版本 SHA	1ea16cbb4121689003029c0efa74d578eaee43bf
交付运行时指纹	8ad6add905f0ed97ee2d0274d1727e0901472aca6d27f97b74f3e2b3d8e42a36

先看研究要点

为什么值得研究	产品与客户用途较分散，制造和配套服务有积累，现价对盈利的要求较低。
最需要担心什么	设备分期付款仍占用现金，玻璃瓶需求收缩，新业务增长尚未充分转成利润，账面资产不等于可分配资金。
Kabugami 现在怎么看	这是一家处于投资回收阶段的低估值制造商，但现金从工厂流向普通股东的路径仍需验证。

01｜投资问题与当前结论

石塚硝子的关键问题是：过去投入工厂的钱，今后能否稳定回收，并在偿付设备融资后留给股东？公司并非只有玻璃瓶，PET 瓶胚、纸容器、餐具与功能材料也贡献利润。产品组合提供一定缓冲，但每条业务线的资本需求和盈利状态差别很大。

2026 年 3 月期，经营现金流 83.06 亿日元，减去购置有形固定资产支出 47.56 亿，表面上留下 35.50 亿日元。然而，同年还支付租赁本金 8.66 亿、长期分期付款本金 17.45 亿及拆除费 2.78 亿。扣除这些明确项目后只剩约 6.61 亿日元，尚未扣股息、其他投资和融资用途。这个差异决定了如何理解“扩产结束后的现金释放”。研究发现

10 月 19 日收盘价 3,000 日元，对应公司预测市盈率约 5.82 倍、市净率约 0.32 倍。低估值有吸引力，但还不足以证明资产折价一定会兑现。需要看现金是否真正留下、设备负担是否下降，以及新增业务是否赚到足够回报。研究发现

02｜公司本质与商业模式

公司围绕包装容器、家居餐具和工业材料组织业务。客户购买的是能够满足食品安全、耐热、形状、精度与稳定交付要求的实物产品。饮料和食品容器有重复采购需求，产品开发、模具与生产线配合也有价值；但熔炉、成形设备和工厂必须持续维护，收入重复发生并不意味着经营轻资产。[S01][S10]

PET 瓶胚由客户进一步吹塑成瓶，有助于减少运输体积。日本パリソン还提供开发、吹塑技术和设备维护支援，产品嵌入客户制造过程，形成一定合作黏性。另一方面，最终需求受饮料销售、天气和客户生产安排影响，成本又与树脂、能源和汇率相关。

股东拥有的经济权益必须分清：日本パリソン为 90%持股，石塚王子ペーパーパッケージング为 60%，鳴海製陶为 100%。再生 PET 合作伙伴遠東石塚グリーンペット，石塚硝子仅持股 10%，其余 90%属

于远东集团。合作有利于再生材料供应，但不能把对方全部产能、利润或资产加进石塚股东价值。[S01][S11]研究发现

公司财年截至 3 月 20 日。以下“2026 年 3 月期”指截至 2026 年 3 月 20 日的年度；中期计划中的“2027 年度”则截至 2028 年 3 月。这一区分会直接影响投资计划与盈利预期的时间判断。

03｜产品、客户与关键依赖

3.1｜增长发生在不同地方，利润未必同行

最新第一季度为 2026 年 3 月 21 日至 6 月 20 日。公司已按新的业务分组重列比较期，下面采用可比口径，金额均为百万日元。[S02]

业务	当季收入	当季营业利润	上年同期营业利润	主要变化
包装容器合计	9,542	814	1,030	纸容器与瓶胚出货有增长，成本上升仍压低利润
家居餐具	3,758	280	309	促销、一般市场及酒店需求增加，利润未同步增长
工业材料	1,197	284	234	部分价格调整与产品表现带动恢复
其他	1,244	-60	1	袋装饮料充填等收入扩大，整体却转亏

包装容器内部，玻璃瓶利润由 2.57 亿降至 1.90 亿，纸容器由 1.33 亿降至 1.13 亿，塑料容器由 6.38 亿降至 5.09 亿日元。增长与盈利之间的距离并非只出现在新业务。[S02]

