

3947 ダイナパック株式会社

Kabugami V3.2 62.65/100 · B

这家公司是做什么的

公司主营瓦楞纸、印刷纸器、软包装和纸制缓冲材料等包装产品，并提供包装设计、制造与交付服务；同时经营小规模不动产租赁业务。

最近亮点

2026年上半年销售额363.77亿日元、营业利润20.24亿日元，分别同比增长15.1%和42.8%；公司将全年营业利润预测上调至42亿日元，并把每股分红预测提高至90日元。

资料截止 2026-09-10 · 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	Canonical / OpenAI 研究
研究日期	2026-09-10
评分版本	V3.2
发布源 SHA	56d547dfa73289947a17d0ddb11fa22c01f3a28c
交付代码版本 SHA	718387b57b5ab90ecdb83db51693b97247d25a8c
交付运行时指纹	02b62fd68ca3d8d0db763eb8f0fd1266ca75215548368590d8591b70fbc67887
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	e3fba7ef-f8b9-5b79-8b77-39ba1aadd421
Canonical 快照 ID	16a747cc-d034-50e1-8df3-57abc06c16e0
Canonical 研究日期	2026-09-10
Canonical 修订号	2
Canonical 股票代码	3947

先看研究要点

为什么值得研究	行业需求预计下降 0.5% 的背景下，公司 2026 年上半年国内销量增长 6.6%，高于行业 1.6%，营业利润增长 42.8%；2026 年 6 月末自有资本比率 55.9%，投资证券 204.40 亿日元与土地 101.29 亿日元提供较厚缓冲。
最需要担心什么	主要风险不是单季波动，而是成熟市场销量下降、原纸成本转嫁失败、并购回报低于资本成本、商誉减值与借款上升同时发生，并继续把资产出售所得投入低回报项目；届时账面资产缓冲可能转为价值泄漏。
Kabugami 现在怎么看	V3.2 评分 62.65，评级 B，Action 为 WATCH（观察偏积极）。低估值、资产缓冲和盈利改善形成候选上行，但有机正常化利润、并购 ROIC、详细自由现金流与资产释放用途仍未验证；在这些条件得到证明前不追高，可等待回撤稳定，或突破 2,774 日元后经材料性回抽保留验证，再考虑分批建立仓位。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 盈利跃升已经发生，但正常化程度尚未证明

2026 年上半年销售额 363.77 亿日元、营业利润 20.24 亿日元，分别同比增长 15.1% 和 42.8%；全年营业利润预测上调至 42 亿日元，意味着下半年约需实现 21.76 亿日元，并不要求利润再次极端加速。更重要的是，国内销量增长 6.6%，高于行业 1.6%，配合价格调整和生产效率改善，说明利润增长并非只能由成熟行业的总需求解释。

相关研究发现：F006·F007·F037·F056

01.2 | 低估值成立之前，三个条件必须同时过关

当前投资问题不是 42 亿日元预测能否仅在会计上达成，而是扣除并购并表、价格周期、汇率和商誉摊销后，公司的有机盈利能力是否真的上移。可持续论证需要三个条件共同成立：国内份额、价格和效率改善延续；Hoang Hai、TKT 及丸中紙工的回报超过资本成本；经营现金与政策持股释放最终转化为实际股东回报。目前第一个条件已有较强证据，后两个仍是材料性 UNKNOWN，因此结论只能是条件性偏积极，而不是确认公司已经成为耐久高回报企业。

相关研究发现：F008·F020·F054·F055·F060·F062

01.3 | 业绩先改善，价格只接受了一部分

价格对基本面改善只作出了部分确认。股价从 6 月 1,960 日元低点修复至 2,400 日元附近，但强劲中期业绩和预测上修尚未推动其突破 2,774 日元，极低成交量也降低了价格信号的可靠性。这种“基本面领先、价格部分同步”的状态支持继续观察，却不足以追认重估已经完成。

相关研究发现：F029·F044·F063

01.4 | 这不是不可撤回的乐观判断

判断将被以下证据实质削弱：国内销量持续落后行业且价格转嫁失败；全年营业利润显著低于 42 亿日元且并非季度时点差；收购实体持续亏损或发生重大减值；净债务继续增加而自由现金流与 ROIC 不改善；政策持股出售所得持续流向低回报项目。

相关研究发现：F061

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 靠近客户生产，而不是远距离销售标准品

ダイナパック是以包装材料为绝对主业的综合包装集团：包装材料约占收入 99.5%，其中瓦楞纸约占 74%，另有规模很小的不动产租赁业务。公司在客户生产基地附近设置区域工厂，按规格制造瓦楞纸、印刷纸器、软包装和纸制缓冲材料，并提供结构设计、质量管理和多品类响应。收入依靠订单量与售价，利润则进一步取决于工厂利用率、原纸成本和转嫁速度；这是一个需要持续投入生产设备和营运资金的资本密集模式。

相关研究发现：F001·F002·F039·F055·F056

02.2 | 2026 年的集团已不是原来的经营边界

集团经营边界近年快速扩大：2024 年取得 TKT，2025 年取得 Hoang Hai 和丸中紙工。Hoang Hai 为 80% 持股的越南北部包装子公司，TKT 为 90% 持股的越南软包装子公司，丸中紙工则是全资并表的爱知地区包装企业。因此，2026 年是扩张后首个完整验证期，收入和利润的历史比较必须区分并表增长与原有业务改善；对越南非全资子公司，也不能把全部利润、资产和现金都视为普通股东可自由支配。

相关研究发现：F014·F023·F024·F025·F047·F048·F049

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 产品能力体现在适配和交付，客户结构仍不透明

公司的产品组合覆盖瓦楞纸、纸器、软包装和纸制缓冲材料，价值不在单一专利，而在于按客户商品和生
产流程完成结构设计、印刷、质量适配及邻近交付。2026 年上半年国内销量增长 6.6%，高于行业
1.6%，说明客户或区域组合可能正在改善。カゴメ是已识别的重要客户兼关系股东，但监管披露只能确
认没有单一客户达到销售额 10%，不能据此判断前五大客户合计集中度很低。

相关研究发现：F002·F005·F022·F045·F056

03.2 | 供应稳定与采购议价并不是同一件事

原纸是核心投入，而日本瓦楞原纸供给集中于少数大型纸企。レンゴー同时具有供应、持股和包装市场竞
争关系，王子マテリア也是主要原纸生产商及公司股东。这样的关系可能提高供应稳定性，却不会自动赋
予ダイナパック采购议价权。行业价格调整通常需要逐客户协商，原纸、人工、物流、维修和环境成本先
进入采购与库存，再通过提价时差传导至毛利和现金。前五大供应商份额、采购公式及平均转嫁周期没有
合理的当前公开答案。

相关研究发现：F009·F026·F027·F034·F038·F050·F051

03.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影

Hoang Hai 扩大越南北部瓦楞纸覆盖，TKT 补充越南南部软包装能力，丸中紙工增加爱知地区客户和工
厂协同。方向上，这些收购可以提高区域密度和产品交叉销售，但公司没有披露三家实体的独立收入、营
业利润、现金流和 ROIC；Hoang Hai 与 TKT 的少数股东协议、现金汇回及当地债务安排也未知。现阶
段只能确认经营版图扩大，不能确认新增资本已经创造价值。

相关研究发现：F014·F023·F024·F025·F033·F047·F048·F049·F057

03.4 | 越南需求有支撑，渠道合作也有价值，但都不是 ROIC

越南上半年 GDP 增长 8.18%、制造业约增长 10.23%，为包装需求提供较好的宏观背景，但制造业库存
增长 13.3%，不能把宏观增长直接等同于子公司利润。TKT 与トーモク越南子公司合作销售软包装、瓦
楞纸和纸器，可能以较低自建成本扩大渠道；不过独占性、销售贡献和利润分配均未披露。这些外部条件
支持机会存在，却不能替代实体级盈利证据。

相关研究发现：F016·F028·F043·F052·F062

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 行业没有增长，公司销量却跑赢了

日本瓦楞纸需求预计在 2026 年下降 0.5%，加工食品只能提供有限支撑。与之相对，ダイナパック上半
年国内销量增长 6.6%，高于行业 1.6%。这一反差意味着公司的数量增长更可能来自份额、客户或区域
组合，而不是市场总量扩张；它是积极证据，但因区域、客户和产品贡献未披露，持续性仍需验证。

相关研究发现：F004·F005·F036·F056

04.2 | 竞争优势存在于关系和响应，而不是产品垄断

区域工厂、客户规格积累、设计能力和小批量响应，使公司在特定客户关系中具备实际价值。问题在于，瓦楞纸本身同质化程度高，大型一体化企业拥有更强规模和上下游协同能力。由于客户留存、多供应商采购、真实切换案例及集中度均未公开，当前只能确认局部关系优势，不能推导出强定价权。

相关研究发现：F003·F034·F039

04.3 | 客户、供应、竞争和资本关系彼此重叠

产业关系并非简单的客户、供应商和竞争者三张名单。カゴメ兼具客户与核心关系股东身份；レンゴー同时连接供应、资本和竞争；王子マテリア兼具上游生产与持股关系。这种网络可稳定商业往来，却也可能限制采购议价、降低自由流通并弱化外部资本纪律，因此必须同时从经营稳定与治理折价两面理解。

相关研究发现：F009·F022·F026·F027·F045·F050·F051

04.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力

海外竞争策略主要依靠收购区域资产和扩展产品组合，而非从日本单向出口。Hoang Hai、TKT 及丸中紙工增加了客户入口和产能密度，TKT 与トーマク的合作又补充渠道。不过，如果独立利润和现金回报低于资本成本，规模扩大只会留下商誉、客户相关资产和融资负担。竞争版图的扩大必须接受资本回报检验。

相关研究发现：F014·F016·F023·F024·F025·F028·F040·F043·F052·F057

05 | 护城河判断

05.1 | 能留住部分客户，但难以获得强护城河溢价

ダイナパック的护城河应定义为“有限、局部且关系型”。客户更换包装供应商时，需要重新协调规格、设计、印刷质量、交货距离和生产节奏；邻近工厂及多品类服务因此形成一定切换摩擦，并可能支持订单稳定和设备利用率。但这不是排他性专利或显著成本领先，瓦楞纸同质化、大型竞争者规模及逐客户议价都限制超额定价。

相关研究发现：F003·F039·F055·F056

05.2 | 真正需要验证的是客户行为，而不是公司自我描述

护城河判断的上限来自证据缺口：客户留存率、多供应商比例、实际切换案例、前五大客户集中度及价格转嫁时滞均不可得。如果未来数据证明客户高度稳定、切换少且提价可以及时覆盖成本，当前判断可以上调；反之，若关系依赖只是低价和便利，所谓区域优势将更接近普通运营能力。

相关研究发现：F034·F062

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 利润跑得比收入快，但驱动因素没有被拆开

上半年收入增长 15.1%，营业利润增长 42.8%，利润增速显著更快。行业需求偏弱而公司国内销量跑赢，说明份额或客户组合、价格调整和生产效率共同参与了利润改善。全年 42 亿日元营业利润预测隐含下半年约 21.76 亿日元，达成门槛不算激进；但公司没有给出国内外、量价、利用率、汇率和并购贡献的定量桥接，因此不能把当前增幅全部视为有机结构改善。

相关研究发现：F005·F006·F007·F036·F037·F056

06.2 | 正常化利润取决于转嫁时差和有机利润

利润率能否维持，取决于售价与原纸成本之间的时间差、设备利用率和收购资产贡献。原纸、人工、物流及维修成本上升后，公司需要逐客户协商提价；如果需求转弱，价格调整可能滞后，销量也可能同时回落。42 亿日元可能代表盈利能力上移，也可能混合了并购并表、价格周期和较有利的利用率窗口，在有机营业利润率被分离前，正常化利润仍是核心未知。

相关研究发现：F008·F034·F038·F055

06.3 | 应收减少是好消息，库存增加却不能直接解释为增长

现金端呈现出相互抵消的信号。2026 年 6 月末，商品及产品增加约 4.04 亿日元，原材料及储藏品增加约 8.11 亿日元，应收票据及账款减少约 12.52 亿日元，短期借款增加约 17.73 亿日元。应回收改善是正面因素，但库存增加究竟来自数量、采购价格、并购口径、汇率还是安全库存并不清楚；如果是高价原纸或销售放缓，未来现金和利润可能同时承压。

相关研究发现：F010·F011·F035·F042

06.4 | 本业能够产现金，但可分配自由现金仍待完整年报

2026 年上半年营业现金流 23.97 亿日元、投资现金流负 12.60 亿日元。2025 年营业现金流 52.32 亿日元，扣除 19.36 亿日元有形固定资产取得后，收购前现金盈余约 32.97 亿日元；但子公司收购和政策持股交易令总投资现金流大幅波动。由于中期报表没有披露详细资本开支和营运资金现金流，当前无法构造可靠的标准自由现金流。

