

7327 株式会社第四北越フィナンシャルグループ (Daishi Hokuetsu Financial Group, Inc.)

Kabugami V3.2 81.45/100 ・ A

这家公司是做什么的

第四北越FG以第四北越银行为核心，在新潟经营存款、贷款和结算，并通过证券、租赁、信用保证、卡、咨询、人材介绍、地域商社、基金和数字服务扩展企业与个人客户关系。

最近亮点

FY2026归母净利润421亿日元、同比+43.4%，FY2027公司计划已第四次上修至530亿日元；FY2027 Q1归母净利润176.85亿日元、同比+38.3%，年化ROE 12.14%。同时公司已与群馬银行签署最终经营统合协…

资料截止 2026-09-23 · 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	2026-09-23
研究规则版本 SHA	659fe29eb8dacc020f5be81dd7bc256764f768c3
评分版本	V3.2
发布源 SHA	f24542afb8ea64df3542efe77fcdc5cc29146cb
交付代码版本 SHA	f24542afb8ea64df3542efe77fcdc5cc29146cb
交付运行时指纹	09f5d85e2c00de7b9090608fd2602937ece9f249af06fe40d92518815dd554e7

先看研究要点

为什么值得研究	新潟县内约 50%的存贷款份额、56%的企业主办行份额和 8.8 万亿日元级存款构成很强的低成本资金与关系客户底座；Q1 贷款收益率、净利息、手续费、证券收益和 ROE 同步改善，集团国内标准资本率 12.65%、不良债权比率约 1.92%。累进分红、40%左右配当性向和机动回购也把盈利改善更直接地传给股东。
最需要担心什么	主要风险已从“地银能不能赚钱”转成“高 ROE 能不能在更高估值和更大组织里持续”。新潟人口仍快速下降；县外贷款增长越来越依赖结构化金融等新风险池；升息同时推高存款 beta、借款人信用压力和债券评价损。群馬銀行統合还涉及 1:1.125 换股、约 4.258 亿股新股交付、系统/制度整合与协同兑现，当前 1.17 倍 PBR 不给执行失误留下很厚缓冲。
Kabugami 现在怎么看	第四北越 FG 已从低利率时代的低 ROE 地方银行，迁移为“强存款特许权 + 利率正常化 + 区域关系金融 + 跨县扩张 + 资本效率改革”的高质量区域金融平台。当前最重要的变化不是单次加息，而是净利息、手续费、ROE、资本回报和价格结构已共同跨过旧状态；但估值也同步跨过 1 倍 PBR，2027 年群馬銀行統合会让未来盈利、资本与每股指标的分母发生重构。因此本轮 A 评级认可经营与结构质量，不等于建议在历史新高附近追价；下一阶段的核心验证是合并前独立 ROE、1.25%利率下负债端成本，以及统合后每股价值能否真正高于两家公司简单相加。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正的投资问题：1 倍 PBR 以上以后，统合能否继续提高“每股”价值

第四北越 FG 过去几年的核心矛盾已经发生改变。过去的地方银行定价主要受长期低利率、低净息差和低 ROE 压制；现在 FY2026 归母净利润已达到 421 亿日元，FY2027 公司计划 530 亿日元，Q1 净利润 176.85 亿日元，年化 ROE 达到 12.14%。公司自己的全年目标是 ROE 8.9%以上，并明确希望尽早达到 10%以上。

与此同时，2026 年 3 月 26 日与群马银行签署最终经营统合协议。计划于 2027 年 4 月通过换股，由第四北越 FG 作为完全母公司并更名为群马新潟フィナンシャルグループ。每 1 股群马银行普通股换 1.125 股第四北越 FG 普通股，预计交付约 4.258 亿股新股。

因此本轮的核心问题不是“地方银行能否受益于加息”，而是：

在第四北越FG 自身ROE 已经明显上升、股价PBR 已经超过1 倍以后，与群马银行的统合能否通过更强的风险承受能力、跨县客户网络和非利息业务能力，使合并后的每股盈利与ROE 持续提高，而不是只把资产规模和股数一起放大？

01.2 | Q1 说明盈利改善并非只靠一次性证券收益

FY2027 Q1 集团连结粗利益 360.18 亿日元，同比增加 40.44 亿；核心粗利益 398.25 亿，同比增加 75.84 亿。资金利益 278.59 亿，同比增加 40.28 亿；手续费等利益 72.63 亿，同比增加 10.18 亿；扣除国债等债券损益后的其他业务利益 47.02 亿，同比增加 25.38 亿。

归母净利润 176.85 亿日元，同比增加 48.99 亿。股票等相关损益 62.33 亿日元确实提供了较大帮助，但底层资金利润和手续费本身也在扩张，因此不能把 Q1 的增长简单归为股票出售或市场收益。

