

洛水研究 12 月刊

日本市场月度研究报告

摘要

洛水株式会社

作者: 喬佳木 キヨウ カボク

电话: +81-03-6820-9615

E-mail: joseph@rakusui.jp

宏观环境: 12月的日本宏观环境呈现出“三不变、一变化”的特征: 经济弱复苏的基本格局未变、通胀高位黏性未变、政策正常化方向未变, 但市场对政策节奏的预期发生了边际调整, 从“短期收紧担忧”转向“中期温和过渡”。

资本市场: 12月日本股市在经历前期快速上涨后进入高位消化阶段, 指数层面呈现震荡偏强走势。在财政刺激预期、外资持续回流及企业盈利预期改善的共同支撑下, 市场并未出现趋势性回落, 板块参与度保持在较高水平。

板块: 科技主线进入高位消化但中期逻辑未变, 政策主线维持稳健支撑, 金融与防御板块成为轮动承接的关键力量。配置上建议以“政策主线 + 金融修复 + 防御底仓 + 精选成长”的四段式结构构建组合

热点追踪: 三菱重工业株式会社

本月阅读: 企业案例阅读精选

报告时间:

2025年12月

一、日本宏观经济与政策动态

1、关键经济数据概览

指标	最新数值 / 最近月份 / 季度	同比 / 环比变动	说明与趋势解读
GDP	-0.40 % (2025年 Q3, 环比)	年化 -1.8 %	日本经济在 2025 年第三季度出现环比收缩，出口与设备投资疲弱仍是主要拖累，四季度改善更依赖财政刺激与外需边际修复。
失业率	2.6 % (10 月)	环比 0.0 ppts	劳动力市场维持偏紧但趋于平台化，就业改善动能有限，对消费拉动作用不明显。
CPI (整体)	3.1 % (11 月)	较 10 月 (3.0%) 上升 0.1 ppts	通胀维持在 3% 上方，服务类价格韧性仍在，核心通胀约 3.1%，价格压力高于央行目标。
PPI / CGPI	2.1 % (11 月)	环比 -0.2 ppts	上游价格继续回落，企业投入成本压力边际缓解，但向下游传导仍有限。
工业生产	103.1 (10 月, 指数)	环比 +0.3 %	工业生产延续修复但斜率放缓，外需改善尚不稳固，资本开支仍偏谨慎。
零售销售	1.9 % (10 月)	同比 +1.9 %	消费温和修复，旅游与餐饮支撑明显，但实质购买力仍受通胀与收入约束。
汇率 (USD/JPY)	¥149.5	较 11 月小幅升值	美元阶段性走弱带动日元技术性反弹，但中期仍处偏弱区间。
长期国债收益率 (10 年期 JGB)	~1.30 %	较上月上升约 0.02 个百分点	市场持续消化央行政策正常化预期，长端收益率高位震荡，收益率曲线维持偏陡。

2、趋势与政策背景

从 12 月最新宏观数据来看，日本经济运行呈现出“增长承压但尚未失速、通胀高位黏性、政策取向前置但节奏克制”的整体格局，经济与政策之间的张力进一步凸显。

1) 在经济趋势层面，三季度 GDP 环比收缩已经得到确认，出口与设备投资疲弱仍是主要拖累因素。虽然工业生产在 9 - 10 月出现连续修复，但修复斜率明显放缓，显示外需改善尚不稳固、企业资本开支仍偏谨慎。就业市场维持低失业率状态，但改善动能趋于平台化，实际工资增长不足使得消费对经济的拉动作用依然有限。整体来看，日本经济仍处于“低增长、弱内需、对政策依赖度较高”的阶段。

2) 通胀方面，11 月 CPI 再度回升至 3% 以上，核心通胀维持在约 3.1% 的高位，显示服务价格和成本传导仍具韧性。尽管 PPI / CGPI 已连续回落，表明上游投入成本压力正在缓解，但向下游与终端价格的传导速度较慢，使通胀回落过程呈现“缓慢而黏性”的特征。这一通胀结构意味着日本已逐步脱离此前的“输入型短期通胀”，而更接近“结构性温和通胀”状态。

3) 在政策背景上，财政与货币政策呈现出明显分工。财政政策方面，政府更倾向于前置发力，通过补贴、投资和产业扶持对冲经济下行风险，尤其是在能源安全、国防、半导体及产业升级领域，政策取向较为明确。货币政策方面，日本央行在通胀仍高于目标的背景下保持谨慎，但并未急于收紧。市场对央行政策路径的共识逐步转向“正常化方向不变，但节奏后移”，即短期内维持现状、在 2025 年末或 2026 年初视数据情况再行调整。