相关研究发现：F011·F058·F062

06.5 | 商誉下调降低账面压力，却没有回答并购是否赚钱

企业合并会计最终化后，TKT 商誉调整为 16.83 亿日元，Hoang Hai 商誉调整为 26.81 亿日元，降低了最初暂定金额，但并未证明收购回报。未触发减值只说明当前会计测试没有要求确认损失，并不等于实体现金回报超过资本成本。独立收入、营业利润、现金流、投入资本和减值参数缺失，使并购经济性仍是盈利质量的最大限制。

相关研究发现：F015·F033·F057

06.6 | 资产负债表较厚，但资产价值并不等于可分配现金

2026 年 6 月末自有资本比率 55.9%，投资证券 204.40 亿日元、土地 101.29 亿日元，二者合计约 305.69 亿日元。资产厚度提高了行业下行时的融资和修复能力，但其中包含集中持股、经营用土地、税负和处置摩擦，不能按毛额视为普通股东随时可得的现金。

相关研究发现：F012

07 | 股东、役員与治理

07.1 | 制度独立性已经建立，行为结果仍待证明

董事会 10 人中有 5 名社外董事、4 名独立董事，提名及薪酬委员会 5 人中 4 名为独立社外董事，形式上的监督架构达到中性偏正面水平。公司也已转为审计等委员会设置公司。真正的治理检验却不在席位比例，而在董事会是否能约束低回报并购、缩减政策持股并把资本效率纳入管理层行为。

相关研究发现：F017·F055

07.2 | 关系股东带来稳定，也构成治理和流动性折价

カゴメ持股 16.8%，取引先持株会持股 9.0%，レンゴー、王子マテリア及其他产业链关系方也位列股东。关系持股可以稳定客户和供应关系，却减少自由流通、降低外部资本压力，并可能让商业关系与资本配置相互牵制。双方已有缩减政策持股的方向性证据，但商业往来是否依赖持股、关系股东如何投票以及资本效率在薪酬中的权重仍未知。

相关研究发现：F022·F026·F027·F046·F050·F051·F058

08 | 资本政策

08.1 | 连续增配是实质改善，但还不是刚性回报框架

公司将 2026 年每股分红预测提高至 90 日元，连续第四期增配，预测配当性向 25.8%。这提供了正在改善的持有回报，但现行政策没有 DOE、累进分红或总回报率下限，未来回报仍依赖年度判断。现金转化尚未完整验证，也意味着分红与回购的长期资金覆盖不能只由会计利润推断。

相关研究发现：F007·F011·F018·F058

08.2 | 厚资产能否变成每股价值，取决于资金用途

现行计划以经营现金流、政策持股缩减和借款支持设备、并购及股东回报。关键不在于公司能否筹到钱，而在于每一笔资金去向：政策持股和土地只有在税后实现后用于高 ROIC 项目、持续分红或有效回购，才会增加每股价值。下一期计划尚未披露 ROIC、WACC、净现金或杠杆上限、政策持股缩减目标及回购规则，这使资本配置仍缺少可检验的统一尺度。

相关研究发现：F013·F031·F032·F041·F055·F062

08.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理

资本配置目前偏重扩张：Hoang Hai、TKT 和丸中紙工扩大地区与产品覆盖，但实体级利润、现金流和 ROIC 均未披露。Hoang Hai 和 TKT 还是非全资子公司，母公司可取得的现金还取决于少数股东权利、汇回限制和当地融资安排。若协同提高利用率并产生超过资本成本的回报，并购会增强集团；否则，商誉、客户相关资产与借款将共同侵蚀账面安全边际。

相关研究发现：F014·F015·F023·F024·F025·F033·F040·F047·F048·F049·F057

08.4 | 交叉持股缩减的第二步比第一步更重要

カゴメ与ダイナパック的交叉持股是最具代表性的资本释放观察点。继续缩减可能释放现金并改善治理，但需要同时确认税后所得、回购或再投资用途，以及商业交易是否受到影响。出售本身不是价值创造；出售后如何配置才是。

相关研究发现：F022·F032·F046

09 | 估值与安全边际

09.1 | 低倍数提供赔率，不自动提供答案

以 2026 年 9 月 9 日股价 2,424 日元计算，公司预测口径 PER 约 6.96 倍、PBR 约 0.48 倍。倍数确实较低，但市场折价并非毫无理由：国内行业成熟、股票流动性极低、并购经济性不透明，且 42 亿日元营业利润是否代表正常状态尚未证明。因此，当前估值是有条件的安全边际，而不是看到低 PER 和低 PBR 即可得出的结论。

相关研究发现：F008·F019·F056·F060

09.2 | 资产缓冲真实存在，但需要税负和可实现性折扣

投资证券 204.40 亿日元与土地 101.29 亿日元合计高于约 250 亿日元量级市值，为下行提供了真实缓冲。不过，政策持股高度集中，土地可能服务于经营，出售还涉及税负、时点、处置成本和管理层意愿。资产价值应按税后可实现性大幅折价，不能把 305.69 亿日元毛额直接当成清算价值或股价底部。

相关研究发现：F012·F032·F053·F055·F059

09.3 | 重估催化不是持有资产，而是改变资产用途

低 PBR 能否修复，主要取决于管理层行为，而不是资产继续留在账上。政策持股出售、经营现金和借款可以投向设备、并购、分红或回购；只有回报超过资本成本，或者实际减少股份，才会把资产厚度转化为普通股东价值。关系持股与并购回报尚未验证，解释了折价为何可能长期存在。

相关研究发现：F013·F017·F041·F046·F058

09.4 | 便宜与否最终由可持续现金和 ROIC 决定

估值最大的分母风险是正常化盈利和并购回报。若利润主要来自并表或短期价格周期，预测 PER 会低估真实倍数；若收购回报不足，商誉减值和借款上升又会削弱 PBR 所暗示的资产保护。反过来，若 42 亿日元附近盈利可持续、并购产生现金且资产逐步释放，当前价格具有明显重估空间。

相关研究发现：F015·F033·F035·F040·F057·F062

09.5 | 安全边际的失效方式是多条链同时恶化

最不利的情形不是单季利润不及预期，而是需求下降、成本转嫁失败、并购低回报、商誉减值和借款上升同时发生，并继续把资产出售所得投入低回报项目。届时资产缓冲会从保护机制变成价值泄漏，低倍数也可能只是对未来净资产侵蚀的提前折价。

相关研究发现：F021·F054

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。

Owner 图后绑定说明：本次 Review 的 Research / Technical 在无 Owner 图条件下完成；本图是在该 Review 冻结后按同一 Review 身份补绑定，仅用于最终公开展示。文中关于“未继承/未分配 Owner Media”“无图”或 text-only 的表述均描述研究冻结时点，不代表最终页面仍无图；Research Truth、Technical、Score、Review 日期与历史身份均未因此改变。

10.1 | 十余年低位记忆正在弱化

复权可比的长期季度价格显示，2009 至 2022 年股价多数时间位于约 1,050 至 1,550 日元，2017 年升至约 1,884 日元后又在 2018 年跌至 1,196 日元，构成一次被旧低价区域重新吸收的失败脉冲。变化始

于 2023 年：季度收盘与年度低点阶梯式抬高，2024 年高点升至 2,050 日元，2025 年进一步升至 2,750 日元。旧低价状态对价格的重新吸收能力已经明显下降。

相关研究发现：F064

10.2 | 高位回撤很深，却没有回到旧状态

2026 年 3 月股价触及 2,774 日元，随后在 6 月跌至 1,960 日元，最大回撤接近 29%；但该低点仍高于 2024 年的 1,466 日元和 2025 年的 1,616 日元。此后约两个月已收复损失的一半以上，并回到 2,400 日元附近。与 2024 年的回撤修复相比，恢复速度没有明显恶化，但极低成交量和季度数据粒度限制了精确比较。

相关研究发现：F064

10.3 | 2,400 日元附近是候选区间，不是确认后的新状态

8 月底至 9 月 9 日，价格主要在约 2,420 至 2,500 日元整理。这可以解释为回撤后的高度保留，也可能只是交易枯竭造成的死寂压缩，因为日成交量通常只有数百至数千股。当前更准确的状态是“长期上移后的高波动修复，迁移验证尚未完成”：2,400 日元以上只是候选稳定运行区间，还没有经过突破 2,774 日元后的材料性回抽检验。

相关研究发现：F064

10.4 | 基本面改善被部分接受，尚未转化为新高结构

纯价格状态形成后再看公开事件：2025 至 2026 年盈利改善与价格重心上移部分同步，但价格在强劲中期业绩正式披露前已经从 3 月高点深度回撤。8 月上调全年预测后，股价修复并保留在 2,400 日元附近，却没有突破 2,774 日元，成交量扩张也不连续。由此判断为基本面领先、价格部分同步；事件带来了修复和一定高度保留，却尚未完成价格迁移。

相关研究发现：F029·F044·F063

10.5 | 确认与失效都需要观察返回行为

确认条件是月线有效突破并稳定高于 2,774 日元，随后第一次材料性回抽不重新跌入约 2,200 日元以下，并在 2,400 日元以上重新形成稳定运行区间，同时月成交量出现连续而非单日扩张。若月度级别跌破 1,960 日元后形成更低高点 and 更低低点，或突破后迅速完全回吐并在 2,200 日元以下重新整理，当前结构将显著降级。

技术置信度为 Medium-Low：长期季度价格足以验证重心上移，但仍缺 Owner 原始月线、完整复权月成交量及长期相对 TOPIX 或行业强弱。

相关研究发现：F030·F062·F064

11 | 风险与催化剂

11.1 | 首要经营风险是成本先到、价格后到

国内需求成熟且 2026 年预计小幅下降。如果上游原纸及人工、物流成本继续上升，而逐客户提价滞后，库存、毛利和营业现金流会先承压；需求进一步转弱时，数量与价格可能同时回吐。レンゴー 等关系方兼具供应、持股和竞争角色，供应稳定并不能消除议价风险。

相关研究发现：F004·F009·F010·F026·F038·F050

11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点

Hoang Hai 和 TKT 让公司进入增长更快的越南市场，但同时引入商誉、少数股东、汇率、现金汇回和整合风险。越南制造业增长支持需求，却不能证明子公司盈利；如果实体现金回报低于资本成本，商誉减值和借款压力可能同时出现。

相关研究发现：F015·F016·F023·F024·F040·F043·F047·F048·F057

11.3 | 有修复工具，不代表资产缓冲不会被耗尽

公司可以通过提价、改善利用率、调整库存、出售政策持股、缩减成长投资和运用资产负债表完成自我修复，因此下行防御优于普通低利润包装企业。但如果销量、转嫁、并购回报和资本配置同时失效，资产缓冲就会被借款、减值和低回报再投资消耗。这是最需要防范的组合风险。

相关研究发现：F021·F053·F055·F059·F060

11.4 | 催化剂必须改变现金、资本配置或价格接受度

近期催化剂包括 42 亿日元营业利润和 34 亿日元净利润预测的兑现或再上修、连续增配后的进一步股东回报、政策持股继续缩减，以及 Hoang Hai、TKT 和丸中紙工披露可验证的协同与回报。价格层面的催化需要持续成交量突破 2,774 日元，并在回抽后保留更高区域；单日脉冲不足以确认。

相关研究发现：F007·F029·F044·F063

11.5 | 真正的证伪来自机制持续失效

应把风险监控与论证证伪区分开。单季原纸成本波动未必推翻结论；但国内销量持续落后行业、转嫁长期失败、全年利润明显失约、并购实体持续亏损或净债务增长而 FCF 与 ROIC 不改善，将直接改变当前判断。

相关研究发现：F061

12 | 反常识发现

12.1 | 利润跃升发生在一个并未增长的行业里

最值得注意的反常识点，是公司当前利润增长不能简单归因于包装行业景气。行业需求预计下降 0.5%，公司国内销量却增长 6.6%，营业利润又远快于收入增长。证据更符合“份额或客户组合改善、提价和生产效率叠加”的解释。它提高了盈利上移的可能性，但因为量价和并购桥接缺失，仍不能把全部增量资本化为永久利润。

相关研究发现：F004·F005·F036·F037

12.2 | 资产多不等于股东一定能得到这些资产

第二个发现是，厚资产既可能形成安全边际，也可能解释低 PBR 为何长期存在。政策持股和土地只有在税后实现后进入高回报投资、持续分红或有效回购，才会提高每股价值；如果出售所得继续被低 ROIC 并购吸收，资产并没有消失，却会从潜在保护转化为资本效率折价。

相关研究发现：F012·F013·F041·F058

12.3 | 基本面改善并没有自动完成市场重估

价格系统也给出了克制信号：旧低价状态确实弱化，但强劲业绩尚未换来新高和突破后的返回保留。基本面改善与重估完成之间存在明显时间差，这使“公司变好”与“股票已经完成定价修复”成为两个不同命题。

相关研究发现：F029·F063

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 先回答 42 亿日元利润究竟由什么组成

第一优先级是 FY2026 完整现金流和利润桥接：需要分离国内外、数量、价格、生产率、汇率、并购并表与商誉摊销对营业利润的贡献，并取得详细营业现金流、资本开支和营运资金项目。库存增加约 12.15 亿日元还需拆分数量、采购价格、并购口径、汇率、安全库存、账龄与可变现性。相反答案会直接改变正常化利润和自由现金流判断。

