

< 中小型株テーマ >

「値上げ」で着目される内需型サービス業の中小型株企業

～ 「値上げ」を実現できるかが、中長期的な競争力の証となろう

トランプ関税により、海外需要のウエイトが高い企業を中心に業績の先行きに対する不透明感が高まっている一方で、内需型企业にとってはトランプ関税による影響は限定的であり、相対的に底堅い業績が期待できる。但しサービス業を中心に人手不足や賃金上昇が利益成長の足かせになる可能性があり、コストアップ分を受注単価やサービス単価に反映できるかが、大きなポイントになる。

「値上げ」は、短期的な業績に影響を与えるだけではない。労働集約型のサービス業である建設、物流、外食、情報サービス、医療サービスなどの分野では、少子高齢化による労働人口減少や人員確保のための賃金上昇が、中長期的な課題となる。このため「値上げ」ができるかどうかは、その業種や企業にとって競争力の証と考えることができる。その競争力が今後も顕在化していくのであれば、株価にも好影響があると見て良いだろう。

本レポートでは、建設、物流、外食、情報サービス、医療関連サービスなど、労働集約型サービス業を中心に取り上げる。着目銘柄としては、安藤ハザマ（1719）、新晃工業（6458）、日本電技（1723）、鴻池運輸（9025）、ゼンショーホールディングス（7550）、TDCソフト（4687）、プレステージ・インターナショナル（4290）、ステムセル研究所（7096）、エス・エム・エス（2175）、TWOSTONE & Sons（7352）など 26 銘柄をとりあげる。

目次

1. 「値上げ」の実現ができるかが、競争力の証となろう	3
2. 「値上げ」で着目される中小型株企業	5
建設：13 年連続で工事単価が値上がり、大規模再開発に採算改善の兆し	6
産業用空調機器：参入メーカーは限られており、値上げが通しやすい	8
計装工事：案件の大規模化や既設工事の増加により収益性改善は続こう	9
物流：専門性の高い領域でスムーズな値上げが実現している	10
外食：さらなる値上げ実現で着目される企業は？	12
システムインテグレーター：値上げからの好循環を実現できる TDC ソフト	16
コンタクトセンター：業務の高付加価値化による値上げができる企業	18
医療関連サービス：サービスプランなどと値上げを組み合わせるステムセル研究所	19
人材紹介サービス：実質的な値上げ効果を獲得できるが、楽ではない	20
DX 人材サービス：単価引き上げが可能な構造的優位性を有する TWOSTONE & Sons	22

1. 「値上げ」の実現ができるかが、競争力の証となろう

トランプ関税で内需型
企業は相対的に底堅い
業績が期待できよう

米国トランプ大統領による相互関税政策（いわゆるトランプ関税）により、海外需要のウエイトが高い業種や企業を中心に業績の先行きに対する不透明感が高まっている。これから 3 月期決算企業の決算発表が本格化するが、新年度予想について保守的に組まれる可能性を否定できないだろう。一方で国内需要を中心とする業種や企業にとって、トランプ関税による影響は限定的であり、相対的に底堅い業績が期待できよう。

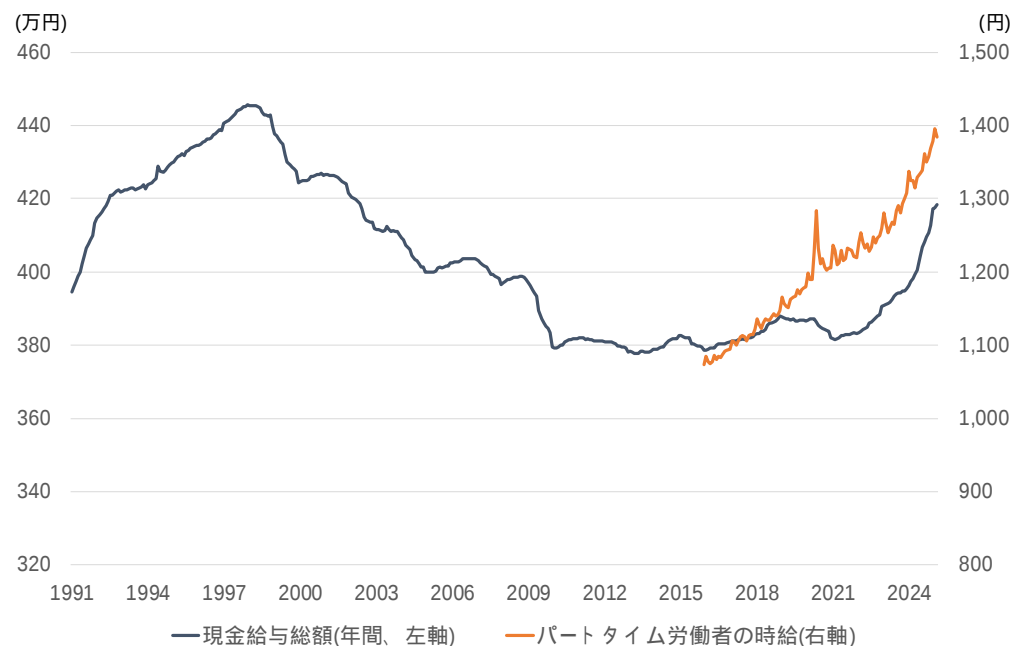
コストアップ分を単価
に反映できれば、利益成
長につながる

但しサービス業を中心に人手不足や賃金上昇が利益成長の足かせになる可能性がある。実際に現金給与総額やパートタイム労働者の時給は、コロナ禍以降は上昇の一途を辿っており（図表 1）この点だけを捉えればコストアップ要因に他ならない。一方でコストアップ分を受注単価やサービス単価に反映させられれば、利益成長につながる可能性が十分にある。

「値上げ」できるかが、
競争力の証となる

もちろん全ての業種や企業で「値上げ」ができるわけではない。日本ではデフレイマインドの蔓延が長かったこともあり、「値上げ」に対する躊躇も一部では見られるようだ。しかし「値上げ」ができるかどうかは、その業種や企業にとっての競争力の証とも考えられ、その競争力が今後も顕在化していくのであれば、株価にも好影響があると見て良いだろう。

（図表1）現金給与総額とパートタイム労働者の平均時給



（注）現金給与総額（年間）は月間現金給与総額（事業所規模 5 人以上）の 12 か月合計
（出所）毎月勤労統計よりいちよし経済研究所作成

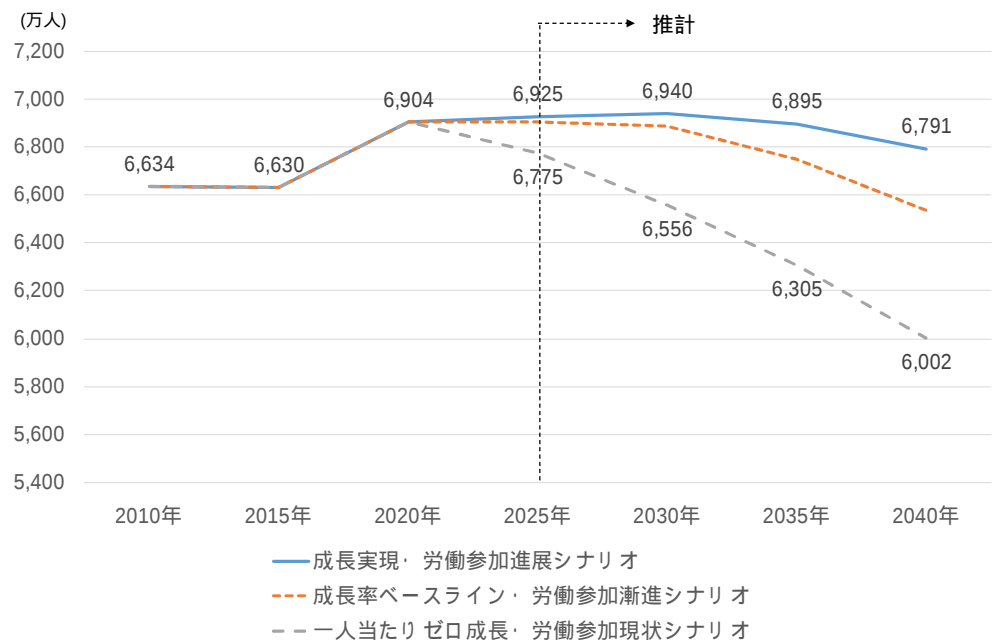
内需型サービス業にとり「値上げ」は中長期的な課題

「値上げ」できるかどうかは、短期的な業績に影響を与えるだけではない。少子高齢化による影響から日本の労働力人口は中長期的に減少していくと見込まれるが（図表2）、特に労働集約型のサービス業である建設、物流、外食、情報サービス、医療サービスなどの分野では、労働力確保のための賃金上昇は必至の情勢である。もちろん自動化や機械化、DX（デジタルトランスフォーメーション）などにより労働投入係数を減らしていくことは部分的に可能だろうが、抜本的な解決とはならないだろう。