4) 金融市场已经开始提前反映这一政策组合。长端国债收益率在 12 月维持高位震荡，收益率曲线继续偏陡，反映市场对未来政策正常化的预期仍在，但对短期加息的定价已明显降温。汇率方面，美元阶段性回落带来日元技术性反弹，但在美日利差仍然偏大的背景下，日元中期仍处于偏弱区间，尚不足以对出口与盈利结构形成根本性冲击。

3、总结

综合判断，12 月的日本宏观环境呈现出“三不变、一变化”的特征：经济弱复苏的基本格局未变、通胀高位黏性未变、政策正常化方向未变，但市场对政

策节奏的预期发生了边际调整，从“短期收紧担忧”转向“中期温和过渡”。这一背景为风险资产提供了相对稳定的政策环境，也使得股市表现更多转向结构性机会而非指数性单边行情。

SAMPLE

二、日本股市概览

1、概览

指数	参考点位	说明
TOPIX	3,310	TOPIX 在 11 - 12 月维持高位震荡偏强走势，反映财政刺激预期、外资持续流入与本地机构跟进共同支撑，板块广度保持良好。
Nikkei 225	49,800	Nikkei 225 在创历史高位后进入技术性整理阶段，整体仍处强势区间，科技、金融及能源板块继续构成主要支撑。
JPX-Nikkei 400	30,200	质量因子选股指数延续稳步上行趋势，机构资金持续回流至治理改善、现金流稳定的成分股，估值修复进程深化。

总体表现：12月日本股市在经历前期快速上涨后进入高位消化阶段，指数层面呈现震荡偏强走势。在财政刺激预期、外资持续回流及企业盈利预期改善的共同支撑下，市场并未出现趋势性回落，板块参与度保持在较高水平。相较此前以主题驱动为主的结构性上涨，12月市场广度有所改善，金融、能源、公用事业等稳健板块与科技成长板块形成轮动支撑。总体而言，日本股市处于强势后的整理期，趋势尚未被破坏，但波动率上升，市场逐步由单边上涨转向更依赖基本面与政策预期支撑的结构性行情。

2、板块与风格轮动

板块类别	估值状态	说明
AI / 半导体 / 高端制造	高估值溢价 (边际降温)	长期成长逻辑未变，但在高位进入消化阶段，资金由集中配置转向内部轮动与择优持有。
国防 / 能源安全	中高估值	政策确定性仍强，财政刺激预期提供底部支撑，但短期上涨斜率放缓，更偏向稳健配置。
金融（银行/保险）	估值修复延续	长端利率高位震荡、收益率曲线偏陡，有利于息差改善，成为12月重要轮动承接板块。
公用事业 / 传统重资产	估值偏低 (修复中)	高分红与现金流稳定属性在震荡市中受到关注，防御性配置价值上升。
医疗 / 医药	估值中低位 (防御属性)	需求刚性与现金流稳定，在经济不确定性上升背景下成为资金防御性配置选择。
小盘股	系统性折让	治理改善与盈利确定性成为关键筛选因素，个股表现分化

3、资金流向分析

从 12 月的资金流向来看,日本股市的主导力量延续了前几个月的演变路径,但结构上出现了更明显的阶段性变化。整体而言,市场正从“外资单边驱动”逐步过渡到“外资主导、本地机构边际跟进、资金内部轮动加快”的格局。

1) 外资方面: 12 月外资对日本股市仍维持净流入状态,但节奏较 10 - 11 月明显放缓。此前集中流入以科技、AI、半导体为核心的趋势性买盘在高位有所降温,取而代之的是更加偏向结构调整与板块轮动的配置行为。一方面,部分外资在指数创新高后进行阶段性获利了结;另一方面,长期配置型资金仍将日本视为相对受益于弱日元、公司治理改善及政策稳定性的市场,因此并未出现系统性撤离。外资流向的变化从“追逐单一主题”转向“分散配置优质板块”,是 12 月的重要特征。

2) 本地机构资金: 日本本地机构资金在 12 月的存在感明显提升。养老金、保险资金以及部分长期机构在指数高位震荡阶段开始被动加仓或调整组合结构,配置方向主要集中在金融、公用事业、能源、医疗等现金流稳定、分红属性较强的板块。这一变化与此前报告中提到的“本地机构参与度不足”相比,已出现边际改善,表明在市场波动上升、政策路径逐步清晰的背景下,本地机构的风险偏好有所回升,但仍以稳健配置为主,而非进攻型加仓。