银行单体的核心业务纯益 360.40 亿日元，同比增加 69.44 亿；净信用成本为负约 1.06 亿日元，意味着当季信用成本不是利润拖累。利润改善目前同时来自资产收益率上升、贷款增长、非利息收入和费用控制。

01.3 | 结论：质量足以给 A，但赔率暂不足以支持追价

9 月 18 日收盘 2,664 日元，市场数据对应公司预测 PER 约 13.2 倍、PBR 约 1.17 倍、预测股息率约 3.0%。这不是极端高估，但与第四北越 FG 过去长期低于 1 倍 PBR 的定价相比，市场已经把“ROE 结构改善”和一部分“群马统合协同”提前写入价格。

如果第四北越 FG 独立 ROE 维持 9%—10%，并且合并后 ROE 达到公司提出的 10.5% 以上，1 倍以上 PBR 可以有基本面支撑；如果存款成本抬升、信用成本反转或统合协同迟迟不能转化为每股盈利，当前估值就会迅速失去安全垫。

因此本轮 Action 为持有 / 新资金等待更好赔率。现阶段最有信息价值的不是再看一次股价新高，而是看 1.25% 政策利率生效后的净息差、Q2 信用成本和 2027 年统合前后的每股价值桥。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 核心经济资产是“新潟存款关系”，不是单纯的网点数量

第四北越 FG 由第四银行与北越银行在 2018 年组建，2021 年两行合并为第四北越银行。集团同时拥有证券、租赁、信用保证、卡、咨询调查、人材介绍、地域商社、基金和系统等业务。

对股东最重要的经济链条是：

长期企业/个人关系 → 结算与工资账户 → 稳定存款 → 贷款与证券配置 → 净利息 + 手续费 → 资本积累 → 分红/回购/再投资。

2026 年 6 月末银行贷款约 5.92 万亿日元，存款等约 8.80 万亿日元，贷款存款比约 67%。这意味着集团不是依赖高成本批发融资去扩张资产，而是拥有很深的存款底盘。

在利率正常化阶段，这类存款特许权的价值比零利率时代更高：资产端贷款和证券收益率可以较快重定价，而负债端存款利率是否同速度上升决定净息差能留下多少。

02.2 | 新潟 50%级份额既是护城河，也是集中度

公司披露，新潟县内贷款份额约 50.4%、不含邮储的存款份额约 50.3%；帝国データバンク 2025 年主办行调查显示第四北越银行主办企业约 17,378 家、份额约 56%。

这种地位带来真实关系深度：企业融资、结算、工资、事承、M&A、资产管理、租赁、卡和数字服务可以围绕同一客户多次变现。

但份额越高，县内自身增长空间越有限。新潟县 2026 年 8 月 1 日推计人口约 204.4 万人，同比减少约 3 万人；2025 年国势调查速報比 2020 年减少约 13.28 万人、降幅 6.0%。因此第四北越未来的增量不能只依靠“在新潟拿更多份额”，必须来自提高单客价值、非利息业务、县外资产和跨县协同。

02.3 | 非银业务的意义是提高客户终身价值，不是替代银行利润

集团近年来扩充地域商社、人材介绍、咨询、基金、证券、租赁和数字服务。2025 年度企业端 CONNECT-BIZ 利用公司数从 1,821 增加到 3,195；个人 App 利用者数从 21.8 万人增至 35.3 万人，显示数字渠道正在把传统银行关系转成更低摩擦的服务入口。

这些业务目前不是集团利润的绝对核心，但它们能提高客户黏性、手续费收入和数据触点。尤其在人口减少地区，单靠贷款余额扩张很难长期维持增长，提高每个关系客户的服务深度更重要。

03 | 产品、客户与关键依赖

03.1 | 贷款增长已经明显向县外和结构化金融迁移

2026 年 6 月末贷款余额约 5.9236 万亿日元，同比增加 3,117 亿日元。县内事业性贷款约 1.6532 万亿，同比减少 125 亿；县外事业性贷款约 2.1030 万亿，同比增加 3,259 亿，其中县外中小企业贷款增加 1,522 亿。公司明确指出县外增长主要由结构化金融等推动。

这具有两面性。

正面是第四北越已经找到绕开本地人口和企业数量下降的增长路径；风险是县外结构化金融没有同样深的历史客户关系，承保、资产相关性和单笔风险需要更高要求。未来“县外增量带来多少风险调整后收益”比单看贷款增长更重要。