中小型株には内需型サービス業のウエイトが高い

日本の中小型株企業は、大型株企業に比べて内需型サービス業のウエイトが高い（資本力のある大型株に外需型製造業のウエイトが高い）。2024年7月まで中小型株全体の株価パフォーマンスは相対的に冴えなかったが、円安進行の一巡などから見直し余地が生じているとも考えられる。今後の中小型株が市場全体に対してアウトパフォームできるかどうかは、中小型株企業の「値上げ」力にかかっているとも言えるだろう。

（図表2）労働力人口の見通し



（出所）独立行政法人労働政策研究・研修機構「2023年度版 労働力需給の推計—労働力需給モデルによるシミュレーション—」

2. 「値上げ」で着目される中小型株企業

中長期的に有望な業種
や企業について紹介

当経済研究所は長らく中小型株企業のリサーチを続けており、内需型(労働集約型)サービス業のカバレッジも広い。そのなかで本レポートでは、「値上げ」ができる競争力を持つ中小型株企業に着目し、中長期的に有望な業種や企業について紹介したい。

労働集約型サービス業
を中心に

本レポートでは、建設、物流、外食、情報サービス、医療関連サービスなど、労働集約型サービス業を中心に取り上げる。また間接的に「値上げ」と関わる人材紹介サービス、DX人材市場などにも言及する(図表3)。

(図表3) 「値上げ」で着目される業種と銘柄

建設：13年連続で工事単価が値上がり、大規模再開発に採算改善の兆し	安藤ハザマ(1719)、東急建設(1720)
産業用空調機器：参入メーカーは限られており、値上げが通りやすい	新晃工業(6458)、木村工機(6231)
計装工事：案件の大規模化や既設工事の増加により収益性改善は続く	日本電技(1723)、東テック(9960)
物流：専門性の高い領域でスムーズな値上げが実現している	ゼロ(9028)、サカイ引越センター(9039)、鴻池運輸(9025)
外食：さらなる値上げ実現で着目される企業は？	日本マクドナルドHD(2702)、ゼンショーHD(7550)、王将フードサービス(9936)、ハイデイ日高(7611)、エターナルホスピタリティグループ(3193)、ホットランドHD(3196)、ギフトHD(9279)、サンマルクHD(3395)
システムインテグレーター：値上げからの好循環を実現できるTDCソフト	TDCソフト(4687)
コンタクトセンター：業務の高付加価値化による値上げができる企業	プレステージ・インターナショナル(4290)、ビーウィズ(9216)
医療関連サービス：サービスプランなどと値上げを組み合わせるステムセル研究所	ステムセル研究所(7096)
人材紹介サービス：実質的な値上げ効果を獲得できるが、楽ではない	エス・エム・エス(2175)、トライト(9164)、タイミー(215A)、オープンアップグループ(2154)
DX人材市場：単価引き上げが可能な構造的優位性を有するTWO STONE & Sons	TWO STONE & Sons(7352)

(注) HD はホールディングスの略

(出所) いちよし経済研究所

建設：13 年連続で工事単価が値上がり、大規模再開発に採算改善の兆し

建設業の人手不足は深刻で、人工代の高騰が続いている

2025 年 2 月の有効求人倍率（季節調整値）1.24 倍（前月比 0.02 ポイント低下）に対して、建設・採掘従事者の有効求人倍率は 5.22 倍（同 0.05 ポイント低下）に達する。財政再建を目的とした公共事業費の削減により構造不況に陥った建設業界は、1990 年台半ばから長期にわたって採用抑制を続けてきたことが響き、人手不足と担い手の高齢化が深刻な業界であることが有効求人倍率に反映されている。2011 年の東日本大震災を機に、防災対策と老朽化したインフラの更新を兼ねた国土強靱化対策が始まると、鉄筋工や型枠工など専門職の需給がひっ迫して、熟練工の人工代（にんくだい）の高騰が直近も続いている。

建設工事の見積もりは、作業員数 × 人工代で算出される

建設工事の見積もり（契約金額）の決定プロセスは、鉄道や高速道路に適用される公共入札制度など第三者に理解し難いシステムと見做されているが、ほぼすべての工事代金は「工事に投入する総作業員数 × 人工代」により算出されている。公共工事の入札の際に適用される人工代は、建設業界を管轄する国土交通省が公表する「公共工事設計労務単価表」により定められており、毎年春先に翌年度の公共工事に適用される単価が公表される。なお、「公共工事設計労務単価表」の単価は、毎年 10 月の地域別・業種別の調査結果が反映されており、現場の所在地と工事種類別により適用される単価が決められる。

公共工事の人工代を定めた労務単価が 14 年連続で値上がりしている

次ページの図表 4 は、1997 年度以降の公共工事設計労務単価の全国全職種平均値の推移である。法定福利費を単価に織り込む算出手法の変更が値上がりにつながった 2013 年度を含めると、13 年連続で労務単価は値上がりを続けており、東日本大震災が発生した 2011 年度を境に建設業界がデフレからインフレに転じたことを示す推移となっている。2025 年度の公共工事に適用される労務単価は、全国全業種平均で 24,852 円（前年度比 6.0% 増）である。近年のインフレの加速を反映して値上がり率は 2 年連続で 6% 超と、公共工事を受注したゼネコンが原価高によって採算割れに陥らないための仕組みが整備されているといえよう。

