6444 サンデン(株)（SANDEN CORPORATION）

Kabugami V3.2 37.1/100 · D

这家公司是做什么的

サンデン株式会社开发、制造和销售汽车空调系统及压缩机，并推进电动化产品和热管理系统。（S11、S30）

最近亮点

2026年11月13日，公司上调全年收入预测至2,180亿日元，同时将经常利润预测从27亿下调至8亿日元。新预测提高了收入增长预期，也显示联营公司和利息压力仍在。（S03）

资料截止 2026-11-27 · 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	2026-11-27
研究规则版本 SHA	aff06560d5a6700a3b8df3576f3b1e20baeda90f
评分版本	V3.2
发布源 SHA	079778dbb5448e4f0a85ba4520bb77a0a6c8365f
交付代码版本 SHA	079778dbb5448e4f0a85ba4520bb77a0a6c8365f
交付运行时指纹	6daf86ce11a5ec5436123767f3c40e5e29c967c9aa5b52fad5b0a02cb2059b68

先看研究要点

为什么值得研究	2026 年前三季度收入同比增长 17.6%，营业亏损从上年同期的 22.99 亿收窄至 1.70 亿日元。收入扩大正在改善费用覆盖情况，产品路线图和新产线则提供了后续增长方向。（S02、S01、S36）
最需要担心什么	营业亏损尚未消除，净利润受到联营收益和资产出售影响；现金减少与较低的自有资本比率也限制财务缓冲。新产品投入若不能转为订单，修复可能延迟。（S02、S03、S36）
Kabugami 现在怎么看	公司适合作为经营修复标的观察，现阶段缺少主营持续盈利、现金流改善和可靠估值折价的共同证据。（S02、S03、S11） 投资论点：若收入增长继续覆盖费用，电动化产品取得订单，新据点按计划投产，公司有机会实现持续营业盈利；经营现金流随之改善，才可能降低对资产出售和外部融资的依赖。（S02、S01、S13、S36）

01｜投资问题与当前结论

1.1｜当前结论：改善已经出现，盈利能力仍待确认

サンデン（汽车空调零部件企业）的核心问题，是收入增长能否转化为持续的主营利润和现金流。

关键依据：2026 年前三季度收入增长、营业亏损收窄，但营业利润尚未转正；全年预测仍为营业亏损。

翻转条件：若主营业务持续盈利、经营现金流改善，同时减少对联营收益和资产出售的依赖，投资判断可转向更积极。 [S02][S03]

1.2｜收入增长尚未带来主营盈利

收入增长和亏损收窄是进展，但成本仍消耗了全部毛利。

2026 年 11 月 13 日公布的前三季度财报显示，收入为 1,628.79 亿日元，同比增长 17.6%；营业亏损从上年同期的 22.99 亿日元收窄至 1.70 亿日元。同期毛利 239.58 亿日元，仍低于销售及管理费用 241.29 亿日元。

公司的全年预测同样保留了这个问题。11 月 13 日，サンデン将 2026 年 12 月期收入预测从 2,000 亿日元上调至 2,180 亿日元，并将营业亏损预测从 10 亿日元收窄至 7 亿日元。公司称インド市场增长及汇率推高销售预测，但原材料涨价仍压制营业利润。 [S02][S03]

1.3｜净利润转正还不能证明经营已恢复

联营收益和资产出售影响净利润，股东需要区分利润来源。

2026 年前三季度归母净利润为 1.27 亿日元，上年同期亏损 32.06 亿日元。但同期营业亏损仍为 1.70 亿日元，权益法投资收益为 31.67 亿日元，利息支出为 19.37 亿日元；期间还计入 9.96 亿日元固定资产出售收益。

11 月 13 日的全年预测进一步显示利润结构的分化：经常利润预测从 27 亿日元下调至 8 亿日元，净利润预测则从 5 亿日元上调至 8 亿日元。公司称，中国市场竞争、联营公司展望恶化和利息增加拖累经常利润；净利润预测还计入结构改革费用及资产出售收益等。 [S02][S03]

1.4｜新产品和产能布局需要订单验证

电动化和新产线提供增长方向，财务贡献仍要等待量产验证。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司的开发路线图把第五代电动压缩机效率较前代提升约 10%列为目标。路线图提供了可跟踪的性能目标，但尚未给出已实现的量产数量、订单金额或收入贡献。

2026 年 10 月 29 日，サンデン宣布在滋贺県设立汽车空调系统生产据点，计划 2027 年春启动，面向西日本供货。靠近客户和提高自动化程度可能改善交付及用工效率，但投资额、产能和利润贡献尚未量化。

2026 年 11 月 17 日，公司宣布首次获得 EcoVadis 可持续发展评价铜牌。该评价可能有助于客户审核，但目前没有披露对应订单或价格溢价，尚不能计入盈利预测。 [S36][S01][S13]

1.5｜现金和股东回报仍是判断边界

资产出售增加现金，但财务安全和分红仍取决于经营改善。

截至 2026 年 9 月 30 日，公司自有资本比率为 15.3%，高于 2025 年末的 14.4%；现金及存款则从 181.30 亿日元降至 129.75 亿日元。2026 年 10 月 1 日，公司完成施設出售并收到 80 亿日元，出售后继续租用；这笔现金流入本身不能证明主营业务改善。

2025 年 12 月期经营现金流为 26.68 亿日元，但 2026 年前三季度未编制现金流量表。公司预测 2026 年全年每股分红为 0 日元，股东暂不能依靠本期股息获得回报。

后续需要集中跟踪：

- 主营盈利：收入增长能否在原材料成本压力下带来持续营业利润？
- 现金与资本：经营现金流、出售设施后的租赁成本及现金用途如何变化？
- 新业务：电动压缩机和滋贺県据点何时取得客户定点、量产及可量化收益？ [S02][S05][S11][S01][S36]

02｜公司本质与商业模式

2.1｜收入来自汽车设备，客户和地区分布较广

サンデン株式会社靠销售汽车空调设备取得收入，但利润还不稳定。

公司开发、制造和销售汽车空调系统及压缩机。客户的汽车产销和采购需求，决定了公司产品的销售机会。

2025 年 12 月期收入为 1,908.75 亿日元，主要地区及客户包括：

- アジア收入 892.22 亿日元，其中中国 446.78 亿日元、インド 258.68 亿日元。
- 欧州收入 615.59 亿日元，米州 279.48 亿日元，日本 121.45 亿日元。
- Volkswagen Group 收入 282.05 亿日元；華域三電汽車空調有限公司收入 140.40 亿日元。 [S11]

2.2｜电动化产品有开发目标，收入贡献尚待确认

电动化产品决定未来增长，但现有披露还无法衡量其盈利贡献。

公司 2024 年至 2028 年的中期经营计划 SHIFT2028，以电动压缩机为核心，推进新能源汽车热管理系统。截至 2026 年 11 月 27 日的开发路线图提出，第五代电动压缩机的效率目标较前代提升约 10%。这是开发目标，不代表已经实现。

2026 年 10 月 29 日，公司宣布在滋賀県设立汽车空调系统生产据点，计划 2027 年春启动，面向西日本供货。靠近客户和自动化可能改善交付与用工效率，但具体收入和利润贡献尚未披露。 [S30][S36] [S01][S13]

2.3｜净利润转正不等于主营业务转正

收入增长，营业亏损同时收窄，但净利润还依赖营业外和特别损益。

2026 年 11 月 13 日公布的财报显示，2026 年前三季度收入同比增长 17.6%，至 1,628.79 亿日元。毛利润为 239.58 亿日元，销售及管理费用为 241.29 亿日元，营业亏损 1.70 亿日元。

同期经常利润为 9.66 亿日元，归母净利润为 1.27 亿日元。其中，按权益法核算的投资收益为 31.67 亿日元，利息支出为 19.37 亿日元；另计入固定资产出售收益 9.96 亿日元。出售收益不能当作主营业务持续获利。

