

7987 ナカバヤシ株式会社 (Nakabaya shi Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 69.4/100 · B+

这家公司是做什么的

ナカバヤシ不只是相册和文具公司；集团现在主要由Business Process Solution（BPO、印刷、图书馆、文档数字化等）和Consumer Communication（文具、办公/数码用品、生活消费品等）两大板块构成…

最近亮点

2024—2026年最重要的变化是：销售额几乎没有增长，但营业利润率从不足1%修复到约4.7%，同时有息负债明显下降。

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	1633e65ebd994a6ff4c22eea390ec09a270af aaf
评分版本	V3.2
发布源 SHA	49c4c11880cb0cd0403b30287901f89310c 2f8ff
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	主营利润率修复并非靠销售激增，有息负债持续下降，资产负债表健康度提高；在这样的基础上，低 PER、低 PBR 和约 3.9%股息率构成了真实的下行缓冲。
最需要担心什么	Consumer 2026 年利润率约 5.9%，已经接近中期目标；BPS 只有约 3.8%，能源几乎不赚钱。因此未来每增加一单位集团利润，比过去更依赖 BPS 提效和能源不再拖累。
Kabugami 现在怎么看	2024—2026 年最重要的变化是：销售额几乎没有增长，但营业利润率从不足 1%修复到约 4.7%，同时有息负债明显下降。这说明价格调整、生产整合、低回报业务筛选和费用纪律已经产生真实效果。但 Consumer 板块的盈利能力已接近中期目标，而 BPS 距离目标仍远，能源又在 2026 年发生大额减值，因此未来利润上升的难度反而更集中。低估值提供安全边际，但只有 BPS 和资本效率继续改善，0.5 倍 PBR 才有从“长期合理折价”变成“可持续重估”的基础。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 本轮真正要回答的问题

ナカバヤシ最容易被贴上的标签是“低 PBR、老牌文具股”。这两个标签都没有错，但都不足以解释未来股东回报。

截至 2026 年 9 月 18 日，股价 570 日元、预测 PER 约 7.9 倍、PBR 约 0.50 倍，表面看很便宜；但公司过去十多年大多数时间本来就在明显低于 1 倍 PBR 的区域交易。也就是说，低 PBR 不是新的错价，本身不能成为重估逻辑。市场长期折价对应的是低 ROE、多业务复杂度、资本占用、历史上反复出现的低利润率，以及能源等新业务的执行成本。

因此本轮公司特有的 Investment Question 是：

2024—2026 年已经出现的利润率修复和降债，能否继续演化为更高且可持续的 ROIC/ROE，从而让长期 0.5 倍左右的 PBR 折价失去经济依据；还是说，这轮改善主要来自 Consumer Communication，BPS 与能源的结构性问题仍会把集团重新拉回低回报状态？

01.2 | 当前答案

现阶段答案偏正面，但证据还没有强到可以把“修复”升级为“重估完成”。

最有说服力的事实是：2024 年 3 月期营业利润只有 4.62 亿日元，2025 年升至 17.87 亿，2026 年进一步升至 28.75 亿；同期销售额始终在 610—628 亿日元附近，并没有靠大规模扩张把利润做大。营业利润率大致从 0.8% 升到 2.8%、再到 4.7%。这更像价格调整、生产集约、业务筛选、内制化和费用控制形成的利润结构改变，而不是单纯景气带来的收入放大。

另一方面，2027 年 3 月期第一季度营业利润 5.27 亿日元，同比下降约 5%，营业利润率约 3.7%。公司仍维持全年营业利润 33 亿日元、利润率 5% 的计划，但这一目标并没有在第一季度自动兑现。尤其 BPS 仍需要明显提效，而能源业务刚经历减值。

所以当前判断是：修复已经成立，持续重估尚未成立。

01.3 | 为什么是 FIRST_COMPLETE

当前 structured-deep-research-v1 要求先公司理解与 Open Discovery，再对 Coverage35 的 35 个领域逐一做公司特异的第二层研究，随后完成独立 Technical、跨域整合、Research Debt 修复、Research Stop、Full Synthesis、V3.2 Score、Routing 和自然 00-15。

