

< 中小型株テーマ >

2025 年の有望ジャンルと着目銘柄

～多様な有望ジャンルの今後の変化を占う

中小型株企業の業績は 2024 年も堅調に推移した。ただし、株価面では 2023 年に続き 2024 年もややさえないパフォーマンスとなった。2023 年末比で TOPIX が 14.7% 上昇したのに対し、いちよし経済研究所のユニバース銘柄（継続調査対象銘柄）の株価は単純平均で 3.1% の上昇にとどまった（12 月 19 日現在）。TOPIX をアウトパフォームしたのは 3 割にとどまり、中小型グロース株を中心に構成されている当研究所のユニバースは全体としてはやや苦戦した。

本レポートでは、当研究所アナリスト 12 名が考える 2025 年の有望 21 ジャンルと着目 44 銘柄を紹介する。2025 年に注目したいジャンル・テーマとして防衛産業、宇宙開発、系統用蓄電所、空港整備、中堅物流事業者の海外展開、データセンター内の光通信ニーズ、生成 AI サーバー関連、半導体 CMP、米中対立による調達シフト、産業用空調機器、ヘルスビッグデータ、歯科 DX、医療・介護クラウド、医療機器、肥満症治療薬、103 万円の壁、リユース、GIGA スクール、AI を利用したマッチングエコシステム、銀行業の IT 投資、保証サービス市場の拡大、などについてコメントする。

着目企業として、日本アビオニクス（6946）、QPS 研究所（5595）、ウエストホールディングス（1407）、丹青社（9743）、センコーグループホールディングス（9069）、santec Holdings（6777）、第一工業製薬（4461）、フジミインコーポレーテッド（5384）、メイコー（6787）、新晃工業（6458）、JMDC（4483）、松風（7979）、eWeLL（5038）、日本トリム（6788）、大阪ソーダ（4046）、サンマルクホールディングス（3395）、トレジャー・ファクトリー（3093）、内田洋行（8057）、TWOSTONE & Sons（7352）、DTS（9682）、イー・ギャランティ（8771）、など 44 銘柄を挙げる。

目次

1.2024 年に株価が上昇した業種と銘柄.....	3
2.2025 年の有望ジャンルと着目銘柄.....	5

インフラ関連

防衛産業.....	8
宇宙開発.....	9
系統用蓄電所.....	10
空港整備.....	11
物流の海外進出.....	12

テクノロジー

光通信関連装置.....	13
生成 AI サーバー.....	14
半導体 CMP.....	15
米中対立.....	16
産業用空調機器.....	17

ヘルスケア

ヘルスビッグデータ.....	18
デジタルデンティストリー.....	19
医療・介護クラウド.....	20
医療機器・サービス.....	21
肥満症治療薬.....	22

消費

外食.....	23
リユース.....	24
国内パソコン市場.....	25

デジタル化

デジタルメディア・コンテンツ.....	26
システム開発.....	27
保証サービス.....	28

1. 2024 年に株価が上昇した業種と銘柄

当研究所のユニバース
の株価は前年末比3%上
昇

中小型株企業の業績は2024年も堅調に推移した。ただし、株価面では2023年に続き 2024 年もややさえないパフォーマンスとなった。2023 年末比で TOPIX が 14.7%上昇したのに対し、いちよし経済研究所のユニバース銘柄（継続調査対象銘柄）の株価は単純平均で 3.1%の上昇にとどまった（12 月 19 日現在）。TOPIX をアウトパフォームしたのは 3 割にとどまり、中小型グロース株を中心に構成されている当研究所のユニバースは全体としてはやや苦戦した。

消費財が好調、ヘルス
ケアサービスが不振

当研究所ユニバースの業種別パフォーマンスを見れば（図表 1）、美津濃（8022）、タカラトミー（7867）などの消費財の株価の伸びが高かった（中央値で 2023 年末比 16%上昇）。建設・建設資材（同 13%上昇）、素材（同 9%上昇）なども 2023 年に引き続き堅調に推移した。一方、2023 年に大きく上昇した半導体・FPD は低調な株価パフォーマンスとなった（同 6%下落）。

（図表1）業種別株価パフォーマンス（2023 年 12 月 29 日～2024 年 12 月 19 日）

順位	業種	中央値	平均	上昇率が大きかった銘柄
1	消費財	16%	28%	美津濃(8022、134%)、タカラトミー(7867、107%)
2	建設・建設資材	13%	17%	S W C C (5805、161%)、東建コーポレーション(1766、30%)
3	素材	9%	9%	第一工業製薬(4461、102%)、タムロン(7740、68%)
4	デジタルB2B	6%	4%	日本情報クリエイト(4054、62%)、マクロミル(3978、54%)
5	小売	6%	-3%	チヨダ(8185、61%)、ブックオフグループホールディングス(9278、30%)
6	電子デバイス	5%	2%	メイコー(6787、120%)、日東紡績(3110、38%)
7	エネルギー・金融・不動産	4%	9%	青山財産ネットワークス(8929、88%)、プレミアグループ(7199、39%)
8	機械	4%	14%	ヤマシンフィルタ(6240、105%)、鈴茂器工(6405、94%)
9	医薬品・医療機器	1%	2%	松風(7979、61%)、日本トリム(6788、22%)
10	物流・卸売	0%	11%	キューソー流通システム(9369、139%)、三井倉庫ホールディングス(9302、56%)
11	電子・電気機器	-2%	10%	トプコン(7732、88%)、ミマキエンジニアリング(6638、65%)
12	消費者サービス	-4%	0%	ラウンドワン(4680、141%)、Fast Fitness Japan(0、30%)
13	デジタルメディア・コンテンツ	-6%	3%	I G ポート(3791、122%)、ディー・エヌ・エー(2432、96%)
14	半導体・FPD	-6%	-9%	富士紡ホールディングス(3104、44%)、メガチップス(6875、37%)
15	デジタルB2C	-8%	6%	B E E N O S (3328、180%)、R e b a s e (5138、62%)
16	アウトソーシング	-11%	-7%	リベロ(9245、90%)、T R E ホールディングス(9247、37%)
17	ヘルスケアサービス	-25%	-24%	ソフトウェア・サービス(3733、39%)、カナミックネットワーク(3939、20%)

（注）いちよし経済研究所の業種分類、カッコ内のパーセンテージは 2023 年末比上昇率

（出所）Astra Manager よりいちよし経済研究所

株価が2倍以上となったのは10銘柄

当研究所のユニバース銘柄、2023年末比で株価が2倍以上になったのは10銘柄（ユニバース全体の2%）あった（図表2）。上位銘柄には業績好調な企業が並ぶが、内容は多岐にわたる。

具体的には事業集約により収益性が向上している BEENOS（3328、12月19日付でLINE ヤフー（4689）によるTOBに賛同すると発表）、エネルギー・インフラ事業が好調な SWCC（5805）、米国での飲食店展開を強化するラウンドワン（4680）、収益性の改善が進むキューソー流通システム（9369）、アスレジャーファッション隆盛やスポーツ参加者の増加を背景に存在感を強める美津濃（8022）などの株価が大きく上昇した。

（図表2）株価上昇率上位20社（2023年12月29日～2024年12月19日、当研究所ユニバース）

順位	コード	社名	株価上昇率 (倍、2023年末比)	事業概要
1	3328	B E E N O S	2.80	越境ECの代理購入サービス「Buyee」等
2	5805	S W C C	2.61	電線、電力ケーブル、機器など
3	4680	ラウンドワン	2.41	ボウリング、カラオケ、複合施設運営
4	9369	キューソー流通システム	2.39	食品物流大手
5	8022	美津濃	2.34	総合スポーツ用品メーカー
6	3791	I G ポート	2.22	アニメ制作、版權事業等
7	6787	メイコー	2.20	プリント配線板製造
8	7867	タカラトミー	2.07	玩具大手
9	6240	ヤマシンフィルタ	2.05	建設機械用フィルタ
10	4461	第一工業製薬	2.02	工業用薬剤のトップメーカー
11	2432	ディー・エヌ・エー	1.96	モバイル向けソーシャルゲーム等展開
12	6405	鈴茂器工	1.94	寿司用米飯加工機械（寿司ロボット）
13	9245	リベロ	1.90	転居や転勤者向けサービスを提供
14	2585	ライフドリンク カンパニー	1.89	清涼飲料水の製造販売
15	8929	青山財産ネットワークス	1.88	資産家向け運用、相続コンサルティング
16	7732	トプコン	1.88	測量やGPS関連製品でグローバル展開
17	6231	木村工機	1.78	業務用空調機
18	3989	シェアリングテクノロジー	1.73	ライフサービスのマッチングサイト
19	7740	タムロン	1.68	一眼レフ用交換レンズの製造大手
20	9554	A V i C	1.66	インターネット広告とSEOコンサル

（出所）いちよし経済研究所

2. 2025 年の有望ジャンルと着目銘柄

ミクロの視点から多様かつ数多くの有望ジャンルを提示

本レポートでは、当研究所アナリスト 12 名が考える 2025 年の有望 21 ジャンル（図表 3）と着目 44 銘柄（次ページ、図表 4、5）を紹介する。2025 年に注目したいジャンル・テーマとして防衛産業、宇宙開発、系統用蓄電所、空港整備、中堅物流事業者の海外展開、データセンター内の光通信ニーズ、生成 AI サーバー関連、半導体 CMP、米中対立による調達シフト、産業用空調機器、ヘルスビッグデータ、歯科 DX、医療・介護クラウド、医療機器、肥満症治療薬、103 万円の壁、リユース、GIGA スクール、AI を利用したマッチングエコシステム、銀行業の IT 投資、保証サービス市場の拡大、などを挙げる。