11 月 13 日的全年预测修订进一步拉开了收入与利润的差别：公司将 2026 年 12 月期收入预测上调至 2,180 亿日元，但仍预计营业亏损 7 亿日元。印度市场增长和汇率推高收入预测；原材料涨价压制营业利润，中国竞争和利息增加则拖累经常利润预测。 [S02][S03]

2.4｜会计利润与现金回收仍需分开看

利润改善尚未证明现金流持续改善，分产品经营情况也难以直接判断。

2025 年 12 月期经营活动现金流为 26.68 亿日元，而 2024 年为流出 44.65 亿日元。2026 年前三季度财报未编制现金流量表；截至 9 月末，现金及存款为 129.75 亿日元，低于上年末的 181.30 亿日元。

公司在 2026 年 10 月 1 日完成施設出售并收到 80 亿日元，随后继续租用该设施。这笔交易带来现金，但不能视为主营业务创造的经营现金流。

公司只披露汽车设备事业一个报告分部，未单列各产品收入和毛利。后续需要跟踪电动压缩机及热管理系统的订单、量产、收入贡献，以及新据点投资和租赁成本。 [S02][S05][S11][S24][S27]

03｜产品、客户与供应链

3.1｜电动化产品方向明确，收入贡献仍待确认

サンデン的产品转向电动化，但各产品的盈利贡献尚不清楚。

公司开发、制造和销售汽车空调系统及压缩机。2024 年至 2028 年的中期经营计划 SHIFT2028，以电动压缩机和整合热管理系统为重点，目标到 2028 年实现营收 3,000 亿日元、经常利润 90 亿日元。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司开发路线图列出两项性能目标：

- 第五代电动压缩机：相较前代，效率提升约 10%，静音性能提升 5%。
- 紧凑型汽车空调单元：体积缩小约 20%，重量减轻 5%。

路线图把产品改进目标具体化了，但这些数字仍是开发目标。公司未给出相应量产数量、订单金额或收入贡献，暂不能据此提高盈利预测。

2025 年 12 月期，公司设备投资 97 亿日元，其中日本投资以整合热管理相关产品生产设备为主，欧洲投资包括电动车新一代压缩机生产设备。投入已发生，回报仍要看客户采购和量产进度。 [S30][S36][S11]

3.2｜客户分布广，但大客户订单变化影响不小

大客户和海外市场贡献了相当比例收入，单一客户变化会影响销售。

2025 年 12 月期，Volkswagen Group 贡献收入 282.05 亿日元，華域三電汽車空調有限公司贡献 140.40 亿日元，分别占全年营收的 14.8%和 7.4%。两者合计占 22.1%；客户订单、车型产量或采购价格变化，都可能影响公司收入。

同一财年，地区收入集中在亚洲和欧洲：

- 亚洲 892.22 亿日元，其中中国 446.78 亿日元、インド 258.68 亿日元。
- 欧洲 615.59 亿日元，米州 279.48 亿日元。
- 日本 121.45 亿日元。

2026 年 11 月 13 日，公司称インド市场增长及汇率影响推动全年销售预测上调；但中国竞争加剧，联营公司业绩展望恶化。海外布局带来增长机会，也让股东收益受地区竞争和汇率影响。

公司官网列示，2026 年 6 月 25 日首次获得欧洲大型整车厂的大容量 PX 压缩机订单。该订单金额和收入贡献尚未核实，不能直接外推为利润增长。 [S11][S03][S34]

3.3｜原材料涨价压住利润，上下游议价能力待观察

收入增长尚未覆盖成本压力，向客户转嫁涨价的能力需要跟踪。

2026 年 11 月 13 日公布的全年预测显示，销售额上调至 2,180 亿日元，营业亏损预测收窄至 7 亿日元。公司同时指出，原材料涨价仍在压制营业利润；收入增加与营业转盈之间仍有距离。

2026 年 1 月至 9 月，销售成本为 1,389.20 亿日元，毛利为 239.58 亿日元，毛利率约 14.7%；同期销售及管理费用为 241.29 亿日元，营业亏损 1.70 亿日元。毛利尚未覆盖销售及管理费用，成本继续上涨或转嫁不充分都可能挤压利润。

2026 年 11 月 17 日，公司宣布首次获得 EcoVadis 可持续发展评价铜牌，总分 67 分，其中可持续采购 72 分。该评价可能有助于客户审核和供应商资格维持，但公告没有披露新增订单或价格溢价。 [S03][S02][S01]

3.4｜靠近客户布局产能，投资回报仍需验证

新产地有望改善交付效率，但产能投入能否带来利润仍未确定。

2026 年 10 月 29 日，公司宣布在滋賀県设立面向国内整车厂的汽车空调系统生产据点，计划 2027 年春启动，供应西日本。行业报道预计生产线自动化率约 50%；在同等产量及工序下，峰值生产所需人员为传统线的一半左右。靠近客户和减少用工可能改善交付及成本，但仍需看实际开工效果。

供应稳定同样关系客户关系。2026 年 9 月 17 日，公司宣布首次获得日産自動車的业务连续性活动感谢状；公司称其稳定供货工作获认可，但未披露相关订单或客户份额。

后续需集中跟踪：各产品的收入和毛利、主要原材料供应商及采购条件、客户价格调整机制，以及滋賀県据点的客户定点、产能、投资额和利润贡献。这些数据目前不足，无法量化上下游议价能力或新产地的投资回报。 [S01][S13][S07][S11]

04｜竞争格局与产业关系

4.1｜公司处于汽车热管理供应链，收入集中在海外

サンデン依靠汽车空调业务连接整车厂，海外市场变化直接影响收入。

公司开发、制造汽车空调系统和压缩机，客户包括整车厂及汽车零部件企业。2025 年公司营收为 1908.75 亿日元，其中日本以外地区占大部分。

- アジア收入 892.22 亿日元，其中中国 446.78 亿日元、インド 258.68 亿日元。
- 欧州收入 615.59 亿日元，米州收入 279.48 亿日元。
- Volkswagen Group 贡献 282.05 亿日元，華域三電汽車空調有限公司贡献 140.40 亿日元。

公司 2026 年 11 月 13 日上调全年销售预测时，将インド市场增长及汇率列为原因；同时，中国竞争加剧使联营公司盈利展望恶化。不同地区的增长不能直接抵消盈利压力。 [S11][S03]

4.2｜同业已有盈利，公司仍在缩减营业亏损

同为汽车零部件供应商，サンデン的营业盈利改善仍落后于部分同业。

2026 年 1—9 月，サンデン营收 1628.79 亿日元，同比上涨 17.6%，营业亏损 1.70 亿日元。同期 Hanon Systems 营收 8.2804 万亿韩元，同比上涨 1.2%；营业利润 3215 亿韩元，同比增长 77.9%。

两家公司均有热管理业务，但产品组合和合并范围不同。同期对照表明サンデン尚未在营业层面转正，不能据此计算单项产品的竞争差距。

株式会社豊田自動織機 2026 年 4—9 月汽车空调用压缩机收入为 2611 亿日元，同比上涨 14%。公司称日元贬值推高收入，同时中国主要客户及欧州销量减少。该公司已于 2026 年 6 月 1 日退市，其数据只能用于产业对照。 [S02][S12][S04]

4.3｜整车需求分化，收入增长不等于产品涨价

汽车需求和动力结构正在分化，供应商收入增长未必来自销量或涨价。

欧洲汽车制造商协会统计显示，2026 年上半年全球新车注册量同比下降 4.9%，中国下降 23.2%，欧盟增长 5.7%。同期欧盟汽车产量下降 0.4%，当地销售增长部分被进口增加及出口疲弱抵消。