本轮没有找到一份已经满足当前方法身份、能够合法授权 KEEP_EXISTING 的现行 7987 完整 Review。因此本轮按 FIRST_COMPLETE 重新建立当前方法下的研究基线，而不是从旧观点直接滚动更新。

02 | 公司本质：两个主业加一个资本纪律考题

02.1 | 今天的ナカバヤシ已经不是单一文具制造商

集团对外经营可以大致分成三层：

- Business Process Solution (BPS)：印刷、BPO、数据打印、文档数字化、图书馆相关服务、标签/包装等；
- Consumer Communication：相册、笔记本、文具、办公设备、碎纸机、数码周边、家具、生活用品、玩具及体验型消费等；
- Energy 及其他：木质生物质发电、太阳能、农业等。

2026 年 3 月期，BPS 和 Consumer 两大板块合计占集团绝大多数销售，能源规模很小，却对资本效率产生过不成比例的影响。

这意味着投资者不应把公司当成一个统一毛利率的“文具制造商”，而要把它看成多个回报率不同的资产和渠道组合。

02.2 | BPS 决定未来上限，Consumer 提供当前利润底盘

2026 年 3 月期，BPS 外部销售约 296.18 亿日元、分部利润约 11.35 亿，利润率约 3.8%；Consumer Communication 外部销售约 305.91 亿、分部利润约 18.08 亿，利润率约 5.9%。

中期计划到 2027 年 3 月期给 BPS 的目标约为 335 亿销售、22 亿营业利润、6.5% 利润率；Consumer 目标约 308.9 亿销售、17.95 亿利润、5.8% 利润率。

这里有一个很重要的结构性事实：Consumer 在 2026 年已经基本达到甚至略超过中期目标利润，而 BPS 仍明显低于目标利润率。

这改变了未来增长的含义。集团不能只靠 Consumer 继续重复过去两年的改善；下一阶段利润增量主要要从 BPS 的流程效率、数字化、业务选择和价格能力里出来。如果 BPS 不能靠近 5%—6% 区间，集团 5% 的营业利润率目标就很难具有长期质量。

02.3 | 能源规模不大，却暴露了资本配置风险

能源业务 2026 年销售约 12.84 亿日元，分部利润仅约 800 万日元；同一年度木质生物质相关资产发生约 12.29 亿日元减值。

这组数字比“能源收入占比小”更重要。它说明多元化不是免费选项：一项收入占比有限的业务，如果需要高资本投入、燃料采购管理和稳定开工率，却不能产生与风险匹配的回报，就会显著伤害集团 ROIC。

因此能源未来最重要的 KPI 不是“收入增长”，而是减值后资产能否产生正常化现金回报，且不再需要集团持续投入资本补洞。

03 | 产品、客户与需求：从纸制品到“流程与场景”

03.1 | 传统产品仍重要，但价值逐渐从单品向场景迁移

Consumer 业务仍拥有相册、笔记本、办公用品、碎纸机和数码周边等传统产品。它们具备品牌、渠道和长期制造经验，但日本人口与办公纸张需求的长期趋势决定了，单纯依靠传统纸制品数量增长并不现实。

近年的产品动作更值得从“场景化”理解。例如面向推し活（粉丝收藏活动）的 irelu 系列，通过 KOL 参与设计、EC 限定、不同尺寸收纳配件组合，把传统相册/收纳能力放进新的消费场景。N-Smart 调光材料则把制造能力延伸到办公、公共空间和隐私场景。

这些创新目前规模尚不足以改变集团估值，但方向上说明 Consumer 正在尝试从成熟品类的纯价格竞争，转向更高附加值的小众场景、IP/体验和功能性产品。

03.2 | BPS 的真正竞争，不是“会不会印刷”