相关研究发现：F008·F010·F011·F035·F042·F062

13.2 | 并购需要从“并表增长”进入“资本回报”阶段

第二优先级是 Hoang Hai、TKT 和 丸中紙工 的实体经济性，包括独立收入、营业利润、现金流、投入资本、ROIC 和减值参数。对越南两家公司，还需披露少数股东协议、现金汇回限制、母公司担保和当地债务。只有这些证据才能判断扩张是在创造价值，还是以商誉和借款购买规模。

相关研究发现：F015·F033·F057

13.3 | 下一份中期计划应把资本成本写进决策

第三优先级是下一期中期计划及资产释放框架。需要 ROIC、WACC、净现金或杠杆上限、政策持股缩减目标、回购规则及总股东回报约束；同时需要投资证券逐项税基、税后可变现价值、土地估值和资金用途。该披露将决定低 PBR 折价能否被可验证地收窄。

相关研究发现：F013·F031·F032·F058·F060

13.4 | 集中度和转嫁时滞决定有限护城河能走多远

第四优先级是经营关系数据：前五大客户、カゴメ具体销售占比、前五大供应商、采购公式和平均价格转嫁时滞。现有监管资料只能确认单一客户低于 10%，不足以判断组合集中度、客户黏性和成本传导能力。

相关研究发现：F034·F054

13.5 | 价格验证要看突破之后如何返回

技术研究还需要 Owner 原始月线、完整复权月成交量以及长期相对 TOPIX 或纸浆造纸行业指数强弱序列，用以判断 2023 年以来的上移是否超越市场贝塔。更关键的新样本，是突破 2,774 日元后的第一次材料性回抽是否仍能保留 2,400 日元以上区域。

相关研究发现：F030

13.6 | 未来研究从最可能改变结论的证据开始

下一次 Review 应优先检查证伪条件是否触发，而不是机械更新所有数字：销量是否持续落后行业、42 亿日元利润是否明显失约、收购资产是否亏损或减值、净债务是否在 FCF 和 ROIC 未改善时继续上升，以及资产出售所得是否流向低回报项目。

相关研究发现：F061

14 | Kabugami 评分卡

14.1 | 财务韧性与下行防御

财务韧性与下行防御：权重 13，贡献 9.10。自有资本比率 55.9%、投资证券和土地提供缓冲；短期借款、商誉及海外现金可得性限制强度。

相关研究发现：F012·F021

14.2 | 竞争优势与结构耐久性

竞争优势与结构耐久性：权重 14，贡献 7.70。区域网络和客户适配形成有限切换摩擦，但产品同质化、成熟市场和大型一体化竞争者阻止其获得强护城河评价。

相关研究发现：F003·F039

14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率

盈利质量、现金转化与资本效率：权重 17，贡献 10.20。利润改善与既有经营现金流构成中等正面证据，但有机正常化利润、标准自由现金流和并购 ROIC 尚未完整验证。

相关研究发现：F006·F011·F015

14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖

商业结构、产品、客户与关键依赖：权重 11，贡献 6.60。产品和区域覆盖具有经营价值，销量也高于行业；成熟需求、上游议价及客户和供应商集中度缺口限制上行。

相关研究发现：F002·F009·F034

14.5 | 估值与安全边际

估值与安全边际：权重 15，贡献 11.25。预测 PER 约 6.96 倍、PBR 约 0.48 倍并有资产缓冲，但正常化盈利和资产税后可实现性尚未充分证明。

相关研究发现：F012·F019·F053

14.6 | 资本配置与股东回报

资本配置与股东回报：权重 10，贡献 5.50。连续第四期增配和政策持股缩减方向正面，但收购回报、资产出售用途和持续回购纪律仍不透明。

相关研究发现：F013·F018·F041

14.7 | 治理、所有权与管理层

治理、所有权与管理层：权重 7，贡献 3.85。制度独立性达到中性偏正面，但关系持股、低流动性及尚未证明的并购资本效率限制股东一致性。

相关研究发现：F017·F046

14.8 | Kabugami 技术结构

Kabugami 技术结构：权重 13，贡献 8.45。旧低价状态明显弱化，长期迁移后的修复仍在验证；2,774 日元未突破、成交量极低及关键数据缺口限制确认度。

相关研究发现：F029·F064

14.9 | V3.2 总分 62.65，评级 B，维持 WATCH

八项贡献合计 62.65，对应 V3.2 评级 B。Action 为 WATCH：观察偏积极；低估值、资产缓冲和盈利改善构成候选上行，但在有机现金转化、并购 ROIC 与资本释放得到验证前不追高，可等待回撤稳定，或突破 2,774 日元后经材料性回抽保留验证，再考虑分批建立仓位。本节仅解释已完成的评分裁决，不重新评分或改变权重。

相关研究发现：F020·F060

14.10 | V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由
财务韧性与下行防御	13	9.1	资产负债表和可出售资产使下行防御优于普通低利润包装企业，但借

			款上升、商誉及海外资金可得性阻止其进入强韧性区间。
竞争优势与结构耐久性	14	7.7	公司拥有真实但有限的区域与客户适配优势，足以支持份额稳定，却不足以证明强定价权或耐久高 ROIC 护城河。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	10.2	利润改善和既有经营现金流提供中等正面证据，但有机正常化利润、标准自由现金流和并购 ROIC 缺失，使盈利质量尚未获得完整验证。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.6	产品和区域覆盖具备经营价值，公司销量也高于行业，但成熟需求、上游议价和集中度披露缺口使商业结构仅属中等偏正面。
估值与安全边际	15	11.25	当前价格相对预测盈利和折后资产价值具有明显吸引力，但正常化利润和资产可实现性尚未充分证明，因此属于有条件的安全边际。
资本配置与股东回报	10	5.5	连续第四期增配和政策持股缩减具有正面意义，但并购 ROIC、资产出售用途及持续回购纪律尚未证明。
治理、所有权与管理层	7	3.85	治理架构达到中性偏正面水平，但关系持股、低流动性及尚未证明的并购资本效率限制实际股东一致性。
Kabugami 技术结构	13	8.45	受保护技术综合支持“旧低价状态明显弱化、长期迁移后的修复仍在验证中”；新状态尚未建立，低流动性与关键数据缺口限制确认度。

总分：62.65 / 100

评级：B

操作建议：WATCH（观察偏积极；低估值、资产缓冲和盈利改善构成候选上行，但在有机现金转化、并购 ROIC 与资本释放得到验证前不追高。可等待回撤稳定，或突破 2,774 日元后通过材料性回抽保留验证，再考虑分批建立仓位。）

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告仅用于公开证券研究与教育，不构成个别投资建议、收益保证或买卖指令。低流动性可能使实际成交价格与研究参考价显著偏离；包装需求、原纸成本、汇率、并购整合、商誉减值、借款和资本配置均可能造成损失。除公开资料所示关系外，本报告未主张任何未披露利益冲突；投资者应结合自身目标、期限、流动性需求和风险承受能力独立判断。

相关研究发现：F021·F061

15.1 | 来源以监管和公司一手资料为主，并用外部现实交叉检验

本 Review 主要使用ダイナパック的决算短信、决算说明资料、有价证券报告书、股东大会文件、治理报告、公司业务及股东页面；外部材料包括日本政府及行业协会资料、越南官方宏观数据、客户或产业关系方披露、专业机构报告与公开市场数据。公司披露是重要证据，但关于竞争优势、客户关系和并购协同的陈述没有被自动视为结论。

相关研究发现：F001·F006·F017

15.2 | 数据截止与材料性证据限制

研究截止日为 2026 年 9 月 10 日；价格观察截止 2026 年 9 月 9 日收盘。材料性限制包括客户与供应商集中度、采购和转嫁条款、有机利润桥接、详细自由现金流、并购实体 ROIC、越南少数股东及现金汇回安排、政策持股税后价值和下一资本框架。缺失信息均保留为 UNKNOWN 或研究债务，没有用公司自述或推算结果替代。

相关研究发现：F054·F062

15.3 | 技术证据边界

技术研究使用复权可比的长期季度价格、成交量和近期日线；2026 年第三季度尚未结束，因此 9 月 9 日仅作为观察点，不作为完整季度确认。未提供 Owner 原始月线，也缺少完整可导出的复权月成交量和长期相对强弱序列，技术置信度为 Medium-Low。公开内容只呈现投资相关价格事实与结构结论，不披露专有参数或可反向还原的内部方法。

相关研究发现：F030·F064

研究发现索引 | 阅读版

本页只列正文 00/01 已提升为核心判断入口的 10 项发现。本次研究共 64 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文
F001 · 在线	ダイナパック株式会社是东证 Standard 及名证 Main 上市的综合包装集团；包装材料约占收入 99.5%，瓦楞纸约占 74%，另有小规模不动产租赁业务。
F006 · 在线	2026 年上半年销售 363.77 亿日元、营业利润

	20.24 亿日元，分别增长 15.1%和 42.8%；全年营业利润预测为 42 亿日元，隐含下半年约 21.76 亿日元。
F007 · 在线	当前变化是盈利增速快于收入、全年预测上修及连续第四期增配；这构成积极增量，但不能替代对有机利润和并购回报的验证。
F019 · 在线	2026 年 9 月 9 日股价 2,424 日元，对应公司预测 PER 约 6.96 倍、PBR 约 0.48 倍；成熟行业、低流动性、并购不透明和资本效率疑虑解释了部分折价。
F020 · 在线	可持续投资论证要求国内份额与效率改善延续、越南及国内并购 ROIC 超过资本成本、政策持股和经营现金转化为实际股东回报；目前盈利改善已有证据，但后两项仍未完成验证。
F054 · 在线	有机正常化利润、并购 ROIC、客户与供应商集中度、详细现金流及资产税后价值等 UNKNOWN 限制当前投资论证的最高可信度。
F055 · 在线	ダイナパック耐久商业画像 公司是区域密着型综合包装集团，耐久基础来自邻近客户的生产网络、规格和设计积累、多品类响应、55%以上自有资本比率及可出售金融资产；结构弱点是主产品同质化、上游集中、成本转嫁时差、极低股票流动性和并购回报不可独立验证。
F060 · 在线	当前投资论证的三个必要条件 核心问题是 2026 年盈利跃升是否代表可持续盈利能力上移，以及管理层能否把政策持股、土地和经营现金转化为高于资本成本的投资及持续股东回报。
F037 · 在线	高于行业的国内销量、逐客户提价和生产效率改善共同支持利润增长，但各因素贡献未被量化。
F056 · 在线	国内成熟市场中的份额—价格—效率盈利系统 成熟需求迫使增长依靠份额、客户组合、价格和效率；区域网络支持订单及利用率，但原纸集中与逐客户转嫁时差决定利润能否持续。

附录 A | 完整研究发现索引

纸面版按“对应中文正文 → 对普通股股东的含义 → 证据来源”阅读；重复的证据角色与研究域已经合并。内部英文/机器标记只作为核对记录保留，不再占据读者主视线。在线查看逐条可折叠版本 →

F001 | ダイナパック株式会社是东证 Standard 及名证 Main 上市的综合包装集团；包装材料约占收入 99.5%，瓦楞纸约占 74%，另有小规模不动产租赁业务。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；02 | 2.1 | 靠近客户生产，而不是远距离销售标准品；15 | 15.1 | 来源以监管和公司一手资料为主，并用外部现实交叉检验

研究主题：公司本质；研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股股东意味着：界定普通股股东实际拥有的经营边界，并防止把非全资子公司利润和资产按 100% 归属估值。

还不能确定：非全资越南子公司的现金上划、担保及少数股东权利未完整公开。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 会社概要 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/about/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、05、10；专项深挖：01、02、05、10
- 容器包装リサイクル法とは (https://www.env.go.jp/recycle/yoki/a_1_recycle/index.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、08、21、32；专项深挖：01、02、03、21、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ダイナパック株式会社是东证 Standard 及名证 Main 上市的综合包装集团；包装材料约占收入 99.5%，瓦楞纸约占 74%，另有小规模不动产租赁业务。
- 内部研究类型：economic_identity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F002 | 公司以邻近客户生产基地的区域工厂，按客户规格制造瓦楞纸、纸器、软包装和缓冲材料，并通过设计、质量体系及多品类响应提高客户覆盖。

写入正文：02 | 2.1 | 靠近客户生产，而不是远距离销售标准品；03 | 3.1 | 产品能力体现在适配和交付，客户结构仍不透明；14 | 14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股股东意味着：该模式支持订单稳定和固定成本吸收，但资本密集且未证明可持续高回报。

还不能确定：客户合同期限、工厂利用率、订单频率和产品级利润未公开。

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 会社概要 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/about/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、05、10；专项深挖：01、02、05、10