动力结构则为电动产品提供了需求背景：2026 年 1—8 月，欧盟纯电动车占新车注册量的 21.7%，高于上年同期的 15.8%。但整车注册量不能直接当作压缩机或热管理系统的市场规模。

价格端仍有压力。サンデン在 2026 年 11 月 13 日的预测修正中称原材料涨价压制营业利润；株式会社デンソー也将 2026 年 4—9 月营业利润下降部分归因于零部件及材料成本上升。行业产品售价和供需缺口尚无可核实数据。 [S16][S18][S03][S14]

4.4｜电动化和本地供货创造机会，订单转化仍待验证

公司正在押注电动化和本地供货，但新布局尚不能计入盈利改善。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司产品路线图将第五代电动压缩机效率较前代提升约 10%列为目标，并推进空调系统及集成热管理开发。这提供了观察产品进度的指标，但目标不等于已量产或取得订单。

2026 年 10 月 29 日，公司宣布在滋賀県设立汽车空调生产据点，计划 2027 年春启动，面向西日本供货。靠近客户和自动化可能改善交付及用工效率，但产能、投资额和利润贡献仍待披露。

2026 年 11 月 17 日，公司首次获得 EcoVadis 铜牌评价，可能有助于客户审核和供应商资格维持；公告没有量化新增订单或溢价。后续应跟踪客户定点、量产数量和产品盈利，以及同行可比价格与市场份额。[S36][S01][S13]

05｜护城河判断

5.1｜现有客户关系构成业务基础

客户供货关系和全球生产布局已有事实支撑，但壁垒高度仍待验证。

2025 年，サンデン对 Volkswagen Group 的收入为 282.05 亿日元，对 華域三電汽車空調有限公司的收入为 140.40 亿日元。两者合计占全年营收的 22.1%。

这些收入证明公司已有整车产业链客户和供货经验。客户关系能带来业务基础，但仅凭收入规模，还无法判断客户更换供应商的成本或公司的议价能力。 [S11]

5.2｜生产布局有基础，新据点仍待验证

跨地区生产是现有能力，滋賀県新据点能否降低成本还要看量产。

2025 年，公司设备投资总额为 97 亿日元，涵盖欧州和日本等地。已有生产设施和供货经验，为服务不同地区客户提供了条件，但不足以证明其成本领先。

2026 年 10 月 29 日，公司宣布在滋賀県设汽车空调生产据点，计划 2027 年春启动。产线规划自动化率约 50%；靠近西日本客户可能改善交付，但具体产能和投资回报尚未披露。 [S11][S01][S13]

5.3｜新产品有技术目标，尚未证明商业优势

电动压缩机和集成热管理有机会形成壁垒，目前仍处于验证阶段。

覆盖 2024 年至 2028 年的中期经营计划 SHIFT2028，以电动压缩机和集成热管理系统为重点，目标是营收达到 3,000 亿日元、经常利润达到 90 亿日元。

截至 2026 年 11 月 27 日，开发路线图列出第五代电动压缩机的目标：效率较前代提升约 10%，静音性能提升 5%。路线图列出了可跟踪的技术目标，但目标不等于已经量产，也不能直接计入未来利润。[S30][S36]

5.4｜客户认可增加，但还不能当作新增订单

供货和可持续采购评价有助于客户审核，但财务贡献尚未量化。

2026 年 9 月 17 日，公司宣布首次获得 日産自動車 的业务持续性活动感谢状，反映其稳定供货工作获得客户认可。

2026 年 11 月 17 日，公司宣布首次获得 EcoVadis 可持续发展评价铜牌，总分 67 分，其中可持续采购得分 72 分。新的评价增加了供应链管理方面的证据，但公告未披露对应订单或价格溢价。 [S07][S01]

5.5｜盈利表现还不足以证明定价优势

收入增长尚未转成营业盈利，现阶段不能认定公司具有明显定价权。

2026 年 11 月 13 日公布的财报显示，前三季度营收同比增长 17.6%，营业亏损收窄至 1.70 亿日元。公司同日修订的全年预测仍为营业亏损 7 亿日元，并称原材料涨价压制营业利润。

后续需跟踪分产品收入和毛利、客户定点与量产进度，以及新产线的投资回报。缺少这些数据，尚无法判断技术和客户关系能否转化为持续利润。 [S02][S03][S11][S36]

06｜财务质量与现金流

6.1｜收入增长尚未带来营业盈利

收入增长正在缩小亏损，但主营业务尚未转正。

2026 年 11 月 13 日公布的前三季度财报显示，营收为 1628.79 亿日元，同比增长 17.6%；营业亏损 1.70 亿日元，上年同期亏损 22.99 亿日元。

同期毛利为 239.58 亿日元，毛利率约 14.7%；销售及管理费用为 241.29 亿日元。毛利尚不足以覆盖这部分费用，收入增长还未转化为营业利润。

公司 11 月 13 日将 2026 年 12 月期全年营收预测上调至 2180 亿日元，同时预计营业亏损 7 亿日元。公司称印度市场增长及汇率推高销售预测，但原材料涨价仍压制营业利润。 [S02][S03]

6.2｜净利润转正依赖非营业及特别损益

前三季度净利润已转正，但盈利来源仍不稳定。

2026 年前三季度，经常利润为 9.66 亿日元，归母净利润为 1.27 亿日元。营业阶段仍亏损，判断盈利质量需要同时看联营公司收益、利息和资产处置。

- 权益法投资收益为 31.67 亿日元，上年同期为 39.73 亿日元。
- 利息支出为 19.37 亿日元，上年同期为 16.39 亿日元。
- 固定资产出售收益为 9.96 亿日元，结构改革准备金转回 2.82 亿日元；结构改革费用为 4.95 亿日元。

2026 年 11 月 13 日，公司将全年经常利润预测从 27 亿日元下调至 8 亿日元。公司称中国市场竞争加剧、联营公司展望恶化及利息增加是下调原因。全年归母净利润预测则从 5 亿日元上调至 8 亿日元，其中纳入了资产出售收益等项目。 [S02][S03]

6.3｜自有资本比例偏低，出售资产补充现金

负债规模仍大，现金减少使融资安全余量受限。

截至 2026 年 9 月 30 日，总资产为 1807.02 亿日元，负债为 1516.82 亿日元，自有资本为 275.90 亿日元。自有资本比率为 15.3%，高于 2025 年末的 14.4%，但对潜在亏损的缓冲仍有限。

同日现金及存款为 129.75 亿日元，较 2025 年末减少 51.55 亿日元。2026 年 10 月 1 日，公司完成サンデンフォレスト／赤城事業所的出售并收到 80 亿日元，随后以租赁方式继续使用设施。

这笔交易发生在 9 月末资产负债表日之后，带来现金流入，但不能当作主营盈利改善。2026 年 12 月期公司预测全年每股分红为 0 日元。 [S02][S05]

6.4｜经营现金流改善能否持续仍待确认

上年经营现金流转正，但近期变化尚无现金流表验证。

2025 年 12 月期经营现金流为 26.68 亿日元，上年为流出 44.65 亿日元。2025 年度设备投资为 97 亿日元，规模高于同期经营现金流，投资支出的资金来源仍需关注。

2026 年前三季度财报未编制合并现金流量表，因此不能仅凭净利润转正或现金存款下降，判断同期经营现金流的方向。同期折旧费为 59.96 亿日元，上年同期为 49.75 亿日元。

接下来需要跟踪 2026 年全年经营现金流、资产出售后的现金用途及租赁成本。滋賀県新生产据点计划于 2027 年春启动，其投资额及对现金流的影响尚未披露。 [S02][S11][S24][S27][S05][S01][S13]

07｜股东、董事与治理

7.1｜控股股东影响大，少数股东保护要看执行

控股股东持股集中，关联交易监督对少数股东尤其重要。

截至 2025 年 12 月 31 日，最大股东 Hisense Japan Automotive AirConditioning Systems Corporation 持有 73.16%股份。持股集中使其对公司决策具有重大影响。