工业材料值得持续跟踪：上一完整年度该业务利润从 10.49 亿降到 4.99 亿日元，最新季度才出现恢复，不能把一个季度的较高利润率直接推全年。其他业务收入增长 33.1%，却亏损 0.60 亿日元，也说明袋装饮料业务扩大不等于已成为利润支柱；公开分部数据不足以把全部亏损归给袋装充填。研究发现

3.2｜瓶胚“量增、收入减”不能直接解释为需求衰退

第一季度塑料容器收入 43.74 亿日元，低于上年 45.58 亿，但公司说明 PET 瓶胚出货数量增加，收入减少受到与销售相关的成本变化影响。年报的收入政策同时说明：客户有偿提供材料、公司加工后再交付的交易，按扣除材料采购价后的净额确认收入；部分支付给客户的销售手续费也从收入扣除。[S01][S02]

因此，销售金额并不是纯粹的出货量指标。现有材料仍未把数量、单价、产品组合和材料结算逐项量化，不能反过来声称本季度收入下降全部由净额确认造成。更可靠的观察是：数量有支持，利润却下降，成本与产品组合仍在削弱增长质量。研究发现

集团没有披露单一客户收入超过 10%的情况，收入与固定资产主要在日本。客户较分散能够缓冲单个买家的变化，却不能消除饮料、食品、酒店等共同需求因素。主要生产基地集中在岩仓、东京、姬路、福崎等地，能源、树脂、物流和工厂连续运转都是重要依赖。[S01]

04｜竞争格局与产业变化

玻璃瓶面临的是其他包装材料替代与需求长期收缩。石塚年报列示，2025 年行业出货重量为上年的 94.5%。在这种环境里，提高单价、调整产品组合、改善炉效率，能够改善利润，却不一定意味着销量回到增长轨道。[S01]

同行日本山村硝子的 2026 年 3 月期报告提供了外部对照：玻璃瓶相关业务收入下降 4.4%，原因包括国内出货量下降；利润却增长 28.2%，受到价格、产品组合、设备销售和折旧变化支持。这证明“行业量缩、利润阶段性改善”可以同时存在，不能把石塚的玻璃瓶利润修复单独视为市场份额或护城河扩大。[S12]研究发现

PET、纸容器与再生材料带来新的使用场景，但竞争同时发生在材料之间和同类制造商之间。公司早期进入瓶胚制造，具有工艺与客户配套经验；公开资料没有提供足以统一比较的当前市场份额分母，因此本报告不以“行业第一”作为估值前提。

05｜竞争优势及其边界

石塚的优势主要来自制造质量、形状与精度控制、模具开发、客户生产配合，以及 ADERIA 和 NARUMI 等品牌与渠道积累。瓶胚从产品开发到吹塑支援的服务，有助于维持客户关系；餐具的设计、品质与使用体验也不只是原料价格竞争。[S01][S10]

这些优势具有实际用途，但尚不足以形成不受成本影响的定价能力。年报直接提到，抗菌材料原料涨价后，价格调整削弱了市场竞争力，公司正在开发更具成本竞争力的配方。研发投入不能只看新产品清单，还要看它是在创造溢价，还是在修复已有产品的竞争力。

2026 年 3 月期研发费用 8.93 亿日元，其中工业材料等 2.72 亿、塑料容器 1.95 亿、家居餐具 1.62 亿、纸容器 1.36 亿、玻璃瓶 1.26 亿。热传导填料仍处于开发和用途探索阶段，不能提前计入稳定利润。[S01]

再生 PET 合作与减碳投入有助于满足客户需求。姬路生产线具备使用 100%再生树脂的能力，和实际全部产量已经使用 100%再生树脂，是不同事实。环境能力本身也不能替代订单、利润率和资本回报证据。[S14]研究发现

