

# 3204 株式会社トーア紡コーポレーション (TOABO CORPORATION)

Kabugami V3.2 60.75/100 · B

## 这家公司是做什么的

トーア紡集团主营羊毛纱线、制服和面料，同时经营汽车内饰、聚丙烯纤维、无纺布等产业材料，并拥有电子零部件、精细化学、不动产租赁、驾驶学校和健康相关等业务。

## 最近亮点

2026年上半年销售约86.72亿日元、同比-1.2%，营业利润约3.24亿、同比-21.3%，经常利润约3.72亿、同比-26.3%；归母净利润约4.37亿、同比+73.9%，但其中投资有价证券出售益约3.04亿日元显著抬高…

资料截止 2026-09-21 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

|            |                                                                  |
|------------|------------------------------------------------------------------|
| 研究来源       | GPT 研究                                                           |
| 研究日期       | 2026-09-21                                                       |
| 研究规则版本 SHA | ffaa34f404842d99704a4421665b2a7d7641e4b5                         |
| 评分版本       | V3.2                                                             |
| 发布源 SHA    | e687d9ac9d53b1a622d671cfd9aa004f99eb545                          |
| 交付代码版本 SHA | e687d9ac9d53b1a622d671cfd9aa004f99eb545                          |
| 交付运行时指纹    | 26f685d84b3cd88e21ce12b1699c837bdb9acb98cb2d5d32fd5d7cbda9c2ff73 |

先看研究要点

|                |                                                                                                                                                                                                                                        |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 为什么值得研究        | 产业材料的生产效率和价格转嫁出现修复；不动产继续提供高利润现金底盘；公司 2026 年出售政策持股、完成 20 万股回购，并决定把三家服装相关全资子公司整合，资本与组织结构都在收敛。账面土地约 170.55 亿日元、投资有价值证券约 31.43 亿日元，为低 PBR 提供真实资产基础。                                                                                        |
| 最需要担心什么        | 服装面料营业利润同比下降约 61.5%，精细化学利润下降约 66.4%，电子业务仍亏损；上半年营业现金流约-0.77 亿日元，不能用一次性证券出售把现金质量包装成改善。短期借款约 42.74 亿、长期借款约 64.92 亿，净有息负债仍大；资产价值若不能被更高 ROE、降债或股东回报兑现，低 PBR 可以长期存在。                                                                         |
| Kabugami 现在怎么看 | 当前最重要的变化不是“资产很多所以便宜”，而是管理层开始同时做三件事：缩减政策持股、回购股份、把服装相关法人合并以提高经营资源效率。与此同时，真实经营数据说明业务组合仍严重分化——产业材料恢复很强，不动产利润率极高，而服装、精细化学和电子仍拖累整体资本效率。约 0.30 倍 PBR 反映的不是单一误价，而是市场对“重资产+净负债+低 ROE+多业务组合”的长期折价。只有当经营利润修复、资产再配置和降债真正形成同一条现金流链，这个折价才有持续收窄的经济基础。 |

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：资产重估能否从“账面便宜”变成“资本回报真的提高”

ト一ア紡最容易被看成一只“0.3 倍 PBR 的含资产纺织股”。这个标签有事实基础，但不足以解释股东为什么长期只愿意给极低的账面价值倍数。

2026 年 6 月底，集团账面土地约 170.55 亿日元，投资有价值证券约 31.43 亿日元，合计远高于约 45 亿日元级市场市值。问题在于这些资产并不是可以无成本分给股东的现金：集团同时有约 107.66 亿日元短期及长期借款，还有递延税负、租赁/经营责任以及需要资本维持的制造业务。

因此本轮公司特有的投资问题是：

管理层能否把“资产很多、业务很多”的旧结构改造成“高回报业务获得更多资本、低回报资产被处置、净负债下降、剩余股本减少”的新结构，并让正常化 ROE 和营业利润率真正抬升。

这比单纯讨论 PBR 会不会回到 1 倍更有信息价值。

### 01.2 | 当前答案：资本改革方向已经可见，经营验证却刚开始

2026 年出现了几项彼此相关的动作：

- 出售一只上市政策持股，1—6 月确认约 2.84 亿日元出售益，目的明确写为“提高持有资产效率”；
- 3 月董事会授权最多 20 万股、1.2 亿日元回购，最终完成 20 万股、约 1.023 亿日元；
- 7 月决定从 2027 年 1 月起，将东亜紡織作为存续公司吸收合并トーアパレル及有明ユニフォーム，目的也是经营资源效率化；
- 上半年短期借款净减少约 8.4 亿日元。

这些动作说明资本效率已经进入实际执行阶段。

但经营端还没有形成同样强的证据。上半年营业利润约 3.24 亿、同比下降 21.3%，营业利润率从 4.7% 降至 3.7%；服装和精细化学大幅减益，电子仍亏损。全年要做到 8 亿营业利润，公司下半年需要取得约 4.76 亿营业利润，明显高于上半年。

