

3947 ダイナパック株式会社

Kabugami V3.1 72/100 · B+

这家公司是做什么的

主要制造和销售段ボール、印刷纸器、软包装及纸制缓冲材料等包装资材，并经营包装与梱包服务及不动产出租业务。

最近亮点

2026年8月7日，公司将2026年全年营业利润预测由31亿日元上调至42亿日元、净利润由25亿日元上调至34亿日元，并将期末股息预测提高至90日元；8月10日公布的中期营业利润为20.23亿日元，同比增长4…

Research cutoff 2026-08-23 · Kabugami Research

Compliance：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资劝诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

先看研究要点

为什么值得研究	2025 年营业现金流升至 51.08 亿日元，2026 年中期营业利润同比增长 42.8%；国内销量同比 106.6%，高于行业 101.6%，且公司能够在国内外实施价格改定。2026 年 6 月末自有资本比率 55.9%，投资有价证券 204.40 亿日元，资产缓冲较厚。
最需要担心什么	主要风险是包装材料价格和销量周期逆转叠加并购整合风险。2026 年 6 月末商誉 44.06 亿日元、客户相关资产 8.20 亿日元，短期借款增至 85.48 亿日元；若价格转嫁滞后或海外子公司盈利下降，利润和账面资产质量可能同时承压。
Kabugami 现在怎么看	观察偏积极。2026 年中期销售、营业利润和经常利润分别同比增长 15.1%、42.8%和 45.8%，公司已将全年营业利润预测上调至 42 亿日元，超过原中期经营计划 30 亿日元目标。估值约为预测 PER 6.9 倍、PBR 0.48 倍，但较低估值需与低流动性、周期性、M&A 商誉及政策持股规模一并评估。

01 | 投资问题与当前结论

当前问题是：2025—2026 年的利润上升究竟代表盈利中枢永久抬升，还是价格改定、并购和周期共同形成的阶段性高点。2026 年中期销售额 363.76 亿日元、营业利润 20.23 亿日元，公司将全年营业利润预测提高到 42 亿日元，已明显高于原中期计划 30 亿日元目标（证据 E0、E1、E6）。当前结论为观察偏积极：估值和资产缓冲具有吸引力，但需要验证 M&A 资产质量与利润正常化水平。

02 | 公司本质与商业模式

公司本质是以段ボール为核心的区域密着型综合包装制造集团。包装材业务包括段ボール、印刷纸器、软包装及纸制缓冲材料，另有规模较小但利润率较高的不动产出租业务。收入主要来自按客户规格生产和销售包装产品，而非专利授权或平台收费。

03 | 产品、客户与供应链

段ボール约占产品组合主体，公司同时提供纸器、软包装、パルプモールド、功能性包装和包装梱包服务。2026 年上半年国内销量同比 106.6%，高于行业 101.6%；主要原材料为段ボール原紙，其价格随市场变化（证据 E2、E12）。供应商名称及采购集中度未获得充分定量披露，应列为证据缺口。

04 | 竞争格局与产业关系

直接竞争者包括レンゴー、王子系、トーモク、日本トーカンパッケージ及大王製紙系。公司并非原纸一体化龙头，竞争优势更依赖区域工厂网络、设计提案、小批量短交期及客户关系。产业关系具有竞合特征：レンゴー、王子マテリア、大王製紙等同时位列股东（证据 E13、E24）。

05 | 护城河判断

护城河评为中等偏弱。正面因素是地域密着、综合包装提案、数字印刷、长期客户关系以及跨日本和东南亚的供应能力；负面因素是产品同质化、原纸成本传导、较低研发强度和竞争者规模优势。2025 年研发费仅 2.23 亿日元，说明护城河不宜按技术专利型企业估值（证据 E10）。

06 | 财务质量与现金流

2025 年营业现金流 51.08 亿日元，较上年明显改善；有形固定资产购置 19.35 亿日元，因此基础自由现金流为正。但子公司收购支出 61.19 亿日元使投资现金流净流出 57.56 亿日元，并需要增加借款（证据 E7、E8）。2026 年 6 月末自有资本比率 55.9%，总体财务稳定；同时短期借款 85.48 亿日元、商誉 44.06 亿日元，应继续监测。

07 | 股东、役員与治理

截至 2026 年 6 月末，カゴメ持股 16.7%，取引先持株会持股 9.2%，产业股东占比较高。董事会 10 人中包括 3 名社外董事和 2 名社外监查等委员，指名与报酬委员会多数由独立社外董事构成（证据 E13、E14）。治理结构基本合格，但政策持股规模和产业交叉持股仍会压低资本效率。

