

<トピック>

## 中小型株企業の決算インプレッション (FY2024 4Q)

～業種、企業間の格差が広がりつつある

2024年度4Q(1-3月、12-2月、11-1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19業種)。

当研究所が継続調査するユニバース企業(440社、5月22日現在)の2024年度4Qの営業利益合計は前年同期比11%増と二桁増益を維持した。

このうち2-3月決算企業244社についてみると、25.2期、25.3期営業利益合計額は前期比17%増となった。新年度(26.2期、26.3期)の会社予想は同5%の営業増益と、増益率が鈍化する見通しである。社数ベースでは77%が前期比増益、23%が同減益を予想している。業種別にみると、デジタルB2B(増益予想比率92%)、物流・卸売(同100%)で増益予想が多い一方、半導体・FPDの増益予想比率は48%にとどまる。

本レポートの着目銘柄として、Sansan(4443)、アルファポリス(9467)、グリーホールディングス(3632)、DTS(9682)、シェアリングテクノロジー(3989)、ゼンショーホールディングス(7550)、ナガセ(9733)、東京都競馬(9672)、JMDC(4483)、エス・エム・エス(2175)、東京応化工業(4186)、扶桑化学工業(4368)、田岡化学工業(4113)、精工技研(6834)、ソディック(6143)、AREホールディングス(5857)、松田産業(7456)、安藤・間(1719)、東急建設(1720)、川田テクノロジー(3443)など23銘柄を挙げる。



1. 2024年度4Qの業績動向と2025年度の見通し

2024年度4Qは二桁増益を維持

当研究所が継続調査するユニバース企業(440社、5月22日現在)の2024年度4Q(1-3月、12-2月、11-1月)の営業利益合計は前年同期比11%増と二桁増益を維持した(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)。消費者サービス、物流・卸売など一部業種では若干の減益に転じた。

新年度の会社予想は前期比5%営業増益

このうち2-3月決算企業244社についてみると、25.2期、25.3期営業利益合計額は前期比17%増となった。新年度(26.2期、26.3期)の会社予想は同5%の営業増益と、増益率が鈍化する見通しである。社数ベースでは77%が前期比増益、23%が同減益を予想している。業種別にみると、デジタルB2B(増益予想比率92%)、物流・卸売(同100%)で増益予想が多い一方、半導体・FPDの増益予想比率は48%にとどまる。12月決算企業(59社)については、25.12期1Q(1-3月)実績は前年同期比4%営業増益となった。25.12期通期の会社予想は同9%営業増益であるが、1Q段階での修正は2社(上方修正1社、下方修正1社)だった。

(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	
		3Q	4Q	1Q	2Q	3Q		4Q
素材	36	758	840	878	892	998	879	5%
機械	21	365	358	336	387	387	363	2%
電子・電気機器	21	499	586	432	532	544	723	23%
電子デバイス	17	243	254	310	347	313	292	15%
半導体・FPD	46	1,019	1,081	1,233	1,206	1,169	1,163	8%
建設・建設資材	18	696	797	512	649	862	941	18%
アウトソーシング	19	391	317	356	336	502	408	29%
物流・卸売	23	780	651	776	721	869	634	-3%
消費者サービス	40	665	670	719	880	751	654	-2%
小売	9	84	81	181	122	110	102	26%
消費財	17	417	207	273	343	418	235	13%
医薬品・医療機器	9	130	137	140	145	156	129	-6%
ヘルスケアサービス	22	164	202	179	191	180	202	0%
デジタルメディア・コンテンツ	56	273	848	583	670	843	1,035	22%
デジタルB2B	56	587	693	489	601	689	791	14%
デジタルB2C	14	66	47	52	60	69	50	5%
エネルギー・金融・不動産	12	111	145	248	236	161	176	22%
合計	436	7,249	7,914	7,697	8,317	9,021	8,777	
(前年同期比)			14%	17%	17%	24%	11%	

(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(決算期、会計基準等)、営業利益予想非開示企業を除く

(注3) 4Qは1-3月、12-2月、11-1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	マーケティング支援系は売上・利益とも安定成長が持続している。業務支援系はトップラインの勢いを維持しながら、利益の拡大ペースを加速させている	マーケティング支援系ではLTV関連が個社要因により一時的にマージンが低下。業務支援系ではDX人材提供型・SaaSプラットフォーム型ともに高成長を継続	Sansan (4443)
メディア・コンテンツ	HRメディアでは売上は一桁増、利益は減少。デジタルコンテンツ系もメディア&IP関連を除けば一桁増収、減益に留まった	HRメディアでは中堅3社が減収・減益ながら新興系5社は二桁増収・増益を確保。コンテンツ&IP関連でIPを起点にした複数の企業が戦略展開により急成長局面に	アルファポリス (9467)
ゲーム	競争環境の激化により厳しめ	1) A IIにより開発を効率化しつつ、ユーザーに受け入れられるタイトルの開発、2) アプリ外決済の導入、3) ゲーム以外の収益基盤	グリーホールディングス (3632)
情報サービス	システム開発需要は好調に推移。期末賞与の増額を吸収して計画以上の実績を上げる企業が多かった印象。また、新年度より株主還元強化を図る企業も増加した	人材の拡充、株主還元強化、生成AIへの対応など。リスク面では米国関税政策に伴う顧客企業のIT投資動向	DTS (9682)
B toCインターネット	意外感に乏しいが堅調	株主還元強化	シェアリングテクノロジー (3989)
外食	25.3期は食材費、人件費増を値上げでカバーし、二桁営業増益を確保。26.3期も値上げは続くと思われるが、後半は、値上げをしても客数が落ちない企業と落ちる企業の明暗が分かれてくると予想	業界再編と海外展開。深夜料金やチップ制の導入など	ゼンショーホールディングス (7550)
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	グローバルでの需要の拡大	美津濃 (8022)
学習塾サービス	全般的に好調な推移	顧客単価上昇と通塾期間延長	ナガセ (9733)
公営ギャンブル	投資回収の進展などで増益率拡大	SPAT4の成長	東京都競馬 (9672)

(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	クラウドプレーヤーの業績は好調が続く	顧客単価上昇、多角化の動向など	なし
医療ビッグデータの利活用	製薬会社の一部サービスが停滞したが、JMDC一強の構造である	ビッグデータ増収率	JMDC(4483)
医療介護人材サービス	過去の投資効率悪化の影響が残るが、足下では改善基調	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	先端品用途を中心に好調な推移	26.3期下期(10-12月)動向	東京応化工業(4186)、扶桑化学工業(4368)
ハイエンドスマホ向け材料	2025年に入り一部の関連材料で需要が増え始めた	動画撮影や画像編集の性能向上により、ハイグレードな撮影用レンズやバッテリーの需要が拡大へ	田岡化学工業(4113)
AIサーバと光通信化	需要拡大のなかで関連メーカーに広がりが出ている	息の長いテーマになりそう	精工技研(6834)、山一電機(6941)、MV(7760)
放電加工関連	加工難易度の高い部材の需要拡大により好業績	足元では新たな部材加工ニーズも立ち上がり始め、競争優位性が増そう	ソディック(6143)
物流	荷動きは依然低調ながら、値上げは進捗している	サプライチェーンの再構築に伴う物流再編で生まれる事業機会を獲得できるか	なし
貴金属リサイクル	電子デバイス分野からの回収量増加	金価格上昇による「都市鉱山」などの可能性	AREホールディングス(5857)、松田産業(7456)
建設	建築工事の採算性向上で利益が計画を上回るゼネコンが多い、反面、計画は依然として慎重な姿勢	前期の採算性改善には市場環境の転換期における特殊要因も多い、利益率を維持できるか動向に注目する	安藤ハザマ(1719)、東急建設(1720)、川田テクノロジーズ(3443)

(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): 業務支援系の利益成長が加速しつつある

DX 支援 19 社は前年同期比 14%増収、29%増益

DX 支援 19 社の四半期業績(1-3月)は売上高 2,446 億円(前年同期比 14%増)、営業利益 199 億円(同 29%増)となり、前四半期(同 13%増収、15%増益)と比べてマージンの改善が目立った。マーケティング支援系 10 社(広告・PR 関連等)が各 2,066 億円(同 12%増) 141 億円(同 12%増)と前四半期(同 11%増収、12%増益)と基調は変わらなかった。それに対し業務支援系 9 社(DX 人材関連等)は各 380 億円(同 25%増) 58 億円(同 2.0 倍)と前四半期(同 23%増収、30%増益)から利益の拡大ペースは加速している。

