

2315 東証スタンダード

CAICA DIGITAL

Kabugami Research Report

www.kabugami.com V3.0 自有 评级

C | 资本运作型事件案例股

Score: 44 / 100

Type: 事件脉冲观察型 / 非长期价值投资标的

关键词: 金融SI、暗号资产、Zaif、善光総研、SCOP、IoT、株式交付、高商誉、少数股东价值转移风险。

Compliance

Case Study

Not Long-Term Target

Event Pulse

Governance Detective Layer

本报告为 www.kabugami.com 与 ChatGPT 联合研究形成的自用研究记录公开分享。报告仅作企业、资本结构与市场案例研究，不构成投资助言、投资勧誘、买卖推荐、价格预测或收益保证。生成日期: 2026-06-22。

目录

章节	内容
0. 阅读导引	本报告如何阅读；为什么 CAICA 是经典市场案例，而非长期投资标的。
1. 四季报客观资料层	基本档案、业务标签、四季报评分、业绩、估值、股东与流动性。
2. www.kabugami.com × ChatGPT 协同挖掘层	李坚旧SJI、白井/SeQuEdge/JN/FISCO穿透、Zaif模式、善光総研、SCOP、商誉与稀释。
3. Kabugami Quantum Trend Layer	基于自适应非线性阻尼振荡模型，对用户提供的 TradingView 月线图进行状态空间观察。
4. Kabugami V3.0 Score	评分表、治理红线修正与最终评级。
5. 最终判断	为什么不是长期投资标的；为什么仍可能有事件型脉冲。
6. 风险与免责声明	合规声明、主要风险与读者责任。
7. 资料来源	公司公告、四季报截图、公开资料与用户提供图表。
8. 彩蛋	上市公司是否正在成为集团非上市资产的流动性转换器。

0. 阅读导引

本报告不是传统券商研报，也不是“买入/卖出”判断。CAICA DIGITAL 的研究价值，恰恰在于它不适合被简单地放进普通低PBR、高成长或高股息框架里。

www.kabugami.com 与 ChatGPT 联合研究将 CAICA DIGITAL 定义为：经典资本市场 case study，而非长期价值投资标的。它可以作为事件驱动、流动性脉冲、低价股资金行为、上市公司平台属性与少数股东风险的研究样本；但它并不符合长期持有、稳定现金流、安全分红、少数股东友好的核心偏好。

本报告采用五层结构。第一层尽量接近四季报客观资料；第二层进入协同挖掘，把股权、历史资产注入、DCF估值、株式交付、商誉和少数股东风险串起来；第三层按 Kabugami 技术模型观察图表状态；第四层给出 V3.0 评分；第五层做最终定性；最后的彩蛋层将本案抽象为一个资本市场结构问题。

本案的核心句：CAICA 的核心矛盾不是业务能不能转型，而是上市公司是否正在被当作集团非上市资产的流动性转换器。

1. 四季报客观资料层

数据来源：用户提供的会社四季報オンライン截图，2026年3集夏号。除特别注明外，本节保持客观资料整理口径。

1.1 基本档案

項目	内容
証券コード	2315
会社名	CAICA DIGITAL
英文社名	CAICA DIGITAL Inc.
登記社名	株式会社CAICA DIGITAL
旧社名・呼称	CAICA
市場	東証スタンダード
設立年月	1989年7月
上場年月	2003年3月
本社	東京都港区南青山5-11-9 レキシントン青山
主要子公司	CAICAテクノロジーズ
員工	連結356名、単体17名
平均年齢 / 平均年收入	51.4岁 / 592万円
最近決算发表日	2026/06/15
四季报标签	貸借、情報通信、金融サービス、金融系システム開発

1.2 四季报特色与业务标签

四季报对 CAICA DIGITAL 的特色描述可以概括为：金融向SI为主力的控股公司，暗号资产相关事业曾再取得并出售，现为 JNグループの持分会社。这个描述本身已经非常浓缩：它同时包含了传统金融系统开发、暗号资产、资本重组和集团关系四条线。

连结事业构成里，IT服务为100%，金融服务为0%，IoT相关和其他暂未作为主构成显示。这里有一个很重要的客观事实：市场标签仍然把它放在“暗号資産”主题里，但当前收入重心已经明显不是暗号资产交易，而是 IT 服务和新并入的 IoT/介護DX故事。

四季报 字段	内容	客观含义
特色	金融向けSIが主力の持株会社。暗号資産関連事業を再取得し売却。 JNグループの持分会社。	传统SI、暗号资产、集团资本关系同时存在。
连结事业	ITサービス100、金融サービス0、IoT関連(-)、他(-)	当前收入主力仍是IT服务。
所属行业	暗号資産	市场主题仍容易被Web3/暗号资产叙事牵动。
比较公司	2335 キューブS、3626 TIS、4284 ソルクシー	四季报把它放在金融/IT系统开发附近比较。

1.3 四季报评分：一个非常偏斜的雷达图

项目	分数	解读
成长性	1	四季报并未把它视为高成长公司。
规模	1	公司收入规模仍小，且历史变动较大。
收益性	1	利润率薄，盈利质量需要拆解。
割安度	1	虽然股价低，但并不意味着估值便宜。
安全性	5	财务杠杆低、负债压力不高，但不等于少数股东安全。
値上がり	2	历史有脉冲，但持续趋势不强。
総合スコア	2	客观层即提示：这不是传统好公司。

四季报评分最有意思的地方，是“安全性5”与其他维度低分并存。这说明：账面财务不一定危险，但经营质量、成长性、估值吸引力和长期复利能力并没有被四季报认可。Kabugami × ChatGPT 后续判断会把“财务安全性”和“少数股东友好度”分开处理。

1.4 最新四季报评语拆解

四季报的【上向く】评语指出：两家公司收购叠加；暗号资产、数字资产相关仍在水面下；核心IT从期中开始向金融、流通向扩张；DX也增长；公司通过选别受注推进採算改善，但人件费和前半收购费用压住利润；相关公司出售收益、商誉一次性摊销影响消失。

这段话非常关键，因为它几乎把整个 CAICA 的财务逻辑说穿了：收入增长来自收购叠加，利润改善并不强，特殊项目在过去曾影响净利润，暗号资产仍不是可见主轴。

【IoT】评语则提到，被收购公司将推动 RedCap（简易5G）和车载相关产品扩销；IT侧通过咨询和导入支援深挖既存客户。RedCap 是面向 IoT、车载、工业终端的简化5G规格，它不是面向手机高速通信，而更像机器、传感器和设备接入网络的入口。