BPS 覆盖 BPO、印刷、数据打印、图书馆、档案数字化和信息管理。数字化会侵蚀传统印刷数量，却同时提高企业和公共机构对数据迁移、流程外包、文档治理和系统连接的需求。

外部市场研究显示，日本 BPO 市场仍有增长，但生成式 AI、自动化和云服务也在重新定义传统人工外包的价值。对ナカバヤシ来说，机会和风险是同一件事：

- 如果它能把长期客户、印刷/信息处理设备、图书馆/公共服务经验转成更高价值的 DX 型 BPO，固定资产与客户入口会成为优势；
- 如果只是保留低毛利的作业承包，AI 和软件会把劳动密集型流程进一步商品化。

因此 BPS 护城河不能由“我们做 BPO”证明，只能由客户留存、流程嵌入、切换成本、合同期限、单位项目利润和自动化后的人均产出证明。当前公开披露在这些细项上仍不充分。

03.3 | 客户集中度是一个仍然重要的 UNKNOWN

公司披露的业务范围很广，但主要 BPO 客户的集中度、合同周期、续约率和单项目经济性并没有达到足以直接量化切换成本的程度。

这不意味着客户关系弱；它意味着研究不能把“长期做公共/企业业务”自动翻译成高护城河。该问题保留为 Research Debt，并直接限制竞争优势评分上限。

04 | 盈利质量：利润率修复比收入增长更重要

04.1 | 2024—2026 是明确的利润率拐点

财年	销售额	营业利润	营业利润率（约）	归母净利润
2024/3	610.43 亿日元	4.62 亿	0.8%	8.76 亿
2025/3	627.67 亿	17.87 亿	2.8%	19.95 亿
2026/3	615.98 亿	28.75 亿	4.7%	19.34 亿

销售额没有出现对应规模的增长，营业利润却连续大幅改善。这是本轮研究最重要的正面证据之一。

公司披露和财务走势共同指向几类机制：价格修订、制造据点/流程集约、低採算业务审视、费用压缩、内制化和产品组合改善。它们都比“市场自然变好”更接近经营质量变化。

04.2 | 净利润没有同步增长，不应被误读为主业恶化

2026 年营业利润和经常利润大幅增长，但归母净利润小幅下降，关键原因之一是能源资产减值等特别损失。

因此如果只看净利润，会低估主业盈利能力的改善；但如果只看营业利润，又会忽略过去资本配置已经产生真实损失。

正确的理解是：经营修复与资本配置代价同时存在。投资价值取决于前者能否持续、后者能否停止重复。

04.3 | 2027 年第一季度提醒我们不要线性外推

2027 年 3 月期第一季度销售 140.92 亿日元，同比约-1.0%；营业利润 5.27 亿，同比约-5.1%；经常利润 6.52 亿，同比约-3.0%；归母净利润 4.45 亿，同比约-24%。公司维持全年 660 亿销售、33 亿营业利润、36.5 亿经常利润和 19.5 亿净利润预测。

Q1 并没有否定修复，但说明 5% 营业利润率并不是已经锁定的稳定状态。上半年的执行，尤其 BPS 利润率和能源正常化，将比单季收入增速更重要。

05 | 现金流、资产负债表与资本效率

05.1 | 降债是比回购更重要的资本动作

2026 年 3 月期总资产约 540.8 亿日元，净资产约 309.5 亿，自有资本比率约 56.9%。有息负债约 106 亿日元，相比 2025 年的约 136 亿、2024 年的约 149 亿明显下降。

同年营业现金流约 32.43 亿日元，融资现金流约-38.27 亿日元，显示经营修复正在被用于压降金融负债和股东回报，而不是继续扩大杠杆。

对一家公司而言，低 PBR 能否收敛很大程度取决于资产负债表是否从“资本被困住”变为“资本可以重新分配”。连续降债是这一变化最可信的证据之一。

05.2 | ROE 已经改善，但仍不足以自然支持 1 倍 PBR

当前市场数据对应的实绩 ROE 约 6.5%。这比经营低谷好得多，但对于长期成熟、多业务、资本密集的公司，6%—7% 的 ROE 并不足以自动证明账面价值应按 1 倍以上交易。

