

9761 東海リース株式会社 (Tokai Lease Co., Ltd.)

Kabugami V3.1 70.5/100 · B+

这家公司是做什么的

東海リース主营临时建筑、单元房等租赁，提供方案设计、施工、拆除、整备和重复出租；同时出租办公家具和设备，并承接相关安装与施工服务。

最近亮点

2027财年第一季度销售47.86亿日元、营业利润2.50亿，分别同比增长约10%和9%；但利息负担上升使经常利润约2.29亿、净利润约1.46亿同比走弱。公司仍维持全年销售206.9亿、营业利润15.7亿、净利润8…

Research cutoff 2026-08-22 · 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	2022—2026 财年经营活动现金流连续为正，临时建筑具备回收再利用和跨项目重复出租特性；市净率约 0.48 倍、预期股息率约 5%，且 Owner 月线已从长期低位平台出现较明确右侧抬升。
最需要担心什么	2026 财年净资产收益率仅 4.2%，过去五年大多在 1%—6% 区间；租赁资产净额约 122.6 亿、有息负债快速增加，现金流利息保障倍数降至约 3.1 倍。2025 年还发生过过往年度会计更正及施工管理资格实务条件不符，治理与内部控制需要持续折价。
Kabugami 现在怎么看	9761 真正的重估条件不是“低市净率 + 高股息”本身，而是每一套租赁资产能否通过更高利用率、更多重复周转和更好的租金、施工利润，在融资成本上升的环境里持续提高单位资本回报。当前需求与营业利润方向向上，估值有保护，技术结构也改善；但只要净资产收益率停留 4%—6% 且借款增速快于利润，0.5 倍市净率仍有合理性。

01 | 投资问题与当前结论

1.1 核心问题不是销量，而是资产周转回报

東海リース提供平房式临时建筑、单元房、办公家具与设备等临时设施，从方案设计、施工到拆除一体执行。客户不必为短期工程永久购置建筑资产，公司则可以回收标准化构件，整備后再次出租。

因此收入增长本身不够。真正决定股东回报的是：租赁资产利用率、租期、单轮毛利、整備和运输成本、重复出租次数和融资成本。

1.2 2027 财年第一季度：营业改善，但金融成本已成为第二条利润表

第一季度销售 47.86 亿、营业利润 2.50 亿，同比增长约 10% 和 9%。需求端仍有韧性，说明公司已配置资产正在产生更多营业收入。

但经常利润和净利润同比下降，核心拖累之一是利息费用增加。2026 财年全年已经出现相同趋势：营业利润 12.02 亿，而利息支出较前期大增，经营活动现金流相对利息支出的保障倍数从 2023 年的 47.9 倍一路降到 2026 年的 3.1 倍。

所以未来不能只看营业利润增长，要看营业利润增量是否跑赢利息增量。

1.3 当前结论

8 月 21 日前后股价约 2,425 日元，每股净资产约 5,053 日元，市净率约 0.48 倍；公司 2027 财年每股收益预测 254.16 日元，对应市盈率约 9.5 倍；120 日元分红对应约 5% 收益率。

估值具有明显保护，但 2026 财年净资产收益率只有 4.2%。低市净率在低净资产收益率资产上并不自动错误。

当前定义：低估值、高股息、营业恢复、右侧结构改善，但资本效率仍未跨过重估线。

02 | 公司本质与商业模式

2.1 经营本质：把标准化建筑变成可循环的“生产资产”