03.2 | 消费贷款和资产管理提供第二条客户变现路径

消费贷款约 1.6074 万亿日元，同比增加 837 亿，住房贷款和无担保贷款都通过非面对面渠道扩张。

2026 年 6 月末集团预托资产约 1.2947 万亿日元，同比增加约 2,166 亿；其中投资信托、公共债和保险均增长，第四北越证券预托资产约 7,032 亿日元。资产管理业务可以把家庭存款关系转成手续费，同时降低只依赖贷款净息差的单一盈利结构。

03.3 | 关键依赖：存款、人才、系统和风险管理

第四北越最重要的“供应商”不是传统制造业意义上的原材料供应商，而是四类基础能力：

- 低成本稳定存款；
- 能做企业关系、结构化金融和资产管理的人才；
- 银行核心系统、支付和网络安全能力；
- 风险计量、信用审核与市场风险管理。

2027 年统合后两家银行法律实体暂时并存，集团层面却要统一治理、风险、HR、系统投资和业务制度。系统与人才整合是决定协同能否落地的关键依赖，而不是行政后台问题。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 县内竞争优势很强，但真正的未来竞争在县外

在新潟，第四北越拥有约半数贷款和存款、过半主办行份额。这种规模让其在企业信息、区域网络、人才匹配和项目组织上形成网络效应。

但传统银行服务的切换成本并不等于垄断。大型企业可以多银行交易，住宅贷款和存款可以跨行比较，网络银行也在争夺个人资金。县内 50% 级份额本身不能保证高 ROE。

因此未来竞争焦点转向：

1. 县外贷款和结构化金融的风险调整后收益；
2. 事承、M&A、咨询、人材、证券等非利息业务；
3. 数字渠道能否在不增加网点成本的情况下维持客户触点；
4. 与群马银行统合后，能否形成广域客户转介和更大单笔风险承受能力。

04.2 | TSUBASA 说明第四北越已有“轻资产广域化”经验

第四北越长期参加 TSUBASA アライアンス，2015 年成立以来到 2026 年 3 月，公司称累计协同效果约 203 亿日元。联盟提供共同系统、产品、信息和业务合作经验。

这很重要，因为群马统合并不是从“完全陌生的跨行合作”起步。双方自 2021 年已有群马・第四北越アライアンス，未来统合是在已有合作上升级治理与资本关系。

04.3 | 群马统合的核心不是裁网点，而是“风险承受力 × 客户网络”

当前披露的协同重点是 RORA 管理、风险承受能力、银团贷款、结构化/跨境金融、海外网点、M&A/事承、客户转介、咨询和证券能力共享。

这说明管理层把主要协同放在收入端和资本效率端，而不是简单依赖大规模关店削成本。若能兑现，这种协同质量更高；但也意味着见效依赖前线业务行为和风险管理，不会像关店裁员那样机械、快速。

05 | 护城河判断

05.1 | 最强护城河：存款与企业关系的组合

第四北越最强的竞争优势不是品牌本身，而是三件事叠加：

- 新潟 50% 级存贷款份额；
- 56% 主办行份额带来的企业信息和关系深度；
- 8 万亿日元以上存款提供的低成本资金来源。

在更高利率环境中，这个组合会直接影响净息差：拥有大量交易性、个人和企业存款的银行，更有机会让资产收益率上升快于资金成本。

05.2 | 切换成本真实但有限

企业不会因为第四北越是主办行就永远不换银行。大企业可以多行融资，结构化金融更是全国竞争，个人存款也会追逐更高利率。

真正有粘性的部分来自工资、结算、授信历史、担保、事承、资产管理和管理层关系等多重连接。数字渠道和非银服务如果让关系更深，会提高切换成本；如果只是增加产品数量而不提高使用深度，就不会形成新的护城河。

05.3 | 人口下降迫使护城河“从份额变现能力”升级为“跨区域复制能力”

新潟人口下降不是一个短期周期，而是长期结构压力。第四北越若只守住 50% 份额，绝对客户池仍可能缩小。

因此下一阶段护城河判断的关键是：能否把新潟形成的关系金融、风险管理、咨询和证券能力复制到群馬及更广区域，而不牺牲承保纪律。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 资金利润、手续费、费用与信用成本同时向好

FY2027 Q1 集团资金利益 278.59 亿日元，同比+40.28 亿；手续费等利益 72.63 亿，同比+10.18 亿。营业经费 161.46 亿，同比减少 3.93 亿。贷款/准备相关费用 11.67 亿，同比减少 1.97 亿。

银行单体贷款收益率 1.37%，同比+0.23 个百分点；存款等收益率 0.26%，同比+0.11；贷款存款利差 1.11%，同比+0.12；总资金利差 0.43%，同比+0.13。

