

8334 株式会社群馬銀行 (The Gunma Bank, Ltd.)

Kabugami V3.2 79.39/100 · A

这家公司是做什么的

群馬銀行是一家已经把利率正常化、RORA管理、低OHR、非利息收入和股东回报转化为较高资本效率的区域银行；当前投资问题已经进一步升级为：2027年与第四北越FG组成“群馬新潟フィナンシャルグループ…

最近亮点

FY2027 Q1经常收益729.62亿日元、经常利润251.75亿日元、归母净利润175.84亿日元，分别同比增长8.9%、25.8%、25.1%；剔除投信解约损益的核心业务净益196.46亿日元，同比增长21.2%，OHR改善至…

资料截止 2026-09-27 · 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	2026-09-27
研究规则版本 SHA	9e8f3b98fc1e1f00ee4062dcf52b798bc4cb6b5a
评分版本	V3.2
发布源 SHA	1fe12399f87b3806f87a4fa70eb5688bad3f5d90
交付代码版本 SHA	fc7604eb765ccc77f94b77a12a3b36710fc60b6d
交付运行时指纹	9e9a318acce9edd0970f6ed2008887e39077ec250acac2fef2dbfd6bf9d22ed2

先看研究要点

为什么值得研究	FY2026 归母净利润 588.63 亿日元、ROE 9.95%、总资本充足率 15.13%，核心盈利、贷款利息和非利息收入同步上升；累进配当＋约 40% 配当性向、连续回购和政策持股削减形成明确资本纪律。经营统合后新集团目标 2030 年净利润 1,400 亿日元以上、ROE 10.5%以上，并强调贷款、M&A、事业承继、证券、跨区域业务等 top-line 协同。
最需要担心什么	当前约 1.9 倍 PBR 已显著高于传统地银估值区间；统合以持股公司架构进行，双方银行不立即合并、也不以网点统废为前提，因此短期成本协同可能不如“直接合并”明显。利率进一步上升会同时提高资产收益和存款成本；有价证券波动、信用成本和区域人口结构仍是长期约束。
Kabugami 现在怎么看	群马银行的基本面改善已经不是单纯“加息受益”——FY2022 至 FY2026 净利润从 264 亿增至 589 亿、ROE 从 4.9%升至 10.0%、OHR 从 59.6%降至 44.6%，说明盈利结构和资本效率发生了真实迁移。与第四北越 FG 的统合有望把这一能力扩展到更大区域，但市场也已从低 PB 地银折价快速切换到高 ROE 区域金融平台定价。本轮企业质量强、资本政策强、技术结构强，最大的扣分来自估值安全边际明显变薄。

01 | 投资问题：好银行已经被重新定价，下一步看统合后的资本效率

01.1 | 群马银行已经越过“低 ROE 地银”的旧框架

FY2022 到 FY2026，群马银行归母净利润从 264.36 亿日元增至 588.63 亿日元；ROE 从 4.9%上升到 10.0%；OHR 从 59.6%下降到 44.6%。

同期贷款余额从约 5.82 万亿日元增至 7.23 万亿日元，非利息业务利益也从 205 亿日元增至 293 亿日元。

这意味着利润改善不是只来自一季债券交易或一次性项目，而是至少包含三条更耐久的主线：

- 1. 贷款规模和利率上升带来的资金利益增长；

2. 法人解决方案、财富管理等非利息收入增长；

3. RORA/OHR 导向的资本与成本纪律。

01.2 | 当前真正的投资问题已经变成“新集团值不值接近 2 倍 PB”

2026 年 3 月 26 日，群马银行与第四北越 FG 签署最终统合协议。

按照计划：

- 群马银行 1 股换第四北越 FG 1.125 股；
- 群马银行预计 2027 年 3 月 29 日为最终交易日；
- 3 月 30 日退市；
- 4 月 1 日换股生效；
- 第四北越 FG 更名为“群馬新潟フィナンシャルグループ”。