公司治理报告称，2022 年设立特别委员会，监督与控股股东的重要交易。该委员会在 2025 年度召开 8 次会议，但会议次数不能直接衡量交易条件对少数股东是否有利。 [S32][S10]

7.2｜管理层更替后，继任监督仍需观察

公司已有利益冲突管理程序，管理层继任安排仍需跟踪。

2026 年 3 月 31 日的治理报告称，董事等与关联方的利益冲突交易须事先获得董事会批准，交易后还须报告。公司也每年调查役员等的关联交易。

代表董事于 2025 年 10 月更替；治理报告所述年度尚未审议继任者培养事项，之后拟由提名及薪酬委员会审议、董事会监督。 [S10]

7.3｜经营未转正，资本支出和分红空间受限

收入增长尚未带来营业盈利，新增投资仍要接受现金流检验。

2026 年 11 月 13 日，公司将 2026 年 12 月期收入预测上调至 2,180 亿日元，但仍预计营业亏损 7 亿日元。原材料涨价继续压制利润，全年预计每股分红为零。

2025 年度经营现金流为 26.68 亿日元，设备投资为 97 亿日元。两者并非同一现金流口径，但投资规模表明，持续扩产需要关注资金来源。 [S03][S02][S11]

7.4｜出售资产补充现金，也增加后续使用成本

7.5｜出售资产补充现金，后续租赁成本仍待披露

资产出售和员工发行带来资金，不能替代主营现金流改善。

2026 年 10 月 1 日，公司完成 サンデンフォレスト／赤城事業所 的出售并收到 80 亿日元，随后租回使用。出售带来现金，但未来租赁成本及现金用途尚未量化。

此前，2026 年 9 月 29 日完成的员工定向发行募集 1.0047 亿日元，新增 51 万股，现有股东权益受到轻微稀释。

后续需跟踪控股股东最新持股、关联交易金额、管理层薪酬与经营目标的挂钩，以及出售资产后的租赁支出。 [S05][S06][S10][S32]

08｜资本政策

8.1｜分红暂时难以成为回报来源

公司仍在修复盈利，短期股东回报主要受财务状况约束。

サンデン株式会社 2024 年和 2025 年 12 月期均未分红。2026 年 11 月 13 日公布的 2026 年 12 月期全年预测，分红仍为每股 0 日元。

同日公布的预测显示，全年营业亏损预计为 7 亿日元。预计净利润虽有 8 亿日元，但预测已考虑资产出售收益和结构改革费用，不能仅凭净利润判断主营业务已恢复盈利。 [S31][S02][S03]

8.2｜现金补充仍需结合负债和投资看

资产出售补充了现金，但财务缓冲仍然有限。

截至 2026 年 9 月 30 日，公司自有资本比率为 15.3%，高于 2025 年末的 14.4%；同期现金及存款从 181.30 亿降至 129.75 亿日元。资本占比虽有改善，可用于应对亏损和投资的现金有所减少。

2026 年 10 月 1 日，公司完成サンデンフォレスト／赤城事業所出售，收到 80 亿日元，并通过售后租回继续使用设施。这笔交易发生在上述资产负债表日之后，出售所得也不能视作主营业务产生的现金。

2025 年全年经营活动现金流为 26.68 亿日元；2026 年前三季度未编制现金流量表。后续仍需看经营现金流能否覆盖投资和融资需求。 [S02][S05][S11]

8.3｜员工增资规模有限，股东结构仍集中

员工增资带来少量资金，也使现有股东权益受到轻微稀释。

2026 年 9 月 29 日，公司完成向员工发行 51 万股新股，每股 197 日元，募集 1.0047 亿日元。这是员工安排规模的融资，不能等同于大额融资或经营现金流改善。

截至 2025 年 12 月 31 日，Hisense Japan Automotive AirConditioning Systems Corporation 持股 73.16%，股权集中。公司治理报告称，特别委员会在 2025 年度召开 8 次会议，审议监督与控股股东的重要交易；少数股东仍需关注交易条件和监督结果。 [S06][S32][S10]

8.4｜回购和并购仍需等待进一步披露

现有资料不足以判断回购或并购是否列入资本政策。

公司 2025 年度设备投资为 97 亿日元，欧洲投资包括电动车新世代压缩机生产设备。新产品投入需要资金，在盈利尚未稳定的情况下，投资与股东回报的取舍仍需观察。

后续需跟踪回购和并购计划、售后租回的租金及出售所得用途，以及滋賀県新生产据点的投资额。资产出售、员工增资和既有设备投资不能代替这些披露。 [S11][S05][S06][S01]

09｜估值与安全边际

9.1｜净资产有参考价值，但不能照账面打折买入

市净率可以衡量资产折价，但账面净资产并不等于可分配现金。

截至 2026 年 9 月 30 日，サンデン的归属于股东的权益为 275.90 亿日元，自有资本比率为 15.3%。较低的资本比例意味着，资产减值或持续亏损都可能侵蚀每股净资产，折价本身不能保证安全。

现金也不能简单按净资产估值：2026 年 9 月末现金及存款为 129.75 亿日元，低于 2025 年末的 181.30 亿日元。公司 2026 年前三季度未编制合并现金流量表，暂不能据此判断现金减少的具体原因。 [S02]

9.2｜净利润转正，市盈率仍要谨慎看

净利润转正有助于估值，但市盈率需要剔除一次性收益的影响。

2026 年 11 月 13 日公布的前三季度业绩显示，营业亏损 1.70 亿日元，归母净利润 1.27 亿日元。同期计入固定资产出售收益 9.96 亿日元，主营业务尚未盈利，不能把净利润直接视为稳定盈利能力。

同日修订的 2026 年 12 月期预测，将营业亏损收窄至 7 亿日元，归母净利润上调至 8 亿日元；但经常利润预测从 27 亿日元下调至 8 亿日元。中国市场竞争、联营公司展望恶化和利息增加压低了经常利润预测，净利润预测也包含资产出售等因素。 [S02][S03]

9.3｜安全边际取决于盈利和现金改善

安全边际要靠主营转盈和现金积累，资产出售只能暂时补充资金。

2026 年 10 月 1 日，公司完成サンデンフォレスト／赤城事業所出售并收到 80 亿日元，随后以售后回租方式继续使用设施。现金流入有助于流动性，但出售不代表主营改善，后续租赁成本仍需跟踪。

截至 2026 年 11 月 27 日，产品路线图列出第五代电动压缩机和紧凑型空调单元的性能目标。这让未来产品方向更具体，但目标尚不能当作订单或利润；2026 年 11 月 17 日公布的 EcoVadis 评价同样未披露财务贡献。2026 年 12 月期预计每股股息为 0 日元，投资回报不能先计入股息。 [S05][S36][S01][S02]

9.4｜当前倍数和产品回报仍需核实

在股价、股数和产品回报核实前，不能给出可靠的估值折价。

市净率和市盈率分别需要可核验的估值时点股价、股数及对应每股指标。还需跟踪以下事项，才能判断折价是否足以补偿风险：

- 营业利润能否持续转正，并带动经营现金流改善。
- 新产品定点、量产和利润贡献能否得到披露。
- 售后回租成本及新增投资是否消耗资产出售所得现金。 [S02][S03][S05][S36]

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｜长期走势仍由下跌主导

长期股价从高位持续下移，低价区尚未形成长期反转。

月线图从 1984 年初附近展开，1990 年前后创下图中全历史最高价，约 7300 日元。此后虽有多轮反弹，但高点总体下移：1999 年前后反弹至约 6000 日元，2014 年前后反弹至约 3600 日元，2018 年前后又降至约 2500 日元。

这组高点显示，历次上涨未能改变更长周期的下行方向。股价后来跌入数百日元区间，2025—2026 年进一步靠近 100 日元；在收复主要长期均线之前，技术上仍应按长期下跌后的低位整理看待。

