

<トピック>

中小型株企業の決算インプレッション (FY2025 3Q)

～総じて順調な決算だが、個別にみると業績格差が拡大しつつある

2025年度3Q(10-12月、9-11月、8-10月)決算が出揃い、現時点における中小型株企業の決算インプレッションをレポートする。今回も主要業種のみならずニッチ業種についてもコメントしたい(全19業種)。

当研究所が継続調査するカバレッジ銘柄(462社、2月24日現在)の2025年度3Q(10-12月、9-11月、8-10月)の営業利益は前年同期比7%増となった(直近8四半期の営業利益データが取得可能な456社を集計)。営業増益率は、1Q(4-6月、3-5月、2-4月)の同12%、2Q(7-9月、6-8月、5-7月)の同11%からやや鈍化した。全体として業績は安定しているが、業種によりばらつきがあった。また、同一業種内でも一部企業が大幅に予想を上振れる一方で、予想を下回る企業も一定数みられるなど、個別の要因で業績に差がついている印象を受けた。

3月決算企業の、26.3期営業利益会社計画は前期比8%増である(集計対象235社)。また、12月決算企業の25.12期営業利益実績は前期比8%増、26.12期会社計画は同12%増である(変則決算企業を除く、営業利益計画公表企業58社を集計)。

本レポートの着目銘柄として、アルファポリス(9467)、アカツキ(3932)、ボードルア(4413)、アイスタイル(3660)、トリドールホールディングス(3397)、寿スピリッツ(2222)、ナガセ(9733)、東京都競馬(9672)、カナミックネットワーク(3939)、ファインデックス(3649)、トーカロ(3433)、エンプラス(6961)、ニッポン高度紙工業(3891)、日本化薬(4272)、JSP(7942)、ソディック(6143)、東急建設(1720)、鴻池運輸(9025)など33銘柄を挙げる。

目次

1.	2025 年度 3Q 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
	食品	11
	学習塾	13
	公営ギャンブル	14
	医療・介護系 IT サービス	15
	医療ビッグデータの利活用	16
	半導体装置・材料	17
	半導体検査関連	18
	アルミ電解コンデンサ	19
	生成 AI サーバー用基板材料	20
	自動車部品	21
	工作機械	22
	建設	23
	物流	24

1. 2025年度3Qの業績動向と2025年度の見通し

2025年度3Qは増益を維持したが、企業ごとにはばらつき

当研究所が継続調査するカバレッジ銘柄(462社、2月24日現在)の2025年度3Q(10-12月、9-11月、8-10月)の営業利益は前年同期比7%増となった(直近8四半期の営業利益データが取得可能な456社を集計、図表1)。営業増益率は、1Q(4-6月、3-5月、2-4月)の同12%、2Q(7-9月、6-8月、5-7月)の同11%からやや鈍化した。全体として業績は安定しているが、業種によりばらつきがあった。また、同一業種内でも一部企業が大幅に予想を上振れる一方で、予想を下回る企業も一定数みられるなど、個別の要因で業績に差がついている印象を受けた。

3月決算企業の通期計画は前期比8%営業増益

3月決算企業の、26.3期営業利益会社計画は前期比8%増である(集計対象235社)。3Q(10-12月)段階で、152社(65%)が通期計画を据え置き、67社(29%)が上方修正、15社(6%)が下方修正を行った。また、12月決算企業の25.12期営業利益実績は前期比8%増、26.12期会社計画は同12%増である(変則決算企業を除く、営業利益計画公表企業58社を集計)。

(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	2024年度			2025年度			前年同期比	
	社数	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		3Q
素材	38	939	1,107	973	1,078	1,055	1,241	12%
機械	32	611	610	562	586	635	585	-4%
電子・電気機器	28	563	614	747	543	717	672	9%
電子デバイス	18	317	279	263	279	344	379	36%
半導体・FPD	45	1,111	1,071	1,066	1,046	1,055	1,177	10%
建設・建設資材	22	722	943	1,082	725	844	1,071	14%
アウトソーシング	18	271	430	347	422	342	410	-5%
物流・卸売	22	742	885	656	831	816	911	3%
消費者サービス	39	588	527	439	553	650	600	14%
小売	9	117	118	102	169	125	187	58%
消費財	13	326	353	230	325	322	378	7%
医薬品・医療機器	9	145	156	129	128	140	157	1%
ヘルスケアサービス	21	204	178	220	169	193	198	11%
デジタルメディア・コンテンツ	54	513	684	761	605	652	485	-29%
デジタルB2B	62	538	616	700	537	610	637	3%
デジタルB2C	14	62	66	59	61	56	82	23%
エネルギー・金融・不動産	12	269	208	245	209	344	280	34%
合計	456	8,038	8,846	8,581	8,264	8,899	9,450	
(前年同期比)			25%	11%	12%	11%	7%	

(注1) いちよし経済研究所の業種分類

(注2) 集計対象は直近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) 3Qは10-12月、9-11月、8-10月

(出所) Astra Manager、いちよし経済研究所

2. 業種別：決算の印象と今後の注目点

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

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

業種	決算(実績及び今期予想)の印象	今後の注目点	着目企業
DX支援	受託・人月依存型からプロダクト活用型・ストック収益型へと事業モデルの転換局面。マーケティング支援では運用効率や案件の質を重視する姿勢が定着し、業務支援ではSaaS基盤やデータ活用型サービスを軸に収益の再現性が高まっている	DX支援が「導入支援」から「業務プロセスの中核を担う存在」へ進化できるかが最大の焦点。ストック型モデルの拡張、A活用を前提とした高付加価値化、クロスセルによる顧客内深耕の進展が重要	PR TIMES (3922)
メディア・コンテンツ	成長領域と成熟領域の差が拡大。若年層向けHRメディアは採用需要の戻りを捉えやすい一方、既存大型媒体は成熟化とコスト負担が重荷。デジタルコンテンツでは電子書籍やP展開が堅調で、広告・プラットフォーム収益も取り込みつつ、収益源の多様化が進む	P・データ・プラットフォームを軸にストック性を高められるかが焦点。若年層HRは周辺サービス拡張と獲得効率の持続性、デジタルコンテンツはP創出力と二次展開の再現性が競争力を左右。A時代の配信・制作・流通最適化を収益に転換できるかも重要	アルファポリス (9467)
ゲーム	スマホゲーム業界に逆風が継続	アプリ外決済の進捗、ゲーム運営等のA活用度合い	ドリコム (3793)、アカツキ (3932)
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	生成AIの活用による生産性向上に着目。一方、AIによる代替リスクも注視	ボードルア (4413)
B toCインターネット	ECはリソースの基調が改善、メディアはPVが伸び悩み	A活用が進む中での新たな成長モデルの開発	アイスタイル (3660)
外食	経費コントロール力(従業員のソフトコントロール)の差が出てきた	食料品の消費減税の影響。コメの価格動向と為替動向、営業時間の見直し。商品開発力	トリドールHD (3397)、ゼンショーHD (7550)、モスフードサービス (8153)
食品	原材料等の価格高騰が継続、施策によりコストを吸収出来た企業は好評価。価格改定に依存しすぎた企業は、効果が薄くなり厳しい決算	価格改定以外の独自の具体的戦略の展開の有無が評価の分かれ目	寿スピリッツ (2222)、亀田製菓 (2220)、エスビー食品 (2805)
学習塾	好業績と持続へ	株主還元の動向	ナガセ (9733)
公営ギャンブル	公営競技が順調に拡大	還元規制の強化の影響	東京都競馬 (9672)

(注) HDはホールディングス
(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	増益基調に変化なし	A活用サービスによる単価上昇	カナミックネットワーク(3939)
医療ビッグデータの利活用	高成長が持続	電子カルテの利活用	JMDC(4483)、ファインデックス(3649)
半導体装置・材料	製造装置関連企業の需要が急回復	一部企業における在庫調整の完了	トーカロ(3433)、関東電化工業(4047)
半導体検査関連	A関連需要が引き続き旺盛	性能検査の重要性高まる	エンプラス(6961)、ヨコオ(6800)、テラプローブ(6627)
アルミ電解コンデンサ	Aサーバー向け需要が拡大	日系メーカーの優位性継続	ニチコン(6996)、ニッポン高度紙工業(3891)、湖北工業(6524)
生成Aサーバー用基板材料	直近四半期で収益の拡大ペースが一段と加速した	各社とも誘電特性などを強みに顧客からの引き合いが強く、2026年も高成長の見通し	日本化薬(4272)
自動車部品	日系自動車メーカーの新モデル向けで動きが出始めた	新モデルでの採用でシェアを高め、いく企業は業績の伸びが高まると期待される	JSP(7942)
工作機械	全体として良好だが、生成AIIに絡むものが目立つ	生成A需要の継続期待から、モメンタムの強いものに注目	ソディック(6143)
建設	総じて順調だが次第に好業績への警戒も感じられる	受注残高、工事採算性など総合的判断が重要に	東急建設(1720)、高松コンストラクショングループ(1762)、大気社(1979)
物流	年末の繁忙期にかけての荷動きはやや物足りない	積極的に事業領域を拡大しているか	鴻池運輸(9025)、ハマキョウレックス(9037)

