

5830 株式会社いよぎんホールディングス (Iyogin Holdings, Inc.)

Kabugami V3.2 76.88/100 ・ A

这家公司是做什么的

以伊予银行为核心、深耕爱媛与濑户内经济圈的地方金融集团，正从“低利率下的传统地银”转向“利率正常化、资本效率改善、财富管理与区域再编”的新阶段。

最近亮点

2026年3月期归母净利润升至约743亿日元、ROE约8.5%—8.8%，2027年3月期仍指引770亿日元；2027年3月期Q1伊予银行核心业务利润约187亿日元、同比增长约24%，国内净息差继续扩张。

资料截止 2026-09-21 · Kabugami 研究

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

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-21
研究规则版本 SHA	84c5bf8fe28cd767a75cb8d50bcb0d1ba215bc6d
评分版本	V3.2
发布源 SHA	21dd345c2f37a7ecec07ba4b4ee4b132688a aa4e
交付代码版本 SHA	f7799f72419f8463550fe9a0c9f7041e55a5b e81
交付运行时指纹	94cbd61bd39833dcd9443bb866439f1d0a1 a971113dc4f93b574a8d915c694ed

先看研究要点

为什么值得研究	爱媛区域主办行优势、低不良率和强资本基础，与持续增配、回购和政策保有股削减共同推动资本效率改善；利率正常化下核心资金利润仍在增长。
最需要担心什么	PBR 约 1.19 倍已不再提供过去的深度折价；存款 beta、债券组合损失和信用成本正常化可能侵蚀利润，爱媛银行整合还存在换股稀释、IT 成本和客户流失风险。
Kabugami 现在怎么看	过去四年最重要的变化不是单纯利率上升，而是盈利、ROE、资本回报和市场估值同时换挡：2026 年 3 月期归母净利润升至约 743 亿日元，ROE 约 8.5%—8.8%，2027 年 3 月期仍指引 770 亿日元；与此同时公司维持高股东回报、持续压缩政策保有股，并推动与爱媛银行的经营统合。问题在于，股价已经从 2022 年低位附近的 600 多日元上升到 3,800 日元以上、PBR 从长期深度折价进入 1 倍以上。接下来创造超额回报的关键不再是“地银会不会受益于加息”，而是净息差改善能否穿越存款重定价、证券组合波动和信用成本正常化，并且爱媛银行整合能否转化为真实协同而非单纯规模扩张。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 本轮真正要回答的问题

如果只看表面，いよぎん HD 很容易被概括为“日本利率正常化受益的地方银行”。这个描述没有错，但已经远远不够。

2022 年以来，公司股价经历了连续多年重估：年末价格大致从 715 日元升至 947 日元、1,535 日元、2,551 日元，2026 年 8 月一度达到 4,117 日元。与此同时 ROE 从过去约 3%—5% 的低位持续抬升，2026 年 3 月期达到约 8.5%—8.8%。也就是说，基本面改善和估值修复已经同时发生，投资问题已经从“会不会改善”变成“改善能否继续跑赢已经提高的市场预期”。

因此本轮 Investment Question 是：

在 PBR 已经升至约 1.19 倍、股价自 2022 年低位上涨数倍之后，伊予银行的净息差改善、财富管理增长、资本释放和爱媛银行整合，能否把正常化 ROE 继续推到约 9%—10% 乃至更高，并形成足以支撑 1

倍以上 PBR 的可持续盈利结构；还是说，存款重定价、证券组合波动、信用成本回归、区域集中与整合执行会让当前价格先于盈利兑现？

01.2 | 当前答案

当前答案是：经营结构仍偏正面，但估值安全边际已经明显缩小。

2027 年 3 月期第一季度最值得重视的不是“利润同比下降 21%”这个单一数字，而是下降的构成。集团一季度经常利润约 344 亿日元、归母净利润约 244 亿日元，同比均下降约 21%；但伊予银行核心业务利润继续明显增长，资金利润受益于贷款与证券收益率上升，国内净息差继续扩张。利润同比下降很大程度上来自公司在利率上升环境下主动处置债券产生的损失，以及信用成本从上一年度的有利状态正常化。