这是很重要的质量信号：资产端重定价目前仍快于负债端。

06.2 | ROE 改善已经从“目标”进入“实绩”，但 Q1 年化不能直接外推

FY2026 集团 ROE 约 8.03%，公司 FY2027 目标 8.9% 以上；Q1 年化 ROE 达到 12.14%。

Q1 不能机械年化为全年，因为股票相关损益、市场环境和季节性会改变全年结构。更可靠的判断是：第四北越的 ROE 已经从过去 4%—6% 区间跨入更高状态，是否能长期维持 10% 以上仍需多个季度验证。

06.3 | 资本与信用风险目前可控

2026 年 6 月末集团国内标准自己资本比率 12.65%，较 3 月末 12.07% 提高。集团风险管理债权约 1,150 亿日元，不良债权比率约 1.92%，低于上年同期 2.07%。

这说明当前没有“为了增长牺牲资本”的明显迹象。不过，县外结构化金融增速很快，低信用成本时期尤其需要防止承保标准在扩张中变松。

06.4 | 证券组合是升息环境下的主要反向压力

Q1 银行国债等债券损益约-38.07 亿日元，FY2026 全年约-374.61 亿。2026 年 6 月末集团债券类其他有价证券账面约 1.01 万亿日元，评价损约 677 亿日元；股票类评价益约 1,536 亿，整体有价证券仍有正的评价差额。

这意味着升息不是单向利好：贷款收益率和再投资收益上升的同时，旧债券价格会下降。银行必须通过到期、对冲、卖出和再配置逐步消化。

06.5 | 银行不能用工业企业 OCF 标准机械判断

银行的现金流量表受存款、贷款、央行往来和证券买卖巨大影响，不能用“营业现金流一定要高于净利润”作为质量判据。本 Review 更重视净息差、信用成本、资本率、不良率、证券风险和 ROE，因为这些更直接决定银行股东经济。

07 | 股东、董事与治理

07.1 | 当前没有单一控股股东，所有权较分散

公司前十大股东以信托银行、保险机构和员工持股会为主，没有一个股东拥有控制性持股。分散所有权降低控股股东侵占风险，也让董事会和资本市场约束更重要。

07.2 | 统合后治理形式偏强，但“对等”本身也会产生执行成本

公司披露，新集团计划 13 名董事，其中内部 6 名由两家公司各提名 3 名，外部董事 7 名；代表董事 2 名（会长、社长）。外部董事过半是积极信号。

但“相互信赖、对等统合”也可能形成双中心决策、历史制度保护和整合速度慢的问题。对投资者而言，治理质量不只看外部董事数量，还要看：

- 资本和风险是否用一套 RORA 规则管理；
- 人事、系统、产品和审批是否真正统一；
- 两家银行利益冲突能否由集团利益优先解决；
- 协同项目是否有清楚的责任、时间和数字。

07.3 | 治理最值得观察的是“第二次大型统合”的执行学习

第四北越自身已经经历过第四银行与北越银行的持股公司整合、银行合并和系统事务统一。历史上确实完成了复杂整合，这提高本次 PMI 可信度。

但群马统合规模更大、跨县更明显，而且初期两家银行并不合并，因此不能直接把上一次成功复制成结论。未来的治理证据应来自实际协同、系统进度和资本效率，而不是“有过经验”本身。

08 | 资本政策

08.1 | 股东回报政策清晰且正在升级

第四北越明确实行原则上累进分红、配当性向约 40%，并根据业绩和市场环境机动回购。

FY2026 每股分红 63 日元，FY2027 预测 80 日元，其中期中 40、期末 40。以 9 月 18 日股价 2,664 日元计算，预测股息率约 3.0%。

这不是超高收益率，但在盈利上修和 ROE 提升同时增配，质量高于用高派息掩盖低增长。

08.2 | 最重要的资本动作是群马换股：股数放大，但不等于简单稀释

根据最终协议，每 1 股群马银行股票换 1.125 股第四北越 FG，预计交付约 4.258 亿股新股。

这会显著改变第四北越现有股东在新集团中的所有权比例，未来 EPS、BPS、ROE 等指标都不能把“新增股数”当作单纯稀释去看，因为同时获得了群马银行的盈利与净资产。

正确的问题是：

交换进来的群马资产、盈利和未来协同，是否能让合并后每股盈利、每股净资产回报和资本成本差变得更好？

如果只是规模变大但每股收益没有改善，统合不会创造股东价值。

08.3 | 资本配置未来将面对更复杂取舍

新集团将同时需要资本支持县外增长、结构化金融、海外网络、系统整合、非银业务和股东回报。公司仍希望 ROE 10% 以上，这意味着不能无限堆积低收益资本。

下一阶段应观察合并后 CET1/国内标准资本目标、政策持股/证券组合、回购政策和增长资产 RORA 如何在同一资本框架下取舍。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 1.17 倍 PBR 意味着市场已经从“修复估值”进入“要求兑现”

