

<トピック>

中小型株企業の決算インプレッション（FY24 3Q）

～ 4 四半期連続で 2 桁増益達成、25.12 期会社予想は前期比 9% 営業増益

2024 年度 3Q（10-12 月、9-11 月、8-10 月）決算が出揃い、現時点における中小型株企業の決算インプレッションをレポートする。今回も主要業種のみならずニッチ業種についてもコメントしたい（全 22 業種）。

当研究所が継続調査するユニバース企業（438 社、2 月 21 日現在）の 2024 年度 3Q の営業利益合計は前年同期比 24% 増と、4 四半期連続で 2 桁増益を達成した。

このうち 2 - 3 月決算企業 244 社について、会社側の通期（25.2 期、25.3 期）営業利益予想は前期比 14% 増である。3Q 決算で通期営業利益予想を上方修正したのは 50 社（20%）、下方修正したのは 27 社（11%）、据え置いたのは 165 社（68%）であった。業種別にみると、電子デバイス（上方修正比率 54%）、電子・電気機器（同 31%）で上方修正が多い。下方修正が比較的多かったのは半導体・FPD（22% が下方修正）である。12 月決算企業（59 社）の 24.12 期通期実績は前期比 17% 営業増益となった。25.12 期について会社側は同 9% 増益を予想している。

本レポートの着目銘柄として、Macbee Planet（7095）、ディップ（2379）、ドリコム（3793）、JBCC ホールディングス（9889）、ブロードメディア（4347）、トリドールホールディングス（3397）、平和（6412）、ナガセ（9733）、JMDC（4483）、エス・エム・エス（2175）、日本電子材料（6855）、第一工業製薬（4461）、santec Holdings（6777）、メイコー（6787）、オカダアイオン（6294）、中国塗料（4617）、ニッコンホールディングス（9072）、松田産業（7456）、東急建設（1720）など 30 銘柄を挙げる。

目次

1. 2024 年度 3Q の業績動向と通期の見通し	3
2. 業種別：決算の印象と今後の注目点	4
DX 支援（マーケティング・業務支援）	6
メディア・コンテンツ（HR メディア・デジタルコンテンツ）	6
ゲーム	7
情報サービス	8
通信制高校	9
外食	10
スポーツ用品・アスレジャーファッション	11
学習塾サービス	12
公営ギャンブル	13
医療・介護系 IT サービス	14
医療ビッグデータの利活用	15
医療・介護人材サービス	16
半導体製造装置・部材関連	17
生成 AI 関連材料	18
光通信関連装置	19
プリント配線板	20
ハイブリッド車向け材料	21
建設機械関連	22
物流	23
貴金属リサイクル	24
建設	25

1. 2024 年度 3Q の業績動向と通期の見通し

3Q は 4 四半期連続で二桁増益

当研究所が継続調査するユニバース企業(438 社、2 月 21 日現在)の 2024 年度 3Q (10-12 月、9-11 月、8-10 月) の営業利益合計は前年同期比 24% 増と、4 四半期連続で二桁増益を達成した(直近 8 四半期の営業利益データが取得可能な 436 社を集計、図表 1)。すべての業種で増益を達成した。

通期会社予想は前年同期比 14% 営業増益

このうち 2 - 3 月決算企業 244 社についてみると、3Q 累計(4-12 月、3-11 月) 営業利益は前年同期比 18% 増となった。会社側の通期(25.2 期、25.3 期) 営業利益予想は前期比 14% 増であり、2Q 決算時点から大きな変化はない(引き算すると 4Q は同 3% 営業増益予想)。3Q 決算で通期営業利益予想を上方修正したのは 50 社(20%)、下方修正したのは 27 社(11%)、据え置いたのは 165 社(68%)であった。業種別にみると、電子デバイス(上方修正比率 54%)、電子・電気機器(同 31%)で上方修正が多い。下方修正が比較的多かったのは半導体・FPD(22% が下方修正)である。12 月決算企業(59 社)の 24.12 期通期実績は前期比 17% 営業増益となった。25.12 期について会社側は同 9% 増益を予想している。

(図表 1) いちよし経済研究所ユニバース銘柄の四半期別営業利益推移

(単位 : 億円)

業種	社数	2023年度			2024年度			前年同期比
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	
素材	36	636	758	840	878	892	998	32%
機械	21	317	365	358	336	387	387	6%
電子・電気機器	21	521	500	586	432	532	544	9%
電子デバイス	17	239	243	254	310	347	313	28%
半導体・FPD	46	949	1,019	1,081	1,233	1,206	1,169	15%
建設・建設資材	18	549	696	797	512	649	862	24%
アウトソーシング	20	353	394	318	359	337	505	28%
物流・卸売	23	656	780	651	776	721	869	11%
消費者サービス	41	839	678	770	765	947	760	12%
小売	9	130	84	81	181	122	110	30%
消費財	14	272	387	192	251	319	390	1%
医薬品・医療機器	9	139	130	137	140	145	156	20%
ヘルスケアサービス	23	190	189	229	210	202	201	6%
デジタルメディア・コンテンツ	56	614	275	858	587	593	844	207%
デジタルB2B	57	544	610	717	489	610	710	16%
デジタルB2C	13	58	42	44	46	49	44	5%
エネルギー・金融・不動産	12	181	111	145	248	236	161	46%
合計	436	7,185	7,261	8,058	7,752	8,294	9,025	
(前年同期比)			-1%	14%	18%	15%	24%	

(注 1) いちよし経済研究所の業種分類

(注 2) 直近 8 四半期の営業利益データ取得可能企業。変則決算、営業利益予想非開示企業を除く

(注 3) 3Q は 10-12 月、9-11 月、8-10 月

(出所) Astra Manager、いちよし経済研究所

2. 業種別：決算の印象と今後の注目点

6 ページ以降で当研究所アナリストによる決算インプレッションとして、現時点でのおおまかな見方を提示する。為替や金利動向、世界情勢など外部環境は大きく変化している。各社の取り組みによって企業間格差は拡大傾向にあり、銘柄選択の重要性はますます高まるだろう。

(図表2) 業界別コメント・サマリー（決算の印象・今後の注目点・着目企業）(1)

業種	決算（実績及び今期予想）の印象	今後の注目点	着目企業
DX支援	トップラインは業務支援系、マーケティング支援系ともに安定成長を維持しており、マージンについても上昇基調を維持している	マーケティング支援系ではLTV関連（顧客生涯価値）の高成長が続く見通し。業務支援系ではSaaSプラットフォーム型の一部において競争激化しつつあるのが現状である	M acbee P lanet (7095)
メディア・コンテンツ	HRメディアでは新卒系は高成長を継続だが、新卒系以外が低成長に留まった。デジタルコンテンツ系では大手2社を除けば二桁増益を確保	HRメディアの収益モデル別では掲載課金型が正社員領域などではより厳しくなっている一方、マッチング精度を求める成果報酬型への移行がさらに進む傾向がある	ディップ (2379)
ゲーム	Pタイトルのポテンシャルの高さが再確認された	1) 開発本数が絞られる中で、一つ一つのタイトルの精査、2) 既存タイトルの落ち込みの低減状況、3) アプリ外決済の導入状況	ドリコム (3793)
情報サービス	システム開発需要は好調に推移。高い業績進捗を背景に通期計画を上方修正する企業もみられた。株主還元の充実も進んだ印象	新年度の会社計画と不足しているPM人材の拡充状況	JBCCホールディングス (9889)
通信制高校	先行投資等により利益率が低下	市場拡大ペースに陰りなし、先行きの利益率回復に期待	ブロードメディア (4347)
外食	食材費、人件費増は続いているものの、値上げなどでカバー。値上げをしても客数は落ちておらず、利益率は改善傾向に	年に複数回の値上げが実施できるか	ゼンショーホールディングス (7550)、トリドールホールディングス (3397)
スポーツ用品・アスレジャーファッション	世界的なスポーツ活動の活発化の持続で予想以上にポジティブな着地	成長の持続と業界再編で大規模化したゴルフ場運営会社の動向	平和 (6412)
学習塾サービス	回復が持続したが、企業間で格差が生じた	顧客単価上昇と通塾期間延長	ナガセ (9733)、早稲田アカデミー (4718)
公営ギャンブル	各競技とも成長が加速	所得環境好転が後押しし、公営ギャンブル市場は拡大基調。東京都競馬は投資回収フェイズへ	なし

(出所) いちよし経済研究所

(図表3) 業界別コメント・サマリー (決算の印象・今後の注目点・着目企業) (2)