传统建筑项目交付后资产通常属于客户；9761 则先拥有租赁资产，再把使用权在不同项目间反复出售。

这形成循环：

采购或制造租赁资产 → 配置到客户现场 → 收租和施工收入 → 拆除 → 回收整备 → 再出租。

同一资产重复使用的次数越多，初始采购成本摊薄越充分。

2.2 从方案到拆除的一体化为什么重要

公司明确强调从方案设计、施工到拆除的一体化服务。这个闭环同时解决：

- 客户寻找多家承包商的协调成本；
- 资产规格与库存匹配；
- 工期和物流安排；
- 拆除后的回收和再利用。

这不是绝对垄断护城河，但形成资产池、施工网络和物流管理的规模摩擦。

2.3 单一业务分部反而需要内部经济拆分

财报把集团视为临时建筑租赁单一业务分部，但研究时至少要拆：

- 资产租金收益；
- 施工、安装和拆除服务；
- 办公家具等附加租赁；
- 资产采购与整备；
- 融资成本。

否则收入增长与资产回报很容易被混在一起。

03 | 产品、客户与供应链

产品包括平房式临时建筑、单元房、办公家具和设备，服务工程现场、政府和公共机构、临时办公室及各种期限明确的设施需求。

上游主要暴露于钢材、建筑材料、设备部件、运输、能源和施工人工。下游需求来自民间建设、公共工程、灾害恢复、活动和临时用途等。

供给侧真正难点不是单件产品，而是“对的资产在对的地区、对的时间可立即部署”。因此仓储位置、标准化库存、整备效率和物流网络决定利用率。

04 | 竞争格局与产业关系

临时建筑租赁存在专业租赁公司、预制建筑厂商、建筑设备租赁商及地方施工企业。客户对价格敏感，但交期、安全、质量、库存可得性和一体施工会降低单纯价格竞争。

公司优势更接近：

- 资产规模与品类；
- 全国和区域营业、施工网络；

- 方案设计—施工—拆除闭环；
- 标准构件的重复再利用；
- 长期客户关系。

这是一种规模 + 运营效率护城河，不是强品牌溢价或专利壁垒。

05 | 护城河判断

重复出租本身带来学习曲线：资产越标准化，维修、备件、库存调拨和施工越容易，资产池越大越能满足紧急需求。

但护城河受两个因素限制：

1. 客户仍会比价；
2. 借款成本会直接侵蚀资产回报。

因此我们给中等偏上的业务护城河，但不把低市净率解释成市场完全看漏。

06 | 财务质量与现金流

6.1 2026 财年利润下滑，而资产和借款继续增加

2026 财年销售 188.56 亿、营业利润 12.02 亿、经常利润 10.74 亿、净利润 7.23 亿；营业利润率 6.4%，净资产收益率 4.2%。

总资产 394.14 亿、净资产 176.68 亿、股东权益比率 44.4%。租赁资产原值 215.83 亿、净额 122.63 亿；土地 61.52 亿。

短期借款 71.18 亿、长期借款 98.86 亿，借款较上一年明显增加。

6.2 为什么传统“自由现金流”会误判这家公司

2026 财年经营活动现金流+6.95 亿，投资活动现金流-21.64 亿，其中租赁资产取得支出 19.64 亿；融资活动现金流+25.43 亿。

普通制造公司把“经营活动现金流减资本开支”作为自由现金流很合理，但在 9761，租赁资产本身就是未来出租收入的生产资产。新增资产既可能是成长投资，也可能是维持现有资产池所需替换。

所以真正要问：

- 新增 19.64 亿租赁资产带来多少未来租金和施工毛利；
- 资产利用率是否上升；
- 折旧后回报率；
- 资产退役和残值；
- 融资成本。

6.3 经营活动现金流长期为正，但融资安全边际正在下降

近五年经营活动现金流持续为正，说明客户回款和会计利润总体能形成现金。

但 2026 财年现金流对有息负债比率恶化至 24.4 年，利息保障倍数仅 3.1 倍。即使这一指标受当年资产扩张和营运资金影响，它仍明确说明融资成本已进入核心投资逻辑。

07 | 股东、役員与治理

公司股权高度分散于个人，2026 财年个人持有单位数约 83%；外国法人和金融机构比例很低。塚本家相关股东位居前列，但没有看到单一绝对控制股东。

这种结构减少机构短期压力，也可能降低资本效率改革速度。

治理需要特别记住两类历史事件：

- 2025 年因中国子公司有偿减资的外币折算会计处理，追溯更正 2022—2025 多期决算；
- 2025 年发现部分施工管理资格考试相关人员的实务经历条件不符，并报告国土交通省和采取防止再发措施。

两者不等于当前财务失真，但说明内部控制与合规不能给高分。

08 | 资本政策

每股分红从 2022 财年约 80 日元、2023 财年 40 日元、2024 财年 60 日元提高到 2025 和 2026 财年 120 日元，2027 财年继续计划 120 日元。

2026 财年股利支付率 57.4%、股东权益分红率（DOE）约 2.4%；2027 财年按公司每股收益预测，股利支付率约 47%。股东现金回报是真实优势。

公司曾在 2023 年实施 ToSTNeT-3 回购，但当前并非持续大规模回购型企业。每年限制性股票薪酬会带来少量库存股处置，不构成持续重大稀释。

资本政策最重要的矛盾是：一边给 5% 左右股息，一边大量借款购入租赁资产。只要新增资产投入资本回报率高于债务成本，逻辑成立；反之高股息可能只是用杠杆维持的表面回报。

