

6093 ミトラグループ株式会社 (MITRA Group, Inc., 原エスクロー・エージェント・ジャパン)

Kabugami V3.2 64.25/100 ・ B

这家公司是做什么的

MITRA把金融、不动产、建筑和工业中高合规、仍高度依赖人工的专业流程，与云系统、运营中心和专业人员一起打包成BPaaS服务。

最近亮点

2027年2月期Q1销售12.45亿日元、营业利润0.93亿；金融和工业改善明显，但约0.76亿日元贷款损失准备转回放大了表面营业利润。8月底公司又发布面向不动产反社/KYC流程的MITRA eye。

资料截止 2026-09-09 · 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	2026-09-09
研究规则版本 SHA	b5d7938cb2cc3762d880d3f1453dcf969de89ef1
评分版本	V3.2
发布源 SHA	e483302393fe246c97dcc9f97b25ab734b29c6c0
交付代码版本 SHA	9796f14c09cf226c4fc0475e1c8c232548beba33
交付运行时指纹	5ec08cda5fb958a46bc48cd55dd2616fce226b160fb5bcadda770ea062d45944

先看研究要点

为什么值得研究	约 81%的收入来自 BPaaS 与云系统，专业流程年处理规模超过 8 万件；金融业务已证明高盈利流程可以存在，资产负债表轻且现金充足，自动化若能提高每名专业人员处理量，集团具备显著经营杠杆。
最需要担心什么	当前干净集团利润率尚未证明；不动产业务仍亏损、建筑利润大降；流程复杂性既制造切换成本，也可能让收入增长持续需要更多专业人员。新产品、并购与系统投资若无法提高单位生产率，会吞掉现金和利润。
Kabugami 现在怎么看	MITRA 不是纯 SaaS，也不是普通人力外包。真正的资产是“软件 + 专业流程 + 人”一起嵌入客户工作流。这个模式能不能重估，关键不在 AI、改名或单季利润同比，而在自动化是否让案件处理速度和干净集团营业利润率持续提高。2027 财年约 10% 营业利润率目标可以验证，2028 财年 10 亿日元营业利润则仍是需要行为证明的上行期权。

01 | 投资问题与当前结论

1.1 | 投资问题已经从“有没有业务”变成“复杂流程能不能被复制”

公司 2026 年把名字从エスクロー・エージェント・ジャパン改为ミトラグループ，并把金融、不动产、建筑、士业四个业务统一放进 BPaaS 框架。改名本身没有投资价值，但它确实对应了一个已经存在的业务事实：2026 财年约 59% 收入来自 BPaaS、约 22% 来自云系统，两者合计约 81%。

这意味着公司不是从零开始讲平台故事，而是已经有大量持续运行的专业流程。

本次 Review 的核心问题是：

这些已经嵌入客户的专业流程，能不能通过标准化和自动化提高“每名专业人员能处理多少案件”，让集团干净营业利润率从 6% 左右回到 10% 以上，甚至逼近管理层 2028 财年目标所隐含的更高水平？

相关研究发现：F001·F003·F013

1.2 | Q1 方向是正的，但数字漂亮得太快

2027 年 2 月期 Q1 销售 12.45 亿日元，同比增长 8.1%；营业利润 0.93 亿，同比增长 195.5%。金融和土业务确有改善，集团毛利率也从上年同期约 37.7%升到约 40.9%。

但 Q1 同时转回约 75.8 百万元贷款损失准备。这个金额相当于报告营业利润规模的约 81%。如果只是做一个机械压力测试，把这笔转回从营业利润里拿掉，剩下约 17.7 百万元，对销售约 1.4%。这不是公司公布的“调整后利润”，也不是会计重算；它只告诉投资者：当前干净经营杠杆还不能用 195.5%的同比增速证明。

相关研究发现：F008·F009

1.3 | 当前结论：值得观察，但要等干净利润率

公司现金约 24 亿日元、权益比率约 74%，没有重杠杆压力；金融业务本身利润很强，专业服务也在改善。股价 9 月 9 日 157 日元，PBR 约 2.1 倍、基于公司盈利指引的估值处在中等水平，并没有把公司当成超级软件平台定价。

因此这不是“高估到不能碰”的股票，也不是“资产折价到不用想”的股票。当前 Action 是：

WATCH / WAIT FOR CLEAN OPERATING-LEVERAGE PROOF。

最关键的升级证据，是没有类似准备金转回时，集团营业利润率仍然靠案件生产率、弱业务修复和软件/BPaaS 协同持续上升。

相关研究发现：F009·F016·F019·F024

02 | 公司本质与商业模式

2.1 | BPaaS 不是一句营销词：公司卖的是“完成一段流程”

MITRA 所做的住宅贷款调查、担保设定、不动产结算、建筑确认、司法书士登记、继承手续等工作，有几个共同点：规则多、参与方多、数据敏感、错误成本高，而且很多环节仍需要专业人员判断。

客户如果只买软件，仍然要自己组织人员完成流程；如果只买普通 BPO，又很难把数据、权限和工作状态实时接入自己的系统。

MITRA 把云系统和专业运营一起交付，真正卖的是“这段工作流可以稳定地完成”。

相关研究发现：F001·F002

2.2 | 收入已经有明显的持续使用属性

2026 财年公司披露 BPaaS 约占销售 59%、云系统约 22%。公司年处理规模还包括约 4.5 万件金融流程、约 6900 件 H'OURS 不动产流程、约 1.8 万户建筑相关流程，以及数千专业系统用户。