08 | 资本政策

2024—2026 年计划投入 200 亿日元成长投资，股东回报上限 25 亿日元，并通过营业现金流、政策持股缩减和有息负债共同融资。2025 年回购 209,600 股，2026 年期末股息预测由 80 日元提高至 90 日元（证据 E16、E17、E1）。资本政策方向改善，但当前仍明显偏重 M&A 和成长投资。

09 | 估值与安全边际

以 2026 年 8 月 21 日 2,421 日元计，预测 PER 约 6.9 倍、PBR 约 0.48 倍、预测股息率约 3.7%。投资有价证券账面额 204.40 亿日元，接近约 237 亿日元的权益市值，并有土地和出租不动产作为补充缓冲（证据 E4、E20）。安全边际看似较厚，但不能忽视政策持股波动、税负、不可自由处置属性及并购商誉。

10 | Kabugami 技术结构

价格观察截至 2026-08-21。本轮先用完整年线、月线与日线重建纯价格状态，再把 8 月 7 日业绩上修作为事件响应实验。Owner 长期月线图仅用于视觉交叉验证。

10.1 | Technical Question：迁移已经发生，下一层价格重心能不能被真正保留

3947 和多数本批股票最大的不同，是它已经不需要证明“迁移有没有开始”。2019 年约 1,201—1,719 日元、年末 1,476；2020 年约 1,231—1,620、年末 1,340；2021 年年末 1,324；2022 年年末 1,245。约 1,200—1,600 日元曾是多年反复形成的稳定价格中枢。

从 2023 以后，路径发生连续变化：2023 年最低 1,225、年末 1,492；2024 年最低 1,466、最高 2,050、年末 1,807；2025 年最低 1,616、最高 2,750、年末 2,312。这里不仅是高点上升，回抽低点、年末价格重心和主要运行区间都连续抬高。这已经构成有重复性证据的长期价格中枢迁移。

所以当前真正的问题不是“会不会突破”，而是：在迁移已经成立之后，2,000 日元以上能否继续成为新的长期底盘。

10.2 | Return / Half-life：2,774→1,960 的深回撤，没有把价格拖回旧世界

2026 年 3 月 16 日股价达到 2,774 日元，6 月 8 日最低回到 1,960，峰谷损失 814 日元，回撤接近 29%。如果此前三年的重估只是一场长脉冲，这种深度回撤完全有机会把价格重新吸回 1,200—1,600 日元旧中心。

实际没有。半程恢复位约为 2,367 日元；8 月初公司业绩上修后，价格已经重新越过这一区域。到 8 月 21 日收于 2,421，说明这轮深回撤的一半以上损失已被修复，而且修复发生时价格始终没有重新进入旧长期中心。

这里 Half-life 有信息量，不是因为“恢复快就一定涨”，而是它把一个更关键的事实量化出来：新价格中心在遭遇近 30% 回撤后仍能保持回复能力，旧中心的重新吸收能力已经显著减弱。

10.3 | Good-news Response：8 月 7 日利润与分红上修，第一次给迁移补上经营确认

8 月 7 日下午，公司将全年营业利润预测由 31 亿日元上调至 42 亿日元、经常利润由 36 亿上调至 48 亿，并把期末股息由 80 日元提高到 90 日元。理由包括国内外价格改定、销售扩大以及并购公司贡献。这不是模糊题材，而是直接进入利润表的经营上修。

价格当天从前一日 2,250 日元收盘附近直接收 2,450，单日上涨约 8.9%，盘中最高 2,499，成交量也明显高于此前日常水平。此时价格刚好重新跨过上述约 2,367 日元的半程恢复位。

因此这次事件和 3895、3323 那类“脉冲后仍困在旧中心”的结构不同：3947 先完成了多年价格迁移，之后经营利润才给出更强确认。事件没有从零制造迁移，而是在已有更高价格中心上强化回复。

10.4 | Price-Fundamental Timing：Price-led rerating，正在转向 Fundamental confirmation

2023—2025 价格重心开始连续上移时，今天这组 2026 年中期利润与上调后的 42 亿营业利润还没有出现。也就是说，市场价格此前已经先对资产价值、盈利改善和资本政策可能性做了重新定价。

到了 2026 年 8 月，半年营业利润+42.8%、全年利润大幅上修和增配开始给这段价格迁移补上更扎实的经营证据。当前最合理的时序定义是：Price-led rerating → Fundamental confirmation。

这种组合比“财报公布后突然暴涨”更健康，因为价格迁移不是单一事件依赖；但也不能因此忽略周期、原纸成本和 M&A 整合。如果后续基本面再度转弱，而价格跌回旧中心，今天的确认就会被推翻。