四季报关键词	普通读法	Kabugami客观读法
2社買収上乘せ	收入增长	靠收购叠加，不等于本体自然成长。
暗号資産・デジタル資産は水面下	题材仍在	暂时不是可见现金流主轴。
柱のITは金融・流通向けに拡大	主业扩大	传统SI底盘仍有存在价值。
買収費用・人件費増	利润被压	并购整合和平台成本仍消耗利润。
関連会社売却益、のれん一括償却とも消える	特殊因素消失	过去净利润需要剥离一次性因素看。
RedCap / 車両関連	IoT机会	新业务需要真实客户和可持续利润验证。

1.5 股价与估值指标

指标	数值
时价总额	105億円
最低购入金额	0.58万円
卖买单位	100股
売買代金	261百万円
22日平均売買代金	190百万円
出来高	4,420,800股
予想PER 2026.10	116.00倍
予想PER 2027.10	96.66倍
実績PER 高値平均 / 安値平均	368.2倍 / 172.7倍
実績PBR	1.69倍
予測配当利回り	2026.10 0.00% / 2027.10 0.00%
1株純資産	23.9円

客观结论：CAICA 并不是低PER、低PBR、高股息的价值股。它预测PER接近100倍，PBR约1.69倍，无预测分红。当前估值的支撑不是“便宜”，而是题材、重组、低价股脉冲和资本市场流动性。

1.6 业绩推移

決算期	売上高	営業利益	経常利益	純利益	1株益	1株配
連23.10	5,408	-2,378	-2,560	-3,889	-31.6	0
連24.10	5,606	115	138	30	0.2	0
連25.10	5,195	70	76	166	1.2	0
連26.10予	6,500	110	110	90	0.5	0
連27.10予	7,000	150	150	110	0.6	0
会26.10予	6,166	107	107	91	-	-

2023年大幅亏损，2024年与2025年恢复盈利，但利润额极薄。2026年、2027年四季报预计收入增长至65亿、70亿日元，但营业利润仅1.1亿、1.5亿日元，营业利润率仍然只有约1.7%至2.1%。这不是高质量利润模型。

2024.11~2025.4 半年净利润为551百万円，而2025.11~2026.4预测纯利润仅30百万円，说明前期净利润包含较强特殊因素。公司本体盈利能力必须回到营业利益、经营现金流和商誉摊销后的利润来判断。

1.7 指标推移：ROE恢复，但资本效率仍弱

指标	2021.10	2022.10	2023.10	2024.10	2025.10	2026.10予	2027.10予
ROE	-7.3%	-127.8%	-178.8%	1.8%	4.5%	2.4%	3.0%
ROA	-0.8%	-10.6%	-130.9%	1.2%	3.8%	2.0%	2.5%
EBITDA	-842	-1,320	-2,365	124	74	-	-
财务杠杆	9.6倍	12.0倍	1.3倍	1.4倍	1.1倍	-	-
Net D/E	-0.4倍	-0.5倍	-0.5倍	-	-	-	-
总资产周转率	0.0回	0.1回	1.8回	2.3回	1.2回	-	-
1人当たり売上高	1,208万円	1,403万円	1,358万円	1,606万円	1,459万円	-	-
1人当たり営業利益	-186万円	-303万円	-598万円	32万円	19万円	-	-

2024年后 ROE/ROA 转正，但水平仍低。EBITDA从大幅负值转为小幅正值，说明公司从危机状态脱出，但还没有形成强现金盈利结构。2025年1人当たり営業利益仅19万円，进一步说明它不是高生产性企业。

1.8 股东结构：客观层已经出现第二层线索

排名	股东	保有比率	保有株数
1	フィスコ	11.49%	20,810,980
2	JNグループ	9.51%	17,231,416
3	実業之日本デジタル	4.08%	7,404,812
4	High Voltage Capital	3.81%	6,903,504
5	カイカフィナンシャルホールディングス	1.99%	3,614,400
6	白井冨知	1.99%	3,614,400
7	楽天証券共有口	1.45%	2,634,300
8	白井一成	1.33%	2,409,600
9	白井咲希	0.99%	1,807,200
10	SBI証券	0.72%	1,314,900

这张股东表是本报告最重要的客观线索之一。FISCO、JNグループ、実業之日本デジタル、High Voltage Capital、CAICA Financial Holdings、白井家族相关股东同时出现，说明 CAICA 不是孤立上市公司，而是一个集团资本网络中的交易节点。

1.9 流通性与股东属性

指标	2021.10	2022.10	2023.10	2024.10	2025.10
外国人保有比率	2.1%	2.7%	1.3%	2.1%	1.4%
投资信托保有比率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数特定者保有比率	37.5%	30.9%	31.2%	24.0%	32.5%
浮动株比率	22.9%	21.8%	17.3%	16.3%	17.7%
自己株式保有比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%

外国人与投资信托参与度极低，少数特定者保有比率在2025年升至32.5%，浮动株比率为17.7%。这意味着：机构长期资金并没有深度定价，市场价格更容易受事件资金、低价股散户资金、信用资金和集团资本动作影响。

1.10 客观层小结

四季报客观层给出的结论非常清楚：CAICA 不是传统价值股，不是高股息股，也不是高质量成长股。它是一只业务真实但利润薄、估值不便宜、股东结构复杂、低价事件属性突出的公司。

- 传统IT/SI仍是收入底盘，但利润率很薄。
- 暗号资产主题仍存在，但当前不构成主要收入。
- IoT、RedCap、介护DX是新故事，但需要现金流验证。
- 预测PER约100倍、无分红、PBR 1.69倍，不是安全边际型低估值。
- 股东表已经显示白井体系、FISCO/JN/実業之日本/High Voltage Capital的资本网络线索。

因此，第一层并不支持“长期安心持有”。它支持的是进入第二层：把股权、历史、资产注入和少数股东风险挖穿。

2. www.kabugami.com × ChatGPT 协同挖掘层

这一层是本报告的核心。普通资料会说 CAICA 是金融SI、暗号资产、IoT、介护DX；Kabugami × ChatGPT 协同研究真正要问的是：这些业务线背后，是否存在一套反复出现的资本结构路径。

