

<トピック>

中小型株企業の決算インプレッション（FY2025 1Q）

～業績は堅調推移も企業間格差が広がりつつある

2025 年度 1Q（4-6 月、3-5 月、2-4 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 21 業種）。

当研究所が継続調査するカバレッジ企業（459 社、8 月 21 日現在）の 2025 年度 1Q の営業利益は前年同期比 11%増と二桁増益を維持した。半導体・FPD など一部業種では若干の減益に転じたが、建設・資材、デジタルメディア・コンテンツなどは順調に利益を伸ばした。

このうち 2-3 月決算企業（集計対象 260 社）についてみると、会社側の通期営業利益計画は前期比 4%増の見通しである（製造業 1%増益、非製造業 7%増益）。1Q（4-6 月、3-5 月）段階で、235 社（90%）が期初通期計画を据え置き、18 社（7%）が上方修正、4 社（2%）が下方修正、3 社（1%）が新たに計画を公表した。上方修正の比率は低めながら、ほぼ例年並み。太陽ホールディングス（4626）、メイコー（6787）、KOA（6999）など電子デバイスで上方修正が目立った。

本レポートの着目銘柄として、グロービング（277A）、学情（2301）、MIXI（2121）、ビジネスエンジニアリング（4828）、トレジャー・ファクトリー（3093）、ハイデイ日高（7611）、王将フードサービス（9936）、藤倉コンポジット（5121）、カナミックネットワーク（3939）、日本電子材料（6855）、第一工業製薬（4461）、大崎電気工業（6644）、日本電技（1723）、ジャパンエンジンコーポレーション（6016）、AIRMAN（6364）、センコーグループホールディングス（9069）、安藤ハザマ（1719）、長谷工コーポレーション（1808）など 41 銘柄を挙げる。

目次

1. 2025 年度 1Q の業績動向と 2025 年度の見通し	3
2. 業種別：決算の印象と今後の注目点	4
DX 支援	6
メディア・コンテンツ	6
ゲーム	7
情報サービス	8
BtoC インターネット	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
半導体装置・材料	17
生成 AI サーバー・半導体向け材料・装置	18
AI サーバーと光通信化	19
スマートメーター	20
計装工事	21
船舶関連	22
建設機械	23
物流	24
建設	26

1. 2025 年度 1Q の業績動向と 2025 年度の見通し

2025 年度 1Q は二桁増益を維持

当研究所が継続調査するカバレッジ企業(459 社、8 月 21 日現在)の 2025 年度 1Q (4-6 月、3-5 月、2-4 月) の営業利益は前年同期比 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 453 社を集計、図表 1)。半導体・FPD など一部業種では若干の減益に転じたが、建設・資材、デジタルメディア・コンテンツなどは順調に利益を伸ばした。

2 - 3 月決算企業の通期計画は前期比 4% 営業増益

このうち 2-3 月決算企業(集計対象 260 社)についてみると、会社側の通期営業利益計画は前期比 4% 増の見通しである(製造業 1% 増益、非製造業 7% 増益)。社数ベースで 76% が前期比増益、24% が同減益を予想。業種別にみると、デジタル B2B、デジタル B2C、物流・卸売で増益予想社数が 100% である一方、半導体・FPD(同比率 48%)では過半数が減益を予想。1Q (4-6 月、3-5 月)段階で、235 社(90%)が期初通期計画を据え置き、18 社(7%)が上方修正、4 社(2%)が下方修正、3 社(1%)が新たに計画を公表した。上方修正の比率は低めながら、ほぼ例年並み。太陽ホールディングス(4626)、メイコー(6787)、KOA(6999)など電子デバイスで上方修正が目立った。

(図表1) いちよし経済研究所カバレッジ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		2025年度		前年同期比
		4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
素材	37	972	1,001	987	1,118	1,003	1,112	11%
機械	30	488	493	552	574	507	517	5%
電子・電気機器	27	657	458	583	648	771	582	27%
電子デバイス	20	311	371	414	378	350	392	6%
半導体・FPD	44	1,018	1,156	1,107	1,069	1,065	1,045	-10%
建設・建設資材	22	896	558	762	971	1,092	761	37%
アウトソーシング	19	317	356	336	502	408	429	20%
物流・卸売	23	672	793	748	890	661	837	6%
消費者サービス	39	494	485	583	513	468	562	16%
小売	10	85	185	125	120	103	172	-7%
消費財	16	222	312	388	470	275	386	24%
医薬品・医療機器	9	137	140	145	156	129	128	-9%
ヘルスケアサービス	22	187	178	191	180	202	172	-3%
デジタルメディア・コンテンツ	53	619	518	619	746	806	664	28%
デジタルB2B	57	694	490	602	693	795	594	21%
デジタルB2C	13	56	54	61	65	58	60	11%
エネルギー・金融・不動産	12	147	251	237	162	177	268	7%
合計	453	7,972	7,799	8,441	9,254	8,869	8,682	
(前年同期比)			17%	17%	23%	11%	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) 1Q は 4-6 月、3-5 月、2-4 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	DX支援20社は、前年同期比14%増収、40%営業増益と利益成長が際立つ決算となった。マーケティング支援ではLTV最大化やAI活用による継続課金モデルへの移行が進みつつある。業務支援では単価・稼働効率の向上がポイント	収益モデルの高付加価値化・粘着化が進み、単発受注から継続契約・プロダクト提供への転換がセクター全体の成長ドライバーとなっている	グローピング(277A)
メディア・コンテンツ	メディア・コンテンツ15社は全体として増収・減益となったが、若年層HRと出版DXが好調でそれ以外との明暗が分かれる決算だった	HRでは継続支援型の若年層向けモデルが収益を牽引し、出版DXはP源流を押さえた垂直統合が収益性を高めている。コンテンツ領域では顧客接点の長期化とコンテンツ供給の上流化が、セクターの競争力の鍵となっている	学情(2301)
ゲーム	個別タイトルでまちまちながら、総じて厳しめな印象	アプリ外決済の進捗状況	MIXI(2121)
情報サービス	システム開発需要は高水準で推移。金融業や製造業、公共向けを中心に好調な印象	人材の拡充、株主還元の強化、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	ビジネスエンジニアリング(4828)
B toC インターネット	一部ジャンルを除き全般に堅調	検索流入に依存しない包括的なマーケティング体制の構築	トレジャー・ファクトリー(3093)
外食	原材料高をこなし増益	コメの価格動向	ハイデイ日高(7611)、王将フードサービス(9936)、トリドールホールディングス(3397)、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も企業間で格差が広がる	米国関税の影響克服	藤倉コンポジット(5121)
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	オンラインカジノからの利用者流入と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	医療・介護DXによる事業機会拡大	カナミックネットワーク(3939) ファインデックス(3649)
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)
半導体装置・材料	先端材料と製造装置部材に温度差	先端半導体投資の装置関連メーカーへの影響	扶桑化学工業(4368)、日本電子材料(6855)
生成AIサーバー・半導体向け材料	データセンター投資の活性化により、再びペースアップしている	当該分野への依存度が相対的に低い企業への波及タイミング	第一工業製薬(4461)
AIサーバーと光通信化	データセンター内の光通信化を背景に関連メーカーの受注や業績は好調	当面の業績上振れと中期的な収益成長	san-tec Holdings(6777)、精工技研(6834)、山一電機(6941)
スマートメーター	現行機需要が底堅く推移	次世代スマートメーターの需要拡大	大崎電気工業(6644)、東光高岳(6617)
計装工事	利益率が改善、人出不足を背景とした選別受注続く	会社側予想は保守的	日本電技(1723)、東テク(9960)
船舶	受注高は好調、メンテナンスなどが利益下支え	新エネルギー関連の製品開発	ジャパンエンジンコーポレーション(6016)、ダイハツインフィニアース(6023)、古野電気(6814)
建設機械関連	米国における建設機械の在庫調整により、二極化する内容	米国における建機の在庫調整の解消の進捗が期待される	ARMAN(6364)
物流	荷動きの回復に力強さは欠けるが、業界全体で値上げ気運が高まる	値上げに臨むスタンスと、高騰するコストへの対応としてのコスト構造改改革の進捗	センコーグループホールディングス(9069)、SBSホールディングス(2384)、AZ-COM 丸和ホールディングス(9090)
建設	計画に対する進捗率が高い	2Q累計(4-9月)計画が公表されている企業などでの見通し、配当の修正	安藤ハザマ(1719)、東急建設(1720)、長谷工コーポレーション(1808)、東鉄工業(1835)、東亜建設工業(1885)、矢作建設工業(1870)、ライト工業(1926)、日比谷総合設備(1982)

(出所) いちよし経済研究所

DX 支援：マーケティング支援系、業務支援系は共に好調に推移している

DX 支援 20 社は前年同期
比 14%増収、40%増益

DX 支援 20 社の四半期業績は売上高 1,292 億円（前年同期比 14%増）、営業利益 108 億円（同 40%増）。内訳はマーケティング支援系 9 社（広告・PR）が各 802 億円（同 10%増）、57 億円（同 59%増）、業務支援系 11 社（DX 人材、プラットフォーム等）が各 489 億円（同 21%増）、51 億円（同 24%増）。

