

<トピック>

2025 年前半の中小型株のパフォーマンス

～物流、建設、グロースが上昇

大型株のアウトパフォームが6年以上続いたが、ここに来て大型株の上昇がやや減速、中小型株の優位性が明確になりつつある。中小型株がアウトパフォームし始めた要因として、(1) 内需関連企業を中心に業績が堅調であること、(2) 大型株との比較でバリュエーション面での魅力が増したこと、(3) 株主還元の拡充など PBR1 倍割れ解消に向けて対策をとる企業が増えていること、(4) TOB や MBO の増加により一部業種のバリュエーションが引き上げられたこと、(5) アクティビストの介入により企業価値の向上が図られていること、などがあると考え。

当研究所のカバレッジ銘柄（約 8 割が時価総額 100 億円～2,000 億円）の株価は 2024 年末比で 6.9%上昇（459 銘柄の株価上昇率の単純平均、7 月 17 日現在）と、TOPIX の同 2.0%上昇をアウトパフォームしている。業種別にみると物流・卸売（同 18.6%上昇）、建設・建設資材（同 15.5%上昇）、電子・電気機器（同 14.2%上昇）の上昇率が高い。

中小型株の相対パフォーマンスは今後も良好に推移するとみている。本レポートでは、当研究所のカバレッジ銘柄の中から、高い成長が見込まれるにも関わらずバリュエーションが低位にとどまっている銘柄を抽出した。具体的には、日本情報クリエイト（4054）、アイ・ピー・エス（4390）、システムサポートホールディングス（4396）、Rebase（5138）、エラン（6099）、日本ホスピスホールディングス（7061）、NexTone（7094）、Solvvy（7320）、リベロ（9245）、INFORICH（9338）など 10 銘柄である。いずれも独自の成長分野を持つ企業である。

中小型株の優位性が明確になりつつある

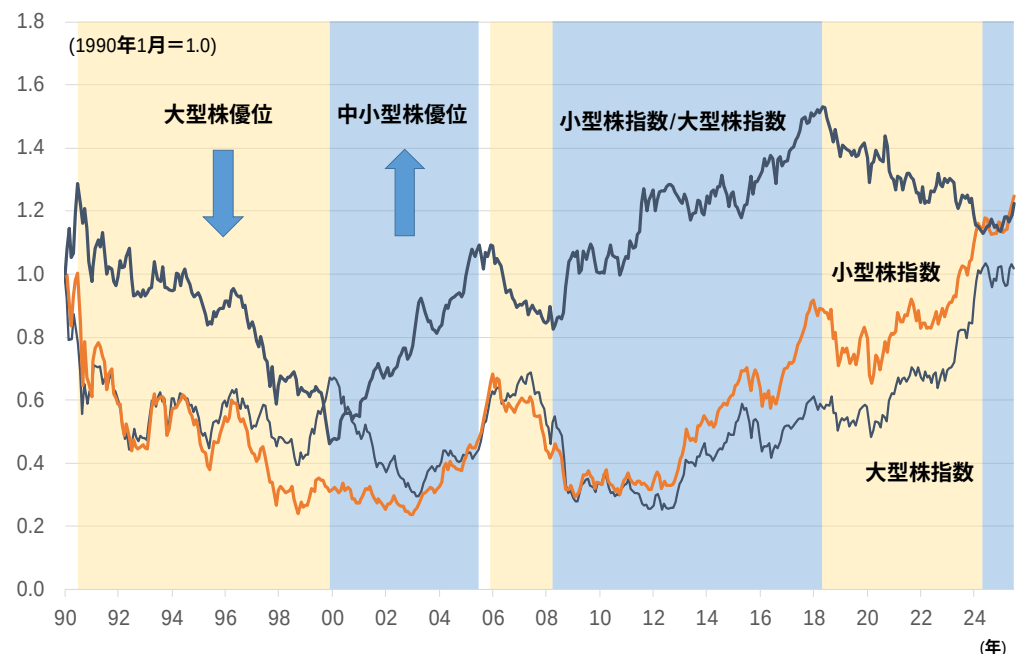
トレンドの転換

2018 年以降を振り返ると、日本株全体の見直しが進む中で、流動性の高い大型株に対する資金の流入が先行したことや円安進行などにより大型株のアウトパフォームが 6 年以上続いた。しかしここきて大型株の上昇がやや減速、中小型株の優位性が明確になりつつある。TOPIX100 と TOPIX Small を比較すると、2018 年半ばから 2024 年 7 月までは TOPIX 100 が相対的に大きく上昇したが、日本株がピークをつけた 2024 年 7 月 11 日以降は TOPIX100 が 6.4%下落しているのに対し、TOPIX Mid400 は 3.5%上昇、TOPIX Small は 5.5%上昇している（2025 年 7 月 17 日現在）。