这说明两件事同时成立：

1. 银行核心盈利能力仍在改善；
2. 利润表开始暴露利率上升的另一面——负债重定价和证券组合调整并非免费。

另一方面，公司 8 月上调上半年业绩预期，却维持全年指引不变，本身就是一种重要的管理层信号：短期证券交易收益可以使半期数字更好，但管理层并没有把这种收益简单年化。

因此，当前更合理的判断是：结构改善成立，但不能再用过去三年的“低估值+加息”逻辑直接外推。

01.3 | 为什么是 FIRST_COMPLETE

当前 structured-deep-research-v1 要求先完成公司理解与 Open Discovery，再对 Coverage35 的 35 个领域逐一进行公司特异的第二层研究，随后完成独立 Technical、跨域整合、Research Debt/UNKNOWN 修复、Research Stop、Full Synthesis、V3.2 Score、Routing 和自然 00-15。

截至本轮 Research Start，正式 report-source/5830/content.md 不存在，也没有当前方法身份下可以合法授权 KEEP_EXISTING 的现行完整 Review，因此本轮按 FIRST_COMPLETE 建立当前方法下的新基线。

02 | 公司本质：区域金融优势正在转换成资本效率故事

02.1 | 控股结构与经济核心

いよぎんホールディングス于 2022 年 10 月成立，核心资产是伊予银行。集团还覆盖证券、租赁、咨询、信用卡等金融及周边业务，但决定集团经济性的仍然是银行本体：存款、贷款、证券投资、手续费与财富管理、信用成本和资本配置。

在 2026 年 6 月末，集团总资产约 9.43 万亿日元；伊予银行贷款余额约 6.17 万亿日元，存款和可转让存单合计约 7.36 万亿日元。规模并不是这家公司最特殊的地方，真正的差异在于它在爱媛县极高的主办行覆盖率、濑户内企业网络、船舶融资经验，以及过去几年快速改善的盈利/资本效率。

02.2 | 区域护城河很深，但“区域强”不等于“永远高回报”

东京商工リサーチ的 2025 年主办行调查显示，伊予银行在爱媛县企业主办行中的份额约 57.5%，爱媛银行约 18.5%；二者简单合计约 76.1%。这是一种很强的客户入口和关系网络，也是未来经营统合的重要经济基础。

但需要避免把“高份额”自动翻译成“高定价权”。地方金融的客户关系同时受到人口、企业数量、产业周期、信用金库和其他地银竞争，以及数字金融渠道变化的影响。外部调查也显示，区域第一银行并非所有年份都持续增加份额。

因此护城河的真正价值，不在于静态份额本身，而在于它能否持续转化为：

- 稳定、低成本的存款基础；
- 中小企业与船舶/海运客户的深度交叉销售；
- 财富管理与证券业务的资产沉淀；
- 更低获客成本；
- 更好的风险筛选和长期客户信息；
- 并购整合后的成本与收入协同。

03 | 收入与盈利：利率正常化是真实顺风，但不是单向顺风

03.1 | 过去三年盈利台阶明显抬高

集团经常收益从 2024 年 3 月期约 1,928 亿日元增至 2025 年 3 月期约 2,319 亿，再到 2026 年 3 月期约 2,661 亿；归母净利润从约 395 亿升至 533 亿、743 亿。2027 年 3 月期公司继续指引经常利润 1,110 亿、归母净利润 770 亿。

最重要的不是收入增速，而是 ROE 同步改善。根据公司及市场披露，ROE 大致从 2023 年前后的 3%—4% 区间，升至 2024 年约 4.7%、2025 年约 6.6%、2026 年约 8.5%—8.8%。这使过去长期低于 1 倍 PBR 的逻辑发生了真实变化。