行情数据从 2001 年 1 月开始，未覆盖 1990 年前后的上涨。2004 年 10 月的峰值只属于这一轮波段，长期走势仍以覆盖更早时期的月线图为准。

10.2｜近期反弹未能守住涨幅

2026 年两次冲高后回落，近期价格重新接近低位区。

月线数据显示，2025 年 4 月低点为 106 日元，2025 年 12 月低点为 118 日元。前者是 2001 年以后数据覆盖期的最低价；月线全历史图右端价格过于密集，无法单凭图确认全历史最低的具体月份和价格。

2026 年 2 月，股价升至 207 日元，当月收于 193 日元；3 月收于 145 日元，涨幅大部分回吐。8 月再次升至 211 日元、收于 193 日元，9 月收于 190 日元，10 月降至 167 日元。

两次上冲都未在 200 日元附近持续站稳。2022 年 8 月的 305 日元高点仍明显高于 2026 年 8 月的 211 日元，近期反弹尚未收复更早一轮下跌的关键高点。

10.3｜最新价格跌破近期支撑

11 月下跌使 140—150 日元一带的支撑受到考验。

截至 2026 年 11 月 19 日的行情数据显示，11 月 6 日低点为 150 日元，11 月 10 日收于 177 日元；随后股价走弱，11 月 16 日收于 149 日元，19 日进一步收于 138 日元，低点为 135 日元。11 月日线尾段为暂定数据。

下跌时成交也有变化：11 月 13 日成交 22.25 万股，16 日增至 36.07 万股。同期收盘价从 171 日元跌至 149 日元，至少在这两日的比较中，价格下跌伴随成交放大，不能视作缩量回踩。

公司于 2026 年 11 月 13 日公布前三季度财报，营业亏损 1.70 亿日元。价格下跌与财报公布时间相近，但不能据此断定因果关系。

较晚的图像显示，11 月未完成月线低点为 129 日元，当前显示价格为 133 日元。它与 11 月 19 日数据并非同一截止时点：前者用于观察图中的后续走势，后者用于确认已列出的日线价格。 [S02]

10.4｜均线仍在价格上方

图上短中期均线集中在现价上方，反弹先要面对压力。

2026 年 11 月 27 日的图中，未完成月线显示 133 日元；9 月、12 月和 24 月指数均线分别显示 162、161 和 161 日元。股价低于这组均线，160 日元附近因此是反弹时首先要观察的压力区。

同一时点，60 月指数均线显示 259 日元，200 月指数均线显示 996 日元。两条长期均线均在价格上方，显示长期下行尚未被近期反弹扭转；是否能够突破，还要看后续月线收盘。

图示布林带中轨为 152 日元、下轨为 106 日元，上轨为 197 日元。MACD 线与信号线均接近零轴，柱值为正；这些读数反映图上当时的指标状态，不能单独证明股价已经见底。

10.5｜先看低点，再看能否收复压力位

技术裁决偏谨慎：先确认低点，再观察反弹能否站稳。

下方先看图中 11 月暂见的 129 日元，以及 2025 年 12 月的 118 日元。若价格继续跌破这些位置，近期低点将进一步下移，持股者面临的回撤风险随之增加。

上方需要逐级观察：

- 152 日元：图示布林带中轨，反弹首先要收复的位置。
- 161—162 日元：图示短中期均线密集区，收复后仍需看月线能否站稳。
- 193—211 日元：2026 年 8 月收盘价至年内高点区间；突破并守住，才有更充分的证据表明近期上方压力减轻。
- 259 日元：图示 60 月指数均线，仍高于上述近期高点。

图中均线和布林带会随未完成月线变化，11 月最终收盘及后续成交需要继续跟踪。价格若反弹但无法守住突破位置，应仍按反弹处理；只有价格站稳并得到量价配合，技术判断才有上修基础。

10.6｜图表与行情数据核对
正文以 TradingView 月线全历史图为准，行情数据用于可核验的历史及近期精确价格。

- 数据：行情数据从 2001 年 1 月开始；图：图中 K 线从 1984 年初附近开始，具体首月难以辨认；处理：正文长期结构采用覆盖更早时期的图；精确月份不作断言。
- 数据：数据覆盖期内最高为 2004 年 10 月的 3875 日元，并标为全历史最高；图：1990 年前后高点达到约 7300 日元，明显高于 2004 年波段；处理：正文采用 1990 年前后约 7300 日元作为图中全历史最高价；3875 日元仅在此记录为 2001 年以后行情覆盖期内的最高价。
- 数据：数据覆盖期内最低为 2025 年 4 月的 106 日元，并标为全历史最低；图：图右端低价 K 线密集，难以逐月确认最低点及精确价格；处理：正文将 106 日元称为 2001 年以后数据覆盖期低点，不据此断言图中全历史最低价。
- 数据：截至 2026 年 11 月 19 日，11 月月线收盘 138 日元、低点 135 日元；图：2026 年 11 月 27 日图中未完成月线显示 133 日元、月内低点 129 日元；处理：两者观察截止时间不同。正文分别标明日期，11 月 19 日以前的精确价格使用行情数据；图示后续价格作为未完成月线读数，不当作 11 月 19 日数据。

11｜风险与催化剂

11.1｜收入增长还没带来营业盈利
主要风险是收入继续增长，营业亏损却迟迟不能消除。

2026 年 11 月 13 日公布的前三季度财报显示，サンデン株式会社收入同比增长 17.6%，营业亏损从上年同期的 22.99 亿日元收窄至 1.70 亿日元。营业阶段仍未转正，净利润也受非营业及特别损益影响。

同日公司上调 2026 年 12 月期收入预测至 2,180 亿日元，却将经常利润预测从 27 亿日元下调至 8 亿日元。公司称，中国竞争、联营公司前景转弱和利息增加是下调原因。

风险触发条件：

- 原材料成本持续上涨，营业亏损无法继续收窄。
- 中国市场竞争加剧，联营公司盈利进一步下降。
- 利息支出继续增加，侵蚀经常利润和现金。 [S02][S03]

11.2｜现金和股东权益仍有压力
现金下降和自有资本偏低，会限制公司的融资余地。

截至 2026 年 9 月 30 日，现金及存款为 129.75 亿日元，低于 2025 年末的 181.30 亿日元；自有资本比率为 15.3%。公司于 2026 年 10 月 1 日完成设施售后回租，收到 80 亿日元，但出售资产不能代替持续经营产生现金。

风险触发条件：

- 新产品和产能投入增加，但经营现金流未同步改善。
- 售后回租增加的后续成本超过预期，或处置所得未能缓解资金压力。
- 控股股东相关交易的条件损害少数股东利益。公司 2026 年 3 月 31 日治理报告称，特别委员会负责监督与控股股东的重要交易。 [S02][S05][S10]

11.3｜新产品和新工厂有望带来订单

电动化产品和新工厂能否拿到订单，是业务催化剂。

截至 2026 年 11 月 27 日的开发路线图，第五代电动压缩机目标是效率较前代提升约 10%。这给产品竞争力提供了可跟踪指标，但尚不能证明目标已实现或转化为收入。

2026 年 10 月 29 日，公司宣布在滋贺県设汽车空调系统生产据点，计划 2027 年春启动，面向西日本供货。靠近客户及自动化可能改善交付和用工效率。

催化剂触发条件：

- 第五代电动压缩机取得客户定点并进入量产。
- 滋贺県据点按计划投产，获得可量化订单。
- 2026 年 11 月 17 日公布的 EcoVadis 铜牌评价，转化为客户资格或新增订单。 [S36][S01][S13]

11.4｜主营转盈和现金改善可改变判断

持续营业盈利与经营现金流改善，比单次净利润更重要。

2025 年全年经营现金流为 26.68 亿日元；2026 年前三季度未编制现金流量表。若营业亏损继续收窄，同时经营现金流保持流入，公司对外部融资和资产出售的依赖才有机会下降。