業種	決算(実績及び今期予想)の印象	今後の注目点	着目企業
医療・介護系ITサービス	一部企業の業績が踊り場となったが、クラウド勢は予想通り堅調な着地	契約数と顧客単価の動向	なし
医療ビッグデータの利活用	停滞していた医師由来データ活用事業がやや持ち直し	ビッグデータ増収率	JM DC (4483)
医療介護人材サービス	人材需給状態の変調で費用と運営効率が予想以上に低下した	消耗戦下での競争優位性向上と費用コントロール	エス・エム・エス (2175)
半導体製造装置・部材関連	製造装置関連企業で減速感が強まるケースが散見された一方、材料メーカーは想定的に堅調推移となったケースが多い	DeepSeekなど生成AIに関連した新材料の動向	日本電子材料 (6855)、バルカー (7995)、日本カーバイド工業 (4064)
生成AI関連材料	やや鈍化の動きもみられるが、拡大トレンドに大きな変化は無い	26.3期の成長性は企業によりばらつきが出る可能性がある	第一工業製薬 (4461)
光通信関連装置	生成AIの投資拡大によるデータセンター内の光通信ニーズ高まりが継続	生成AI投資の継続	san-tec Holdings (6777)、精工技研 (6834)
プリント配線板	車載基板向けの調整はあるが底堅く推移	米中対立を背景とした受注増加	メイコー (6787)、日本シイエムケイ (6958)
ハイブリッド車向け材料	中国PHV向けの新規受注で収益が伸び始めている	M-LCC材料などにも効果が波及していく見通し	なし
建設機械関連	米国における建設機械の在庫調整の影響の濃淡により二極化した	米国のエネルギー政策の転換による追い風もあり、在庫調整解消に伴う挽回が期待される企業に注目	オカダアイヨン (6294)
船舶関連	着目していた6銘柄すべてが通期営業利益予想を上方修正	修繕船ビジネスやメンテナンス事業による収益性改善	中国塗料 (4617)、ダイハツディーゼル (6023)、古野電気 (6814)
物流	荷動きの回復状況や戦略は各社でばらつきがある	付加価値の高い物流サービスモデルの構築	鴻池運輸 (9025)、ニッコンホールディングス (9072)
貴金属リサイクル	金(Au)価格上昇が追い風に	エレクトロニクス市場からの回収回復	AREホールディングス (5857)、松田産業 (7456)
建設	期後半に入り、建築の採算性改善が進んだゼネコンが目立つ	来期の利益を建築がけん引する可能性が高まる	東急建設 (1720)、安藤ハザマ (1719)

(出所) いちよし経済研究所

DX 支援（マーケティング・業務支援）：SaaS プラットフォーム型の一部で競争激化

DX 支援 20 社は前年同期比 13%増収、15%増益

DX 支援 20 社の四半期業績は売上高 2,339 億円（前年同期比 13%増）、営業利益 159 億円（同 15%増）となった。業務支援系 10 社（DX 人材関連等）が各 373 億円（同 23%増）、36 億円（同 30%増）、マーケティング支援系 10 社（広告・PR 関連等）が各 1,966 億円（同 11%増）、123 億円（同 12%増）となった。トップラインは業務支援系、マーケティング支援系ともに安定成長を持続しており、マージンについても上昇基調を維持している。

SaaS プラットフォーム型の一部で競争激化

マーケティング支援系ではエージェント等（広告代理店等）の 7 社が前年同期比 8%増収、5%増益、LTV 関連（顧客生涯価値）3 社が同 34%増収、48%増益と売上・利益とも LTV 関連は高成長を続けている。業務支援系では DX 人材提供型 4 社が同 23%増収、92%増益、SaaS プラットフォーム型 6 社が同 23%増収、15%増益となっている。SaaS プラットフォーム型では一部のプロダクト群において競争激化しつつあるのが現状である。

Macbee Planet の業績が復調しつつある

マーケティング支援系では LTV 系の Macbee Planet（7095）の業績が復調しつつあるようだ。広告主別ではオンライン診療分野が新たな牽引役となっている。同分野は対象顧客の年齢層が幅広いこと、専門性の高い顧客企業が存在していることなどから当面の成長を下支えするとみられる。

メディア・コンテンツ（HR メディア・デジタルコンテンツ）：利益は二桁成長を確保

メディア・コンテンツ 15 社は前年同期比 5%増収、17%増益

メディア・コンテンツ 15 社の四半期業績は売上高 2,534 億円（前年同期比 5%増）、営業利益は 166 億円（同 17%増）、内訳は HR メディア 8 社が各 539 億円（同 5%増）、99 億円（同 6%増）、デジタルコンテンツ 7 社が各 1,995 億円（同 4%増）、66 億円（同 40%増）となった。

HR メディアでは新卒系 3 社が前年同期比 26%増収、26%増益に対し、新卒系以外 5 社は同 3%増収、2%増益に留まった。デジタルコンテンツ系ではサイバーエージェント（4751、一時費用差し引き前のベース）とアスクル（2678）の大手 2 社を除いた 5 社ベースでは前年同期比 9%増収、63%増益となった。

ディップ：スポットバイトルと dip AI を立ち上げ

HR メディアのなかでアルバイトの求人情報サイト「バイトル」を主力とするディップ（2379）では、足元では勤務形態をリモートワークから原則出勤へ切り替えたことによって退職者が増加したことが売上鈍化につながったようだ。しかしながら、同社では新規事業としてスポットワーク「スポットバイトル」と AI エージェント「dip AI」を立ち上げており、26.2 期以降での収益貢献が期待できると当研究所はみている。

ゲーム：IP タイトルのポテンシャルの高さが再確認された

「Pokémon Trading Card Game」はここ数年で類を見ない大ヒット

国内エンタメの中小型銘柄の 25.3 期 10-12 月決算は、IP タイトルのポテンシャルの高さが再確認された時期であった。年末にかかるタイミングで、特にスマホゲーム、家庭用ゲームソフトいずれもリリースが活性化される時期にあたるが、特に目を引いたのはディー・エヌ・エー（2432）であろう。24 年 10 月 30 日に 150 の国と地域で正式サービス開始した「Pokémon Trading Card Game」は、24 年 12 月には全世界累計 6,000 万ダウンロードを突破するなど、ここ数年でも類を見ない大ヒットとなった。一方、同様に世界的な IP を活用したガンホー・オンライン・エンターテイメント（3765）の「ディズニー ピクセル RPG」は、やや低調な立ち上がりとなり、IP×ゲーム性の重要度が認識されたとみられる。

ゲーム周辺領域も改善傾向

家庭用ゲームソフトにおいては、24 年の初頭から開発ラインを縮小する動きがあり、ゲーム周辺（デバッグや受託開発）企業にとって逆風となったが、25 年には大型タイトルの開発も予定され、また Nintendo Switch の後継機種を 25 年中に発売することが発表されるなど、事業環境の改善も期待される状況となった。今後の注目点は、1）開発本数が絞られる中で、一つ一つのタイトルの精査、2）既存タイトルの落ち込みの低減状況、3）アプリ外決済の導入状況にあると考える。

ヒットの素地が十分にあるタイトルが控えるドリコムに着目

当研究所では、ドリコム（3793）に着目したい。24 年 10 月に「Wizardry Variants Daphne」をリリースし、コアなファンを獲得、その後不具合等はあったものの安定した推移となっている。加えて、25 年 1 月には新規タイトル「Disney Step」の事前登録が開始されている。同タイトルは、ディズニーという有力 IP×幅広いユーザーが定期的に起動しやすい位置ゲームであり、ヒットする素地は十分にある。

情報サービス：システム開発需要は好調、不足気味な PM 人材の確保が鍵に

10～12 月の国内ソフトウェア売上高は二桁成長

経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」によると、24 年 10～12 月の情報サービス産業の国内受注ソフトウェア売上高は 2 兆 8,421 億円（前年同期比 13.6%増）と非常に高い伸びとなった（図表 4）。「2025 年の崖」問題に直面し基幹システムの刷新が続いているなか、DX に対する投資意欲も強い状況が継続しているようだ。

業績は総じて順調、PM 人材の拡充状況も今後の注目ポイントに

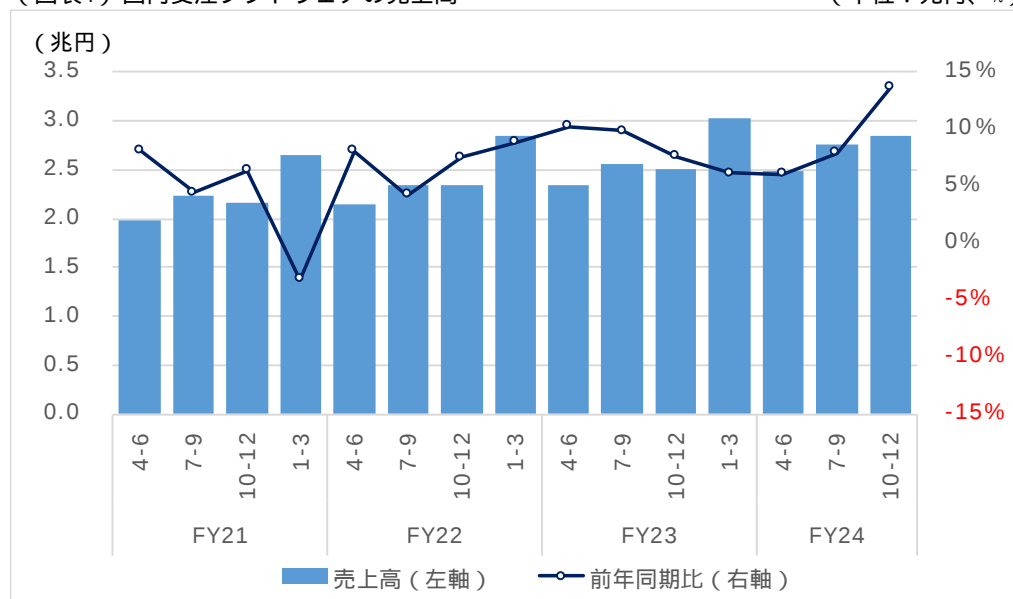
10～12 月（または 9～11 月）決算は総じて順調だった印象。3 月（または 2 月）決算期の企業の場合は第 3 四半期に相当し、高い業績進捗を背景に通期計画を上方修正する企業もみられた。また、株主還元の充実を図る企業も増加した印象。今後の注目点は新年度の会社計画となろう。不足している PM（プロジェクトマネージャー）人材の拡充状況もポイントとなりそう。