3) 本地散户资金: 12 月仍以短线交易和主题轮动为主。与 11 月相比,散户对高波动科技股的追涨意愿有所下降,转而参与防御性板块与中小盘个股的阶段性机会。整体来看,散户尚未形成对指数的持续性增量支撑,其行为更多加剧了板块之间的轮动速度,而非推动指数单边上行。

4) 从板块资金流向结构看,12 月呈现出较为清晰的轮动特征。科技与半导体板块在经历前期集中流入后,资金净流入强度下降,进入高位消化阶段;金融板块受益于利率曲线陡峭化与估值修复,成为承接资金的重要方向;公用事业、能源与医疗等防御型板块获得稳定增量配置,用于对冲宏观不确定性;部分治理改善明显的小盘股获得阶段性关注,但整体仍呈高度分化状态。

4、估值与风险溢价

从估值角度看,12 月日本股市整体仍处于历史区间偏高但尚未失衡的状态,估值结构呈现出明显的分化特征。指数层面,TOPIX 与 Nikkei225 在前期快速上

涨后，对应的整体市盈率水平已由年初的中性区间上移至偏高区间，反映市场已较为充分计入政策稳定性、企业盈利改善以及外资持续配置的预期。但与泡沫阶段不同，目前估值抬升更多来源于盈利预期改善与风险溢价压缩，而非单纯的情绪驱动。

从风险溢价角度观察，日本股市的股权风险溢价（ERP）在12月继续维持在低位区间。一方面，长端国债收益率在政策正常化预期下维持高位震荡，抬升了无风险利率；另一方面，企业盈利预期的改善以及政策不确定性的下降，对冲了利率上行对估值的压制。结果是，风险溢价虽较年中明显压缩，但尚未跌破历史极端低位，表明市场整体仍处于“高估值但可被基本面解释”的状态。

5、市场展望

与10-11月相比，市场所处阶段已从“趋势加速”切换到“高位消化与结构再平衡”。指数在创高后进入震荡区间，市场更依赖盈利兑现与政策落地来维持上行斜率，短期波动率上升而方向性下降，表现为“易涨难追、易跌可接”的典型强势整理格局。

1) 上行推动力：

(1) 财政刺激与产业政策仍是最核心的支撑变量。只要财政方案规模与落地节奏不明显低于预期，政策主线（国防、能源安全、半导体与产业升级）将继续为市场提供底部支撑，并维持结构性机会的延续性。

(2) 资金面仍偏正向。外资对日本资产的中期配置逻辑未被破坏，尽管12月净流入强度较前期放缓，但“撤退式流出”迹象不明显；同时，本地养老金与保险资金在高波动环境下对高分红、现金流稳定板块的配置意愿上升，有助于降低指数下行弹性。

(3) 盈利端的韧性仍在。弱日元环境与企业治理改善对利润预期仍有支撑，若后续指引不显著走弱，市场的估值压力更倾向通过时间与轮动消化，而非快速回撤来完成。

2) 下行推动力：

(1) 政策预期差是最直接的触发点。若财政刺激规模、执行节奏或政策细节低于市场预期，可能引发前期主题板块的集中回吐，并带动指数阶段性回撤。

(2) 通胀黏性与央行政策路径的不确定性仍在。CPI维持3%上方使市场难

以完全排除政策正常化提前或更偏鹰的情形，一旦长端利率出现快速上行，将对高估值成长板块形成再定价压力，进而放大市场波动。

(3) 汇率存在“快速反向”的尾部风险。若美元阶段性走弱叠加日本官方表态升级，日元可能短期快速升值，压制出口链盈利预期并触发风格切换。

(4) 海外风险偏好变化仍是外生变量，美国科技股若出现估值压缩或宏观预期转弱，日本科技与出口链条仍可能被动调整。

综合判断，12月市场更可能呈现“区间震荡偏强、结构机会为主”的运行状态，而非延续11月那样的单边快速上行。投资策略上应从“追趋势”切换为“抓轮动与守回撤”：维持对政策主线与高质量成长的中期配置，但降低单一主题集中度；在金融、公用事业、能源与医疗等防御与价值板块中建立底仓以对冲波动；对高估值科技板块更强调择优与节奏，在盈利兑现与回调窗口中进行分批布局。总体而言，市场趋势尚未被破坏，但需要通过时间换空间，在政策落地与盈利验证后再选择下一轮上行的加速点。

三、本月重点板块分析

12月市场进入高位震荡与结构再平衡阶段后，主线从“单一主题驱动”进一步演化为“政策主线稳住底部、金融与防御承接轮动、科技高位消化择优持有”的组合结构。整体上，本月板块机会不再以全面强势为特征，而更强调轮动节奏、估值与盈利的匹配度，以及政策落地对行业景气的边际验证。