催化剂触发条件：

- 后续财报显示营业利润转正，且改善并非仅来自资产出售。
- 全年经营现金流转强，足以支持研发和设备投资。
- 公司进一步披露新产品收入和订单，使 2024 年至 2028 年中期经营计划的 3,000 亿日元收入目标有更清楚的进度依据。

仍需跟踪新工厂投资额、产能和利润贡献，以及产品定点、量产和售后回租成本。 [S11][S02][S30][S36][S05][S01]

12｜反常识发现

12.1｜净利润转正，主营仍未盈利

サンデン的收入和净利润回升，但主营业务仍在亏损。

2026 年 11 月 13 日公布的财报显示，2026 年前三季度收入为 1,628.79 亿日元，同比上涨 17.6%；营业亏损从上年同期的 22.99 亿日元收窄至 1.70 亿日元。同期毛利为 239.58 亿日元，仍低于 241.29 亿日元的销售及管理费用。

同期归母净利润转为 1.27 亿日元，但其中还包含 31.67 亿日元的权益法投资收益和 9.96 亿日元的固定资产出售收益。对股东来说，净利润转正是进步，却不能单凭这一数字认定主营已能持续赚钱。 [S02]

12.2｜全年净利润上调，经常利润却大幅下调
全年预测看似更好，经常利润的下降却暴露另一处压力。

2026 年 11 月 13 日，公司将 2026 年 12 月期收入预测从 2,000 亿日元上调至 2,180 亿日元，同时将归母净利润预测从 5 亿日元上调至 8 亿日元。经常利润预测却从 27 亿日元下调至 8 亿日元，营业亏损预测仍有 7 亿日元。

公司称，インド市场增长和汇率推高收入预测；原材料涨价仍压制营业利润。中国竞争、联营公司前景恶化和利息增加则拖累经常利润；净利润预测还纳入资产出售收益等项目。因此，收入和净利润上调，不应直接等同于经常性盈利改善。 [S03]

12.3｜资产出售带来现金，不能代替经营造血
出售资产补充了现金，但公司的经营现金流仍需单独观察。

2026 年 10 月 1 日，サンデン完成サンデンフォレスト／赤城事業所的出售，收到 80 亿日元，并以售后租回方式继续使用设施。这笔钱能补充流动性，但出售本身不代表汽车设备业务更赚钱，后续还需承担租赁成本。

出售发生前，2026 年 9 月末现金及存款为 129.75 亿日元，低于 2025 年末的 181.30 亿日元；自有资本比率为 15.3%。2025 年全年经营现金流为 26.68 亿日元，而 2026 年前三季度未编制现金流量表，暂不能判断当期经营造血情况。 [S02][S05][S11]

12.4｜电动化有产品目标，收入贡献还未得到验证
电动化路线已有明确性能目标，但还不能当作新增利润。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司开发路线图显示，第五代电动压缩机的目标是效率较前代提升约 10%、静音性提升 5%。这让产品进度有了可跟踪的指标，但目标本身不能证明客户已定点或产品已量产。

2026 年 10 月 29 日，公司宣布在滋賀県建设汽车空调系统生产据点，计划 2027 年春启动。2026 年 11 月 17 日获得的 EcoVadis 铜牌也可能有助于客户审核，但两项进展都不能直接计入新增收入。

后续需要跟踪各产品的订单、量产和利润贡献，以及新据点的投资额、产能与客户定点。上述数据未披露前，难以判断电动化投入何时为股东带来回报。 [S01][S13][S36]

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜先看全年营业亏损能否继续收窄
下一次复核的重点，是收入增长能否转成营业利润。

2026 年 11 月 13 日公布的前三季度财报显示，营收同比增长 17.6%，营业亏损收窄至 1.70 亿日元。公司同时下调全年经常利润预测，利润改善的持续性仍待检验。

- 营业亏损能否收窄：2026 年 12 月期全年指引为亏损 7 亿日元，第四季度实际亏损与指引隐含的 5.30 亿日元亏损相差多少？
- 联营公司和利息拖累有多大：全年经常利润能否达到修订后的 8 亿日元预测？

- 净利润质量如何：资产出售收益和重组费用分别贡献多少，扣除这些项目后盈利表现如何？ [S02] [S03]

13.2｜现金流和资产出售后的资金用途要分开看
资产出售可以补充现金，但经营活动能否持续回款更重要。

2026 年 9 月末现金及存款为 129.75 亿日元，低于 2025 年末的 181.30 亿日元；同期自有资本比率为 15.3%。2026 年 10 月 1 日，公司完成サンデンフォレスト／赤城事業所出售并收到 80 亿日元，出售后继续租用。

- 经营现金能否改善：2025 年经营现金流为 26.68 亿日元，2026 年全年结果如何？
- 资产出售能否缓解融资压力：所得资金用于偿债还是投资，后续租赁成本是多少？
- 股东回报是否变化：2026 年 12 月期预测每股股息为 0 日元，全年财报是否调整？ [S02][S05] [S11]

13.3｜新产品要看订单和量产进度
开发目标和新产线都有进展，但收入贡献仍要看订单。

公司 2024 年至 2028 年的中期经营计划 SHIFT2028，目标是营收 3,000 亿日元、经常利润 90 亿日元。截至 2026 年 11 月 27 日的开发路线图列有第五代电动压缩机等性能目标，尚不能证明目标已经实现。

- 新产品能否带来收入：第五代电动压缩机和集成热管理系统何时取得客户定点、开始量产？
- 新产线能否按期启动：2026 年 10 月 29 日公布的滋賀県空调系统据点计划 2027 年春启动，投资额、产能及客户订单是多少？
- 供应链评价能否转成订单：2026 年 11 月 17 日公布的 EcoVadis 铜牌评价，是否带来可量化的新订单？ [S30][S36][S01][S13]

13.4｜下一次复核还要补齐关键缺口
全年财报和后续公告是判断改善是否持续的主要依据。

- 产品增长质量仍不清楚：公司 2025 年度未单列各产品收入，后续能否披露电动压缩机、空调系统的收入及毛利？
- 投资回报仍待核实：新产品和滋賀県据点需要多少研发、资本开支及营运资金，何时达到盈亏平衡？
- 订单价值尚未确认：2026 年 6 月 25 日公布的欧洲整车厂大容量压缩机订单，金额和量产时间是多少？ [S11][S34][S36][S01]

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜37.1/100 分、D 级：主营亏损和长期弱势拉低判断，客户基础与亏损收窄提供一定支撑
Kabugami 评分 V3.2：37.1/100 分，评级 D（40 分以下档）。