所以当前判断是：资本结构的方向比过去更正确，但经营组合还没有证明可以稳定产生更高回报。

### 01.3 | 本轮为何是 FIRST\_COMPLETE

3204 在 2026-08-23 已有一份正式 Review，但该 Review 属于旧方法/旧 Score 时代，Section 00 仍记录 V3.1 Score，且没有形成当前 structured-deep-research-v1 所要求的完整 Structured Deep Research 基线。

本轮因此使用旧 Review 只作为历史事实与先前假设参考，重新按当前方法完成公司先行 Open Discovery、Coverage35 deliberate Layer-2 Research、独立 Technical、Cross-domain Integration、Research Debt 修复、Full Synthesis、V3.2 Score、Routing 与自然 00—15。

---

## 02 | 公司本质与商业模式

### 02.1 | 这是多个资本回报差异很大的业务组合，不是一家单一纺织厂

集团目前对外呈现六类业务：服装、室内装饰与产业材料、电子、精细化学、不动产、其他。

这些业务的经济模型差异很大：

- 服装依赖羊毛、汇率、制服订单、学校库存和企业更新周期，固定成本与原料波动使利润弹性较大；
- 室内装饰与产业材料服务汽车内饰、地毯、无纺布、工业/土木用途，良率、产能利用率、价格转嫁和车型生产节奏决定利润；
- 电子包含控制器、半导体/电子零部件等，销售增长并不自动转成盈利；
- 精细化学面向电子材料、功能性材料等，理论上附加值更高，但客户设备故障和海外原料供应也会快速影响利润；
- 不动产以自有土地和商业设施出租为主，收入规模不大但利润率极高；
- 其他含驾驶学校、健康相关、洋菓子等，尚未形成稳定高回报组合。

因此集团价值取决于资本如何在这些业务间分配，而不是只取决于合并销售增长。

## 02.2 | 不动产是利润底盘，制造业务决定重估上限

2026年上半年不动产销售约4.41亿日元、营业利润约2.53亿，营业利润率约57%。这是非常高的利润密度，也是集团现金底盘的重要来源。

但一家上市公司不能只靠少量高利润不动产长期抵消制造业务的低回报。如果纺织、材料、电子和化学长期占用大量资产而不能提高资本回报，市场仍会把集团整体视为低效率资产组合。

所以不动产提供下行缓冲，却不能单独完成估值重构。

## 02.3 | 经营组合的真正目标应是“利润密度”而不是“业务数量”

当前集团的关键经营问题不是再增加一个新业务，而是提高每一单位资产、营运资金和管理资源能产生多少可持续经营利润。

2026年产业材料的利润恢复说明同一销售规模也可以通过生产效率、产品结构和价格转嫁显著改变利润；电子业务销售增长21.2%却仍亏损则说明规模扩张本身不等于价值创造。

这两组反向证据共同指向同一结论：未来资本配置必须跟随真实回报，而不是平均照顾每个业务。

---

## 03 | 产品、客户与供应链

### 03.1 | 服装：需求成熟、原料国际化，盈利压力来自两端

服装业务包括羊毛纱线、学校制服、政府/企业制服和面料。

2026年上半年销售约28.78亿日元、同比-7.9%，营业利润约0.97亿、同比-61.5%。公司披露的压力很具体：羊毛价格上涨导致毛纱订单低迷；学校服装库存调整尚未结束；政府制服特别订单和采购量减少；企业制服追加订单疲弱；新纺织项目带来收入，但汇率和羊毛成本使盈利没有同步改善。

这说明服装业务同时受到终端需求与原料成本挤压。品牌和长期客户关系可以维持订单入口，但没有证明拥有足以完全抵消原料/需求波动的定价权。

### 03.2 | 室内装饰与产业材料：当前最有价值的经营修复证据

2026年上半年该业务销售约35.88亿日元、同比仅+0.5%，营业利润却从约0.67亿提高到1.81亿，利润率从1.9%升至5.0%。

细分证据并不一致：

- 汽车内饰的目标车型销售良好，但原材料、电力和能源成本的价格转嫁仍滞后，利润反而承压；
- 聚丙烯纤维的汽车/地毯用原棉订单稳定，价格转嫁顺利，收入和利润改善；
- 地毯需求停滞且价格转嫁落后；
- 特殊纤维通过设备维护和人员培养改善产出；
- 无纺布在防草、寝装、绿化、复合材料等用途整体良好。

真正的正面不是“汽车需求全面复苏”，而是内部有多个子产品开始表现出不同的价格转嫁和效率改善能力。

### 03.3 | 电子：AI数据中心需求带动收入，但还没有形成利润

上半年电子业务销售约6.41亿日元、同比+21.2%，但营业亏损约0.05亿日元，与上年亏损约0.04亿相比没有实质改善。

公司披露，电动工具控制器销售大致持平，独立 IC 销售增长；产业设备领域面向 AI 数据中心的半导体及电子零部件销售良好。

这提供了真实需求增量，却也给出重要反证：高增长主题并没有自动形成股东利润。在看到稳定毛利、规模经济或更清晰的渠道价值以前，本轮不把 AI 数据中心标签计入高质量增长。