（図表3） 2025 年の有望ジャンル

ジャンル	タイトル
インフラ関連	
防衛産業	好調な受注高が本格的な業績インパクトとして顕在化する年に
宇宙開発	宇宙開発加速により恩恵を受ける企業
系統用蓄電所	再生可能エネルギーの普及に向け、系統用蓄電所の計画が目白押し
空港整備	拡大する需要に対応するべく、遅れていた空港などの機能強化が加速度的に進む
物流の海外進出	海外展開に手ごたえを感じ始めた中堅物流事業者
テクノロジー	
光通信関連装置	生成AI普及を背景にデータセンター内の光通信ニーズが高まる
生成AIサーバー	一部の多層基板材料メーカーは2025年に高成長となる可能性がある
半導体CMP	2025年メモリに対しロジック優位を想定、日本のCMP関連メーカーは相対的に好ポジション
米中対立	欧米企業による部品調達シフトが進行する可能性
産業用空調機器	国内における大規模工場やDCの建設需要拡大、猛暑とともに成長が見込まれる
ヘルスケア	
ヘルスビッグデータ	データの多元活用による高付加価値化で、“一人勝ち”の様相
デジタルデンティストリー	政府も後押しする歯科医療、技工のデジタル化の加速
医療・介護クラウド	在宅分野でクラウド系サービスの普及が持続的に進展しよう
医療機器・サービス	PFAS（有機フッ素化合物）除去機能に着目したい
肥満症治療薬	社会的なニーズの強さから2025年に供給の拡大が必須
消費	
外食	動き出した手取りの増加～103万円の壁撤廃は決定
リユース	一時的な減速を経て、再び成長へ
国内パソコン市場	法人向けPCに加えてGIGAスクール端末の更新需要も顕在化へ
IT・デジタル	
デジタルメディア・コンテンツ「DX×人材×M&A」	で進化するマッチングエコシステムを展開する企業
システム開発	銀行業のIT投資意欲拡大で着目される企業
保証サービス	倒産件数の増加により保証サービス市場の拡大が見込まれる

（出所）いちよし経済研究所

(図表4) 本レポート着目銘柄のバリュエーション (1)

社名	コード	市場	レーティング	フェアバリュー (円)	株価 (円)	PER (倍)		PBR (倍)		
						今期予想	来期予想	前期実績	今期予想	
インフラ関連										
日本アビオニクス	6946	東ス	-	-	2,334	16.3	14.4	2.7	2.4	
東京計器	7721	東プ	-	-	3,220	16.5	15.6	1.4	1.3	
Q P S 研究所	5595	東グ	-	-	1,100	-	135.8	4.7	6.0	
アストロスケールホールディングス	186A	東グ	-	-	787	-	-	13.2	-	
ウエストホールディングス	1407	東ス	A	5,000	1,670	8.3	6.6	2.0	1.7	
グリッド	5582	東グ	-	-	2,519	44.1	29.8	3.3	13.2	
丹青社	9743	東プ	-	-	1,020	12.6	12.3	1.5	1.4	
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	4433	東プ	-	-	814	9.7	8.1	0.8	0.8	
日本空港ビルデング	9706	東プ	-	-	4,930	20.8	17.9	2.7	2.5	
センコーグループホールディングス	9069	東プ	A	2,000	1,535	11.9	10.3	1.3	1.2	
鴻池運輸	9025	東プ	A	3,800	2,989	9.6	11.5	1.2	1.1	
テクノロジー										
s a n t e c H o l d i n g s	6777	東ス	-	-	7,110	18.2	16.1	4.7	3.9	
精工技研	6834	東ス	-	-	6,240	34.6	30.1	2.1	2.0	
第一工業製薬	4461	東プ	A	5,400	3,970	12.3	10.3	1.0	1.0	
四国化成ホールディングス	4099	東プ	A	3,200	2,038	11.4	10.8	1.2	1.1	
日本化薬	4272	東プ	-	-	1,276.5	13.5	12.0	0.8	0.8	
フジインコーポレーテッド	5384	東プ	A	3,400	2,386	19.9	16.2	2.4	2.3	
扶桑化学工業	4368	東プ	A	5,700	3,500	11.3	11.4	1.3	1.2	
富士紡ホールディングス	3104	東プ	A	7,800	5,420	13.7	11.8	1.4	1.3	
メイコー	6787	東プ	A	11,000	9,170	14.7	11.8	2.4	2.1	
新晃工業	6458	東プ	-	-	1,231	12.4	11.5	1.5	1.4	
木村工機	6231	東ス	-	-	5,590	8.3	6.9	2.1	1.7	
ヘルスケア										
J M D C	4483	東プ	-	-	3,957	39.8	33.1	3.7	3.3	
松風	7979	東プ	A	3,600	2,214	17.5	14.8	1.9	1.8	
歯愛メディカル	3540	東ス	-	-	968	7.9	13.4	2.4	1.9	
アソインターナショナル	9340	東ス	-	-	1,199	13.6	10.8	2.1	1.8	
e W e L L	5038	東グ	-	-	1,996	39.9	29.9	17.7	13.1	
イーエムシステムズ	4820	東プ	A	1,300	787	27.3	26.1	2.7	2.5	
カナミックネットワーク	3939	東プ	-	-	505	19.5	15.4	6.3	5.0	
日本トリム	6788	東プ	A	7,500	3,695	11.3	9.8	1.3	1.2	
大阪ソーダ	4046	東プ	A	3,000	1,968	20.6	17.0	2.3	2.1	
消費										
サンマルクホールディングス	3395	東プ	-	-	2,604	21.3	19.1	1.8	1.7	
くら寿司	2695	東プ	B	3,400	3,000	36.1	32.8	2.1	2.1	
日本マクドナルドホールディングス	2702	東ス	B	7,100	6,270	27.8	23.9	3.7	3.3	
トレジャー・ファクトリー	3093	東プ	A	1,800	1,373	12.1	10.9	3.8	3.1	
ブックオフグループホールディングス	9278	東プ	-	-	1,481	11.0	10.2	1.4	1.3	
内田洋行	8057	東プ	-	-	6,540	9.0	7.3	1.0	0.9	
ダイワボウホールディングス	3107	東プ	A	4,000	3,079	11.4	10.0	2.0	1.7	

(注1) 株価は12月19日終値

(注2) 予想PER、同PBRは12月19日現在の業績予想に基づいている。フェアバリュー、レーティングも同じ

(出所) いちよし経済研究所

(図表5) 本レポート着目銘柄のバリュエーション (2)

社名	コード	市場	レーティング	フェアバリュー (円)	株価 (円)	PER (倍)		PBR (倍)		
						今期予想	来期予想	前期実績	今期予想	
IT・デジタル										
TWOSTONE & Sons	7352	東グ	-	-	830	120.3	65.4	12.5	11.4	
エフ・コード	9211	東グ	-	-	1,196	17.1	12.1	4.0	2.2	
DT S	9682	東プ	A	5,200	4,285	18.8	16.8	2.9	3.0	
アイティフォー	4743	東プ	-	-	1,464	14.4	13.3	2.1	2.1	
イー・ギャランティ	8771	東プ	A	2,500	1,750	24.2	20.9	3.8	3.5	
ジェイリース	7187	東プ	A	2,100	1,236	10.5	9.6	4.7	3.9	

(注1) 株価は12月19日終値

(注2) 予想PER、同PBRは12月19日現在の業績予想に基づいている。フェアバリュー、レーティングも同じ

(出所) いちよし経済研究所

<防衛産業>

好調な受注高が本格的な業績インパクトとして顕在化する年に

防衛関連の収益貢献が
大きな中小型株企業

2023 年度からの防衛力整備計画（～2027 年度）がスタートしたことで、既に防衛装備品などの受注高が拡大しているが、2025 年は関連各社にとって本格的な業績インパクトとして顕在化する年になろう。防衛予算が大幅に増額されただけでなく、適正利潤確保のための改善も図られていると見られる。陸海空の各自衛隊に国産装備品を納入しているプライム企業には、三菱重工業（7011）など大型株企業が多いが、プライム企業向けビジネスを展開している企業には中小型株企業も多い（図表 6）。そのなかで防衛関連ビジネスの収益貢献が大きい銘柄に着目したい。

艦船向け情報表示装置
ではほぼ独占

日本アビオニクス（6946）の情報システム事業では、海上自衛隊の艦船向け情報表示装置、陸上自衛隊及び航空自衛隊向け管制装置（システム）など。特に海上自衛隊の艦船（護衛艦、潜水艦、掃海艦艇）の殆どには同社製の情報表示装置が搭載されている模様。同事業の売上構成比は 8 割以上、25.3 期 2Q 末の受注残高は前年同期末比 21.4%増と積みあがっている。

レーダー警戒装置及び
慣性航法装置が主力

東京計器（7721）の防衛・通信機器事業では、レーダー警戒装置（航空機を取り巻く電波を瞬時に分析し、危険なレーダー照射などの警報を発する装置）や慣性航法装置（潜水艦などに搭載される高精度のリングレーザージャイロを使った自立航法装置）が主力。同事業の売上構成比は 34%（24.3 期）と最大で、25.3 期 2Q 末の受注残高は前年同期末比 42.8%増となった。

（図表6） 防衛関連の主な中小型株企業（太字は着目企業）

社名	コード	防衛装備品の主な内容
カーリット	4275	ミサイル固体推進薬原料
東邦チタニウム	5727	防衛装備向け金属チタン
EIZO	6737	液晶モニター
古野電気	6814	艦艇及び哨戒機向け防衛装備品
日本アビオニクス	6946	海上自衛隊の艦船向け情報表示装置
ジャムコ	7408	航空機器・部品、航空機整備・改修等
丸文	7537	プライム企業向け機材用デバイス（商社）
IMV	7760	プライム企業向け振動試験装置
東京計器	7721	レーダー警戒装置、慣性航法装置
東陽テクニカ	8151	艦船向け防衛装備品（商社）

（出所）いちよし経済研究所

<宇宙開発>

宇宙開発加速により恩恵を受ける企業

日本国内における宇宙
開発予算は急拡大

近年宇宙空間における事業拡大が顕著である。図表 7 は、日本国内における、宇宙開発予算（当初予算、補正予算、基金関係執行予定額の合算）の年度別推移である。2020 年度以降拡大が鮮明となっている。なお 2023 年から 2024 年にかけての増加には、宇宙開発基金（10 年間で 1 兆円規模）のうち 3,000 億円が計上されている。

