

9361 伏木海陸運送株式会社 (Fushiki Kairiku Unso Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 69.31/100 · B+

这家公司是做什么的

伏木海陸運送以伏木富山港为核心，提供港湾装卸、集装箱、仓储、陆运、铁路联运、报关和船舶代理等综合物流服务，同时经营房地产、纺织制造、旅行和保险等业务。

最近亮点

FY2026销售额143.91亿日元、同比增长7.0%，营业利润12.74亿日元、增长2.4%，归母净利润8.23亿日元、增长20.6%；其中港运业务销售额97.56亿日元、分部利润14.43亿日元，分别增长5.6%和10.0%…

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	6056824a84bf5cf6069c945bae7f60922eba ddf9
评分版本	V3.2
发布源 SHA	165e4879ab6813feed7a3a7b332801f2766c adae
交付代码版本 SHA	165e4879ab6813feed7a3a7b332801f2766c adae
交付运行时指纹	09f5d85e2c00de7b9090608fd2602937ece9 f249af06fe40d92518815dd554e7

先看研究要点

为什么值得研究	港运业务具有港口设施、许可、客户网络、铁路/卡车/仓储/报关的一体化能力，外部港口统计也确认伏木富山港拥有真实且多元的货种基础。公司净负债很低，账面土地约 86.54 亿日元、投资有价证券约 36.86 亿日元，均相对约 52.2 亿日元市值具有明显资产支撑；FY2026 港运利润与现金流也是真实经营成果，而不是只靠资产出售。
最需要担心什么	便宜并不自动等于价值释放。FY2026 ROE 只有 6.6%，FY2027 营业利润指引下降 11.3%；公司仍持有大量战略性股票，公开资料中未看到明确的资本成本/PBR 改善或 ROE 目标，分红政策强调稳定而非高回报。董事会虽有外部董事，但部分任期长达二十多年，董事报酬又以固定报酬为主。另有权益法投资损失 2.21 亿日元、非核心业务回报偏低、港口地域集中，以及极低成交量带来的流动性风险。
Kabugami 现在怎么看	伏木海陸運送是一家“经营底盘比估值看起来好、资本效率又比资产折价看起来弱”的地方港运公司。港运业务本身具备真实的区域基础设施与网络壁垒，FY2026 盈利和现金流稳健，且市值明显低于账面净资产、土地与现金加投资证券的账面合计；但多年 0.3—0.6 倍 PBR 并非偶然，市场长期在折价那些难以直接变成普通股股东回报的土地、战略持股和非核心资产。当前最重要的问题不是“资产有多少”，而是管理层能否把资产、港运现金流与低杠杆转化为持续超过资本成本的 ROE 和更明确的分红/回购。没有这条路径，0.4 倍 PBR 可以长期合理存在。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正的问题：这是被低估的港运资产，还是长期资本效率折价

伏木海陸運送最容易吸引人的地方，是一个非常直观的估值反差。

公司 FY2026 末归属母公司股东权益约 131.96 亿日元，而当前市值约 52.2 亿日元；账面土地约 86.54 亿日元，投资有价证券约 36.86 亿日元，现金及存款约 34.29 亿日元。仅这些可见资产的账面金额就已经远高于市值。

但如果“资产多”本身就足以消除折价，这家公司过去十多年就不应该长期在约 0.3—0.6 倍 PBR 附近交易。

因此，本轮真正的 Investment Question 是：

港运业务的现金创造能力、低杠杆和大量资产，能不能被管理层转化为持续更高的 ROE 与普通股股东回报；还是这些资产会继续以土地、交叉持股和非核心业务的形式长期沉淀，使 0.4 倍 PBR 成为一种稳定状态？

01.2 | 当前答案：资产折价真实，但价值释放机制还没有形成

FY2026 经营本身不差。集团销售增长 7.0%，营业利润增长 2.4%；核心港运分部利润增长 10.0%，营业现金流 19.43 亿日元。这个底盘比“0.4 倍 PBR 公司”通常让人联想到的经营质量更好。

问题在资本效率。

FY2026 ROE 只有 6.6%，而公司对 FY2027 给出的营业利润预测还要下降 11.3%。分红维持 60 日元，预测派息率约 22.2%，并没有把低估值主动转化为高股东回报。公开资料中也没有看到明确的资本成本、PBR 改善或 ROE 目标。