マーケティング支援系
の内訳

マーケティング支援系はエージェント型 6 社が各 538 億円（前年同期比 0%増）、33 億円（同 34%増）、LTV 型（顧客生涯価値）3 社が各 264 億円（同 35%増）、24 億円（同 2.2 倍）となった。この領域では 1st パーティデータの活用を前提に、効果測定から LTV 最大化へと軸足を移し、AI を活用した継続課金・高単価モデルへの転換を図る動きが主流になりつつある。

業務支援系の内訳

業務支援系ではプラットフォーム型 6 社が各 221 億円（同 20%増）、34 億円（同 1%減）、DX 人材提供型 5 社が各 267 億円（同 21%増）、16 億円（同 2.7 倍）となった。プラットフォーム型では開発投資や人員増によって一時的にコストが増加。DX 人材提供型では人材供給だけでなく、マッチングの精度・継続率の向上による稼働効率・単価の引き上げが不可欠になっている。

グローピング

業務支援系では DX 人材提供型のグローピング（277A）が経営層と深く連携する JI 型コンサルで高付加価値案件を獲得しつつ、AI・クラウド・独自経営手法への投資で少数精鋭の高収益モデルを構築している。

メディア・コンテンツ：HR メディアは若年層向け、デジタルコンテンツは出版が堅調

メディア・コンテンツ
15 社は前年同期比 3%増
収、4%増益

メディア・コンテンツ 15 社の四半期業績は売上高 2,148 億円（前年同期比 3%増）、営業利益 164 億円（同 4%減）。内訳としては HR メディア 8 社が各 539 億円（同 4%増）、96 億円（同 3%減）、デジタルコンテンツ 7 社が各 1,608 億円（同 2%増）、67 億円（同 4%減）となった。

HR メディアの内訳

HR メディアでは若年層向け 4 社が前年同期比 24%増収、38%増益と好調に推移したが、その他 4 社は同 1%増収、12%減益に留まった。この領域では高単価の人材のスポットマッチングは競争激化の一途を辿る一方、若年層のキャリア形成を継続的に支援するアプローチが主流になりつつあるようだ。

デジタルコンテンツの
内訳

デジタルコンテンツは出版 DX の 2 社が同 5%増収、19%増益、その他 5 社は同 2%増収、9%減益。コンテンツ産業ではバリューチェーンの垂直統合が進む中、作家・作品との接点を押さえている出版領域は IP 供給インフラとしての存在感を高めつつある。

学情

若年層向け HR メディアでは学情（2301）が 20 代特化型の「Re 就活」を軸に、新卒・第二新卒の早期囲い込みと複線的な採用戦略に先行している。企業と求職者の早期接点の形成により継続的に需要を取り込んでいる。

ゲーム：個別タイトルで状況はまちまちだが、コンシューマ系が盛り上がり

国内エンタメ中小型企业は、総じてやや厳しめ

国内エンタメ中小型企业の 2025 年 4-6 月決算は、個別タイトルで状況はまちまちながら、総じてやや厳しめの印象であった。特に直近で顕著な盛り上がりとなっていた、ディー・エヌ・エー（2432）の「Pokemon Trading Card Game Pocket」は、国内外で 24 年 10 月のリリースから半年が経過したものの、初動の盛り上がりが顕著であった一方、反動減が継続した。また長期運営タイトルを中心に、外部 IP とのコラボが減少し、低調となった。なお 6 月 5 日には、Nintendo Switch2 が発売されたが、関連するデバッグや開発は一定の盛り上がりが確認された。

注目テーマは、アプリ外決済

同業界の注目テーマとして、アプリ外決済が挙げられるが、ゲーム事業の売上および決済手数料が確認できる数社に関しては、移行が進展しているとみられる。各社が、個別に課金可能なブラウザページを創設し、積極的な移行施策はまだ多くないとみられるが、ユーザー側にもメリットがあり、一旦アプリ外決済を行ったユーザーは、それ以降継続して利用しているようだ。

今後の注目点はアプリ外決済の進捗状況

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。

早期に取り組みを開始し、効果が発現しつつある MIXI に着目

具体的な銘柄としては、MIXI（2121）が挙げられよう。同社は、24 年 8 月に公式の Web ショップをオープンさせている。オープン前となる、25.3 期 1Q（4-6 月）の、ゲーム事業売上高決済手数料比率は、32.3%であったが、足元の 26.3 期 1Q では 25.6%まで低下したようだ。また AI を活用した本社費用の効率化を進めて、効果が発現しつつあるほか、他事業では国内プロスポーツチーム運営が事業拡大が実現している点も評価できよう。

情報サービス：システム開発需要は引き続き高水準

国内 IT 投資は引き続き
堅調に推移

総務省「サービス産業動態統計調査」によると、25 年 4～5 月の情報サービス産業の売上高（速報値）は、前年同期比 10.5%増と堅調に推移した。国内の IT 投資は引き続き高水準で、企業の基幹システム刷新や DX 投資ニーズは強い。4～6 月決算は比較的順調だった印象。特に銀行業や製造業、公共向けの需要が強いようだ。製造業向けは米国関税政策の影響が今後のリスク要因だが、今のところ基幹システム周辺や生産性向上に対する投資は計画通り進める企業が多い模様。今期業績への影響は限定的とみられる。

エンジニア不足を補う
手段として生成 AI に対
する期待は高い

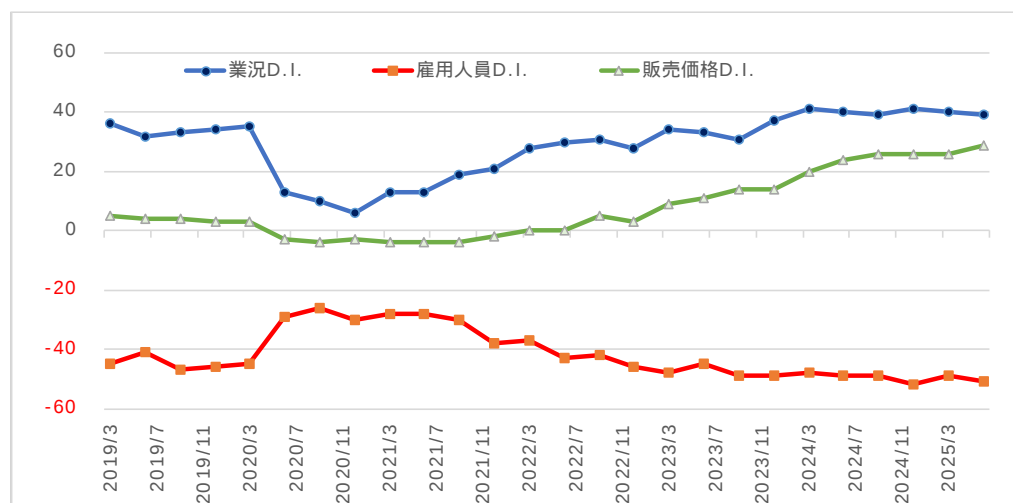
日銀短観（2025 年 6 月）の D.I.によると、情報サービス業の業況 D.I.（「良い」-「悪い」）は引き続き高水準で推移している（図表 4）。人材不足は深刻で、処遇の改善等を行い人材の確保に努めているが、その分労務費は上昇基調。価格への転嫁は着実に進んでおり、販売価格 D.I.（「上昇」-「下落」）は上昇した。最近では生成 AI の活用により、システム開発の生産性向上を図る取り組みが進んでいる。現状は一部の工程に限られているが、エンジニア不足の解決策のひとつとして業界の期待は高い。

着実な中期成長が見込
まれるビジネスエンジ
ニアリングに着目

ビジネスエンジニアリング（4828）は、ERP および拡張ソリューションの導入支援と自社開発の生産管理ソフト「mcframe」の開発・販売を手掛けるシステム開発会社。企業の生産性向上に対する投資は底堅く、受注環境は良好だ。同社は 31.3 期に営業利益 100 億円を目指す方針を公表済み（25.3 期実績は 46.7 億円）。着実な中期成長を見込める企業として着目したい。

（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：高額品や越境 EC などを除き、全般に堅調

EC、メディア共に全般に
堅調

2025 年 4-6 月は、EC は、高額品の価格下落や米国の通商政策による影響を受けた越境 EC など一部の分野は低調だったものの、概ね全般に従前の基調を踏襲する内容となった。メディア企業に関しても、ネットワーク広告の相場が落ち着く中で、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。