9 月 18 日收盘 2,664 日元，市场数据对应预测 PER 约 13.2 倍、PBR 约 1.17 倍，预测股息率约 3.0%。

对于 ROE 长期只有 4%—6% 的地方银行，1 倍以上 PBR 很难合理；对于 ROE 稳定 10% 以上、资本回报清晰、增长质量可验证的银行，1 倍以上并非天然昂贵。

因此当前估值的关键不在历史均值，而在未来 ROE 能否真正稳定在 10% 左右。

09.2 | 用 ROE/PBR 关系看，当前安全边际是“中等偏薄”

FY2026 ROE 8.03%，公司 FY2027 目标 8.9% 以上；若只用 8%—9% ROE 支撑 1.17 倍 PBR，隐含要求已经不低。

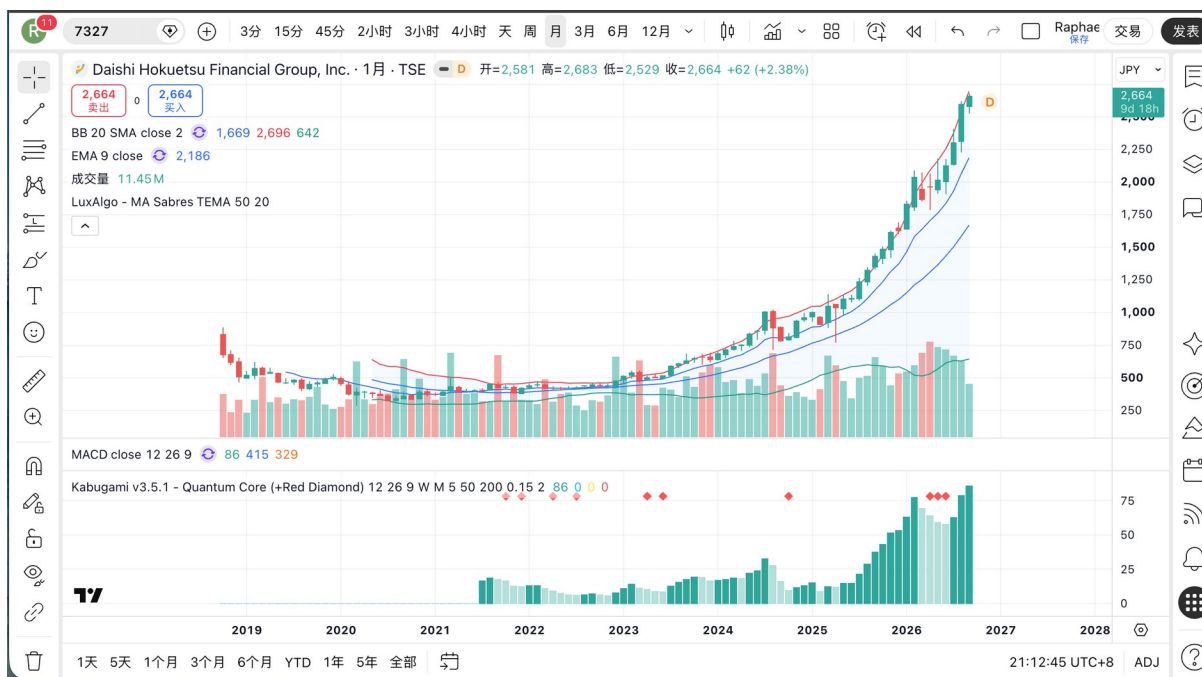
如果独立 ROE 升至 10%，并且群马统合后 ROE 达到 10.5% 以上且可持续，当前估值可被盈利增长逐步消化。反之，如果 ROE 回落到 7%—8%，PBR 重新向 1 倍或以下收敛的风险明显。

09.3 | 市场预期已经较高，不应把“好公司”直接等同于“好价格”

第三方市场数据在 9 月中旬显示仅有很少分析师覆盖，公开目标价约 2,450 日元，低于 9 月 18 日股价。样本太小，不能把它当权威估值，但至少说明市场并非普遍认为当前仍明显低估。

本轮估值模块只给 55/100：不是因为公司质量差，而是因为“从低 PBR 修复获得的免费期权”已经明显减少。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1 | 完整价格生命史：2020 低点以后，旧的长期弱势状态已经被破坏

分割调整后的长期价格显示，2018 上市后股价曾经历持续下行，2020 年出现约 283 日元级长期低点。此后价格低点不再创新低，2021—2023 逐步形成更高低点，2024 以后上行斜率明显加快。

关键事实不是单次突破，而是：

- 2020 低点后没有再被破坏；
- 2023—2024 的主要运行区间开始上移；
- 2025 高点进一步抬升到 1,000 日元以上；
- 2026 年 1 月低点约 1,637 日元，已经明显高于此前长期区域；
- 2026 年 9 月 3 日创出 2,683 日元的上市以来新高。