本层核心判断：CAICA 的关键风险并非单一业务失败，而是其上市公司平台属性可能被用于承接非上市、难定价、高叙事资产，并通过新股交付、DCF估值与商誉确认，将估值不确定性和资产失败风险转移至少数股东。

2.1 旧SJI / 李坚时代：显性治理事故

CAICA 的前身不是 Web3 公司，而是 SJI/旧サン・ジャパン系的系统开发公司。李坚时代的核心资产，是日中SI、金融系统开发、中国离岸开发和日本客户关系。这一层解释了为什么 CAICA 到今天仍有 IT/SI 底盘：它不是凭空做出来的，而是旧时代留下的骨架。

但李坚时代也留下了重大治理伤痕。2015年社外委员会报告围绕李氏一连串不正行为、治理功能不全以及公司如何恢复上市公司信赖进行讨论，并明确提出需要彻底查明使其行为成为可能的公司治理问题。

[S13]

Kabugami × ChatGPT 协同研究的正式表述：李坚时代的问题是显性治理事故；后续白井体系相关阶段的问题，则更接近更隐蔽、更金融化、更制度化的少数股东价值转移风险。

这并不是替李坚时代开脱，而是区分两种不同性质的风险：一种是直接治理违规和内部控制崩坏；另一种是在形式合规框架下，通过资本交易、估值模型和上市公司新股来完成资产流动性转换。

2.2 白井一成 / SeQuEdge / JN / FISCO：穿透上层

白井一成不是 CAICA 的旧创始团队，而是后续资本网络的关键人物。公开资料显示，白井一成是シークエッジグループ CEO、実業之日本社 社主、実業之日本フォーラム论说主干，并在内容业务、区块链、元宇宙和社会福祉法人善光会等领域具有投资和创设背景。[S12]

善光会创设者挨拶写到，社会福祉法人善光会由シークエッジ集团理念下的捐赠设立，介护事业也是白井家族长期愿望之一。[S11] 这说明善光総研不是一个无关联的外部资产，它和白井体系存在更深的历史与事业背景。

层级	实体/人物	本案含义
上层人物	白井一成	SeQuEdge集团、実業之日本、善光会、内容/数字资产投资背景。
资本平台	SeQuEdge / JNグループ	与FISCO、CAICA、NCXX、実業之日本形成网络。
上市节点	CAICA DIGITAL	可用上市股票作为并购货币。
相关资产	Zaif、NCXX、善光総研	不同时期的主题资产被装入/剥离/再组合。

2.3 CAICA的真实主心骨：传统SI还活着，但不是护城河

CAICA 当前最真实的业务并不是暗号资产，而是 CAICAテクノロジーズ等IT服务。CAICA Technologies 官网也显示其提供 HCLSoftware 相关服务，包括 Notes资产活用、HCL Volt MX、HCL BigFix、HCL AppScan 等企业IT解决方案。^[S16]

这不是空气。金融机构、保险、流通、企业IT系统导入和维护，确实能带来稳定收入。但这类业务的问题在于：它更像 SI/系统导入/咨询服务，不容易形成深护城河，也不太可能支撑高估值。

结论：传统SI是现金流骨架，而不是高估值引擎。它能让 CAICA 不至于完全成为空气题材股，但不足以让它成为长期高质量复利股。

2.4 Zaif模式复盘：主题资产、DCF、新股交付、未兑现、剥离

Zaif 是理解 CAICA 的关键历史样本。2021年 CAICA 公告显示，公司通过株式交付追加取得 Zaif Holdings 股份；Zaif HD 1股对应 CAICA 2,558.14股，预计交付 CAICA 普通股 41,802,565股。^[S5]

估值方面，Zaif HD 作为非上市公司采用 DCF 法，估值区间为每股517,881至632,966日元。DCF预测里，2024年9月期营业利益预计达到1,611,361千日元，2030年9月期预计达到7,483,308千日元。^[S5]

Zaif阶段	事实	少数股东视角
装入	2021年株式交付，Zaif HD 1股换CAICA 2,558.14股，预计交付约4,180万股。	非上市资产股东获得上市股，旧股东被摊薄。
估值	非上市Zaif HD采用DCF，预测长期高增长。	高叙事资产估值依赖未来假设。
资金	CAICA同时有新株预约权融资等资金计划，用于Zaif系统、内部管理、暗号资产运用等。	小股东承担融资摊薄与项目风险。
剥离	2023年，カイカエクスチェンジHD 84.39%以1股1日元、合计31,549日元转让给クシム。 ^[S6]	前期高估值故事未兑现后，资产几乎象征性价格剥离。

这里形成一个非常重要的历史模式：主题资产 -> 乐观DCF -> CAICA新股交付/资本交易 -> 旧股东摊薄 -> 资产未兑现 -> 商誉/亏损/剥离 -> 换下一个新主题。

这不是对主观动机的定罪。公开资料能证明的是路径和结果：一个高叙事非上市资产被用DCF估值装入上市公司，后来没有兑现，再被低价剥离。正式报告必须避免“操纵”“出货”等法律定性，但可以非常清楚地指出：该模式对少数股东极不友好。

2.5 善光総研：这是不是 Zaif模式的介护DX版本？

2025年12月，CAICA 决定通过株式交付将善光総研子公司化。公告写明，善光総研普通股1股对应CAICA 普通股12,048股，且交付的 CAICA 股票全部为新发行股票。若取得下限股份，交付16,180,464股；若取得全数股份，则交付32,348,880股，相当于2025年10月31日已发行股数的10.7%至21.4%。^[S3]

这不是面向旧股东的配股，不是全体旧股东按比例认购，也不是CAICA收到现金的公募增资。经济实质是：善光総研原股东将非上市善光総研股份换成 CAICA 上市流通股，CAICA旧股东承担摊薄。

项目	Zaif 2021	善光総研 2025/2026	相似性
资产性质	非上市暗号资产交易所控股资产	非上市介护DX/SCOP资产	都难以用市场价格直接验证。
估值方式	DCF	DCF	均高度依赖经营预测。
支付方式	CAICA新股交付	CAICA新股交付	旧股东摊薄。
故事主题	暗号资产、Web3、金融平台	介护DX、SCOP、IoT、AI、数据基础设施	都具备强叙事。
历史结果	后来低价剥离	仍待验证	善光総研是否重复Zaif路径，是本案最大疑点。