AI 検索の台頭によりマ
ーケティングの見直し
が求められている

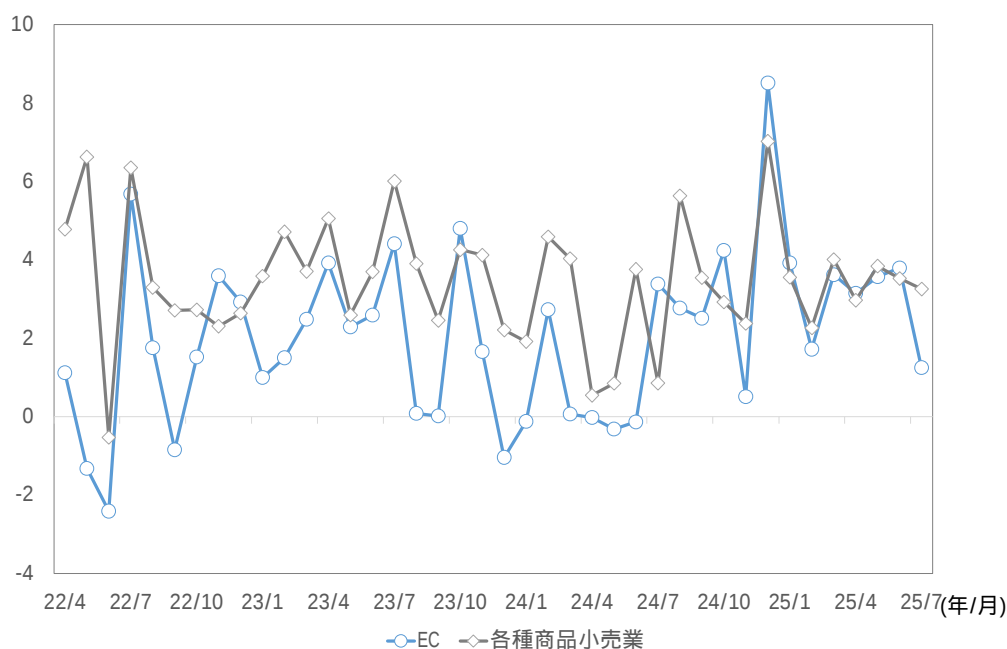
検索手段や検索結果に占める AI による回答比率が高まる中で、EC 企業、メディア企業共に AI のコンテンツ評価を改善する AI0(AI optimization)の強化が一般化している。ただ、SEO が検索エンジンのアルゴリズム変更と共に最善手が変化してきたように、急速な進化を続ける AI を対象に安定的なサイト流入数の確保を目指すことは難しいとみられる。SNS によるユーザーエンゲージメントの向上や実店舗での体験機会提供など、検索流入に依存しない包括的なマーケティングの重要性が高まっていると考えられる。

トレジャー・ファクトリ
ーに着目

個別銘柄ではトレジャー・ファクトリー(3093)に着目する。衣料、服飾雑貨を中心に幅広いジャンルでリユース小売業を展開する同社は、出店エリアの拡大に伴う認知度上昇と共に、店舗、EC の両面での販売拡大を続けている。既存店の売上高の過半をリピーターが占めるなど業績の安定感が高く、中長期的に持続的な成長が可能と判断する。

(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：増収、増益基調は続いているが、売上高営業利益率は悪化

食材価格の高騰により
粗利益率は悪化してい
る企業が多い

決算期変更企業を除く比較可能な2月決算上場外食企業19社合計の26.2期1Q(3-5月)は前年同期比8.4%の増収、3.7%の営業増益であった。19社中12社が営業増益、7社が営業減益であった。3月決算上場外食企業44社合計の26.3期1Q(4-6月)は前年同期比8.4%の増収、16.5%の営業増益であった。

(図表6) 上場外食企業2月決算と3月決算の25年度1Q業績動向

	売上高	営業利益	純利益	売上高営業利益率	
				24年度1Q	25年度1Q
2月決算上場外食企業19社合計	8.4%	3.7%	-2.0%	6.5%	6.2%
3月決算上場外食企業44社合計	8.4%	16.5%	-8.0%	4.8%	5.1%

(注) 2月決算の26.2期1Qは3-5月、3月決算の26.3期1Qは4-6月が対象。

(出所) 会社公表資料

DX活用により総労働時
間の短縮に成功した会
社の利益率は改善

多くの企業に共通することは食材の上昇により、粗利益率が悪化していることである。「米」「野菜類」「コーヒー」などの上昇の影響を受けた。しかし、3月決算企業の一部では、アルバイト時給単価の上昇を売上増で吸収したり、DXを活用することで総労働時間を短縮し、販管費比率が改善している。売上高営業利益率は2月決算の26.2期1Qは悪化したが、3月決算の26.3期1Qの売上高営業利益率は改善している。

居酒屋は苦戦、ラーメン、
客単価の高いレストラ
ンは業績拡大

業態別では、コロナ禍前の水準まで市場規模が回復していない居酒屋業態は苦戦している会社が多い。一方、中華・ラーメン業態は、幅広い客層の獲得に成功し業績拡大となっている会社が多い。大手レストランチェーンは12月決算などが多いものの、中堅レストランチェーンや客単価が比較的高いレストランチェーンの業績も順調であった。

インフレの波に乗れる
かがポイント

今後も「インフレ」の波に持続的に乗れるかどうかのポイントである。過去2年で複数回値上げを実施している業態も多く、消費者の「値上げによる客離れ」に直面している会社も出てきた。今後は家賃等の引き上げなども予想されており、コストアップ要因は続くとみられる。そうした中でストアロイヤリティの高い、ハイデイ日高(7611)、王将フードサービス(9936)、商品開発力に定評のあるトリドールホールディングス(3397)、ゼンショーホールディングス(7550)などに着目している。

スポーツ用品・アスレジャーファッション：企業間格差広がる

4-6月決算にて、スポーツ関連企業の成長格差が広がった

スポーツ分野企業の4-6月（一部企業の海外部門は12月決算期で1-3月を連結）決算において、成長率に企業間格差が拡大した。アシックス（7936、当研究所の調査対象外）が前年同期比45.4%営業増益、ヨネックス（7906）が同89%営業増益、ゴールドウイン（8111）が同13%営業増益と利益成長した。グローブライド（7990）は、売上回復が遅れたものの、在庫調整完了で同11.8%営業増益となった。美津濃（8022）が同4.5%増収、同3.3%営業減益となり、海外が拡大も利益面では賃上げなど費用増加が響いた。

大幅増益を記録したヨネックスは2Q以降に反動が想定される

ヨネックスの業績変化が最も大きかったが、バドミントン、テニスに加え、バッグやウェアなどの販売が、中国を中心としたアジア、国内で拡大した。ただし、1Qにアジアを中心に売上高の集中と未実現利益消去額の減少も加わり、増益率が高くなった。そのため、2Q（7-9月）の利益モーメントが低下すると予想される。

国内自転車小売は、順調な拡大が期待される

国内自転車小売の決算では、あさひ（3333、2月決算）とダイワサイクル（5888、1月決算）の明暗が分かれた。あさひは、26.2期1Q（3-5月）決算にて、同0.6%増収、同10.8%営業減益と2四半期連続で損益が悪化した。青森県と沖縄県を除く日本全国で店舗展開しており、東名阪の3大都市圏を除く店舗売上高の苦戦が目立った。一方、2番手グループに位置するダイワサイクルは26.1期1Q（2-4月）決算にて、同16.6%増収、同10.5%営業増益となった。近畿圏、首都圏に店舗が集中していることから、地方での商況悪化の影響を回避できたためと推定される。電動アシスト自転車のPB品の販売拡大、店舗とECのハイブリット化や修理収益の拡大が成長の条件となり、大手事業者による残存者利益の獲得が続くと予想される。

藤倉コンポジットは、ゴルフシャフトの拡大などで業績拡大が続く見通し

平和（6412）は、アコーディアゴルフ（AG）買収で世界最大のゴルフ場運営会社となった。26.3期1Q（4-6月）業績は、前年同期比97.4%増収、同77.4%営業増益と買収により収益が上乘せされた。連結前の前年同期実績の合算との比較では、来場者数、顧客単価とも上昇し、グループとしての拡大基調が確認できた。一方、遊技機事業は、パチンコ台販売が低調で大幅減益と苦戦し、下期（10-3月）の商戦期の動向を注視したい。ゴルフ道具系では藤倉コンポジット（5121）がカーボンシャフトで世界最大級のメーカーに成長しており、米国、日本市場で存在感が強く、同事業の利益率が高い。関税対応で値上げや生産地変更の施策が想定され、26.3期に入り既存事業の立て直しも進捗しており、業績展開に着目したい。

学習塾サービス：顧客単価上昇とLTV向上に注目

学習塾業界は、新学期に入り全体として堅調な推移が続いた

学習塾業界は、2024年からの回復が続いている。直近四半期は、卒業と新学期で在籍者が入れ替わる季節性から赤字となる傾向があるが、上場学習塾主要13社の業績は、増収11社、損益改善8社であった（図表7）。各社とも賃金引上げによって人件費が増加したが、在籍者数増加や値上げの実施で費用増を吸収した。ナガセ（9733）とスプリックス（7030）が値上げにより損益改善が進んだほか、明光ネットワークジャパン（4668）は利用者獲得施策が奏功した。学習塾の繁忙期となる夏期に向けて、新規入塾者募集について高コストのチラシ広告の縮小、取り止めで広告プロモーションを効率化し、CPA（顧客獲得費）を引き下げる企業も増えている。

少子化の環境下でLTVの向上が成長戦略としての打ち手となる

少子化が構造的な逆風要因も、一人当たり教育費が増加傾向にあり、人口の減少ほど学習塾市場の縮小リスクは大きくないと考えられる。ただし、受験年生特化型は苦戦が想定され、いかに幼児教育から小・中・高さらに社会人教育まで利用期間の長期化と顧客満足度向上により、顧客単価引き上げにつなげられるかが成長戦略の要諦となりつつある。