从生命史看，旧的低位价格吸引区已经显著失去重新吸收价格的能力。

10.2 | 本轮技术问题：2,400—2,600 日元附近是否形成可重复的高位运行区间

技术问题不是“还能不能创新高”，而是：

从 2,000 日元附近再次上移以后，价格在经历真实回抽时，能否继续留在 2,400—2,600 日元附近，而不是重新被旧的 2,000—2,200 区域吸收？

6 月下旬股价仍在 2,000 日元附近，8 月末已进入 2,500—2,600 日元，9 月 3 日触及 2,683 日元。这个迁移速度很快，因此高位能不能保留比突破本身更重要。

10.3 | 9 月新高后的回抽没有回到旧区间，迁移质量偏强

9 月 3 日创 2,683 日元后，随后多日收盘大致在 2,550—2,660 日元之间。9 月 8—10 日出现回落，但最低收盘仍在 2,550 日元上下，此后重新回到 2,600 日元上方，9 月 18 日收 2,664 日元，距离历史高点不足 1%。

这说明第一次高位压力测试后：

- 回抽深度有限；

- 价格没有重新进入 7 月以前的主要运行区间；
- 高位反复停留和恢复能力增强；
- 旧价格区域的回复约束进一步减弱。

当前纯价格 Technical State 为：长期迁移已经成立，高位新运行区间正在形成，但由于上升速度很快，仍需一次更深、持续更久的回抽来验证耐久性。

10.4 | 事件响应：利率与统合不是技术原因，但价格对它们的反应有信息价值

3 月 26 日群马统合最终协议公布时，股价并没有出现“一天直接完成重估”的单次脉冲；更明显的高位迁移发生在之后几个月，说明当前价格结构不是只靠一个并购新闻维持。

9 月 18 日日银决定把政策利率提高到 1.25%。当天股价仍收在 2,664 日元、接近历史高点。事件本身不是技术证据，但价格没有因更高利率下的债券/信用担忧而明显回到旧区间，说明市场当前仍把利率正常化解释为净正面。

Price-Fundamental Timing 判断为：Synchronized / 价格与盈利改善大致同步，但价格对未来统合协同已经存在提前定价。

10.5 | 确认与失败条件

下一步增强当前技术状态的证据：

- 高位震荡后仍能在 2,400—2,500 日元以上形成反复稳定；
- 更深回抽后低点仍高于前一主要区间；
- 再次扩张时不依赖单日事件脉冲。

会显著削弱当前判断的证据：

- 连续跌破 2,500 并长期不能收回；
- 重新进入 2,200 日元附近的旧主要运行区间；
- 重大负面事件后恢复半衰期明显拉长，并出现连续更低高点/更低低点。

当前 Technical Confidence 为 HIGH，但“高位运行区间时间样本仍短”是必须保留的限定。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

1. 存款 beta 超过预期。

政策利率提高有利于贷款和证券再投资收益，但如果大额存款竞争加剧，负债成本可能追上资产重定价。

2. 信用成本在高利率下反转。

Q1 净信用成本很低，不能据此推断全年。利率提高会增加部分企业与家庭的偿债压力，县外结构化金融增长也带来新的信用风险形态。

3. 债券久期和评价损。

约 1 万亿日元级债券组合仍有明显评价损。进一步升息会继续压低旧债券价格，可能拖累资本和实现损益。

4. 群马统合执行。

对等治理、两家银行并存、系统与制度统一、人员安排和客户迁移都可能延迟协同。最危险的不是“统合失败”，而是统合完成但每股价值没有提升。

5. 新潟长期人口下降。

县内份额再高也无法完全抵消客户池缩小，必须依靠单客价值、跨县扩张与生产率提升。

6. 估值回撤。

PBR 已超过 1 倍，股价处于上市以来高位。任何 ROE、统合或信用成本低于预期的证据都会比过去低估时期产生更大估值压力。

11.2 | 主要催化剂

- FY2027 Q2 继续显示贷款收益率上升快于存款成本；
- 全年 530 亿日元净利润计划进一步上修或 ROE 稳定在 9%—10%+；
- 2026 年 12 月临时股东大会批准统合；
- 新集团第一份中期经营计划给出清楚的协同金额、资本政策和每股价值路径；
- 非利息业务和资产管理继续提高收入占比；
- 高位价格结构在第一次更深回抽中保持。

12 | 反常识发现

12.1 | 第四北越真正受益于升息的不是“贷款多”，而是“存款深”