SI 事業の復調が予想される JBCC ホールディングスに着目

個別銘柄では JBCC ホールディングス（9889）に着目する。クラウド関連やセキュリティ関連のサービス事業が好調で、ストック型収益も着実に積み上がっている。SI 事業は不採算案件の発生で苦戦していたが、3Q（10～12 月）で一連の問題を終息させた。26.3 期はサービス事業の伸張に加えて SI 事業の復調が見込まれる。中期経営計画では、27.3 期に売上高 720 億円以上、売上高営業利益率 10%以上を数値目標としているが、26.3 期に 1 年前倒し達成の可能性も高まってきたとみている。

（図表 4）国内受注ソフトウェアの売上高

（単位：兆円、%）



（出所）特定サービス産業動態統計調査より、いちよし経済研究所作成

通信制高校：市場の拡大ペースに陰りなし、先行きは収益性が回復に向かおう

通信制高校を展開する
上場 2 社は先行投資等
により利益率が低下

25.3 期 3Q(10-12 月)におけるブロードメディア(4347)の教育事業、ウィザス(9696)の高校・大学事業は、いずれも売上高成長の一方で利益率が大きく低下した。これは、通信制高校の生徒数増加に備えた積極的な教員採用やキャンパス拡充に対する投資のほか、宿泊費や交通費の高騰に伴うスクーリング費用の増加による影響が大きい。

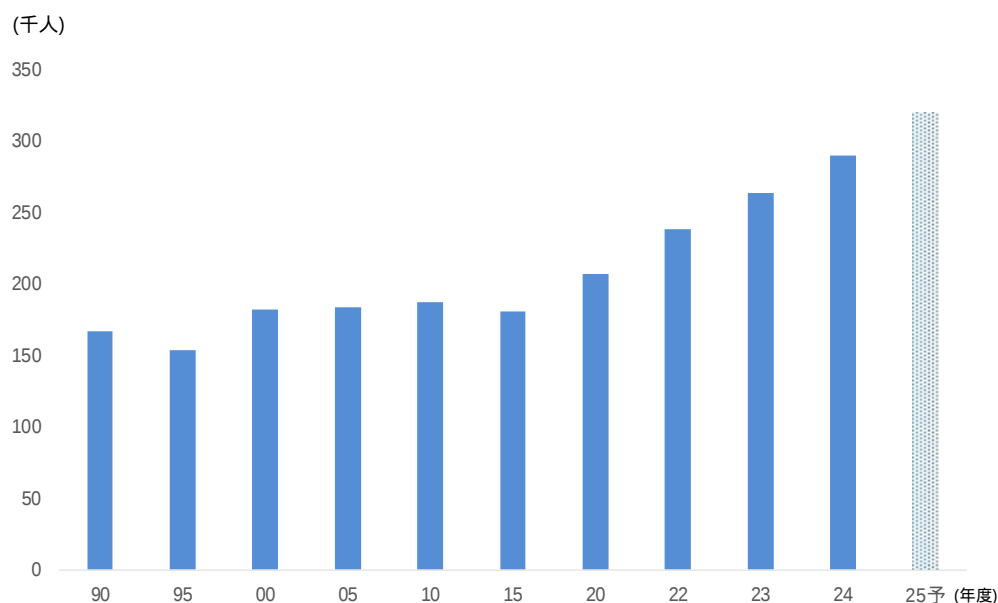
需要旺盛な状況に変化
なし、先行きの成長期待
は大きい

ただ、依然として需要は旺盛である。24 年度における通信制高校の生徒数は前年度比 9.5%増の 29 万人となったほか、全日制との併置校も含めて学校数も増加傾向にある。急増する生徒数と文科省のガイドライン(生徒数 80 人当たり教諭等が 1 名以上とする基準)に対応するため、足元では先行投資の増加による利益率の低下を招いているものの、先行きの成長ポテンシャルは高いと考えられる。

新年度はブロードメ
ディアの利益率回復の可
能性に着目

とりわけ、ブロードメディアは 26.3 期以降の利益率回復が期待される。通信制高校における教員採用の一服や学費の改定に伴い教育事業の利益率回復が見込まれるほか、不採算事業の譲渡、コスト削減による子会社の赤字縮小等によって 26.3 期は大幅な増益に転じる可能性が高いと当経済研究所では予想している。

(図表5) 通信制高校の生徒数



(出所) 文部科学省「学校基本調査」、予想はいちよし経済研究所

外食：売上好調を維持しているが、原材料価格の上昇は懸念

外食市場は順調に推移

一般社団法人日本フードサービス協会が発表している「外食市場動向調査」によると、24年10月の売上高は前年同月比6.1%増、11月は同10.5%増、12月は同6.6%増と順調に推移した。一部、値上げを実施した会社もあるが、客数は10月同2.6%増、11月同6.2%増、12月同2.6%増と値上げによる客離れはみられない。

10-12月は増収、営業減益の企業が散見された

3月決算の外食企業のうち前年比較が可能な47社の25.3期3Q累計(4-12月)の営業利益は、前年同期比9%増と堅調に推移した。しかし、食材コストと人件費コストの影響で増収、営業減益という企業が散見された。10月に新米が市場に出回り、8月以降上昇していた米の価格が落ち着くとみられていたが、逆に過去最高価格を更新するなど、多くの外食企業に影響を与えた。この傾向は25年1-3月も続くと予想している。

値上げを発表した企業の月次客数に着目

値上げを実施・発表する企業は相次いでいる。24年11月には、すかいらーくHD(3197)傘下の「ガスト」、ゼンショーHD(7550)傘下の「すき家」、ロイヤルHD(8179)傘下の「てんや」が、12月にはハイデイ日高(7611)、ドトール・日レスHD(3087)傘下「ドトールコーヒーショップ」、ゼンショーHD傘下の「はま寿司」が、1月にはトリドールHD(3397)傘下の「丸亀製麺」が、2月には、ロイヤルHD傘下の「ロイヤルホスト」、王将フードサービス(9936)や「てんや」が値上げを実施。3月には「リンガーハット」が値上げを予定している。

帝国データバンクが発表した「食品主要195社価格改定動向調査」によると食品主要企業195社は25年暦年で1.5~2万品目の値上げを想定していると発表しており、2月の値上げは1,656品目(前年同月比1.8%増)、4月までに8,867品目、値上げ率平均16%を想定している。ビール、製粉、加工食品など食品企業の販売先の一つに外食産業があり、外食産業にとって25年も仕入れコスト上昇圧力が続くとみられる。

(図表6) カレーライス物価指数の推移

	24年5月	24年6月	24年7月	24年8月	24年9月	24年10月	24年11月	24年12月
カレーライス物価指数	323	329	342	348	364	371	377	386
ごはん	94	97	101	110	131	142	149	151
カレー具材	200	203	211	209	205	201	200	206
カレールー	25	25	25	25	25	25	25	25
水道光熱費	4	4	4	4	4	4	4	4

(注) カレーライスで使用する原材料や、調理にかかる水道光熱費などを独自に試算した指数

(出所) 帝国データバンク

スポーツ用品・アスレジャーファッション：世界的なスポーツ活発化で良好な事業環境

総じて堅調

10-12月(一部企業の海外部門は12月決算期で7-9月を連結)において、スポーツ分野の企業は、好決算が多かった。当研究所の調査対象外のアシックス(7936)を筆頭に、ミズノ(8022)、ヨネックス(7906)は、製品戦略が奏功し、国内外で増収傾向が続いた。アフターコロナ以降、スポーツ活動の活発化を背景に良好な事業環境が続いている。世界の環境を俯瞰すると、市場規模が大きいシューズにて、最大企業のナイキの不調からシェア流動化も他社には追い風となっている可能性がある。拡大期間の長期化から1-3月以降、流通在庫の積み上がりなどで反動リスクも認識する必要がある。

アスレジャーファッションは12月からの寒波で挽回

アスレジャーファッションで強みを持つゴールドウイン(8111)は、25.3期3Q(10-12月)において、猛暑と暖冬で秋物が不発となり、値引きセール実施で粗利益率が低下したが、12月からの寒波で冬物が挽回し増収を確保した。1月以降もダウンジャケットの販売好調やインバウンド需要の拡大でリカバーを図る。販売管理費は、同社の期初計画から下振れ基調にあり、広告宣伝費やシステム投資費用などの未消化が利益面での下支えとなっている。韓国の関連会社YOC社は、「ザ・ノース・フェイス」がパリ五輪にて同国の公式ユニフォームに採用されるなど、高いブランド力を背景に成長が続いてきたが、3Qでは減速感が生じた。

