

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## 瑞光

6279 東証プライム市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2026年5月22日(金)

執筆：客員アナリスト

中西 哲

FISCO Ltd. Analyst **Tetsu Nakanishi**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

## 目次

<b>■ 要約</b>	<b>01</b>
1. 会社概要	01
2. 2026年2月期の業績概要	01
3. 2027年2月期の業績見通し	01
4. 中長期の成長戦略と株主還元	02
<b>■ 会社概要</b>	<b>03</b>
1. 会社概要	03
2. 沿革	03
<b>■ 事業概要</b>	<b>05</b>
1. 事業概要	05
2. 外部環境と会社の競争優位性	06
<b>■ 業績動向</b>	<b>08</b>
1. 2026年2月期の業績概要	08
2. 財務状況	09
<b>■ 今後の見通し</b>	<b>11</b>
1. 2027年2月期の業績見通し	11
2. 2027年2月期のポイント	12
<b>■ 中長期の成長戦略と株主還元</b>	<b>12</b>
1. 第4次中期経営計画の概要	12
2. 業績計画	14
3. 株主還元	15

## 要約

### 衛生用品製造機の世界大手、国内シェア90%の技術力を背景に成長領域へシフト

#### 1. 会社概要

瑞光<6279>は小児用・大人用紙おむつや生理用ナプキンなどの衛生用品製造機を開発・設計・製造する専門メーカーであり、1963年の創業以来、半世紀以上にわたり技術革新を積み重ねてきた。オーダーメイド型の機械開発を中核とし、装置供給にとどまらず、製品設計段階から保守・サービス、さらにはリサイクル領域まで顧客を一貫支援するトータルソリューションを提供している点に特徴がある。国内シェア約90%、世界トップクラスの市場地位を背景に、高速・高精度加工技術と大手顧客との共同開発で培った技術力を競争優位の源泉とする。近年はサービス収益の拡大によるビジネスモデルの高度化に加え、メディカルや素材分野への展開、海外拠点の拡充を通じて成長領域を取り込みつつある。さらに、本社工場の集約による開発・生産一体化やM&Aを活用した周辺領域への進出など、事業構造の高度化とグローバル展開を両輪として企業価値向上を図っている。

#### 2. 2026年2月期の業績概要

同社の2026年2月期業績は、売上高21,170百万円(前期比6.1%増)と増収となったものの、工番進捗の遅延により計画未達となった。営業利益は黒字転換したが、親会社株主に帰属する当期純利益は特別利益の影響が大きく、実力ベースの収益力は回復途上にある。背景には、新機種の納期長期化や検収段階での手戻りに伴うコスト増があり、案件管理の精度が収益を左右する構造が浮き彫りになった。製品別では、生理用ナプキンは安定推移、小児用紙おむつは競争激化により伸び悩む一方、大人用紙おむつは前期比18.0%増と大きく伸長し、中核事業としての地位を確立した。特に同分野は技術障壁が高く、価格競争に陥りにくい高付加価値領域であり、今後の成長ドライバーとしての重要性が一段と高まっている。

#### 3. 2027年2月期の業績見通し

2027年2月期の会社計画は、売上高27,000百万円(前期比27.5%増)、営業利益1,780百万円(同993.9%増)と大幅な回復を見込む。売上面では国内・中国向けの回復に加え、2024年に買収したDELTA S.R.L.<sup>※1</sup>の寄与やスパンレース<sup>※2</sup>、防護服など新規事業の上乗せが前提となる。利益面では売上総利益率が19.2%へ改善する計画であり、新機種出荷の正常化、サービス・部品営業の強化、調達改革などが寄与する見通しである。一方で、地政学リスクや大型案件の進捗・検収タイミングに業績が左右される構造は不変であり、計画達成には案件管理と収益性コントロールがカギとなる。2027年2月期は、収益性正常化と新規事業成長の両立を示す転換点と位置付けられる。

<sup>※1</sup> 2024年に買収したイタリアの衛生用品製造機械メーカー。欧州地域の売上拡大や顧客の裾野拡大に寄与している。

<sup>※2</sup> コットンなどの短繊維を堆積させた繊維上にジェット水流を噴射することにより、繊維同士を絡み合わせてシート状に結合させた不織布。バインダー(接着剤)を使用しないため、布のようなソフトな手触りと豊かなドレープ性を持つ。