ナガセの取り組みと業績拡大に着目したい

こうしたLTV（顧客の生涯価値）向上策では、ナガセが、東進ハイスクールを基盤に四谷大塚、イトマンスイミングスクール等を傘下とし、優位に事業規模の拡大を進める。公立学校から水泳授業受託、大学での高校までの学力向上補講やDX講座運営に加え、企業研修でも成果を上げている。26.3期は10期振りに過去最高営業利益更新見込みと業績拡大にも期待が掛かる。

（図表7）上場学習塾13社の直近四半期業績

（単位：百万円、％）

企業名	証券コード	決算期	売上高	前年同期比	営業利益	変化額
ナガセ	(9733)	3月	13,718	+23.1%	29	+320
学研HD 教室・塾事業	(9470)	9月	12,069	+1.1%	-456	+234
スプリックス	(7030)	9月	7,692	+14.4%	-374	+463
リソー教育	(4714)	2月	7,110	+3.0%	-599	-409
早稲田アカデミー	(4718)	3月	7,021	+7.3%	-326	+58
京進	(4735)	5月	6,700	+4.3%	57	+59
明光ネットワークジャパン	(4668)	8月	5,348	+12.1%	-350	+295
東京個別指導学院	(4745)	2月	4,601	+9.0%	-756	+88
市進HD	(4645)	2月	4,013	+1.2%	-293	-58
ステップ	(9795)	3月	3,639	+4.5%	496	±0
学究社	(9769)	3月	2,441	-3.4%	-36	-75
秀英予備校	(4678)	3月	2,034	-1.2%	-470	-34
早稲田学習研究会	(5869)	3月	1,248	+2.7%	-146	+7
13社合計			77,634	+7.9%	-3,224	+948

（注）HDはホールディングス

（出所）各社決算短信よりいちよし経済研究所作成

公営ギャンブル：投資回収の進展などで増益率拡大

公営ギャンブルの成長が続いている

2025 年 1-6 月の公営ギャンブル市場の成長が続いており、前年同期比にて、中央競馬（JRA）：4.7%増、地方競馬：3.3%増、競艇：2.1%増、競輪：13.8%増、オート：0.5%増と各競技とも成長が続いた。ネット投票の普及を背景に、参加者が増加する流れが続いた。競輪の高成長は、投票システム解放、クレジットカード課金可能（他競技は不可）、高手数料率を背景として高いポイント還元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、活性化度が高い。4-6 月の地方競馬の売上高は 2,933 億円と同 3.6%増と開催日数が同 4.3%減少も 1-3 月の 2.9%増から伸びが加速した。

ネットカジノ取り締まり強化は追い風となる

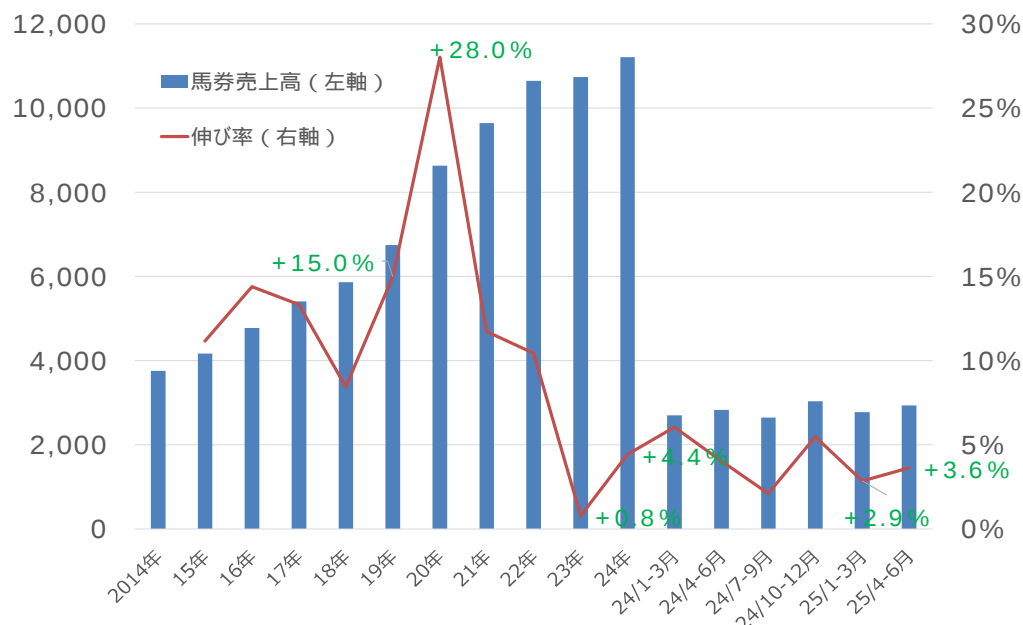
オンラインカジノ（OC）規制強化策を含む改正ギャンブル等依存症対策基本法が成立した。OC 市場は約 1.2 兆円と地方競馬、競輪と同等規模と推定され、OC 利用者の流入が期待される。1 日の開催時間が長い競輪の恩恵が最大になるとみるが、平日開催、かつ夜間開催も行う地方競馬の参加も増えると考えられ、継続した馬券売上高の拡大を予想する。

東京都競馬は、先行投資一巡から今後の利益拡大が予想される

東京都競馬（9672）に関しては、地方競馬ネット投票システム「SPAT4」運営事業者として、投票活動活性化が効率的な業績拡大に繋がる循環が期待される。「SPAT4」は、第 5 次システム改修を 24.12 期に完了し、遊園地、倉庫、商業施設・劇場への大型投資も前期までに終え、25.12 期以降、投資回収による利益拡大が見込まれる。

（図表8）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好調続く

医療機関の投資は拡大傾向が強まる

医療機関の IT 投資が拡大している。生き残りに向けた業務効率改善への取り組み、政府の DX 施策が背景にある。2024 年 4 月以降、報酬改定や医師の働き方改革の対応で投資が一時的に先送りも、直近は投資が増加傾向にある。DX 政策が継続しており、電子処方箋の導入が調剤薬局で加速するなど政府案件の需要が底堅く推移した。2030 年に電子カルテの医療機関導入 100% 目標の政策が推進され、厚労省は、標準型電子カルテを開発し、2025 年に診療所向けに試験運用を開始予定である。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、今後の全体的な IT 投資は継続すると予想される。

在宅診療、介護分野はモバイル、クラウドサービスの普及と事業者の淘汰が進む

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。一方、オンプレミス型システムの小規模事業者の淘汰が進んでおり、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

4-6 月の介護系や看護系クラウドシステム業界にて、カナミックネットワーク(3939)や訪問看護向け専門の eWeLL(5038)は、業績拡大が続いた。eWeLL は、25.12 期 2Q(4-6 月)で前年同期比 40.1% 営業増益と高成長が続いた。アウトソーシングサービスの BPaaS 利用の増加や 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た。介護大手ツクイの契約もあり、新規契約は過去最高に達し、解約率も低下した。25 年 12 月から 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、M&A 効果や AI 活用新サービスで成長加速を狙う

カナミックネットワークの 25.9 期 3Q 累計(10-6 月)は、前年同期比 13.9% 営業増益と堅調に推移した。期初に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。下期(4-9 月)は、前年同期の訪問看護のオンライン資格確認システムの特需の反動が生じるも、堅調な推移を予想する。フィットネスやシステム開発子会社も買収後の PMI(経営統合作業)が順調にのれん償却後も利益貢献する体制が整っている。今後、AI 活用システムを 100 種類投入で利便性向上と単価上昇を図る。

ファインデックスは、次世代システムや機器の拡大に入る

ファインデックス(3649)の存在感が強まる可能性が出てきた。25.12 期 2Q(4-6 月)にて前年同期比 69% 営業増益となり、受注が同 46% 増、2Q 末残高も前年同期末比 40% 増と拡大した。医療機関から従来型のシステム、公共向けクラウドシステムの受注に加え、視線分析型視野計「GAP」の受注が拡大した。電子処方箋向けのほか、医療機関間、行政、患者間連携システムなど次世代システムの展開で将来に業績が変動する可能性がでてきた。

医療ビッグデータの利活用：JMCD 一強の構造

製薬会社向けは取引の
復調感が強まった

4-6 月期の医療ビッグデータの利活用に関して、JMDC（4483）が、前年同期比 32.5%増収、同 48.9%営業増益、エムスリー（2413）も、M&A 効果に加えて、メディカルプラットフォーム事業が、前年同期比 20.5%増収、同 13.3%営業増益と回復して成長力が上昇した。メディカル・データ・ビジョン（3902）は、データ利活用事業が同 12%増収と営業増員の効果で受注獲得体制の整備から復調感が強まってきたが、システム販売事業での健診システム導入遅れや先行投資で営業赤字であった。

高度利用のための専門
性で成長持続の要件と
なろう

ヘルスビッグデータの利活用において、製薬会社の取引が多く、現在、疫学調査など進めるメディカルアフェアーズ部門に比べて、データ活用で遅れるセールスマーケティングにて高度利用が進みつつある。短期的には、繁忙期となる製薬会社の決算期末の 12 月や 3 月に向けた受注拡大が焦点となる。活用データも、健保、国保や後期高齢者医療制度を運用する自治体由来のデータ、医療機関由来、調剤薬局の処方データ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、持続成長の鍵となろう。一方、メドピア（6095）、ケアネット（2150）は MBO によって上場廃止予定と中小規模の利活用勢の非上場化の動きが目立った。