03.2 | 一季度的核心利润仍在走强

2027 年 3 月期第一季度，伊予银行核心业务利润约 187 亿日元，同比增长约 24%；剔除投信解约损益后的核心利润同样增长约 23%。

收益率结构也继续改善：贷款收益率、证券收益率和整体资金运用收益率同比上升，国内净息差扩大。日本利率正常化正在从“市场故事”变成“银行利息收入”的实际利润。

03.3 | 但存款成本正在追上来

同一个季度，存款利息支出同比明显增加。长期来看，贷款端和证券端收益率上升会带来收入增量，但随着活期/定期存款竞争和客户对利率敏感度提高，存款 beta 也会抬升。

因此不能把每一次政策利率上调都直接等同于净息差同比例扩张。未来最关键的观察是：

贷款与证券收益率提升速度，能否持续快于存款成本重定价。

这也是当前“加息受益”叙事最需要反证的地方。

04 | 客户与业务结构：存款、企业金融、船舶与财富管理

04.1 | 企业金融是关系深度的核心

伊予银行在爱媛和濑户内企业中的高主办行份额，使其不仅是贷款提供者，也是结算、外汇、承兑、企业主咨询、事承、M&A 与资本政策服务的入口。

这种关系型金融的优势是信息密度高、获客成本低、客户寿命长；弱点则是区域经济和特定产业周期可能形成集中风险。

04.2 | 船舶融资既是能力也是集中度考题

濑户内尤其爱媛具有长期海运和造船集群，伊予银行在船舶融资上拥有专业经验。这种行业知识和信用判断形成了差异化能力，但海运资产价格、运价、造船周期和利率变化都可能让风险在一个周期内相关化。

因此船舶融资应该被看作“专长+集中风险”的组合，而不是单纯高收益业务。

04.3 | 财富管理正在成为第二增长轴

截至 2026 年 6 月，集团预托资产合计约 1.08 万亿日元，较 3 月末继续增长，其中伊予银行和四国アライアンス証券均贡献资产。

这类业务的重要性不仅是手续费增长，还在于它能降低集团对传统贷款利差的单一依赖，并增加个人客户生命周期价值。但证券市场上涨本身也会机械抬高资产余额，因此必须同时观察净流入、客户数和手续费质量。

05 | 资产负债表与信用风险：强韧，但不能把资本充足当作无风险

05.1 | 资本基础明显改善

集团管理层把充分加载后的 CET1 约 14% 作为中期资本管理的重要参照，并在提高风险资产效率、成长投资和股东回报之间重新分配资本。

这比传统地银“资本多但回报低”的状态更健康：资本的目标不只是守住监管红线，而是让多余资本产生收益或返还股东。

05.2 | 不良贷款仍低

2026 年 6 月末，金融再生法口径问题债权约 1,017 亿日元，不良债权比率约 1.58%，整体仍处于可控水平。

不过一季度信用成本从上一年有利的回拨/低计提状态回到正成本，提醒投资者：信用成本长期不会永远低于常态。若经济放缓、船舶/地产/中小企业风险上升，信用成本会成为 ROE 的第一层反证。

05.3 | 证券组合是一块“资本缓冲+利润波动源”

6 月末证券未实现收益约 3,498 亿日元，其中股票未实现收益贡献很大；同时债券账面处于一定未实现损失状态。

一季度管理层主动卖出部分债券并确认损失，是一个值得肯定但不能忽略的动作：它可能改善未来组合收益率和久期结构，却会把过去积累的低息债券成本一次性显现到利润表。

因此证券组合既是集团强项，也是利润波动来源。研究不能把“巨额含み益”当作可自由分配的现金，也不能把债券处置损失机械理解成核心经营恶化。

06 | 资本配置与股东回报：这是估值重构的核心

06.1 | 股东回报已经发生实质变化

公司中期计划把总還元性向 50% 以上作为重要方针，并持续提高股息和回购。年度股息从 2023 年 3 月期约 9 日元提高至 2024 年 30 日元、2025 年 45 日元、2026 年 60 日元，2027 年 3 月期计划 80 日元。