06｜财务质量、现金与资产负债

6.1｜净利润变动容易掩盖经营变化

2026 年 3 月期收入 595.10 亿、营业利润 41.60 亿，分别增长 6.3%与 8.1%；归母净利润 26.18 亿，反而下降 15.2%。一个重要原因是上期税负较低：2025 年 3 月期有效税率 15.9%，其中递延税项估值备抵变化明显降低税负；2026 年 3 月期税负回到接近正常水平。不能把上期税收受益后的每股收益当作不变的盈利基础。[S01][S03]

最新第一季度收入 157.42 亿，增长 2.9%；营业利润 13.20 亿，下降 16.2%；归母净利润 9.22 亿，只下降 1.9%。营业端的压力被汇兑损失由 1.34 亿降至零、税费减少等因素缓冲。净利润看起来更稳定，并不代表主营利润同样稳定。[S02]研究发现

公司维持全年收入 620 亿、营业利润 35 亿、归母净利润 21.50 亿、每股收益 515.57 日元的预测。第一季度利润进度较高，但饮料容器具有季节性，上一年度第四季度单季营业利润接近零，不能把第一季度乘四作为新的全年盈利能力。

6.2｜现金流必须穿过设备融资这一层

金额：亿日元，2026 年 3 月期。[S01]

现金项目	金额
经营现金流	83.06
购置有形固定资产	-47.56
两者差额	35.50

租赁本金偿付	-8.66
长期分期付款本金偿付	-17.45
拆除支出	-2.78
扣除上述明确项目后的余额	6.61

最后一行是为了展示资本承诺对现金的约束，并非公司报告的标准自由现金流，也不是下一年度预测。它尚未扣除股息及其他投资、借款偿还等用途。售后租回和售后分期回购取得的资金属于融资，不能当作经营创造的现金再次加入。研究发现

经营现金流较上年增加 11.37 亿，其中折旧增加约 9.42 亿；其他应收款项目由现金流出 5.54 亿转为流入 7.99 亿，也改善了同比表现。增长包含折旧和资金结算时点因素，不能全部视为新增可持续盈利。全年现金及现金等价物仍减少 19.27 亿，降至 29.43 亿日元。

6.3｜“有息负债”之外还有必须支付的款项

2026 年 3 月末，公司展示的借款、债券及租赁负债合计 269.34 亿日元，另有含一年内到期部分的长期分期应付款 65.73 亿。减去同期现金及存款 29.73 亿，得到约 305.34 亿日元的净融资义务参考值。该计算假设全部现金都能用于偿付，已经偏宽松；它没有再包含 41.41 亿日元退休给付负债。[S01][S04]

长期分期款不是可以因为科目名称不同就忽略的负担。与此同时，公司仍有正经营利润与现金流，并非据此判断短期偿债危机。正确含义是：低市净率对应的是需要持续运营和融资管理的资产组合，而非无负债的现金箱。研究发现

6 月 20 日归母权益 393.17 亿、权益比率 38.7%，现金存款 33.91 亿。季度末应收票据、账款与电子债权合计 230.25 亿，较 3 月增加 19.88 亿；应付账款增加 14.59 亿，实物存货略降。另有有偿受料资产，需要独立辨认，不能重复算进普通库存。第一季度未编制现金流量表，现金增加不能直接证明经营现金流改善。[S02]研究发现

07｜管理层、股权与治理

石塚久継自 2013 年担任社长，年报列示个人持股 54,900 股。这提供了一定利益联系，但不能据此视为控制股东。主要股东包含保险公司、银行及投资账户；最大股东明治安田生命持股 5.26%。某账户的持股存在，并不自动证明有激进股东行动或明确资本改革要求。[S01]

年报提交日，公司有两名外部董事、两名外部监事。公司没有单独明确的外部人员独立性标准，而是按个人经历及关系判断。董事薪酬有固定、业绩和股票相关部分，但具体分配仍由获授权的社长决定。股票报酬能增加利益一致性，其效果还要由资本使用和业绩验证。

政策持股也体现了治理选择。公司持有 26 只上市等股票，账面约 71.12 亿日元，另有 13 只非上市股票约 3.81 亿。2026 年 3 月 30 日董事会决定继续保留全部政策持股，只表示在合理性减弱时考虑缩减。不能把这些股票直接当作即将返还股东的资金。[S01]研究发现