所以当前结论是：

这是一只“有资产、有现金流、有核心业务”的便宜股，但还不是一只已经证明会主动释放价值的便宜股。

01.3 | 为什么本轮是 FIRST_COMPLETE

本轮开始时没有一份在当前 structured-deep-research-v1 方法身份下可直接继承为当前完整 Review 的 9361 研究，因此重新建立公司理解、Open Discovery、Coverage35、独立 Technical、Cross-domain Integration、Research Debt、Research Stop、Full Synthesis、V3.2 Score、Editorial Routing 与自然 00-15 基线。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 经济本质：以港口节点为中心，把装卸能力延伸成综合物流网络

公司名称里有“海陆运送”，但真正的经济中心不是单一运输工具，而是伏木富山港这一物流节点。

核心港运业务覆盖：

- 港湾装卸；
- 集装箱码头相关作业；
- 仓储；
- 卡车运输；
- 铁路联运；
- 报关；
- 船舶代理；
- 包装与相关物流服务。

客户购买的不是“搬一次货”，而是货物从船舶、码头、仓库到内陆运输的一整套衔接能力。港口基础设施、作业许可、现场经验、客户关系和不同运输方式之间的协调共同形成壁垒。

这类生意的优点是区域粘性强；缺点是增长上限高度依赖当地港口货量、产业结构和资本开支。

02.2 | 港运是利润中心，其他业务更像资产与集团历史的延伸

FY2026 各业务分部中：

- 港运销售约 97.56 亿日元，分部利润 14.43 亿日元；
- 房地产销售约 12.18 亿日元，分部利润 2.50 亿日元；
- 纺织制造销售约 22.97 亿日元，分部利润 0.40 亿日元；
- 其他业务销售约 13.10 亿日元，分部利润 0.31 亿日元。

港运贡献了绝大部分集团经济价值。房地产有稳定利润但 FY2026 利润同比下降 22.5%；纺织制造虽然利润改善 78.4%，绝对利润仍很薄；旅行、保险等其他业务规模更小。

这意味着公司表面上是一家多元集团，实质上仍是：

一个赚钱的地方港运核心 + 一组回报率差异很大的周边资产与历史业务。

02.3 | 资产很重，但负债并不重

FY2026 末总资产 245.84 亿日元，自己资本 131.96 亿日元，自己资本比率 53.7%。

有息负债粗略合计约 42.05 亿日元，现金及存款约 34.29 亿日元，净负债不到 8 亿日元。以 FY2026 营业现金流 19.43 亿日元看，融资压力并不高。

这使公司具备较强的周期承受力；同时也意味着低 ROE 更难归咎于“杠杆太高”，而更多来自大量资本沉淀与资产使用效率。

03 | 港口、客户、货种与产业关系

03.1 | 伏木富山港是真实的物流节点，不是公司自己的故事

富山县 2025 年港口统计显示，伏木富山港全年商船入港约 1,401 艘，集装箱约 76,612 TEU，总货运量约 607.5 万吨，其中外贸货约 492.9 万吨。

不同港区货种包括汽车、废金属、木片、煤炭、原盐、石油焦、铝锭、纸浆等。

这与公司 FY2026 披露的主要处理货种大体一致：木片、集装箱、煤炭、生物质燃料、石油焦、工业盐、铝锭、钢材以及汽车等。

外部港口统计因此提供了一个重要验证：

公司的收入基础确实依附于一个有真实工业与外贸货物流量的区域港口，而不是依赖某个单一项目。

03.2 | 护城河来自“节点 + 网络 + 许可”，不是品牌溢价

地方港运的竞争优势更接近基础设施型护城河：

1. 港口作业与土地/仓储等物理节点难以复制；
2. 港湾作业许可、安全管理和现场经验存在进入门槛；
3. 海运、铁路、卡车、仓储、报关和船代一体化降低客户协调成本；
4. 与本地产业、金融机构和航运关系长期积累。