(注) HDはホールディングス

(出所) いちよし経済研究所

DX 支援 19 社は前年同期比 14%増収、45%増益と堅調に推移

DX 支援 19 社は前年同期比 14%増収、同 45%増益

DX 支援 19 社の四半期業績は売上高 1,508 億円（前年同期比 14%増）、営業利益 168 億円（同 45%増）。内訳はマーケティング支援系 9 社（広告・PR）が各 913 億円（同 11%増）、90 億円（同 42%増）、業務支援系 10 社（DX 人材、プラットフォーム等）が各 595 億円（同 19%増）、77 億円（同 50%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 5 社が各 714 億円（前年同期比 5%増）、63 億円（同 38%増）、データプラットフォーム型 4 社が各 199 億円（同 37%増）、27 億円（同 49%増）といずれも利益率が改善した。

エージェント型では運用効率改善と選別受注に加え、単価上昇がマージン改善につながった。データプラットフォーム型はデータ活用型プロダクトの需要拡大、ストック収益比率上昇が売上・利益を押し上げた。

業務支援系の内訳

業務支援系ではプラットフォーム型 5 社が各 294 億円（同 19%増）、47 億円（同 65%増）、DX 人材提供型 5 社が各 301 億円（同 18%増）、29 億円（同 30%増）となった。プラットフォーム型では SaaS 基盤の拡張とクロスセル進展、DX 人材提供型では人材需要が底堅く、稼働率改善と単価上昇が貢献。

PR TIMES

PR TIMES（3922）はプレスリリース配信が企業の情報発信の需要を取り込みながら安定成長しており、ストック型収益の積み上がりが進展している。AI 時代も「一次情報の流通基盤」という地位を継続できると思われる。

メディア・コンテンツ 15 社は増収・減益に留まった

メディア・コンテンツ 15 社は前年同期比 8%増収、同 2%減益

メディア・コンテンツ 15 社の四半期業績は売上高 1,067 億円（前年同期比 8%増）、営業利益 141 億円（同 2%減）。内訳としては HR メディア 8 社が各 588 億円（同 3%増）、91 億円（同 11%減）、デジタルコンテンツ 7 社が各 479 億円（同 14%増）、49 億円（同 21%増）となった。

HR メディアの内訳

HR メディアでは若年層向け 5 社が各 148 億円（同 22%増）、32 億円（同 21%増）、その他 3 社が各 440 億円（同 2%減）、59 億円（同 23%減）。

若年層向けでは新卒・若手採用需要が堅調であり、成果報酬型モデルも寄与。その他では既存大型媒体の成熟化とコスト増が重荷。

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 社が各 309 億円（同 12%増）、15 億円（同 13%増）、その他 5 社は各 169 億円（同 20%増）、34 億円（同 25%増）。

出版 DX は電子書籍・IP 展開が堅調であり、コンテンツ資産も積み上げ。その他は広告・プラットフォーム収益が拡大し、事業展開の多様化が進展。

アルファポリス

アルファポリス（9467）ではライトノベル起点の IP 創出からアニメ・ゲーム等への展開により、自社原作比率の上昇とヒット創出の再現性向上が進展している。出版 DX と IP ビジネスの両立モデルとして進化しつつある。

ゲーム：モバイルゲーム業界への逆風は継続

スマホゲーム業界に逆風が継続

国内エンタメ中小型企業の 25 年 10-12 月決算は、スマホゲーム業界にとって逆風が継続する状況となった。特に MIXI(2121)の「モンスターストライク」やガンホー・オンライン・エンターテイメント(3765)の「パズル&ドラゴンズ」など 10 年超の長期運用タイトルなどで減衰が顕著となった。一方、家庭用ソフトは 2025 年 6 月に発売された Nintendo Switch2 の対応ソフト開発が旺盛となり、デバッグ業界などに追い風となった。

リリースからの期間が短いタイトルは一部で好調

一方で、リリースからの期間が比較的短いタイトルに関しては、一部で好調もしくは微減にとどめているタイトルも散見された。ディー・エヌ・エー(2432)が運営する「Pokémon Trading Card Game Pocket」は、リリースから 1 周年の大型アップデートなどによりユーザーの減少が食い止められたとみられる。またアカツキ(3932)が 2025 年 8 月にリリースした「怪獣 8 号 THE GAME」は、国内外で盛り上がり、同社の業績に大きく貢献した。

償却費用負担の軽減が見込まれるドリコムと、ゲーム以外の事業立ち上げを加速させているアカツキに着目

2025 年 12 月に施行された「スマホソフトウェア競争促進法」に則り、スマホゲーム運営企業はアプリ外決済を進めている。特に自社タイトルの比率が高い MIXI やドリコム(3793)、グリーHD(3632)などが積極的とみられる。またゲーム運営や他事業において AI を活用する事例も増えており、引き続きゲーム以外の事業の立ち上げに注目したい。着目企業は、開発タイトルの償却負担の減少で利益回復が見込まれるドリコムと、ゲーム以外の事業立ち上げを加速させているアカツキ(3932)を挙げたい。

情報サービス：システム開発需要は高水準、AI 活用による生産性向上に着目

情報サービス市場は順調に伸長

総務省「サービス産業動態統計調査」によると、情報サービス産業の売上高（速報値）は、2025年10月が前年同月比12.1%増、11月が同9.1%増、12月が同6.9%増と順調に拡大した。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ニーズは強い。金融業や製造業、公共向けの需要が高水準で推移している。ただし、上級人材不足が更に深刻化しており、ボトルネックとなっている印象。

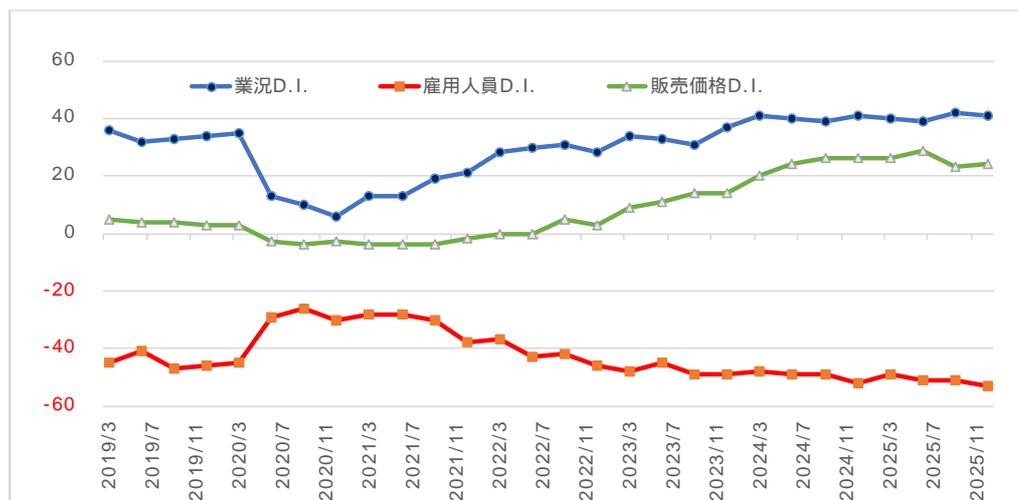
生成AIの活用による生産性向上に着目

日銀短観（2025年12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）。販売価格D.I.（「上昇」-「下落」）はプラス圏を維持しており、価格改定は概ね順調とみられる。生成AIの普及は業界全体に大きな影響を与える可能性が高く、今後の生産性の向上等に着目したい。

ITインフラの専門家集団として高成長中のボードルアに着目

ボードルア（4413）は、ITインフラストラクチャサービス専門企業だ。近年のITインフラは複雑化しており、クラウドや仮想ネットワークの活用のほか、適切なセキュリティ管理、無線ネットワークとの連携等、多種多様な分野で高度な技術が要求される。同社は、ITインフラの専門家集団として各分野の技術に精通したエンジニアを多く抱え、顧客から信頼を獲得している。AIの普及に伴い今後もITインフラの重要性は高まっていこう。同社の中長期成長力は高いとみる。

（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：EC はリユース関連の基調が改善、メディアはAI 影響が拡大