国内自転車小売は、台数増加、修理需要の拡大から利益率改善

国内自転車小売は、あさひ(3333、2月決算)やダイワサイクル(5888、1月決算)が、直近の決算において、販売台数増加、高利益率の修理需要の拡大などから利益率の改善が進んできた。今後も、電動アシスト自転車の普及と小売店舗の再編により、優位なポジションを確保できると予想される。利益面では、自転車の仕入れは、中国を中心に海外からの輸入がほとんどのために人民元/円、ドル/円レートが円高シフトで利益率が上昇するため、為替動向には注視したい。

平和：世界最大のゴルフ場運営会社の誕生。買収後の相乗効果に期待

平和(6412)は、アコーディアゴルフを買収し、傘下のパシフィックゴルフマネジメントと合わせ、世界最大のゴルフ場運営会社となる。2社合算の国内321カ所(国内シェア15%弱)年間来場者数は約2,100万人規模となる見通し。25.3期業績計画は、遊技機事業の販売計画の下振れやM&Aに関連したFA費用、借入金実行に伴う手数料が高んで下方修正された。26.3期以降は、事業規模拡大による利益額の拡大に加え、PMI(経営統合)作業の進展に伴う相乗効果に期待が掛かる。なお借入額5,100億円と株式時価総額の2倍超規模で期間7年変動金利のため、金利上昇がリスクとなる。

学習塾サービス：回復持続も企業間で格差

復調傾向が強まってきた

学習塾業界は24年度に入って復調傾向が強まってきた。外部環境は、少子化、大学入試の一般試験離れ、公立高校の定員割れの常態化など学習塾には逆風だが、コロナ禍が収束した23年度に見られた通学や部活再開による一時的な塾離れの加速も緩和し、全国的に通塾者が復調し、増加に転じている。自治体独自の私立高校無償化の取り組み拡大、定額減税、所得環境変化が後押しした可能性が指摘できるが、2025年の共通テスト変更（情報の新設で5教科7科目から6教科8科目へ移行）なども、一般受験を目指す学生の通塾依存を高めている可能性もある。

顧客単価の動向に企業間で格差が生じつつある

上場学習塾企業の10-12月（2月決算企業の9-11月も含む）業績を俯瞰すると、生徒数は一部の事業者を除けば、総じて前年同期比で増加した。個別指導塾の顧客単価は、横ばいから低下基調の企業がある一方、値上げや受講講座数の増加で上昇した企業もあり、顧客平均単価の側面で2極化の動きが散見された。顧客平均単価上昇組では、東進ハイスクールを運営するナガセ（9733）、難関中学受験に強みを持つ早稲田アカデミー（4718）、富裕者向けに強いリソー教育（4714）が上げられる。

ナガセ：M&Aによる顧客層拡張でLTV向上

今後の学習塾の経営では、受験年度への依存から生涯学習に向けたLTV（顧客生涯価値）向上が持続的な成長の条件となると予想される。LTV向上施策に積極的に取り組む学習塾は、M&Aによって、サービス対象とする学年や年齢層を拡張し、効果的に成長を達成している企業も現れている。最も成功しているのが、「東進ハイスクール」「東進衛星予備校」を運営するナガセである。スイミングスクール、幼児、小学生、中学生、高校生から大学生や社会人教育にサービス網を拡張し、現在でも国内最大級の教育サービス事業者に発展している。25.3期業績は、期初の在籍者水準の低さやビジネススクールの大型案件の貢献が遅れているために、対会社計画でやや弱含みも、利用者数の拡大や顧客単価上昇などもあり、26.3期以降に向けた成長力が高まりつつある。

早稲田アカデミー：高合格実績を背景に持続的な業績拡大を期待

早稲田アカデミーは、中学部、高校部の拡大が積年の課題であったが、直近、これまでの取り組みが奏功し始めた。25.3期3Q（10-12月）では、中学部1～2年生の生徒数が復調傾向にある。25年4月以降、小学部からの継続者の増加もあり、増加に転じる可能性が高まり、高校部も、24.3期よりFC加盟する東進衛星予備校の生徒数が増加した。26.3期に向けては、25年受験の合格実績の高まりに伴う集客の後押しや授業料の値上げにより、持続的な業績拡大が期待される。

公営ギャンブル：各競技とも成長が加速

各競技とも成長が加速している

2024 年（暦年）の公営ギャンブル市場は、競馬（中央、地方）、競輪、競艇、オートとも成長した。各競技とも、インターネット投票の普及から参加者の拡大や投票活動の活発化が貢献した。競輪が、前年比 12.9%増収と最も成長率が高かった。投票システムが外部事業者に解放されており、民間ポータル事業者のプロモーション、ポイントプログラムの積極活用が奏功した。地方競馬の売上高は同 4.4%増収の 1.1 兆円と 3 年連続で 1 兆円超えとなり、ネット投票の占有率が 90.6%に達した。

地方競馬は猛暑による季節性が運営にマイナスの側面も生じている

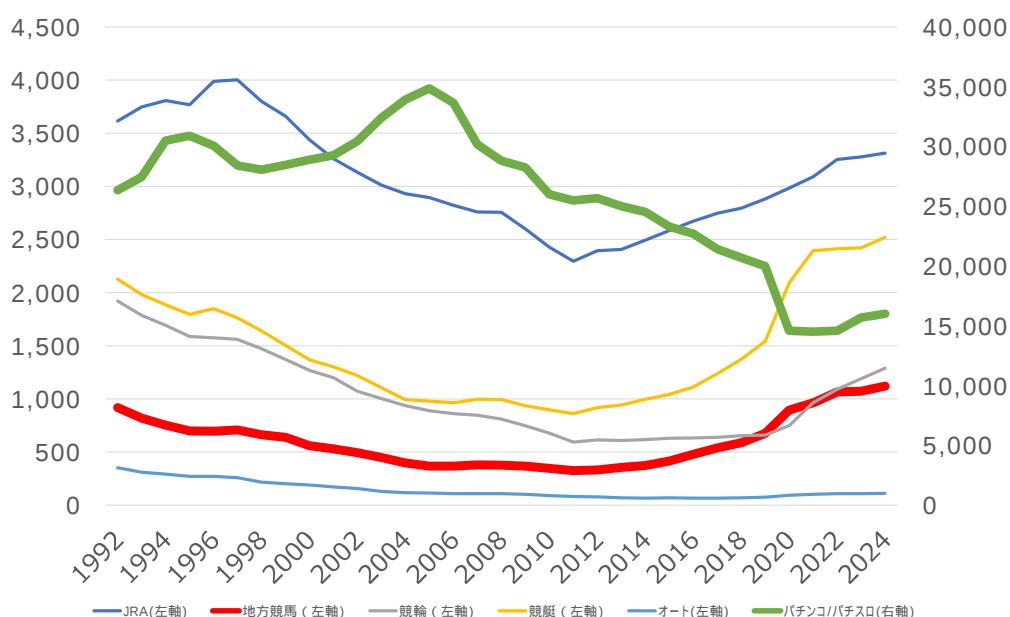
地方競馬は、猛暑による競走頭数の確保難から夏期開催日程を削減した。秋から春に出走頭数が増え、JRA 重複の土日開催、売上高が多い南関東地区で複数の競馬場の同日開催により、内部競合が生じ、開催の分散化が課題として残る。

東京都競馬は、先行投資を吸収し、利益計画が上振れへ

25 年も公営ギャンブル市場は拡大基調が続く可能性が高い。処遇改善など所得環境が好転している外部環境が後押ししよう。地方競馬において、「SPAT4」を中心としたネット利用環境の整備での利便性向上や集客策が求められる。東京都競馬（9672）は、「SPAT4」の第 5 次システム改修が完了し、投資回収のフェイズに入ると予想される。大幅増配を実施しており、積極的な株主還元にも期待が掛かる。

（図表7）公営ギャンブル、パチンコ/パチスロ

（単位：十億円）



（出所）各競技団体、パチンコ/パチスロは「特定サービス産業動態調査」

医療・介護系 IT サービス：一部踊り場もクラウド勢は予想通り堅調

病院の IT 投資は一時的に踊り場

医療機関の IT 投資需要は二極化しており、電子カルテ導入を断念する中小病院がある一方、積極的な IT 投資や DX 化で生き残りを図る動きは根強い。ただし、2024 年 4 月以降、病院用電子カルテなどのシステムは、踊り場となっている。コロナ病床への補助金支給が打ち切られ、医師の残業規制や処遇改善といった人件費関連費用増や医療機器、消耗材の価格上昇で赤字に転落する医療機関が増えたため。オンライン資格システム、マイナ保険証、電子処方箋の導入といった DX 政策が進展し、2030 年に電子カルテ導入 100% 目標の政策が推進され、一時的な踊り場状況も今後の全体的な IT 投資は継続すると予想される。

在宅分野はモバイルサービスの普及とともに事業者の淘汰も始まる

在宅医療、介護、障害福祉分野の DX の進展とともに、モバイル環境が前提の在宅分野と親和性が高いクラウドサービスの普及が加速している。小規模な介護システム事業者の淘汰も始まっており、上位事業者の存在感が高まる状況にもある。