09 | 估值与安全边际

当前约 2,425 日元对应：市净率约 0.48 倍、预期市盈率约 9.5 倍、股息率约 5%。

乐观情景：临时建筑需求稳定，新增租赁资产快速出租，利用率提高，营业利润达到 15.7 亿以上且利息增速放缓，净资产收益率向 8% 以上抬升；低市净率与高股息共同推动重估。

基准情景：收入和营业利润温和增长，但融资成本同步上升，净资产收益率维持 4%—6%；市净率长期 0.45—0.65 倍，主要回报来自分红。

悲观情景：建设需求转弱或资产闲置，借款利率继续上升，租赁资产利用率下降；利润下修、分红承压，低市净率进一步收缩。

当前仍是基准情景，第一季度营业改善使乐观情景概率提高，但利息阻止我们提前升级。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；用于本章结构研究。

10.1 研究问题已经从“底部有没有形成”变成“第一次长期价格中枢迁移能不能耐久”

東海リース不能从2024年开始看。1996年仍处在远高于今天的高能价格区域，随后经历漫长退潮；2003年最低约720日元，2004—2005年又强烈恢复到3,630日元，但这次扩张没有建立新的长期高位平衡，2008年重新回到1,090日元。此后十多年，价格主要运行区间继续下移；尤其2018—2023年，2020年最低1,080日元，2023年最低1,231、年末1,247。

这段完整生命史改变了问题本身。9761不是一只“长期低位刚开始筑底”的股票，而是一只已经经历过旧高价体系崩塌、失败恢复、十多年低位重建，并在2024—2025完成第一阶段价格重心上移的股票。现在真正需要研究的，不再是底部在哪里，而是更高价格中枢能不能经历深回撤后继续保留下来。

10.2 2,739→2,109：高点不是最强证据，回撤以后没有被旧中心重新吸收才是

2024年最低仍有1,300日元，但年末升至1,764；2025年全年最低进一步抬到1,730，年末收2,474。2024年8月一度跌到1,446，月末仍回到1,870；2025年4月又从2,000日元以上急跌到1,730，月末回到2,045。旧长期价格吸引区仍然存在历史记忆，但把价格完整拉回原中心的能力已经下降。

2026年的深回撤进一步把这件事变成可观察实验。2月股价最高2,739日元，6月4日最低2,109，峰谷回撤约23%。如果2024—2025只是旧体系内的一次脉冲，这种幅度足以让价格重新回到过去1,200—1,700日元的主要运行区间；实际却在2,100附近停止下移，6月收2,260、7月收2,391，8月21日仍为2,425。

恢复半衰期给了额外证据。2,739→2,109的损失为630日元，收复一半对应约2,424；8月14日收盘2,450，也就是说从6月4日低点算起，大约十周完成这轮回撤的一半修复。Half-life不能单独确认趋势，但它把“恢复能力仍然较强”从形容词变成了可以核实的运动事实。

当前路径因此非常清楚：价格中心先上移 → 深回撤接受旧中心的重新吸收测试 → 回撤在更高区域终止 → 再向新的活动中枢恢复。现在真正得到反复证据的是2,000—2,500日元附近，而不是2,700日元以上。

10.3 好消息开始留下更高价格，坏消息却越来越难恢复旧弱势状态

纯价格状态形成以后，再看事件响应。2025 年 3 月 11 日，公司大幅上调全年业绩预测并把全年分红预期由 100 日元提高到 120 日元。第二个交易日价格明显跳升；更重要的是随后 4 月最低回到 1,730 以后，并没有重新长期回到 2023 年的旧低位中心，之后数月主要运行在 2,000 日元以上，年底达到 2,474。这里真正有信息的不是“利好上涨”，而是正向冲击留下了更高价格结构。

反方向也有一次很干净的测试。2025 年 10 月 9 日，公司披露部分员工施工管理技士考试实务要件不备；公告后价格短暂回落，10 月 14 日最低约 2,191，但没有继续向旧低位中心迁移，11 月又回到 2,390 附近。明确的负向扰动仍然可以制造回撤，却没有恢复 2023 年以前的弱势价格结构。