- デザイン・新製品開発 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/business/design/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、10；专项深挖：03、04、10、20
- ISO9001・品質方針 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/quality/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10；专项深挖：04、10
- 容器包装リサイクル法とは (https://www.env.go.jp/recycle/yoki/a_1_recycle/index.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、08、21、32；专项深挖：01、02、03、21、32
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：公司以邻近客户生产基地的区域工厂，按客户规格制造瓦楞纸、纸器、软包装和缓冲材料，并通过设计、质量体系及多品类响应提高客户覆盖。
- 内部研究类型：regional_packaging_operating_model
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F003 | 区域交付、客户规格积累、设计和质量适配形成有限、局部且关系型的切换摩擦；瓦楞纸同质化及大型一体化竞争者使优势不足以构成强结构性护城河。

写入正文：04 | 4.2 | 竞争优势存在于关系和响应，而不是产品垄断；05 | 5.1 | 能留住部分客户，但难以获得强护城河溢价；14 | 14.2 | 竞争优势与结构耐久性

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：有限护城河可稳定份额，却不足以支持强定价权或高护城河估值。

还不能确定：客户留存率、多供应商比例、实际切换案例及护城河对利润率的贡献未知。

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 会社概要 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/about/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、05、10；专项深挖：01、02、05、10
- デザイン・新製品開発 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/business/design/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、10；专项深挖：03、04、10、20
- ISO9001・品質方針 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/quality/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10；专项深挖：04、10

- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定
(https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文
(<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：区域交付、客户规格积累、设计和质量适配形成有限、局部且关系型的切换摩擦；瓦楞纸同质化及大型一体化竞争者使优势不足以构成强结构性护城河。
- 内部研究类型：bounded_competitive_advantage
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F004 | 日本瓦楞纸市场成熟，2026 年行业需求预计同比下降 0.5%，加工食品需求仅提供有限支撑。

写入正文：04 | 4.1 | 行业没有增长，公司销量却跑赢了；11 | 11.1 | 首要经营风险是成本先到、价格后到；12 | 12.1 | 利润跃升发生在一个并未增长的行业里

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：国内增长必须依靠份额、价格、组合或效率，而不能依靠市场总量增长。

还不能确定：区域细分需求及企业级市场份额缺乏权威明细。

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 段ボールの需要予測
(<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：

支持证据；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：日本瓦楞纸市场成熟，2026 年行业需求预计同比下降 0.5%，加工食品需求仅提供有限支撑。
- 内部研究类型：mature_domestic_market
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F005 | 2026 年上半年国内销量同比增长 6.6%，高于行业 1.6%，表明数量改善更可能来自份额、客户或区域组合。

写入正文：03 | 3.1 | 产品能力体现在适配和交付，客户结构仍不透明；04 | 4.1 | 行业没有增长，公司销量却跑赢了；06 | 6.1 | 利润跑得比收入快，但驱动因素没有被拆开；12 | 12.1 | 利润跃升发生在一个并未增长的行业里

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：若份额和客户组合改善可持续，盈利可在成熟行业中上移；若只是短期订单偏移，则不可资本化。

还不能确定：区域、客户及产品对销量增长的贡献未量化。

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 年上半年国内销量同比增长 6.6%，高于行业 1.6%，表明数量改善更可能来自份额、客户或区域组合。
- 内部研究类型：company_specific_volume_outperformance
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F006 | 2026 年上半年销售 363.77 亿日元、营业利润 20.24 亿日元，分别增长 15.1%和 42.8%；全年营业利润预测为 42 亿日元，隐含下半年约 21.76 亿日元。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.1 | 盈利跃升已经发生，但正常化程度尚未证明；06 | 6.1 | 利润跑得比收入快，但驱动因素没有被拆开；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率；15 | 15.1 | 来源以监管和公司一手资料为主，并用外部现实交叉检验

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：全年 42 亿日元营业利润的达成门槛不要求下半年极端加速，但尚不能据此确认正常化盈利。

还不能确定：国内外、量价、生产率、汇率和并购贡献没有定量桥接。

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 年上半年销售 363.77 亿日元、营业利润 20.24 亿日元，分别增长 15.1%和 42.8%；全年营业利润预测为 42 亿日元，隐含下半年约 21.76 亿日元。
- 内部研究类型：current_profit_step_up
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F007 | 当前变化是盈利增速快于收入、全年预测上修及连续第四期增配；这构成积极增量，但不能替代对有机利润和并购回报的验证。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.1 | 盈利跃升已经发生，但正常化程度尚未证明；06 | 6.1 | 利润跑得比收入快，但驱动因素没有被拆开；08 | 8.1 | 连续增配是实质改善，但还不是刚性回报框架；11 | 11.4 | 催化剂必须改变现金、资本配置或价格接受度

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：盈利上修与增配提高重估可能，但必须由现金转化和资本回报验证。

还不能确定：盈利跃升中可持续有机部分尚未分离。

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高 (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16；其他用途：反证
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：当前变化是盈利增速快于收入、全年预测上修及连续第四期增配；这构成积极增量，但不能替代对有机利润和并购回报的验证。
- 内部研究类型：fundamental_change_overlay
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F008 | 盈利中枢可能高于 2024 年前，但 42 亿日元是否代表正常状态仍未证明；价格转嫁、利用率、并购并表和商誉摊销必须被分离。

写入正文：01 | 1.2 | 低估值成立之前，三个条件必须同时过关；06 | 6.2 | 正常化利润取决于转嫁时差和有机利润；09 | 9.1 | 低倍数提供赔率，不自动提供答案；13 | 13.1 | 先回答 42 亿日元利润究竟由什么组成

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：决定约 7 倍预测 PER 是真实安全边际还是对周期和并表高点的错误资本化。

还不能确定：有机营业利润率、量价桥接、并购贡献和原纸成本时差未知。

证据来源（19 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期） 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16；其他用途：反证
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28；其他用途：反证
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史

- 2025 年 12 月期 決算短信
(<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 第 64 期定時株主總會 招集通知記載事項／連結計算書類注記
(https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：反向验证：09；同业比较：06；其他用途：反证、历史
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文
(<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：06、13；专项深挖：06

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：盈利中枢可能高于 2024 年前，但 42 亿日元是否代表正常状态仍未证明；价格转嫁、利用率、并购并表和商誉摊销必须被分离。
- 内部研究类型：normalized_earnings_uncertainty
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F009 | 瓦楞原纸供应集中于少数大型纸企，行业价格调整依赖逐客户协商；供应稳定性可能较高，但采购议价和转嫁时滞构成结构风险。

写入正文：03 | 3.2 | 供应稳定与采购议价并不是同一件事；04 | 4.3 | 客户、供应、竞争和资本关系彼此重叠；11 | 11.1 | 首要经营风险是成本先到、价格后到；14 | 14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：上游议价偏强使毛利和现金对价格转嫁速度敏感。

还不能确定：前五大供应商份额、采购公式和平均转嫁时滞无合理当前公开路径。

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13；专项深挖：06
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16
- 段ボール統計・発表資料 (<https://zندانren.or.jp/pages/77/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、13、19；专项深挖：06、13、19
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：瓦楞原纸供应集中于少数大型纸企，行业价格调整依赖逐客户协商；供应稳定性可能较高，但采购议价和转嫁时滞构成结构风险。
- 内部研究类型：upstream_bargaining_dependency
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F010 | 2026 年 6 月末商品及产品较年末增加约 4.04 亿日元，原材料及储藏品增加约 8.11 亿日元，应收票据及账款减少约 12.52 亿日元，短期借款增加约 17.73 亿日元。

写入正文：06 | 6.3 | 应收减少是好消息，库存增加却不能直接解释为增长；11 | 11.1 | 首要经营风险是成本先到、价格后到；13 | 13.1 | 先回答 42 亿日元利润究竟由什么组成

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：高价或滞销库存可能使未来现金和利润同时回落。

还不能确定：库存增加的数量、价格、并购、汇率、安全库存、所有权和可变现性分解未知。

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 段ボール統計・発表資料 (<https://zندانren.or.jp/pages/77/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、13、19；专项深挖：06、13、19
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 年 6 月末商品及产品较年末增加约 4.04 亿日元，原材料及储藏品增加约 8.11 亿日元，应收票据及账款减少约 12.52 亿日元，短期借款增加约 17.73 亿日元。
- 内部研究类型：working_capital_state
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F011 | 2026 年上半年营业现金流 23.97 亿日元、投资现金流负 12.60 亿日元；2025 年经营现金流扣除有形固定资产取得后约有 32.97 亿日元收购前现金盈余，但收购和证券交易令总投资现金流大幅波动。

写入正文：06 | 6.3 | 应收减少是好消息，库存增加却不能直接解释为增长；06 | 6.4 | 本业能够产现金，但可分配自由现金仍待完整年报；08 | 8.1 | 连续增配是实质改善，但还不是刚性回报框架；13 | 13.1 | 先回答 42 亿日元利润究竟由什么组成；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：现金转化未完全验证限制分红、回购和并购自筹能力判断。

还不能确定：2026 年上半年 PPE 资本开支、营运资金逐项现金流及标准 FCF 未披露。

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- ダイナパック株価・PER・PBR 時系列 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；专项深挖：17；同业比较：17、20、27、29；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記
(https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303)

574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 年上半年营业现金流 23.97 亿日元、投资现金流负 12.60 亿日元；2025 年经营现金流扣除有形固定资产取得后约有 32.97 亿日元收购前现金盈余，但收购和证券交易令总投资现金流大幅波动。
- 内部研究类型：cash_conversion_uncertainty
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F012 | 2026 年 6 月末投资证券 204.40 亿日元与土地 101.29 亿日元合计约 305.69 亿日元，高于约 250 亿日元量级市值；自有资本比率 55.9%，但短期借款、税负、资产集中及经营占用削弱可实现保护。

写入正文：06 | 6.6 | 资产负债表较厚，但资产价值并不等于可分配现金；09 | 9.2 | 资产缓冲真实存在，但需要税负和可实现性折扣；12 | 12.2 | 资产多不等于股东一定能得到这些资产；14 | 14.1 | 财务韧性及下行防御；14 | 14.5 | 估值与安全边际

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：资产缓冲优于普通低利润制造企业，但不能按毛额保证股价底部。

还不能确定：借款期限、受限现金、土地市值、持仓税基和税后可变现价值不完整。

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 年 6 月末投资证券 204.40 亿日元与土地 101.29 亿日元合计约 305.69 亿日元，高于约 250 亿日元量级市值；自有资本比率 55.9%，但短期借款、税负、资产集中及经营占用削弱可实现保护。

- 内部研究类型：balance_sheet_and_asset_buffer
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F013 | 公司能够通过经营现金、政策持股出售和借款调动资本，但当前只披露 ROE 及投入、回报目标；资本释放是否进入高 ROIC 项目或实际股东回报仍待验证。

写入正文：08 | 8.2 | 厚资产能否变成每股价值，取决于资金用途；09 | 9.3 | 重估催化不是持有资产，而是改变资产用途；12 | 12.2 | 资产多不等于股东一定能得到这些资产；13 | 13.3 | 下一份中期计划应把资本成本写进决策；14 | 14.6 | 资本配置与股东回报

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：这是决定低 PBR 能否转化为每股价值增长的主要管理层行为检验。

还不能确定：下一计划的 ROIC、WACC、净现金或杠杆上限、回购规则和政策持股缩减目标尚未公开。

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、27、29、35
- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答 (https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30
- 2025 年 12 月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 沿革 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/history/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26、30；同业比较：30；其他用途：历史
- 配当情報 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/dividend.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、25、30；专项深挖：22、25、30
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：公司能够通过经营现金、政策持股出售和借款调动资本，但当前只披露 ROE 及投入、回报目标；资本释放是否进入高 ROIC 项目或实际股东回报仍待验证。
- 内部研究类型：capital_allocation_conversion_test

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F014 | 公司于 2024 年取得 TKT、2025 年取得 Hoang Hai 及丸中紙工；最终会计处理后 TKT 商誉调整为 16.83 亿日元、Hoang Hai 商誉调整为 26.81 亿日元。

写入正文：02 | 2.2 | 2026 年的集团已不是原来的经营边界；03 | 3.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影；04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：2026 年是集团边界快速扩张后的首个完整验证期，历史增长比较必须分离并表影响。

还不能确定：三项收购的有机协同、实体级现金流和后验回报未知。

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- ベトナム南部における販売協力に関するお知らせ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/news/documents/1af8e7dd58ff40fd18b74a944ea1c4945f7828d0.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：33；同业比较：01、03、04、07、09、10、23、24、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：公司于 2024 年取得 TKT、2025 年取得 Hoang Hai 及丸中紙工；最终会计处理后 TKT 商誉调整为 16.83 亿日元、Hoang Hai 商誉调整为 26.81 亿日元。
- 内部研究类型：acquisition_perimeter_expansion
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F015 | Hoang Hai、TKT 及丸中紙工是否创造超过资本成本的价值仍是材料性 UNKNOWN；商誉测试未触发减值不等于经济回报已获证明。

写入正文：06 | 6.5 | 商誉下调降低账面压力，却没有回答并购是否赚钱；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理；09 | 9.4 | 便宜与否最终由可持续现金和 ROIC 决定；11 | 11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点；13 | 13.2 | 并购需要从“并表增长”进入“资本回报”阶段；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：并购若低于资本成本，会同时损害利润、资产质量、融资能力和账面安全边际。