2.6 善光総研估值：DCF很漂亮，但基础必须验证

SPaRK 对善光総研采用 DCF 法，估值区间为每股934,324至1,108,771日元；公告说明2027年5月期营业利益预计同比增长283.2%，2028年预计再增长51.9%，主要来自咨询人员增加带来的咨询业务收入增长。^[S3]

公告也说明，SPaRK在分析时原则上采用双方提供的信息和公开信息，并假设这些信息准确完整，未独立验证准确性和完整性，也未独立评估个别资产负债或偶发债务。^[S3]

DCF本身是合法估值工具，但对少数股东来说，关键不是“是否有第三方算定”，而是算定所依赖的2035年前营业利益预测能否被客户数、ARR、续费率、合同、现金流逐季验证。

预测年份	営業利益预测（千円）	增长率
2026年5月期	32,510	-
2027年5月期	124,591	+283.2%
2028年5月期	189,262	+51.9%
2029年5月期	226,188	+19.5%
2030年5月期	284,807	+25.9%
2035年5月期	529,843	+6.0%

2.7 商誉：现金没有流出，不代表没有代价

2026年6月15日，CAICA 披露善光総研子公司化导致介護DX segment 商誉增加；报告口径为商誉约24.97亿日元，计提部分减损后，剩余商誉约22.89亿日元，并将在10年内摊销。^[S4]

这笔交易最容易被误读的地方是：因为没有现金流出，所以好像不贵。实际上，代价只是从现金支付变成了股权摊薄、商誉摊销和未来减损风险。

没有 cash out，不代表便宜。它只是把现金成本变成了股权摊薄 + 商誉摊销 + 少数股东未来承担的估值验证风险。

2.8 SCOP不是空气：它有真实背景

善光総研/善光会的 SCOP 不是完全空气。公开资料显示，SCOP的开发获得第5回日本医疗研究开发大赏AMED理事长赏；受赏理由包括统一管理多个介護机器人信息、通过应用操作多种介護机器人，以及将日常介護记录等信息集中到数据库以支持实时共享和交接。^[S7]

厚生劳动省也公布，基于第9期介護保险事业计划，2026年度需要约240万介護职员，2040年度需要约272万人；这说明介護行业的人手不足和生产性提升需求具有长期政策背景。^[S8]

SCOP 还参与神奈川县“さがみロボット産業特区”相关项目，利用数字田园都市国家构想交付金开发面向介護事业所的新功能，旨在支持生产性提高和利用者QOL改善。^[S9]

SCOP正面证据	意义	仍需验证的问题
AMED理事长赏	说明技术/概念曾获政策与研发层认可。	奖项不等于商业模式成功。
介护机器人联动平台	区别于普通记录软件。	真实导入数量和收费模式要验证。
ツクイ等导入案例	说明并非完全停留在内部系统。 ^[S10]	导入是否形成持续收入/ARR仍不明。
神奈川项目	有自治体/政策项目连接。	补助金项目与商业利润之间有距离。
介护人手不足大背景	行业需求长期存在。	需求存在不等于善光総研能拿到利润。

2.9 但SCOP商业化仍是大问号

SCOP的机会不在“普通介护记录软件”，而在介护机器人/IoT联动、科学介护数据、生产性向上加算、自治体接口、咨询培训和设施运营改善。若只是与ほのぼのNEXT、ワイズマン、カイボケ等主流介护软件正面竞争，善光総研优势并不明确。

本报告最关注的未确认信息包括：导入设施数、付费客户数、ARR、续费率、解约率、咨询收入可持续性、免费版与付费服务的转化路径、以及CAICA/NCXX的IoT能力是否能真正嵌入介护现场。

SCOP不是空气，但目前也不是已经证明的高现金流资产。它处在“政策、技术、现场需求真实存在，但商业化质量尚未透明”的中间状态。

2.10 High Voltage Capital与白井家族：新股已经进入可交易世界

四季报股东表显示 High Voltage Capital 持有3.81%，白井冴知1.99%，白井一成1.33%，白井咲希0.99%。这一结构与善光総研股东表高度呼应。公告中，善光総研股东包括 High Voltage Capital、白井冴知、CAICA Financial Holdings、白井一成、白井咲希等。^[S3]

这意味着善光総研相关股东通过株式交付获得 CAICA 上市股后，已经在上市公司股东表中显性出现。正式语言不能直接写“套现”，但可以写：非上市资产持有人实现了资产的上市股票化，未来具备更高流动性。

2.11 善光総研交易的“现金没有流出”幻觉

这笔交易最容易迷惑人的地方，是它不像现金收购那样马上让CAICA银行账户少一大笔钱。表面看，公司保留了现金，还拿到了一个介护DX资产。但在资本市场里，股权本身就是货币。CAICA支付的是未来每一股旧股东的经济占比。

如果一家上市公司用现金买资产，至少旧股东可以清楚地看到现金流出。如果用新股买资产，成本会分散到所有旧股东身上，表现为股本扩大、EPS变薄、未来每股净资产和每股利润的归属比例下降。对于少数股东而言，这种成本更隐蔽，但并不更轻。

本案的核心不是“有没有现金流出”，而是“谁获得流动性，谁承担稀释，谁承担商誉，谁承担未来预测不兑现的后果”。

善光総研原股东拿到的是CAICA上市股。这些股票具有二级市场价格，也可能在未来更容易被质押、转让、减持或作为资本运作筹码。CAICA旧股东拿到的是一个需要用未来经营现金流证明自己的非上市资产。二者的确定性并不对等。

2.12 SCOP的正面剧本：它如何可能成为真正资产

公平地说，如果只把善光総研视为“被装进来的可疑资产”，会漏掉它真实存在的一面。SCOP并不是PPT。它有善光会现场背景，有AMED奖项，有介护机器人联动平台概念，也曾有ツクイ等导入案例。日本介护行业的人手不足和生产性提升需求也是真问题。

SCOP如果要成为真正资产，需要完成几个转化：第一，从项目型/补助金型/实验型系统，转成可复制的SaaS或准SaaS收入；第二，从免费工具或低价工具，转成有明确付费模块、咨询、数据服务、加算支援、自治体接口和持续维护费的收入结构；第三，从善光会内部经验，转成外部设施愿意持续购买的行业标准化工具。