中小型株のパフォーマンス向上の要因

中小型株がアウトパフォームし始めた要因として、(1) 内需関連企業を中心に業績が堅調であること（東洋経済の今期営業利益予想は JPX 日経 400 が前期比 4.7%増、JPX 日経中小型が同 9.1%増、来期についてはそれぞれ同 7.4%増、同 10.0%増）、(2) 大型株との比較でバリュエーション面での魅力が増したこと（次ページ参照）、(3) 株主還元の拡充など PBR1 倍割れ解消に向けて対策をとる企業が増えていること、(4) TOB や MBO の増加により一部業種のバリュエーションが引き上げられたこと、(5) アクティビストの介入により企業価値の向上が図られていること、などがあると考えられる。

（図表1） 小型株指数と大型株指数の推移



（注）大型株指数は TOPIX 100、小型株指数は TOPIX Small
（出所）いちよし経済研究所

中小型株の株価バリュエーションは割安な水準

大型株との比較で割安

長年アンダーパフォームが続いたこともあり、中小型株の割安感が際立ってきた。JPX 日経 400 と JPX 日経中小型の PER をみると、コロナ禍を経て 2023 年以降 JPX 日経 400 の PER が切りあがっているのに対して、JPX 日経中小型は低位で安定している（図表 2）。実績 PBR については、重厚長大産業がなく、また資本の蓄積が進んでいない中小型株のほうが大型株を上回ることが多いが、2024 年以降はほぼ同水準で推移している（図表 3）。

（図表 2） JPX 日経 400 と JPX 日経中小型株の予想 PER 推移

（単位：倍）



（注）東洋経済予想ベース

（出所）Astra Manager、いちよし経済研究所

（図表 3） JPX 日経 400 と JPX 日経中小型株の実績 PBR 推移

（単位：倍）



（出所）Astra Manager、いちよし経済研究所

当研究所カバレッジ銘柄のパフォーマンス

カバレッジ銘柄は 24 年
末比 6.9%上昇

当研究所のカバレッジ銘柄（約 8 割が時価総額 100 億円～2,000 億円）の
株価は 2024 年末比で 6.9%上昇（459 銘柄の株価上昇率の単純平均）と、
TOPIX の同 2.0%上昇をアウトパフォームしている（7 月 17 日現在）。

株主還元強化、業界再編
などが株価上昇につな
がった

当研究所の業種分類別にみると物流・卸売（同 18.6%上昇）、建設・建設
資材（同 15.5%上昇）、電子・電気機器（同 14.2%上昇）の上昇率が高い
（図表 4）。物流・卸売はもともと株価バリュエーションが低めだったが、
PBR1 倍割れ解消に向けた株主還元強化策や、TOB を伴った業界再編などが
業界全体の株価を押し上げているようである。東証プライム上場全銘柄の
実績 PBR は 2022 年 4 月 4 日の 1.25 倍から 2025 年 7 月 17 日の 1.38 倍へ 0.13
ポイント上昇しているが、倉庫運輸関連銘柄だけを見ると同 0.84 倍から
1.15 倍へ 0.31 ポイントの上昇である。また、TOB も相次いでおり、直近で
は日本コンセプト（9386）の MBO が発表されている（6 月 30 日）。

事業環境の好転やアク
ティビストの加入も株
価にポジティブ

建設・建設資材では事業環境の好転や、アクティビストの介入等が、株
価上昇の背景にあると考えられる。電子・電気機器では防衛関連企業の株
価が上昇している。デジタルメディア・コンテンツは一部の企業で特に大
きく株価が上昇している（次ページ参照）。