还不能确定：独立收入、营业利润、现金流、投入资本、ROIC、WACC 及完整减值参数均未披露。

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 64 期定時株主總會 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- 第 21 回定時株主總會 招集通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hoang Hai、TKT 及丸中紙工是否创造超过资本成本的价值仍是材料性 UNKNOWN；商誉测试未触发减值不等于经济回报已获证明。
- 内部研究类型：acquisition_value_creation_unknown
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F016 | 越南 2026 年上半年 GDP 增长 8.18%、制造业约增长 10.23%，为当地包装需求提供支撑；制造业库存增长 13.3%构成反证。

写入正文：03 | 3.4 | 越南需求有支撑，渠道合作也有价值，但都不是 ROIC；04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力；11 | 11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：海外增长提供国内成熟市场之外的机会，但提高执行和汇率复杂度。

还不能确定：子公司客户结构、当地市场份额、币种错配及对冲安排未知。

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：越南 2026 年上半年 GDP 增长 8.18%、制造业约增长 10.23%，为当地包装需求提供支撑；制造业库存增长 13.3%构成反证。
- 内部研究类型：vietnam_demand_context
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F017 | カゴメ持股 16.8%、取引先持株会持股 9.0%，上游纸企和纸商亦为股东；董事会形式独立性较强，但治理质量最终取决于政策持股和并购资本回报。

写入正文：07 | 7.1 | 制度独立性已经建立，行为结果仍待证明；09 | 9.3 | 重估催化不是持有资产，而是改变资产用途；14 | 14.7 | 治理、所有权与管理层；15 | 15.1 | 来源以监管和公司一手资料为主，并用外部现实交叉检验

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：关系持股支持商业稳定，却降低流通性和外部资本纪律，构成估值折价基础。

还不能确定：关系股东投票协调、实际自由流通比例及资本效率在薪酬中的权重未知。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：18、27、29、35
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- 株式情報・大株主の状況 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/outline.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- 株主・投資家のみなさまへ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/investor.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：カゴメ持股 16.8%、取引先持株会持股 9.0%，上游纸企和纸商亦为股东；董事会形式独立性较强，但治理质量最终取决于政策持股和并购资本回报。
- 内部研究类型：ownership_governance_configuration
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F018 | 公司将 2026 年每股分红预测提高至 90 日元，连续第四期增配，预测配当性向 25.8%；现行政策没有 DOE、累进分红或总回报率下限。

写入正文：08 | 8.1 | 连续增配是实质改善，但还不是刚性回报框架；14 | 14.6 | 资本配置与股东回报

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：当前分红提供持有回报，但资产释放潜力尚未充分传递给股东。

还不能确定：未来回购持续性、注销政策及最低总回报承诺未知。

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 第 21 回定時株主總會 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 沿革 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/history/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26、30；同业比较：30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：公司将 2026 年每股分红预测提高至 90 日元，连续第四期增配，预测配当性向 25.8%；现行政策没有 DOE、累进分红或总回报率下限。
- 内部研究类型：shareholder_return_policy
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F019 | 2026 年 9 月 9 日股价 2,424 日元，对应公司预测 PER 约 6.96 倍、PBR 约 0.48 倍；成熟行业、低流动性、并购不透明和资本效率疑虑解释了部分折价。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；09 | 9.1 | 低倍数提供赔率，不自动提供答案；14 | 14.5 | 估值与安全边际

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：存在安全边际候选，但低倍数必须由现金、ROIC 和资产释放兑现才能转为投资吸引力。

还不能确定：可持续 EPS、税后资产价值和市场对资产处置的具体概率未知。

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック 企業調査レポート
(<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) |

怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；同业比较：21；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：反向验证：09；同业比较：06；其他用途：反证、历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 年 9 月 9 日股价 2,424 日元，对应公司预测 PER 约 6.96 倍、PBR 约 0.48 倍；成熟行业、低流动性、并购不透明和资本效率疑虑解释了部分折价。
- 内部研究类型：valuation_state
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F020 | 可持续投资论证要求国内份额与效率改善延续、越南及国内并购 ROIC 超过资本成本、政策持股和经营现金转化为实际股东回报；目前盈利改善已有证据，但后两项仍未完成验证。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.2 | 低估值成立之前，三个条件必须同时过关；14 | 14.9 | V3.2 总分 62.65，评级 B，维持 WATCH

研究范围：开放研究 + 35 项覆盖检查

对普通股东意味着：当前应被视为条件性改善和低估值候选，而非已经证明的耐久复利结构。

还不能确定：并购 ROIC、有机正常化利润、详细 FCF、集中度和资产实现价值仍限制结论。

证据来源（18 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高 (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303)

574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史

- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：反向验证：09；同业比较：06；其他用途：反证、历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定
(https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16；其他用途：反证
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：可持续投资论证要求国内份额与效率改善延续、越南及国内并购 ROIC 超过资本成本、政策持股和经营现金转化为实际股东回报；目前盈利改善已有证据，但后两项仍未完成验证。
- 内部研究类型：conditional_investment_thesis
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F021 | 主要下行不是单季利润波动，而是成熟市场销量下降、价格转嫁失败、并购回报低于资本成本、商誉减值与借款上升同时发生，并继续把资产出售所得投入低回报项目。

写入正文：09 | 9.5 | 安全边际的失效方式是多条链同时恶化；11 | 11.3 | 有修复工具，不代表资产缓冲不会被耗尽；14 | 14.1 | 财务韧性与下行防御；15 | 15.4 | Compliance 与风险声明

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：若多个风险同时发生，资产缓冲可能从保护机制转为价值泄漏。

还不能确定：严重衰退下固定成本、减值敏感性和融资契约未量化。

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記
(https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- 2026 年 段ボールの需要予測
(<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定
(https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实

校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16

- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：主要下行不是单季利润波动，而是成熟市场销量下降、价格转嫁失败、并购回报低于资本成本、商誉减值与借款上升同时发生，并继续把资产出售所得投入低回报项目。
- 内部研究类型：principal_downside
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F022 | カゴメ兼具主要客户与核心关系股东身份，单一客户销售低于 10%，但交叉持股集中度和商业依赖仍需持续观察。

写入正文：03 | 3.1 | 产品能力体现在适配和交付，客户结构仍不透明；04 | 4.3 | 客户、供应、竞争和资本关系彼此重叠；07 | 7.2 | 关系股东带来稳定，也构成治理和流动性折价；08 | 8.4 | 交叉持股缩减的第二步比第一步更重要

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：该关系同时影响需求稳定、资本释放、治理和流动性。

还不能确定：具体销售占比、双向持股税后释放金额及商业关系对持股的依赖未知。

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：18、27、29、35
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答 (https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30

- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文
(<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>)
| 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- 2025 年 12 月期 決算短信
(<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：カゴメ兼具主要客户与核心关系股东身份，单一客户销售低于 10%，但交叉持股集中度和商业依赖仍需持续观察。
- 内部研究类型：related_company_context
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F023 | Hoang Hai 为 80%持股并表的越南包装子公司，取得价约 59.60 亿日元，最终商誉约 26.81 亿日元。

写入正文：02 | 2.2 | 2026 年的集团已不是原来的经营边界；03 | 3.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影；04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理；11 | 11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：最大新增越南资产和商誉来源，对集团增长与减值风险均重要。

还不能确定：少数股东协议、现金汇回、担保、独立利润和 ROIC 未知。

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記
(https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート
(<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030
(https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hoang Hai 为 80%持股并表的越南包装子公司，取得价约 59.60 亿日元，最终商誉约 26.81 亿日元。
- 内部研究类型：consolidated_subsidary
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F024 | TKT 为 90%持股并表的越南软包装子公司，取得价约 32.49 亿日元，最终商誉约 16.83 亿日元。

写入正文：02 | 2.2 | 2026 年的集团已不是原来的经营边界；03 | 3.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影；04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理；11 | 11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：扩大软包装和越南南部覆盖，但尚未证明资本回报。

还不能确定：独立利润、客户资产回收、少数股东协议和 ROIC 未知。

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- 海外関連会社 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/global/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：TKT 为 90%持股并表的越南软包装子公司，取得价约 32.49 亿日元，最终商誉约 16.83 亿日元。
- 内部研究类型：consolidated_subsidary
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F025 | 丸中紙工为全资并表子公司，取得价约 3.43 亿日元，主要扩展爱知地区客户与工厂协同。

写入正文：02 | 2.2 | 2026 年的集团已不是原来的经营边界；03 | 3.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影；04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：协同若兑现可增强爱知地区密度，否则只是增加低回报规模。

还不能确定：收入、利润和增量 ROIC 未量化。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- ベトナム南部における販売協力に関するお知らせ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/news/documents/1af8e7dd58ff40fd18b74a944ea1c4945f7828d0.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：33；同业比较：01、03、04、07、09、10、23、24、35；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：丸中紙工为全资并表子公司，取得价约 3.43 亿日元，主要扩展爱知地区客户与工厂协同。
- 内部研究类型：consolidated_subsidary
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F026 | レンゴー在产业链中同时具有上游供应、资本关系和下游竞争角色。

写入正文：03 | 3.2 | 供应稳定与采购议价并不是同一件事；04 | 4.3 | 客户、供应、竞争和资本关系彼此重叠；07 | 7.2 | 关系股东带来稳定，也构成治理和流动性折价；11 | 11.1 | 首要经营风险是成本先到、价格后到

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：供应、资本和竞争关系重叠，影响议价、供应稳定及治理独立性。

还不能确定：ダイナパック对レンゴ-的具体采购份额和合同条件未知。

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：レンゴ-在产业链中同时具有上游供应、资本关系和下游竞争角色。
- 内部研究类型：overlapping_industrial_relationship
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F027 | 王子マテリア是主要原纸生产商及ダイナパック股东之一。

写入正文：03 | 3.2 | 供应稳定与采购议价并不是同一件事；04 | 4.3 | 客户、供应、竞争和资本关系彼此重叠；07 | 7.2 | 关系股东带来稳定，也构成治理和流动性折价

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：说明上游集中和关系持股共同塑造采购与治理环境。

还不能确定：采购金额和价格联动条款未知。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：18、27、29、35
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；同业比较：21；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：王子マテリア是主要原纸生产商及ダイナパック股东之一。
- 内部研究类型：upstream_relationship
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F028 | トーモク越南子公司与 TKT 在越南南部合作销售软包装、瓦楞纸和纸器。

写入正文：03 | 3.4 | 越南需求有支撑，渠道合作也有价值，但都不是 ROIC；04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：合作可能以较低自建资本扩大产品组合，但不能替代子公司 ROIC 验证。

还不能确定：独占性、销售贡献和利润分配未知。

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 海外関連会社 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/global/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：トーモク越南子公司与 TKT 在越南南部合作销售软包装、瓦楞纸和纸器。
- 内部研究类型：channel_partnership
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F029 | 价格与基本面关系为 Fundamental-led / partially synchronized：盈利改善与价格重心上移部分同步，但强劲中期业绩和上修尚未推动突破 2,774 日元，极低流动性降低确认度。

写入正文：01 | 1.3 | 业绩先改善，价格只接受了一部分；10 | 10.4 | 基本面改善被部分接受，尚未转化为新高结构；11 | 11.4 | 催化剂必须改变现金、资本配置或价格接受度；12 | 12.3 | 基本面改善并没有自动完成市场重估；14 | 14.8 | Kabugami 技术结构

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：价格结构只提供部分右侧优势，不能把低估值和业绩改善解释为已完成重估。

还不能确定：缺少完整复权月线、长期相对强弱和突破后返回样本。

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- ダイナパック（3947）株価時系列 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高 (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：价格与基本面关系为 Fundamental-led / partially synchronized：盈利改善与价格重心上移部分同步，但强劲中期业绩和上修尚未推动突破 2,774 日元，极低流动性降低确认度。
- 内部研究类型：cross_lane_timing_semantic
- 内部来源标记：TECHNICAL / OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F030 | 仍需 Owner 原始月线、完整复权月成交量及长期相对 TOPIX 或行业强弱，验证 2023 年以来迁移是否超越市场贝塔。

写入正文：10 | 10.5 | 确认与失效都需要观察返回行为；13 | 13.5 | 价格验证要看突破之后如何返回；15 | 15.3 | 技术证据边界

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：影响对长期价格迁移和市场相对表现的置信度。

还不能确定：材料性问题已被部分验证，但无法在当前证据集完全关闭。

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高 (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：仍需 Owner 原始月线、完整复权月成交量及长期相对 TOPIX 或行业强弱，验证 2023 年以来迁移是否超越市场贝塔。
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F031 | 下一期中期计划将采用何种 ROIC、资本成本、净现金或杠杆及股东回报目标仍未知。