正面路径	需要看到的证据	对CAICA的意义
设施导入扩大	导入设施数、付费设施数、地区扩张。	证明不是内部系统或单点项目。
ARR形成	月费/年费、续费率、解约率。	证明不是一次性咨询收入。
介护机器人/IoT联动	外部设备厂商、传感器、护理机器人连接数量。	与NCXX IoT形成协同。
自治体/加算接口	生产性向上加算、LIFE、自治体报表等真实功能。	提高切换成本和政策粘性。
现金流覆盖商誉	营业利润逐年覆盖约2亿日元级商誉摊销压力。	决定善光総研是否真值这笔交易。

2.13 SCOP的负面剧本：它如何可能重走Zaif老路

负面剧本也必须写清楚。若SCOP无法证明付费客户、续费收入和利润贡献，那么它就可能成为“有政策背景、有技术奖项、有故事，但无法支撑上市公司高对价”的资产。这样的资产并不一定是假的，却可能不值上市公司支付的股票对价。

Zaif当年也不是完全没有故事。暗号资产市场、交易所、DeFi、NFT、GameFi，每一个词在当时都能讲出巨大空间。问题在于，巨大空间最后没有转成CAICA小股东可分享的稳定利润。善光総研需要避免同样路径。

因此，本报告不否定SCOP的真实价值，但要求它用商业化数据证明：它不是“Zaif模式的介护DX版本”。

2.14 白井体系与善光会：社会贡献叙事与上市公司经济性必须分开

善光会的成立背景具有社会贡献叙事，公开资料显示它承载了白井家族在介护事业上的长期愿望。这本身可以是正面的。但投资研究必须把社会贡献、产业理想、技术实验和上市公司少数股东经济性分开。社会福祉法人可以追求社会目的；非上市研究公司可以进行长期实验；但当资产被装入上市公司时，问题就变成：这项资产是否以合理价格进入？是否给所有股东带来公平价值？是否用足够透明的商业指标证明它能覆盖商誉？

2.15 未确认的关键问题清单

问题	为什么重要	若未来披露应如何解读
SCOP付费客户数	决定它是不是商业产品。	快速增长且外部客户占比高为正面。
ARR / MRR	决定收入质量。	经常收入增加才可支撑高商誉。
咨询收入占比	咨询人力增长可能支撑DCF，但扩展性有限。	若增长主要靠人头扩张，估值应打折。
商誉摊销后利润	决定交易是否真正增厚。	并表后要看摊销后仍能盈利。
High Voltage / 白井相关持股变化	决定是否出现流动性转换。	若材料脉冲后持股下降，需要特别警惕。
CAICA是否继续用新股买新主题资产	决定模式是否持续。	若继续发生，评级上限应进一步下调。

2.16 协同挖掘层小结

CAICA 不应被简单理解为“介护DX转型股”。更准确地说，它是一个由旧SI骨架、FISCO/JN/白井体系、Zaif历史、NCXX IoT、善光総研 SCOP 和新股交付机制共同构成的资本市场结构案例。

- 旧SI留下金融SI骨架，但也留下治理伤痕。
- 白井体系带来善光会/善光総研、実業之日本、SeQuEdge/JN/FISCO等资本网络。
- Zaif历史已经出现过“乐观DCF -> 株式交付 -> 未兑现 -> 低价剥离”的路径。

- 善光総研本轮交易在结构上高度相似，只是主题从暗号资产换成介护DX。
- SCOP有真实技术和政策背景，但商业化质量尚未充分披露。
- 小股东承担的是摊薄、商誉摊销、减损和资产失败风险。

本层结论：CAICA 是经典市场 case study，可研究事件驱动脉冲，但不具备长期核心投资资格。

3. Kabugami Quantum Trend Layer

图表主视图：用户提供的 TradingView 月线全景图，2315 CAICA DIGITAL，截图时点2026/06/22。图表仅用于观察系统状态、能量密度与相位结构，不构成价格预测、买卖建议或收益暗示。



本报告的图表研究不采用传统单一技术指标解释框架，而是基于 Kabugami 自有的“自适应非线性阻尼振荡模型”进行结构观察。该模型将价格序列视为外部扰动、内部惯性、能量耗散、流动性反馈与市场记忆之间持续演化的非线性动力系统。价格本身不是孤立数值，而是系统状态在时间轴上的可观测投影。^[S14]

3.1 长期状态：高能耗散后的废墟压缩

从长期月线看，CAICA 曾经历极端高能峰值后的长期坍缩。图形最上层的历史峰值与当前58円之间，存在非常大的尺度差。这种图形不能按普通成长股趋势来读；它更像一个长期耗散系统，在废墟低位周期性出现事件扰动。

技术定性：CAICA 不是长期趋势反转型成长股，而是“长期废墟压缩后，偶尔出现事件型脉冲的低价股”。

这与基本面层高度一致：企业不是稳定复利公司，而是多轮主题资产、资本交易与市场情绪的复合体。图形上的脉冲，往往对应市场对新主题、新资产、新交易结构的短期再定价。

3.2 第一次 3M × 1M 共振种子与实际起爆

层级	日期	价格结构	Kabugami判断
1M 种子	2024/09/02附近	开53 高54 低45 收47	月线低熵压缩开始。
3M 种子	2024/10/01附近	开47 高69 低42 收53	三月线底部种子确认。
实际点火	2025/08/01附近	从低位向166区域冲击	事件型脉冲启动。
高能峰	2025/09附近	最高约177	第一轮脉冲完成。

第一轮结构很清楚：2024/09~2024/10 是种子区，2025/08 是实际点火，2025/09 是高能释放峰。时间差约10到11个月，说明 CAICA 这种低价事件股不是“种子一出现马上爆”，而是需要长期压缩、吸收、题材酝酿和流动性重排。

3.3 第一轮脉冲幅度

参考低点	高点177	倍数
42	177	4.21倍
45	177	3.93倍
47	177	3.77倍
53	177	3.34倍

所以，从事实层面讲，CAICA 历史上已经发生过3至4倍事件型脉冲。但这不是“长期价值重估”的证据，而是低价股、主题资产、市场情绪和资金行为共同作用的结果。

3.4 当前状态：第一次脉冲后的深回撤再压缩

当前价格约58円，距离2025年高点177円已回落约67%。从图形看，第一轮脉冲的大部分能量已经释放完毕，价格重新回到低位盆地。系统没有完全坏掉，因为仍在42~69的原始压缩盆地内；但它也没有重新点火，因为月线尚未夺回关键临界带。