要約

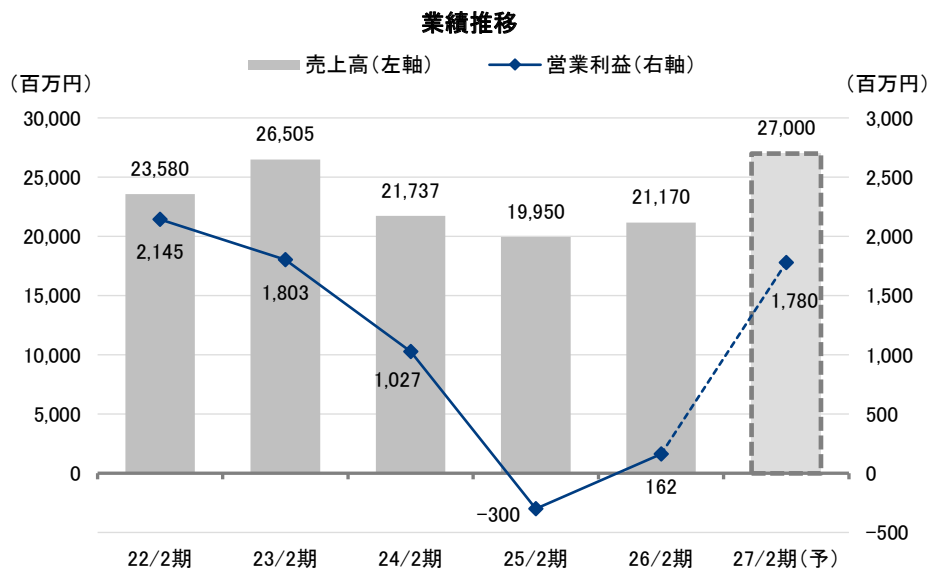
#### 4. 中長期の成長戦略と株主還元

同社の第4次中期経営計画は、2026年2月期から2028年2月期までの3ヶ年を対象とし、既存事業の競争力再生と新規事業の拡大による事業構造転換を基本方針とする。重点戦略は、衛生用品製造機械事業の高付加価値化とサービス強化、新規事業の育成による収益源多様化、迅速な意思決定と人材配置を軸とした組織改革の3点である。業績面では、売上高21,170百万円から30,000百万円への拡大と営業利益率8.1%の達成を掲げ、既存事業は収益性改善を重視しつつ、新規事業を950百万円から8,000百万円へと大幅に伸ばす計画である。すなわち、本中期経営計画は既存事業で安定的に稼ぎながら、新規事業で成長をけん引する構造への転換を目指すものであり、その実現には収益改善と新規事業立ち上げの両立がカギとなる。

また、同社の株主還元は、連結配当性向35%前後を基準とした安定配当を軸に、機動的な還元を組み合わせる点に特徴がある。2027年2月期は創業80周年の記念配当を加え、配当性向は実質41.4%と一時的に上振れする見込みである。加えて自己株取得も活用し、中期経営計画期間では配当と自己株取得に約20億円を配分する方針である。今後も配当性向35%水準を維持しつつ、成長投資と両立した持続的な株主還元が評価の焦点となる。

#### Key Points

- ・ 生理用ナプキンやおむつ製造機などの衛生用品製造機を開発・設計・製造する専門メーカーで、世界トップクラスの地位を確立
- ・ 小児用おむつ製造機は競争激化が進む一方、大人用おむつ製造機は高付加価値領域として競争優位性を維持し、スパンレース事業などの新規事業にも成長期待
- ・ 既存事業でキャッシュを創出し新規事業でトップライン成長を図り、株主還元は配当性向35%を目途



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 衛生用品製造機械専門で培った技術力と 強固な顧客リレーションシップ

#### 1. 会社概要

同社は小児用・大人用紙おむつや生理用ナプキンといった衛生用品製造機の開発・設計・製造を一貫して手掛けるグローバルメーカーである。同社の歩みは1963年に生理用ナプキン製造機の1号機を世に送り出したことから始まり、以来、半世紀以上にわたって創意工夫と技術革新を積み重ねてきた。主な事業は顧客の多様かつ細かなニーズを具現化するオーダーメイド型の機械開発であり、単に生産装置を納入するだけでなく、製品動向に基づいたコンサルティングから導入後の保守、さらには使用済みおむつのリサイクルシステム提供に至るまで、顧客のライフサイクルに寄り添った多角的な支援を展開している。

同社の最大の特徴は、国内シェア約90%を維持し、世界でもトップ3の一角を占める市場地位に集約される。この強固な競争優位の源泉は、素材を1分間に1,000枚という驚異的なスピードで高精度に加工する世界最高水準の技術力と、国内大手メーカーとの密接な連携を通じて形成された顧客志向の企業風土にある。近年では、従来の「機械の売り切りモデル」から脱却し、メンテナンスやアフターサービスを強化することで収益構造を多層化する「トータルサポート」体制への転換を加速させている。また、独自の技術蓄積を基盤としながらも現状に甘んじることなく、メディカル事業といった新規領域への進出や、執行役員制度の導入による経営体制の刷新など、次なる成長フェーズを見据えた組織の若返りとイノベーション創出に注力している。

#### 2. 沿革

同社の沿革は、衛生用品製造機械分野における専門メーカーとしての技術蓄積と、そのグローバル展開の進展を示すものである。1963年の会社設立以降、生理用ナプキンや紙おむつ向け製造機械の開発を軸に事業を拡大しており、1970年代から1980年代にかけては高速化・高機能化を伴う製品開発を継続的に実施している。この過程で、米国Tampax Incorporated (現在はThe Procter & Gamble Company<PG>) からの受注獲得に象徴されるように、同社の技術力は早期に海外顧客からも評価を受けており、技術優位性を基盤とした事業モデルが確立されたと評価できる。

1989年の上場は、こうした技術蓄積と収益基盤の確立を背景としたものであり、その後は国内生産体制の整備と並行して、海外展開を本格化させている。特に2003年の中国拠点設立以降、北米、アジア、欧州、南米へと展開地域を拡大しており、現在ではグローバルに事業基盤を構築している。衛生用品市場は地域ごとの需要特性が強いが、同社は現地拠点の設置を通じて顧客対応力を高め、受注機会の拡大につなげてきた。

瑞光 | 2026年5月22日 (金)  
 6279 東証プライム市場 | <https://www.zuiko.co.jp/ir/>

### 会社概要

近年においては、2021年の本社工場移転により、開発・設計・製造を一体化したマザー工場体制を構築しており、製品開発力と生産効率の向上を図っている。また、2024年以降は(株)COTEXの設立やDELTAの子会社化、PROGA ZUIKO CORPORATIONへの出資、スパンレース事業の譲受などを通じ、周辺領域への事業拡張を進めている。これは、従来の製造機械単体の提供から、素材・製品・関連技術を含めた価値提供へと進化を志向する動きである。

このように、同社の沿革は衛生用品製造機械に特化した技術企業としての深化と、グローバル展開及び事業領域拡張を段階的に実現してきたプロセスであり、今後の成長余地を評価するうえでも重要な基盤である。