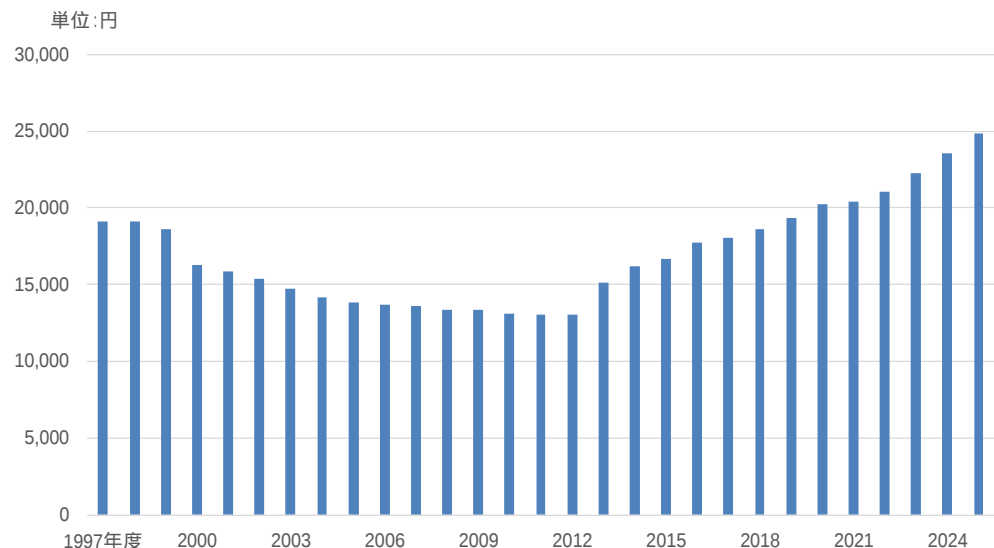
働き方改革でゼネコンの選別受注姿勢が強まった

「公共工事設計労務単価表」が適用される公共工事に対して、民間企業が発注する工事は発注者とのパワーバランスが契約金額に影響するため、民間建設投資が減少する景気後退局面では、採算を度外視した受注が増える傾向がみられた。しかし、近年の働き方改革や建設業界にも時間外労働時間の規制が適用される 2024 年問題以降、施工体制の不足が常態化するとこれまで工事量の拡大志向が強かった業者間で選別受注により案件を絞る姿勢が広がってきた。従来、民間建設投資のウエイトが大きく採算が低い傾向があった建築工事の分野で、受注時採算性の改善が進んでいる。2024 年度は受注から竣工までの期間が短い設備工事業の採算性向上が順調だったが、2025 年度は事業期間が長い元請ゼネコンでも建築工事の採算性の向上が加速する期待がある。

安藤ハザマ、東急建設の採算性改善に期待する

いちよし経済研究所は、建築工事の採算性向上をドライバーに 2025 年度から利益水準の向上が期待される準大手ゼネコンとして、安藤ハザマ(1719)と東急建設(1720)をあげる。安藤ハザマは、企業体力に勝るスーパーゼネコンと競合する大規模再開発工事を避けて、メーカーの生産拠点(工場)など工期の順守など非価格面での棲み分けが奏功している。一方、東急建設はグループの大規模再開発案件から遠ざかっていたが、2024 年度後半から再開発案件への関与が再現される見通しである。グループの再開発案件として早い段階から計画に参画することで、一般的な再開発計画における工期ひっ迫リスクの軽減が可能とみる。

(図表4) 公共工事設計労務単価の全国全職種平均値



(注) 2013 年度以降は法定福利費相当額を反映

(出所) 国土交通省

産業用空調機器：参入メーカーは限られており、値上げが通りやすい

サブコンの価格決定力
の上昇は産業用空調メ
ーカーにも優位に働く

慢性的な建設業界の人手不足や業界における働き方改革の推進などを背景に建設業の労務単価が高騰しており、今後も継続することが予想される。ゼネコンに対するサブコンの価格決定力が優位に働く状況が続き、そのサブコンを顧客とする産業用空調メーカーにとっても値上げが通りやすい状況が継続するとみる（図表 5）。また産業用空調メーカーはプレイヤーが限定されており、製品の付加価値も上昇しよう。国内における製造業の生産拠点の回帰や大規模な半導体工場、及びインバウンド需要の増加に伴うホテルの新設・更新案件の増加を背景に良好な事業環境が継続するとみる。

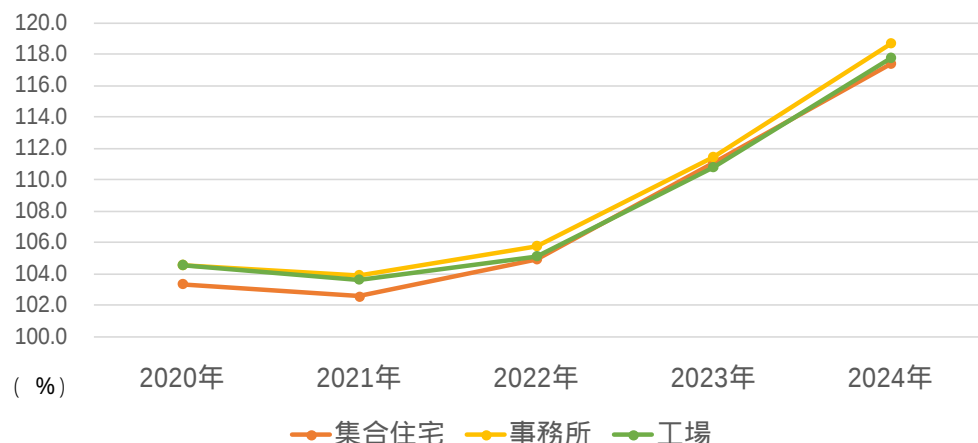
新晃工業：セントラル空
調機器で国内シェア 4
割

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。新設案件に加え、バブル期に建築された建物の老朽化した空調機器の工事・メンテナンス需要は大きく、サブコンが主に扱う大規模なものを除いても 2,000 億円以上の市場があるとされ、同社のシェア拡大が期待される（同社の 24.3 期における工事・メンテナンスによる売上は 110 億円程度）。

木村工機：大型ヒートポ
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（HP）式空調機・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。また文科省は学校の体育館における猛暑対策のための空調導入に意欲的であり、同社の成長ポテンシャルとなろう。

（図表5）建設物価 建築費指数（空調）



（注）東京のデータ。2015 年基準

（出所）一般財団法人 建設物価調査会より、いちよし経済研究所作成

計装工事：案件の大規模化や既設工事の増加により収益性改善は続こう

専門性や経験則が求められる計装工事

計装工事とは、ビルディングなど非居住用建築の温度・湿度を自動制御するシステムの工事。国内空調自動機器市場ではアズビル（6845）が約 7 割のシェアを握っており、自らも工事を手がける一方で、日本電技（1723）、東テク（9960）、オーテック（1736）といった上場企業が特約店となり、工事を担っている。電気工事や空調工事などと比べて市場が小さく、専門性や経験則が求められる分野でもあり、新規参入のハードルは相対的に高い。

受注拡大に加えて、今後も収益性改善が続こう

都市再開発や半導体工場の建設など案件数の増加及び大規模化による受注拡大が続いている一方、人手不足を背景とした受注単価上昇により、近年は利益拡大が続いている。また相対的に採算が良いと見られる既設工事（建物完成後、7～10 年サイクルで大規模改修が発生）のウエイトも高まりつつあり、今後も収益性改善が見込まれる。

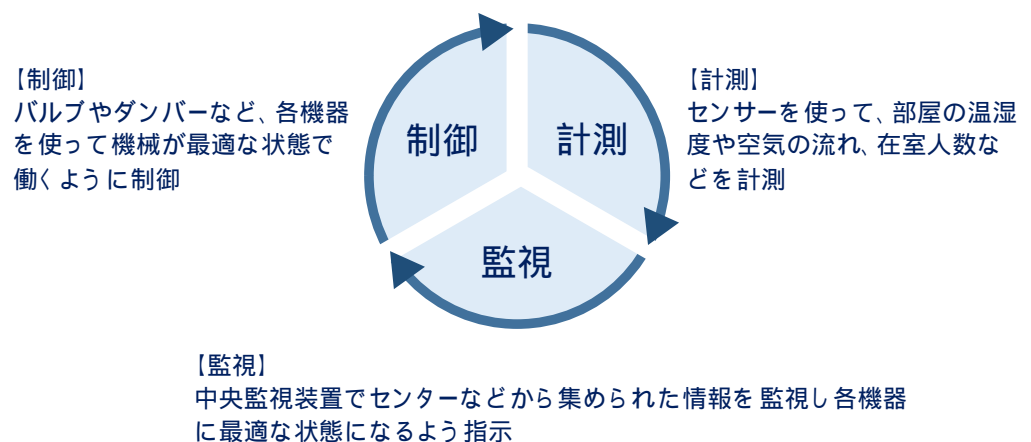
日本電技はアズビルの筆頭特約店

日本電技は、国内空調自動制御の黎明期から事業展開するアズビルの筆頭特約店。豊富な経験を背景に高利益率（24.3 期売上高営業利益率は 16.1%）を誇る。案件大型化が追い風になっていることに加え、限られた施工能力を勘案して抑制的な受注活動を行っており、過去最高益更新が続こう。