价格带	Kabugami含义
42~47	原始底部种子区，跌破则结构恶化。
53~58	当前再压缩盆地。
67~69	第一相位门，月线不能站回则只是噪音。
75~80	二次点火确认带。
94~106	高阻尼压力带，接近长期均线与100整数位。
115	2026年内高点附近，强弱分界。
130~150	事件脉冲中段。
166~177	上一轮高能兑现区。

3.5 关键重叠临界：67~69円

当前图形最重要的不是100，也不是177，而是67~69円。这里同时接近6M WMA9、3M关键高点、1M压缩上沿和旧Bollinger结构。若不能站回67~69，所有反弹都更像低位噪音；若能放量站上，才说明系统重新恢复呼吸。

3.6 RSET：下一轮右侧结构尾部时间带

RSET 是 Right-side Structural End Time-band，即右侧结构尾部时间带。它不是买卖指令，也不是单日预测，而是在长期耗散结构接近尾部后，系统最可能发生相位重排、能量再分配与结构性加速的时间区域。

RSET层级	时间窗口	含义
RSET-A 初级右侧尾部	2026/07/01 ~ 2026/08/03	新三月线开始，观察是否不破53/47并重新站上60。
RSET-B 主点火观察窗	2026/08/03 ~ 2026/10/01	1M与3M最可能重新重叠的时间带。
RSET-C 失败后延迟窗口	2027/01/04 ~ 2027/04/01	若B窗口失败，等待下一轮压缩重排。

当前最重要观察窗为 2026/08/03~2026/10/01。若在此期间月线放量站回67~69，再进一步站上75~80，才具备二次事件脉冲技术条件。

3.7 Quantum Trend 判定

观察维度	结构判断
系统相位	长期高能耗散后的低位再压缩。
能量密度	第一轮脉冲已释放，当前重新压缩。
阻尼结构	上方阻尼强，67~69为第一相位门。
临界带状态	尚未二次起爆，处于RSET预备区。
RSET状态	2026/08/03~2026/10/01为主观察窗。
结构成熟度	未成熟，必须等待月线重新站回75~80确认。

3.8 这里为什么不能公开写成普通技术分析

传统技术分析会试图把图形翻译成“支撑、阻力、目标价、买点、卖点”。但CAICA这种案例尤其不适合这样写。因为它的图形不是由稳定业绩推动的长期趋势，而更像事件、题材、筹码、低价股心理和资本结构共同产生的突发振荡。

Kabugami技术层在正式报告中只描述状态，不给交易指令。内部直白版可以说：67~69是第一相位门，75~80是二次点火确认带，150~177是高能兑现区。但正式报告需要表达为系统状态边界、阻尼带和能量释放区，避免被理解为操作建议。

3.9 技术层与治理层如何互相印证

技术图形最有意思的地方，是它并没有否定治理层的担忧，反而与治理层相互印证。若一只股票的上涨来自长期盈利改善，它通常会在高位形成更稳定的再定价结构。但CAICA在2025年8月至9月爆发后，又迅速回落到低位盆地，这更像事件脉冲而非企业长期复利。

图形现象	资本结构解释	报告判断
长期坍缩	旧业务、历史治理、暗号资产失败等长期消耗信任。	长期不是牛股结构。
低位压缩	市场关注度低，但低价和故事保留投机土壤。	废墟盆地。
2025年脉冲	事件、题材、低价资金共同点火。	第一次事件型能量释放。
回落至58	基本面未提供持续接力。	脉冲后再压缩。
未来若再站回75~80	材料与资金再度共振。	二次事件窗口，但非长期投资确认。

Kabugami Quantum Trend Layer: C+ | 事件脉冲再压缩型。技术上存在二次事件脉冲条件，但尚未确认；若冲至150~177而基本面没有现金流兑现，需视为流动性兑现区，而非长期牛市确认。

4. Kabugami V3.0 Score

4.1 评分原则

Kabugami V3.0 Score 不单纯看便宜，也不单纯看成长。对于 CAICA 这种特殊公司，还必须引入治理红线修正：若存在反复用新股承接非上市高叙事资产、乐观DCF、高商誉、历史同类资产失败剥离等问题，评级上限必须被压低。

模块	权重	评价	得分
事业质量与护城河	25	传统SI真实存在，SCOP/IoT有潜在场景，但护城河未验证。	11
成长性与利润修复	15	收入因收购增长，但利润率薄，商誉摊销压力大。	6
财务安全性	15	负债压力不高，但商誉、短期资产质量与现金流需谨慎。	9
估值与安全边际	15	预测PER约100倍，无分红，PBR不低，不是价值股。	3
股东结构与资本政策	10	FISCO/JN/白井体系/High Voltage Capital等结构复杂，少数股东友好度低。	2
信息透明度与可验证性	5	公告披露多，但SCOP客户数、ARR、续费率等关键商业指标缺失。	3
Quantum Trend Layer	15	有事件脉冲历史，但当前只是回撤再压缩，未二次起爆。	10
合计	100	治理红线后置修正后，评级上限压至C区。	44

说明：技术层承认事件脉冲条件，但不承认长期趋势反转；治理红线使公司即使存在业务和事件价值，也不能上调至长期投资候选区。

4.2 评级区间与治理红线

总分/状态	评级	含义
88以上	S	长期核心候选，安全性、成长性、估值、结构共振。
80-87	A	高质量重点候选，适合长期深度跟踪。
72-79	A-	有明显亮点，但仍有关键未确认点。
66-71	B+	值得研究，但信念尚未足够强。
58-65	B	有价值，但需要等待更强触发器。
42-57	C	案例研究或事件观察，不适合长期核心。
30-41	C-	融资依赖/治理严重疑点/商业质量弱。
30以下	D	重大违规、退市、民事再生或毁灭性风险。