这些数据不能直接等同于订阅 ARR，但说明公司已经有相当大的持续案件流，而不是每年重新从零寻找项目。

真正需要进一步验证的是客户留存、续约、价格和每件处理成本。持续“使用”不自动等于高利润。

相关研究发现：F003·F004

2.3 | 同一件事既可能形成护城河，也可能限制利润率

客户一旦把系统权限、专业人员、审批节点和内部数据接到 MITRA 流程里，换供应商就不只是换一个软件账号，而要重新设计工作流。这构成真实切换摩擦。

但另一方面，复杂流程需要专业人员、人工例外处理和监管更新。若收入每增长 10%，人员和管理成本也接近增长 10%，这就仍然是一个优秀专业服务公司，而不是高经营杠杆平台。

所以“复杂”本身不是护城河答案。真正的答案是：复杂流程能否被不断标准化。

相关研究发现：F004·F013

03 | 四大业务与利润结构

3.1 | 金融解决方案是最清晰的利润锚

Q1 金融解决方案销售约 4.67 亿日元，同比增长 7.3%；分部利润约 2.42 亿，同比增长 31.8%。住宅贷款处理恢复，投资用贷款和信托相关流程也提供支撑。

这块业务最重要的意义，不是利润绝对值，而是它证明 MITRA 的“专业流程 + 系统”模式在某些成熟场景里可以产生非常高的分部利润。

集团重估的核心，就是这种经济性是否能复制到其他业务。

相关研究发现：F005

3.2 | 不动产：收入增长很快，但还没跨过盈亏线

Q1 不动产解决方案销售约 1.94 亿日元，同比增长 33.9%，分部亏损约 0.24 亿，较上年同期明显收窄。

H'OURS 和结算类流程有真实使用基础，收入恢复说明需求没有消失。但对股东来说，“亏损缩小”仍不是利润引擎。未来最有价值的证据是：案件量增长后，单位人工和运营成本能否下降，让这一块真正转盈。

相关研究发现：F006·F013

3.3 | 建筑：最直接暴露了 BPaaS 的人力瓶颈

Q1 建筑解决方案销售约 3.16 亿日元，同比下降 2.0%；分部利润约 0.14 亿，同比下降 70.7%。公司解释涉及接单体制、现场调查、设计支持、行政协商和审查周期延长。

这不是一个“行业需求彻底消失”的证据，而是一个更有研究价值的内部反证：流程如果不能被标准化和排程，人力与审查节奏本身就会压利润。

建筑业务因此是集团生产率战略最现实的压力测试。

相关研究发现：F007·F013

3.4 | 土业：利润改善，而且最接近新产品交叉销售

Q1 土业解决方案销售约 2.67 亿日元，同比增长 7.5%；分部利润约 0.37 亿，同比增长 43.4%。サムボロ一二ア等专业系统和继承流程构成了真实客户入口。

这块业务的上行价值在于，它不只卖专业软件，还可以承接继承调查、登记和后续运营。新设继承支援公司、AI 相续工具与地方政府合作，都可能把软件入口扩展成更完整的 BPaaS。

当前仍不能把这些新业务提前计入大量利润。

相关研究发现：F010·F011

04 | 产品、自动化与新增长点

4.1 | AI 相续最有价值的不是 AI 标签，而是已经量化了人工节省

AI 相続ミツロークン围绕户籍读取、继承关系图制作等高人工环节使用 AI-OCR 等技术。公司在地方政府实证中披露，相关工作时间从平均约 60 分钟降到约 10 分钟，减少约 83%；之后又扩大到更多地方政府。

这条证据比“采用 AI”重要得多，因为它直接触及本 Review 的核心：技术有没有把每件专业流程需要的人力变少。

当前缺的是集团层面的转化：单个流程节省时间，是否真的让人均处理量、毛利率和集团营业利润率持续提高。

相关研究发现：F010·F013

4.2 | MITRA eye 把监管变化变成新的工作流入口

2026 年 8 月公司宣布，2027 年初推出 MITRA eye，把不动产交易中的反社会势力数据库核查、IC 芯片本人确认、记录生成和案件管理整合到一个流程，并计划进一步与客户系统 API 连接、与公司 BPaaS 运营代办组合。

这说明监管变化不是只带来合规成本，也可以创造新的可外包工作流。

但产品还没有正式开始贡献收入，所以目前只能把它当作“有明确需求机制的期权”，不能直接给盈利加分。

相关研究发现：F011

4.3 | 真正的技术 KPI 应该是“案件/人”，而不是产品数量

公司中期计划不断强调标准化、自动化、处理能力和人均生产率。这个方向与投资逻辑是完全一致的。

未来如果公司可以披露：同样员工人数处理更多案件、自动化比例提高、处理时间下降、异常人工介入减少，BPaaS 才真正开始拥有软件式经营杠杆。

如果产品越来越多、子公司越来越多，但专业人员和后台成本同步增加，平台叙事就需要降级。

相关研究发现：F013·F023

05 | 护城河与客户关系

5.1 | 护城河来自客户流程里的“嵌入深度”

金融、司法、不动产和建筑流程都涉及权限、合规、数据格式、专业人员和客户内部审批。MITRA 把软件和运营同时接入，客户更换供应商时需要重新设计的不只是 IT 接口，也包括工作分工和异常处理方式。

