

3864 三菱製紙株式会社 (Mitsubishi Paper Mills Limited)

Kabugami V3.2 67.75/100 · B+

这家公司是做什么的

三菱製紙主营功能商品与纸素材：前者包括水处理膜基材、蓄电设备用隔膜、滤材、胶带原纸、信息与影像材料等，后者包括印刷纸、包装纸、纸浆和家庭纸等。

最近亮点

FY2027第一季度销售额386.2亿日元、营业利润3.93亿日元、归母净利润21.59亿日元，较上年同期显著改善；公司维持全年销售1,750亿日元、营业利润60亿日元、归母净利润65亿日元指引，并计划全年分红2…

资料截止 2026-09-24 · 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	2026-09-24
研究规则版本 SHA	274d37937421f3a3cb30d6ef03248051d7bc9784
评分版本	V3.2
发布源 SHA	152a7565fad993243c009d61f16d9e045a592e4f
交付代码版本 SHA	152a7565fad993243c009d61f16d9e045a592e4f
交付运行时指纹	1350766c42a96ed5f771675472134df805eedfbff362ce8da2ae9930b5d1ae61

先看研究要点

为什么值得研究	低 PBR 不是唯一逻辑：公司正在同时推进德国业务重组、功能性材料扩销、八户工厂稳定化、设备集约、政策持股压缩和退休给付信托资产返还，2026 年度盈利恢复有多条可观察路径；中期计划又把 ROE 10%、ROIC 9%与 PBR 改善明确绑在一起。
最需要担心什么	FY2026 营业利润只有 2.64 亿日元，纸素材分部亏损约 21 亿日元；当前年度 60 亿日元营业利润指引与 2027 年度 200 亿日元中期目标之间仍有巨大执行缺口。原燃料、汇率、老旧设备与印刷信息用纸结构性萎缩都可能侵蚀改善；此前耐热压板检查数据篡改事件也说明治理与质量控制不能按“已解决”处理。
Kabugami 现在怎么看	三菱製紙正在从“低估值的传统纸企”向“纸素材修复 + 功能材料增长 + 资产与资本政策改善”的组合转型，但目前最强的是方向，而不是已经被证明的持续回报。2026 年度若能把纸素材恢复至盈利、功能商品利润继续扩大并维持债务与政策持股下降，0.5 倍左右 PBR 存在上修基础；若 60 亿日元营业利润依赖一次性正常化而无法继续向 2027 年度 200 亿日元目标靠近，则当前股价在大幅上涨后会重新暴露执行风险。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正的问题：这次利润修复能不能变成资本效率的结构性修复

三菱製紙当前最容易被市场看到的是“低 PBR + 大幅增益指引”。但这两个标签都可能误导。

FY2026 公司营业利润只有 2.64 亿日元，几乎贴近盈亏平衡；FY2027 公司却给出 60 亿日元营业利润指引。若只看同比增幅，会得到一个非常强的盈利反转故事；但其中包含德国业务重组、八户工厂地震与检修影响消退、设备稳定化、价格调整 and 成本正常化等多项修复因素。

因此本轮 Investment Question 不是“利润会不会反弹”，而是：

这轮从低谷恢复，能否把纸素材长期低回报、功能商品规模不足、资产负担重与资本效率低的问题一起修复，最终让 ROE/ROIC 长期高于资本成本；还是只形成一轮正常化反弹？

01.2 | 当前答案：改善路径真实，但证明期还没有结束

2026 年度盈利修复不是空故事。公司给出的营业利润桥中，功能商品扩销、德国重组、八户工厂稳定化、设备集约与价格调整都有明确贡献路径；第一季度利润也已经从上年同期营业亏损 12.21 亿日元改善到盈利 3.93 亿日元。

但中期目标更能暴露难度：公司计划 FY2028 销售 2,500 亿日元、营业利润 200 亿日元、ROE 10%、ROIC 9%。相较 FY2027 公司预测的 60 亿日元营业利润，下一年度仍需再增加约 140 亿日元。这不是“保持现状”就能实现的目标，而需要功能商品真正放量、纸素材恢复可持续盈利、资本投入兑现回报。

所以当前结论是：

这是一家公司正在形成“改善路径”的低估值标的，但还不是“改善结果已经稳定”的低估值标的。

01.3 | 为什么本轮是 FIRST_COMPLETE

本轮开始时，report-source/3864/content.md 尚不存在当前 Structured Deep 方法下的正式完整 Review，因此重新建立公司理解、Open Discovery、Coverage35、独立 Technical、Cross-domain Integration、Research Debt、Research Stop、Full Synthesis、V3.2 Score、Editorial Routing 与自然 00-15 基线。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 两条主线：传统纸素材负责规模，功能商品负责未来利润密度