### 沿革

年月	概要
1963年 4月	瑞光鉄工(株)設立(大阪市東淀川区小松南通)
1969年 8月	本社工場を大阪市東淀川区瑞光2丁目に移転
1972年 9月	新ターンナップおむつ製造機械を開発
1972年10月	パルプ粉砕機械を開発
1973年 1月	インドネシアよりナプキン製造機械1台を受注。輸出第1号機
1973年 7月	高速ナプキン製造機械を開発
1978年 4月	第二工場を大阪市東淀川区瑞光2丁目に設置
1980年 1月	エラスチックおむつ製造機械を開発
1980年12月	米Tampax Incorporatedよりナプキン製造機械6台を受注
1984年 8月	第三工場を大阪市東淀川区瑞光3丁目に設置
1984年10月	大人用パンツ型紙おむつ製造機械を開発
1986年 6月	本社工場を大阪府摂津市南別府町に移転(旧本社工場、第二工場及び第三工場を閉鎖)「株式会社瑞光」に商号変更
1989年10月	大阪証券取引所市場第二部(特別指定銘柄)に株式上場
1994年12月	鳥飼中工場を大阪府摂津市鳥飼中2丁目に設置
1996年 1月	大阪証券取引所市場第二部銘柄に指定(現 東京証券取引所スタンダード市場)
2003年 3月	海外子会社瑞光(上海)電気設備有限公司を中国上海市嘉定区に設立
2006年 9月	子会社(株)瑞光メディカル設立(大阪府摂津市鳥飼上4丁目)
2008年 6月	鶴野工場を大阪府摂津市鶴野3丁目に設置
2009年 3月	海外子会社ZUIKO INC.を米国イリノイ州に設立(現在は同国ジョージア州に移転)
2012年10月	海外子会社ZUIKO INDUSTRIA DE MAQUINAS LTDA.をブラジル サンパウロ州に設立
2013年 9月	海外子会社ZUIKO ASIA (THAILAND) CO., LTD.をタイ バンコクに設立(2015年7月にZUIKO MACHINERY (THAILAND) CO., LTD.に社名変更)
2015年 8月	海外子会社PT.ZUIKO MACHINERY INDONESIAをインドネシア 西ジャワ州に設立
2017年 7月	海外子会社瑞光(上海)電気設備が北工場を中国上海市嘉定区に設置
2019年 1月	海外子会社ZUIKO INDIA PRIVATE LIMITEDをインド カルナタカ州に設立
2019年 2月	海外子会社ZUIKO EUROPE GMBHをドイツ デュッセルドルフ市に設立
2021年 6月	子会社(株)ZUIKO INNOVATION CENTERを大阪府摂津市南別府町に設立(現在は大阪府茨木市彩都はなだ2丁目に移転)
2021年11月	本社工場を大阪府茨木市彩都はなだ2丁目に移転
2022年 4月	東京証券取引所の市場区分見直しにより市場第二部からスタンダード市場に移行
2023年 5月	東京証券取引所プライム市場へ市場変更
2024年 1月	子会社(株)COTEXを岡山県倉敷市連島町に設立
2024年 6月	DELTA S.R.L.の持分を取得し子会社化(2024年12月にZUIKO DELTA S.R.L.に社名変更)
2024年10月	PROGA ZUIKO CORPORATIONに出資し関連会社化
2025年12月	ユニチカ(株)よりスパンレース事業を譲受

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

## ■ 事業概要

### 製品カテゴリーの市場構造・競争環境に添った 事業ポートフォリオの最適化と拡充を推進

#### 1. 事業概要

同社は衛生用品製造機械を中核とする単一セグメント企業であるが、実態としては製品カテゴリーごとに市場構造・競争環境・収益特性が大きく異なるポートフォリオを有している。製品別に見ると、同社の事業は技術主導型の装置ビジネスであると同時に、顧客ニーズに深く入り込むソリューション型ビジネスとしての性格を強めている。特に大手衛生用品メーカーとの関係性の中で、製品仕様の高度化や加工精度の向上を継続的に実現してきたことが、同社の競争優位の源泉である。

##### (1) 生理用ナプキン製造機械

生理用ナプキン製造機械は同社事業の原点であり、長年にわたり技術蓄積が進められてきた領域である。本分野では、吸収体の配置や製品品質・加工精度といったエンドユーザーの使用感に直結する要素を高い水準で実現する必要があり、単なる機械製造にとどまらない高度な加工技術が求められる。同社は顧客企業との共同的な開発プロセスを通じてニーズを設備仕様に反映する体制を構築しており、これが高い市場シェアの背景にあると考えられる。一方で市場としては成熟しており、売上は安定的に推移するものの、大きな成長は見込みにくい。このため、同分野は同社の収益基盤を支える安定事業と位置付けられる。

##### (2) 小児用紙おむつ製造機械

小児用紙おむつ製造機械は過去において同社の主力であった製品群であり、大量生産・高速化技術を軸に事業を拡大してきた。新興国では人口増加を背景に一定の需要が存在するものの、近年は競争環境の変化が顕著である。特に中国メーカーの技術水準向上によって同分野では価格競争が強まっており、収益性の観点では厳しい状況にある。この結果、売上構成における比重も低下傾向にあり、同社にとっては成長ドライバーから構造調整局面に入った事業と評価される。今後は市場選別や差別化戦略の巧拙が収益性を左右するポイントとなる。

##### (3) 大人用紙おむつ製造機械

大人用紙おむつ製造機械は、現在の同社における重要成長領域の1つである。高齢化の進展に伴い、失禁製品や介護用おむつの需要は世界的に拡大しており、これに対応する製造設備への投資も増加している。本分野の特徴は、製品の機能性や品質要求が高く、単純な価格競争ではなく技術力と顧客対応力が競争力の源泉となる点にある。現時点では新興国メーカーの追従が限定的であり、同社にとっては比較的競争環境の良好な市場と位置付けられる。また、顧客企業と連携しエンドユーザーのニーズを設備に反映する体制を有していることから、付加価値の高い提案が可能である。売上構成も小児用中心から大人用中心へとシフトしており、今後の収益拡大の中核を担う領域である。