（図表4） 2025 年前半の業種別株価上昇率（2024 年 12 月 30 日～2025 年 7 月 17 日、当研究所カバレッジ銘柄）

順位	業種	平均	中央値	上昇率が大きかった銘柄
1	物流・卸売	18.6%	17.9%	日本コンセプト(9386)、ニッコンホールディングス(9072)
2	建設・建設資材	15.5%	16.1%	東亜建設工業(1885)、川田テクノロジーズ(3443)
3	電子・電気機器	14.2%	14.7%	日本アビオニクス(6946)、古野電気(6814)
4	デジタルメディア・コンテンツ	13.8%	7.4%	C R I ・ミドルウェア(3698)、エフ・コード(9211)
5	アウトソーシング	12.0%	7.3%	シンメンテホールディングス(6086)、テクノプロ・ホールディングス(6028)
6	機械	12.0%	11.2%	ジャパンエンジンコーポレーション(6016)、木村工機(6231)
7	デジタルB2C	6.2%	-3.6%	y u t o r i (5892)、I B J (6071)
8	消費財	6.0%	-4.0%	オカムラ食品工業(2938)、ラクト・ジャパン(3139)
9	消費者サービス	5.9%	6.6%	力の源ホールディングス(3561)、早稲田アカデミー(4718)
10	デジタルB2B	5.2%	2.1%	A C S L (6232)、シンプレクス・ホールディングス(4373)
11	素材	3.3%	1.2%	石原産業(4028)、KHネオケム(4189)
12	半導体・FPD	3.2%	4.2%	日本マイクロニクス(6871)、フェローテック(6890)
13	小売	1.4%	-6.1%	ネクステージ(3186)、トレジャー・ファクトリー(3093)
14	エネルギー・金融・不動産	1.2%	-0.9%	ジェイ・エス・ビー(3480)、アニコム ホールディングス(8715)
15	ヘルスケアサービス	-5.8%	-8.3%	アズパートナーズ(160A)、eWe L L (5038)
16	電子デバイス	-8.5%	-12.0%	太陽ホールディングス(4626)、日本セラミック(6929)
17	医薬品・医療機器	-9.6%	-11.1%	日本トリム(6788)、リオン(6823)

（注）いちよし経済研究所の業種分類

（出所）いちよし経済研究所

グロース系企業の株価上昇が大きい

グロース系の株価上昇が顕著
個別にみるとグロース系銘柄の株価上昇が大きい。図表 5 は当研究所カバレッジ銘柄のうち、2024 年末からの株価上昇率が大きい 20 社をリストアップしたものである。20 社中 7 社が東証グロース上場銘柄である。

成長企業の株価が大きく上昇
D2C 型のアパレル事業を展開する yutori (5892) は、多ブランドを推進する基本戦略が奏功し、業績拡大が続いている。音声・映像関連のミドルウェアを手掛ける CRI・ミドルウェア (3698) はモビリティ向けのライセンス売上が好調で会社側は 25.9 期業績予想を上方修正した (5 月 8 日)。マーケティング支援と AI テクノロジー事業を展開するエフ・コード (9211) は中長期的な競争優位性を確保するための M&A を積極的に行っている。

MB0 の発表やアクティビストの関与で株価が上昇した企業
株価上昇率上位 20 社のうち、日本コンセプト (9386) は 6 月 30 日に、フロイント産業 (6312) は 7 月 14 日に、それぞれ MB0 の実施を発表。また、アクティビストが関与している企業には、太陽ホールディングス (4626、Oasis Management) などがある。

(図表5) 株価上昇率上位 20 社 (2024 年 12 月 30 日～2025 年 7 月 17 日、当研究所カバレッジ銘柄)

順位	コード	社名	市場区分	株価上昇率 (2024年末比)	事業概要
1	5892	yutori	グロース	106%	D2C型アパレル事業
2	3698	CRI・ミドルウェア	グロース	94%	音声・映像に特化したミドルウェア
3	9211	エフ・コード	グロース	84%	顧客獲得・育成支援サービス
4	6016	ジャパンエンジンコーポレーション	スタンダード	81%	船用内燃機関
5	5032	ANYCOLOR	プライム	72%	VTuberグループ「にじさんじ」の運営
6	7082	ジモティー	グロース	71%	クラシファイドサイトを運営
7	6946	日本アビオニクス	スタンダード	70%	防衛装備品
8	3922	PR TIMES	プライム	68%	プレスリリース配信サイト運営
9	6232	ACSL	グロース	68%	ドローンを活用した特注システムを提供
10	9386	日本コンセプト	プライム	66%	タンクコンテナオペレーター
11	299A	dely	グロース	66%	購買データを活用した販促支援
12	7803	ブシロード	グロース	66%	カードゲームの販売等
13	9072	ニッコンホールディングス	プライム	65%	自動車輸送
14	6231	木村工機	スタンダード	64%	業務用空調機
15	4626	太陽ホールディングス	プライム	59%	プリント配線板向けソルダーレジスト
16	6312	フロイント産業	スタンダード	56%	コーティング装置
17	4373	シンプレクス・ホールディングス	プライム	56%	独立系システムインテグレーター
18	2938	オカムラ食品工業	スタンダード	56%	水産品の生産・販売
19	5036	日本ビジネスシステムズ	スタンダード	56%	クラウドインテグレーター
20	9412	スカパーJSATホールディングス	プライム	55%	有料放送、通信衛星サービス