这种嵌入比普通单点 SaaS 更厚，也比纯人力派遣更容易积累流程知识。

相关研究发现：F002·F004

5.2 | 但公开资料还没有给出最强的护城河证据

公司披露业务量、产品和客户案例很多，但并没有完整公开集团客户留存率、净收入留存、续约率、换供应商比例、价格提升能力或客户迁移成本。

这些指标如果未来被证明很强，护城河会明显升级；如果客户只是因为人力不足短期外包，长期价格权就会弱很多。

当前因此给护城河中等偏上，而不是高确定性评分。

相关研究发现：F004·F023

5.3 | 真正的替代品不是另一家“同类型上市公司”，而是客户自己做

MITRA 的组合很难找到完全一模一样的公开可比公司。客户可以选择内部人员处理，也可以分别购买 SaaS、BPO、司法/建筑专业服务，再由自己整合。

因此竞争优势不应该靠“没有同类上市公司”来证明。它要靠整合后总成本更低、错误更少、处理更快，以及客户确实不愿拆回去自己做。

相关研究发现：F004

06 | 盈利质量与现金流

6.1 | Q1 最大的陷阱是把准备金转回当成经营杠杆

Q1 营业利润 0.93 亿日元，而贷款损失准备转回约 0.76 亿。准备金真正不再需要，说明此前风险判断改善，本身并不是坏消息。

问题是它不能每季重复出现。

所以未来评价 2027 财年约 6.24 亿营业利润目标时，必须看没有类似转回的季度里，本业利润是不是仍然明显扩大。否则“Q1 利润翻倍”会高估正常化盈利。

相关研究发现：F008·F009

6.2 | 历史证明 10%营业利润率做得到，2028 年的更高目标仍需新证据

2024、2025 财年集团营业利润率曾在约 10%左右，2026 财年降到约 6.4%。这说明 2027 财年公司计划的约 10%并不是物理上从未实现过的水平。

但 2028 财年目标是销售约 62 亿、营业利润约 10 亿。如果销售规模没有大幅高于 62 亿，意味着利润率要接近 16%。这就不只是恢复旧状态，而是要求自动化和业务组合显著改变单位成本。

因此本 Review 把“约 10%干净利润率”视作可验证的近端目标，把“10 亿营业利润”视作上行期权而不是基础假设。

相关研究发现：F012·F013

6.3 | 现金能支持转型，但并不是无限弹药

2026 财年营业现金流约 3.84 亿日元、投资现金流约流出 5.79 亿，粗略自由现金为负。Q1 末现金约 24.38 亿日元，资产负债表仍然很强。

这给公司足够空间继续系统投资和小型并购，但如果利润修复不快，而投资与股息都持续流出，现金缓冲也会慢慢下降。

所以财务安全很高，资本配置纪律仍然重要。

相关研究发现：F014·F016

07 | 资产负债表、资本配置与股东回报

7.1 | 财务风险很低，真正的风险是现金被低回报投资慢慢消耗

Q1 末总资产约 44.36 亿日元、净资产约 33.12 亿、自有资本约 32.87 亿、权益比率约 74.1%，现金约 24.38 亿。公司没有依赖大量有息负债维持业务。

这意味着如果一个新产品慢一年、一个并购取消或建筑业务修复较慢，公司仍有较强缓冲。

但资产轻并不自动代表高回报。软件、运营中心、并购和新子公司都可以消耗现金，如果无法提高每股利润，就只是把财务安全换成组织复杂度。

相关研究发现：F014·F018

7.2 | 6 日元分红有吸引力，但不能只看股息率

按 9 月 9 日 157 日元计算，6 日元年度分红对应约 3.8%收益率。对资产负债表健康的小型服务股来说，这是一项真实回报。

但 2026 财年因为利润下降，分红支付率高于 100%。因此分红的长期质量仍然依赖本业利润恢复，而不是现金足够就一直发。

如果 2027 财年盈利目标能够兑现，分红覆盖会自然改善；如果干净利润修复失败，高支付率就会和投资需求发生竞争。

相关研究发现：F015

7.3 | 并购要用 ROIC 而不是“进入新业务”评价

公司明确把并购作为成长手段，也曾在条件不合适时终止一项基本合意。这种退出行为至少说明管理层不会只为了数量强行完成交易。

未来真正要看的是每笔并购的价格、商誉、客户/流程协同、两年后利润和现金回报。BPaaS 平台最容易出现的风险，就是通过不断并购把“平台”变成越来越复杂的子公司集合。

相关研究发现：F018·F023

08 | 管理层、中期计划与执行门槛

8.1 | 2027 财年的目标最适合拿来干净验证

公司计划 2027 财年销售约 62.11 亿日元、营业利润约 6.24 亿，营业利润率约 10%。这与历史可达到的利润率区间相近，所以是一个现实、可检验的门槛。

如果后续没有准备金转回时，金融利润继续稳、土业增长、不动产转盈、建筑恢复，集团达到约 10% 会是结构修复的重要证据。

如果利润仍主要依赖一项会计转回或单一金融分部，目标即使总额完成，质量也不足。

相关研究发现：F005·F008·F012

8.2 | 2028 财年 10 亿营业利润需要的是“生产率跃迁”

在销售目标约 62 亿日元附近，10 亿营业利润意味着非常高的集团利润率。仅靠收入自然增长很难做到。

因此管理层的标准化、自动化、处理能力和系统整合目标不是附属 KPI，而是估值核心。

未来最有价值的证据包括：员工增速低于案件增速、单件处理时间下降、自动化比率提升、弱业务毛利改善，以及系统投资不再需要等比例增加运营人员。

相关研究发现：F013

8.3 | “AI”只有在进入工作流以后才有价值

AI 相续已经在政府场景显示显著时间节省，MITRA eye 也明确设计成可与 BPaaS 运营连接。它们最好的路径不是独立卖一个 AI 工具，而是把新客户带入公司已有的专业流程体系。