LTV 関連は個社要因により一時的にマージンは低下

マーケティング支援系はエージェンツ等(広告代理店等)の 7 社が前年同期比 9%増収、12%増益、LTV 関連(顧客生涯価値)3 社が同 38%増収、14%増益となった。LTV 関連は個社要因により一時的にマージンは低下した。業務支援系では DX 人材提供型 4 社が同 24%増収、63%増益、SaaS プラットフォーム型 6 社が同 25%増収、2.3 倍増益といずれも好調に推移している。

Sansan: Billone の収益化が進展

業務支援系では SaaS プラットフォーム型の Sansan(4443)の業績が好調である。主力の Sansan(企業向け名刺管理・営業支援)に続く第二の収益の柱として Billone(請求書管理サービス)の収益化が徐々に進展している。データ処理に関わるコスト最適プロセスの改善等がドライバーである。

メディア・コンテンツ (HR メディア・デジタルコンテンツ): コンテンツ & IP は好調

メディア・コンテンツはコンテンツ & IP 関連を除けば低調

メディア・コンテンツ 16 社の四半期業績は売上高 2,682 億円(前年同期比 6%増)、営業利益は 173 億円(同 7%増)、内訳は HR メディア 8 社が各 512 億円(同 3%増) 74 億円(同 11%減)、デジタルコンテンツ 8 社が各 2,170 億円(同 7%増) 99 億円(同 26%増)となった。ただし、デジタルコンテンツ系ではサイバーエージェンツ(4751、メディア & IP 事業のみ)やアルファポリス(9467、出版)のコンテンツ & IP 関連の 2 社を除いた 6 社ベースでは同 4%増収、16%減益に留まっている。

HR メディアでは競争激化によって収益鈍化

HR メディアではディップ(2379)・エン・ジャパン(4849)・学情(2301)の中堅 3 社合計が同 2%減収、17%減益に留まった。学情は新卒採用市場の早期化に伴う採用活動時期の前倒しが一時的に足かせとなった。ディップやエン・ジャパンについては Indeed などとの競争激化が要因と考えられる。一方、新興系を中心とする 5 社は同 12%増収、13%増益と堅調に推移した。

アルファポリス: 急成長局面を迎える

コンテンツ & IP 関連ではアルファポリス(9467)が急成長局面を迎えつつある。同社はインターネット以降に生まれた出版社としてライトノベル、漫画などの IP 創出を起点に紙書籍、電子コミックへの展開を進めてきたが、アニメ化の積極化が作品の認知度を飛躍的に高めつつあるようだ。

ゲーム：市場の厳しさが確認されたが、アプリ外決済については進展

国内エンタメ企業の1-3月決算は市場の厳しさが確認された

国内エンタメ中小型企業の25.3期1-3月決算は、市場の厳しさが確認された四半期であった。比較的大型のIPを活用したドリコム(3793)の「Disney STEP」は3月3日のリリースであったが、当初から幅広いユーザーの獲得には至らず、ランキングは低位で推移した。またアカツキ(3932)は2月20日に大型の開発費を投下したオリジナルIPタイトル「TRIBE NINE」をリリースしたが、こちらも振るわず、リリース後3か月でサービス終了が発表された。

スマホ内外における余暇時間の奪い合いが激化

いわゆるスマホ内外における余暇時間の奪い合いが激化しているとみられ、より一層の差別化が実現したタイトルや、世界的にも認知度の高いタイトルの開発や、ゲーム以外の収益の柱の構築が、中期的な業績拡大には必要となろう。

注目点は、AIによる開発効率化、アプリ外決済、ゲーム以外の収益基盤

今後の注目点としては、1)AIの活用により、開発を効率化させつつ、ユーザーに受け入れられるタイトルの開発、2)25年12月に施行される「スマホソフトウェア競争促進法」により、「アプリ外決済」の導入が加速するとみられ、取り組みに積極的な企業、3)安定したゲーム以外の収益基盤の構築、が挙げられる。

複数の事業の拡大が見込まれるグリーHDに着目

具体的な銘柄としては、グリーホールディングス(3632)が挙げられよう。新規タイトルのリリースは前回タイトルからやや時間が空いたが、3月27日にリリースした「魔法少女マドカ マギカ Magia Exwdra」は、好調な立ち上がりとなり、定期的なヒットの創出に成功している。また同タイトルは「アプリ外決済」を初期から導入しており、利用率に関する開示はないものの、決済手数料率の低減は実現しているとみられる。またVTuber事業の立ち上がりも確認できており、当面堅調な業績推移が期待できよう。

情報サービス：システム開発需要の好調継続、株主還元も強化の方向

国内 IT 投資は強い状況が継続

総務省「サービス産業動態統計調査」によると、25年1~2月の情報サービス産業の売上高（速報値）は、前年同期比13.7%増と好調に推移した。国内のIT投資は強い状況が続いており、企業の基幹システム刷新やDX投資ニーズは強い。特に銀行業のIT投資意欲が高まっている模様。米国関税政策の影響を受ける輸出を主力とする製造業では、今後影響が生じてくるリスクはあるものの、今のところは案件のキャンセルや延期などは生じていないようだ。好業績を背景に株主還元を強化する動きが散見された。

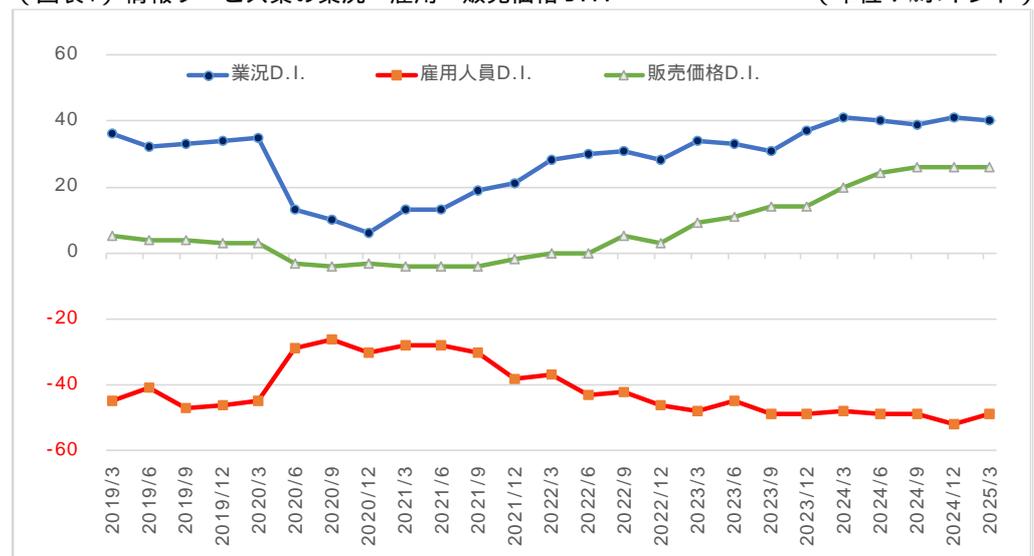
人件費の上昇分は着実に価格転嫁

日銀短観のD.I.によると、情報サービス業の業況D.I.（「良い」-「悪い」）は、企業のIT投資拡大により高水準で推移している（図表4参照）。一方、好調な需要動向を背景に人材不足は更に深刻化。処遇や職場環境の改善等によって人材の確保を行っている。価格転嫁は着実に進められており、販売価格D.I.（「上昇」-「下落」）は22年9月調査以降プラスとなっている。

銀行向けが好調で株主還元にも積極的なDTSに着目

DTS（9682）は、金融・保険分野向けが売上高の約3割を占め、銀行向けシステム開発の好調を背景に業績拡大が継続している。顧客の中で輸出に大きく依存している製造業の比率は低く、米国関税政策の影響も軽微とみられる。新中期経営計画では、既存事業の安定化を図りつつ、集中投資領域を明確化し、業績拡大を目指す意向。総還元性向は70%以上の方針を継続。ROEの改善は好印象であり、今後の展開に着目したい。