写入正文：08 | 8.2 | 厚资产能否变成每股价值，取决于资金用途；13 | 13.3 | 下一份中期计划应把资本成本写进决策

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：决定资本配置是否可验证及低 PBR 折价能否收窄。

还不能确定：需等待下一期中期计划或新的公司披露。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、27、29、35
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 配当情報 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/dividend.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、25、30；专项深挖：22、25、30
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：下一期中期计划将采用何种 ROIC、资本成本、净现金或杠杆及股东回报目标仍未知。
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F032 | 投资证券的逐项持仓、未实现收益、税后可变现价值、双向交叉持股缩减规模及释放现金用途仍未知。

写入正文：08 | 8.2 | 厚资产能否变成每股价值，取决于资金用途；08 | 8.4 | 交叉持股缩减的第二步比第一步更重要；09 | 9.2 | 资产缓冲真实存在，但需要税负和可实现性折扣；13 | 13.3 | 下一份中期计划应把资本成本写进决策

研究范围：开放研究 + 35 项覆盖检查

对普通股东意味着：决定资产缓冲可实现程度以及释放资金是否增厚每股价值。

还不能确定：最新逐项持仓税基、土地鉴价及处置日程未公开。

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答 (https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期） 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 2025 年 12 月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：投资证券的逐项持仓、未实现收益、税后可变现价值、双向交叉持股缩减规模及释放现金用途仍未知。
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F033 | Hoang Hai、TKT 及丸中紙工的独立收入、利润、现金流、ROIC、减值参数，以及越南少数股东协议、汇回限制、担保和当地债务安排仍未知。

写入正文：03 | 3.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影；06 | 6.5 | 商誉下调降低账面压力，却没有回答并购是否赚钱；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理；09 | 9.4 | 便宜与否最终由可持续现金和 ROIC 决定；13 | 13.2 | 并购需要从“并表增长”进入“资本回报”阶段

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：直接决定并购是否创造价值以及母公司实际可获得的海外现金。

还不能确定：公司未公开实体级经济性及少数股东安排，当前无合理公开替代路径。

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 64 期定時株主總會 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- 第 21 回定時株主總會 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hoang Hai、TKT 及丸中紙工的独立收入、利润、现金流、ROIC、减值参数，以及越南少数股东协议、汇回限制、担保和当地债务安排仍未知。
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F034 | 前五大客户、カゴメ具体销售占比、前五大供应商、采购公式和价格转嫁时滞没有合理当前公开路径。

写入正文：03 | 3.2 | 供应稳定与采购议价并不是同一件事；04 | 4.2 | 竞争优势存在于关系和响应，而不是产品垄断；05 | 5.2 | 真正需要验证的是客户行为，而不是公司自我描述；06 | 6.2 | 正常化利润取决于转嫁时差和有机利润；13 | 13.4 | 集中度和转嫁时滞决定有限护城河能走多远；14 | 14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：限制护城河、收入耐久性、价格转嫁和正常化利润判断。

还不能确定：监管披露仅能确认无单一客户达到 10%，无法取得前五大集中度和合同数据。

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13；专项深挖：06
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16

- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文
(<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート
(<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：前五大客户、カゴメ具体销售占比、前五大供应商、采购公式和价格转嫁时滞没有合理当前公开路径。
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F035 | 2026 年上半年详细营业现金流、资本开支、营运资金分解、库存增加来源，以及扣除并购、商誉摊销和汇率后的有机营业利润仍未知。

写入正文：06 | 6.3 | 应收减少是好消息，库存增加却不能直接解释为增长；09 | 9.4 | 便宜与否最终由可持续现金和 ROIC 决定；13 | 13.1 | 先回答 42 亿日元利润究竟由什么组成

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：决定盈利能否转化为可分配现金及 42 亿日元营业利润是否可持续。

还不能确定：需 FY2026 完整现金流表及公司量价并购利润桥接。

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：

直接证据；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30

- 第 64 期定時株主總會 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 年上半年详细营业现金流、资本开支、营运资金分解、库存增加来源，以及扣除并购、商誉摊销和汇率后的有机营业利润仍未知。
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F036 | 日本瓦楞纸需求成熟且 2026 年预计下降 0.5%，而公司上半年国内销量增长 6.6%；公司增长不能由行业扩张解释，更可能来自份额、客户或区域组合。

写入正文：04 | 4.1 | 行业没有增长，公司销量却跑赢了；06 | 6.1 | 利润跑得比收入快，但驱动因素没有被拆开；12 | 12.1 | 利润跃升发生在一个并未增长的行业里

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：日本瓦楞纸需求成熟且 2026 年预计下降 0.5%，而公司上半年国内销量增长 6.6%；公司增长不能由行业扩张解释，更可能来自份额、客户或区域组合。
- 内部研究类型：contrasts_with
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F037 | 高于行业的国内销量、逐客户提价和生产效率改善共同支持利润增长，但各因素贡献未被量化。

写入正文：01 | 1.1 | 盈利跃升已经发生，但正常化程度尚未证明；06 | 6.1 | 利润跑得比收入快，但驱动因素没有被拆开；12 | 12.1 | 利润跃升发生在一个并未增长的行业里

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期） 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：高于行业的国内销量、逐客户提价和生产效率改善共同支持利润增长，但各因素贡献未被量化。
- 内部研究类型：contributes_to
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F038 | 集中上游的原纸提价以及人工、物流、维修和环境成本上升，经逐客户议价和转嫁时差传导至库存、毛利和现金；需求转弱时价格与数量可能同时回吐。

写入正文：03 | 3.2 | 供应稳定与采购议价并不是同一件事；06 | 6.2 | 正常化利润取决于转嫁时差和有机利润；11 | 11.1 | 首要经营风险是成本先到、价格后到

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13；专项深挖：06
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定
(https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16
- 段ボール統計・発表資料 (<https://zendanren.or.jp/pages/77/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、13、19；专项深挖：06、13、19
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第64期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文
(<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：集中上游的原纸提价以及人工、物流、维修和环境成本上升，经逐客户议价和转嫁时差传导至库存、毛利和现金；需求转弱时价格与数量可能同时回吐。
- 内部研究类型：creates_timing_risk_for
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F039 | 邻近客户的工厂、按规格设计、多品类和小批量响应形成有限切换摩擦并支持设备利用率；产品同质化及大型一体化竞争者限制超额定价。

写入正文：02 | 2.1 | 靠近客户生产，而不是远距离销售标准品；04 | 4.2 | 竞争优势存在于关系和响应，而不是产品垄断；05 | 5.1 | 能留住部分客户，但难以获得强护城河溢价；14 | 14.2 | 竞争优势与结构耐久性

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（10项；重复标签已按来源合并）

- 会社概要 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/about/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、05、10；专项深挖：01、02、05、10
- デザイン・新製品開発 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/business/design/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、10；专项深挖：03、04、10、20
- ISO9001・品質方針 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/quality/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10；专项深挖：04、10
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定
(https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16

- 容器包装リサイクル法とは (https://www.env.go.jp/recycle/yoki/a_1_recycle/index.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、08、21、32；专项深挖：01、02、03、21、32
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：邻近客户的工厂、按规格设计、多品类和小批量响应形成有限切换摩擦并支持设备利用率；产品同质化及大型一体化竞争者限制超额定价。
- 内部研究类型：supports
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F040 | Hoang Hai、TKT 和丸中紙工扩大收入、地区覆盖和产品组合，但独立利润、现金流和 ROIC 缺失，使商誉、客户相关资产及借款成为价值创造的关键反证。

写入正文：04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理；09 | 9.4 | 便宜与否最终由可持续现金和 ROIC 决定；11 | 11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史

- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；
一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：
17、18、19、20、21、29、32
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030
(https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- ベトナム南部における販売協力に関するお知らせ
(<https://www.dynapac-gr.co.jp/news/documents/1af8e7dd58ff40fd18b74a944ea1c4945f7828d0.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：33；同业比较：
01、03、04、07、09、10、23、24、35；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：
支持证据
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：
17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同
业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hoang Hai、TKT 和丸中紙工扩大收入、地区覆盖和产品组合，但独立利润、现金流和 ROIC 缺失，使商誉、客户相关资产及借款成为价值创造的关键反证。
- 内部研究类型：is_qualified_by
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F041 | 经营现金、政策持股出售和借款可支持设备、并购及股东回报；只有税后可实现资金被配置到高 ROIC 项目或实际减少股份，账面资产才会转化为普通股东价值。

写入正文：08 | 8.2 | 厚资产能否变成每股价值，取决于资金用途；09 | 9.3 | 重估催化不是持有资产，而是改变资产用途；12 | 12.2 | 资产多不等于股东一定能得到这些资产；14 | 14.6 | 资本配置与股东回报

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答
(https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：
直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30
- 2025 年 12 月期 決算短信
(<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：

17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 沿革 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/history/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26、30；同业比较：30；其他用途：历史
- 配当情報 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/dividend.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、25、30；专项深挖：22、25、30
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：支持证据；反向验证：18、27、29、35
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：经营现金、政策持股出售和借款可支持设备、并购及股东回报；只有税后可实现资金被配置到高 ROIC 项目或实际减少股份，账面资产才会转化为普通股东价值。
- 内部研究类型：requires_conversion_through
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F042 | 商品及原材料库存增加与采购债务下降占用现金，应收账款下降提供抵消；库存数量、成本、并购口径及可变现性不明，使现金质量仍无法完全验证。

写入正文：06 | 6.3 | 应收减少是好消息，库存增加却不能直接解释为增长；13 | 13.1 | 先回答 42 亿日元利润究竟由什么组成

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 段ボール統計・発表資料 (<https://zendanren.or.jp/pages/77/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、13、19；专项深挖：06、13、19
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記
(https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：商品及原材料库存增加与采购债务下降占用现金，应收账款下降提供抵消；库存数量、成本、并购口径及可变现性不明，使现金质量仍无法完全验证。
- 内部研究类型：qualifies
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F043 | 越南制造业增长支持当地包装需求，但库存上升、汇率、竞争和整合风险意味着宏观增长不能替代 Hoang Hai 与 TKT 的独立盈利和 ROIC 证据。

写入正文：03 | 3.4 | 越南需求有支撑，渠道合作也有价值，但都不是 ROIC；04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力；11 | 11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030
(https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- 海外関連会社 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/global/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：越南制造业增长支持当地包装需求，但库存上升、汇率、竞争和整合风险意味着宏观增长不能替代 Hoang Hai 与 TKT 的独立盈利和 ROIC 证据。
- 内部研究类型：supports_but_does_not_prove
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F044 | 盈利预测上修和增配后，价格从 6 月低点修复并在 2,400 日元附近保留一定高度，但尚未突破 2,774 日元且成交量不连续；基本面改善被部分接受，价格迁移仍未完成。

写入正文：01 | 1.3 | 业绩先改善，价格只接受了一部分；10 | 10.4 | 基本面改善被部分接受，尚未转化为新高结构；11 | 11.4 | 催化剂必须改变现金、资本配置或价格接受度

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- ダイナパック (3947) 株価時系列 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高 (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：盈利预测上修和增配后，价格从 6 月低点修复并在 2,400 日元附近保留一定高度，但尚未突破 2,774 日元且成交量不连续；基本面改善被部分接受，价格迁移仍未完成。
- 内部研究类型：partially_accepted_by_price
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F045 | ダイナパック向カゴメ销售包装材料；カゴメ是已识别主要客户且单一客户销售低于 10%，但具体份额和前五大客户集中度未知。

写入正文：03 | 3.1 | 产品能力体现在适配和交付，客户结构仍不透明；04 | 4.3 | 客户、供应、竞争和资本关系彼此重叠

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史

- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ダイナパック向カゴメ销售包装材料；カゴメ是已识别主要客户且单一客户销售低于10%，但具体份额和前五大客户集中度未知。
- 内部研究类型：sells_packaging_to
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F046 | ダイナパック与カゴメ存在交叉持股；缩减可释放资本并改善治理，但商业关系是否依赖持股仍需验证。

写入正文：07 | 7.2 | 关系股东带来稳定，也构成治理和流动性折价；08 | 8.4 | 交叉持股缩减的第二步比第一步更重要；09 | 9.3 | 重估催化不是持有资产，而是改变资产用途；14 | 14.7 | 治理、所有权与管理层

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（6项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第64期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- コーポレートガバナンス報告書 2026年4月2日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：18、27、29、35
- カゴメ株式会社 第81回定時株主総会 質疑応答 (https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- 2026年12月期 第2四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 2025年12月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ダイナパック与カゴメ存在交叉持股；缩减可释放资本并改善治理，但商业关系是否依赖持股仍需验证。
- 内部研究类型：cross_holds_equity_with
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F047 | ダイナパック持有 Hoang Hai 80% 议决权并合并报表；该公司是越南北部扩张载体，也是最大新增商誉和并购回报风险来源。

写入正文：02 | 2.2 | 2026 年的集团已不是原来的经营边界；03 | 3.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理；11 | 11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ダイナパック持有 Hoang Hai 80% 议决权并合并报表；该公司是越南北部扩张载体，也是最大新增商誉和并购回报风险来源。
- 内部研究类型：controls_80_percent_and_consolidates
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F048 | ダイナパック持有 TKT 90% 议决权并合并报表；其扩大软包装和越南客户覆盖，但独立利润、ROIC 及客户相关资产回收能力未披露。