因此本 Review 不给“AI 概念”单独估值。真正的价值只能由付费客户、续用、案件流和人力节省转化出来。

相关研究发现：F010·F011

09 | 估值与安全边际

9.1 | 157 日元不是深度价值，也不是平台狂热价

2026 年 9 月 9 日收盘 157 日元，PBR 约 2.1 倍；公司维持 6 日元分红，股息率约 3.8%。以公司盈利指引计算的前瞻估值处在中等区间。

这个价格没有把公司当成高增长 SaaS 平台，也没有像 0.3 倍 PBR 制造业那样给出巨大资产折价。

所以估值的核心非常干净：只要干净利润率能回到约 10%，当前价格有一定合理性；如果本业利润长期留在低个位数，2 倍以上 PBR 就缺乏足够安全边际。

相关研究发现：F016

9.2 | 不要用 Q1 的 195.5% 同比给估值

Q1 同比基数低，而且准备金转回显著放大营业利润。把这一季度利润直接年化，会让前瞻盈利看起来过于容易兑现。

更合理的估值锚是观察未来两个没有类似一次性转回的季度：销售增长、毛利率、销售管理费用、不动产/建筑利润，以及集团营业利润率能否同步改善。

相关研究发现：F008·F009·F019

9.3 | 下行保护来自现金、经常业务和分红，不来自账面资产折价

公司现金充足、没有高杠杆，BPaaS/云系统有持续使用基础，金融业务利润又很强。这些会降低经营转型失败时的生存风险。

但 PBR 约 2.1 倍意味着投资者不是用明显低于账面价值买入，所以真正的保护必须来自持续盈利和现金，而不是清算价值。

相关研究发现：F014·F015·F016

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。

本次价格研究独立使用 2014 年以来上市历史，先形成纯价格状态，再叠加 Q1 与近期产品/IR 事件。2026 年 9 月 9 日收盘 157 日元。

10.1 | 技术问题：180—204 日元是新阶段，还是一次没有站住的脉冲

6093 在 2017—2018 经历过数百日元乃至更高的高能量阶段，之后长期下行。对当前更有解释力的现代价格史，是 2023—2025 逐渐形成的约 120—160 日元低位体系。