这类护城河通常能保护“留在当地物流链里”，但不必然带来高 ROE。地方基础设施型企业很常见的结果就是：

竞争位置稳定，资本回报却普通。

03.3 | 客户集中度仍是重要 UNKNOWN

公开资料能够看到货种、业务范围和港口总体流量，却没有足够信息还原公司前十大货主、各产业客户收入占比、合同周期与议价机制。

因此本轮不能把“货种多元”直接等同于“客户风险很低”。

更准确的判断是：

- 货种与业务链条具有一定分散性；
- 地域仍高度集中在北陆/伏木富山港；
- 大型工业客户或特定航线的重要性无法从公开资料精确量化。

03.4 | 俄罗斯航线是经营事实，也是不可忽视的地缘暴露

公司截至 2026 年 9 月仍更新伏木及富山新港相关俄罗斯 RORO 船期，说明相关物流联系仍在实际运营层面存在。

但公开资料没有披露其收入占比，因此本轮只把它作为：

存在但未量化的地缘/制裁与航线条件风险，

而不把它夸大成核心盈利来源或核心风险。

04 | 盈利质量与 FY2027 弱指引

04.1 | FY2026 是扎实增长，不是单纯会计改善

FY2026 集团：

- 销售额 143.91 亿日元，同比增长 7.0%；
- 营业利润 12.74 亿日元，同比增长 2.4%；
- 经常利润 11.91 亿日元，同比增长 1.6%；
- 归母净利润 8.23 亿日元，同比增长 20.6%。

营业利润率约 8.9%，对传统地方物流公司并不弱。

尤其是港运分部利润同比增长 10.0%，说明核心经营的改善具有实质性。

04.2 | 净利润增长比营业利润更漂亮，部分来自资产出售

FY2026 公司处置子公司土地与建筑，确认固定资产出售收益约 3.28 亿日元；现金流量表里有形固定资产出售收入约 10.57 亿日元。

这不是坏事。它至少证明管理层愿意出售部分低效资产、回收资金。

但净利润增长 20.6%明显快于营业利润增长 2.4%，因此不能把全部净利润增幅理解为经营体质同幅改善。

正确区分是：

港运利润是真的；资产出售也是真的；两者的可重复性不同。

04.3 | FY2027 最值得注意的是营业利润下降 11.3%

公司 FY2027 预测：

- 销售额 145.0 亿日元，同比增长 0.8%；
- 营业利润 11.30 亿日元，同比下降 11.3%；
- 经常利润 12.10 亿日元，同比增长 1.5%；
- 归母净利润 7.00 亿日元，同比下降 15.0%；
- EPS 270.38 日元。

这组预测非常有信息价值：

公司自己并没有把 FY2026 的利润水平外推成强增长周期。

因此，对 9361 最不应该做的，是拿一个低 PER 就假定利润在上升。更重要的是验证：

FY2027 营业利润的下降到底只是保守指引、成本上升，还是港运盈利已经接近阶段高点。

04.4 | 权益法损失是被低估的拖累

FY2026 权益法投资损失约 2.21 亿日元，上一年约 0.93 亿日元。

这个金额相对集团利润并不小。

集团存在多家关联公司，包括旅游、地产、酒店/高尔夫等相关企业，但当前公开资料不足以把这 2.21 亿日元损失可靠归因到某一个具体对象。

因此本轮保留一个明确 Research Debt：

权益法损失来自哪里、是否可逆、是否代表集团外围资产长期消耗回报率。

05 | 现金流、资产负债表与资产折价

05.1 | 现金流与偿债能力都很健康

FY2026：

- 营业现金流 19.43 亿日元；
- 投资现金流-3.66 亿日元；
- 融资现金流-11.47 亿日元；
- 期末现金等价物 28.46 亿日元。

有形固定资产购入支出约 12.56 亿日元，同时有形固定资产出售收入约 10.57 亿日元。

如果只做最简单的“营业现金流减有形固定资产购入”，约为 6.87 亿日元，但本轮不把这个数字当作正常化 FCF，因为当年资产出售、营运资金与投资结构会影响真实经济含义。

05.2 | 资产负债表订正后，核心结论没有变：资产很厚

2026 年 8 月 19 日，公司订正了 FY2026 决算部分资产负债表数据。

订正后：

- 总资产 245.84 亿日元；
- 净资产 145.55 亿日元；
- 归属母公司自己资本 131.96 亿日元；
- 自己资本比率 53.7%；
- 每股净资产 5,097.46 日元。