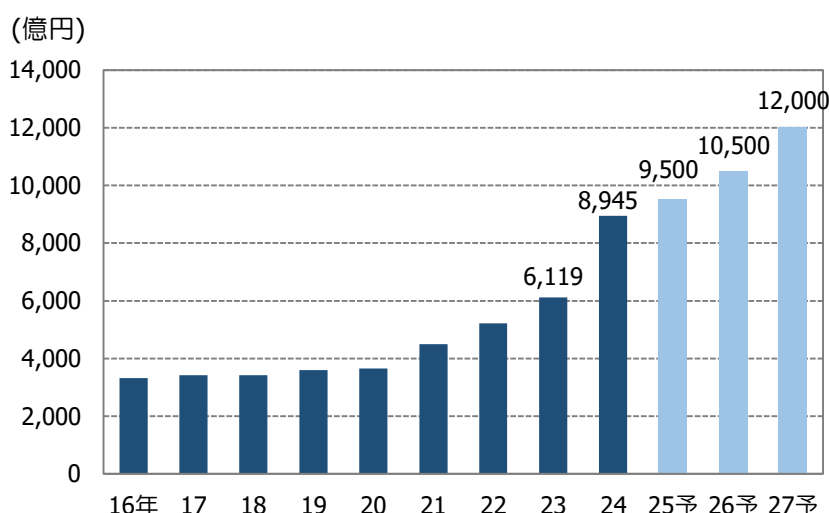
地球観測サービスとデ
ブリ除去サービスに注
目

短期的に事業拡大が見込まれる領域としては、防衛防災を目的とした地球観測サービスと、デブリ除去サービスと考える。地球観測サービスは、地政学リスクの増加や、地震等の災害が増加している日本国内において、まとまった予算がついている。デブリ除去サービスは、近年新規打ち上げが増加していることから、世界各国から既存の衛星等のデブリ除去のニーズが高く、当面の需要増加が見込まれよう。

宇宙開発の着目企業

当研究所では、自社開発した小型 SAR 衛星を活用し、高精細の地上観測サービスを手掛ける **QPS 研究所（5595）** と、世界各国で需要が増加するデブリ除去サービスや衛星の寿命延長サービスを手掛ける **アストロスケールホールディングス（186A）** に着目している。

（図表 7）日本国内の宇宙関連予算規模



（出所）内閣府 HP をもとに、いちよし経済研究所作成、予想

<系統用蓄電所>

再生可能エネルギーの普及に向け、系統用蓄電所の計画が目白押し

長期脱炭素電源オークションなどが背景

現在、第 7 次エネルギー基本計画の議論が進められており、そのなかで再生可能エネルギーの更なる活用は必須と考えられる。但し太陽光発電や風力発電の発電量は天候などに左右される側面が強く、今後は柔軟に充放電ができる蓄電池の重要性が高まると考えられる。実際、系統用蓄電所の計画は目白押しである（図表 8）。事業主体は大型株企業が多いが、中小型株企業も散見される。背景には、補助金制度の導入、長期脱炭素電源オークションの開始、電力需給調整市場の拡充などがある。

太陽光発電に次ぐ第二の柱に育成したい考え

ウエストホールディングス（1407）は、太陽光発電システムのインテグレーターとしては国内最大級だが、今後は系統用蓄電所ビジネスにも注力する方針。地方自治体や地方金融機関との連携を強みとし、27.8 期売上高 120 億円を目指すなど、中長期的に第二の柱として育成したい考えである。

最新 AI 技術による電力等の計画最適化システムに強み

グリッド（5582）は、最新 AI 技術を組み合わせた独自ソリューションによる計画最適化システム事業を手がけている。電力・エネルギー分野に強く、北海道電力（9509）や四国電力（9507）などが主要顧客。技術面や価格面ともに優位性を確保し、他の AI スタートアップ企業とは一線を画した展開。今年 8 月には系統用蓄電所事業に関して、ウエストホールディングスとの業務提携を発表し、協業プロジェクトを推進する方針。

（図表8）日本国内の主な系統用蓄電所（稼働予定を含む）

事業主体	定格容量	設置場所	稼働時期
豊田通商、コスモエネルギーHDなど	720.0	北海道天塩郡	2023年3月
オリックス	548.0	滋賀県米原市	2027年
ENEOSホールディングス	202.0	千葉県市原市	2025年度
東京ガス	120.0	宮崎県宮崎市	2026年7月
関西電力、オリックス	113.0	和歌山県紀の川市	2024年
ENEOSホールディングス	88.0	北海道室蘭市	2024年4月
東邦ガス	69.6	三重県津市	2025年度
ソーラコーポレーション	69.6	静岡県浜松市	2026年春
伊藤忠商事、東急不動産	56.0	福岡県鞍手郡	2025年度
上組	54.8	兵庫県加西市	2026年2月
東京ガス	50.0	大分県大分市	2026年度
出光興産など	48.0	兵庫県姫路市	2025年10月
関西電力	43.0	宮城県仙台市	2024年5月
ウエストホールディングス	34.0	広島県安芸高田市	2025年10月

（注）定格容量の単位は MWh、HD はホールディングス
（出所）各社プレスリリースより、いちよし経済研究所作成

<空港整備>

拡大する需要に対応するべく、遅れていた空港などの機能強化が加速度的に進む

「2030 年にインバウンド 6,000 万人」の政策が再開へ

2024 年 11 月の訪日外客数は推計値ベースで同月としては過去最多の 318 万人（前年同月比 30.6%増）となり、2024 年 1-11 月累計で、すでにコロナ禍前 2019 年の年間のピークを更新した。増加する外国人観光客による観光地のオーバーツーリズム（観光公害）が顕在化する一方で、彼らの消費活動による地方経済への貢献度は一段と増している。2024 年 4 月に開催された第 23 回観光立国推進閣僚会議において、当時の岸田首相は「2030 年にインバウンド 6,000 万人、消費額 15 兆円を目指す」との方針を改めて表明、現・石破首相も政策を踏襲する姿勢を示す。

コロナ禍の遅れを取り戻すべく、インフラ機能拡張計画が加速へ

「インバウンド 6,000 万人」の目標は 2016 年の「明日の日本を支える観光ビジョン」で決定した政策であり、中間目標の「2020 年に 4,000 万人」への到達はコロナ禍で 2024 年央まで遅延したが、2030 年の目標が堅持されることになった。中間目標が持ち越される間、首都圏空港（東京国際空港（羽田空港）、成田国際空港（成田空港））の容量拡大や、地方空港のゲートウェイ機能強化、LCC（ローコストキャリア）就航促進など受け入れ能力引き上げのための政策も見送られてきたが、約 5 年の遅れを挽回させるべく加速度的に空港、公共交通機関などインフラ拡張計画が着手されてきた。空港、観光地周辺駅のターミナルビルの拡張などが相次ぐことで建装業の丹青社（9743）、新たに空港グランドハンドリング事業に参入したヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス（4433）、羽田空港ターミナルビル運営の日本空港ビルデング（9706）など中小型企业への恩恵も多いとみる。

（図表9）訪日外国人旅行者数 6,000 万人達成時における各種試算値

新たな目標への挑戦！

訪日外国人旅行者数	2020年： <u>4,000万人</u> (2015年の約2倍)	2030年： <u>6,000万人</u> (2015年の約3倍)
訪日外国人旅行消費額	2020年： <u>8兆円</u> (2015年の2倍超)	2030年： <u>15兆円</u> (2015年の4倍超)
地方部での外国人延べ宿泊者数	2020年： <u>7,000万人泊</u> (2015年の3倍弱)	2030年： <u>1億3,000万人泊</u> (2015年の5倍超)
外国人リピーター数	2020年： <u>2,400万人</u> (2015年の約2倍)	2030年： <u>3,600万人</u> (2015年の約3倍)
日本人国内旅行消費額	2020年： <u>21兆円</u> (最近5年間の平均から約5%増)	2030年： <u>22兆円</u> (最近5年間の平均から約10%増)

（出所）首相官邸政策会議「明日の日本を支える観光ビジョン」資料より

＜物流の海外進出＞

海外進出に手ごたえを感じ始めた中堅物流企業

中堅物流企業の海外展開はスピード感に欠けていた

中堅の物流事業者の海外進出が活発化している。日本の物流企業の海外展開では、NIPPON EXPRESS ホールディングス（9147）が先行しており、同社の売上高は世界第7位で、49か国に拠点展開している。同社は国内でも最大級の物流企業であり、これまでの物流企業の海外展開は、豊富な資金力やリソースがそのスピードを左右してきた結果であるといえよう。中堅以下の物流企業は海外進出はするものの、国内顧客に随伴した海外拠点新設であったり、市場が拡大するアジアに倉庫を試みに1か所作ってみるといったようなやり方のため、スピード感に欠ける展開にとどまっていた。

M&Aで海外売上を伸ばす意向

しかし、国内の荷動きが停滞する厳しい事業環境の影響のためか、海外に改めて活路を求める物流企業が増えており、一部の中堅物流企業の海外展開が本格化する動きを見せている。センコーグループホールディングス（9069）は、ローカル顧客を持つオーストラリアの物流企業のM&A成功と良好な業績貢献実績をきっかけとして、今後は同様の手法で海外売上を加速度的に伸ばす意向である。

次期中期経営計画で海外事業を成長ドライバーに据える

日本で培ったビジネスモデルの海外輸出に成功の兆しが表れているのが鴻池運輸（9025）である。同社は、国内では請負事業を主なビジネスとしており、生産請負やサービス請負を手掛けており、受託する業務の一つに物流業務を含んでいる。一方、海外では、標準的な物流サービスを展開しているものの、請負事業は本格的な展開ができていなかった。ところが24年9月にインドの鉄鋼関連企業の買収に成功したことを皮切りに、インドでの多岐にわたるサービスの請負受託や、北米など他の地域での請負モデルの確立など、海外の請負事業の成長加速に期待がかかる。24年9月時点の海外事業売上比率は1割強にとどまるが、26.3期を初年度とする次期中期経営計画では海外事業が成長ドライバーとなる内容となる見込みである。

（図表10） 鴻池運輸のインド進出のあゆみ



（出所）決算説明資料よりいちよし経済研究所作成

＜光通信関連装置＞

生成 AI 普及を背景にデータセンター内の光通信ニーズが高まる

膨大なデータ処理のためサーバー間のデータ通信の高速化が必要に

ビッグデータを必要とする生成 AI の普及拡大により、世界各地でサーバーを格納するデータセンターの建設ラッシュが続いている。AI サーバーにはエヌビディアに代表される GPU (Graphics Processing Unit) と呼ばれる高性能半導体が搭載され、膨大な量のデータの高速処理を行っているが、それを活かすためにサーバー間のデータ通信の高速化、すなわち電気信号から光信号への置き換えが進められており、そのための光デバイスの開発及び増産が進んでいる。例えば電気信号を光信号に変換する光トランシーバーや光ファイバーケーブルをつなぐ光コネクタなどである（図表 11）。