新集团提出 2030 年 3 月期：

- 归母净利润 1,400 亿日元以上；
- ROE 10.5% 以上。

因此今天买入 8334，经济上已经越来越接近“以当前换股条件买入未来群马新潟 FG”。

02 | 盈利结构：金利正常化是顺风，但不是全部答案

02.1 | 资金利益增长来自贷款量与利率共同上行

FY2026 资金利益 1,052.66 亿日元，同比增加 231.33 亿日元。

这背后既有贷款余额从 6.85 万亿升至 7.23 万亿，也有日元利率正常化后的贷款收益率改善。

FY2027 Q1，资金利益进一步升至 305.92 亿日元，同比增加 47.58 亿日元；经常收益 729.62 亿日元，同比增长 8.9%。

这说明利率正常化确实已经进入损益表，而不是停留在未来预期。

02.2 | 存款成本会追上来，真正要看“资产 beta—存款 beta”

银行受益于加息并不是线性函数。

Q1 资金调达费用同比增加，预金利息也上升。未来若政策利率继续提高，贷款与证券收益会继续重定价，但存款定价竞争也会加强。

所以真正应该跟踪的是：

贷款/证券收益重定价速度 — 存款成本上升速度 — 信用成本。

群马银行目前的优势，是本地存款基础稳定、贷款增长和 RORA 管理较成熟；但这并不意味着利差永远单向扩张。

03 | 非利息收入：区域银行从“借钱给客户”升级到“解决客户问题”

03.1 | 非利息业务已经成为第二增长轴

FY2026 非利息业务利益 293.39 亿日元，同比增加 37.38 亿日元。

其中法人役务、预托金融资产收入等均增长。

FY2027 Q1 非利息业务利益 81.39 亿日元，同比增加 11.99 亿日元。

这类收入的重要性在于，它通常比传统贷款更轻资本，可以提高 RORA 和 ROE。

03.2 | 群马银行的核心客户价值在“地方企业生命周期”