主要资产包括：

- 现金及存款 34.29 亿日元；
- 投资有价证券 36.86 亿日元；
- 土地 86.54 亿日元。

这些资产共同形成显著下行缓冲。

05.3 | “土地 + 证券 市值”不是可以直接相加的套利公式

当前市值约 52.2 亿日元，而账面土地约 86.5 亿、投资证券约 36.9 亿，看上去非常夸张。

但这里必须同时保留三点限制：

第一，土地中相当部分是港口及经营资产，不能简单假设可以出售而不伤害主营业务。

第二，公司持有的投资证券多为政策/关系型持股，并非天然准备出售的金融资产。

第三，房地产、子公司、少数股东、税负和资产处置成本都会影响真正可分配给普通股股东的价值。

因此真正的折价不是：

“市场不知道资产值多少钱”。

更可能是：

市场不确定这些资产什么时候、以什么方式、能有多少最终变成每股股东价值。

06 | 资本效率：为什么 0.4 倍 PBR 可以存在很久

06.1 | ROE 6.6%是整份研究的关键数字之一

FY2026 ROE 为 6.6%。

这个水平并不差到需要担心生存，却不足以自然推动 PBR 长期回到 1 倍以上。

对一个资产很厚、财务杠杆不高的公司来说，ROE 提升需要的不是“再多一点资产”，而是：

- 核心利润率继续提高；
- 低回报资产退出；
- 政策持股下降；
- 非核心业务收缩；
- 分红/回购提高资本效率；
- 新投资只进入高于资本成本的项目。

06.2 | 公司公开资本政策仍偏“稳健”，不是“主动重构”

FY2026 每股分红 60 日元，FY2027 也预测 60 日元。

FY2026 派息率约 18.9%，FY2027 预测约 22.2%。公司基本方针强调强化经营基础、内部留存和稳定持续分红。

这是一种典型的地方稳健企业政策，但它与“低 PBR 主动价值释放”不是同一件事。

本轮审阅的公开资料中，没有看到明确的：

- ROE 目标；
- 股东权益成本目标；
- PBR 改善目标；
- 总還元性向；
- 低估时系统性回购框架。

因此估值折价缺少一个非常明确的自我修复机制。

06.3 | 资产出售是正面信号，但还不足以称为资本配置转折

FY2026 出售高冈市一处子公司土地/建筑并确认收益，理由包括有效利用经营资源和增强财务体质。

这是本轮较有价值的资本配置信号，因为它表明资产并非完全不可动。

但一次出售不能证明：

公司已经建立“低回报资产退出 → 资金回到高回报业务或普通股股东”的长期制度。

下一次更有价值的证据，是政策持股、非核心地产或低回报业务是否继续被处理，以及所得资金去哪里。

07 | 政策持股与隐含资本成本

07.1 | 投资证券规模很大，且历史上多为关系型持有

FY2025 有价值证券报告书显示，母公司保有的投资股票全部属于“纯投资目的以外”的持股。

当时主要上市持股包括明港运、ほくほく FG、CK サンエツ等，也有大量未上市股权。

这些持股在地方港运生态里有真实关系价值：金融、客户、供应商、物流伙伴之间长期交叉持股并不罕见。

但从普通股东角度必须继续问：

维持关系的经济回报，是否高于把资本返还股东或投向更高 ROIC 项目的机会成本？

07.2 | FY2026 详细持股处置要等 9 月 30 日前后的有价值证券报告书

本 Review 资料截止为 9 月 23 日。公司最新 FY2026 有价值证券报告书预计在 9 月 30 日提交，因此本轮不能用未来文件补回本期判断。

所以一个高价值 Research Debt 是：

- FY2026 政策持股是否进一步缩减；
- 36.86 亿日元投资证券里哪些是真正可退出的上市证券；

- 董事会如何衡量关系价值与资本成本；
- 是否存在新的出售计划。

这不是资料缺失的小细节，而是决定 PBR 折价能否收敛的核心变量。

08 | 治理、所有权与管理层

08.1 | 股权结构稳定，但带有明显地方关系网络特征

FY2026 末主要股东包括：

- 立花海运约 7.98%；
- 明治安田生命约 7.36%；
- 北陆银行约 4.94%；
- 立花家相关个人持股；
- 三井住友信托、住友生命、日本生命、第一生命等金融机构。

没有单一控股股东，但地方航运、银行、保险与家族持股共同形成稳定的关系型股东基础。

稳定股东有助于长期经营，但也可能降低资本市场压力。

08.2 | “有外部董事”不等于治理已经现代化

最新股东大会资料显示，董事候选 13 人，其中 4 人为外部董事。

但部分外部董事任期非常长，约 26—30 年；公开资料中明确指定为东证独立役员的董事人数也少于全部外部董事人数。

长期关系可以提供地方网络与业务理解，但在治理上存在一个反问题：

一个任职二三十年的“外部”董事，是否还具有足够独立的资本配置挑战能力？

08.3 | 报酬体系缺少强绩效联动

FY2026 董事报酬以固定金钱报酬为主，没有业绩联动报酬或非现金长期激励；个别董事报酬分配还授权给社长决定。

这并不意味着治理失效，但对一个最需要改善资本效率和 ROE 的低 PBR 公司来说，激励机制没有提供强烈的“每股价值最大化”信号。

这也是本轮治理评分只有中低水平的重要原因。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 表面估值非常便宜