写入正文：02 | 2.2 | 2026 年的集团已不是原来的经营边界；03 | 3.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理；11 | 11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ダイナパック持有 TKT 90% 议决权并合并报表；其扩大软包装和越南客户覆盖，但独立利润、ROIC 及客户相关资产回收能力未披露。
- 内部研究类型：controls_90_percent_and_consolidates
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F049 | 丸中紙工为全资并表子公司，扩大爱知地区中小客户和邻近工厂协同，但盈利贡献和资本回报尚未量化。

写入正文：02 | 2.2 | 2026 年的集团已不是原来的经营边界；03 | 3.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- ベトナム南部における販売協力に関するお知らせ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/news/documents/1af8e7dd58ff40fd18b74a944ea1c4945f7828d0.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：33；同业比较：01、03、04、07、09、10、23、24、35；其他用途：历史

- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記
(https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：丸中紙工为全资并表子公司，扩大爱知地区中小客户和邻近工厂协同，但盈利贡献和资本回报尚未量化。
- 内部研究类型：wholly_owns_and_consolidates
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F050 | レンゴー同时是原纸供应相关方、股东和包装市场竞争者；关系可能支持供应稳定，也限制采购议价和独立定价能力。

写入正文：03 | 3.2 | 供应稳定与采购议价并不是同一件事；04 | 4.3 | 客户、供应、竞争和资本关系彼此重叠；07 | 7.2 | 关系股东带来稳定，也构成治理和流动性折价；11 | 11.1 | 首要经营风险是成本先到、价格后到

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定
(https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- ダイナパック 企業調査レポート
(<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：レンゴー同时是原纸供应相关方、股东和包装市场竞争者；关系可能支持供应稳定，也限制采购议价和独立定价能力。

- 内部研究类型：depends_on_and_competes_with
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F051 | 王子マテリア是主要原纸生产商并持有ダイナパック股份；行业集中提高转嫁时差的重要性，但公司采购份额未知。

写入正文：03 | 3.2 | 供应稳定与采购议价并不是同一件事；04 | 4.3 | 客户、供应、竞争和资本关系彼此重叠；07 | 7.2 | 关系股东带来稳定，也构成治理和流动性折价

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接证据；反向验证：18、27、29、35
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；同业比较：21；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：王子マテリア是主要原纸生产商并持有ダイナパック股份；行业集中提高转嫁时差的重要性，但公司采购份额未知。
- 内部研究类型：has_supply_and_capital_ties_with
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F052 | TKT 与トーモク越南子公司合作销售软包装、瓦楞纸和纸器，扩大渠道和品类，但独占性、收入贡献及利益分成未披露。

写入正文：03 | 3.4 | 越南需求有支撑，渠道合作也有价值，但都不是 ROIC；04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 海外関連会社 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/global/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：TKT 与トーモク越南子公司合作销售软包装、瓦楞纸和纸器，扩大渠道和品类，但独占性、收入贡献及利益分成未披露。
- 内部研究类型：co_sells_with

- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F053 | 投资证券和土地提供真实账面缓冲，但集中度、税负、经营占用和处置意愿要求大幅折扣，不能按毛额形成清算价值。

写入正文：09 | 9.2 | 资产缓冲真实存在，但需要税负和可实现性折扣；11 | 11.3 | 有修复工具，不代表资产缓冲不会被耗尽；14 | 14.5 | 估值与安全边际

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 第 21 回定時株主總會 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；同业比较：21；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：投资证券和土地提供真实账面缓冲，但集中度、税负、经营占用和处置意愿要求大幅折扣，不能按毛额形成清算价值。
- 内部研究类型：supports_with_haircuts
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F054 | 有机正常化利润、并购 ROIC、客户与供应商集中度、详细现金流及资产税后价值等 UNKNOWN 限制当前投资论证的最高可信度。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.2 | 低估值成立之前，三个条件必须同时过关；09 | 9.5 | 安全边际的失效方式是多条链同时恶化；13 | 13.4 | 集中度和转嫁时滞决定有限护城河能走多远；15 | 15.2 | 数据截止与材料性证据限制

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 64 期定時株主總會 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13；专项深挖：06
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 第 21 回定時株主總會 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：有机正常化利润、并购 ROIC、客户与供应商集中度、详细现金流及资产税后价值等 UNKNOWN 限制当前投资论证的最高可信度。
- 内部研究类型：materially_qualifies
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F055 | ダイナパック耐久商业画像 | 公司是区域密着型综合包装集团，耐久基础来自邻近客户的生产网络、规格和设计积累、多品类响应、55%以上自有资本比率及可出售金融资产；结构弱点是主产品同质化、上游集中、成本转嫁时差、极低股票流动性和并购回报不可独立验证。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.2 | 低估值成立之前，三个条件必须同时过关；02 | 2.1 | 靠近客户生产，而不是远距离销售标准品；05 | 5.1 | 能留住部分客户，但难以获得强护城河溢价；06 | 6.2 | 正常化利润取决于转嫁时差和有机利润；07 | 7.1 | 制度独立性已经建立，行为结果仍待证明；08 | 8.2 | 厚资产能否变成每股价值，取决于资金用途；09 | 9.2 | 资产缓冲真实存在，但需要税负和可实现性折扣；11 | 11.3 | 有修复工具，不代表资产缓冲不会被耗尽

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：公司具备生存和自我修复能力，但只有资本配置把经营改善与资产缓冲转化为高于资本成本的回报，才能形成耐久股东价值。

还不能确定：并购 ROIC、正常化利润、客户供应集中度和资产实现价值限制耐久性判断。

证据来源（35 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 会社概要 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/about/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、05、10；专项深挖：01、02、05、10
- 容器包装リサイクル法とは (https://www.env.go.jp/recycle/yoki/a_1_recycle/index.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、08、21、32；专项深挖：01、02、03、21、32
- デザイン・新製品開発 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/business/design/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、10；专项深挖：03、04、10、20
- ISO9001・品質方針 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/quality/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10；专项深挖：04、10
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：反证、历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16；其他用途：反证
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28；其他用途：反证
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zندانren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；

一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：

17、18、19、20、21、29、32

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、27、29、35
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- 株式情報・大株主の状況 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/outline.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- 株主・投資家のみなさまへ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/investor.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13；专项深挖：06
- 段ボール統計・発表資料 (<https://zندانren.or.jp/pages/77/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、13、19；专项深挖：06、13、19
- 2025 年 12 月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高 (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- ベトナム南部における販売協力に関するお知らせ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/news/documents/1af8e7dd58ff40fd18b74a944ea1c4945f7828d0.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：33；同业比较：01、03、04、07、09、10、23、24、35；其他用途：历史
- 海外関連会社 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/global/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07
- ダイナパック株価・PER・PBR 時系列 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；专项深挖：17；同业比较：17、20、27、29；其他用途：历史

- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答
(https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30
- 沿革 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/history/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26、30；同业比较：30；其他用途：历史
- 配当情報 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/dividend.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、25、30；专项深挖：22、25、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ダイナパック耐久商业画像 | 公司是区域密着型综合包装集团，耐久基础来自邻近客户的生产网络、规格和设计积累、多品类响应、55%以上自有资本比率及可出售金融资产；结构弱点是主产品同质化、上游集中、成本转嫁时差、极低股票流动性和并购回报不可独立验证。
- 内部研究类型：durable_business_portrait
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F056 | 国内成熟市场中的份额—价格—效率盈利系统 | 成熟需求迫使增长依靠份额、客户组合、价格和效率；区域网络支持订单及利用率，但原纸集中与逐客户转嫁时差决定利润能否持续。

写入正文：01 | 1.1 | 盈利跃升已经发生，但正常化程度尚未证明；02 | 2.1 | 靠近客户生产，而不是远距离销售标准品；03 | 3.1 | 产品能力体现在适配和交付，客户结构仍不透明；04 | 4.1 | 行业没有增长，公司销量却跑赢了；05 | 5.1 | 能留住部分客户，但难以获得强护城河溢价；06 | 6.1 | 利润跑得比收入快，但驱动因素没有被拆开；09 | 9.1 | 低倍数提供赔率，不自动提供答案

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

对普通股东意味着：盈利改善可能具有结构成分，但在有机利润与转嫁时差被量化前不能按永久利润资本化。

还不能确定：量价、利用率、并购和地区利润桥接缺失。

证据来源（24项；重复标签已按来源合并）

- 2026年 段ボールの需要予測
(<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 2026年12月期 第2四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026年12月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 会社概要 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/about/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、05、10；专项深挖：01、02、05、10

- デザイン・新製品開発 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/business/design/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、10；专项深挖：03、04、10、20
- ISO9001・品質方針 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/quality/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10；专项深挖：04、10
- 容器包装リサイクル法とは (https://www.env.go.jp/recycle/yoki/a_1_recycle/index.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、08、21、32；专项深挖：01、02、03、21、32
- ダイナパック 企業調査レポート
(<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：反证、历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定
(https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16；其他用途：反证
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文
(<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28；其他用途：反证
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13；专项深挖：06
- 段ボール統計・発表資料 (<https://zندانren.or.jp/pages/77/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、13、19；专项深挖：06、13、19
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；同业比较：21；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信
(<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記
(https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高 (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：国内成熟市场中的份额—价格—效率盈利系统 | 成熟需求迫使增长依靠份额、客户组合、价格和效率；区域网络支持订单及利用率，但原纸集中与逐客户转嫁时差决定利润能否持续。
- 内部研究类型：cross_domain_causal_system
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F057 | 并购扩张与价值创造检验 | 并购扩大区域和产品组合；若利用率与协同兑现可提高利润，若回报低于资本成本则商誉、客户资产、借款和少数股东约束共同放大风险。

写入正文：03 | 3.3 | 并购补齐区域和品类，经济回报却尚未显影；04 | 4.4 | 版图扩张只有经过回报检验才算竞争力；06 | 6.5 | 商誉下调降低账面压力，却没有回答并购是否赚钱；08 | 8.3 | 并购方向合理，不代表并购价格和回报已经合理；09 | 9.4 | 便宜与否最终由可持续现金和 ROIC 决定；11 | 11.2 | 越南是增长来源，也是并购风险的集中点；13 | 13.2 | 并购需要从“并表增长”进入“资本回报”阶段

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：并购 ROIC 是当前低 PBR 究竟为机会还是价值陷阱的核心未知。

还不能确定：实体级利润、现金、ROIC、少数股东权利和减值参数缺失。

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32

- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- ベトナム南部における販売協力に関するお知らせ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/news/documents/1af8e7dd58ff40fd18b74a944ea1c4945f7828d0.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：33；同业比较：01、03、04、07、09、10、23、24、35；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 海外関連会社 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/global/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07
- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：并购扩张与价值创造检验 | 并购扩大区域和产品组合；若利用率与协同兑现可提高利润，若回报低于资本成本则商誉、客户资产、借款和少数股东约束共同放大风险。
- 内部研究类型：acquisition_value_creation_system
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F058 | 经营现金与隐藏资产向股东价值的转换系统 | 经营现金、资产出售和借款形成资本来源；设备、并购、分红和回购竞争资本，只有高 ROIC 投资或实际减少股份才把账面资源转为每股价值。

写入正文：06 | 6.4 | 本业能够产现金，但可分配自由现金仍待完整年报；07 | 7.2 | 关系股东带来稳定，也构成治理和流动性折价；08 | 8.1 | 连续增配是实质改善，但还不是刚性回报框架；09 | 9.3 | 重估催化不是持有资产，而是改变资产用途；12 | 12.2 | 资产多不等于股东一定能得到这些资产；13 | 13.3 | 下一份中期计划应把资本成本写进决策

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：厚资产仅构成潜在保护；资本处置和再配置纪律决定是否产生重估。

还不能确定：政策持股税后价值、未来处置、详细 FCF 及投资门槛未公开。

证据来源（18 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；
一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：
17、18、19、20、21、29、32
- ダイナパック株価・PER・PBR 時系列 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) |
怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；专项深挖：17；同业比较：17、20、27、29；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記
(https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- 段ボール統計・発表資料 (<https://zendanren.or.jp/pages/77/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、13、19；专项深挖：06、13、19
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、27、29、35
- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答
(https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30
- 2025 年 12 月期 決算短信
(<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 沿革 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/history/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26、30；同业比较：30；其他用途：历史
- 配当情報 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/dividend.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、25、30；专项深挖：22、25、30
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- 株式情報・大株主の状況 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/outline.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- 株主・投資家のみなさまへ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/investor.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：经营现金与隐藏资产向股东价值的转换系统 | 经营现金、资产出售和借款形成资本来源；设备、并购、分红和回购竞争资本，只有高 ROIC 投资或实际减少股份才把账面资源转为每股价值。
- 内部研究类型：capital_conversion_system
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F059 | 下行保护、自我修复与不可逆断点 | 自我修复可来自提价、利用率改善、库存与采购调整、政策持股出售、压缩成长投资和资产负债表融资；若销量、转嫁、并购回报和资本配置同时失效，资产缓冲会转为价值泄漏。