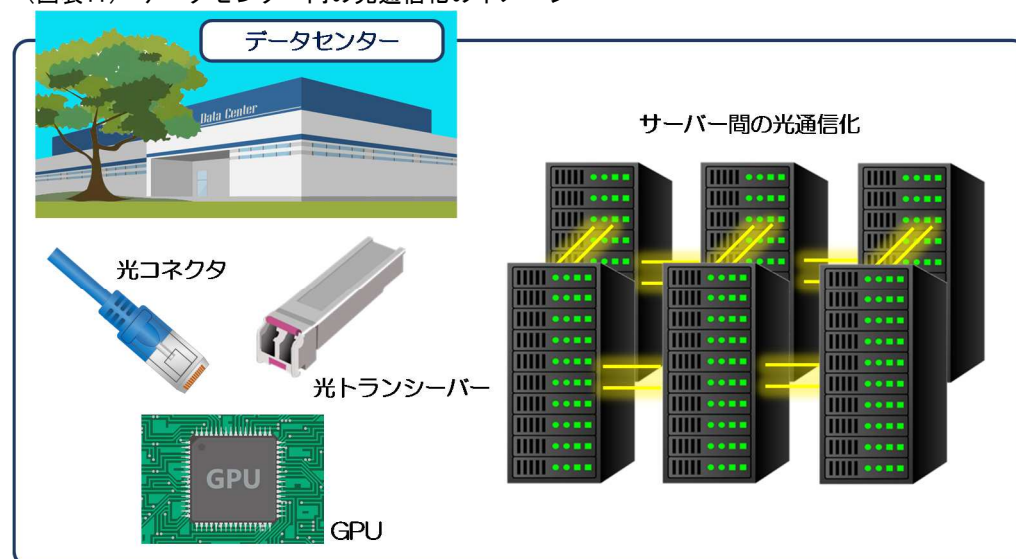
光通信デバイス開発用の波長可変レーザーで独自の技術力を展開

santec Holdings (6777) は、1980 年代から光通信関連ビジネスに取り組み、独自技術を蓄積してきた光部品及び光測定器のメーカー。特に光測定器では、光通信デバイスの開発用を中心とする波長可変レーザー（ユーザーが目的に応じて、出力する光の波長を精密に調節できる高度なレーザーシステム）を主力製品としており、受注拡大が続いている。

光コネクタ研磨機及び端面検査装置では世界トップの実力

精工技研 (6834) の光製品関連事業では、光通信用部品（光コネクタ、フェルルール等）及び製造機器・装置を手がけている。特に収益力が高いと見られる製造機器・装置では、光コネクタ研磨機が光コネクタの接続面を凸球面状に量産研磨する技術を有し、またフランス子会社では光コネクタの端面検査装置を手がけており、ともに世界トップの実力を有している。

（図表 11） データセンター内の光通信化のイメージ



（出所）各種資料より、いちよし経済研究所作成

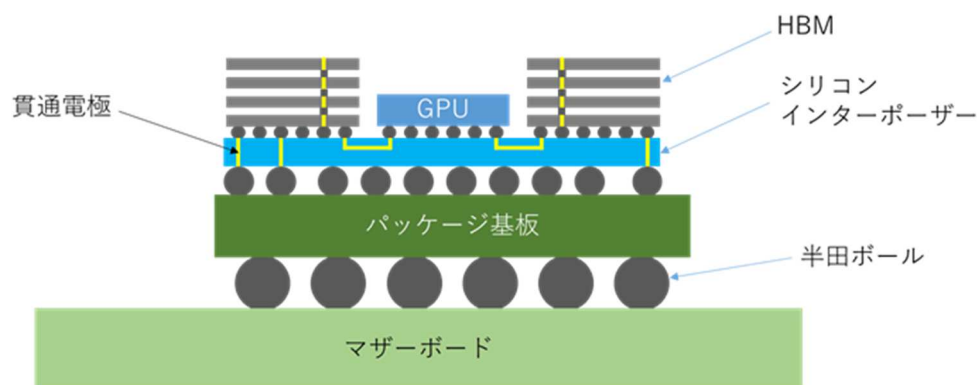
<生成 AI サーバー>

一部の多層基板材料メーカーは 2025 年に高成長となる可能性がある

生成 AI サーバーの多層基板には高性能な材料が使用される

生成 AI の普及に伴ってデータセンターで使われるハードウェア（生成 AI サーバー）の需要が急拡大している。そして日本の素材メーカーが生産する関連材料の需要も同様に大きく伸びている。特に顕著な伸びとなっているのが多層基板材料（樹脂のモノマーや添加剤）である。誘電特性や耐熱性の面で優れるこれら多層基板材料は、生成 AI サーバーの半導体パッケージ基板やマザーボード（図表 12）における採用が拡大している。また、いずれも各素材メーカーのオリジナル、あるいは各社が圧倒的な市場シェアを有する競争力の高い製品でもある。

（図表12） 生成 AI サーバーにおける多層基板（パッケージ基板とマザーボード）



（出所）いちよし経済研究所

光硬化樹脂材料は 26.3 期に 5 割増との見方も

第一工業製薬（4461） は界面活性剤と光硬化樹脂材料を主力とする。足元で収益を稼いでいるのが光硬化樹脂材料で、全社営業利益の多くを生み出しているとみられる。光硬化樹脂材料はもともと 5G 基地局向けに供給されていたが、2023 年から生成 AI サーバー向けの供給が始まり、その後急増している。26.3 期には数量が 5 割程度伸びるとの見方も会社側から示唆されている。将来的には新たな分野での採用も増えていく可能性があり、例えば生成 AI 用半導体のインターポザーなどでの採用が注目される。

四国化成 HD や日本化薬でも 2025 年には好調が続こう

四国化成ホールディングス（4099） の主力製品はファインケミカルだが、その中でも生成 AI サーバー向けの銅配線密着性向上剤「G1iCAP」は、2025 年に売上規模が大きく伸びる可能性がある。**日本化薬（4272）** も様々な半導体関連材料を扱っているが、特に注目されるのが生成 AI の多層基板材料として使用されるエポキシ樹脂である。同社は当該分野で高いシェアを有し、また 2025 年も好調が見込まれる。

＜半導体 CMP＞

2025 年メモリに対しロジック優位を想定、日本の CMP 関連メーカーは相対的に好ポジション

足下の半導体業界は生成 AI 依存の状況

足下の半導体市場では、生成 AI 用途で大きな成長が見られる一方、車載用途も含め汎用品での回復の遅れが目立っている。メモリでは、生成 AI に使用される広帯域メモリ（HBM=DRAM）需要は引き続き拡大傾向にある一方、汎用メモリは中国メーカーの増産もあり需給が緩和しつつある。またフラッシュメモリは中期的にデータセンターのストレージ用途の増大が期待される一方、スマホ用途などの低迷により量的拡大ペースは緩慢である。

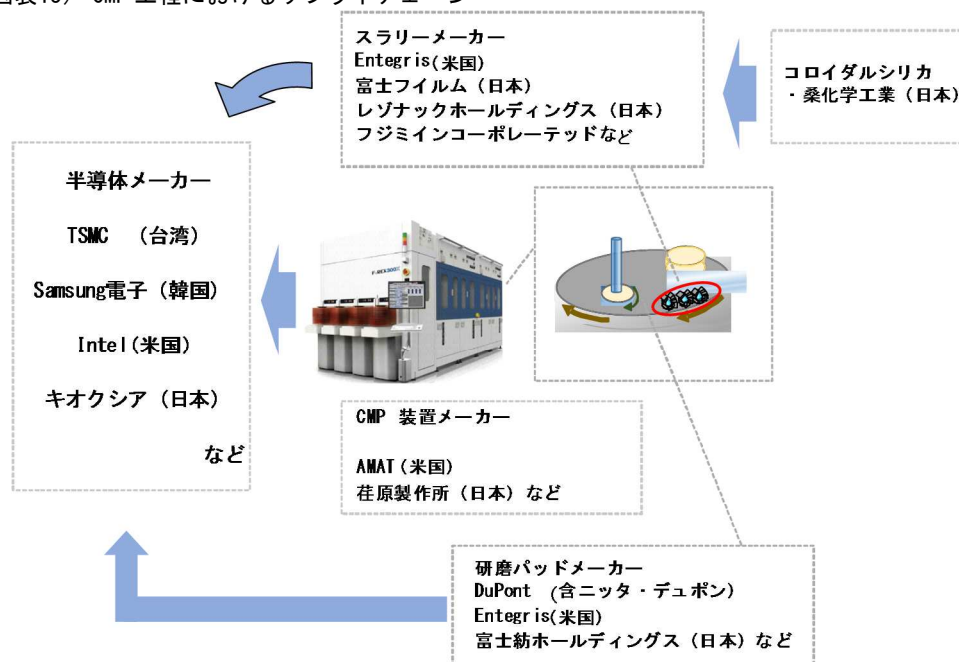
先端ロジック半導体では TSMC の好調が続く

これに対し、先端ロジック半導体は NVIDIA（米国）の GPU などが牽引する形で製造を担う TSMC（台湾）の業績も好調が続いている。受託メーカーでは Samsung 電子（韓国）や Intel（米国）の苦戦もあり、TSMC 一強の構図がますます強まっている。

CMP 関連 3 社、特に富士紡 HD に注目

このような中、先端ロジック半導体分野に強みを持つのが、フジミインコーポレーテッド（5384）、扶桑化学工業（4368）、富士紡ホールディングス（3104）の CMP（化学的機械研磨）に関連した 3 社である。特に富士紡ホールディングスは仕上げ用研磨パッドに強みを持ち、これまで相対的に低ウェイトだった DRAM 用途でも採用が広がっており、先端ロジック半導体に加えメモリ用途でも事業機会が拡大している点は今後の成長期待要因と言えよう。

（図表13） CMP 工程におけるサプライチェーン



（出所）いちよし経済研究所作成

<米中対立>

欧米企業による部品調達シフトが進行する可能性

地政学リスクを含めて
予断を許さない状況

米国大統領にドナルド・トランプ氏が再び選出された。「アメリカ・ファースト（米国第一主義）」を掲げ、関税引き上げ策を打ち出すなど、諸外国との緊張感を高めている。なかでも「世界の工場」とも言うべき中国との関係は、「台湾有事」の可能性など地政学リスクとの絡みもあり、当面は予断を許さない状況が続くと考えられる。