EC:リユースの基調改善が際立つ

EC 企業は全体では店舗に比べて力強さに欠けたものの、概ね堅調に推移した。中でも、リユース関連企業は、時計やブランド品など高額品の相場が落ち着く中で、金相場の上昇に伴う買取の持ち込み件数増加も追い風となり、2025 年前半に比べて業績基調が改善した企業も多くみられた。中国人渡航者数の減少による免税売上高への影響は引き続き懸念要因だが、現時点では全体業績に対して軽微な影響に留まっているケースが多い。

メディア: AI 検索の影響拡大の一方で新たな商機も

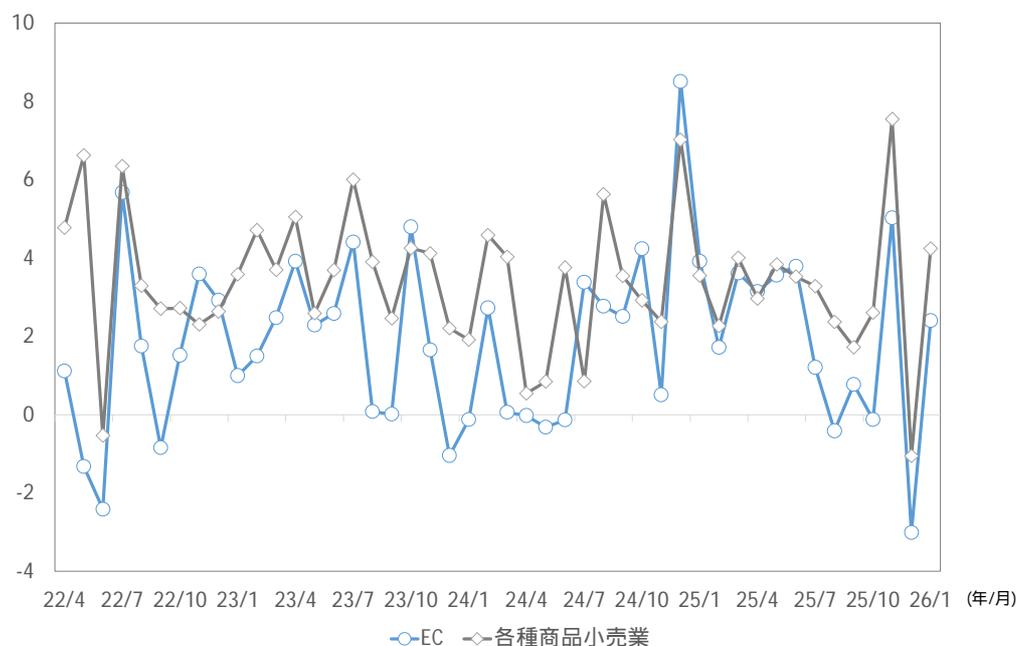
メディア企業は、AI 検索の影響が強まる中でサイト流入数が伸び悩んだ事例が散見された。ただ、クライアント企業のオウンドメディアも同様の課題を抱えているため、コンテンツの企画力に対する評価がタイアップ広告の受注拡大に繋がるメディア企業もみられている。AI 時代における新たな成長モデルの創出が問われていると考える。

着目銘柄

個別銘柄ではアイスタイル(3660)に着目する。独自の体験型大型店舗の開発によりリテール事業の好調が続いているほか、足元ではリテール事業との連携、専門店としてのプレゼンス向上によって広告ソリューションの受注も強まっている。また、連携するメディアと小売が有する膨大な顧客データはAI プラットフォーム実装フェーズにおける新たな強みとなろう。

(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：売上高は順調に推移しているが、コスト増は続いている

業績好調企業と不振企業の差が出てきた

2月決算上場外食企業18社の26.2期3Q(9-11月)営業利益は前年同期比10.9%減、3月決算上場外食企業43社の26.3期3Q(10-12月)営業利益は同27.7%増であった。2月決算企業では8社が営業増益、10社が営業減益、3月決算企業では24社が営業増益、19社が営業減益だった。コロナ禍から数年が経ち、業績が好調な企業と不振な企業との間で差が開きつつあると言える。多くの企業に共通しているのは、食材費の上昇による粗利益率の悪化である。特に、2月決算企業は居酒屋チェーンの比率が高いが、ビールの値上げによる影響を大きく受けた。

(図表6) 上場外食企業2月決算と3月決算の25年度3Q業績動向

	売上高	営業利益	純利益	四半期毎営業利益増減率		
				25年度1Q	25年度2Q	25年度3Q
2月決算上場外食企業18社合計	5.8%	-10.9%	-10.7%	3.6%	2.5%	-10.9%
3月決算上場外食企業43社合計	11.5%	27.7%	18.9%	16.4%	-2.2%	27.7%

(注)2月決算の3Qは9-11月、3月決算の3Qは10-12月が対象。前回よりも対象企業が変化しており、数字も遡及修正

(出所)会社公表資料

商品開発力が強い会社が業績好調であった

3月決算企業で好調だったのは、サンマルクHD(3395)、トリドールHD(3397)、ゼンショーHD(7550)、幸楽苑(7554)、ハークスレイ(7561)、コロワイド(7616)、モスフードサービス(8153)、松屋フーズHD(9887)であった。この8社の営業利益増加額合計は121億円となり、43社の同118億円を上回った。メニュー開発力の強化により消費者の支持を得たことで、客単価上昇から客数増加、そして営業利益増加という好循環を実現した。

消費減税も、消費者は外食での体験価値を評価

飲食料品の消費減税がクローズアップされている。飲食料品の消費税が下がると、外食需要が落ち込むという見方が一般的である。しかし、ラーメンを例にとると、インスタントラーメンや冷凍ラーメン、チルドラーメンは、スーパーで比較的安く販売されているにもかかわらず、ラーメンチェーンの売り上げは堅調に推移している。消費者は価格の高いラーメン店で食事をする体験価値(内外装を含む雰囲気や提供・片付けなどのサービス)を評価していると考えられる。

牛丼チェーンや焼き肉チェーンには飲食料品の消費減税の影響は軽微と予想

また、単身世帯の場合、外食のほうがトータルの費用が安く済むというケースもあり、牛丼チェーンなどには飲食料品の消費減税の影響は軽微とみている。焼き肉の場合も、スーパーなどで肉を購入して自宅で調理することも可能だが、肉の種類の豊富さや肉以外のメニューの充実、料理後の「におい」の問題などから、消費減税の影響は軽微とみられている。

食品：原材料等のコスト上昇は継続、値上げ以外の戦略の有無が評価の分かれ目

決算は玉石混交

食品会社の決算は、良い印象と厳しい印象の玉石混交であった。大半の食品会社が、原材料価格等のコスト上昇が継続しているとコメント。海外では価格競争も起こっており、海外での売上高の伸び悩みも散見された。

原材料価格等のコスト
上昇の継続性を把握

原材料価格等のコスト上昇の継続性について、(1)企業物価指数、(2)消費者物価指数、(3)家計調査における消費者の食料品への支出推移を比較することで、値上げ圧力の継続や消費者の価格改定への追従傾向を把握できると考える(図表7)。

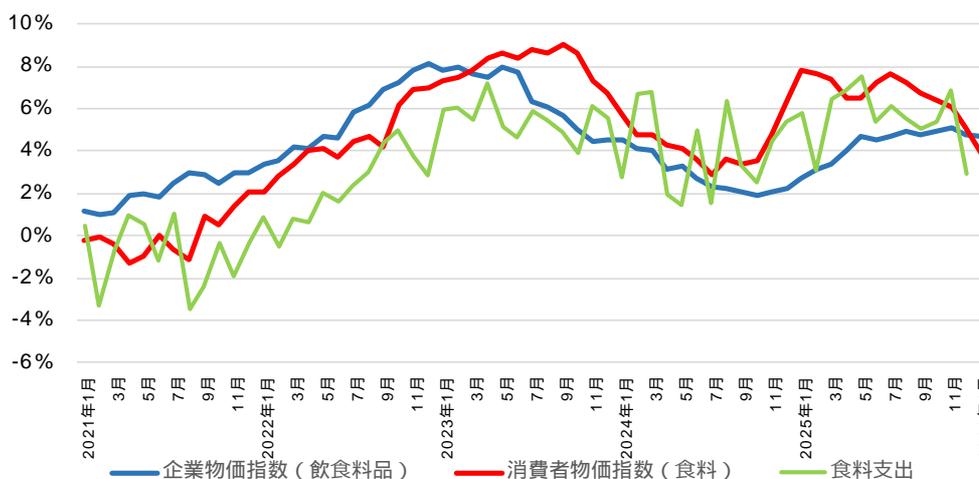
企業間での値上げ圧力
が高い

企業物価指数は、消費者物価指数に比べて原材料等の価格上昇に対する感応度が高いと考えられる。消費者物価指数では、企業が消費者の買い控えを想定して価格改定に慎重になるためだ。1月の企業物価指数(飲食料品)(速報値)は前年同月比4.7%上昇、消費者物価指数(食料)は同3.9%上昇と35か月ぶりに企業物価指数が消費者物価指数を上回った。企業間での値上げ圧力が高いことを示唆していると考えられる。

