# 4539 日本ケミファ株式会社（Nippon Chemiphar Co., Ltd.）

Kabugami V3.2 35.55/100 · D

## 这家公司是做什么的

日本ケミファ株式会社（Nippon Chemiphar Co., Ltd.，4539）以仿制药（ジェネリック）、临床检验药和新药为主要业务；2027年3月期上半年医药品事业占合并销售额的96.2%。S11、S17

## 最近亮点

2026年11月13日提交的半期报告显示，截至9月底，ドロップスクリーン国内累计设置超过1,900台；新设备及试剂已于9月16日上市，后续收入贡献仍待确认。S04、S16

资料截止 2026-11-26 · 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** | 2026-11-26 |
| **研究规则版本 SHA** | 23e88ea84608d09b44b0e8ecf8a4d4f4f39f7069 |
| **评分版本** | V3.2 |
| **发布源 SHA** | 2e1650544aa6f997ad6a364417c3a514bb917180 |
| **交付代码版本 SHA** | f0a98f372f4d57d6508b6ae5fe043675d46420c9 |
| **交付运行时指纹** | c2e7a805bfc8ab33cfc74294e44ef4df116f0de78fb5f229038c26a7a3935624 |

## 先看研究要点

| | |
|---|---|
| **为什么值得研究** | 截至 2026 年 9 月底，ドロップスクリーン累计装机超过 1,900 台，为试剂复购提供潜在客户；2026 年 1 月启动入组的 NC-2800Ⅱa 期试验，也提供新药研发机会。两者的商业回报尚未确定。S04、S32 |
| **最需要担心什么** | 2027 年 3 月期上半年由盈转亏，经营现金流净流出 11.49 亿日元；2026 年 11 月 18 日更新的单品限量出货，以及此前的产品回收，进一步增加销售和供货风险。S04、S01、S10 |
| **Kabugami 现在怎么看** | 先看利润和现金流修复，再看新品增长。2027 年 3 月期全年营业利润预测为 2.50 亿日元，扣除上半年亏损后，下半年需盈利 9.46 亿日元；当前不宜仅凭全年指引判断亏损即将结束。S04、S11 投资论点：利润恢复取决于收入与成本之间的差距能否收窄。2027 年 3 月期上半年销售额仅下降 0.7%，营业利润却转为亏损 6.96 亿日元；若销售和成本状况改善，才有机会修复盈利与股东回报。S04、S11 |

# 01｜投资问题与当前结论

### 1.1｜全年盈利取决于下半年明显改善

当前最关键的问题，是下半年能否扭转亏损并改善现金流。

日本ケミファ的销售额变化不大，利润却已转亏。2026 年 11 月 13 日提交的半年报告显示，2027 年 3 月期（FY27/3）上半年销售额为 158.21 亿日元，同比下降 0.7%；营业亏损 6.96 亿日元，上年同期盈利 1.22 亿日元。

公司仍维持全年营业利润 2.50 亿日元的预测。这意味着下半年需要赚取 9.46 亿日元，才能完成全年目标。当前对盈利恢复应保持谨慎，不能仅凭全年指引判断亏损即将结束。 [S04][S11]

### 1.2｜成本和资金压力尚未解除

销售压力与成本上涨同时存在，盈利恢复还缺少足够证据。

2026 年 11 月 13 日的半年报告显示，27/3 期上半年仿制药销售额为 116.42 亿日元，同比下降 2.6%；新药及专利过期原研药（長期収載品）增长 62.0%，至 7.21 亿日元。后者的增长尚不足以抵消仿制药和临床检验药的销售压力。公司同时指出，药价调整、日元走弱带来的能源和原材料成本上涨，以及人工成本和研发费增加，压迫了利润。

截至 2026 年 9 月底，过敏检测产品ドロップスクリーン的国内累计装机超过 1,900 台，但上半年临床检验药销售额仍下降 4.7%。公司将下降与前一财年末提前向批发商销售、旧产品新增采购一时放缓联系起来；装机增长尚未转化为该期收入增长。

现金也在减少：27/3 期上半年经营活动现金流净流出 11.49 亿日元，期末现金及现金等价物为 42.76 亿日元。应付账款减少和存货增加是经营现金流转负的相关因素，会压缩可用于投资和股东回报的资金。[S04]

### 1.3｜后续判断要看盈利、现金和供货

下半年利润与现金流同时改善，才会提高全年预测的可信度。

供货风险也比单看中期业绩时更具体。2026 年 11 月 18 日，公司将テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」列为限量出货：委托生产方交期延迟，下一次入货日期尚未确定。该事项可能延迟销售，但对全公司收入的影响尚无量化数据。

接下来重点看三个条件：

- 盈利：下半年营业利润能否向 9.46 亿日元的全年目标所需水平靠近？
- 现金：存货和应付款变化能否缓和，经营现金流能否改善？
- 供货与新品：限量出货何时解除，ドロップスクリーン新品能否带来收入增长？

限供的财务影响、新品上市后的复购和收入贡献，仍需跟踪。公司预计于 2027 年 1 月 29 日发布第三季度财报，届时可检验盈利和现金流的进展。 [S01][S35][S04][S11][S12]

## 02｜公司本质与商业模式

### 2.1｜医药品是收入主体，仿制药占最大份额

日本ケミファ主要靠销售医药品和临床检验药取得收入，仿制药是最大收入来源。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2027 年 3 月期（FY27/3）上半年合并销售额为 158.21 亿日元，其中医药品事业占 152.24 亿日元，即 96.2%。该事业涵盖仿制药、新药及专利过期原研药、临床检验药等。

同期主要产品收入分别为：

- 仿制药 116.42 亿日元，同比下降 2.6%。
- 新药及专利过期原研药 7.21 亿日元，同比增长 62.0%。
- 临床检验药 23.45 亿日元，同比下降 4.7%。

新药及专利过期原研药增长，但规模仍小，尚未抵消仿制药和临床检验药的销售压力。同期医药品事业营业亏损 6.87 亿日元，上年同期为盈利 1.25 亿日元。 [S04][S11]

### 2.2｜报告分部与产品领域不能混看

财报按医药品和其他业务分部披露，产品领域收入不能直接当作独立分部利润。

截至 2026 年 9 月 30 日，其他业务销售额为 5.96 亿日元，占合并销售额 3.8%；该分部包括安全性试验受托、健康医疗及不动产出租等。公司经营上强调仿制药、诊断和新药三类业务，但它们并非三个分别披露利润的报告分部。

因此，临床检验药收入下降可以观察到，诊断业务单独赚了多少钱、占用多少资本，则不能直接从这些收入数字得出。公司 2026 年 10 月 23 日开设的ケミファショップ（健康相关商品网店）增加了销售渠道，公告未披露其销售额或利润。 [S11][S17][S13]

### 2.3｜收入略降，成本上升使公司转亏

公司目前的经营问题是销售额小幅下降，成本和费用却继续增加。

2027 年 3 月期上半年销售额同比下降 0.7%。同期销售成本从上年同期的 117.83 亿日元增至 122.05 亿日元，占销售额的比重从 74.0%升至 77.1%；销售及管理费用从 40.25 亿日元增至 43.12 亿日元。

收入不足以覆盖成本和费用，营业利润由上年同期的 1.22 亿日元转为亏损 6.96 亿日元。公司在 2026 年 11 月 13 日的半期报告中指出，药价调整、日元贬值带来的能源及原材料成本上升、人工和研发费用增加，共同压迫利润。

亏损也影响资金来源：2027 年 3 月期上半年经营现金流净流出 11.49 亿日元，公司将其与应付账款减少、存货增加等因素联系起来。同期融资现金流净流入 6.79 亿日元；现金及现金等价物截至 2026 年 9 月末为 42.76 亿日元，同比减少 52.4%。 [S04][S11]

### 2.4｜诊断装机增长，还要看试剂销售

诊断业务的后续收入要看装机能否带动试剂销售，现有增长尚未反映在上半年收入中。

2026 年 11 月 13 日的半期报告称，截至 9 月末，ドロップスクリーン（过敏原检测设备）国内累计安装超过 1,900 台。但 2027 年 3 月期上半年临床检验药销售额仍同比下降 4.7%。