1) AI/半导体/高端制造

仍是中期最具确定性的主线，但12月的关键变化在于“强趋势向高位消化切换”。在经历10-11月外资集中配置与估值快速抬升后，12月板块表现更多依赖盈利兑现与订单指引，资金行为也从“追涨式增配”转向“择优持有与内部轮动”。在全球AI投资周期尚未拐头的背景下，日本半导体设备、材料、先进制造仍处在产业链受益端，长期逻辑并未改变；但短期由于估值已处高位，市场更敏感于美国科技股波动、日元短期反弹以及利率变化带来的估值折现压力。因此，本月在该板块的策略更适合从“广撒网”转向“高确定性龙头+低估值二线补涨”的结构配置，同时降低单一赛道集中度，在财报与指引窗口强化风险管理。

2) 国防/能源安全板块

在12月延续稳健表现，是政策确定性最强的方向之一。与前期的“事件驱动、快速定价”不同，本月板块运行更接近“政策主线托底+估值中高位的趋势延续”。财政刺激与产业政策的预期仍在支撑该板块的中期逻辑，尤其在国防装备更新、能源安全、关键基础设施投资等方向，市场对未来订单可见度的认知不断增强。与此同时，短期上涨斜率放缓，更多表现为震荡上行与轮动承接，这要求配置策略从追逐题材转向围绕“订单确定性、现金流质量与政策落地节奏”进行精选。整体而言，该板块适合以中期持有为主，同时在政策窗口或市场波动放大时进行分批布局。

3) 金融（银行/保险）

12月最具代表性的轮动承接板块之一，其核心驱动力来自收益率曲线偏陡、估值修复与资金偏好变化的叠加。随着长端利率维持高位震荡，银行息差改善与盈利预期上修的逻辑更易被市场定价；保险板块亦受益于利率环境与资产端再配置空间。相较高估值成长股，金融板块在当前阶段具备更好的估值安全边际与风险溢价优势，因此成为外资与本地机构共同增配的重要方向。策略上，金融板块

适合作为组合的“稳健进攻仓”，在指数高位震荡时提供稳定收益来源，并对冲部分成长板块的估值波动。

4) 公用事业/传统重资产板块

在 12 月的地位明显上升，主要源于高分红与现金流稳定属性在波动环境中的相对稀缺。随着市场从趋势行情切换到震荡行情，机构资金更倾向于增加防御底仓，公用事业、电力燃气、部分传统重资产企业的估值修复因此加速。能源安全政策与价格传导机制改善也为该板块提供了中期支撑。需要强调的是，这一板块的机会更多来自“风险溢价再定价”而非高增长预期，因此适合以稳健配置为主，重点关注治理改善、资本纪律提升与分红政策明确的公司。

5) 医疗/医药板块在本月呈现稳健的防御型表现，是在经济不确定性上升、市场波动抬升背景下的优质缓冲器。医疗板块的需求刚性、现金流稳定、盈利波动较低，使其在高位震荡环境中获得资金持续配置。同时，日本人口结构趋势与医疗支出长期增长逻辑提供了中长期支撑。相较于公用事业，医疗板块更偏向“低波动+结构成长”的组合属性，适合作为组合中的防御增长配置，用于平滑净值波动。

6) 消费（旅游/航空/零售）

板块本月仍具结构性机会，但内部分化明显。入境消费在弱日元与旅游恢复背景下继续支撑酒店、免税零售、交通出行等子行业，但国内可选消费仍受实际购买力约束，表现相对偏弱。对于该板块，本月更适合以“高景气子行业 + 事件驱动节奏”为主，避免对整体消费板块做一揽子配置。若汇率出现明显反弹，则需警惕入境消费边际降温带来的估值回撤风险。

7) 小盘股

本月仍处于系统性折让之下，但结构性机会与分化进一步扩大。东京证券交易所治理改革继续推动部分公司提升资本效率、提高股东回报，治理改善明显、盈利可见度较高的小盘个股获得资金关注；但在整体资金偏谨慎的环境下，难以形成全面性小盘行情。策略上，小盘股更适合“自下而上精选”，围绕治理改善、ROE 提升、股东回报强化与经营确定性筛选标的，而非通过指数化方式参与。

综合来看，12 月重点板块机会的核心变化在于：科技主线进入高位消化但中期逻辑未变，政策主线维持稳健支撑，金融与防御板块成为轮动承接的关键力

量。配置上建议以“政策主线 + 金融修复 + 防御底仓 + 精选成长”的四段式结构构建组合：政策板块提供中期确定性，金融板块提供估值修复收益，公用事业与医疗降低组合波动，科技板块则以择优与节奏把握为主，等待盈利兑现与估值消化后再提升进攻性。总体而言，本月更强调结构与节奏，而非追求全面进攻。