以 2026 年 9 月 18 日收盘 2,015 日元计：

- FY2027 预测 PER 约 7.45 倍；
- FY2026 实绩 EPS 对应 PER 约 6.33 倍；
- PBR 约 0.40 倍；

- 预测股息率约 2.98%；
- 市值约 52.2 亿日元。

单看这些数字，估值确实具有明显吸引力。

09.2 | 真正的安全边际来自资产与现金流，不只是 PER

低 PER 本身不足以证明便宜，因为 FY2027 营业利润还在下降。

更有意义的保护来自：

- 自己资本约 131.96 亿日元；
- 净负债不到 8 亿日元；
- 账面土地约 86.54 亿日元；
- 投资证券约 36.86 亿日元；
- FY2026 营业现金流 19.43 亿日元；
- 核心港运分部持续盈利。

这使“永久性资本损失”与普通高杠杆周期股相比更有缓冲。

09.3 | 但 0.4 倍 PBR 也可能是合理的资本效率折价

如果未来长期状态仍是：

- ROE 只有 5%—7%；
- 没有大规模回购；
- 政策持股和土地长期不动；
- 低回报非核心业务继续存在；
- 资本成本高于股东回报；

那么 PBR 长期维持 0.4—0.6 倍并不矛盾。

因此估值上最关键的不是预测一个目标价，而是辨别三个状态：

1. 资产折价维持：ROE 不升、资本政策不变，低 PBR 继续；
2. 经营改善但资本政策不变：利润增长，PER 便宜，但 PBR 修复有限；
3. 经营 + 资本回报一起改善：ROE 跨过 8%左右、持股下降、回购/分红增强，才有真正的估值制度性重估基础。

本轮只确认了前两者之间存在改善可能，尚未看到第三种状态的充分证据。

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 | 技术问题：2026 年的上冲是新价格区域，还是又一次薄量脉冲

9361 有非常长的上市历史。调整后长期数据里，2006 年高点约 2,675 日元，2011 年低点约 1,000 日元。

此后十多年，大部分时间价格长期运行在约 1,000—1,750 日元区域。期间也出现过几次向上脉冲：2017 年高点约 2,000 日元，2023 年高点约 2,202 日元，但之后都重新回落。

因此这只股票当前真正的 Technical Question 不是“今年涨过多少”，而是：

2026 年冲到 2,497 日元以后，价格能否在明显高于过去 1,400—1,700 日元旧区域的位置长期留下；还是低流动性再次制造一个最终被旧状态吸收的脉冲？

10.2 | Chart Truth：长期旧区域已经被拉开，但 2026 高点后的回撤很深

几个关键事实：

- 2020 年最低约 1,002 日元；
- 2021—2022 年高点仍只有约 1,400—1,470 日元；
- 2023 年一度冲至约 2,202 日元，但 2024—2025 年低点仍回到 1,400 日元附近；
- 2026 年 2 月再次冲至 2,497 日元；
- 2026 年 7 月低点约 1,975 日元；
- 9 月 18 日收盘 2,015 日元。