这也是为什么本报告不把“PBR 从 0.5 倍回到 1 倍”作为目标价方法。只有当 ROE/ROIC 持续向 8% 以上移动，而且提升来自正常化营业利润、资产效率和资本纪律，而不是一次性处置收益，估值重构才更可持续。

05.3 | 下一份现金流量表的重要性高于下一份收入数字

第一季度没有完整现金流量表，因此本轮不能证明 2027 年利润计划已同步转成自由现金流。

下一个高信息价值节点是半年报：应检查营业利润、库存/应收、营业现金流、资本开支、净债务与能源资产的组合变化。若利润增长但营运资金再次吞噬现金，当前正面结论需要降级。

06 | 竞争优势与产业关系

06.1 | 优势更像“组合能力”，而不是单一强品牌护城河

ナカバヤシ 的竞争资产包括长期制造经验、全国销售渠道、企业/公共机构业务入口、印刷与数据处理设备、图书馆和档案服务能力，以及消费品品牌群。

这些能力有组合价值：同一客户可能同时需要印刷、数据、档案、设备和运营支持。但公开证据还不足以证明它拥有某个不可替代的技术、网络效应或强价格垄断权。

因此本轮把竞争优势判断为中等、可用但不决定性，而不是把历史悠久直接等同于高护城河。

06.2 | BPO 的外部现实既是顺风也是压力

日本 BPO 仍在增长，企业缺工和 DX 持续推动外包；与此同时，生成式 AI 和自动化正在降低基础流程处理的壁垒。

对ナカバヤシ 最有价值的路径不是争夺最低价的人工外包，而是把现有流程、数据、设备和客户场景变成高切换成本的数字运营服务。

如果未来 BPS 收入增加但利润率仍停留在 3%—4%，那说明规模扩张没有形成价值捕获；如果利润率向 6% 附近靠近而收入只温和增长，反而更值得提高评价。

06.3 | 供应与能源依赖

纸张、塑料、电子部件、能源和物流成本仍会影响 Consumer 和印刷业务。公司已展示一定价格转嫁能力，但价格调整在需求成熟市场里存在滞后和销量风险。

木质生物质发电还依赖木片库存与供应稳定性。公司在岛根推进本地木材供应链和苗木项目，说明其试图提高上游韧性；但这类垂直化只有在资本回报改善时才构成股东价值，不能因为“本地循环”叙事就自动获得高分。

07 | 治理、所有权与资本政策

07.1 | 稳定股东基础有利有弊

公司股东结构中，信托银行、フエル共益会、第一生命、员工持股会和多家金融机构占据重要位置。フエル共益会的持股比例近年来上升，2026 年相关大量持有报告显示约 8.43%。

稳定持股可以帮助长期经营，但也意味着市场纪律和资本效率改善更依赖董事会自身，而不是外部激进股东推动。

07.2 | 股份回购是正面信号，但规模不是决定性证据

2025 年 11 月，公司通过 ToSTNeT-3 完成 36 万股、约 1.99 亿日元的股份回购，约占当时剔除库存股后的 1.3%。

这与稳定 22 日元分红、降债结合起来看，说明资本政策正在从“只维持业务”向“兼顾每股价值”移动。

但一次约 2 亿日元回购本身不足以改变长期估值。真正决定股东回报的是：经营现金流是否持续、债务是否进一步下降、低回报资产是否退出，以及在 PBR 长期低于 1 倍时是否继续采取有纪律的资本动作。