### 03.4 | 精细化学：高附加值候选，但客户/原料脆弱性仍高

上半年销售约 6.53 亿日元、同比-6.9%，营业利润约 0.20 亿、同比-66.4%。半导体相关电子材料较稳，但功能性材料受到客户设备故障与海外原料采购困难影响，被迫减产。

这个结果说明化学业务具备技术和客户验证价值，却不是无周期、无供应链风险的高毛利现金牛。

### 03.5 | 供应链的三个主要传导点

本轮最重要的供应依赖是：

1. 羊毛等国际原料价格与汇率；
2. 制造用电、能源和一般原材料成本，以及价格转嫁速度；
3. 精细化学的海外原料可得性。

它们分别影响服装、产业材料和精细化学，因此不是单一业务局部问题，而是集团正常化利润率的重要约束。

---

## 04 | 竞争格局与产业关系

### 04.1 | 集团没有一个可以覆盖所有业务的统一护城河

不同业务的竞争逻辑完全不同：

- 制服和羊毛面料依赖质量、客户关系、供货稳定性和成本；
- 汽车内饰材料要经过客户认证并适配车型供应链，但价格转嫁并不总是顺畅；
- 聚丙烯纤维、无纺布和特殊纤维的竞争来自材料性能、加工能力、成本和交期；
- 电子业务面对大型元器件厂商、代理商与客户自采；
- 精细化学依赖工艺、客户验证和稳定供货；
- 不动产则主要是地段、租约和当地商业供需。

因此更准确的判断是：局部业务存在客户关系、工艺与资产位置壁垒，但集团层面没有一个足够强、足以持续获得高经济租金的统一护城河。

### 04.2 | 汽车相关业务具备认证和持续供货摩擦，但仍受客户议价

汽车内饰和相关纤维一旦进入车型供应链，切换需要验证、质量管理和交付配合，形成一定切换摩擦。

然而 2026 年上半年公司自己披露原材料和能源上涨后的价格转嫁仍存在滞后。这是对“供应链地位很强”的直接反证：有认证壁垒，不代表拥有完全定价权。

### 04.3 | 大学/公研合作形成技术期权，不等于已形成利润池

集团与岐阜大学、三重工业研究所等推进回收碳纤维的拟连续纤维化和 UD 单向增强带研发，已完成可连续制造 50 厘米宽样品的独自设备，并取得相关专利。

这说明产业材料平台存在向高附加值复合材料延伸的能力。

但当前公开资料没有证明相关产品已经形成对集团利润有决定意义的规模。因此本轮把它作为未来能力期权，而不是当前盈利底座。

---

## 05 | 护城河判断

### 05.1 | 局部壁垒真实，集团超额回报尚未证明

ト一ア紡的优势更接近多个“小壁垒”的组合：百年纺织制造经验、制服客户关系、汽车材料认证、纤维加工工艺、化学客户验证、自有土地和商业设施。

这些能力使公司不容易被一次性替代，却没有让集团长期稳定获得高 ROE。

历史营业利润从 2011 年的约 9.66 亿日元下降到 2018—2021 年的 3—4 亿级，2023 年回到约 7.42 亿后，2025 年又降至约 5.70 亿。长期利润波动本身就是集团护城河强度有限的硬证据。