訪問看護事業所でのシステム需要は旺盛

訪問看護の事業所数は、新規開設と閉鎖の新陳代謝を進めつつ、年率 8% 程度で増加している。サンウェルズ（9229）の不正請求事案もあり、サービス提供記録と請求の可視化は必須事項となりつつあり、リアルタイムで記録できる電子カルテなどのシステム需要も増える環境に変わりはない。

クラウドプレーヤーの業績は好調が続く

介護系や看護系クラウドは、エス・エム・エス（2175）、カナミックネットワーク（3939）に加え、訪問看護向け専門の eWeLL（5038）が強い。エス・エム・エスは、キャリア事業や海外事業が減速も、介護事業者向けは、年率 20% 程度の増収傾向が続いた。チェーン展開する大規模事業者に強いカナミックネットワークは、中小システムベンダー淘汰による顧客の引継ぎがあり、10-12 月もクラウドサービスは順調に伸びた。

eWeLL：複数サービス導入で顧客単価上昇

eWeLL は、25.12 期に利益成長率がやや上昇へ。AI 看護計画・看護報告の課金開始など複数のサービス上市（マルチプロダクト戦略）によって、顧客平均単価は約 10% 上昇する可能性が高い。利用事業者増と顧客数の増加によって、中長期の成長フロンティアが広がる見通し。

カナミックネットワーク：保守的な計画

カナミックネットワークは、25.9 期計画が、営業利益 16 億円（前期比 11.2% 増）と成長率が大幅に鈍化する。訪問介護事業者の倒産増を想定するが、1Q（10-12 月）ではその影響は乏しく、計画が保守的に策定されている可能性がある。今後は、多角化事業も含めた動向に着目したい。

医療ビッグデータの利活用：停滞していた医師由来データ活用事業がやや持ち直し

10-12月に医師由来データ活用グループの損益が改善してきた

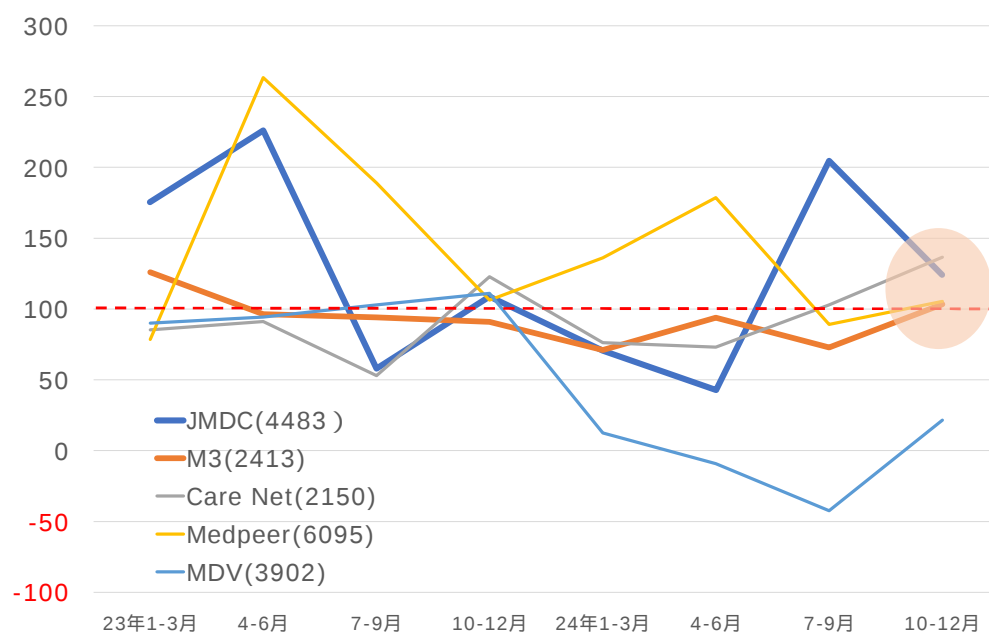
10-12月期の医療ビッグデータの利活用業界にて、M3(2413)：前年同期比3.5%営業増益、JMDC(4483)：前年同期比24.2%営業増益、ケアネット(2150)：同36.6%営業増益、メドピア(6095)：5.4%営業増益、メディカル・データ・ビジョン(3902)：同78.3%営業減益となった。医師由来データ勢力(M3、ケアネット、メドピア)の損益が改善してきた。製薬会社の営業・マーケティング予算縮小の潮流は続いており、医師由来データの利用の本格回復が遅れていることには変化がなかったようだ。患者由来データの活用に関して、JMDCは、疫学調査などを行うMA(メディカルアフェアーズ)など医療領域の案件が伸び悩んだが、セールスマーケティング領域の好調は持続した。保険者・生活者向けは自治体案件の受診勧奨の期ずれなどの影響もあった。

高度利用のための専門性で成長持続の要件となろう

患者由来のデータ活用は、データ提供局面から複数のデータを活用したコンサルティングによって、経営や事業展開の意思決定に用いるニーズが高まっている。ソリューション力が求められ、経営や業務の意思決定に繋がるかどうか持続的な成長の要件となろう。メディカル・データ・ビジョンは営業やコンサル人員採用を積極化しているが、既に専門人材を豊富に充当しているJMDCが優位に展開する可能性が高い。

(図表8) 各社の営業利益推移

(単位：22年各四半期を100に指数化)



(出所) 各社決算短信よりいちよし経済研究所作成

医療・介護人材サービス：消耗戦下での競争優位性向上

医療介護人材市場は、初めての局面に入る

2024年の医療介護人材市場は、介護保険法が施行された2000年以降で初めての経験に直面している。報酬改定で処遇改善、医師の働き方改革を契機とした就労環境の整備によって、定着率が上昇して転職希望者が減少に転じてきた。介護業界に至っては、就労人口自体が23年以降減少に転じた。賃金上昇が著しい外部産業への流出もあり、転職希望者は増加していないと推定される。そのため、求人需要は強まる一方だが、採用に苦戦する事業者がますます増える状況にあり、報酬改定が引き下げられた訪問介護を中心に介護業界では、人手不足を背景に中小事業者の廃業が増えてきた。

転職希望者減少で人材需給ギャップが拡大してきた

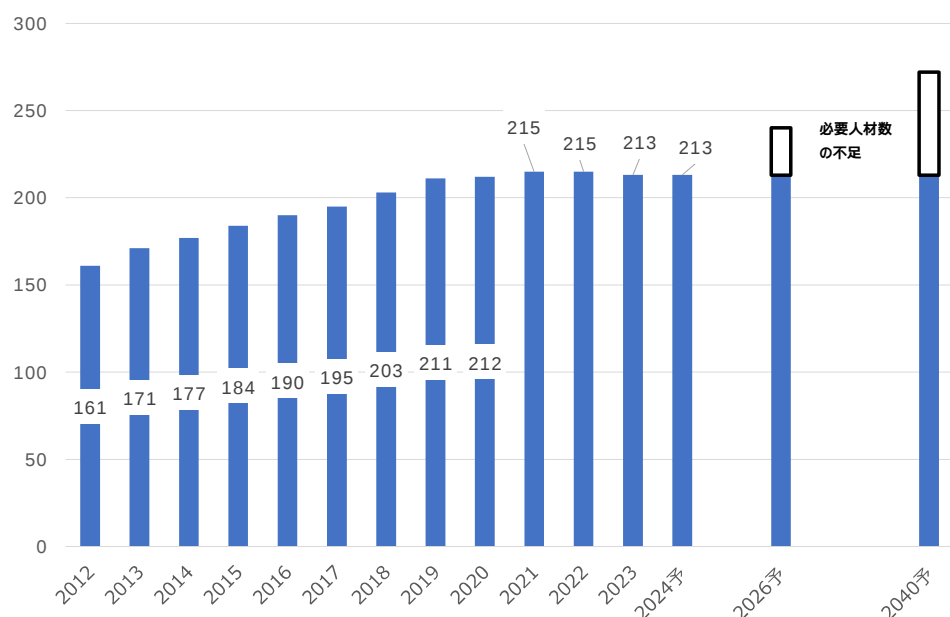
こうした外部環境の変化は医療介護の人材産業に影響を与えており、求人の需給ギャップ拡大から紹介件数が計画ほど増えなくなっている。また、求職者の募集費が上昇することで顧客獲得単価（CPA）の上昇に加え、人材仲介を担う営業人材（エージェント）の生産性低下で利益率が圧迫され始めている。

人材紹介上位企業は消耗戦を仕掛ける方針

看護師や介護人材紹介の大手であるエス・エム・エス（2175）やトライト（9164）は、求職者募集に広告宣伝費を積極投入することで事業規模拡大を継続している。今後、消耗戦となる可能性があり、体力の劣る他社を振るい落とす構えである。一方、余剰気味のエージェント組織の縮小により全体的な費用の最適化で利益の確保を目指すようだ。