积极之处是：

2026 年从 2,497 日元回落后，低点仍停在约 1,975 日元，明显高于 2024—2025 年约 1,400 日元附近的低位区。

这说明旧状态对价格的重新吸收能力已经减弱。

但不能忽略另一面：2,497 到 1,975 的回撤约 21%，并不浅；而当前 2,015 日元已经靠近这轮新区域下沿。

所以当前不是“迁移完成”，而是：

更高价格区域的雏形还在，但正在接受第一次有分量的保留测试。

10.3 | 最大技术风险不是图形，而是极端低流动性

9361 很多交易日只有 100—400 股成交。

这意味着：

- 单笔交易就可能明显移动价格；
- 日线高低点的统计意义下降；
- 所谓“突破某个精确价位”很容易是假精度；
- 买入和卖出本身都可能影响成交价格。

因此本轮技术研究使用的是价格区域和长期保留度，而不是机械触发线。

当前可以暂时把约 1,950—2,100 日元理解为正在形成的新运行区域候选，但它还没有足够时间、成交与多轮回抽来证明稳定。

10.4 | 事件响应：好消息能推高价格，但过去两次都没有形成持续扩张

2026 年 2 月 10 日前后，公司公布上半年业绩好于原预测并上调全年预测。随后股价在 2 月 13 日达到约 2,497 日元年度高点。

但到 7 月价格又回到约 1,975 日元。

8 月公布 FY2026 正式业绩后，8 月 10 日前后价格约 2,078 日元；到 9 月 18 日仍只有 2,015 日元附近，没有形成新的持续上行。

因此当前 Price-Fundamental Timing 更接近：

Event-failed / Higher-floor retention（正面事件的上涨脉冲没有持续，但回落后的价格地板仍高于过去旧区域）。

这不是用业绩解释技术面，而是观察市场对已知好消息的实际价格响应。

10.5 | 确认与失效

进一步确认更高状态：

- 在约 1,950—2,100 日元区域经历更长时间和更有成交量的整理后仍不重新掉回旧区域；
- 下一次回升能够重新越过 2023 年的 2,200 日元附近，并在回抽后保留；
- 后续再挑战 2,497 日元时，回落深度明显小于本轮。

结构降级：

- 长时间跌回约 1,850—1,900 日元以下；
- 特别是重新回到约 1,600—1,750 日元旧长期运行区，并在那里重新形成主要价格重心；
- 正面经营消息继续只产生短促脉冲，而每次都被旧区域完全吸收。

由于流动性极低，这些都是观察区间，不是自动交易触发价。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险一：港运利润进入平台期

FY2027 公司已经预测营业利润下降 11.3%。

需要警惕：

- 港口货量增长放缓；
- 燃料、人力、设备维护成本上升；
- 运价/装卸费无法完全转嫁成本；
- 大客户或航线变化；
- 资本开支回报不足。

如果核心港运分部利润停止增长，低 PBR 很难仅靠“资产多”自行修复。

11.2 | 主要风险二：资产长期无法转化为股东回报

公司资产厚、净负债低，但如果政策持股、土地和非核心业务长期不动，普通股东只能看到账面价值，未必能获得现金回报。

这是真正的 value-trap 风险。

11.3 | 主要风险三：权益法与非核心业务继续拖累

权益法损失 2.21 亿日元值得持续跟踪。

如果外围关联资产长期消耗利润与管理资源，公司即使港运表现稳定，集团 ROE 也可能继续被稀释。

11.4 | 主要风险四：治理与资本配置改革不足

外部董事任期较长、固定报酬为主、缺乏明确资本成本/PBR 目标，使治理层面对低估值的“主动修复力量”不足。

这不是短期财务风险，却直接影响折价能否消失。

11.5 | 主要风险五：股票本身的流动性

日成交经常只有数百股，这不是普通的“交易不活跃”，而是足以影响投资可执行性的流动性约束。

任何估值折价都必须考虑：

理论上便宜，不等于实际能以那个价格建立或退出有意义的仓位。

11.6 | 最有价值的催化剂

1. FY2027 港运营业利润明显好于公司弱指引；
2. 9 月 30 日以后新有价证券报告书显示政策持股进一步缩减；
3. 公司设立明确 ROE/资本成本/PBR 目标；
4. 继续出售非核心资产，并把资金用于回购或更高分红；
5. 权益法损失显著收窄；
6. 港口货量、航线或高毛利货种持续扩张；

7. 股价在明显更高区域经回抽仍能保持，同时成交活跃度改善。

12 | 反常识发现

12.1 | 最重要的反常识：最大的“资产价值”也是最大的“低 PBR 原因”

土地和投资证券账面金额远高于市值，看起来像最强买点。

但如果这些资产长期不出售、不提高收益、不返还股东，它们也会同时压低 ROE，使市场继续给予低 PBR。

所以同一个资产可以同时是：

下行保护 + 估值折价的来源。

这也是 9361 最核心的矛盾。

12.2 | 港运业务比集团整体更好，集团多元化未必创造价值

FY2026 港运分部利润 14.43 亿日元，而集团营业利润 12.74 亿日元。

这说明外围业务、总部/消去等整体上并没有把核心港运的强盈利进一步放大。

“多元化”对这家公司更像历史资产组合，而不是已经证明的资本配置优势。

因此未来价值提升的一个可能来源，不一定是“再增加业务”，而可能是：

让资本更集中到最有回报的业务，或把多余资本返还。

12.3 | 2026 股价的真正进步不是冲到 2,497，而是跌下来后还没回到 1,400

低流动性股票很容易出现尖峰。

因此 2,497 日元本身的信息价值有限。

更重要的是，这次高点回落后，低点仍在约 1,975 日元，暂时没有重回过去 1,400—1,700 日元主要运行区间。

这提示旧状态确实变弱，但由于还没有经历足够时间与成交验证，当前只能说“更高区域候选形成”，不能说“长期状态迁移完成”。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 第一优先：FY2027 营业利润到底会不会真降 11.3%