政府ナショナルデータ
ベースの影響は軽微と
想定も米国政策の行方
には着目したい

政府が管理するナショナルデータベースの運用が開始されているが、民間利用には制約があるなどハードルが高く、高度利用にはソリューション力のあるベンダーへの依存が強まる可能性が高いと考えられる。米国トランプ政権の対製薬価格引き下げ圧力などが、どのようにデータ利活用への影響が及ぶか不透明感もある。

（図表9）各社のデータ利活用企業の直近決算

（単位：百万円、%）

企業名	証券 - ド	決算期	売上高	前年同期比	営業利益	変化
エムスリー	(2413)	3月	86,200	+34.2%	19,777	+17.0%
JMDC	(4483)	3月	10,725	+32.5%	1,552	+48.9%
メディカルデータビジョン	(3902)	12月	1,502	+7.9%	-22	+5
ケアネット	(2150)	3月	2,943	+18.6%	676	+53.3%
4社合計			101,370	+33.1%	21,983	+19.8%

（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：生産性が改善しつつある

介護、医療人材の転職活動は、回復に温度差が生じている

医療介護人材紹介市場について、厚労省の一般職業紹介統計（下表）によれば、求職者数について、2024 年に入って、介護、医療職（保健師、助産師、看護師）ともマイナス傾向が続いてきたが、直近、介護職が反転し、転職需要が復調しつつある。反面、医療職はマイナス傾向が続いており、回復が遅れている。これは、2024 年診療報酬改定による処遇改善や医師の働き方改革に端を発した就労環境の整備によって、若手看護師を中心に定着率が上昇しているためと推定される。一方、有効求人倍率は季節要因の影響を除けば、高止まりしているため、求人需要は高水準で底堅く推移しているとみられる。

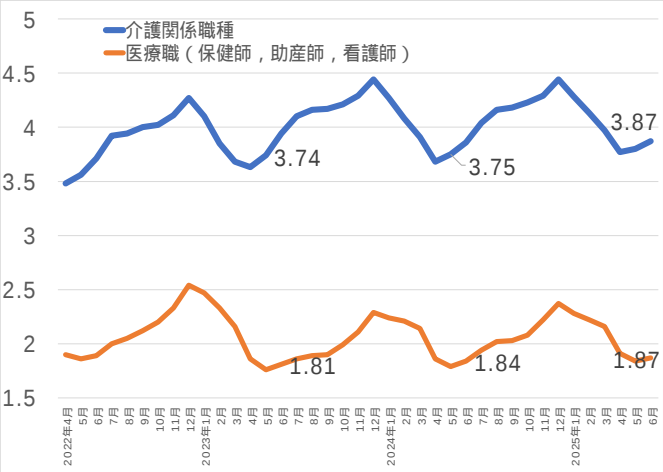
人材紹介事業は、効率改善で業績が底を打つが、新たな潮流も胎動する

介護、医療人材紹介業界では、直近、WEB 広告単価上昇の一服による広告宣伝費の効率改善に加え、求職者と求人側をマッチングするキャリアエージェント職の採用抑制などで受注生産性が改善している。一方、人手を介する紹介に対して、求人雇用側から直接求人オーダーを送って、マッチングするダイレクトリクルーティング需要も強まりつつあり、中長期的には新たな求人手法が拡大する可能性も高まっている。

医療介護人材紹介事業は、業績停滞も足下改善傾向にある

介護、保育や建設人材関連企業のトライト（9164）が2023 年の上場から2 年で MBO による上場廃止に動くといったトピックがあったが、看護師や介護人材紹介大手のエス・エム・エス（2175）は、26.3 期 1Q（4-6 月）に業績が反転した。介護・障害福祉事業者向け（カイポケ）も契約数と単価上昇が順調に推移したが、海外分野の苦戦が大手製薬会社の予算執行厳格化や地政学的リスクで低迷しており、減損リスクを考慮すると立て直しが急務となっている。

（図表10）有効求人倍率



（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況（職業安定業務統計）」

（図表11）求職者数推移

	介護職	前年同期比	医療職	前年同期比
23年4-6月	51,398	-6%	46,149	+5%
7-9月	43,698	-5%	34,574	+6%
10-12月	40,501	-4%	30,211	+7%
24年1-3月	49,348	-7%	37,494	-5%
4-6月	49,939	-3%	43,221	-6%
7-9月	42,207	-3%	32,389	-6%
10-12月	39,433	-3%	29,521	-2%
25年1-3月	46,939	-5%	36,725	-2%
4-6月	50,111	0%	42,395	-2%

（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況（職業安定業務統計）」

半導体装置・材料：企業毎にトーンが異なる決算

企業毎にトーンが異なる決算

25 年 4-6 月決算発表時に 26.3 期計画を下方修正した東京エレクトロン（8035）一方で上方修正したアドバンテスト（6857）に象徴されるように、25 年 4-6 月決算は半導体関連メーカー内でもトーンの異なる内容が多くみられた。決算結果を 3 パターンに分けると、1）生成 AI（先端半導体）HBM（広帯域メモリ）に関連する材料メーカー（東京応化工業（4186）扶桑化学工業（4368）など）は総じて好調、2）製造装置パーツ・加工メーカーでは下期（10-3 月）以降の回復を従来通りと想定する CKD（6407）3）設備投資後ずれを懸念するメーカー（トーカロ（3433）バルカー（7995））などが典型的事例として挙げられる。

実態の見極めが必要

今後の注目点として、同一顧客を持つとみられる製造装置関連メーカーにも温度差があり、この実態の見極めが挙げられる。半導体業界については中期的な市場拡大を想定しており、本質的な意味で短期動向を過度に気にする意味はないと考えられるが、一部メーカーではバリュエーションにプレミアムが上乗せされているケースもあり、株価動向の観点からは必要と当経済研究所では考えている。

扶桑化学工業と日本電子材料に着目

注目企業として、扶桑化学工業と日本電子材料（6855）を取り上げる。扶桑化学工業は今 4-6 月利益が当経済研究所予想を大きく上回り、7-9 月もこの流れが続くとみられる。結果的に 26.3 期利益は従来の減益予想から増益に転じる公算が大きくなった。同社は圧倒的な競争優位性と高い成長性を持ちながら償却負担増がバリュエーションを低位に留める要因となってきたが、26.3 期に大幅な償却負担増を跳ね返しての増益達成が見えてきたことは、同社に対する評価が変貌する可能性を有していると当経済研究所では考える。日本電子材料も今 4-6 月利益が当経済研究所予想を大きく上回り、サプライズと呼べる水準だった。経費費消が会社計画を下回ったのは想定内だが、実ビジネスからくる想定以上のマージンの高さは 7-9 月以降にも繋がるものだろう。当経済研究所では 26.3 期以降の利益見通しを上方修正し、会社側が 27.3 期目標として掲げていた経常利益 50 億円は 26.3 期で実現される可能性も高まってきたとみている（当経済研究所の 26.3 期経常利益予想は 49 億 50 百万円）。

生成 AI サーバー・半導体向け材料・装置：足元で再びペースアップ

生成 AI 関連は再び需要が強まっている

2025 年 4-6 月期の素材メーカーの決算を見ると、自動車関連分野や建設関連分野では需要の弱さがみられた一方、生成 AI サーバー・半導体向け材料・装置など足元で再び需要が強まった分野もあった。

第一工業製薬ではハイエンドサーバー向け低誘電樹脂が再びペースアップ

例えば工業用薬品メーカーの第一工業製薬（4461）では、26.3 期 1Q（4-6 月）において電子・情報部門の営業利益が前年同期比 35%増の 14 億円となり、全体の収益を押し上げた。ハイエンドサーバーの高速化に寄与する基板材料（低誘電樹脂）の販売が、25.3 期後半に多少伸び悩んだものの、米国の大手 IT 企業を中心とするデータセンター投資の活発化により、今年度に入ってからペースアップしている。同社によれば 2Q（7-9 月）以降も強い需要環境が続く可能性が高い。また原材料コスト上昇や製品価格引き下げ圧力は想定より穏やかなものにとどまり、マージンも向上している。

四国化成 HD では生成 AI サーバーなど向けに GliCAP などが急拡大

高収益のファインケミカル事業を擁する四国化成ホールディングス（4099）では、同事業に含まれる銅配線密着性向上剤「GliCAP」などが伸びている。GliCAP は生成 AI サーバーのプリント基板、パッケージ基板などで使用されているが、新規用途の拡大もあって急成長が続いている。同社のファインケミカル事業の 25.12 期 2Q（4-6 月）の売上は GliCAP の伸びなどにより前年同期比 50%増の 40 億円に拡大した。3Q（7-9 月）以降も好調な伸びが期待され、同社は 2025 年 7 月に GliCAP などを増産するための新工場建設を決定した（投資予定額は 150～200 億円）。