### 05.2 | 不动产提供稀缺资产价值，但不是运营护城河的替代品

土地和商业设施的账面价值很大，部分资产可能具有长期稀缺性。

但资产稀缺与经营护城河是两回事。土地可以提高下行保护和融资能力，却不会自动改善纺织、电子或化学业务的价格权与现金回报。

### 05.3 | 真正可能提高集团耐久性的，是资本纪律

如果管理层持续：

- 把资本从低回报金融资产和低效率业务中释放；
- 投向产业材料等能够提高利润率的领域；
- 退出或整合长期不赚钱的结构；
- 同时降低净债务；

那么未来集团的“护城河”不只是产品能力，还会增加一层资本配置纪律。

目前这条路径已经有动作，但时间还不足以证明它成为稳定制度。

---

## 06 | 财务质量与现金流

### 06.1 | 2026 上半年利润表说明“净利润改善”与“主营改善”方向相反

上半年销售约 86.72 亿、同比-1.2%；营业利润约 3.24 亿、同比-21.3%；经常利润约 3.72 亿、同比-26.3%。

归母净利润却约 4.37 亿、同比+73.9%。主要原因之一是投资有价证券出售益约 3.04 亿日元。

所以净利润增长不能被解释为主营盈利质量提升。判断经营修复时应优先看营业利润、分业务利润和营业现金流。

### 06.2 | 全年 8 亿营业利润目标要求下半年明显加速

公司维持全年销售 185 亿、营业利润 8 亿、营业利润率 4.3%的指引。

上半年已经完成 3.24 亿营业利润，因此下半年需要约 4.76 亿，约为上半年的 1.47 倍。

这并非不可能，但需要服装、精细化学至少止跌，并让产业材料的效率修复持续。当前证据还不能把全年目标直接当成正常化盈利。

### 06.3 | 营业现金流仍为负，资产出售不是经营现金流

2026 上半年营业现金流约-0.77 亿日元，虽然较上年同期-4.94 亿改善，但仍没有转正。

主要拖累包括应收账款增加约 4.11 亿、库存增加约 0.61 亿；应付增加提供部分缓冲。

投资现金流约+6.02 亿，主要来自出售子公司股份约 5.11 亿以及出售投资有价证券约 3.81 亿现金流入；这类现金是资产再配置，不是主营经营现金创造。

### 06.4 | 债务下降是正面，但净负债仍然很大

6 月底现金及存款约 15.44 亿日元；短期借款约 42.74 亿、长期借款约 64.92 亿，合计约 107.66 亿日元。

简单以借款减现金计算，净有息负债约 92 亿日元级。

上半年短期借款净减少约 8.4 亿日元，方向正确；但当前市场市值只有约 45 亿日元，财务结构显然不能被描述成“现金型资产股”。

### 06.5 | 账面土地非常大，但必须和负债、税负与经营用途一起看

6 月底土地账面价值约 170.55 亿日元，超过市场市值数倍；投资有价证券约 31.43 亿日元。

同时集团还有约 46.25 亿递延税负以及上述借款，且大量土地承担工厂、商业设施和持续经营功能。

因此“土地账面价值 市值”是重要资产安全证据，却不是可以直接把差额当作股东即时可得价值的 SOTP 套利。

### 06.6 | 长期资本效率仍是折价的根因

Yahoo! Finance 当前显示实际 ROE 约 4.79%，PBR 约 0.30 倍。

长期看，集团利润虽从 2020 年的低点恢复，但并没有形成持续高 ROE。市场用极低 PBR 定价的核心原因之一，就是大量股东资本和资产尚未转成足够高的经营回报。

---

## 07 | 股东、管理层与治理

### 07.1 | 股权分散，没有单一控制股东

2025 年末股东结构以个人投资者为主。主要股东中，ソトー约 6.2%，其余主要股东多在 4% 以下；双日、员工持股会、取引先持股会等也在前列。

这种结构没有单一控制股东压倒普通股东，但关系型持股仍然存在。

### 07.2 | 政策持股开始缩减，是治理质量的正面变化

2026 年 1—6 月，公司出售一只上市股票，确认约 2.84 亿日元出售益，披露的明确理由是提高持有资产效率。

但 6 月底投资有价证券仍约 31.43 亿日元，规模相对市值不小。

所以这项动作值得正面评价，却不能推导为“政策持股已经解决”。真正要跟踪的是后续是否继续以资本回报而不是关系维持来决定持有。

### 07.3 | 子公司合并是组织简化，不应提前当成利润改善

2026 年 7 月，公司决定由东亜紡織吸收合并トーアアパレル和有明ユニフォーム，预计 2027 年 1 月生效，目的为提高经营资源效率和强化经营基础。

因为三家公司都是集团内部全资子公司，公司也明确表示对合并业绩影响轻微。

因此本轮把它视为组织治理改善，不把“合并”本身计入盈利增长。

### 07.4 | 治理真正的长期考题是愿不愿意退出低回报结构

多业务集团最容易出现的问题不是单一重大治理丑闻，而是资本长期平均分配、亏损业务被惯性保留、资产处置速度慢。

当前回购、政策股出售、子公司合并都在正确方向；下一步需要更强证据证明低回报业务也会受到同样的资本纪律。

---

## 08 | 资本政策

### 08.1 | 20 万股回购是小而真实的每股价值动作

公司 3 月决议最多回购 20 万股、金额上限 1.2 亿日元，约相当于当时剔除库存股后股份的 2.26%。截至 6 月 15 日，20 万股已全部买回，总金额约 1.023 亿日元。

对约 0.3 倍 PBR 公司而言，在不危及财务安全的前提下低于账面价值回购，能够提高剩余股东每股净资产和每股盈利权。

但回购规模相对于约百亿日元净借款仍然不大，因此不能把它包装成激进股东回报政策。

### 08.2 | 分红连续提高，但现金优先顺序仍应是“经营质量+降债+合理回报”

2025 年每股分红 14 日元，2026 年公司预测 15 日元；按 9 月 18 日 501 日元股价约为 3.0%股息率。

分红稳定提高是正面，但集团仍有明显净负债和制造投资需求。

更合理的资本顺序是：保证高回报业务必要投资 → 继续降低净负债 → 处置低效率资产 → 在低估值下回购/分红，而不是只追求当年股息最大化。

### 08.3 | 政策股出售的含金量取决于现金去向

证券出售本身只把一种资产换成现金，并不创造主营利润。

如果出售所得继续用于降债、回购、提高高回报业务产能或退出低回报业务，资本效率改善才闭环；如果只是被其他低回报资产吸收，PBR 折价逻辑不会改变。

### 08.4 | 真正的重估路径是“资产缩表 + 利润率提高 + 每股资本效率提升”

当前市场已经不缺“便宜”证据。

未来最有价值的资本政策证据会是：

- 有息负债继续下降；
- 政策持股继续缩减；
- 亏损/低回报业务收缩或改善；
- 工业材料等高回报业务获得更多资本；
- 每股收益与 ROE 提升，而不是只有账面净资产继续累积。