東テクは空調分野でも大手代理店

東テクは、アズビルの大手特約店である一方、業務用空調分野ではダイキン工業（6367）の国内最大手代理店。同社の強みは、日本全国に広がるグループネットワーク（営業拠点、サービス・メンテナンス拠点等）を活かした展開にあり、今後も着実な業績拡大が続くと予想される。

（図表6）計装の仕組み



（出所）東テクの HP を参考にいちよし経済研究所作成

物流：専門性の高い領域でスムーズな値上げが実現している

荷動きは底打ちも回復感
は弱い

長らく停滞気味であった荷動きは、底入れが感じられる変化が出てきた。ただしインフレ影響で消費数量が減少する商材が散見されることや、最終消費が弱いことを受けて、メーカーが新商品のリリースを抑える、あるいは生産計画を引き上げないなど、底打ち後の回復感は弱い状況である。

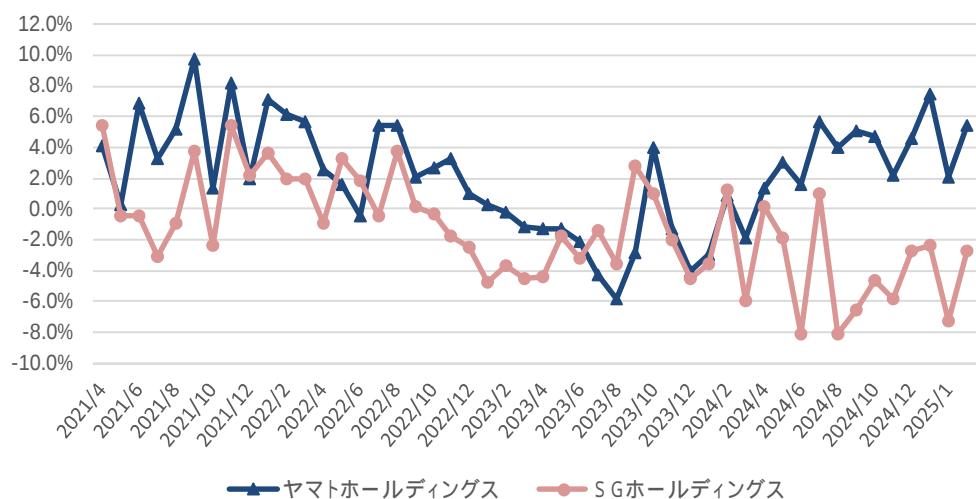
大手物流事業者の方針
は二極化

厳しい事業環境下で、大手の物流事業者は、価格を下げてでも数量を確保する事業者がある一方で、収益性を優先して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。例えば、ヤマトホールディングス（9064）は、全国の宅急便ネットワークというインフラの稼働を維持するため、物量を優先している。競合より低い運賃の提示で乗り換えが実現している模様で、2024 年初頭から、物量トレンドが反転している。一方、SGホールディングス（9143）は、採算重視を貫き、物量減少が続いている（図表 7）。

新年度はコスト先行が
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、傭車費や外注費は一段と上昇する傾向にある。今年 4 月にも国交省よりドライバーの確実な賃上げを要求するコメントが出されている。値上げスタンスにおいて、大手の足並みがそろわないこともあり、これらのコストアップの転嫁は十分でないが、新年度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。

（図表 7）大手輸送事業者の小口貨物取扱個数の前年同月比推移



（出所）ヤマトホールディングス、SGホールディングス資料より、いちよし経済研究所作成

局所的に大きく運賃が
上昇する領域も

事業環境は厳しいが、コストプレッシャーと政府からの値上げプレッシャーの高まりもあり、一部の領域では運賃値上げが進んでいる。例えば、荷動きや運賃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て以降、前回、運賃値上げ気運が高まった2018年度を大きく超える水準をキープしている（図表8）。さらに、ドライバーの労働時間管理の強化で、長距離を一人のドライバーが輸送することが難しくなっているため、長距離輸送から撤退する中小事業者が増加している。このため、長距離輸送の需給がタイトとなり、長距離運賃は1割前後上昇しているとみられる。

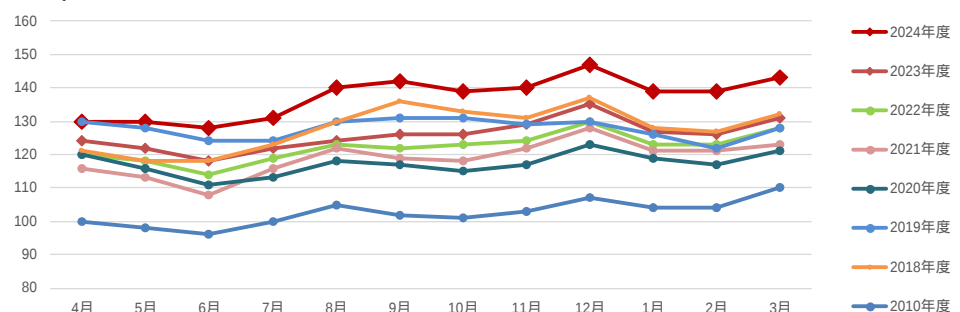
専門性の高い分野の運
賃値上げに注目

また専門性が高く、プレイヤーが少ない寡占領域において、値上げがスムーズに実現している。完成車輸送を手掛けるゼロ（9028）は、24年1月に2割程度の値上げを実施したが、新車メーカーや中古車販売店はこの値上げを受け入れざるを得ず、同社の収益性は大幅に改善している。同様に専門性が強い領域である引越も単価上昇が続いている。サカイ引越センター（9039）の引越単価は、22.3期以降、前期比2.0%増、5.9%増、4.5%増と上昇しており、25.3期も4%程度アップしたとみられる。同社自身の人員確保も容易ではないが、引越業界で最大の人員を抱える強みを生かし、高単価の案件を優先的に受注することで、収益性は改善傾向にある。

動員力が武器となり料
金交渉が進むケースも

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として、鴻池運輸（9025）にも注目したい。顧客に対し、物流業務の受託をきっかけに関係性を深め、同一顧客の非コア業務までを合わせて受託するが、このようなビジネスモデルでは、動員力がカギとなる。同社は、主要顧客との長年の取引関係によりノウハウを有する人員を多く抱えることや、幅広い顧客の複数の拠点で機動的な人員配置をとることで、動員力を担保している。顧客との価格交渉においても動員力を武器に料金改定が実現し、人手不足感が強い業界の顧客ほど収益性改善が進んでいる。

（図表8）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「求車求賃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