最终评级：C | 资本运作型事件案例股。不是因为它不会涨，而是因为它的股东结构、资产注入历史、估值方式和少数股东风险，使其不具备长期价值投资标的资格。

5. 最终判断

5.1 为什么它不是长期投资标的

CAICA 不符合长期核心投资的关键条件：稳定可预测的主业现金流、清晰高质量盈利能力、持续分红、少数股东友好、低估值安全边际、管理层资本配置透明。它有真实业务，但不是高质量复利业务；它有新故事，但故事需要股东承担摊薄和商誉；它有低价脉冲，但这不是长期价值创造。

www.kabugami.com 与 ChatGPT 联合研究明确将 CAICA 定义为：经典市场案例研究，而非长期投资标的。

5.2 为什么它仍值得研究

它值得研究，不是因为值得长期相信，而是因为它非常典型地展示了日本低价上市公司、主题资产、DCF估值、株式交付、新股摊薄、商誉、集团资本网络和事件脉冲之间的关系。

从市场结构看，CAICA 确实具备事件型脉冲条件：低价、成交可放大、题材密集、股东复杂、历史上曾出现从低位到177円の3倍以上脉冲、并且新进入的相关股东可能需要更高市场流动性来完成资产转换。

5.3 可以赌博和投机，但不能把它当投资

本报告不鼓励交易，也不提供买卖建议。但作为市场案例，CAICA 的可研究交易属性在于：若未来出现善光総研/SCOP/IoT/AI/资本结构相关材料，叠加技术上月线站回67~69、再站上75~80，则可能形成事件型脉冲。

这种脉冲的性质不是价值复利，而更像流动性事件。若未来冲击100、115、150甚至166~177区域，而没有真实现金流、ARR、客户数、经营利润覆盖商誉摊销作为支撑，则应理解为事件脉冲高能释放区，而非长期牛市确认。

5.4 正式结论

CAICA DIGITAL 是一只极具研究价值的资本市场案例股，而非长期价值投资标的。它的价值不在于让人相信它，而在于让人看懂：上市公司平台、非上市资产、DCF估值、新股交付、商誉与少数股东之间，如何形成复杂的流动性转换结构。

6. 风险与免责声明

6.1 主要风险

风险	说明
少数股东价值转移风险	新股交付承接非上市资产，旧股东被摊薄，未来若资产未兑现，小股东承担成本。
商誉摊销与减损风险	善光総研带来大额商誉，若盈利未兑现，可能继续压制利润。
DCF预测不达风险	善光総研估值高度依赖2035年前经营预测，客户数和现金流尚需验证。
主业利润薄风险	IT服务仍是底盘，但利润率很低，难以支撑高估值。
暗号资产/数字资产题材风险	历史上相关资产曾出现未兑现与剥离，未来题材仍可能高波动。
事件脉冲后回落风险	低价股脉冲不等于趋势反转，高位可能成为流动性兑现区。
无分红风险	预测配当利回りが0%，不符合股息型长期持有偏好。
流动性与信用风险	低价股、信用买盘、散户情绪可能放大涨跌。
信息不透明风险	SCOP的ARR、续费率、付费客户数、解约率等关键数据未充分披露。

6.2 Compliance 声明

本报告为 www.kabugami.com 与 ChatGPT 联合研究基于公开资料、企业披露资料、四季报截图、TradingView用户提供图表及自有研究框架制作的自用研究记录公开分享。本报告不构成金融商品交易法或其他相关法律意义上的投资助言、投资勧誘、买卖推荐、收益保证或价格预测。

文中涉及的企业评价、趋势观察、估值判断、评分与评级，均为研究者个人观察，不保证未来结果。股票投资存在价格波动、流动性不足、业绩下修、行业环境变化、汇率变化、市场整体下跌及本金损失风险。

读者不应仅依据本报告作出投资判断。最终投资判断请读者基于自身责任、风险承受能力及必要的专业意见独立作出。www.kabugami.com 与报告作者可能持有或未来持有文中提及证券。本报告内容可能随着新资料、新财报、新市场环境而修正，且无义务持续更新。

6.3 本案特别声明

CAICA 是经典市场 case study，不是 www.kabugami.com 与 ChatGPT 联合研究偏好的长期投资标的。它可以作为赌博式、事件驱动式、低价脉冲式投机案例观察，但不适合作为长期安心持有公司。

7. 资料来源

本报告主要参考以下公开资料与用户提供资料。业务理解、评分、趋势判定与分类，均为 www.kabugami.com 自用研究框架下的再整理，并非企业官方观点。

[S1] 公司四季报资料与股价指标：用户提供的会社四季報オンライン截图，2026年3集夏号。

[S2] CAICA DIGITAL 2026年10月期 第2四半期決算短信, 2026/06/15, <https://kabuyoho-sls-disclose.ifis.co.jp/967/140120260612569866.pdf>

[S3] CAICA DIGITAL 株式交付による株式会社善光総合研究所の子会社化に関するお知らせ、2025/12/23, <https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20251223/20251223524619.pdf>

[S4] CAICA DIGITAL 株式会社善光総合研究所の子会社化に伴うのれんの額及び特別利益・特別損失の計上に関するお知らせ、2026/06/15, <https://www.caica.jp/2026/06/20260615-2-kaiji-pdf/>

[S5] CAICA DIGITAL 株式交付による株式会社Zaif Holdingsの株式追加取得に関するお知らせ, 2021/06/18, https://www.caica.jp/wp-content/uploads/2021/06/20210618_3_kaiji.pdf

[S6] CAICA DIGITAL 株式会社クムとの資本業務提携及び第三者割当による新株式発行に関するお知らせ, 2023/09/21, <https://www.caica.jp/2023/09/20230921-1-kaiiji-pdf/>

[S7] 社会福祉法人善光会 SCOPの開発が第5回日本医療研究開発大賞を受賞, <https://www.zenkoukai.jp/news/scop%E3%81%AF%E9%96%8B%E7%99%BA%E3%81%8C%E7%AC%AC5%E5%9B%9E%E6%97%A5%E6%9C%AC%E5%8C%BB%E7%99%>

[S8] 厚生労働省 第9期介護保険事業計画に基づく介護職員の必要数, https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_02977.html

[S9] 善光総合研究所 SCOP さがみロボット産業特区 新機能リリース, 2025/01/16, <https://zenkou-lab.co.jp/news/%EF%BC%88scop%EF%BC%89%E7%A5%9E%E5%A5%88%E5%B7%9D%E7%9C%8C%E3%80%8C%E3%81%95%E3%81%8C%E3%81%B>

[S10] ツクイ グループホームに介護記録システム「SCOP Home」順次導入決定、2020/06/24, <https://corp.tsukui.net/release/filedownload.php?name=8d27f55b0047fadc18a8fa77a414dd5c.pdf>