電子部品調達を中国から
ASEAN などにシフト

そうしたなかで欧米企業の一部では、電子部品などの調達を中国（および台湾）から ASEAN やインドなどへとシフトする動きが既に出ている。中国調達にコスト面でのメリットが薄れつつあることに加え、地政学リスクの軽減を図る意向があると見られる。

ベトナムで約 750 億円の
投資を決定

メイコー（6787）は、2024 年 5 月にベトナムにおける大型投資を発表した（図表 14）。ベトナム第 4 工場では衛星通信端末や EV 向けのプリント配線板（PCB）などの増産を計画し、ホアビン第 1 工場ではハイエンド情報端末向けを新たに生産すると見られる。いずれも米国大手企業による中国の調達シフトが背景にあるようだ。

更に大型受注が具体化
する可能性も

プリント配線板の世界市場は高成長とは言い難く、そのなかで同社は高い市場シェアではないが、ビルドアップ配線板などの高密度基板の量産を ASEAN などのできるメーカーは限られており、受注拡大につながっている。ホアビン工場では第 2 工場の建設も検討されている模様であり、今後は更なる大型受注が具体化する可能性もあろう。

（図表 14）メイコーのベトナムにおける新工場計画

	ベトナム第4工場	ホアビン第1工場
所在地	ハノイ市タックタット工業団地	ホアビン市ダー川左工業団地
延床面積	約60,000㎡（15,000㎡×4F）	約60,000㎡（拡張余地あり）
投資規模	約250億円	約500億円
事業内容	第2工場（PCB生産）の能力補完 高多層・高密度HD基板/メモリーモジュール基板	中高多層・高密度ビルドアップ基板
稼働時期	2025年度より順次稼働	2026年度より稼働予定

（出所）決算説明資料（2024 年 5 月）

<産業用空調機器>

国内における大規模工場や DC の建設需要拡大、猛暑とともに成長が見込まれる

国内における事業環境は良好であり、2025 年も引き続き注目

大規模な半導体工場など製造業の国内における生産拠点の回帰、都市部の再開発やインバウンド需要の増加に伴うオフィスビル・ホテルの新設・更新案件の増加、近年の猛暑などにより、良好な事業環境が続く。昨今では生成 AI への需要を背景にハイパースケーラーが相次いで国内へ巨額のデータセンター（DC）関連の投資計画を発表（図表 15）。産業用空調への引き合いは 2025 年も継続すると考えられ、活躍が期待される企業を紹介する。

セントラル空調機器で国内シェア 4 割を誇る

新晃工業（6458） は工場や商業施設など大規模な建物において導入されるセントラル空調機器で国内シェア 4 割を誇る業務用空調機メーカー。DC のサーバ室は高集積により熱負荷が高く、冷水を通した配管を用いて空調するセントラル空調方式が適しているとされる。また DC の性質上、施主は空調機器メーカーへ強固なメンテナンス体制を求めている。同社はメンテナンス体制の充実で競合に対して競争力を有し、DC 向けの受注比率が向上。

大型のヒートポンプ式空調機・外調機に強み

木村工機（6231） は大型のヒートポンプ式（HP）空調機・外調機に強みを持つ大手メーカー。近年の猛暑に伴う工場作業場の環境改善や室内の陽圧化（換気及び衛生環境の向上のため）を目的とした HP 式空調や外調機の追加設置案件などを取り込む。また私立学校における運動施設の猛暑対策のための産業用空調の導入は成長ポテンシャルとなろう。

（図表 15）ハイパースケーラーによる国内データセンター関連投資計画

Amazon Web Service	5年間(2023～2027年)で2兆2,600億円 ・2023年の実績を含む2027年までの5年間で149億米ドル（2兆2600億円）の投資を発表 ・データセンターの建設やネットワーク機器への投資、運用や保守にかかる費用などが含まれる
Microsoft	3年間(2024～2026年)で4,400億円 ・日本国内のAI（人工知能）及びクラウド基盤の強化を目的に約4,400億円の投資を発表 ・同社では「日本の社会的課題である労働力不足などに対して、生成AIを活用できる余地はとても大きい。データセンターを拡充して、生成AIの需要に応じていく」と発表している通り、4,400億円にはデータセンターに関連する投資も含まれている
Oracle	10年間(2024～2033年)で1.2兆円 ・2024年からの10年間で80億ドル（約1.2兆円）以上を日本に投資し、データセンターの設備や人員を増強する
Google	データセンター用とみられる土地を広島・和歌山にて取得 ・2023年に広島県三原市にて27.5万㎡、和歌山県和歌山市にて37万㎡を取得し、データセンター用途で使用されるとみられる

➡ 以上から投資額は毎年数千億円以上の規模になるとされる

（出所）報道等より、いちよし経済研究所作成

＜ヘルスビッグデータ＞

データの多元活用による高付加価値化で、“一人勝ち”の様相

医師データベースの活用はコロナ禍後停滞する

ヘルスビッグデータの活用をビジネスとする企業は、製薬会社、保険会社の DX を背景に長期にわたり成長が続いてきたが、コロナ禍の後、医師由来データベースの活用勢の成長が鈍化する傾向が強まっている。コロナ期の特需の反動もあるが、主要顧客であった製薬会社の予算配分姿勢の厳格化で費用対効果から配分が増えなくなっていると推定される。

患者由来データ活用でも企業間格差が明確に広がる

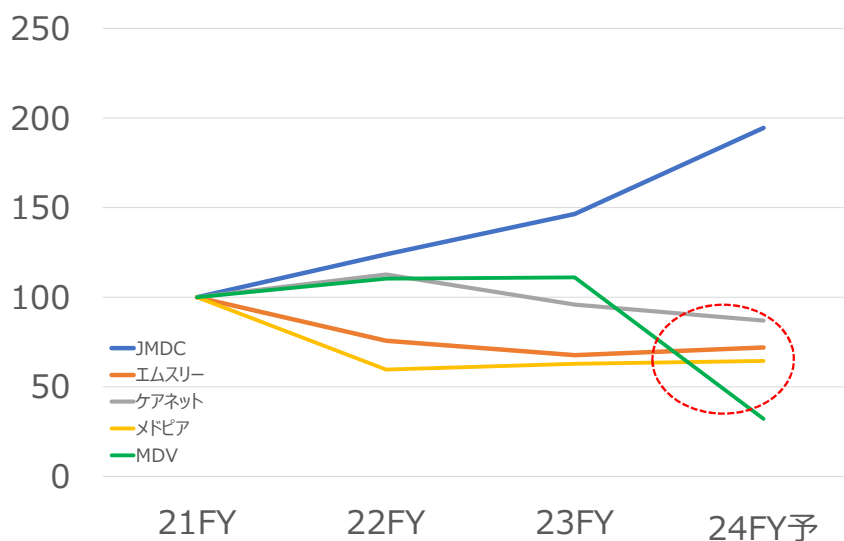
患者由来データは、コロナ禍期に特需的な利用がなく、コロナ禍の後も費用対効果に資する活用が可能であることが評価され、継続的な拡大が果たされている。JMDC（4483）は、企業健保や健保組合、自治体、医療機関、PHR システムを通じた個人など幅広いデータベースを構築してデータ発生源の当事者への 1 次利用、製薬会社、保険会社、各種研究機関への 2 次利用の規模が拡大している。2 次利用では、疫学調査、製薬会社のマーケティング、治験、薬の市販後調査など幅広く活用実績が増えている。

高次利用は競争優位性の表れ

患者由来データベースでも JMDC と他社の格差が拡大している。データのクロスセル、アップセルに必要なデータを取り扱い専門家やコンサル人材の充実がその流れを加速されていると考えられる。高付加価値サービスやシステム提供から利用データ数と顧客単価の上昇に繋げている。高難易度のプロジェクトの経験値が、さらなる 2 次利用に繋がって、累積的に競争優位性を高める効果も期待される。

（図表16） 各社営業利益推移を指数化

21FY=100



（出所）各社決算短信、JMDC と MDV はいちよし経済研究所予想だが、それ以外は会社計画を示す

<デジタルデンティストリー>

政府も後押しする歯科医療、技工のデジタル化の加速

歯科医療、技工の DX シフトが急速に進む、

歯科分野の DX は、デジタルデンティストリーと称され、歯科技工では手作業での加工工程が、CAD/CAM 装置や 3D プリンターが登場し、急速に省人化が進められている。歯科診療の現場でも口腔内スキャナーの普及により、虫歯治療などにおいてもデジタル機器が活用され始めている。

デジタルデンティストリーは政策支援の対象でもある

政府も、口腔内スキャナーや CAD/CAM 利用の治療に保険適用を開始しており、機器購入に対する補助金支給もあって、デジタルデンティストリーを後押ししている。その背景には、歯科技工士の高齢化による引退で減少が予想され、歯科技工提供体制維持、生産性向上がその背景にある。

歯科 DX の着目銘柄

関連企業として、**松風（7979）**は、CAD/CAM の大臼歯冠レジンブロックで唯一保険適用を受けており、海外事業の好調もあって成長が持続しよう。**歯愛メディカル（3540）**は、CAD/CAM、口腔内スキャナーなど装置や治療材料の取り扱いの拡大が期待され、ニッセン HD の子会社化による業績拡大が見込まれる。歯科矯正装置の受託製造や機器も販売する**アソインターナショナル（9340）**は、矯正機のデジタル製造によるコストダウンや米国などから海外での受託加工、製造の拡大が見込まれる。

（図表17） 歯科医療の DX（デンタルデンティストリー）機器及び治療材料



（出所）各種資料よりいちよし経済研究所作成

＜医療・介護クラウド＞

在宅分野でクラウド系サービスの普及が持続的に進展しよう

在宅医療介護分野ではクラウド型システムが急速に普及する

在宅医療介護分野を中心にクラウド型 IT システムの普及が加速している。オンプレミスからの置き換えもあり、運営する事業者の年率増収は、10%～20%ペースを記録する。電子カルテ、レセプトシステムに加え、施設系介護では見守りシステムの導入も増えており、人手不足の中、生産性改善の成果を上げる事業者も出始めている。政府でも介護報酬において、生産性向上推進加算や機器導入には補助金によるサポートも行っている。