正负扰动之间因此出现不对称：正向冲击越来越能够留下更高价格中心，负向冲击则越来越难把价格重新打回过去的主要运行区间。这比单纯比较某一天涨跌幅更能说明系统参数已经变化。

10.4 Price-Fundamental Timing：第一次重估大体与盈利改善同步，2026 却出现“利润转弱、价格结构更有韧性”

9761 并不是典型的“价格先跑很远、基本面后来才追上”。2024 年的第一次明显价格重心抬升，与当时已经公开确认的盈利恢复大致同步；到 2025 年 3 月再次大幅上修业绩时，价格中心本来就已经高于 2023 年的旧体系，所以这次事件更像是强化一场已经开始的迁移，而不是从零制造迁移。

真正新的关系出现在 2026 年。2026 年 3 月期营业利润实际下降 20.4% 至 12.02 亿日元，经常利润和净利润也明显下降；价格虽然从 2,739 回撤到 2,109，却始终没有回到旧低位中心，并在之后重新恢复至 2,400 日元附近。也就是说，价格中心目前保持得比利润走势更稳定。这里开始呈现 Price-resilient 特征：基本面转弱仍然重要，但其边际破坏力已经不足以恢复旧的价格状态。

这不意味着“市场提前知道什么”，只说明价格与公开基本面已经不再机械同步。对未来研究反而提出更高要求：必须继续查清市场正在给更高价格中心怎样的盈利、资产利用率与资本回报预期。

10.5 当前状态：第一次迁移已经发生，真正要验证的是新价格中枢能否持续经受回抽

技术状态：9761 已经明显脱离 2018—2023 年的长期低位价格吸引区，2024—2025 完成第一阶段价格重心上移；2026 约 23% 的深回撤没有破坏这一迁移，目前处于更高活动中枢的稳定性验证，而不是重新寻找长期底部。

但第二轮扩张还没有完成。2,700 日元以上只是到达过，并没有形成足够长、足够重复的价格中心；真正被多次返回和再组织验证的是 2,000—2,500 日元附近。

如果后续主要回撤继续在这一抬高后的运行区域内结束，恢复速度没有明显恶化，并再次从新的活动中枢向上扩张，那么“离开旧中心 → 经历回抽 → 保留新高度 → 在更高区域形成可重复价格中枢 → 再次扩张”的迁移链会继续向前。反过来，如果未来几个主要波段重新逐级下移，并长期回到 2024 年前 1,200—1,700 日元的旧中心，今天看到的状态就应该降级为一次持续时间较长的重估脉冲，而不是新的长期价格吸引区建立。

11 | 风险与催化剂

主要风险：建设周期与公共工程节奏；租赁资产闲置；钢材、建材、物流和人工上涨；利率上升；高有息负债；应收账款增长；资产残值和整备成本；施工合规与内部控制。

主要催化剂：2027 财年营业利润 15.7 亿目标兑现；租赁资产利用率和周转改善；利息支出增速停止；净资产收益率突破 6% 并向 8% 靠近；新增公共工程和灾害恢复需求；持续 120 日元以上分红；低市净率下进一步回购。

12 | Insight / 反常识发现

自由现金流为负不等于经营差。对经营租赁公司，租赁资产采购是未来收入资产，不能与普通总部装修等资本开支同看。

真正的成本不是折旧，而是闲置。一栋已经买下的单元房如果反复出租，折旧可以被多轮租金吸收；如果长期躺在仓库，资本成本会持续累积。

5%股息不是免费午餐。当公司同时大量借款扩充租赁资产时，必须确认股息与增长投资都由高回报资产支持，而不是杠杆把现金从未来搬到现在。

第一季度“营业利润增、经常利润弱”是很有价值的信号。它把融资成本从财务附注推到了投资逻辑中心。

13 | 下一次值得跟踪什么

- 1. 租赁资产净额与新增取得金额；
 - 2. 销售与租赁资产比率，以及可替代资产利用率的指标；
 - 3. 营业利润率；
 - 4. 利息支出和平均借款利率；
 - 5. 有息负债与股东权益的比例；
 - 6. 利息保障倍数；
 - 7. 经营活动现金流和应收账款变化；
 - 8. 政府和公共机构项目订单；
 - 9. 钢材、物流、人工成本的价格转嫁；
 - 10. 120 日元分红安全性；
 - 11. 回购；
 - 12. 净资产收益率；
 - 13. 合规与国土交通省后续；
 - 14. 下一轮主要回撤是否继续在 2,000 日元以上的更高活动区域完成重新组织，以及恢复速度是否保持。
- 升级条件： 营业利润增长连续两个以上季度跑赢利息增长，资产扩张后利用率和收入效率改善，净资产收益率稳定进入 6%—8%并继续向上。
- 降级条件： 借款继续大增而营业利润停滞、利息保障倍数进一步下降、分红被削减或资产闲置上升。