## 事業概要

**(4) その他機械**

その他機械には、防護服製造機、ペットシート製造機、母乳パッド製造機など衛生用品周辺領域の設備が含まれる。本分野は案件ごとの受注が中心であり、売上は変動性が高いものの、新規用途の開拓を目的とした戦略的領域である。現時点では収益への寄与は限定的であるが、既存技術の応用による新市場創出の可能性を内包している点に意義がある。

**(5) 部品・サービス**

部品・サービス事業は、納入済み設備に対する保守・交換部品の供給を中心とするストック型ビジネスである。従来は装置販売が中心であったが、近年はサービス領域の強化が進められている。特に海外顧客に対しては保守・メンテナンス需要が大きく、同社が直接サポートを提供することで継続的な収益機会が生まれる構造である。この結果、同社のビジネスモデルは装置販売に依存したフロー型から、サービス・部品を組み合わせたハイブリッド型へと転換しつつあり、収益の安定性向上に寄与している。

**(6) その他(スパンレース事業等)**

スパンレース事業は、同社の事業ポートフォリオの拡張を象徴する取り組みである。2025年12月にユニチカ<3103>から事業譲受により同社の事業ポートフォリオに組み入れた。同事業はコットン不織布の製造・加工を行うものであり、従来の製造機械ビジネスから素材領域へと展開するものである。同社は衛生用品製造機械で培った技術を基盤に素材分野へ進出することで、新たな収益源の確立を目指している。将来的には既存事業に加えて新規事業をもう1つの柱として育成する構想が示されており、本事業はその中核を担う可能性が高い。

**2. 外部環境と同社の競争優位性**
**(1) 外部環境**

同社を取り巻く外部環境は、製品カテゴリーごとに大きく異なる。まず、小児用紙おむつ及び生理用ナプキン分野においては、これまで同社が大手顧客とともに積み上げてきた高機能化・高品質化の技術に対し、中国メーカーを中心とした競合が急速にキャッチアップしている。特に小児用おむつ分野では、製品仕様の標準化が進んだこともあり、一定水準の品質を満たす製造機械については価格競争が顕在化している。この結果、同分野は数量ベースでは大きな市場であるものの、収益性は圧迫されやすく、構造的に厳しい競争環境に移行している。

一方で、大人用紙おむつ分野においては状況が大きく異なる。同分野は高齢化の進展を背景に需要が拡大しているだけでなく、製品の機能性や品質に対する要求水準が高く、製造技術の難易度も高い。このため、現時点では中国メーカーをはじめとする競合の技術水準は十分に追いついておらず、同社にとっては相対的に競争の緩やかな市場、いわばブルーオーシャンの状態にあると言える。特に先進国市場においては、大人用製品の需要拡大が継続しており、同社にとって有利な市場環境が形成されている。

このように、同社の主要市場は「競争激化が進む成熟領域」と「高付加価値で成長余地の大きい領域」に二極化しており、製品ポートフォリオのマネジメントが企業価値を左右する重要な要素である。

事業概要

(2) 同社の競争優位性と経営戦略

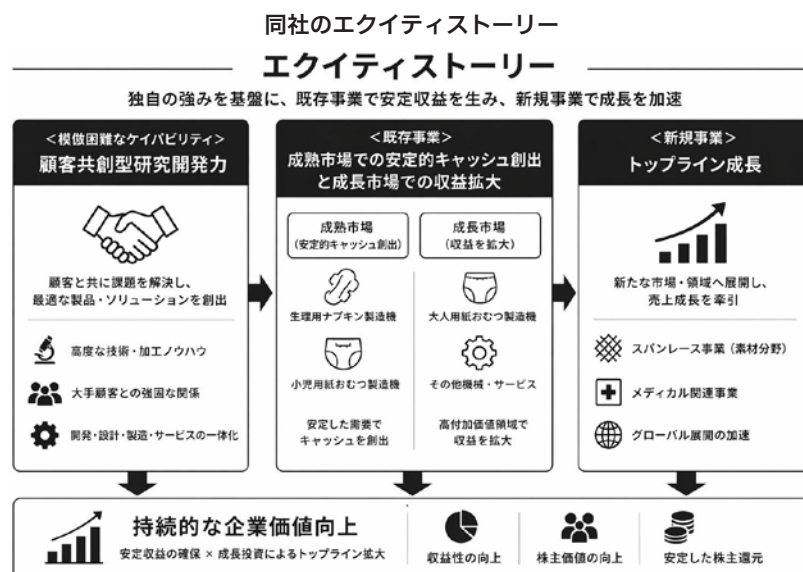
同社の競争優位の本質は、単なる機械製造能力ではなく、顧客ニーズに対する深い理解と、それを製造設備に反映する開発力にある。大手衛生用品メーカーと長年にわたり共同で製品開発を行ってきた経験により、エンドユーザーの使用感や細かな機能要求まで踏まえた提案が可能である。この「顧客共創型の技術開発力」は、高い模倣困難性を有しており、同社の重要なケイパビリティと言える。

経営戦略としては、まず守りの領域として、生理用ナプキン及び小児用おむつ機械を安定的な収益源として位置付け、収益性を維持しつつキャッシュ・フローを確保する方針である。これらの分野では市場成長は限定的であるものの、既存顧客との関係性を基盤に一定の収益を確保することが可能であり、事業ポートフォリオ全体の安定性を支える役割を担う。