（図表9）介護職員数推移と長期での必要人数推計

（単位：万人）



（出所）厚生労働省「介護職員数の推移の更新」「介護保険事業計画に反づく介護職員の必要人数」

半導体製造装置・部材関連：決算は想定通りながら、既存テーマでサプライズが生じるケースも

10 - 12 月決算は概ね想定通りながら、変化もみられた

25 年半導体製造装置市場への期待値が低下するなか、製造装置関連メーカーでは需要再拡大の遅れなどが見られたが想定内と言える。変化があった企業としては、製造装置向け溶射加工（コーティング）を手掛けているトーカロ（3433）で受注鈍化が示されたほか、中国での売上計上後倒しが生じた TOWA（6315）などが挙げられる。一方、材料メーカーは概ね好決算が目立った。CMP（化学的機械研磨）関連の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）はいずれも好調な需要が確認され、東京応化工業（4186）は半導体前後工程に関連したフォトレジスト（感光材料）や、高純度薬品の需要が伸びている。また生成 AI に関連した HBM（広帯域メモリ）や 3 次元パッケージなど、株式市場のテーマとしては一旦ピークアウトしたかに見えるテーマでも、HBM 向けプローブカードを手掛ける日本マイクロニクス（6871）や、3 次元パッケージを行うファンドリー（受託メーカー）向け剥離装置に強みを持つタツモ（6266）などの受注急増は、株式市場でポジティブに受け止められた。

今後の注目点

今後の注目点として、基本的には製造装置市場の回復タイミング、中国エリアでの需要動向、米国新政権の政策動向など、マクロ・セミマクロ環境が挙げられる。一方で新たに登場した生成 AI「DeepSeek」を中心とする簡易バージョン AI の動向もウォッチしていきたい。現段階で普及ロードマップや「DeepSeek」そのものの動向を判断するには未確定要因が多いが、新たな潮流を産み出す可能性も十分あるだろう。

日本電子材料、バルカー、日本カーバイド工業に着目

着目企業として、日本電子材料（6855）、バルカー（7995）、日本カーバイド工業（4064）の 3 社を取り上げる。24 年 10-12 月決算ではプローブカードメーカーの日本マイクロニクスの突出した受注に注目が集まったが、メモリ（DRAM）業界全般に当てはまる傾向と考えられ、日本電子材料の受注も同様に高水準だった可能性がある。バルカーの 24 年 10-12 月期は、シール事業の受注高が過去最高になるなど、在庫調整からの回復が見られた。また 24 年春以降に競争激化が懸念されていた特殊薬液タンクでもシェア回復の動きがあり、当経済研究所ではポジティブだと考えている。日本カーバイド工業は電子・機能製品の半導体関連製品（フォトレジスト材料、金型クリーニング材）などが好調に推移、フィルム・シート製品事業の好調もあり、25.3 期利益計画が上方修正されている。

生成 AI 関連材料：やや伸びが鈍化した面もあるが、今後も拡大が続こう

積極的な AI データセンター投資が背景

生成 AI 関連材料メーカーの業績は 2024 年 10-12 月も好調であった。前四半期比ではやや伸びが鈍化してきた面もあるが、米国 IT 大手などは積極的な AI データセンター投資を継続する考えであり、生成 AI 関連材料についても拡大トレンドが続くとの見方を変える必要は無いだろう。

第一工業製薬の光硬化樹脂材料は 26.3 期も高成長へ

界面活性剤などの工業用薬品を主力とする第一工業製薬（4461）の 25.3 期 3Q（10-12 月）の営業利益は前年同期比 36%増の 13 億円に拡大した。業績をけん引しているのはハイエンドサーバー向けの光硬化樹脂材料。サーバーの樹脂基板の原料（添加剤）とみられるが、高性能な AI 用サーバー向けに 2023 年に採用され、急速に収益を伸ばしている。なお 3Q の同材料の収益は 2Q（7-9 月）比ではややダウンした模様だが、短期的な製品構成の変動によるものと考えられる。生産能力の拡充もあり、26.3 期には前期比 2-3 割程度の販売増が期待される。

日本化薬のエポキシ樹脂の成長は中期的に続く

車載部品やファインケミカルなどを製造販売する日本化薬（4272）の 25.3 期 3Q（10-12 月）の営業利益は 69 億円となり、前年同期には医薬品分野で一過性費用もあって赤字となっていたのと比べ大幅に改善した。生成 AI 関連では耐熱性樹脂であるエポキシ樹脂の販売が好調である。これは AI サーバーの樹脂基板の主材料として使用されており、基板の多層化も数量面での追い風になっていると考えられる。売上は前年同期で高成長となっている一方、前四半期比での伸びは鈍化しているが、中期的にも成長は続くと期待される。

四国化成 HD の銅配線密着性向上材料も好調

ファインケミカルで利益の多くを稼ぎ出す四国化成 HD（4099）においても、生成 AI サーバーなどの樹脂基板で使用される銅配線密着性向上材料「GLiCAP」の販売が 24.12 期に前期比 5 倍へ拡大した。25.12 期も 5 割程度の伸びが見込まれるとのことで、まだ売上規模は小さいが、収益性は極めて高いと考えられることから注目される。

MLCC 材料メーカーにも恩恵

このほか、生成 AI サーバーでは 1 台当たりの電子部品の搭載個数が大きく増加する模様であり、MLCC（積層セラミックコンデンサ）の材料メーカー、例えば石原産業（4028）、堺化学工業（4078）、日本化学工業（4092）なども注目される。

光通信関連装置：光通信ニーズ高まりで関連装置メーカーの業績好調続く

データセンター内での
光通信ニーズ高まる

生成 AI への投資拡大などを背景として、データセンター内での光通信ニーズが引き続き高まっている。生成 AI で使われる膨大なデータ量のやり取りを電気通信ではなく、光通信で処理することで高速化や低消費電力化が図られる。このため光トランシーバーや光コネクタの需要が拡大し、製品開発も進んでいるが、関連装置メーカーの業績好調が続いている。

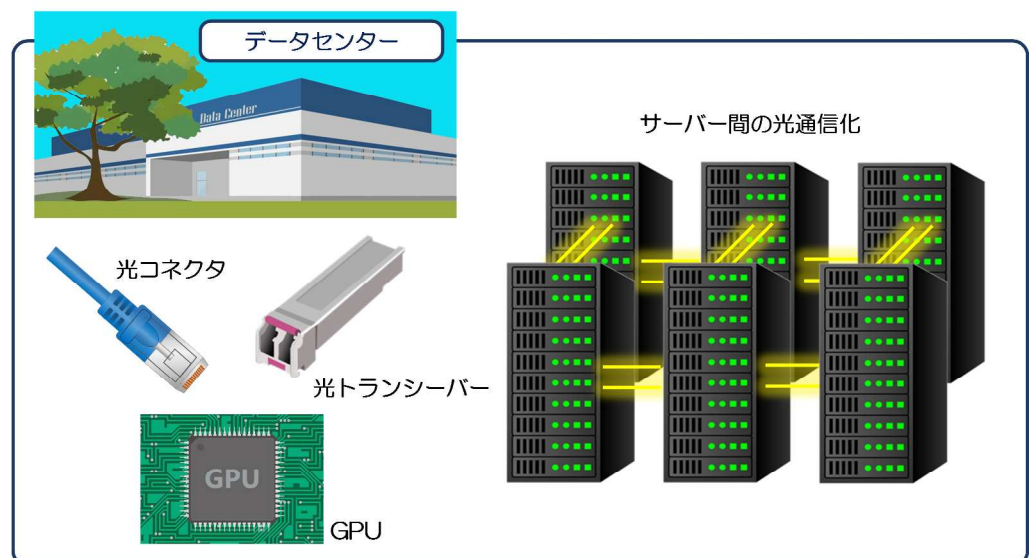
波長可変レーザー光源
などが拡大

santec Holdings (6777) は、波長可変レーザー光源（波長の変更が可能なレーザーで、光デバイスの研究開発や生産の現場で使われる）などで世界有数の企業。25.3 期 3Q（10-12 月）営業利益は 15.58 億円（前年同期比 20.6%増）と堅調だったが、北米企業向けなどで光デバイスなどの開発ニーズが高まっていることが背景にある。同社は光技術応用分野におけるニッチ市場で、迅速な製品開発を行うことで、過去 10 年以上にわたり営業増益を続けており、今後の成長余地も十分あろう。

光コネクタ研磨機・端面
検査装置が好調

精工技研（6834）の光製品関連事業では光コネクタの研磨装置及び端面検査装置を手がけるが、両装置でデファクトスタンダードを握っている。25.3 期 3Q 営業利益は 6.74 億円（前年同期比 2.1 倍）と好調だったが、光製品関連事業の拡大が牽引した。受注増加が続いていることに加え、一方の精機関連事業でも M&A 効果が期待され、26.3 期も業績拡大が続こう。

（図表10）データセンター内での光通信化が進む（イメージ）



（出所）各種資料より、いちよし経済研究所作成

プリント配線板：米中対立を背景に ASEAN での付加価値製品量産が商機に

ASEAN でのビルドアップ
基板の量産が商機に

中国や欧州の自動車市場向けが不振であるにもかかわらず、日系プリント配線板メーカーの業績が底堅く推移している。米中対立を背景に電子部品調達を中国（および台湾）から ASEAN やインド等へとシフトする動きが出ているが、ASEAN で付加価値の高いビルドアップ基板を十分に量産できる企業は少なく、日系のプリント配線板メーカーにとって商機となっている。