公司将下降与上财年末向批发商提前销售，以及 2026 年 8 月公布新品认证后旧产品新增采购暂时放缓联系起来。2026 年 9 月，公司宣布新设备ドロップスクリーン A-2 及试剂ドロップスクリーン 吸入アレルゲン KR-1 自 9 月 16 日起销售，新组合可在 15 分钟检测总 IgE 及 19 项吸入性特异 IgE。

截至中期披露，安装量增长尚未转化为临床检验药收入增长；新组合上市后能否带来持续试剂销售，仍需后续数据确认。 [S04][S16]

### 2.5｜供货和财期口径会影响对收入的判断

药品销售既受供货能力约束，跨年比较也要注意合并期间变化。

2026 年 11 月 18 日的供货通知显示，テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」因委外制造商交期延迟而限制出货，下一次入货日期尚未确定。新信息使单品供货成为需要跟踪的风险，但不能据此推断全公司损失规模。

比较历史业绩时还要注意，2026 年 3 月期一家 12 月结算的海外子公司按 15 个月期间纳入合并，跨年收入并非完全同口径。尚需跟踪各产品利润率、单品停供的财务影响，以及ドロップスクリーン新产品的复购和收入贡献。 [S01][S35][S26][S04][S16]

## 03｜产品、客户与供应链

### 3.1｜仿制药仍是主要收入来源

日本ケミファ的收入集中在医药品，仿制药的销售变化最影响整体业绩。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告书显示，2027 年 3 月期上半年（2026 年 4—9 月）合并销售额为 158.21 亿日元。其中医药品事业收入 152.24 亿日元，占合并收入 96.2%。

医药品事业内部，主要产品的销售走势并不一致：

- 仿制药销售额 116.42 亿日元，同比下降 2.6%。
- 新药及专利过期原研药销售额 7.21 亿日元，同比增长 62.0%。
- 临床检验药销售额 23.45 亿日元，同比下降 4.7%。

新药及专利过期原研药增长，未能抵消仿制药和临床检验药的销售压力。同期医药品事业营业亏损 6.87 亿日元，上年同期为盈利 1.25 亿日元；公司将药价改定、成本及研发费用上升列为利润受压因素。 [S04][S11]

### 3.2｜DropScreen 装机增加，收入尚未跟上

DropScreen 装机扩大了客户基础，但上半年临床检验药收入仍在下降。

公司 2026 年 11 月 13 日提交的半期报告书显示，截至 9 月底，过敏原检测设备「ドロップスクリーン」国内累计设置超过 1,900 台；2026 年 3 月底，旧机型 DropScreen A-1 的累计设置超过 1,800 台。设备增加为后续试剂销售提供了潜在基础，但两次披露的机型口径不完全相同，不能据此计算新机型销量。

2027 年 3 月期上半年临床检验药收入同比下降 4.7%。公司将下降与上财年末向批发商提前销售，以及 8 月公布新品认证后旧产品新增采购暂时放缓联系起来。装机增长尚未转化为该期收入增长。

公司 2026 年 9 月 14 日宣布，计划于 9 月 16 日销售新设备 DropScreen A-2 及新试剂「ドロップスクリーン 吸入アレルゲン KR-1」。新组合可在 15 分钟测量总 IgE 及 19 项吸入性过敏原；收入贡献仍要看医疗机构采用和试剂复购。 [S04][S21][S16]

### 3.3｜产品承继已计入全年预测

新产品可以扩充销售，但现有资料不足以单独估算利润贡献。

日本ケミファ于 2026 年 10 月 1 日公布，计划从帝人ファーマ承继去痰剂 Mucosolvan®的制造销售承认，并于 2027 年 1 月 1 日开始销售。公告列示片剂、口服液及儿童用制剂等共 5 项产品。

公司表示，相关影响已反映在 2026 年 5 月 15 日公布的 2027 年 3 月期预测中。因此，投资者不宜把承继业务的预期收入再次加到现有全年预测之上；实际贡献仍取决于销售条件、收入规模和成本。 [S14]

### 3.4｜委外交期和质量问题会限制可供量

上游交期已成为实际供货约束，成本上升也在压缩公司的议价空间。

截至 2026 年 11 月 18 日，公司将「テルミサルタン錠 80mg『ケミファ』」列为减少出货、限定出货。公司称，制造委托方交期延迟，库存预计趋紧，下一次入货日期尚未确定。相比只关注成本上涨，这项新动向增加了销售延迟和客户转用其他产品的风险。

质量问题也可能影响供货。公司 2026 年 11 月 5 日宣布自主回收「カルバン錠 50」的 5 个批次，原因是部分批次溶出性不符合承认规格。公司称截至通知时未收到相关健康损害报告，但回收数量和费用未披露。

行业议价环境同样承压。厚生労働省 2026 年版白书指出，少量多品目生产、总价交易和价格竞争会降低仿制药企业的收益性。日本ケミファ在 2026 年 11 月 13 日公布的企业稳定供给评价中列入 B 区分；该评价涉及供给实绩、备用能力等，不能单凭等级推断某一产品的供货情况。

客户集中度、主要客户合同条件、原料药来源、委外生产占比及供应商集中度仍需跟踪。上述限供和回收事件对收入、现金流的影响，以及公司向客户转嫁成本的能力，目前也缺少可量化数据。 [S35][S01][S10][S18][S05]

## 04｜竞争格局与产业关系

### 4.1｜公司以仿制药为主，诊断业务尚未抵消销售压力

日本ケミファ处在医药制造与销售环节，仿制药是主要收入来源。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2027 年 3 月期上半年，公司医药品事业收入为 152.24 亿日元，占合并收入的 96.2%。其中，仿制药收入为 116.42 亿日元，同比下降 2.6%。

临床检验药是另一条业务线。公司披露，截至 2026 年 9 月底，过敏原检测设备ドロップスクリーン国内累计安装超过 1,900 台，但上半年临床检验药收入仍下降 4.7%。公司将下降与此前向批发商提前销售及旧产品新增采购放缓联系起来，装机增长尚未转化为当期收入增长。 [S04][S11]

### 4.2｜行业用药普及，但数量增长不等于利润增长

仿制药使用已较普及，行业盈利仍受价格和生产效率约束。

厚生労働省的 2025 年 9 月药价调查显示，仿制药数量份额为 88.8%，金额份额为 68.7%；2024 年 9 月分别为 85.0%和 62.1%。两项份额均上升，但数量占比不能当作销售金额占比。

2026 年版厚生労働白书指出，少量多品目生产、生产效率偏低和价格竞争压低行业收益。政府为品目整合和业务重组安排的基金预算约 844 亿日元，支持效率改善；具体企业能否从中受益仍取决于产品和生产安排。 [S37][S18]

### 4.3｜同业利润率领先，但业务组合不能直接等同

同一上半年，日本ケミファ的规模和营业利润率均落后主要同业。

2027 年 3 月期上半年合并数据如下：

- 日本ケミファ：收入 158.21 亿日元，营业亏损 6.96 亿日元，营业利润率约为负 4.4%。
- 東和薬品：收入 1,422.54 亿日元，营业利润率约 9.0%。
- サワイグループホールディングス：持续经营收入 1,020.19 亿日元，营业利润率约 9.4%，采用国际财务报告准则。
- 杏林製薬：收入 574.89 亿日元，营业利润率约 0.5%。

这些数字显示公司合并业务的盈利空间较窄，但各家业务组合和会计口径不同，不能据此判断单项仿制药业务的利润差距。サワイグループホールディングス于 2026 年 11 月 11 日下调全年营业利润预测，也显示较高利润率并不意味着行业成本压力已经消退。 [S04][S07][S03][S09][S06]

### 4.4｜稳定供给直接关系销售，政策支持仍需看品种

供货能力是行业竞争的一部分，价格政策也并非对所有品种一视同仁。

厚生労働省 2026 年 11 月 13 日公布的稳定供给评价中，日本ケミファ列为 B 区分，沢井製薬和東和薬品列为 A 区分。评价涵盖供给信息披露、备用能力和供给实绩等，不能单凭等级推算利润差距。