动作：WATCH（观望）：暂不按稳定盈利企业估值。

依据：2026 年前三季度营业亏损收窄，但全年仍预计亏损，现金流持续性待确认。

翻转条件：主营持续转盈、经营现金流同步改善，且净利润对资产出售的依赖下降。（S02、S03、S11）

各模块得分/满分：

- 财务韧性与下行防御 3.9/13 分：截至 2026 年 9 月末，自有资本比率为 15.3%，现金及存款从上年末的 181.30 亿降至 129.75 亿日元，亏损缓冲有限。反面因素是 10 月售后回租带来 80 亿日元现金，2025 年经营现金流也已转正。（S02、S05、S11）
- 竞争优势与结构耐久性 6.3/14 分：公司已有跨地区供货关系，2025 年对 Volkswagen Group 的收入为 282.05 亿日元，客户基础为持续接单提供条件。但客户更换供应商的成本、产品份额和议价能力均未量化，尚不能证明这些关系构成稳固壁垒。（S11）
- 盈利质量、现金转化与资本效率 5.1/17 分：2026 年前三季度营业亏损 1.70 亿日元，净利润 1.27 亿日元则受到 31.67 亿日元权益法收益及 9.96 亿日元资产出售收益影响，持续盈利能力仍弱。反面因素是营业亏损较上年同期的 22.99 亿日元收窄。（S02）
- 商业结构、产品、客户与关键依赖 5.5/11 分：2025 年两大披露客户合计贡献收入 22.1%，既有客户基础，也存在订单集中风险。滋賀県据点计划 2027 年春启动，可支持西日本供货；但客户定点、产能及利润贡献尚未量化。（S11、S01、S13）
- 估值与安全边际 6.75/15 分：当前股价、总市值及可核验估值倍数缺口，使安全边际无法判断。截至 2026 年 9 月末归属于股东的权益为 275.90 亿日元，可作资产参考；但没有对应股价，不能认定存在折价。（S02）
- 资本配置与股东回报 3.5/10 分：2024 年和 2025 年均未分红，2026 年 12 月期预测每股分红仍为 0 日元，股东暂缺现金回报。2026 年员工增资募集 1.0047 亿日元，规模有限但有轻微稀释；回购计划尚待披露。（S31、S02、S06）
- 治理、所有权与管理层 2.8/7 分：截至 2025 年末，Hisense Japan Automotive AirConditioning Systems Corporation 持股 73.16%，少数股东需关注关联交易条件。反面支撑是特别委员会 2025 年度召开 8 次会议，但次数不足以证明监督效果。（S32、S10）
- Kabugami 技术结构 3.25/13 分：长期走势仍由下跌主导，2022 年 8 月高点 305 日元高于 2026 年 8 月的 211 日元，两次冲高也未守住 200 日元附近。2025 年 4 月以来出现过反弹，但尚未确立长期反转，旧的下行结构仍占主导。

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｜サンデン株式会社｜リリース | サンデン株式会社（2026 年ニュース一覧）｜2026-11-17｜公司 IR｜https://www.sanden.co.jp/topics/2026/release/

[S02] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社／日本取引所グループ適時開示｜2026 年 12 月期 第 3 四半期決算短信［日本基準］（連結）｜2026-11-13｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/64440/140120261110571973.pdf

[S03] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社／TDnet｜通期業績予想の修正に関するお知らせ｜2026-11-13｜適時開示｜https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261110571975.pdf（未在检索记录中复核）

[S04] 一级·公司/交易所｜株式会社豊田自動織機｜2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔ＩＦＲＳ〕（連結）｜2026-10-29｜決算短信｜https://www.toyota-shokki.co.jp/company/item/2027_2Q_summary_J.pdf（未在检索记录中复核）

[S05] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社／東京証券取引所（TDnet）｜当社保有不動産の譲渡完了に関するお知らせ（開示事項の経過）｜2026-10-01｜適時開示｜https://www2.jpx.co.jp/disc/64440/140120260929542032.pdf（未在检索记录中复核）

[S06] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社／東京証券取引所（TDnet）｜第三者割当による新株式の発行に係る払込完了に関するお知らせ｜2026-09-29｜適時開示｜https://www2.jpx.co.jp/disc/64440/140120260929541901.pdf（未在检索记录中复核）

[S07] 一级·公司/交易所｜SANDEN｜Sanden Receives Its First “Certificate of Appreciation for BCP Activities” from Nissan Motor Co., Ltd.｜2026-09-17｜公司 IR ｜https://www.sanden.co.jp/english/topics/2026/

[S10] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜コーポレートガバナンス CORPORATE GOVERNANCE | SANDEN CORPORATION｜2026-03-31｜公司 IR ｜https://www.sanden.co.jp/sustainability/governance/corporate_governance.pdf

[S11] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社／EDINET｜有価証券報告書（第 100 期）｜2026-03-27｜有価証券報告書｜https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100XUJB.pdf

[S12] 其他网页｜Hanon Systems｜Hanon Systems Announces Third Quarter 2026 Financial Results｜2026-11-05｜公司 IR｜https://www.hanonsystems.com/En/Media/NewsDetails/406

[S13] 其他网页｜プラント DB｜サンデン、滋賀県に HVAC 新拠点｜2026-11-04｜専門媒体｜https://plantdb.jp/article/343343ef-439b-44a5-8507-f6529c3ab3ca

[S14] 其他网页｜DENSO Corporation｜DENSO Announces First Half Financial Results｜2026-10-29｜公司 IR｜https://www.denso.com/global/en/newsroom/news/2026/20261029-g01/

[S16] 其他网页｜European Automobile Manufacturers' Association（ACEA）｜Economic and Market Report: Global and EU auto industry – First half of 2026｜2026-10-12｜行业统计｜https://www.acea.auto/publication/economic-and-market-report-global-and-eu-auto-industry-first-half-of-2026/

[S18] 其他网页｜European Automobile Manufacturers' Association（ACEA）｜New car registrations: +5.3% in August 2026 year-to-date; battery-electric 21.7% market share｜2026-09-24｜行业统计｜https://www.acea.auto/pc-registrations/new-car-registrations-5-3-in-august-2026-year-to-date-battery-electric-21-7-market-share/（未在检索记录中复核）

[S24] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜第 99 期（自 2024 年 1 月 1 日 至 2024 年 12 月 31 日）有価証券報告書｜日期未标｜有価証券報告書｜https://www.sanden.co.jp/ir/document/pdf/securities/99security.pdf

[S27] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜連結キャッシュ・フロー計算書｜日期未标｜公司 IR｜https://www.sanden.co.jp/ir/finance/cashflow.html

[S30] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜経営方針と経営計画｜日期未标｜公司 IR｜https://www.sanden.co.jp/ir/management/

[S31] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜株主還元｜日期未标｜公司 IR｜https://www.sanden.co.jp/ir/stockholder/reduct.html

[S32] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜株式の概要・株主構成｜日期未标｜公司 IR｜https://www.sanden.co.jp/ir/stockholder/summary.html

[S34] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜2026｜日期未标｜公司 IR｜https://www.sanden.co.jp/date/2026/

[S36] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜Vol.1 開発ロードマップ | SHIFT2028 FORWARD｜日期未标｜公司 IR｜https://www.sanden.co.jp/ir/shift2028/vol01.html

15.2｜已检索但正文未引用的来源

[S08] 专业媒体｜株式会社デンソー／TDnet 資料｜2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔ＩＦＲＳ〕（連結）｜2026-10-29｜同業財務｜https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn%3Anewsml%3Atdnet.info%3A20261027556975/010120261027556975.pdf

[S09] 行业协会｜一般社団法人日本自動車工業会（JAMA）｜2026 年第 2 四半期・上半期累計海外生産統計｜2026-08-31｜行业统计｜https://www.jama.or.jp/statistics/foreign_prdct/20260831.html

[S15] 其他网页｜Valeo｜Press release – Q3 2026 Sales｜2026-10-22｜公司 IR｜https://www.valeo.com/en/press-release-q3-2026-sales/

[S17] 其他网页｜Sanden Europe｜Sanden Europe publishes its first Sustainability Report｜2026-09-29｜公司 IR｜https://www.sanden-europe.com/sanden-europe-publishes-its-first-sustainability-report/

[S19] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜1・連結業績予想｜2025-02-26｜決算説明資料｜https://www.sanden.co.jp/ir/document/pdf/statement/briefing37_12_4.pdf

[S20] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜サンデン株式会社（6444）2024 年 12 月期 決算短信｜2025-02-14｜決算短信｜https://www.sanden.co.jp/ir/document/pdf/statement/shihanki250214.pdf

[S21] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜業績予想値と決算値との差異及び営業外収益（連結）／特別利益（個別）／特別損失（個別）の計上に関するお知らせ｜2025-02-14｜適時開示｜https://www.sanden.co.jp/ir/document/pdf/statement/info_20250214_1.pdf