银行升息受益经常被简化成“贷款利率上升”。真正决定收益留存的是资产收益率与负债成本之间的差。

第四北越拥有 8.8 万亿日元级存款、约 67% 的贷款存款比和新潟 50% 级存款份额。只要存款 beta 低于资产重定价速度，利率上升的利润弹性会更强。这就是为什么存款关系是比贷款规模更重要的隐藏资产。

12.2 | 群马统合不是“规模越大越好”，而是一次每股价值重新定价

4.258 亿股新股看起来像巨大“稀释”，但简单用新增股数判断是错误的，因为第四北越同时获得群马银行全部股权。

真正需要跟踪的是合并后：

- 每股净利润；
- 每股净资产回报；
- ROE 与资本成本差；
- 分红/回购能力；
- 协同净收益减去 PMI 成本。

这比“总资产进入全国更大排名”更接近普通股东利益。

12.3 | 最大协同可能来自“知识复制”，不是网点合并

管理层当前披露的主要协同集中在 RORA、结构化金融、跨境业务、M&A、事承、客户相互介绍、咨询和证券能力，而不是大规模关闭网点。

如果这些能力真的可以跨区域复制，新集团可能得到比纯成本削减更持久的收入协同；反过来，如果前线组织仍各自为政，所谓知识协同会比关店节流更难验证。

12.4 | 价格已经完成第一轮“质量重估”，下一轮必须由盈利证明

2020 低点以后股价的长期迁移远大于同期账面价值增长，2026 年又来到上市以来高位并突破 1 倍 PBR。

这意味着未来上涨不再主要依赖“市场承认它不是 0.4 倍 PBR 的差银行”，而要依赖“持续 10%+ ROE 的好银行”这一更高标准。投资难度反而比低估阶段提高了。

13 | 下一次值得跟踪什么

下一次 Review 最有信息价值的证据按优先级如下：

1. FY2027 Q2 净息差与存款 beta。看贷款收益率上升是否继续快于存款利率。
2. 信用成本。县外结构化金融快速增长后，是否出现集中风险或一般准备增加。
3. 530 亿日元全年计划。增量来自经常性资金/手续费，还是股票出售等市场因素。
4. 债券评价损与实现损益。1.25%政策利率环境下，旧债券如何消化。
5. 群马统合股东大会与监管审批。时间表是否维持 2027 年 4 月 1 日。
6. 新集团中期经营计划。要求看到协同金额、成本、资本率、RORA、系统投资和股东回报的可核验桥。
7. 每股价值。统合后 EPS/BPS/ROE 能否在交换比例下提高，而不是只看总利润 1,400 亿目标。
8. 县外贷款质量。结构化金融和县外中小企业贷款的风险调整收益是否优于县内成熟资产。
9. 数字/非银收入。CONNECT-BIZ、个人 App、资产管理、人材/M&A 等能否转成更高手续费和客户黏性。
10. 技术结构。2,400—2,500 日元区域在第一次更深回抽中是否继续保留。

当前主要 Research Debt：

- 2027 年统合后的第一份完整中期经营计划尚未发布，1,400 亿日元净利润目标的分项协同、PMI 成本和年度路径仍不完整；
- 1.25%政策利率刚于 9 月决定，尚无其生效后的完整季度存款 beta 与信用成本数据；
- 统合后资本率、回购政策、风险资产增长上限和政策持股处置节奏尚未形成一套完整公开框架；
- 两家银行是否、何时进一步法律合并和核心系统整合，当前没有足够细的长期时间表；
- 高位技术结构形成时间仍短，尚不足以把 2,500 日元附近视作永久稳定价格区域。

这些未知会限制估值与治理模块的上限，但已有证据足以形成 A 评级和“持有/等待更好赔率”的有条件判断。

14 | Kabugami Score 评分卡

Score Version：V3.2 | 总分 81.45 / 100 | Rating：A

模块	权重	内部判断	加权贡献	当前理由
财务韧性与下行防御	13	85	11.05	8.8 万亿日元级存款、12.65%集团国内标准资本率和约 1.92%不良率提供较强韧性；债券评价损、升息后的信用压力与县外风险扩张限制更高分。
竞争优势与结构耐久性	14	90	12.60	新潟约 50%存贷款份额、56%主办行份额和深关系网络形成强存款特许权；人口下降与跨区域竞争是长期反证。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	85	14.45	Q1 资金利润、手续费、费用、信用成本和 ROE 同步改善，FY2026 ROE 已升至 8.03%；证券收益和升息周期使当前高 ROE 仍需跨周期验证。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	80	8.80	存款、企业关系、资产管理、数字渠道和非银服务结构完整，县外贷款提供增长；结构化金融扩张与系统/人才依赖增加新风险。
估值与安全边际	15	55	8.25	13.2 倍预测 PER、1.17 倍 PBR、3.0%股息率并非泡沫，但低估修复已经明显完成，必须靠持续 10%左右 ROE 消化。
资本配置与股东回报	10	90	9.00	累进分红、约 40%配当性向、机动回购和连续增配方向清晰；群马换股后资本分配与每股价值需要重新验证。
治理、所有权与管理层	7	80	5.60	所有权分散、统合后 13 名董事中 7