2026 年 11 月 18 日，公司将テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」列为限定出货，原因是委外生产交期延迟，下一次入货日期尚未确定。限供可能推迟销售；同年 11 月 5 日，公司还宣布自主回收カルバン錠 50 的 5 个批次。

药价方面，2026 年度最低药价整体上调约 3.5%，但部分品种不适用上调。需要继续跟踪公司各品种受政策影响的金额、限供和回收费用，以及与同业可比的产品利润率和产能利用率。 [S05][S35][S01][S10][S38]

## 05｜护城河判断

### 5.1｜产品和制造能力是现有基础

日本ケミファ已有产品和制造基础，但还不能据此判断拥有较强的定价能力。

公司 2026 年 8 月公布的企业报告显示，截至 2026 年 3 月底，可供销售的仿制药约 200 个，国内有 2 处制造基地，海外有 1 处。产品和制造设施使公司具备持续供药的基础。

但规模本身不保证盈利。2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2027 年 3 月期上半年仿制药销售额 116.42 亿日元，同比下降 2.6%；医药品事业营业亏损 6.87 亿日元。公司称药价改定、成本及研发费用上升压迫利润。 [S17][S04]

### 5.2｜供货记录限制现有壁垒的强度

稳定供货是医药公司的经营基础，公司目前的记录仍不足以证明其明显领先。

厚生労働省 2026 年 11 月 13 日公布的评价中，日本ケミファ列为 B 区分；沢井製薬和東和薬品列为 A 区分。评价涉及供给实绩、备用供给能力等，评价主体是各家公司法人。

2026 年 11 月 18 日，公司将テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」列为限定出货，原因是委外制造商交期延迟，下一次入货日期尚未确定。限供可能推迟销售，也可能影响客户对供货的信心。

此前公司于 2026 年 11 月 5 日宣布自主回收カルバン錠 50 的 5 个批次，原因是部分批次溶出性不符合承认规格。公司当时未收到认为与事件相关的健康损害报告。 [S05][S35][S01][S10]

### 5.3｜诊断装机可能形成客户基础

ドロップスクリーン装机增加可能带来试剂复购，但收入优势尚待验证。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，截至 9 月底，国内累计设置超过 1,900 台。设备进入医疗机构后，后续试剂使用可能形成重复销售。

不过，2027 年 3 月期上半年临床检验药销售额 23.45 亿日元，同比下降 4.7%。公司称，上年末向批发商提前销售，以及新产品认证后旧产品新增采购一时放缓，均与下降有关。

公司 2026 年 9 月 14 日宣布新设备 A-2 与试剂 KR-1 自 9 月 16 日起销售，新组合可在 15 分钟测量 20 项。检查速度提高可能有助于推广，但装机增加尚未转化为该期检验药收入增长。 [S04][S16]

### 5.4｜新药研发有潜力，回报仍未确定

新药合作可能形成产品壁垒，但临床结果和商业回报目前都无法判断。

公司 2026 年 1 月 15 日宣布，抑郁症候选药 NC-2800 的 IIa 期临床试验已开始入组，并与住友ファーマ签有共同研发及选择权协议。若后续研发成功，新药可能增加与仿制药不同的利润来源。

现阶段研发需要持续投入：2027 年 3 月期上半年研发费用为 12.46 亿日元，高于上年同期的 10.07 亿日元。需要跟踪临床结果、研发回报，以及ドロップスクリーン的试剂复购和单台经济性；限供与回收的财务影响也尚未量化。 [S32][S11][S04][S01][S10]

## 06｜财务质量与现金流

### 6.1｜利润转亏压低盈利质量

上半年收入小幅下降，成本和费用上升却使营业利润转亏。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2027 年 3 月期（FY27/3）上半年销售额为 158.21 亿日元，同比下降 0.7%；营业亏损 6.96 亿日元，上年同期为盈利 1.22 亿日元。

同期利润变化主要来自三项：

- 销售额减少 1.10 亿日元。
- 销售成本增加 4.21 亿日元，占销售额的比例由 74.0%升至 77.1%。
- 销售及管理费用增加 2.87 亿日元，占销售额的比例由 25.3%升至 27.3%。

公司在半期报告中将利润承压归因于药价改定、日元贬值带来的能源和原材料成本上升，以及人工成本和研发费用增加。研发费用同期由 10.07 亿日元增至 12.46 亿日元。 [S04][S11]

### 6.2｜全年盈利依赖下半年明显改善

全年盈利预测仍需下半年大幅改善，当前利润基础较薄。

2026 年 10 月 30 日公布的上半年补充资料列示，全年营业利润预测为 2.50 亿日元。扣除上半年 6.96 亿日元的营业亏损，下半年需要实现 9.46 亿日元营业利润，才能达到全年预测；这是按全年与上半年数字计算，并非公司单独公布的下半年指引。

利润基础在转亏前已偏薄：2026 年 3 月期销售额为 330.90 亿日元，营业利润为 1.79 亿日元，同比下降 70.4%，营业利润率仅 0.5%。该财年一家海外子公司按 15 个月纳入合并，同比比较需考虑期间差异。[S11][S26]

### 6.3｜经营现金流转负占用现金

上半年经营现金流转负，营运资金占用加快了现金流出。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2027 年 3 月期上半年经营现金流净流出 11.49 亿日元，上年同期为净流入 21.65 亿日元。公司将转负与应付账款减少、存货增加等因素联系起来；同期投资现金流净流出 5.79 亿日元，融资现金流净流入 6.79 亿日元。

营运资金压力此前已有迹象。2026 年 3 月期经营现金流净流入 6.20 亿日元，但存货增加导致现金流减少 22.32 亿日元；同年投资现金流净流出 6.61 亿日元。经营流入不足以覆盖当期投资流出，融资活动同期也净流出 16.73 亿日元，现金余额下降。 [S04][S26]

### 6.4｜现金减少，后续投资需要资金支持

现金余额下降叠加后续投资计划，资金安排需要持续跟踪。

截至 2026 年 9 月末，现金及现金等价物为 42.76 亿日元，较 2026 年 3 月末的 53.42 亿日元减少 10.66 亿日元；总资产降至 488.01 亿日元，净资产降至 188.84 亿日元。上半年长期借款增加 9.47 亿日元，公司称为营运资金借款。

2026 年 10 月 30 日公布的补充资料显示，2027 年 3 月期上半年资本支出为 4.61 亿日元，全年预测为 23.10 亿日元。若按预测执行，下半年仍有 18.49 亿日元资本支出；上半年经营现金流转负，使后续投资更依赖现金余额、经营改善或融资。

仍需跟踪下半年资本支出实际进度、借款到期安排，以及存货和应付款变化对现金流的影响；现有资料不足以量化各投资项目的回报。 [S04][S11][S26]

## 07｜股东、董事与治理

### 7.1｜主要股东情况仍有缺口

主要股东的持股与控制关系尚不清楚，暂时无法判断其对资本决策的影响。

日本ケミファ（Nippon Chemiphar）的主要股东名单、持股比例及管理层持股情况，仍需跟踪。没有这些信息，难以判断大股东是否能主导股东回报和重大投资决策。 [S25]

### 7.2｜治理架构已设立，监督效果待观察

公司设有外部董事和风险管理机制，但实际监督效果仍需核实。

公司官网 2026 年 6 月披露，董事会有 7 名董事，其中 3 名为外部董事；决策监督与业务执行分离，后者由执行役员会议承担。监事会由 1 名常勤监事和 2 名外部监事组成。

公司同时设有风险管理委员会，由负责风险管理的董事担任委员长。2026 年 6 月的管理层资料显示，执行役员古屋雅己负责药事管理和质量保证相关部门，并兼任集团质量保证统括部长。 [S23][S24]

### 7.3｜供货与回收事件考验管理层

近期供货和质量事件增加了管理层需要处理的经营风险。

2026 年 11 月 18 日的供货通知显示，テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」因委外生产交期延迟而限制出货，下一次入货日期尚未确定。此前，カルバン錠 50 于 11 月 5 日因部分批次溶出性不符合规格而自主回收。