消費者物価指数を下回
る実質賃金上昇率

一方、12月の実質賃金は前年同月比0.3%増となったものの、2025年は前年同月比プラスとなった月が7月と12月の2か月のみである。12月の実質賃金の上昇率は、消費者物価指数の前年同月比3.9%上昇を下回っており、消費者にとっては極めて厳しい状況である。12月のエンゲル係数は30.7%となり、2000年1月以来、月次でみて最高水準となった。

(図表7) 企業物価指数、消費者物価指数、食品支出の前年同月比推移



(注) 2026年1月の企業物価指数は速報値
(出所) 日本銀行「国内企業物価指数」、総務省統計局「消費者物価指数」、総務省統計局「家計調査」より、いちよし経済研究所作成

食品会社が業績を拡大するために必要な戦略

このように、消費者の購買行動に限界が感じられ、さらに原材料等の価格の値上げ圧力が残っている中、食品会社が業績を拡大するにはどのような戦略が必要なのだろうか。当研究所では、食品会社に求められる施策として、原材料等のコスト上昇を理由に価格改定に依存するのではなく、(1)高付加価値製品の構成比引き上げ、(2)新製品の開発と販売、(3)調達先や生産体制の見直しによる生産性の向上、(4)競合他社の少ないエリアへの積極的な進出(ブルーオーシャン戦略)といった施策の展開が業績を左右すると考えている。各社の独自性を活かした積極的な施策の展開は、喫緊の課題であり投資対象としての評価を分けるポイントとなるだろう。

着目銘柄

着目銘柄としては、ブランド製品構築と国内の国際空港での積極的な出店により数量増とマージン増加を狙う寿スピリッツ(2222)、米国子会社を完全子会社化するなど営業増益にフォーカスした抜本的な構造改革に踏み切った亀田製菓(2220)、国内香辛料トップシェアとなったノウハウを活かして海外での売上高増加を狙うアスビー食品(2805)を挙げる。

(図表8) 食品の消費支出の変化

(単位:円)	2000年		2010年		2020年		2024年		2025年		
				2000年比		2000年比		2000年比	金額	2000年比	2024年比
消費支出	3,797,915	3,482,929	-8.3%	3,325,743	-12.4%	3,593,264	-5.4%	3,768,006	-0.8%	4.9%	
食料品支出	885,078	810,761	-8.4%	914,791	3.4%	1,017,769	15.0%	1,077,050	21.7%	5.8%	
エンゲル係数	23.3%	23.3%	0.0%P	27.5%	4.2%P	28.3%	5.0%P	28.6%	5.3%P	0.3%P	
穀類	87,129	76,471	-12.2%	79,827	-8.4%	86,479	-0.7%	102,250	17.4%	18.2%	
魚介類	103,622	76,774	-25.9%	74,495	-28.1%	71,727	-30.8%	72,974	-29.6%	1.7%	
肉類	78,076	73,639	-5.7%	96,978	24.2%	97,335	24.7%	100,612	28.9%	3.4%	
乳卵類	44,910	39,091	-13.0%	49,154	9.4%	51,587	14.9%	55,062	22.6%	6.7%	
野菜・海藻	107,862	99,028	-8.2%	110,572	2.5%	110,407	2.4%	115,275	6.9%	4.4%	
果物	36,697	30,370	-17.2%	36,190	-1.4%	38,189	4.1%	40,573	10.6%	6.2%	
油脂・調味料	38,449	38,448	0.0%	46,762	21.6%	48,197	25.4%	49,738	29.4%	3.2%	
菓子類	58,442	60,705	3.9%	74,904	28.2%	89,672	53.4%	96,018	64.3%	7.1%	
調理食品	95,754	96,128	0.4%	128,732	34.4%	151,469	58.2%	158,855	65.9%	4.9%	
飲料	42,257	44,779	6.0%	58,222	37.8%	65,527	55.1%	68,832	62.9%	5.0%	
酒類	43,818	38,412	-12.3%	44,301	1.1%	42,965	-1.9%	43,508	-0.7%	1.3%	
外食	148,063	136,916	-7.5%	114,652	-22.6%	164,218	10.9%	173,355	17.1%	5.6%	

(注) 1世帯二人以上、うるう年(2000年、2020年、2024年)の2月は28日へと換算

(出所) 総務省統計局「家計調査」より、いちよし経済研究所作成

学習塾：26年4月から高校授業料や給食費無償化が恩恵となるか

上場学習塾企業の業績は堅調に推移

学習塾上場12社の業績は直近四半期（10-12月、9-11月）も堅調に推移し、前年同期比で13%営業増益と前四半期の同8%営業増益から伸びが加速した。夏休み明けから受験期に向かう時期で、高校生では大学受験の推薦や総合選抜にて進路が決定した利用者の退塾が増える季節性が定着してきた。一方、小学生、中学生では、塾によって在籍生徒数に格差が広がっている。各社とも値上げで人件費、家賃など費用増の吸収を図っている。リソー教育（4714）は投資回収の進展で増益転換し、スプリックス（7030）は主力の「森塾」の値上げや在籍生徒数の増加、先行投資の一巡で増益率が高まった。明光ネットワークジャパン（4668）は明光義塾の立て直しが進捗し、地方で残存者利益の確保が進むなど活性化してきた。

教育費無償化政策は追い風となる

26年4月より高校授業料無償化の所得制限撤廃や給食無償化などの政策が掲げられ、家庭学習の教育費増加で通塾や習い事消費の拡大が期待される。ただし、私立校志向の高まりや公立校では上位校への挑戦が増えることも想定され、学習塾によって利用状況に差が出る可能性がある。

コスト増加環境から価格改定と集客力が成長持続のカギとなる

賃金や家賃の上昇など、物価高による価格改定の必要性が高まっている。価格改定後の集客維持には、顧客満足度を価格に見合うレベルで確保することが重要になるだろう。ナガセ（9733）は、難関校での高い合格実績を背景に生徒数を増やしており、東進ハイスクール・衛星予備校にて2025年春に続き、2026年春も値上げを予定する。また、スポーツ事業やビジネススクール事業の拡大による業績拡大も期待されており、27.3期以降の配当政策にも注目したい。

（図表9）上場学習塾12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	前年同期比 （％）	変化額 （百万円）
ナガセ	(9733)	3月	17,270	+19%	2,624	+13%	+310
学研HD(教室・塾事業)	(9470)	9月	12,168	+0%	169	4倍	+127
早稲田アカデミー	(4718)	3月	9,248	+7%	816	-8%	-70
スプリックス	(7030)	9月	9,749	+12%	1,531	+31%	+360
リソー教育	(4714)	2月	8,504	+4%	878	+31%	+208
明光ネットワーク	(4668)	8月	6,027	+6%	496	+21%	+87
京進	(4735)	5月	6,414	+1%	10	黒転	+109
市進HD	(4645)	2月	4,313	0%	-57	-	+23
学究社	(9769)	3月	3,534	-4%	980	+0%	+4
ステップ	(9795)	3月	4,549	+1%	1,634	-2%	-31
秀英予備校	(4678)	3月	2,951	+0%	387	+7%	+26
早稲田学習研究会	(5869)	3月	2,030	+1%	653	-1%	-5
12社合計			86,757	+6%	10,121	+13%	+1,148

（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：依存症対応の規制により競技間で影響差が生じる可能性あり

オンラインカジノの取り締まりは公営ギャンブルには恩恵となる

2025年9月25日のオンラインカジノ(OL)規制法(ギャンブル等依存症対策基本法の一部を改正する法律)の施行により、約1.2兆円規模が流動化した。こうした動きもあり、秋以降、公営ギャンブル各競技の賭け金売上高は堅調に推移している。競輪は、民間ポータルを活用したことで顧客単価の上昇や新規ファン層の開拓に最も成功し、高い成長率を記録した。競艇も、独自のプロモーション施策が功を奏し、売上が伸びた。一方、地方競馬は、不測の馬感染症や天候の影響で全体的に伸び悩んだ。

地方競馬「SPAT4」のシェアが上昇した

地方競馬はネット投票比率が9割を超えているが、2025年は東京都競馬(9672)が関与する「SPAT4」のシェアが上昇した。楽天競馬、オッズパーク、中央競馬系の投票システムでは、一部運営者のポイント還元引き下げや利便性低下でシェアを落としたことが要因とみられる。