[S22] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜サンデン株式会社（6444）2024 年 12 月期 第３四半期決算短信｜2024-11-14｜決算短信｜https://www.sanden.co.jp/ir/document/pdf/statement/shihanki241114.pdf

[S23] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜サンデン株式会社（6444）2024 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信｜2024-08-09｜決算短信｜https://www.sanden.co.jp/ir/document/pdf/statement/shihanki240809.pdf

[S25] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜連結損益計算書｜日期未标｜公司 IR ｜https://www.sanden.co.jp/ir/finance/profit.html

[S26] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜連結貸借対照表｜日期未标｜公司 IR ｜https://www.sanden.co.jp/ir/finance/loan.html

[S28] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜セグメント情報｜日期未标｜公司 IR ｜https://www.sanden.co.jp/ir/finance/segment.html

[S29] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜業績予測｜日期未标｜公司 IR ｜https://www.sanden.co.jp/ir/finance/predict.html

[S33] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜IR カレンダー｜日期未标｜公司 IR ｜https://www.sanden.co.jp/ir/event/calendar.html

[S35] 一级·公司/交易所｜サンデン株式会社｜決算説明会｜日期未标｜公司 IR ｜https://www.sanden.co.jp/ir/event/brief.html

15.3｜来源质量与新鲜度检查

来源 36 条（一级官方 27 条，占比 75%）；带发布日期 23 条；90 天内 16 条，14 天内 3 条；转载站链接 0 条（已替换为官方原文 0 条）。

检索中浏览过的网页 250 个；事实 77 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 $0.0557；R0A $0.1035；R0B $0.0601；R0C $0.0815；R0D $0.0389

15.5｜Research Stop 与主要 UNKNOWN

・研究截止日设为 2026-11-27。检索サンデン官网 IR 资料目录、证券报告入口及 EDINET/JPX 指定范围后，未能实际定位并打开 2025 年 12 月期有価証券報告書；目前实际读到的最新有価証券報告書是第 99 期（2024 年 1 月 1 日～2024 年 12 月 31 日）。

・未能实际定位并打开 2026 年 12 月期半期報告書（截至 2026 年 6 月 30 日）。已查公司 IR 证券报告入口、IR 资料目录及指定的 EDINET/JPX 检索范围；因此半年度资产负债、损益及披露事项未纳入事实。

・近四期决算短信中，仅实际打开 2026 年 12 月期第 3 四半期、2024 年 12 月期决算短信及 2024 年第二季度/第三季度短信。2025 年 12 月期通期、2025 年各季度以及 2026 年第一、第二季度短信虽在公司 IR 日历/IR 首页见到对应发布安排或日期，但未能定位并打开原文，故不填数字。

・决算説明会页面列出 2026 年 8 月 27 日第 2 四半期说明会，但未能定位并打开该说明资料原文；2026 年 11 月期第 3 四半期以后的说明资料、最新株主通信亦未找到可核验原文。

・对 2025 年 11 月 27 日以来全部重要適時開示（业绩修正、减损、并购、回购、分红变更、人事、诉讼）的完整逐件核验未完成：指定网站检索实际打开了 2026 年 11 月 13 日第 3 四半期短信及 2025 年 2 月 14 日业绩差异公告；公司 2026 年新闻目录另列若干业务发布，但目录标题不等同于適時開示，且相关原文未逐件打开。

・未找到可核验的月次销售或运营数据，也未确认公司是否定期发布月次数据；公司 IR 页面未提供最近 3 个月月次原文。

・公司 IR 预测页面显示 2026 年 12 月期销售额 200,000 百万円、营業損失 1,000 百万円等预测，但检索到的 2026 年 11 月 13 日第 3 四半期短信已披露修订预测；页面预测的原始公告日及修订前后完整桥接表未确认，因此未将该页面的较早预测金额作为独立日期事实。

・2026 年 6 月 25 日大容量 PX コンプレッサー订单、2026 年 9 月 17 日日産自動車 BCP 感谢状、2026 年 10 月 29 日滋賀県新生产据点仅从公司新闻列表读取到标题和日期；具体投资额、产能、量产时间、订单金额及利润贡献未知。

・公司官网部分财务历史页面仍显示截至 2024 年度数据，不能据此填充 2025 年度实际财务。2024 年度报告的具体 EDINET 提交日及上述未定位文件的公告日未从实际打开文本中确认，来源日期留空。

・本次检索未取得可直接量化全球汽车空调压缩机或整车热管理系统市场规模、销量、价格及供需的政府或协会统计；整车产量与新车注册量仅作需求环境代理指标。

・未核实経済産業省统计中乗用車エアコン用圧縮機截至 2026-11-27 的最新月度实际生产、出货、库存数据及其同比序列。

・未检索到足以量化日本及主要出口市场冷媒法规变化、法规生效日期及其对汽车空调压缩机产品成本或需求影响的监管原文。

・同业业务口径并不完全可比：DENSO 和 Hanon Systems 提供集团合并业绩，Valeo 第三季度披露销售而非季度营业利润，株式会社豊田自動織機则另披露「カーエアコン用コンプレッサー」产品营收。

・2026-11-13 以后至 2026-11-27，未检索到サンデン另行发布的月次销售、产量、订单或客户定点数据；月度经营趋势无法由本阶段资料核验。

・滋賀県 HVAC 新据点的合作方名称、确定客户及车型、计划年产能、投资额、爬坡进度和预计收入利润贡献未在已读材料中量化。

・EcoVadis 评价和日産「BCP 活動感謝状」对后续订单、客户份额或销售额的实际影响未披露。

・通期预测所含「構造改革費用」「固定資産売却益等」在本次业绩预测修正公告中未按项目列出金额；单独预测现金流量表亦未提供。

・检索到的 2026 年 11 月 17 日后公司新闻列表未显示新发布的重大业绩或经营公告；无法据此确认是否存在未被已检索渠道收录的媒体独家报道。

・此前关于 2025 年度有価証券報告書未能定位的记录已更正；已打开第 100 期报告。

・2026 年 12 月期半期報告書虽在检索结果中出现 EDINET 文档编号，但本阶段未能打开官方原文，故未补录其财务及风险数字。

・2026 年产品开发路线图网页未显示可核实的发布日期；F77 的日期为研究截止日观察日期，不代表页面发布日期。

・2025 年度报告未披露按 EC、MC、HVAC、ITMS 或 ECH 划分的独立收入、毛利、订单、产能利用率或盈亏平衡点；产品增长质量无法据此量化。

・客户收入仅列主要客户，未披露其余客户完整名单或客户集中度阈值；客户价格年降及单一客户订单变化的财务敏感度未量化。

・有価証券報告書披露年度设备投资总额及地区/产品用途概述，但未拆分 SHIFT2028 各产品平台的研发预算、增量资本开支、营运资金需求或投资回报。

・路线图中的第五代 EC、コンパクト HVAC 等性能提升属于页面所述目标；客户定点、量产进度、成本优势和销售利润贡献仍未由本阶段材料核实。

・未获得可直接比较サンデン与株式会社豊田自動織機、デンソー、Hanon Systems 及 Valeo 之同口径产品收入、利润率、产能、价格或客户份额数据；不同公司披露口径无法统一。

・本阶段未取得可量化全球汽车空调压缩机及热管理系统市场规模、销量、价格、供需、产品动力类型拆分的政府或协会原始统计。

・本阶段未取得主要市场有关 R290、汽车冷媒或热泵的监管原文及生效日期，也未核实其对认证周期、产品成本或客户采购要求的具体影响。

・公司治理报告未量化支配股东相关交易的金额及其对少数股东收益的影响；支配股东持股的最新变化仍需以研究截止日股东资料复核。

・董事会实效性自评披露较概括；管理层绩效薪酬与 SHIFT2028 目标之间的量化挂钩关系、内部控制执行效果和审计发现整改细节未在本阶段核验。

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。