群马县制造业、汽车产业链、中小企业和企业主客户，长期面临：

- 事业承继；
- M&A；
- 人材不足；
- 海外拓展；
- 不动产；
- 脱碳；
- DX；
- 资产管理。

区域银行掌握客户现金流和经营信息，因此天然有条件从单一融资延伸到综合解决方案。

这也是与第四北越 FG 统合后最期待的协同之一：把两地客户网络和专业能力互相开放，而不只是把资产负债表相加。

04 | 经营统合：最大价值来自 top-line，不是简单削网点

04.1 | 统合架构刻意保留两家银行

新集团成立后：

- 群马银行和第四北越银行都继续作为子银行经营；
- 两家银行不计划立即合并；
- 不以统合为契机进行网点大规模统废；
- 品牌、本店等基本保持。

这降低了客户流失和地域摩擦，但也意味着传统银行并购里最直观的网点/人员成本协同不会立刻全部释放。

04.2 | 管理层明确把“top-line synergy”放在核心

新集团计划强调：

- RORA 管理共享；
- 更大风险承受力；
- 银团贷款；
- 结构化融资与跨境业务；
- M&A 与事业承继；

- 企业客户相互介绍；
- 证券子公司能力；
- 企业共同产品；
- 地域基金；
- 数字化、AI 和 BPO；
- 海外网络。

经济逻辑是：

规模扩大 → 风险承担和专业能力提升 → 单客户可提供解决方案增加 → 贷款与非利息收入同时增长 → ROE 提高。

这比单纯“省成本”更有长期价值，但也更依赖执行。

04.3 | 2030 目标已经给出，但细节仍待中计量化

新集团目标 2030 年 3 月期净利润 1,400 亿日元以上、ROE 10.5% 以上。

作为参照，双方 FY2026 预测/基准合计净利润约 910 亿日元；目标意味着四年增加 500 亿日元以上。

但详细计数计划仍计划在新的中期经营计划中公布。

因此当前最大的 Research Debt 不是“有没有协同”，而是：

500 亿日元以上增益究竟分别来自利率、贷款量、非利息收入、资本释放、成本协同和信用成本中的哪一部分。

05 | 护城河：地域信息优势正在变成跨区域金融平台

05.1 | 群馬县客户密度是真实优势

区域银行真正难复制的不是银行牌照，而是几十年累积的：

- 存款关系；
- 中小企业财务信息；
- 企业主信任；
- 地方政府与产业网络；
- 供应链与不动产信息。

这种信息在事业承继、M&A、信用判断和不动产融资中有明显经济价值。

05.2 | 统合把单一区域优势扩展到群馬+新潟

第四北越 FG 在新潟拥有类似的本地优势。

两者结合后，新集团不只是“资产更大”，更重要的是：

- 客户网络横向连通；
- 企业跨区域扩张有新的撮合空间；
- 风险分散提高；
- 专业子公司和海外资源可以覆盖更大客户池。

这有机会把“地方银行的地理护城河”升级为“跨区域金融网络”。

反面是，区域人口减少仍然存在，规模扩张并不会自动创造贷款需求。

06 | 财务韧性与资产负债表

06.1 | FY2026 盈利与资本同时改善

FY2026：

- 经常利润 848.86 亿日元；
- 归母净利润 588.63 亿日元；
- ROE 9.95%；
- RORA 1.48%；
- OHR 44.6%；
- 总资本充足率 15.13%。

这是一组比较完整的“质量改善”证据：利润、效率、资本回报和监管资本没有互相牺牲。

06.2 | Q1 继续向上

FY2027 Q1：

- 经常利润 251.75 亿日元，同比增长 25.8%；
- 归母净利润 175.84 亿日元，同比增长 25.1%；
- 剔除投信解约损益核心业务净益 196.46 亿日元，同比增长 21.2%；
- OHR（剔除投信解约损益）44.4%；
- ROE 年化 11.3%。

公司全年预测：

- 经常利润 950 亿日元；
- 归母净利润 650 亿日元；
- EPS 171.73 日元。

Q1 净利润对上半年 320 亿计划的进度 55%，目前没有显示盈利恶化。

06.3 | 信用成本目前低，但不能外推为永久

FY2026 与 Q1 信用成本相对可控。

不过区域银行的下行风险通常不是正常年份的平均信用成本，而是经济衰退、房地产/制造业冲击或个别大客户事件下的尾部损失。

统合扩大客户与地域分散有利于降低集中风险，但也会扩大集团风险管理复杂度。

07 | 资本政策：已经从“囤资本”转成“回报+增长”的纪律

07.1 | 累进配当+40%配当性向是明确承诺

从 2025 年 3 月起，群马银行以累进配当为基本方针，配当性向以归母净利润 40% 左右为目标。

DPS：

- FY2022：14 日元；
- FY2023：18 日元；
- FY2024：22 日元；
- FY2025：45 日元；
- FY2026：62 日元；
- FY2027 预测：70 日元。