メイコーはベトナムで
大規模投資を継続

メイコー（6787）の 25.3 期 3Q 実績は、売上高 536.00 億円（前年同期比 13.3%増）、営業利益 53.61 億円（同 29.5%増）と好調を持続した。車載分野及びスマートフォン分野がやや伸び悩んだが、情報通信分野（衛星通信端末など）などの伸びが貢献した。26.3 期は情報通信分野の拡大や車載分野の回復などを予想しており、付加価値製品を中心とする増収効果により固定費増加を十分に吸収できよう。また 26.3 期中にはベトナム第 4 工場（投資額は約 250 億円、高多層・高密度 HDI 基板やメモリーモジュール基板を生産）の本格稼働が予定されており、増収効果による利益率改善が続くと予想する。27.3 期にはホアビン工場（ベトナム、投資額は約 500 億円、スマートフォンのハイエンド製品などを生産予定）が本格稼働する予定だが、引き合い多数でホアビン第 2 工場の計画具体化も期待される。

日本シイエムケイはタイ
工場第二期を視野に

車載用プリント配線板のウエイトが大きい日本シイエムケイ（6958）の業績は踊り場を迎えているものの、年度ベースでは増収増益基調が続いている。また付加価値の高い車載用ビルドアップ配線板の生産では世界トップ級の実力を有していることに変わりはなく、中長期的な成長ポテンシャルが失われているわけではない。現在、タイ新工場（第一期）の立ち上げを行っているが、第二期投資を視野に入れながら商機拡大を探っている。

（図表11）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HDI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）

ハイブリッド車向け材料：一部メーカーが中国 PHV の恩恵を受け始めている

BYDのプラグインハイブリッド車が好調

世界的に自動車市場が伸び悩んでいるが、その中で中国自動車メーカーが好調である。2024 年の中国の自動車生産台数は前年比約 5%程度の伸びであったが、中国自動車メーカーが注力する新エネルギー車は 3-4 割の伸びになったとみられる。2025 年も同様の傾向が続く可能性が高い。特に注目されるのが PHV（プラグインハイブリッド車）である。もともと HV（ハイブリッド車）ではトヨタ自動車（7203）が強かったが、最近では BYD（中）など中国メーカーが PHV でシェアを伸ばしている。

独立系の部品・材料メーカーでも一部で恩恵

日系の自動車部品メーカーや車載用材料メーカーの一部は、BYD のような中国メーカー向けで販売を伸ばしている。この傾向は日系大手自動車メーカーの系列に属さない、独立系の部品・材料メーカーにみられる。

セーレンの合成皮革の採用が増加

その恩恵を受けている代表的な企業としてセーレン（3569）が挙げられる。セーレンはアパレル用素材や自動車内装材（カーシート材料など）を手掛ける。25.3 期 3Q（10-12 月）の営業利益は前年同期比 36%増の 53 億円と好調であった。自動車内装材用の合成皮革「クオーレ」の販売が、特に中国顧客向けで大きく伸びた。なお合成皮革は高級感を出すことができることに加え、本革と比べると軽量であるため、重量に対する要求がシビア（大型のバッテリーを搭載するため車重が重くなりやすい）な PHV での採用が増えていると考えられる。26.3 期に向けても中国メーカーの PHV の伸びを背景に、拡大基調が続くと見込まれる。

中国 PHV 向けの MLCC 材料にも動き

また中国メーカーの PHV では、電子部品（MLCC など）としては日系メーカーの製品ではなく、台湾や韓国メーカーの製品が多く採用されているとみられる。この点で収益を伸ばすと期待されるのが石原産業（4028）である。石原産業は MLCC 材料（チタン酸バリウム、高純度酸化チタン）を手掛ける。25.3 期 3Q（10-12 月）の営業利益は前年同期比 5.8 倍の 11 億円に拡大したが、増益要因として MLCC 材料はまだ大きな貢献にはなっていない。ただし 4Q（1-3 月）以降、中国メーカーの PHV 関連で MLCC 材料の収益が大きく伸びていくと期待される。

アルミダイキャスト部品の採用も

中国メーカーの PHV 用のアルミダイキャスト部品（エンジンブロックやバッテリーハウジングなど）で新規受注を獲得している企業として、アーレスティ（5852）も注目される。25.3 期 3Q（10-12 月）の営業利益は前年同期比 13%増の 11 億円に拡大。4Q（1-3 月）からは上記の新規受注分の貢献が始まる見通しである。

建設機械関連：来期は米国における建機レンタル会社の在庫調整の解消に期待

25.3期3Qの決算内容は
二極化した

建設機械関連メーカーの25.3期3Q（10-12月）の業績は、米国における建機レンタル会社などの在庫調整の影響の濃淡により、二極化する内容となった。具体的には、建機向け油圧フィルターで世界トップシェアを誇るヤマシンフィルタ（6240）の営業利益は前年同期比30%増の6億円となり、鉄筋結束機が近年の収益ドライバとなっているマックス（6454）は同26%増の40億円と好調。一方、建機向け解体用アタッチメント大手のオカダアイヨン（6294）は同26%減の6億円。エンジンコンプレッサや高所作業車において国内トップメーカーの北越工業（6364）は特殊要因もあるが同62%減の6億円となった。

米国における建機の在
庫調整の解消が期待さ
れる

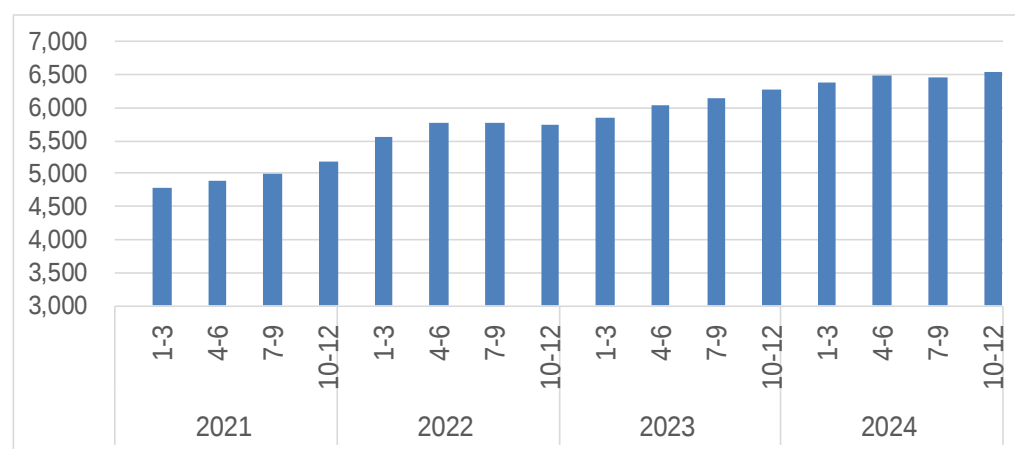
米国において2021年11月のインフラ投資法の成立により、米建機レンタル会社などは需要増を見込んだ在庫の充実化を進めたが、2023年末にその充実化が一巡し、以降は建機をはじめエンジン発電機や油圧ブレーカーなどの発注の低迷が続いている。しかし建設支出の増加基調は保たれていることから工事量の増加は継続していると考えられる（図表12）。加えて米新政権のエネルギー政策転換に伴うシェールガス・オイルの掘削需要の拡大も追い風となり、26.3期中の在庫調整の解消が期待される。

オカダアイヨンの挽回
に着目

当研究所ではオカダアイヨンに着目する。同社は2022年12月に米国において油圧ブレーカーなどの販売・修理事業会社のM&Aを行うなど米国事業を強化している。25.3期業績は国内が堅調な一方、米国の在庫調整の影響により低調な着地が予想されるが、26.3期以降の挽回に期待する。

（図表12）米国建設支出推移（季節調整済）

（単位：10億ドル）



（出所）米国情勢調査局より、いちよし経済研究所作成

物流：付加価値を生み出す物流モデルの構築に注目

荷動きの回復は弱いが一
部で回復、運賃高騰も

長らく停滞気味であった荷動きは、ようやく一部で回復してきたようだ。荷動きや運賃の推移の先行指標となるスポット運賃は、12月の繁忙期に一段と上昇した（図表13）。ただし、インフレの影響で数量は落ち込むなど、最終消費に近い領域では回復感が得られなかった業界や事業者も散見され、10-12月決算は事業者間での濃淡が大きく表れた。また、大手の物流事業者の動向も、価格を下げてでも数量を確保する事業者がある一方で、収益性を優先し物量減少を厭わない事業者もあり、戦略にもばらつきがみられた。