07.3 | 管理层执行的核心考题

中期计划同时要求 BPS 提效、Consumer 维持高利润、能源改善、DX 推进、资产效率提高和 PBR 改善。目标很多，反而提高了执行复杂度。

我们更愿意用三个结果而不是口号评估管理层：

1. BPS 营业利润率能否连续提高；
2. 净有息负债是否继续下降或至少不反弹；
3. 能源及其他低回报资产是否停止产生新的减值与资本消耗。

08 | 中期计划与催化剂

08.1 | “Go on 5ing”最重要的不是 660 亿销售

公司第 4 次中期经营计划覆盖 2025—2027 年 3 月期，最终年度目标为销售 660 亿日元、营业利润 33 亿、营业利润率 5%。

660 亿销售本身并不难理解；真正决定价值的是同样的资本能否产生更多营业利润和现金。集团销售长期都在 600 亿日元上下，若只是把销售从 616 亿拉到 660 亿而利润率重新下滑，股东价值提升有限。

相反，如果销售只略低于计划，但 BPS 利润率、ROIC 和自由现金流持续改善，估值应该更高。

08.2 | 最值得跟踪的三类催化剂

- 经营催化剂：BPS 提价、流程自动化、内制化和项目选择推动利润率上升；
- 资本催化剂：进一步降债、资产出售、政策持股优化或低 PBR 下持续回购；
- 组合催化剂：能源减值后稳定盈利，或者公司明确收缩无法达到资本成本的业务。

这些催化剂必须落在财务结果上才有意义。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 7.9 倍 PER、0.50 倍 PBR 确实便宜，但“便宜”不是结论

以 570 日元计，预测 PER 约 7.9 倍、PBR 约 0.50 倍、预测股息率约 3.86%。账面净资产提供一定下行缓冲，而盈利恢复让低倍数不再只是亏损企业的表面折价。

但历史数据也提醒：2010 年以来，ナカバヤシ 多年在约 0.5—0.8 倍 PBR 区间交易。市场长期不愿按账面价值全额定价，是因为回报率并不高，业务组合复杂，资本效率容易被低回报资产拖累。

所以安全边际来自低估值+改善中的经营现金能力+去杠杆三者结合，而不是 PBR 数字本身。

09.2 | 三种经济情景，而不是一个目标价

偏弱情景：如果 BPS 利润率回落、能源再次发生资产问题、集团营业利润率重新向 3% 左右靠近，则低 PBR 会继续合理存在。按更低的正常化 EPS 与约 0.4—0.45 倍 PBR 看，市场可以重新测试 500 日元以下区域。

基准情景：如果全年营业利润率维持在 4.5%—5% 附近、净利润约 19—20 亿日元、债务继续下降，当前约 0.5—0.6 倍 PBR 与高个位数 PER 基本合理但仍有温和上行空间。

改善情景：如果 BPS 利润率真正向 5%—6% 迁移、能源不再漏损、ROE/ROIC 向 8% 以上提高，同时回购/分红和降债继续，长期 PBR 才可能稳定进入 0.65—0.75 倍甚至更高区域。

这里最重要的不是具体价格，而是哪个经营条件会让市场愿意支付更高账面价值倍数。

09.3 | 股东回报的来源

在当前估值下，预期回报更像三部分之和：

约 3.9% 现金股息 + 正常化盈利增长/降债 + 资本效率改善带来的估值重估。

其中第三项是最有弹性、也最不确定的部分。

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：大趋势已经早于公司转型很多年发生

长期年线显示，股票在 1980 年代末和 1990 年代初曾处在远高于今天的价格区域，1989 年高点约 2740 日元，1994 年仍曾到 2360 日元。随后长期下行，1997 年低点已经降到 550 日元；2004—2005 年曾出现一次强反弹，高点约 806—834 日元，但并没有恢复旧高价结构。

2010—2014 年，价格大部分时间运行在约 250—450 日元区域；2015 年高点 716、2017 年高点 765、2020 年高点 700，又出现三次明显向上脉冲，但都没有在 700 日元以上形成长期稳定的主要运行区间。

因此当前技术问题不是“570 是不是便宜”，而是：

经过多次失败的 700 日元附近上冲后，2025—2026 年这一轮更高低点结构，是否正在削弱旧的低位吸引区，还是仍会像 2015、2017、2020 那样最终被旧区间重新吸收。