[S11] 社会福祉法人善光会 創設者挨拶, <https://www.zenkoukai.jp/greeting/>

[S12] 実業之日本フォーラム 白井一成プロフィール, https://forum.i-n.co.jp/author_profile/shirai_kazunari/

[S13] CAICA DIGITAL 2015年 社外委員会検証報告書, <https://www.caica.jp/2015/08/%E7%A4%BE%E5%A4%96%E5%A7%94%E5%93%A1%E4%BC%9A%E3%81%8B%E3%82%89%E3%81%AE%E6%A4%9C%E8%A>

[S14] Kabugami 技术层方法论：用户提供的“物理股价模型讨论.txt”。

[S15] TradingView 图表：用户提供的 2315 CAICA DIGITAL 月线主图，2026/06/22 15:04。

[S16] CAICA Technologies 官方网页, HCLSoftware 相关解决方案, <https://www.caica-technologies.co.jp/>

8. 彩蛋：上市公司是否正在成为集团非上市资产的流动性转换器

如果只看四季报，CAICA 是金融向SI、暗号资产、IoT、介护DX。如果把历史交易串起来，它更像一个反复被用于承接主题资产的上市平台。

8.1 从“业务研究”转向“流动性结构研究”

普通研究会问：CAICA 的IT服务好不好？SCOP有没有前途？IoT能不能成长？这些问题当然重要，但它们还不够。CAICA真正的彩蛋在于：上市公司股票本身是否正在被作为并购货币，帮助非上市资产获得流动性。

Zaif那轮已经提供了一个历史样本：非上市暗号资产交易所控股资产，以乐观DCF估值和株式交付装入上市公司，随后未兑现，再以象征性价格剥离。善光総研这一轮结构相似，只是主题从暗号资产换成介护DX。

主题资产 -> 乐观DCF -> CAICA新股交付 -> 旧股东摊薄 -> 资产未兑现 -> 商誉/亏损/剥离 -> 换下一个新主题。

8.2 善光総研是否是 Zaif模式的介护DX版本

这个问题是本报告的核心彩蛋。它不是说善光総研一定失败，也不是说SCOP没有价值。恰恰相反，SCOP有AMED奖项、介护机器人联动、神奈川项目、ツクイ导入案例和日本介护人手不足大背景。这些都是真实正面证据。

但资本市场不是只看资产是否有故事，而是看：这个故事被装入上市公司时，价格是否合理，谁拿到流动性，谁承担商誉，谁承担失败风险。

问题	善光総研正面解释	少数股东风险解释
为什么收购？	将介护DX、IoT、AI、数据基础设施并入CAICA。	用上市股为非上市资产提供流动性。
为什么用株式交付？	减少现金流出，保留资金。	旧股东被摊薄，CAICA没有获得现金。
为什么DCF？	非上市公司无市场价格，需要现金流折现。	估值高度依赖乐观预测。
为什么有商誉？	支付对价高于可识别净资产，体现未来成长性。	未来若不兑现，商誉成为利润表压力。
为什么可能有脉冲？	市场重新理解介护DX和IoT故事。	相关筹码需要更高流动性窗口。

8.3 它比普通“壳公司”更值得研究

日本上市相对容易，所以单纯壳价值并不高。CAICA的价值不在“壳稀缺”，而在“可交易上市股票作为并购货币”的功能性。它可以把难以流动的非上市资产转换为有二级市场价格的上市股票，这就是本案的核心。

这类公司真正危险的地方在于，它不一定违法，不一定没有程序，不一定没有第三方估值。相反，它往往文件齐全、程序完整、名义合规。但经济结果可能仍然是：上市公司小股东承接了非上市资产的估值不确定性。

8.4 为什么评分不是B，而是C

如果只看“有IT服务、有SCOP、有IoT、低价、有脉冲”，CAICA似乎可以给B-甚至B。但把Zaif历史和善光総研结构并排后，治理红线必须压低评级。

CAICA 不是没有机会，而是不适合作为长期价值投资标的。它有交易价值，不等于有长期投资价值；它有事件脉冲，不等于有企业复利；它有真实资产，不等于小股东能公平分享价值。

8.5 Kabugami 彩蛋判定

项目	判定
上市平台属性	极强
新股并购货币功能	极强
非上市资产流动性转换风险	高
少数股东友好度	低
事件脉冲可能性	存在，但需技术和材料共振
长期价值投资适合度	不适合
研究价值	非常高，是经典市场case study

8.6 和更差公司的边界：为什么不是D

评分体系必须公平。CAICA的治理和资本结构问题很严重，但它还不是最差档。它仍有真实IT服务收入，SCOP也不是纯空气；公司仍在上市状态，也没有进入民事再生或上场废止流程。因此，本报告不把它打成D。

真正的D级样本通常需要出现更毁灭性的事实，例如重大虚假记载确认、民事再生、上场废止、审计意见重大问题或业务真实性崩塌。CAICA更准确的位置是C：不适合长期投资，但作为资本市场事件案例仍极具研究价值。

8.7 如果未来发生什么，评级会继续下调

未来事件	评级影响
善光総研继续减损且利润不达DCF	C -> C-
再次用新股承接高叙事非上市资产	C -> C-
SCOP商业数据长期不披露且商誉摊销压制利润	维持C或下调C-
相关大股东在事件脉冲后明显减持	C -> C-，并强化流动性转换判断
出现监管、审计、上场维持重大问题	C- -> D

8.8 如果未来发生什么，评级才可能上调

正面验证	评级影响
SCOP外部付费客户数、ARR、续费率清晰披露并高增长	C -> B
介护DX segment 摊销后仍能稳定盈利	C -> B/B+
经营现金流持续转正，且不再依赖特殊利益	C -> B+
停止反复新股并购，资本政策转向少数股东友好	C -> B+
IT/SI、IoT、介护DX形成清晰协同收入	C -> B+，再观察A-可能性

Kabugami 定义：CAICA DIGITAL = 上市平台流动性转换型事件案例股。

这就是 CAICA 报告最重要的彩蛋。它不是一只“好公司报告”，而是一份“市场结构侦探报告”。它提醒研究者：在日本小型上市公司里，低价、题材、DCF、株式交付、商誉和股东结构，有时比表面业务更重要。