这不是短期高分红，而是随 EPS 增长逐步提高股东现金回报。

07.2 | 回购使总股东回报长期高于单纯配当

FY2026 配当总额约 234 亿日元，回购约 60 亿日元，总股东回报率约 50.1%。

过去四个年度总回报率均超过 50%左右。

对于已经达到约 10% ROE 的区域银行，这种资本纪律非常重要：如果没有足够高回报的增量资产，资本应该返还，而不是单纯扩大资产规模。

07.3 | 政策持股削减进一步释放低回报资本

公司目标是在 2022 年 3 月末至 2027 年 3 月末五年内将上市政策持股账面价值削减 200 亿日元。

截至 FY2026 末，进度约 84%；按已达成协议口径已超过目标。

这既减少市场风险，也释放资本，并改善治理。

08 | 治理与统合治理

08.1 | 现有治理已经和资本效率挂钩

群马银行把 RORA、ROE、OHR、资本充足率等明确作为经营指标，而非只追求资产规模。

政策持股缩减、累进配当和持续 IR 也说明资本市场反馈被纳入管理。

08.2 | 新集团治理的难点是“两家强行保持独立性”与“真正统一管理”之间的平衡

新持股公司计划 13 名董事，其中社外 7 名；监察等委员 4 名全部为社外董事。

同时两家银行保留品牌和经营实体。

这能够维护地域客户关系，但也带来一个长期治理问题：

新 FG 能不能真正统一资本配置、风险限额、系统投资和产品平台，而不是形成两个银行加一个薄持股公司的松散联盟。

这是 2030 ROE 目标能否兑现的关键。

09 | 估值：企业变好了，但低估值逻辑已经毕业

09.1 | PBR 约 1.9 倍，已经不是传统地银折价

9月25日收盘 3,208 日元：

- 预测 PER 约 18.68 倍；
- PBR 约 1.92 倍；
- BPS 约 1,670.82 日元；
- 预测股息率约 2.18%。

过去投资地银常见的逻辑是“0.4-0.7 倍 PB + 高资本 + 改善空间”。

群马银行今天已经完全不是这个阶段。

09.2 | 市场正在买三件事

当前估值隐含了：

1. 日本利率正常化持续；
2. 群马银行本体 ROE 可以维持两位数；
3. 群马新潟 FG 统合能进一步创造 top-line synergy。

如果其中任何一项明显低于预期，估值压缩可能比盈利下滑更快。

09.3 | 高 PB 不是不能成立，但需要更高且更持久的 ROE

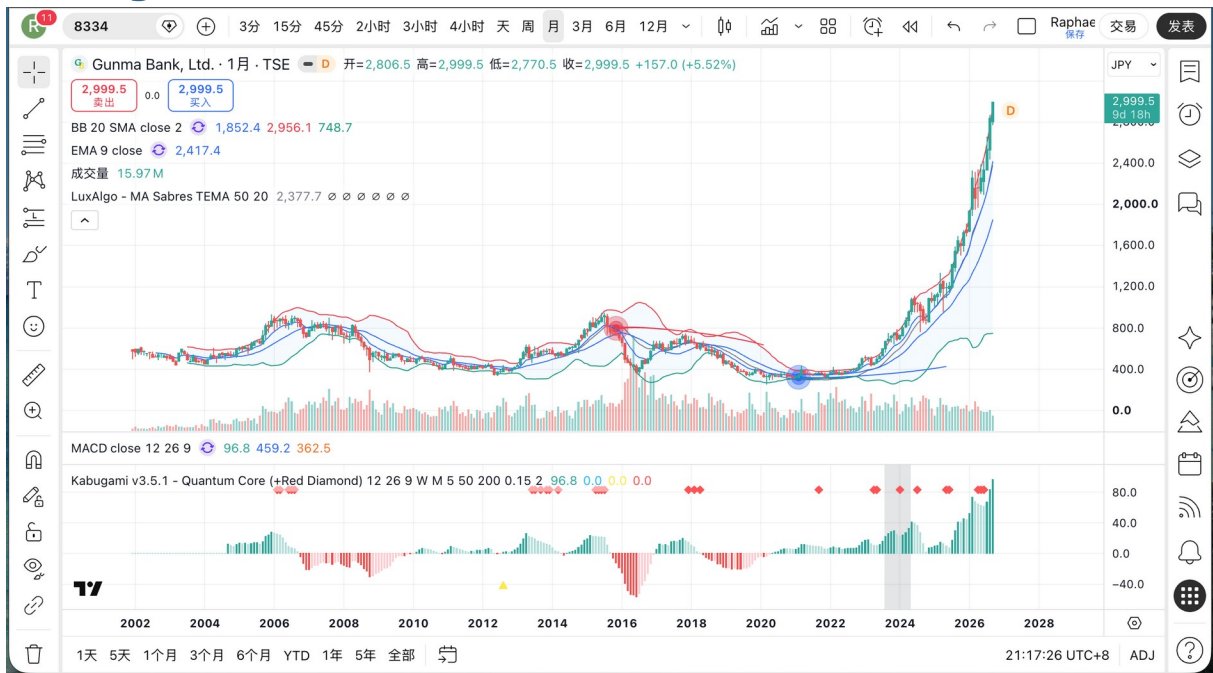
1.9 倍 PB 对应 10-11% ROE 时，市场给出的质量溢价已经明显。

如果新集团 ROE 只停在 10% 左右、长期增长也有限，当前估值的安全边际偏薄。

如果 ROE 能在 10.5% 以上持续，并通过非利息收入、EPS 增长和资本回报继续提高，则高于传统地银的估值可以有基本面支撑。

因此本轮估值模块只给 45/100：不是公司差，而是价格已经先走得很远。

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 | 这是一次非常清楚的长期状态迁移

群马银行年末收盘：

- 2020：318 日元；
- 2021：352 日元；
- 2022：504 日元；
- 2023：690 日元；
- 2024：1,066 日元；