---

## 09 | 估值与安全边际

### 09.1 | 0.30 倍 PBR 很低，但市场并不是完全没有理由

9 月 18 日收盘 501 日元，对应市场市值约 44.8 亿日元；Yahoo! Finance 显示预测 PER 约 8.49 倍、PBR 约 0.30 倍、预测股息率约 2.99%。

单看这些倍数，公司明显不贵。

折价同时反映现实问题：

- 实际 ROE 仅约 4.8%；
- 业务组合复杂，多个板块回报偏低；
- 净有息负债规模大；
- 上半年营业现金流仍为负；
- 当前净利润含较大一次性证券出售收益。

所以 0.30 倍 PBR 不能自动翻译成高安全边际。

### 09.2 | 资产安全边际真实存在，尤其是土地与不动产利润

账面土地约 170.55 亿日元，而不动产业务上半年营业利润率约 57%。

这说明资产不是纯粹闲置账面数字，部分资产能够稳定创造租赁利润，并且在财务压力上升时理论上提供更大的战略选择空间。

这也是当前估值不宜只按纺织盈利倍数理解的原因。

### 09.3 | 但 SOTP 最大的风险是把“毛资产”当“净股东价值”

如果只把土地、证券资产和市值直接比较，会忽略约 107.66 亿借款、递延税负、经营资产不可随意剥离、处置税费和持续经营需要。

因此本轮不使用简单“土地价值减市值”得出目标价，也不给未验证的含益资产估值溢价。

### 09.4 | 最有价值的重估证据不是 PBR 上涨，而是 ROE 和现金流先改变

如果公司在 2027 前后实现：营业利润率接近 5%、营业现金流持续为正、净借款下降、政策持股减少、低回报业务改善，那么市场才有理由认为 0.3 倍 PBR 过度悲观。

如果利润率停在 3% 左右、现金流反复为负、资产只继续堆积，极低 PBR 反而可能是长期合理状态。

---

## 10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

### 10.1 | Technical Question：2022 年的 327 日元是不是长期底部，还是在更低价格区间内停止下跌

3204 的上场来价格历史非常长。2005 年 12 月曾出现约 2,450 日元的上场来高点，之后长期重心不断下移；2022 年 9 月 28 日出现约 327 日元的上场来低点。

从 2022 低点到 2026 年，价格已经不再持续创新低，并重新回到 500 日元附近。

因此当前技术问题不是“501 日元是不是突破”，而是：

2022 以来的回升是否已经形成一个比 327 日元底部更高、可重复的长期价格重心，还是旧的长期下行过程仅仅进入低位横向消化。

### 10.2 | 完整生命史：最强事实仍是长期价格重心从 2005 高位大幅下移

2005 年高点约 2,450 日元，2022 年低点约 327 日元，峰谷之间的长期损失超过八成。

这不是一轮普通中期回调，而是多年价格记忆和投资者成本中心不断下移的结果。

2009—2021 期间公司市值和价格虽然多次反弹，但年末市值长期停留在约 40—70 亿日元范围，没有恢复到旧高价状态。

因此任何“新长期状态”都需要比一次反弹更强的保留证据。

### 10.3 | 2022 之后旧的下跌状态明显减弱，但新的上升状态没有建立

2022 年 327 日元以后，公司年末市值从 2022 年约 31 亿提高到 2023 年约 38 亿、2025 年约 42 亿，2026 年股价主要运行在 467—557 日元区间。

这一过程说明两个变化：

- 极端低点没有继续下移；
- 价格在 500 日元附近停留时间明显增加。

但截至 9 月 18 日 501 日元，价格仍在 2026 年年初来区间中部，并没有形成持续抬高的高点/低点结构。所以当前更接近旧下行状态失去部分控制、低位重心稳定，但新上行状态尚未建立。