公司当前主要分为功能商品和纸素材两大事业。

功能商品包括水处理膜基材、蓄电设备用隔膜、空气过滤材料、全热交换器元件、胶带原纸、喷墨纸、感热纸、影像材料与医疗卫生材料等。它们共同使用公司的湿式抄纸、涂布、纤维分散和材料加工能力，但终端市场和竞争逻辑差异很大。

纸素材包括印刷与信息用纸、包装纸、家庭纸、纸浆和特殊纸。这里仍然贡献集团约一半销售，却受到日本图文纸需求长期下降、能源与原料成本、老旧设备维护、产能利用率和价格传导的共同影响。

这意味着公司的经济结构不是“纸需求复苏”一条线，而是：

传统纸素材必须从拖累项变成现金底盘；功能商品必须从技术与产品故事变成足够大的利润池。

02.2 | 高固定成本使稳定操业本身成为利润变量

纸浆和造纸是典型重资产连续生产行业。产量下降、定期检修、地震和设备故障不仅减少销量，也会通过固定成本吸收恶化和单位能耗上升放大利润冲击。

FY2026 八户工厂受地震、设备故障和两次定期检修影响，纸素材分部从上年的盈利转为约 21 亿日元营业亏损。公司对 FY2027 的恢复逻辑中，单是八户稳定化与设备集约就占据很大部分利润改善。

因此这家公司短期利润弹性很大，长期价值却取决于能否降低这种“设备一出问题，利润就大幅摆动”的脆弱性。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 功能商品的核心不是品类多，而是能否形成可复制的高附加值增长

中期计划把水处理膜基材、蓄电设备用隔膜、胶带原纸等列为重点功能性材料，并计划通过高砂“Beyond”等项目扩大生产与开发能力。公司还计划在 2025—2027 年度加大研发投入，并扩充研发人员。

这些产品的共同点是：客户通常需要材料性能、稳定供货、加工适配和一定验证过程，不完全按普通纸张价格竞争。因此若客户认证和长期量产关系成立，它们可以比传统图文纸形成更高的切换摩擦和利润密度。

但公开资料没有充分披露重点产品的客户集中度、单项市场份额、单客户认证周期和投资项目的项目级 ROIC。本轮把“高附加值功能材料”视为方向性优势，而不是已经完全量化的护城河。

03.2 | 传统纸需求下滑是结构事实，不应被一次价格上涨掩盖

日本印刷·信息用纸国内出货在 2025 年持续同比下降，行业同业也因内需减少、原燃料、物流与人工成本上升而多轮提价。三菱製紙自己的信息用纸销量也承受需求减少。

因此，纸素材不能依靠“价格涨了”就自动提高长期价值。真正需要观察的是：

1. 产能是否继续向真实需求收缩；
2. 价格调整能否覆盖能源、原料和维护成本；
3. 包装纸、纸浆与环境友好型产品能否替代部分图文纸下降；
4. 设备集约后单位成本是否真正下降。

03.3 | 能源与原料是利润传导的核心依赖

公司 FY2027 计划假设美元兑日元 160、煤炭 128 美元/吨、迪拜原油 90 美元/桶，并估计原燃料变化对营业利润形成约 47 亿日元负面影响。公司同时给出敏感度：日元每贬值 1 日元、煤炭每涨 1 美元/吨、原油每涨 1 美元/桶都会对利润产生可观察的负面影响。

这让“价格转嫁能力”成为纸素材和功能商品共同的重要变量。价格调整能否及时完成，比单纯判断能源价格高低更重要。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 传统纸：规模与成本竞争，行业收缩迫使产能重组

日本图文纸需求长期下降，竞争对手也在削减产能、提价和重新配置工厂。三菱製紙在传统纸领域不是靠需求增长获利，而是要在行业萎缩中做到更好的设备效率、产品组合和价格纪律。

这类行业的好处是供给收缩后价格秩序可能改善；坏处是如果需求下降速度快于产能退出，任何阶段性利润都可能再次被稀释。

04.2 | 王子 HD 既是大股东，也是产业关系的重要变量

王子ホールディングス持有三菱製紙约 33% 的议决权，是压倒性第一大股东。双方存在原料、产品、物流等交易和产业协作关系。

这带来两面性：

- 正面：产业协作、采购和物流等可能提升效率，且大股东拥有行业资源；
- 反面：公司并非完全分散股权结构，普通股股东需要持续关注关联交易条件、资本配置独立性以及大股东利益是否与全体股东一致。