（図表4）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

BtoC インターネット：株主還元強化の流れが鮮明に

意外感に乏しいものの  
堅調に推移

25年1-3月は、相場変動や円高に伴う時計など高額品の鈍化や、天候要因による店舗業態の3月の苦戦など、一部では弱含みの動きもみられたものの、EC企業は概ね堅調に推移した。メディア企業に関しても、Googleのコアアップデートによる影響はあったものの、PV・セッション当たり単価の向上施策を図ってきたことが奏功し、多くの企業が復調傾向を維持した。

株主還元強化の流れが  
強まる

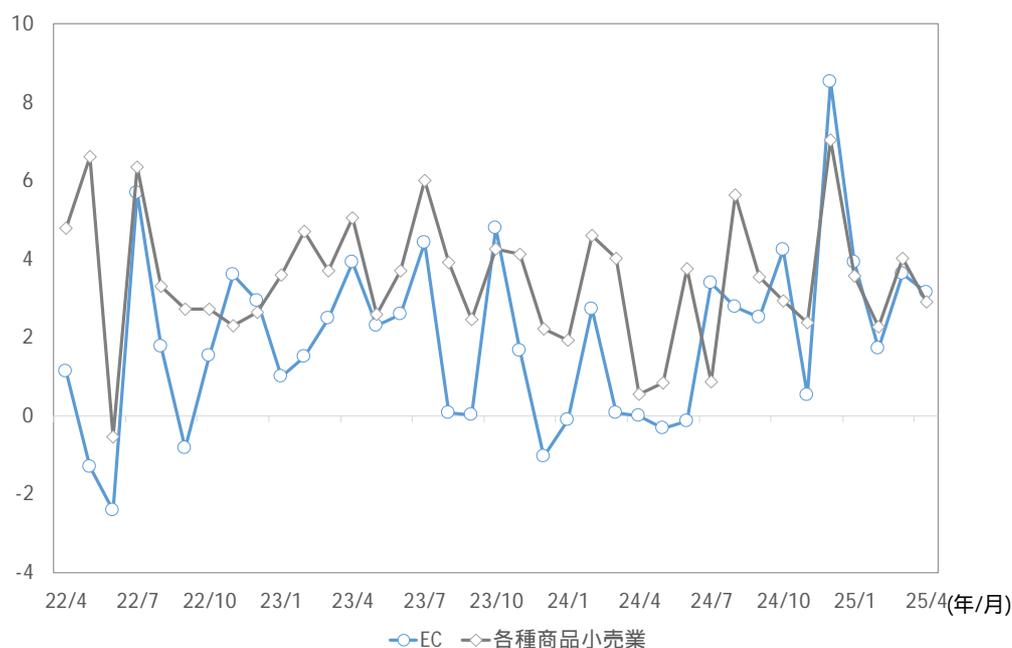
業績面は意外感に乏しかった一方、株主還元強化が一段と進んだ点は注目点と考える。例えば、オイシックス・ラ・大地(3182)は26.3期に上場来初の配当を実施する予定としたほか、シュッピン(3179)は配当性向の引き上げによる増配の継続と自社株取得の方針を打ち出した。かつて、インターネット企業は成長投資を優先する企業が大半であったものの、プライム市場の上場維持やTOPIXの銘柄絞り込み、アクティビストの台頭等を背景に、今後も企業価値や株主還元に対する意識の高まりが期待される。

シェアリングテクノロジーに  
着目

個別銘柄ではシェアリングテクノロジー(3989)に着目する。生活トラブルのマッチングサイトを運営する同社は、子会社アズサポートによる施工業務の取り込みにより順調な業績拡大が続いている。設備投資を要せずフリーキャッシュフローも潤沢で、当経済研究所では中長期的な株主還元強化の余地は大きいとみている。

(図表5) EC及び各種商品小売業の前年同期比伸び率の推移

(単位：%)



(注) 各種商品小売業は百貨店、スーパー、ショッピングセンター等を含む  
(出所) JCB 消費 NOW より、いちよし経済研究所作成

外食：外食・食品メーカーの値上げは続く見通し

米の価格は大幅に上昇

米の価格が上昇している。24年産の25年3月の米の相対取引価格は25,876円/60kgと前年同月比67.7%上昇した。3月に「政府備蓄米の買戻し条件付売渡し(合計21万トン)」が行われた。3月の米の価格は2月に比べて2.3%下落したものの、店頭価格(小売り)は依然高水準である。小売物価統計(総務省)によると25年3月の米の小売価格(5kg当たり、コシヒカリ)は4,679円(前年同月比89.4%上昇)、4月は4,770円(同2.0倍)である。

(図表6) 米の相対取引価格の推移(税込)(全銘柄平均価格) (単位:円/60kg)

	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
平成20(2008)年産	15.163	15.174	15.163	15.162	15.153	15.227	15.201	15.269	15.149	15.085	15.081	15.000
平成21(2009)年産	15.169	14.988	14.876	14.754	14.684	14.602	14.508	14.383	14.314	14.120	14.214	14.106
平成22(2010)年産	13.040	12.781	12.630	12.711	12.710	12.687	12.750	12.760	12.807	12.857	12.896	13.283
平成23(2011)年産	15.196	15.154	15.178	15.233	15.253	15.327	15.303	15.374	15.412	15.567	15.643	15.641
平成24(2012)年産	16.650	16.579	16.518	16.540	16.587	16.534	16.534	16.508	16.442	16.293	16.148	16.127
平成25(2013)年産	14.871	14.752	14.637	14.582	14.534	14.501	14.449	14.663	14.467	14.328	14.040	13.684
平成26(2014)年産	12.481	12.215	12.162	12.142	12.078	12.044	11.943	11.921	11.891	12.068	11.949	11.928
平成27(2015)年産	13.178	13.116	13.223	13.245	13.238	13.265	13.252	13.208	13.329	13.265	13.209	13.263
平成28(2016)年産	14.342	14.307	14.350	14.315	14.366	14.319	14.307	14.379	14.455	14.442	14.469	14.458
平成29(2017)年産	15.526	15.501	15.534	15.624	15.596	15.729	15.673	15.779	15.735	15.692	15.666	15.683
平成30(2018)年産	15.763	15.707	15.711	15.696	15.709	15.703	15.722	15.777	15.732	15.702	15.716	15.706
令和元(2019)年産	15.819	15.733	15.690	15.745	15.824	15.773	15.749	15.775	15.777	15.642	15.556	15.531
令和2(2020)年産	15.143	15.065	15.010	14.896	14.903	14.844	14.740	14.732	14.611	14.225	14.057	13.830
令和3(2021)年産	13.255	13.120	13.024	12.973	12.884	12.853	12.777	12.797	12.702	12.618	12.593	12.714
令和4(2022)年産	13.961	13.898	13.899	13.920	13.946	13.840	13.877	13.880	13.907	13.865	13.840	13.777
令和5(2023)年産	15.291	15.181	15.240	15.390	15.358	15.303	15.428	15.526	15.597	15.865	15.626	16.133
令和6(2024)年産	22.700	23.820	23.961	24.665	25.927	26.485	25.876					

(出所)農林水産省「米に関するマンスリーレポート」

農林水産省の「米に関するマンスリーレポート」によると日本人1人1ヵ月当たりの精米消費量は4.6kg(25年2月)、うち、家庭内消費は3.1kg、外食・中食で1.5kgである(精米消費量の3分の1は外食・中食)。米は、外食でも「カレー」「牛丼」「寿司」「日本料理(定食含)」「中華料理」など様々な料理に使われている。帝国データバンクが毎月公表している「カレーライス指数」によると25年3月のカレーライス一杯当たりのコストは421円と前年同月比103円上昇。うち、ごはんは93円上昇している。

(図表7) カレーライス物価指数の推移 (単位:円)

	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	25年1月	25年2月	25年3月
カレーライス物価指数	323	329	342	348	364	371	377	386	396	407	421
ごはん	94	97	101	110	131	142	149	151	158	169	179
カレー具材	200	203	211	209	205	201	200	206	209	209	213
カレールー	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
水道光熱費	4	4	4	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

25.3期は値上げ効果もあり、前期比17%の営業増益となった

3月決算の外食企業のうち前年比較が可能な45社の25.3期の売上高は前期比11%増、営業利益は同17%増、経常利益は同13%増、純利益は同10%増と前期比10%以上の増収増益となった。値上げを実施しても、客数は減少せず、売上高、営業利益とも好調に推移した。なお、25.3期4Q(1-3月)は前年同期比154.5%の営業増益。影響が大きかったコロナ(7616)を除く44社ベースでも同48.8%営業増益となった(34社が営業増益)。