				名外部董事，且已有一次大型银行合并经验；对等统合与系统/制度统一仍构成执行风险。
Kabugami 技术结构	13	90	11.70	2020 低点后长期低点、高点与价格重心连续上移，2026 高位回抽保留良好并接近历史新高；高位运行区间时间样本仍短。
合计	100		81.45	A：经营质量、区域护城河、资本政策和长期价格结构均较强；主要折价来自 1 倍 PBR 以上后的安全边际、升息反作用和群马统合执行。

评分没有因为资料数量、银行板块热度或股价上涨本身自动加分。技术分来自完整真实价格生命史和回抽/事件响应，不来自 Owner 图或单一指标；估值分独立回答“公司变好以后，当前价格还便不便宜”。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告是截至 2026 年 9 月 23 日可获得公开信息形成的点时研究判断。市场价格仅使用截至 2026 年 9 月 18 日的最近完整东证交易日。

9 月 23 日之后的新财报、1.25%政策利率生效后的新季度数据、群马统合股东大会/监管审批、新集团中期经营计划与未来价格属于后续 MATERIAL_UPDATE，不回填为本 Review 当时已知事实。

统合目标、协同和 ROE 目标属于公司计划而非保证。报告中的估值、评分、Action 与技术状态均为研究表达，不构成证券买卖建议、投资招揽、收益承诺或目标价保证。

15.1 | 主要一手来源

- 第四北越フィナンシャルグループ | 2026 年 9 月个人投资者向け会社説明会資料：https://www.dhfg.co.jp/financial/ir/session/pdf/20260911_presentation01.pdf
- 第四北越フィナンシャルグループ | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信・参考資料：https://www.dhfg.co.jp/financial/ir/capital/pdf/202703_01_reference.pdf
- 第四北越フィナンシャルグループ | 2027 年 3 月期 第 1 四半期 自己資本比率：https://www.dhfg.co.jp/financial/ir/capital/pdf/202703_01_zikoshihon.pdf
- 第四北越フィナンシャルグループ／群馬銀行 | 経営統合に関する最終契約・株式交換契約（2026-03-26）：https://www.dhfg.co.jp/news/pdf/260326_001.pdf
- 日本銀行 | 2026 年金融政策決定会合公表文：https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm

15.2 | 外部现实与市场数据

- 帝国データバンク | 新潟県・「メインバンク」動向調査（2025）：用于验证第四北越银行新潟主办行份额与企业关系基础。
- 新潟県 | 2026 年 8 月 1 日推计人口：<https://www.pref.niigata.lg.jp/site/tokei/suikai202608.html>
- 新潟県 | 令和 7 年国勢調査速報：<https://www.pref.niigata.lg.jp/site/tokei/2025kokuchosokuhou.html>
- Yahoo!ファイナンス | 7327 历史价格：<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7327.T/history>
- トレーダーズ・ウェブ | 7327 历史价格：https://www.traders.co.jp/stocks/61_7327/historical
- マネックス 銘柄スカウター | 7327 配当・株主還元：<https://scouter.monex.co.jp/report/dps/7327>
- みんかぶ | 7327 アナリストコンセンサス：https://s.minkabu.jp/stock/7327/analyst_consensus

15.3 | Evidence Role / Coverage35 边界

本 Review 先完成公司本身与投资问题的 Open Discovery，再对 Coverage35 的 01—33 逐域进行第二层有目的研究，并独立完成 Domain 34 Technical Research 与 Domain 35

Thesis/Falsification。研究深度按信息价值不对称分配，没有使用来源数量或段落数量作为完成条件。

最重要的外部反证包括：新潟长期人口下降、银行客户可多行交易的有限切换成本、公开市场已把 PBR 推升至 1 倍以上、分析师公开目标价样本并不显示明显低估。最重要的未决问题是统合后的协同分项、资本与系统整合框架，以及 1.25%政策利率生效后的真实存款 beta 与信用成本。

银行营业现金流受存贷款、证券和央行往来影响，本 Review 不套用制造业“OCF 必须高于净利润”的机械判据，而用资金利润、净息差、信用成本、资本率、证券风险和 ROE 判断盈利与资本质量。

Owner attachment 4402 仅是本 Review Section 10 的公开视觉权威；Technical Research 独立使用真实历史市场价格，不从图片外观推断 ticker，也不使用 Owner 图替代完整 Technical Evidence。

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。