- 2025：1,727.5 日元；
- 2026 年 9 月 25 日：3,208 日元。

2022-2026 几乎每年都把价格中心向上迁移。

这不是一轮短线银行板块反弹，而是持续四年以上的新状态形成。

10.2 | 2026 年继续加速，旧价格中心已经明显失去控制

2026 年年初低点 1,730 日元，9 月已经达到 3,208 日元，年内上涨约 85.7%。

6 月收 2,342.5；

7 月 2,538.5；

8 月 2,842.5；

9月3,208。

价格连续数月抬高，而且9月25日单日上涨6.9%，突破此前3,001附近高位并收在日内最高。

旧的500-1,000日元长期区域已经很难被视为当前有效中心。

10.3 | 当前 Technical Question 不是“趋势强不强”，而是高位中心能否经受真正回抽
纯价格层面趋势非常强。

真正还没被充分验证的是：

2,500-3,200这一新高位区域，在第一次显著风险冲击/利率预期变化/统合波动中，能否成为新的吸收区，而不是快速回到1,700-2,000。

这也是为什么技术评分很高但不满分。

10.4 | 事件响应：统合程序推进与新高同步，但不把事件当技术原因

9月24日公司披露临时股东大会及议案安排；9月25日股价上涨6.9%并创3,208日元新高。

时间上两者相邻，说明市场在统合程序继续推进时没有出现明显“sell the news”式拒绝。

但纯 Technical 判断不把公告当成价格上涨的确定原因。

真正的价格证据是：

- 高位没有被明显拒绝；
- 突破前高；
- 收盘位于当日高位；
- 成交量提升。

10.5 | 当前纯价格状态

本轮定义：

旧状态已经明显失去控制，长期价格中心连续四年上移，2026年形成加速型新高状态；当前优势很强，但新高位尚未经历足够深的 return/retention 测试。

Technical 内部判断 88/100。

正面确认：

- 回抽后 2,500-2,700 区域形成有效支撑；
- 月线继续维持更高低点；
- 3,000 上方形成数月新中心，而不是单点突破。

失效/明显降级：

- 快速跌回 2,300 以下并无法恢复；
- 更深地重新被 1,700-2,000 区域吸收；
- 形成持续降低的月线高低点。

11 | 风险、反证与催化剂

11.1 | 主要风险

第一，估值压缩风险。当前 PBR 约 1.9 倍，对地银已经很高。

第二，统合执行风险。两家银行不立即合并，协同更依赖制度、客户和能力共享，而不是简单成本裁撤。

第三，存款成本风险。利率上升会提高资产收益，也提高调达成本。

第四，信用周期。群马与新潟都拥有制造业和中小企业客户，经济冲击会提高信用成本。

第五，有价证券风险。利率和股市变化会影响债券评价、证券损益和资本。

第六，区域人口结构。长期人口减少会限制传统贷款需求，必须靠生产率、企业整合和跨区域业务抵消。

11.2 | 主要催化剂

未来最重要：

- FY2027 Q2/Q3 核心业务净益与存款 beta；
- 新集团中期经营计划；
- 500 亿日元以上利润增量的分解；
- 临时股东大会及监管审批；
- 统合后资本配置与回购/配当政策；
- 非利息收入跨区域复制；
- 新集团 ROE 10.5%以上路径的实际兑现。