訪問看護電子カルテの eWell は成長率が加速へ

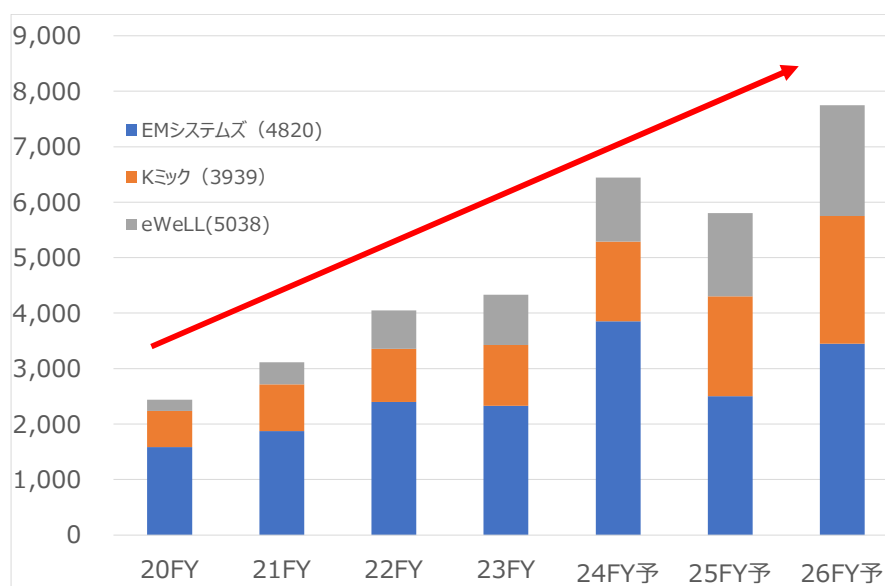
クラウド型訪問看護用電子カルテを提供する **eWell (5038)** は、契約事業所数の増加と顧客単価上昇が継続している。AI を活用した新サービスが 25 年 1 月より課金開始でさらなる顧客単価上昇で利益成長が加速する見通し。なお、調剤薬局システム最大手の **EM システムズ (4820)** は、23. 12 期から 24. 12 期に 2 種の特需で非連続な増益を記録した反動が、25. 12 期に予想される。

一時的なマイナス要因を吸収し、増益を継続へ

カナミックネットワーク (3939) は、訪問介護事業者の廃業や撤退による一時的な解約率上昇の可能性があるが、同社は大規模事業者向けに強みを持ち、全体的な影響は限定的になると考える。複数の新サービス上市による顧客客単価上昇や多角化事業の成長もあり、25. 9 期業績も同社計画を上回る増益ペースが続くと予想する。

(図表18) 各社営業利益推移

(単位：百万円)



(出所) 各社決算短信、予想 (カナミックの 24FY 実績) はいちよし経済研究所

＜医療機器・サービス＞

PFAS（有機フッ素化合物）除去機能に着目したい

PFAS 汚染問題が世界的に認識されている

有機フッ素化合物（PFAS）は、プライパン、高撥水性衣類など身近な商品のほか、エアコンの冷媒など幅広い利用されており、溶出した物質が分解されることなく、地下水や水道に含まれていることが明らかになり、国際的な環境問題に発展している。PFAS 汚染による健康被害として、発がん性、コレステロール上昇、肝機能低下、腎臓癌の発症リスク上昇、子どもの出生体重低下などの指摘や認定されている。水道水を常時飲む場合には、活性炭活用でこうした物質を除去できる浄水器の必要性が高まっている。

電解整水器は浄水機能とアルカリイオン水の供給を持つ

日本トリム（6788）は、電解整水器で国内市場の 60% 超のシェアを持ち、同装置内蔵の浄水カートリッジに PFAS（PFOS/PFOA）を含め複数の有害物質を除去できる機能を持つ。電解整水器は胃腸状態の改善効果を持つ医療機器であり、アルカリイオン水も腸活に資するとしての評価されている。今後需要が拡大する可能性があると考えられる。

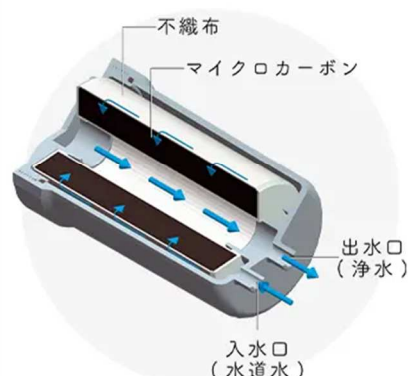
連結子会社の成長加速も加わり、投資妙味大きいと考える

同社の子会社には、さい帯血バンクを運営するステムセル研究所（7096）やインドネシアでのボトル水を販売する会社がある。それらの子会社が加速傾向にあることもあり、投資妙味が大きいと考える。

（図表19）日本トリムの浄水カートリッジ

22の物質を除去する

カートリッジ



PFOS / PFOAを含めた22種もの物質を除去できます。

※ 除去性能についてはJIS S 3201（家庭用浄水器試験規格）ならびにJWPAS B（浄水器協会自主規格）に規定されている試験方法により、物質の浄水能力を試験・確認しております。

（出所）日本トリム WEB ページより抜粋

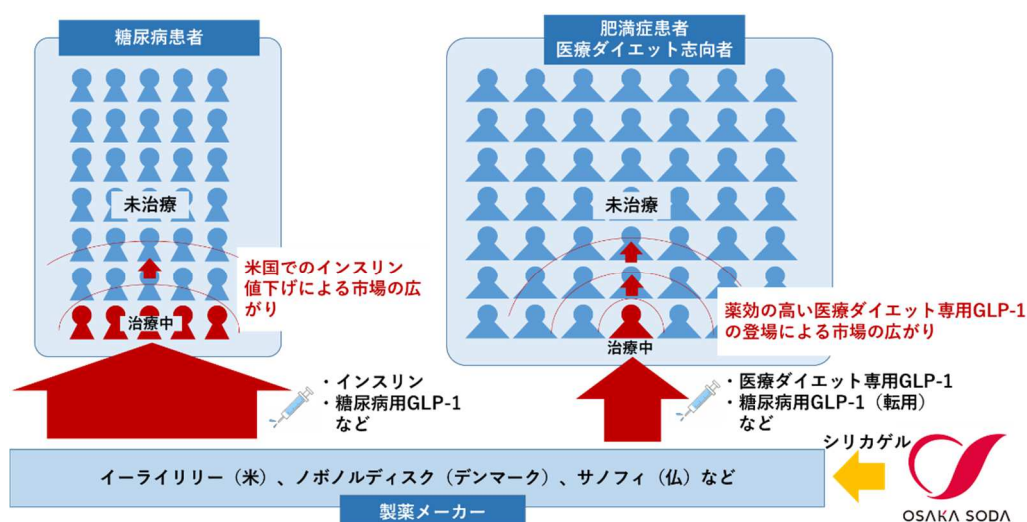
＜肥満症治療薬＞

社会的なニーズの強さから 2025 年に供給の拡大が必須

肥満症治療薬の市場が急拡大

「肥満」は「糖尿病」などに繋がるリスクがあり、BMI が基準値を超える「肥満症」の人（世界に 7 億人以上いるとみられる）にはダイエット等の対策が望ましいと言われる。肥満症ではなくても QOL 向上のためダイエットを考える人も多い。こういったダイエットニーズに対し医療機関での施術や処方薬による「医療ダイエット」が注目されている。当初は糖尿病治療用に開発された「GLP-1」の転用が主流であったが、最近では医療ダイエット専用開発された GLP-1 も上市され、急速に市場が拡大している。

（図表20） 肥満症治療薬市場と精製用シリカゲル



（出所） いちよし経済研究所

GLP-1 の生産に必要なシリカゲルで 60%以上のシェアを握る

大阪ソーダ（4046）は GLP-1 やインスリンの生産に使用される、クロマトグラフ用カラム充填剤シリカゲルで世界シェア 60%以上を握るグローバルニッチトップメーカーである。既に同社の生産設備は高稼働となっており、新設備の建設を進めているものの（生産能力は 2 倍に引き上げられる）、その量産開始にはまだ 1 年以上の時間を要するとみられていた。

製薬メーカーの前倒し増産を受け、同社もシリカゲルの増産を早める

ただし社会的なニーズの強さから、製薬メーカー側が前倒しでの増産を推進しており（ボトルネックとなっている注射器の不足をカバーするため、業務用のバイアル瓶での供給を開始するなど）、同社でも新設備からのシリカゲルの出荷を極力前倒しする。この結果、同社のシリカゲル事業の収益は 26.3 期に大きく拡大する可能性が出てきている。

<外食>

動き出した手取りの増加～103 万円の壁撤廃

103 万円の壁とは

103 万円の壁とは所得税が課税されない年収ラインのこと（基礎控除 48 万円と所得控除 55 万円の合計）。企業によっては、103 万円を超えると配偶者手当がなくなるケースもある。つまり、103 万円を 1 円でも超えると「所得税の課税」「扶養控除の適用外（学生）」で税負担などが増え、場合によっては 10 万円単位の負担増となり働いても手取りが増えないことになる。

103 万円以内で働ける時間は月 57 時間

基礎控除 48 万円と所得控除 55 万円は 1995 年以降、30 年間据え置かれたままだが、最低賃金は当時から 1.7 倍以上上昇している。ジョブズリサーチセンター発表の三大都市圏のフード系の平均時給は現在 1,150 円程度であり、103 万円内で働ける時間は月 75 時間。政府が掲げる最低賃金時給 1,500 円となると 103 万円以内で働ける時間は月 57 時間まで減少する。

壁撤廃のメリット

103 万円の壁の撤廃は、外食産業に 2 つのメリットをもたらす。(1) 人手不足の解消と (2) 消費者の手取りが増えることによる売上機会の拡大である。103 万円の壁を意識する主婦や学生は多い。10-12 月になると、壁を超えないようシフト調整（いわゆる働き控え）する従業員が増える。多くの飲食店は 9-11 月にアルバイトの募集をかけ、採用、教育し、繁忙期である 12 月に備える。壁撤廃により厚生年金などの社会保障の企業負担は増えるものの、募集費用や教育費の削減のメリットは大きい。また、控除額がふえることで消費者の税負担が軽減する見通しである。国民民主党は、103 万円の壁が 178 万円まで引き上げられた場合、年収 500 万円の給与所得者は年 13.2 万円の減税効果があると試算する。大きな金額ではないため、耐久消費財よりも外食などに消費が回る可能性が高いとみている。

パート・アルバイト比率が高い外食企業

外食企業全般にプラスの影響を受けるとみられるが、パート・アルバイト比率が高いサンマルクホールディングス（3395）、くら寿司（2695）、日本マクドナルドホールディングス（2702）などがより多くのメリットを受けるとみている。