26.3期は前期比13%の営業増益見通し

26.3期は米国の関税政策の不透明さから業績見通しを「未定」とする会社が散見される。外食でもワタミ(7522)、海帆(3133)が26.3期業績見通しを未定としたほか、JFLAホールディングス(3069)は構造改革に伴う事業整理等による精査が必要との観点から26.3期の純利益見通しを開示していない。これら3社を除く42社ベースでは売上高は前期比7%増、営業利益13%増、経常利益10%増、純利益増8%増と好調を維持する見通し。

(図表8) 上場外食企業業績 24年度実績と25年度予想

	24年度実績		25年度予想	
	2月決算(19社合計)	3月決算(45社合計)	2月決算(19社合計)	3月決算(42社合計)
売上高	7%	11%	6%	7%
営業利益	12%	17%	9%	13%
経常利益	10%	13%	9%	10%
純利益	10%	10%	4%	8%

(注)25年予想はワタミ、JFLAホールディングス、海帆を除いたベース  
(出所)帝国データバンク

3月決算企業の26.3期営業利益見通し(前期比13%増)は、2月決算企業(19社)の26.2期見通し(同9%増)を上回る。コメ、人件費などのコストアップは同じだが、3月決算は海外展開を行っている会社が多いことが要因として考えられる。海外はインフレが定着しており、値上げがしやすいこと、日本の外食企業のブランドイメージがよいことなどがあげられよう。大手は海外出店を積極的に進めている。海外売上構成比が高い企業は力の源ホールディングス(3561、海外売上比率42.8%、海外売上高146億円)、トリドールホールディングス(3397、39.0%、1,046億円)、WDI(3068、27.0%、86億円)、ゼンショーホールディングス(7550、26.6%、3024億円)、ハチバン(9950、19.2%、11億円)、モスフードサービス(8153、17.3%、166億円)、Genki Global Dining Concepts(9828、13.2%、89億円)、コロナ(12.2%、327億円)、ワタミ(12.2%、108億円)、大戸屋ホールディングス(2705、10.9%、34億円)などである。短期的には「インフレ」の波に乗れるかどうかポイントで、長期的には海外展開が企業の持続的な成長につながるとみている。

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

スポーツ関連企業の業績好調が続いた

1-3月(一部企業の海外部門は12月決算期で10-12月を連結)において、スポーツ分野の企業では、アシックス(7936、当研究所の調査対象外)、美津濃(8022)の業績は順調に拡大した。ヨネックス(7906)は成長投資実施などで増収減益も通期では前期比22%営業増益と最高益を更新。26.3期業績も過去最高営業利益の更新を見込む。円高やトランプ関税リスクなど外部環境の変化があるが、グローバル展開による需要拡大、製品力の高さやブランディング力向上で価格対応も進む状況にある。

ゴールドウインは先行投資一巡で2期ぶりの最高益更新へ

ゴールドウイン(8111)は、25.3期4Q(1-3月)期において、気温低下による冬物消化や中国からのインバウンド需要の回復で持ち直し、かつ販売管理費の抑制で営業増益に転じて、年間営業利益計画も超過した。26.3期は、J-ESOPや本社移転など先行投資負担が一巡し、前期比6.2%増収、同18.2%営業増益と2期ぶりの過去最高営業利益の更新を見込む。TNFの顧客層の拡張に加え、ゴールドウインのグローバルブランド化のための投資を増やし、全体で新店15店(うち中国5店を含む海外7店)の開設を計画する。一方、4ブランドを終了して、集中と選択を進める。

国内自転車小売は、順調な拡大が期待される

国内自転車小売では、あさひ(3333、2月決算)やダイワサイクル(5888、1月決算)で、直近の決算において成長格差が生じた。両社は販売台数やサービス収入増加で増収傾向が続いたが、利益面ではダイワサイクルの11-1月が前年同期比76.4%営業増益と好調も、あさひは同営業赤字拡大と利益率が悪化した。全国展開であるため降雪の影響や、基幹システム稼働に伴う棚卸の全店臨時休店の影響が生じた。利益面では、自転車の仕入れは、中国を中心に海外輸入がほとんどで人民元/円、ドル/円レートの円高で利益率が上昇するため、為替動向には注視したい。

M&Aで世界最大のゴルフ場運営会社誕生。買収後の相乗効果に期待

平和(6412)は、アコーディアゴルフ(AG社)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った。2社合算で国内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期業績は、前期比18.2%営業増益と買収費用計上などで下方修正後の計画を超えた。26.3期は、AG社を連結し、営業利益が580億円(同2.1倍)に拡大と11期振りの過去最高営業利益を更新へ。PPA(取得価額配分)が完了していないためにのれんなど償却費に変動余地があり、遊技機事業についても、ホール数が減少傾向で環境が厳しい中、販売台数の拡大計画の進捗を注視したい。

## 学習塾サービス：24年からの復調が継続

上場学習塾は24年からの復調が継続

学習塾業界は、24年からの復調が継続している。上場学習塾において、2月や3月に決算期を迎えた主要9社（ナガセ、ステップ、早稲田アカデミー、リソー教育、学究社、東京個別指導学院、スプリックス、明光ネットワークジャパン、早稲田学習研究会）の業績を確認すると、増収営業増益が6社、増収営業減益が3社となった。減益企業についても新学期に向けた先行費用投入などの影響であり、業績回復は継続しているといえる。進行中の通期業績計画は、全社とも増収増益計画となっており、9社の業績計画合算では、前期比9.4%増収、同15.6%営業増益となる。

学習塾市場は横ばい推移。優勝劣敗が進む

外部環境では、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も、過去10年の市場規模は横ばい圏で推移しており、通塾生1人当たり単価の上昇が支える構造となっている。東京商工リサーチの調査では、全国396社（23年度）のうち、約30%が赤字であった模様であり、倒産、休業や解散が増加傾向にある。事業所の新設も多く、優勝劣敗の構造が鮮明となりつつある。

私立高校無償化の恩恵を享受へ

自治体独自の私立高校無償化の取り組み拡大、所得環境変化が後押ししており、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）への移行なども、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。

ナガセは26.3期に10期ぶりに最高益更新へ

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大し、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（9733）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、現在では国内最大級の教育サービス事業者に発展している。26.3期業績は、10期振りに過去最高営業利益を更新する見通し。期初時点の高校部の在籍者数が前年同期よりも増え、かつ平均7%の値上げの実施で成長拡大に貢献しよう。スポーツ部門は、買収による規模の拡大に加え、スイミングスクールでは、150の公立小学校、中学校（22.3期9校、25.3期95校）から授業の運営受託の受注を見込む（プール老朽化や施設負担軽減のため）。ビジネススクールでは、企業からDX関連の研修プログラム、英会話に加え、理系学生を中心に大学入学前教育などの需要の拡大が見込まれる。

### 公営ギャンブル：各競技とも成長が続く

各競技ともネット投票の普及で成長が続く

2025年1-3月の公営ギャンブル市場は、競馬、競輪、競艇、オートの各競技とも成長が続き、インターネット投票の普及で参加者が増加し、投票活動が活発化した。競輪が前年同期比10.5%増収と7四半期連続増収で、伸び率が高く、投票システム解放、テイクレートの高さやレース画像転用のハードルの低さなどからサイバーエージェントを代表に有力IT系企業が参画し、マーケティング強化で集客に繋げている。地方競馬の売上高は2,775億円と同2.9%増と伸長し、ネット投票の占有率が91.6%に達した。