2026 年 8 月公司又决定最高约 150 亿日元、600 万股的股份回购。

这不是装饰性回报。对于银行股，持续回购会直接压缩过剩资本、提高每股盈利和 ROE，并使“资本充足却长期低回报”的旧折价逻辑减弱。

06.2 | 政策保有股缩减同样关键

集团明确推进政策保有股削减。其意义不仅是兑现股票含益，而是释放低回报资本，降低市场风险和治理上的交叉持股依赖。

如果削减的资本被重新投向高回报贷款、财富管理、数字化、并购协同或股东回报，ROE 改善会更具结构性；如果只是把含益变成一次性利润，则持续性更弱。

06.3 | 下一阶段要看“资本去哪里”

未来三年最重要的资本配置问题不是有没有资本，而是：

- 爱媛银行整合需要多少资本和系统投资；
- 政策股释放多少资本；
- 成长资产风险调整后回报是否高于资本成本；
- 股息和回购是否在高估值阶段仍保持纪律；
- CET1 目标是否因并购而发生长期上移或下移。

07 | 爱媛银行经营统合：最大机会，也是最大新变量

07.1 | 交易轮廓

2026 年 7 月 24 日，いよぎん HD 与爱媛银行就经营统合达成基本合意，目标日期为 2027 年 4 月 1 日。计划以いよぎん HD 为母体，通过股份交换使爱媛银行成为全资子公司，并保留“两家银行、一个平台”的多品牌模式。

最终交换比率仍待尽调、估值和最终协议确定，因此今天无法可靠计算交易是否增厚每股价值。

07.2 | 战略合理性很强

从市场覆盖看，伊予银行和爱媛银行在爱媛县主办行份额简单合计约 76%。合并后可以形成更大的客户网络、系统与后台共用、产品交叉销售、专业人才共享和资本优化空间。

二者还都深耕爱媛本地产业，其中造船、海运、纸业、中小企业和零售客户具有明显重叠。

07.3 | 但高份额并不保证高协同

“两银行、多品牌”的好处是减少客户流失、保留品牌，却也意味着短期内无法立即获得全部网点/系统/人员整合效率。

真正需要跟踪的是：

1. 最终股份交换比率；
2. 系统统一/共用节奏和一次性成本；
3. 网点与后台人员效率；
4. 客户流失和贷款定价变化；
5. 信用政策统一后的风险选择；
6. 协同收益兑现时间；
7. 资本充足率与股东回报政策是否受影响。

因此这笔交易目前应计入“潜在上行+执行不确定性”，不能先把全部协同资本化。

08 | 治理、人力与执行能力

08.1 | 管理层近年来的执行分数在上升

过去几年的 ROE 提升、资本政策改变、政策保有股削减、股息/回购强化和证券组合调整说明，管理层不再满足于传统地银的“稳健但低效”。

中期计划对 ROE、CET1、OHR、成长投资与股东回报均给出更明确的量化目标，这提升了可检验性。

08.2 | 人力资本是地银转型的隐性瓶颈

集团提高人均培训投入、数字技能与 IT 资格覆盖。对未来而言，这比宣传“DX”更重要：财富管理、企业咨询、数据、AI 和系统整合都需要传统分行人才结构发生变化。

但公开披露仍难以量化“培训投入→客户产出→人均利润”的完整因果链，因此这里仍保留 Research Debt。

08.3 | 经营统合将成为治理大考

爱媛银行整合会把董事会资本配置、人员整合、风险治理和 IT 治理能力同时放大。过去几年的单体改善不能直接保证合并后的执行质量。

09 | 估值与市场预期：从“便宜”进入“需要兑现”

09.1 | 今天已经不是经典低 PBR 地银

2026 年 9 月 18 日收盘 3,826 日元，Yahoo 显示预测 PER 约 14.27 倍、PBR 约 1.19 倍。2026 年内高点 4,117 日元、低点 2,565 日元。

相比 2022—2025 年，公司过去长期低于 1 倍 PBR 的状态已经发生重大变化。仅从 2022 年低位 600 多日元附近看，当前股价已上涨数倍。

这意味着市场已经给了公司三类信用：

- 日本利率正常化可以持续改善银行收益；

- ROE 和资本回报政策的改善是真实的；
- 区域龙头和整合能力值得更高估值。

09.2 | 今天的安全边际来自盈利兑现，不再主要来自估值折价

如果未来 ROE 稳定在 9%—10%、资本回报继续增强、爱媛银行协同兑现，那么 1.1—1.2 倍 PBR 未必昂贵；但如果 ROE 重新落回 7% 左右、存款成本侵蚀息差、整合成本高于预期，那么当前估值就不再提供过去 0.4—0.7 倍 PBR 时期那样的缓冲。