14 | V3.1 评分卡

模块	权重	得分	核心理由
财务稳健与现金防御	18	11.5	股东权益比率 44%、经营活动现金流长期为正；但借款大、利息保

			障明显恶化。
护城河与行业地位	18	11.5	资产池、施工拆除闭环、库存物流和重复利用形成运营壁垒，但客户仍有比价能力。
盈利质量与现金流	14	10.5	经营活动现金流质量尚可；租赁资产资本开支需按资产周转经济性而非普通自由现金流解读，融资成本是扣分。
产品 / 供应链 / 客户结构	14	10.5	标准化临时建筑资产和一体服务明确，需求分散；建材、人工、工程周期敏感。
估值与安全边际	12	10.5	市净率约 0.48 倍、市盈约 9.5 倍、股息约 5%，有保护；低净资产收益率解释部分折价。
资本政策	10	7.0	120 日元股息真实有吸引力，但大额借款扩张与回购力度有限。
治理	8	4.5	股权分散，但历史会计更正和施工资格实务条件事件要求持续折价。
技术结构	6	4.5	2018—2023 旧低位价格吸引区明显弱化，2024—2025 完成第一阶段价格重心上移；2026 深回撤完成半程修复并未恢复旧中心，目前验证更高活动中枢的耐久性。
Total	100	70.5	B+：低估值与右侧恢复成立，但融资成本和低净资产收益率仍是重估天花板。

15 | 来源与 Compliance

1. 東海リース | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 (2026-08-10)

<https://tokai-lease.co.jp/archives/>

2. 東海リース | 2026 年 3 月期 決算短信 (2026-05-14)

<https://tokai-lease.co.jp/archives/files/r0741.pdf>

3. 東海リース | IR 情報

<https://tokai-lease.co.jp/ir/>

4. 東海リース | 会社・サービス概要

<https://tokai-lease.co.jp/>

5. 東海リース | 株式情報

<https://tokai-lease.co.jp/ir/stockinformation/>

6. 東海リース | 2025-02-21 過年度決算訂正・期中レビューに関する説明

<https://tokai-lease.co.jp/wp-content/uploads/2025/02/irnews20250221.pdf>

7. 東海リース | 施工管理技士の技術検定試験における実務要件の不備 (2025-10-09)

<https://tokai-lease.co.jp/archives/files/irnews20251009.pdf>

8. Kabugami 旧故事 | 9761.T 東海リース (2026-03-11)

<https://www.kabugami.jp/>

9. 東海リース | 業績予想および配当予想の修正 (2025-03-11)

<https://tokai-lease.co.jp/archives/files/irnews20250311.pdf>

10. 株探 | 東海リース 9761 年次株価時系列

<https://s.kabutan.jp/stocks/9761/historicalprices/yearly/>

11. 株探 | 東海リース 9761 月次株価時系列

<https://s.kabutan.jp/stocks/9761/historicalprices/monthly/>

12. Yahoo! ファイナンス | 東海リース 9761 株価時系列

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9761.T/history>

证据边界

- 租赁资产利用率和单资产全生命周期收益未被公开详细量化，本报告用租赁资产、销售、折旧、借款和利润变化进行方向性判断，不假设具体利用率。
- 过往年度更正的主要公开原因包括中国子公司有偿减资相关外币折算处理的追溯修正；不据此推断当前存在未披露会计问题。
- Owner 月线图只用于长期结构，不构成短线买卖信号；Section 10 的价格历史与恢复半衰期还使用了公开历史行情数据，不把 Owner 图当作唯一技术证据。
- 8 月 21 日约 2,425 日元仅为估值与技术观察锚，不保证实时行情。

Compliance：本报告为 Kabugami.jp 独立研究记录，不构成投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价或收益保证。临时建筑租赁高度暴露于建设周期、资产利用率、材料成本、利率、施工安全和流动性风险，投资者可能损失全部本金。

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。