猛暑対策、中央競馬所属馬との実力差を埋める取り組みが課題

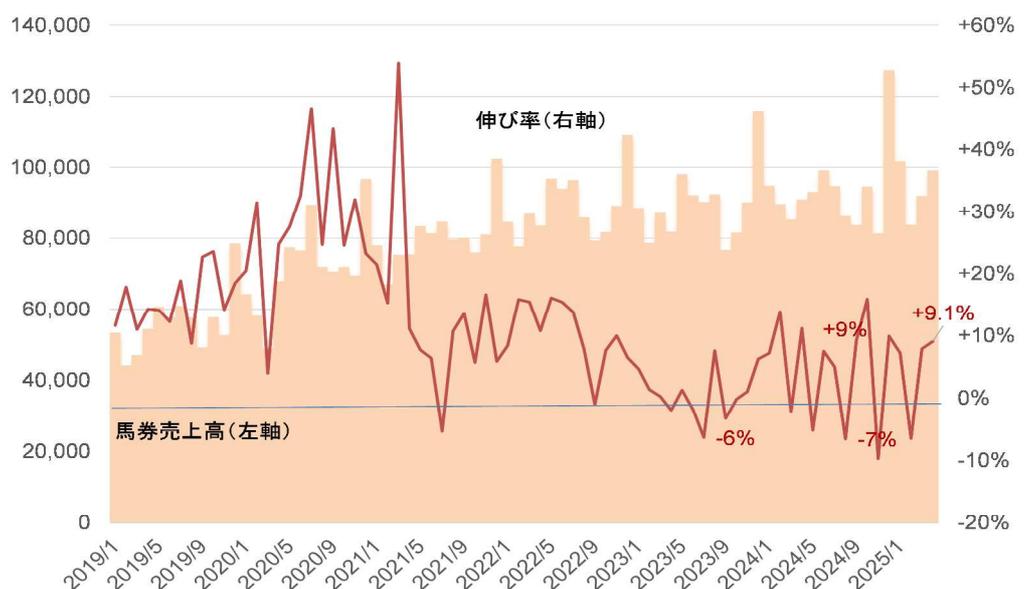
地方競馬は、ここ数年、関東地区において、猛暑による競走頭数の確保難で、秋から春開催で開催日の振替など日程に歪みが生じていた。そのため、中央競馬と重複の日曜開催、同一日の近隣開催で発売効率が低下していたが、直近は開催効率改善に向けた取り組みが行われつつある。東京都競馬(9672)は、中期計画にて、空調完備の厩舎や坂路設置のトレーニング施設新設で競走馬のコンディション向上や中央競馬所属馬との実力差を埋める施策を講じる。同社の25.12期1Q(1-3月)業績は、投資回収期入りで増益率が高まり、2Q(4-6月)以降の増益ペースに着目したい。

ネットカジノ取り締まり強化は追い風となる

ネットカジノ規制強化は、公営ギャンブルには追い風となろう。ネットカジノ賭金総額は約1.2兆円と、地方競馬の年間売得金と同規模である。ネット投票経由での流入に繋がれば、市場規模の拡大が見込まれる。

(図表9) 地方競馬の売得金推移

(単位：百万円、%)



(出所) 地方競馬全国協会の開示データより、いちよし経済研究所作成

## 医療・介護系 IT サービス：クラウドプレーヤーの業績は好調が続く

病院の IT 投資需要は二極化が進むが、政府案件は堅調に推移した

医療機関の IT 投資は二極化しており、投資余力がない中小病院が多い一方で、生き残りのために積極的な IT 投資や DX に取り組む医療機関も多い。2024 年 4 月以降、報酬改定や医師の働き方改革などへの対応で発注が先送りとなるケースも見られた。政府主導で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 政策が継続しており、電子処方箋の導入が増えるなど政府案件の需要が底堅く推移した。2030 年に電子カルテ導入 100% を目標とする政策が推進されており、医療現場の IT 化や DX 推進が求められる環境に変わりなく、一時的な投資は踊り場状況であるものの今後も全体的な 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、障害福祉分野は、クラウドサービスによる DX への取り組みが継続的に進む。モバイル通信環境が必須の在宅分野と親和性が高いため、足下、普及が加速している。オンプレミス型システムの小規模システム事業者の淘汰も始まり始め、上位事業者の存在感が高まっている。

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）や訪問看護向け専門の eWeLL（5038）の業績拡大が続いた。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 10% 後半の増収傾向が続いた。インフレ環境下、人材不足のために生産性改善への取り組みが待ったなしで、政府の支援もあって、今後も継続的な拡大が期待される。

eWeLL は、新サービス導入が顧客単価上昇に貢献へ

eWeLL は、25.12 期 1Q（1-3 月）で前年同期比 60.7% 営業増益と費用消化の遅れもあり、利益成長率が上昇した。BPaaS 利用増加や AI 看護計画・看護報告の課金利用の拡大で顧客単価が上昇し、介護大手ツクイの契約も寄与し、新規契約は過去最高となり、解約率も低下した。25 年 10 月以降 AI 活用の新サービスの課金開始で顧客単価上昇が期待される。

カナミックネットワークは、3Q 以降の成長力向上に期待

カナミックネットワークの 25.9 期上期（10-3 月）業績は、前年同期比 14.3% 営業増益と堅調に推移した。期初段階にて、訪問介護事業者の倒産増加による影響を織り込んでいたが、その影響が軽微に留まった。2Q（1-3 月）は 1Q（10-12 月）よりも成長率がやや鈍化したが、カナミッククラウドの有料ユーザー数の伸びが加速しており、成長観に変わりはない。25 年 4 月以降は、同業業者の事業撤退に伴う同社への顧客流入に加え、フィットネス運営企業やシステム開発子会社の多角化事業の動向にも着目したい。

医療ビッグデータの利活用：一部サービス停滞も JMDC 一強の構造

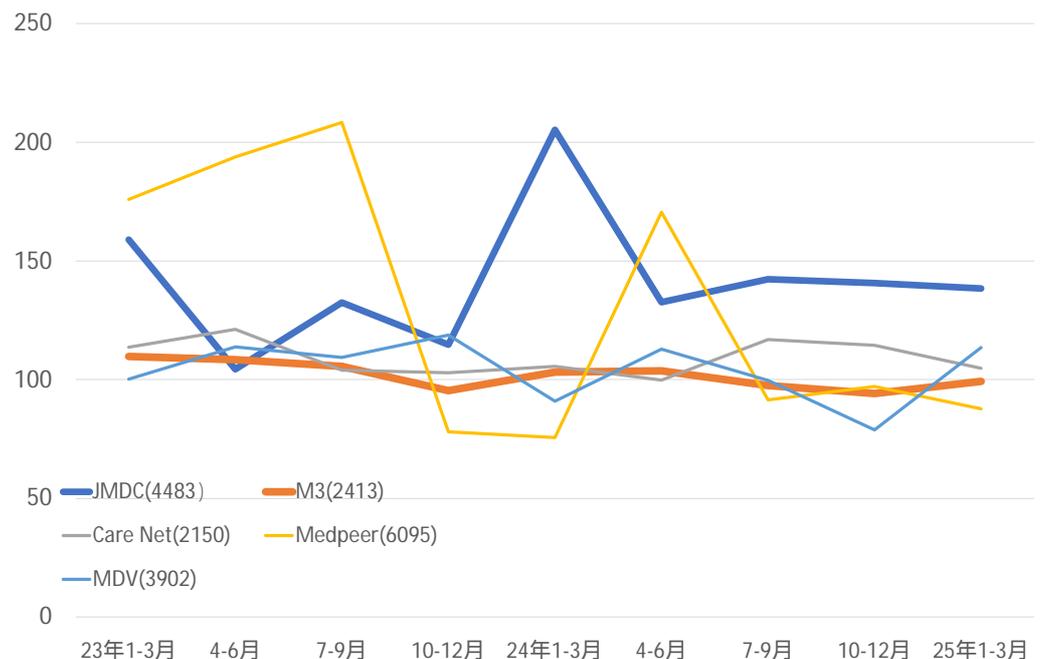
医師由来データ活用グループの損益が改善してきた

1-3 月期の医療ビッグデータの利活用業界は、M3 (2413)：前年同期比 36.7% 営業増益、JMDC (4483)：前年同期比黒字転換、ケアネット (2150)：同 17.6% 営業増益、メドピア (6095)：同 68.7% 営業減益、メディカル・データ・ビジョン (3902)：同 67.6% 営業減益となった。医師由来データ勢力 (M3、ケアネット) の損益が改善してきた。ただ、製薬会社の営業・マーケティング予算の費用対効果に基づく費用投下で医師由来データ利用に頭打ち感があることは否めない。患者由来データの活用では、JMDC は、疫学調査などを行う MA (メディカルアフェアーズ) を中心としたメディカル領域が停滞した反面、セールスマーケティング領域の好調は持続した。保険者・生活者向けは企業健保に加え、国保など自治体データベースを活用し、重症化予防やデータヘルス計画の立案などの業務が堅調に推移した。