本轮未发现足以否定独立经营的当前证据，但治理折价不能因此消失。

05 | 护城河判断

05.1 | 传统纸没有强护城河，更多是规模、设备和客户关系

普通印刷纸和信息用纸的产品差异有限，行业需求下降又削弱了增长。成本、稳定供货、规格适配和客户关系可以形成摩擦，但难以构成非常高的结构性回报。

因此传统纸板块更接近“运营效率竞争”，而不是“高定价权护城河”。

05.2 | 功能材料可能形成更强切换成本，但证据还不够完整

水处理膜基材、蓄电设备用隔膜、滤材、特殊纸基材等领域更依赖材料配方、生产稳定性、客户认证和长期量产。这些机制理论上比传统纸形成更高的切换摩擦。

公司中期计划给出的市场增长与份额叙述提供了方向性支持，但多数市场规模和地位数据仍主要来自公司自身。本轮没有找到足够外部一手资料，把所有重点功能材料都证明为强护城河。

所以护城河判断是：

功能材料“有形成护城河的机制”，传统纸“主要靠运营能力”；集团层面的护城河仍处于组合重构阶段。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | FY2026 本业盈利跌到极低水平，净利润被资产出售明显支撑

FY2026 销售额 1,574.55 亿日元，同比下降 10.5%；营业利润仅 2.64 亿日元，同比下降 94.2%；经常利润 17.2 亿日元；归母净利润 19 亿日元。

公司明确披露，FY2026 包含约 41 亿日元政策持股出售收益。也就是说，净利润不能直接代表本业盈利质量。

这也是为什么本轮更重视营业利润、分部利润和资产负债表，而不只看 EPS。

06.2 | 资产负债表在变强，但仍不是净现金公司

FY2026 末总资产约 2,227.8 亿日元，自己资本约 1,031.5 亿日元，自己资本比率约 46.3%，较前几年明显提升；有息负债约 645.7 亿日元，较 FY2024 的 843.1 亿日元下降。

债务下降与政策持股压缩共同改善了财务韧性，但现金规模明显低于有息负债，公司仍需要稳定的营业现金流和设备投资纪律。

06.3 | 最重要的财务测试：60 亿利润能否变成现金和 ROIC

FY2027 公司预测营业利润 60 亿日元，ROE 约 6.2%、ROIC 约 3.0%；中期计划 FY2028 目标却是 ROE 10%、ROIC 9%。

因此未来一年最重要的不是“同比增益率”，而是：

利润恢复之后，资本投入、营运资金和设备维护消耗多少现金；投入高砂、八户与功能材料扩产后，ROIC 能不能真正抬升。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 大股东集中，提高产业协同，也提高治理观察要求

王子ホールディングス约 33%的议决权持股使其成为事实上的关键股东。对于普通股股东，最重要的治理问题不是“有没有大股东”，而是关联交易、资本投资、持股政策和利润分配是否持续以公司整体价值为标准。

07.2 | 质量不当事件是一条不能删掉的反证

2024 年公司 100%子公司三菱製紙エンジニアリング白河事业所在耐热压板产品上发现检查测量数据篡改与部分规定检查未实施；公司之后设立外部专家组成的特别调查委员会，并在 2025 年 5 月公布调查报告与管理层报酬返还。

这件事不是当前利润的主导变量，但它是治理质量的直接反证：技术型材料业务越强调客户认证与品质，内部质量文化越重要。

因此治理评分不因后续整改而直接恢复到高水平，需要持续观察整改、内部控制与客户信任的实际结果。

08 | 资本政策

08.1 | 政策持股缩减是最明确的股东价值改善

公司持续出售政策持股，政策持股占净资产比重已显著下降。中期计划还提出进一步压缩，并计划在 FY2027 内完成部分退休给付信托资产返还。

这比泛泛的“PBR 改善”更有价值，因为它确实能把低回报金融资产转成可重新配置的资本。

08.2 | 分红提升，但股东回报仍不是高收益逻辑

FY2026 全年分红 15 日元；FY2027 计划 20 日元，其中中期 7 日元、期末 13 日元，并导入股东优待。

公司中期方针强调稳定分红并以 30%左右派息率为目标。对当前 1,225 日元股价而言，20 日元股息率约 1.6%，并不高。

所以资本政策的积极点在“资产重组 + 债务优化 + 回报框架改善”，而不是当前高现金收益。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.52 倍 PBR 依然便宜，但不能脱离 ROE 讨论