AI メカテックは新年度早々にボンダー・デボンダーの大口受注を獲得

半導体製造装置メーカーである AI メカテック（6227）では、GPU などの先端半導体の搭載部材（インターポザー）の生産に使用されるボンダー・デボンダーと呼ばれる装置が好調である。25.6 期の同社の営業利益は前期比 8 倍の 20 億円に拡大したが、これは 4Q（4-6 月）に台湾系顧客向けにボンダー・デボンダーの出荷が高水準となったことが理由。また同社は 26.6 期の開始早々にボンダー・デボンダーの大口受注（155 億円）を獲得した。これは最新モデルの GPU の生産に向けられるものと考えられる。

汎用分野のウェイトが高い企業では回復感は乏しい

以上に挙げた企業は生成 AI 分野のウェイトが高い企業であり、強く恩恵を受けている。一方、サーバー・半導体向け材料を手掛けていても、汎用分野のウェイトが高い企業では足元の回復感は乏しい。

AI サーバーと光通信化：関連メーカーの受注や利益が好調に推移

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 サーバーの需要拡大や光通信化（高速化、電力消費低減）が引き続き注目を集めている。関連メーカーの受注や利益も好調に推移している。

光通信用光測定器

santec Holdings（6777）の 26.3 期 1Q（4-6 月）営業利益は 20.77 億円（前年同期比 1.6%増）に止まったが、前年同期に中国通信機器メーカー向けでスポット案件があったため。主力の光通信用光測定器事業は、国内外の光ファイバーケーブル、光デバイス、光伝送機器などのメーカーからの引き合いが強く、同 2Q（7-9 月）以降は利益回復が鮮明になろう。

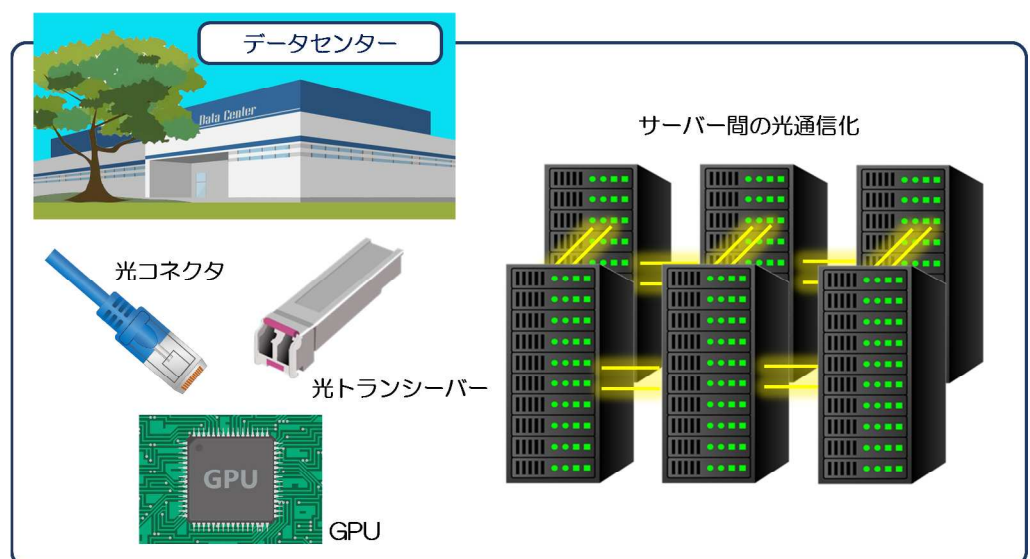
光コネクタ研磨機

精工技研（6834）の 26.3 期 1Q 営業利益は 11.76 億円（前年同期比 2.9 倍）と光製品関連（光コネクタ研磨機・端面検査装置など）を中心に好調。世界的なデファクトスタンダードを握る製品で利益率も上昇した。2025 年 4 月以降も好調な受注高が続いている模様であり、生産能力も順次拡大しているため、会社側予想比での業績上振れは十分に考えられよう。

高速伝送コネクタ

山一電機（6941）の 26.3 期 1Q 営業利益は 38.20 億円（前期比 8.6%減）とテストソリューション事業（半導体検査治具）で減益だったが、コネクタソリューション事業はデータセンター向けインターフェイスコネクタの伸長で好調。脱中国調達も同社製品（生産はフィリピン）に追い風である。

（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

スマートメーター：次世代機の普及拡大に向けて業績は好スタートを切った

次世代機では単価上昇
による商機が拡大

次世代（第二世代）スマートメーター（電力量計）の出荷が 2025 年度後半から開始されるのを控え、メーカー 2 社の業績が底堅く推移している。次世代スマートメーターでは、現行機（第一世代）と比べて「通信機能の拡充」や「電波特性の向上」などが図られており、「電力 DX 推進に向けたツール」としての役割が期待されている（図表 13）。このために高機能化による単価上昇が見込まれ、メーカーの商機拡大が期待される。

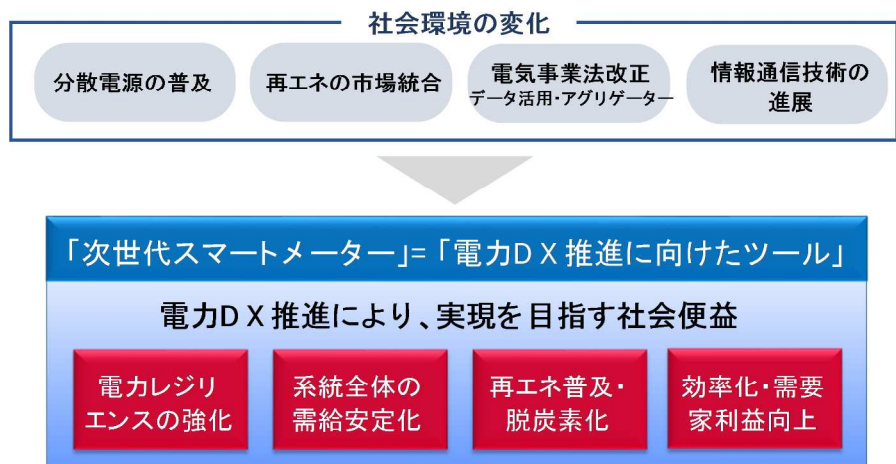
次世代機の貢献による
利益率上昇を見込む

大崎電気工業（6644）はスマートメーターで国内トップメーカー。26.3 期 1Q（4-6 月）営業利益は 10.09 億円（前年同期比 21.5%増）と好調。国内事業は次世代スマートメーターに向けた先行投資負担から小幅減益だったが、海外事業の黒字転換が増益貢献した。会社側は同上期（4-9 月）予想のみ上方修正し、通期予想は据え置いたが、保守的と見られる。会社側の中期経営計画では 27.3 期営業利益 90 億円（会社側 26.3 期予想比 55.2%増）を目指しているが、次世代機の貢献による利益率上昇を見込んでいる。

小型変圧器なども好調
景

東光高岳（6617）は国内 2 位で、東京電力ホールディングス（9501）向けが多い。26.3 期 1Q の営業利益は 14.73 億円（前年同期比 28.9%増）と好スタート。スマートメーターが中心の計量事業は先行投資負担から減益だったが、小型変圧器など電力機器事業の利益率が大きく改善した。会社側は同通期計画を据え置いたが、保守的な姿勢。会社側の中期経営計画では 28.3 期営業利益 90 億円（会社側 26.3 期予想比 45.2%増）を狙っている。

（図表13）次世代（第二世代）スマートメーターの意義



（出所）次世代スマートメーター制度検討会取りまとめ（2022 年 5 月）より、いちよし経済研究所作成

計装工事：旺盛な需要がある一方、人手不足を背景とする選別受注が続く

専門性や経験則が求められ新規参入は難しい

計装工事企業の業績が引き続き好調である。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 割のシェアを握り、自社及び日本電技（1723）や東テク（9960）といった特約店が工事を担っている。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。

都市再開発や工場建設など案件増と大規模化

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旺盛な需要がある一方、人手不足を背景とした選別受注による利益率改善が続いている。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る。

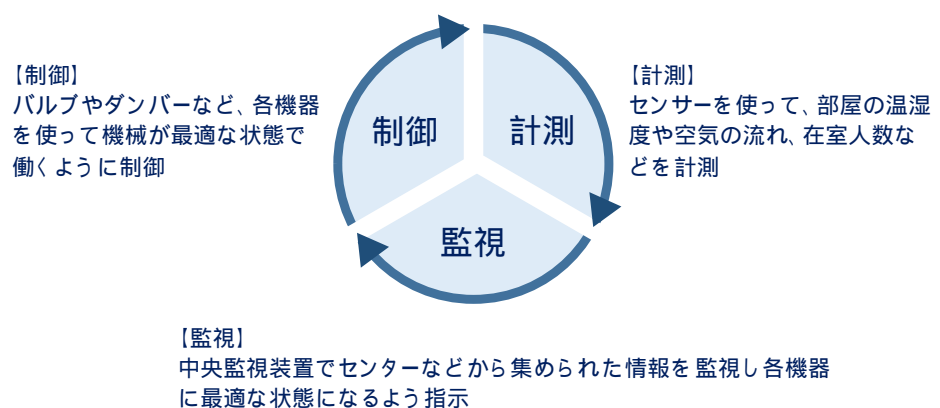
日本電技

日本電技の 26.3 期 1Q（4-6 月）営業利益は 12.59 億円（前年同期比 63.7% 増）と好スタート。同 1Q の受注高は 122.12 億円（同 21.9% 減）と減少したが、新設案件の集中一巡に加えて選別受注を行ったため。会社側は通期予想を据え置いたが、同 2Q（7-9 月）以降も好調が続こう。