一方で攻めの領域としては、大人用紙おむつ製造機械が中核に据えられている。同分野は需要拡大と競争環境の優位性が同時に存在する領域であり、同社にとって最も収益性の高い成長ドライバーと位置付けられる。ここでは、顧客との共同開発力を武器に高付加価値製品への対応を進めることで、価格競争に陥ることなく収益拡大を図る戦略である。

さらに、中長期的な成長戦略として、スパンレース事業をはじめとする新規事業の育成がある。同社は従来の装置販売ビジネスに加え、素材・製品領域へとバリューチェーンを拡張することで、トップラインの成長と収益の安定化を同時に実現する構想を持つ。既存事業が横ばい圏で推移するなか、新規事業による上乗せ成長を図るといった構図であり、事業ポートフォリオの再構築が進行している。

以上を踏まえると、同社のエクイティストーリーは、成熟市場における安定的キャッシュ創出を基盤としつつ、競争優位が維持される大人用紙おむつ分野で収益を拡大し、さらに新規事業によって成長を加速させるという構造で整理される。この構造転換の進展度合いが、今後の企業価値評価における最重要ポイントである。



出所：取材に基づく情報よりフィスコ作成

## 業績動向

### 2026年2月期は増収し当期黒字転換するも収益回復は途上

#### 1. 2026年2月期の業績概要

同社の2026年2月期業績は、売上高21,170百万円（前期比6.1%増）と増収となったものの、第4四半期における工番進捗の遅延により当初計画22,000百万円には未達となった。営業利益は162百万円（前期は300百万円の損失）と黒字転換したが、親会社株主に帰属する当期純利益1,972百万円についてはユニチカのспанレース不織布事業譲受に伴う特別利益の寄与が大きく、実力ベースの収益力はなお回復途上と評価される。また、海外顧客向け新機種納期の長期化により材料費・人工費が増加して収益を圧迫し、検収段階での仕様調整や再作業に伴うコスト増加が発生した。

#### 2026年2月期の業績

(単位：百万円)

	25/2期	26/2期	
	実績	実績	前期比
売上高	19,950	21,170	6.1%
生理用ナプキン製造機械	3,109	3,286	5.7%
小児用紙おむつ製造機械	6,870	6,891	0.3%
大人用紙おむつ製造機械	6,369	7,518	18.0%
その他機械	398	135	-66.1%
部品	2,809	2,445	-13.0%
その他	393	893	127.2%
売上総利益	2,634	3,204	21.6%
販管費	2,934	3,042	3.7%
営業利益	-300	162	-
経常利益	-142	350	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	-778	1,972	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

#### (1) 生理用ナプキン製造機械

生理用ナプキン製造機械の売上は3,286百万円（前期比5.7%増）となり、前期からは回復したものの、過去レンジと比較すると大きな変動はなく、おおむね横ばいで推移した。本分野は長年にわたり同社の技術基盤を支えてきた領域であり、顧客である大手衛生用品メーカーとの関係性も深く、一定の更新需要が継続している。

一方で、市場としては成熟段階にあり、製品仕様の高度化余地も限定的であることから、大幅な成長は見込みにくい。したがって、本分野はトップラインの拡大をけん引する領域ではなく、安定的な受注と収益を確保することで、事業全体のキャッシュ・フローを下支えする役割を担っている。また、同分野で培った加工精度や品質対応力は他製品への技術転用が可能であり、コア技術の蓄積領域としての意味合いも大きい。

## 業績動向

**(2) 小児用紙おむつ製造機械**

小児用紙おむつ製造機械の売上は6,891百万円(前期比0.3%増)とほぼ横ばいで推移した。短期的には底打ち感も見られるが、過去平均との比較では依然として低水準にあり、構造的には需要・収益性ともに縮小傾向が続いている。その背景として、中国メーカーの技術水準向上による競争激化が挙げられる。従来は高品質・高機能を強みとして差別化が可能であったが、標準仕様の製品については競合が一定水準まで到達しており、価格競争の影響を受けやすい状況である。この結果、同分野は売上規模こそ大きいものの、収益性の確保が難しい領域へと変化している。

さらに、人口動態の変化も中長期的には逆風要因であり、特に先進国市場では出生数の減少が需要の伸びを抑制している。新興国市場においては一定の需要は見込まれるものの、競争環境を踏まえると、同社にとっては選択的な受注戦略と収益性重視の営業が求められる領域と言える。

**(3) 大人用紙おむつ製造機械**

大人用紙おむつ製造機械の売上は7,518百万円(前期比18.0%増)と大きく伸長し、同社の中核事業としての位置付けが一層強まった。本分野は高齢化の進展を背景にグローバルで需要が拡大しており、構造的な成長市場である。

さらに重要なのは、競争環境の観点で優位性が維持されている点である。大人用製品は機能性や品質要求が高く、製造技術の難易度も高いため、新興メーカーのキャッチアップが進んでいない。このため、同社は価格競争に巻き込まれることなく、技術力と顧客対応力を背景に高付加価値案件を獲得できるポジションにある。

また、同社は顧客企業と連携し、エンドユーザーのニーズを製造設備に反映する体制を有している点も強みである。単なる機械販売にとどまらず、製品仕様の高度化に対応した提案が可能であることから、受注単価及び収益性の向上にも寄与している。売上構成比においても最大セグメントであり、今後の業績拡大をけん引する最重要領域である。

**2. 財務状況**
**(1) BS推移と財務構造の変化**

同社の2026年2月期末の財政状況は、資産合計が52,440百万円(前期末比23百万円増)とおおむね横ばいで推移したなかで、資産構成及び財務安全性の改善が進展した。流動資産が32,702百万円(同2,760百万円減)と減少した一方、固定資産は19,738百万円(同2,783百万円増)と増加しており、これは主に設備投資や事業譲受に伴う資産計上によるものである。特に棚卸資産が増加している点は、受注案件の進捗に伴う仕掛品の積み上がり方を反映していると考えられる。