1,225 日元相对 FY2026 每股净资产约 2,355 日元，对应 PBR 约 0.52 倍。

如果 ROE 长期只有 2%—5%，低 PBR 并不异常；如果公司能把 ROE 提升并稳定在 10% 左右，0.5 倍 PBR 就会显得明显过低。

因此估值核心不是“账面价值打五折”，而是：

市场到底该相信当前 2% 左右的低回报历史，还是相信公司计划中的 10% ROE 结构。

09.2 | 预测 PER 约 8.3 倍，但预测利润仍处于修复年

FY2027 预测 EPS 约 148.3 日元，对应 1,225 日元股价约 8.3 倍 PER，看起来便宜。

问题在于预测净利润 65 亿日元中，公司仍预计政策持股出售收益等因素，营业利润 60 亿日元也有大量正常化成分。因此不能把 8 倍 PER 直接当成“稳态 8 倍”。

更合理的安全边际来自三个同时存在的条件：

- PBR 仍低；
- 债务下降与资产变现提供一定下行支撑；
- 本业利润改善路径可被季度数据验证。

09.3 | 股价已先行，安全边际从“价格便宜”转向“执行验证”

2026 年股价从年初 658 日元附近升至 9 月 18 日 1,225 日元，涨幅约 87%，年内高点 1,233 日元。

这意味着低估值还在，但“市场完全没有预期改善”已经不成立。未来回报更依赖实际利润兑现，而不是估值从极端低位自然修复。

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 | 价格事实：三年里从低位平台走出两次明显抬升

3864 在 2023 年全年从 283 日元附近起步，年度高点 664 日元、年末 553 日元；2024 年高点 864 日元、年末 570 日元；2025 年在 519—782 日元区间运行、年末 655 日元。2026 年至 9 月 18 日则从 658 日元开盘附近一路上行，最低 648 日元、最高 1,233 日元，最近完整收盘 1,225 日元。

这段历史的关键不是单日突破，而是价格重心已经从 2023 年前后的 300—600 日元区域，逐步抬升到 2025 年的 500—700 日元，再进入 2026 年的 900—1,200 日元区域。

10.2 | 当前技术问题：高位突破是否已经形成稳定的新运行区间

当前纯价格问题是：

这轮从 650 日元附近启动、接近翻倍的上涨，究竟已经完成长期价格状态迁移，还是仍处于没有经历充分回抽检验的高位扩张阶段？

现有证据明显强于过去：2023 年以来年度低点不再回到早期低位；2026 年升势后 9 月中旬仍能维持 1,150—1,225 日元一带，没有迅速回到 900 日元以下。

但真正强的迁移证据通常来自“离开旧区间之后的回抽仍保留新高度”。目前价格刚接近年内高点，尚缺一次足够有信息量的中期回撤来检验 1,000—1,100 日元附近是否能成为更高的长期运行区域。

10.3 | 旧状态的重新吸收能力已经下降，但新状态还缺一次深回抽证明

2023—2025 年几次上涨后，价格仍经常回到 500—600 日元附近；2026 年上涨则把年内低点留在 648 日元，此后逐步向 900、1,000、1,100 日元以上移动。老区间重新吸收价格的能力明显减弱。

这支持“旧状态正在失去控制”。

但“旧状态变弱”不等于“新状态已经完全建立”。当前 1,200 日元附近距离年内高点非常近，短期价格处于扩张尾部，缺乏一次明显回撤—企稳—再扩张的完整 Return Topology。

10.4 | 事件响应：盈利修复被市场接受，但价格已走在利润前面

2026 年 5 月公司公布 FY2027 大幅增益与增配计划后，股价继续抬升；8 月第一季度确认盈利同比改善后，价格进一步靠近并创出年内高点。

纯价格状态在这些事件之前已开始改善，事件之后的价格又没有被快速打回旧区间，因此当前 Price-Fundamental Timing 更接近 Price-led → Synchronized：价格先行反映修复预期，随后季度利润提供部分基本面确认。