这两项事件可能影响涉事品种销售，也考验质量和供应管理。厚生労働省 2026 年 11 月 13 日公布的稳定供给评价中，日本ケミファ列为 B 区分；该评价覆盖多项供给指标，不能直接用于判断上述单一事件的责任或损失。 [S01][S35][S10][S05]

### 7.4｜分红与投资需要盈利和现金流支持

盈利转弱后，维持分红和投资都更依赖现金储备及融资。

2026 年 3 月期净资产收益率为 1.0%，低于公司 2026 年 8 月提出的 8.0%以上目标。该年度每股分红 50 日元，分红占归母净利润的 91.2%；2026 年 5 月公布的 2027 年 3 月期分红预测仍为每股 50 日元。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2027 年 3 月期上半年经营现金流净流出 11.49 亿日元，期末现金及现金等价物为 42.76 亿日元。同期长期借款增加 9.47 亿日元，公司称用于营运资金；下半年投资与分红能否由经营现金流支持，需要继续观察。

仍需跟踪主要股东及管理层持股、董事出席和质量事项的实际监督情况，以及各投资项目的回报目标和进度。回收费用、限供的财务影响也未量化。 [S17][S26][S04][S11][S10][S01]

## 08｜资本政策

### 8.1｜每股分红暂时维持 50 日元

公司维持分红预测，但利润已难以充分覆盖分红。

2026 年 5 月 15 日公布的财报显示，2026 年 3 月期每股分红为 50 日元，分红总额 1.82 亿日元，占归母净利润的 91.2%。

2027 年 3 月期（FY27/3）全年每股分红预测仍为 50 日元。但截至 2026 年 9 月的上半年归母净亏损 5.12 亿日元，全年归母净利润预测仅为 0.60 亿日元。若利润恢复不及预期，维持分红将更多依赖现有资金。 [S26][S22][S04][S11]

### 8.2｜经营现金流转负压缩资金余地

上半年经营现金流转负，投资和分红的资金余地收窄。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2026 年 4 月至 9 月经营现金流净流出 11.49 亿日元，投资现金流净流出 5.79 亿日元；融资现金流净流入 6.79 亿日元。应付账款减少和存货增加是经营现金流转负的相关因素。

截至 2026 年 9 月 30 日，现金及现金等价物为 42.76 亿日元，同比减少 52.4%。公司同期长期借款增加 9.47 亿日元，并将其说明为营运资金借款；融资流入不能替代经营活动持续创造现金。 [S04][S11]

### 8.3｜投资计划需要利润和现金流配合

全年投资仍有较大支出待完成，资金使用需与盈利恢复配合。

2026 年 10 月 30 日公布的补充资料显示，2027 年 3 月期上半年资本支出为 4.61 亿日元，全年预测为 23.10 亿日元。按预测计算，下半年尚有 18.49 亿日元的资本支出；实际支出仍取决于项目进度。

2026 年 8 月公布的公司报告提出净资产收益率达到 8%以上、市净率提高至 1 倍以上的目标。相比之下，2026 年 3 月期净资产收益率为 1.0%；投资能否提高回报，仍需看后续利润和现金流。 [S11][S17][S26]

### 8.4｜产品承继已有计划，资金条件仍待核实

产品承继可扩充组合，但暂不能判断其资本回报。

2026 年 10 月 1 日，公司公布计划于 2027 年 1 月 1 日承继并销售帝人ファーマ的去痰剂 Mucosolvan®，涉及 5 项产品。公司称其影响已计入 2026 年 5 月公布的全年预测，不能将其收入直接叠加到现有指引。

仍需跟踪以下事项：

- 产品承继的交易条件、资金投入及收入贡献；
- 回购、增资或其他并购是否有新公告及具体规模；
- 资本支出、研发投入和分红的实际安排，以及项目回报。 [S14][S11]

## 09｜估值与安全边际

### 9.1｜账面资产提供参考，但不能当作现金

安全边际首先取决于买入价格，账面资产只能提供参照。

2026 年 5 月 15 日公布的 2026 年 3 月期财报显示，每股净资产为 5,382.52 日元。市净率（PBR）把股价与每股净资产相比，低于 1 倍意味着股价低于账面净资产，但不代表资产能按账面价值变现。

公司 2026 年 11 月 13 日提交的半期报告书显示，上半年归母净亏损 5.12 亿日元；截至 9 月末，净资产较 3 月末减少 6.26 亿日元。若亏损持续，账面价值也可能下降。 [S26][S11][S04]

### 9.2｜市盈率要结合利润恢复判断

利润基数过低时，市盈率对便宜与否的判断有限。

2026 年 3 月期营业利润为 1.79 亿日元，同比下降 70.4%；归母净利润为 1.98 亿日元。公司 2026 年 8 月公布的企业报告提出净资产收益率（ROE）达到 8%以上的目标，而该财年实际为 1.0%。目标与现实之间的差距，限制了账面净资产作为估值支撑的力度。

2026 年 11 月 13 日披露的上半年营业亏损为 6.96 亿日元，公司仍维持全年营业利润 2.50 亿日元的预测。按全年预测减去上半年实际，下半年需实现 9.46 亿日元营业利润；在利润恢复前，预测市盈率（PER）的参考价值有限。 [S26][S17][S04][S11]

### 9.3｜现金与分红需要经营改善支持

现金储备和分红有参考价值，但持续性取决于经营现金流。

2026 年 11 月 13 日的半期报告书显示，上半年经营活动现金净流出 11.49 亿日元，上年同期为净流入 21.65 亿日元。公司将转负与应付账款减少、存货增加等因素联系起来；截至 9 月末，现金及现金等价物为 42.76 亿日元，同比减少 52.4%。

2026 年 5 月 15 日公布的 2026 年 3 月期每股股息为 50 日元，派息总额 1.82 亿日元，占当年归母净利润的 91.2%；当时公司预测 2027 年 3 月期仍派 50 日元。利润和现金流若不能改善，现有分红对估值的支撑就有不确定性。 [S04][S26]

### 9.4｜供货和成本决定安全边际能否保住

估值折价能否形成安全边际，还要看盈利和供货能否改善。

2026 年 11 月 13 日的半期报告书称，药价改定、日元走弱带来的能源和原材料成本上涨，以及人工成本和研发费用增加，共同压迫上半年利润。11 月 18 日，公司又将テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」列为限量出货，原因是委外生产交期延迟；下一次入货日期当时尚未确定。限供增加了销售延迟风险，但影响金额仍未知。

截至研究截止日，缺少可用于本章的一级来源股价和总市值，不能判断实际市净率、市盈率或股息率是否提供足够补偿。仍需跟踪限供收入影响、下半年利润恢复及经营现金流变化。 [S04][S35][S01]

# 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｜几十年走势仍由长期下跌主导

股价已从历史高位跌至长期区间下沿，尚未形成明确的长期反转。

月线图从 1984 年初延伸至 2026 年 11 月。全图最高点出现在 1989 年前后，约为 24,400 日元；此后虽有多轮反弹，主要高点总体下移。图上读数用于判断长期结构，不能当作精确成交价。

长期走势中有几处关键转折：

- 1993 年前后反弹至约 14,000 日元，随后再次下跌。
- 1998 年前后跌至约 2,000 日元，之后出现阶段性回升。
- 2006 年 2 月录得 10,180 日元，为这一轮反弹的波段高点。
- 2015 年前后图上反弹至约 8,000 日元，随后再次转弱。

到 2025 年 4 月，行情数据记录低点为 1,410 日元。按图中完整历史观察，这也是图上可辨认的最低区域。

长期高点总体下移，表明主要反弹未能扭转长期跌势。当前靠近历史低位，并不自动构成长期见底信号。

## 10.2｜近一年反弹回落，低点附近仍有支撑考验

近一年股价冲高后回落，1,410 至 1,456 日元是下方关键观察区。

2026 年 2 月股价升至 1,857 日元，随后回落。到 2026 年 11 月 19 日，已接受行情显示 11 月盘中低点为 1,456 日元，当日收盘为 1,580 日元；相对 2 月高点仍低 14.9%。

下方先看两个价位：

- 1,456 日元是 2026 年 11 月截至 19 日的低点，近期回踩能否守住这里，关系到短线反弹能否延续。
- 1,410 日元是 2025 年 4 月低点，也是图上历史低位区域；若跌破，原有支撑将面临重新检验。