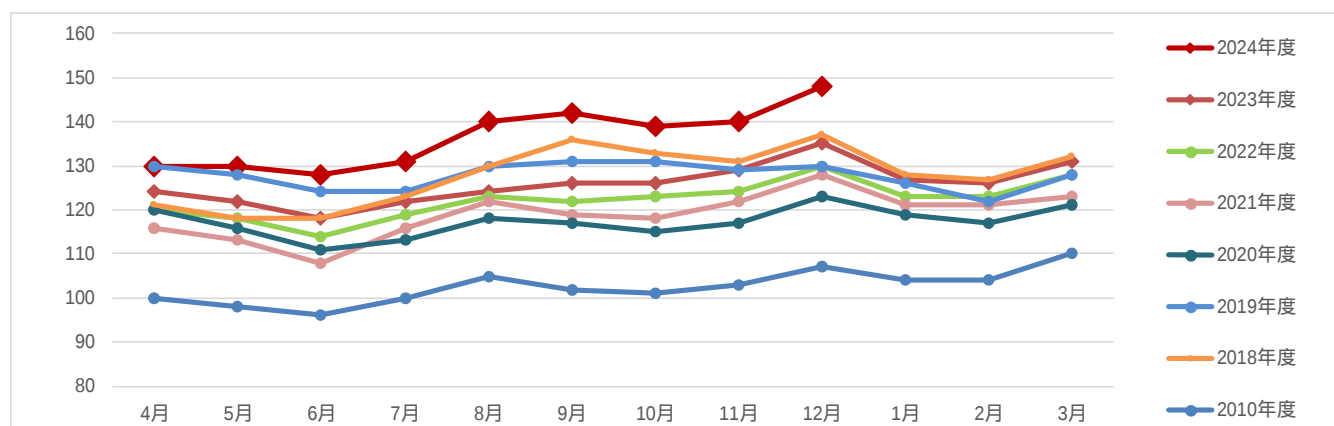
来期はコスト先行が強
まる見通し

コスト面では、2024年問題を背景とする運賃値上げ気運の高まりや、国交省が設置したトラックGメンの監視強化により、傭車を利用する荷主や元請物流事業者への値上げプレッシャーが高まったため、傭車費や外注費が一段と上昇する傾向にあった。これらのコストアップの転嫁は十分でないが、今期は例年に比べて料金改定が浸透したため、来期はコストアップ先行で、収益性改善は一旦踊り場との見通しを持つ物流事業者が多い。

付加価値を持たせた物
流受託モデルの2社に
着目

値上げに依存せず、収益性改善が実現しやすい物流事業者として、物流に周辺業務を組み合わせ受託し、高い収益性を実現する物流事業者に注目する。鴻池運輸（9025）は、顧客の非コア業務を受託する請負事業に国内外でさらなる成長の兆しが表れている。国内では、人手不足によるアウトソーシングで同社の事業機会が拡大するが、動員力と蓄積されたノウハウを競争力にこれらの事業を獲得する。ニッコンホールディングス（9072）は、顧客の拠点に隣接した倉庫を建設し、顧客との関係性を深め、物流を切り口に受託領域を拡大するビジネスモデルである。25.3期は顧客の開拓につながるM&Aを加速しており、26.3期以降の成長加速に期待がかかる。

（図表13）スポット運賃指数の推移



（注）2010年4月を100とする

（出所）全日本トラック協会「求車求貨情報ネットワーク成約運賃指数」より、いちよし経済研究所作成

貴金属リサイクル：Au 価格上昇が業績拡大の追い風になっている

短期的な回収量増加のみならず中長期的にも好影響

世界的に金（Au）の価格が上昇しており、貴金属リサイクルをメインビジネスとしている日本企業にとっても追い風になっている（図表 14）。宝飾品分野の回収量増加に加えて、エレクトロニクス分野でも改善の兆しが出ている。また価格上昇による効果は短期的のみならず、都市鉱山の可能性を高めるなど、中長期的にも好影響が考えられる。

北米精練事業も好転、坂東工場の効果にも期待

ARE ホールディングス（5857）の 25.3 期 3Q(10-12 月)営業利益は 63.69 億円（前年同期比 2.9 倍）と大幅増益だったが、Au を中心とする貴金属リサイクル事業の好調に加えて、北米精練事業も好転した。北米精練事業は製品販売の不振から減益基調だったが、収率改善やトレーディングの活発化により増益転換した。26.3 期も貴金属の回収量増加に加え、坂東工場（第 2 期、電子及び触媒分野の集約）が稼働し、その効果も期待される。

会社予想は上振れ必至、成長戦略の具体性高まりに期待

松田産業（7456）の 25.3 期 3Q 営業利益は 45.78 億円（前年同期比 2.2 倍）と伸長した。電子デバイス分野からの回収量が回復し、Au 価格上昇も追い風になった。会社側は同通期予想を据え置いたが、同 1-3Q 累計（4-12 月）営業利益の進捗率は 93%と非常に高い。26.3 期も電子デバイス分野からの回収量増加から増益基調は維持しよう。中期経営計画の目標達成に目途がつかなかで、今後は成長戦略の具体性が高まることに期待したい。

（図表14）金価格の推移

（単位：円/g、ドル/トロイオンス）



（出所）日本経済新聞

建設：来期の利益を建築がけん引する可能性が高まる

期後半に入り、建築の採算性改善が進んだゼネコンが目立つ

2023 年度ごろから顕在化していた施工人材のひっ迫による電気を中心とする工事会社（サブコン）の受注単価の向上に伴う収益性の上昇が、ゼネコンにも同等のインパクトのある現象として広がる可能性がある。近年、製造業などが建築費の高騰や発注先の不在により、工場や倉庫の建設投資計画の見直しを余儀なくされる事態も増加していた。ゼネコンの受注単価が一定程度上昇していることは受注の伸び率などからうかがえたが、2024 年度前半においては業績、特に利益面の効果は乏しかった。施工体制の不足で着工時期が後ろ倒しになるなど、完成工事高の伸びが小幅でインフレによるコスト上昇などマイナス影響が先行していたためとみる。しかし、期中盤以降で完成工事高の増加とともに損益分岐点越え移行で、受注時採算性の改善効果が発揮されるようになったとみる。

建築は高い採算性が維持できる見通し

東急建設（1720）、安藤ハザマ（1719）など 25.3 期利益計画を上方修正した企業でも、3Q（10-12 月）の建築の完成工事総利益率からみて 4Q（1-3 月）の利益率をやや保守的に見積もっているとの印象があり、依然として利益水準の上昇余地はあるとみる。また、公共工事が主体の土木の工事採算性向上は一過性の設計変更などの効果による面が大きいが、建築の場合は手持工事が竣工するまで高い採算性が維持できる見通しである。準大手ゼネコンの場合、工期が 2～3 年になる傾向多く、2024 年度後半の収益性向上効果が 2025 年度も持続すると期待する。

(図表15) 着目銘柄のバリュエーション

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
Mac bee Planet	7095	東ブ	A	7,500	3,300	15.9	11.2	4.8	3.4
ディップ	2379	東ブ	-	-	2,207	13.2	12.8	3.1	2.7
ドリコム	3793	東グ	-	-	986	-	25.7	5.0	5.2
J B C Cホールディングス	9889	東ブ	A	7,500	4,745	16.7	14.4	3.5	3.1
ブロードメディア	4347	東ス	A	2,400	1,759	31.4	14.4	2.7	2.7
ゼンショーホールディングス	7550	東ブ	A	11,000	7,657	26.5	21.7	6.6	5.4
トリドールホールディングス	3397	東ブ	A	4,500	3,727	71.5	60.2	4.0	3.9
平和	6412	東ブ	-	-	2,293	18.8	10.3	0.9	0.9
ナガセ	9733	東ス	-	-	1,897	20.8	14.7	1.7	1.8
早稲田アカデミー	4718	東ブ	-	-	2,000	15.9	13.8	2.7	2.5
J M D C	4483	東ブ	-	-	3,175	33.5	27.0	2.9	2.7
エス・エム・エス	2175	東ブ	-	-	1,215	17.1	13.6	2.4	2.4
日本電子材料	6855	東ス	A	5,200	2,229	9.4	7.2	1.1	1.0
バルカー	7995	東ブ	B	4,100	3,315	15.0	9.9	1.2	1.2
日本カーバイド工業	4064	東ブ	A	4,500	1,911	8.9	8.1	0.5	0.5
第一工業製薬	4461	東ブ	A	5,400	2,692	8.3	7.0	0.7	0.7
s antec Holdings	6777	東ス	-	-	6,050	15.1	13.6	4.0	3.3
精工技研	6834	東ス	-	2,000	4,900	25.7	21.8	1.6	1.5
メイコー	6787	東ブ	A	11,000	7,920	12.7	10.2	2.1	1.8
日本シイエムケイ	6958	東ブ	A	700	486	7.5	11.9	0.5	0.5
オカダアイヨン	6294	東ブ	-	-	2,122	10.7	8.1	1.1	1.0
中国塗料	4617	東ブ	-	-	2,181	8.0	8.3	1.5	1.4
ダイハツディーゼル	6023	東ス	-	-	1,900	11.4	12.0	1.2	1.1
古野電気	6814	東ブ	-	-	2,300	8.1	8.1	1.2	1.1
鴻池運輸	9025	東ブ	A	3,800	2,924	9.4	11.2	1.2	1.1
ニッコンホールディングス	9072	東ブ	-	-	2,298	16.3	14.6	1.2	1.1
A R Eホールディングス	5857	東ブ	A	2,300	1,873	9.6	9.6	1.1	1.1
松田産業	7456	東ブ	A	4,500	3,145	8.2	7.9	0.9	0.8
東急建設	1720	東ブ	-	-	772	15.4	11.7	0.8	0.8
安藤・間	1719	東ブ	-	-	1,315	9.2	9.4	1.3	1.3

(注1) 株価は2月20日終値

(注2) 予想PER、同PBR、フェアバリュー、レーティングは2月20日現在の業績予想に基づいている。

(出所) 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ス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）（税込み）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. 2025 All Rights Reserved