审计报告把固定资产减值判断所使用的业务损益编制流程列为重点事项。它说明重资产经营依赖合理的成本分配和盈利判断，不能将审计关注本身解释为发现造假或已发生减值。

08｜资本配置与股东回报

公司把 ROE 至少 8%的目标提前至 2027 年度，同时提出权益比率约 40%的方向。2026 年 3 月期实际 ROE 为 7.3%，目标尚未完成；若资产继续增长而利润停滞，达到目标也不会自动发生。[S03][S05]

三年计划预计经营现金流 180—200 亿日元，安排维护投资 70 亿、增长投资 50 亿、压缩债务 60 亿及股东回报至少 10 亿。合计约 190 亿，说明资金已有多项用途，不能同时假设大规模扩产、快速去杠杆与大幅现金回报都毫无约束。[S05]

资本回报已出现实际行动：截至 3 月 12 日，公司完成回购 36,000 股，支付约 1.40 亿日元。但 7 月 1 日又公告拟将 19,066 股库存股用于限制性股票报酬，预计 7 月 30 日交付，规模约占发行股数 0.45%。回购总量不能直接当作永久注销的净股数，本次也没有独立确认该报酬安排的最终交付回执。[S08][S09]

全年股息预测从 70 日元提高至 72 日元，对应预测派息率约 14%、现价股息率 2.4%。方向温和改善，力度仍有限。岩仓旧炉还计划投入约 15 亿日元更新，2027 年 5 月开始、8 月投产，属于截至 2028 年 3 月的财年；它有节能和自动化目的，也包含替换到期设备的必要性，不能全部当作纯新增增长投资。[S02][S07]研究发现

09｜估值、安全边际与资产兑现

以 2026 年 10 月 19 日收盘 3,000 日元计算：[S02][S13]

指标	依据	结果
预测市盈率	全年预测 EPS 515.57 日元	约 5.82 倍
市净率	6 月归母每股净资产 9,428.39 日元	约 0.32 倍
预测股息率	全年股息 72 日元	2.40%

价格对当前预测盈利的要求较低，这是估值的正面。但正常盈利仍需做条件分析。若营业利润在 30—42 亿日元之间，净非经营负担约 2—4 亿，税率约 30%，少数股东损益约 0.8—1.2 亿，按约 417 万股估算，每股收益大致落在 408—652 日元，对应约 4.6—7.4 倍市盈率。这只是展示利润、税与股东归属的敏感性，不是公司预测、目标价或保证。研究发现

资产折价也要逐层拆解。公司账面已包含约 51.74 亿日元土地重估差额，不能再把同一增值重复加一次。年报显示，曾重估土地的期末估值低于重估后的账面值约 16.74 亿。租赁等房地产账面 55.11 亿、估值 71.41 亿，确有约 16.30 亿税前差额，但这不是全部土地都存在同样升值的证明。[S01]

同时，集团约 157.16 亿日元资产被用于抵押，其中包括土地 84.09 亿、投资证券 22.62 亿。处置资产还涉及税、经营替代和解除抵押等问题。3 月的融资义务与退休给付负担必须与资产一同考虑，不能只把可见资产加总，再忽略限制其变现的义务。研究发现

7 月公布的福冈闲置土地及建筑出售，预计价款 4.11 亿、处置收益 2.94 亿日元，计划 8 月交付，并在第二季度确认。价款和利润不同，且截至本报告没有另行确认最终交付。即使完成，也属于一次性资产兑现，不能把处置收益资本化成永久盈利。[S06]

10 | 股价结构与市场反应



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。

长期价格记录显示，这只股票曾多次出现大幅上行后重新回落的过程。1989 年的高峰之后，1990 年代、2005—2006 年及 2013 年前后出现过不同程度的反弹，但都没有形成持续向上的长期结构。历史上的某个高价，不能直接成为今天的估值目标。[S13]

2023 年是较近的重要变化：股价从约 1,400 日元附近抬升，年底达到 3,375 日元。2024 年虽然冲至 4,135 日元后回落，2025 年低点仍高于 2022 年的区域，说明底部结构已有改善。