这也带来新的矛盾：价格已经显著前置，而中期目标仍未兑现。后续若盈利兑现停滞，价格对坏消息的回撤深度会比继续上涨本身更有信息量。

10.5 | 确认与失效

继续确认当前迁移，需要看到：

- 回撤不重新跌回长期旧平台；
- 1,000—1,100 日元附近形成可重复的价格重心；
- 后续再度接近或越过 1,233 日元时，不是一次快速脉冲后全部回吐。

技术判断明显降级的证据包括：

- 中期回撤重新进入 900 日元以下并长期停留；
- 1,000 日元附近不能形成支撑，价格重心重新向 2025 年 500—700 日元区域迁回；
- 正面事件后的涨幅越来越容易被完全回收。

当前纯价格技术状态：旧状态显著弱化，新状态正在建立，但高位尚缺一次有分量的回抽检验。

11 | 主要风险与催化剂

11.1 | 主要风险

纸素材盈利再次恶化。印刷与信息用纸需求下降、能源和原料成本、汇率与老旧设备维护都可能使 FY2027 的扭亏不稳定。

中期目标过于陡峭。FY2027 营业利润 60 亿日元到 FY2028 目标 200 亿日元，需要巨大增量。若项目建设、功能材料销量或工厂稳定化推迟，估值会重新按低 ROE 纸企定价。

资本投入回报不足。公司计划大额投资高砂与八户等项目。若投资只换来规模而没有 ROIC 改善，PBR 改善逻辑会受损。

治理与品质风险。过去的检查数据篡改事件说明内部控制不是抽象风险。

大股东与关联交易。王子 HD 高持股与产业协作有利有弊，需要持续观察普通股股东利益的一致性。

技术面高位风险。股价年内涨幅已大，若利润验证落后，回撤可能比低位阶段更剧烈。

11.2 | 主要催化剂

- FY2027 后续季度继续证明纸素材扭亏和功能商品增益；
- 德国业务结构改革效果完整兑现；
- 八户 Reborn60 与设备集约降低故障、修缮和单位成本；
- 功能性材料新增产能获得真实客户订单；

- 政策持股进一步压缩、退休给付信托资产返还后，资本被用于减债、成长投资或提高股东回报；
- ROE/ROIC 逐步接近中期目标，而不是只靠资产出售推高净利润。

12 | 反常识发现

12.1 | 最值得研究的不是“纸价涨了”，而是低回报资产是否被重新配置

传统纸企的价格上涨很容易制造短期利润弹性，但真正决定 PBR 能否长期上修的是资本效率。

三菱製紙这一轮更有信息价值的变化，是政策持股持续出售、债务下降、退休给付信托资产返还以及新投资开始明确绑定 ROIC 目标。换句话说：

如果公司只把旧纸业务涨价，市场仍可能给低PBR；如果公司把资产负担真正转成更高ROIC 的功能材料与更轻的资产结构，估值逻辑才会变化。

12.2 | 第一季度利润改善是真实信号，但不是中期目标的证明

Q1 从营业亏损转为盈利，是修复路径开始工作的重要证据；但全年 60 亿日元、再到中期 200 亿日元，仍是不同数量级。

因此 Q1 应被视为“方向验证”，而不是“目标已经确定兑现”。

13 | 下一次最值得跟踪什么

1. 纸素材分部营业利润：能否从 FY2026 约 21 亿日元亏损稳定转正，并持续覆盖能源与维护成本。
2. 功能商品利润与重点材料销量：水处理膜、蓄电设备用隔膜、胶带原纸等是否真正放量，而不仅是中期计划叙述。
3. 八户工厂稳定化：故障、修缮、定期检修与单位成本是否明显改善。
4. 德国业务：结构改革后的海外功能商品能否从亏损持续走向盈利。
5. ROIC：资本开支上升之后，ROIC 能否从公司 FY2027 计划约 3%持续靠近 9%目标。
6. 政策持股与信托资产返还后的资金用途：减债、成长投资、分红/回购之间如何分配。
7. 治理整改：质量不当事件后的内部控制与品质保证是否有可验证的持续改进。
8. 价格回抽：1,000—1,100 日元附近能否在下一次有分量的回撤中成为更高的稳定运行区域。

Research Debt

- 重点功能材料的客户集中度、单项市场份额与项目级 ROIC 缺乏充分外部一手验证；下一轮优先寻找客户/设备商/行业协会或项目投产后的销量与利润证据。
- 王子 HD 产业协作对采购、物流、产品销售的净经济贡献没有足够分部化披露；需要更多关联交易与协同效益的可量化证据。
- FY2028 营业利润 200 亿日元目标中，各投资项目的具体利润贡献与时间表仍不足以逐项外部验证；若公司在后续说明会上细化，应优先重建利润桥。