从 1,456 日元回升至 1,580 日元，说明低位出现过买盘，但这段反弹发生在尚未结束的 11 月内。月末若无法守住回升幅度，单凭盘中低点不能确认支撑已经稳固。

上方先看 2026 年 9 月高点 1,612 日元，再看 7 月高点 1,692 日元。股价需要逐步收复这些位置，才有条件进一步测试 2 月的 1,857 日元高点。

### 10.3｜截图指标偏弱，成交量还不足以确认突破

截图中的月线指标仍偏弱，价格和成交量尚未确认趋势反转。

2026 年 11 月 26 日截图显示月线价 1,500 日元，低于 9、12、24 月指数均线，分别为 1,574、1,583 和 1,603 日元。布林带下轨为 1,413 日元，中轨为 1,593 日元；价格靠近下轨，尚未收复中轨。

截图中的 60 月指数均线为 1,848 日元，接近 2026 年 2 月高点 1,857 日元，构成需要关注的上方压力区域。200 月指数均线为 3,182 日元，仍明显高于截图价格，长期走势转强需要更长时间确认。

月线 MACD 线为负，且低于信号线，柱值也为负；三者接近零轴，反映截图时点的月线动能偏弱。指标基于截图价计算，不能直接与 11 月 19 日的收盘价视为同一时点的数据。

成交量方面，2026 年 2 月为 68,600 股，9 月为 67,700 股，10 月降至 44,900 股。11 月截至 19 日为 28,600 股，因月份尚未结束，不能直接与完整月份比较。图中没有可直接读取的成交量面板，突破是否放量仍要看后续数据。

### 10.4｜技术裁决：先看支撑，再看反弹能否延续

当前应按低位反弹观察，站稳上方压力前不宜认定长期趋势反转。

2026 年 11 月 19 日收盘为 1,580 日元，仍低于 9 月和 7 月的月内高点。先前从 1,456 日元的回升，证明低位有买盘，却还没有收复这些反弹压力位。

后续按价格行为分三步判断：

- 若回踩 1,456 日元后守住，近期反弹仍有延续条件；若跌破，则看 1,410 日元的历史低位区域。
- 若收复并站稳 1,612 日元，再突破 1,692 日元，短期反弹结构将有所改善。
- 若进一步突破 1,857 日元，并有成交量配合，才有更充分的依据评估中期走势是否转强。

图中最新月线显示 1,500 日元，低于 11 月 19 日已接受行情的 1,580 日元。两者时点不同；后续应核对完整交易数据和 11 月最终收盘，再判断回升幅度是否保住。

公司 IR 日历显示，下一次季度业绩预计于 2027 年 1 月 29 日公布。技术判断仍以价格和成交量为准。

历史起点的具体月份、图上早年高低点的精确价格，以及 11 月完整成交量仍需跟踪。图示均线与布林带数值会随月内价格变化，不应当作固定价位。 [S12]

### 10.5｜图表与行情数据核对

正文以 TradingView 月线全历史图为准，行情数据只用于近一年的精确价格。

- 数据：行情事实从 2001 年 1 月开始；图：月线图从 1984 年初开始；处理：正文按图交代更长的历史结构；第一根 K 线的精确月份不作断言。
- 数据：数据覆盖期内最高价为 2006 年 2 月的 10,180 日元；图：1989 年前后高点约 24,400 日元，高于 2006 年波段高点；处理：历史最高点采用图示的 1989 年前后高点；10,180 日元只作为数据覆盖期内的 2006 年波段高点。
- 数据：截至 2026 年 11 月 19 日的 11 月月线收盘价为 1,580 日元；图：2026 年 11 月 26 日截图的月线显示 1,500 日元；处理：两者观察时点不同。正文以已接受行情截至 11 月 19 日的 1,580 日元作为可核对价格，另列截图所示 1,500 日元，不将其当作已接受行情；图示指标也只代表截图时点。

# 11｜风险与催化剂

## 11.1｜全年盈利取决于下半年大幅改善

上半年由盈转亏，全年盈利预测对下半年的要求明显提高。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2027 年 3 月期（FY27/3）上半年销售额为 158.21 亿日元，同比下降 0.7%；营业亏损 6.96 亿日元，上年同期盈利 1.22 亿日元。公司称药价调整、原材料及人力成本上升和研发费用增加压低了利润。

公司维持全年营业利润 2.50 亿日元的预测。按上半年实际数反推，下半年需实现营业利润 9.46 亿日元；若成本压力持续，全年预测有落空风险。

- 风险触发：后续季度销售未改善，或成本及研发费用继续挤压毛利。
- 催化剂触发：下半年销售和利润回升，显示全年盈利预测仍有实现基础。公司预计 2027 年 1 月 29 日公布第三季度业绩。 [S04][S11][S12]

## 11.2｜现金流与供货问题会限制经营空间

经营现金流转负，加上个别产品限供和回收，增加了资金与交付风险。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，上半年经营现金流净流出 11.49 亿日元，上年同期净流入 21.65 亿日元。公司将转负与应付账款减少及存货增加等因素联系起来；9 月末现金及现金等价物为 42.76 亿日元，同比减少 52.4%。

供货方面，2026 年 11 月 18 日的通知显示，テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」因委外生产交期延迟而限定出货，下一次入货日期尚未确定。此前 11 月 5 日，公司宣布自主回收カルバン錠 50 的 5 个批次；截至通知时，公司未收到认为与事件相关的健康损害报告。

- 风险触发：限供延长、回收范围扩大，或存货继续占用现金。
- 催化剂触发：涉事产品恢复稳定供货，且经营现金流重新转正。 [S04][S01][S35][S10]

## 11.3｜诊断产品需要把装机转成收入

ドロップスクリーン（过敏检测产品）装机增加，但收入增长仍待确认。

2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，截至 9 月末，国内累计设置超过 1,900 台；同期临床检验药销售额为 23.45 亿日元，同比下降 4.7%。公司将下降与上一财年末向批发商提前销售，以及新产品认证公布后旧产品新增采购暂时放缓联系起来。

公司 2026 年 9 月 14 日宣布，ドロップスクリーン A-2 与新试剂ドロップスクリーン 吸入アレルゲン KR-1 自 9 月 16 日起销售。新组合可在 15 分钟测量总 IgE 及 19 项吸入系特异性 IgE；如果装机带来持续的试剂需求，才有机会改善诊断业务收入。

- 催化剂触发：新产品销售、试剂复购和临床检验药收入出现可量化增长。
- 风险触发：装机继续增加，但试剂需求或销售额持续偏弱。 [S04][S16]

### 11.4｜新药和承继产品的贡献仍需验证

新药研发和承继产品提供增量机会，近期利润贡献仍不确定。

2026 年 1 月 15 日，公司宣布抑郁症候选药 NC-2800 的Ⅱa 期临床试验开始入组，并披露与住友ファーマ的共同研发及选择权协议。临床进展可能改善项目前景，但现阶段不能推算上市时间或回报。

2026 年 10 月 1 日，公司宣布计划于 2027 年 1 月 1 日承继并销售帝人ファーマ的去痰剂ムコソルバン。公司称相关影响已纳入此前公布的全年预测，因此承继本身不等于新增上调预测的空间。

- 催化剂触发：临床试验取得进展，或承继产品销售带来超出原预测的贡献。
- 仍需跟踪：试验结果、承继产品实际收入，以及限供和回收的财务影响。 [S32][S14][S10][S01]

## 12｜反常识发现

### 12.1｜仿制药普及不等于厂家利润增长

仿制药使用率已经很高，企业利润仍可能承压。

厚生労働省的药价调查显示，2025 年 9 月仿制药数量份额为 88.8%，金额份额为 68.7%。用药数量占比高，不代表厂家能按相同比例获得销售额，更不能直接推断利润。

日本ケミファ（医药企业）2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2027 年 3 月期上半年仿制药销售额为 116.42 亿日元，同比下降 2.6%。公司指出，药价改定、日元贬值带来的成本上升，以及人力和研发费用增加，共同压迫利润。