#### 10.4 | 2026 的 Return Topology 显示 557 日元上冲仍被较深吸回

2026 年 1 月 20 日最高约 557 日元，3 月 23 日最低回到 467 日元；9 月 18 日收盘 501 日元。

从 557 到 467 的回撤约 16%，且价格随后长期没有重新越过 557。

这说明当前 500 日元附近具有明显停留和回吸能力。旧的 327—450 低位极端状态已弱化，但 500 日元上方还没有出现足够强的迁移质量。

#### 10.5 | 长期价格吸引区正在从极低位向 500 日元附近收敛，但证据只到“稳定”而不是“迁移完成”

如果 2022 低点后的价格持续围绕更高区域反复停留，并且未来回撤不再接近 400 日元以下，那么长期价格吸引区向上移动的证据会增强。

当前最合理的公开描述是：

价格系统已经从“持续寻找更低位置”变成“在约 500 日元附近寻找稳定位置”，但尚未证明可以稳定运行在更高平台。

#### 10.6 | Recovery Half-life 与响应不对称：改善有限，缺少快速恢复特征

2026 年 1 月高点后的回撤在 3 月触底，但到 9 月仍只回到 501 日元，尚未重返 557 日元。

恢复速度并不强，不能用“低点抬高”直接推导为高能量右侧结构。

相比历史长期下跌，负向冲击造成永久新低的能力减弱；但正向脉冲也没有留下明显更高价格区间。正负响应目前更接近均衡，而不是明显向上非对称。

#### 10.7 | Failed Pulse Memory：历史上多次反弹都没有改变长期下行，因此本轮需要更高确认标准

长期价格史已经证明，3204 可以在低估值和资产主题下出现明显反弹，却不一定改变长期价格重心。

这种失败脉冲历史意味着：未来真正的迁移确认应至少看到两个连续证据——先有效越过近年高位，再在回抽后保留更高重心。

单次上破 557 日元不足以证明长期状态改变。

#### 10.8 | 当前纯价格 Technical State

本轮纯价格结论为：

长期下行的旧状态已经明显减弱；2022 低点后价格没有继续创新低，500 日元附近形成更稳定的活动区域。但 2026 高点 557 日元被吸回，当前仍缺乏一个被多次回抽验证的更高价格重心，因此“旧状态弱化”成立，“新上升状态建立”尚不成立。

最重要的下一确认是：价格能否有效离开 500 日元附近，并在一次有意义回抽后仍保留在 2026 高位区域之上。

结构性反证则是：重新跌向 2022—2023 的极低区域并持续停留，意味着旧长期低位吸引仍然占主导。

#### 10.9 | Price-Fundamental Timing：目前是“No clear relation”

2026 年资本政策动作明显增加，但股价仍在 467—557 日元区间内，没有形成与资本改革同步的持续上移。

这里不能说回购、资产出售“导致”技术改善；只可以观察到：目前价格还没有为资本效率改革给出明确的长期重估确认。

因此本轮内部 Price-Fundamental Timing 判断为 No clear relation。基本面需要更多经营现金流/ROE 证据，价格也需要更高区域的保留证据。