12 | Research Dividend：群马银行的真正稀缺性是“已经先完成一次 ROE 改造，再去合并”

很多地银并购的逻辑是：

两家低效率银行 → 合并 → 希望靠规模和削成本提高 ROE。

群马银行的情况不同。

它在统合前已经把：

- ROE 从 4.9% 提高到 10.0%；
- OHR 从 59.6% 降低到 44.6%；
- 净利润从 264 亿提高到 589 亿；
- 非利息收入持续扩大；
- 配当性向提升到约 40%；
- 政策持股持续削减。

因此它带进新集团的不是“等待修复的资产”，而是一套已经验证过的 RORA、成本和资本效率管理能力。

这使统合的真正潜力不只是规模，而是：

把已经有效的资本效率方法复制到更大的客户和资产基础。

但这也是最大的反证测试。

如果新集团成立后 ROE 反而下降、成本上升、资本被稀释，就说明“群马银行的高效率”无法跨组织复制；届时当前高估值需要重新评价。

13 | 下一次最值得跟踪什么

13.1 | Research Debt 1：1,400 亿净利润到底怎么形成

必须等待新集团中计把增量拆成：

- 金利假设；
- 贷款量；
- 贷款利差；
- 非利息收入；
- 客户交叉销售；
- 有价证券；
- 成本；
- 信用成本；
- 资本结构。

13.2 | Research Debt 2：统合后的资本回报政策

群马银行当前的累进配当和约 40% 配当性向非常清晰。

统合后需要确认：

- 新 FG 是否继承累进配当；
- 配当性向目标；
- 回购纪律；
- CET1/总资本目标；
- 成长投资与资本返还的优先级。

13.3 | Research Debt 3：存款 beta 与利差峰值

下一 Review 应继续拆：

- 贷款收益率；
- 存款平均成本；
- 资金利益；
- 普通存款/定存结构；
- 竞争性存款价格。

利率正常化进入后半段以后，这会比“政策利率多少”更重要。

13.4 | Technical next evidence

目前再创新高的信息增量已经不如一次真实回抽。

最值得看的，是：

2,500-2,700 能否在明显回落后变成新支撑；如果不能，3,000 以上可能只是高位扩张而不是稳定中心。

14 | Kabugami Score V3.2

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	87/100	11.31	资本充足率 15.13%、贷款/存款基础稳定、核心盈利强；银行固有信用与证券波动仍存在。
竞争优势与结构耐久性	14	80/100	11.20	群马地域客户信息、制造业网络与解决方案能力真实，统合扩大网络；长期人口结构限制绝对护城河。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	87/100	14.79	FY2026 ROE 约 10%、Q1 年化 11.3%，核心业务净益持续增长、OHR 约 44%；利率顺风占部分贡献。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	82/100	9.02	贷款、法人解决方案、财富管理和集团业务逐步多元；仍对区域经济与日元利率敏感。
估值与安全边际	15	45/100	6.75	PBR 约 1.92 倍、PER 约 18.7 倍，统合和 ROE 改善已被大量计价，传统地银低 PB 安全垫已消失。
资本配置与股东回报	10	90/100	9.00	累进配当、约 40%配当性向、持续回购、政策持股削减与 RORA 管理形成一致资本纪律。
治理、所有权与管理层	7	84/100	5.88	资本效率指标和市场沟通成熟，新 FG 社外董事占多数；双银行统合后的治理执行仍待验证。
Kabugami 技术结构	13	88/100	11.44	2022-2026 长期价格中心连续上移并创历史性新高，旧状态控制力显著下降；高位深回抽