供货评价也不能替代对单品风险的判断。2026 年 11 月 13 日公布的稳定供给评价中，日本ケミファ为 B 区分；11 月 18 日更新的供货资料显示，テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」因委托生产方交期延迟而限定出货，下一次入货日期尚未确定。 [S37][S04][S05][S35][S01]

### 12.2｜设备装得更多，诊断收入仍在下降

DropScreen 装机增加，暂时还不能当作收入增长。

公司 2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，截至 9 月底，DropScreen（过敏检测设备）国内累计设置超过 1,900 台。2026 年 3 月底的披露为超过 1,800 台，但同期上半年临床检验药销售额为 23.45 亿日元，同比下降 4.7%。

公司将收入下降与上一财年末向批发商提前销售、旧产品新增购买暂时放缓联系起来。装机增加为后续试剂复购提供了潜在基础，但尚未带动该期收入增长。

2026 年 9 月 14 日，公司宣布新设备 DropScreen A-2 与试剂 KR-1 自 9 月 16 日起销售，新组合可在 15 分钟检测 20 项。检查更快可能有利于推广，但新增客户和试剂复购需要后续收入数据检验。 [S04][S21][S16]

### 12.3｜全年维持盈利预测，下半年压力更大

全年预测没有改变，上半年亏损却抬高了下半年的门槛。

公司 2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，2027 年 3 月期上半年营业亏损 6.96 亿日元，上年同期盈利 1.22 亿日元。全年营业利润预测仍为 2.50 亿日元，因此按全年预测减去上半年实际，下半年需要实现 9.46 亿日元营业利润；这不是公司单独公布的下半年指引。

现金流压力也比利润表显示的更直接。上半年经营活动现金流净流出 11.49 亿日元，公司将其与应付账款减少及存货增加等因素联系起来；同期融资活动净流入 6.79 亿日元。

截至 2026 年 9 月底，现金及现金等价物为 42.76 亿日元，同比减少 52.4%。即使下半年利润回升，存货和应付款变化仍会影响经营现金能否同步改善。 [S04][S11]

### 12.4｜新承接产品未必带来预测外增量

新产品承接看似新增催化，但公司已将其计入全年预测。

2026 年 10 月 1 日，日本ケミファ宣布计划从帝人ファーマ承接去痰剂 Mucosolvan 的制造销售许可，计划于 2027 年 1 月 1 日承接并开始销售。公司同时表示，相关影响已反映在 2026 年 5 月 15 日公布的 2027 年 3 月期预测中，因此不能把整项业务直接当作现有指引之外的收入增量。

后续需要跟踪的未知项包括：Mucosolvan 的销售条件与收入规模、DropScreen 新品上市后的装机和试剂复购，以及限供和自主回收的实际财务影响。这些数据将决定新业务能否弥补现有产品与成本压力。[S14][S04][S10][S01]

## 13｜下一次值得跟踪什么

### 13.1｜先看下半年利润能否转正

下一次复核的重点，是利润恢复能否跟上全年计划。

公司 IR 日历暂定于 2027 年 1 月 29 日公布 2027 年 3 月期第三季度业绩。2026 年 11 月 13 日提交的半年报显示，上半年营业亏损 6.96 亿日元，而全年仍预测盈利 2.50 亿日元。

- 利润决定全年计划能否完成：10 月至次年 3 月的营业利润能否达到 9.46 亿日元？这是按全年预测与上半年实际反推，并非公司单独指引。
- 收入影响利润恢复：上半年销售额 158.21 亿日元，全年预测 350.00 亿日元，下半年能否达到 191.79 亿日元？
- 成本决定销售增长能否转成利润：销售成本率能否从上半年的 77.1%下降，研发费用和人工成本又有何变化？ [S04][S11][S12]

### 13.2｜现金和存货要一起看
盈利恢复之外，经营现金流也需要重新转正。

2026 年 11 月 13 日提交的半年报显示，上半年经营现金流净流出 11.49 亿日元，公司将其与应付账款减少、存货增加等因素联系起来。9 月末现金及现金等价物为 42.76 亿日元，同比下降 52.4%。

- 资金占用影响现金余额：第三季度存货和应付账款如何变化，经营现金流能否改善？
- 投资与分红需要资金：公司能否在维持 2027 年 3 月期每股 50 日元股息预测的同时，控制借款和现金消耗？ [S04][S11][S26]

### 13.3｜供货恢复和质量费用需要核对
最新限供事件使委外生产交期成为下一次复核重点。

2026 年 11 月 18 日的供货通知显示，テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」因委外生产交期延迟而限量出货，下一次入货日期尚未确定。交期若继续延后，可能影响销售和供货责任。

- 供货关系到收入：下一批货何时入库，限量出货何时解除？
- 回收关系到费用：2026 年 11 月 5 日启动的カルバン錠 50 自主回收，是否披露数量、费用及销售影响？
- 供给能力影响产品经营：2026 年 11 月 13 日公布的稳定供给评价将日本ケミファ列为 B 区分；公司是否披露改善措施及其成本？ [S01][S35][S10][S05]

### 13.4｜诊断新品要看收入而非只看装机
诊断业务的下一步，要看新增设备能否带动试剂销售。

截至 2026 年 9 月末，ドロップスクリーン国内累计设置超过 1,900 台，但同期上半年临床检验药销售额同比下降 4.7%。公司将下降与此前销售提前及旧产品新增采购暂时放缓联系起来。

- 复购决定收入质量：2026 年 9 月 16 日上市的ドロップスクリーン A-2 及吸入アレルゲン KR-1，是否带来新增采用机构和试剂复购？
- 产品组合影响下半年收入：公司计划于 2027 年 1 月 1 日承继并销售ムコソルバン，其影响已纳入全年预测；实际销售进度如何？

目前仍缺新品上市后的复购和收入数据、限供财务影响，以及各品目受药价政策影响的金额，需待公司后续披露。 [S04][S16][S14][S01][S34]

## 14｜Kabugami 评分卡

### 14.1｜35.55/100 分、D 级：亏损和现金流压力拉低判断，产品基础与新业务机会提供支撑
Kabugami 评分 V3.2：35.55/100 分，评级 D（40 分以下档）。

动作：WATCH（观望）：先等利润和现金流改善，再评估是否参与。

依据：2027 年 3 月期上半年营业亏损 6.96 亿日元，经营现金流净流出 11.49 亿日元。S04

转向条件：下半年盈利、现金流和供货持续改善；若亏损或现金流出延续，则下修恢复预期。S04、S11、S01

各模块得分/满分：

- 财务韧性与下行防御 3.9/13 分：资金余地收窄。2026 年 11 月 13 日提交的半期报告显示，上半年经营现金流净流出 11.49 亿日元，9 月末现金及现金等价物为 42.76 亿日元；公司将现金流转负与存货增加、应付款减少联系起来。同期长期借款增加 9.47 亿日元，可提供资金支持，但借款到期安排仍需核实。（S04、S11）
- 竞争优势与结构耐久性 4.9/14 分：截至 2026 年 3 月底，公司有约 200 个仿制药和 3 处制造基地，但规模尚未转化为明显的定价优势。2027 年 3 月期上半年营业利润率为负 4.4%，東和薬品为约 9.0%；业务组合不同，不能将差距直接归于仿制药竞争力。S17、S04、S07
- 盈利质量、现金转化与资本效率 5.1/17 分：盈利基础偏薄，恢复幅度要求高。2027 年 3 月期上半年销售额下降 0.7%，营业利润从上年同期盈利 1.22 亿日元转为亏损 6.96 亿日元；成本率和费用率上升侵蚀收入。全年预测仍为盈利 2.50 亿日元，反推下半年需盈利 9.46 亿日元；若成本压力缓和，恢复速度可能好于当前判断。（S04、S11）
- 商业结构、产品、客户与关键依赖 3.85/11 分：供货问题已落到具体品种。2026 年 11 月 18 日，公司称テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」因委外交期延迟而限量出货，下一次入货日期未定，可能推迟销售；11 月 5 日另宣布回收カルバン錠 50 的 5 个批次。反证是目前未披露两项事件的财务影响，不能推断全公司损失规模。（S01、S35、S10）
- 估值与安全边际 6.75/15 分：安全边际暂无法裁定。2026 年 3 月期每股净资产为 5,382.52 日元，但本章缺少可用的一级来源股价与总市值，不能据此判断市净率或折价幅度。2026 年 3 月期净资产收益率为 1.0%，限制账面价值的支撑；实际买入价格若足够低，可能改变这一判断。（S26、S17）
- 资本配置与股东回报 3/10 分：分红与投资计划的资金支持偏弱。2026 年 3 月期每股分红 50 日元，占归母净利润的 91.2%；2027 年 3 月期分红预测仍为 50 日元，而全年归母净利润预测仅 0.60 亿日元。上半年资本支出 4.61 亿日元，全年预测 23.10 亿日元；实际投资进度和项目回报仍可改变压力判断。（S26、S11）
- 治理、所有权与管理层 3.5/7 分：治理制度已设立，实际监督成效尚难判断。公司 2026 年 6 月披露，董事会 7 名董事中有 3 名外部董事，并设风险管理委员会；这些安排为监督提供了组织基础，但不能证明执行效果。主要股东及管理层持股、董事出席和质量事项上会情况仍未核实。（S23、S24）
- Kabugami 技术结构 4.55/13 分：长期下降趋势尚未扭转，低位支撑仍在检验。月线覆盖期内，股价由 2006 年 2 月高点 10,180 日元回落，2025 年 4 月跌至 1,410 日元；2026 年 2 月反弹至 1,857 日元后再度回落。2026 年 11 月 19 日收于 1,580 日元，历史低点尚未跌破，但反弹高点也未被收复。