但 2026 年 2 月再次到达 4,135 日元后，3 月和 4 月连续明显下跌，成交量也高于 2 月。旧的回落力量仍有影响。6 月低点后股价有所恢复，夏季至 10 月大致围绕 3,000 日元附近整理，却尚未修复春季失守的结构。研究发现

因此，当前更适合描述为"较早年保留了更高基础，但新的持续上行尚未确认"。日成交量有时仅数百至数千股，细小波动的解释力度有限；当年、当月及 10 月 19 日开始的一周都尚未完成，不能当作完整周期比较。

在上述价格判断形成之后，再看消息时间：1 月资本政策调整之后曾上涨，4 月业绩展望后表现转弱，7 月资产出售消息后的上行也未持续。这些只是价格与事件的时间对应，不能证明单一消息造成全部波动，也不能用低估值改写价格本身仍然混合的状态。

11｜主要风险与可能的转机

最直接的风险是成本和资本负担同时约束利润：玻璃瓶销量收缩、能源与原料涨价、价格调整存在时滞，新产能若利用不足，折旧和设备偿付仍会继续。袋装充填收入增加而其他业务亏损扩大，也需要具体解释，不能仅以“成长业务”跳过盈利验证。

营运资金是另一项观察重点。第一季度应收增加可能包含正常季节性，当前并无依据认定回款恶化；但如果后续收入放缓而应收持续增加，现金回收假设就需要调整。质量事故、工厂灾害、天气与退休给付资产波动，也能通过特定经营和资产负债环节影响普通股东。[S01][S02]

潜在转机包括新工厂利用率改善、工业材料盈利恢复、其他业务亏损收窄、完整融资义务下降，以及资产出售和回报计划实际兑现。每个转机都应对应经营结果或现金结果，而不只是公告数量。福冈出售的实际入账与收款、2027 年炉更新的投产与成本效果，需要分别验证。研究发现

12｜最值得保留的研究发现

石塚的价值判断容易被三个表面数字带偏：正自由现金流、低市净率和绿色材料增长。它们都有事实基础，却各自缺一层解释。现金还要偿付旧设备融资；净资产中已有重估、抵押及不能随意处置的生产资产；绿色供应链中的重要合作公司只持股 10%。把这三层补上，才知道股东真正拥有和能够取得什么。F01F04F05

同样，经营判断不能只看总收入和归母净利润。瓶胚出货增加可能对应收入下降，工业材料恢复可能与新业务亏损同时发生，税负和汇率又能让净利润显得比营业利润稳定。这些差异使公司保留改善空间，也使简单外推尤其危险。F02F03F06

当前最有价值的证据，将是扩产结束后连续几个期间的实际现金分配：在维护工厂、支付租赁和分期本金之后，债务能否下降，普通股东能否得到更多回报。这比单独看到市净率从 0.3 倍变成更低，更能改变投资判断。

13｜后续观察与证伪条件

需要回答的问题	下一项有效证据	对判断的影响
经营现金是否真正改善？	半年现金流、应收与存货变化、租赁及长期分期偿付	扣除完整资本负担后仍有结余，才支持现金回收转强
PET 数量增长能否留下利润？	价格、数量、材料结算与成本变化说明	出货增而利润持续下滑，会削弱扩产回报假设
新业务是否形成利润池？	其他业务及袋装充填盈利、工厂利用率	连续亏损扩大将削弱成长价值，独立盈利改善则提供支持
资产能否转成可用资金？	福冈出售实际收益、收款、债务及抵押变化	处置公告不等于现金已可分配
资本政策是否进一步兑现？	净股数变化、实际股息、融资义务和政策持股减少	实际结果比 ROE 目标或回购上限更有说服力
股价是否建立新的稳定结构？	上行后能否保留成果、回落是否持续被吸收	需由价格自身确认，不能由基本面代替

若扩产投入下降后，包含设备分期付款在内的负担仍无法降低，或业务利润反复恶化、固定资产出现显著减值，低估值修复的核心理由会减弱。相反，连续的利润与现金改善、明确的资本回报和更稳固的价格结构，可以共同提高确信度。