写入正文：09 | 9.2 | 资产缓冲真实存在，但需要税负和可实现性折扣；11 | 11.3 | 有修复工具，不代表资产缓冲不会被耗尽

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：下行保护优于一般低利润制造商，但不能按账面资产毛额保证安全。

还不能确定：严重情景 FCF、固定成本、减值敏感性和资产税后价值未量化。

证据来源（23 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实

校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：
06、08、12、16

- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28
- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、27、29、35
- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答 (https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30
- 2025 年 12 月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 沿革 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/history/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26、30；同业比较：30；其他用途：历史
- 配当情報 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/dividend.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、25、30；专项深挖：22、25、30
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 段ボール統計・発表資料 (<https://zendanren.or.jp/pages/77/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、13、19；专项深挖：06、13、19
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13；专项深挖：06
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- ベトナム南部における販売協力に関するお知らせ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/news/documents/1af8e7dd58ff40fd18b74a944ea1c4945f7828d0.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：33；同业比较：01、03、04、07、09、10、23、24、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：下行保护、自我修复与不可逆断点 | 自我修复可来自提价、利用率改善、库存与采购调整、政策持股出售、压缩成长投资和资产负债表融资；若销量、转嫁、并购回报和资本配置同时失效，资产缓冲会转为价值泄漏。
- 内部研究类型：self_repair_and_failure_system
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F060 | 当前投资论证的三个必要条件 | 核心问题是 2026 年盈利跃升是否代表可持续盈利能力上移，以及管理层能否把政策持股、土地和经营现金转化为高于资本成本的投资及持续股东回报。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.2 | 低估值成立之前，三个条件必须同时过关；09 | 9.1 | 低倍数提供赔率，不自动提供答案；11 | 11.3 | 有修复工具，不代表资产缓冲不会被耗尽；13 | 13.3 | 下一份中期计划应把资本成本写进决策；14 | 14.9 | V3.2 总分 62.65，评级 B，维持 WATCH

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：低 PER/PBR 提供候选上行而非完整论证；现金、ROIC 和资产释放兑现后，投资吸引力才会显著提高。

还不能确定：三个必要条件中，仅国内盈利改善已有较强当前证据；并购回报和资本转换仍未证明。

证据来源（35 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期） 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zندانren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：

17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史

- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
(<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記
(https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：反证、历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定
(https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16；其他用途：反证
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28；其他用途：反证
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13；专项深挖：06
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030
(https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、27、29、35
- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答
(https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30

- 沿革 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/history/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26、30；同业比较：30；其他用途：历史
- 配当情報 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/dividend.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、25、30；专项深挖：22、25、30
- 会社概要 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/about/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、05、10；专项深挖：01、02、05、10
- デザイン・新製品開発 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/business/design/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、10；专项深挖：03、04、10、20
- ISO9001・品質方針 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/quality/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10；专项深挖：04、10
- 容器包装リサイクル法とは (https://www.env.go.jp/recycle/yoki/a_1_recycle/index.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、08、21、32；专项深挖：01、02、03、21、32
- 段ボール統計・発表資料 (<https://zendanren.or.jp/pages/77/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、13、19；专项深挖：06、13、19
- ベトナム南部における販売協力に関するお知らせ
(<https://www.dynapac-gr.co.jp/news/documents/1af8e7dd58ff40fd18b74a944ea1c4945f7828d0.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：33；同业比较：01、03、04、07、09、10、23、24、35；其他用途：历史
- 海外関連会社 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/global/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07
- ダイナパック株価・PER・PBR 時系列 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；专项深挖：17；同业比较：17、20、27、29；其他用途：历史
- ダイナパック株式会社の主要販売先 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/main-customers>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- 株式情報・大株主の状況 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/outline.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- 株主・投資家のみなさまへ (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/investor.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：当前投资论证的三个必要条件 | 核心问题是 2026 年盈利跃升是否代表可持续盈利能力上移，以及管理层能否把政策持股、土地和经营现金转化为高于资本成本的投资及持续股东回报。
- 内部研究类型：conditional_thesis_architecture
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F061 | 基本面证伪条件 | 论证将被以下组合证据实质削弱或推翻：国内销量持续落后行业且转嫁失败；营业利润显著低于 42 亿日元且非时点差；并购实体持续亏损或减值；净债务增长而 FCF 与 ROIC 不改善；资产出售所得持续进入低回报项目。

写入正文：01 | 1.4 | 这不是不可撤回的乐观判断；11 | 11.5 | 真正的证伪来自机制持续失效；13 | 13.6 | 未来研究从最可能改变结论的证据开始；15 | 15.4 | Compliance 与风险声明

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：这些条件把观察偏积极的判断限定为可检验、可撤回的条件性结论。

还不能确定：部分触发条件只能在 FY2026 全年结果和下一中期计划后判断。

证据来源（25 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- 2026 年 段ボールの需要予測 (<https://zendanren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16；其他用途：反证
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28；其他用途：反证
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：反向验证：09；
同业比较：06；其他用途：反证、历史
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文
(<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05；
外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：
支持证据；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：支持证据；
外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：
支持证据；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：34；
专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：06、13；专项深挖：06
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030
(https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- ダイナパック株価・PER・PBR 時系列 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) |
怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；专项深挖：17；同业比较：17、20、27、29；其他用途：历史
- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：
直接 / 支持；反向验证：18、27、29、35
- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答
(https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：
直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30
- 沿革 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/company/history/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26；
专项深挖：26、30；同业比较：30；其他用途：历史
- 配当情報 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/dividend.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、25、30；
专项深挖：22、25、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：基本面证伪条件 | 论证将被以下组合证据实质削弱或推翻：国内销量持续落后行业且转嫁失败；营业利润显著低于 42 亿日元且非时点差；并购实体持续亏损或减值；净债务增长而 FCF 与 ROIC 不改善；资产出售所得持续进入低回报项目。
- 内部研究类型：falsification_system
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F062 | 下一次 Review 的高价值研究债务 | 最高价值研究债务集中在有机正常化利润、并购 ROIC 和资金可得性、客户供应集中度、库存与 FCF、资产税后实现及下一资本政策。

写入正文：01 | 1.2 | 低估值成立之前，三个条件必须同时过关；03 | 3.4 | 越南需求有支撑，渠道合作也有价值，但都不是 ROIC；05 | 5.2 | 真正需要验证的是客户行为，而不是公司自我描述；06 | 6.4 | 本业能够产现金，但可分配自由现金仍待完整年报；08 | 8.2 | 厚资产能否变成每股价值，取决于资金用途；09 | 9.4 | 便宜与否最终由可持续现金和 ROIC 决定；10 | 10.5 | 确认与失效都需要观察返回行为；13 | 13.1 | 先回答 42 亿日元利润究竟由什么组成；15 | 15.2 | 数据截止与材料性证据限制

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：债务限制置信度和可给予的估值，但因当前无合理公开路径，不构成本次 Research Reopen。

还不能确定：这些问题目前需要未来公司披露、完整年度报表、Owner 图表或非公开合同数据；没有合理高信息当前公开路径。

证据来源（20 项；重复标签已按来源合并）

- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史
- ダイナパック 超長期 3 カ月足 OHLC・出来高 (<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史
- コーポレートガバナンス報告書 2026 年 4 月 2 日 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260402/20260324587413.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、27、29、35
- 2026 年 12 月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 配当情報 (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/dividend.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、25、30；专项深挖：22、25、30
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- ダイナパック株式会社 有価証券報告書 第 64 期 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；同业比较：21；其他用途：历史
- カゴメ株式会社 第 81 回定時株主総会 質疑応答 (https://www.kagome.co.jp/library/company/ir/meeting/2024/pdf/81_6.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、21、23、24、30
- 第 21 回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2025 年 12 月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；

一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：

17、18、19、20、21、29、32

- 2026 年 12 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2025 年 12 月期 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260213/20260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- 2026 年 12 月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- 第 64 期定時株主総会 招集通知記載事項／連結計算書類注記 (https://assets.minkabu.jp/news/article_media_content/urn:newsml:tdnet.info:20260303574524/140120260303574524.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32、35；同业比较：32；其他用途：反证、历史
- Comprehensive Physical Distribution Policy Outline FY2026-FY2030 (https://www.meti.go.jp/english/press/2026/0331_003.html) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27
- Sustainability Report 2024 (https://www.dynapac-gr.co.jp/csr/documents/sustainability-report2024_ver1.1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13；专项深挖：06
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定 (https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- ダイナパック 企業調査レポート (<https://www.fisco.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/FISCO/dynapac20260310.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：09；外部现实校验：01、03、07、27、31、33；同业比较：08；其他用途：历史
- 紙・パルプ分野 段ボール原紙生産構造調査 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2022FY/000083.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：09；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：下一次 Review 的高价值研究债务 | 最高价值研究债务集中在有机正常化利润、并购 ROIC 和资金可得性、客户供应集中度、库存与 FCF、资产税后实现及下一资本政策。
- 内部研究类型：research_debt_portfolio
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F063 | 基本面兑现与价格接受的时序结构 | 基本面改善已产生修复和部分高度保留，但没有形成新高和完成迁移；未来若盈利兑现、政策持股继续出售且价格以持续成交量突破2,774日元并通过回抽，可能形成相互强化的重估。

写入正文：01 | 1.3 | 业绩先改善，价格只接受了一部分；10 | 10.4 | 基本面改善被部分接受，尚未转化为新高结构；11 | 11.4 | 催化剂必须改变现金、资本配置或价格接受度；12 | 12.3 | 基本面改善并没有自动完成市场重估

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

对普通股东意味着：当前技术结构支持观察而非追认已完成重估，确认需要基本面兑现和真实价格返回保留共同出现。

还不能确定：极低成交量及缺少突破后返回样本限制价格接受度判断。

证据来源（14项；重复标签已按来源合并）

- 2026年12月期中間期 決算説明資料 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2026年12月期 第2四半期（中間期） 決算短信 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 第21回定時株主総会 招集ご通知 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260511/20260508520132.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、25、28、29、32、35；专项深挖：17、18、20、21、25、28、29、32；同业比较：02、12、15、16、18、19、22、25、26、28、33；其他用途：历史
- 2026年12月期中間決算短信・財務諸表 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260810/20260810515970.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、12、15、16、17、22、25、26、28、30、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、15、16、22、25、26、28、30
- 2026年 段ボールの需要予測 (<https://zندانren.or.jp/files/libs/2827/202512150959208075.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11；外部现实校验：02、05、09、12、15、28、35；反向验证：02、03、11、12、15、16、28、35；专项深挖：09、11、12、28；同业比较：05、11；其他用途：历史
- ダイナパック株式会社 FY2025 有価証券報告書全文 (<https://edinetdb.jp/company/E00668/text?fy=2025>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05；外部现实校验：15；反向验证：05；专项深挖：05、10、15
- 2025年12月期 決算短信〔日本基準〕（連結） (<https://www2.jpx.co.jp/disc/39470/140120260212556923.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：14、15、17、18、19、20、21、29、32、35；专项深挖：17、18、19、20、21、29、32
- 2026年12月期中間期 決算説明資料・進捗 (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260826/20260826525427.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：27、31；外部现实校验：29；专项深挖：27、29、31
- ダイナパック キャッシュ・フロー推移 (<https://irbank.net/E00668/cf>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：11、14、35；反向验证：14；专项深挖：11、14
- コーポレート・ガバナンス (<https://www.dynapac-gr.co.jp/ir/governance.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、33、34、35；其他用途：历史

- ダイナパック 超長期3カ月足 OHLC・出来高
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=3month&code=3947&kikan=5000>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史
- 段ボール原紙・段ボール製品等の価格改定
(https://www.rengo.co.jp/news/2025/25_news_031.html) | 怎么使用：外部现实校验：02、06、08、10、12、16、35；反向验证：02、06、10、35；专项深挖：06、08、12、16；其他用途：反证
- ダイナパック 日次調整後株価・出来高 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：外部现实校验：08、09、10、12、16、22、28、35；反向验证：04、08、09、10、12、16、28；其他用途：反证
- ダイナパック (3947) 株価時系列 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3947.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：基本面兑现与价格接受的时序结构 | 基本面改善已产生修复和部分高度保留，但没有形成新高和完成迁移；未来若盈利兑现、政策持股继续出售且价格以持续成交量突破 2,774 日元并通过回抽，可能形成相互强化的重估。
- 内部研究类型：fundamental_technical_cross_lane_structure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F064 | 10 | 10.1 | 十余年低位记忆正在弱化

写入正文：10 | 10.1 | 十余年低位记忆正在弱化；10 | 10.2 | 高位回撤很深，却没有回到旧状态；10 | 10.3 | 2,400 日元附近是候选区间，不是确认后的新状态；10 | 10.5 | 确认与失效都需要观察返回行为；14 | 14.8 | Kabugami 技术结构；15 | 15.3 | 技术证据边界

还不能确定：受保护的 Technical Research 结构；公开边界以其正文路由为准。

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Protected Technical Synthesis
- 内部研究类型：protected_technical_synthesis
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 公开边界：受保护 Technical Research 仅保留可追踪身份，本索引不重写其内部语义。

在线打开本发现 →

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。