SAMPLE

四、热点追踪：三菱重工业株式会社

近期，三菱重工业株式会社成为日本市场的核心关注对象，主要源于政策、订单与市场预期的三重共振。

1、热点原因

首先，日本政府持续释放防务与能源安全领域的中长期投入信号，防卫预算扩张方向明确，相关政策讨论不断强化市场对国防装备与系统工程需求长期化的判断。作为日本最核心的防务与高端工程承包商之一，三菱重工被市场视为“政策落地的最直接受益者”，其股价表现也成为衡量政策预期是否被持续定价的重要风向标。

其次，在能源领域，日本在“能源安全优先”的前提下推进能源转型，对高效火电、核电相关设备、氢能与碳捕集（CCUS）等技术的需求上升。三菱重工在这些领域拥有深厚技术积累与项目经验，使其在政策与产业讨论中频繁被提及。与纯新能源概念不同，三菱重工的优势在于能够提供“系统级解决方案”，这一特征在当前全球能源不确定性上升的背景下尤为突出。

最后，资本市场层面，随着日本股市进入高位震荡阶段，资金从高估值成长板块向政策确定性强、订单可见度高的标的轮动，三菱重工因此成为外资与本地机构共同关注的核心配置对象，其成交活跃度与资金流向显著提升。

2、财报摘要

決算期	营业收入	同比 (%)	营业利润	同比 (%)	经常利润	同比 (%)	经营性现金流	同比 (%)	总资产变动率 (%)
2021	3,699,946	-8.5	54,081	—	49,355	—	-94,948	—	-3.51
2022	3,860,283	4.3	160,240	196.2	173,684	251.9	285,563	—	6.35
2023	4,202,797	8.8	193,324	20.6	191,126	10	80,888	-71.7	7
2024	4,657,147	10.8	282,541	46.1	315,187	64.9	331,186	309.4	14.27
2025	5,027,176	7.9	383,198	35.6	374,531	18.8	530,459	60.1	6.43
2026 (E)	4,800,000	-4.6	390,000	1.7	370,000	-1.3	—	—	—
2027 (E)	5,488,000	14.3	450,000	15.3	430,000	16.2	—	—	—

3、数据分析

结合收入、利润与现金流三项核心指标，可以看出三菱重工已从早期的“收入恢复期”逐步迈入“盈利质量改善期”。利润增速持续快于收入增速、经营性现金流转正并扩大、资产扩张节奏趋稳，这三点共同指向公司经营模式正在由传统重工业的高波动特征，向以高端工程、防务与能源系统为核心的中长期稳定增

长模式转变。

表：日本重工龙头横向财务对比（MHI / IHI / KHI）

单位：亿日元

公司名称	营业收入	营业利润	营业利润率	增长与盈利特征
三菱重工 业（MHI）	5,027	383	7.60%	规模最大，盈利中枢持续上移，现金流显著改善，订单可见度高
IHI	1,627	144	8.80%	规模较小但利润率最高，航空发动机与防务业务拉动明显，盈利弹性强
川崎重工 (KHI)	2,129	143	6.70%	规模居中，收入增长稳健，但利润易受汇率与成本波动影响

综合横向财务对比来看，三菱重工在三家日本重工龙头中展现出最强的综合稳定性与中长期确定性。其营业规模显著领先，订单来源覆盖防务、能源与基础设施多个政策主线，使收入与利润对单一行业周期的依赖度较低；同时，近几年营业利润率与经营性现金流持续改善，表明公司已从传统重工业的高波动模式，转向以高附加值系统工程为核心的稳健盈利模式。相比之下，IHI 虽然规模较小，但在航空发动机与防务高端领域具备更强的盈利弹性与利润率优势，适合在景气上行阶段作为进攻型配置；川崎重工则介于两者之间，收入增长稳健，但盈利对汇率与成本波动更为敏感，短期波动性相对较高。整体而言，在当前日本市场由主题驱动向确定性与结构性配置过渡的阶段，三菱重工更符合中长期核心持仓的特征，而 IHI 与川崎重工则更适合作为阶段性或择时配置的补充。

4、对于日本股市的影响

三菱重工在防务、能源与高端工程领域的业务扩张，对日本产业链形成明显外溢效应，受益公司覆盖上游材料与核心部件、中游设备与系统集成，以及下游能源与基础设施运营环节。相关上市公司的共性特征在于订单可见度提升、与国家政策方向高度相关，具备中期配置价值。