因此当前估值的关键不是“银行股平均多少倍”，而是公司能否用未来两三年的实际 ROE 证明自己已经离开旧的低回报地银状态。

09.3 | 股息不是当前估值的核心保护垫

预测年度股息 80 日元，对 3,826 日元股价的收益率约 2.1%。这并不低，但也不是足以单独构成深度价值保护的水平。

投资回报更依赖盈利增长、回购、ROE 与估值稳定，而不是单纯高股息。

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 原始月线图：本 Review 已通过 Review-specific Owner Media 合同绑定 WordPress attachment 4387。正式 Single Report 在本节按既有合同插入 Owner 月线图；Owner 图是公共视觉权威之一，但不是 Technical Score 的唯一证据，也不替代真实市场历史研究。

10.1 | 长期状态已经发生根本切换

年线历史显示，5830 对应股价在 2022 年末约 715 日元，2023 年末 947 日元，2024 年末 1,535 日元，2025 年末 2,551 日元；2026 年 8 月进一步触及 4,117 日元。

这不是一次短期反弹，而是连续多年的价格状态迁移。2022 年前后长期低估值/低 ROE 的旧状态已经明显失去控制，价格对“利率正常化+ROE 改善+资本回报”的新结构进行了持续重估。

10.2 | 短期正在高位消化，而不是重新回到底部

截至 9 月 18 日收盘 3,826 日元，股价低于 8 月高点约 7%，但仍显著高于 100 日和 200 日均线。第三方技术数据在 9 月中旬显示，股价一度低于 25 日均线、MACD 和部分短周期指标偏弱，同时仍位于长期均线和云层上方。

因此当前更像：

长期上升结构未破坏 + 中短期动量降温 + 高位重新测试承接力。

这与“月线底部刚刚启动”的机会完全不同。对新资金而言，最重要的不是追逐上升趋势本身，而是观察高位回抽是否能形成新的长期平台，以及基本面兑现是否继续支撑更高的价格重心。

10.3 | 价格—基本面时间关系

过去四年最强的基本面信号——日本利率正常化、ROE 改善、资本回报加强——已经被价格提前且大幅反映。技术结构仍强，但价格领先基本面的幅度也明显扩大。

后续若盈利/ROE 继续上行、爱媛银行整合条款有利而股价完成高位整理，则可能形成“盈利追上价格”的二次结构；反之，如果基本面只是横向而股价继续快速脱离长期均线，风险收益会恶化。

10.4 | Technical 判断

Protected Technical Synthesis 当前判断：旧的长期低价/低估值状态已经显著退场，新状态已经建立；但经历数倍上涨后，当前并非低位结构，短期动量也进入整理。

技术模块内部判断强度：84/100；对应 V3.2 权重 13 的贡献为 10.92/13。

11 | 催化剂、反证与会改变判断的触发

11.1 | 正面催化剂

- 日本利率正常化继续提升贷款与证券收益率，且存款成本上升慢于资产收益；
- 2027 年 3 月期全年利润兑现或上修；
- 爱媛银行最终交换比率和协同计划优于市场预期；
- 资产管理/证券托管净流入继续增长；
- 政策保有股削减加速；
- 回购和股息保持高纪律；
- 信用成本维持低位；
- 高位股价形成新的稳固平台，而非加速后失速。

11.2 | 主要反证

- 存款 beta 快速上升，使净息差改善明显减速；
- 信用成本回到更高常态或船舶/中小企业集中风险暴露；
- 债券组合损失持续侵蚀核心盈利；
- 爱媛银行整合成本、IT 成本或客户流失高于预期；
- 股份交换导致每股价值被稀释而协同兑现慢；
- ROE 在 8% 附近见顶，无法继续向 9%—10% 移动；
- 股价保持 1 倍以上 PBR，但盈利/资本回报无法同步兑现。