ポイント還元規制が賭金に影響を与える可能性あり

26年の公営ギャンブル市場は堅調な推移が期待される。パチンコ・パチスロは、OLの封じ込めに加え、スマスロやラッキートリガーなど新たな動きが一巡したことで相対的な優位性があるためだ。しかし、26年2月以降、ギャンブル依存症対策として監督当局が利用者優遇に制約を課したため、還元率を見直す動きが強まっている。競輪は特にポイント還元を積極的に行ってきたため、反動が懸念される。一方、地方競馬は還元変更の影響が小幅であること、中央競馬や競艇は公式サイトでのみネット投票に対応しておりポイント還元がないことから、影響は小さいと予想される。また、地方競馬は昨年不測の事態で減少した開催日数が回復傾向にあるため、堅調な推移が予想される。

(図表10) 公営ギャンブル売上高推移

(単位：百万円、%)

	地方競馬	伸び率	競輪	伸び率	競艇	伸び率	中央競馬	伸び率
23/1-3	254,424	+2%	281,346	+25%	608,025	-4%	23/1-3	-2.7%
23/4-6	272,135	-1%	279,478	+6%	578,787	-5%	23/1-6	-0.4%
23/7-9	259,353	-1%	278,247	+6%	585,079	-1%	23/1-9	+0.5%
23/10-12	287,568	+3%	306,821	+9%	622,454	+2%	23/1-12	+0.7%
24/1-3	269,808	+6%	324,752	+15%	635,693	+5%	24/1-3	+9.5%
24/4-6	283,083	+4%	310,516	+11%	606,799	+5%	24/1-6	+4.0%
24/7-9	264,825	+2%	314,844	+13%	626,100	+7%	23/1-9	+3.1%
24/10-12	303,288	+5%	344,022	+12%	652,948	+5%	23/1-12	+1.2%
25/1-3	277,520	+3%	358,862	+11%	636,935	0%	25/1-3	+4.9%
25/4-6	293,345	+4%	363,814	+17%	631,696	+4%	25/1-6	+4.7%
25/7-9	267,428	+1%	374,205	+19%	650,914	+4%	25/1-9	+3.2%
25/10-12	309,179	+2%	405,679	+18%	692,789	+6%	25/1-12	+5.5%

(出所) 各競技の協会公表データより、いちよし経済研究所作成

医療・介護系 IT サービス：医療機関、介護事業者の IT 投資は拡大傾向

医療機関、介護事業者の投資は拡大傾向が強まる

25 年 10-12 月期において、医療介護ソフトの SaaS（クラウド）プレーヤーの業績拡大が続いた。医療機関や介護事業者の IT 投資やクラウドサービスの利用は、医療 DX 戦略の政策が後押しとなり、増加傾向にある。2024 年から 2025 年末にかけて、医療機関、調剤薬局、訪問看護でのオンライン資格確認システムの導入が進み、2025 年末にはマイナンバー保険証への切り替えが完了した。また、電子処方箋の導入や、2030 年までに電子カルテを医療機関に 100% 導入する政策が推進されていることや、補助金導入を背景に、IT 投資は活発化している。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した。医療現場の IT 化や DX 推進が求められる環境に変わりはなく、今後の全体的な IT 投資は活発に継続すると予想される。2026 年の診療報酬改定で訪問看護事業に ICT 活用の加算が複数設定されたことも、この分野のシステム需要を後押ししよう。

Claude Cowork の登場が株価を下押しも、過剰反応と考える

2026 年 1 月中旬に、米国 Anthropic 社の生成 AI ツール「Claude Cowork」が登場。代替リスクに対する懸念から、「SaaS の死」が株式市場のコンセンサスとなり、SaaS 関連企業やソフトウェア開発会社、システムインテグレーターの株価が幅広く下落した。医療、介護分野では利用者のセンシティブな情報を活用し、高い情報処理の精度がないと成り立たない構造であることに加え、現場がこうしたツールを自立的に活用できる環境も整っていない。このため、かなり行き過ぎた反応と考えている。

クラウドプレーヤーの業績は好調が続く

訪問看護向けクラウド専門の eWell（5038）は、25.12 期 4Q（10-12 月）で前年同期比 29% 増収、9% 営業増益と先行投資で増益率が鈍化も、契約数の増加、退会率が改善した。顧客単価上昇傾向にも変化はなく、アウトソーシング BPaaS 利用増加や AI 看護計画・看護報告の利用の増加が寄与した。26.12 期通期計画は、営業利益 19.2 億円（前期比 25.4% 増）とした。新サービスの「AI 訪問ルート・計画」は利用事業所のすそ野拡大を目的に無料試用期間を延ばし、課金開始を 26 年 1 月から同年 7 月に変更した。

カナミックネットワークは AI 活用の新サービスで成長加速を狙う

医療介護保育、公的機関向けクラウドサービスを提供するカナミックネットワーク（3939）は、26.9 期 1Q（10-12 月）は、前年同期比 26% 営業増益と伸びが加速した。カナミッククラウドの契約数拡大、AI 活用の新サービスの利用拡大で単価が上昇した。子会社でのフィットネス運営、システム開発事業の収益が拡大したことも寄与し、25 周年記念イベントや展示会出展費用などを吸収した。今後、AI 活用システム 100 種類投入で利便性向上と単価上昇を図っており、利益モメンタムの上昇に着目したい。

医療ビッグデータの利活用：高成長が続く

製薬会社向けは取引の拡大が続いた

2025年10-12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21%増収、同49%営業増益と高成長が続いた。ヘルスビッグデータ利活用事業では、主力のインダストリー分野で製薬会社向けの成長がやや鈍化も、生損保向けの復調や異業種の急拡大が貢献した。エムスリー（2413）は、一時的な金融収益により高増益率となったものの、メディカルプラットフォーム事業は同16%増収、同7%部門増益と成長が鈍化した。メディカル・データ・ビジョン（MDV、3902）は、データ利活用事業の復調から増益率が拡大した。

非上場化の流れと新たな事業参入

MDVは、日本生命の完全子会社化を企図したTOBにより、上場廃止に向けて進んでいる。TOB価額が公表直前の終値の3.7倍と、大幅なプレミアムが付与されたことで、医療ビッグデータを持つ価値が再認識された。医師の会員基盤を持つメドピア、ケアネットは既に非上場化されており、上場プレイヤーが減少する見通しだ。医療情報システム企業のファインデックス（3649）は、2025年10月に内閣府より次世代医療基盤法に基づく「認定医療情報等取扱受託事業者」に認定された。同社は、大学病院など大規模病院の電子カルテデータの取り扱いで市場参入することを表明している。

電子カルテや付随する健診データに主戦場が移る可能性

2026年1月中旬、米国Anthropic社の生成AIツール「Claude Cowork」が登場したことで、ソフトウェア産業の株価が下落し、その煽りを当該セクターも被った。医療業界では、AIの活用においても正確さとセキュリティが最重要であるほか、AIの活用にも大規模なデータベースがないと機能しないことから、代替されるリスクは小さいと考えられる。今後、これまでのレセプトデータを中心とする活用フェーズから電子カルテや付随する健診データに主戦場が移る可能性があり、その対応が中長期的な成長を左右する可能性があると考えられる。

(図表11) データ利活用企業の直近決算

(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	前年同期比
エムスリー	(2413)	3月	93,510	+15.9%	26,354	+24.8%
JMDC	(4483)	3月	13,408	+21.1%	3,742	+49.0%
メディカルデータビジョン	(3902)	12月	1,889	+6.1%	254	+77.6%
3社合計			108,807	+16.3%	30,350	+27.7%

(出所) 各社決算短信よりいちよし経済研究所作成

半導体装置・材料：受注回復が鮮明化、出遅れ企業の在庫調整完了タイミングに注目

市況変動要因や受注増など特徴的な動き

25年10-12月期決算では、いくつかの特徴的な動きがあった。1点目はミナトホールディングス(6862)に代表されるDRAM価格高騰が利益増に繋がるようなケースであり、市況変動影響という意味ではプラチナ系希少金属を取り扱うフルヤ金属(7826)にも近い動きが見られた。一方、半導体設備投資関連については、製造装置パーツ・加工関連企業で受注増の動きが見られた。具体的にはトーカロ(3433)、PILLAR(6490)、バルカー(7995)などであり、26年1-3月以降と想定していたタイミングが早まった形である。

半導体製造装置関連ながら明確な業績変化がなかった企業

一方、半導体製造装置関連企業ながら、長野計器(7715)やアパールデータ(6918)に明確な業績変化はなかった。いずれも顧客側で製品在庫を多く有していることが要因と推測され、少なくとも26年1-3月での大幅改善は期待し難いとみられる。しかし、関連各社の半導体設備投資意欲の高まりを考慮すれば、27.3期中には回復の動きが生じる可能性が高いと当経済研究所では考えている。これら2社はバリュエーション面で同業他社に劣後しており、27.3期での回復可能性という面に着目するのは有効かと思われる。