表：供应链受益上市公司清单

产业链环节	上市公司名称	主要业务/产品	与三菱重工的关联逻辑	受益方式
上游材料与核心部件	IHI	航空发动机、航空航天系统	与三菱重工在防务与航空领域存在分包与协作关系	防务与航空订单增加带动协同项目需求
上游材料与核心部件	川崎重工	航空航天、舰艇、能源设备	同属日本防务与高端装备体系	防务与能源投资扩大形成产业共振

上游材料与核心部件	日本制钢所	高端钢材、锻件、核电关键部件	核电与重型装备核心材料供应商	能源与核电项目恢复带动需求
上游材料与核心部件	JFE Holdings	钢铁与工程材料	大型工程与基础设施用钢	工程项目增加提升材料需求
中游设备与系统	东京计器	控制系统、精密仪器	防务与工业系统配套	军工与工业系统订单放量
中游设备与系统	SMC	气动与自动化设备	工业系统与装备自动化	高端制造与工程项目扩张
中游设备与系统	横河电机	工业自动化与控制系统	能源与工业系统解决方案	能源系统与基础设施投资受益
下游工程与基础设施	ENEOS Holdings	能源供应与基础设施	能源安全与基础设施建设相关	能源投资扩大带来工程需求
下游工程与基础设施	东京电力控股	电力系统与核电运营	核电设备维护与升级	核电相关工程与设备更新
配套与服务	Mitsubishi Electric	电力电子、控制系统	同属三菱系，系统协同度高	能源与防务系统配套需求
配套与服务	Mitsubishi Materials	工业材料、金属制品	高端制造与工程材料供应	工程项目推进带动材料需求

4、未来三年财务预测

从中期视角看，三菱重工未来三年的财务表现将高度依赖三大因素：防务订单的持续性、能源项目的落地节奏以及公司自身盈利结构优化的进展。

在基准情景下，防务与能源相关订单有望继续支撑收入的稳步增长，整体营收预计维持中个位数至高个位数的年复合增长。更重要的是，随着高毛利业务占比提升，利润增速有望持续快于收入增速，营业利润率存在进一步改善空间。这意味着未来三年，公司盈利中枢有望稳步上移，而非单纯随宏观周期波动。

影响这一预测的关键正向因素包括：日本防卫政策与预算的持续性、能源安全议题在全球范围内的重要性提升，以及三菱重工在系统工程与高端制造领域的技术壁垒。与此同时，弱日元环境也有助于海外项目收益的日元折算，对利润形成边际支撑。

风险因素主要体现在节奏而非方向上。若部分大型项目确认时间延后，可能导致单个财年的收入或利润出现波动；若宏观环境发生明显变化，财政支出节奏调整，也可能对市场预期形成扰动。但在当前框架下，这些因素更可能影响短期表现，而难以改变公司中长期增长路径。

综合判断，三菱重工正处于一个以政策与产业趋势为核心驱动的中长期上升周期。未来三年，其财务表现更有可能呈现“稳增长 + 盈利质量持续改善”的特征，而非传统重工企业常见的强周期波动。这一特征使其在当前日本市场环境中，具备成为长期配置型核心资产的条件。

SAMPLE

五、企业案例阅读精选

1、基本信息

株式会社小野測器 (ONO SOKKI, 6858.T), 主要从事制造和销售测量设备。公司经营三个业务部门。测量设备部门从事各种传感器, 旋转和速度测量设备, 尺寸和位移测量设备, 声音和振动测量设备, 扭矩测量设备, 机动车性能测量设备, 以及由这些测量设备组装而成的分析设备的软件和数据的研究, 开发, 制造和销售。特殊订单测试设备和服务部门为研究, 开发和质量控制, 与声音和振动领域相关的咨询服务, 公司产品的客户服务和工程服务提供特殊的测试设备。其他部门涉及非人寿保险代理, 土地和建筑物管理业务。

股票代码	6858.T
公司名称	株式会社小野測器
英文名称	ONO SOKKI Co., LTD.
所属行业	电气机器
成立日期	1954 年 1 月
上市日期	1983 年 8 月 15 日
注册地址	横浜市西区
员工人数	623

2、关键数据

1) 重要指标

JPY

总市值	72.96 亿	总股本	1220 万
营业总收入	138 亿	每股价格	598
扣非后净利润	8 亿	归母净利润	5.5 亿
流通股比例	%	PE (TTM)	13.9
预测 PER (2026)	12.72	预测 PER (2027)	15.55
PB(MRQ)	0.4	EBITDA	7.75 亿
股息率 (2026)	3.34	股息率 (2027)	3.48%
净负债权益比	0.8	EPS (TTM)	52.8

	预测 EPS (2026)	52.8	预测 EPS (2027)	-	
--	---------------	------	---------------	---	--