東テク

東テクの 26.3 期 1Q 営業利益は 29.60 億円（前年同期比 32.9% 増）だった。工事業の利益率が上昇したことに加え、業務用空調機器を中心とする商品販売事業も好調だった。一方で工事業の同 1Q 受注高が 204 億円（同 11.7% 減）と減少したが、工事余力を勘案しながら採算重視を行っている。会社側は同通期予想を据え置いたが、依然として保守的であろう。

（図表14）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

船舶関連：受注高は依然として好調、メンテナンスサービスが利益下支え

受注高は依然として好調を維持

2025 年上半期（1-6 月）の世界の新造船受注量は 5,138 万総トン（前年同期比 5%減）となったが、トランプ関税などの影響が懸念されるなかで、受注高は依然として好調を維持している。メンテナンスサービスの増加が利益面で下支えしており、会社側予想は総じて保守的。中期的には新エネルギー関連の製品開発などが鍵を握ろう（図表 15）。

アフターサービス及びライセンス関連の受注が増加

ジャパンエンジンコーポレーション（6016）は船用エンジンの世界 3 大ブランドの一角。26.3 期 1Q（4-6 月）営業利益は 17.05 億円（前年同期比 6.9%減）と減益ながら修理・部品等の増加が下支え。同 1Q 受注高は 85.39 億円（同 34.2%増）とアフターサービス及びライセンス関連で伸びた。会社側予想は据え置かれているが、強含みで推移している。

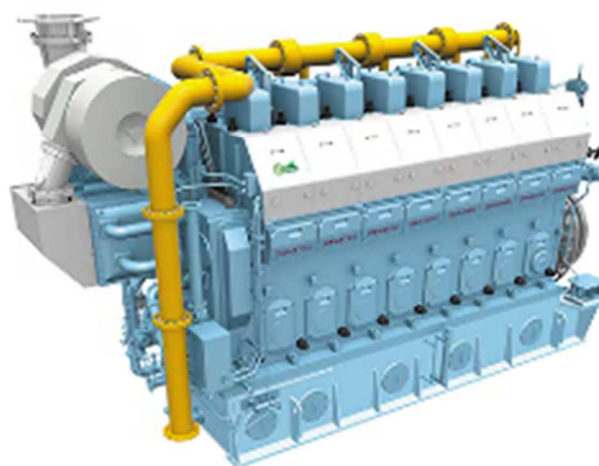
発電用補機関のメンテナンスの増収が下支え

ダイハツインフィニアース（6023）は発電用補機関で世界的高シェア。26.3 期 1Q 営業利益は 14.87 億円（前年同期比 4.4%減）と円高影響を受けたが、メンテナンスの増収が下支え。一方、同 1Q 受注高は 376.80 億円（同 56.8%増）と好調。会社側予想は据え置かれたが、依然として保守的だろう。

商船向けレーダーの保守サービスなどが好調

古野電気（6814）は商船向けレーダーで世界シェア約 4 割を握るグローバルニッチトップ企業。26.2 期 1Q（2-4 月）営業利益は 34.38 億円（前年同期比 30.8%増）と保守サービスなど好調。同 2Q（5-7 月）以降は固定費増加などあるが、対ユーロでの円安進行などから会社側予想は上回ろう。

（図表15）ダイハツインフィニアースのデュアルフューエルエンジン



（出所）ダイハツインフィニアース

建設機械：米国における建設機械の在庫調整の解消が目前か

26.3期1Qの決算内容は
二極化した

建設機械関連メーカーの26.3期1Q（4-6月）の業績は、米国における建設機械の在庫調整により、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10%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23%増の48億円と好調。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6%減の5億円。エンジンコンプレッサやエンジン発電機の国内トップメーカーはそれぞれAIRMAN（6364）において同5%減の16億円となり、デンヨー（6517）は同64%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の進捗が期待される

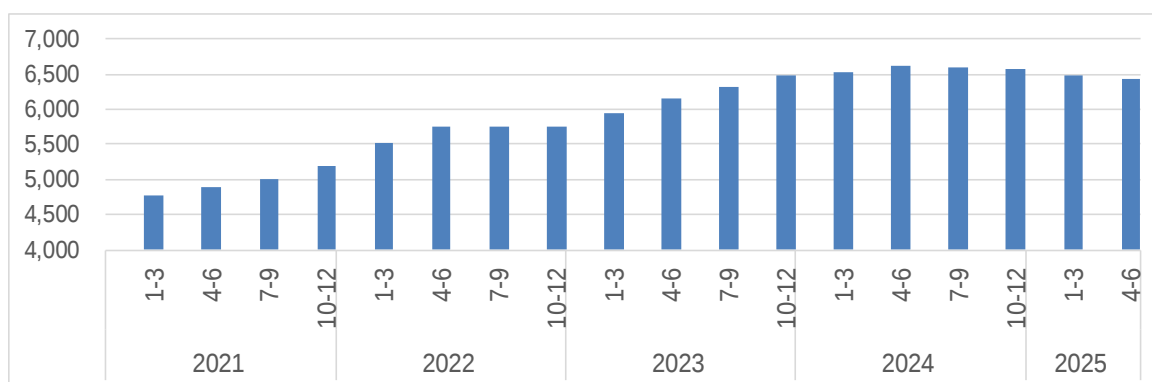
米国において2021年11月のインフラ投資法の成立により、米建機レンタル会社などは需要増を見込んだ在庫の充実化を進めたが、2023年末にその充実化が一巡し、以降は建機をはじめエンジン発電機や油圧ブレーカーなどの発注の低迷が続いている。しかし建設支出は高水準を維持していることから工事量は高い水準を保っていると考えられる（図表16）。またヤマシンフィルタの足元の業績動向では新車建機向け油圧フィルターのモメンタムが上向いており、建機の在庫調整の解消が進んでいることが確認される。これに伴い付随する各種建設機械の回復が今後期待されよう。

AIRMANの挽回に着目する

当研究所ではAIRMANに着目する。米国においてエンジン発電機の回復や、同社製品の耐久性への評価の高まりに伴うエンジンコンプレッサのシェア拡大を見込み、下期（10-3月）以降の回復を予想。全体として販売数量は増加し、増益転換が期待される。

（図表16）米国建設支出推移（季節調整済）

（単位：10億ドル）



（出所）米国国勢調査局より、いちよし経済研究所作成

物流：運賃の本格上昇とコスト構造改革による収益性改善に期待

25 年 4-6 月の荷動きはやや回復傾向にあった

2025 年 4-6 月の荷動きは、全体としてはやや回復傾向がみられたものの、良好とはいえない状況であった。当研究所では、インフレによる消費数量の減少という消費側の要因と、自動車メーカーが日本以外への配車を優先するなどのメーカー側の要因の 2 つが、力強さにかける荷動きに影響したと考える。加えて、4-6 月はアメリカの関税政策の見通しが不透明であったため、メーカーを中心に様子見のスタンスが散見され、メーカー物流やフォワーディングを手掛ける物流事業者の取扱数量が減少する事例もあった。

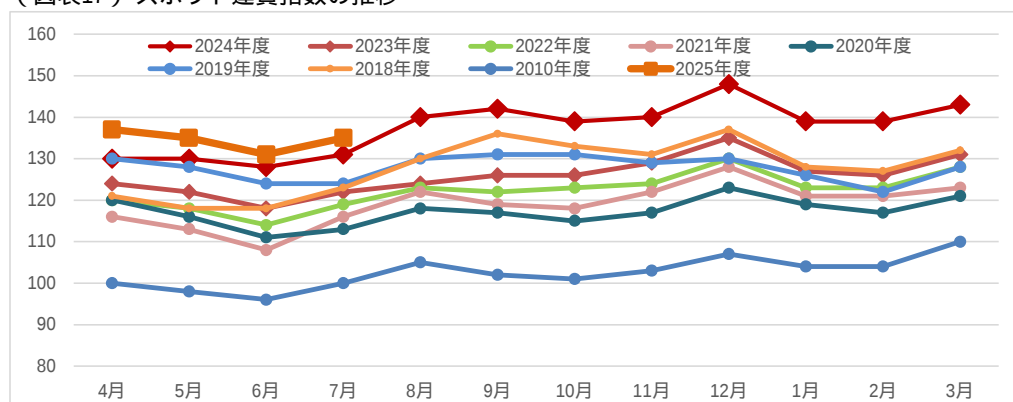
運賃値上げが本格化の兆し

一方、人件費を中心にコストプレッシャーは着実に強まっており、コストは年初の想定以上に増加しているというコメントも多く聞かれた。図表 17 のとおり、2024 年問題を受けて、国交省が下請けポジションにある運送事業者を中心に、運賃値上げをサポートする様々な政策を施行した結果、2024 年度の運賃水準は大幅に上昇した。しかし、元請けの物流事業者は、庸車費の上昇を顧客である荷主に転嫁できているとはいえない状況であったため、大手物流事業者を中心に収益性が悪化していた。赤字に転落する物流事業者もあり、いよいよ堪えられないという切羽詰まった状況になり、2025 年度に入って大手物流事業者の値上げスタンスに変化が出ている。このため、2025 年度は、荷主からみた運賃値上げが一層進むと考えられる。