真正的变化出现在 2025 年秋冬：价格从 130 日元上下逐步抬升，12 月到 180 附近，2026 年初数次触及 200—204。

因此当前 Technical Question 是：

旧的 120—140 日元核心低位是否已经真正失去控制力，还是 180—204 只是一次脉冲，而价格最终仍会回到旧的低位体系？

相关研究发现：F020

10.2 | 回抽已经给出一半答案：高位没站住，但底部也没有完全回去

2026年初触及204以后，4月价格约170、5月约153，6月最低147并收在160附近；7—9月又反复在150—170之间运行，9月9日收157。

这说明180—200没有形成稳定的更高运行区间，但回抽也没有持续回到2024—2025的120—140核心低位。

当前最准确的纯价格状态是：

旧低位约束变弱、较高底部部分保留，但180—200迁移没有完成。

相关研究发现：F020

10.3 | 现在150—170的反复稳定，比下一次碰200更重要

如果未来较深回抽仍然主要在150附近以上停止，说明市场正在把新的长期价格重心慢慢从旧低位抬高。

如果重新长期回到120—140，则2025年底到2026年初的上移应该被降级为失败脉冲。

反过来，如果未来重新突破180—200，并在一次有意义的回抽后仍然保留在明显更高区域，迁移质量才真正升级。

相关研究发现：F020

10.4 | Q1标题利润只留下了很短的正反馈

7月6日Q1公布前后，价格从164日元附近短暂上到167，成交明显放大，但随后很快回到160日元上下，月底约159。

纯价格状态已经先形成，所以这里研究的不是“利润导致股价怎样”，而是市场对一个很强标题利润的响应质量。

结论很清楚：市场承认消息偏正，却没有因此重新建立180—200高位状态。这与准备金转回显著放大利润的基本面质量相容。

相关研究发现：F021

10.5 | 近期新产品与IR也没有改变价格状态

8月底MITRA eye发布、9月初公司更新投资者材料后，股价仍然主要停留在160日元附近，9月9日收157。

这说明市场对“新服务/AI/合规产品”已经要求更多经济证明。产品发布本身不会像早期成长故事那样自动把价格推到新状态。

相关研究发现：F021

10.6 | Price-Fundamental Timing：价格先表达改善，基本面还只做了部分确认

价格从旧低位向 180—200 抬升发生在 2025 年底，早于 2026 年 Q1，因此属于 Price-led early migration。

随后 Q1 方向偏正，但被一次性准备金转回放大，市场也没有把价格重新推回高位。

因此当前跨域时序是：

价格先表达“旧低位约束减弱”，基本面只提供低质量、部分确认；真正闭环仍要等干净利润率。

Technical Judgment：55/100。

相关研究发现：F020·F021

11 | 风险与催化剂

11.1 | 最大风险：复杂流程就是护城河，也成为利润率天花板

如果客户流程越复杂，公司就越难被替换；但也越需要专业人员处理异常、监管变化和客户个性化要求。

最差的非危机场景是：BPaaS 持续增长，客户也很稳定，但每增加一批案件就需要增加接近同等比例的人员和管理费用。公司会成为好服务商，却很难达到平台式利润率。

相关研究发现：F004·F013

11.2 | 利润质量必须摆脱一次性转回和单一金融业务

当前金融业务是很强的利润锚，但不动产仍亏、建筑利润大幅下滑。集团如果长期靠金融业务和准备金转回来完成利润目标，平台化就没有被证明。

真正的结构升级是弱业务开始在标准化后转盈，金融高利润不再只是补贴其他业务。

相关研究发现：F005·F006·F007·F009

11.3 | 最有价值的催化剂都能改变“案件/人”或干净利润率

有信息价值的正面催化包括：

- 没有准备金转回时，集团营业利润率仍明显提升；
- 不动产业务实现持续盈亏平衡以上；
- 建筑业务交付能力恢复；
- AI 相续、MITRA eye 等产品形成付费、续用与 BPaaS 交叉销售；
- 案件量增长快于员工与销售管理费用；
- 经营现金流稳定覆盖投资与分红；
- 价格突破 180—200 后，经回抽仍稳定在更高区域。

相关研究发现：F010·F011·F013·F021·F024

12 | Insight / 本次新增认识

12.1 | 最有价值的“AI 证据”不是模型，而是一段工作从 60 分钟变 10 分钟

市场很容易给带 AI 的产品更高想象空间，但对 MITRA 这种流程公司，真正有股东价值的是单位人工下降。

AI 相续实证把一段工作从约 60 分钟压到约 10 分钟，这第一次把“自动化”从概念变成可测生产率。如果类似效率可以扩散到金融、建筑、不动产和土业更多流程，2028 利润目标才有经济基础。

相关研究发现：F010·F022

12.2 | 金融业务不是单纯安全垫，也是“模式已经能高盈利”的对照组

金融分部当前利润率非常高。它告诉投资者，同一个集团的流程系统并不是天然只能赚低利润。

因此真正的研究问题不再是“BPaaS 模式有没有可能”，而是为什么同一集团其他流程暂时没有达到相近效率，以及标准化能否缩小这个差距。

相关研究发现：F005·F022

12.3 | 监管越复杂，产品机会越多，但组织也可能越复杂

MITRA eye 说明监管变化可以直接创造新工作流；继承老龄化又创造另一类长期需求。

这看起来是好事，但每个新领域都可能需要新的专业知识、系统和子公司。真正的平台价值，不是不断增加业务名目，而是多个领域越来越共用同一套数据、安全、运营和自动化能力。

相关研究发现：F011·F018·F022

13 | 下一次最值得补的证据

13.1 | 客户留存与价格权

当前仍缺集团层面的客户留存率、续约率、净收入留存、多供应商使用和提价能力。

这些数据会直接回答：流程嵌入究竟是真正护城河，还是只是当前客户暂时不愿更换。

相关研究发现：F004·F023

13.2 | 每名专业人员处理多少案件

这是本 Review 最重要的未来生产率指标。

需要观察员工人数、案件量、自动化比例、单位处理时间、销售管理费用，以及这些指标是否在收入增长时变得更好。

如果公司能明确披露“案件增长远快于专业人员增长”，经营杠杆可信度会显著提升。

相关研究发现：F013·F023

13.3 | 弱业务是否真的被修复

不动产需要证明转盈，建筑需要证明审查/交付瓶颈被解决。只要这两块继续消耗金融利润，集团平台化就还没有完成。

下一季分部利润比集团总利润同比更有信息价值。

相关研究发现：F006·F007·F023

13.4 | 新产品和并购有没有真正提高 ROIC

AI 相续、MITRA eye、继承支援公司和未来并购都需要同一条验证线：付费客户、复购、毛利、共享平台程度和投入资本回收。

如果新业务只是增加组织层级和人力，就不应因为“新赛道”提高估值。

相关研究发现：F010·F011·F018·F023

14 | Kabugami Score 评分卡

14.1 | V3.2 模块评分

模块	权重	判断强度	加权得分	核心理由
财务韧性与下行防御	13	85	11.05	现金充足、权益比率约 74%、杠杆低，BPaaS 持续业务与金融利润提供韧性
竞争优势与结构耐久性	14	70	9.80	流程+软件+专业人员形成真实嵌入，但客户留存、价格溢价和人力可扩展性仍未量化
盈利质量、现金转化与资本效率	17	55	9.35	历史利润率证明能力存在，但 Q1 被准备金转回明显放大，FY2026 FCF 为负，干净经营杠杆待证明
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	70	7.70	四领域流程基础真实、金融利润强、新产品有需求机制；弱业务和专业人员依赖仍明显
估值与安全边际	15	60	9.00	157 日元、约 2.1 倍 PBR 和约 3.8%股息率并不极端，估值合理性

				取决于约 10%干净利润率兑现
资本配置与股东回报	10	60	6.00	有稳定 6 日元分红和现金缓冲，但高支付率、系统投资与并购需要更强 ROIC 证明
治理、所有权与管理层	7	60	4.20	目标明确、愿意退出不合适交易，但 2028 高利润目标仍需实际生产率交付
Kabugami 技术结构	13	55	7.15	旧 120—140 低位约束减弱，但 180—204 高位没有站稳，当前只保留 150—170 较高底部
合计	100		64.25	B

相关研究发现：F009·F013·F014·F016·F020·F024

14.2 | Action 与升级/降级条件

当前 Action 是 WATCH / WAIT FOR CLEAN OPERATING-LEVERAGE PROOF。

升级条件：没有准备金转回时集团利润率仍向 10%靠近；案件/员工生产率提高；不动产转盈、建筑恢复；新产品形成真实付费与交叉销售；经营现金流覆盖投资与分红；价格突破 180—200 后保留更高区域。