2) 同业比较

市场	公司	主营定位	总市值	PE	PB	估值特征解读
日本	小野测器 (6858.T)	声振/NVH/车辆测试	70 亿日元	13	0.4	小市值、低 PB, 盈利波动导致估值长期折价
日本	RION (6823.T)	声学/振动测量	350 亿日元	20	1.5	细分龙头, 稳定盈利享受估值溢价
日本	横河电机 (6841.T)	工业测量与控制	8,000 亿日元	18	2.0	平台型测量龙头, 规模溢价明显
日本	安立 (6754.T)	电子/通信测试测量	4,000 亿日元	25	2.5	高研发、高成长预期, 估值偏贵
美国	Keysight (KEYS)	电子测试测量龙头	400 亿美元	20	6.0	全球平台型龙头, 享受显著估值溢价
美国	Fortive (FTV)	工业测试(Fluke)	650 亿美元	20	4.0	现金流稳定, 复合型工业平台
美国	Emerson (EMR, 含 NI)	自动化+测试平台	550 亿美元	20	3.0	软件化+系统化溢价
中国	普源精电 (688337.SH)	电子测试测量	350 亿人民币	35	4.0	成长预期定价, 估值显著高于日企
中国	鼎阳科技 (688112.SH)	电子测试测量	250 亿人民币	30	3.0	国产替代逻辑, 估值偏高

从横向估值对比看, 小野测器的总市值与估值水平均显著低于全球同业。与日本同业相比, 其市值仅为 RION 的约五分之一、横河电机的百分之一量级; PE 处于行业低端区间, PB 明显低 1, 反映市场对其盈利稳定性与成长性的谨慎定价。与美国测试测量龙头相比, 小野测器在规模、平台化与软件化程度上存在明显差距, 但其估值折价幅度已远超单纯规模差异所能解释。相较中国同业普遍 30 - 40 倍 PE、3 - 5 倍 PB 的成长型定价, 小野测器更接近“资产型 + 周期型”的估值框架。

3、基本面亮点

1) 业务逻辑清晰, 主营业务有着较强的核心竞争力。小野测器是大型数字测量仪器制造商, 在转速表、声学计测仪器和振动计领域处于行业领先地位。客户以汽车行业为主, 并积极向亚洲市场拓展业务。

2) 财务结构稳健, 资产和负债比例健康。上半年, 面向亚洲市场的测量仪器销售低于预期; 但定制试验装置因消化在手订单, 出货量显著增加。HEV (混

合动力汽车) 电机测试装置订单保持高位, 空调测试用声学与振动传感器销售表现良好。下半年业绩明显回升, 带动营业利润大幅增长。HEV 电机测试装置、空调系统声振测试、ADAS 功能评估等新需求, 显著提高了公司产品的技术含量与订单单价, 为中期盈利改善提供支撑。