高度利用のための専門性が成長持続の要件となる

製薬会社の MA に比べ、データ活用で遅れるセールスマーケティングで高度利用が進んでおり、健保、自治体由来の保険者、医療機関など複数データを組み合わせ、分析やコンサル需要を取り込めるかが、持続成長を実現できるかの分岐点となりつつある。一方、一部企業にて、自治体データの取り扱いで個人情報保護法に違反する報道があり、厳格な管理と運用が求められている。また、トランプ政権下で医薬品価格の引き下げ政策が検討されていることも、医療データ利活用にも影響を及ぼす可能性がある。

(図表10) 各社のデータ利活用関連売上高推移 (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：業績停滞も足下改善傾向にある

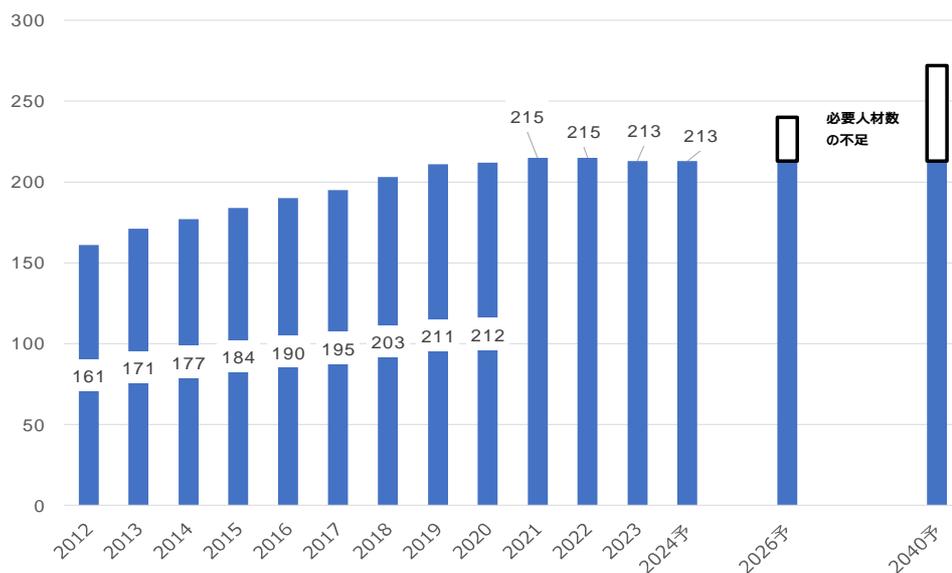
2024年に初めての試練

医療介護人材紹介市場は、2024年に入り成長鈍化と競争激化による求職者獲得費用の増加により、紹介事業を運営する企業の利益率が悪化した。介護人材、ナースを中心とする医療人材は、高齢化による需要の増加と政府方針もあり、有効求人倍率も一般産業より高く、恒常的な人手不足の環境には変わりはない。ただし、2024年の診療報酬や介護報酬改定での処遇改善、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の動きが鈍化した。介護業界に至っては、就労人口自体が23年から初めて減少に転じるなど環境の変化があったため。

業績は足下改善傾向

直近の2025年1-3月期の看護師や介護人材紹介の大手であるエス・エム・エス(2175、3月決算期)やトライト(9164、12月決算期)の業績を確認する限り、伸び率が過去平均よりも低下した水準で推移した。エス・エム・エスのキャリア事業は、前年同期比7%増収(医療が同1%増収、介護が同11%増収)と25.3期で最も伸び率が低下した。トライトの紹介事業に関して、同7%増収と25.12期3Q(7-9月)を底に回復途上であった。ただし、両社とも今後の収益基盤となる求職者の募集状況の底打ちに加えて、広告宣伝費効率が改善傾向にあり、いわゆるCPA(顧客獲得コスト)が良化していることが、決算時に表明されている。業界全体として、広告宣伝費の投入が抑制気味になってきていることが背景とみられる。今後、CPAと営業生産性改善による利益率の回復が業績展開を占う上で重要性が高いと考える。

(図表11) 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：半導体材料関連企業の好調が目立つ

先端分野に強みを持つ  
企業の好調

25年1-3月期決算では、設備投資に関連した製造装置、装置関連パーツメーカーで26.3期計画を減益予想とする企業も多く見られたが、材料メーカー、特に先端分野に強みを持つ企業の好調が目立った。具体的には東京応化工業(4186)を筆頭に、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)そして1月決算期(11-1月決算を3月に発表)ながらトリケミカル研究所(4369)などが挙げられる。需要が旺盛な要因としては、1) TSMC(台湾)の好調推移と微細化進展を背景とした需要増、2) HBM(広帯域メモリ)に向けた需要、3) 国内生産を強化している中国企業向けの増加、が考えられ、前述の各社はフジミインコーポレーテッドの中国要因を除きすべてに該当している。

26.3期下期(10-3月)  
の需要動向に注目

今後の注目事項は、26.3期下期(10-3月、東京応化工業は25.12期下期(7-12月))にもう一段の需要増が可能か否かであろう。東京応化工業のようにシェアアップなど個別要因を持つ企業を除いて、不透明な外部環境と相俟って下期計画を上期対比で横這いしないし漸増に留めている企業も多い。需要の牽引役が生成AIに偏っている点なども念頭に置きつつ、今後見極めていく必要がある。

東京応化と扶桑化学に  
着目

着目企業として、東京応化工業と扶桑化学工業を取り上げる。東京応化工業の25.12期1Q(1-3月)決算は、先端半導体(HBM、ロジック)用途を中心に当経済研究所予想を大きく上回った。具体的にはArF及びEUV(極端紫外線露光)向けフォトレジスト(感光材料)そして高純度薬品などが挙げられる。2Q(4-6月)以降は先端分野でのシェアアップなども期待され、さらにチップレットなど後工程用材料の寄与拡大ともあわせ増勢が見込まれる。当経済研究所では26.12期以降も増収増益基調の持続を予想している。扶桑化学工業はCMPスラリー材料の超高純度コロイダルシリカで圧倒的なポジションを確立しており、先端ロジック半導体用途を中心に旺盛な需要が続いている。26.3期計画は営業減益としているが、設備投資による減価償却負担増が要因で、償却前利益ベースでは増益内容となっている。中期的にも大型設備投資が進むことから、同社では顧客に対し製品価格への反映を求めている。同社のポジション(製品クオリティ、量産能力、シェア)などから価格転嫁が進む可能性が高いと考えられ、この場合、同社の収益構造が改善に向かうことが期待される。

ハイエンドスマホ向け材料：一部の材料で需要が盛り上がり始めている

今回の決算で盛り上がりを確認

2025年1-3月期の素材メーカーの決算、及び今回公表された新年度計画を見ると、一部のハイエンドスマホ向け材料に対する需要が盛り上がり始めている。

田岡化学工業：レンズ用モノマーが上向きに

例えば、スマホのレンズ用樹脂原料（モノマー）を生産する田岡化学工業（4113）は、長らく苦しんできた調整局面を抜け、再び業績拡大局面となってきた。業績のピークであった21.3期にはレンズ用モノマーの売上が140億円程度となり、収益を大きく押し上げていたのに対し、その後はスマホ市場の低迷と同モノマーの在庫調整によって収益は低迷した。25.3期についても同モノマーの年度ベースの売上は70億円程度と低水準だったが、4Q（1-3月）は20億円強と底打ちしてきた。また26.3期には年度ベースで100億円台前半への大幅な拡大が見込まれる。

ハイエンドスマホでは高度な画像編集機能が特徴であり、レンズもハイグレード化

同材料が伸びている背景として、レンズ用モノマーの在庫調整が一巡したこともあるが、AI機能を搭載したハイエンドスマホが世界的に売れており（AIスマホ比率は2025年には30%程度に上昇するとみられる）、同スマホは高度な画像編集機能が特徴であるため、これに伴いハイグレードなレンズの需要が増えている点も挙げられる。レンズ用モノマーの伸びにより、同社の26.3期の営業利益は前期比33%増の25億円に拡大の見通し。