10.2 | 2025 年以来最重要的变化是回抽位置抬高

2024 年多数月份仍在约 480—580 日元范围。2025 年 4 月低点约 450 日元后，价格逐步抬高：8 月月线明显扩张，9 月一度上冲 624 日元，年底仍收在 585 日元附近。

2026 年 2 月进一步触及 643 日元，但随后并未继续向 700 日元推进，而是回落；年内低点约 541 日元，9 月 18 日收在 570 日元。

这组运动同时包含两条信息：

- 正面：2026 年的主要回抽没有回到 2025 年 450 日元的低位，旧低位结构的重新吸收能力正在减弱；
- 负面：643 日元的突破仍未建立一个稳定高于 620—650 日元的新运行区间，旧的中高位供给记忆依然存在。

因此本轮纯价格 Technical State 是：旧状态正在减弱，但新状态尚未建立。

10.3 | Return Topology：离开以后，仍会被拉回中段

2015、2017、2020 三轮重要脉冲都曾到达 700 日元附近或以上，但之后均出现深度回归。它们留下的不是“突破失败就没有意义”，而是一组关于旧结构回复约束的历史样本：过去每次价格进入更高区域，旧的低位/中位交易记忆最终都能重新把价格拉回来。

2025—2026 这一轮有所不同：价格从 450 日元起步，突破 600 后回抽的低点仍在 541 附近，说明回归深度变浅；但当前 570 又证明价格尚未在 600 以上形成可重复的稳定重心。

要确认迁移质量，下一步必须看到：

1. 540—550 日元附近的防守继续有效；
2. 再次向 590—625 区域扩张后，回抽不重新跌回旧中段；
3. 最终能够在 640 日元以上形成反复停留而不是一次冲高。

10.4 | 路径指纹：从“高点反复失败”转向“低点逐步抬高”

过去十年最容易看到的是高点反复被压制：716、765、700，随后都回落。近两年更值得注意的不是又一次高点，而是低点结构：2025 年的 450 之后，2026 年目前最低约 541。

这说明系统的负向位移开始变浅，但还不能把它解释成完整的长期上升趋势。长期记忆仍然分散：历史上的 700—800 区域和更早的四位数价格都没有被当前成交结构真正重新占领。

所以技术评分不会因为“创新近年高”直接进入高分区。逃离旧区间只是第一步，回抽后保留新高度才是更重要的证据。

10.5 | 事件响应：基本面改善开始留下价格痕迹，但没有完成重估

2025 年经营利润大幅改善后，股价在 2025 年夏季至秋季从约 500 日元附近抬升并测试 600 日元以上，说明好消息开始有更好的保留效应。

2026 年 8 月公布第一季度利润同比小幅下降后，股价并未重新跌破 6 月 541 日元低点，到 9 月 18 日仍收 570 日元。负面信息造成的位移目前也相对有限。

这构成一个偏正面的 Response Asymmetry：经营改善时价格能留下部分更高位置；轻微盈利回落尚未把价格打回旧低位。但因为 643 日元后的回落仍较明显，我们把 Price-Fundamental Timing 判断为“基本面改善已被部分接受，但重估仍不完整”。

10.6 | 技术确认与失效

当前最重要的确认不是某一天站上某条均线，而是：下一次向上扩张后，价格是否能够在 600 日元以上反复稳定，并逐步削弱 640—700 区域的历史抛压。

反过来，如果价格重新有效跌破 540 附近，并继续回到 500—520 的旧主要运行区间，说明本轮更高低点结构没有完成迁移；若进一步接近 2025 年 450 区域，则应把“旧状态正在失去控制”的判断明显降级。

11 | 基本面 × 价格：目前是“盈利先改善、估值慢确认”

基本面和价格目前不是完全同步。

营业利润率已经从 2024 年的不足 1% 提高到 2026 年的约 4.7%，有息负债也显著下降；如果市场已经充分相信这是一条长期 ROE 提升路径，PBR 理论上不应长期停在 0.5 倍附近。