降级条件：干净利润率长期停在低个位数；收入增长需要等比例加入；弱业务持续吞掉金融利润；分红和投资明显消耗现金；并购增加复杂度；或价格持续回到 120—140 旧低位。

相关研究发现：F009·F013·F018·F020·F024

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告仅用于研究与信息整理，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价或收益保证。报告中的公司分析、情景、Kabugami Score、Action 与技术结构属于基于截至资料截止时公开信息形成的研究判断，可能存在事实遗漏、资料时差、解释差异和模型错误。

历史价格、客户流程量、管理层目标、AI 效率试验和过去经营表现都不保证未来结果。读者在作出真实投资决策前，应自行阅读公司最新法定披露，并根据自身风险承受能力、资金期限和税务/法律状况作独立判断。

展开本次 Review 的 24 项研究发现

F001 | MITRA 的核心资产是金融、不动产、建筑和工业中的专业工作流，而不是单一软件产品。

研究类型：economic_identity

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：价值取决于流程能否被持续复用并通过自动化产生经营杠杆。

不确定性：低。

证据：直接证据 | MITRA Group 公司与业务资料 (<https://www.mitra.co.jp/>)回到正文：00 | 核心结论 · 01.1 | 投资问题 · 02.1 | BPaaS

F002 | BPaaS 把云系统和专业运营一起嵌入客户流程，切换需要同时重建 IT 接口、权限、人员分工和异常处理。

研究类型：workflow_embedding_mechanism

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：比单点 SaaS 或普通人力外包有更真实的流程切换摩擦。

不确定性：客户实际迁移行为未量化。

证据：直接证据 | MITRA BPaaS 资料 (<https://www.mitra.co.jp/>)回到正文：02.1 | 完成一段流程 · 05.1 | 嵌入深度

F003 | FY2026 约 59% 收入来自 BPaaS、22% 来自云系统，合计约 81%，集团已有持续使用基础。

研究类型：recurring_revenue_mix

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：公司不是从零讲平台故事，未来价值取决于持续流程能否提高利润率。

不确定性：并非全部属于合同式订阅 ARR。

证据：直接证据 | MITRA 投资者资料 (<https://www.mitra.co.jp/ir/>)回到正文：01.1 | 业务基础 · 02.2 | 持续使用

F004 | 流程嵌入的护城河机制成立，但集团客户留存、续约、提价和迁移成本仍缺直接公开数据。

研究类型：switching_cost_research_debt

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：护城河目前只能给中等偏上，不能靠管理层叙事直接升级。

不确定性：高，当前无合理公开高信息路径。

证据：业务量与流程结构支持机制；留存/续约指标未公开。

回到正文：02.3 | 复杂的两面 · 05.2 | 缺失的强证据 · 13.1 | 客户留存

F005 | 金融解决方案 Q1 约 4.67 亿日元销售、2.42 亿分部利润，是集团最清晰的利润锚。

研究类型：segment_profit_anchor

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：同一 BPaaS 集团已经证明某些成熟流程可以产生高盈利，未来关键是复制。

不确定性：分部利润不能直接等于独立公司营业利润率。

证据：直接证据 | Q1 分部资料 (<https://www.mitra.co.jp/ir/>)回到正文：03.1 | 金融利润锚 · 08.1 | 集团目标 · 12.2 | 对照组

F006 | 不动产 Q1 收入增长 33.9% 但仍亏损约 0.24 亿，增长尚未完成盈利化。

研究类型：real_estate_margin_repair

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：不动产转盈是集团利润质量扩散的重要验证点。

不确定性：H'OURS 单位经济与持续使用增长仍不透明。

证据：直接证据 | Q1 分部资料 (<https://www.mitra.co.jp/ir/>)回到正文：03.2 | 不动产 · 11.2 | 弱业务 · 13.3 | 修复证据

F007 | 建筑 Q1 利润同比下降约 70.7%，接单/审查/交付能力直接暴露专业流程的人力与排程瓶颈。

研究类型：construction_throughput_counterevidence

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：复杂流程只有被标准化后才会形成杠杆，否则增长会继续吞人力。

不确定性：订单延迟与结构性需求弱化的比例未完全拆分。

证据：直接证据 | Q1 公司说明资料 (<https://www.mitra.co.jp/ir/>)回到正文：03.3 | 建筑瓶颈 · 11.2 | 弱业务 · 13.3 | 弱业务修复

F008 | Q1 营业利润约 0.93 亿，但贷款损失准备转回约 0.76 亿，表面利润增长被一次性因素显著放大。

研究类型：profit_quality_one_off

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：后续没有类似转回时的集团利润率，才是经营杠杆的有效证据。

不确定性：转回本身不代表不良会计。

证据：直接证据 | Q1 决算与问答 (<https://www.mitra.co.jp/ir/>)回到正文：01.2 | Q1 漂亮得太快 · 06.1 | 准备金转回 · 09.2 | 不能年化

F009 | 机械剔除准备金转回仅是压力测试，不是公司官方调整后利润；当前干净集团利润率仍未证明。

研究类型：clean_margin_unknown

来源研究：CROSS_DOMAIN

普通股东含义：不能用 195.5% 同比或机械调整值代替未来实际季度证据。

不确定性：高，需要 Q2/Q3。

证据：Q1 披露与准备金转回金额交叉分析。

回到正文：01.2 | 压力测试 · 06.1 | 真实验证 · 14.2 | 升级条件

F010 | AI 相续在地方政府实证中把相关处理时间从约 60 分钟降至约 10 分钟，是直接的单位人工节省证据。

研究类型：automation_productivity_evidence

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：自动化若能跨流程扩散，可能把 BPaaS 从人力服务升级为有经营杠杆的平台。