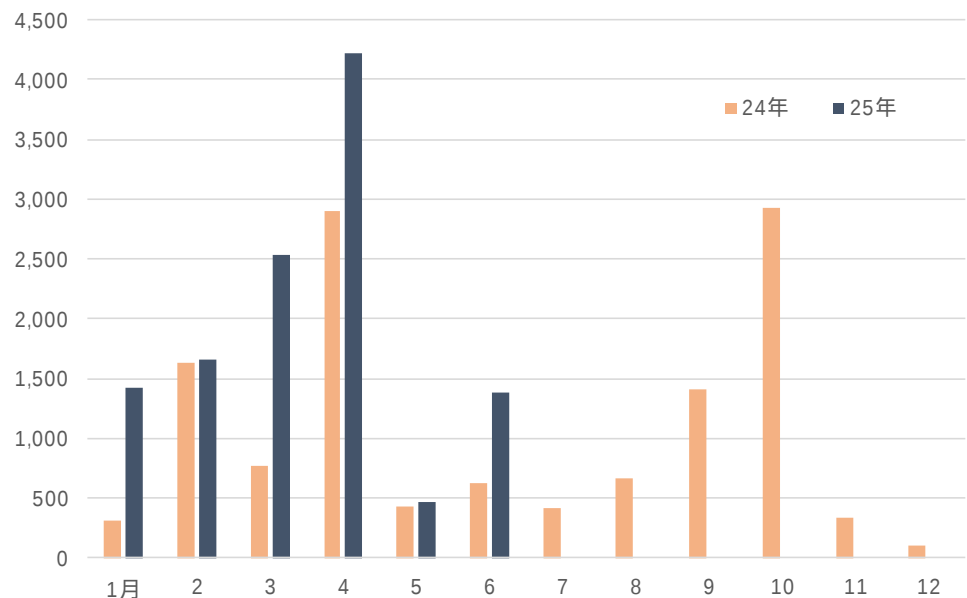
外食：さらなる値上げ実現で着目される企業は？

2023 年以降、値上げラッシュが続いている

帝国データバンクが発表している「食品主要 195 社価格改定動向調査」によると、2025 年 4 月の飲食料品の値上げは合計 4,225 品目と「調味料」「酒類・飲料」などで多くの値上げがあった（図表 9）。1 回あたりの平均値上げ率は月平均 16%。単月の値上げ品目数としては、同 1 月以降 4 カ月連続で前年を上回った。また値上げのピークを迎えた 2023 年 10 月以来 1 年 6 カ月ぶりに単月で 4,000 品目を超えるなど、大規模な値上げラッシュが発生した。2025 年 1-4 月の累計の値上げ品目は前年同期比 76% 増の 9,829 品目となった。同 5-6 月に値上げを予定している品目数は同 76% 増の 1,846 品目で、半年で 1 万品目以上が値上げすることになる。

（図表 9）月別食品値上げ品目数の推移

（単位：品目）



（出所）帝国データバンク

値上げ要因

値上げ要因では、原材料などモノ由来の値上げが多くを占める一方で、人件費や物流費など「サービス」価格上昇の影響を受けた値上げ要因が拡大した。2025 年の値上げ要因のうち、最も大きいものは「原材料高」（97.8%）となり、高い水準となった。またトラックドライバーの時間外労働規制などが要因となった輸送コストの上昇分を価格に反映する「物流費」由来の値上げは 81.8% を占めている。「人件費」由来の値上げも 45.1% を占めた。最低賃金の引き上げのほか、人手不足に伴う昇給・賃上げによるコスト増から、価格改定に踏み切るケースが増え始めた。

外食企業による値上げも続いている

外食企業による値上げも続いている（図表 10）。2021-2025 年の主要外食企業の値上げ状況(一部商品の値上げも含む)をみると、サイゼリヤ(7581)以外、多くの企業は値上げを実施している。1 年に複数回の値上げを実施している会社も散見される。2023 年-2024 年は、円安による輸入食材、物流費、人件費の上昇などが主な理由であったが、2024 年後半から 2025 年にかけて主要原材料の「米」の仕入れ価格の高騰が主な理由である。

（図表10）主要外食企業の値上げ状況

会社名	コード	市場	21年	22年	23年	24年	25年	21-25年 合計
日本マクドナルドホールディングス	2702	東ス	2回	2回	1回	1回	1回	7回
ドトール・日レスホールディングス	3087	東ブ		1回	1回			2回
物語コーポレーション	3097	東ブ			1回			1回
エターナルホスピタリティグループ	3193	東ブ		1回	1回	1回	1回	4回
すかいらくホールディングス	3197	東ブ		1回	1回	2回	1回	5回
トリドールホールディングス	3397	東ブ		2回	1回	1回	1回	5回
ゼンショーホールディングス	7550	東ブ	1回		1回	2回	1回	5回
サイゼリヤ	7581	東ブ						0回
ハイデイ日高	7611	東ブ		1回	1回	2回		4回
壱番屋	7630	東ブ		2回	1回	1回		4回
モスフードサービス	8153	東ブ	1回	1回	1回	1回	1回	5回
ギフトホールディングス	9279	東ブ		1回	1回	1回	2回	5回
吉野家ホールディングス	9861	東ブ	1回	1回	1回	1回	1回	5回
松屋フーズホールディングス	9887	東ブ	1回		1回	1回		3回
王将フードサービス	9936	東ブ		2回	1回	1回	1回	5回

（出所）各種資料よりいちよし経済研究所

米不足による米の価格上昇

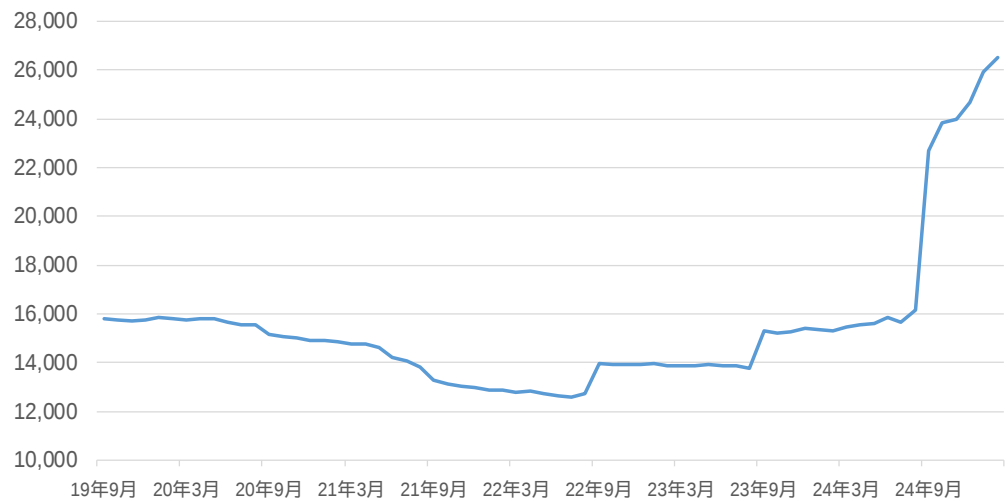
2024 年 8 月 8 日に、気象庁は南海トラフ地震臨時情報（巨大地震注意）を発表（15 日に解除）。西日本を中心に「米」「水」など需要が増加した。一時的なものとみられたが、その後も、「米」の需要が増加し、2024 年 8 月 26 日には大阪府が日本政府に対して備蓄米の放出を要請するなど西日本で「米」不足が続いていた。新米が流通する 9 月ごろには米不足が解消されるとみられていたが、解消されず、「米」の価格の上昇傾向が続いた。

備蓄米の放出

農水省は「令和 6 年産の生産量は前年産より多い一方で、集荷の大宗を担う集荷業者に米が集まっていないことから、全体として供給に不足が生じているものではないものの、通常の供給ルートではない流通が増えたことで円滑な流通に支障が生じている状態」と判断。2025 年 3 月に「政府備蓄米の買戻し条件付売渡し」を行った（合計 21 万トン）。今後、「米」の価格の上昇は一服するものの、価格の低下は限定的という見方が多い。

(図表11) 米の相対取引価格の推移 (税込) (全銘柄平均価格)

(単位 : 円 / 60kg)



(出所) 農林水産省

外食でも価格見直しが進む

2025 年 4 月の食品企業の値上げ品目は「調味料」「酒類・飲料」が多かった。外食でも居酒屋チェーンなど、4 月以降、ビールなどの価格見直しが進むとみられる (居酒屋チェーンは季節ごとにメニューを刷新するケースが多い)。また、コーヒーのアラビカ種の市況が大幅に上昇しており、コーヒーチェーンは値上げを実施する会社が増えそうである。また、米を大量に使っている会社 (定食チェーン、回転すしチェーン、牛丼チェーンの一部) は値上げを実施する可能性が高いとみられる。

外食の客単価、客数は順調に推移

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、2024 年 12 月の客単価は前年同月比 3.9% 増、2025 年 1 月は同 4.1% 増、同 2 月は同 4.9% と順調に推移した。利用客数は 2024 年 12 月が同 2.6% 増、2025 年 1 月は同 3.4% 増、同 2 月が同 1.1% 増であった。2 月に利用客数の伸び率が鈍化したように見えるが、前年はうるう年で 1 日営業日数が多くその影響 (客数で 3% 強のマイナス要因) とみられる。