价格却只从 2025 年低点 450 修复到当前 570，并在 643 后回落。这说明市场接受了“公司比低谷更好”，但尚未接受“公司已经变成高资本效率企业”。

这种错位与基本面 Research 得到的结论一致：Consumer 的利润改善已经发生，BPS 和能源仍是下一阶段验证项。价格没有提前给足重估，既留下潜在上行空间，也说明投资者需要更多证据。

12 | 反证、结构性风险与反常识发现

12.1 | 最大的反证：Consumer 已经接近目标，集团却仍要继续提高利润

最容易产生的乐观叙事是“利润率已经从 0.8% 升到 4.7%，所以 5% 只是时间问题”。

但分部拆开后，Consumer 2026 年利润率约 5.9%，已经接近中期目标；BPS 只有约 3.8%，能源几乎不赚钱。

因此未来每增加一单位集团利润，比过去更依赖 BPS 提效和能源不再拖累。这使剩余的改善难度比合并报表看起来更集中。

12.2 | 低 PBR 不是市场突然看漏，而是长期资本回报折价

公司过去多年 PBR 普遍低于 1 倍，因此当前 0.5 倍不应直接叫“极端错价”。只有经营结构真的改变，历史折价才值得收窄。

这也是本轮最重要的估值纪律：先证明资本回报变了，再讨论账面价值倍数变多少。

12.3 | 能源减值是对“多元化=降低风险”的反证

能源业务在收入层面很小，却发生了大额减值。它证明多元化可以在收入上降低单一品类依赖，却同时引入新的资本配置、燃料采购和固定资产风险。

未来若能源能在减值后用较低资本产生稳定现金，它可以变成修复故事；若继续投入并产生低回报，它会成为长期估值折价的合理来源。

13 | Research Debt：下一次最值得知道什么

13.1 | BPS 客户黏性到底有多强

UNKNOWN：主要 BPO/公共业务客户的集中度、合同期限、续约率、项目级利润和切换成本披露不足。

为什么重要：如果客户关系主要依赖价格和人工处理能力，AI/自动化会压缩利润；如果流程深度嵌入、数据迁移和系统接口形成高切换成本，BPS 可以获得更高利润率。

下一证据：半年报/有报对大客户与分部利润的进一步披露、公共招标/合同信息、客户案例、同业项目经济性。

13.2 | BPS 能否从 3.8%真正走向 6%左右

UNKNOWN：2027 计划 6.5%分部利润率的具体桥梁尚未被 Q1 证实。

下一证据：2027 年 3 月期上半年 BPS 分部销售/利润、价格与数量、人工/外包成本、DX 自动化贡献。

13.3 | 能源减值后的正常化回报

UNKNOWN：减值后资产基础变小，但真正可持续的发电利润和未来资本开支仍不清楚。

下一证据：半年/全年能源分部利润、发电量、木片成本、资本开支和资产利用率。

13.4 | 利润是否继续转成现金

UNKNOWN：第一季度没有完整现金流量表。

下一证据：2027 年 3 月期半年营业现金流、库存/应收变化、FCF 和净债务。

13.5 | 下一次 Research Stop 的重开条件

本轮已把现有高信息价值公开路径研究到足以形成投资判断；剩余关键问题大多需要下一份公司定期披露或更细的合同/分部数据。继续搜索重复二手资料不会显著提高信息价值，因此本轮 Research Stop 成立。