11.3 | 会让我明显上调判断的证据

最重要的不是再出现一次好季度，而是连续看到：正常化 ROE 稳定在 9%—10%以上 + 核心业务利润持续增长 + 存款成本受控 + 合并协同清晰 + 资本回报不退坡。

11.4 | 会让我明显下调判断的证据

若净息差停止扩张、信用成本明显上升、合并导致大额稀释/成本超支，同时 PBR 仍维持高位，则“质量提升”与“价格过早反映”会同时成为负面。

12 | Coverage35 Structured Deep Research 与 Research Debt

Open Discovery 成熟后，本轮对 35 个领域逐一进行了第二层公司特异研究。以下不是研究顺序，也不是得分清单，而是 Research Stop 前的盲点覆盖记录。

	领域	状态	本轮结论
01	公司身份	COVERED	2022 年成立的银行控股公司，伊予银行为核心经济实体。
02	商业模式	COVERED	存贷款利差、证券运用、手续费/财富管理和集团金融服务。
03	产品/服务	COVERED	企业/个人银行、船舶融资、资产管理、证券、咨询等。
04	技术/R&D	COVERED	银行“技术”主要体现为 IT/DX、数据与运营系统，不是制造型研发。
05	客户/需求	COVERED	爱媛/濑户内企业、个人客户与船舶相关客户构成核心需求。
06	供应商/依赖	COVERED	资金来源、IT 基础设施和人才是主要关键依赖。
07	合作伙伴/生态	COVERED	四国アライアンス、证券子公司与未来爱媛银行整合均重要。
08	竞争者/替代	COVERED	爱媛银行、其他地银、信金、网络银行与大型金融集团。
09	行业地位	COVERED	爱媛县主办行第一，伊予银行约 57.5%。
10	护城河/切换成本	COVERED	区域关系与数据沉淀深，但并非不可替代。
11	市场规模/增长	COVERED	区域人口约束与财富管理/企业服务扩张并存。
12	行业周期	COVERED	利率周期、信用周期与资本市场周期共同决定利润。
13	监管/政策	COVERED	日银利率、银行资本/流动性监管、竞争与合并审查均重要。
14	宏观/地缘	COVERED	日本利率、区域景气、

			船运/造船周期及全球贸易影响贷款质量。
15	收入质量	COVERED	核心资金利润改善；证券交易损益仍造成季度波动。
16	利润质量	COVERED	核心业务利润增强，但 Q1 证券处置和信用成本造成噪音。
17	OCF/FCF	COVERED	银行现金流不能按制造业 FCF 机械解读，重点转向资金结构与资本充足。
18	资产负债/杠杆	COVERED	银行高杠杆为业务属性；存款基础、资本比率与资产质量更关键。
19	营运资本	N/A	传统营运资本指标对银行经济意义有限。
20	Capex/生产资产	COVERED	IT、系统与合并平台投资是未来主要资本需求之一。
21	隐藏/非经营资产	COVERED	大额证券含益与政策保有股是重要资本缓冲/释放来源。
22	ROE/ROIC/资本成本	COVERED	ROE 快速升至约 8.5%—8.8%，是否稳定 9%+ 决定估值持续性。
23	管理层/治理	COVERED	资本政策更积极；合并执行成为下一治理考题。
24	所有权/股东	COVERED	上市银行控股公司，机构投资者与政策持股结构需持续观察。
25	融资/稀释/资本政策	COVERED	CET1 纪律、回购、股息与合并股份交换共同影响每股价值。
26	股东回报	COVERED	80 日元预测股息、持续回购、总還元性向 50%+ 方向明确。
27	估值	COVERED	PBR 约 1.19 倍、PER 约 14.3 倍，已脱离经典深度价值区。
28	正常化盈利	COVERED	当前正常化盈利应更重核心利差和手续费，剔除异常证券交易波动。
29	下行保护	COVERED	资本、区域份额、资产含益提供缓冲，但估值本身保护显著下降。
30	催化剂	COVERED	息差、利润兑现、合并条款/协同、政策股缩减和回购。
31	市场预期	COVERED	市场已高度计入利率与 ROE 改善，未来需持续兑现。
32	会计异常	COVERED	证券处置损益和信用成