10.5 | Current State：成熟迁移后的高位再平衡，验证 1,800—2,000 日元新底盘

当前技术状态应定义为：长期价格中枢迁移已经成立，2026 深回撤未破坏迁移，8 月经营上修又帮助价格完成半程以上修复；现在验证的是更高中心的耐久性，而不是迁移是否存在。

真正重要的后续证据，是下一轮主要回撤能否继续在约 1,800—2,000 日元及其上方结束，并在更高区域重新形成可重复价格重心。若随后再次扩张，迁移质量进一步增强；若价格持续跌回 1,600 日元以下并长期反复，才说明过去三年的中心迁移开始失效。

由于流动性极低，单日突破和单笔成交都容易失真。技术分维持 4.0/6：这里最强的证据是跨年度中心迁移 + 深回撤保留 + 基本面确认，而不是某一天的价格高点。

11 | 风险与催化剂

主要风险包括原纸、人件费、物流和能源成本上涨；价格转嫁滞后；国内消费和青果物出货波动；汇率及海外政治经济风险；并购商誉减值；政策持股价格波动；极低股票流动性。主要催化剂包括 42 亿日元营业利润预测达成、海外收购全年贡献、追加增配或回购，以及更高价格中枢在后续回撤中持续保留。

12 | Insight / 反常识发现

反常识发现一：公司不只是低 PBR 段ボール企业，投资有价证券及不动产对市值具有显著支撑。反常识发现二：2026 年国内销量增速高于行业，但利润增长更快，说明价格与效率改善可能比数量增长更关

键。反常识发现三：最大股东力ゴン同时为主要客户，既提高关系稳定性，也使传统公开披露难以完整反映客户集中风险。

13 | 下一次值得跟踪什么

下一次重点跟踪：一、2026 年下半年营业利润率能否维持；二、Hoang Hai 与丸中紙工的收入、利润、商誉和整合进度；三、原纸价格与产品价格改定时间差；四、短期借款和自由现金流；五、政策持股缩减；六、前五大客户与供应商集中度；七、下一轮价格回撤能否继续保留在约 1,800—2,000 日元以上，并在更高区域重新形成价格重心。

14 | V3.1 评分卡

模块	权重	得分	理由
财务稳健与现金防御	18	14	自有资本比率 55.9%、资产和投资证券缓冲较厚；扣分来自短期借款上升、并购商誉和收购融资需求。
护城河与行业地位	18	10	区域密着网络、综合包装和客户对应能力具备价值，但行业产品同质化、竞争者规模及原纸成本限制护城河。
盈利质量与现金流	14	11	2025 营业现金流改善，2026 中期营业利润增速强；利润仍含价格改定、并购贡献及非营业配当收入影响。
产品 / 供应链 / 客户结构	14	10	产品覆盖完整、国内销量高于行业且海外布局扩大；客户和供应商集中度披露不足。
估值与安全边际	12	10	约 6.9 倍预测 PER、0.48 倍 PBR 及资产缓冲具有吸引力；低流动性和资产不可完全变现使折价具有部分合理性。
资本政策	10	7	增配、回购及政策持股缩减方向正面，但资本配置仍偏重 M&A，尚需证明收购 ROIC。
治理	8	6	独立社外董事占比较高并设有指名、报酬委员会；产业交叉持股和较大的政策持股仍是治理折价来源。
技术结构	6	4	2023—2025 价格中枢连续抬升，2026 深回撤仍保留在旧长期平台之上；8 月利润上修进一步构成经营确认。

Total: 72 / 100

Rating: B+

Action: WATCH（观察偏积极；不追高，等待回撤稳定或突破确认后分批）

15 | 来源与 Compliance

主要来源为公司 2026 年中期决算短信、业绩与配当修正公告、2025 年度有价证券报告书、决算说明资料、公司治理报告、股东信息及全国段ボール工業組合連合会统计。经营事实优先采用公司一手资料。

市场价格使用 Yahoo!ファイナンス与株探年次/月次/日次时系列交叉核对；本轮 Section 10 的事件层仅把 8 月 7 日利润与配当上修作为冲击起点，技术结论来自事件前后真实价格响应，而不是把新闻本身当作技术证据：

- Yahoo!ファイナンス 3947.T：<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>
- 株探 3947 年次株価：<https://s.kabutan.jp/stocks/3947/historicalprices/yearly/>
- 株探 3947 日次株価：<https://s.kabutan.jp/stocks/3947/historicalprices/daily/>

客户与供应商集中度、2026 年中期完整现金流及并购 PPA 细节仍属未解决证据缺口。

最后一页 Compliance / 风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。