(出所) いちよし経済研究所

高い成長が見込まれる中小型株企業に着目する

中小型株の良好なパフォーマンスは続く見通し

中小型株の相対パフォーマンスは今後も良好に推移するとみている。その理由は、(1) 内需関連を中心に大型株を上回る増益率が予想されること、(2) 株価バリュエーションが割安であること、(3) コーポレートガバナンスの改善余地が大型株と比べ大きいと考えられること、などである。

成長性が高いがバリュエーションが低いカバレッジ銘柄

本レポートでは、当研究所のカバレッジ銘柄の中から、高い成長が見込まれるにも関わらずバリュエーションが低位にとどまっている銘柄を抽出した(図表6)。スクリーニングの条件は(1) 売上高が2期続けて15%以上伸びることが予想される、(2) 2期続けて営業増益が予想される、(3) 今期営業利益率予想が8%以上、(4) 今期予想PERが20倍未満、とした。

独自の成長分野を持つ

挙げた銘柄は、それぞれ独自の成長分野を持つ企業である。不動産特化型SaaS企業の日本情報クリエイト(4054)は統合版「リアプロBB」が成長ドライバー。アイ・ピー・エス(4390)はフィリピンでの通信環境整備に伴って成長力が高まる見通し。システムサポートホールディングス(4396)はITソリューションの導入支援やクラウドインフラ構築が成長分野である。Rebase(5138)は「インスタベース」の利用数の増加が継続。エラン(6099)は入院患者向けケアサポートセットの介護系施設への展開に期待。日本ホスピスホールディングス(7061)は組織体制の見直しで今後の挽回を見込む。著作権管理ビジネスを展開するNexTone(7094)はレコチョクを含むサービスの立ち上がりに注目する。Solvy(7320)は「建物20年保証」の増加から住設機器保証修理の利益拡大トレンドが明確化。転勤者向けサービスを提供するリベロ(9245)は大型契約や機器販売などで巻き返しを図る。モバイルバッテリーシェアリングのINFORICH(9338)はIoTインフラとしての利便性を高めることでさらなる成長が可能とみる。

(図表6) 着目銘柄の売上高伸び率、営業利益率と株価バリュエーション

コード	社名	決算期	売上高伸び率		営業利益率	株価(円)	PER(倍)		PBR(倍)
			今期予想	来期予想	今期予想	7月17日	今期予想	来期予想	前期実績
4054	日本情報クリエイト	25/6	19%	15%	21%	745	14.8	12.2	3.0
4390	アイ・ピー・エス	26/3	18%	25%	30%	2,239	9.4	7.6	1.9
4396	システムサポートホールディングス	25/6	25%	15%	9%	2,564	16.5	14.8	5.3
5138	Rebase	26/3	21%	20%	21%	1,373	19.8	15.0	4.9
6099	エラン	25/12	18%	16%	8%	838	16.5	14.1	4.1
7061	日本ホスピスホールディングス	25/12	28%	29%	10%	1,010	10.0	7.1	2.4
7094	NexTone	26/3	18%	20%	8%	1,810	14.7	11.0	3.7
7320	Solvy	25/6	29%	19%	22%	1,715	15.2	12.0	5.7
9245	リベロ	25/12	24%	28%	18%	1,727	17.1	11.4	4.0
9338	INFORICH	25/12	40%	27%	28%	2,499	12.0	12.0	4.5

(注) 予想は7月17日時点
(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。
- ・ 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。
- ・ カバレッジ銘柄は継続調査対象銘柄を指しますが、予告なく採用および除外することがあります。
- ・ 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、原則として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。

レポート発表日現在、太陽ホールディングス(4626、東証プライム)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。ACSL(6232、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。日本ホスピスホールディングス(7061、東証グロース)は証券金融会社より貸株利用等における申込制限の信用取引規制措置が行われています。

お問い合わせの際は最寄のいちよし証券の部支店までご連絡ください。

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