## 15｜来源与合规

### 合规与风险声明

本报告由 Kabugami 研究流程生成，仅供研究参考，不构成投资建议或买卖推荐。文中数据以所列一级来源为准；来源发布后可能更新，读者应以最新公告为准。投资有风险，决策请自行判断。

### 15.1｜正文引用的来源

[S01] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」 製品供給に関するお知らせ｜2026-11-18｜公司 IR｜https://www.nc-medical.com/product_topics/p5ib910000009omz-att/p5ib910000009onn.pdf（未在检索记录中复核）

[S03] 一级·公司/交易所｜サワイグループホールディングス株式会社｜2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔ＩＦＲＳ〕（連結）｜2026-11-13｜決算短信｜https://pdf.irpocket.com/C4887/xoA3/Laiu/UNDe/y7uT.pdf

[S04] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社（EDINET 提出書類）｜第 95 期 半期報告書（2026 年 4 月 1 日-2026 年 9 月 30 日）｜2026-11-13｜半期報告書｜https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100ZFVM.pdf（未在检索记录中复核）

[S05] 一级·政府统计｜厚生労働省｜後発医薬品を製造販売する企業の安定供給の取組に関する評価結果を公表します｜2026-11-13｜监管｜https://www.mhlw.go.jp/content/10803000/001768886.pdf（未在检索记录中复核）

[S06] 一级·公司/交易所｜サワイグループホールディングス株式会社｜業績予想の修正に関するお知らせ｜2026-11-11｜適時開示｜https://pdf.irpocket.com/C4887/xoA3/DnNg/R9oj/pzfA.pdf

[S07] 一级·公司/交易所｜東和薬品株式会社｜2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-11-11｜決算短信｜https://www.towayakuhin.co.jp/assets/tansin71b.pdf

[S09] 一级·公司/交易所｜杏林製薬株式会社｜杏林製薬（株）（4569） 2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信｜2026-11-09｜決算短信｜https://www.kyorin-pharm.co.jp/news/docs/20261109J1.pdf

[S10] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜自主回収に関するお知らせとお願い｜2026-11-05｜公司 IR｜https://www.nc-medical.com/product_topics/2026/clct20261105_calvan50.pdf（未在检索记录中复核）

[S11] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜FY2026 Second Quarter Business Summary (Year Ending March 31, 2027)｜2026-10-30｜決算説明資料｜https://www.chemiphar.co.jp/english/2026/20261030_e1.pdf（未在检索记录中复核）

[S12] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜IR カレンダー｜2026-10-30｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/ir/calendar.html

[S13] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜楽天市場「ケミファショップ」グランドオープンおよびキャンペーン開催のお知らせ｜2026-10-23｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/ir/release/2026/20261023_1_nl.pdf（未在检索记录中复核）

[S14] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜NIPPON CHEMIPHAR TO GET MARKETING AUTHORIZATION FOR MUCOSOLVAN® EXPECTORANTS IN JAPAN｜2026-10-01｜適時開示｜https://www.chemiphar.co.jp/english/release/2026/20261001_1e.pdf（未在检索记录中复核）

[S16] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜アレルギー検査機器・試薬「ドロップスクリーン」新試薬の保険適用手続完了および新製品発売のお知らせ｜2026-09-14｜公司 IR｜https://www.nc-medical.com/clinical/topics/p5ib9100000060eb-att/20260914_ds_a2kr1.pdf

[S17] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜Corporate Report 2026｜2026-08-31｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/english/CR2026_e.pdf

[S18] 一级·政府统计｜厚生労働省｜図表 5-3-1 薬価調査における後発医薬品の使用割合（数量ベース）の推移｜2026-09-29｜行业统计｜https://www.mhlw.go.jp/wp/hakusyo/kousei/26/dl/2-05.pdf

[S21] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜DROPSCREEN™ NEW ALLERGY SCREENING KIT AND REAGENT APPROVED — FASTER TEST RESULTS WITH NEW KIT–REAGENT COMBINATION —｜2026-08-17｜適時開示｜https://www.chemiphar.co.jp/english/release/2026/20260817_ds_a2_kr1_e.pdf（未在检索记录中复核）

[S22] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜Summary of Consolidated Financial Results for the First Quarter of Fiscal Year 2026 (Japanese GAAP)｜2026-07-31｜決算短信｜https://www.chemiphar.co.jp/english/2026/20260731_e2.pdf（未在检索记录中复核）

[S23] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜コーポレートガバナンスおよび内部統制｜2026-06-17｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/ir/policy/cg.html

[S24] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜役員紹介｜2026-06-17｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/company/director.html

[S25] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜有価証券報告書｜2026-06-15｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/ir/library/securities.html

[S26] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜Summary of Consolidated Financial Results for the Fiscal Year 2025 (Japanese GAAP)｜2026-05-15｜決算短信｜https://www.chemiphar.co.jp/english/2025/20260515_2e.pdf

[S32] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜PATIENT ENROLLMENT STARTED FOR PHASE IIA CLINICAL TRIAL ON δ-OPIOID RECEPTOR AGONIST NC-2800 IN PATIENTS WITH DEPRESSION｜2026-01-15｜適時開示｜https://www.chemiphar.co.jp/english/release/fy2025/20260115_e1.pdf（未在检索记录中复核）

[S34] 一级·政府统计｜厚生労働省・中央社会保険医療協議会｜令和８年度薬価制度改革の主な内容｜2025-12-26｜行业统计｜https://www.mhlw.go.jp/content/12400000/001669636.pdf

[S35] 其他网页｜日本ケミファ株式会社（医療関係者向け製品情報）｜日本ケミファ(株)取扱い製品供給状況一覧｜2026-11-18｜公司 IR｜https://www.nc-medical.com/product_topics/f4bj0h000000dtwu-att/f4bj0h000000dtxi.pdf

[S37] 一级·政府统计｜厚生労働省｜令和７年薬価調査結果①｜日期未标｜行业统计｜https://www.mhlw.go.jp/toukei/list/dl/157-1_R07.pdf

[S38] 一级·政府统计｜厚生労働省・中央社会保険医療協議会｜低薬価品の特例：最低薬価（令和８年度薬価改定）｜日期未标｜行业统计｜https://www.mhlw.go.jp/content/10808000/001763479.pdf

### 15.2｜已检索但正文未引用的来源

[S02] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜ニュースリリース｜2026-11-13｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/ir/release/

[S08] 一级·公司/交易所｜富士製薬工業株式会社｜2026 年 9 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-11-10｜決算短信｜https://www.fujipharma.jp/_upload/JP_FinanicialResults_FY2026_20261110.pdf