下一 Review 应优先从“BPS 利润率 + 半年现金流 + 能源正常化”三者开始，而不是从新闻数量开始。

14 | Kabugami Score V3.2

模块	权重	Module Judgment (0-100)	加权贡献	主要判断
财务韧性与下行防御	13	75	9.75	自有资本比率约57%，有息负债快速下降；但仍是资本密集多业务组合。
竞争优势与结构耐久性	14	55	7.70	品牌、渠道、BPO/公共业务入口有价值，但当前缺少足以证明强切换成本或垄断性优势的客户级证据。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	70	11.90	2024—2026 营业利润率修复可信，OCF 改善；ROE 仍约 6.5%，能源减值说明资本效率尚未完全毕业。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	65	7.15	两大主业分散风险、产品/场景广，但业务复杂且BPS 合同经济性透明度有限。
估值与安全边际	15	85	12.75	PER 约 7.9 倍、PBR 约 0.50 倍、股息率约 3.9%，估值低；但长期低 PBR 说明不能把 1 倍账面价值当作自然终点。
资本配置与股东回报	10	75	7.50	降债、稳定分红、回购均为正面；能源历史减值仍是资本配置反证。
治理、所有权与管理层	7	60	4.20	稳定股东和长期经营有连续性，资本效率意识在提高；外部纪律偏弱，执行需结果验证。
Kabugami 技术结构	13	65	8.45	更高低点和较浅回抽显示旧状态减弱，但 600—700 区域尚未形成稳定新结构。
总分	100		69.40	B+

14.1 | 评分为什么不是更高

最主要的上限不是估值，而是资本效率尚未完成结构性验证。如果 BPS 利润率、ROE/ROIC 和自由现金流继续改善，估值模块之外的多个经营模块都有上调空间。

14.2 | 评分为什么也不低

主营利润率修复并非靠销售激增，有息负债持续下降，资产负债表健康度提高；在这样的基础上，低 PER、低 PBR 和约 3.9%股息率构成了真实的下行缓冲。因此当前更接近“低估值的改善中公司”，而不是“便宜但没有变化的价值陷阱”。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告基于截至 2026-09-21 可公开获得的信息形成，是一个时点性的研究判断。市场价格使用最近完整东证交易日 2026-09-18；没有把休市日或未来交易数据当作已发生事实。文中估值情景用于理解经营条件与市场定价之间的关系，不是目标价或收益承诺。本报告不构成证券买卖建议、投资招揽或任何形式的保证。

15.1 | 主要公司与监管来源

- ナカバヤシ株式会社 | 业绩・财务 High Light：<<https://nakabayashi.pro/company/ir/performance.php>>
- ナカバヤシ株式会社 | 第 4 次中期经营计划「Go on Sing」：<https://www.nakabayashi.co.jp/files/News/1/1157/file/20240510_4.pdf>
- ナカバヤシ株式会社 | 官网/产品与新闻：<<https://www.nakabayashi.co.jp/>>
- EDINET 提交记录与第 76 期有价证券报告书索引：<<https://www.ullet.com/7987/EDINET>>
- IRBANK | 大股东/有价证券报告书结构化资料：<<https://irbank.net/E00679/notes/MajorShareholdersTextBlock>>

15.2 | 市场、估值与历史价格来源

- Yahoo!ファイナンス | 7987 历史价格：<<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7987.T/history>>
- Monex 銘柄スカウター | 7987 估值与财务指标：<<https://scouter.monex.co.jp/report/index/7987>>
- 株探 | 7987 长期年线历史：<https://s.kabutan.jp/stocks/7987/historical_prices/yearly/>
- IRBANK | 7987 长期估值历史：<<https://irbank.net/E00679/valuation>>

15.3 | 财务与分部交叉核对

- 公司业绩 High Light 与各期决算资料为主要数值来源；
- TDnet/决算数据库用于核对 2026 年 3 月期和 2027 年 3 月期 Q1 公布值；
- EDINET 结构化财务数据用于交叉检查资产负债表、分部资产和长期趋势；
- 第三方数据若与公司正式披露存在差异，以公司/EDINET 正式披露为优先。

15.4 | 研究边界

客户合同期限、BPO 项目级毛利、当前续约率、能源减值后项目级 IRR/ROIC 等信息没有充分公开，因此保留为 UNKNOWN 而不是推测。技术研究仅使用真实历史价格、时间和价格响应形成纯价格判断；经营新闻只在纯价格状态形成后作为“价格如何响应事件”的跨域证据，不作为技术原因。

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。