（図表21） 主要外食チェーンのパート・アルバイト比率ランキング

（単位：人）

会社名	コード	決算期	社員	パート	パート比率
サンマルクHD	3395	24.3	808	6577	89.1%
くら寿司	2695	23.10	2,680	19,185	87.7%
すかいらーくHD	3197	23.12	5,700	36,181	86.4%
日本マクドナルドHD	2702	23.12	2,566	15,879	86.1%
ホットランド	3196	23.12	796	4,740	85.6%
フジオフードグループ本社	2752	23.12	411	2,375	85.2%
物語コーポレーション	3097	24.6	1,809	8,846	83.0%
吉野家HD	9861	24.2	3,016	13,393	81.6%
あみやき亭	2753	24.3	564	2,476	81.4%
DDグループ	3073	24.2	1,191	4,896	80.4%

（出所）各種資料より、いちよし経済研究所作成

＜リユース＞

一時的な減速を経て、再び成長へ

円高に伴い高額品の相場が下落、夏以降は業績、株価に急ブレーキ

リユース関連業界は消費者の節約志向の高まりや、インバウンド需要の増加等を背景に順調な業績拡大が続いていたものの、夏以降は多くの企業の株価に急ブレーキがかかった。7月下旬以降の円高進行に伴い、時計やブランド品など高額品に対するインバウンド需要が落ち込み、商品相場の下落も相まって、売上高成長の鈍化や利益率の低下が生じたためである。

在庫循環と共に販売回復へ、減速は一時的とみる

ただ、訪日観光客数は増加基調を維持していることから、業界全体での在庫が循環し、需要に見合った価格形成が進むにつれて高額品の販売は再び上向く可能性が高い。実際に、既に月次ベースで売上高回復が見られている企業も少なくない。

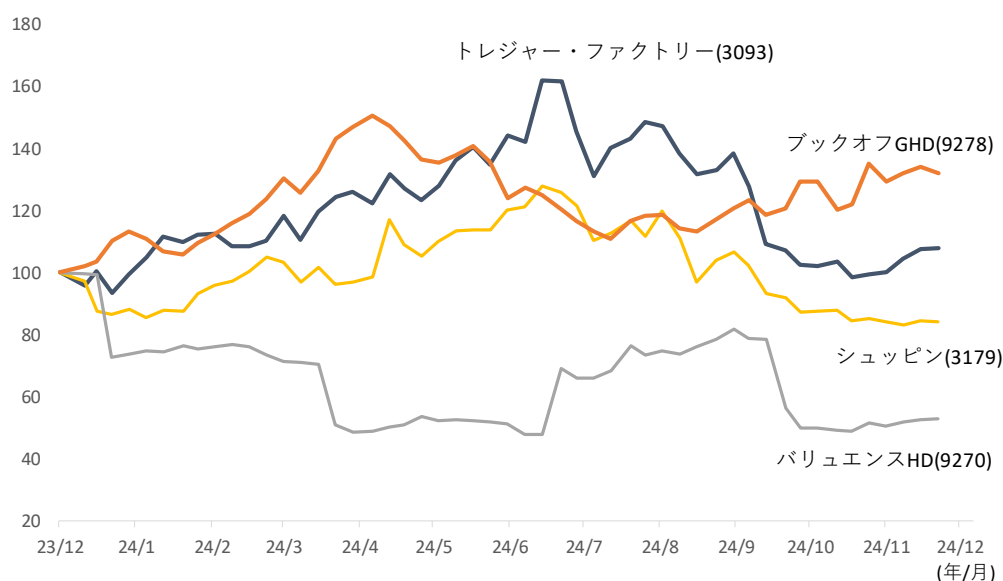
業績モメンタム改善と共に再び株式市場の関心を集める可能性がある

多くの企業で株価は7月の水準を下回っており、先行き、業績モメンタムの改善が進めば、再び市場の関心を集める可能性がある。とりわけ、高額品の業績に占める割合が小さく、相場変動リスクが限定的な企業は株価指標面の調整が進んだ点で再評価の好機とみる。

リユースの着目銘柄

個別銘柄では、衣料品や生活家電、ホビー雑貨など幅広い商品を取扱い、既存店成長、出店拡大を維持するトレジャー・ファクトリー（3093）、国内の収益性改善や海外での事業拡大が進むブックオフグループホールディングス（9278）に着目する。

（図表22） リユース関連ユニバース銘柄の株価推移 （23年12月末=100）



（出所）Bloomberg データより、いちよし経済研究所作成

<国内パソコン市場>

法人向け PC に加えて GIGA スクール端末の更新需要も顕在化へ

教育 ICT に強い商社にとっては大きな商機

Windows10 のサポート終了（2025 年 10 月）を睨んだ法人向け PC の更新需要が既に顕在化しているが、2025 年は「GIGA スクール構想（児童生徒 1 人 1 台の情報端末普及など）」に伴う特需の更新需要が顕在化する見通しである（図表 23）。更新時期は分散化するものの、教育 ICT に強い商社にとっては関連ビジネス（システム導入など）を含めて大きな商機となろう。

学校向け ICT システムに強い老舗商社

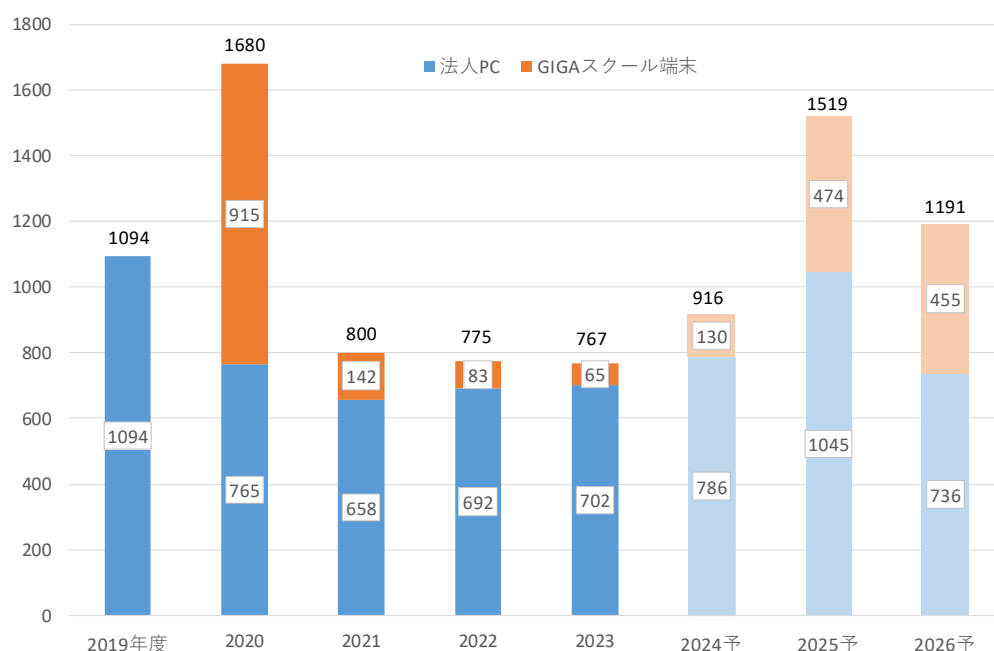
内田洋行（8057）は、学校向け ICT システムに強い老舗商社。21.7 期はから過去最高益（営業利益 103 億円）を記録。その後もオフィス関連（空間デザイン設計施工など）や情報関連（ソフトウェアライセンスなど）が好調を持続。26.7 期は「GIGA スクール特需」の更新需要の上乗せもあり、再び過去最高益を再び更新すると予想する。

国内 1 次卸で首位、文教ルートにも強い

ダイワボウホールディングス（3107）は、国内 PC の 1 次卸として首位（法人向け市場シェア 37.6%、24.3 期会社側推測）。文教ルートにも強く、21.3 期には「GIGA スクール特需」の売上高が 2,000 億円以上あり、過去最高益（営業利益 350 億円）を記録。26.3 期は法人 PC 及び GIGA スクール端末の更新需要が見込まれ、再び過去最高益を更新しよう。

（図表23） GIGA スクール端末および法人 PC の出荷台数

（単位：万台）



（出所）MM 総研、予想も MM 総研（2024 年 4 月 17 日プレスリリース）

<デジタルメディア・コンテンツ>

「DX×人材×M&A」で進化するマッチングエコシステムを展開する企業

「DX×人材×M&A」が軸

近年、多くの企業では柔軟な人材活用等に向け AI やデータ基盤を活用した業務効率化が重視されつつあるが、人材の適材適所や専門スキルの活用が今後の差別化要因となろう。この場合にポイントとなるのが、「特化型市場の競争優位性の強化」と「M&A や事業連携を通じた事業拡張」であろう。M&A では単なる規模の拡大ではなく、組織統合（PMI）を通じた効率化とシナジー創出による持続的な成長が重要であろう。特に、「DX×人材×M&A」を軸とした循環型モデルが有効と思われる。デジタル技術による効率化、人材採用の柔軟化、M&A による事業拡張を三位一体で追求することで、競争優位性を強化しつつ迅速な成長が可能になるからである。

効率的な人材マッチングシステムを展開

TWOSTONE&Sons (7352) はフリーランスエンジニアと自社正社員を最適に組み合わせることで、効率的な人材マッチングシステムを展開している。具体的にはベテランエンジニアと準委任契約のフリーランスエンジニアを組み合わせ、エンジニアデータベースの拡充や直取引比率の向上を図っている。また、M&A を積極的に推進し、コンサルティングやアドバイザー分野にも業務を広げ、柔軟な人材活用と DX 推進の両立を実現している。足元では上流分野の案件増加や単価上昇などにより、成長が加速しつつある。

ROIの最大化を重視するデータドリブン型の支援に強み

エフ・コード (9211) は、広告クリエイティブや Web 接客ツールを活用した SaaS 型マーケティングプラットフォームを提供しており、デジタルマーケティングにおける ROI の最大化を重視するデータドリブン型の支援に強みを持つ。短期的な広告運用に留まらず、顧客企業と長期的な関係のもとで継続的な支援体制を強化している。M&A 戦略にも注力しており、マーケティング分野に特化しつつ、海外を含む事業全般への展開も視野に入れている。足元では企業買収と統合作業による拡張戦略が軌道に乗りつつある。