3) 公司成立于 1954 年, 历史悠久, 经历过非常完成的工业、金融周期, 防御性强。

综合来看, 小野测器具有明显的 PB 洼地, 属于在细分测量赛道具备长期技术积累、深度受益汽车产业升级、但仍处于“小而专、估值偏低”阶段的专业型公司。

4、盘面分析

1) 历史走势

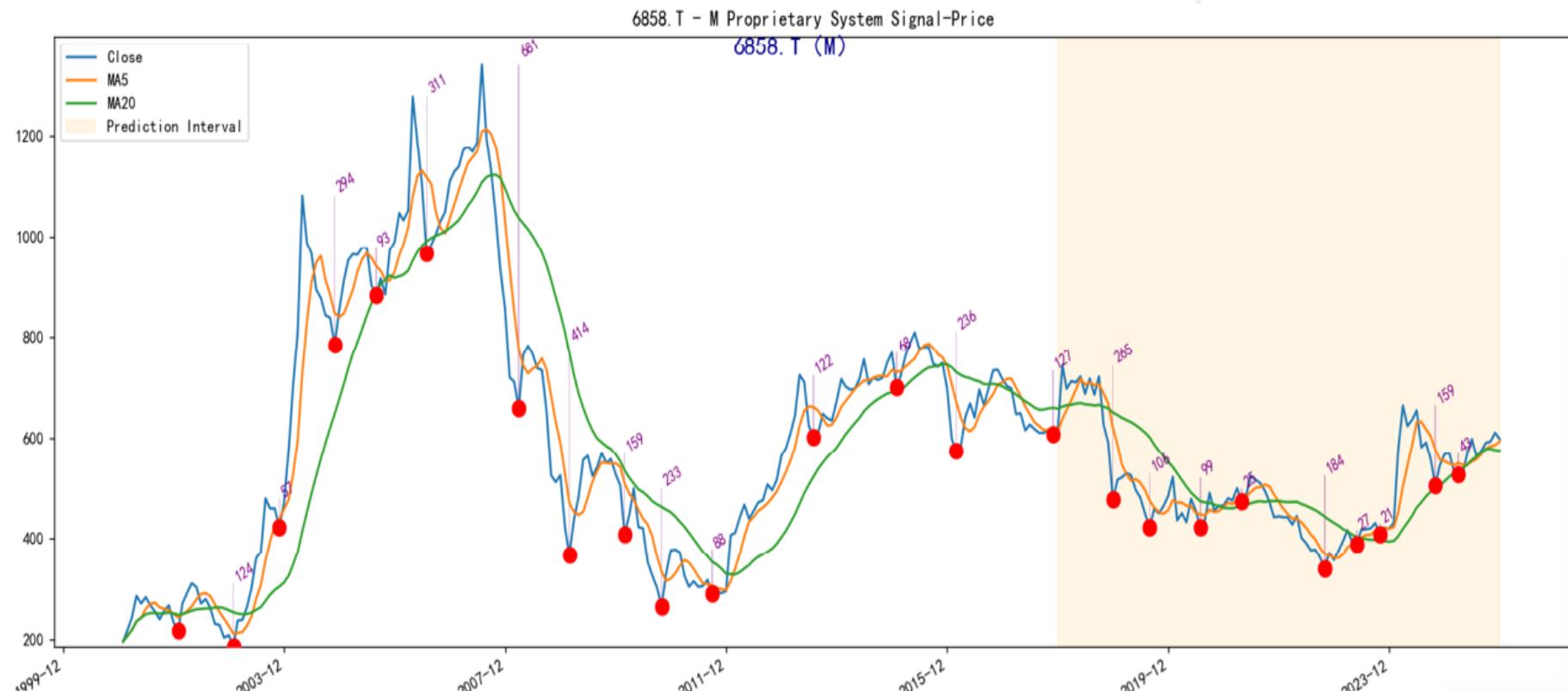


数据来源: 四季报

2) 量化模型

洛水自主研发模型测试结果

图：月线图（上市至今）



5、结论

小野测器是一家在声学与振动测量（NVH）领域具备长期技术积累的专业型测量仪器公司，在转速计、声级计和振动计等核心产品上处于日本领先地位。公司成立时间早、技术路径清晰，在汽车性能测试领域形成较高的专业壁垒，约七成收入来自汽车行业客户，使其能够深度参与整车厂在动力系统、电动化与智能化过程中的测试与验证环节。

从业务结构看，小野测器的核心优势并不止于通用型测量仪器，更体现在面向整车厂的定制化大型试验装置与系统解决方案。通过自建整车级实验设施并强化测试系统集成能力，公司已从单一仪器供应商，逐步向“高附加值测试解决方案提供商”演进。这一转型使其在电动汽车、混合动力汽车（HEV）电机测试、空调系统声振测试以及 ADAS 功能评估等新需求中具备持续受益条件，同时也提高了单项目价值与客户黏性。

财务特征上，公司具有明显的项目型与季节性特征。定制化试验装置交付周期较长，出货时间集中于特定季度，导致业绩在季度层面存在波动。但从中期看，在手订单消化与高端设备占比提升，会带来较强的盈利弹性。近年的经营数据表明，公司在高端设备放量时，营业利润改善幅度明显，显示其盈利能力对业务结构变化高度敏感。

估值层面，小野测器当前处于明显的低估状态。与日本及海外测试测量同业相比，其总市值规模较小，PE 处于行业低端区间，PB 长期低于 1，反映市场对其盈利稳定性、业务集中度以及海外拓展能力仍持谨慎态度。这种定价方式更接近“资产型 + 周期型公司”的估值框架，而尚未充分体现其在 NVH 细分领域的技术优势与中长期需求逻辑。

从风险角度看，公司对汽车行业的高度依赖使其业绩对整车厂资本开支与开发节奏较为敏感；同时，海外（尤其亚洲）市场拓展仍处于推进阶段，短期贡献有限。此外，定制化设备业务的项目型特征决定了业绩波动难以完全消除，这也是估值长期被压制的重要原因。

综合判断，小野测器是一只典型的“小而专、技术导向、被低估的细分行业标的”。

免责条款

本报告中的信息均源于公开资料，作者对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告仅作定向客户的交流分享使用，文中如有提及的包括不限于证券、债券、汇率、衍生品等具体标的，仅为分析方法的举例，不构成任何具体的投资建议。

作者力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述股票、债券、衍生品等标的物的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司和作者不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。