トーカロと関東電化工業に着目

注目している企業は、前述の流れからのトーカロと、個別要因で回復局面入りが鮮明化している関東電化工業(4047)の2社である。トーカロは半導体製造装置部材の被膜(溶射加工)を主力とする企業で、東京エレクトロン(8035)など国内外の製造装置メーカーとの結びつきが強い。また米国アリゾナ州に新会社を設立するなど、海外メーカーの深耕にも積極的である。半導体微細化ニーズに応えられる加工技術を持ち、半導体設備投資の中長期的な拡大に沿った収益成長が期待出来るだろう。関東電化工業はエッチングガスを中心とする特殊ガスメーカーであり、25年10-12月業績は2025年8月の火災影響からの回復に加え、フラッシュメモリメーカーからの需要回復の動きが見られた。また電池材料で米国で引き合いが強まっている点は、27.3期に向けた明るいニュースと言えよう。

半導体検査関連：AI サーバー搭載 GPU 向けなど半導体検査ニーズは高まっている

AI 半導体向け受注拡大が見込まれる

AI サーバーに搭載される GPU など高性能半導体の需要が引き続き拡大している。GPU はチップサイズが大きく、高価であるが、その性能検査においても重要性や難易度が増している。このため金型技術や微細加工技術に優れた日本メーカーの中には、半導体検査治具（プローブ、ソケットなど）で世界的な実力を有する企業が多く、AI 半導体向けに受注拡大が見込まれる。また半導体検査受託企業にも商機が広がっている。

AI サーバー搭載 GPU 向けなどが好調

エンプラス（6961）は、バーンインソケット（125～180 の高温で加熱し、耐久性等信頼性を加速試験）で世界トップ級。26.3 期 3Q（10-12 月）の Semiconductor 事業は売上高 71.66 億円（前年同期比 92.1%増）、営業利益 18.80 億円（同 21.6 倍）と大幅な増収増益となったが、AI サーバー搭載 GPU 向けや車載 SoC（システム・オン・チップ）向けなどが拡大した。会社側は同通期予想を Semiconductor 事業中心に上方修正したが、27.3 期も既存分野の拡大に加え、ハイパースケーラー向け ASIC（特定顧客向け半導体）用の本格化が期待され、業績拡大局面が続くと予想される。

最先端分野の付加価値製品が業績回復を牽引

ヨコオ（6800）は、CTC 事業においてテストソケットなどの半導体検査治具を手がけているが、同事業の 26.3 期 3Q 実績は、売上高 54.35 億円（前年同期比 36.8%増）、営業利益 12.45 億円（同 7.2 倍）と生成 AI 関連の付加価値製品の伸長より大幅な増益となり、利益回復を牽引した。CTC 事業の代表的な製品は、超極細コンタクトプローブ（半導体に接触して検査する一番先端のピン状部品、最も細い製品で直径 0.015mm）だが、超精密加工技術に加えて製造プロセス技術や高周波技術などが強みとなり、最先端分野の半導体検査に使われていると見られる。

サーバー向け製品や AI 関連製品が拡大

テラプローブ（6627）は、半導体テスト（ウエハテスト及びファイナルテスト）工程受託専業で、台湾子会社の TeraPower Technology 社が主力。従前は半導体メモリ、また直近では車載用半導体の検査受託が中心だったが、現在はサーバー向け製品や AI 関連製品が業績拡大を牽引している。25.12 期 4Q（10-12 月）実績は売上高 119.29 億円（前年同期比 32.6%増）、営業利益 29.35 億円（同 2.0 倍）と好調。26.12 期以降も需要拡大は続く見通し。1 月 27 日には台湾子会社による固定資産（土地・建物）の取得を発表するなど、今後の成長に向けた布石を打っている。

アルミ電解コンデンサ：AI サーバー向けに日系関連企業の受注が上向く

AI サーバー電源用での
受注が上向いている

アルミ電解コンデンサは、大容量かつコストパフォーマンスに優れたコンデンサで、民生機器・車載機器・情報機器・産業機器など幅広い分野に使われているが、高付加価値分野では依然として日系企業のプレゼンスが高い。特に AI サーバー電源用では、大電流対応のアルミ電解コンデンサが求められ、同社を含む日系コンデンサメーカーに優位性があると見られる。またアルミ電解コンデンサ向けの部材でも高い市場シェアを握る日系メーカーがあり、それら企業の受注が上向いている。

フィルムコンデンサや
家庭用蓄電池も貢献

ニチコン（6996）の 26.3 期 3Q（10-12 月）実績では、コンデンサ事業が売上高 265.21 億円（前年同期比 5.3%増）、営業利益 12.60 億円（同 5.3 倍）と回復した。主力のアルミ電解コンデンサでは付加価値製品が堅調だったことに加え、フィルムコンデンサの増加が収益性改善に貢献したと見られる。今後も AI サーバー電源用アルミ電解コンデンサの需要拡大が予想されることに加え、家庭用蓄電池システムなど NECST 事業の回復も見込まれ、27.3 期は業績好調が鮮明になると予想される。

データセンター向けも
成長軸の一つと期待

ニッポン高度紙工業（3891）は、アルミ電解コンデンサ用セパレータで世界市場シェア約 7 割（会社側推定）。同セパレータの 26.3 期 3Q 売上高は 33.64 億円（同 18.2%増）と伸長したが、自動車向けやデータセンター向けなどの需要拡大に加え、米子工場の新生産ライン稼働（2024 年 10 月に竣工）も寄与した（前年同期は新生産ラインの初期費用が高んでいたために高い増益率だった）。これまでの自動車（電動化など）向けに加え、データセンター向けも成長軸の一つとして期待できるようになっており、27.3 期は生産稼働率上昇などから 5 期ぶりの過去最高益水準を予想している。

AI サーバー用などリー
ド端子事業が上向き

湖北工業（6524）は、海底ケーブル用アイソレータを中心とする光製品・デバイス事業の世界市場シェアは高く、利益構成比も高いが、もう一方のリード端子事業も上向いている。同社のリード端子事業は、車載用アルミ電解コンデンサ向けなど高付加価値分野に特化をしているが、AI サーバー用など国内顧客向けの需要増加も増加している（車載用などでは海外顧客向けからの引き合いが高まっている）。会社側は、26.12 期通期のリード端子事業で売上高 103.56 億円（前期比 17.7%増）、営業利益 11.25 億円（同 46.8%増）と急拡大を予想している。

生成 AI サーバー用基板材料：2026 年も好調な伸びが予想される

生成 AI サーバー用の多層基板材料メーカーの業績は大きく伸長

今回発表された決算において、生成 AI サーバーの需要拡大を背景として、これらサーバーに組み込まれる多層基板材料を生産するメーカーの業績は引き続き大きく伸長していることが確認された。

第一工業製薬の四半期営業利益は前年同期比 2.4 倍

具体的には、第一工業製薬（4461）の 26.3 期 3Q（10-12 月）の営業利益は前年同期比 2.4 倍の 31 億円に拡大した。1Q（4-6 月）が 17 億円（前年同期比 63%増）、2Q（7-9 月）が 21 億円（同 51%増）と好調であったが、3Q で更に伸びが加速した形である。

多層基板用の低誘電樹脂がけん引役の一つ

けん引役は 2 つあり、一つは生成 AI スマホに搭載され始めた大容量バッテリー（シリコン負極タイプのリチウムイオン電池）向けの接着剤（バインダー）、もう一つが生成 AI サーバーの多層基板に使用される低誘電樹脂である。生成 AI の処理能力向上に伴い、低誘電樹脂には従来以上に優れた特性が求められるようになっている。同社は誘電特性や耐熱性に優れた製品を開発し、この分野で圧倒的なシェアを獲得したとみられる。

四国化成 HD のファインケミカル事業も大幅増益とみられる

四国化成 HD（4099）の 25.12 期の営業利益が前期比 12%増の 108 億円になった。全社ベースでの増益率は際立って高いわけではないが、ファインケミカル事業以外の各事業の収益が悪化したことが理由であり、ファインケミカル事業については極めて高い増益率になったと推察される。

「GliCAP」の売上は年度ベースで 4 倍弱に拡大。また年度後半に一段加速している

その最大のけん引役が、生成 AI サーバーの多層基板の銅配線密着性向上剤「GliCAP」である。GliCAP の 25.12 期の売上は前期比 4 倍弱に拡大した。特に年度後半に売上が加速している模様。GliCAP の需要が拡大している背景として、多層基板に使用される銅箔のグレードが向上し、表面平滑性が高まってきた結果、樹脂との密着性が低下したことが挙げられる（GliCAP により密着性を向上させる）。同社は以前から銅と樹脂の密着技術に基づく防錆剤「タフエース」を製造しており、この領域では高い技術力・開発力を有する。