14｜Kabugami Score V3.2

模块	权重	得分	判断依据

财务韧性与下行防御	13	6.50	有经营现金和权益基础，设备融资、退休给付与抵押限制财务余地。
竞争优势与结构耐久性	14	7.70	工艺、配套和品牌有价值，行业替代与成本压力仍明显。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	8.50	现金改善需要扣除融资尾款，最新利润与新增资本回报尚不稳定。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.60	产品用途分散，但增长、利润和普通股东权益之间存在差异。
估值与安全边际	15	10.50	较低盈利倍数有吸引力，账面折价不能直接当作现金保障。
资本配置与股东回报	10	5.50	已实施回购和小幅增息，回报力度仍受投资与偿债约束。
治理、所有权与管理层	7	3.50	有一定利益联系与外部监督，资本效率和政策持股仍待改善。
Kabugami 技术结构	13	7.15	较早期底部抬高，但春季回落尚未被新的持续上行化解。
合计	100	55.95	B

评分反映当前经济与价格结构。估值较低、研究证据较充分和适合立即买入，是不同判断；本次结论侧重继续观察现金与投资回报的兑现。

15｜来源与研究发现索引

合规与风险声明

本报告为 Kabugami.jp 公开研究记录，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价、收益保证或适合性判断；投资者可能损失部分或全部本金。

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景、技术结构或其他研究判断均可能因事实遗漏、资料时差、解释差异、模型错误、市场、流动性、信用、业务、技术、治理或资本政策变化而偏离实际结果。读者应阅读最新法定披露，并结合自身风险承受能力、资金期限及税务／法律状况独立决策。

资料截至 2026 年 10 月 19 日。金额按原文的百万日元或换算后的亿日元标明；预测、计划与实际分别表述。产品和环境页面用于解释能力，财务及法律实体以最新正式披露为准。

- S01｜第 91 期有价证券报告书，2026-06-17 (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS70076/2aa36ef6/eb1d/4587/88e2/ea6887b3f79b/S100YBU1.pdf)
- S02｜2027 年 3 月期第一季度决算短信，2026-07-31 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260731/20260729502008.pdf)
- S03｜2026 年 3 月期决算短信，2026-04-23 (https://www2.jpx.co.jp/disc/52040/140120260422507952.pdf)

- S04｜2026 年 3 月期决算说明资料 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260423/20260422507956.pdf)
- S05｜中期计划、资本效率与回报更新，2026-01-30 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260130/20260127538932.pdf)
- S06｜固定资产转让公告，2026-07-01 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260701/20260701585851.pdf)
- S07｜熔炉更新投资，2026-05-08 (https://www2.jpx.co.jp/disc/52040/140120260508519045.pdf)
- S08｜回购完成，2026-03-13 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260313/20260313581168.pdf)
- S09｜限制性股票报酬库存股处分，2026-07-01 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260701/20260701585850.pdf)
- S10｜塑料容器与技术服务 (https://www.ishizuka.co.jp/pb/plasticap/)；功能材料 (https://www.ishizuka.co.jp/pb/material/)
- S11｜遠東石塚グリーンペット公司资料与持股比例 (https://www.figp.co.jp/company/)
- S12｜日本山村硝子 2026 年 3 月期决算，行业外部对照 (https://www.yamamura.co.jp/cms/wp-content/uploads/2026/05/20260515_CMS0808_1LY3ZPW9.pdf)
- S13｜株探长期年线 (https://s.kabutan.jp/stocks/5204/historical_prices/yearly/)；月线 (https://s.kabutan.jp/stocks/5204/historical_prices/monthly/)；周线 (https://s.kabutan.jp/stocks/5204/historical_prices/weekly/)；Yahoo 日线及最新收盘 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/5204.T/history)
- S14｜公司环境资料 (https://www.ishizuka.co.jp/csr/environment)；2025 可持续发展报告 (https://www.ishizuka.co.jp/public/wp-content/themes/ishizuka_glass/docs/csr/report2025_web.pdf)