14 | Kabugami Score 评分卡

Score Version：V3.2

模块	权重	内部判断	加权贡献	核心理由
财务韧性与下行防御	13	70/100	9.10	自己资本比率提升、债务下降、资产变现能力改善；但仍是重资产且非净现金。
竞争优势与结构耐久性	14	60/100	8.40	功能材料存在认证与工艺型切换摩擦，但传统纸缺乏强定价护城河，外部份额验证仍不足。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	60/100	10.20	本业正从低谷恢复，但 FY2026 利润质量受资产出售影响，当前 ROE/ROIC 仍低。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	65/100	7.15	两大事业清晰、功能材料成长性较好；能源、设备与需求萎缩仍是强依赖。
估值与安全边际	15	80/100	12.00	PBR 约 0.52 倍、预测 PER 约 8.3 倍仍低，但股价已上涨约 87%，改善预期不再为零。
资本配置与股东回报	10	70/100	7.00	政策持股缩减、减债与中期 ROIC 框架积极；当前股息率低，资本开支回报尚待证明。
治理、所有权与管理层	7	50/100	3.50	治理框架在改善，但大股东集中与历史品质不当事件构成真实反证。
Kabugami 技术结构	13	80/100	10.40	旧低位状态显著弱化、价格重心持续上移；但接近年内高点，尚缺一次深回抽后的留存验证。
合计	100		67.75	B+

评分只压缩本轮已完成 Research Truth，不反向决定 Research 内容。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告为 Kabugami.jp 公开研究记录，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价、收益保证或适合性判断；投资者可能损失部分或全部本金。

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景、技术结构或其他研究判断均可能因事实遗漏、资料时差、解释差异、模型错误、市场、流动性、信用、业务、技术、治理或资本政策变化而偏离实际结果。读者应阅读最新法定披露，并结合自身风险承受能力、资金期限及税务／法律状况独立决策。

15.1 | 主要一手来源

1. 三菱製紙 | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算報告説明資料，2026-08-06

<https://www.mpm.co.jp/news/pdf/2026/20260806-2.pdf>

2. 三菱製紙 | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信，2026-08-06

<https://www.mpm.co.jp/news/pdf/2026/20260806-1.pdf>

3. 三菱製紙 | 2025 年度 決算報告説明資料，2026-05-14

<https://www.mpm.co.jp/news/pdf/2026/20260514-7.pdf>

4. 三菱製紙 | 中期経営計画（2025 年度—2027 年度），2025-05-14

<https://www.mpm.co.jp/news/pdf/2025/20250514-5.pdf>

5. 三菱製紙 | IR ニュース・有価証券報告書・株主総会関連資料

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

6. 三菱製紙 | 特別調査委員会の調査報告書の受領及び役員報酬の自主返上に関するお知らせ，2025-05-14

<https://www.mpm.co.jp/news/pdf/2025/20250514-1.pdf>

7. 三菱製紙 | 製品・サービス

<https://www.mpm.co.jp/products/>

15.2 | 外部现实与市场来源

8. 日本製紙連合会／相关行业统计：纸・板纸与纸浆供需

<https://www.jpa.gr.jp/>

9. 日本新聞協会 | 2025 年新聞用紙需給

https://www.pressnet.or.jp/news/headline/260210_16135.html

10. 日本製紙 | 印刷・情報用紙価格改定，2026-05-21

<https://www.nipponpapergroup.com/news/2026/news260521160000.html>

11. Yahoo!ファイナンス | 3864 株価時系列

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3864.T/history>

12. 株探 | 3864 年次株価

https://s.kabutan.jp/stocks/3864/historical_prices/yearly/

15.3 | Evidence boundary

- 公司提供的功能材料市场规模、份额和增长预测视为公司侧 Evidence，不自动当作外部验证。
- 市场价格使用截至 2026-09-18 最近完整且可核验的交易数据；不把无法可靠确认的 2026-09-24 盘中价格写成完成事实。
- 当前净利润包含政策持股出售等一次性因素，因此估值与盈利质量判断优先使用营业利润、分部利润、资产负债与中期资本效率路径。
- Owner Media 使用本 Review 唯一映射的 attachment 3790；Section 10 的研究结论来自真实市场历史，Owner 图仅作为公开视觉权威，不替代 Technical Research。
- 本报告不构成投资建议、证券买卖推荐、目标价、收益承诺或招揽。

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。