				尚未充分测试。
合计	100		79.39	Rating A

14.1 | 为什么是 A，而不是 A+

群马银行的盈利质量、资本政策和技术结构都很强。

没有进入 A+的主要原因不是银行本身，而是：

1. 当前估值已经接近 2 倍 PB；
2. 新集团统合增益仍有大量未来假设；
3. 当前价格状态非常强，但高位安全边际很薄。

如果统合后 ROE 持续高于 10.5%，同时利润增长兑现到 EPS 与分红，而股价经历回抽后仍能保持高位结构，则质量与赔率可能重新同时成立。

15 | 合规、来源与证据边界

15.1 | Compliance / 风险披露

本报告基于公开信息，用于 Kabugami 独立投资研究、研究方法验证和历史判断记录，不构成证券募集、个别投资建议、目标价格或收益保证。

银行盈利对政策利率、收益率曲线、存款竞争、信用成本、证券市场与监管资本高度敏感；经营统合仍需股东大会和监管审批，2030 年净利润与 ROE 目标属于管理层目标而非已实现事实。

15.2 | 主要来源

1. 群马銀行 | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信

<https://www2.jpx.co.jp/disc/83340/140120260731504434.pdf>

2. 群马銀行 | 2026 年 3 月期 決算短信

<https://www.gunmabank.co.jp/ir/notice/pdf/20260511a.pdf>

3. 群马銀行 | 2026 年 3 月期 決算の概要

<https://www.gunmabank.co.jp/ir/notice/pdf/20260511b.pdf>

4. 群马銀行 | 2026 年 3 月期 有価証券報告書

<https://www.gunmabank.co.jp/ir/zaimu/pdf/report202603.pdf>

5. 群马銀行 / 第四北越 FG | 株式交換による経営統合に関する最終合意

https://www.gunmabank.co.jp/gnfg/pdf/20260326_1.pdf

6. 群马銀行 | 配当情報・株主還元方針

<https://www.gunmabank.co.jp/ir/kabusiki/kabusiki3.html>

7. 群马銀行 | 2026 年 3 月期 決算説明会資料（政策保有株式・資本政策）

<https://www.gunmabank.co.jp/ir/library/pdf/2026/ir1e.pdf>

8. 群馬銀行 | 業績ハイライト

<https://www.gunmabank.co.jp/ir/zaimu/highlight.html>

9. 群馬銀行 | 2026 年 9 月 24 日 臨時株主総会関連開示

<https://www.gunmabank.co.jp/ir/notice/>

10. 株探 | 8334 日次・月次・年次価格

https://s.kabutan.jp/stocks/8334/historical_prices/daily/

https://s.kabutan.jp/stocks/8334/historical_prices/monthly/

https://s.kabutan.jp/stocks/8334/historical_prices/yearly/

15.3 | 证据边界

Review date 为 2026-09-27，市场价格采用 2026-09-25 最后完整交易日。

FY2027 Q1 归母净利润 175.84 亿日元、OHR 44.4%、ROE 年化 11.3%是季度/年化口径，不能直接等同于全年最终 ROE。公司全年净利润 650 亿日元预测仍是管理层计划。

银行现金流表不适合机械套用制造业 FCF 框架，本 Review 主要使用核心业务净益、资金利益、非利息收入、信用成本、RORA、ROE、OHR、资本充足率和资本政策判断股东经济。

经营统合预计 2027 年 4 月 1 日生效，仍以股东大会、监管审批等条件为前提。新集团净利润 1,400 亿日元以上、ROE 10.5%以上为 2030 年目标，不按已实现利润计入当前盈利。

Technical 使用 1996-2026 公开年次、2026 月次与近期日线作为主要价格结构证据。9 月 25 日创 3,208 日元新高是强势证据，但高位尚未经历充分深回抽，因此没有把当前状态判定为无条件完成。

本 Review 未使用未完成像素级验证的 Owner Media；按当前生产规则采用合法 text-only Section 10，不让图像问题触发 Research 重跑。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 4417 --

<!-- KBG_OWNER_CHART_VISUAL_IDENTITY: 4417|8334 --

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。