不确定性：集团层面案件/员工改善尚未披露。

证据：直接证据 | MITRA AI 相续相关公告 (<https://www.mitra.co.jp/news/>)回到正文：03.4 | 土业入口 · 04.1 | 60 分钟变 10 分钟 · 12.1 | 真正的 AI 证据

F011 | MITRA eye 把反社数据库核查、IC 本人确认和记录保存整合成可与 BPaaS 连接的新合规流程。

研究类型：regulatory_workflow_optionality

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：监管变化可以创造新工作流入口，但产品尚未形成可量化利润。

不确定性：付费客户、毛利和交叉销售待验证。

证据：直接证据 | MITRA eye 2026-08-28 (<https://www.mitra.co.jp/news/9160/>)回到正文：04.2 | 监管变需求 · 08.3 | AI 只有进流程才有价值 · 12.3 | 复杂监管

F012 | 2027 财年约 10% 营业利润率目标接近集团历史可达水平，2028 财年 10 亿营业利润则要求更强的生产率跃迁。

研究类型：normalized_margin_and_plan_bridge

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：近端可以验证恢复，远端高利润目标不能提前当成基础盈利。

不确定性：弱业务与自动化进度决定兑现度。

证据：直接证据 | 中期经营计划与历史决算 (<https://www.mitra.co.jp/ir/>)回到正文：06.2 | 利润率门槛 · 08.1 | 2027 验证

F013 | 集团最重要的未披露 KPI 是案件/员工、单位处理时间与自动化比例，因为它们决定 BPaaS 能否产生软件式经营杠杆。

研究类型：workflow_productivity_research_debt

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：收入增长只有在单位人工下降时才真正改善资本效率。

不确定性：集团层面数据未公开。

证据：公司中期计划的生产率目标 + AI 相续局部效率证据。

回到正文：02.3 | 复杂的两面 · 04.3 | 案件/人 · 08.2 | 生产率跃迁 · 13.2 | 未来证据

F014 | Q1 现金约 24.38 亿、权益比率约 74%、杠杆低，财务生存风险很小。

研究类型：balance_sheet_resilience

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：公司有时间做系统投资与业务修复，不容易被短期经营波动逼入破坏性融资。

不确定性：现金仍会受股息、投资和并购消耗。

证据：直接证据 | Q1 资产负债表 (<https://www.mitra.co.jp/ir/>)回到正文：06.3 | 现金支持转型 · 07.1 | 财务风险低 · 09.3 | 下行保护

F015 | 6 日元年度分红在 157 日元附近约 3.8%收益率，但 FY2026 支付率高于 100%，长期质量依赖盈利恢复。

研究类型：dividend_quality

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：分红是现实回报，但不是无条件的估值底线。

不确定性：未来利润与投资节奏决定覆盖度。

证据：公司分红资料与 2026-09-09 市场价格。

回到正文：07.2 | 分红质量 · 09.3 | 下行保护

F016 | 2026-09-09 收盘 157 日元、PBR 约 2.1 倍，当前估值要求利润修复但没有支付超级平台溢价。

研究类型：valuation_clean_margin_bridge

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：约 10% 干净利润率若兑现，估值可以成立；若本业利润率长期低，2 倍 PBR 缺乏足够保护。

不确定性：未来盈利和价格都会变化。

证据：市场资料 | 株探 6093 (https://s.kabutan.jp/stocks/6093/historical_prices/daily/)回到正文：01.3 | 当前结论 · 09.1 | 估值位置 · 09.3 | 保护来源

F017 | FY2026 经营现金流为正但投资后自由现金为负，现金缓冲需要与系统投资、并购和分红一起看。

研究类型：cash_conversion_investment_load

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：资产轻不代表所有增长投入都无资本成本，未来 ROIC 仍需要验证。

不确定性：各投资项目回报未单独拆分。

证据：公司 2026 财年现金流披露。

回到正文：06.3 | 现金弹药 · 07.3 | 并购 ROIC

F018 | 并购和新业务只有在共享数据/运营/客户基础并提高每股回报时才构成平台价值；组织复杂度是反向风险。

研究类型：capital_allocation_complexity

来源研究：COVERAGE35 / CROSS_DOMAIN

普通股东含义：进入新赛道或增加子公司不是价值创造证据，必须看 ROIC。

不确定性：未来并购对象与价格未知。

证据：公司成长战略和既往交易退出行为。

回到正文：07.1 | 现金与复杂度 · 07.3 | 并购纪律 · 12.3 | 监管与组织复杂度

F019 | Q1 漂亮利润不能直接年化，当前估值最需要未来两个无类似转回季度的干净利润验证。

研究类型：market_expectations_clean_profit

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：市场当前主要在等待利润质量，不是在等待发现 BPaaS 概念。