CoCo 壱番屋の日本の
客単価は依然として
海外よりも低い

ここ数年、日本の外食企業の値段は上がったが、世界的に見るとまだ低い。図表 12 は壱番屋（7630）の世界の客単価比較である。世界の客単価は日本の客単価上昇を上回るペースで上昇している。日本の客単価は米国や英国の半分以下、シンガポールの約半分。インドやタイよりも低い。

（図表12）壱番屋の世界の客単価比較

（単位：円）

国別	15.5期	16.5期	17.2期	18.2期	19.2期	20.2期	21.2期	22.2期	23.2期	24.2期	25.2期
日本	873	890	899	922	932	946	972	983	1,018	1,099	1,208
中国	903	745	762	789	727	670	783	859	946	987	1,202
米国本土	1,631	1,299	1,506	1,469	1,580	1,607	1,617	1,892	2,781	2,825	2,876
台湾	978	818	900	950	916	848	1,005	1,132	1,248	1,346	1,322
香港	1,316	1,196	1,272	1,208	1,288	1,245	1,719	1,877	2,055	2,122	2,142
タイ	834	731	772	835	846	860	949	997	1,145	1,269	1,367
韓国	1,133	962	1,058	1,086	1,015	917	1,055	1,091	1,320	1,533	1,570
ハワイ	1,182	1,098	1,142	1,123	1,186	1,175	1,135	1,268	1,625	1,932	2,108
シンガポール	1,455	1,344	1,298	1,341	1,367	1,291	1,666	1,686	1,777	2,472	2,395
インドネシア	834	741	831	791	767	734	795	880	933	1,070	1,086
フィリピン	1,090	1,024	1,033	961	944	862	1,179	1,146	1,123	1,211	1,153
ベトナム					767	753	794	861	1,011	1,100	1,065
マレーシア	913	703	732	835	829	750					
イギリス					2,054	1,762	1,885	2,093	2,749	3,524	3,221
インド							1,561	1,157	1,154	1,241	1,296

（注）為替レートは各期末の為替レート。マレーシアは 21.2 期に撤退。

（出所）壱番屋

値上げで注目される外
食企業

大手企業のベースアップが 2025 年 3 月も高水準であること、外食企業の従業員の待遇改善を続けるとみられることなどから、2025 年 5 月以降も外食企業の値上げは続くとみられる。しかし 2025 年に入り、一部の外食企業で客数減がみられることなどから、2023～2024 年のように、すべての外食企業が客単価上昇、客数増ということはなさそうである。（1）カテゴリートップ企業（ハンバーガー、牛丼などでトップ企業）（2）ストアロイヤリティの高い企業（バーゲンハンターが少なく、固定客が多い企業）（3）メニュー開発力のある企業（毎月新商品を投入できる体制を整備している企業）（4）マーケティングに優れている会社などに注目している。

（図表13）値上げで着目される企業

社名	コード	1	2	3	4
日本マクドナルドホールディングス	2702	○		○	○
エターナルホスピタリティグループ	3193	○	○		○
ホットランドホールディングス	3196	○		○	
サンマルクホールディングス	3395			○	○
ゼンショーホールディングス	7550	○		○	○
ハイデイ日高	7611		○	○	
ギフトホールディングス	9279		○		○
王将フードサービス	9936	○	○	○	

1：カテゴリートップ企業

2：固定客が多い企業

3：商品開発体制が整備されている企業

4：マーケティングに優れている企業（アプリ活用も含む）

（出所）いちよし経済研究所

システムインテグレーター：値上げからの好循環を実現できる TDC ソフト

システム開発の価格は人件費アップ等を背景に上昇している

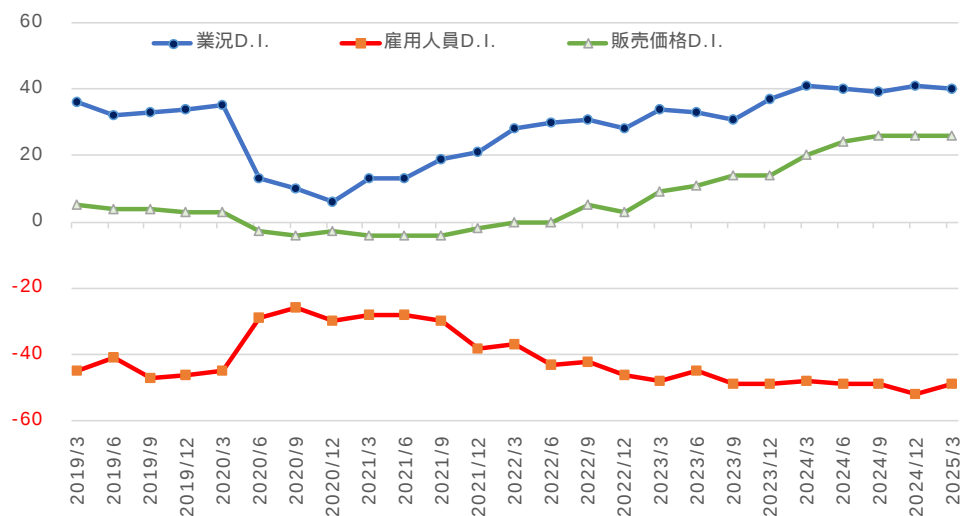
国内の DX 関連需要は引き続き堅調に推移している。一方で、IT エンジニアの不足は深刻な状況であり、IT エンジニアの人件費は、需給のタイト化に加え、政府による賃上げ要請もあり、着実に上昇基調となっている。システムインテグレーター各社は、エンジニアの人件費の上昇をプロジェクト価格に上乗せする形で価格改定を実現しつつある。

日銀短観の調査によると、22 年 9 月以降に価格上昇が実現している

こうした状況は日銀短観の D.I. に顕著に表れている（図表 14）。情報サービス業の業況 D.I.（「良い」-「悪い」）は、新型コロナウイルス感染拡大の影響があった時期の落ち込みから回復し、企業の IT 投資拡大を背景に高水準で推移している。雇用人員 D.I.（「過剰」-「不足」）は、新型コロナ影響以前から不足の状態だったが、その後の需要回復を受けて更に深刻な人材不足となっている。ただし、価格の改定までにはタイムラグがあり、販売価格 D.I.（「上昇」-「下落」）がプラスに転じたのは 2022 年 9 月調査以降となっている。

（図表14）情報サービス業の業況・雇用・販売価格 D.I.

（単位：%ポイント）



（出所）日銀短観より、いちよし経済研究所作成

値上げは顧客側コストの上昇であり、費用対効果の重要が高まる

情報サービスの価格改定は着実に進んでいる。これは、顧客側にとってはプロジェクトコストの上昇を意味する。顧客企業の IT 運用コストは、Microsoft や Salesforce、VM Ware など海外製ソフトウェアの値上がりのほか、AWS 等のクラウドサービス利用料も円安ドル高によって負担が重くなっている。労働力人口のピークアウトに鑑みれば、生産性向上のための DX 投資の必要性は高い。とはいえ、費用対効果として求められるハードルは着実に上がっていると思われる。