			本需从核心盈利中分离观察。
33	历史转折	COVERED	2022 后利率/资本政策/ROE 共同改变长期估值状态。
34	Kabugami 技术结构	COVERED	长期新状态已建立，短期高位整理。
35	Thesis/证伪	COVERED	改善真实，但当前投资回报更依赖继续兑现而非估值修复。

12.1 | 仍然重要的 Research Debt

以下问题仍是 UNKNOWN 或只能得到部分证据，并且未来可能改变判断：

1. 爱媛银行最终股份交换比率和整合成本尚未确定；
2. 两银行系统/网点/人员整合的量化协同尚未披露到足够精度；
3. 存款 beta 在后续多轮加息环境下的稳定水平仍需观察；
4. 船舶融资的风险调整回报、担保覆盖和跨周期损失率公开粒度有限；
5. 财富管理资产增长中，市场上涨与净流入各自贡献的长期拆分有限；
6. 人力/DX 投入向收入与成本效率转化的完整因果链尚不透明。

这些 UNKNOWN 没有被填成假数字，也没有因为 Coverage 完成而消失。

12.2 | Research Stop

当前继续新增普通来源，已经不太可能改变核心判断。真正会改变 Thesis 的高价值证据主要是未来才会出现的：合并最终协议、后续季度息差/信用成本、2027 年 3 月期盈利兑现、资本政策和整合执行数据。

因此本轮在这些 Research Debt 被明确保留后达到 Research Stop。

13 | Full Synthesis Map：把全部证据压回一个股东问题

本轮完整研究最后可以压缩为六条相互连接的因果链，但它们不是六个“模板结论”，而是当前公司真实经济系统的主要连接：

第一，利率正常化→资产收益率上升→净息差改善→核心利润和 ROE 提升。这是过去几年最强的正面机制；反证是存款成本追涨和债券组合调整。

第二，区域高份额→低获客成本/关系深度→企业金融、财富管理和咨询交叉销售。这是护城河，但区域人口与产业集中限制了自然增长天花板。

第三，政策保有股/资本充足→可释放资本→成长投资、回购和股息→每股价值与 ROE 改善。这使估值折价的旧理由减弱。

第四，爱媛银行整合→客户网络 and 成本协同潜力→可能提高集团经济密度。但交换比率、系统成本、客户流失与执行周期仍未知，因此不能提前把全部协同计入价值。

第五，证券含益与主动组合管理→资本缓冲和收益机会。同时也带来季度利润波动、久期和市场风险。

第六，价格重估→PBR 从深度折价进入 1 倍以上→未来回报从“估值修复”转向“盈利兑现”。这是今天与两年前最大的投资差异。

最终 Synthesis 并不是“好银行=好股票”，而是：公司质量和资本效率已经明显改善，但股价也完成了大部分第一阶段重估；此后股东回报取决于经营改善继续快于市场预期。

14 | Kabugami Score V3.2

评分发生在 Frozen Full Synthesis Map 之后，不反过来定义 Research。模块先形成自然语言判断，再压缩为数字；同一因果机制不重复加分。

模块	权重	内部判断	加权贡献	核心理由
财务韧性与下行防御	13	82/100	10.66	资本、低不良率、证券含益和存款基础较强；信用/集中/证券风险仍在。
竞争优势与结构耐久性	14	82/100	11.48	爱媛区域主办行优势、关系网络和船舶金融能力深；区域集中与竞争限制绝对定价权。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	78/100	13.26	核心利润、息差、ROE 显著改善；Q1 证券处置和信用成本显示利润仍有波动。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	80/100	8.80	企业金融+零售+财富管理+专业船舶金融结构较强，区域经济和利率周期仍关键。
估值与安全边际	15	50/100	7.50	1.19 倍 PBR/约 14 倍 PER 已非深度价值，未来需要盈利继续兑现。
资本配置与股东回报	10	88/100	8.80	股息、回购、总還元性向和政策股削减方向清晰，资本纪律是核心改善点。
治理、所有权与管理层	7	78/100	5.46	目标更清晰、执行已有证据；爱媛银行整合成为下一阶段治理压力测试。
Kabugami 技术结构	13	84/100	10.92	长期旧状态已退场、新状态建立；但经历数倍上涨后短期处于高位整理。
合计	100		76.88	Rating A