---

## 11 | 风险与催化剂

### 11.1 | 主要风险：服装和精细化学拖累可能抵消产业材料修复

当前产业材料是最强经营改善，但服装和精细化学上半年合计利润下降幅度很大。

如果羊毛/汇率、学校库存、客户设备故障和海外原料问题延续，全年 8 亿营业利润目标会依赖少数业务承担更大修复任务。

### 11.2 | 主要风险：负债使资产价值不等于股东可分配价值

大额土地和投资证券提供资产基础，也容易让投资者忽略借款和税负。

如果主营现金流持续偏弱，资产越大反而意味着更多资本被锁在低回报用途。

### 11.3 | 主要风险：电子增长仍无利润，主题增长可能吞噬资本

AI 数据中心电子零部件销售强，但电子业务仍亏损。

若公司为了追逐高增长市场扩大库存或资本投入，而毛利和周转没有改善，主题增长可能降低而不是提高集团 ROIC。

### 11.4 | 催化剂：下半年营业利润率恢复

全年 8 亿营业利润意味着下半年利润需要明显高于上半年。

若 Q3/Q4 显示产业材料利润率维持、服装/精细化学止跌，全年 4.3% 营业利润率目标将更可信。

### 11.5 | 催化剂：进一步资产出售与净借款下降

政策持股处置若继续，并且现金主要用于降债、回购或高回报投资，会直接提高每股资本效率，也会减少“资产很多但股东拿不到”的折价理由。

### 11.6 | 催化剂：2027 子公司合并后的固定成本和资本效率证据

服装相关法人合并本身对连结利润影响轻微。

真正的催化来自合并后是否减少重复管理、提高产能利用率、降低营运资金并改善服装业务利润率。

---

## 12 | 反常识发现

### 12.1 | “土地价值远高于市值”同时是安全边际和价值陷阱警报

最直观的数字是：约 170.55 亿日元账面土地，对应约 45 亿日元市值。

但进一步研究以后，真正有价值的发现不是“土地很多”，而是资产再配置速度决定这些土地到底是股东安全边际还是长期低 ROE 的来源。

土地如果支持 57% 利润率的不动产租赁、可以出售或改善融资条件，它是有效资产；如果大量生产资产长期只支撑 3%—4% 营业利润率，它也会成为资本回报拖累。

因此含资产逻辑和价值陷阱逻辑在这家公司里不是对立命题，而是同一资产负债表的两面。

### 12.2 | 2026 最重要的资本动作可能不是回购，而是“卖资产后真的降了借款”

20 万股回购容易被市场看到，但金额约 1 亿日元。

同一时期，公司短期借款净减少约 8.4 亿日元，又出售子公司和政策持股。

对当前高净负债集团，资产处置→现金回笼→降债的传导比一次小规模回购更可能改变长期资本效率。未来若这条链持续，才是低 PBR 真正的修复机制。

### 12.3 | 产业材料的利润修复不是“汽车全面景气”，而是内部价格转嫁能力分化

汽车内饰自身仍受成本转嫁滞后影响，真正表现好的包括聚丙烯纤维、无纺布和特殊纤维。

这意味着最值得跟踪的不是“汽车产量”一个宏观变量，而是哪些产品已经具备更好的价格转嫁、良率和细分需求。

---

## 13 | 下一次值得跟踪什么

### 13.1 | Q3/Q4：下半年约 4.76 亿营业利润要求是否正在兑现

最关键的是分业务营业利润，而不是归母净利润。

如果服装和精细化学继续下降，即使证券出售让净利润好看，也不能证明经营修复。

### 13.2 | 营业现金流：应收与库存能否从占用现金转为释放现金

上半年营业现金流仍为负。

下一次要直接看应收账款、库存、应付账款和营业现金流，而不是只看利润表。

### 13.3 | 有息负债：短期借款下降是否会延续到长期净债务

6 月底短期与长期借款仍约 107.66 亿日元。

如果后续资产处置继续、净借款持续下降，财务韧性和股东可分配价值会同时改善。

### 13.4 | 政策持股：出售一只以后是否形成持续纪律

投资有价证券仍约 31.43 亿日元。

继续缩减可以释放资本；若停止，则当前一次出售可能只是个别交易，而不是制度改变。

### 13.5 | 产业材料：利润率 5% 能否稳定，而不是一次性恢复

聚丙烯纤维、特殊纤维、无纺布的改善需要至少再经过一个订单/成本周期验证。

尤其要看原料、能源涨价后价格转嫁是否更快。

### 13.6 | 电子：AI 数据中心收入增长何时真正跨过盈亏平衡

如果销售继续增长但长期亏损，这个业务仍然是资本消耗项。

盈利转正、毛利改善与库存周转才是有效验证。

13.7 | Technical : 557 日元上方能否形成被回抽验证的新价格重心

单次突破不够。

未来若价格离开当前 500 日元附近后，再次回抽仍能稳定在更高区域，才说明新的长期状态开始建立；反之跌回极低区会强化长期低位状态尚未结束的判断。

13.8 | Research Debt

当前仍需保留以下高价值未知：

- 各制造业务实际投入资本和分业务 ROIC 缺少完整公开数据；
- 重要客户集中度及汽车材料车型/客户盈利贡献未完整披露；
- 各大块土地的可变现市场价值、租约约束、税负和处置成本无法仅凭账面值确定；
- 电子业务 AI 数据中心相关收入毛利率与客户重复性未知；
- 回收碳纤维/UD 带的商业订单、客户认证和量产经济性尚未形成公开证明；
- 2027 服装子公司合并后的具体成本节约目标未披露。

下一 Review 应优先用 Q3/Q4 分业务利润、营运资金、借款和资产处置继续修复这些 Debt，而不是重复证明“PBR 很低”。

---

14 | Kabugami Score 评分卡

| 模块              | 权重 | Module Judgment | 加权贡献 | 当前判断                                                        |
|-----------------|----|-----------------|------|-------------------------------------------------------------|
| 财务韧性与下行防御       | 13 | 60/100          | 7.80 | 自己资本比率 42.5%、大额土地和不动产利润提供缓冲；但约 108 亿借款显著高于现金，净负债限制更高判断。     |
| 竞争优势与结构耐久性      | 14 | 55/100          | 7.70 | 制服客户关系、汽车材料认证、纤维/化学工艺和不动产形成局部壁垒；集团长期低 ROE 和成本转嫁滞后证明整体定价权有限。 |
| 盈利质量、现金转化与资本效率  | 17 | 45/100          | 7.65 | 上半年营业利润下降、营业现金流仍负，净利润又被证券出售益抬高；产业材料修复真实但不足以覆盖集团资本效率问题。      |
| 商业结构、产品、客户与关键依赖 | 11 | 60/100          | 6.60 | 多业务降低单一终端风险，产业材料/不动产有真实价值；服装原料、汽车周期、海外化学原料和客户信息             |

|               |     |        |       |                                                                       |
|---------------|-----|--------|-------|-----------------------------------------------------------------------|
|               |     |        |       | 不足形成依赖。                                                               |
| 估值与安全边际       | 15  | 80/100 | 12.00 | PBR 约 0.30 倍、PER 约 8.5 倍且土地/证券资产厚，折价很深；但高净负债和低 ROE 意味着不能把毛资产直接当净安全边际。 |
| 资本配置与股东回报     | 10  | 70/100 | 7.00  | 政策股出售、20 万股回购、短期借款下降和子公司合并方向一致；需要持续性和更强低回报业务退出证据。                     |
| 治理、所有权与管理层    | 7   | 60/100 | 4.20  | 无控制股东、资本效率动作增多；关系型持股和复杂业务组合仍要求更强资本纪律。                                 |
| Kabugami 技术结构 | 13  | 60/100 | 7.80  | 2022 极端低点后旧下行状态明显弱化，500 日元附近更稳定；但 557 日元上冲被吸回，新高位状态尚未建立。              |
| 合计            | 100 |        | 60.75 | B                                                                     |