第一工業製薬：新たな成長ドライバー

また、工業用薬品メーカーの第一工業製薬（4461）では、25.3期4Q（1-3月）において電子デバイス材料部門の営業利益が2億円の黒字に転換した。もともと機能材料部門（ハイエンドサーバー向けの光硬化樹脂材料が主力）が直近1年ほどで収益を大きく押し上げてきたが、これに新たな成長ドライバーとして電子デバイス材料部門が加わってきた形である。

LiBにおいてシリコン系負極材の採用が始まった

その背景として、LiBの高容量化・長寿命化を実現する新技術として、シリコン系負極材が採用され始めたことがある。同社は以前からシリコン系負極材向けのバインダー（接着剤）の開発を進めてきたが、今回採用された。なお、シリコン系負極材の一つの用途としてハイエンドスマホが考えられる（動画撮影などで電力消費量が増えるため）。26.3期には同バインダーを含む環境・エネルギー部門（26.3期からセグメントが変更された）の営業利益は7億円の黒字（25.3期は1億円の赤字）に改善の見通し。

AI サーバと光通信化：関連メーカーに広がりが見られ、息の長いテーマに

生成 AI 普及拡大が背景

生成 AI の普及拡大を背景として、データセンター内における AI サーバの需要拡大や光通信化（高速化、電力消費低減）が注目を集めているが、関連するメーカーにも更なる広がりが出ている。今後も通信速度上昇が続くと見込まれ、息の長いテーマになりそうだ。

光コネクタ研磨機

精工技研（6834）の 25.3 期営業利益は 28.17 億円（前期比 2.7 倍）と光製品関連（光通信用部品、光部品研磨機、光部品検査装置など）を中心に好調だった。特に光コネクタの研磨機では世界トップであり、受注が拡大している。26.3 期営業利益は 33 億円と増益基調が続こう。

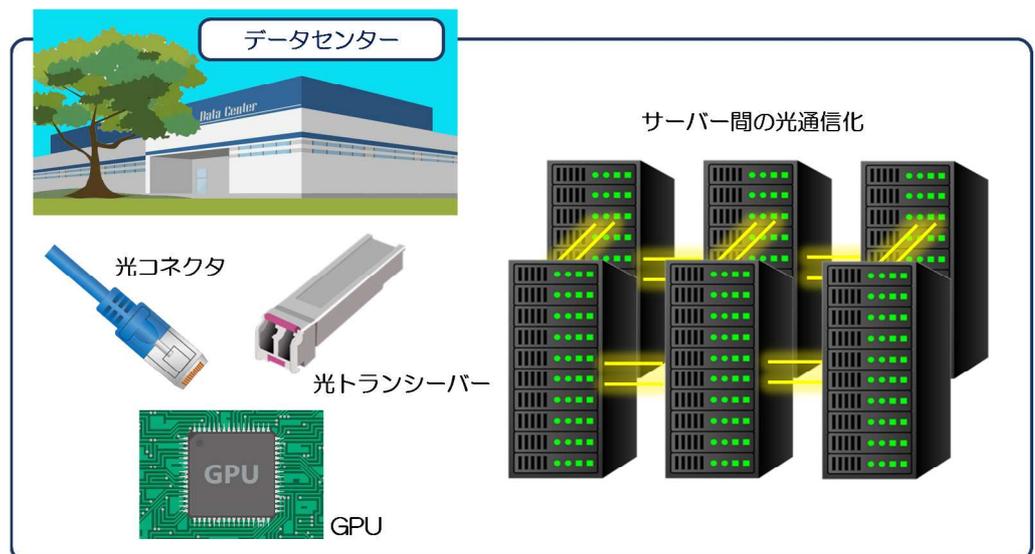
高速伝送コネクタ

山一電機（6941）の 26.3 期営業利益は 95 億円（前期比 15.5%増）と増益が続くと予想するが、テストソリューション事業（半導体検査治具が中心）の底堅い推移に加え、コネクタソリューション事業の貢献が見込まれる。AI サーバ及び周辺機器向けに高速伝送コネクタ需要が拡大しているため。

振動試験装置

IMV（7760）の 25.9 期上期（10-3 月）営業利益は 14.79 億円（前年同期比 21.7%増）。同 2Q（1-3 月）の受注高は 56.70 億円（同 48.1%増）と拡大したが、国内防衛関連や米国航空宇宙関連などの振動試験装置が好調。更に AI サーバ向け振動試験装置の引き合いも増加している模様である。

（図表12）データセンター内での光通信化



（出所）各種資料より、いちよし経済研究所作成

放電加工関連：足元の業績は好調に推移。新たな需要の取り込みなどにも期待

25.2期4Q及び25.12期1Qの決算内容は好調に推移

精細な金属加工に使用される放電加工の関連メーカーにおける25.2期4Q（12-2月）及び25.12期1Q（1-3月）の業績は好調に推移した。具体的には、放電加工を主体とした金属の加工及び表面処理に強みを持つ放電精密加工研究所（6469）の営業利益は前年同期比2.7倍の3.7億円となり、放電加工機においてグローバルで高いシェアを有するソディック（6143）の営業利益は12.8億円（前年同期は7.8億円の営業赤字）と黒字転換した。

加工難易度の高い部材の需要が拡大しているのが背景

業績好調の背景として、生成AIの普及に伴うデータセンターの増設需要や光通信化があげられる。同施設の建設案件増加に伴う将来的な電力需給の悪化懸念から発電所の新設案件や更新需要などが増加し、ガスタービン部品の引き合いが高まっていることや、同施設のデータの高速処理化や電力ロスの低減ニーズを受け、光通信システムへの需要が拡大し、部品メーカーによる超精密度光コネクタ（MTフェルルール）の増産対応が進捗している。また航空機需要の拡大に伴うエンジンのタービンブレードや地政学リスクの上昇に伴う各国の防衛予算の積み増しに伴う防衛装備品への需要拡大も追い風となっている。いずれも加工難易度の高い部材とされる。

ソディック：高精度な加工が可能な放電加工機の開発力に強み

当研究所ではソディックに着目する。同社はNC（数値制御）放電加工機の草分け的存在であり、様々な部材・システムの内製化から要素技術を蓄積し、高精度な加工が可能な放電加工機の開発力に強みを持つ。上記のような加工難易度の高い部材の需要拡大は同社の競争力を向上させると考える。また足元ではヒューマノイドロボット向けの設備投資の需要も立ち上がり始め、精細な動きの要とされる関節部分など、新たな難易度の高い部材加工ニーズの拡大は追い風となろう。

ヒューマノイドロボット向けの設備投資の立ち上がりは好機

ヒューマノイドロボットとは通常、人間の形状や能力をモデルにした汎用の二足歩行ロボットを指す。人間を中心に設計された社会インフラに導入しやすいと考えられ、将来的には人間が行う作業を補助・代替していくことが予想される。コスト面において、従来は1台当たり50-100万ドルの水準であったのが、5万ドル程度にまで低下しているとされ、自動車製造工場や物流施設などでの試験導入が加速している模様。またTesla（米）は2026年までに製品として販売予定（製品名Optimus）であり、事業化のフェーズが近いとされている。

物流：25年度は値上げ推進に加え、サプライチェーン再構築を糧に成長を図る

25年1-3月は一時的に荷動きにブレーキがかかった

24年10-12月に回復傾向にあった荷動きは、25年に入り、再び停滞したようだ。特に具体的な要因は見当たらないが、物流事業者にとっても、1月から2月にかけては、急な荷動きの悪化となったようだ。このため、それまでの期中に上方修正をした企業を中心に、計画値からの未達が相次いだ。具体的には、鴻池運輸(9025)、センコーグループホールディングス(9069)、および三井倉庫ホールディングス(9302)などが、上方修正後の計画から小幅な未達の着地となった。ただし、荷動き悪化は一過性であるとして、それほど深刻に捉えられていない。新年度に尾を引くような悪材料が顕在化しているとの認識はなく、新年度ガイダンスは概ね増益で作られている。