トラック新法成立にも留意したい

また、現時点では株式市場において、それほど大きなトピックになっていないが、「トラック事業適正化関連法（トラック新法）」の成立（2025 年 6 月 4 日）は、物流業界が大きく変化する可能性があるものとして、物流業界からは衝撃をもって受け止められていることも留意しておきたい。

（図表17）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

物流事業者は、コスト構造を正しく把握すべき

値上げ交渉と並行して、コスト構造を見直す物流事業者も増えている。物流事業者は、案件ごとのコストを正確に把握していないことも多く、非効率な費用投下が見過ごされていることもある。さらに、コスト構造の整理は、自社の収益性改善だけでなく、顧客との交渉材料ともなるため、物流事業者の利益率改善の初めの一步であるともいえる。コスト構造の見直しで、今後の収益性改善が期待される物流事業者に注目したい。

センコーグループ HD は事業拡大とコスト構造改革を並行して進める

センコーグループホールディングス（9069）は、稼ぎ頭の子会社である低温物流のランテックの構造改革を進めている。以前より、会社全体で自車比率を高める取り組みを推進しており、業界平均3割程度であるところ、同社の自車比率は4割を超えており、5割を目指している。しかし、ランテックはコールドチェーンの需要拡大に対応し、受注エリア急拡大、物量急増のため、自車リソースの拡大が追い付いていない。このため、コントロールの難しい庸車比率が高まり、収益性が低下している。新規拠点の立ち上げは継続しながら、適正なコスト構造を見極める過程にある。

SBS HD は繰り返す M&A により自車比率が低下した課題を抱える

SBS ホールディングス（2384）は、M&A で規模を拡大する過程で、自車比率が低下した。特に、近年続いているメーカーの物流子会社の M&A では、メーカー傘下において投資が抑制されてきた経緯から、自車比率が低い会社がグループ入りし、自車リソース不足は PMI を進める上での制約になっている。同社は、自車リソースを拡充すべく、規制が緩和されつつある外国人ドライバーの確保に向け、様々な準備を進めている。ただし、この取り組みに即効性はないため、別途、構造改革を実施し、倉庫の空床を埋めるなど、同社の強い営業力を生かした収益性改善を進めている。

AZ-COM 丸和 HD は主要顧客向け業務の拡大と構造改革で再成長局面へ

AZ-COM 丸和ホールディングス（9090）は、主要顧客であるアマゾンジャパンの拠点再配置や方針変更により、25.3期は大幅減益であった。しかし、26.3期1Q(4-6月)は、そのマイナス影響が一巡し、プラスの影響が先行し始めたため、大幅増益のスタートとなっている。このトレンドは2Q(7-9月)以降も持続性があるとみられ、同社の主要顧客に対する強いコミットメントが依然として同社の成長ドライバーであることが確認された。ただし、同社は25.3期の収益性低下に危機感を持っており、低採算案件の見直しや、新規案件のスムーズな立ち上げを目指す取り組みなどを進めている。これらの成果としての利益率回復に期待したい。

建設：順調な業績拡大が続く

4 - 6 月は計画に対し高い進捗率

米国の関税など景気の先行き不透明感が払しょくしきれない状況が続くなかで、建設セクターは関税動向などに直接的な影響が少ないセクターとして決算発表シーズンの前から注目度が高まっていた。発表された 2025 年 4-6 月の業績は、前年同期に対して高水準の伸長が目立った。期初の計画発表から日が浅く、現時点で計画を上方修正した企業はないが、計画に対して高い進捗率となった企業は多く、次の 7-9 月の決算タイミングで見通しの引き上げが必要になると予想されるほど伸び率が高い企業が多い。

低調だった前年度からペースが上昇、高水準を維持

直近の業績の伸び率が高まったのは、前年度の工事の進捗が総じて低調であった反動が寄与している。前年度の 2024 年は、働き方改革に伴う労働時間規制が建設業界に適用された初年度で、新規の工事の着工が全般的に例年より鈍くスタートしたが年度後半に徐々にペースが上昇、2025 年度に入っても高水準を維持している。

採算性の改善と完工高の増加で業績が加速

一方、2024 年度中に低採算案件の竣工が相次ぐなかで、2024 年度後半から工事採算性が改善に向かった。完成工事総利益率の改善に完工高の増加が加わったことで、業績の伸びの加速につながった。なお、各社の受注モメンタムは大型受注の有無によりバラツキがあるが、建設投資は高水準を維持しており、建設業側に有利な受注環境が続いている。現状の工事採算性の上昇に一過性の要素は限定的であり、順調な業績拡大が続く企業が多いとみる。次の四半期決算に着目する企業は、安藤ハザマ（1719）、東急建設（1720）、長谷工コーポレーション（1808）、東鉄工業（1835）、東亜建設工業（1885）、矢作建設工業（1870）、ライト工業（1926）、日比谷総合設備（1982）などである。

(図表18) 着目銘柄のバリュエーション

社名	コード	市場	株価 (8月21日)	予想 決算期	PER		PBR	
					今期予想	来期予想	前期実績	今期予想
グローピング	277A	東グ	2,982	26/5	34.3	26.3	14.9	10.4
学情	2301	東ブ	1,920	25/10	11.4	9.7	1.8	1.6
M I X I	2121	東ブ	3,280	26/3	12.5	10.8	1.2	1.1
ビジネスエンジニアリング	4828	東ブ	5,860	26/3	17.3	16.9	5.2	4.6
トレジャー・ファクトリー	3093	東ブ	1,800	26/2	13.7	12.1	4.1	3.4
ハイデイ日高	7611	東ブ	3,830	26/2	31.8	27.8	5.5	4.9
王将フードサービス	9936	東ブ	3,885	26/3	26.9	25.5	3.0	2.6
トリドールホールディングス	3397	東ブ	5,160	26/3	79.9	62.7	5.2	4.9
ゼンショーホールディングス	7550	東ブ	9,827	26/3	36.3	31.1	6.4	5.6
藤倉コンボジット	5121	東ブ	1,900	26/3	8.5	7.7	1.1	1.0
ナガセ	9733	東ス	1,972	26/3	13.0	12.5	1.7	1.6
東京都競馬	9672	東ブ	5,240	25/12	13.1	12.5	1.5	1.4
カナミックネットワーク	3939	東ブ	453	25/9	19.7	16.5	5.6	4.7
ファインデックス	3649	東ブ	858	25/12	18.0	15.7	3.9	3.6
J M D C	4483	東ブ	4,340	26/3	37.8	29.6	3.6	3.3
エス・エム・エス	2175	東ブ	1,603	26/3	17.6	15.9	2.9	2.5
扶桑化学工業	4368	東ブ	4,650	26/3	13.7	12.1	1.6	1.4
日本電子材料	6855	東ス	2,728	26/3	10.4	9.6	1.2	1.1
第一工業製薬	4461	東ブ	5,810	26/3	14.6	12.9	1.4	1.3
s a n t e c H o l d i n g s	6777	東ス	7,510	26/3	16.4	14.7	4.1	3.6
精工技研	6834	東ス	7,630	26/3	18.4	17.4	2.4	2.2
山一電機	6941	東ブ	3,090	26/3	8.7	7.9	1.5	1.3
大崎電気工業	6644	東ブ	1,262	26/3	14.5	13.1	1.1	1.0
東光高岳	6617	東ブ	3,025	26/3	11.3	9.3	0.8	0.8
日本電技	1723	東ス	5,340	26/3	12.7	11.7	2.2	1.9
東テク	9960	東ブ	3,165	26/3	11.2	10.3	2.1	1.9
ジャパンエンジンコーポレーション	6016	東ス	9,030	26/3	15.8	16.1	5.5	4.2
ダイハツインフィニアース	6023	東ス	2,996	26/3	15.5	14.5	1.7	1.6
古野電気	6814	東ブ	5,200	26/2	16.4	16.4	2.3	2.1
A I R M A N	6364	東ブ	2,046	26/3	11.7	11.0	1.4	1.3
センコーグループホールディングス	9069	東ブ	2,038	26/3	16.4	14.2	1.6	1.5
S B Sホールディングス	2384	東ブ	3,445	25/12	12.2	11.6	1.6	1.4
A Z - C O M丸和ホールディングス	9090	東ブ	1,254	26/3	21.0	18.8	2.9	2.7
安藤・間	1719	東ブ	1,708	26/3	13.1	11.9	1.6	1.6
東急建設	1720	東ブ	1,126	26/3	12.6	10.4	1.2	1.1
長谷工コーポレーション	1808	東ブ	2,476.5	26/3	11.4	10.9	1.3	1.2
東鉄工業	1835	東ブ	4,450	26/3	12.2	11.9	1.3	1.2
東亜建設工業	1885	東ブ	2,136	26/3	11.6	10.9	1.6	1.4
矢作建設工業	1870	東ブ	2,133	26/3	11.5	10.5	1.3	1.2
ライト工業	1926	東ブ	3,250	26/3	13.9	13.5	1.6	1.5
日比谷総合設備	1982	東ブ	4,665	26/3	16.6	15.4	1.5	1.4

(注) 予想 PER、同 PBR は 8 月 22 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。
- ・ 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。

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