本轮没有重复计算同一因果：土地/不动产的资产保护主要进入财务韧性与估值；借款压力主要进入财务韧性，估值只评价价格相对可持续经济价值；政策持股出售和回购主要进入资本配置；产业材料利润修复主要进入盈利质量和商业结构，而不是同时给护城河重复加分。

---

## 15 | 来源与合规

### 15.1 | 合规与风险声明

本报告仅基于截至 2026-09-21 公开可得或在该时点前合理可知的信息进行研究，不构成投资建议、买卖招揽、目标价或收益保证。文中关于净负债、资产安全边际、正常化利润、Technical State 与资本回报的表述包含基于公开资料的研究计算与判断。

### 15.2 | 主要公司一手资料

1. トーア紡コーポレーション | 公司官网・业务介绍

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

2. トーア紡コーポレーション | IR News

<https://www.toabo.co.jp/ir/release/>

3. トーア紡コーポレーション | 2026 年 12 月期第 2 四半期（中间期）決算说明资料（2026-08-10）

<https://www.toabo.co.jp/data/news/532/6a796a9214cf7.pdf>

4. トーア紡コーポレーション | 2026 年 12 月期第 2 四半期（中间期）決算短信（2026-08-10）

<https://www.toabo.co.jp/data/news/531/6a796a5637b3c.pdf>

5. トーア紡コーポレーション | 2025 年 12 月期有价証券报告书

[https://www.toabo.co.jp/ir/ir\\_ibrary/](https://www.toabo.co.jp/ir/ir_ibrary/)

6. トーア紡コーポレーション | 中期经营计划 TOA FG2027

<https://www.toabo.co.jp/ir/strategy/>

7. トーア紡コーポレーション | 投資有価証券売却益（特別利益）の計上（2026-06-16）

<https://www.toabo.co.jp/data/news/528/6a30d0610558f.pdf>

8. トーア紡コーポレーション | 自己株式の取得状況および取得終了（2026-06-16）

<https://www.toabo.co.jp/data/news/527/6a30cff9087e3.pdf>

9. トーア紡コーポレーション | 完全子会社間の吸収合并（2026-07-22）

<https://www.toabo.co.jp/data/news/529/6a604eacc7fa6.pdf>

10. トーア紡コーポレーション | IR Calendar

[https://www.toabo.co.jp/ir/ir\\_calendar/](https://www.toabo.co.jp/ir/ir_calendar/)

### **15.3 | 外部现实、历史与市场资料**

11. Yahoo!ファイナンス | 3204 株価・PER/PBR・时序

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3204.T>

12. Yahoo!ファイナンス | 3204 株価历史

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3204.T/history>

13. IRBANK | 3204 決算/长期财务

<https://irbank.net/E00556/results>

14. IRBANK | 3204 财务状况/借款・净资产

<https://irbank.net/E00556/bs>

15. IRBANK | 3204 有价証券报告资料

<https://irbank.net/E00556/rd>

16. IRBANK | 3204 股东・持股结构

<https://irbank.net/E00556>

17. 松井証券 | 3204 上场来高低价与市场数据

<https://finance.matsui.co.jp/stock/3204/index>

18. IRBANK | 3204 历年市值与价格轨迹

<https://irbank.net/3204/cap>

#### 15.4 | Owner Media

19. Owner 提供的 3204 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Images attachment 3784。正式 HANDOFF 通过既有 Review-specific Owner Media 控制绑定该附件；Owner 图是公开视觉权威，不替代本轮基于真实长期市场历史完成的独立 Technical Research。

#### 15.5 | 研究边界

- Review 日期为 2026-09-21；本轮 Formal Research Start 时固定 Research Authority 为 ffaa34f404842d99704a4421665b2a7d7641e4b5。
- 2026-09-21 在本轮 09:08 Research Start 时没有完整当日东证 K 线；settled Technical 观察锚点使用最近完整交易日 2026-09-18 收盘 501 日元，不把未完成交易期当作确认。
- 本报告把短期借款 42.74 亿与长期借款 64.92 亿简单相加为约 107.66 亿借款，并以现金及存款 15.44 亿粗算约 92 亿日元级净借款；这是研究计算，不是公司披露的单独“净债务”指标。
- 土地 170.55 亿日元为账面值，不等于可即时变现的市场价值；本报告没有用未经验证的土地时价推导目标价。
- 重要客户集中度、各分部投入资本/ROIC、电子 AI 数据中心业务毛利率、回收碳纤维商业化订单及子公司合并具体节约额仍为 UNKNOWN 并保留为 Research Debt。
- Publication Start 时应重新读取 then-current Public Delivery authority；后续 delivery main 变化不得改写本轮 Research Authority SHA 或 Research Truth。

---

Publication continuity：本轮形成 3204 的正式 FIRST\_COMPLETE HANDOFF；公开交付仅走既有 Single Report → WordPress → homepage/Gateway/Permanent/PDF/Timeline/SEO-GEO 路径，不创建第二发布路径。

### 最后一页 | 合规与风险声明

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。