研究发现

F01｜供应链关系不等于全部股东权益。 S01/S11 确认日本パリソン 90%、纸容器子公司 60%、FIGP10%。再生材料合作有经营价值，却不能把合作方全额盈利与产能计入估值；子公司少数权益也需保留。来源为年报及合作方公司资料。对应公司本质、产品、估值。

F02｜瓶胚数量与收入可能反向变化。 S02 披露出货增加而塑料容器收入下降；S01 的客户材料净额确认政策说明收入金额不等于数量。具体当季价格、组合与材料桥接仍未知，不能把政策当成全部原因。对应产品与收入、财务。

F03｜新增收入尚未成为稳定利润。 S02 材料利润 284 百万对 234 百万恢复，其他业务由盈利 1 百万转亏 60 百万；S01 显示材料上年度利润已显著下降。不能外推单季，也不能将整个其他分部亏损归给袋装充填。对应业务分化、风险。

F04｜设备融资改变了自由现金的解释。 S01 经营现金 83.06 亿减有形资产支出 47.56 亿得到 35.50 亿；再减租赁 8.66 亿、分期本金 17.45 亿及拆除 2.78 亿，得到 6.61 亿。该余额非标准自由现金流，未扣其他用途；折旧和应收结算也推动同比现金改善。对应投资问题、现金桥接、研究启示。

F05｜资产与负担必须对称计算。 S01/S04 含租赁负债 269.34 亿之外还有分期款 65.73 亿；土地已有重估，最新估值相对重估账面差额为负 16.74 亿。抵押、退休给付、处置税费及现金可用性限制资产保护。租赁房地产仍有税前估值差额，但不能推广为全部土地收益。对应资产负债、安全边际。

F06｜税和汇率会改变净利润呈现。 S01 上年 15.9%税率受估值备抵变化影响；S02 最新季度营业利润下降 16.2%，净利润仅下降 1.9%，部分由汇兑损失消失和税费减少缓冲。高季节性禁止简单乘四。对应财务质量、正常盈利。

F07｜玻璃瓶修复需要资本，且面对收缩行业。 S01 行业出货重量下降，S12 同行亦呈量缩、价格和效率支持利润；S07 的 15 亿炉更新在 2027 年实施，属于 2028 年 3 月期。更新可能降成本，但投资回报尚待证明。对应行业、资本配置、风险。

F08｜回报改善温和，不能只看回购总数。 S08 已回购 36,000 股，S09 拟处分 19,066 股库存股作报酬，后者最终交付未独立确认；S05 计划现金有投资、偿债和回报多重用途。S01 治理与政策持股保留决定是约束，目标不等于结果。对应治理、回报、评分。

F09｜低倍数成立，兑现条件仍开放。 S02/S13 预测 EPS515.57、BPS9428.39 及价格 3000 导出 PE5.82、PB 约 0.32。正常盈利敏感性依赖明确假设，不能视为预测；资产负担与现金用途限制低 PB 的保障含义。对应结论、估值。

F10｜更高底部与上行失败同时存在。 S13 完整长期及多周期价格显示 2023 后基础抬高，但 2026 春季回落尚未修复，夏季稳定仅提供部分支持。成交稀疏与未完成周期限制精细判断，基本面不能替代价格证据。对应股价结构、评分。

F11｜现金与资产处置必须等实际结果。 S02 应收、应付同时增加且无季度现金流表；S06 出售价款 4.11 亿与预期收益 2.94 亿不同，计划第二季度交付，最终执行尚待确认。不能把季度现金上升当经营现金，也不能把计划收益放进第一季度。对应财务、催化因素、后续证据。

F12｜工艺与环境能力有价值，但利润需要另证。 S01/S10/S14 支持制造配套、品牌和再生材料能力；同时存在抗菌材料涨价后的竞争力压力、质量与能源风险。100%再生材料使用能力不等于实际比例，新材料探索不等于商业利润。对应产品、优势边界、风险。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 5334 --

<!-- KBG_OWNER_CHART_OWNER_EXPLICIT: 5334|5204 --

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。