日本化薬のエポキシ樹脂の販売も拡大

日本化薬（4272）の 26.3 期 3Q（10-12 月）の営業利益は前年同期比 18%減の 57 億円となった。ただしファインケミカルズ部門のエポキシ樹脂の売上は前年同期比で 10%台半ばの伸びになったとみられる。同社のエポキシ樹脂は生成 AI サーバーの多層基板にも使用されているとみられ、その需要拡大の恩恵を受けた形である。

自動車部品：新モデル向けが動き始めた

自動車市場は横ばい圏

2025年の世界の自動車販売台数は前年比4%程度伸びたとみられるが、後半の伸び率はやや減速しており、10-12月には前年同期比で微減になったとみられる。

新モデル投入が動き始めた

こういった状況の中、一部の自動車部品メーカーの業績が直近の四半期決算で上向いてきたことが確認されている。その背景として、自動車の新モデル向けの販売が伸び始めたことが挙げられる。自動車メーカーは欧米や中国などの政府の自動車政策の変更（EVへの補助金カット、将来的な内燃機関車の新車販売禁止の取り止め）を受け、新モデルの投入を控えていたとみられるが、ここにきて再び新モデル投入が動き始めた模様である。

日本精機はトヨタ自動車向けのHUDの受注を獲得

四輪車・二輪車用のメーターの大手メーカーである日本精機（7287）の26.3期3Q（10-12月）の営業利益は前年同期比52%増の33億円に拡大した。もともと二輪車用メーターのインドやブラジルなど新興国での伸びを背景に業績を伸ばしていたが、四輪車用でも同社が世界シェアトップのHUD（ヘッドアップディスプレイ）について、モデルチェンジしたトヨタ自動車（7203）の「RAV4」向けで受注を獲得し、これが貢献し始めた。今後、トヨタ自動車において様々な車種で同社のHUDの採用が増えていくことが期待される。

リヨービも新型EVの電源ユニット向けの販売が拡大

アルミダイキャスト製品を生産するリヨービ（5851）の25.12期4Q（10-12月）の営業利益は前年同期比34%増の46億円に拡大した。アルミダイキャスト製品に関し、日系自動車メーカーの新型EVの電源ユニット向けの販売が拡大した。

JSPは日本に加え、米国でも新モデル向けの貢献が期待される

自動車のバンパーやリアシートなどに使用される発泡プラスチックで世界シェアトップのJSP（7942）の26.3期3Q（10-12月）の営業利益も前年同期比20%増の30億円と好調だった。台湾でのAIサーバー梱包用などの需要が拡大した面もあるが、日本において自動車の新モデル向けの販売が伸び始めた。2026年には米国でも新モデル向けの貢献が期待される。

工作機械：全体として回復傾向であるが生成 AI に絡むものが目立つ

工作機械受注は昨年後半より、海外を中心に回復傾向

日本工作機械工業会によれば、2025 年の工作機械受注は前年比 8% 増の 1 兆 6043 億円と 3 年ぶりに増加に転じた。国内は航空宇宙や造船向けが大きく伸長したものの、自動車向けの低迷により全体として伸び悩んだ。一方、海外は米関税影響による混乱ののち、半導体やデータセンター向けを中心に需要が拡大し、全体の伸びを牽引した（図表 12）。

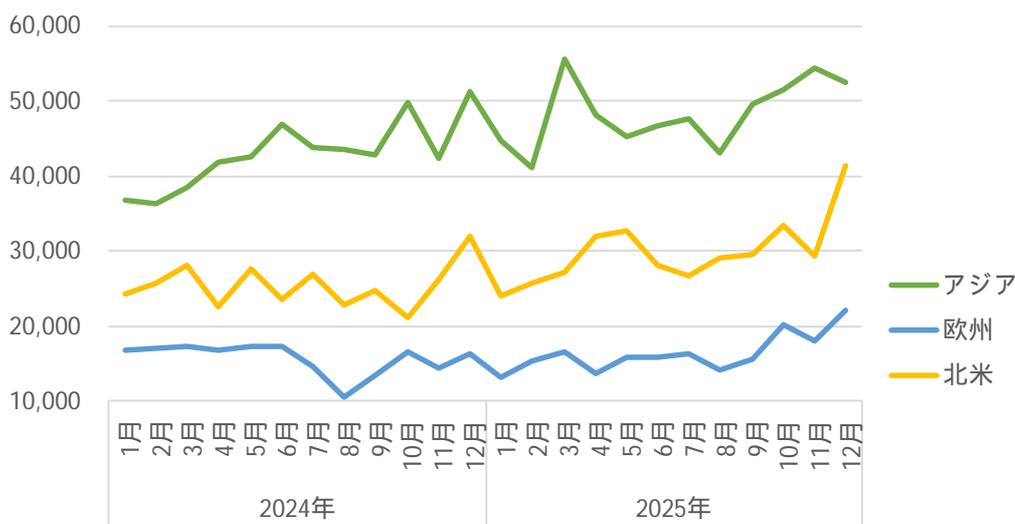
関連メーカーの 2025 年 10-12 月期の決算内容としては概ね良好

このような背景もあり、当研究所でカバーしている工作機械関連メーカーの 2025 年 10-12 月期の業績は、概ね良好な内容であった。ダイヤモンド工具大手であり、半導体向けのウエイトが高い旭ダイヤモンド工業（6140）の営業利益は前年同期比 1% 増の 8 億円と堅調な推移。金属加工用途の鉄板切断機メーカーで造船業界向けに高いシェアを持つ小池酸素工業（6137）の営業利益は同 16% 減の 15 億円となったが、受注高に関しては同 12% 増の 39 億円と回復。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）に関しても、営業利益は同 13% 減の 12 億円であったが、放電加工機の受注台数は同 70% 増の 941 台と大幅増となった。

生成 AI 需要の継続や国内の回復期待からソディックに注目

当研究所では特にソディックに注目する。強い受注の背景として、生成 AI 需要に伴うデータセンターや半導体製造装置及び、電力需要に伴う発電タービンの需要増加による金型・部品加工ニーズの拡大があり、今後も継続が見込まれる。また低迷していた国内では、政府による「大胆な投資促進税制」の創設に伴い、顧客の設備投資回復が期待される。

（図表12）工作機械受注推移（海外：主要地域別） （単位：百万円）



（出所）日本工作機械工業会「工作機械統計」より、いちよし経済研究所作成

建設：ゼネコン、サブコンの業績は総じて順調も、株価の反応に温度差

決算後の株価の反応は
銘柄ごとに温度差

ゼネコン、サブコンの業績は総じて順調で、いちよし経済研究所が11月の決算インプレッションで挙げた10銘柄のうち、7銘柄の26.3期営業利益計画が上方修正された。2Q(7-9月)時点の計画が据え置かれた銘柄についても3Q(10-12月)業績に変調の兆しは限定的と考える。しかし、決算後の株価動向は、決算前の期待ほど好反応がみられた銘柄は多くなく、株価の反応は銘柄による温度差が想定外にあったという印象である。

2026年度以降の持続性
に関心が移りつつある

決算における株価の反応の差は、直近のゼネコン、サブコンの好業績を踏まえて2026年度以降の持続性に関心が移りつつあるためと考える。2026年度の完成工事高に影響する受注残高の増減、2Qから3Qへの増益率の変化、工事採算性の変動といった指標が注目され、一時的な指標の悪化が株価にネガティブ反応した例もみられた。特に2Qから3Qにかけて多くのゼネコンが社員の処遇改善を実施したことで建築原価に計上される労務費が増加し、完成工事総利益率の改善ペースが鈍化したことや、半導体工場関連の大型案件の受注が2026年度に期ズレした影響で、受注高計画の見直したことがネガティブ視されることもあった。建設業を取り巻く環境は引き続き良好で、追い風が続いていることから、決算後の株価の調整が投資の好タイミングと考える。渋谷再開発に係る大型案件が本格化する東急建設(1720)大型案件の受注が順調な高松コンストラクショングループ(1762)ビル空調などの大型案件の増加で高水準の繰越工事高を維持する大気社(1979)に着目する。