今後は「with AI 時代」を見据えた経営戦略が肝要に

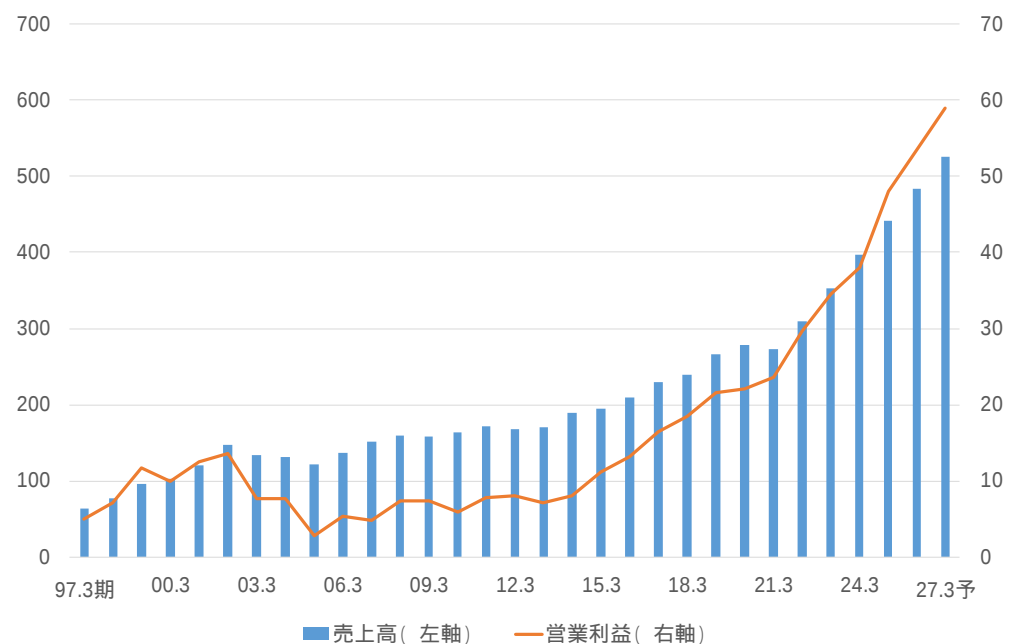
AI の利活用は生産性向上の鍵となりそうだ。大手システムインテグレーターでは既に AI 活用を推進し始めている。現状では部分的な適用にとどまっているが、将来的には顧客側から AI の積極活用によるコスト削減要求が高まる可能性がある。今後は「with AI 時代」を見据えた経営戦略が肝要となる。

TDC ソフトは、価格上昇から処遇改善、採用拡大への好循環を重要視

当研究所では、TDC ソフト（4687）に着目している。同社は、着実に価格改定の効果を享受し始めている。従来から高付加価値化戦略を推進し、平均単価を引き上げてきた。25.3 期以降はサービスミックスの改善に加え、価格改定も効果を発揮。価格上昇により、社員エンジニアの処遇改善を実現でき、エンジニアの給与水準が上昇することによって、採用面でのプラスの効果が見込まれる。同社では、こうした好循環による「成功体験の積み重ね」を重要視しており、安定的な業績拡大につなげている。

（図表15）TDC ソフトの売上高、営業利益推移

（単位：億円）



（出所）決算短信、いちよし経済研究所推定、予想

コンタクトセンター：業務の高付加価値化による値上げができる企業

採用環境はタイトな上、賃金上昇が加速

企業の顧客対応を担うコンタクトセンターは、受託業務量に応じてオペレーターを確保する労働集約型のビジネスモデルである。オペレーターの大部分はパートタイム労働者などの非正規雇用によって賄われているものの、パートタイム労働者の有効求人倍率は1倍を安定的に超えて推移しているほか、最低賃金の引上げ等によって時給も上昇傾向にある（図表16）。

業務の高付加価値化による値上げが進められるか

このような状況にあって、コンタクトセンター業界ではDXによって業務効率化を推進する動きが強まっている。しかし、業務効率化による運営コストの低減は受託単価の引き下げ圧力を強める要因にもなり得るため、DX推進と並行して業務の高付加価値化による値上げに努め、採用余力を確保しつつ持続的な成長を目指す必要がある。

プレステージ・インターナショナル、ピーウィズに着目

当経済研究所では、業務の高付加価値化で先行するコンタクトセンター関連企業としてプレステージ・インターナショナル（4290）に着目している。同社は、コンタクトセンターの受託をベースとした自動車や住宅等のアシスタンスサービスを展開しており、代替の効かない独自サービスが断続的な値上げを可能にし、安定的な利益率を実現している。また、ピーウィズ（9216）も金融機関の店頭接客業務など、専門性を活かした高付加価値業務の取り込みに注力している点で持続可能な強みを有していると考え

（図表16）パートタイム労働者の平均時給と有効求人倍率の推移



（注）平均時給は前年同月比の伸び率

（出所）厚生労働省「毎月勤労調査」、「一般職業紹介状況」より、いちよし経済研究所作成

医療関連サービス：サービスプランなどと値上げを組み合わせるステムセル研究所

値上げ効果や機会損失防止による増収効果は約 30% 程度か

ステムセル研究所(7096)は、2024 年 11 月に新サービスプラン「HOPECELL」を導入し、さい帯、さい帯血の両方採取を標準化する変更をした。これまで、さい帯血保管がメインで採取後に保管不適合率が 7-8% 発生し、顧客の要望に応えられないケースがあり、機会ロスとなっていた。さい帯血が保管不適合でも、さい帯は保管可能のために、契約時に同時採取する方式に切り替えた。24 年 11 月以前から、さい帯血、さい帯保管には 20 万円を超える初期費用の負担軽減のため、割賦支払プランを導入していたが、その月払い回数(期間)を最長 60 回(5 年)から 120 回(10 年)に変更(現在、20 年払いも存在する)し、毎月 2,980 円(片方保管)か 3,980 円(両方保管)で選択可能とすることで利便性を向上させた。効果として、平均単価が約 20% 上昇し、成約率も 7-8% 高まるため、約 30% 近い増収効果が見込まれる。

過去 2 年、値上げ、割賦販売回数変更による検証を進めてきた

同社は、当該施策を進めるに当たり、これまでの取り組み成果から仮説を立てたようだ。具体的には、値上げは、23.3 期 4Q(1 - 3 月)に平均 5% から 6% 実施したが、潜在顧客の導線となる資料請求数に変化が確認できず、業績面へのマイナス影響がほぼなかった。一方、支払回数について、24.3 期の一時期、最長 30 回払いに短縮化したが、その際、資料請求数減少が確認され、月支払額が鍵となると判断したようだ。過去から割賦債権は、同社が保有している。与信供与による与信管理上のリスク管理も行ってきたが、小口債権が多いこともあって、貸倒損失計上による業績への影響が限定的と判断したようだ。

経営課題の解決となるか、今後の動向を注視

当該施策に関して、経営課題の解決となるか、値上げによる顧客の利用離れを誘発するかが、26.3 期の 1Q(4-6 月)には業績に表れてくると予想される。顧客離れに関して、2024 年 11 月に新プランの初期プロモーションの不調から出足をやや躓いたが、春以降の動向を注視したい。サービス利用まで 6 か月程度のタイムラグがあるため、2025 年 5 月から 6 月にはすべて、新サービスに切り替わっていると予想される。

割賦販売債権を保有することで自社事業を通じた保有現金の運用先へ

同社は、細胞加工センターの増設を除くと、設備投資が少なく、かつ保管料の長期一括前払いコースもあって、現金が滞留しやすいバランスシート構造となっている。そのために、現金を割賦販売債権保有に充当する財務戦略によって、主力サービスの単価上昇で収益貢献すると同時に、債権を流動化しないことで金利の外部流出を防ぐ効果が見込まれる。

人材紹介サービス：実質的な値上げ効果を獲得できるが、楽ではない

手数料率が一定のために賃金上昇は実質的な値上げ効果となる

人材紹介サービスの手数料率は、通常、経営幹部、専門職や一般社員では年収の 3 か月から 4 か月分程度となり、紹介形態となっているスキマバイトに代表されるスポットバイトでは時間給の 30% などとなっている。賃金が増える局面や上位スキル、高報酬人材の流動化が活発化すると紹介 1 件当たりの手数料額が増えて、実質的な値上げ効果（正確には値上がりの方が正しいかもしれない）を享受できるという訳である。ただし、企業など求人側が求める人材を紹介できる場合には、少々手数料が高くても許容されるかもしれないが、できない場合はいくら手数料率が安くても利用価値がなくなるために紹介品質も担保する必要がある。