14.1 | 为什么不是更高

最大限制不是公司质量，而是当前价格已经显著重估。如果今天仍处于 0.5—0.7 倍 PBR，而 ROE、资本回报和合并方向已经是现在这样，估值模块会明显更高；但现实是市场已经提前支付了相当一部分改善。

14.2 | 为什么仍能达到 A

区域竞争位置、资本基础、ROE 改善、股东回报和长期价格结构都已得到真实证据支持。公司不是单纯靠一次证券交易收益“做高利润”，核心资金利润也在改善。因此综合质量仍明显高于普通中性观察股。

15 | 最终结论、证据边界与来源

合规与风险声明

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

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

15.1 | 最终投资判断

いよぎん HD 已经完成了第一阶段最容易赚到的钱：从低 ROE、低 PBR 的传统地银，变成更高 ROE、更积极资本回报、市场愿意给 1 倍以上 PBR 的区域金融集团。

下一阶段会更难，因为市场不再免费提供低估值。未来真正值得跟踪的是四条线：

1. 正常化净息差能否继续扩张；
2. ROE 能否在 9%附近乃至更高稳定下来；
3. 爱媛银行整合能否真实增厚每股价值；
4. 政策股释放、回购与股息能否保持资本纪律。

因此当前 Action 是重点观察，不是因为公司不够好，而是因为“好公司”的第一阶段认知差已经大幅收敛。更好的买点需要来自价格回撤、盈利继续超预期，或者合并条款/协同出现足够新的正面信息。

15.2 | 主要来源

公司/第一方

- いよぎんホールディングス IR 首页：<https://www.iyogin-hd.co.jp/ir/>
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信・四半期資料（2026-08-07），见公司 IR「決算短信・四半期情報」
- 2027 年 3 月期 連結业绩预测修正（2026-08-07），见公司 IR 新着信息
- 自己株式取得決定（2026-08-07），见公司 IR 新着信息
- いよぎん HD×愛媛銀行 经营統合基本合意（2026-07-24）：<https://www.iyogin-hd.co.jp/press-release/>
- 2025 年度決算説明資料，见：<https://www.iyogin-hd.co.jp/ir/>
- 公司概况：<https://www.iyogin-hd.co.jp/company/overview.html>

- IR 日历：<https://www.iyogin-hd.co.jp/ir/ircalender.html>

外部/交叉验证

- 東京商工リサーチ | 2025 年メインバンク調査及いよぎん HD×愛媛銀行統合分析：https://www.tsr-net.co.jp/data/detail/1203079_1527.html
- Yahoo!ファイナンス 5830 历史价格：<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5830.T/history>
- 株探 5830 年次价格历史：https://s.kabutan.jp/stocks/5830/historical_prices/yearly/
- Traders Web 5830 技术数据：https://www.traders.co.jp/stocks/61_5830/technical

15.3 | 证据与表达纪律

- Review date 为 2026-09-21；市场价格使用最近完整东证交易日 2026-09-18。
- Owner attachment 4387 只属于本次 5830 Review，不能继承到其他 Review。
- 爱媛银行统合最终交换比率尚未确定，因此没有假设交易必然增厚 EPS/BPS。
- 银行现金流不按制造业 FCF 口径机械解释；资本、流动性、资产质量和资金结构更重要。
- Technical Score 来自完整价格历史与 Protected Technical Synthesis，不来自 Owner 图单一传感器。
- 本报告保留合并协同、存款 beta、船舶融资风险调整回报等 Research Debt，不用假精度填补。

Research Stop：已达到。当前尚未解决但真正可能改变判断的高价值证据，多数需要等待未来正式披露，而不是继续重复搜索今天已经知道的事实。

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。