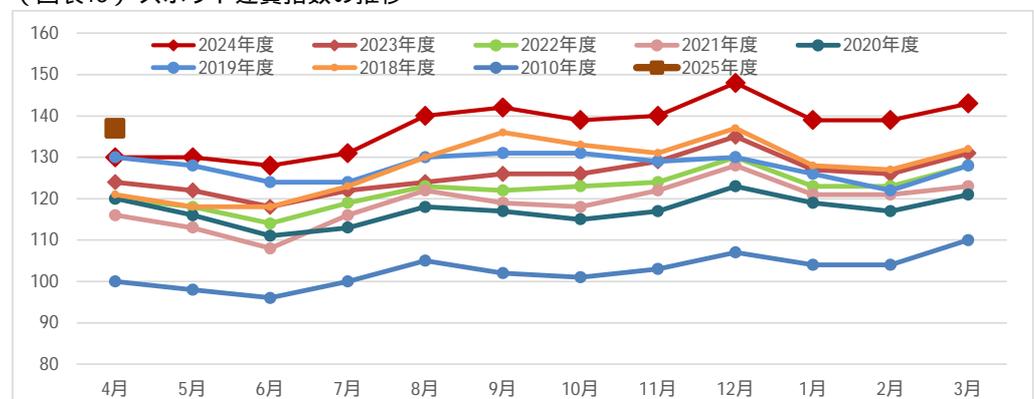
運賃値上げが本格化の兆し

また、低調な荷動きのため遅れていた値上げに関しても、進展がみられる。24年度の期初は、期待された水準の値上げに至らなかった。しかし、国交省からの値上げプレッシャーの高まりも後押しし、期末にかけ値上げは確実に進捗した。運賃動向の先行指標となるスポット運賃をみると、25年4月は一段と高い水準でスタートしている(図表13)。

サプライチェーン再構築に伴う物流再編がビジネスチャンスに

中期的には、メーカー物流を手掛ける事業者を中心に、今回のトランプ関税の影響により、サプライチェーンの見直しが発生し、それに伴う新たな事業機会が生まれると期待している。この事象は、コロナ禍後半においても発生しており、その際も、グローバルに拠点を持つ事業者を中心に、メーカー物流事業者は、新たに生まれた事業機会を積極的に獲得する営業に動き、業績を伸ばした。25年度は、サプライチェーン再構築のタイミングを着実に捉えるメーカー物流事業者を見極めたい。

(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：金価格上昇で中長期的なポテンシャル高まる

貴金属リサイクルのビジネス価値が高まろう

地政学リスクなどを背景に金（Au）の価格上昇が止まらない（図表 14）。ニューヨークの金先物価格は既に 3,000 ドル/トロイオンスを突破し、過去最高値圏内を推移している。これにより日本の貴金属リサイクルのビジネス価値も高まろう。短期的な金価格の変動リスクはヘッジで回避しているが、「都市鉱山」など中長期的なポテンシャルは高まっていくと考えられる。

北米精錬事業の利益貢献も高まろう

ARE ホールディングス（5857）の 25.3 期営業利益は 199.84 億円（前期比 61.6%増）と好調だった。北米精錬事業におけるミント製品（小型貴金属製品）加工事業からの徹底による減損損失（約 20 億円）が発生したものの、宝飾品や電子デバイスからの回収が好調だった。26.3 期営業利益は 220 億円を予想。減損損失一巡など北米精錬事業の利益貢献が高まろう。

成長戦略具体化に期待

松田産業（7456）の 25.3 期営業利益は 126.76 億円（前期比 35.5%増）と堅調だった。経費増などはあったものの、電子デバイスからの回収量増加などが貢献した。26.3 期営業利益は 135 億円を予想する。電子デバイスの在庫調整が一巡していることに加え、電子デバイスメーカーのリサイクル意識の高まりも追い風になろう。過去 3 年間で 200 億円を超える設備投資（埼玉県入間地区工場の機能拡充、北九州拠点展開など）を行っており、次期中期経営計画（27.3 期～）での成長戦略具体化が期待される。

（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

ゼネコン業界でも利益水準の向上が本格化

2024年度の建設業界の業績は好調だった会社が多い。前年度から好調だったサブコン業界が高水準の利益を維持するとともに、動きの鈍いゼネコン業界でも利益水準の向上が本格化して過去最高益が視野に入っている会社もある。建設業界が再生する契機となった2011年の東日本大震災の復興工事が盛り上がった約10年間においては、業界のけん引役は公共事業に関わる土木工事であったが、近年の好調は人手不足とインフレに伴う工事単価の上昇と建築工事の採算性向上がドライバーになっている。

工事の採算性改善

工事の採算性改善については、期中に受注した工事を年度末までに完工させる単年度の案件が多い設備工事系のサブコンが先行したが、プロジェクトの着工から竣工まで全工程に携わるゼネコンにもようやく収益性向上の恩恵が及んできた。ゼネコンの受注時の見積もり利益率は近年順調に上昇しつつあるため、直近の好業績に持続性があると考えられる。前年度は受注環境が好転した当初において、着工時にゼネコンが工事の費用を厳しく見積もって計上した案件が竣工時に想定以上の利益を稼ぐなど、一過性の利益率改善効果もあった。事業環境が好転しつつある2025年度以降は竣工時に計画以上の利益を計上する案件が一巡して案件による利益率のブレは小さくなる見通しだが、全般的な利益率の向上が期待される。

安藤ハザマ、東急建設、川田テクノロジーズに着目

2025年度は、業界として適正な利益率を探る年度になると考える。いちよし経済研究所は、25.3期の建築工事の完工総利益率が14.3%と前年度の8.6%からの改善幅が大きく、業界でもトップクラスの高水準となった安藤ハザマ(1719)の利益率の推移に着目する。また、東急建設(1720)は低採算案件の竣工に伴い2024年度後半から建築の利益率が計画上に改善してきたことに加えて、渋谷スクランブルスクエア第2期工事が2025年度に着工しており、今後の利益率は大規模再開発工事の収益性を測る試金石と位置付ける。川田テクノロジーズ(3443)は橋梁事業と大規模再開発に係るビル鉄骨事業の2事業で収益の安定化を目指しており、橋梁事業の踊り場をビル鉄骨事業で補うと期待される。

(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
Sansan	4443	東ブ	-	-	1,863	93.6	63.6	16.7	14.3
アルファポリス	9467	東グ	A	2,200	1,584	20.0	17.4	3.4	3.0
グリーンホールディングス	3632	東ブ	A	800	530	37.9	17.4	1.0	0.9
DTS	9682	東ブ	A	5,900	4,765	17.4	16.0	3.3	3.2
シェアリングテクノロジー	3989	東グ	-	-	1,142	18.4	16.4	6.8	5.6
ゼンショーホールディングス	7550	東ブ	B	9,500	8,123	31.1	24.7	5.3	4.6
美津濃	8022	東ブ	-	-	2,676	12.8	12.4	1.3	1.2
ナガセ	9733	東ス	-	-	1,845	12.8	12.1	1.6	1.5
東京都競馬	9672	東ブ	A	6,200	4,370	11.2	10.6	1.3	1.2
JMDC	4483	東ブ	-	-	2,991	26.4	20.8	2.5	2.3
エス・エム・エス	2175	東ブ	-	-	1,367.5	15.5	13.7	2.5	2.2
東京応化工業	4186	東ブ	A	5,000	3,462	14.5	14.4	2.1	1.9
扶桑化学工業	4368	東ブ	A	5,500	3,545	12.3	10.7	1.2	1.1
田岡化学工業	4113	東ス	A	1,800	1,151	9.3	7.9	0.9	0.8
精工技研	6834	東ス	-	-	4,465	15.9	14.7	1.4	1.3
山一電機	6941	東ブ	A	4,500	2,298	7.2	6.9	1.1	1.0
IMV	7760	東ス	-	-	1,904	16.4	15.5	3.0	2.6
ソディック	6143	東ブ	-	-	867	14.6	10.7	0.5	0.5
AREホールディングス	5857	東ブ	A	2,500	1,731	8.3	7.9	1.1	1.0
松田産業	7456	東ブ	A	4,300	3,290	8.5	7.8	0.9	0.8
安藤・間	1719	東ブ	-	-	1,461	10.9	10.0	1.3	1.3
東急建設	1720	東ブ	-	-	887	12.5	11.5	0.9	0.9
川田テクノロジーズ	3443	東ブ	A	4,400	3,395	6.6	6.3	0.6	0.6

(注1) 株価は5月22日終値

(注2) 予想PER、同PBR、フェアバリュー、レーティングは5月23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(フェアバリュース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りの取引部支店までご連絡ください。

(C)Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2025 All Rights Reserved