（図表24） デジタル技術・人材のシナジー追及と収益再投資で持続的成長を実現

技術と人材の組み合わせ	技術基盤の強化は、データ活用をベースにしたビジネスの拡張や、効率的な人材活用を可能にする
特化型市場での競争優位	特化型市場対応は競争優位を確立し、顧客のニーズに迅速かつ柔軟に応える体制を築く鍵となる
M&A・事業提携・統合	M&Aは、スケールアップと競争優位性の確立を支え、組織の効率化が持続的な成長を促進

（出所） いちよし経済研究所

<システム開発>

銀行業の IT 投資意欲拡大で着目される企業

銀行業は潜在的に IT 投資ニーズが大きい業界

銀行業の IT に対する投資意欲が高まっている。銀行業は、扱うデータ量が膨大な上、法令対応など潜在的にシステム化のニーズの大きい業界だが、更に最近では業務効率化や DX 化の投資も必要となっている。

金利上昇を背景とした収益回復により IT 投資が加速

銀行業が IT 投資を加速し始めたのは、金利上昇に伴う収益の回復が契機となっているようだ。銀行業のソフトウェア投資は、限られた予算の中で優先順位をつけて進められていたが、収益の本格的な回復によって状況が変化したとみられる。日銀短観（12 月調査）によると、銀行業の 2024 年度のソフトウェア投資計画は前年比 27%増の約 9,630 億円と大幅に拡大、9 月調査時点からも上方修正された。銀行業の IT 投資拡大が追い風となる企業として以下の 2 銘柄に着目したい。

メガバンク向けシステム開発で実績

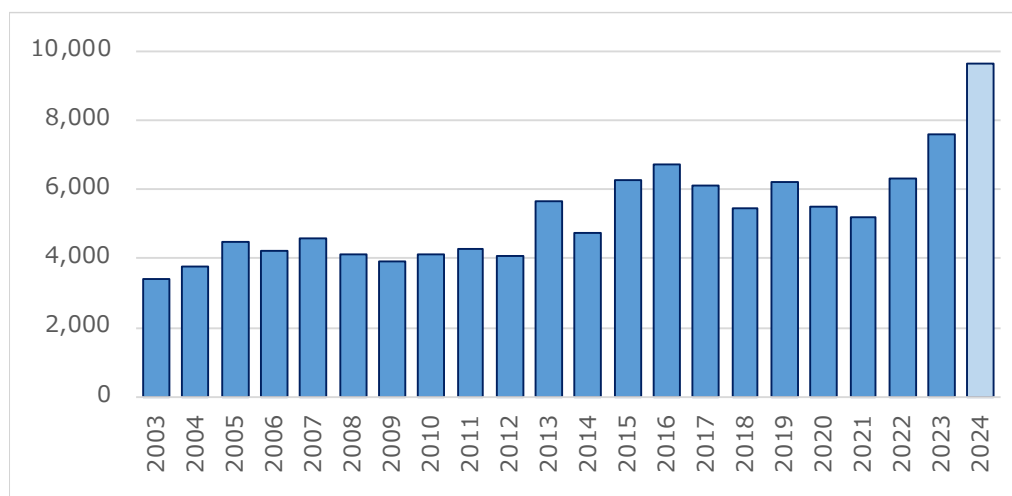
DTS (9682) は独立系のシステムインテグレーターで、顧客業界別では金融・保険と情報通信分野が主力となっている。メガバンク向けのシステム開発において豊富な実績があり、足元の受注も好調に推移している。

金融機関向け債権管理システムに定評

アイティフォー (4743) は、システム開発・販売事業とリカーリング事業を 2 本柱とする IT サービス企業。特に金融機関向け債権管理システムに強みを持つ。金利上昇を背景に債権回収業務の負担が増しており、同社の製品に対するニーズが高まりつつあるようだ。

(図表25) 銀行業のソフトウェア投資額が急拡大

(単位：億円)



(注) 横軸は年度。2024 年度は 12 月調査の計画値

(出所) 日銀短観

<保証サービス>

倒産件数の増加により保証サービス市場の拡大が見込まれる

2024 年は年間 1 万件を突破、2025 年も増加へ

コロナ禍における「ゼロゼロ融資」などが一巡し、倒産件数が再び増加しており、2024 年は 11 年ぶりに年間 1 万件を突破する可能性がある（図表 26）。2025 年もインフレ、金利上昇、経営者の高齢化など倒産件数の増加が続く見通しであり、保証サービス市場の拡大が見込まれる。

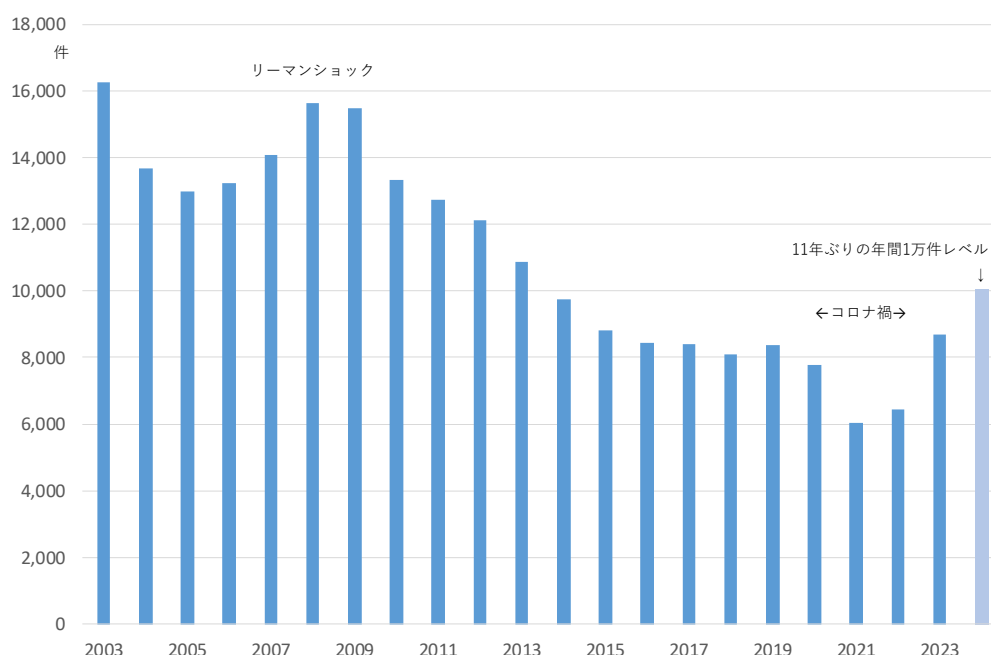
売上債権保証のリーディングカンパニー

イー・ギャランティ（8771）は、売上債権保証サービスリーディングカンパニー。保証契約を結んだ顧客（企業）から保証料を受け取る一方で、信用リスクは様々な企業信用情報により分析・審査し、運用商品の形で機関投資家等へリスク移転している。データベースや審査能力などで圧倒的な差をつけており、他社の追随を許していない。2025 年も同社サービスに対するニーズは高まり、保証金額の増加や保証料率上昇が見込めよう。

家賃債務保証のトップランナー

ジェイリース（7187）は、家賃債務保証サービスのトップランナー。同社は独自データベースの活用や債権管理業務の強化・効率化、地域密着型ビジネスの展開（現在 40 店舗で業界トップ）、などから市場シェア拡大による成長を続けている。また事業用家賃債務保証の分野でもリーディングカンパニーであり、倒産件数増加により商機が広がろう。

（図表26） 国内倒産件数の推移（暦年ベース）



（出所）東京商工リサーチ、2024 年の予想はいちよし経済研究所

『レポート表記上の注記事項』

- ・ 会社予想以外の予想はいちよし経済研究所。本文および図表での前期比は、注記なき場合は増減率。
- ・ 四半期の数字は注記なき場合は当経済研究所推計。
- ・ 図表における前期比の数字は原則として百万円未満を切り捨てて算出しているため、決算短信に表示される数字と若干異なる場合があります。
- ・ 株式分割があった場合はフェアバリューも遡及修正を行います。
- ・ 公募増資等があった場合のEPSは期間按分した修正EPSとします。
- ・ 1株あたり配当については、株式分割等があっても遡及修正を行いません。
- ・ ユニバース銘柄は原則として定期的にフォローする銘柄を指します。
- ・ 業績表の前回予想の前期比(%)は前回予想に基づく伸び率を表示しています。
- ・ 純利益は、当期純利益（単独）、親会社株主に帰属する当期純利益（日本基準、連結）、親会社の所有者に帰属する当期利益（IFRS）、当社株主に帰属する当期純利益（米国基準）を表示しています。

『金融商品取引法に基づく表示事項』

○本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： いちよし証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第24号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

○手数料等およびリスクについて

株式等（ETF、ETN、REITを含む）の売買取引には、約定代金に対して最大1.43%（最低手数料3,300円）（税込）の委託手数料をいただくこととなります。株式等は価格の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

『アナリスト証明』

私は本レポートに記載された見解が私個人の見解を正確に反映していることを表明します。また、このレポートの執筆にあたり、第三者からの強要・示唆・依頼等、いかなる圧力も受けておりません。私は本レポートを執筆することにより特別の報酬を得ることはありません。また、私及び私の家族は本レポートの対象企業の有価証券を保有しておりません。

『いちよし証券及びいちよし経済研究所の免責事項』

- この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。
- 有価証券投資は株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。
- 記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。金融商品取引所や証券金融会社が行う信用取引等に関する規制措置等は、新規に追加および解除されても表示することができません。
- いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。
- この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配付しております。また著作権はいちよし証券に帰属しています。未許可での使用、複製の作成や発表を禁じます。

『いちよし経済研究所のレーティングシステム』

○レーティング（フェアバリューに対するレポートに記載した株価との乖離率）

20%超割安→A（買い）、20%割安～20%割高→B（中立）、20%超割高→C（売り）。

「中止」はレーティングを失効させる場合、「保留」は一時的にレーティングを停止する場合に用います。

※その他の指標

リスク（財務・業績変動リスク、経営者リスク等を考慮したリスクの総合判断）

ローリスク→LR、ミドルリスク→MR、ハイリスク→HR。

アナリストの判断によりレーティングを付与している銘柄をレーティング「中止」あるいは「保留」とすることがあります。

お問い合わせの際は最寄の取引部支店までご連絡ください。

(C) Ichiyoshi Securities Co., Ltd. 2024 All Rights Reserved