負債サイドでは、負債合計が16,116百万円(同1,999百万円減)と減少しており、有利子負債の削減(同1,346百万円減)が進んでいる点が注目される。これにより、D/Eレシオは0.22倍から0.17倍へと低下しており、財務レバレッジの抑制が進んでいる。また、純資産は36,324百万円(同2,023百万円増)と増加し、自己資本比率も65.3%から69.1%へと上昇している。これは利益計上及び資本蓄積の進展を反映したものであり、財務基盤の強化が確認できる。

業績動向

一方で、依然として資本効率の観点では十分な水準とは言い難い。これは、純資産の厚みが増している一方で、収益力の回復が途上であることを示唆している。

総じて、同社の財政状況は、負債圧縮と自己資本の積み上げにより安全性が一段と高まる一方、資本効率の改善が今後の課題であると整理される。今後は成長領域への投資を通じて収益力を高め、蓄積された資本を有効活用できるかが重要なポイントである。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	25/2期末	26/2期末	増減額
<b>流動資産</b>	35,462	32,702	-2,760
現金及び預金	15,324	13,403	-1,921
売上債権	11,658	10,552	-1,105
棚卸資産	6,787	7,504	716
その他流動資産	1,691	1,241	-449
<b>固定資産</b>	16,954	19,738	2,783
有形固定資産	15,489	17,537	2,047
無形固定資産	653	620	-32
投資その他の資産	811	1,579	768
<b>資産合計</b>	52,416	52,440	23
<b>負債合計</b>	18,116	16,116	-1,999
仕入債務	4,202	3,235	-967
有利子負債	7,572	6,225	-1,346
契約負債・前受金	3,641	3,155	-486
その他負債	2,699	3,500	800
<b>純資産</b>	34,300	36,324	2,023
<b>負債純資産合計</b>	52,416	52,440	23
<b>D/Eレシオ</b>	0.22倍	0.17倍	-0.05倍
<b>自己資本比率</b>	65.3%	69.1%	3.8pp
<b>ROE (自己資本当期純利益率)</b>	-2.3%	5.6%	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2027年2月期は売上・利益ともに大幅な回復を見込む

#### 1. 2027年2月期の業績見通し

2027年2月期の会社計画は、売上高27,000百万円（前期比27.5%増）、営業利益1,780百万円（前期比993.9%増）と、トップライン・利益ともに大幅な回復を見込む内容である。売上面では、国内・中国向けの堅調推移、DELTAの寄与、спанレース事業及び防護服事業など新規事業の上乗せが前提となっている。利益面では、売上総利益5,180百万円（前期比61.6%増）、売上総利益率19.2%と、前期の15.1%から大きく改善する計画である。背景として会社側は、海外顧客向け新機種の出荷完了、部品営業・サービス営業の強化、グローバル調達、出荷リードタイムの適正化を挙げている。前期は新機種案件の納期長期化や検収プロセスでのやり直しが収益を圧迫した経緯があり、これが正常化に向かえば、利益率改善余地は大きい。

もっとも、計画達成には一定の前提条件がある。会社側もイラン情勢に起因するコストアップ影響は織り込んでおらず、外部環境の不確実性は残る。また、同社の業績は大型案件の進捗や検収タイミングに左右されやすく、売上は出荷ベースで計上するものの、利益についてはブレが生じやすい。したがって、計画は中期経営計画に沿った回復シナリオとして妥当性を有する一方、進捗管理と案件収益性のコントロールが極めて重要になる。このように、2027年2月期は、既存事業の収益性正常化と新規事業の寄与を同時に示せるかどうかを占う、転換点の年度と位置付けられる。

#### 2027年2月期の業績見通し

(単位：百万円)

	26/2期		27/2期		
	実績	売上比	予想	売上比	前期比
売上高	21,170	100.0%	27,000	100.0%	27.5%
売上総利益	3,204	15.1%	5,180	19.2%	61.6%
販売費及び一般管理費	3,042	14.4%	3,400	12.6%	11.8%
営業利益	162	0.8%	1,780	6.6%	993.9%
経常利益	350	1.7%	1,820	6.7%	419.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,972	9.3%	1,280	4.7%	-35.1%
1株当たり当期純利益	74.51	-	48.35	-	-35.1%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

## 2. 2027年2月期のポイント

同社が掲げる2027年2月期に向けた業績達成のポイントは、大きく「トップラインの回復」「利益率の正常化」「新規事業の寄与」という3点に整理できる。まず売上面では、計画されている27,000百万円への拡大が前提となる。この成長のドライバーは、国内及び中国向け需要の回復に加え、DELTAの寄与、さらにスパンレース事業や防護服事業といった新規事業の立ち上がりである。特に新規事業については、中期計画上も一定規模の売上を織り込んでおり、既存の衛生用品製造機械に依存しない収益基盤の構築が重要である。

次に利益面では、売上総利益率を19%水準まで回復させることが最大の論点となる。前期は海外向け新機種の納期長期化や検収プロセスでの手戻りにより、材料費・人工費が増加し収益性が低下した。特に新規顧客獲得時の顧客仕様への適合を短期間で完了させることが課題であり、このプロジェクト管理の精度向上が収益改善のカギを握る。出荷リードタイムの適正化、グローバル調達の推進、部品・サービス事業の強化といった施策が計画されているが、これらが計画どおり機能するかが利益達成の前提条件となる。

さらに、同社のビジネスモデル特有のリスクとして、利益水準の確保が個別案件の進捗や検収タイミングに依存する点が挙げられる。前期においても工番進捗の遅延により計画未達となった経緯があり、大型案件の管理体制の高度化が不可欠である。また、外部環境としては地政学リスクによるコスト変動など不確実性も残るため、これらを吸収できる収益構造への転換も求められる。