[S15] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜NEW DROPSCREEN™ PRODUCTS LAUNCHED — ALLOW FASTER ALLERGY TESTING —｜2026-09-14｜適時開示｜https://www.chemiphar.co.jp/english/release/2026/20260914_e1.pdf（未在检索记录中复核）

[S19] 专业媒体｜株探｜ケミファ、上期経常が赤字転落で着地・7-9 月期は赤字拡大｜2026-10-30｜新闻｜https://s.kabutan.jp/news/k202610300156/

[S20] 专业媒体｜日刊薬業｜〖決算〗日本ケミファ、 最終赤字に｜2026-10-30｜专业媒体｜https://nk.jiho.jp/article/306325

[S27] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜株主還元・株主優待｜2026-05-15｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/ir/stocks_information/stockholder.html

[S28] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜決算関連資料アーカイブ｜2026-05-15｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/ir/library/arc-settlement.html

[S29] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜REVISION OF FY2025 FORECASTS (Year ended March 31, 2026)｜2026-05-13｜適時開示｜https://www.chemiphar.co.jp/english/release/fy2026/20260513-1_e.pdf（未在检索记录中复核）

[S30] 一级·公司/交易所｜日本ケミファ株式会社｜業績推移｜2026-03-31｜公司 IR｜https://www.chemiphar.co.jp/ir/highlight/business_results.html

[S31] 一级·公司/交易所｜Nippon Chemiphar Co., Ltd.｜Summary of Consolidated Financial Results for the Third Quarter of Fiscal Year 2025 (Japanese GAAP)｜2026-01-30｜决算短信｜https://www.chemiphar.co.jp/english/2025/20260130_e2.pdf（未在检索记录中复核）

[S33] 一级·政府统计｜厚生労働省｜中央社会保険医療協議会 薬価専門部会 第 248 回議事録（2026 年 8 月 26 日）｜2026-08-26｜监管｜https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_76572.html

[S36] 其他网页｜帝人ファーマ株式会社｜去痰剤「ムコソルバン」の製造販売承認の承継および販売移管について｜2026-10-01｜公司 IR｜https://www.teijin-pharma.co.jp/pressrelease/2026/index.html

[S39] 一级·政府统计｜厚生労働省｜令和 7 年度 調剤医療費（電算処理分）の動向 ＜後発医薬品割合（数量・薬剤料ベース）の推移＞｜日期未标｜行业统计｜https://www.mhlw.go.jp/content/12401000/001753657.pdf

[S40] 其他网页｜日本ジェネリック製薬協会｜ジェネリック医薬品数量シェア分析結果について｜2026-04-06｜行业统计｜https://www.jga.gr.jp/assets/uploads/2026/GEshare_20260406.pdf

### 15.3｜来源质量与新鲜度检查

来源 40 条（一级官方 35 条，占比 88%）；带发布日期 37 条；90 天内 22 条，14 天内 6 条；转载站链接 0 条（已替换为官方原文 1 条）。

检索中浏览过的网页 226 个；事实 84 条。

缺少的来源类型：无

验收：sources=20 ✓；official_ratio=0.5 ✓；within90=6 ✓；within14=1 ✓；no_mirrors ✓；required_types ✓

分阶段检索成本：R0P $0.0456；R0A $0.0765；R0B $0.0616；R0C $0.0733；R0D $0.0605

### 15.5｜Research Stop 与主要 UNKNOWN

・最新第 95 期半期報告書（2026 年 4 月 1 日—9 月 30 日）：已在日本ケミファニュースリリース页确认 2026-11-13 刊载及标题，但该日文 PDF 的链接在本次浏览中跳转至 IR 确认页面，未能读取文件原文；故未提取其中的会计附注、现金流量表、风险及治理事项。

・第 94 期有価証券報告書（2025 年 4 月 1 日—2026 年 3 月 31 日）：已在公司「有価証券報告書」页面及新闻列表确认 2026-06-15 刊载，但未能读取该日文报告原文；本事实库不将未读到的报告内容作为事实。

・2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信：已在公司新闻列表确认 2026-10-30 刊载；本次能读取该日公布的英文学期经营补充资料，但未成功读取独立决算短信原文，故没有从未读到的短信提取现金流量表、股本及附注。

・2026 年 3 月期第 1 四半期及第 2 四半期決算短信、2026 年 3 月期決算说明资料、2027 年 3 月期第 1 四半期说明资料：已通过公司 IR 资料页及档案页核对相关资料标题和公布日期；未能逐份读取对应日文 PDF 全文，未将其作为独立已核验数据来源。

・2025-11-26 以来重要適時開示：已查阅公司 IR ニュースリリース列表和英文 IR 新闻列表，确认其中显示的相关报告、业绩、产品和临床公告；未能据此验证未列入所读列表的 TDnet 全部披露记录，也未能逐一读取列表中每份日文公告原文。回购、诉讼、减损以外的重大交易及全部人事事项是否存在，不能据本次实际读取内容完整判断。

・最近 3 个月月次销售或运营数据：在公司本次读取的 IR 资料目录、IR 新闻列表及 IR 日历中没有读到月次数据系列；无法据此断言公司完全没有另行发布此类资料。

・決算説明会资料及株主通信：已在公司 IR 图书馆目录及新闻列表核对资料分类；本次未能读取独立的 2026 年版株主通信或最新正式说明会逐字稿。

・本次检索未取得可与各公司财报期间一致、同时覆盖通用名药金额市场规模及行业增速的政府统一统计；日本ジェネリック製薬協会份额为出货数据与 IQVIA 数据推算的数量份额，不代表金额市场规模。

・同业报告口径及会计期间不完全一致：サワイグループホールディングス、東和薬品、杏林製薬为 2027 年 3 月期上半年，富士製薬工業为 2026 年 9 月期全年；未取得所有同业同口径的产品级销量、产能利用率及单位产品利润率。

・中医协会议中原料药及包材成本倍数为行业发言者的案例性说明，未检索到同期全行业成本指数或企业逐品目成本数据。

・2026-11-13 提交的半期報告書已读取并核验中间期业绩及现金流；ムコソルバン公告 PDF 因公司 IR 访问确认页无法读取，故承继生效日、产品范围、销售移管条件及收入贡献未确认。

・未检索到日本ケミファ按月发布的销售额或运营月报；截至 2026-11-26，未找到 DropScreen A-2/KR-1 上市后的设备装机增量、试剂复购、检测量或单台经济性披露。

・カルバン錠 50 自主回收的涉事产品数量、费用和财务影响未披露；テルミサルタン錠 80mg「ケミファ」下一次入货时间在 2026-11-18 通知中尚未确定。

・未在本阶段读取到截至 2026-11-26 的公司后续季度更新、月次数据或能够量化日本ケミファ上述新产品收入贡献的客户/渠道数据。

・行业份额统计已补至政府 2025 年 9 月药价调查、协会 2025 年度第 3 季度速報及政府 2026 年 3 月调剂数据；但最新协会 2026 年度第 1 季度报告虽已在协会资料目录发现，本次未读到其具体数值，故未补入。

・2026 年度最低药价上调规则及 2027 年度改定安排已补查；日本ケミファ各品目受最低药价、价格带集约或不採算品再算定影响的逐品目名单及金额影响未取得。

・日本ケミファ与同业的集团规模和已披露中间期营业利润率可作初步对照；同期间产品级通用名药收入、研发费用、每品目销售、产能利用率、单位成本及供货记录缺少可比披露。

・董事会人数、社外取締役人数、监查役会构成及风险管理制度已补查；董事会技能矩阵细项、各董事出席次数、提名与薪酬程序实际运行情况、质量和稳定供给事项上会频次仍未核实。

・公司主要品种的原料药来源、委外生产占比、供应商集中度、库存覆盖天数及停供对收入和现金流的敏感性未取得可量化披露；已收集的个别限供及自主回收事实不足以推断全公司风险规模。

・新药、海外、诊断业务逐业务研发投入、销售贡献、现金流和资本回报仍无法与报告分部完整勾稽；DropScreen 装机、检测量、复购及单台经济性仍未取得截至研究截止日的量化数据。

・资本配置的项目回报目标、实际回报进度及交叉持股逐项定量效果未能据本次实际读取的公司官网资料完整核实。

## 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。