(図表13) 主な準大手・中堅のゼネコン、サブコンの26.3期2Q累計、3Q累計業績

企業名	コード	26.3期営業利益(百万円)								12月末受注残高	
		2Q累計	前年同期比	通期計画	前期比	3Q累計	前年同期比	修正計画	前期比	(億円)	前年12月末比
安藤ハザマ	1719	12,076	24.2%	27,100	-23.1%	20,634	7.6%	29,700	-15.7%	6,156	632
東急建設	1720	5,146	-	11,600	31.2%	10,328	3.2倍	13,700	55.0%	5,936	1574
高松コンストラクショングループ	1762	7,879	3.0倍	15,000	30.9%	11,987	75.3%			5,123	483
長谷工コーポレーション	1808	41,333	16.7%	97,000	14.5%	63,831	11.1%			8,543	759
矢作建設工業	1870	7,989	6.2倍	10,000	15.6%	11,964	3.6倍	11,500	32.9%	1,423	-36
東亜建設工業	1885	11,139	18.1%	21,500	4.3%	19,790	20.5%	23,100	12.0%	5,227	290
五洋建設	1893	25,837	71.1%	39,500	82.1%	44,309	3.0倍	50,500	2.3倍	11,901	2240
太平電業	1968	4,821	-20.5%	15,000	15.1%	10,847	11.0%			1,482	276
大気社	1979	10,470	66.9%	19,000	5.7%	15,329	54.4%	21,300	18.5%	2,683	53
日比谷総合設備	1982	3,615	11.7%	7,800	4.6%	6,539	85.3%	9,400	26.1%	1,069	243

(注1) 東急建設の25.3期2Q累計は営業損失のため、前年同期比はなし

(注2) 安藤ハザマ、東急建設、長谷工コーポレーション、東亜建設、五洋建設の受注残高は単体

(注3) 長谷工コーポレーション、日比谷総合設備の12月末受注残高は期末受注残高、3Q累計(4-12月)受注高、売上高をもとにいちよし経済研究所が算出

(出所) 決算短信、会社資料、いちよし経済研究所

物流：事業領域の拡大でオーガニック成長の停滞をカバーする企業に注目

年末の繁忙期の荷動きは盛り上がりには欠けた

25年10-12月の荷動きは、ブラックフライデーや年末の繁忙期にかけて、一定の盛り上がりはあったもようだが、期待を下回る水準であったとみられる。大手物流事業者の決算でも、ヤマトホールディングス（9064）は、物量が想定を下回ったとして、26.3期会社計画を大幅に下方修正した。SGホールディングス（9143）は、越境EC貨物の獲得で物量はプラスだが、既存事業の物量は減少しているもようである。荷動きが鈍い理由として、春先から米国関税政策に振り回され、メーカーが生産計画を立てにくい不透明な状況が続いていることに加え、この数年のインフレで消費意欲が減退し、消費数量の減少がより顕著になっていることが挙げられる。

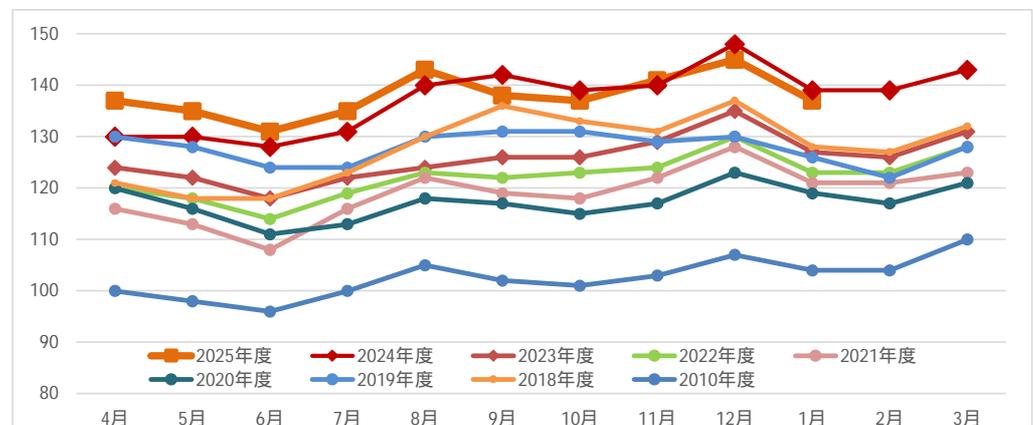
運賃上昇トレンドに不服感が表れている

弱含みの荷動きは、運賃指数にも表れている。図表14のとおり、荷動きの先行指標であるスポット運賃指数は、9月に前年同月を下回る水準に急落し、10月以降も前年をやや下回る水準で推移している。特に、最も繁忙である12月に前年の指数を3ポイント下回っており、この状況を反映してか、年明けから消費が弱いことに言及したコメントが多い印象である。

事業領域の拡大で既存事業の停滞をカバーする企業に注目

事業環境が厳しいため、既存の事業のオーガニック成長を描きにくいことから、事業領域を積極的に拡大する企業の業績は相対的に堅調さを保っている。鴻池運輸（9025）は、26.3期よりインドの請負事業を中心に海外展開が加速しており、国内事業の不調をカバーしている。中国便減便の影響は懸念材料だが、中長期の成長ストーリーには何ら影響はないとみる。ハマキョウレックス（9037）は、運送事業において、特積みから貸し切り輸送に舵を切っており、収益性に変化が表れ始めている。

（図表14）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「求荷求車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

(図表15) 着目銘柄のバリュエーション

社名	コード	市場	株価 (2月24日)	予想 決算期	PER		PBR	
					今期予想	来期予想	前期実績	今期予想
PR TIMES	3922	東ブ	2,340	26/2	13.2	11.7	4.6	3.5
アルファポリス	9467	東グ	1,226	26/3	14.3	13.0	2.6	2.3
ドリコム	3793	東グ	403	26/3	-	12.3	2.5	3.4
アカツキ	3932	東ブ	3,035	26/3	10.4	8.4	1.1	1.0
ボードルア	4413	東ブ	1,718	26/2	22.3	17.8	11.6	8.1
アイスタイル	3660	東ブ	462	26/6	16.8	12.8	2.6	2.3
トリドールホールディングス	3397	東ブ	4,253	26/3	58.7	49.5	4.3	4.0
ゼンショーホールディングス	7550	東ブ	9,883	26/3	36.5	30.9	6.4	5.6
モスフードサービス	8153	東ブ	4,270	26/3	31.4	29.9	2.4	2.3
寿スピリッツ	2222	東ブ	1,986.5	26/3	24.2	21.9	7.6	6.5
亀田製菓	2220	東ブ	4,395	26/3	3.7	16.5	1.2	0.9
エスピー食品	2805	東ス	4,510	26/3	14.3	14.0	1.4	1.3
ナガセ	9733	東ス	2,759	26/3	17.7	16.5	2.3	2.0
東京都競馬	9672	東ブ	5,830	26/12	13.6	12.4	1.6	1.5
カナミックネットワーク	3939	東ブ	526	26/9	18.1	14.7	5.4	4.4
JMDC	4483	東ブ	3,900	26/3	34.5	26.6	3.3	3.0
ファインデックス	3649	東ブ	811	26/12	15.0	13.2	3.6	3.1
トーカロ	3433	東ブ	3,075	26/3	20.8	17.9	3.0	2.8
関東電化工業	4047	東ブ	1,767	26/3	33.8	18.8	1.5	1.5
エンブラス	6961	東ブ	14,700	26/3	26.4	23.2	2.3	2.2
ヨコオ	6800	東ブ	3,335	26/3	25.9	17.3	1.5	1.5
テラプローブ	6627	東ス	9,150	26/12	18.5	15.9	2.1	1.9
ニチコン	6996	東ブ	2,189	26/3	23.3	18.4	1.3	1.3
ニッポン高度紙工業	3891	東ス	4,235	26/3	18.6	16.5	1.9	1.8
湖北工業	6524	東ス	4,285	26/12	30.4	27.8	4.7	4.2
日本化薬	4272	東ブ	1,963.5	26/3	13.5	14.8	1.2	1.1
JSP	7942	東ブ	2,841	26/3	12.8	13.8	0.7	0.7
ソディック	6143	東ブ	1,447	26/12	15.3	13.1	0.8	0.8
東急建設	1720	東ブ	1,569	26/3	15.2	12.3	1.6	1.5
高松コンストラクショングループ	1762	東ブ	3,965	26/3	13.3	12.4	1.0	1.0
大気社	1979	東ブ	3,800	26/3	16.0	16.0	1.7	1.5
鴻池運輸	9025	東ブ	3,555	26/3	12.8	12.5	1.3	1.2
ハマキョウレックス	9037	東ブ	1,955	26/3	15.1	13.9	1.6	1.5

(注) 予想PER、同PBRは2月25日現在の当研究所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。

レポート発表日現在、メディカル・データ・ビジョン(3902、東証プライム)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。ミナトホールディングス(6862、東証スタンダード)は金融商品取引所より信用取引残高の「日々公表銘柄」に指定されています。松屋フーズホールディングス(9887、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。

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. 2026 All Rights Reserved