紹介サービスは、競争を勝ち抜くことで規模の経済を享受できる

紹介サービスの維持、成長には、件数の持続的な確保が必要となるために、就労人口が多く、人手不足が恒常化して紹介需要が根強く、かつ転職による流動性が十分にあることが条件となる。紹介サービスは、求人や求職のための広告宣伝やマーケティング費用を要するが、マッチングを主導するキャリアコンサルタント（CC）など人件費などの固定費比率が高い。そのため規模の経済が働きやすく、成功企業は売上高営業利益率 20% 以上の高い利益率を達成できるため、市場拡大期には新規参入企業も急増し、競争激化する傾向も強いので、業界内競争に勝ち抜いていく必要がある。

恒常的な人材不足が追い風も、求職者募集がハードルとなりつつある

人材紹介サービスは、様々な職種で利用されており、大量の専門人材が必要となる医療、介護、福祉、建設業界での利用が一般化しているほか、スキマバイトなどスポットバイトも拡大している。こうした業界では、人材採用が厳しいことから有効求人倍率が高く、建設業界で 2 倍以上であり、医療福祉業界では、看護師が 5.5 倍超、介護職が 4 倍、保育士が 3 倍弱といった状況にある。人手不足が恒常化する中で、直近では医療福祉の求職者の獲得競争が激化しているが、スキマバイトでは求職募集経費を抑制するために、大規模な個人データを保有するメルカリ、LINE などが参入している。

建設業界の求人紹介市場は中期的な成長トレンドが続く

医療、介護、福祉に加えて、建設業界での求人紹介市場は、就労人口自体も増加傾向にあるために中期的な成長トレンドが続く見通しである。ただし AI を活用したダイレクトリクルーティングなど新たな潮流も生まれ始めており、求人側には採用費のコストダウンに繋がる魅力がある。紹介事業者も、需要構造の変化への対応が迫られている。

エス・エム・エス：看護師、介護士紹介 No.1、消耗戦を勝ち抜く構え

エス・エム・エス（2175）は、看護師、介護人材の紹介で NO.1 のポジションを誇る。25.3 期は、医療、介護キャリアの求職者人材獲得が、計画通りに進まずに、求職者の獲得費が打撃となり、新規上場した 2008.3 期以来、初の営業減益に転じたと推定される。ただし、26.3 期に関して、営業増益に転換すると予想される。求人側の人材需要は旺盛であり、看護師、介護人材の紹介件数の増加が期待されるほか、賃金上昇にスライドした紹介手数料額の増加が見込まれる。利益面では、営業職のキャリアパートナーの人員調整を行って、部門全体の損益改善を目指すようだ。求職者の獲得費用に関して、積極投入を続けられる可能性が高い。顧客獲得費上昇は、中規模以下、新規参入の競合の収益力を一段と削ぐ効果が大きいために、あえて消耗戦化している現状に対し、覚悟を持った投資の継続が予想される。

トライト：保育士紹介 No.1、介護人材紹介や建設人材関連に強み

トライト（9158）は、保育士の紹介で首位。介護人材紹介では、エス・エム・エスと市場の覇権を競う。医療人材は、看護師、各種セラピスト、臨床検査技師、保健師や助産師といった医療系人材の紹介サービスを提供する。非医療福祉系事業では、建設業界に特化し、建築士、建築性向管理技士、土木施工管理技士など有資格人材の派遣を行う。エス・エム・エスと同様に医療福祉系人材では、求職者の獲得費高騰と効率低下に苦戦している。24.12 期に広告宣伝費の拡大で営業減益に転じたが、転職希望者の積み上げに成功したことで 25.12 期は営業増益に転換する見通し。

タイミー：スキマバイトの最大プラットフォームで高成長が続く

タイミー（215A）は、国内最大のスキマバイトのマッチングプラットフォームである。スキマバイトとは 1 日 1 時間単位の短時間バイトを意味し、同社は求人側の業務の切り出しなどを手伝って、未経験者でも対応できるように業務範囲の選定、OB・OG 制度、求人・求職者の相互評価など様々な工夫を凝らし、パート・アルバイトの採用が難化する環境下にて、救世主的な存在になりつつある。闇バイト対策など安全性に対する取り組み強化など費用を投じているが、物流、小売、飲食に加え、ホテル・旅館、食品工場や介護業界からの引き合いが急速に強まっている。テイクレート（手数料率）は約 30% で繁忙期などの割引期を除くと安定推移する。リクルートの撤退や行政連携が強まる中で、競争優位性が高まりつつある。

オープンアップグループ：M&A（企業買収）で在籍人数の純増を維持

オープンアップグループ（2154）は自動車業界や電子部品業界を対象とする機電領域、システム関連の IT 領域、建築工事現場に係る建設領域の 3 分野にわたってエンジニア派遣事業を展開する。エンジニア人材の不足感は強く、従来からキャリア採用は至難だった。近年、新卒者の確保も難化するなかで、未経験者採用と同業者への M&A（企業買収）によりエンジニアの在籍人数の純増を維持しており、中期的に成長性を維持すると考える。

DX 人材サービス：単価引き上げが可能な構造的優位性を有する TWOSTONE & Sons

DX 人材市場と単価上昇
の構造

DX 推進を背景に、企業の IT 投資は業種・業態を問わず拡大しており、それを担うエンジニア・コンサルタントといった高度人材へのニーズは高まっている。経済産業省の試算では、2030 年には最大で 79 万人の IT 人材が不足すると予想されており、とりわけ要件定義や PM 支援、システム構想といった上流工程を担える人材の供給は極めて限定的である。そのため、市場全体では単価の上昇傾向が定着しつつある。上流領域の準委任契約単価では月額 100 万円を超える職種が増加しつつあるとみられ、従来の下流工程（開発・運用保守）と比較しても顧客側の支払意思が格段に高まる傾向にあると当研究所はみている。このような市場環境の変化は、単価の引き上げを通じて利益率改善を実現し得る構造的な追い風となるが、その果実の獲得については個社のビジネスモデルや組織設計に依存しよう。

TWOSTONE の構造転換戦略

このなかで TWOSTONE & Sons (TS&S、7352) は DX 人材の派遣・準委任型支援を基盤に、単価向上と収益性改善を同時に実現する事業構造への転換を進めている。同社は従来のシステム開発支援や運用要員のアサインに加え、顧客の業務課題に対してコンサルティング的に介入できる要件定義・業務設計フェーズへの対応力を高めている。また、エンジニア側の育成制度や社内のスキル可視化ツールを活用することで、上流案件に対応可能な人材の割合を着実に拡大している点も特徴的である。さらに、営業・マッチング部門においても、AI を活用した受注予測や適正配置の高度化を図っており、人的リソースの投入に頼らずに生産性を高める体制を整えている。こうした取り組みにより、同社は 1 人あたりの提供価値を高めることに成功し、安定的かつ継続的に高単価案件を受注するモデルを構築している。

単価向上の持続性と優
位性

多くの同業他社が、依然として人員数の確保やアサイン率の維持を軸にビジネスを展開しているなか、TS&S は明確に「1 人あたりの価値を高める」方向に戦略の重心を置いている。単価の向上を一時的な需給ギャップの結果として捉えるのではなく、上流工程への対応力、課題解決型営業、社内の業務効率化といった複数の要素を組み合わせた構造的な成果として実現している点が特長である。さらに、生成 AI の活用による提案書作成支援や社内ナレッジ活用の高度化など、新技術を活かした提案精度・速度の両立も図られており、顧客との長期的な信頼関係の構築にも資する取り組みが進行している。単価の引き上げを企業成長のドライバーとしうる体制を、事業運営の根幹から作り込んでいる点が同社の優位性であろう。

『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。

レポート発表日現在、タイミー(215A、東証グロース)は証券金融会社が貸株利用等による「注意喚起銘柄」に指定しています。

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