総じて、同社の業績達成は「既存事業の収益性正常化」と「新規事業による成長加速」を同時に実現できるかにかかっている。特に、大人用紙おむつ製造機械という高付加価値領域での競争優位を維持しつつ、サービス収益と新規事業を積み上げることが、中期的な企業価値向上に直結するポイントである。

# ■ 中長期の成長戦略と株主還元

## 既存事業でのキャッシュ創出・新規事業による売上成長と、株主還元の両立を目指す

### 1. 第4次中期経営計画の概要

同社の第4次中期経営計画は、2026年2月期を初年度とし、2028年2月期までの3ヶ年を対象とするものである。本計画における基本方針は、衛生用品製造機械事業の競争力を再生すると同時に、新規事業の加速によって事業ポートフォリオを拡充し、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現する点にある。また、その推進コンセプトとして「SPEED & CHALLENGE」を掲げ、既存事業の収益性改善と成長領域へのシフトを同時並行で進める構造である。背景には、小児用紙おむつや生理用ナプキン分野における価格競争の激化と、大人用紙おむつ分野や新規事業における成長余地の存在という市場認識がある。すなわち本中期経営計画は、成熟領域では競争力再生と収益性の改善を図りつつ、成長領域では新たな収益の柱を構築することで、事業構造そのものの転換を目指す戦略と位置付けられる。

瑞光

2026年5月22日(金)

6279 東証プライム市場

<https://www.zuiko.co.jp/ir/>

中長期の成長戦略と株主還元

**(1) 重点戦略1：衛生用品製造機械事業の競争力再生**

重点戦略1では、同社を従来の機械販売中心のビジネスから、顧客をトータルで支援するソリューション型企業へ進化させることを目指している。これまでの価値提供は製造機械の開発・販売が中心であったが、今後は製品提案、素材供給、稼働状況管理、保守・改造提案など、顧客のバリューチェーン全体に関与する形へと拡張する方針である。これは、装置単体では差別化が難しくなるなかで、顧客の生産性向上や製品競争力に直接貢献することで選ばれる企業へ転換するねらいである。

この戦略は市場環境の変化に対応したものである。小児用紙おむつや生理用ナプキン分野では、中国メーカーの技術力が向上し価格競争が激化している一方、同社は長年にわたり顧客ニーズに応じた高度な仕様対応を積み重ねてきた実績を有する。この顧客密着型の技術開発力を基盤に、高付加価値案件の獲得やサービス収益の拡大を図ることが、競争力再生の本質である。また、前期に課題となった新機種納期の長期化や検収段階での手戻りは、プロジェクト管理力の強化によって改善すべきテーマであり、収益性回復に直結する。

**(2) 重点戦略2：新規事業の加速による事業ポートフォリオ拡充**

重点戦略2は、衛生用品製造機械事業に依存した収益構造から脱却し、第2・第3の収益の柱を確立することを目的とするものである。対象領域としては、メディカル製品、防護服関連、コットン製造、リサイクル、金属加工など、既存技術とのシナジーを有する分野が挙げられている。これらの事業は、研究開発や設備投資を通じて育成されるとともに、M&Aの活用や分社化による独立採算管理を通じて早期の収益化を図る方針である。

同社は将来的に既存事業と新規事業の2本柱体制を志向しているが、これは機械事業が案件進捗や検収タイミングに依存することで業績変動が大きいためであり、安定的な収益源を確保する必要性が背景にある。特にスパンレース事業は、機械から素材領域へとバリューチェーンを拡張するものであり、同社の技術基盤を活用した新たな成長ドライバーと位置付けられる。したがって本戦略は、トップライン拡大と収益安定化の双方を同時に実現するための中核施策である。

**(3) 重点戦略3：SPEED & CHALLENGEを実行する組織の整備**

重点戦略3は、上記2つの戦略を実行するための組織基盤の再構築である。具体的には、執行役員制度の導入による意思決定の迅速化、組織のスリム化、営業・開発・生産の連携強化、人事評価制度の見直しなどが掲げられている。また、人材面では若手の管理職登用、経験豊富な人材の新規事業への重点配置、成長領域への人材シフト、ジョブローテーションの推進などが計画されている。

この戦略の本質は、単なる組織改編ではなく、変化のスピードに対応できる実行体制の構築にある。既存事業の収益性改善、新規事業の立ち上げ、グローバル展開という複数の課題を同時に進めるためには、意思決定の迅速化と部門横断の連携が不可欠である。特に、顧客ニーズを的確に把握し一度で仕様を完成させる能力や、成長領域に適切に人材を配置する能力は、同社の競争力を左右する重要な要素である。したがって「SPEED & CHALLENGE」というコンセプトは、組織戦略を通じて具体化されるものであり、本中期経営計画の実行可能性を支える基盤と位置付けられる。

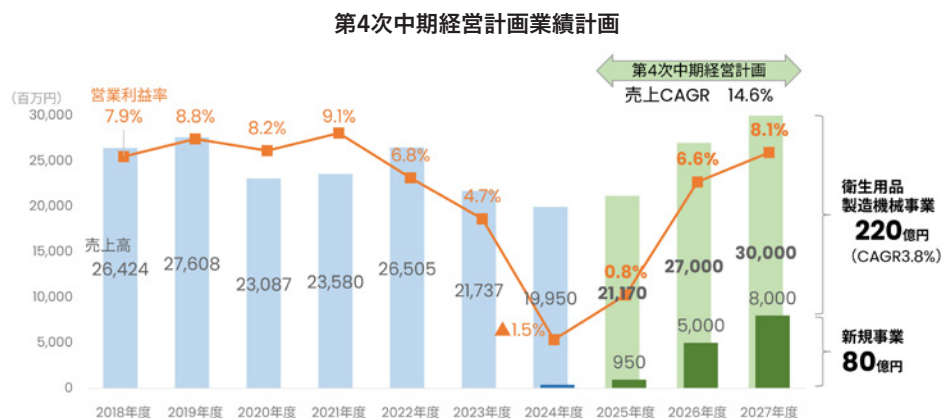
## 2. 業績計画

第4次中期経営計画では、2026年2月期の売上高21,170百万円(うち新規事業950百万円)から、2028年2月期に売上高30,000百万円、営業利益率8.1%への引き上げを目標としている。内訳としては、衛生用品製造機械事業を22,000百万円規模(CAGR3.8%)と比較的緩やかな成長にとどめる一方で、新規事業を8,000百万円まで拡大させる構造であり、成長の主軸を新規事業に置いている。