这是下一次财报最重要的问题。

重点看：

- 港运收入与分部利润；
- 港口货量与主要货种；
- 人工、燃料、设备成本；

- 价格转嫁；
- 资本开支与折旧；
- 营业现金流。

如果营业利润明显高于公司预测，当前便宜估值的可信度会增强。

13.2 | 第二优先：9月30日 有价证券报告书里的政策持股

本 Review 截止日前，FY2026 有价证券报告书尚未提交。

提交后最值得看：

- 上市政策持股是否减少；
- 持有理由是否更严格；
- 是否出现出售进度；
- 董事会是否开始用资本成本评估持股；
- 出售资金用途。

这是 PBR 折价能否收敛的高价值证据。

13.3 | 第三优先：2.21 亿日元权益法损失来自哪里

需要等更细披露或关联公司资料确认。

如果损失来自一次性事件，集团正常化利润会更好；如果来自长期低回报外围资产，则应进一步降低资本效率判断。

13.4 | 第四优先：资本政策有没有从“稳定”升级到“效率”

真正改变估值制度的信号包括：

- ROE 目标明显提高；
- 明确资本成本；
- 低 PBR 改善计划；
- 股票回购；
- 更高且可持续的派息率；
- 非核心资产退出。

任何一项单独出现都不够，但组合出现会改变投资判断。

13.5 | 第五优先：技术面的新区域能不能熬过时间和流动性测试

最重要的不是再出现一天大涨，而是：

- 1,950—2,100 日元附近能否在更长时间维度反复站稳；
- 回抽是否越来越浅；
- 成交是否从“每天几百股”改善；
- 再次上攻 2,200 和 2,497 时能否保留新高度。

14 | Kabugami Score 评分卡

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	85/100	11.05	自己资本比率 53.7%、净负债很

				低、营业现金流强，且土地与投资证券提供明显资产缓冲；主要风险不是生存，而是资本效率。
竞争优势与结构耐久性	14	70/100	9.80	伏木富山港节点、许可、设施与海陆联运网络构成真实区域壁垒；但地域集中、货量周期与价格转嫁能力限制了护城河的高回报强度。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	65/100	11.05	港运盈利和营业现金流扎实，集团长期也能赚钱；但 ROE 仅 6.6%、FY2027 营业利润指引下，资产出售与权益法损失使正常化资本效率仍需提高。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	70/100	7.70	港运货种、运输方式与业务链条较多元，外部港口统计验证真实需求；但客户集中度公开不足，地域/航线依赖与非核心业务复杂度仍明显。
估值与安全边际	15	90/100	13.50	约 0.40 倍 PBR、7.45 倍预测 PER、低净负债及大量土地/投资证券形成很强资产折价；主要限制是资产并非都可自由变现，且低 ROE 可能使折价长期化。
资本配置与股东回报	10	50/100	5.00	60 日元稳定分红和 FY2026 资产出售是正面；但派息率仅约 20%、政策持股规模大，公开资料中尚无明确回购、资本成本、ROE 或 PBR 改善框架。
治理、所有权与管理层	7	45/100	3.15	有外部董事与稳定股东基础，但部分外部董事任期二十

				多年、独立性有限，董事报酬以固定报酬为主，资本效率改革动力尚未被证明。
Kabugami 技术结构	13	62/100	8.06	2026 高点回落后仍保留在明显高于旧 1,400—1,700 日元区域的位置，旧状态回复约束减弱；但回撤深、事件脉冲留存有限且成交量极低，新状态还未完成验证。
合计	100		69.31	B+

14.1 | 为什么只有 B+

它最强的是“安全垫”，不是“回报机制”。

评分被压住的三条链分别是：

1. 大量资产 → 更高 ROE 尚未完成；
2. 经营现金流 → 更强股东回报 尚未完成；
3. 股价离开旧区域 → 稳定新价格状态 尚未完成。

14.2 | 什么会让评分真正上升

最有价值的升级证据是：

- FY2027 营业利润不降反升；
- ROE 稳定跨过 8%并有可解释的经营/资本配置来源；
- 政策持股和非核心资产持续下降；
- 回购或更高可持续分红出现；
- 权益法损失明显收窄；
- 技术结构经历更深回抽后仍守住更高价格区域，且流动性改善。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告基于截至资料截止日可获得的公开信息形成点时判断。公司预测、资产账面价值、政策持股关系与市场估值均被视为证据而不是自动结论；资产价值没有被当作可立即分配给普通股股东的现金。