不确定性：Q2/Q3 结果尚未来。

证据：Q1 一次性因素与当前估值交叉研究。

回到正文：01.3 | 当前 Action · 09.2 | 不能年化 Q1

F020 | 2014 以来价格史显示旧 120—140 低位约束已减弱，但 180—204 高位没有经回抽后稳定，当前只保留 150—170 较高底部。

研究类型：protected_technical_state

来源研究：TECHNICAL

普通股东含义：价格结构比 2024—25 低位更强，但尚未确认新的长期高位状态。

不确定性：中等。

证据：真实上市历史价格；2026-09-09 收盘 157 日元。

回到正文：10.1 | 技术问题 · 10.2 | 回抽 · 10.6 | 跨域时序

F021 | Q1 与近期新服务消息均只产生有限价格响应，市场没有重新建立 180—200 高位状态。

研究类型：event_response_after_pure_state

来源研究：TECHNICAL / CROSS_DOMAIN

普通股东含义：市场开始要求产品与标题利润转化成干净经营结果，而不是只奖励消息。

不确定性：单次事件窗口有限。

证据：事件日期与真实市场价格。

回到正文：10.4 | Q1 响应 · 10.5 | 新产品响应 · 11.3 | 催化剂

F022 | 本次 Research Dividend：真正能验证 AI/BPaaS 平台化的，是单位流程生产率和跨分部利润复制，而不是 AI 产品数量。

研究类型：research_dividend_productivity_bridge

来源研究：CROSS_DOMAIN

普通股东含义：投资者可以用“案件/人、干净利润率、弱分部修复”替代模糊的数字化叙事。

不确定性：集团生产率数据仍待披露。

证据：AI 相续时间节省、金融分部利润与中期生产率目标的交叉关系。

回到正文：12.1 | AI 证据 · 12.2 | 金融对照组 · 12.3 | 平台共用能力

F023 | 核心 Research Debt 包括客户留存/提价、案件/员工生产率、弱分部单位经济、新产品货币化与并购/投资 ROIC。

研究类型：research_debt_bundle

来源研究：COVERAGE35 / CROSS_DOMAIN

普通股东含义：这些问题会直接改变护城河、正常化利润率和估值判断；当前无合理公开路径进一步解决。

不确定性：明确保留。

证据：本 Review 有界公开研究与公司披露边界。

回到正文：13.1 | 客户留存 · 13.2 | 案件/人 · 13.3 | 弱业务 · 13.4 | 新产品与 ROIC

F024 | 当前 V3.2 结论为 64.25/B 与 WATCH：资产负债表和流程基础较强，但重估必须等干净经营杠杆被证明。

研究类型：current_thesis_action

来源研究：SYNTHESIS / SCORE

普通股含义：当前适合持续跟踪，不适合用一次性 Q1 利润或 AI 概念提前支付平台溢价。

不确定性：干净利润率、生产率和技术迁移仍待后续验证。

证据：本 Review Frozen Full Synthesis Map + V3.2 Score；基础

见 F008/F013/F014/F016/F020。

回到正文：00 | 核心结论 · 01.3 | 当前 Action · 14.2 | 升级/降级

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 3499 --

15.1 | 本 Review 的方法与身份

- Research Producer：GPT Research Lane。
- Research Review：2026-09-09。
- Research Authority SHA：b5d7938cb2cc3762d880d3f1453dcf969de89ef1。
- Coverage35 Method Epoch：structured-deep-research-v1。
- ResearchSynthesis Method Epoch：full-synthesis-map-v1。
- EditorialRouting Method Epoch：loss-preserving-routing-v1。
- Score Version：V3.2。
- 2026-08-21 V3.1 Review 保持为不可改写历史记录。本次只把其中事实作为历史背景；Investment Question、Open Discovery、Technical、Research Stop、Synthesis、Score、Routing 和 Action 均在本次 pinned authority 下独立形成。
- 本 Review 未继承或分配 Owner Media；无图 Review 合法。

15.2 | 公司与一手资料

1. MITRA Group | 官方网站 / 业务与 BPaaS

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

2. MITRA Group | IR Library / 2027 年 2 月期第 1 四半期资料与 2026 年 2 月期法定披露

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

3. MITRA Group | 中期经营计划 2027 / 2028 年 2 月期经营目标与生产率战略

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

4. MITRA Group | MITRA eye (2026-08-28)

<https://www.mitra.co.jp/news/9160/>

5. MITRA Group | AI 相续ミツローくん / 地方政府导入与业务效率资料

<https://www.mitra.co.jp/news/>

6. MITRA Group | 专业服务、H'OURS、建筑与金融解决方案资料

<https://www.mitra.co.jp/solutions/>

15.3 | 外部与市场资料

7. 株探 | 6093 ミトラグループ 日次历史价格 / 2026-09-09 收盘 157 日元

https://s.kabutan.jp/stocks/6093/historical_prices/daily/

8. みんかぶ | 6093 バリュエーション / 历史价格

https://minkabu.jp/stock/6093/daily_valuation

9. Yahoo!ファイナンス | 6093 历史价格与估值

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/6093.T/history>

10. 2014 年以来公开调整后历史价格资料用于上市生命史复核。事件只在纯价格 Technical State 冻结后研究响应。

15.4 | Research Debt / UNKNOWN

本 Review 保留以下高价值未知：

- 集团客户留存、续约、净收入留存、提价与迁移成本；
- 案件/员工、单位处理时间和集团自动化生产率；
- 剔除准备金转回后的可重复分部与集团利润率；
- H'OURS 及不动产业务的单位经济；
- 建筑订单与交付瓶颈的真实修复速度；
- MITRA eye、AI 相续等新产品的付费、毛利和交叉销售；
- 中期约 9 亿日元投资与未来并购的 ROIC；
- 更细的客户集中度。

这些问题已经经过本 Review 的有界公开研究；当前没有合理公开路径预计能在没有新季度/客户采用数据的情况下立即改变核心 Thesis，因此可以在明确保留 Research Debt 的前提下 Research Stop。

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。