既存の衛生用品製造機械事業については、大幅な売上成長を前提とはしておらず、小児用紙おむつや生理用ナプキン分野では価格競争が激化していることを踏まえ、数量拡大よりも収益性の改善を優先する戦略である。すなわち、顧客密着型の技術開発力を生かし、高付加価値案件の獲得、部品・サービス収益の拡大、プロジェクト管理精度の向上によって利益率を引き上げることで、営業利益の基盤を安定的に積み上げていく構造である。前期に顕在化した新機種案件の納期長期化や検収時の手戻りといった課題を解消することが、利益率改善の前提となる。

一方で、売上高30,000百万円達成のカギを握るのが新規事業である。計画では950百万円規模から8,000百万円へと大幅な拡大を見込んでいる。対象となるスパンレース、防護服、メディカル、リサイクル等の事業は、既存技術とのシナジーを生かしつつ、素材・製品領域へとバリューチェーンを拡張するものであり、売上成長とともに収益の安定化にも寄与することが期待されている。既に、2027年2月期においても5,000百万円程度を見込んでおり、決して無理のある数字ではない。また、M&Aの活用や分社化による迅速な事業育成も検討するとされており、非連続的な成長を目指した計画と言える。

総じて、本中期経営計画の業績計画は「既存事業で稼ぎ、新規事業で伸ばす」という明確な役割分担に基づいている。したがって達成のカギは、既存事業における収益性改善の確実な実行と、新規事業を計画どおり立ち上げられるかに集約される。特に新規事業の進捗が計画対比でどの程度確度高く実現できるかが、売上高計画達成の最大の論点と言える。



出所：決算説明資料より掲載

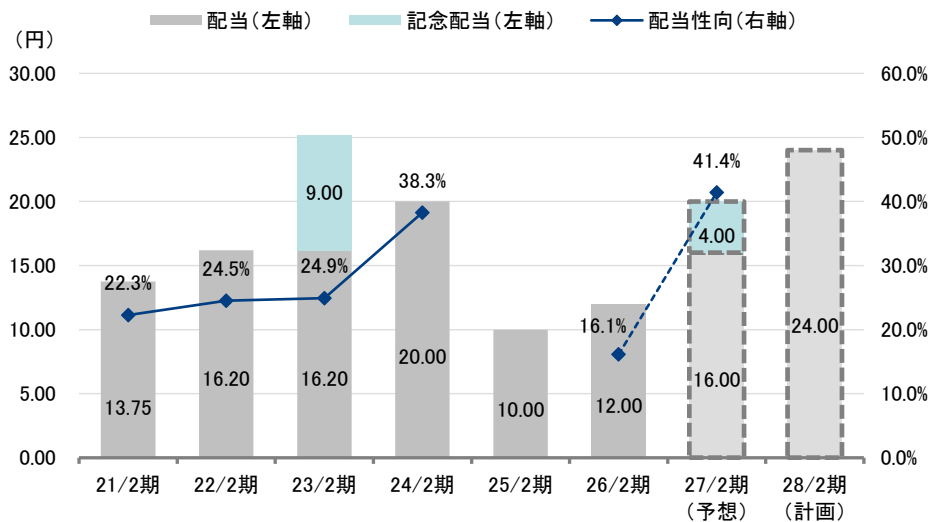
中長期の成長戦略と株主還元

3. 株主還元

同社の株主還元方針は、連結配当性向を基準として配当水準を決定するという従来方針を維持しつつ、安定的かつ機動的な還元を行う点に特徴がある。2027年2月期については連結配当性向35%前後を基本目標としながら、創業80周年の記念配当4.00円を加え、年間配当20.00円を予定している。この結果、2027年2月期の実質的な配当性向は41.4%となり、通常水準を上回る株主還元が実施される見込みである。これは記念配当による一時的な上振れであるが、同社が利益回復局面において株主への還元を重視している姿勢を示すものと評価できる。一方で、あくまで基本方針は35%前後であり、中期的には持続可能性とのバランスを重視した還元スタンスを維持する考えである。

また、同社は配当だけでなく自己株式取得も柔軟に活用する方針を示している。実際に2026年2月には50万株の自己株式取得を実施しており、資本効率の改善や株主価値向上を意識した対応が確認できる。中期経営計画においても、3ヶ年累計で配当及び自己株取得に約20億円を配分する方針が示されており、成長投資と株主還元の両立を図る資本政策である。新規事業への積極投資を進めつつも、株主還元を安定的に継続する意思を示すものであり、同社の資本配分における規律を示している。特に本中期経営計画では、新規事業への成長投資が50～70億円規模と大きく設定されているため、そのなかで配当水準を維持することは、キャッシュ・フロー創出力への自信の表れとも解釈できる。

配当及び配当性向の推移



注：2020年8月21日を効力発生日として、普通株式を1株につき4株の割合で株式分割を行っており、21/2期の1株当たり配当については分割後の金額を記載している。

出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 重要事項 (ディスクレマー)

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受け、企業から報酬を受け取って作成されています。本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかなを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは強く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062東京都港区南青山5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443 (IRコンサルティング事業本部)

メールアドレス：support@fisco.co.jp