本报告不构成投资建议、证券推荐、收益承诺、目标价或任何形式的招揽。投资者应根据自身风险承受能力、流动性约束与最新公开资料独立判断。

15.1 | 主要一手来源

1. 伏木海陸運送 | 2026 年 6 月期 決算短信（2026 年 8 月 19 日订正版）

https://www.fkk-toyama.co.jp/ir/wp-content/uploads/109_4Q_tanteisei.pdf

用于 FY2026 经营业绩、订正后的资产负债表、现金流、FY2027 预测与分红。

2. 伏木海陸運送 | 第 109 回定时股东大会资料

<https://www.fkk-toyama.co.jp/ir/soukai/>

用于分部经营、集团结构、员工、主要股东、借款银行、治理、董事任期、报酬与资本开支。

3. 伏木海陸運送 | 固定资产出售公告

<https://www.fkk-toyama.co.jp/ir/wp-content/uploads/%E5%9B%BA%E5%AE%9A%E8%B3%87%E7%94%A3%E3%81%AE%E8%AD%B2%E6%B8%A1%E3%81%AB%E9%96%A2%E3%81%99%E3%82%8B%E3%81%8A%E7%9F%A5%E3%82%89%E3%81%9B.pdf>

用于土地/建筑出售、3.28 亿日元固定资产出售收益与处置目的。

4. 伏木海陸運送 | 2025 年 6 月期 有价证券报告书

<https://www.fkk-toyama.co.jp/ir/wp-content/uploads/S100WQSP-1.pdf>

用于政策持股性质、主要上市持股与历史资本结构；FY2026 报告书在本 Review 截止日尚未提交。

5. 伏木海陸運送 | 公司与 IR 首页

<https://www.fkk-toyama.co.jp/>

<https://www.fkk-toyama.co.jp/ir/>

用于业务身份、最新披露、航线/集装箱班期与资料时点确认。

15.2 | 外部与市场交叉证据

6. 富山县 | 伏木富山港 港势资料/2025 年港口统计

<https://www.pref.toyama.jp/1504/kendodukuri/dourokouwan/kouwan/kj00006345/kj00006345-004-01.html>

用于外部确认商船入港、集装箱、总货量与主要货种的真实产业基础。

7. Yahoo!ファイナンス | 9361 历史行情/分红

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9361.T/history>

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9361.T/dividend>

用于最近完整交易日、成交量、市场估值与长期分红历史交叉确认。

8. IRBANK | 9361 长期年度价格/估值历史

<https://irbank.net/9361/per>

用于 2010 年以来年度高低点、PBR 区间与历史估值行为。

9. 松井证券 | 9361 长期价格信息

<https://finance.matsui.co.jp/stock/9361/index>

用于上市历史与长期高低点交叉确认。

15.3 | Research Debt / material UNKNOWN

本轮在 Research Stop 前已追查高信息价值公开路径。以下问题仍然重要，但当前公开资料不足以可靠解决，故明确保留为 Research Debt：

- 港运业务的大客户集中度、主要合同周期、各货种真实增量利润率未充分披露；
- FY2026 权益法投资损失 2.21 亿日元的具体来源和可逆性尚无法可靠归因；
- FY2026 政策持股的最新逐项变化与出售计划，要等预计 2026 年 9 月 30 日提交的有价证券报告书；
- 账面土地的市场价值、经营必要性、可出售比例和税后可分配价值无法从公开资料精确判断；
- FY2026 资本开支约 13.33 亿日元的项目级 IRR、回收期和经济回报门槛未披露；
- 本轮审阅资料中未发现明确 ROE/资本成本/PBR 改善目标，但这不等于未来不会制定。

这些 UNKNOWN 会影响估值重估幅度与资本配置判断，但在当前信息集下不足以阻止形成有边界的投资结论。

15.4 | 时间与技术证据边界

Review 资料截止日为 2026 年 9 月 23 日。日本股市 9 月 21 日至 23 日连续休市，因此技术研究使用 2026 年 9 月 18 日最近完整交易日作为当前市场锚。

Owner attachment 3789 是本 Review 指定的公开 Section 10 视觉载体；Technical Research 本身使用更广的真实长期价格历史，Owner Media 不是唯一技术证据。

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。